

增持（维持）

直播电商的“蜜糖与砒霜” ——抖音时代：详解品牌商家加速布局抖音的商业逻辑

本文作者：



吴劲草

东吴零售&教育
首席证券分析师
S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn



阳靖

东吴零售&教育
研究助理
yangjing@dwzq.com.cn

2021年12月10日

- **直播电商的淘/快/抖“三分天下”格局形成。**直播电商已成为一个重要的线上渠道，从2020Q4至2021Q3这一年内，我们估计淘宝/抖音的直播GMV达6500亿/4500亿元；据快手公告，其直播成交额达6169亿元，直播电商“三分天下”格局形成。**2021年，越来越多的品牌把“布局抖音”作为发展重点，为何抖音直播能得到品牌方的青睐？**
- **我们认为，品牌商进驻抖音是在“宣传”和“盈利”双重诉求下的选择，而非传统认知中的“因为流量红利进驻抖音”。**所谓“流量红利”仅指代曝光次数，但要做好生意，商家还得做好转化、复购、价格带等。抖音上的消费者并非一味关注价格，也有对营销内容的倾向性。而抖音没有议价力高的超头主播，带货的佣金率和折扣率相对可控。因此，品牌商家选择在抖音上直播（包括达人播和自播），能同时实现品牌塑造和盈利两个目的。
- **直播带货不能一概而论，不同平台/直播形式的商业实质不同。**我们把直播分为“主播带货”、“厂播”、“店播”三种模式。超头主播带货是“品宣渠道”。李佳琦/薇娅的巨额流量能起到很好的宣传作用，但较高的佣金率和折扣率使商家难以直接盈利。“厂播”指的是非品牌商家通过直播出货，品牌不参与。淘宝店播是“类客服”，提供细致的商品讲解并发放专属优惠券，作用是“促转化”而非“引流”。抖音店播是“品宣+盈利”，通过与品牌风格相符的内容吸引消费者。
- **每一次渠道变迁，都孕育着新品牌崛起&行业格局洗牌的机会。**直播电商是2016年以来最重要的渠道变迁之一，但其复杂的机制，对品牌全方位的运营能力提出挑战。于达人播，品牌商需额外完成与主播沟通签约、渠道管控等工作；于自播，商家更是需要自行组建相应的团队。部分头部国产品牌在对消费者需求的洞察、产品升级方向的把握，尤其是对直播、短视频电商等新渠道的理解上，展现出明显优势。我们看好这些优秀的国产品牌借直播电商渠道脱颖而出。
- **投资建议：投资抖音渠道表现优异的国产品牌是一个好方向。**直播电商的主要参与者包括平台、品牌、工厂、主播，其中可投资的标的仅有平台和品牌。我们认为平台对于头部主播的议价能力不强，未来二者或持续博弈；在直播电商（尤其是抖音直播）宣发较好的相关品牌，是一个比较好的投资方向。
- **推荐标的：贝泰妮、珀莱雅、华熙生物、上海家化、李宁、安踏、波司登等。**
- **风险提示：**行业竞争加剧，疫情，头部主播过于集中，退货和费用率超预期，第三方数据及产业调研观点不准确等。

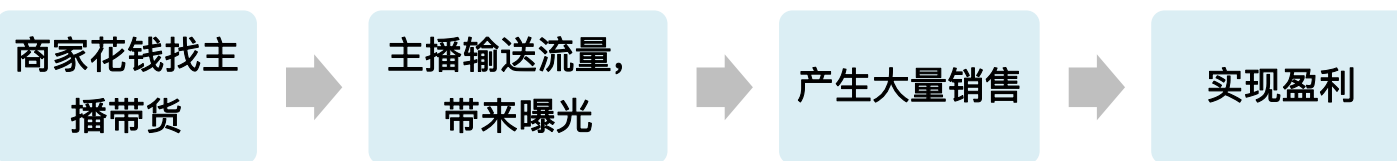
- ❑ 1. 直播电商的5大误区
- ❑ 2. 模式分类：抖音去中心化&品牌化，淘宝中心化&品牌化，快手去中心化&去品牌化
- ❑ 3. 行业格局：抖音带货快速崛起，淘快抖“三国杀”局渐成
- ❑ 4. 品类结构：直播电商有望促进部分品类线上化程度提升
- ❑ 5. 集中度：淘宝>快手>>抖音
- ❑ 6. 投资建议：直播带货利好国牌崛起
- ❑ 7. 风险提示

1. 直播电商的5大误区

- 1.1 直播并非简单的“流量生意”，品牌进驻抖音存在定位&盈利上的考虑
- 1.2 直播 ROI 更多取决于品牌和产品本身，而非主播或平台
- 1.3 超头主播带货的最大“费用”或是折扣，其次才是主播佣金
- 1.4 直播带货不同形式（超头带货、厂播、自播），具备不同商业实质
- 1.5 直播或并非“去中心化”

传统认知：直播是一门“流量生意”

传统
认知



品牌商家进驻抖音，是因为平台流量多，有“流量红利”

我们的观点：头部主播带货的目的并非直接盈利，商家通过自然流量复购盈利

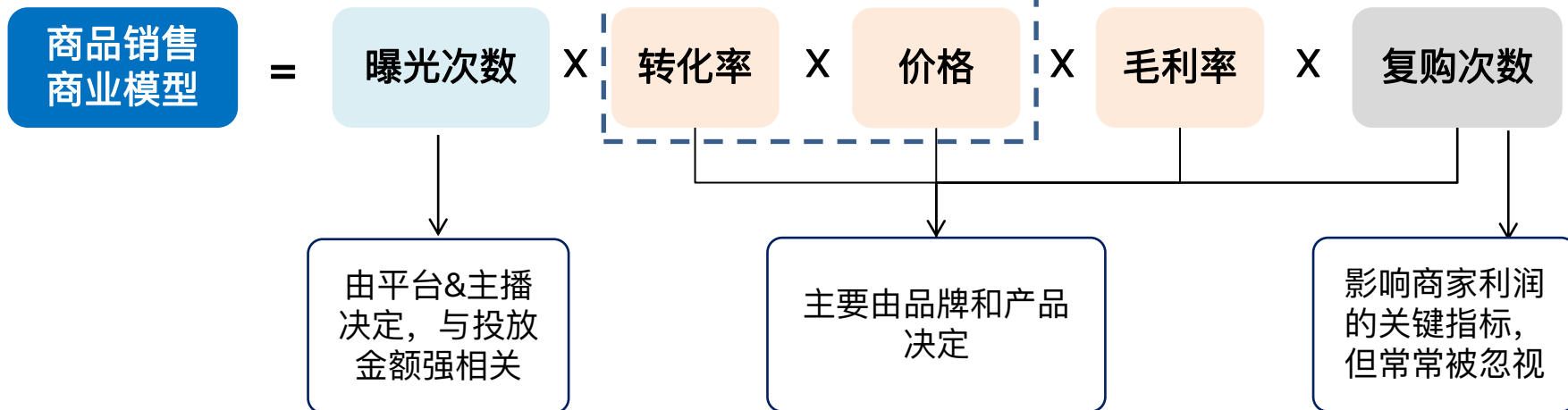
我们的
观点

- 主播仅决定曝光量。实际转化主要由品牌、商品、折扣幅度等多方面因素决定。
- 商家未必直接通过直播赚钱。头部主播要求高折扣+高佣金率，商家难以盈利。
- 商家参与超头主播带货核心目的是品宣，通过用户复购赚钱。
- 商家进驻抖音的原因，更多是品宣+盈利上的考量，而非单纯的“流量红利”。

- 直播效果更取决于品牌和商家，主播&平台主要决定曝光次数。商品销售商业模式 = 曝光次数*转化率*价格*毛利率*复购次数，其中转化率、价格、毛利率、复购率等因素，都主要由品牌和商品本身所决定。我们认为，直播并不能改变品牌特性，而仅能帮助品牌增加曝光；要想通过直播打造爆品，需要产品/品牌具备相应的内功。
- 复购率/复购次数是一个常被忽略的重要指标，是影响商家盈利的核心变量。主播带货属于营销行为，费用率、折扣幅度均较高，通常难以直接盈利。而消费者复购的折扣、费用率均相对较低，是利润的重要来源。

商家直播带货的收益主要取决于曝光量、转化率、价格、毛利率、复购率

ROI 与转化率&客单价的相关度较高



品牌进驻抖音并非仅是“抖音流量多，有红利”，而更多是品牌定位&盈利上的考虑。

- **“流量红利”一般指曝光次数，电商交易的形成和品牌商的出发点并非仅是一个流量问题。**淘宝、快手也有相当体量的曝光次数。但淘宝直播里超头主播过于强势，很多消费者也仅是冲着折扣而来，高折扣高佣金使品牌产生盈利压力；而快手是“去品牌化”的平台，成规模品牌一般较少选择在快手上做大规模的营销和推广。
- **品牌商加速布局抖音，是基于品牌塑造与盈利上的考虑。**我们认为，抖音平台上的消费者对品牌有感知，且并非一味追求低价，但拥有对直播内容的倾向性。品牌商家选择在抖音上直播（不论是达人直播还是自播），可以同时实现品牌塑造和盈利两个目的。

传统的认知

直播 ROI 主要由平台、主播或品牌决定
(常见问题：XX平台/主播的ROI是多少)

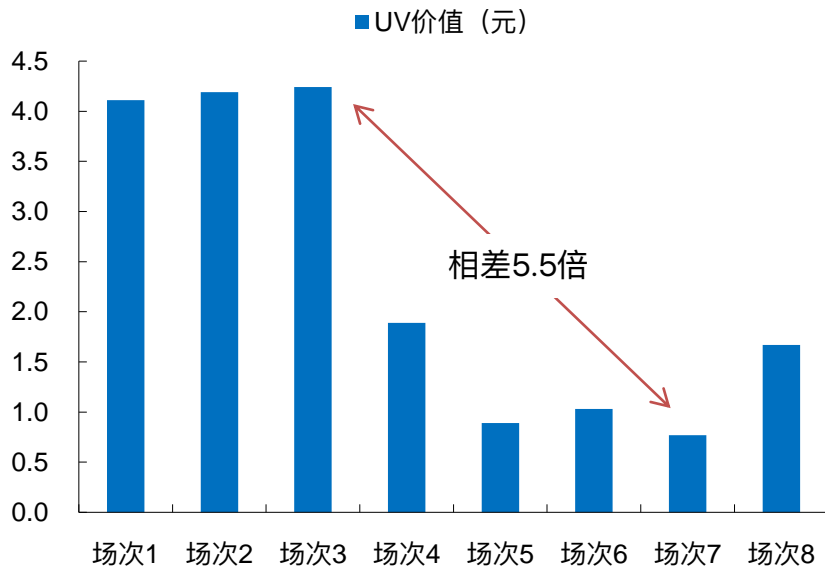
我们的观点

直播 ROI 主要由商品本身的属性&价格决定。同平台同主播下，不同商品之间的 ROI 常有巨大差距。

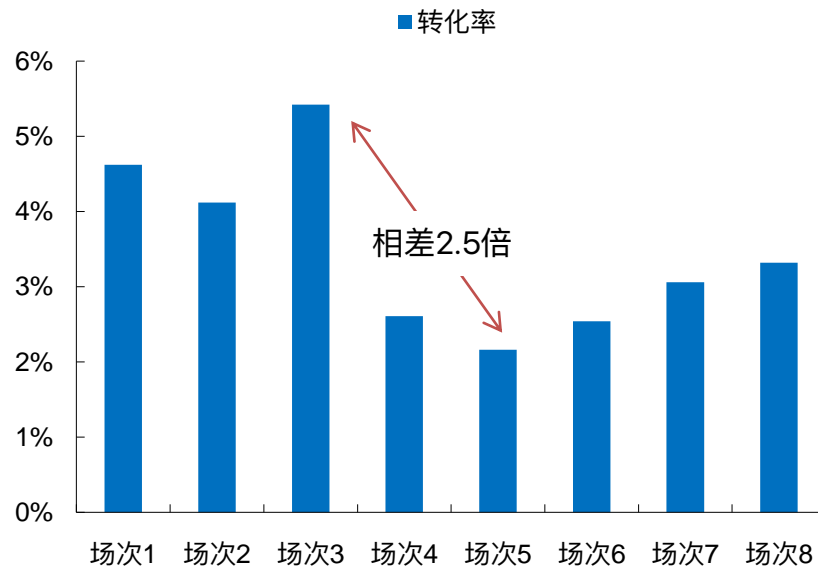
1.2 直播 ROI 更多取决于品牌和产品本身，而非主播或平台

- ❑ “XX平台 / 主播的ROI是多少？”是一个常见问题，其潜在假设是ROI主要由平台和主播决定，我们认为这是有问题的。实际上ROI与商品&价格的相关性或更高。
- ❑ 商品决定ROI，同主播不同场次的带货转化率、UV价值有较大不同。UV价值反映平均每个观看直播的用户产生多少成交额，与ROI有较强相关性。通常主播每个场次的商品构成都有所不同，因此在不同场次中的转化率、UV价值差异较大，这说明商品本身或是决定ROI和转化率更关键的因素。
- ❑ 从某头部抖音主播2021年11月部分场次的数据上看，UV价值最高与最低的场次之间相差了5.5倍，转化率最高与最低的场次之间相差2.5倍。可见不同场次、不同商品之间的成交转化数据有较大差距。

某抖音头部主播2021年11月部分直播带货场次UV价值



某抖音头部主播2021年11月部分直播带货场次转化率



1.2 直播 ROI 更多取决于品牌和产品本身，而非主播或平台

- 直播的转化情况也取决于商品、直播方案与平台用户的契合程度。如淘宝直播的用户购物目的性比较强，商品物美价廉就能得到较高的转化；而抖音、快手平台上，用户购物目的性不明确，需要商家提供有吸引力的内容。在抖音、快手平台，如果像淘宝直播一样直接拿出商品报折扣，可能不会有好的效果。
- 如，2021年双11预售首日，薇娅、李佳琦上架的商品数量分别高达499、439个，平均每个商品的介绍时间仅约1分钟；而2021年10月底，佰草集在抖音上通过“延禧宫正传”直播间，以“宫斗剧”的形式带货。这样的反差，反映了两个平台的消费者在心智、目的上的差异。而若想做到高转化，商家需主动迎合平台用户的心智与喜好。

2021年双11预售首日，琦/娅带货商品数量达439/499个



2021年10月底，“佰草集延禧宫正传”通过宫斗戏直播带货



数据来源：点淘APP，东吴证券研究所

官方微信：zhituquan

数据来源：抖音APP，东吴证券研究所

1.3 超头主播带货的最大“费用”或是折扣，其次才是主播佣金

$$\text{直播“费用”} = \text{主播佣金} + \text{坑位费} + \text{折扣让利}$$

直播中，大额让利是一项隐形“费用”，却常被市场忽略

1.3 超头主播带货的最大“费用”或是折扣，其次才是主播佣金

我们很容易在分析直播“费用”时，忽略了“折扣让利赠品”这项隐形开支。

- 头部主播带货通常伴随着较大幅度的折扣。如下图中的洗面奶产品，2021年11月18日在李佳琦直播间的售价为120元/100g赠60g，而同日在天猫旗舰店的售价为150元/100g。根据每克价格计算，折扣幅度约为5折。
- 倘若把直播电商产生的折扣让利算作销售费用，那么实际的ROI将会更低。我们假设某场直播商家的ROI = 3（即投放费用占成交额约33%），产品优惠力度为6折，那么在把折扣也算作费用后，ROI 将变为 1.7。

图：头部主播带货的商品常有较大力度折扣

李佳琦Austin 直播间 LIVE SHOW
8517.2万 观看 | 上海

跨零点付尾款！
抢现货！
明晚17点直播

淘金币 ID:92817

不定期红包雨 抽奖红包

宝贝口袋 购物车

【0点开抢】美丽芳丝洗面奶氨基酸系
净润洗面霜男女温和洁面
领50元券送同款60g到手120元
破损包退

到手价 看讲解 到手价
¥200-¥50-¥30 = ¥120

马上抢

李佳琦直播间：120元160g

头部主播带货常伴随着较大力度的折扣幅度

每天12点开播 锁定直播间领券

连续6年蝉联
双11洁面类目N1直播讲解

6大和汉植萃
天然温和不易刺激
敏感肌安心用

肌源氨基酸
不含皂基
氨基酸系表面活性剂

净润洗面霜100g

累计爆卖
1111+支

¥150 美丽芳丝官方旗舰店

加享25元礼

新人专属券
无门槛会员优惠券
首次持卡人可领

天猫旗舰店：150元100g

1.3 超头主播带货的最大“费用”或是折扣，其次才是主播佣金

思辨：决定带货额的最主要因素是什么？

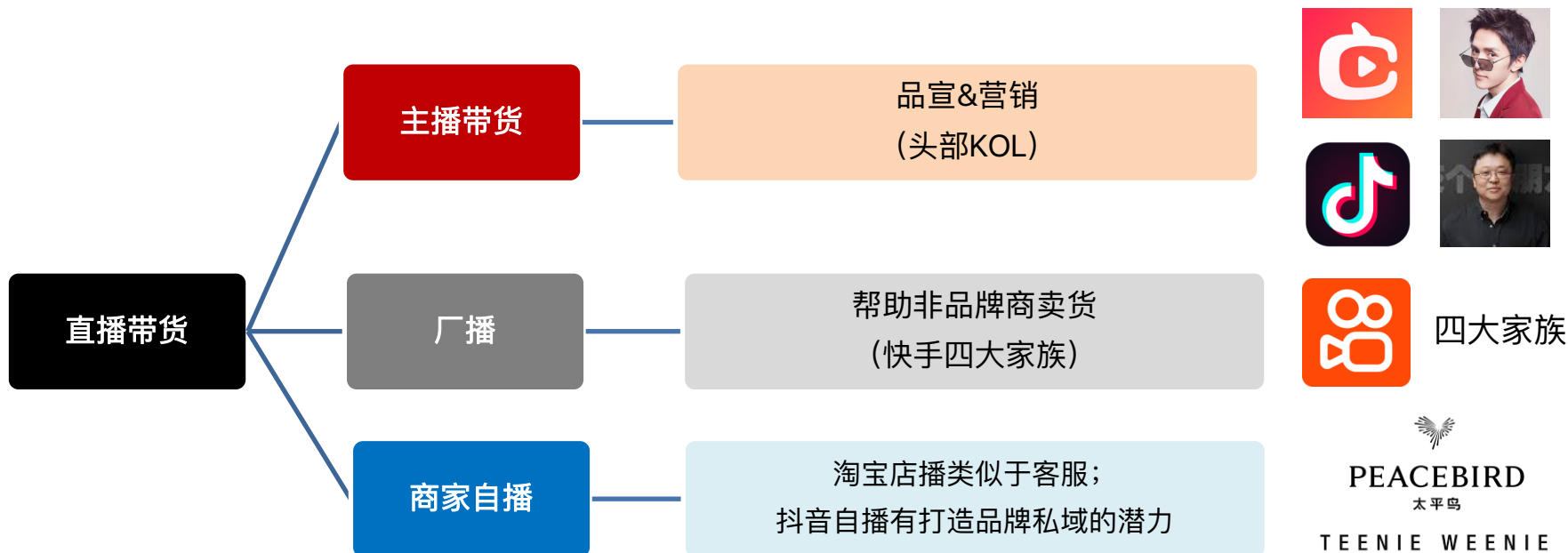
- 试想：如果飞天茅台53度白酒上架直播间，一晚能卖掉多少瓶？——答案或只和价格有关。飞天茅台53度是一个市场价透明、成交充分的产品。若直播定价显著低于市场价，相信不论是谁当主播都能大卖；反之若定价显著高于流通价格，想必不论谁当主播都很难产生真实成交。
- 我们认为价格优惠是促进消费者在直播间下单的一大核心要素。直播间的限时促销配合主播话术，能一定程度上营造“害怕错过低价”的心理，从而促进下单成交，而在此过程中促销让利是必不可少的环节。



如果1499元的茅台酒上架直播间，
能卖掉多少瓶？

超头主播带货、厂播、店铺自播的商业实质不同，在分析时不能一概而论。

- 超头主播：核心目的是品牌宣传&营销，并非直接盈利。
- 厂播：非品牌商借助主播快速起量卖货，实现盈利
- 自播：淘宝上的店铺自播类似于客服（现场答疑解惑互动+发放限时折扣），主要作用是“促转化”而非“引流”；抖音自播具备树立品牌形象、定价格带的功能，有打造品牌私域的潜力。



1.5 直播或并非“去中心化”

传统 认知

用户根据自身喜
好选择主播



风格差异造成各主
播的客群不同



形成去中心化

我们的 观点

淘宝直播用户注
重**让利幅度**



大主播能从品牌方
拿到高折扣



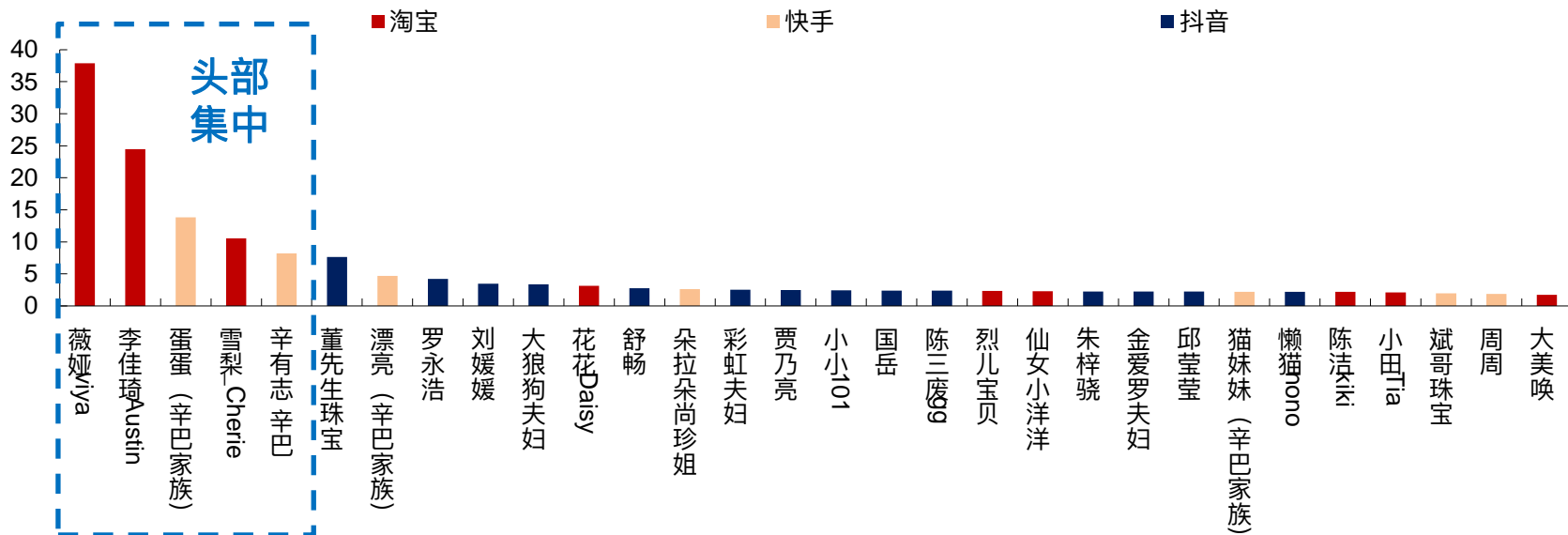
形成“强者愈强”
的马太效应循环

(主要指淘宝直播，抖音或不一样)

1.5 直播或并非“去中心化”

- “直播电商通过内容种草形成转化，大众千人千面的喜好使直播成为‘去中心化’电商” 或是一个误区，淘宝&快手直播的头部化程度很高。淘宝直播消费者更看重折扣力度，超头部主播具备极强的议价权，更容易从品牌方拿到高额让利，由此形成“马太效应”的正反馈循环。快手直播看重“私域”，已形成以数个“家族”为首的头部主播阵营。
- 主播头部化程度高，除李佳琦/薇娅/辛巴家族外，其余或都是“中腰部主播”。TOP 5主播GMV与其余主播差距较大。据小葫芦大数据、蝉妈妈、壁虎看看，2021年9月“淘快抖”TOP30主播中，前5名的成交额大于第6-30名之和。
- 抖音能否最终实现“去中心化”还有待观察。据小葫芦大数据、蝉妈妈、壁虎看看，2021M9 抖音 TOP 3 主播的GMV是三大平台中最低的。我们认为，抖音的页面设计和流量机制使其更“去中心化”。一方面抖音电商的消费者比起折扣更关注内容和主播本身；另一方面平台的算法机制也倾向于抑制超头部主播的产生。

2021年9月“淘快抖”主播带货榜单TOP30（销售额，亿元）



2. 模式分类：抖音去中心化&品牌化，淘宝中心化&品牌化，快手去中心化&去品牌化

- 2.1 直播电商佣金费用率较高，意义主要是“营销”而非“赚钱”
- 2.2 直播带货三模式：达人做营销，厂播帮出货，自播造私域
- 2.3 主播、平台、品牌、用户、厂家、投资者，对各个平台的诉求不同

2.1 直播电商佣金费用率较高，意义主要是“营销”而非“赚钱”

- 直播电商抽佣率较高，是一个费用率相对较高的线上渠道。直播电商商家向带货主播支付的费用，占成交额之比可高达30%以上；相比之下，阿里平台FY2021的整体货币化率仅约4.1%。总体而言，直播电商的费用率高于京东、天猫等传统货架电商。

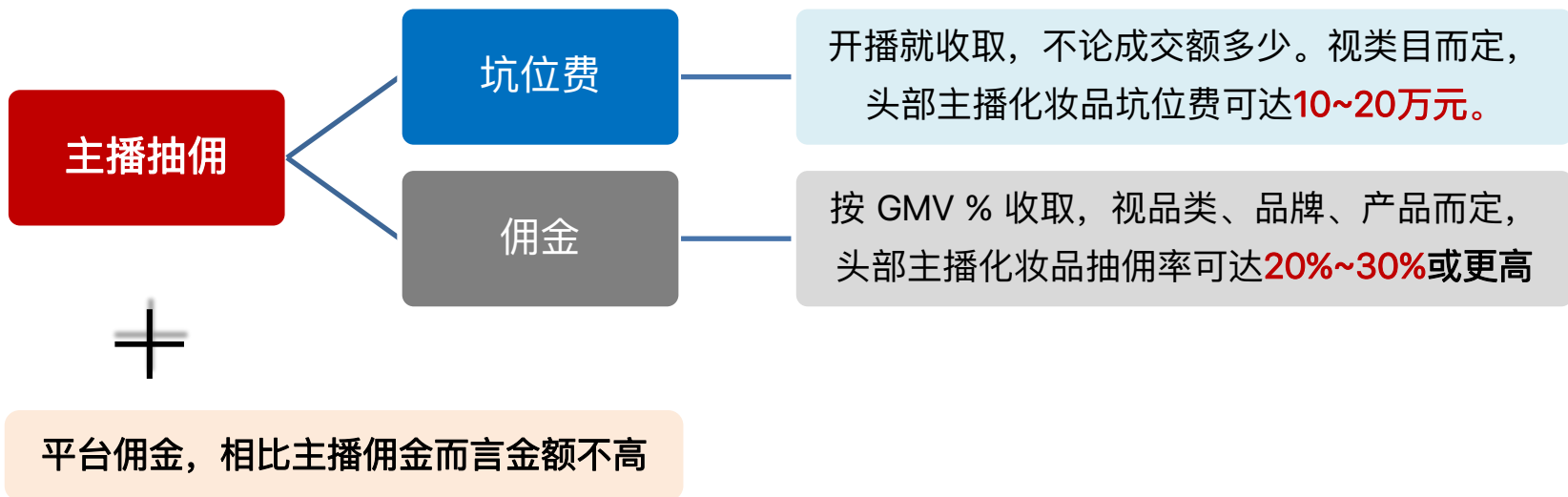


2.1 直播电商佣金费用率较高，意义主要是“营销”而非“赚钱”

- 主播对商家的抽佣主要包括“坑位费”和“佣金”两部分。据我们的渠道调研，“坑位费”指的是商品上播之后一次性支付给主播的固定费用，“佣金”则根据支付口径的实际GMV按比例分成。通常而言，头部一场化妆品直播带货单个商品的成交额约为80~100万元，主播收取约10~20万元的坑位费，和占成交额20%~30%或更高佣金。具体坑位费金额和佣金率视品类、品牌、产品而定，总的来看头部主播部分品类的坑位费+佣金可达销售额的30%~50%。

头部主播带货通常的抽佣模式：坑位费+佣金，整体抽佣率较高

淘宝直播头部主播单场带货GMV：通常80~100万元；部分品类坑位+佣金率可达30%~50%



2.1 直播电商佣金费用率较高，意义主要是“营销”而非“赚钱”

我们认为品牌对于直播电商的主要诉求是“营销”而非“销售”

- ✓ 商家卖货有两大目的：①卖货赚钱；②通过卖货提高品牌认知定价格带。
- ✓ 只有小部分渠道具备“通过卖货定价格带”的营销功能。如天猫、抖音等。抖音是具备“定价格带”能力的渠道，值得重点关注其发展趋势及对品牌商的影响。
- ✓ 品牌对于直播电商的主要诉求是“营销&定价格带”而非“销售&赚钱”，因此对高佣金的接受程度较高。

营销，定价格带

- 即Marketing，通过卖货提高品牌的知名度，打造品牌形象，树立品牌地位，定价格带。



如天猫、抖音等

销售，赚钱

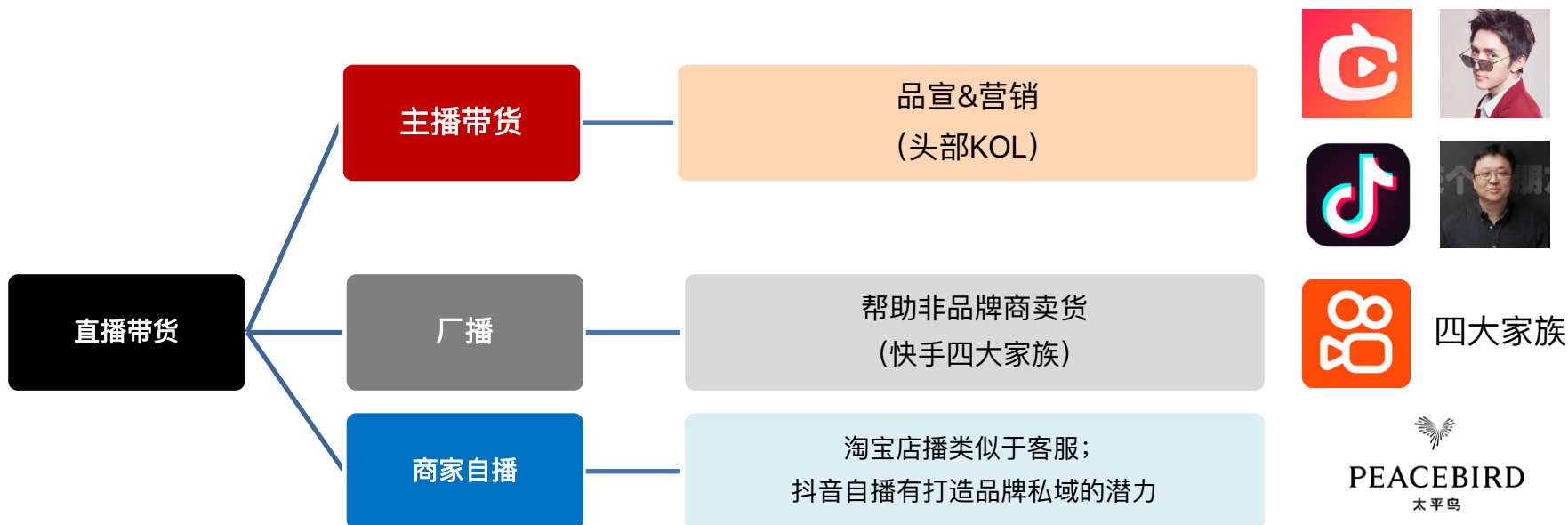
- 即Sales，重视利润率和经营过程中的ROI控制



如拼多多、快手等

直播电商大致分三种模式，其商业实质不同：

- ✓ 1. 帮助品牌商宣传&销货的达人带货：淘宝直播的薇娅、李佳琦，抖音直播的大狼狗、罗永浩等。
一定程度上具备帮助品牌商树立品牌力、定价格带的能力。
- ✓ 2. 帮助白牌、产业带品牌出货。主播本身起到了“为商品质量作信用背书”的作用，如辛巴辛选。
- ✓ 3. 商家自播。淘宝上的店铺自播类似于客服（现场答疑解惑互动+发放限时折扣），主要作用是“促转化”而非“引流”；抖音自播具备树立品牌形象、定价格带的功能，有打造品牌私域的潜力。






2.2 直播带货三模式：达人做营销，厂播帮出货，自播造私域

在主播带货、厂播、店播之间的不同，使“淘快抖”三大平台之间的品牌化程度&商家对于平台的诉求也有所不同。

- **淘宝直播**：利用头部主播做营销的平台。李佳琦、薇娅是淘宝直播乃至整个直播电商行业的“顶流”，小葫芦大数据显示2021年9月二者的成交额之和超过淘宝直播3-30名之和。品牌找李佳琦、薇娅带货，本质上是借助其声量宣传品牌。
- **抖音直播**：有通过自播打造品牌私域的潜力，兼顾营销&卖货。抖音有较庞大的中腰部主播矩阵，带货抽佣率相对琦/娅更低；而品牌自播有潜力做到比主播带货更高的ROI，并打造品牌私域。品牌上抖音可兼顾品牌营销&卖货。
- **快手直播**：有不少“厂播”，头部主播也以非品牌商品为主。其运营本质是帮助产业带工厂出货，转“品牌化”的钱，但对于已经成型的大品牌帮助不大。

淘、快、抖对于商家的意义不同

	主要形式	品牌化程度	商家目的
 淘宝直播	超头主播带货； “类客服”的店播	品牌商品为主	品牌营销
 抖音直播	中腰部主播；打造 私域流量的店播	品牌商品为主	品牌营销+销售
 快手直播	主播带货；厂播	非品牌商品为主	非品牌商品销售

2.2 直播带货三模式：达人做营销，厂播帮出货，自播造私域

淘宝直播头部主播带货商品以大牌商品为主（2021.11.11直播截屏）



李佳琦

L'ORÉAL
欧莱雅

SHISEIDO
资生堂

HomeFacial Pro

Beauty Creates

李佳琦Austin
1044.57万 观看 | 上海 + 关注

领取券密度 直播好物大赏

宝贝口袋

全部 数码家电爆品 美妆个护爆品 时尚服饰爆品

146 【直播拍】巴黎欧莱雅美发卓韵霜染发剂女时尚流行色染发膏正品*
领券买就送精油润养旅行装
破损包退
¥180
¥125 马上抢

145 【直播拍】Fino芬浓美容复合精华洗发水护发素套装染发烫受损护理
领47元券到手98元
¥??
¥145 马上抢

144 【直播拍】HFP乳糖酸去黑头鼻贴膜 深层清洁黑白头紧致毛孔男女
送同款正装1盒
破损包退
¥119
¥119 马上抢

143 【直播拍】随心吃到店自助餐全国多城可用单人自助晚餐券



薇娅



OLAY



薇娅Vya
276.5万 观看 | 在火星 + 关注

直播好物大赏

尺码对照表

105-120斤	S
120-135斤	M
135-150斤	L
	XL

宝贝口袋

全部 数码家电 生活 护肤美妆 服饰 休闲等

156 双11 【双11专享】碧浪洗衣液家庭装 7.4kg自然清新机洗除菌家用
领10券拍二发十样149.6元送挂烫机
¥149.6
¥119.9 马上抢

155 双11 【双11专享】OLAY超润瓶身体乳SMILEY联名保湿滋养秋冬女
领10券 149元到手4个正装量
破损包退
¥149
¥159 马上抢

154 双11 【双11专享】舒肤佳沐浴露持久留香家庭装官方品牌沐浴乳550ml*2
拍一份发六样 到手69元
破损包退
¥69
¥71.9 马上抢

153 双11 【双11专享】汰渍洗衣凝珠21颗*3盒 护色防串色去渍香味持久

2.2 直播带货三模式：达人做营销，厂播帮出货，自播造私域

图：快手头部主播的带货商品以非品牌商品为主（2021.10快手头部主播带货销售额榜单）

辛巴	瑜大公子	蛋蛋
<p>商品列表 (近30天) 全部</p> <p>A0131 棉密码卫生巾（茶氧系列）新款 类目：洗护清洁剂/卫生巾/纸/香薰 来自：小店 销量：79.63w 销售额：1.59亿</p> <p>11061 中盐白玉兰精制加碘食用盐 类目：粮油米面/南北干货/调味品 来自：小店 销量：47.16w 销售额：4715.7</p> <p>6037 YPUT男装 时尚休闲羽绒服YP11111... 类目：男装 来自：小店 销量：39.69w 销售额：6549.20w</p> <p>1436 猫人优品情侣羊毛双纱条纹袜 类目：女士内衣/男士内衣/家居服 来自：小店 销量：35.90w 销售额：1011.62w</p> <p>3067 维达超韧抽纸超值实惠装 XB 类目：其他 来自：小店 销量：34.96w 销售额：1744.49w</p> <p>5029 良品铺子每日坚果（青春版）</p>	<p>商品列表 (近30天) 全部</p> <p>【瑜大专享】马泰克洗衣凝珠 类目：其他 来自：小店 销量：22.22w 销售额：2221.9</p> <p>【瑜大专享】益欣果蔬清洗剂 类目：其他 来自：小店 销量：14.71w 销售额：1470.69</p> <p>【瑜大专享】益欣堂玫瑰内衣裤专用洗... 类目：其他 来自：小店 销量：6.99w 销售额：699.35</p> <p>【瑜大专享】儒意深层修护免洗发膜10.21 类目：美发护发/假发 来自：小店 销量：6.83w 销售额：53.29w</p> <p>【瑜大专享】猫猫熊暖贴2021年新款暖... 类目：其他 来自：小店</p>	<p>商品列表 (近30天) 全部</p> <p>A596 衣物留香凝珠洗衣香珠(新2)（粉色... 类目：其他 来自：小店 销量：55.67w 销售额：5566.76</p> <p>YR069-宜婴精灵裤 轻薄透气尿不湿 类目：其他 来自：淘宝 销量：37.36w 销售额：3660.94w</p> <p>【蛋蛋推荐】B653小度智能屏1S高清大... 类目：影音电器 来自：小店 销量：17.72w 销售额：4994.82w</p> <p>YR012-【蛋蛋推荐】宝娜斯石墨烯纳米... 类目：其他 来自：淘宝 销量：16.74w 销售额：836.70w</p> <p>【蛋蛋推荐】A267 冬季女机车拉链厚底... 类目：女鞋 来自：小店 销量：14.87w 销售额：2528.24w</p>



头部主播议价权超强
新主播、非头部主播难出头

中心化程度最高

购物目的性强

品牌化程度高，主要目的是
品牌宣传，而非直接盈利

环境对“厂播”不友好
产业工厂主要依附于品牌

可投资宣发较好的品牌

平台机制下几乎不存在超头
主播，新主播仍有机会

相对去中心化。平台议价权
较高，直播内容产生区分度

购物目的性弱，在意内容，
相对淘宝直播更下沉

品牌化程度较高，可做品牌
宣传，也有直接盈利的可能

对“厂播”较友好，若内容和宣
传有特色，有大卖机会

投资抖音做得好的品牌是一
个很好的方向

主播较为头部化、私域化
对人设&粉丝粘性有要求

中心化程度较高，平台与超
头主播或持续博弈

购物目的性弱，市场最下沉
在看内容的基础上购买商品

品牌化程度高，主要目的是
品牌宣传，而非直接盈利

对“厂播”较友好，工厂
依附于头部主播可快速起量

只能投资平台



淘宝直播：头部化的品牌宣传渠道，用户购物目的性较强



主播

头部主播（琦/娅）：核心是折扣品牌商品的持续供应，对品牌方的议价权&自身盈利能力超强；
非头部主播：存在感越来越弱，也没有足够话语权，新主播越来越难出头。



平台

中心化程度最高：平台对头部主播具有依赖性，对头部主播议价能力略弱。



用户

用户目的性强。主要目的是购买品牌商品，看重品牌商品的折扣，能够得到真实让利。如2021年双11预售首日，李佳琦/薇娅平均每个商品讲解时间仅约1分钟，用户或许就只是为了折扣而进入直播间。



品牌商

品牌化程度高。品牌商的主要目的是品牌宣传，而并非直接盈利。



产业工厂

环境对厂播不友好。直接的厂播在淘宝直播存在感较弱，厂家主要依附于品牌公司。



投资者

可以投资宣发较好的相关品牌，但无法投资议价能力更强的超头主播（琦/娅），而平台相对于超头主播议价能力也偏弱。



抖音直播：相对去中心化，用户目的性较弱更注重内容



主播

平台机制下几乎不存在超头部主播，非头部主播仍有出头机会，主播盈利能力均衡。



平台

相对去中心化：内容化直播产生区分度，平台的分法机制利于抑制超头部主播过于中心化的趋势，平台议价能力较强。



用户

消费者目的性较弱，市场相对下沉。
在意商品折扣，也在意相应的推荐内容和主播的观点。对品牌商品和非品牌商品均有诉求。



品牌商

抖音品牌化程度较高。品牌商可在抖音上做品宣、打造私域，也有直接盈利的可能。



产业工厂

机制对工厂厂播较为友好，如果商品的内容和宣传有特色，在抖音上有可能能够实现较大销量。



投资者

可以投资宣发较好的相关品牌，品牌商在抖音直播可能会同时实现品宣和盈利的目的。投资抖音做的好的相关品牌或是一个好方向。



快手直播：头部化&私域化&去品牌化，用户最下沉



主播

主播较为头部化，私域化，对主播的人设与粉丝粘性有要求，头部主播盈利溢价能力强，但与平台博弈



平台

中心化程度较高：

模式偏私域，超头部主播议价能力强，平台和超头部主播持续博弈



用户

消费者目的性最弱，市场最下沉。在看主播，看内容的基础上购买商品，在意主播观点和商品性价比。大部分为非品牌商品。



品牌商

快手品牌化程度最低。品牌商较少选择在快手平台发力。



产业工厂

工厂厂播机制较为友好。依附于平台内的头部主播，工厂产品在快手上有可能实现较大销量，这也是快手的商品销售的主要构成。



投资者

只能投资平台。无法投资相关主播，工厂和品牌。品牌商也较少选择在快手发力。

3. 行业格局：抖音带货快速崛起，淘快抖“三国杀”局渐成

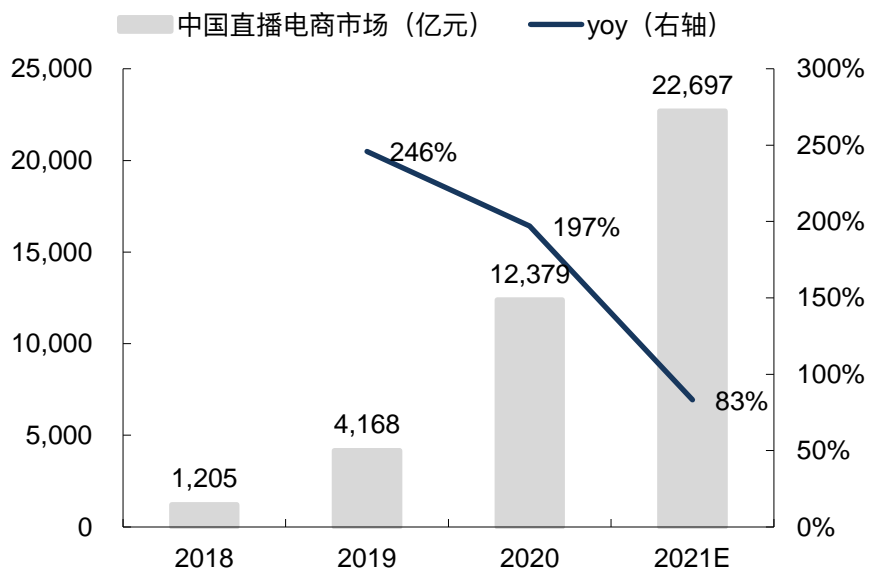
- 3.1 2021年直播电商市场规模有望超2万亿元，抖快直播快速崛起
- 3.2 抖音&快手基本形成交易闭环，绝大多数订单在平台小店完成

3.1 2021年直播电商市场规模有望突破2万亿元，抖快直播快速崛起

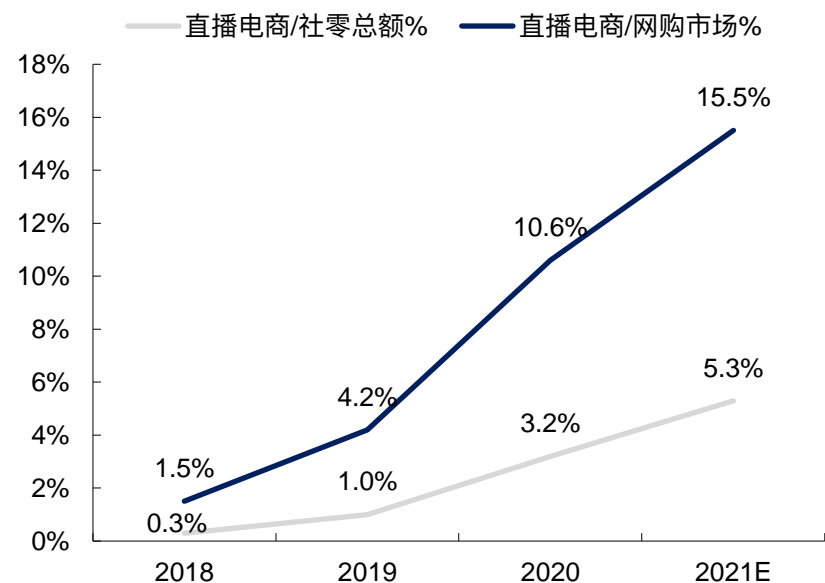
- 渗透率迅速增长，直播电商2021年市场规模有望突破2万亿元。据艾瑞咨询，2021年我国直播电商市场规模有望达到2.27万亿元，在网购市场中的渗透率有望达到15.5%。



2021年我国直播电商市场规模（GMV）有望突破2万亿元



直播电商渗透率不断提升



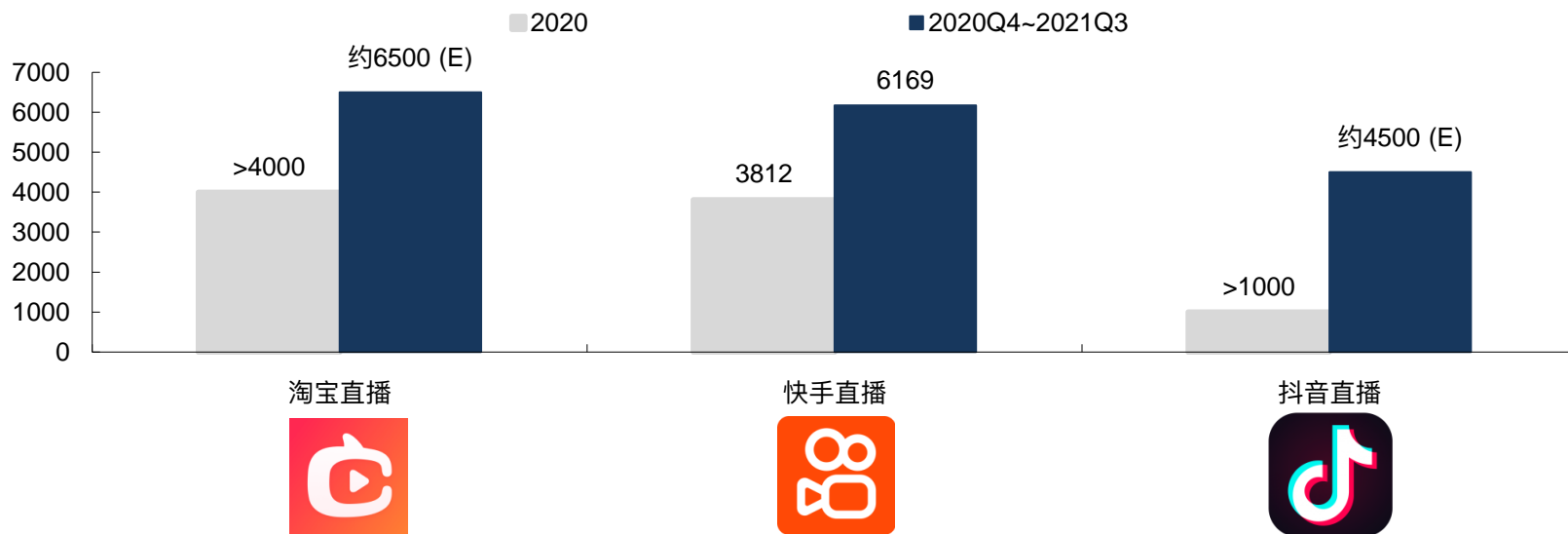
3.1 2021年直播电商市场规模有望突破2万亿元，抖快直播快速崛起

快手直播、抖音直播的GMV规模正在赶上行业先行者淘宝直播，直播电商三强格局形成。

2020Q4~2021Q3这12个月间：

- **淘宝直播GMV或已达6500亿元。**公司公告显示，截至2021Q1的12个月里，淘宝直播GMV超5000亿元，占阿里平台之比超6.7%。淘宝直播的规模仍在快速增长，在阿里平台中的占比不断提升，按其GMV占阿里平台8%~9%估算，2020Q4~2021Q3淘宝直播GMV或已达6500亿元。
- **快手平台电商交易额达6169亿元（含快手小店及第三方）。**据公司公告，2020Q4~2021Q3公司直播电商交易总额达6169亿元；其中2021Q3达1758亿元，同比+86%。
- **抖音直播GMV或已达4500亿元（仅包括抖音小店）。**2021M8/M9壁虎看看监测的抖音直播样本成交额分别约430 / 480亿元，综合考虑样本覆盖范围、平台增速以及季节因素后，我们推测2020Q4~2021Q3抖音直播GMV达4500亿元。

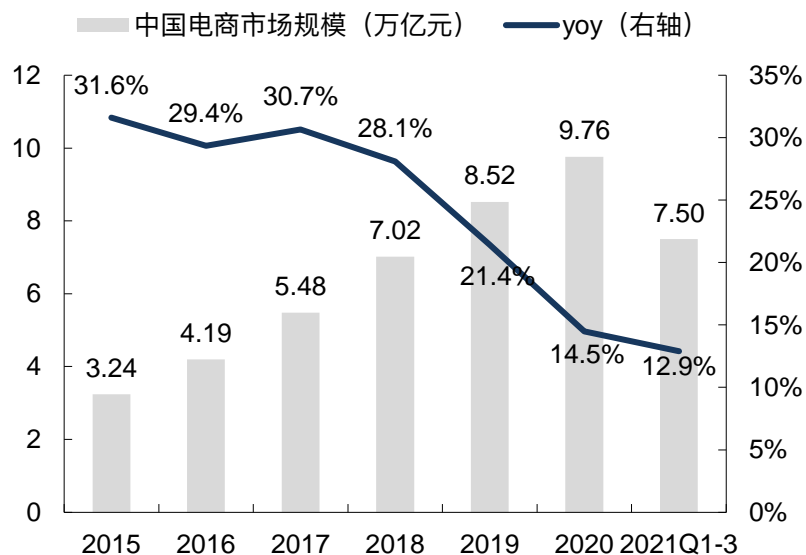
图：2020与2021年各大主要直播电商平台GMV（亿元）



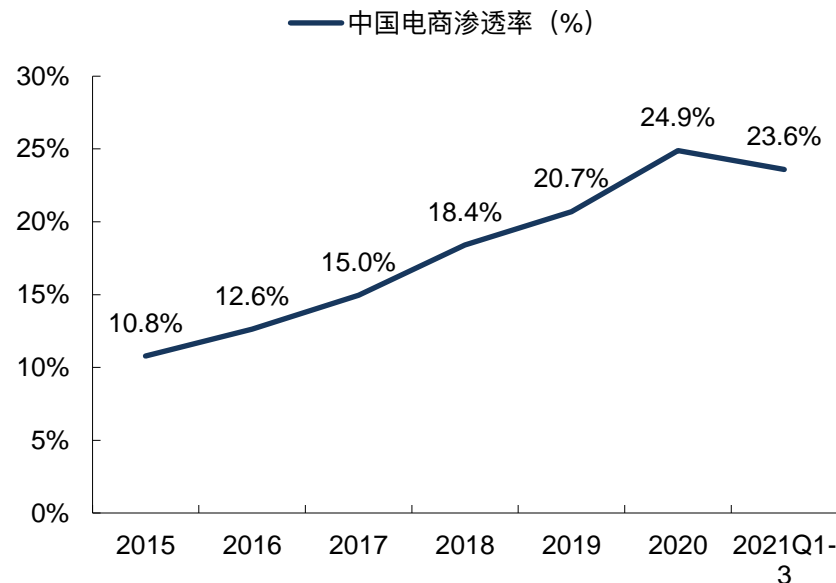
我国电商行业或已逐渐进入成熟期，直播电商有望成为新增量。

- 我国电商用户渗透率已经达到较高的水平。国家统计局数据，2021Q1-3我国线上实物商品销售额占社零总额之比为23.6%。社零总额中有一部分是汽车、石油等线上化程度不高但规模较大的产品，若排除这些品类，日常消费品的线上化程度或已达到30%以上。
- 2019-2021年电商规模增速有所放缓。从2018及以前的~30%年增速放缓到2020之后的不足15%。

我国电商市场规模增速放缓



我国电商渗透率2021年以来趋于平稳

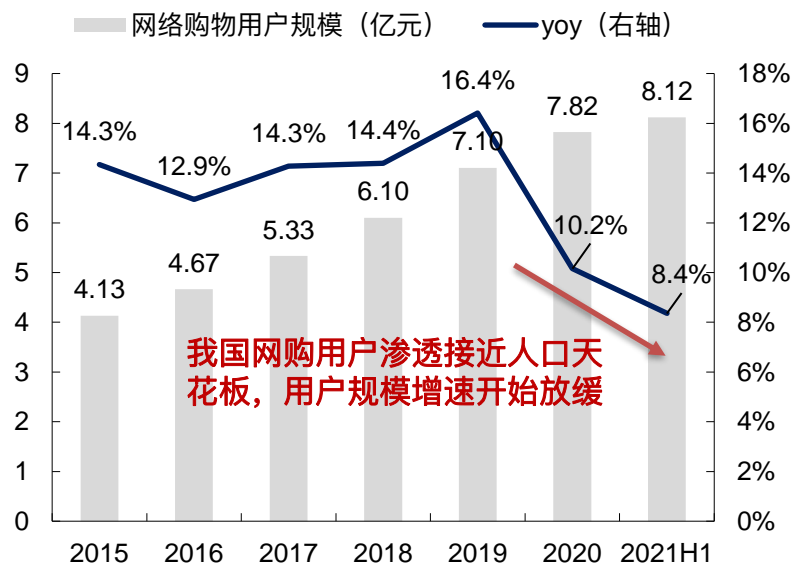


3.1 2021年直播电商市场规模有望突破2万亿元，抖快直播快速崛起

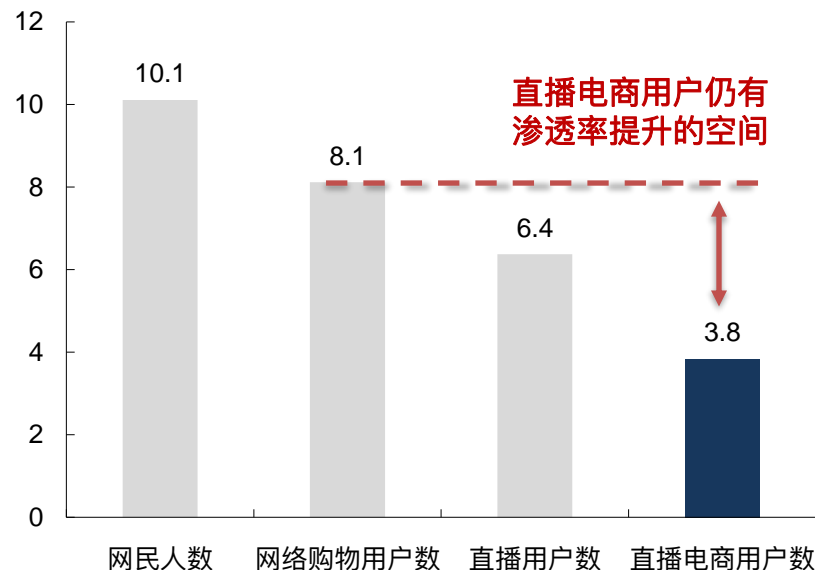
我国电商行业或已逐渐进入成熟期，直播电商有望成为新增量。

- 我国此前电商规模增长建立在网购人数的快速增长上，但目前网购人数渗透趋于饱和。截至2021年6月，我国网购人数已达8.12亿。排除部分偏远地区居民、老年人和婴幼儿人口后，我国电商用户规模正在接近网购目标客群的上限。
- 直播电商渗透率较低，有较大增长潜力。截至2021年6月，我国直播电商用户规模3.8亿人，相比网购用户数或直播观看用户数，渗透率都仍有可观提升空间。渗透率提升是直播电商未来的一个重要增长驱动。

2021H1我国网购用户规模达8.12亿人，趋于饱和



2021年6月我国互联网用户数 (亿人)



3.2 抖音&快手基本形成交易闭环，绝大多数订单在平台小店完成

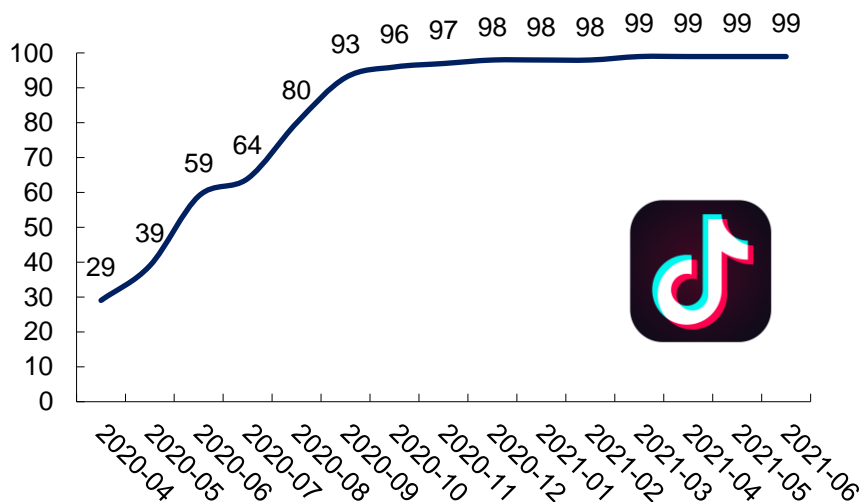
- 2020年10月9日以后，抖音已经不再允许京东、淘宝等第三方平台的商品接入。此后抖音平台上的商品主要通过“抖音小店”销售，蝉妈妈数据显示，2021Q2抖音小店销量占抖音平台的比例已达99%。
- 快手小店2021Q2成交额占比达91%，其成交流程与抖音小店类似，都在平台里完成所有下单流程，无需跳转。



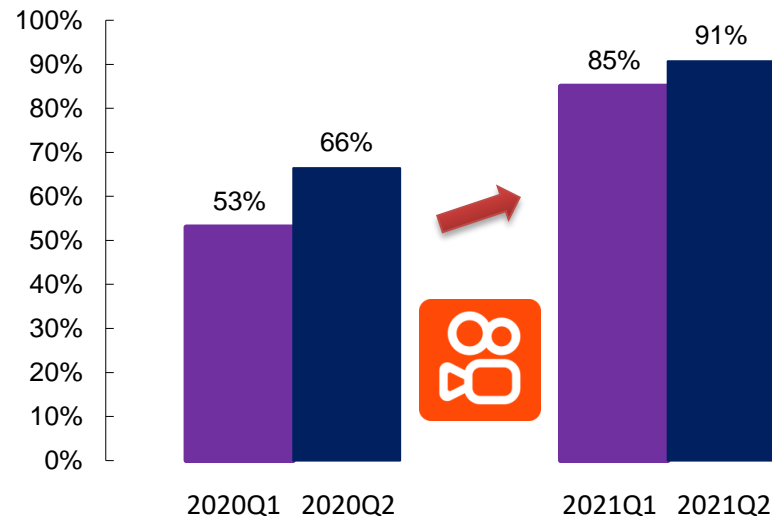
3.2 抖音&快手基本形成交易闭环，绝大多数订单在平台小店完成

- 抖音&快手正在形成各自的直播电商交易闭环。体现在抖音小店/快手小店占各自平台的成交比重不断攀升。这有利于平台掌握交易数据提升算法，也有利于抽佣变现。
- **2021Q2抖音小店占平台销量99%**。据蝉妈妈数据，2020H1抖音平台尚有较多订单在第三方平台完成。2020H2抖音发布一系列政策促使商家转移至抖音小店，如2020年9月6日起所有第三方来源商品需要通过巨量星图平台匹配带货达人分享等。2020年10月9日，第三方商品不再支持进入抖音直播间购物车，此后抖音小店占比提升至95%以上。
- **快手也在逐渐建设快手小店成交生态**。据公司公告，快手小店对平台电商成交额的贡献已从2020Q1的53%提升至2021Q2的91%。未来快手还将继续建设电商基础措施，并推出一些列工具帮助商家简化管理流程，以及提供更多维度的数据来分析产品表现及用户行为。

抖音小店占抖音销量：2021Q2达99%（单位：%）



2021Q2快手小店成交额占平台91%，持续提升



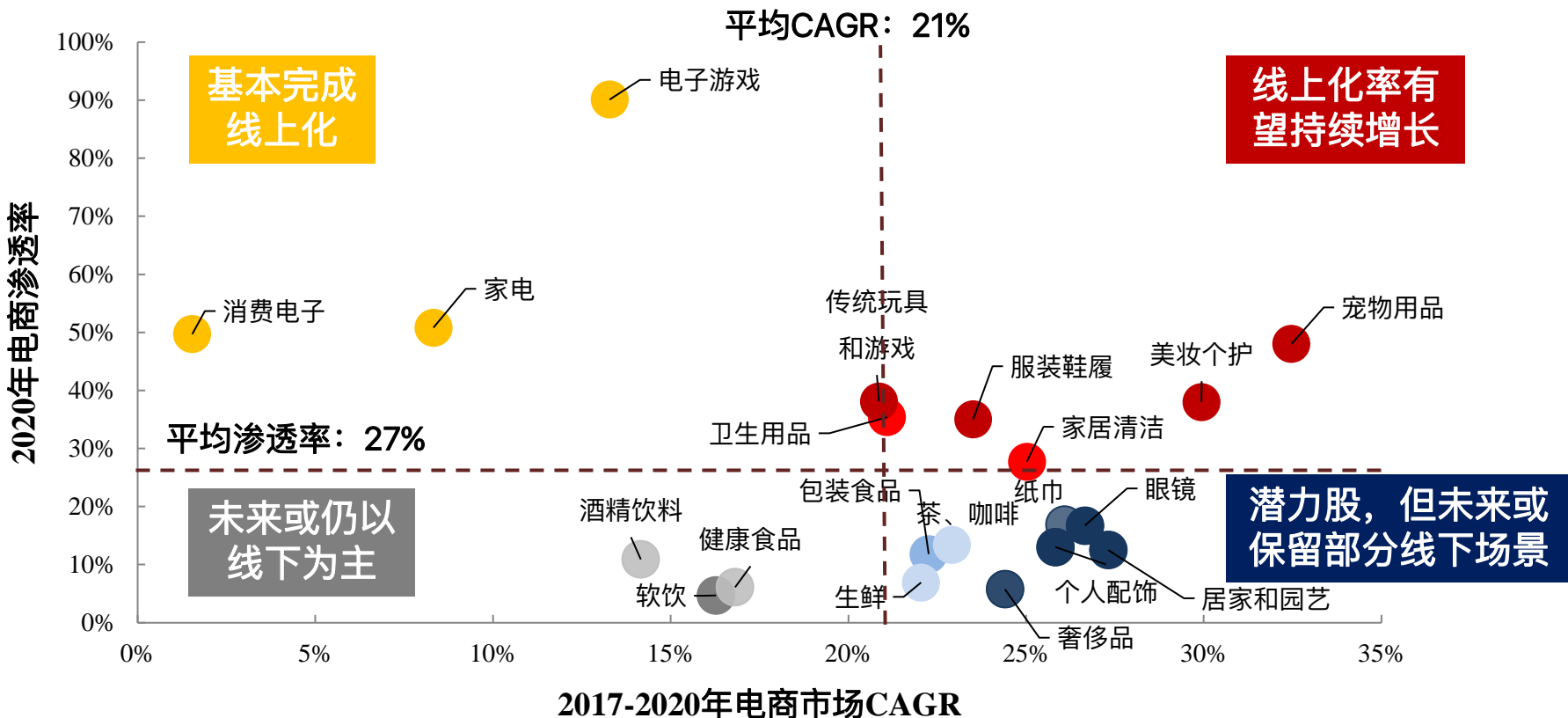
4. 品类结构：直播电商有望促进部分品类线上化程度提升

- 4.1 体验感&即时性：决定品类线上化程度的核心变量
- 4.2 直播聚焦高毛利品类，有望提升服装、美妆、珠宝等品类的线上化率

4.1 体验感&即时性：决定品类线上化程度的核心变量

- **美妆、服装等品类的线上化程度或仍有提升空间。**根据Euromonitor统计的我国各品类消费品平均线上化率和线上增速，我们可将各消费品品类划分成四种类型：①**主力军**：服装、美妆等品类，其渗透率及电商增速高于平均，未来有望持续驱动电商增长；②**潜力股**：配饰、日用品等品类，线上规模高增且渗透率不高；③**基本完成线上化**的电子、家电等品类，渗透率高但增长慢；④**未来或仍以线下消费为主的酒精、饮料等产品**，线上渗透率低&增长慢。

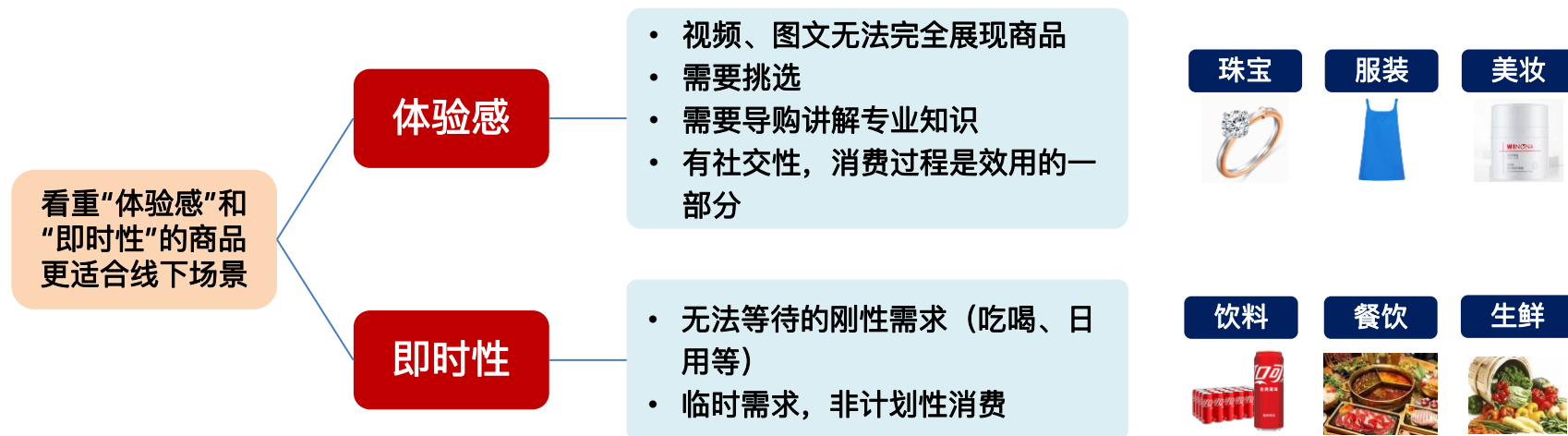
图：我国各大消费品品类的线上增速及渗透率分布



4.1 体验感&即时性：决定品类线上化程度的核心变量

- 我们认为，决定各类型商品线上化程度的两大核心变量：商品对**体验感**和**即时性**的要求。体验感和即时性是传统电商购物体验上较为薄弱的环节，因此对这两个维度要求越高的品类，其线上化程度就越低。
 - ❖ 如，数码电器对体验感&即时性要求都不高，因此线上化程度高；服装、美妆等产品对体验感有一定要求，线上化程度较高；而生鲜等品类对体验感和即时性要求都较高，因此线上化程度低。
- **直播电商一定程度上提升了线上购物的“体验感”，因此有望永久性地提升一部分品类的线上化率。**其一，视频直播相较图文是一个更高维度的展现，在视觉体验上有较大提升，对服装、配饰乃至食品都有帮助；其二，主播对产品的语音介绍和在线答疑，更容易帮助消费者理解产品的卖点和特点。

图：看重体验感、即时性的商品适合线下消费



- 淘、快、抖的TOP品类：集中在服装、美妆、珠宝、零食酒水，**共性——都是毛利率较高的品类**。我们认为原因在于，其一，直播的费用率整体较高，只有高毛利率的品类能够支撑主播的抽佣；其二，这些品类都对购物的“体验感”有一定的要求，而直播带货的意义正是提升“体验感”，也更契合这些品类的特性。

直播带货的主要品类：均为高毛利品类

服装



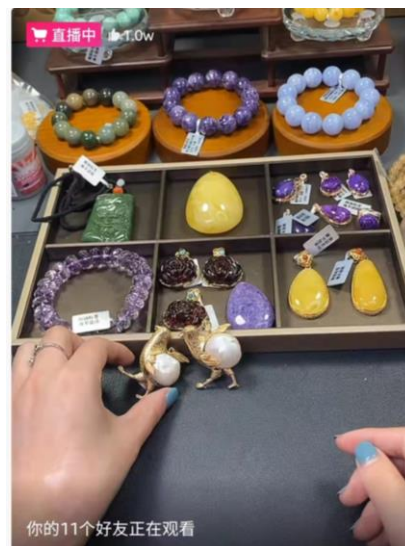
行业毛利率50~60%

化妆品



行业毛利率60~70%

珠宝



行业毛利率30~40%
(品类间毛利差距较大，
部分品类毛利率可达70%)

零食、饮料、酒水

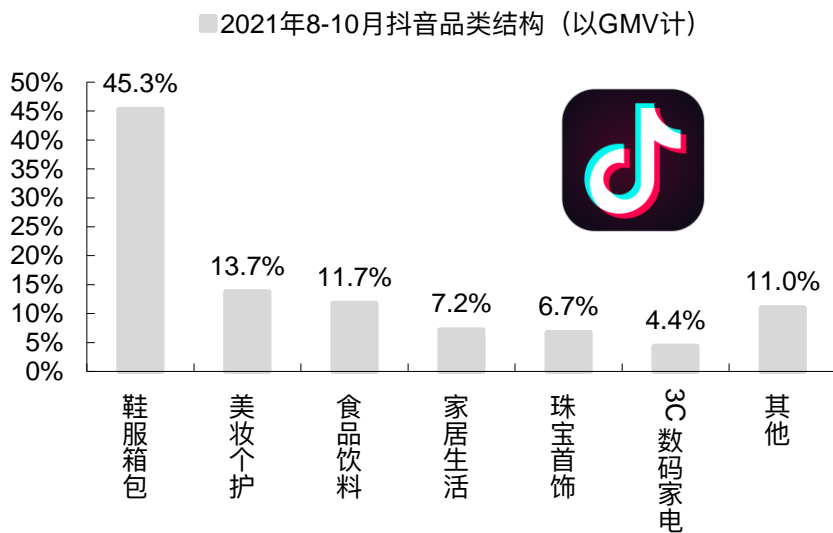


行业毛利率30~40%

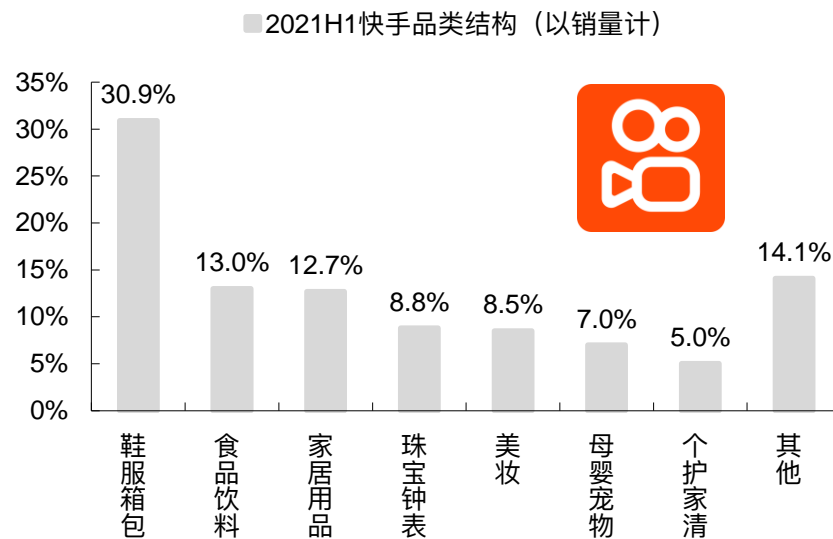
抖音、快手直播的品类结构存在较大相似性，均为服装、美妆等高毛利品类。

- 抖音GMV前5大品类为鞋服箱包、美妆、食品、家居、珠宝（壁虎看看样本，2021M8-10）。从GMV上看，服装是抖音电商的最大品类，且抖音平台的服装占比或也高于快手平台&淘宝头部主播的服装占比。我们认为这一定程度上与抖音商家自播生态的完善有一定联系：2021M9抖音自播TOP10商家中，以服饰品牌为主。
- 快手销量前5大品类的构成几乎与抖音一致。根据飞瓜数据，2021H1鞋服箱包、食品饮料、家居用品是快手的销量TOP 3品类。但考虑到珠宝/美妆的均价高于食品饮料/家居，快手GMV口径下的TOP 3品类或依次为鞋服箱包、珠宝、美妆。
- 总之，抖音&快手的主要品类聚焦在服装、美妆、零食、珠宝，并顺带销售一些家居百货。

抖音直播最大品类是美妆&服装（以GMV计）



快手直播最大品类是服装、食品（以销售量计）



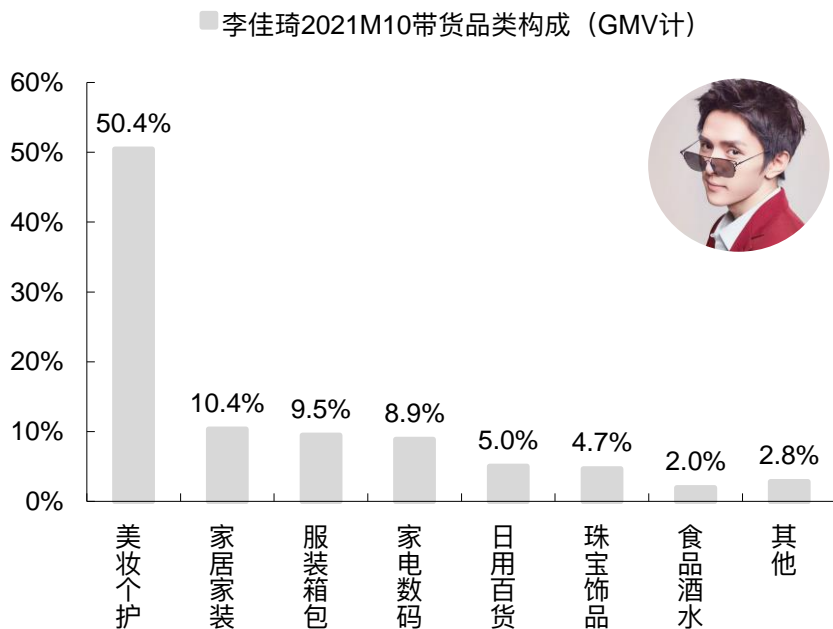
数据来源：壁虎看看，东吴证券研究所。注：仅包含壁虎看看样本数据，样本成交额为1498亿元，分类方式或其他平台/来源数据不可同比。

数据来源：飞瓜数据，东吴证券研究所。注：分类方式或其他数据不可同比。

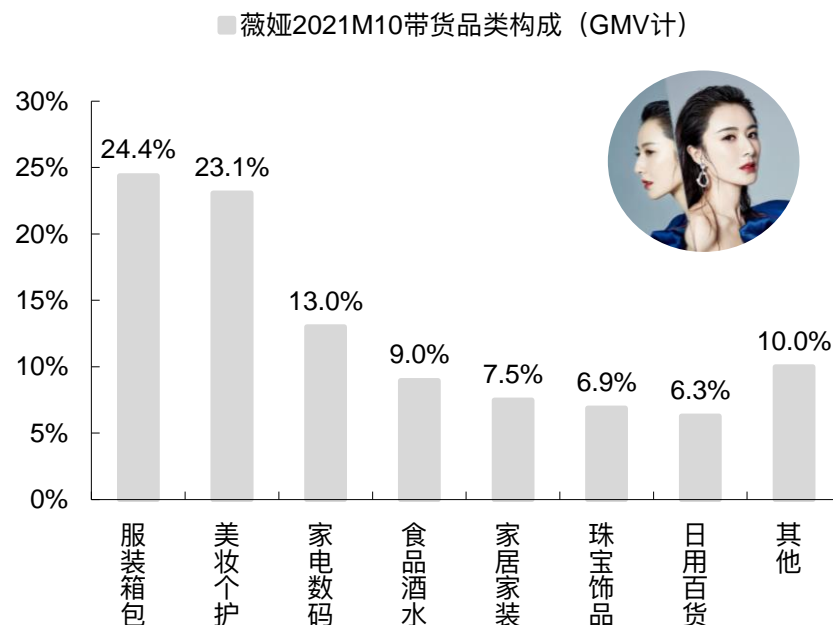
李佳琦&薇娅（淘宝TOP2主播）品类特点：李佳琦带货商品中美妆占主导，薇娅品类分布更广。

- 总的来看，琦/娅化妆品占比高于快手、抖音平台。根据灰豚数据，2021年10月李佳琦/薇娅带货GMV中，美妆个护产品占比为50.4%/ 23.1%。而据飞瓜数据，美妆+个护家清在快手2021H1成交量占比为13.5%；据壁虎看看，美妆个护在抖音2021M8-10成交额占比13.7%。
- 琦 / 娅化妆品占比高的原因，是其对于化妆品品牌而言，能起到重要的宣传营销作用。化妆品毛利率较高，我们认为，化妆品品类更注重品牌营销推广和定价，而中高端美妆产品的溢价主要来自品牌认知。李佳琦/薇娅作为手握巨额流量的超头部主播，能为品牌商品招揽大量的流量和销量，起到一定的推广&背书效果。

李佳琦2021M10带货GMV最大品类：美妆个护



薇娅2021M10带货GMV最大品类：服装箱包



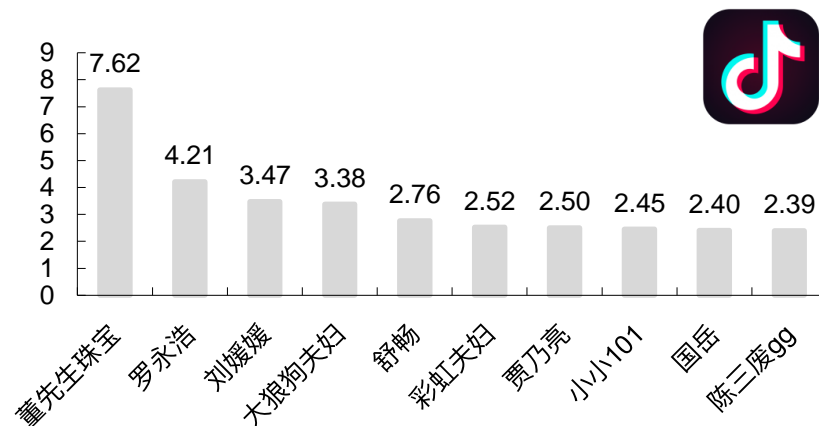
5. 集中度：淘宝>快手>>抖音

- 5.1 主播马太效应强，三大平台里淘宝最集中，抖音最分散
- 5.2 界面对比：抖音“单列全屏推送机制”有利于去中心化，淘宝直播“搜索+列表”或加剧头部集中
- 5.3 抖音“高品牌化+去中心化”生态产生化反，成品牌自播成长沃土

5.1 主播马太效应强，三大平台里淘宝最集中，抖音最分散

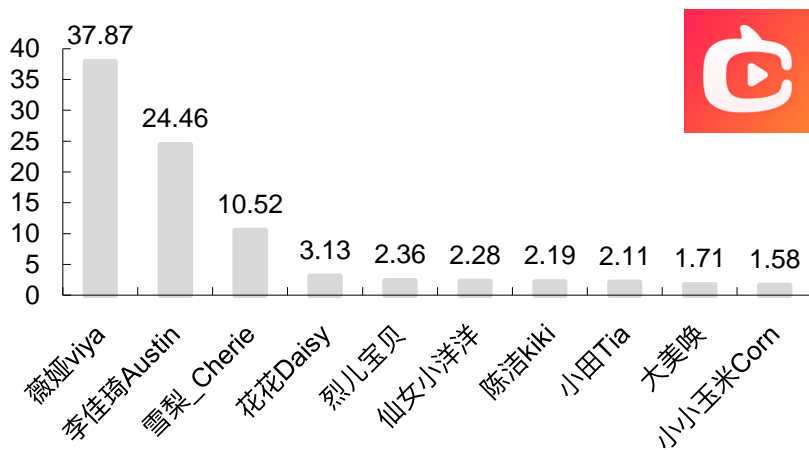
- 直播带货是一个马太效应较强的行业，天然具备头部集中的发展趋势。
- 从各大平台集中程度上看：淘宝>快手>>抖音。对比第1名和第10名的月GMV，淘宝/快手/抖音，大约是20/10/3倍。
- 淘宝、快手都有明显的超头阵营，抖音暂未形成超头主播。从成交额上看，淘宝的薇娅、李佳琦，快手的辛巴家族跻身“超头主播”阵营；此外淘宝的雪梨也正在与其他主播拉开差距；抖音尚未形成明显头部。

2021年9月抖音TOP10主播带货GMV（亿元）



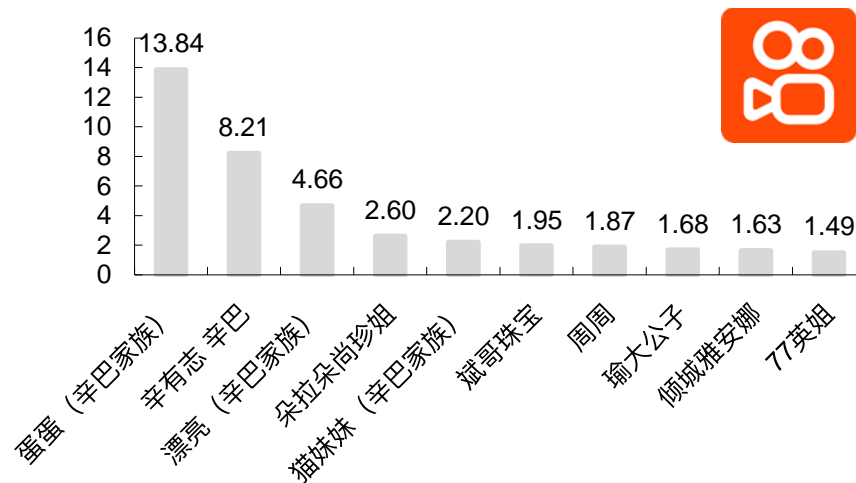
数据来源：蝉妈妈，东吴证券研究所

2021年9月淘宝TOP10主播带货GMV（亿元）



数据来源：小葫芦大数据，东吴证券研究所

2021年9月快手TOP10主播带货GMV（亿元）



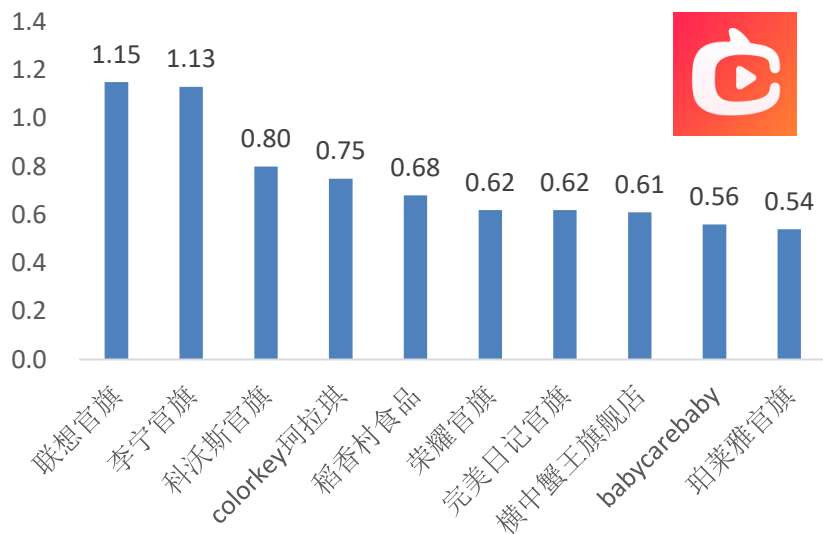
数据来源：壁虎看看，东吴证券研究所

5.1 主播马太效应强，三大平台里淘宝最集中，抖音最分散

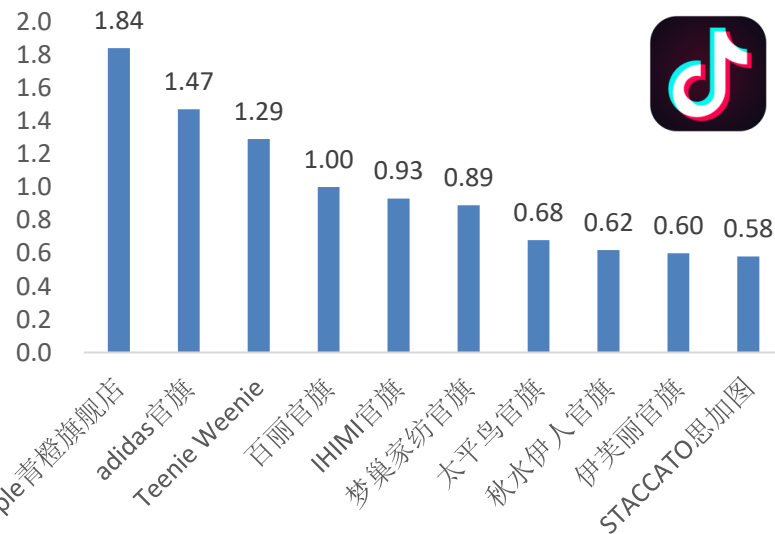
自播头部化程度低于主播带货，淘宝店播和抖音自播的意义和侧重点有所不同。

- ❑ 淘宝店播更类似于客服。榜单中有不少数码产品品牌，如联想、科沃斯。数码品类涉及专业知识，需要主播现场讲解，此时店播扮演“客服”角色；而有时候直播间会针对部分商品发放专属优惠促进转化。
- ❑ 抖音店播具备培育私域流量的功能，榜单中服装品牌占主导，如Teenie Weenie、太平鸟等。服装自播相当于秀场展示，相比于请主播带货，品牌商在自播间可以更详细、更长时间地展示服装产品。

2021年9月淘宝店播榜单（GMV，亿元）



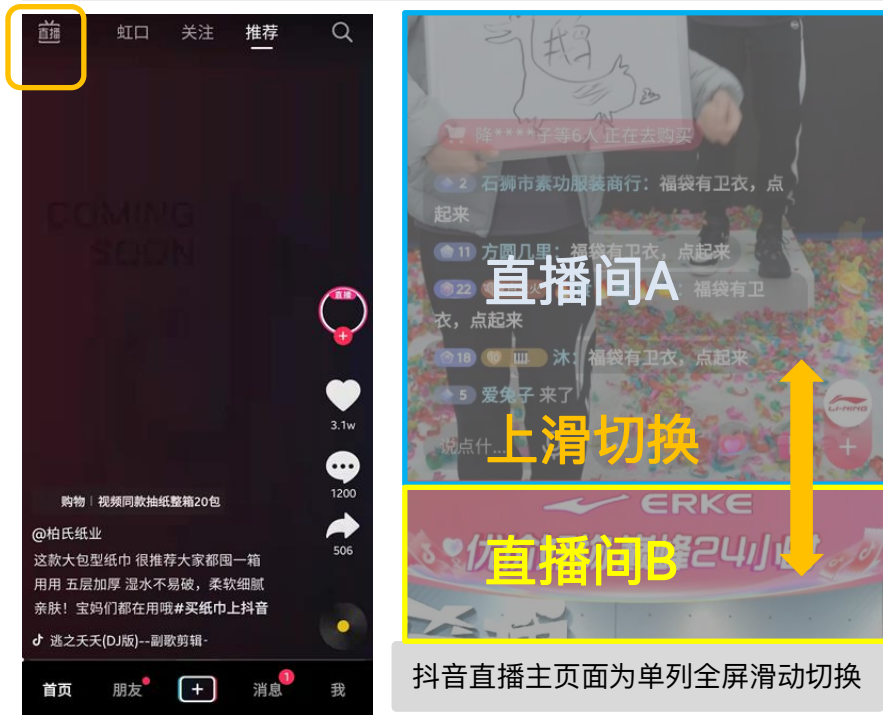
2021年9月抖音店铺自播榜单（GMV，亿元）



5.2 界面对比：抖音“单列全屏推送机制”有利于去中心化，淘宝直播“搜索+列表”或加剧头部集中

- 从界面上看，抖音直播“单列全屏滑动切换”有利于去中心化；淘宝“列表点选进入直播间”或加剧头部集中。
 - 淘宝直播首页采用瀑布流列表+搜索的方式，用户搜索寻找头部主播非常方便，而头部主播也较容易在瀑布流中占据前排，或一定程度上加重头部化；
 - 抖音直播主要采用“单列全屏&下滑切换”的方式，若要寻找特定主播，需进入“更多直播”页面。这样的页面设置有望实现去中心化，但需要平台具备较强的识别和匹配算法。

抖音直播主页面为单列全屏滑动切换



抖音直播主页面为单列全屏滑动切换

淘宝直播主页面为点击选择主播，并有搜索功能



- 手机淘宝APP首页点击“淘宝直播”
- 以列表形式呈现主播，并有搜索功能，头部主播排位靠前

5.2 界面对比：抖音“单列全屏推送机制”有利于去中心化，淘宝直播“搜索+列表”或加剧头部集中

www.zhituquan.com

快手也是一个主播头部化程度较高的平台，直播间进入方式以“关注列表”为主。

- 快手进入直播间的两大方式为：①首页左滑进入“关注”页面，在用户关注列表中选择正在直播的主播；②通过左侧栏进入“直播广场”，快手直播广场的页面和布局与抖音类似。
- 两种方式中“关注列表”页面更为方便，而以列表为主的访问方式，一定程度上使快手形成头部化格局。

快手：通过“关注”列表进入直播间



快手：通过关注页面进入直播间较为方便

对快手主播而言，经营粉丝群体、打造私域流量较为重要

快手：通过“直播广场”进入直播间



快手直播广场页面与抖音直播较相似，均为全屏播放上滑切换。但进入快手直播广场较为麻烦，需要通过程序左边栏。

我们认为在“淘快抖”阵营中，**抖音是唯一集合品牌化+去中心化特性的平台，因此受到品牌商的重视。**

- ❑ “品牌化认知”是平台的重要禀赋 & 稀缺属性。品牌商日常经营中，“定价格带”有时是比“卖货”更为重要的目标。而具备品牌化认知、能帮商家定价格带的平台并不多，这需要平台具备相应的调性以及合适的用户心智。传统电商里的天猫、京东具备这样的禀赋；新兴平台中，抖音作为一个潮流短视频社区，无疑也具备这样的禀赋。
- ❑ 抖音相对去中心化的环境，有利于品牌自播发展。中心化生态下平台流量被头部主播垄断，品牌自播在起步期将难以获得足够流量，投入门槛高见效慢。抖音相对“去中心化”的体系，有利于品牌自播快速度过启动期，进入良性循环。
- ❑ 抖音的去中心化主要体现在主播&品牌商的成交额分布上；其“算法推荐”的流量分发机制本身是中心化的。

直播电商平台“中心化&品牌化程度”定位——品牌化+去中心化是抖音具备的稀缺属性





- **淘宝头部主播带货：主要起到品牌营销作用。**淘宝直播超头主播抽佣高，品牌的主要目的是营销而非盈利（也难以大规模盈利）。
- **淘宝店铺自播：相当于客服，主要作用是促转化。**在超头主播+中心化分发的压制下，淘宝店铺自播难以真正形成私域流量，其作用更多是答疑解惑，以及发放自播间特殊优惠。



- **抖音达人带货：品牌商营销+盈利。**去中心化分发下达人头部效应相对不高，抖音的中腰部主播群相比淘系头部主播，对品牌的营销作用弱一些，但佣金率低盈利能力更强。
- **抖音品牌自播：品牌营销+盈利+积累私域流量。**去中心化有助于降低投放费用率，利于品牌自播起量。自播无需向主播支付佣金，理论利润率上限更高，且具备积累品牌私域流量的潜力。



- **快手直播：非品牌化。**老铁文化或使平台不具备品牌化心智，品牌进驻快手或面临更多调性&身份问题。
- **快手主播相当于品牌。**快手的主播集中度高，而电商转化主要来自私域（即主播粉丝买单）。快手直播的产品主要来自各个产业带工厂，而品牌商品不多。头部主播起到“提供信用背书”的作用，主播相当于品牌。

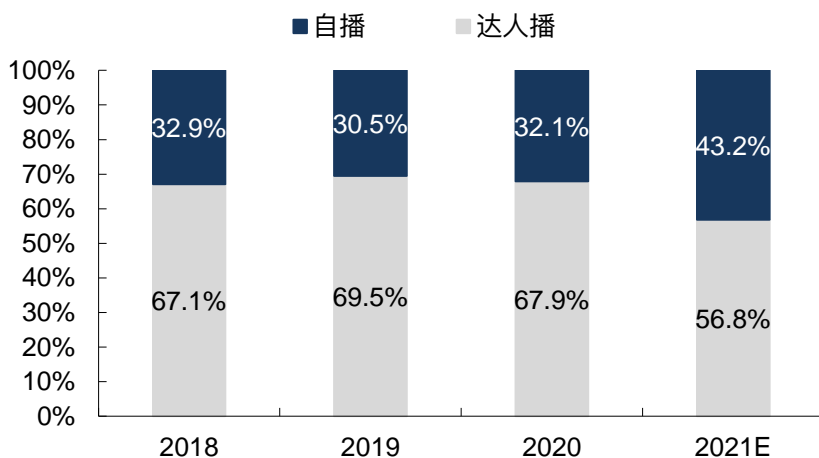
6. 投资建议： 直播带货对运营细节要求高，利好国牌崛起

- 6.1 直播带货对运营细节要求高，利好国牌崛起
- 6.2 每次渠道变迁都孕育着新品牌崛起&品牌格局洗牌的机会，投资抖音渠道表现优异的国产品牌是一个好方向

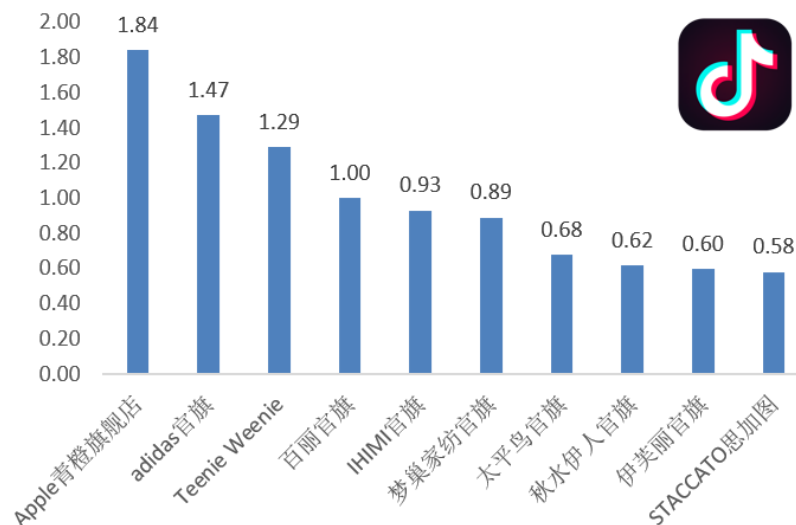
6.1 直播带货对运营细节要求高，利好国牌崛起

- 每当渠道变迁时，都会孕育新品牌崛起&品牌格局洗牌的机会。传统渠道里的品牌格局会随时间逐渐固化，而空白的新渠道在崛起过程中，会带来品牌崛起的机会。
- 直播电商是一个对运营细节要求高的新渠道。于主播带货，品牌商需额外完成与主播沟通签约、渠道管控等工作；于商家自播，更是需要建立相应的团队。
- 国产品牌根植于互联网文化、电商文化浓厚的中国市场，在互联网运营细节上或具备一定优势。从抖音品牌自播榜单上看，排名靠前的品牌中绝大多数为国产品牌（蝉妈妈2021年9月数据）。品牌自播体系的搭建较为复杂，在自播上的领先是国内品牌整体具备较强互联网运营实力的体现。
- 店播崛起是一个大趋势。据艾瑞咨询，2020年抖音体内店播GMV占比为32%，2021年有望提升至40%以上。自播的讲解与展示通常比主播带货更专业更精细，相比之下带货主播给每个商品预留的展示时间一般不长。此外，自播还可以通过品牌调性相符的特殊内容，进一步吸引眼球，打造品牌知名度。

抖音自播&达人播市场份额



2021年9月抖音店播榜单 (GMV, 亿元)



数据来源：艾瑞咨询（左），蝉妈妈（右），东吴证券研究所

- **每一次渠道变迁，都孕育新品牌崛起&品牌格局洗牌的机会。**直播电商正是2016年以来最重要的渠道变迁之一，但其复杂的机制也对品牌的运营提出新挑战。对于达人播，品牌商需额外完成与主播沟通签约、渠道管控等工作；对于自播，商家更是需要自行组建相应的团队。部分头部国产品牌在对消费者需求的洞察、产品升级方向的把握，尤其是对直播、短视频电商等新渠道的理解上，展现出明显优势。我们看好这些优秀的国产品牌借直播电商渠道脱颖而出。
- **投资建议：**投资抖音渠道表现优异的国产品牌是一个好方向。直播电商的主要参与者包括平台、品牌、工厂、主播，其中可投资的标的仅有平台和品牌。我们认为平台对于头部主播的议价能力不强，未来二者或持续博弈，因此在直播电商（尤其是抖音直播）宣发较好的相关品牌，是主要的投资方向。
- **推荐标的：**贝泰妮、珀莱雅、华熙生物、上海家化、李宁、安踏、波司登等。

相关公司估值表（截至2021.12.09）

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润（亿元）			PE			投资评级
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
688363.SH	华熙生物	840	174.90	6.46	8.50	10.93	130	99	77	买入
603605.SH	珀莱雅	418	208.17	4.76	5.83	7.18	88	72	58	增持
300957.SZ	贝泰妮	893	210.81	5.44	8.15	11.42	164	110	78	买入
600315.SH	上海家化	301	44.25	4.30	5.49	8.42	70	55	36	买入
3998.HK	波司登	475	5.32	17.10	20.73	25.40	28	23	19	买入
2331.HK	李宁	2,021	94.20	16.98	36.50	46.60	119	55	43	买入
2020.HK	安踏体育	2,875	129.70	51.62	74.07	91.27	56	39	32	买入

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注1：归母净利润均为东吴证券研究所预测；

注2：除收盘价为交易所原始货币外，其余货币单位均为人民币。PE按港币：人民币=0.82:1（对应2021.12.09汇率）；

注3：波司登财年Q331，表中年份对应FY21A/ FY22E/ FY23E；

7. 风险提示

- ❑ **行业竞争加剧**：直播电商处于成长期，越来越多的商家正在布局并加大在直播电商上的投入。这有可能会导导致主播/平台抽佣率的增长，造成商家费用率提升，并最终导致亏损。
- ❑ **疫情**：或导致消费意愿下降、物流中断等。
- ❑ **头部主播过于集中**：头部主播掌握较高的话语权，商家恐处于弱势地位。若与头部主播关系破裂可能导致各种形式的品牌声誉损失。
- ❑ **退货和费用率超预期**：影响商家的实际盈利情况。
- ❑ **第三方数据及产业调研观点不准确**：本报告援引大量第三方数据，以及产业调研的观点，若不准确，可能影响本文核心结论。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园