

商业贸易

证券研究报告
2020年02月05日

重构新消费：社交资产如何链接“品”与“效”

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《商业贸易-行业点评:利好在线教育,无碍学历资产,职教逻辑不改》2020-02-01
- 《商业贸易-行业点评:上海发布深化改革提升意见,产业或迎发展新趋势》2020-01-23
- 《商业贸易-行业点评:教育部:取消高校自招,推强基计划,聚焦高端人才+基础学科》2020-01-15

互联网的流量红利并未结束，每一次流量迭代成就了不同的风口和风口上的品牌。在不同的细分行业都有一些这样的代表性品牌，尤其是美妆、休食、小家电等低决策&高频率购买品类。达到一定辨识度体量的时间越来越短，从产品到消费者的通路也越来越短。这背后又引发了我们的思考，到底什么在改变？

网红/明星拥有流量、粉丝、内容，这些合在一起变成了影响力，这些影响力的货币化价值就叫做“社交资产”。移动互联网放大了人的价值和具备影响力的可能性，即越来越多的人都可能成为有影响力的人，人的商业价值变得更加多元化。社交资产的出现反映了这几年电商行业结构性的变化。按照消费者购买行为分，我们将其分为“种草——拔草”两个阶段。我们将“种草”简单理解为广告营销，“拔草”理解为变现收割，探讨各个阶段背后不同变化。

①1.0 时代特征：品牌争夺的是消费者认知的广度&渠道的纵深，这种传播途径是自上而下的，即由品牌到消费者；传播方式是单向的，即品牌输出，消费者接受。

②2.0 时代特征：互联网商业模式开始兴起之后，2003 年淘宝逐渐发展，消费者开始从天猫京东购买日常用品，货架发生了转移，同时，品牌在搭建基础设施（即开店）后，逐渐开始培育线上消费者心智和建立初步的收入模型，点击和搜索是这个时代最显著的特征。

3.0 时代特征：移动互联网的崛起促进了流量的碎片化，从流量分配的机制来看，一方面，淘内流量增速相对放缓；另一方面，社交 APP 生态的崛起重构了整个电商的玩法。如何从社媒与 KOL 合作获取站外流量，成为新时代品牌营销的主战场。

新供应链+“人”=新商业结构。现有的供应链体系为品牌和 KOL 提供了高增长的可能，同时，新的商业模式又反推传统供应链的改造。从消费者端看到的变化是：消费者可以任何时间、以任何方式拿到自己需要的商品。从企业端看到的变化是：不仅是供应链的效率大幅提升，成本更是大幅下降，并且，降低了库存周期。甚至，企业的运作模式都在悄悄发生变化。

19 年中国在线直播用户预计超 5 亿，超 5 成直播平台用户观看过 KOL 直播带货。电商直播势头不可逆转，品牌方会加速入局，产业链会更加完善。在 MCN 机构本身存在一定局限性的情况下，网红的可持续性孵化和头部网红出走是此类 MCN 机构的核心痛点。但是无论网红游走在哪个平台或者不同的 MCN 机构，对上游的接单诉求是持续存在的，品牌对 KOL 的投放诉求也在持续增长。所以我们认为，跳过最难的“留住人”的角度，投放平台具备更明显的投资价值。

投资建议：看好聚焦社交媒体高增长赛道，KOL 经济投放平台型公司【ST 慧球】（天下秀）及为品牌提供差异化价值，卡位美妆行业的代运营服务商【壹网壹创】（与传媒组联合覆盖）。

风险提示：供应链发展速度无法匹配直播电商发展速度，电商平台规则变化，电商发展速度不及预期

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600556.SH	ST 慧球	11.88	买入	-0.02	0.15	0.20	0.27	-594.00	79.20	59.40	44.00
300792.SZ	壹网壹创	184.00	买入	2.03	2.70	4.08	5.96	90.64	68.15	45.10	30.87

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS



内容目录

1. 现象：新消费品做对了什么？	3
2. 解构：新消费崛起的底层框架是什么？	4
2.1. 维度一：营销角度，放大的“人的价值”和“社交资产”	4
2.2. 维度二，供应链体系决定了新消费商业体的效率	8
3. 趋势：风往哪里吹？	9
3.1. 观点一：电商直播势头不可逆转，品牌会加速入局	9
3.2. 观点二：两端离散的情况下，生态服务商价值会逐渐凸显	11
4. 投资建议	12
4.1. ST 慧球：新媒体营销独角兽借壳，聚焦社交营销步入高增轨道	12
4.2. 壹网壹创：社媒+电商全方位代运营服务商，卡位美妆持续增长	13

图表目录

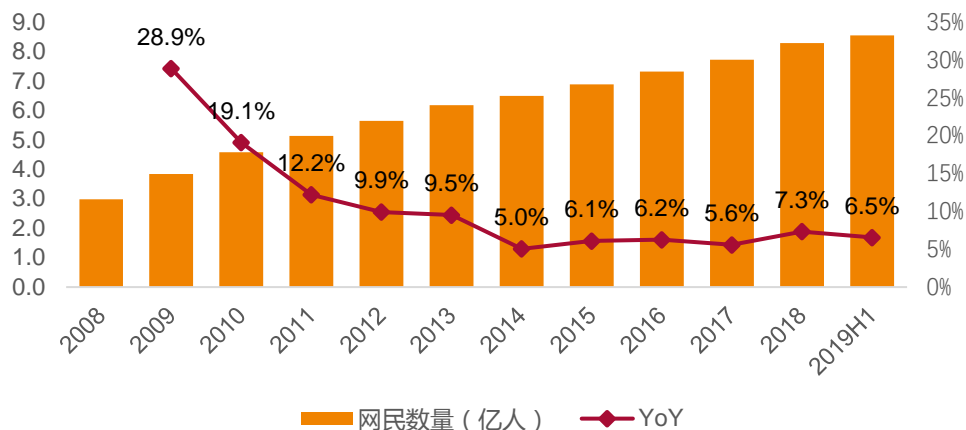
图 1：2008-2019H1 中国互联网用户增速持续放缓	3
图 2：依托不同流量平台成长起来的品牌	3
图 3：以美妆行业为例，不同品牌达到 10 亿销售额花费的年数	4
图 4：2010-2018 年，Facebook 和 Google 广告收入都在 80%以上	5
图 5：12 年以前和之后天猫淘宝商品和流量周期的变化	6
图 6：抖音、快手等平台的崛起立足于社交“关注”文明	7
图 7：珀莱雅泡泡面膜自 19 年 7 月成为爆品后，单月销售额过亿（万元）	8
图 8：2019 年在线直播用户突破 5 亿人	9
图 9：在线直播行业产业链一览	10
图 10：淘宝直播核心用户停留时长接近 1 小时	11
图 11：微博和微信中腰部账号异常率低于头部和尾部	12
表 1：辛有志严选旗下直播战绩	7
表 2：淘宝直播 Top 主播和店铺自播数据对比	10

1. 现象：新消费品做对了什么？

互联网的流量红利并未结束，每一次流量迭代成就了不同的风口和风口上的品牌。2015年开始，移动互联网衍生出了两种现象，我们可以理解为流量焦虑和焦虑的背面：

一是从品牌的角度来看，流量成本越来越贵，竞争对手越来越多，平台掌握绝对的话语权。过去很多靠互联网用户增长、渗透率提升野蛮增长的品牌，躺着赚钱越来越难。

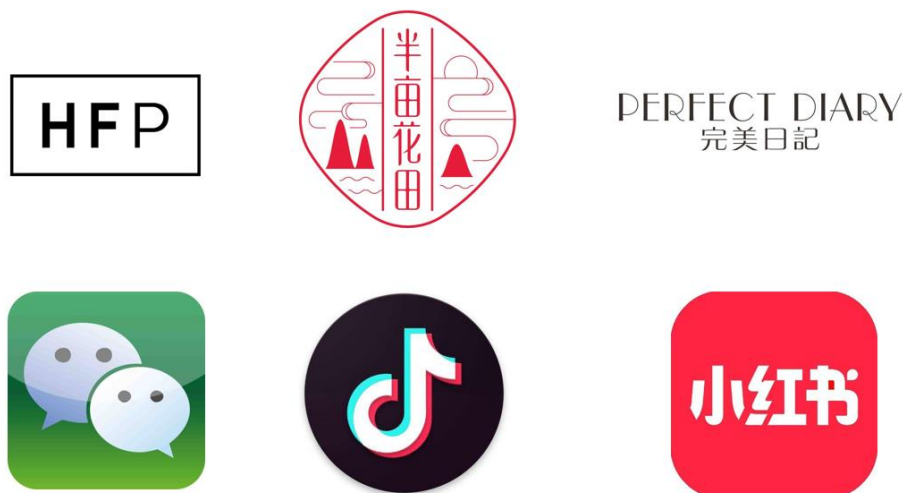
图 1：2008-2019H1 中国互联网用户增速持续放缓



资料来源：CNNIC，天风证券研究所

二是移动互联网品牌的崛起，在一些品牌效益边际递减的同时，很多品牌从社交平台中成长起来，不再依托淘宝、京东阿里平台本身的流量，而是通过品牌本身话题反哺电商平台。

图 2：依托不同流量平台成长起来的品牌

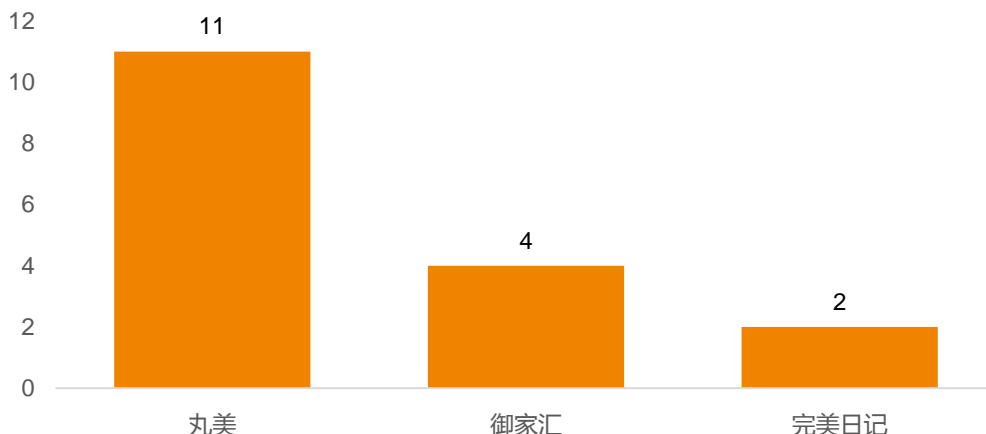


资料来源：各公司官网，天风证券研究所

在不同的细分行业都有一些这样的代表性品牌，尤其是美妆、休食、小家电等低决策&高频率购买品类。以化妆品为例，我们以“十亿销售额”为划分的单位，来看“丸美”、“御家汇”和“完美日记”起步于不同渠道和平台的三个品牌，它们突破 10 亿销售额的用时分别为 11 年/4 年/2 年，时间节点分别是 2013/2016/2019 年，从静态的角度来看，他们具备各个时代的缩影，其中丸美代表以线下和经销商体系为主的品牌、御家汇代表第一批崛起的淘品牌、完美日记代表以小红书这类社交平台生长出来的彩妆品牌。从这几个典型品

牌的销售额中可以看到非常明显的变化，即达到一定辨识度体量的时间越来越短，从产品到消费者的通路也越来越短。这背后又引发了我们的思考，到底什么在改变？

图 3：以美妆行业为例，不同品牌达到 10 亿销售额花费的年数



资料来源：公司公告，天猫，天风证券研究所

注：御家汇和丸美销售额计算为营业收入*（1+17%增值税）

2. 解构：新消费崛起的底层框架是什么？

2.1. 维度一：营销角度，放大的“人的价值”和“社交资产”

网红/明星拥有流量、粉丝、内容，这些合在一起变成了影响力，这些影响力的货币化价值就叫做“社交资产”。“粉丝经济”就是基于社交资产的变现。在互联网出现之前，明星的周边可以被追捧其实就反映了真实的时代特征。粉丝数量的多少、购买力和参与度成为了追随式意愿消费和推广的重要参考指标。在信息渠道相对单一的阶段，能够主导粉丝经济的 IP 有限，一是成为明星的可能性有限，二是触达的人群数量有限，三是变现的方式比较单一，核心收入局限于广告代言等。不同的是，移动互联网放大了人的价值和具备影响力的可能性，即越来越多的人都可能成为有影响力的人，人的商业价值变得更加多元化。任何一个能够基于流量产生价值的人，都有自己鲜明的“标签”和属性（即“人设”），从而被消费者认知，从而积累大量用户。

社交资产的出现反映了这几年电商行业结构性的变化。按照消费者购买行为分，我们将其分为“种草——拔草”两个阶段。我们将“种草”简单理解为广告营销，“拔草”理解为变现收割，探讨各个阶段背后不同变化。

1.0 时代：种草在线下，拔草在线下

时代特征：品牌争夺的是消费者认知的广度&渠道的纵深，这种传播途径是自上而下的，即由品牌到消费者；传播方式是单向的，即品牌输出，消费者接受。

从种草方式来看，长距离+硬广构建了中心化的流量。吸引消费者的模式也可以分为“品牌”和“效果”广告两种，品牌广告例如央视和卫视广告，各种硬广和中心流量构建起消费者长期认知，效果广告则例如门口发放优惠券和传单，主要是信息源和消费源离消费者足够近，可以诱导进店。

中心化广告“覆盖”消费者的时代，电视广告的传导性更强。在传统媒介技术下，电视媒体兼容视觉和听觉双重信号，具备直观性、可视性和时效性等优点，同时因为其独立的渠道网络，以及对于家庭客厅场景的绝对统治地位。央视和后来部分卫视广告由于具有一定的信任背书性和节目垂直性（例如儿童节目前后投放基本以儿童用品广告为主），所以成为最早一批广告营销的重要战场。

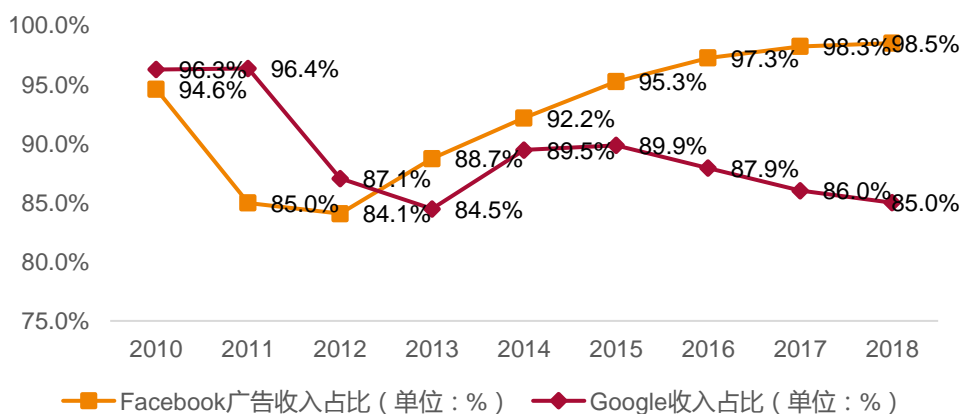
从拔草方式来看，**货架即实物**。线下购物基本是基于商超&百货等实体零售场所，人与货品的链接方式中，地缘占了很大的比重，消费因素受购买半径主导。从场景上来看，超市的货架模式更重视陈列，影响单个品牌的因素主要有：（1）产品的曝光率/知名度，（2）促销活动力度。简而言之，线下更高的曝光率、更好的柜台位、更低的折扣，意味着更多被消费者选择的机会。同时我们发现，**货架与货架之间也具有地域性的差别**。由于销售半径的局限性，高低线城市之间出现了明显的消费分层。

2.0 时代：“种草”在线下，“拔草”在线上

时代特征：互联网商业模式开始兴起之后，2003 年淘宝逐渐发展，消费者开始从天猫京东购买日常用品，货架发生了转移，同时，品牌在搭建基础设施（即开店）后，逐渐开始培育线上消费者心智和建立初步的收入模型，点击和搜索是这个时代最显著的特征。我们以天猫淘宝为界，将此时的互联网生态划分为淘内和淘外两个体系。

海外变现主要依靠页面广告和搜索排名，门户网站和 BBS 论坛、贴吧等构成早期信息获取和交换的聚集地。门户网站（Portal Site）诞生于互联网发展早期，最早雅虎（Yahoo）将网络上庞大的各种信息资源加以分类、整理，让不同的使用者能够快速查询，获得巨大成功。门户网站提供搜索和目录的功能，使得消费者获取信息的方式更加多样。而论坛相对来说更加垂直，一般以兴趣点为出发，聚集某个垂直领域的爱好者。PC 页面跳转的背后是用户的点击行为，是页面呈现的一条条定向链接。在平面化的设计下，广告投放成为淘外生态的主要变现方式，品牌找到合适窗口或者展位进行中心化内容的输出。直到今天 Facebook 和 Google 的主要收入方式，还是页面广告和搜索竞价排名。

图 4：2010-2018 年，Facebook 和 Google 广告收入都在 80%以上

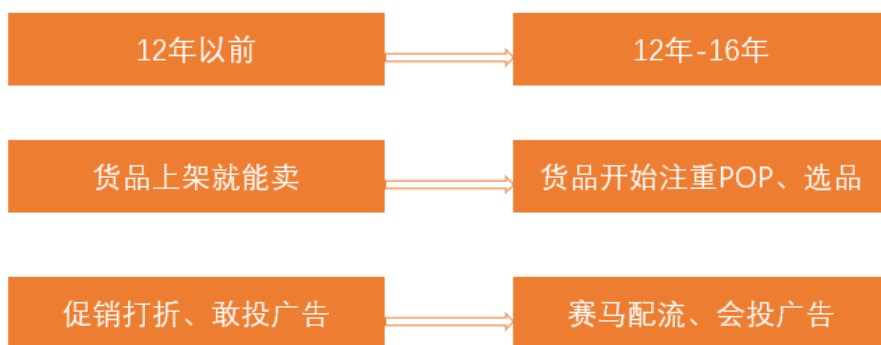


资料来源：公司公告，天风证券研究所

淘内衍生出各种工具，流量周期从粗放式经营到精细化转变。2003 年阿里巴巴推出淘宝并开始逐渐推出一系列淘宝工具，例如 2007 年直通车，2009 年钻展，2010 年淘宝联盟等，淘内电商工具的发展提升了【搜索】和【竞价】的重要性，淘内进入到线上数字搜索时代。大型的电商生态发展至今，品牌方高度依附淘内运营，以抢占更多淘内流量为主要目标，其核心能力为对淘内流量规则的深度理解、对淘内资源及站内活动的获得，积累了完整的打法与团队。

同时我们发现，按照 12 年为分水岭，可以将 2.0 时代淘宝天猫的发展分为 2 个重要阶段。

图 5：12 年以前和之后天猫淘宝商品和流量周期的变化



资料来源：天风证券研究所

- ① 12 年之前基本属于“传统线下模式到线上的完全复制”，即上架、促销、做活动；
- ② 12 到 16 年期间，淘宝商城升级为天猫，海外品牌开始逐渐入驻，代运营应势而生。品牌的重点从“建立收入模式”升级为“抢占淘内消费者心智和品牌资源”。同时，越来越多自带流量的海外品牌借助天猫渠道逐渐下沉，逐渐打破原来高低线城市的消费生态闭环。由于天猫自身的流量池有一定容积和粘性，所以在除了竞价广告、搜索排名之外，天猫淘宝大型活动（如“99 品牌日”等）开始对品牌进行赛马配流。只要商家为天猫的消费者提供独家权益货品，并进行营销创意及市场资源的联合，天猫就会考虑通过整合集团资源，帮助品牌打造品牌和销量的双丰收的天猫超级品牌日活动。

3.0 时代：“种草”在线上，“拔草在线上”

时代特征：移动互联网的崛起促进了流量的碎片化，从流量分配的机制来看，一方面，淘内流量增速相对放缓；另一方面，社交 APP 生态的崛起重构了整个电商的玩法。购物的属性变成消费+娱乐+社交。抖音、快手、小红书等平台的崛起，对传统 BAT 行业和互联网格局的重构本质上和平台具有的“情感”属性高度相关，因为相对来说【搜索】的感情属性对比【图文】、【短视频】、【直播】等浏览阅读要弱化很多。如何从社媒与 KOL 合作获取站外流量，成为新时代品牌营销的主战场。我们主要从两个方面来探讨：

- ① 人即营销。从中国最早兴起的互联网商业模式门户网站开始，到搜索模式（包括掌控搜索流量分发权的百度和电商流量分发权的阿里），再到移动互联网的信息流模式，互联网商业也发生变化：从最早的 PC 端的门户网站的“点击”文明，到 PC 端后半场的“搜索”文明，再到移动互联网阶段的“关注”文明。抖音、快手等平台对传统 BAT 改革对互联网格局的重写本质上是基于“关注”的基础上贩卖快乐和加强沟通，更重视用户的情感属性。因为搜索相对来说是比较机械化的操作，而短视频、图文阅读、直播等具备一定的成瘾性。

图 6：抖音、快手等平台的崛起立足于社交“关注”文明



资料来源：st 慧球重组公告，天风证券研究所

在各种类型的平台之上，我们看到“创造快乐”和“及时互动”都是需要以人为载体的，促进了整个 KOL 行业角色的转变。网红成了大众锥子脸变成了职业化红人的代名词更加接近带货的需要。不断有各种品类的红人，被挖掘出来，成为流量的高地。例如，李佳琦最开始是欧莱雅的导购员。网红经济可以存在于各种品类各种职业中。KOL 的营销价值不断向垂直领域转移，覆盖更深更广的圈层用户，在某种程度上，垂直化的 KOL 已经建立了各自的流量圈地。

② 人即货架。2019 年直播+电商模式往更加商业化方向转移，我们发现货架再一次发生的转移，只不过不是绝对化的转移，货架也变得碎片化，可以转移到不同的网红身上。很多网红带新品、带试用、带大促销、带清尾货都非常有用，他们可以承担货架以及销售渠道的职能，比如说快手辛巴，2019 年带货 GMV133 亿，2020 年预计将达千亿。2018 年是淘宝直播开始爆红的一年，月增速达 350%，全年拉动的 GMV 破 1000 亿，进店转化率超 65%，共有 81 名淘宝主播年引导销售额过亿元，月收入达百万级的主播数量上百，特别双十一品牌竞标成功才有头部 KOL 接受带货的一席之地；至 2019 年下半年，拼多多、小红书等平台也开始做内容直播。货架再次转移到人的身上，对应我们如何看和理解这个行业，以及这个行业未来的可能性。

表 1：辛有志严选旗下直播战绩

主播	粉丝数	19 年成绩	20 年预计
辛巴	3713 万	19 年直播总 GMV133 亿	总 GMV1000 万
初瑞雪	2377 万	近三场直播 GMV3 亿	15-25 亿
蛋蛋	602 万	近两个月服装彩妆直播 GMV5.5 亿	30-40 亿
鹿	510 万	近两个月服装彩妆直播 GMV3 亿	20-25 亿
猫猫	2868 万	近四场食品直播 GMV1.3 亿	10-15 亿
赵梦溪	708 万	近三场彩妆直播 GMV8000 万	10-15 亿
时大漂亮	331 万	新成员	
小白胖宝宝	430 万	新成员	

资料来源：亿邦动力，天风证券研究所

3G 看图文，4G 看视频，5G 看直播，组合拳提升了货架转化方式的丰富度。目前来看，头部 KOL 带货的模式类似于给品牌“开光”，而带货的模式有很多种形式，如直播、短视频、图文等，头部的 KOL 一般都为全域流量覆盖。不论是直播、图文还是短视频，根据产品推出的不同阶段，组合拳才是构建“品效合一”的正确方式。例如，在品牌刚推出的时候，图文和短视频直播的板块基本上要平分，甚至可能预算分配会往图文和短视频方向倾斜，因为整个图文和短视频才是整个产品本身集中内容种草的模块，品牌需把种草的部分做好。但如果是比较成熟的品牌，需要进行销售转化，则会更侧重于直播板块，图文和短视频预算分配比例会相对而言降低一些。

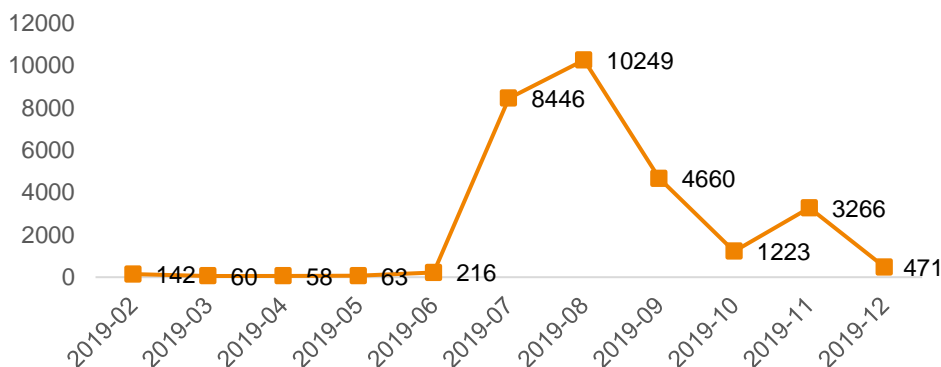
2.2. 维度二，供应链体系决定了新消费商业体的效率

新供应链+“人”=新商业结构。现有的供应链体系为品牌和 KOL 提供了高增长的可能，同时，新的商业模式又反推传统供应链的改造。从消费者端看到的变化是：消费者可以任何时间、以任何方式拿到自己需要的商品。从企业端看到的变化是：不仅是供应链的效率大幅提升，成本更是大幅下降，并且，降低了库存周期。甚至，企业的运作模式都在悄悄发生变化。我们从生产研发、仓储物流两个方面来分析。

① 生产研发

爆品生产背后是自主规模化制造和信息及时反映的能力。打造爆品的难度之一在于供给和需求的平衡，做爆品很难预测销售数据，或者大规模生产导致库存积压。以珀莱雅泡泡面膜为例，该产品自抖音爆红之后，仅天猫渠道单月峰值销售额数据达 100 万。泡泡面膜并不是一个新概念，而以往的泡泡面膜主打补充氧气，消费者很难对产品功效形成快速认知；珀莱雅的泡泡面膜主打保湿和清洁，通过短视频放大冒泡的可视化效果，使其它成为自带流量的典型产品。泡泡面膜快速走红之后迅速脱销，而公司迅速通过自有工厂流水线迅速填补市场需求缺口，强大的自主生产+爆品打造能力完成销售闭环。**库存共享、数据打通，意味着渠道里的货不专属于某个店铺，而是随时根据市场需求统一调配，满足全平台消费的订单。**同时，对于已经存在的供应体系也要动大手术，链路是需要充分规划的，需要分析哪些要拿掉，哪些要重新去架构和重新补充。

图 7：珀莱雅泡泡面膜自 19 年 7 月成为爆品后，单月销售额过亿（万元）



资料来源：天猫淘宝，天风证券研究所

OEM 生产提质+加量，使得柔性供应链成为可能。回看近年崛起的各行业龙头公司，如小米、南极电商、三只松鼠、完美日记等，基本采用了互联网+委外生产+品牌输出管理的模式，这些公司所处的行业的共同特征，就是两端较为分散化，供给端和需求端较难匹配，就会导致单环节的效率提升意义远不如系统效率提升，所以通过品牌链接供应链，快速制造和反应成为了必须。OEM 和 ODM 工厂从两个方面降低了品牌把“想法”变为“实物”的可能：第一是由于中国成为世界工厂后，基础制造业沉淀时间已久，对于很多类型商品已经摸索出规律，可以适当备货，降低品牌的单品起订量和进入门槛。其次，工厂可以提前进行研发和供应链的准备，帮助品牌把非标产品变成标准产品，缩短研发、跟踪稳定性的时间，交货时间缩短。

② 仓储物流

公司生产和仓储物流更加紧密结合。据中国物流与采购联合会统计，2017 年中国与物流相关的年总支出为 19000 亿元人民币，物流成本占 GDP 的比重为 20% 左右。在工业上更加智能的仓储可以跟生产有更加紧密的结合，比如说产线需要料，可以提前预判把料

送到，正是在这样的场景下可以给客户解决突发事件、提升效率。

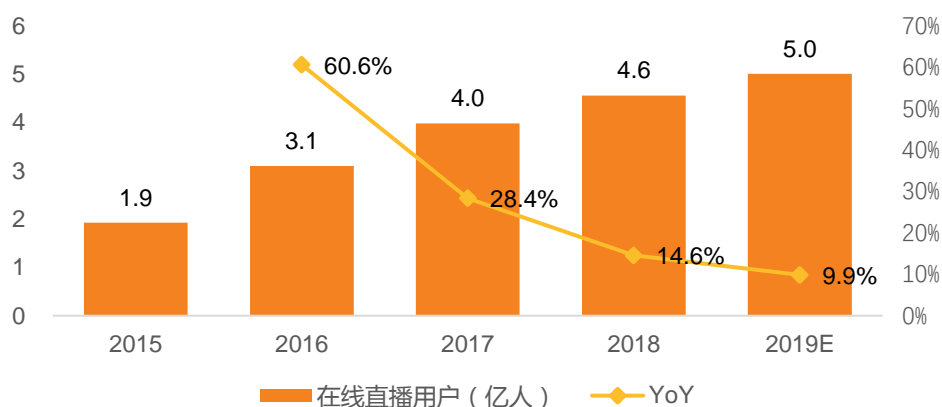
物流的规模化改写了品牌深度分销的传统模式。过去商品要通过不同的经销商到达不同的仓库，而一盘货之后，品牌大仓直接到电商平台的区域仓，中间省去了经销商的物流环节。所有的信息都在物流体系中运行，各个店面销售的情况动态地体现，再也不会存在类如天猫缺货、淘宝过剩的尴尬。并且，通过数据对销售趋势进行预测，数据可以发出断货预警，也可以用来指导补货计划，让库存达到最优的配置，供应链更加灵活。以雀巢为例，链接菜鸟网络后，雀巢的各项指标便发生了明显变化：订单满足率从 80%多提高到 97%，跨仓发货比从 60%下降到 10%，线上有货率从以前平均 87%提高到 95%。新零售的供应链与传统供应链最大的不同在于数据：以品牌为起点，以消费者为终点，让数据先跑起来，数据找到最佳的路径之后，通过数据调配产品按照最佳路径以最快、最高效率、最佳体验到达消费者端。用数据指挥商品，整个供应链变得灵动起来。

3. 趋势：风往哪里吹？

3.1. 观点一：电商直播势头不可逆转，品牌会加速入局

19 年中国在线直播用户预计超 5 亿，超 5 成直播平台用户观看过 KOL 直播带货。直播行业已形成泛娱乐直播、教育、电商直播等板块内容，随着直播用户群体趋于成熟，对于直播内容的需求也更加垂直化。经历了 2016 年的流量及资本竞争，2017 年以制作内容取胜，2018 年开始直播聚焦于商业化发展。

图 8：2019 年在线直播用户突破 5 亿人



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

图 9：在线直播行业产业链一览



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

电商直播和泛娱乐直播主要区别在核心传递内容不同，电商直播在于商品，泛娱乐直播在于个人技能。用户的审美周期和电商直播的商品更新相关，所以“带货”属性更强，打破了传统营销活动时间和空间限制，实现多场景下的全时全域营销：①帮助品牌刺激消费，创造高互动场景，促进消费者多层次、全方位了解产品，形成快速购买决策，②帮助企业降低营销成本，将线下营销活动同步线上直播推广，③形成内容的承载和导流，将销售和售后环节嵌入到直播体系中，实现了真实场景的迁移。根据艾媒咨询数据，2020年直播企业将突破120万家。

淘宝直播是电商直播中相对成熟的平台，粉丝群体庞大且粘性较高。淘宝直播平台活跃主播迅速增长，每月带货规模超过百万的直播间超过400个，这些KOL通过互动的方式帮助平台实现货与人的场景匹配，和机器算法下的“猜你喜欢”有一定相似之处，但是由于KOL具有一定粉丝效应，所以推荐商品具有更强的感官体验和溢价空间。但是淘宝直播内二八定律显著，主播流量格局呈现集中化，头部主播存在稀缺性，头部主播占有这淘宝直播内大部分流量。第一位达人主播薇娅带货能力与第一位店铺自播的MG小象等拉开明显差距，淘宝直播的马太效应短期内可能会一直存在。

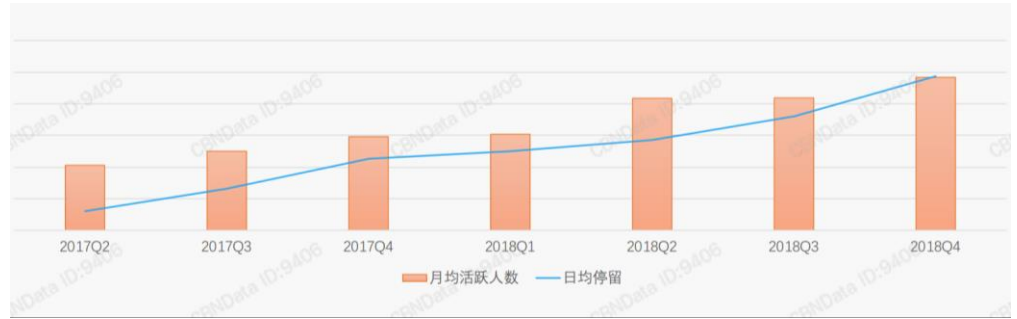
表 2：淘宝直播 Top 主播和店铺自播数据对比

	薇娅 Viya	MG 小象
粉丝量	489.1 万	1975 万
场均流量	410 万	30 万
直播时长	5 小时	15 小时
类目	女装、美妆、零食、饰品、鞋包等	女装
人设	大姐大、亲和力强、专业性强、护粉、全网最低价秒杀	学生群体喜欢的淘品牌、主播颜值高身材好、专业搭配

资料来源：淘宝直播，天风证券研究所

对于电商平台来说，目前阶段比直播带来的 GMV 更重要的是用户停留时长。2019 “双十一” 全天淘宝直播带动成交近 200 亿元，占 “双十一” 总 GMV 的不到 10%，但是淘宝直播核心用户日均停留将近一个小时，并且还在持续提升。粉丝群体更容易在 “人与人”、而非 “人与物” 的场景下产生消费欲，这是像直播、现场真人售卖这类方式能够保证较高的成交转化、复购率的重要因素。

图 10：淘宝直播核心用户停留时长接近 1 小时



资料来源：CBNData，天风证券研究所

5G 助力直播行业升级。5G 技术 “高带宽”、“低延时”、“广链接” 特性将进一步优化直播体验。带宽增加用户视觉体验感，低延时提升用户在线参与感和互动感，解决购买决策中的信息不对称性。

3.2. 观点二：两端离散的情况下，生态服务商价值会逐渐凸显

品牌和 KOL 之间存在一定博弈关系。品牌的需求主要分为曝光、导流和卖货，在尽可能做高增长的情况下，保证成本的可控性，保证投入产出比；KOL 则希望有较高的议价，同时在商业化和粉丝维系之间保持平衡。我们将品牌和 KOL 都分为头部品牌和中腰部，分析其对应关系。整体来看，头部账号更具有扩散优势，更适合做品牌曝光；中腰部因为互动的表现，反映为其在互动营销性价比上更高。

① 头部 KOL*头部品牌：互为导流

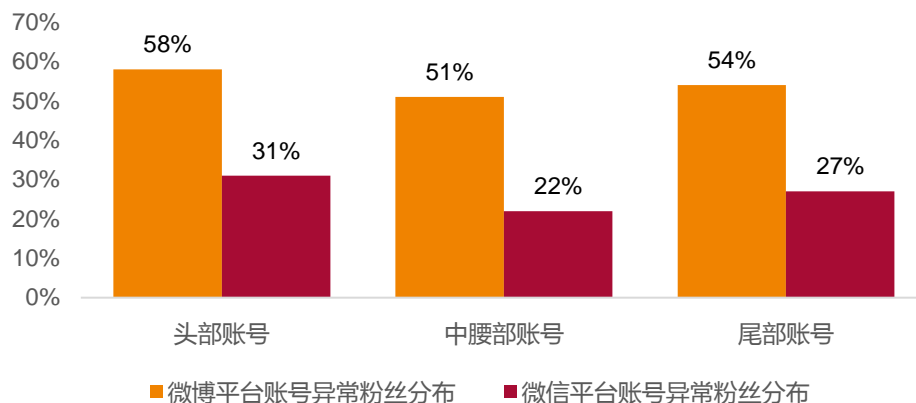
② **头部 KOL*中腰部品牌：**KOL 主导，对于品牌来说，头部 KOL 合作难度较大（周期长、费用高），同时头部账号粉丝分布相对较广，对某垂直领域浓度被稀释。也存在头部 KOL 带品牌的个例（e.g. 李佳琦&花西子，李佳琦&红色地球）。

③ **中腰部 KOL*头部品牌：**品牌主导，KOL 难以接触头部品牌。

④ **中腰部 KOL*新锐品牌：**试错成本较高，KOL 内容制作能力和带货能力有限；但由于相对垂直性，品牌容易和 KOL 粉丝产生共鸣，也更加容易输出品牌理念。

品牌直接跟 MCN 对接，存在一定的局限性。产业链未来将更加趋于两端离散的现象：一是在投放的真实性方面，品牌在选择 KOL 时有较为明显的局限性，无法弄清 KOL 的粉丝真假、精准触达和转化。根据克劳锐报告，2019 年 MCN 机构超过 5000 家，KOL 数量约 500 万人，在众多资源库中，优质 KOL 甄选和投放策略成为品牌核心问题之一，需要通过数据沉淀进行系统评估和匹配。二是随着电商带货和直播的热度上升，越来越多的品牌开始青睐不同平台的红人直播，广告主需求稳步增长，同时呈现从单一平台投放到精细化多平台投放组合化，从单一到 KOL 组合矩阵，投放模式趋于聚合和智能的趋势。

图 11：微博和微信中腰部账号异常率低于头部和尾部



资料来源：微播易，天风证券研究所

MCN 机构本身也存在一定的局限性。我们把 MCN 归为两种大类，一种是控品，一种是不控品的，不控品可以理解为营销广告，货还是从 TP 或者品牌仓直发，这类又回到了第一种品牌的维度。完全以电商类起家的机构，他们的合伙人，包括他们过往的工作经验，其实全部都是拥有供应链经验和资源的。以如涵为例，公司的收入按照业务模式分为两类，即为产品销售收入和服务收入，产品销售收入模式即控品模式，19 年 Q1-Q2 占收入的 78%，在这种模式下公司销售自主产品，自营业务毛利率约 34%。服务模式可以看做明星经纪公司，网红带的主要是品牌方的货或者提供营销广告服务，如涵抽取服务佣金，毛利率约高于自营业 20 余点。两种模式都是以“人”为核心，而网红的可持续性孵化和头部网红出走是此类 MCN 机构的核心痛点。但是无论网红游走在哪个平台或者不同的 MCN 机构，对上游的接单诉求是持续存在的。所以我们认为，跳过最难的“留住人”的角度，投放平台具备更明显的投资价值。

4. 投资建议

4.1. ST 慧球：新媒体营销独角兽借壳，聚焦社交营销步入高增轨道

天下秀于 2018 年 11 月 30 日通过协议转让方式成为 ST 慧球大股东，ST 慧球再于 2018 年 12 月 1 日决定吸收合并天下秀成为其存续主体，由此天下秀达成借壳上市。吸收合并交易完成后新浪集团将以 28.58% 的股份位列第一大股东，李檬将以 13.25% 的股份成为第二大股东，二者对 ST 慧球实施共同控制。天下秀由李檬于 2009 年创立，历经十年发展，目前已成为中国最大的以社交营销为核心的新媒体商业集团，亦是国内最大的新媒体营销独角兽，累计已为国内外 450 余家品牌企业、8 万余家中小企业提供社会化营销服务，积累了超过 86 万家新媒体资源。近三年天下秀的收入和归母净利润均保持 50% 以上的增长速度。

三大品牌矩阵加持，资源&数据&营销体系优势明显。天下秀的业务分为新媒体广告交易系统服务和新媒体营销客户代理服务两类，其中新媒体营销客户代理服务为天下秀的最主要收入来源，且占比持续提高。天下秀目前拥有 WEIQ（全球领先的新媒体营销云平台）、克劳锐（最权威的自媒体数据分析服务及排行机构）、SMART 三大品牌矩阵（专注品牌社会化媒体营销全案服务）三大品牌矩阵，WEIQ 平台是新浪微博内容商业化的唯一服务商，拥有深度沉淀的自媒体资源，覆盖自媒体平台 95% 以上的原生内容及 98% 以上的用户规模。天下秀通过先发优势建立了行业经验壁垒，并通过产品服务能力建立了客户资源和品牌壁垒，同时通过开发的信息系统，进一步巩固了资源优势、数据优势和运营优势，在较分散的市场占据了领先地位。

行业变革推动流量去中心化，催生生态服务商产业快速增长。技术进步引发消费者获取信

息的平台及内容形式发生变革，为网络广告市场的发展提供基础动力，2018 年网络广告市场规模达 4844 亿元，占六大媒体广告收入的 74.2%。移动互联网逐步下沉渗透带来增量市场红利，社交网络及短视频平台的用户规模持续增长。2018 年社交网络广告和短视频广告高速发展，预计 2021 年市场规模超千亿。上下游快速去中心化的背景下，新媒体营销服务商在客户资源和社交媒体资源上竞争更加激烈，市场高度分散。移动互联网媒体时代，消费者基于关注的信息获取模式和消费购买过程均在智能手机实现，催生出基于消费者品效合一的市场需求，对广告形式的创意性和趣味性提出要求。流量去中心化叠加品效合一，催生生态服务商产业快速增长，具备资源整合能力的新媒体营销服务商将脱颖而出。

综合预计 2019-2021 年天下秀实现营收分别为 17.01/23.45/31.01 亿元，归母净利润分别为 2.48/3.41/4.47 亿元，对应 20 年 PE 为 59 倍，维持买入评级。

风险提示：核心人才流失风险，市场竞争激烈风险，数据资源安全风险。

4.2. 壹网壹创：社媒+电商全方位代运营服务商，卡位美妆持续增长

2019 年双十一，网创成交额 35 亿，同比增长 91.6%。数据背后，我们看到的是双十一天猫平台增长 25.7%，关注经济时代公域流量向私域流量的转移，推动营销创意、内容创作、tp 运营、社交营销等生态服务商快速增长，细分市场红利就在身边。同时我们也看到，中心化公域流量的乏力和去中心化私域流量的增长。矩阵式去中心化的关注经济时代，流量分散趋势越强，品牌线上触达消费者难度越大，品牌对生态服务商的依赖度越高，引导我们思考三点核心问题：

① 网创的价值在于什么？

美妆一直是以营销驱动的行业，在营销类的玩法相对成熟&先进（外资品牌毛利率在 75-85%区间，SG&A 费率一般在 60 个点以上，国产毛利率 60-70%区间，SG&A 费率在 40-55%左右）。同时，由于行业竞争激烈，消费者粘性较差，品牌之间强调差异化的营销效果，所以对产品以外的附加值尤为看重。

2019 年双十一，天猫线上增速 25.7%，随着线上 GMV 增速放缓，铺货模式带来的渠道红利逐渐消退。过去我们在提及线上的时候，第一联想的是购物平台，而在微信带来的移动社交流量变革的时代开启以后，流量被一次次重新分配。我们认为，像国内电商做的相对先进的服装和小家电公司，在线上主要采取的是相对简单的流量分发模式，即通过各平台多个小 B 经销商获取流量入口，同时经销商通过品牌推广，降低了原来主品牌在进行同等体量推广活动下的销售费用率，这种模式主要在 B2C 平台内自循环。

而从这几年的社交流量周期演变来看，流量分发变成了流量传导。包括网红带货、抖音/小红书种草、公众号测评等等平台引入天猫/京东等平台，B2C 平台的主要角色是收银台。当下所有的快消品品类放在全新的线上大环境中，都有被重塑的价值。站在当前时点往后看，未来为标品提升附加值，帮助品牌差异化突围，就是网创的核心价值。

② 为什么网创具备扩品类和品牌的可能性？

那么，网创是否只会局限于化妆品品类？我们认为并非如此。

由于化妆品行业长期处于动态变化和快速迭代的过程中，美妆的营销经验可以向下快速复制或延伸到其他品类中。如美妆博主可以带货食品、小家电、家居家清等品类。例如在双十一某场活动中，薇娅直播带货了耳机、厨房用品、小家电等诸多品类。

我们也看到淘宝的流量周期对 TP 商有了更高要求：从经销商铺货到消费者运营，要求 TP 商不能在走传统的线上物流垫资的角色，而更应该具备对消费者数据分析的能力和营销能力。往后考察的不仅是品牌或者运营商对于数据的获取能力，而更加注重对数据的分析整合能力，并且应用到实际战略中。

③ 网创业绩是否具备上调的空间？

高成长的化妆品赛道和逐渐提升占比的线上渠道，渗透率仍有待提升的代运营卡位，三方叠加造就公司高速发展。我们坚定看好现有品牌和新品牌快速发展的空间：预计公司2019-2021年净利润分别为2.16/3.26/4.77亿元，增速分别为33%/50%/46%，维持买入评级。

风险提示：新品牌拓展不及预期，市场竞争激烈。

风险提示：

- ①**供应链发展速度无法匹配直播电商发展速度的风险：**如果供应链发展速度无法匹配直播电商发展速度，将会对整个行业的发展产生极大制约。
- ②**电商平台规则变化的风险：**如果电商平台规则发生重大变化，可能会导致整个行业格局发生重大变化，则会对行业内现有公司产生重大影响。
- ③**电商发展速度不及预期的风险：**新媒体营销行业的发展与电商息息相关，如果电商发展速度不及预期，会对整个新媒体营销行业产生不利影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com