

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年11月11日

分析师

分析师：黄淑妍 S1070514080003

☎ 021-31829709

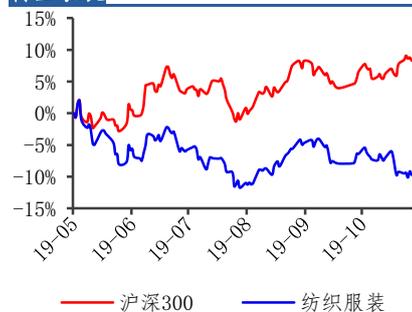
✉ huangsy@cgws.com

联系人（研究助理）：张家璇

S1070118090001

☎ 021-31829782

✉ zhangjiaxuan@cgws.com

行业表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<线下美妆体验为王，单品牌店风头正劲>> 2019-03-11

电商直播呈现集中化，知名美妆集团及口碑品牌有望受益

——解码化妆品系列报告之二

重点推荐公司盈利预测

股票名称	EPS		PE	
	19E	20E	19E	20E
上海家化	0.92	0.99	35	33
珀莱雅	1.94	2.54	47	36

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 电商直播：（1）实质：**“内容+电商”的结合，是对内容的全新组织形式，另外可通过主播与粉丝之间建立的密切关系，重塑“人、货、场”关系；
（2）发展阶段：2016年初步兴起，2017-2018年包括直播平台、MCN公司和主播等产业链各环节快速成长，并开始向精细化运营发展，2019年以来行业全面进入爆发期，2019年被称为“电商直播元年”，淘宝直播、蘑菇街、京东直播等陆续加码电商直播。根据淘宝内容生态总监此前的预估，伴随着内容价值的不断放大，仅淘宝直播平台有望在2019-2021年带动5000亿规模的成交。
- 平台角度：国内发展较早、更成熟，淘宝直播一马当先，美妆等品类为目前核心拉动品类。**目前国内布局较为深入的电商直播平台多发展于2016年，如淘宝直播和蘑菇街，经过三年多的发展已探索出体系化的主播孵化、供应链管控模式，其中淘宝直播在带货规模、主播人数等方面具有绝对优势。国外如Youtube、Instagram、亚马逊等也积极跟进电商直播功能，但发展阶段较为初级。从直播拉动的品类看，目前较为明显的为美妆、服装等，未来在洗护、零食、家电等众多领域还有较大发展潜力。
- 主播角度：主播流量呈现集中化，头部主播稀缺性凸显。**头部主播仅有薇娅、李佳琦两位，数量稀少。而且电商直播主播格局呈现集中化，头部在流量、影响力上均远远强于腰部主播。在2019年4月的淘宝直播中，两位头部主播DAU占比过半；2019年双11预售第一天（2019年10月21日）两位头部主播的热度值均在3万以上，远远领先于第三名的2000+。鉴于未来竞争更为激烈、头部孵化之路不易，预计电商直播主播集中化格局或长期存在。
- 品牌角度：预计平台及主播集中化的格局，将对知名美妆集团及口碑品牌形成利好。**平台集中化下，知名美妆集团及口碑品牌可巩固其在天猫等关联电商平台的流量优势，增加私域流量入口、以及有针对性地拓展公域流量。主播集中化下，知名美妆集团及口碑品牌由于好货充足且品控严格，更符合头部及部分腰部主播的要求条件。
- 投资建议：**电商直播经过三年多的发展已进入爆发期，有望在未来继续保

每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享**8+**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，小马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“小马财经”**微信群**。



持高速发展。从产业链核心参与方的格局看，无论是平台还是主播都呈现集中化。我们认为，电商直播的蓬勃发展以及集中化的格局，将对化妆品品牌方产生深刻影响，尤其将利好国内外知名的平台美妆集团、以及口碑较好的品牌。重点推荐：积极尝试直播带货的平台型化妆品集团上海家化，预测 2019-2021 年 EPS 分别为 0.92、0.99、1.16 元，对应 PE 分别为 35X、33X、28X；以及借助直播带货等方式成功打造多款爆品的珀莱雅，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.94、2.54、3.2 元，对应 PE 分别为 47X、36X、28X。

- **风险提示：**电商直播市场竞争加剧，主播发生质量或虚假宣传问题，化妆品行业景气不及预期。

目录

1. 电商直播势头迅猛，淘宝直播领跑，美妆率先发展	5
1.1 国内电商直播进入爆发期，淘宝直播领跑，美妆率先发展	5
1.2 国外平台紧跟趋势，加速布局电商直播	10
2. 知名美妆品牌加速入场，直播成交渗透率提升	10
2.1 国内外知名美妆品牌重视提升，积极探索直播营销	10
2.2 商家直播成交渗透率不断提升，美妆比例更高	12
3. 主播流量呈现集中化，头部主播稀缺性凸显	12
3.1 主播流量格局呈现集中化，头部主播存在稀缺性	12
3.2 头部成功之路不可简单复制，集中化格局或长期存在	13
4. 平台及主播集中化，利好知名美妆集团及口碑品牌	14
4.1 平台集中化下，可巩固其在关联平台的流量优势	14
4.2 主播集中化下，由于其好货丰富且品控严格，更符合头部等主播的要求条件	15
5. 投资建议	15
6. 风险提示	16

图表目录

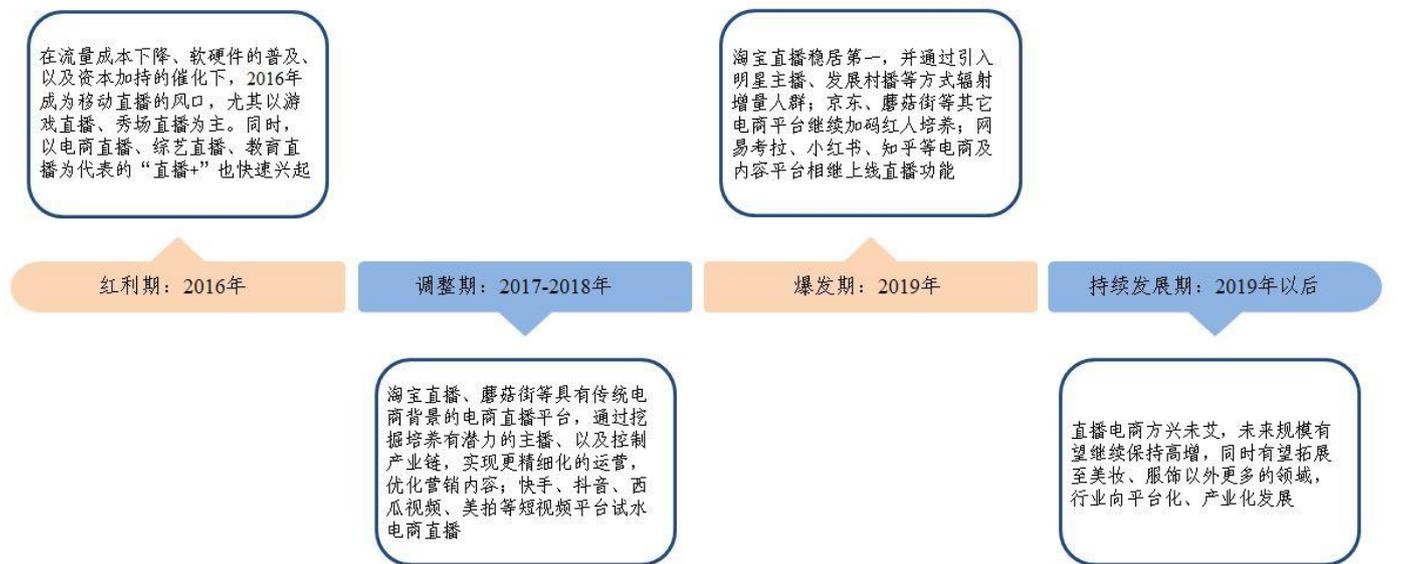
图 1: 我国电商直播发展历程	5
图 2: 电商直播的兴起要素	5
图 3: 电商直播重塑“人、货、场”关系	6
图 4: 电商直播产业链示意图	7
图 5: 主要电商直播平台在“人、货、场”三要素的天然优势及加强措施	8
图 6: 2019 年双 11 预售前一天, 薇娅和李佳琦化妆品品类直播占比最大	9
图 7: 薇娅和李佳琦的直播在品类选择上有各自特点	9
图 8: 淘宝直播品类流量排行前十名	9
图 9: 2016 年以来商家对淘宝直播重视程度逐步提升	11
图 10: 2019 年预售期间, 李佳琦直播中大型美妆集团产品及口碑产品出现频次较多 ..	11
图 11: 2017 年至今, 天猫商家的淘宝直播成交渗透率不断提升	12
图 12: 2019 年双 11 预售首日, 薇娅、李佳琦热度值远高于其它主播	12
图 13: 头部主播形成的前提条件	13
图 14: 淘宝直播 APP 内的公域流量&天猫旗舰店移动端的私域流量入口	14
表 1: 电商直播的“人、货、场”标准分解及举例说明	6
表 2: 主要电商直播平台介绍	8
表 3: 国外电商直播发展情况	10

1. 电商直播势头迅猛，淘宝直播领跑，美妆率先发展

1.1 国内电商直播进入爆发期，淘宝直播领跑，美妆率先发展

电商直播进入爆发期，发展前景广阔。伴随着 2015-2016 年的直播平台浪潮，我国电商直播自 2016 年起也逐步兴起。由于线上流量瓶颈渐显，淘宝、蘑菇街等传统电商平台开始探索“电商+直播”的结合，2017-2018 年淘宝直播、蘑菇街等平台着手加强直播红人孵化体系、供应链整合以及相关配套保障，同时服务于电商直播的 MCN 公司也快速成长，共同促成电商直播于 2018 年获得巨大关注，并于 2019 年以来全面爆发。根据《2019 年淘宝直播生态发展趋势报告》和蘑菇街的财报，2018 年两平台带动的线上销售 GMV 已过千亿，且今年以来延续高增势头。2019 年以来，电商直播获不断加码，包括网易考拉、小红书、知乎在内的众多电商及内容平台相继开通电商功能，抖音、快手等短视频平台也加强直播合作及投入。淘宝的内容生态总监闻仲曾在 2018 年底预计，伴随着内容价值的不断放大，淘宝直播有望在此后三年带动 5000 亿规模的成交。总体来看，我们看好电商直播规模的持续快速增长以及涉及领域的不断延展，行业未来或向平台化、产业化不断发展，有望成为影响传统电商卖货模式的一支重要力量。

图 1: 我国电商直播发展历程



资料来源：2018 年淘宝直播盛典，长城证券研究所

电商直播的爆发主要有消费习惯、内容升级、技术迭代几方面原因。(1) **消费习惯**：新一代的消费群体成长于短视频、直播快速兴起的时期，更青睐直观、互动性强的消费方式，且更青睐移动端的线上消费；(2) **内容升级**：相较于传统线上店铺商品的图文讲解，直播电商内容形式更加优化，主要表现为专业性、趣味性强以及玩法多样；(3) **技术迭代**：5G 时代带来更好的观看体验，智能手机、直播设备等的不断发展提供硬件基础。

图 2: 电商直播的兴起要素



资料来源:《2019年淘宝直播生态发展趋势报告》,长城证券研究所

电商直播实质是“内容+电商”，重塑“人、货、场”关系。电商直播表面上看只是增加了主播、MCN公司等环节的参与，实际上是对已有卖货方式的全面升级，直播的形式、环节、货品选择都是对内容的重新组织，相较于传统线上店铺的图文介绍对消费者有更直观的冲击力，即“好内容+好商品”造就了“好直播”。

另外，电商直播的形式是对“人、货、场”关系的重塑。在21世纪初电商普及之前，由于供应有限或地域限制，更多存在的是“人”找“货”；之后随着经济水平的提高和淘宝、京东等综合性电商平台的崛起，商品的丰富性得到极大增强，关系转变为“货”找“人”，但是海量同质化高的产品使得消费者面临商品选择困难，同时过多的被动推销严重影响消费体验。小红书、抖音等内容平台出现后，通过大量种草间接地便利消费者的选择，而电商直播的出现能够更为直接地使消费者与商品沟通。经过对内容的精心组织，被动推销的厌恶感能够被极大削弱，销售转化率因此提升；优秀主播由于更为洞悉消费者需求，甚至能够改变销售方向，从消费者需求出发对产品进行打样和生产，并根据需求变化及时调整产量，因此有时关系甚至会转变为“人”找“货”。在直播电商的形式下，“人、货、场”三要素得到进一步优化和重塑。

图 3: 电商直播重塑“人、货、场”关系



资料来源: 36 氪, 长城证券研究所

表 1: 电商直播的“人、货、场”标准分解及举例说明

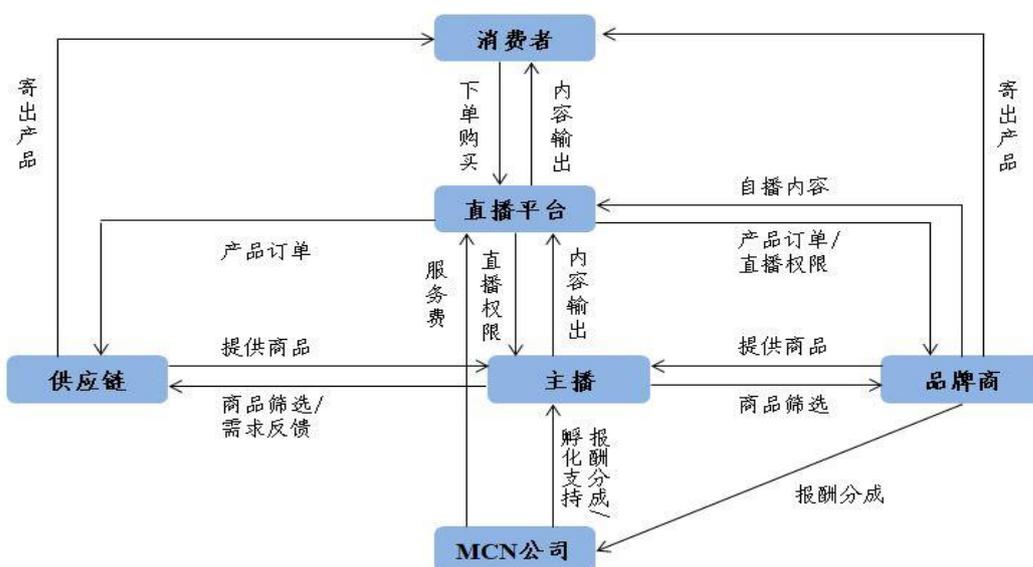
因素	标准	举例及说明
人	专业性	薇娅曾经营多年服装店、擅长服装销售及搭配；李佳琦曾是欧莱雅优

		秀 BA，熟悉各种成分及作用；张大奕是模特出身，擅长拍照及服装搭配
	趣味性及个人魅力	薇娅有时会 and 粉丝分享丈夫和孩子的趣事，拉近和粉丝距离；李佳琦常在直播间和助理趣味调侃，对不看好的产品有时也会直言
	团队配合	薇娅和李佳琦均拥有庞大的支持团队，包括助理、导播、商务等
货	产品吸引力	薇娅和李佳琦团队的选品环节均极其严格，以保证售卖单品满足粉丝需求
	产品价格	薇娅和李佳琦凭借流量号召力具有强大议价能力；部分服装类主播通过自有或合作工厂生产保证产品相对低价；大型 MCN 公司可将旗下流量作为共同筹码获取更有优势的价格及供应链合作机会
	产品上新速度	供电商直播产品的上新频次和数量远高于普通网红淘宝店
	产品丰富性、品质	取决于各主播所能合作的电商平台货源以及自有货源的丰富性、品质
场	直播间配置	一般直播基地会配备专业直播间及设备
	直播间地点	包括直播间、各产业基地、产品制造工厂等

资料来源：新零售经济观察，长城证券研究所

电商直播产业链由直播平台、主播、MCN 公司、品牌商、供应链、消费者等组成，平台是组织者，主播及 MCN 公司是内容制造者。在电商直播的产业链构成中，直播平台是组织者及规则制造者，制定直播的规则及流量分配方式；主播及所在的 MCN 公司是内容制造者，决定直播过程的质量及效率；品牌商、供应链是推动方，伴随着电商直播的发展不断提升支持力度；消费者是电商直播的对象。各环节紧密配合，共同促进电商直播规模不断扩大。

图 4：电商直播产业链示意图



资料来源：《网络直播引发的传播革命》，长城证券研究所

电商直播平台目前入局者优势各异，淘宝直播一马当先，未来竞争取决于对“人、货、场”的综合掌控能力。目前对电商直播有较为深入布局的多具有传统电商平台的背景，例如淘宝直播、蘑菇街和京东直播，入局较早的还有短视频平台抖音和快手。我们认为，以上平台在“人、货、场”三因素具有不同的天然优势，例如淘宝直播和京东直播依靠海量站内商品在“货”方面占优；蘑菇街具有一定分享社交属性，聚集较多时尚达人，

在“人”方面占优；而短视频平台在下沉市场根基稳固，在“场”方面具有天然优势。同时也发现，各平台的共同发展方向都是对以上三方面同时加强和补足，例如淘宝直播、蘑菇街在主播培养方面均有体系化政策、均不断与优质工厂或产业基地合作、以及均在完善直播基地等基础设施、拓展直播场景及受众。总之，2016年以来由于投入更为积极、以及具有货品的先天优势，具有传统电商背景的平台占据先机，未来竞争预计将取决于各平台对“人、货、场”的综合掌控能力。

图 5: 主要电商直播平台在“人、货、场”三要素的天然优势及加强措施

	 人	 货	 场
天然优势平台	蘑菇街	淘宝直播、京东直播	抖音、快手
各平台加强措施	<p>1、淘宝直播：通过对新晋主播扫盲班及流量扶持、对腰部主播举办“排位赛”、以及对头部主播社会影响力扩展来进行体系化的红人培养；分别在2017年和2019年推出“超级IP入淘计划”和“启明星计划”；</p> <p>2、蘑菇街：2016年投入3亿元扶持旗下时尚工作平台uni引力的红人发展；2019年发布“双百计划”，计划孵化100个销售额破千万的优质主播</p> <p>3、京东直播：2019年7月投入10亿元推动“红人孵化计划”</p>	<p>1、淘宝直播：除了平台内的商家，还与全国各地的产业基地合作拓展货源；</p> <p>2、蘑菇街：2017年下半年开始组建商家联盟帮助主播解决供应链问题，后续逐步发展为供应链基地联盟；2019年8月蘑菇街时尚选品基地开业，以数字化手段优化供应链效率</p>	<p>1、淘宝直播：建立大量直播基地，例如白墙直播基地、互星直播基地；2019年1月启动“村播”计划，将直播间搬到出产农产品的村庄；</p> <p>2、蘑菇街：即将开通溯源频道，带领优秀主播将直播间搬到欧洲、韩国等地的工厂、实验室</p>

资料来源：中国消费者网，《卖家》，长城证券研究所

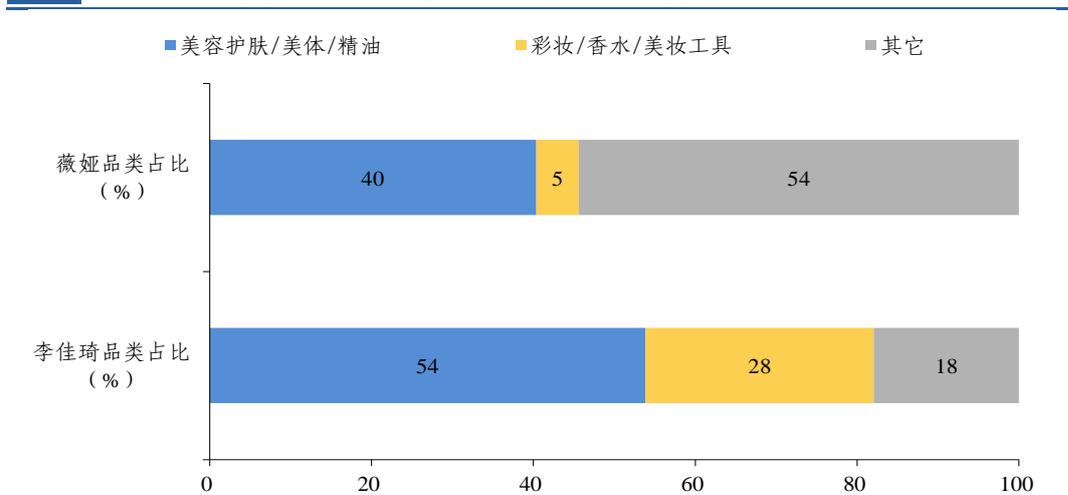
表 2: 主要电商直播平台介绍

直播电商平台	简介
淘宝直播	2016年4月上线，定位为做生活消费类的直播，是目前最具影响力的电商直播平台，成功孵化出薇娅、李佳琦、雪梨等淘内粉丝千万级的主播。根据淘榜单联合淘宝直播发布的《2019年淘宝直播生态发展趋势报告》，2018年平台带货达千亿，同比增速接近400%；平台每日提供直播时长超15万小时，日播场次超6万场；2018年平台主播人数同增180%，其中月收入百万主播已超100人
蘑菇街	2016年3月上线直播功能，是具有社交分享属性的直播电商平台。根据蘑菇街的财报，其在2019财年的直播GMV为41亿元(+141.2%)，直播GMV增速连续三年保持三位数增长；另外，直播GMV占整体GMV比例也不断提升，从2017财年的1.4%提升至2020财年第一财季的31.5%
京东直播	2016年9月上线直播功能，按照直播内容分为商家直播、PUGC直播和PGC直播，按照销售形式可分为普通直播、秒杀直播和专享价直播。京东对线上主播有一定业务要求，并设置统一的准入考试。根据其在2018年11月公布的数据，仅2018年8-9月平台已有30多位时尚达人及机构的月佣金收入达到十万以上，有两个机构的月佣金超过百万级别
抖音	2017年11月上线直播功能，2019年2月宣布与各公会合作，发布主播招募计划
快手	2016年初上线直播功能，并于2019年2月开放全民直播，2018年11月6日“快手电商节”主播散打哥单日实现GMV1.6亿元

资料来源：《2019年淘宝直播生态发展趋势报告》，蘑菇街公告，长城证券研究所

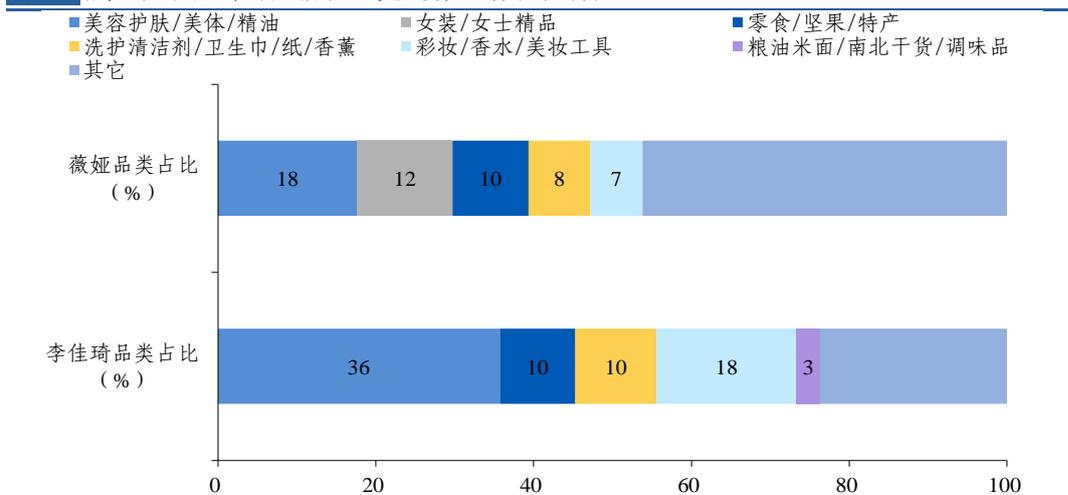
分品类看，化妆品单品销售最强，女装整体流量第一，洗护、零食、家电等领域潜力巨大。从单品流量看，化妆品品类优势突出。根据增长黑盒对2019年10月5日-11月5日淘宝直播TOP100单品统计，美容护肤及彩妆为前两位，化妆品合计单品占比达到35%。化妆品单品销售最强，预计与头部主播积极覆盖有一定联系。据知瓜数据对今年双11预售第一天前晚（2019年10月20日）李佳琦与薇娅直播的统计，其化妆品品类商品占比分别高达82.06%/45.61%。两位头部主播在近一年直播品类的选择上也有相似的趋势，化妆品均为占比最大的品类，分别为25%/36%。从品类整体流量看，服装中的女装品类位列第一位。根据新榜、优大人对2019年10月28日-11月3日淘宝直播各品类流量的统计，女装品类热度值为3.1亿，其次是美妆，其余品类热度值均小于1亿，与整体电商各品类发展程度相比较，在洗护、零食、家电等多领域具有较大拓展潜力。

图 6: 2019 年双 11 预售前一天，薇娅和李佳琦化妆品品类直播占比最大



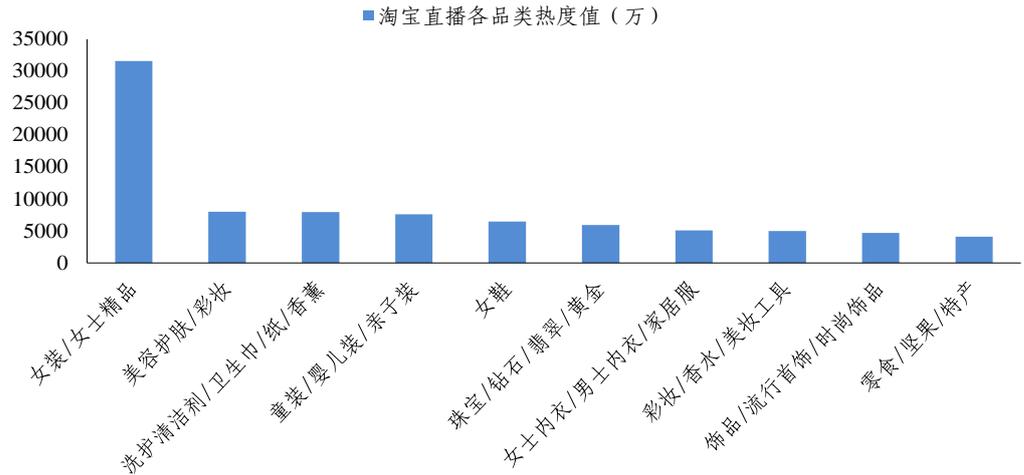
资料来源：知瓜数据，长城证券研究所

图 7: 薇娅和李佳琦的直播在品类选择上有各自特点



资料来源：知瓜数据，长城证券研究所（注：薇娅直播统计周期为2018年11月-2019年11月，李佳琦直播统计周期为2019年1月-2019年11月）

图 8: 淘宝直播品类流量排行前十名



资料来源: 新榜, 优大人, 长城证券研究所 (注: 统计周期为 2019 年 10 月 28 日-11 月 3 日)

1.2 国外平台紧跟趋势，加速布局电商直播

国外平台加紧布局电商直播，但由于发展较晚，大多处于初级阶段。国外一些平台也意识到电商直播对于年轻消费者的吸引力，乐于发展电商直播功能，尤其是 Youtube、Instagram 等社交分享平台将电商直播看作一种新的变现方式。但是由于大部分平台布局相对较晚，电商直播功能还处于初级阶段，仅仅增加商品销售途径，而较少涉及系统性的红人培养或供应链支持。

表 3: 国外电商直播发展情况

国家/区域	平台	简介
美国	Youtube	2008 年 11 月上线直播功能，通过附在介绍的外部链接购买商品
	Instagram	2016 年 11 月上线直播功能，一部分商品直接在平台交易，另一部分通过外部链接购买
	Facebook	2018 年底测试 Facebook Live 功能，使用截屏键发送给商家可获得商品链接，已有不少商家已经入驻 Facebook Live，销售包括化妆品、手提包、其他时尚用品等
	亚马逊	2019 年 2 月上线 Amazon Live 功能，同时推出针对于卖家端口的 Amazon Live Creator，卖家所选择在直播中售卖的商品可在视频下方找到购物链接，但是目前形式仍较为传统，类似电视购物的延伸
东南亚	Lazada	阿里投资，2019 年 3 月周年庆时在六个东南亚国家同时用 APP 进行晚会直播；2019 年 5 月“女性节”期间，在泰国联合 20 个国际品牌、80 家中小商家共举办了 270 场直播，单日最高 80 场，吸引 40 万消费者观看
	Shopee	腾讯投资，2019 年 4 月在马来西亚推出 Shopee Live

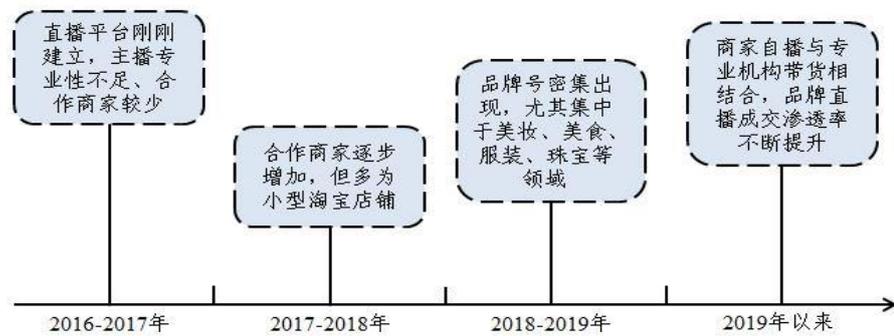
资料来源: 虎嗅网, 亿邦动力网, Engadget, 快出海, 长城证券研究所

2. 知名美妆品牌加速入场，直播成交渗透率提升

2.1 国内外知名美妆品牌重视提升，积极探索直播营销

2016年以来，品牌商家对直播重视逐步提升，部分商家自播号凭借强大的粉丝基础和频繁的直播频次实现销量领先。品牌商家对直播的态度有从观望到积极参与的过程。以淘宝直播为例，2016年平台刚成立时，商家参与热情并不高；2017年淘宝直播平台流量迎来初步发展，实现单日场次规模过万、单日累计观看破亿，部分中小商家开始参与其中；2018年淘宝直播规模进一步突破，品牌号密集出现，尤其集中在美妆、服装、珠宝品类发展较快。我们发现，经过近两年的发展，商家自播已成为淘宝直播的重要流量。淘宝直播负责人赵圆圆曾在访谈中表示，平台90%以上的直播场次来自于商家自播，而非达人。从销量拉动角度，凭借强大的粉丝基础以及更为频繁的直播场次，部分品牌号也实现了一定成功。知瓜数据和增长黑盒数据显示，在10月初-11月初的近30天内，单月销量最高的直播号是宝洁的商家号“PG生活家”，凭借900万+的粉丝数量、以及薇娅、李佳琦两倍的直播频次，单月销量超800万件。

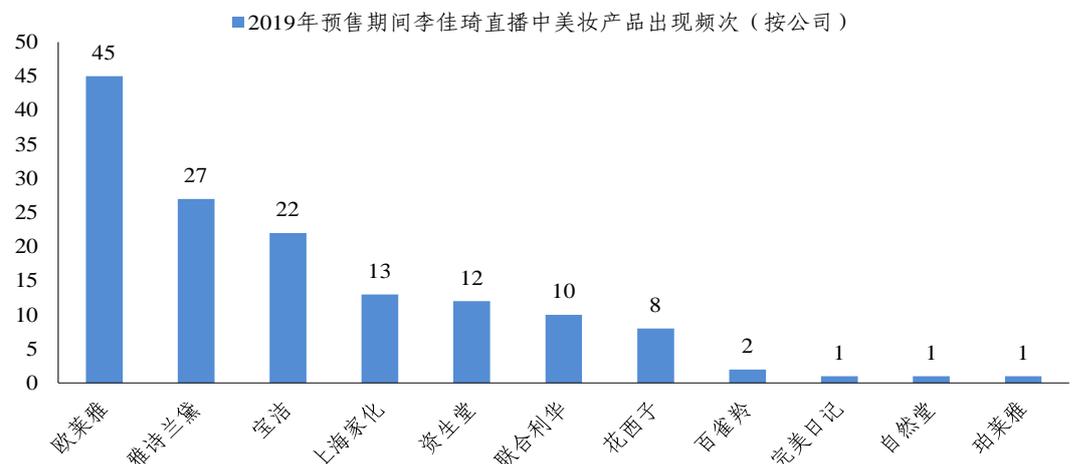
图9：2016年以来商家对淘宝直播重视程度逐步提升



资料来源：淘宝直播内容玩法沟通会，长城证券研究所

除了商家自播，知名美妆品牌还加强与直播红人合作，其中大型美妆集团品牌与头部主播合作频次最高，部分口碑良好品牌也获一定合作机会。在所有化妆品品牌中，大型美妆集团的品牌以及口碑品牌与头部主播合作最为密切。根据知瓜数据对2019年部分预售期内（2019年10月21日-11月7日）李佳琦直播的化妆品统计，按集团划分频次排名前六位均为国内外多品牌、平台型的美妆集团（欧莱雅、雅诗兰黛、宝洁、上海家化、资生堂和联合利华），17天内出现频次均在10次以上，主要系旗下较多品牌及产品适合直播销售。其它获得合作机会的品牌也多为口碑较好的新兴品牌和传统国货品牌，包括花仙子、百雀羚、完美日记、自然堂、珀莱雅等，也各自以一些代表性的口碑单品与头部主播进行合作。

图10：2019年预售期间，李佳琦直播中大型美妆集团产品及口碑产品出现频次较多

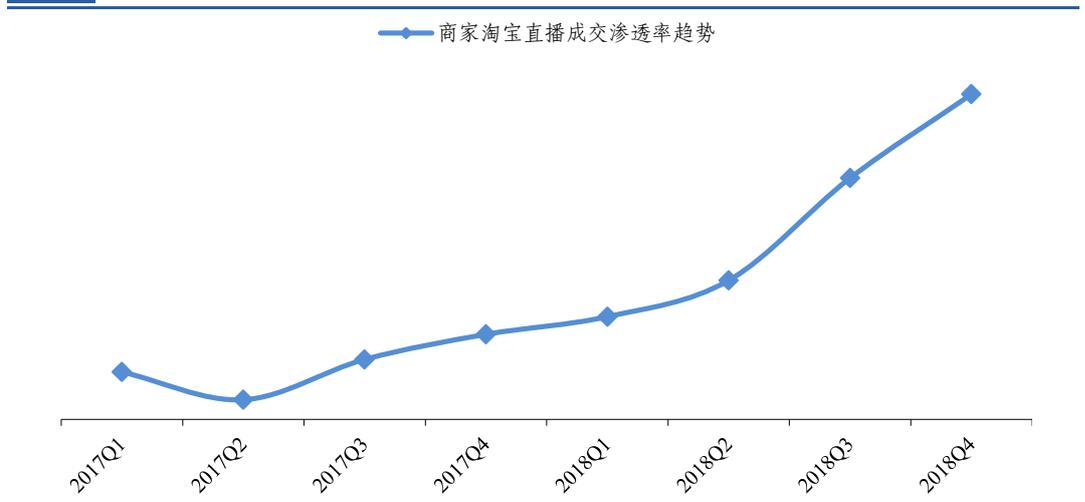


资料来源：知瓜数据，长城证券研究所（注：统计周期为2019年10月21日-11月7日）

2.2 商家直播成交渗透率不断提升，美妆比例更高

商家直播成交渗透率不断攀升，美妆品类比例高于平均水平。在平台方的推动以及品牌方的积极参与下，商家直播渗透率不断攀升。根据阿里巴巴在投资日公布的数据，2019财年天猫商家直播渗透率高达50%。美妆品类渗透率尤其高，在2019年“618大促”期间，80%的天猫美妆类商家使用了淘宝直播。另外，《2019年淘宝直播生态发展趋势报告》数据显示，2017年至今天猫商家的淘宝直播成交渗透率亦不断提升。

图 11：2017 年至今，天猫商家的淘宝直播成交渗透率不断提升



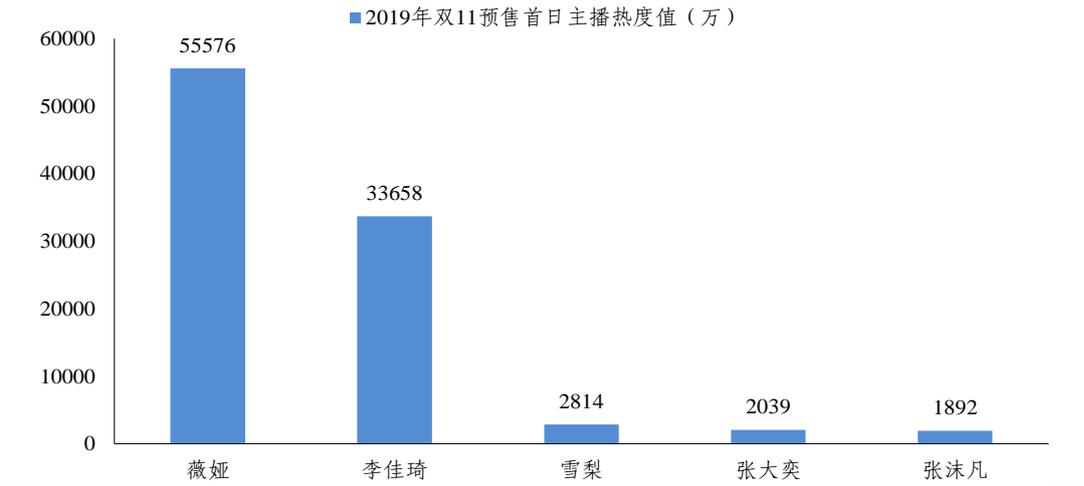
资料来源：《2019年淘宝直播生态发展趋势报告》，长城证券研究所（注：直播成交渗透率=直播成交金额/大盘成交金额）

3. 主播流量呈现集中化，头部主播稀缺性凸显

3.1 主播流量格局呈现集中化，头部主播存在稀缺性

头部主播数量稀少，且在流量、影响力上均远远强于腰部主播。目前头部电商直播主播仅有薇娅和李佳琦，两人均为淘宝直播平台主播，且在流量、综合竞争力上远高于其他主播，头部主播优势十分明显且较为稀缺。（1）流量：根据36氪对淘宝直播负责人赵圆圆的采访，在2019年4月淘宝直播的900万DAU（日活跃用户数量）中，薇娅和李佳琦直播间约共占500万左右，烈儿宝贝、陈洁kiki吸引近百万观众，而剩下的6万多个直播间分享剩余流量，两位头部主播DAU占比超半数；（2）影响力：流量的差异也会导致影响力的不同，淘宝官方公布的热度值综合了商品订单支付、新粉关注和用户停留时长等因素，可较好地反映主播的影响力。淘宝直播官方公布的预售第一天（2019年10月21日）热度值显示，头部、腰部之间差距显著，即使是第三名的雪梨的热度值也仅为第一名薇娅的1/20。

图 12：2019 年双 11 预售首日，薇娅、李佳琦热度值远高于其它主播



资料来源：知瓜数据，长城证券研究所

3.2 头部成功之路不可简单复制，集中化格局或长期存在

尽管当前头部主播覆盖细分领域还相对较少，理论上存在孵化出更多头部的可能，但是由于头部成长之路不可简单复制，主要包含以下原因：

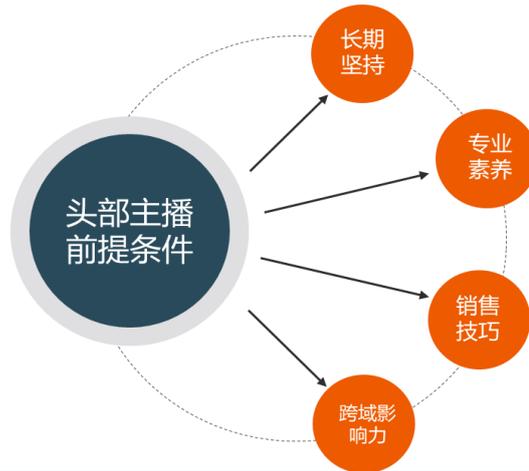
（1）头部主播个人特质及成长过程难以简单复制。一方面，头部主播具有独特的直播特点，例如李佳琦作为男性美妆主播具备一定独特性和吸引力。另一方面，目前头部主播形成的部分原因是获得早期淘宝直播的流量红利，在2016年电商直播刚发展的时候，存在极度缺乏主播形成的天然流量红利，而2018年加入淘宝直播的主播人数已同比增长180%，共有超200家专业制作背景的机构加入，天然红利已不复存在，未来成为头部主播的竞争将更加激烈。

（2）粉丝流量需长期积累。在淘宝直播复杂的算法下，只有坚持高频、长时间的直播才有望维持既有流量及平台浮现权。例如，李佳琦在2018年全年直播389场，很好地维持了粉丝黏度；薇娅直播三年来每个月仅休息一天。因此，粉丝数的变化属于长期性自然增长，而非短暂性阶段爆发。

（3）未来直播精细化运营，对头部的要求标准提升。淘宝直播负责人赵圆圆曾在采访中表示，2019以及未来都将对主播采取精细化经营。平台将主动对意愿成为主播的人员进行考核筛选，要求主播具备长期坚持的个人意愿、良好的销售技巧、极强的专业素养，甚至具备开发多平台流量、形成跨域影响力的能力。

考虑以上原因，我们认为头部主播孵化之路不易，不可简单复制成功之路，未来新的头部主播增长速度可能并不快，集中化格局或长期存在。

图 13：头部主播形成的前提条件



资料来源: 36 氪, 《2019 年淘宝直播生态发展趋势报告》, 长城证券研究所

4. 平台及主播集中化, 利好知名美妆集团及口碑品牌

我国的电商直播行业发展三年多以来, 在平台及主播格局上均存在集中化的趋势。直播平台方面, 已有成熟电商直播平台较少, 从带货规模角度向淘宝直播平台高度集中, 且新入局者多处在试水阶段分流有限, 预计集中化将持续; 电商直播主播方面, 预计新的头部主播孵化进度不会很快, 集中化趋势预计也可维持。我们认为, 以上两方面因素均会对知名美妆集团品牌及口碑美妆品牌形成利好, 原因如下:

4.1 平台集中化下, 可巩固其在关联平台的流量优势

平台集中化下, 知名美妆集团及口碑品牌可巩固其在天猫等关联电商平台的流量优势, 增加私域流量入口、有针对性地拓展公域流量。以目前最大的电商直播平台——阿里巴巴旗下的淘宝直播为例, 由于大部分知名美妆集团的的品牌以及口碑品牌, 本身在天猫等关联电商平台具有规模及流量优势, 布局电商直播相当于是对既有流量优势的巩固, 可以实现流量的相互关联。一方面, 可通过开设商家自播号增加私域流量, 商家自播号在各自的天猫旗舰店移动端均有入口, 利于各品牌消费者以直观、互动的方式加强对商品的了解; 另一方面, 淘宝直播 APP 首页及专业机构主播的直播间可看作对于各品牌的公域流量, 通过有针对性地与部分主播及机构合作、以及获取平台浮现权, 可增加一部分针对性较强的公域流量。

图 14: 淘宝直播 APP 内的公域流量&天猫旗舰店移动端的私域流量入口



资料来源：淘宝直播APP，天猫APP，长城证券研究所

4.2 主播集中化下，由于其好货丰富且品控严格，更符合头部等主播的要求条件

主播集中化下，知名美妆集团及口碑品牌由于好货充足且品控严格，更符合头部及部分腰部主播的要求条件。在激烈的主播流量竞争压力下，头部主播以及较有影响力的腰部主播出于自身流量持续性的考虑，对产品转化率、销售 GMV 及品质管控的要求均极其严格。若商品转化率及销售 GMV 持续过低，则代表未提供粉丝感兴趣的商品，粉丝有流失的风险；而一旦产品质量问题出现，则会对主播的声誉造成极大损害。知名美妆集团及口碑较高的品牌，往往拥有丰富的质优且有卖点的商品，符合当前大部分消费者对商品的期待，头部主播等也因此为粉丝积极与这些品牌争取更密切的合作和更优惠的折扣，以在直播间内实现相对较高的转化率和销售 GMV。另外，知名美妆集团及口碑品牌质控严格、产品检验材料充分，在当前对电商直播品质、真实性监管趋严的背景下，对主播及团队形成品质保障。

5. 投资建议

电商直播作为“内容+电商”的结合，重塑“人、货、场”关系，经过三年多的发展已进入爆发期，有望在未来继续保持高速发展。从产业链核心参与方的格局看，无论是平台还是主播都呈现集中化，且由于平台流量差距悬殊、以及头部孵化相对困难，当前格局或长期存在。分品类看，化妆品、服装是电商直播拉动最为明显的子行业。我们认为，电商直播的蓬勃发展以及集中化的格局，将对化妆品品牌方产生深刻影响，尤其将利好国内外知名的平台化美妆集团、以及口碑较好的品牌，其与头部或重要腰部主播往往能够建立更加紧密的合作关系，并能够借助直播平台巩固流量优势；而品质较差的中小品牌及淘品牌将逐步失去和头部甚至部分腰部主播的合作机会，从而失去较为高效的产品推广与销量增长的机会。重点推荐：积极尝试直播带货的平台型化妆品集团上海家化，预测 2019-2021 年 EPS 分别为 0.92、0.99、1.16 元，对应 PE 分别为 35X、33X、28X；以及借助直播带货等方式成功打造多款爆品的珀莱雅，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.94、2.54、3.2 元，对应 PE 分别为 47X、36X、28X。

6. 风险提示

电商直播市场竞争加剧，主播发生质量或虚假宣传问题，化妆品行业景气不及预期。

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享8+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，小马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“小马财经”**微信群**。

