

裴培

分析师 SAC 执业编号: S1130517060002
peipei@gjzq.com.cn

小红书下架是小事，网红电商带货的崛起是大事

事件

7月29日晚，小红书 App 在华为、OPPO、vivo、小米等多个安卓应用市场下架。下架原因尚不清楚，《华夏时报》《新京报》等媒体猜测，可能与涉黄、“黑医美”、虚假商品或刷量有关。但是，截止目前，iOS App Store 和小红书官网仍然可以下载小红书 App，产品运营和内容更新暂未受到影响。

评论

小红书是什么？消费分享社区，网红带货渠道。对于大部分男性用户来说，小红书是一个陌生的名词；但是对于年轻女性，尤其是酷爱“买买买”的时尚一族来说，小红书是“发现生活、发现好物、种草拔草”的利器。在这里，你可以看到无数明星、网红、草根人士，以图文、短视频等方式，分享自己的购物、打扮、吃喝、旅游经验。我们的监测数据显示，2019年6月，小红书拥有6700万 MAU，已经是影响力极大的社区。

小红书只是当前“网红带货风潮”的一个缩影。2017年以来，中国零售电商市场趋于饱和，导流越来越困难，消费者越来越挑剔。在这种情况下，利用明星网红、草根大 V 等“KOL”（意见领袖）背书，以内容经济、粉丝经济为基础的“网红带货”模式愈发重要。2016年，淘宝直播开启；2017年，快手开始电商带货的尝试；2018年，抖音开始大规模电商带货；2019年，微信公众号全面尝试商品返佣带货。2018年11月，小红书部分商品的笔记开始对接淘宝，为淘宝带去了急需的“KOL内容”。网红带货的风潮，现在才刚刚开始。

对于有黏性、有调性的垂直社区，现在是最好的时代。在历史上，B站、小红书、豆瓣等垂直社区，虽然用户黏性很强、内容调性鲜明，但是苦于找不到高效、可持续的商业模式。网红带货模式，给它们带来了难得的机遇：2019年一季度，B站刚开始与阿里合作进行电商带货，平台收入就接近1亿元；阿里领投小红书的D轮融资，显然是想加强对淘宝的导流。头部自媒体，包括微信公众号、微博大 V、头条号等，也可以通过带货加强变现能力。总而言之，只要你有粉丝、粉丝忠诚度够高、粉丝有消费能力，电商带货就可能适用于你。

电商平台的格局暂未改变，但是激流在暗处涌动。目前，网红带货模式的崛起，尚未对电商平台的竞争格局造成根本性改变：抖音、快手、B站的带货行为，大部分还是导向淘宝成交；小红书有 B2C 商城，可是交易额不大。然而，如果网红带货的潮流持续升温，这些社交平台会不会集中精力经营自己的网店？或者，它们会不会更倾向于依赖有赞、微盟这种“去中心化电商”服务商，从而架空传统电商平台？一切都是未知数。

投资建议

对于电商巨头阿里巴巴来说，现在仍是享受“网红带货红利”的时候：抖音、小红书能够带来宝贵的流量和内容，又暂时不会威胁自身的地位；但是在长期，阿里必然试图强化对网红流量的控制，避免受制于人。对于中国有赞、微盟集团这样的去中心化电商 SaaS 服务商来说，网红带货伴随着新的“去中心化”机遇，例如有赞就是快手小店的主要合作伙伴。对于哔哩哔哩这样的垂直内容社区来说，网红带货是一种高效、可持续变现模式，甚至有可能做到比游戏及传统广告变现的规模更大。对于腾讯控股来说，将庞大的社交流量导向电商一直是巨大的诱惑，但是一直未能充分实现；微信直播、小程序电商的崛起，使得这个诱惑更接近现实了。

风险提示

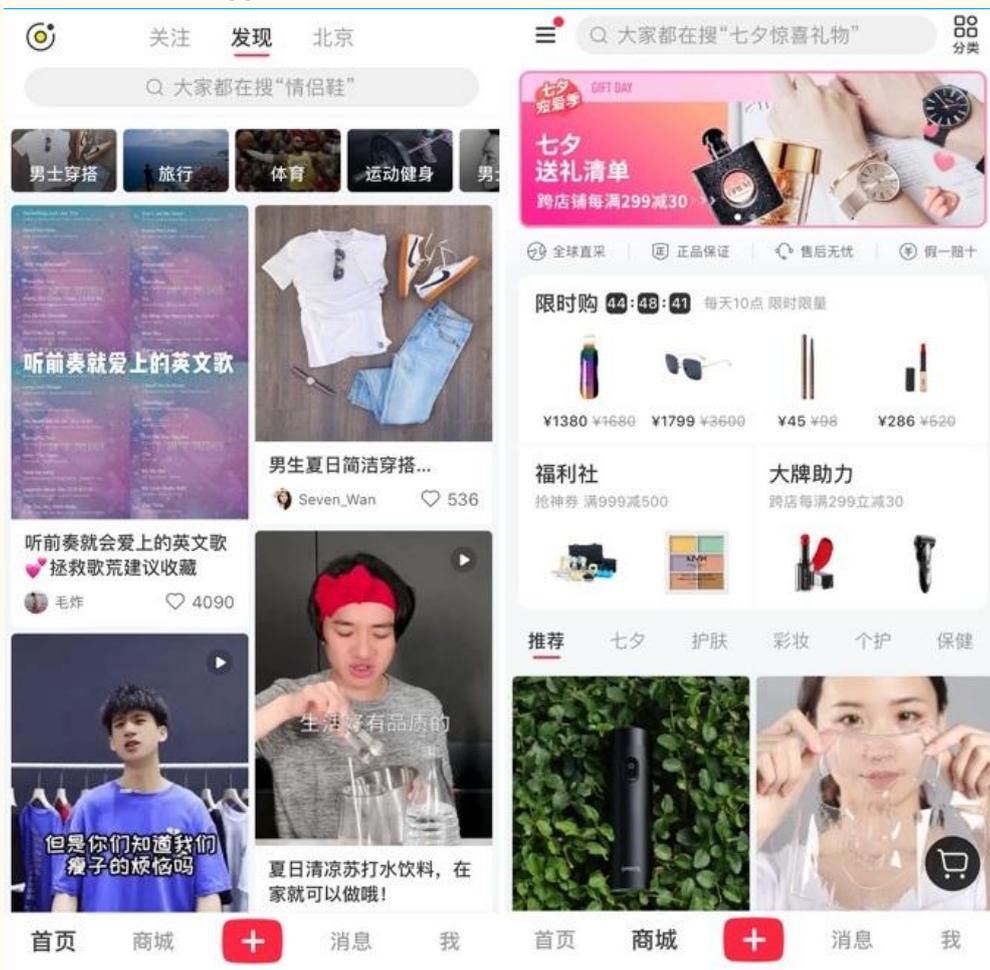
监管风险；宏观经济风险；消费者审美疲劳；投资并购减值。

小红书下架是小事，电商网红带货的崛起是大事

小红书是做什么的？无非是“种草”和“拔草”而已

- 大部分男性用户，可能直到小红书在部分应用商店下架的消息传来，还不知道这个 App 长什么样子。但是，对于热爱生活、关心时尚的女性用户，尤其是网购重度爱好者来说，小红书是个不可或缺的 App。它的主要功能，一言以蔽之，就是“种草”和“拔草”。
- 所谓“种草”，就是以图文（笔记）、短视频、直播等方式，描述自己对某类商品或服务的消费体验和推荐——例如“夏日防晒必备”“小米全屋智能”。所谓“拔草”，就是用户看完体验内容之后，主动去搜索、下单或询价，形成消费行为。小红书是一个 PUGC 社区，“种草”的既有草根用户，也有 KOL 网红；其中最富话题性的，无疑是娱乐圈女明星的纷纷入驻。2018 年初，范冰冰入驻小红书，发了几个 VLOG，就能让自己旗下的美妆品牌在线上线下同时卖断货，这种带货效率实在不容小看！

图表 1：小红书 App 的“发现”和“商城”页面



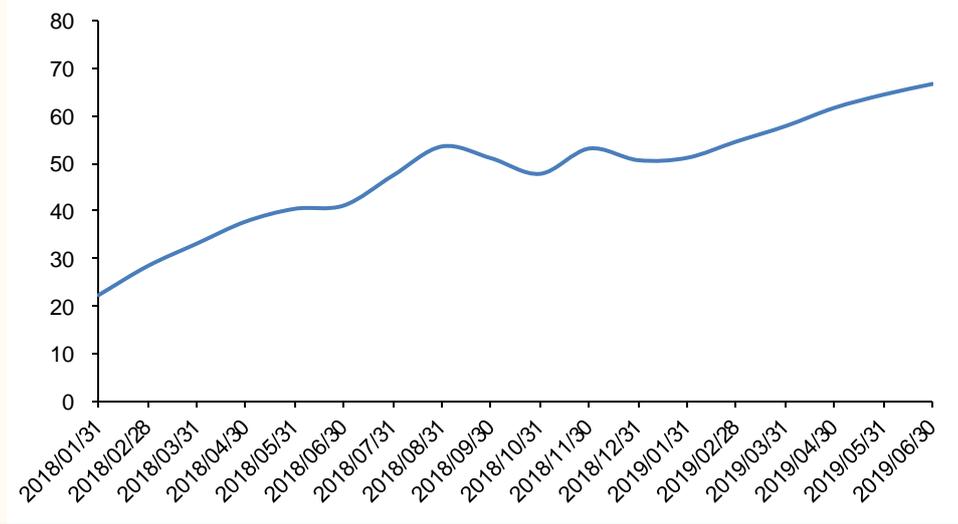
来源：App Store, 七麦数据, 国金证券研究所

- 目前，小红书对自己的定位仍然是“分享社区”，而不是“电商平台”。在小红书上发布任何内容，都不允许附加淘宝网店链接、微信公众号、个人联系方式；虽然小红书有自己的商城，但是品类不多、成交量有限。那么，用户在小红书上“被种草”之后，应该如何“拔草”呢？一般的做法是：记住商品名称、款式，去淘宝或百度搜索。这样的效率比较低，但是有助于维持社区的内容调性，使其不至于堕落到纯粹功利性的带货渠道。
- 2018 年，阿里巴巴领投了小红书的 D 轮融资。当年 11 月，小红书部分品类的内容开始与淘宝商品绑定，淘宝买家可以直接看到小红书用户的笔记。对于淘宝的“内容电商”版图来说，这些 PUGC 笔记无疑是非常重要的。然而，从小红书向淘宝直接导流的通道尚未打开，淘宝商家也还不能直接去小红书开店。两大平台之间的直接导流会实现吗？它会更有利于其中哪一方？这是一个耐人寻味的话题。

小红书为什么局部下架？因为网红带货有“天然缺陷”

- 我们的监测数据显示：2017 年底，小红书只有约 2000 万 MAU；2019 年 6 月，这个数字已经膨胀到 6700 万。2018 年，在女明星纷纷入驻、阿里入股的加持之下，本来已经略显颓势的小红书，又迎来了一波用户猛增。如果说 2017 年的小红书还是小众垂直 App，那么 2019 年的小红书已经非常大众了。
- 然而，随着规模的扩大、内容的日趋庞杂，网红带货模式的“天然缺陷”也暴露出来了：商品质量良莠不齐，推荐内容与商品经常不符，甚至有质量不达标的“黑货”。在百度搜索“小红书 假货”，有 463 万个结果；搜索“小红书 黑医美”，有 97 万个结果；小红书上还曾经出现大量烟草、电子烟软文。当然，小红书平台运营方肯定不希望看到这些现象，进行了反复筛查和打击，但是不可能在短期内根除。

图表 2：小红书 MAU 的上升趋势（单位：百万）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 说到底，“网红带货”就是 KOL 以自身信誉背书，向用户推荐商品。理论上，大部分 KOL 都不希望透支信誉，而是希望推荐质量好、符合自身调性的商品，实现可持续发展。但是，希望“捞一把就跑”的 KOL 大有人在，更不要说那些有组织、有套路的“营销大号”。当年的电视购物也曾风靡一时，也是因为商品良莠不齐而饱受诟病。在长期，如果网红带货平台不能解决上述问题，就可能非常迅速地迎来衰落。

快手、抖音、微信直播……网红带货的风潮才刚刚开始

- 在“网红带货”这个方兴未艾的模式当中，小红书既不是最早的，也不是步子最大的。2017 年，快手涉足直播功能，并初步尝试网红带货；2018 年，“快手小店”全面崛起，经过一年的野蛮生长，已经成为全国最大的内容电商平台之一。“快手小店”的货源有三种：第一是魔筷、有赞等去中心化电商服务商搭建的网店；第二是淘宝、拼多多两大电商平台内部的商品；第三是少量快手自营商品。我们估计，2019 年快手电商的 GMV 很可能达到 300-500 亿人民币，长期天花板应该不低于 2000 亿人民币。
- 大部分人没有料到快手也可以做电商带货：它的用户消费能力较低，大部分在低线城市乃至乡镇市场，而且内容光怪陆离、带着“蛮荒”感，缺乏精致的调性。然而，“蛮荒”也是一种调性，低线城市和乡镇的消费需求也不容小看！对于白牌标品、低毛利率商品、去库存商品来说，快手和拼多多一样，都是重要的出货渠道。何况，快手的高收入人群比例不大，但是绝对数量不小。严格的说，网红带货的春天是从快手开始的。

图表 3：快手小店，短视频平台做电商的一个伟大创举



来源：快手，国金证券研究所

- 2018年3月，淘宝直播登上手机淘宝第一屏，DAU迅速突破千万；同年，抖音在短视频和直播当中大规模进行电商带货；2019年4月，微信公众号首次尝试直播带货，5月开始允许所有公众号流量主带货。李佳琦、女神进化论……这些头部KOL可以用一场直播、一个VLOG吸引几千名买家、几百万GMV。现在，抖音直播带货还只洗了美妆一个品类的流量，微信公众号带货才刚刚开始，B站带货也只是渗透到少数头部UP主。可以想象，接下来1-2年必然是网红带货的黄金时代，各种模式、各种平台都有成功的机会。
- 对于垂直内容社区来说，这是最好的时代，因为它们的用户黏性、内容调性终于找到了最佳的变现点。对于自媒体和网红KOL来说，这也是最好的时代，因为他们可以更高效地变现自有流量，实现粉丝经济的利益最大化。对于传统电商平台来说，网红带货目前对它们有利——抖音、小红书带来的大部分交易行为仍然是在淘宝完成的；但是在长期，内容平台会不会自己去做电商（其实已经开始小规模地做了）？会不会更倾向于依赖中国有赞、微盟这样的去中心化电商SaaS服务商？我们拭目以待。

图表 4：几大直播带货平台的特色

名称	淘宝直播	快手直播	抖音直播	微信直播
带货开启时间	2016年	2018年	2018年	2019年
商品来源	淘宝/天猫	魔筷/有赞/淘宝/拼多多/快手	淘宝/天猫为主	微信小程序
DAU估算	3000万以上	1亿以上	1亿以上	不明
流量来源	手机淘宝第一屏	快手信息流	抖音播放页面	微信公众号
MCN参与度	较高	几乎没有	较高	一般
审核机制	非常严格	宽松	比较严格	严格
热门品类	服装/美妆/美食/珠宝	低毛利率/去库存商品	美妆	尚待观察

来源：公司官网，国金证券研究所整理

风险提示

- 监管风险；宏观经济风险；消费者审美疲劳；投资并购减值。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH