

中信证券研究部



唐思思
首席传媒分析师
S1010517080007

核心观点

电商直播对于商家、用户、平台价值巨大，其兴起并非短期现象，而是流量争夺加剧、电商内容化大背景下的大势所趋，随着主要平台积极推进、产业专业化提升及技术创新，行业有望持续快速发展，首次给予电商直播行业“强于大市”评级。其中头部平台主导产业发展，望最大程度上受益，首推阿里巴巴。

■ 行业概览：1) **发展：**近年淘宝、快手、抖音等头部平台发力电商直播，随着李佳琦、薇娅的爆红，2019 年电商直播爆发式增长，行业总规模预计超 3000 亿；2) **价值：**电商直播实时交互式线上导购模式，带来更好的用户体验、给商家提供了良好的营销机会，并推动了电商平台的内容化；3) **产业链：**电商直播主要由流量端和供应链端构成，其中流量端包括电商直播平台、MCN 及主播红人，负责获取用户流量，供应链端包括传统电商平台和商家，负责供应链运营。

■ 行业驱动：1) **提升用户体验：**实时交互式导购带来更丰富、深入的用户体验，促进用户购买；2) **传统电商平台内容化：**流量红利趋弱，网购用户增速降至约 10%，用户花在移动购物的时间占总时长仅 4%，传统电商平台急需富媒体提升用户粘性；3) **短视频平台商业化：**短视频用户规模超 8.2 亿，月人均使用时长达 22.3 小时，海量流量有赖电商直播模式变现；4) **内容环节产业化：**MCN 及优质主播体系逐步成型，机构数量已超 5000 家，直播内容质量与供应链把控能力持续提升；5) **基础设施完善：**移动互联网及电商基础设施网络基本构筑，4G 普及、提速降费，移动支付渗透率超 70%，乡镇快递网点覆盖率超过 90%。

■ 产业链格局：1) **流量端：**直播流量平台汇聚电商流量，淘宝直播高速发展，日内容时长超 15 万小时，2019 年 GMV 破 2000 亿元，快手、抖音持续发力，GMV 均超百亿元；主播与 MCN 生产专业内容，以谦寻为代表的头部 MCN 正在持续完善流量与供应链的专业化运作；2) **供应链端：**依托成熟完整的供应链与电商服务能力，传统电商平台成为承接直播流量的主要平台，同时也掌控庞大电商流量、拥有最完整的供应链与电商服务基础，主导产业规则；垂直品类商品渗透率提升，电商直播打开了大量非标产品以及新品的机会，成为服装、珠宝、美妆、食品等类目重要渠道，女装直播转化率达约 20%，翡翠直播交易额占网购 90%。

■ 发展趋势：1) **内容化：**电商直播强势提升消费者体验，是电商内容化中重要组成与中长期趋势；2) **融合化：**直播将持续融入传统电商，成为运营受众用户与新品发行的重要方式，成为部分非标品类的标配线上导购工具；3) **技术创新：**5G、虚拟等技术进步下直播形式有望进一步演进，升级为“云逛街、云购物”。

■ 风险因素：电商直播脉冲式的销售特征及潜在的高退货率对供应链造成损害；行业监管风险；平台端流量规则发生变化；竞争超预期；头部主播、MCN 流量马太效应强，造成发展不平衡；5G、虚拟等技术发展低于预期。

■ 投资策略：1) **行业评级：**电商直播助力线上消费实现实时交互、提升用户体验，头部主播汇聚了庞大流量，给商家提供营销机会，同时电商直播也有望推进电商平台的内容化，带动流量平台的货币化，因此对各方价值巨大，其兴起并非短期现象，而是流量争夺加剧、电商内容化大背景下的大势所趋。目前主要平台对电商直播的积极推进、产业链专业化的提升，以及未来潜在的技术创新都有望持续推进行业快速发展，**首次覆盖给予电商直播行业“强于大市”评级**；2) **推荐标的：**平台端具备电商流量与场景、供应链全套基础设施与服务能力优势，主导行业发展，有望最大程度上受益，**重点推荐阿里巴巴，关注快手、字节跳动。**

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价 (原始货币)	EPS (Non GAAP,人民币)			PE			评级
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
阿里巴巴	215.5	4.4	6.2	7.7	43	31	24	买入

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：采用美股股价，单位为美元/ADR，对应年份为财年

电商直播行业

评级 **强于大市（首次）**
景气趋势 ↑

目录

行业概览：李佳琦/薇娅迅速走红，电商直播风口正兴	1
发展历程：李佳琦/薇娅爆红，淘宝、快手、抖音发力电商直播	1
产业链：内容流量+供应链，共同构筑电商直播产业链	2
产业价值：实时交互式线上导购，带来更好用户体验，为商家提供营销机会	3
市场规模：2018 年淘宝直播带货破千亿，2019 年总规模预计超 3000 亿	4
发展趋势：电商内容深度提升大势所趋，持续融入综合电商运营	5
底层驱动：电商内容化大势所趋，传统电商与流量平台共同推动	5
用户体验：从自助搜索到实时导购，电商直播带来更丰富深入的用户体验	5
传统电商平台内容化重镇：流量红利趋弱，亟待富媒体内容提升用户粘性	7
短视频平台商业化重要出路：聚集海量流量，亟需流量变现模式	9
内容环节产业化：MCN 及优质主播体系逐步成型，电商直播产业化趋势持续推进	11
基础设施：移动互联网及电商基础设施持续渗透，全国高效网络基本构筑	12
产业链：供应链与流量端优势互补，共同构筑直播产业	15
产业分工：流量端与供应链协同，共享产业收益	15
流量端：主播与 MCN 生产专业内容，流量平台汇聚高质量流量	16
供应链端：头部传统电商承接主要流量并主导产业，垂直商品渗透率提升	23
影响及趋势：直播成为电商平台标配，5G 等技术进步望带来更多可能性	27
电商直播重构产业链各环节的模式玩法	27
内容化：电商内容化大势所趋，电商直播强势提升消费者体验，势不可挡	28
融合化：与传统电商进一步融合，产业链各环节持续专业化、规范化	29
技术创新：5G、虚拟等新技术成熟下，直播形式将进一步演进	31
风险因素	32
行业评级及投资建议：	33
电商直播价值巨大、风口正兴，给予“强于大市”评级	33
投资策略：头部平台主导产业，优先受益，首推阿里巴巴	33
重点公司推荐：阿里巴巴主导产业，优先受益于电商直播	34

插图目录

图 1：“口红一哥”李佳琦及“淘宝直播一姐”薇娅直播带货	1
图 2：2019“双十一”预售淘宝直播引导成交同比增长 15 倍	1
图 3：电商直播发展历程	2
图 4：电商直播产业链结构	3
图 5：李佳琦双十一直播间优惠活动（元）	3
图 6：完美日记位居淘宝直播尖货排位赛护肤彩妆类目榜首	3
图 7：电商直播互动现场	4
图 8：中国电商直播规模预计（亿元）	4
图 9：淘宝直播带货规模及内容规模	4
图 10：李佳琦口红试色及店铺直播回看功能	5
图 11：传统电商购物与内容电商直播流程对比	5
图 12：电商推广模式演变	6
图 13：中国在线直播用户在直播上看到商品广告下单冲动程度调查	6
图 14：天猫双十一薇娅/李佳琦必买清单	6
图 15：2019 年 5 月直播网购人群月人均使用时长/使用次数/线上消费能力与 TGI	7
图 16：网络购物用户规模及增长（亿/%）	7
图 17：主要电商平台用户规模趋势（百万）	7
图 18：传统购物类 APP 整体时长较社交内容类 APP 时长显著较低	8
图 19：综合电商行业总使用时长占比较低	8
图 20：主要社交/电商平台人均使用时长对比	8
图 21：淘宝近年内容化布局	9
图 22：近年淘宝对直播资源倾斜情况	9
图 23：泛娱乐典型行业月活跃用户数（亿）	9
图 24：泛娱乐典型行业月人均使用时长（小时）	9
图 25：2019Q3 主要短视频 APP 月活跃用户数	10
图 26：用户通过短视频平台购买的商品品类及直播对用户决策的影响	10
图 27：MCN 机构发展历程及以电商为主的 MCN 机构	11
图 28：2019 社会化营销重点及 KOL 流量和影响力	12
图 29：我国手机网民规模及占整体网民比例	13
图 30：2018 年 1 月-2018 年 12 月中国移动互联网用户联网方式占比	13
图 31：淘宝直播智能推荐页面	14
图 32：手机网络支付用户规模及渗透率	14
图 33：中部地区快递量增长迅猛	15
图 34：主要平台较为典型的淘宝电商直播模式分成结构示意图	16
图 35：淘宝直播平台活跃的专业主播数量迅猛增长，每月带货规模超过 100 万的直播间超过 400 个	16
图 36：淘宝直播村播计划&启明星计划	17
图 37：快手直播电商模式图	18
图 38：32%的快手用户会因为信任主播推荐而购买产品	18
图 39：快手用户城市级别分布	19
图 40：快手直播间	19
图 41：抖音 TOP100 营销类头部视频作品数占比	20

图 42: 抖音主播类别及占比	20
图 43: 抖音纯素人 TOP 10 粉丝数及获赞数	21
图 44: 2015 年-2018 年中国 MCN 机构数量	21
图 45: 2018 年中国 MCN 营收规模现状	21
图 46: 阿里淘榜单直播机构排行榜	22
图 47: 阿里淘榜单直播达人排行榜	23
图 48: 淘宝主播销量金字塔	23
图 49: 抖音头部主播覆盖粉丝量	23
图 50: 电商直播供应链平台	24
图 51: 有赞类目中女装直播转化率位居榜首	25
图 52: 中国翡翠线上直播交易额	25
图 53: 2018 年翡翠销售额分渠道占比	25
图 54: 淘宝直播销量 TOP100 商品分类数据	26
图 55: 淘宝直播最近 30 天销量 TOP10 商品	26
图 56: 双十一网红带货新兴品类	27
图 57: 抖音导流至淘宝购买商品	28
图 58: 快手站内小店直接下单购买, 有赞提供支持	28
图 59: 内容带货模式从软广告向强推荐演变	28
图 60: 90/00 后二级行业活跃渗透率 TOP	29
图 62: 淘宝直播“11.11”全天带动成交近 200 亿	29
图 63: 传统电商模式与电商直播模式的融合	30
图 64: 李佳琦直播间宣传《南方车站的聚会》秒空 25.5 万张	30
图 65: 薇娅直播间宣传大鹏柳岩新片《受益人》销量 11.6 万张	30
图 66: 女装直播订单与大盘对比概况	31
图 67: 电商模式发展	32
图 68: 2019 年 5 月科大讯飞新品发布会使用全球首个多语种 A.I.虚拟主播	32
图 69: 阿里巴巴电商生态图	34
图 70: 手淘用户规模与时长持续增长	34
图 71: 淘宝直播用户规模增长	35
图 72: 阿里系近年用户时长增长	35

表格目录

表 1: 主要电商直播平台发展历程	2
表 2: 快手“116 购物狂欢节”带货达人榜 TOP5	11
表 3: MCN 机构简介及代表红人	11
表 4: 重点跟踪公司盈利预测	33

■ 行业概览：李佳琦/薇娅迅速走红，电商直播风口正兴

发展历程：李佳琦/薇娅爆红，淘宝、快手、抖音发力电商直播

“OMG，买它买它！”——“口红一哥”李佳琦的迅速走红，见证了电商直播 2019 年的风头。头部主播展示出极强的带货能力，“口红一哥”李佳琦 5 分钟卖光 15000 支口红、10 秒钟帮张大奕卖出 10000 支自制洗面奶，而“淘宝直播一姐”薇娅全年带货 27 亿 GMV，双十一开始后的两个小时内引导销售额达 2.67 亿。平台角度，根据淘宝官方公布数据，预售首日淘宝直播引导成交同比增长了 15 倍，有 1.7 万品牌在线直播，“双十一”当天淘宝直播带动成交额超 200 亿元，2019 年全年电商直播 GMV 预计将超过 2000 亿元，电商直播模式迅速兴起。

图 1：“口红一哥”李佳琦及“淘宝直播一姐”薇娅直播带货



资料来源：淘宝直播

图 2：2019 “双十一”预售淘宝直播引导成交同比增长 15 倍



资料来源：淘宝直播

2016 年淘宝上线直播以来，电商直播行业迅速发展，快手、抖音等也发力。2015 年以张大奕等微博红人为代表的网红电商开始兴起，2016 年淘宝、京东正式上线直播功能，电商直播开始逐步发展，2017 年快手、抖音相继上线直播功能，淘宝直播内容、流量、玩法不断升级，2018 年快手/抖音推出了一系列商业变现模式，包括热搜榜、MCN 合作、企业蓝 V 计划等，并上线了购物车项目。通过直播营销带货变现，2019 年淘宝等平台电商直播全面爆发，拼多多、腾讯加入直播大军，电商直播朝向更大的规模、更专业的分工以及与传统电商进一步融合的方向发展。

图 3：电商直播发展历程



资料来源：中信证券研究部绘制

表 1：主要电商直播平台发展历程

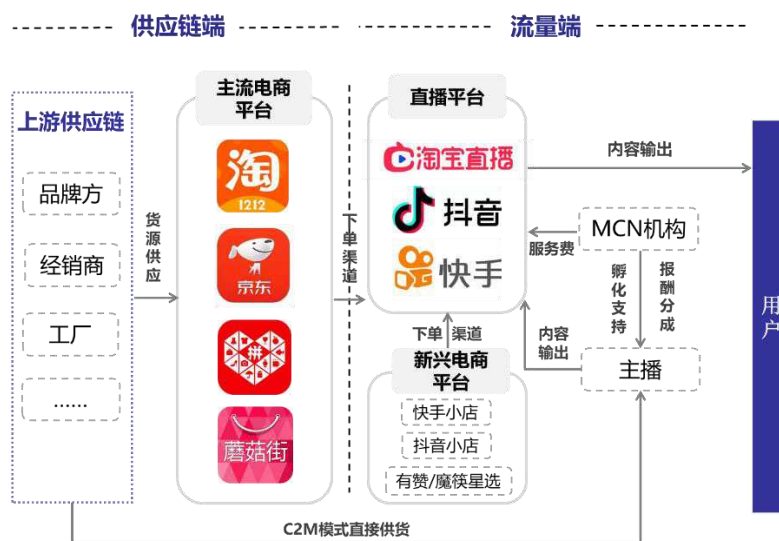
电商直播平台	发展历程
淘宝直播	2016年4月，淘宝直播品牌正式发布，在papi酱的拍卖活动中，有50万人通过淘宝直播平台观看了该次直播；2017年第一届淘宝直播盛典开启；2018年打造内容生态时代，81名主播年引导销售额过亿；2019年日均直播场次超6万场，直播时长超过15万小时
蘑菇街	2016年3月上线直播功能，打造直播+内容+电商；2020财年第一季度实现直播同比增长高达102.7%，达13.15亿元，直播占公司GMV比例为31.5%
快手	2016年初上线直播功能；2018年11月举办“快手卖货王”活动，头部主播“散打哥”三小时带动5000万元销售额，当日销售1.6亿元；2019年2月开放全民直播
抖音	2017年11月上线直播功能；2019年2月发布主播招募计划；2019年“正善牛肉哥”在618期间卖出了100万瓶葡萄酒，10万箱啤酒
京东直播	2016年9月上线直播功能；2018年8月召开达人大会，宣布内容达人专属扶持计划——京星计划；2019年7月京东宣布计划至少投入10亿资源，孵化不超过5名“红人”
网易考拉	2019年8月上线直播功能；2019年6月推出“考拉ONE物全网招募计划”，目前已有10000+达人
拼多多	2019年11月27日直播首秀，“小小包麻麻”在拼多多平台开启第一次直播，开播15分钟直播间人数便高达15000人，1小时后超过50000人

资料来源：各平台公告，中信证券研究部

产业链：内容流量+供应链，共同构筑电商直播产业链

电商直播产业链核心由流量端和供应链端构成。其中，流量端主要包括淘宝直播、快手、抖音平台及MCN及主播红人，负责内容生产、用户流量汇聚及分发导流。而供应链端包括电商平台（如淘宝、京东、拼多多等）和众多商家（如服装、珠宝、化妆品等行业商家），负责导流后全套的供应链、售卖、物流、客服等运营工作。通过整个产业链分工，内容与商品以电商直播的形式，触达消费者，实现内容体系构筑、商品销售与品牌建设。

图 4：电商直播产业链结构

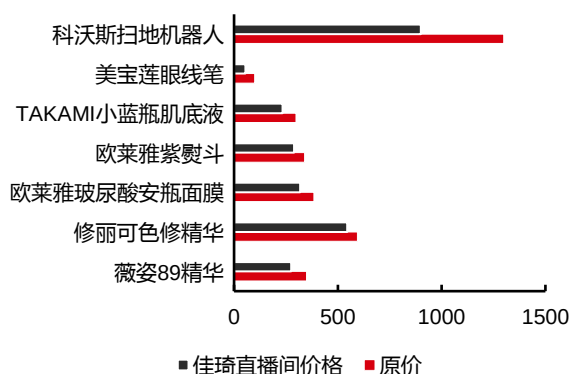


资料来源：中信证券研究部绘制

产业价值：实时交互式线上导购，带来更好用户体验，为商家提供营销机会

商家：头部主播“全网最低价”定位，给消费者带来实惠，给商家提供新品发售、大量出货等营销工具与机会。以淘宝头部主播李佳琦为例，李佳琦直播间较为优惠的价格惠及消费受众，带来高粉丝数、高关注度以及攀升的销量，双十一首场李佳琦直播间累计观看人数 3112 万人，累计出售商品销量 152.7 万。同时其庞大的流量对于商家而言是巨大的发售新品、实现爆款动销的机会，商家通过一定的让利，能够实现目标商品一天千万级的曝光与上万件的出货。品牌方面，2019 年天猫双十一，完美日记 1 小时 28 分成交额破亿，击败欧美大牌成为彩妆销售榜品类第一。

图 5：李佳琦双十一直播间优惠活动（元）



资料来源：淘宝直播，中信证券研究部

图 6：完美日记位居淘宝直播尖货排位赛护肤彩妆类目榜首

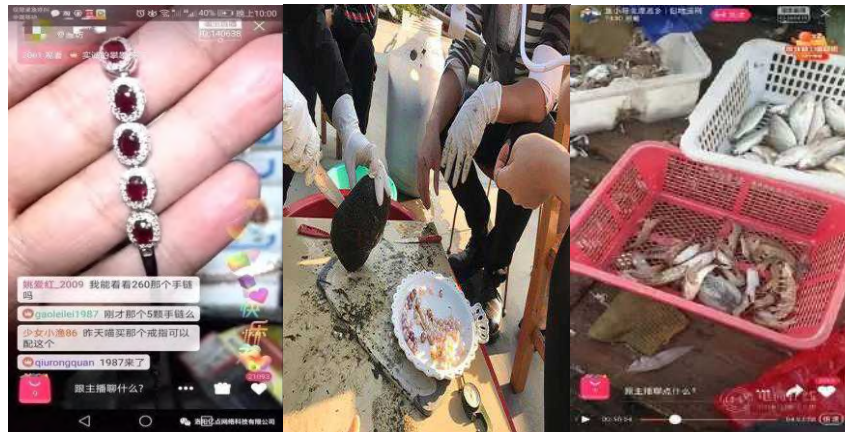


资料来源：淘榜单

用户：电商直播实现实时交互，线上化导购，大幅提升用户体验。相比传统图文式电商的单向信息交互，电商直播向用户充分展示了商品详情、优缺点及使用效果，尤其是对于非标品而言，图文展示模式远不如主播讲解高效便捷。买家高频且强交互的场景也促进

了不少新型的直播内容的兴起，如直播卖和田玉现场答疑解惑、开蚌取珍珠现场加工成首饰、野生海鲜类产品原产地捕捞等，实时交互的线上化导购大幅提升了用户体验。

图 7：电商直播互动现场

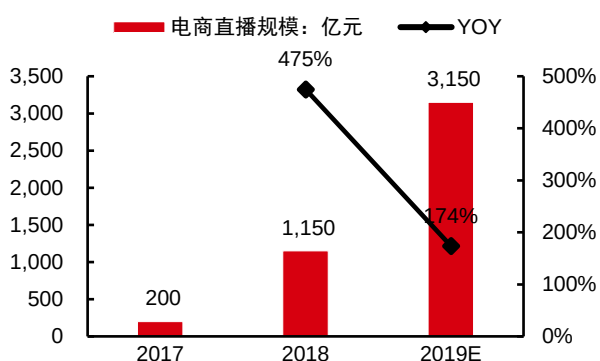


资料来源：淘宝 APP

市场规模：2018 年淘宝直播带货破千亿，2019 年总规模预计超 3000 亿

得益于平台端对直播的持续加码，以及产业链专业度持续提升、用户直播购物习惯逐步养成，电商直播 GMV 高速增长，2019 年或超 3000 亿元。电商直播目前已经达到电视直播 10 倍以上的体量，根据《2019 淘宝直播生态发展趋势报告》，2018 年淘宝直播平台 GMV 达 1000 亿元，带货同比增速接近 400%，消费者每天可观看直播内容超过 15 万小时。今年淘宝直播持续保持高增长，据阿里巴巴投资者日披露，2019 财年天猫直播渗透率超过 50%，YTD 同比增速超 140%，2019 年双十一当日淘宝直播 GMV 破 200 亿元，同时快手、抖音也加大电商直播资源倾斜，预计 2019 年行业销售有望超 3000 亿元。

图 8：中国电商直播规模预计（亿元）



资料来源：产业调研，中信证券研究部预测

图 9：淘宝直播带货规模及内容规模



资料来源：《2019 淘宝直播生态发展趋势报告》（淘榜单、淘宝直播）

发展趋势：电商内容深度提升大势所趋，持续融入综合电商运营

从传统搜索式电商到社交内容式电商，电商内容深度提升大势所趋。电商平台具备靠近消费者购买决策的先天优势地位，近年来通过直播、短视频、社区等方式不断加强对内容的精细化运营。电商直播与传统电商进一步融合，产业链各环节逐渐专业化、规范化。依托细分受众及粉丝沉淀，电商直播成为商家运营的重要营销工具及部分非标品的标配线上导购工具。长期来看，随着 5G、虚拟等新技术的不断成熟与发展，直播形式将进一步演进，未来有望实现“云逛街、云购物”模式。

■ 底层驱动：电商内容化大势所趋，传统电商与流量平台共同推动

用户体验：从自助搜索到实时导购，电商直播带来更丰富深入的用户体验

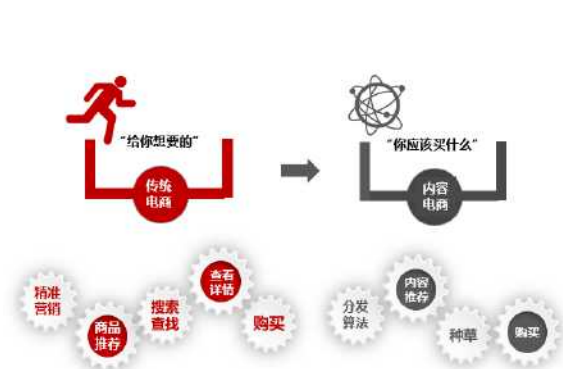
体验提升：线下导购线上化，电商直播提供了更加深度、实时的购物体验。传统电商以搜索式购物为代表，用户以自助的方式通过关键词搜索完成选品及下单，主要依赖图文与短视频获取商品信息；而电商直播则实现了从“人找货”到“货找人”的转变，同时提供深度实时、富媒体形式的商品展示，促进店家、主播、消费者之间的关系进一步紧密。电商直播实现了线下导购线上化，为用户带来了更丰富、直接、实时的购物体验，例如美妆类主播进行当场口红试色、服装类主播为消费者提供服装搭配建议、海外购物类主播直播采购现场保证货源真实性等。部分店铺还特设回看功能，若用户想看某件产品的直播讲解记录，则可以点击相应的回看按钮观看主播讲解记录。

图 10：李佳琦口红试色及店铺直播回看功能



资料来源：手淘 APP，中信证券研究部

图 11：传统电商购物与内容电商直播流程对比



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部绘制

红人效应：传统图文推广模式吸引力趋弱，用户自主比货意愿降低，直播推荐降低用户决策成本，红人主播价值提升。近年来各类图文推广模式盛行，不再独具吸引力，消费者意愿降低。随着生活节奏不断加快，用户阅读长图文自主比货意识逐渐减弱，熟人推荐、红人种草模式的价值凸显。李佳琦、薇娅等红人从消费者的角度出发，基于自身使用情况进行同类产品对比，并告知消费者如何买货才能避免进入商家套路，更容易获得消费者的

认同。《2018 年中国网红经济发展洞察报告》数据显示，2018 年上半年网红导购在电商领域的收入占比达到了近 20%，说明用户购买行为容易受到 KOL 影响。

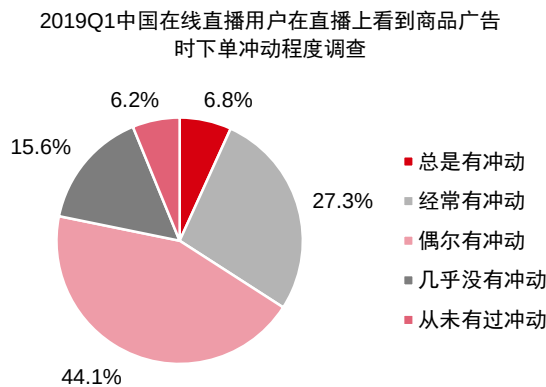
图 12：电商推广模式演变



资料来源：中信证券研究部绘制

刺激购买：实时互动激发羊群效应，价格优惠刺激用户消费。以李佳琦为代表的头部网红依托庞大流量与供应链及品牌商谈价获取一定优惠，打造“全网最低价”为粉丝谋取福利、吸引粉丝下单。店铺直播则主打优惠券或抽奖，消费者在直播间中领券下单可获得一定优惠。直播间的限时限量特性使其相比传统电商更具爆发性。据艾媒咨询统计，2019Q1 近八成中国在线直播用户在直播上看到商品广告有下单冲动。

图 13：中国在线直播用户在直播上看到商品广告下单冲动程度调查



资料来源：艾媒咨询，中信证券研究部

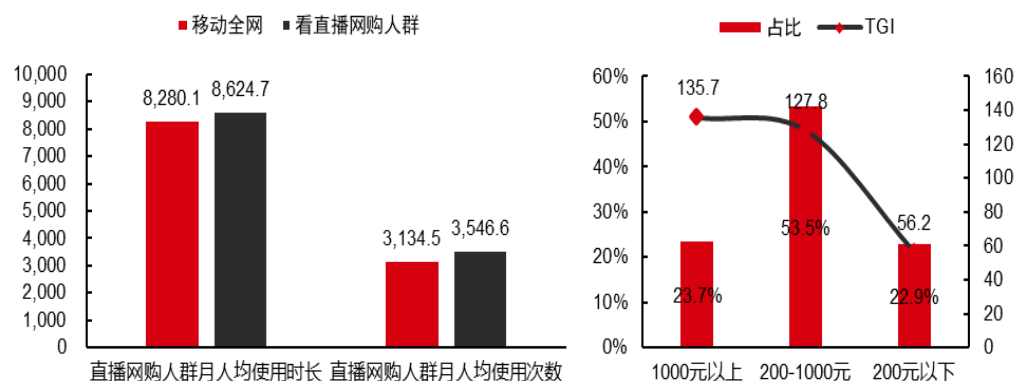
图 14：天猫双十一薇娅/李佳琦必买清单



资料来源：淘宝直播

用户特征：观看直播用户活跃度、消费水平高于平均。Questmobile 数据显示，2019 年 9 月看直播网购人群中线上消费能力在 1000 元以上的占比 23.7%，200-1000 元之间的占比 53.5%，TGI 分别为 135.7 及 127.8，消费水平高于平均；直播网购人群的移动互联网人均使用时长/月人均使用次数分别为 8624.7 分钟/3546.6 次，均高于移动全网用户。

图 15：2019 年 5 月直播网购人群月人均使用时长/使用次数/线上消费能力与 TGI

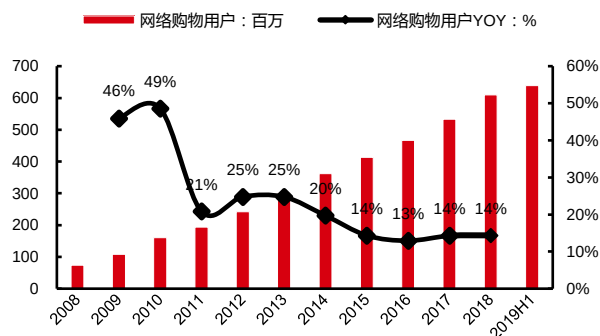


资料来源：Questmobile，中信证券研究部

传统电商平台内容化重镇：流量红利趋弱，亟待富媒体内容提升用户粘性

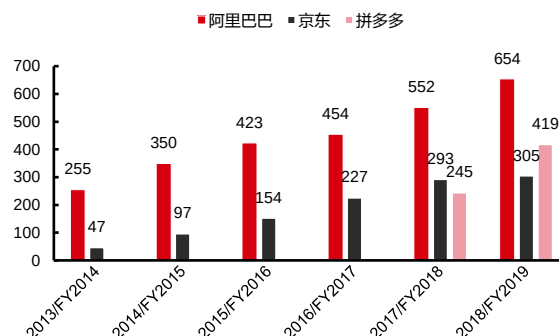
互联网用户人口红利趋弱，传统电商平台用户增长放缓，流量与注意力竞争持续加大。互联网用户增长红利趋于尾声，传统电商用户增速放缓，持续加码营销投入及商品促销背景下，以天猫、京东、唯品会为代表的传统主流电商平台用户增速仍持续下降，整体网络购物用户数已下滑至约 10% 水平（CNNIC）。同时存量竞争背景下，电商平台之间、电商平台与社交内容平台之间的对用户时间的争夺持续加剧，如何让用户更长、更深入地在平台留存与消费，成为传统电商平台面临的最重要问题之一。

图 16：网络购物用户规模及增长（亿/%）



资料来源：CNNIC，中信证券研究部

图 17：主要电商平台用户规模趋势（百万）

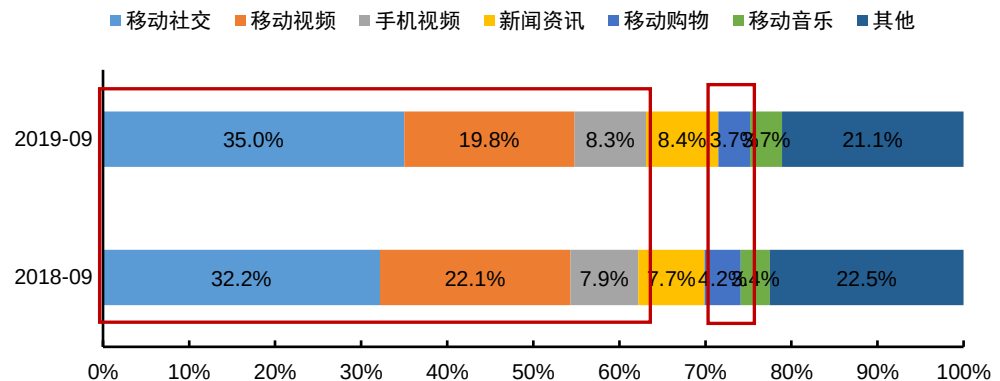


资料来源：公司公告，中信证券研究部

传统电商平台在用户粘性和时长占据方面，显著低于内容和社交平台，社交内容电商兴起背景下，亟待完善内容体系留存用户流量。1）早期发展过程中，电商平台偏重供应链能力，平台核心围绕提供最优质的购物服务开展运营，典型如早期的淘宝和京东，但购物场景相对社交、短视频/长视频等内容娱乐场景占用的用户时长与频次显著较低，据 Questmobile 数据，2018 年 9 月用户花在移动购物上的时间仅占总用户时长低于 4%，显著低于移动社交（35%）、移动视频（20%）、手机游戏（8%）、新闻资讯（8%）等主要的社交内容平台。2）而当前阶段用户与流量红利见顶，主要平台对用户时间与钱包的争夺持续加剧，社交内容电商兴起，以淘宝为代表的传统电商平台亟待完善内容体系，提升用

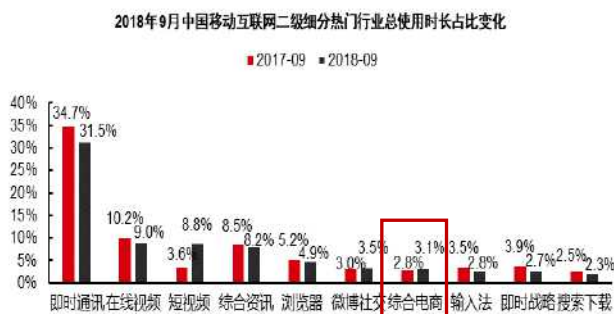
户综合体验，实现更好的用户留存及消费。

图 18：传统购物类 APP 整体时长较社交内容类 APP 时长显著较低



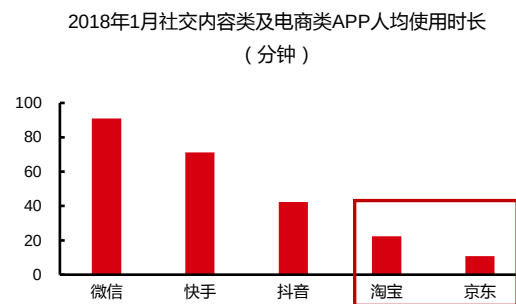
资料来源：Questmobile，中信证券研究部

图 19：综合电商行业总使用时长占比较低



资料来源：Questmobile，中信证券研究部

图 20：主要社交/电商平台人均使用时长对比



资料来源：Questmobile，中信证券研究部

直播模式能够有效提升用户参与粘性以及与商户的互动，提供更好的产品体验，成为电商平台内容化的重要产品，获得平台持续的资源投入。以淘宝为例：1）近年来以淘宝为代表的电商平台持续推进内容化，推出微淘等内容功能，同时持续与微博、文娱业务等合作完善内容生态，实现用户从纯购物到边逛边玩边购物的转变；2）直播作为淘宝内容化的重镇，获得了平台持续的资源投入，从前期的对直播内容的优先推荐，到对开设直播功能的店铺增加展示权重，再到持续完善直播产品功能，当前已有超过 50% 的品牌商家开设直播，未来或对商家全面推进直播功能。

图 21：淘宝近年内容化布局



资料来源：淘宝 APP

图 22：近年淘宝对直播资源倾斜情况

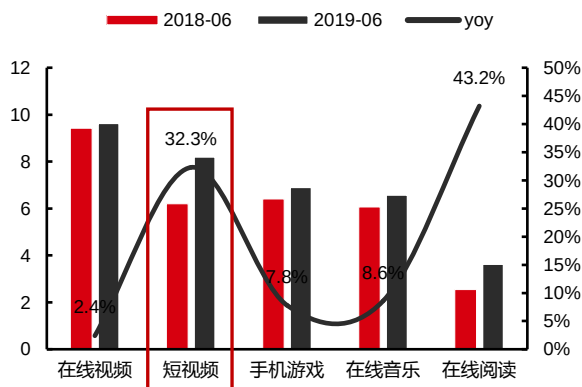


资料来源：中信证券研究部绘制

短视频平台商业化重要出路：聚集海量流量，亟需流量变现模式

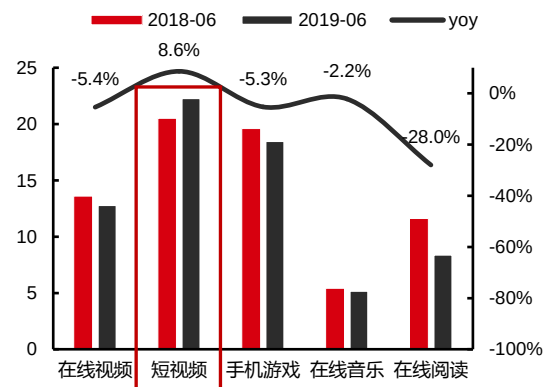
以抖音快手为代表的短视频平台近年崛起，迅速占据大量用户注意力。短视频受益于集社交、红人为一体的内容体系及“短平快”的内容消费模式，对于移动时代用户具备巨大的吸引力。据 Questmobile 统计，截至 2019 年 6 月，短视频用户规模超 8.2 亿，同比增速超 32%，与在线视频用户规模仅相差 1.4 亿；短视频月人均使用时长达 22.3 小时，显著领先于手机游戏及在线视频，成为近几年增长最快、规模最大的流量池之一。

图 23：泛娱乐典型行业月活跃用户数（亿）



资料来源：Questmobile，中信证券研究部

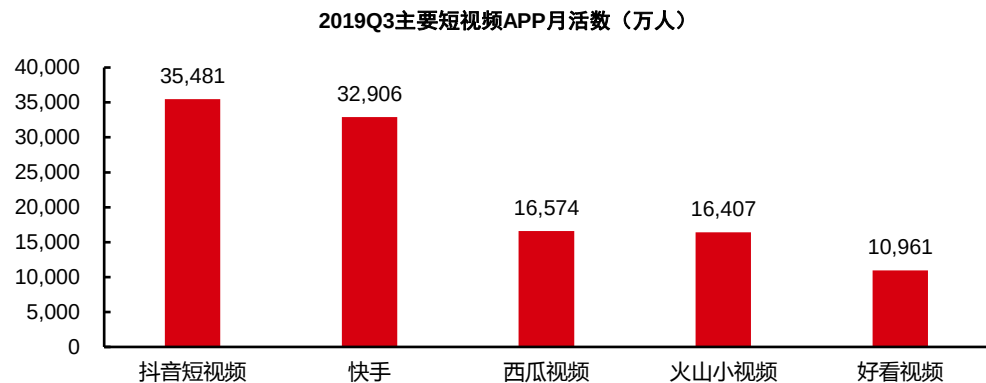
图 24：泛娱乐典型行业月人均使用时长（小时）



资料来源：Questmobile，中信证券研究部

抖音、快手为当前短视频赛道主要的玩家。据 Questmobile 统计，2019Q3 短视频月活榜单中抖音、快手均位居前列，月活数分别为 3.5 亿人和 3.3 亿人。快手主打“以人为本，去中心化”，面向下沉市场用户，通过营造平民化、去中心化的社区氛围，建立主播与用户之间的强信赖关系，从而实现人带货的电商模式。抖音则以内容为核心，从中心化出发，聚焦年轻人潮流个性的生活态度，依托高流量池进行推广，从而提升品牌曝光度实现高触达及高转换。

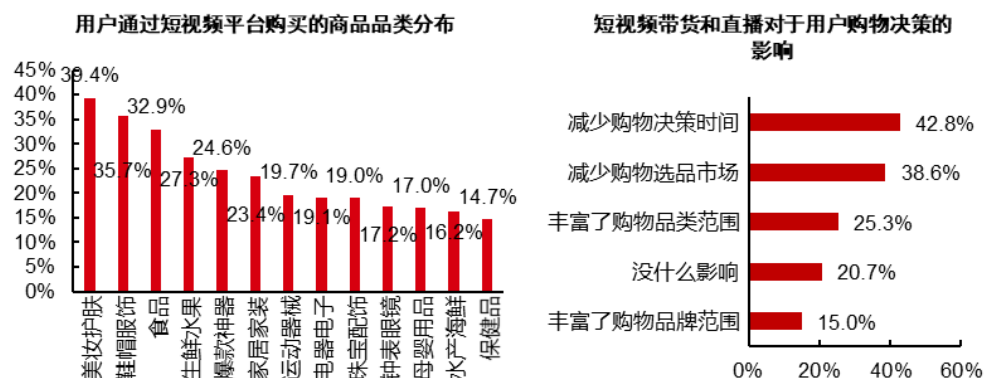
图 25：2019Q3 主要短视频 APP 月活跃用户数



资料来源：Questmobile，中信证券研究部绘制

红人/直播模式凭借粉丝效应带货能力强，方便用户购物决策。短视频凭借着丰富活泼的内容、与生俱来的社交属性与对碎片化时间的占据集聚了巨大的流量。据 QuestMobile《中国移动互联网 2019 春季报告》显示，截至 2019 年 3 月，中国移动互联网用户人均每天花近 6 个小时玩手机，近四成时间在看短视频。短视频日活亿级的流量为带货提供了良好的引流入口，同时以内容兴趣精准、红人粉丝关系导流目标用户，有效提高商品转化率，达人主播推荐与实时直播互动形式方便消费者商品的全方位了解，减少了消费者购物决策时间，带货逐渐成为流量变现的重要模式。

图 26：用户通过短视频平台购买的商品品类及直播对用户决策的影响



资料来源：Questmobile，中信证券研究部

短视频平台货币化持续推进，除广告和打赏外，流量转向电商变现。1) 依托用户红利、低营销门槛、信息承载量及肥尾效应，短视频具有流量变现的先天优势。随着短视频行业的竞争加剧，各大平台已完成前期流量积累，传统的变现模式包括广告及直播打赏，而当前广告模式相对成熟，亟需发展新的流量变现模式。2) 电商直播利用网络红人的粉丝黏性，吸引粉丝购买红人推荐的产品，刺激用户的瞬间消费潜力，可实现私域流量向电商平台的导流变现，符合短视频平台的流量特征，愈发成为短视频/直播平台的重要变现渠道。据 BigData-Research 统计，目前快手商家号用户数超过 60 万，每日新增用户数超过 1 万，每日新增商家作品超过 50 万，日均直播场次超过 20 万。

表 2：快手“116 购物狂欢节”带货达人榜 TOP5

带货达人	粉丝数	销量	销售额
辛有志 辛巴 818	3223.7w	357.6w	26899.60w
娃娃（每周一 6 点）	1329.6w	65.6w	12598.40w
半姐在广州开服装店	165.5w	50.7w	8409.09w
葵儿 kuki	584.1w	20w	6309.35w
初瑞雪 每周末 6 点	2232.7w	56.2w	4181.49w

资料来源：各平台网站，中信证券研究部

内容环节产业化：MCN 及优质主播体系逐步成型，电商直播产业化趋势持续推进

MCN 机构持续扩张与专业化，推动电商直播产业化。据克劳锐《2019 年中国 MCN 行业发展研究白皮书》统计，截至 2018 年 12 月，中国 MCN 机构数量已经超过 5000 家，且 90% 以上的头部红人被 MCN 公司纳入，或成立了自己的 MCN。当前 MCN 机构的变现方式主要包括广告营销、内容电商、平台补贴及课程销售。2018 年 MCN 变现模式中，内容电商占比 35.5%，头部 MCN 中内容电商占比 17.4%，MCN 机构体系的逐渐成熟将持续驱动电商直播行业保持增长。

表 3：MCN 机构简介及代表红人

MCN 机构	代表红人	公司简介
美 ONE	李佳琦等红人	淘宝第一美妆机构，唯一由阿里巴巴、新浪微博、时尚集团共同投资的时尚达人电商机构
如涵控股	张大奕、大金、温婉等 112 名红人	中国网红电商第一股，已在纳斯达克上市，张大奕控股 CMO
杭州宸帆	雪梨、林珊珊等红人	国内领先的网络红人生态平台，旗下拥有众多国内一线优质网络红人，目前已全面转变为网络红人培育平台，系统化培育网络红人影响力，整合产品供应体系
美搜文化	滕雨佳等红人	网红电商平台式服务运营商，致力于将红人经济和内容电商相结合，旗下红人年销售过 3.5 亿，广告收入破千万

资料来源：各平台网站，中信证券研究部

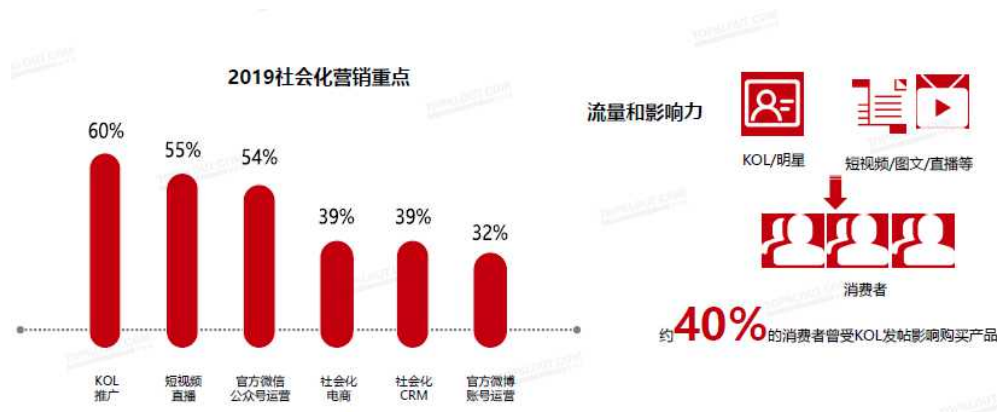
图 27：MCN 机构发展历程及以电商为主的 MCN 机构



资料来源：《2019 中国 MCN 行业发展研究白皮书》（克劳锐），中信证券研究部绘制

优质主播体系逐步成型，专业素养提升驱动电商直播增长。据 AdMaster 发布的《2019 中国社会化及内容营销趋势》显示，2019 年社会化营销途径中 KOL 拔得头筹，成为广告主最受欢迎的社会化营销方式，占比达 60%。相比网红依靠情感寄托吸引流量，电商主播致力于凭借专业能力构建粉丝信任，从而缩短消费者的决策时间，实现更高的商品转化率。目前越来越多的垂直领域中深耕多年的专业人士开始涌现在电商直播平台上，如专柜 BA、服装生产商、珠宝销售、产品经理等，对商品及产业的深刻认知使得他们相比其他素人主播能实现更好的转化率。此外，为了提高电商主播的专业素养，淘宝还专门推出每月的线上珠宝节，定期组织主播进行专业培训，帮助商家实现销售及运营的升级。

图 28：2019 社会化营销重点及 KOL 流量和影响力

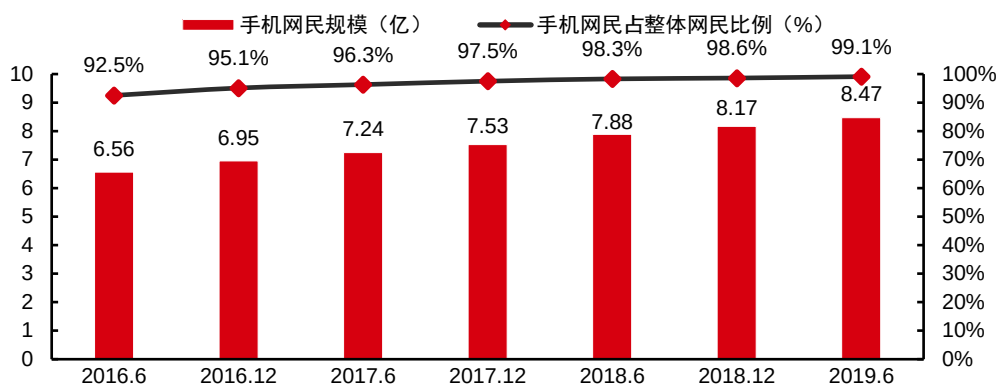


资料来源：《2019 中国 MCN 行业发展研究白皮书》（克劳锐），中信证券研究部

基础设施：移动互联网及电商基础设施持续渗透，全国高效网络基本构筑

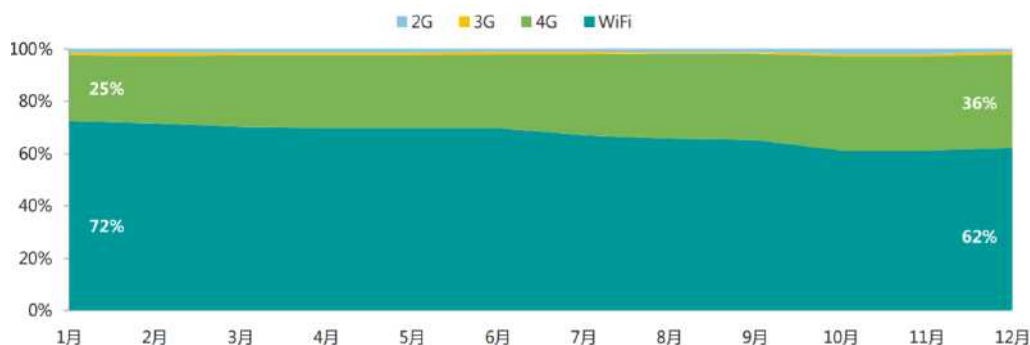
移动设备覆盖提升及移动运营商提速降费，构筑直播内容分发基础。智能手机的普及有利于短视频、直播类内容消费习惯的养成。据 CNNIC，截至 2019 年 6 月，我国手机网民规模达 8.47 亿，移动宽带平均下载速率与五年前相比提升约 6 倍，手机上网流量资费水平降幅超 90%。截至 2019 年 9 月，我国移动通信基站总数达 808 万个，其中 4G 基站总数为 519 个，4G 高速网络占比持续提升，充分保证网络在线直播流畅，大幅减少直播卡顿、音画不一致的情形。同时，三大运营商自 2018 年 7 月起逐步实施提速降费政策，取消漫游费+流量平均资费下降进一步降低了用户观看直播的成本。

图 29：我国手机网民规模及占整体网民比例



资料来源：CNNIC，中信证券研究部

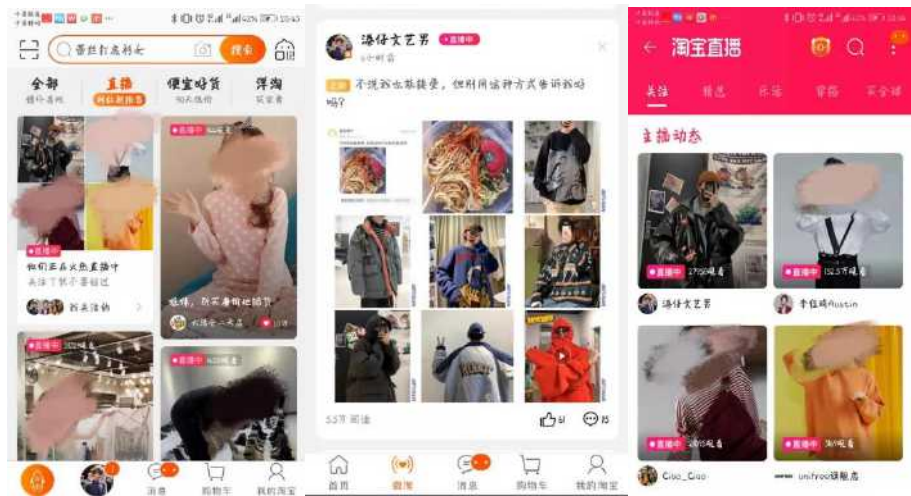
图 30：2018 年 1 月-2018 年 12 月中国移动互联网用户联网方式占比



资料来源：Trustdata

大数据智能推荐算法实现精准推送，从千人一面转向千人千面。搜索推荐经过多年的发展，已经形成了完整的深度学习智能决策体系。基于用户历史浏览数据及购买行为，对用户进行个性化标签分类，在多阶召回技术的基础上通过对用户兴趣进行深度学习的挖掘，推送其可能感兴趣的直播，实现内容与用户之间的精准匹配，从而使流量得到充分利用，最大限度的提高转化效率。淘宝产品总监陈镭表示将在淘宝直播中利用大数据的理论，实现对不同人群不同场景的智能分发，并指导商家反向优化其产品。

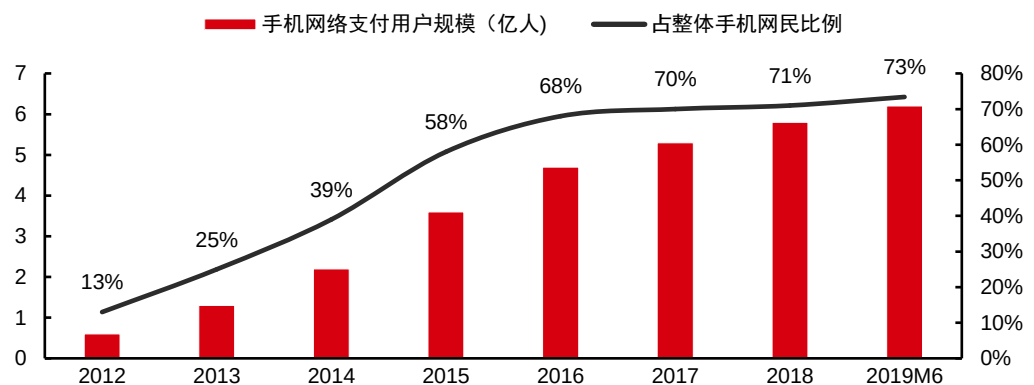
图 31：淘宝直播智能推荐页面



资料来源：手淘 APP，中信证券研究部

物流及支付体系持续完善，偏远地区用户的电商价值持续被发掘。移动支付渗透率持续提升，电商物流等基础设施持续完善，乡镇快递网点覆盖率超过 90%，下沉市场金融支付与物流等基础设施持续完善，大大提高了偏远地区用户的购物体验。1) 金融支付方面，据 CNNIC，截至 2019 年 6 月，我国手机支付用户规模已达 6.2 亿，用户移动支付习惯持续建立且移动支付场景覆盖不断提升，目前我国移动支付渗透率已达 73%。2) 物流方面，据网经社-电子商务研究中心检测数据显示，截至 2019 年 3 月，我国已累积建设县级电子商务服务中心和县级物流配送中心 1000 多个，乡镇快递网点 8 万多个，乡镇快递网点覆盖率超过 90%，建制村直接通邮率接近 100%。

图 32：手机网络支付用户规模及渗透率



资料来源：CNNIC，中信证券研究部

图 33： 中部地区快递量增长迅猛



资料来源：菜鸟网络，CBNDData

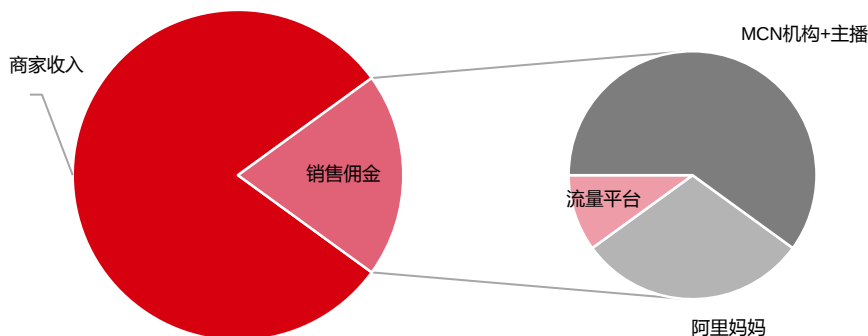
■ 产业链：供应链与流量端优势互补，共同构筑直播产业

产业分工：流量端与供应链协同，共享产业收益

电商直播产业链核心由流量端和供应链端构成，其中流量端主要包括淘宝直播、快手、抖音平台及 MCN 及主播红人，负责获取用户流量，而供应链端包括主要电商平台和商家，负责导流后全套的运营。目前部分短视频直播流量平台也自建了电商平台，如快手、抖音站内自建小店等，电商直播产业链各环节基于自身优势，实现专业分工、价值创造与收益分配。当然整体而言，头部平台凭借绝对优势的供应链能力、电商生态优势与流量优势，主导了整个产业链的发展趋势与收益分配。

收益分成方面，电商直播以 CPS（按成交额收费）模式为主，MCN 与主播、流量平台、电商平台共同分成。KOL 主播通过各种方式（如短视频种草/直播带货）帮助商家推广后根据成交量及事先商定的佣金比例结算相应的佣金份额，平台方再抽取一定的内容场景服务费/技术服务费，最后按照相应的比例与 MCN 平台进行分成得到最后的佣金收入。对淘宝平台而言，淘宝平台收取一定的内容场景服务费（一般为 6%），流量平台收取部分服务费，然后 MCN 和主播分剩余佣金收入。诚然，由于不同商家商品佣金率设置、平台间博弈、MCN 与主播之间博弈关系等因素影响，实际分成结构较为复杂且动态变化。

图 34：主要平台较为典型的淘宝电商直播模式分成结构示意图



资料来源：产业调研，中信证券研究部

流量端：主播与 MCN 生产专业内容，流量平台汇聚高质量流量

流量平台：淘宝、快手、抖音等依托自身内容与场景优势汇聚用户

流量平台端：淘宝直播高速发展，快手、抖音持续发力。从行业规模看：淘宝直播平台 2018 年带货超过 1000 亿元，同比增速近 400%，是目前最大的电商直播平台。而快手与抖音两大短视频/直播平台也从 2019 年开始投入大量资源参与到电商直播行业中，预计快手、抖音 GMV 均超百亿。

1) 淘宝直播：丰富的内容矩阵&庞大的用户基础，助力淘宝直播实现跨越式发展。根据淘榜单&淘宝直播联合数据显示，当前消费者每天可以观看的淘宝直播内容超过 15 万小时，可购买的产品数量超过 60 万种。在购物场景方面淘宝直播占据了显著优势，背靠淘宝巨大的用户基础以及用户极强的购物目的性，淘宝直播能够实现更高的下单量以及转化率。根据淘榜单和淘宝直播联合发布的《2019 淘宝直播生态发展趋势报告》，每月带货规模超过 100 万的直播间数量已超过 400 个。

图 35：淘宝直播平台活跃的专业主播数量迅猛增长，每月带货规模超过 100 万的直播间超过 400 个



资料来源：《2019 淘宝直播生态发展趋势报告》(淘榜单、淘宝直播)

直播结合扶贫创造社会价值，邀请明星带来现象级流量。2018 年 9 月 17 日淘宝直播

号召全网最强十大农产品带货主播助阵 9.17 丰收节晚会，4 小时创造了 1000 万的销售奇迹；淘宝直播顺势推出村播计划，助力优质农产品上行，实现产业扶贫。2019 年 7 月淘宝直播正式启动“启明星计划”，明星的粉丝效应和影响力能够帮助淘宝直播跳出自有生态，辐射到更多增量人群；12 月 4 日晚，电影《南方车站的聚会》主演胡歌、桂纶镁以及导演刁亦男来到了李佳琦的淘宝直播间，当晚在线销售的 25.5 万张电影票在 6 秒钟被一抢而空，活动直播观看人数达到 636 万，互动量超过了 3500 万，#胡歌 武汉话#等话题登上微博热搜。

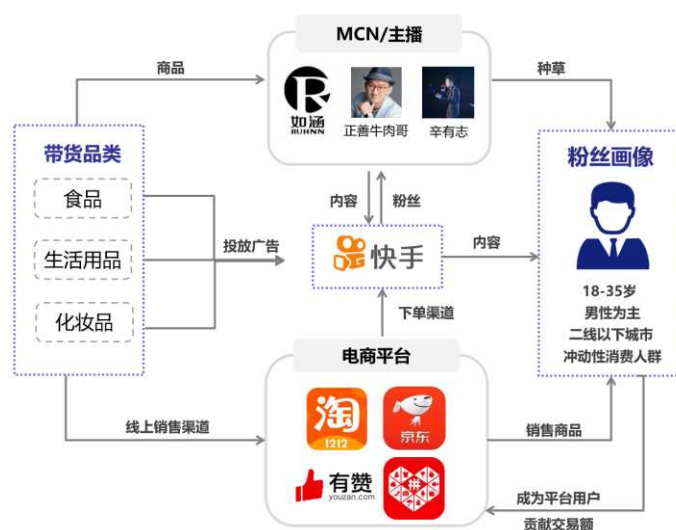
图 36：淘宝直播村播计划&启明星计划



资料来源：《2019 淘宝直播生态发展趋势报告》(淘榜单、淘宝直播)

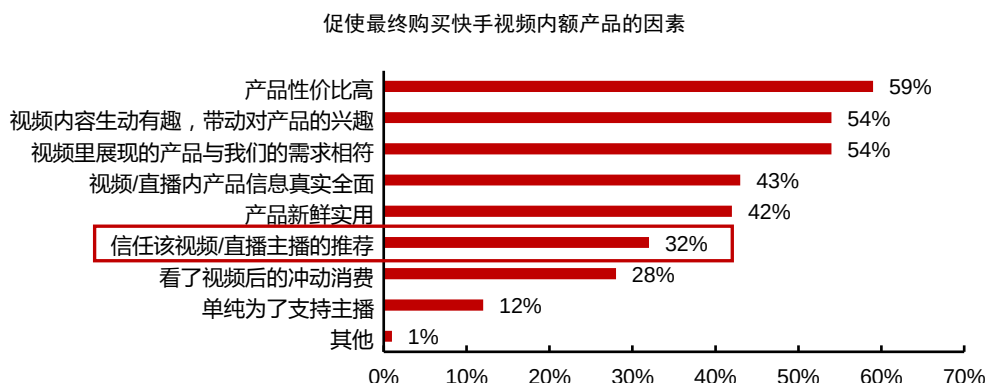
2) 快手：打造老铁文化，与电商平台开放合作，“草根”主播借助强粉丝粘性玩转电商直播。 Questmobile 数据显示，2019 年 6 月快手的月活跃用户数达 3.41 亿，远高于其他短视频 APP，稳居第一梯队；日活用户的日人均使用时长为 56 分钟。快手电商于 2018 年中旬正式启动，目前与各头部电商平台开放式合作，截止目前，快手合作的第三方平台包括淘宝、有赞、拼多多、魔筷等，其中主要 GMV 导向淘宝，带货类目主要是食品、生活用品、化妆品为主。快手以人为本，通过营造平民化、去中心化的良好社区氛围，在强社交信任关系的驱动下，挖掘粉丝价值，形成以人带货的电商模式，直播 GMV 破百亿，处于国内电商直播平台领先地位。

图 37：快手直播电商模式图



资料来源：中信证券研究部绘制

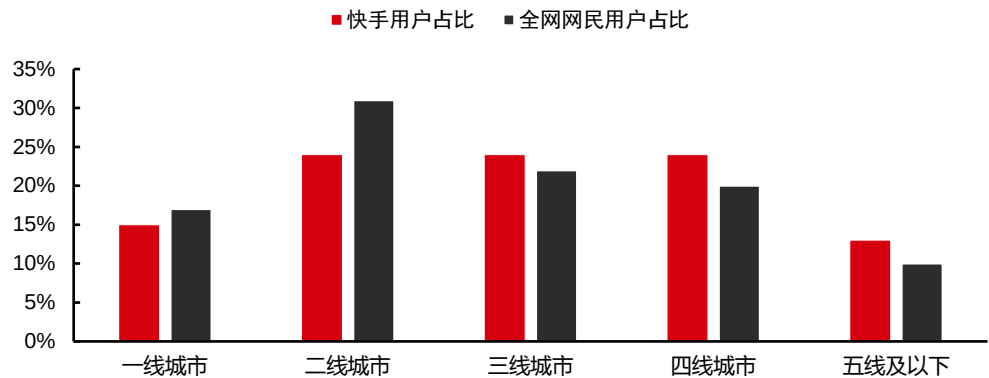
图 38：32%的快手用户会因为信任主播推荐而购买产品



资料来源：《快手平台电商营销价值研究》(秒针系统)

快手主打下沉市场用户，自营+三方平台双管齐下。快手直播带货下沉至五线城市、乡镇乃至农村，其中“小镇中青年”对快手电商 GMV 的贡献占比最大；快手通过快手小店功能集成电商业务、展示电商商品，其中具体的商品来源可分为快手自营商品和第三方平台商品两大类。快手提供给商家主播的一站式的商品售卖平台，目前只要粉丝大于 5000，免费开通快手商品。

图 39：快手用户城市级别分布



资料来源：《快手平台电商营销价值研究》(秒针系统)

图 40：快手直播间



资料来源：快手 APP

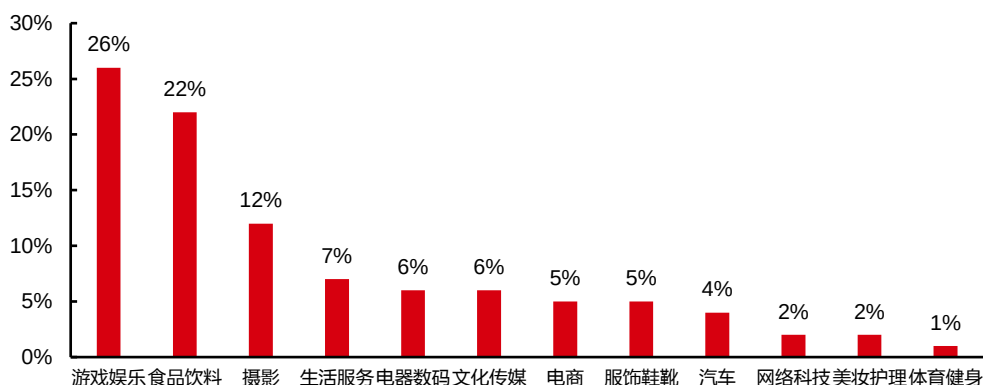
快手直播主要为实现平台和主播红人的商业化，相比其他平台而言，红人私域流量控制力强，粉丝关系密切。1) 相比淘宝直播等平台，快手电商偏红人模式，特征为受众和主播的粉丝关系强、对主播的人设认可度高，头部主播不仅带货能力强，且对粉丝流量的控制能力较强。同时，快手平民化、去中心化的流量机制下，头部集中度相对较低，整体主播生态发展较为健康，对于非头部主播发展较为友好。2) 此外，快手也持续提升 MCN 服务，引入如涵、网红猫等服务商，为快手达人提供可靠的电商供应链资源，以及电商销售相关的各项技能培训和运营，甚至店铺的代运营。我们认为，快手平台的红人与 MCN 整体生态最为平衡健康，同时粉丝关系质量与私域流量控制力最强，持续性与价值较高。

3) 抖音：算法驱动，内容为王，头部视频引爆带货能力，实现流量变现。抖音以内容为核心，依靠高流量及算法匹配提升商品曝光率，当然相比快手，其用户与 KOL 的关系较弱，内容的推荐更多是对品牌的购买起到促进作用，用户更多基于视频内容购买；抖音的流量分发模式使得其头部视频的商品容易爆红，实现高流量下的高触达率和转化率。

例如，抖音呗呗兔拥有粉丝量 908 万，2019 年 618 期间带货成交额超 1200 万，双十一期间达 2000 万。

抖音 2018 年 5 月正式启动电商，以短视频、直播带货为主，导流由淘宝等平台对接。服务方面，平台推出抖音星图，支持于原生内容推广，实现订单接收、签约达人管理，项目汇总、数据查看等功能，实现内容交易过程中多重交易角色的连接与沟通，客户可发布需求，选择契合的明星/达人进行内容营销，MCN 公司或明星/达人也可在承接订单后查看需求及对应分析信息。

图 41：抖音 TOP100 营销类头部视频作品数占比



资料来源：海马云大数据

抖音短视频带货持续完善，素人主播焕发巨大活力。目前抖音的短视频电商体系已经逐渐完善，其中供货方为用户自己开通的抖音小店或淘宝、京东、考拉、唯品会等电商平台。99 抖商数据显示，日排行榜第二位的某打底裤单日新增 42.8 万访客，完成约 6 万交易量，单日从抖音产生的交易额约 270 万。抖音上内容为王，平台 KOL 借助短视频吸引粉丝群，同时算法以内容和兴趣匹配为导向，使得素人主播也能够凭借优质内容获得更大的传播机会，例如一位仅有 4415 位粉丝的素人主播发布的带货视频点赞量高达 27.1 万。

图 42：抖音主播类别及占比



资料来源：海马云大数据

图 43：抖音纯素人 TOP 10 粉丝数及获赞数



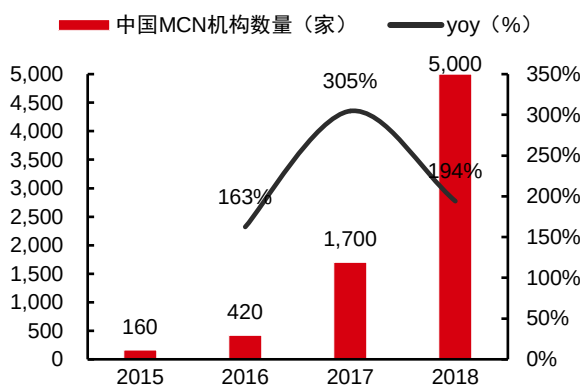
资料来源：海马云大数据

不足：算法分发不利于私域流量运营与深度粉丝关系构建。相比快手、微博等平台，抖音平台对流量及商业化的把控更强，受众更多为被动接受内容推荐，因此受众与 KOL 关系较弱，私域流量运营能力也较弱。目前短视频与直播电商模式中，包括获取抖音流量到微博等平台进行流量运营变现，以及通过大量抖音中腰部网红批量做电商流量运营。

MCN 机构与主播：头部集中，专业化水平持续提升

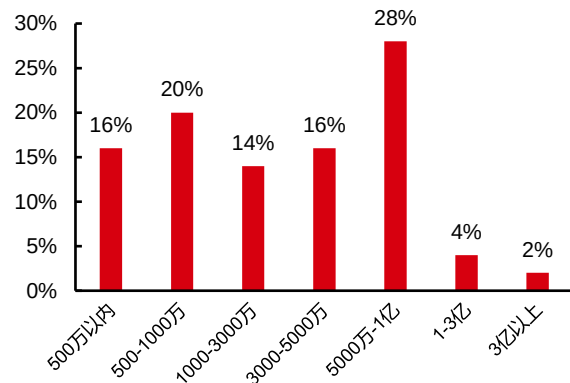
MCN 机构：经历爆发式增长之后，专业化、产业化持续提升。截至 2018 年 12 月，我国 MCN 数量已超过 5000 家（《2019 年中国 MCN 行业发展研究白皮书》），90%以上头部网红都被 MCN 收入囊中或成立自己的 MCN 机构。2018 年超三成被调研 MCN 的营收规模在 5000 万以上，营收规模破亿的 MCN 数量占比达到 6%。2019 年原有 MCN 机构通过强化内部效率与核心竞争力不断进化，同时依托新平台的崛起，新的 MCN 还在不断涌现。

图 44：2015 年-2018 年中国 MCN 机构数量



资料来源：《2019 年中国 MCN 行业发展研究白皮书》（克劳锐），中信证券研究部

图 45：2018 年中国 MCN 营收规模现状



资料来源：《2019 年中国 MCN 行业发展研究白皮书》（克劳锐），中信证券研究部

以谦寻为代表的头部 MCN 正在持续完善专业化运作。作为新内容电商头部机构，谦寻主要业务包括孵化网红主播、短视频内容生产及投放、全域内容营销等，公司旗下拥有 30 多名主播，包括淘宝第一主播薇娅 viya、知名演员高露、知名主持人李响等，行业前

20 占据 6 位，淘内粉丝超千万。谦寻的成功在于拥有一套自己的运营体系和完整的供应链系统，相较于其他机构将大量资源金钱投入在孵化网红，谦寻更多的是为主播及粉丝提供专业化的服务，帮助创作者进行更有规划的生命周期管理。除了继续扩大网红规模外，谦寻还将着力搭建网红供应链体系，持续提升专业化、产业化能力，根据阿里 V 任务机构介绍显示，谦寻计划孵化打造 200 名网红主播，目标 GMV150 亿。

图 46：阿里淘榜单直播机构排行榜

2019-11-01 - 2019-11-30

榜单说明

序号	机构信息	机构指数分	直播价值分	商业价值分	旗下主播影响力	主播孵化能力	总粉丝数	旗下top达人	合作
1	 谦寻 美妆个护 美食 美妆 母婴	909	963	954	1,000	921	3848.9万	  安安anan 雪欧尼Tiff.	>
2	 美腕 美妆 美妆个护 美食	845	807	937	1,000	211	1566.4万	  李佳琦All 胡月明_d.	>
3	 蚊子会 美妆 美妆个护 美食	818	725	933	305	500	1015.1万	  fashion美_小Y MOM.	>
4	 本新文化 美妆 美妆个护 美食	751	708	828	347	556	321.5万	  SHIRLY_李_大欢欢111	>
5	 明香传媒 美妆个护 母婴 美食	755	661	859	155	515	382.4万	  花花Daisy 呼呼美呼	>
6	 构美 美妆 美妆个护 美食	794	654	939	202	318	2518.6万	  赵大直daxi 戚成慧小臂	>

资料来源：阿里 V 任务，中信证券研究部

主播：马太效应显著，带货能力二八分。1) 根据知瓜数据，在 2019 年 11 月淘宝直播排行榜中，薇娅、李佳琦作为两大头部主播一马当先，薇娅粉丝数共计 1216.79 万、月累计观看人数达到 3.2 亿人次，李佳琦粉丝数共计 1522.60 万、月累计观看人数达到 1.89 亿人次，而排名第三的主播为明星主持人李湘，粉丝数共计 220 万、月累计观看人数达到 4468 万人次，与两大头部主播差距明显，腰部主播差距则更加巨大。2) 根据海马云大数据《2018 抖音研究报告》显示，抖音 2.7%的头部视频，拥有 80%以上用户的关注和参与；粉丝数超过 1 万的头部用户仅为 4.7%，整体用户覆盖率却高达 97.7%。

图 47：阿里淘榜单直播达人排行榜

序号	达人信息	粉丝数	服务评分	签约机构	粉丝号召指数	内容消费指数	商业转化指数	淘指数	合作
1	薇娅viya 其他	1180.6万	5.0	谦寻	1,000	999	1,000	999	>
2	李佳琦Austin 其他	1444.9万	5.0	美腕	1,000	983	1,000	995	>
3	烈儿宝贝 其他	337.6万	4.8	---	1,000	947	1,000	984	>
4	陈洁kiki 淘系	264.6万	5.0	宇佑文化	994	935	997	978	>
5	雪梨 Cherie 其他	1300.8万	--	宸帆	1,000	959	973	974	>
6	林珊珊Sunny 淘系	913.6万	--	宸帆	1,000	949	969	969	>
7	张大奕eve 其他	1141.1万	5.0	如涵	1,000	1,000	921	961	>
8	恩佳N 其他	125.2万	5.0	阿卡丽	961	919	975	955	>

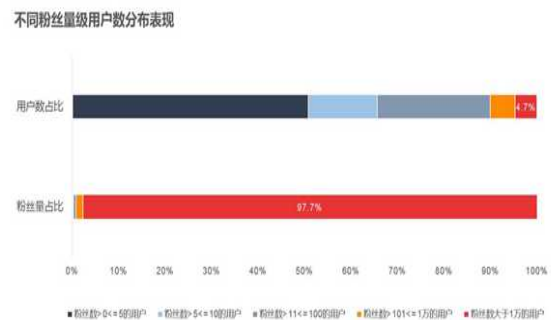
资料来源：阿里 V 任务，中信证券研究部

图 48：淘宝主播销量金字塔



资料来源：知瓜数据，增长黑盒

图 49：抖音头部主播覆盖粉丝量



资料来源：《2018 抖音研究报告》，中信证券研究部

供应链端：头部传统电商承接主要流量并主导产业，垂直商品渗透率提升

供应链平台：传统电商平台凭借综合优势主导产业链

目前供应链平台可大致分为三类：1) 淘宝天猫/拼多多为代表的传统电商平台；2) 快手/抖音小店为代表的流量平台自建小店；3) 有赞为代表的第三方服务平台。

图 50：电商直播供应链平台



资料来源：中信证券研究部绘制

依托全套成熟的供应链与电商服务能力，传统电商平台成为承接直播流量的主要供应链平台。淘宝直播本身属于淘系，最终销售走向传统淘宝/天猫平台。目前而言，由于快手和抖音等平台优势主要在于社交与内容，在综合供应链与运营方面积累不足，而淘系等传统电商平台可以提供低成本、成熟的 SaaS 系统、支付系统、物流服务、售后等全套体系生态，同时商家也能把直播与传统电商运营结合，获取传统平台一定的免费流量（快手、抖音现阶段的电商更多为红人经济，私域流量，缺乏传统电商平台的消费场景），能够有效服务商户与消费者。因此对于快手、抖音等电商直播模式，传统电商平台也依旧是商家最为理想的最终销售平台。

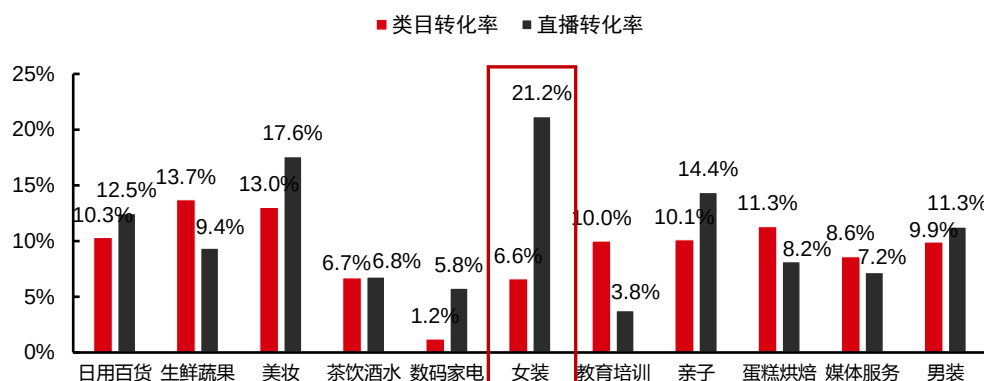
头部电商平台掌控庞大电商流量，同时拥有最完整的供应链与电商服务基础，是当前整体产业规则的主导力量。1）站内直播方面，以淘宝为代表的平台端掌握了整体的流量分配机制与主播展示，以及拥有完整的电商服务能力，因此主导了产业主要规则。近年电商直播的兴起，很大程度上依赖阿里对淘宝平台内容化的推进，自 2016 年以来阿里对 MCN 机构、主播的流量等综合资源持续的扶持加码保证了今天的电商直播全面爆发，而淘宝直播目前成交体量也占据了电商直播的主要份额。2）站外直播方面，以淘宝为代表的平台端凭借综合优势成为了站外流量平台和商户当前阶段承接流量的首选，通过对淘客佣金率规则调整，影响整体产业链收益分配。

货品与商家：电商直播带动服装、化妆品、珠宝等非标品渗透率提升

货与商：电商直播为美妆服饰等品类带来销售大幅增长，同时为部分非标垂直类目打开线上市场。“双 11”期间淘宝直播在美妆、服饰、食品、家电、汽车等行业全面标配，在家装和消费电子等行业，直播引导的成交同比增长均超过 400%。包括沃尔沃在内的十多个汽车品牌都赶在天猫双 11 前来到直播间，更有上千家 4S 店、2000 多导购转型成淘宝主播；此外超过 15 万场村播开播，5 万件民权花生、4 万件扎赉特大米、3 万件金寨核桃在直播期间被“抢购”一空。电商直播依靠大流量、实时互动等特征，打开了大量非标产品以及新品的机会，成为服装、珠宝、美妆、食品等类目重要的销售渠道。

1) 电商直播打开服装销售新路径, 女装直播迎来爆发式增长。据有赞联合腾讯广告发布的《社交电商 | 女装行业报告》统计, 女装类目购买转化率仅为 6.6%, 低于有赞各类目购买转化率均值 7.0%, 而女装直播转化率则高达 21.2%, 显著高于其他类目。2018 年 12 月 18 日, 主打淘宝直播走进档口的“老板娘驾到”第一季活动全面启动, 通过邀请淘宝直播网红主播及档口老板娘走进广州市场档口直播卖货, 通过线上线下相结合的营销模式, 为传统服装产业提供了全新的发展模式, 不少新主播开播当天就达到了上万的销售额。

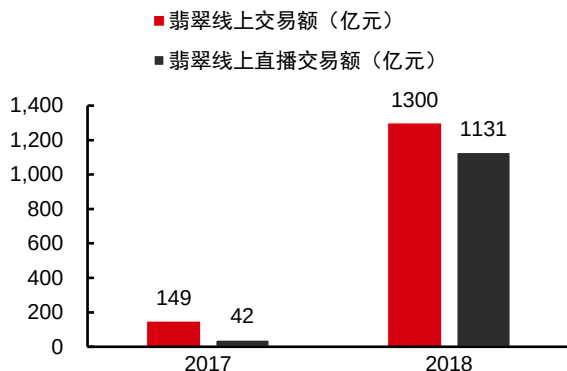
图 51: 有赞类目中女装直播转化率位居榜首



资料来源:《社交电商 | 女装行业报告》(有赞、腾讯广告), 中信证券研究部

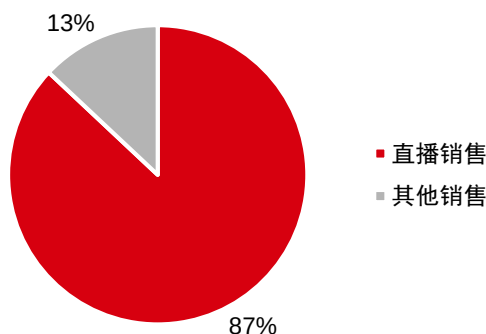
2) 珠宝交易逐步线上化, 在线挑选打破低转化困局。电商直播的兴起推动了网购珠宝的快速发展, 相比传统珠宝电商的单商品图文描述模式, 直播可同时呈现上百款商品并根据消费者的喜好进行在线挑选及讲解, 在极大提升消费者的购买效率的同时塑造了透明良好的消费环境。据统计, 淘宝珠宝直播日均场次已超过 1 万, 珠宝已经成为继服装、美妆外主播人数最为聚集的品类。由对庄翡翠联合中国珠宝玉石首饰行业协会发布的《2018 中国翡翠行业网络消费白皮书》显示, 2018 年中国翡翠网购交易额突破 1300 亿元, 同比增长 7.7 倍, 其中直播销售方式占比 87%, 销售额达 1131 亿元。

图 52: 中国翡翠线上直播交易额



资料来源:《2018 中国翡翠行业网络消费白皮书》(对庄翡翠、中国珠宝玉石首饰行业协会), 中信证券研究部

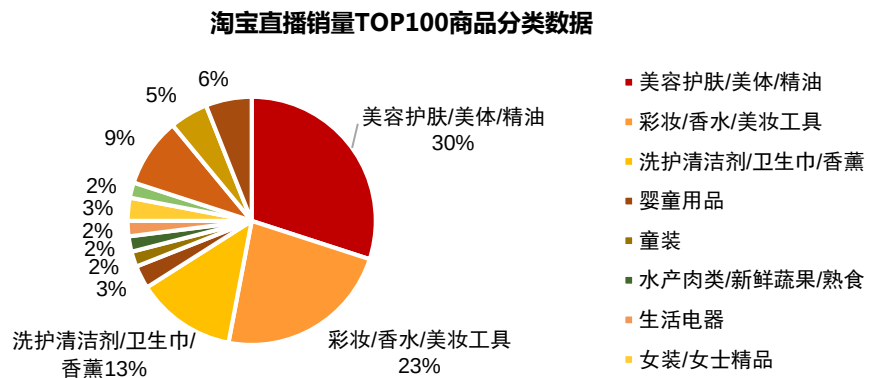
图 53: 2018 年翡翠销售额分渠道占比



资料来源:《2018 中国翡翠行业网络消费白皮书》(对庄翡翠、中国珠宝玉石首饰行业协会), 中信证券研究部

3) BA 网红化在线种草试妆,美妆类产品霸屏直播销量榜单。美妆直播提供了消费者近距离与主播互动的途径,店铺主播多方位的对产品进行介绍与试用、推出新品预告及化妆技巧分享,实现了线下美妆导购的线上化。相比线下导购而言,美妆直播在相同的时间内实现更高的销售额。“口红一哥”李佳琦曾是欧莱雅的专柜 BA,按照每天工作 8 小时平均接待一个顾客 20 分钟计算,即使能做到同时 1 对 3,李佳琦单日最多服务不超过 100 个顾客,而成为主播后的他创下了 5 分钟卖出 15000 支口红的销售奇迹。据知瓜数据统计,淘宝直播销量 TOP100 商品中,美容护肤/美体/精油占比 30%,彩妆/香水/美妆工具占比 23%,合计超过 50%,在销量 TOP10 榜单中美妆类产品占据了 2-10 名。

图 54: 淘宝直播销量 TOP100 商品分类数据



资料来源: 知瓜数据, 中信证券研究部

图 55: 淘宝直播最近 30 天销量 TOP10 商品



资料来源: 知瓜数据

图 56：双十一网红带货新兴品类



资料来源：《2019 网红电商双十一报告》（克劳锐），中信证券研究部

■ 影响及趋势：直播成为电商平台标配，5G 等技术进步望带来更多可能性

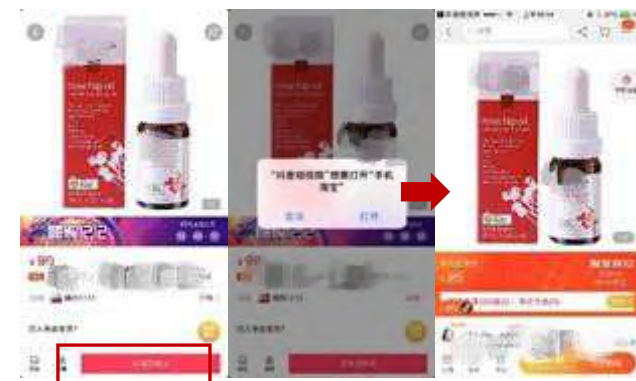
电商直播重构产业链各环节的模式玩法

商品端：传递品牌价值，推广长尾非标产品，引领工厂电商模式化。借助 KOL 直播引流种草，大批国货品牌崛起，其中完美日记通过塑造高性价比高创新的品牌形象，仅 18 个月就做到了天猫彩妆类销量第一。除了推广知名热销品牌之外，电商直播通过网红背书、概念植入、经验科普等方式打造内容差异化，推动长尾非标产品的销量迅速蹿升。电商直播促使工厂电商模式化，C2M 模式契合直播带货，其本质是工厂跳过经销商直接对接平台把握消费者需求，快速定制出货。

传统电商平台：电商平台内容化，深化垂类内容建设。直播带货缩短了用户决策时长，实现从种草到下单的全流程覆盖，据统计淘宝直播平均每个直播间引流进店率是 65%，转化率最高 30%。目前电商直播主要分为达人直播及店铺直播两种模式，其中，头部达人依托粉丝黏性聚拢流量，以低价出货，同时部分主播借助头部效应孵化自身品牌；店铺直播则主打导购模式，通过对商品多维度的展示及实时互动拉近了店家、主播和消费者之间的距离，实现店铺销量的提升。预计未来更多的流量将引导给直播，电商直播将和传统电商进一步融合，和店铺运营进一步结合，实现更好的内容建设与用户体验。

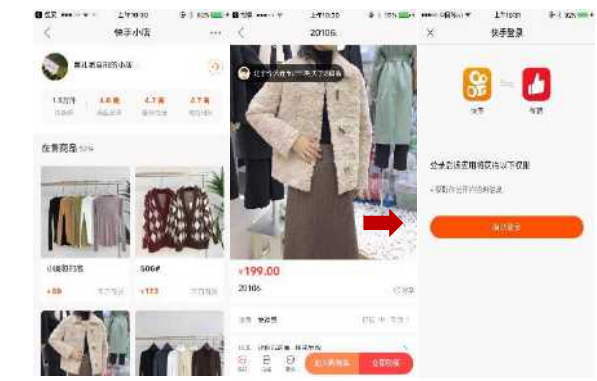
短视频直播平台：积极布局电商领域。核心短视频直播流量平台如快手、抖音也开始着手布局电商领域，自建站内小店，吸引商家入驻实现与用户直接对接，尽管目前淘宝、天猫、京东仍是主流的电商供货平台，但随着 GMV 增长与电商生态的持续完善，长期看短视频直播平台也将持续融入电商。

图 57：抖音导流至淘宝购买商品



资料来源：抖音 APP，手淘 APP，中信证券研究部

图 58：快手站内小店直接下单购买，有赞提供支持



资料来源：快手 APP，中信证券研究部

内容化：电商内容化大势所趋，电商直播强势提升消费者体验，势不可挡

内容电商从软广告向强推荐演变，直播带货实现低成本引流高店铺转化。内容电商是以消费者为中心，围绕 KOL、直播、热点事件等进行内容创造，实现商品随内容同步流转换，从而达到电商营销效果的一种电商模式。传统内容电商模式通过免费内容（如小红书笔记）积累流量，用户完成内容阅读后自行去电商平台下单，从而实现流量变现。随着短视频、直播的兴起，直播带货逐渐受到商家的青睐，通过内容分发算法向用户推荐可能感兴趣的达人/店铺直播，在直播间中用户可以多维度了解产品与主播进行实时互动，并直接在直播界面中点击链接下单，整体流程耗时更短更加便捷。据淘宝直播披露，每 100 万观看量就有 32 万的加购（将直播推荐商品加入购物车），2018 年通过淘宝直播带货成交额超过 5000 万的店铺有 84 家，其中 23 家成交额破亿。电商直播在低成本流量获取的同时实现了更高的转化率，将成为势不可挡的未来发展趋势。

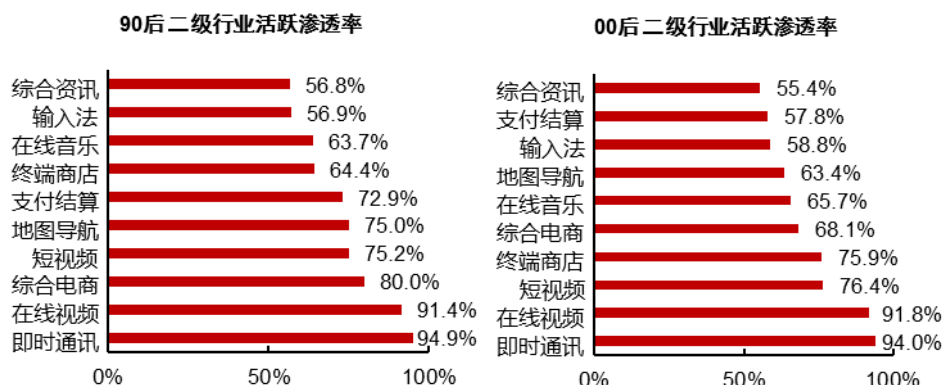
图 59：内容带货模式从软广告向强推荐演变



资料来源：Questmobile，中信证券研究部

电商直播提升了消费者购物体验，满足用户社交化需求。据 Questmobile 统计，在 90 后/00 后二级行业活跃渗透率排行中，即时通讯、在线视频和短视频均位居 TOP4，而综合资讯渗透率均不足 60%，说明当下电商消费者的主流群体比起图文阅读模式更倾向于实时互动、在线视频的模式，因此电商直播能完美的契合主流用户对于实时化、社交化的需求。电商直播的社交化购物场景满足了消费者的非计划性购物需求。

图 60：90/00 后二级行业活跃渗透率 TOP



资料来源：Questmobile，中信证券研究部

直播结合明星红人及有趣内容，为传统电商带来流量新机遇。于电商而言流量即意味着消费的可能：在目前电商流量获取成本居高不下的情况下，直播作为一种自带快速引流特性的媒介，利用红人以及新鲜有趣的直播内容，可以帮助平台低成本获取更多高质量流量，引流效果主要依赖精准推送和直播内容本身。京东直播上线初期，邀请锤子科技 CEO 罗永浩做的一场直播，观看人次破 10 万，其中通过站外分享引入的流量占比将近 50%，直播的吸流效应显著，同时直播中交易相关点击率达到了近 140%，体现了直播流量中蕴藏的消费潜力。

图 61：淘宝直播“11.11”全天带动成交近 200 亿



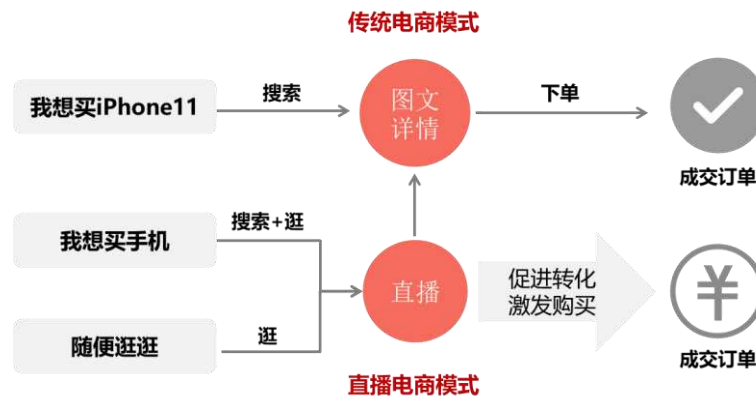
资料来源：《2019 网红电商双十一报告》（克劳锐），中信证券研究部

融合化：与传统电商进一步融合，产业链各环节持续专业化、规范化

传统电商与电商直播相辅相成，建立高频、强交互场景。电商直播与传统电商的融合可以实现对不同目标人群的转化：目标明确的用户可以通过直接搜索关键词进入商品详情页观看传统的图片或固定视频了解商品详情直接购买，而半目的型或无目的型用户则可以通过直播的方式辅助决策激发购买欲望促进店铺转化。美国视频电商 Joyus 的统计表明：通过优质视频来推广商品的转化率比传统图文展示的方式高 5.15 倍；同时其视频观看者购买商品次数为非产品视频观看者的 4.9 倍。此外直播将消费者临时聚集在一起，构建了

一个商家与买家高频及强交互的场景，群体效应更能激起消费者的购买欲。

图 62：传统电商模式与电商直播模式的融合



资料来源：中信证券研究部绘制

细分受众+粉丝沉淀，直播成为商家运营的重要营销工具，助力新品发行、动销与转化。直播的流量引爆效应显著，已经成为很多商家发行新品、大额出货的重要渠道，例如，明星进入直播间已经成为了近期新片上映宣发的主流玩法。12月4日，电影《南方车站的聚会》主演胡歌、桂纶镁走入“口红一哥”李佳琦的直播间，通过灯塔+淘宝直播共同搭建的“冲击播”线上路演，直播间观看人数达 636 万互动量超 3500 万，25.5 万张电影票仅 6 秒钟就被一抢而空。直播具备高转化率及一定的品牌打造能力，随着产业专业化程度持续提升，对消费类型、产品定位、受众的持续精准细分，直播正愈发成为商家运营的重要营销工具。

图 63：李佳琦直播间宣传《南方车站的聚会》秒空 25.5 万张



资料来源：淘宝直播，中信证券研究部

图 64：薇娅直播间宣传大鹏柳岩新片《受益人》销量 11.6 万张



资料来源：手淘 APP，中信证券研究部

电商直播成为部分非标品类的标配线上导购工具。相比观看传统电商模式中修饰和美化后的图片短视频，用户更倾向于通过直播观看商品的真实细节，尤其是服装美妆、珠宝文玩等个体差异性大的非标品类。相比标品而言，非标品购买更容易受到产品外观的影响且不强烈要求即时成交。非标品店铺通过直播曝光低价引流，鼓励消费者收藏加购，最终

可以通过其他产品实现成交转化。有赞《社交电商女装行业报告》显示，2019Q1 女装直播订单开始迅速增长，截止至 2019 年 7 月女装直播订单已经超过 60%。

图 65：女装直播订单与大盘对比概况



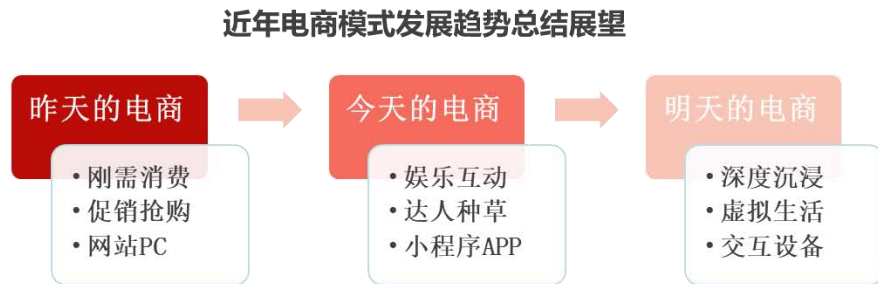
资料来源：有赞《社交电商 女装行业报告》，中信证券研究部

未来直播与传统电商的融合有望进一步加深，各产业链环节的专业化、规范化持续提升。 1) 传统电商运营重自然搜索流量与在线营销，而直播强大的上新、转化能力，已经成为商家进行流量端运营的重要补充；2) 同时，直播的快节奏与爆发力对供应链造成了巨大压力，进一步提升了商家对产品供应链的把控要求，也提升了对主播专业能力的要求，随着直播运营实践的不断推进，整体流量端、供应链端的合作关系将更加紧密，分工将更加专业，各产业链环节的专业化、规范化有望持续提升。

技术创新：5G、虚拟等新技术成熟下，直播形式将进一步演进

长期来看，5G、AR/VR、人工智能等技术有望持续完善用户的购物体验，从简单的主播推荐，升级为全面的“云逛街、云购物”。淘宝直播负责人赵圆圆将电商的发展分为“昨天的电商、今天的电商、明天的电商”三个阶段，昨天的电商是刚需消费、促销抢购、PC 网站，现在的电商是娱乐互动、达人种草、移动 APP，未来的电商是深度沉浸、虚拟生活、交互设备。我们认为，中长期看，随着商用 5G 的普及以及 AR/VR 技术的逐渐成熟，线上购物体验将持续贴近甚至超越传统线下购物式体验，逐步实现线上 AR 试妆/试衣、智能导购等云购物模式。

图 66：电商模式发展



资料来源：中信证券研究部绘制

未来有望推出虚拟电商主播，降低店家成本，实现低成本高转化。目前 AI 虚拟主播技术已经在音频生产、新闻播报、虚拟主持等多种场景中得以应用，未来有望涉及电商领域实现低成本引流。今年 5 月科大讯飞的的新品发布会使用了全球首个多语种 A.I.虚拟主播，实现中、英、日、韩、俄、西法 7 国语言，记忆维吾尔语、藏语 2 种民族语言同时进行直播，9 月杭州造物节上，科大讯飞公布了一段用 AI 技术合成李佳琦的直播视频。我们认为，随着技术的持续完善，虚拟主播、虚拟红人等有望给商家带来更多的机遇，持续降低商家成本。

图 67：2019 年 5 月科大讯飞新品发布会使用全球首个多语种 A.I.虚拟主播



资料来源：科大讯飞，中信证券研究部

■ 风险因素

电商直播脉冲式的销售特征及潜在的高退货率对供应链造成损害，影响行业长期增长；

行业监管风险；

行业竞争加剧；

平台端对直播的流量规则与重点发生变化；

头部主播、MCN 流量马太效应强，造成发展不平衡；

5G、虚拟等技术发展低于预期。

■ 行业评级及投资建议：

电商直播价值巨大、风口正兴，给予“强于大市”评级

行业趋势与投资逻辑：我们认为，电商直播的兴起并非偶然，而是有稳固独特的价值支撑。第一，电商直播能够实现实时交互，实现线上化导购，有效提升用户体验；第二，头部主播“全网最低价”定位，给消费者带来实惠的同时汇聚了庞大流量与曝光，给商家提供新品发售、有效出货等营销工具与机会；第三，红人价值与粉丝价值充分发掘，有望推进电商平台方的内容化，带动流量平台方的货币化，对于平台方而言也意义重大。

当前节点，主导行业的淘宝、快手、抖音等头部平台均在积极推进电商直播，同时从MCN 到主播红人到商家品牌都持续融入电商直播，产业链的专业化持续提升，此外长期看，5G 等技术创新也有望带来直播形式进一步创新，有望实现“云逛街”等购物形式，大幅提升线上购物体验，未来电商直播的价值有望进一步凸显，**首次覆盖给予电商直播行业“强于大市”评级。**

投资策略：头部平台主导产业，优先受益，首推阿里巴巴

从二级市场投资角度看，按产业链竞争要素，我们认为**平台端具备绝对的流量、供应链能力及全套基础设施与服务能力优势，主导了整体行业发展，同时也具备最强的中长期确定性**：1) 能够通过直接的分成模式，充分受益于电商直播带来的直接经济收益，拥有最高的产业链附加值；2) 以淘宝为代表的传统电商平台，能够受益于电商直播带来的内容化丰富，有效提升站内流量与用户粘性，获取更多外部流量，提升平台长期价值与竞争力。

此外，内容端，随着产业链持续专业化，我们认为前期 MCN 机构野蛮生长的阶段已经过去，未来将更加注重公司专业能力，我们看好二类公司：1) 手握流量或者流量运营能力十分专业，比如拥有微信群、公众号等私域流量沉淀，如完美日记；2) 具备强供应链能力与品牌，对供应链、原材料、采购等有较强把控能力，如谦寻等（薇娅所在 MCN）。

因此，个股方面，首推**阿里巴巴**，建议关注**快手、字节跳动（抖音母公司）**。①阿里巴巴平台凭借供应链能力积累与最完整的生态，主导了行业规则与趋势，有望最大程度上受益于直播行业快速增长带来的直接经济收益，以及中长期站内外流量增长与用户粘性提升。②快手、抖音流量端优势明显，同时电商场景与用户消费习惯持续构建，电商直播模式有望打开平台的商业化空间。

表 4：重点跟踪公司盈利预测

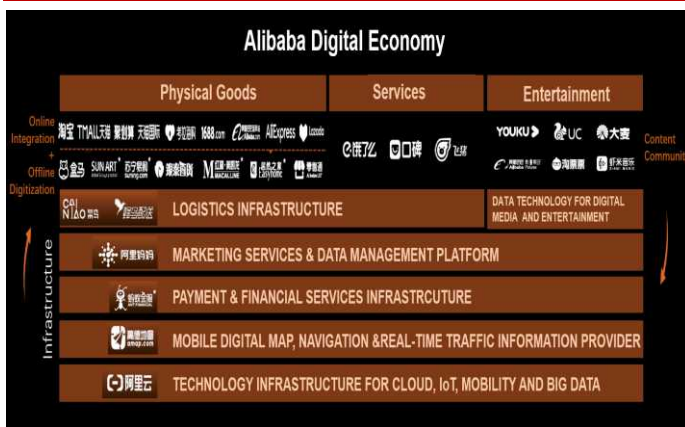
简称	收盘价（原始货币）	EPS（Non GAAP，人民币）			PE			评级
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
阿里巴巴	215.5	4.4	6.2	7.7	43	31	24	买入

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：采用美股股价，单位为美元/ADR，对应年份为财年

重点公司推荐：阿里巴巴主导产业，优先受益于电商直播

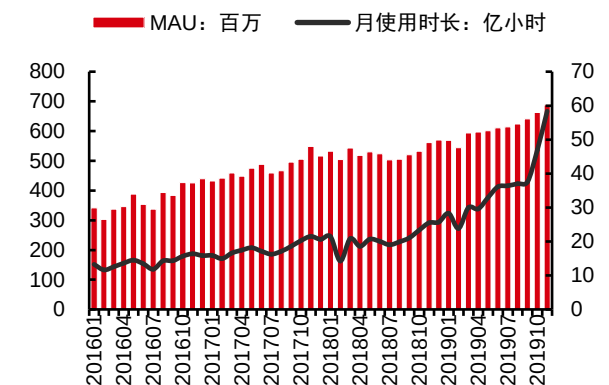
阿里巴巴拥有最强的供应链能力、最完整的电商生态以及电商流量，占据产业链主导地位。1) 阿里巴巴拥有最完善的电商布局和生态，在电商零售、基础设施、数字科技等方面综合竞争优势显著领先，平台入驻商家数超过 1000 万；2) 阿里平台用户数超过 6 亿，拥有绝对垂直电商流量入口。据第二届阿里巴巴 ONE 商业大会口径，在过去半年里品牌商家仅在天猫就收获了超 9 亿新增粉丝，其中淘宝直播带来近 1 亿粉丝增量；3) 阿里巴巴主导站内流量分发，能够主导淘内直播产业发展趋势。

图 68：阿里巴巴电商生态图



资料来源：2019 阿里巴巴投资者大会，中信证券研究部

图 69：手淘用户规模与时长持续增长



资料来源：第三方数据统计，中信证券研究部

阿里巴巴通过 CPS 分成模式商业化，直接受益于电商直播带来的经济收益。根据事先约定好的佣金比例，阿里将从中抽取一定的技术服务费从而获得佣金分成，同时对站外内容平台收取内容场景服务费实现高效管控。对于站外平台导流购买商品（如用户从快手、抖音直播点击相应链接购买），淘宝收取内容场景服务费，直接受益于电商直播。

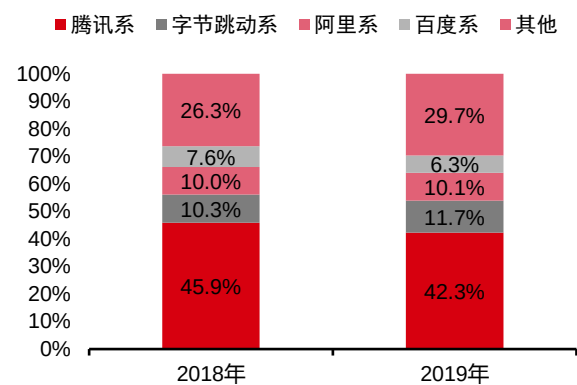
电商直播丰富淘内内容，实现站内流量造血与用户粘性、活跃度提升。淘宝内容化促使用户粘性增长及使用频次逐步提升，据 Questmobile 统计，尽管面临字节跳动系各类短视频 APP 大幅抢占用户时长的冲击，阿里系互联网产品使用时长占比仍有小幅提升，手淘人均使用时长从 2016 年 1 月的 20.5 分钟增长至 37.3 分钟，这与电商直播等丰富淘系内容密不可分。其中，2018/2019 年双十一当天手机淘宝 APP 内观看直播用户规模为 1738/4133 万人，同比增长 130.5%。

图 70：淘宝直播用户规模增长



资料来源：Questmobile

图 71：阿里系近年用户时长增长



资料来源：Questmobile，中信证券研究部

强大供应链能力与电商生态使得阿里成为外部平台流量导流的首选，承接快手、抖音等大量流量，有望持续获取站外用户。 1) 抖音、快手等内容类平台拥有先天流量优势，尤其是下沉流量，电商直播是其进行流量变现的重要途径；2) 抖音、快手更加注重内容与社交的流量端运营，但当前阶段在供应链和电商生态层面积累尚不足，故相比自建小店，导流至头部电商平台实现流量变现更为经济有效。例如 2018 年快手内测推出“我的小店”功能并后续推出了自建小店，但目前快手大部分的产品仍然接入淘宝、有赞、魔筷星选等第三方电商平台，其中以淘宝为主。**阿里系依旧是流量平台的主要承接方，也有望持续获取快手、抖音等平台的用户。**

分析师声明

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

评级说明

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

其他声明

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

法律主体声明

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

针对不同司法管辖区的声明

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

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

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

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

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

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

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

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

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

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。