

小红书：优质UGC电商生态，内容、用户、变现多维提升

——传媒系列报告之 26

2021 年 08 月 20 日

推荐/首次

小红书

公司报告

根据商业模式的变化，小红书成立至今分为 3 个发展阶段：小红书成立初期探索“社区+自营电商”模式，并在自营跨境电商业务拓展取得一定成就；2017 年底-2019 年初，小红书战略由全力发展电商业务转变为发展为达人和素人用户发布商品使用心得的 UGC 社区，平台变现模式也逐步转变为广告服务为主；2019 年初至今，小红书持续深化社区生态建设，增强种草业务变现能力。

小红书当下的成功来源于商业模式转型。从早期全力发展电商业务转变为商品使用心得 UGC 社区，大力提升社区活跃度，凭借在美妆垂类的内容深耕，其用户体量和粘性均迎来跃升。适逢电商领域流量红利见顶，无论是平台方还是品牌方都需要新的、差异化、高效的长效流量增长方式，内容电商迎来发展契机。小红书克服了其他社交、电商平台难以激活 UGC 种草内容创作活力的痛点，凭借优质 UGC 内容生态，成为用户信任的消费决策平台。

小红书当下核心仍为夯实内容壁垒、做大流量池。小红书内容生态在泛生活化、视频化方面进展显著。内容扩展推动小红书在用户破圈增长上取得一定成绩。小红书未来仍然有望凭借优质的内容基础，实现用户增长。高质量、高粘性的活跃用户群体是小红书的核心优势，他们既是小红书生态中内容的消费者，也是活跃的分享者。

小红书商业化刚刚起步，正逐步加速。广告业务上，小红书获得的营销预算正逐步增长。小红书公域流量开发较早，搜索流量已经体现出一定的商业价值，但仍有平台发展红利助推；私域流量方面，小红书逐步深入推广笔记产业链，“专业号”体系有望成为重要支点，流量价值有望进一步开发。展望未来，小红书若想未来充分实现平台流量价值，进化核心是演变为商业平台，凭借优质用户群体和强大的心智影响力，直播电商或许是小红书完成商业闭环的突破点。

投资策略：

小红书有望从内容、用户、变现等多个维度持续提升。流量端，内容电商迎来发展机遇，成为新的流量增长点。供给端，供应链的成熟、消费群体的更迭以及营销渠道的变迁，以生活方式为中心的新消费崛起，催生大量新消费品牌。需求端，新一代年轻消费者崛起，中国消费者对于消费的需求正向追求独特体验方向升级。小红书有望凭借优质的内容基础和用户人群，成为新品牌种草阵地。

风险提示：（1）用户增长不及预期；（2）互联网监管（营销、数据安全等方面）趋严；（3）广告主投放意愿变化；（4）直播电商业务拓展进程缓慢。

公司简介：

小红书创立于 2013 年，是年轻人的生活方式平台，小红书以“Inspire Lives 分享和发现世界的精彩”为使命，用户可以通过短视频、图文等形式记录生活点滴，分享生活方式，并基于兴趣形成互动。截至到 2019 年 10 月，小红书月活跃用户数已经过亿，其中 70% 用户是 90 后，并持续快速增长。

（资料来源：公司官网）

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	/
总市值（亿元）	/
流通市值（亿元）	/
总股本/流通 A 股（万股）	/
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	/

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：石伟晶

021-25102907

shi_wj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518080001

分析师：辛迪

010-66554013

xindi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521070008

目 录

1. 小红书当下的成功来源于商业模式转型	5
1.1 小红书早期全力发展电商	5
1.2 商业模式转型助力小红书加速成长	5
1.3 增强“种草”业务变现能力	6
2. 小红书凭借优质 UGC 生态成为消费决策平台	7
2.1 内容电商崛起是小红书发展大背景	7
2.2 未能充分激活 UGC 内容生态是各大平台核心痛点	9
2.3 小红书凭借优质 UGC 生态成为消费决策平台	15
3. 小红书内容拓圈顺利	16
3.1 内容泛生活化发展	16
3.2 内容视频化趋势显著	19
3.3 小红书直播提升平台互动氛围	19
4. 小红书优质用户群体破圈增长	20
4.1 小红书坐拥优质活跃用户群体	20
4.2 用户破圈增长	21
5. 小红书具备广阔商业化空间	22
5.1 小红书营销获得品牌商青睐	22
5.2 小红书公域流量开发处于初级阶段	24
5.3 直播电商成为小红书完成商业闭环突破点	25
6. 投资策略	27
7. 风险提示	28
相关报告汇总	29

插图目录

图 1： 小红书早期电商业务发展情况	5
图 2： 小红书策略调整	6
图 3： 小红书月活用户增长情况	6
图 4： 小红书日活/月活	6
图 5： 小红书月活情况（万）	7
图 6： 中国手机网民规模（万）	7
图 7： 网络购物 APP 用户规模及渗透率	7
图 8： 阿里巴巴移动端 GMV 及收入占比情况	8
图 9： 阿里巴巴单个月活成本	8
图 10： 中国移动购物人群年龄分布（2018 年 4 月）	8
图 11： 各年龄段移动购物群体增速（2018 年 4 月）	8
图 12： 90 后、00 后线上消费能力（2019 年 5 月）	9
图 13： 90 后、00 后线上应用二级行业渗透率	9

图 14: 移动购物行业月人均使用时长 (分钟)	9
图 15: 短视频行业月人均使用时长 (分钟)	9
图 16: 淘宝内容生态建设	10
图 17: 张大奕网店 GMV (百万元)	11
图 18: 张大奕网店营收 (百万元)	11
图 19: 微信公众号生态发展情况 (万)	12
图 20: 微信用户使用公众号时长分布 (2019 年 2 月)	12
图 21: 2019 上半年微信公众号粉丝数量分布	12
图 22: 2015-2018 年蘑菇街与小红书 MAU 对比 (万)	13
图 23: 小红书流量分发模型	15
图 24: 中国用户使用小红书的目的	15
图 25: 2019 年小红书 TOP10 垂类 KOL 数量占比	16
图 26: 2020 年小红书部分领域内容生产与消费情况	18
图 27: 2021 年天猫 618 细分行业 TOP1 的新消费品牌 (部分)	18
图 28: 2020 年小红书视频内容发展历程	19
图 29: 小红书带货直播场均商品量	20
图 30: 小红书直播互动率	20
图 31: 小红书活跃用户性别比例	20
图 32: 小红书活跃用户年龄比例	20
图 33: 小红书和 B 站日活/月活	21
图 34: 小红书活跃用户年龄比例	21
图 35: 微博、抖音、快手 TOP10000 账号粉丝男女比例	21
图 36: 小红书 2020 年活跃用户增速	21
图 37: 2020 年小红书变现模式	22
图 38: 美妆类产品在不同平台投放占比变化	22
图 39: 广告主 KOL 投放价值增速 (2019vs2020E)	22
图 40: 小红书推广笔记数量 (部分时段, 单位: 万)	23
图 41: 小红书推广笔记平均互动量 (点赞、评论、收藏)	23
图 42: 2021 年 1-7 月小红书推广笔记结构变化	23
图 43: 小红书用户搜索行为	25
图 44: 小红书合作品牌数变化	25
图 45: 直播电商市场规模 (亿)	26
图 46: 2020 年各大平台直播电商 GMV (亿元)	26
图 47: 三大平台直播电商场均客单价 (元)	26
图 48: 小红书带货直播场均客单价	26
图 49: 小红书带货直播场均客单价	27
图 50: 各大平台千万级别以上 KOL 带货转化率	27
图 51: 小红书已公开投资历程	27

表格目录

表 1： 微信公众号成为流量主的门槛变迁	13
表 2： 电商平台/社区内容电商生态（2017-2018 年）	14
表 3： 小红书商业化探索—品牌推广部分	24

1. 小红书当下的成功来源于商业模式转型

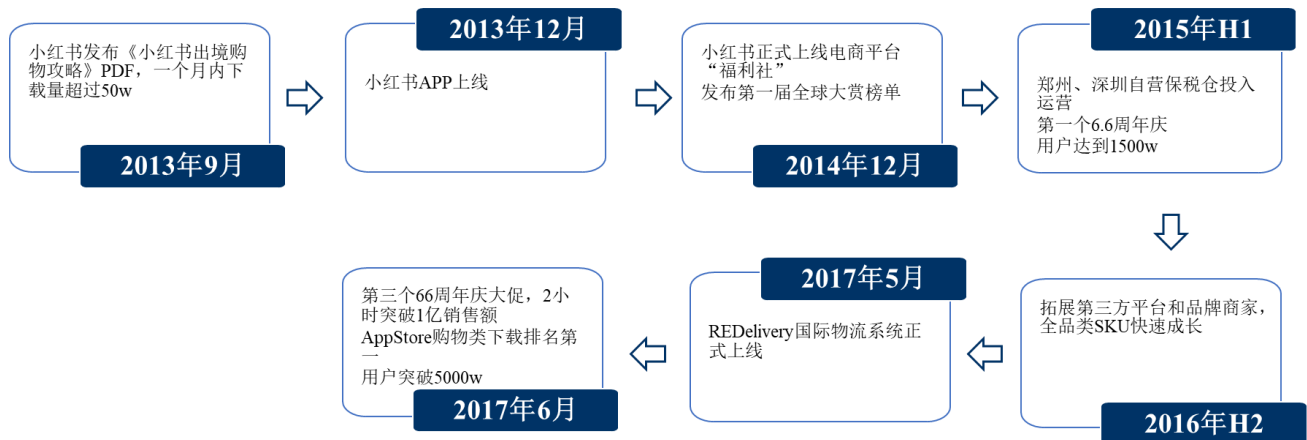
根据商业模式的变化，小红书成立至今分为 3 个发展阶段：

1.1 小红书早期全力发展电商

小红书成立初期探索“社区+自营电商”模式。2013 年-2017 年是小红书早期发展阶段，2013 年 12 月，小红书 APP 上线，初步建立 UGC 海外购物垂直内容社区。2014 年底起，小红书开始依靠电商变现，小红书发展自营跨境电商“福利社”，并在供应链、SKU 等方面逐步完善。

小红书成立初期自营跨境电商业务拓展取得一定成就。2016 年小红书“6.6 大促”商品 SKU 超过 1 万种；2017 年“6.6 大促”SKU 达到 15 万种，2 小时销售额突破 1 亿元。

图1： 小红书早期电商业务发展情况



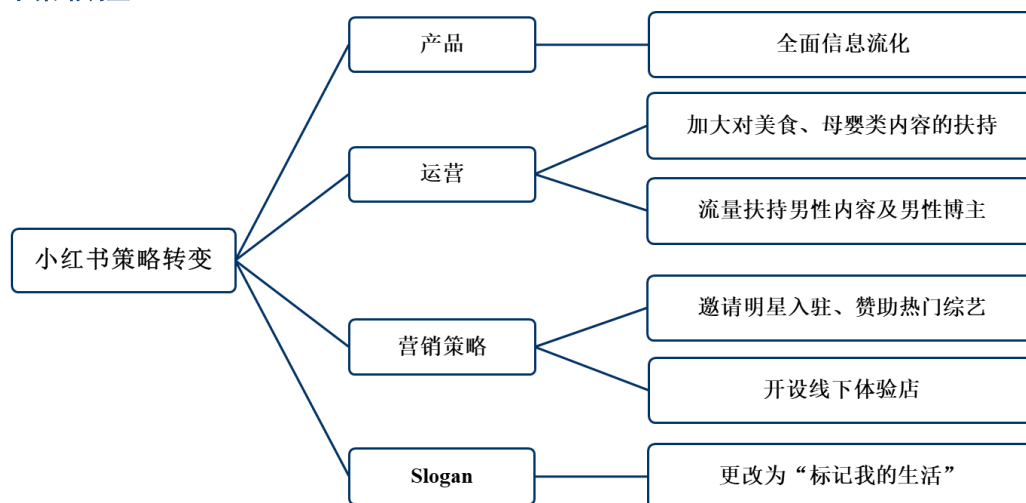
资料来源：小红书官网，东兴证券研究所

1.2 商业模式转型助力小红书加速成长

2017 年底-2019 年初，小红书战略由全力发展电商业务转变为达人和素人用户发布商品使用心得的 UGC 社区，平台变现模式也逐步转变为广告服务为主。2017 年底小红书从产品、运营，到营销策略等方面都发生了明显变化，提升社区活跃度成为其第一目标：

- 1) 产品上，小红书开始全面信息流化；
- 2) 运营上，除了美妆品类，小红书加大了对美食、母婴类内容以及男博主的扶持力度，吸引增量用户；
- 3) 营销上，小红书的动作包括邀请明星入驻、赞助热门综艺以及开设线下体验店 REDhome 等。2017 年起，林允、范冰冰等数十位明星“美妆博主”先后入驻小红书，同时小红书通过联名赞助爆款综艺《偶像练习生》和《创造 101》，收获了大量新用户；
- 4) 2018 年 1 月，小红书 slogan 更改为“标记我的生活”。

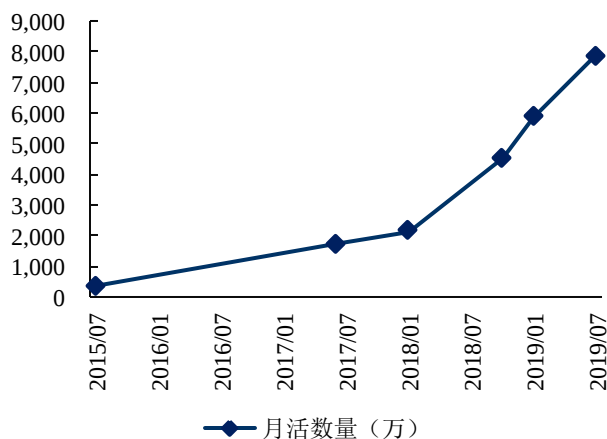
图2：小红书策略调整



资料来源：Quest Mobile，东兴证券研究所

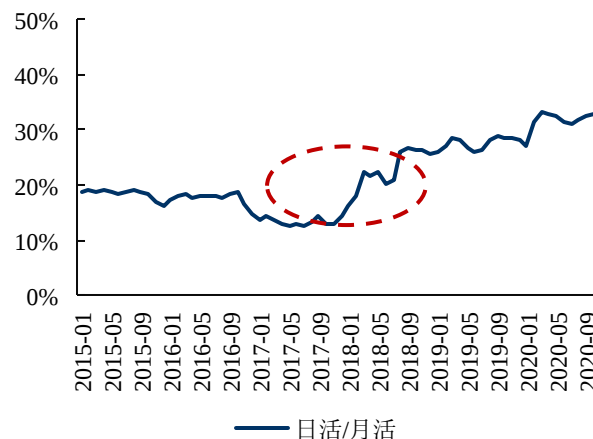
小红书用户数量和粘性大幅提升。明星效应下，小红书用户数量得以迅速增长：2019 年 7 月，小红书月活突破 1 亿。在用户粘性上，小红书 DAU/MAU 在 2018 年提升并维持在 20% 以上，超过了当时和小红书用户群体及业务类似的蘑菇街。

图3：小红书月活用户增长情况



资料来源：Quest Mobile，东兴证券研究所

图4：小红书日活/月活



资料来源：Quest Mobile，东兴证券研究所

1.3 增强“种草”业务变现能力

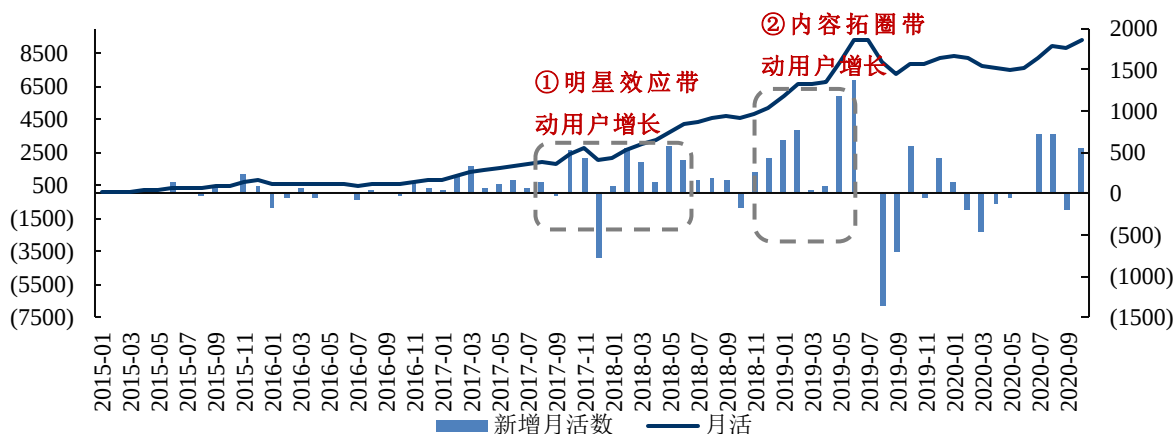
2019 年初至今，小红书持续深化社区生态建设，增强“种草”业务变现能力。2019 年 2 月，小红书进行企业架构调整，宣布将原社区电商事业部升级为“品牌号”部门，与社区品牌体系与自营电商业务平级，标志着小红书从电商平台到品牌推广平台的正式转型：

1) 四大举措加强“种草”业务的商业变现能力。2019 年初-2020 年初，小红书陆续上线品牌合作人平台、品牌号、直播及“薯条”四大功能；

2) 内容品类多样化，加速拓圈。小红书逐步从最初的美妆为单一最大垂类拓展为包含美食、家居装修、健身、旅行和时尚等泛生活品类的内容社区；

3) “啄木鸟”计划优化社区生态。2020 年 9 月，小红书正式启动“啄木鸟”计划，针对虚假推广行为进行专项严打，进一步规范社区生态、保障用户体验。

图5：小红书月活情况（万）



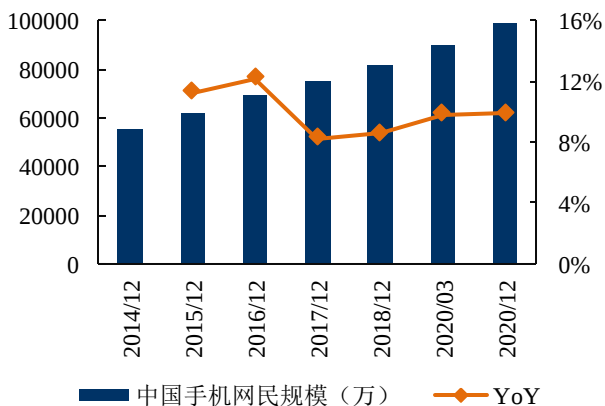
资料来源：Quest Mobile，东兴证券研究所

2. 小红书凭借优质 UGC 生态成为消费决策平台

2.1 内容电商崛起是小红书发展大背景

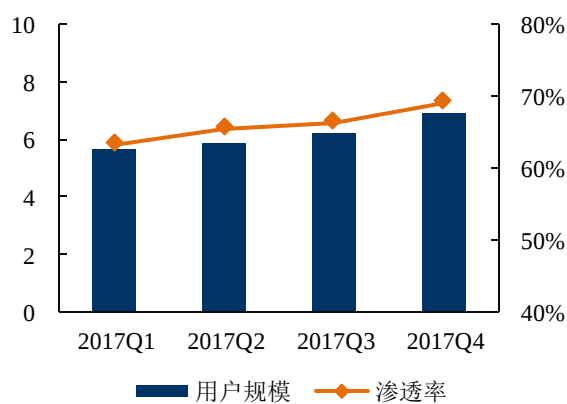
传统电商领域流量红利见顶。2017 年起，中国手机网民增长速度落入 10% 以下区间，行业流量增长遇到瓶颈。尤其是传统电商领域，大部分市场份额被淘宝（天猫）、京东等头部应用垄断。据极光大数据，截至 2017 年底电商领域用户渗透率已经高达 69.9%，而后每年的渗透率维持在 4-5% 左右的低速增长。

图6：中国手机网民规模（万）



资料来源：CNNIC，东兴证券研究所

图7：网络购物 APP 用户规模及渗透率



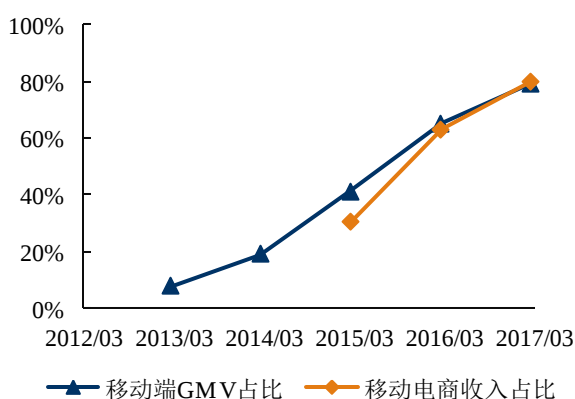
资料来源：极光大数据，东兴证券研究所

平台端，传统电商平台获客成本高企。面临移动互联网流量增长瓶颈及新兴电商形态崛起，传统电商平台获客成本不断升高：以阿里巴巴为例，在2017财年阿里巴巴来自移动端的GMV占比达到79%、收入占比达到80%之后，渗透率提升空间显著压缩。相比之下是获客成本增长显著：阿里巴巴单MAU营销费用由2014财年的18元提升至2018财年的近50元，且仍在不断上升。

注：单新增MAU成本=当年营销费用/当年新增MAU。

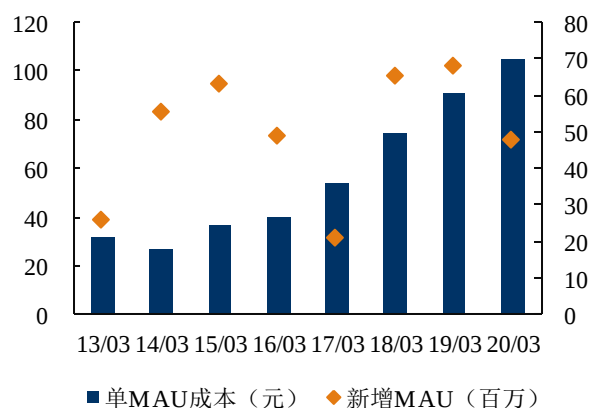
品牌端，品牌方流量获取成本不断提升。对于品牌商来说，同质化竞争愈加白热化，通过传统的竞价排名、秒杀、满减、优惠券等方式进行曝光和转化的成本不断增加，但销售转化率却在逐步下降。

图8：阿里巴巴移动端GMV及收入占比情况



资料来源：阿里巴巴年报，东兴证券研究所

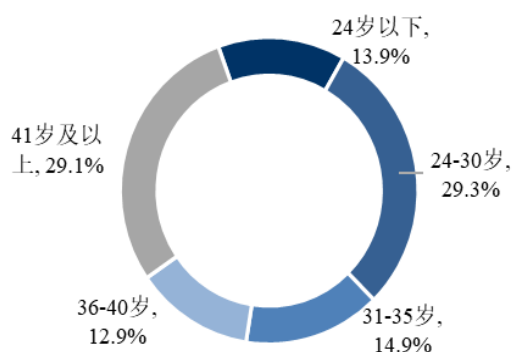
图9：阿里巴巴单个月活成本



资料来源：阿里巴巴年报，东兴证券研究所

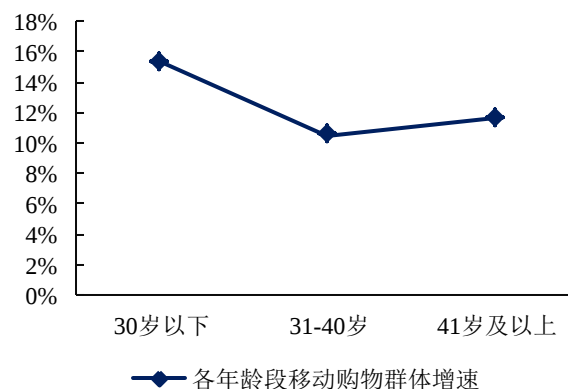
用户端，更为重视购物体验的年轻一代成为电商平台的增长主力。据易观，2018年4月，30岁及以下的移动购物群体的增速最快，在整体移动网购人群中的占比达到43.2%。年轻群体崛起，成为移动购物主力人群，他们购物欲望强烈，线上购买力较强，但网络行为更加娱乐化、社交化，纯粹的购物流程难以满足他们的需求。

图10：中国移动购物人群年龄分布（2018年4月）



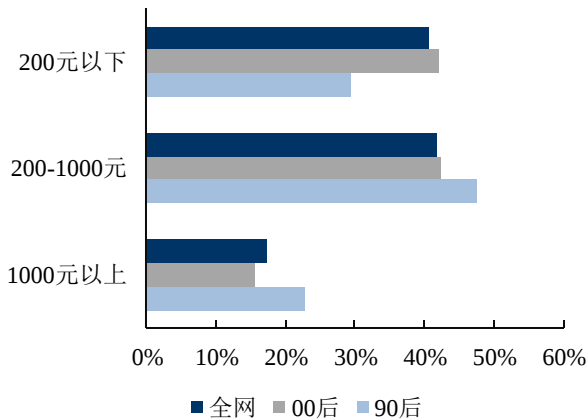
资料来源：易观，东兴证券研究所

图11：各年龄段移动购物群体增速（2018年4月）



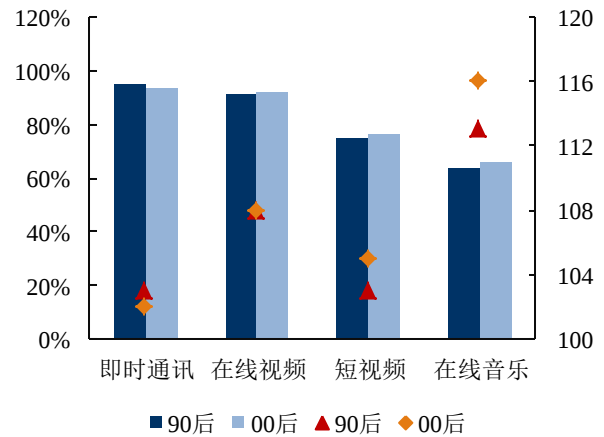
资料来源：易观，东兴证券研究所

图12：90 后、00 后线上消费能力（2019 年 5 月）



资料来源：Quest Mobile，东兴证券研究所

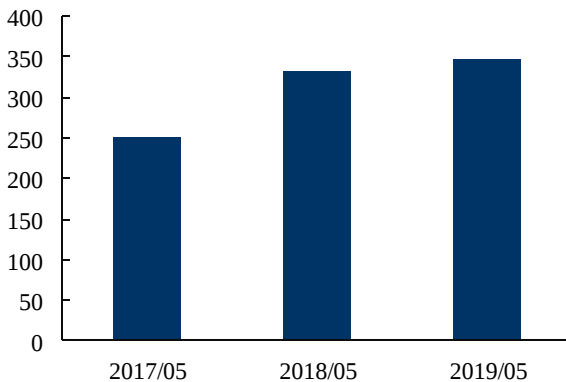
图13：90 后、00 后线上应用二级行业渗透率



资料来源：Quest Mobile，东兴证券研究所
数据时间为 2019 年 5 月

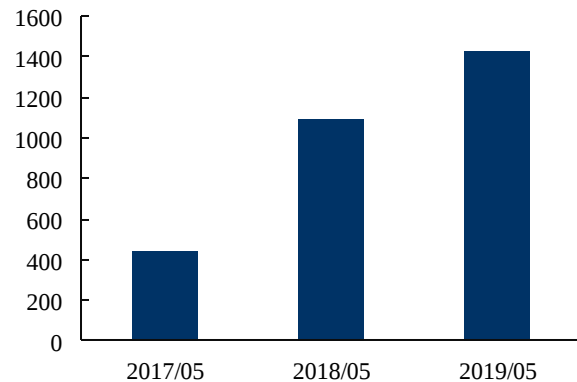
可以从流量转换的角度理解小红书的崛起背景。移动互联网流量红利逐步放缓，用户注意力被多个碎片化入口分散，增量市场聚焦于对注意力资源的争夺。无论是平台方还是品牌方都需要新的、差异化、高效的流量增长方式。优质内容成为获取用户关注、提升用户粘性、争夺用户注意力的关键，内容电商有助于平台和品牌端获取长效流量。

图14：移动购物行业月人均使用时长（分钟）



资料来源：Quest Mobile，东兴证券研究所

图15：短视频行业月人均使用时长（分钟）



资料来源：Quest Mobile，东兴证券研究所

2.2 未能充分激活 UGC 内容生态是各大平台核心痛点

传统的电商平台和传统社交平台在内容电商/种草类内容运营上存在诸多痛点。电商平台内容生态的完善与否成为决定平台能否吸引年轻购物群体的重要竞争力，内容电商平台可以从内容丰富度、内容可信度和社区氛围三个维度进行评价。

内容电商的使命在于以优质内容为切入点，达成“品”“效”合一的营销效果，在促成用户购买行为的同时，获得用户对品牌的认可，培养用户忠诚度。即，运营好内容电商平台（或其他具备电商导购功能的内容平台

/社区)不仅需要丰富的、符合年轻购物群体调性的种草类内容,还需要获得用户共鸣与信任。同时,平台自身要保持连贯的“种草能力”,需要源源不断的优质内容进行补充,这就要求平台能够营造和保持鼓励用户不断积极参与的社区创作氛围。

注:以下分析均考虑 2017-2018 年情况,当前部分平台情况已发生变化。

2.2.1 淘宝

2016 年起,内容化成为淘宝的重要方向,淘宝主要通过对外投资及站内生态升级两大手段加大内容布局:对外,阿里巴巴投资了微博、优酷土豆、影视公司、小红书等;对内,淘宝推出了淘宝头条、淘宝直播、淘宝二楼《一千零一夜》、社区、爱逛街、有好货等以商品推荐分享为主的 UGC 和 PGC 栏目。

图16: 淘宝内容生态建设



资料来源:七麦数据,“第一财经”报道,东兴证券研究所

1) 内容丰富度:形式上,淘宝内容体系覆盖了图文、短视频、直播等多种形式,较为完备;内容生产模式上,淘宝内容体系更为偏向 PGC 而相对缺乏 UGC 内容,淘宝很早开始便与专业 MCN 机构合作,参与淘宝二楼《一千零一夜》视频节目,且微淘、淘宝直播、淘宝头条的创作者多为媒体、商家和机构达人;从内容深度和广度来讲,淘宝内容多以商品为核心,创作存在一定局限;

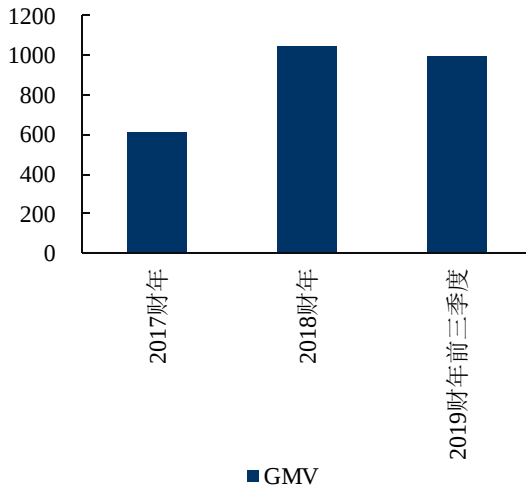
2) 可信度:由于 UGC 内容的缺乏、种草内容多以商品为核心等原因,淘宝种草内容较难引起用户共鸣和信任感;

3) 社区氛围:参与门槛较高,如在短视频方面,2017 年淘宝公域短视频只接受达人、红人和机构产出的优质视频;同时淘宝做内容是从交易维度出发(如微淘、好物点评团等),缺乏互动,普通用户参与程度较低,缺乏内容造血能力。

2.2.2 新浪微博

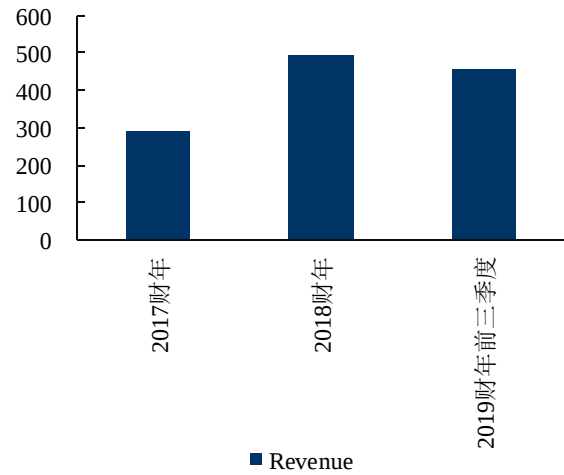
2013 年 4 月 29 日,阿里巴巴 5.83 亿美元入股新浪微博。阿里的投资让微博抢占了社交电商先机,在很长一段时间内,新浪微博成为淘宝店铺通过网红博主与粉丝进行互动、内容分发以及新品上线的宣传阵地,WIS、吾欢喜的衣橱(张大奕)等品牌借助新浪微博内容生态迅速成长。

图17：张大奕网店 GMV（百万元）



资料来源：如涵招股书，东兴证券研究所

图18：张大奕网店营收（百万元）



资料来源：如涵招股书，东兴证券研究所

1) 内容丰富度：形式上，新浪微博平台内容图文为主，长/短视频和直播生态发展相对滞后；内容生产模式上，PGC 和 UGC 兼有，但种草类内容以头部作者为主；从内容深度和广度来讲，在种草内容方面侧重于直接的商品推荐，偏“硬广”；

值得一提的是，新浪微博很早便通过投资涉足直播和视频业务。但合作模式上，新浪微博允许所投资平台分享内容到微博，平台通过微博流量获得收入，新浪微博仅从中获取分成收益，自身较少探索视频内容；

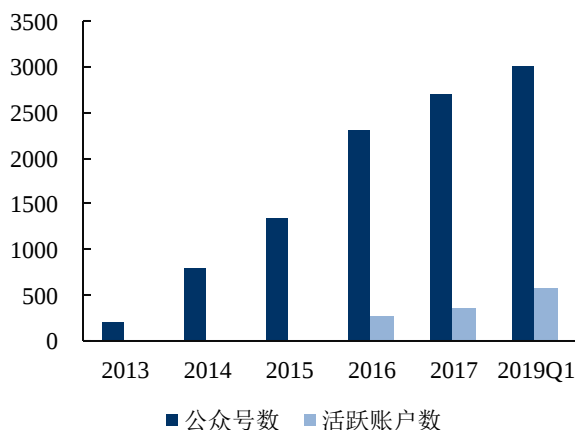
2) 可信度：UGC 内容以及微博内的“粉丝”氛围使新浪微博种草内容在可信度上加以提升，但新浪微博内容泛娱乐化，平台偏媒体性质，“硬广”泛滥，销售意味较重，对平台生态和氛围存在一定影响；

3) 社区氛围：内容创作门槛较低，创作氛围活跃；但新浪微博的流量体系以各类大 V 为核心，曝光重点在于上热门、进热搜，作为种草内容生产者，普通用户生产的内容曝光量较低，得到的反馈有限。

2.2.3 微信公众号

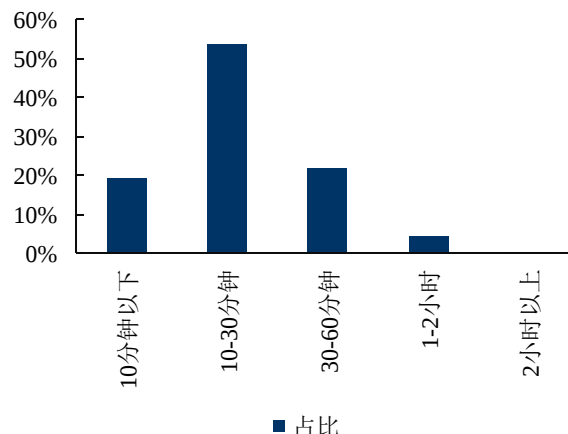
微信公众号流量基础强大，2017 年，活跃微信公众号数已增至 350 万，月活为 7.97 亿，占据了大量的用户时长，因此成为品牌营销的重要阵地。HFP（HomeFacialPro）、乐纯酸奶、黎贝卡的异想世界、YSL 星辰口红等品牌/单品依托微信内容生态出圈。

图19：微信公众号生态发展情况（万）



资料来源：公司官网，中国产业信息网，TalkingData，东兴证券研究所

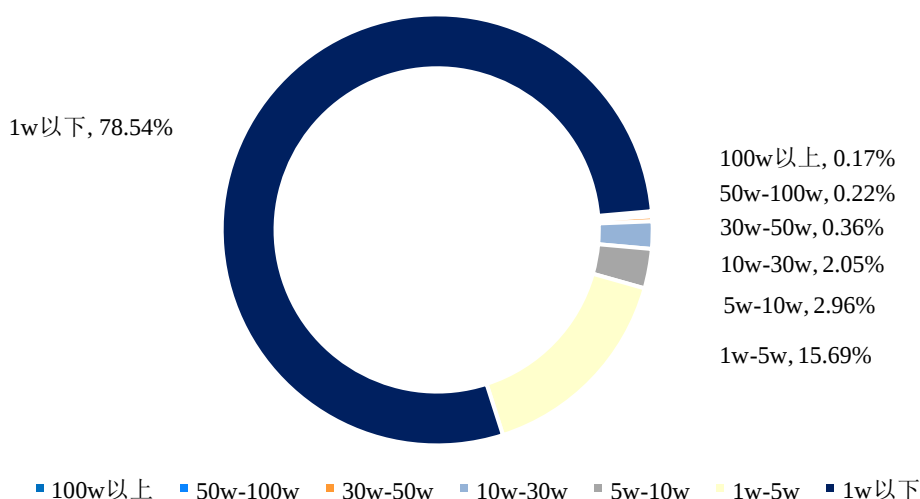
图20：微信用户使用公众号时长分布（2019年2月）



资料来源：Questmobile，东兴证券研究所

1) 内容丰富度：形式上，微信公众号内容平台图文居多，而且大多为长文，阅读门槛较高，平台内的长/短视频和直播生态发展也相对滞后；内容生产模式上，微信内容生态 PGC 内容远大于 UGC 内容；从内容深度和广度来讲，微信种草内容兼具直接推荐商品的“硬广”和内容营销的“软文”；

图21：2019上半年微信公众号粉丝数量分布



资料来源：西瓜数据，东兴证券研究所

2) 可信度：“软文”内容的补充使其在可信度上进一步提升；

3) 社区氛围：创作门槛较高，在微信体系内参与内容创作，需要开通公众号，不利于 UGC 内容产生，而接入广告内容，则有更高的门槛：2019年5月之前，粉丝数 5000 以下的公众号无法成为流量主。同时，微信流量体系仍然是以头部 PGC 作者为核心，除非是阅读量 10w+ 的爆款文章可以在“刷屏”转发中出圈，在用

户不使用微信搜索功能的情况下，其他内容很难触达非订阅用户群体，普通用户进行内容生产在传播和互动方面难以得到正反馈。

表1：微信公众号成为流量主的门槛变迁

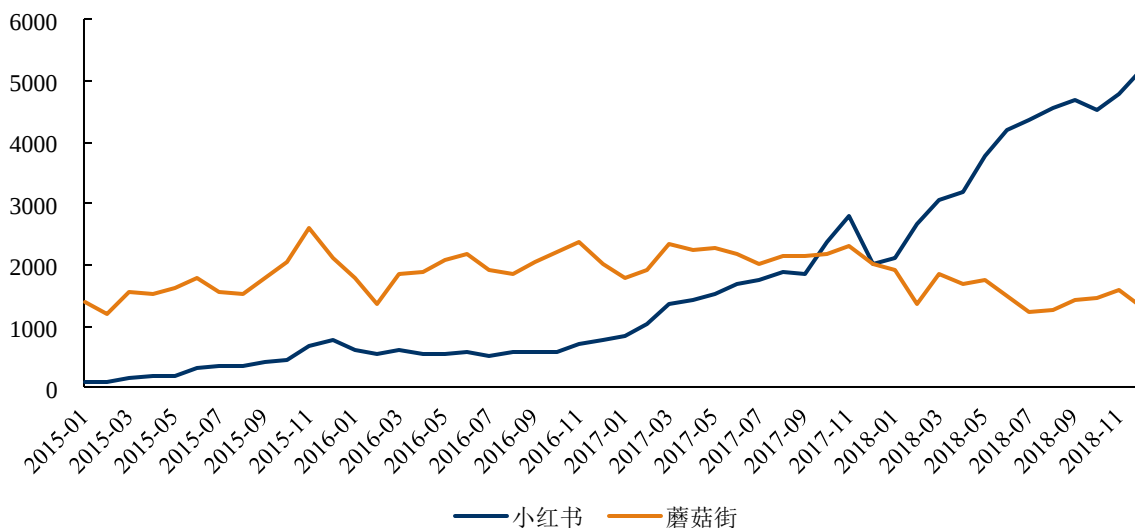
时间	流量主门槛
2014 年 6 月 18 日	开始内测，粉丝超过 500 人的公众号均可提供广告展示服务，成为流量主
2014 年 7 月 7 日	开始公测，用户数 10 万以上的公众号可开通流量主功能
2014 年 9 月 11 日	公测结束，标准降为 5 万粉丝
2016 年 3 月 21 日	未开通原创功能的公众号流量主功能开通门槛将由原来的 5 万粉丝降低至 2 万 已开通原创保护功能的公众号门槛为 1 万粉丝
2017 年 2 月 22 日	企业号和个人号只需拥有 5000 粉丝即可申请开通流量主，且不再区分原创与非原创的粉丝门槛
2019 年 5 月 13 日	公众号流量主的开通门槛从关注用户 5000 人降低为 500 人
2019 年 5 月 31 日	原创流量主分成比例调整至 70%，不设上限

资料来源：微信官网，东兴证券研究所

2.2.4 蘑菇街

蘑菇街是创立于 2011 年的时尚内容社区，早期主要业务为给淘宝进行导流，是电商导购行业的先行者。在遭遇淘宝平台“封杀”后，2013 年开始发展电商业务，2014 年开启社交电商业务。2016 年，蘑菇街与美丽说合并，当年估值达到 30 亿美金。据蘑菇街招股书，2018 年 Q3 平台移动平均 MAU 达到 6260 万。

图22：2015-2018 年蘑菇街与小红书 MAU 对比（万）



资料来源：QuestMobile，东兴证券研究所

- 1) 内容丰富度：形式上来，蘑菇街不仅包含图文和短视频等形式，且是业内最先上线直播电商内容的平台¹；内容生产模式上，主要为 PGC（平台编辑团队）+UGC，蘑菇街 UGC 生产者内容为平台认证的时尚达人，截至 2018 年 Q3，蘑菇街平台时尚达人数量超过 48,000 名；从内容深度和广度来讲，时尚穿搭建议、产品测评、明星街拍、品牌试衣间等，种草内容丰富，品类偏女装为主；
- 2) 可信度：时尚达人兼具具象的人设和一定专业能力，增强种草内容可信度；
- 3) 社区氛围：平台能够参与主要种草内容创作的时尚达人，通常为视频直播主持人、时尚偶像、模特、摄影师和其他 KOL，且平台短视频内容需要经过筛选，对于普通用户来说，蘑菇街的 UGC 内容创作仍然存在门槛；普通用户参与内容生产的方式主要为在线评论和购买反馈，对于真正“种草”内容的创作参与较少。

2.2.5 未能充分激活 UGC 种草内容创作是各大平台核心痛点

未能充分激活普通用户进行内容创作是各大平台的核心痛点。根据以上对比可以发现，淘宝、微博、微信公众号以及蘑菇街等平台，在种草业务上均存在痛点，包括创作门槛较高、可信度较低、流量分配方式难以激励创作者、互动氛围不足等，其中最为核心的问题就是没有激活普通用户的创作和参与热情。

表2：电商平台/社区内容电商生态（2017-2018 年）

	淘宝	微博	微信公众号	蘑菇街
形式	内容体系完备 图文、短视频、直播等多种形式	图文居多，平台内的长/短视频和直播生态发展相对滞后	图文居多，而且大多为长文，阅读门槛较高，平台内的长/短视频和直播生态发展相对滞后	包含图文、短视频及直播等形式 业内最先以直播电商形式开展带货的平台
内容丰富度	内容生产模式 偏向 PCG，相对缺乏 UGC 很早开始与专业 MCN 机构合作，创作者多为媒体、商家和机构达人，	PGC 和 UGC 兼有 种草类内容以头部作者为主	PGC 远大于 UGC 成为流量主有一定的粉丝数限制，2017 年 2 月以前，将近 80% 的公众号无法接广告	PGC（平台编辑团队）+UGC（时尚达人）
内容深度和广度	以商品为核心，创作存在一定局限性 可信度较低 UGC 内容的缺乏	种草内容方面侧重于直接的商品推荐，偏硬广 可信度上加以提升 UGC 内容的补充+平台内“粉丝”氛围	直接推荐商品的硬广和内容营销的“软文”兼有 可信度上进一步提升 “软文”内容的补充使微信种草在可信度上进一步提升	种草内容丰富，品类偏女装为主 可信度较强 时尚达人兼具具象的人社和一定专业能力
可信度	围绕商品发展内容，创作者缺乏真实人设	但平台偏媒体性质，内容泛娱乐化，硬广泛滥对平台生态、氛围存在一定影响		
创作门槛	创作门槛较高	创作门槛较低，创作氛围活跃	创作门槛较高	对于普通用户来说，蘑菇街的 UGC 内容创作仍然存在门槛
社区氛围	创作激励与反馈 普通用户参与内容创作程度较低，自身内容造血能力较弱	流量体系以各类大 V 为核心，普通用户生产的内容曝光量较低，得到的反馈有限	流量体系以头部 PGC 作者为核心，普通用户的内容生产难以得到正反馈	普通用户参与内容生产的方式主要为在线评论和购买反馈，参与感提升，但对于真正“种草”内容的创作参与较少

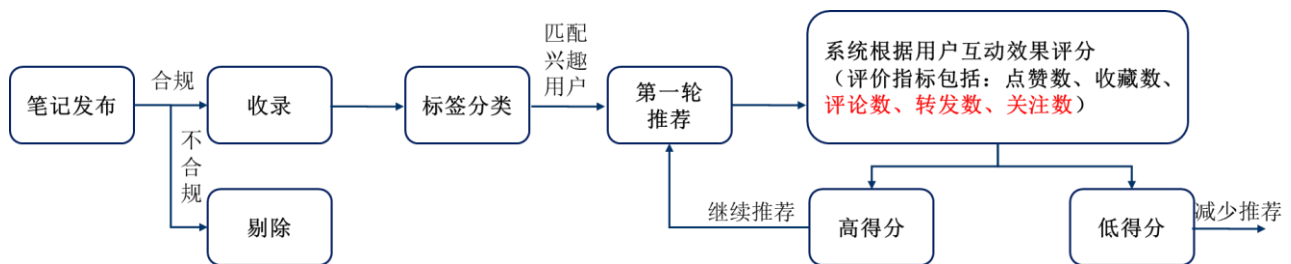
¹ 据《毕马威-电商行业：迈向万亿市场的直播电商》，淘宝直播于 2015 年 12 月开始试运行，并首次提出“主播直播卖货”的形式，但淘宝直播 2016 年 5 月才成立，而 2016 年 3 月，本身有网红资源的蘑菇街已上线视频直播功能。

资料来源：七麦，淘宝 APP，微信 APP，腾讯控股、微博、蘑菇街公司公告，东兴证券研究所整理

2.3 小红书凭借优质 UGC 生态成为消费决策平台

小红书内容创作门槛较低，流量分发机制友好。小红书设计了便利的内容发布工具，通过滤镜、标签、贴纸等辅助工具帮助用户进行内容创作，围绕图片美化不断提升用户体验及降低 UGC 门槛，同时通过内容规范制定、设置特定话题等，引导非专业用户进行内容生产。在流量分发机制上，小红书以用户标签和内容标签智能分发为主，重内容轻粉丝。在小红书里，只要笔记原创度和互动率够高，就有机会获得更多的推荐流量和曝光，对创作者尤其是素人创作者更为友好。

图23： 小红书流量分发模型

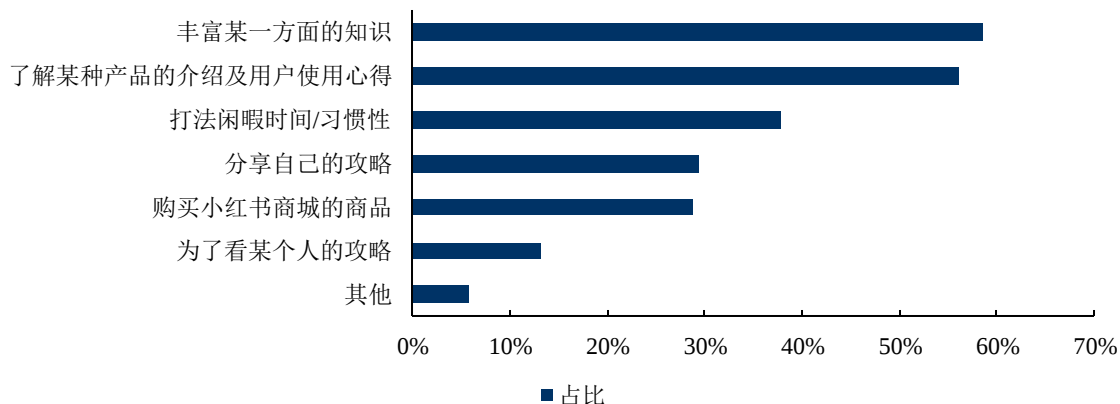


资料来源：微播易，东兴证券研究所整理

小红书 UGC 生态繁荣。小红书官方数据显示，截至 2021 年 3 月底，小红书月活用户超过 1 亿，平台上内容创作者超过 4300 万，笔记发布量超过 3 亿篇。2020 年，小红书每天产生超 100 亿次的笔记曝光（2019 年为 45 亿次），日均产生近 1 亿次搜索行为。

小红书成为用户信任的消费决策平台。小红书由购物攻略类平台起家，社区的核心内容即为“关于好物的分享”，奠定平台种草属性。对于用户端，大量 KOC 和素人博主的参与，将诸多的商品、技能以生活化的方式进行呈现，使得小红书逐渐成为用户所信任的消费决策平台。对于广告主端，依托优质内容，即使长尾账号也能产生高度曝光和种草效果，提升品牌投放回报率。

图24： 中国用户使用小红书的目的



资料来源：艾媒数据中心，东兴证券研究所

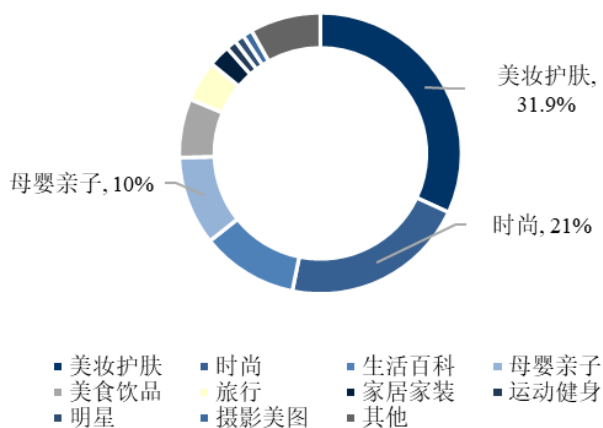
样本量：1905 时间：2020 年12 月

3. 小红书内容拓圈顺利

3.1 内容泛生活化发展

小红书笔记为女性用户购物消费提供攻略。美妆护肤、时尚、母婴亲子等品类的笔记占据较大比重。艾媒咨询数据显示，2019 年小红书美妆护肤类 KOL 占比最高，达 31.9%；其次为时尚类 KOL，占比为 21.3%。

图25：2019 年小红书 TOP10 垂类 KOL 数量占比



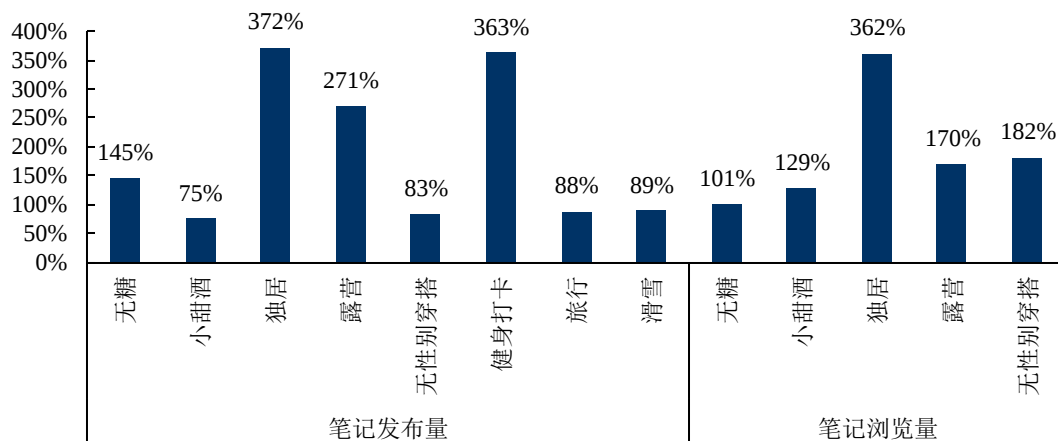
资料来源：艾媒咨询，东兴证券研究所

小红书内容生态由美妆等品类拓圈至泛生活品类。小红书平台上的旅行、健身、家居装修等笔记数量增长迅速。

- 2020 年，小红书社区美食类笔记发布量同比上一年增长 230%，其中 2020 年 2 月美食类消费 DAU 一度超过美妆，成为当月第一大内容垂类；
- 2020 年，小红书独居、健身打卡和露营相关笔记发布量同比增长 372%、363%和 271%，独居、露营和“小甜酒”相关浏览量分别同比增长 362%、170%、129%；

- 2021 年 7 月 12 日，小红书宣布成为中央广播电视总台顶级赛事专项合作伙伴，入局奥运，在奥运期间推出多项独家内容，同时小红书社区内容负责人河童表示，在过去一年，小红书体育赛事笔记发布量同比增长 1140%，运动健身相关内容增长 300%。

图26：2020 年小红书部分领域内容生产与消费情况



资料来源：小红书官方公众号，东兴证券研究所

用户新需求及消费升级驱动小红书内容结构变化。（1）小红书原住民出现新的内容品类需求。据《Z世代生活方式新知》报告，相比上半年，2019H2 小红书 95 后用户关于“薅羊毛”的笔记平均发布量和阅读量分别增长 457.4%和 854.0%，对“旅游攻略”的搜索量增长 713.7%，阅读量增长 133.5%。（2）以生活方式为中心的新消费崛起。中国消费者对于消费的需求正升级至追求独特体验的生活方式消费。供应链的成熟、消费群体的更迭以及营销渠道的变迁，催生大量新消费品牌。据天猫数据，以销售额计，2021 年 618 期间共有 459 个新品牌拿下细分类目 TOP 1，其中大部分成立时间不足 3 年。完美日记、泡泡玛特、奈雪的茶相继 IPO，更多的新消费品牌正在爆发的路上。

图27：2021 年天猫 618 细分行业 TOP1 的新消费品牌（部分）



资料来源：天猫，东兴证券研究所

统计时段：2021.6.1-6.15

3.2 内容视频化趋势显著

小红书笔记顺应视频化趋势。互联网用户内容消费习惯加速由图文转向视频，小红书及时布局视频内容。早在 2016 年，小红书开始内测视频笔记功能，由单一的图文笔记模式向视频方向发展，之后陆续在视频内容时长和参与权限上不断放开。小红书视频内容生产和消费量保持高速增长：

- 2019 年前 11 个月，小红书社区单月视频笔记增长 265%，每个月约有 1 亿人次浏览 Vlog 内容，小红书视频笔记的互动率、涨粉率、曝光量分别为图文笔记的 1.2 倍、2.3 倍和 2.4 倍；
- 2020 年 4 月，近 6 个月视频笔记整体增长 223%，创作者（符合创作者中心条件）近 6 个月生产图文笔记是视频笔记数量的 1.27 倍，但视频笔记的播放量是图文笔记阅读量的 2.23 倍；97% 的创作者发布过视频笔记，视频笔记的平均点赞量、阅读量分别是图文笔记的 2 倍、3 倍。
- 截至 2020 年 4 月，从视频笔记的消费量来看，用户最喜欢观看视频品类 Top3 为文化娱乐、美食和日常生活，体育赛事和科技数码的消费量增长分别达到了 408% 和 279%。

注：以上数据均来自小红书创作者开放日。

图28：2020 年小红书视频内容发展历程

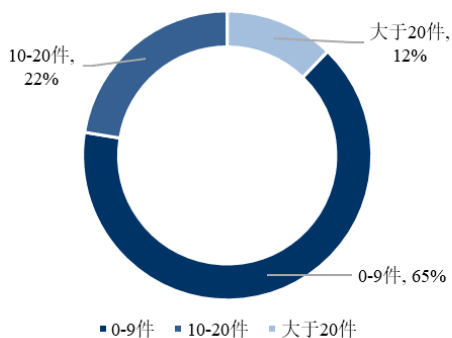


资料来源：小红书，界面新闻，东兴证券研究所

3.3 小红书直播提升平台互动氛围

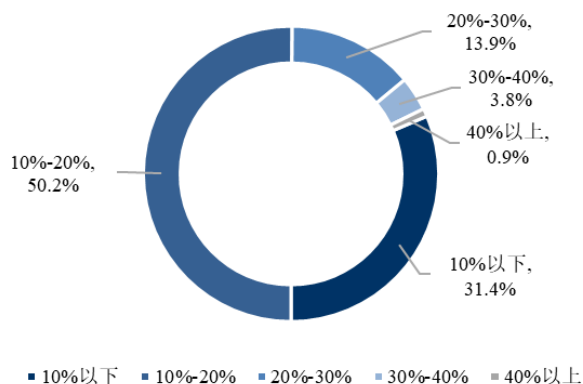
小红书直播模式提升 KOL 与用户之间的互动氛围。一方面，小红书直播用户互动意愿强，粘性高。2020 年 6-9 月，小红书直播互动率 10% 以上的场次占比过半。另一方面，小红书带货直播是分享式直播。小红书带货直播中，主播介绍选品较为详细，节奏相对平缓，更像是种草笔记的延伸，契合平台调性，因此小红书带货直播场均商品量较少。2020 年 6-9 月，超过 6 成小红书带货直播场均商品量不足 10 件。

图29：小红书带货直播场均商品量



资料来源：千瓜数据，东兴证券研究所
2020 年 6-9 月

图30：小红书直播互动率



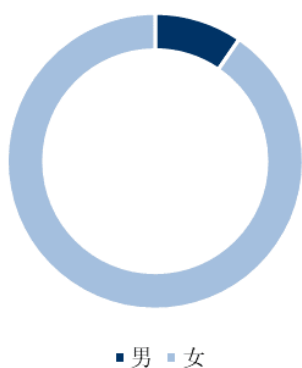
资料来源：千瓜数据，东兴证券研究所
2020 年 6 月-9 月

4. 小红书优质用户群体破圈增长

4.1 小红书坐拥优质活跃用户群体

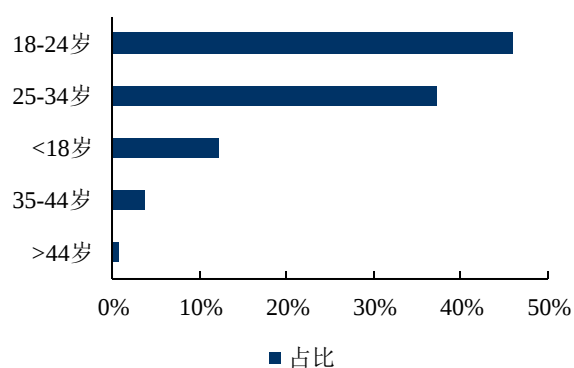
小红书用户群体消费能力较强。小红书用户呈年轻化趋势，截至 2021 年初，小红书 1 亿月活中，18-34 岁用户占比 83.31%，同时女性用户占比为 90.41%，超过 56% 的用户来自北上广深四大一线城市。

图31：小红书活跃用户性别比例



资料来源：千瓜数据，东兴证券研究所

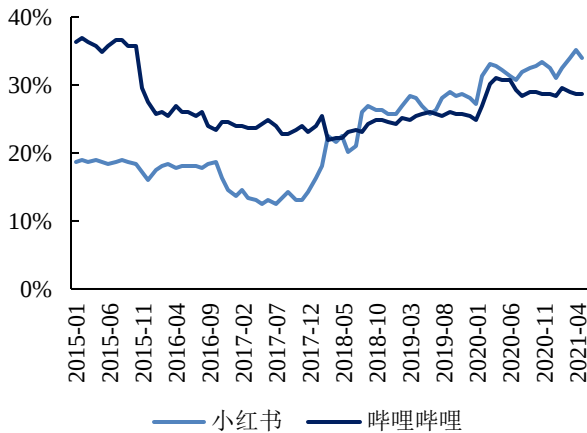
图32：小红书活跃用户年龄比例



资料来源：千瓜数据，东兴证券研究所

小红书用户粘性较强。据 QuestMobile，截至 2021 年 5 月，B 站日活/月活为 28.7%，而小红书日活/月活为 34.0%。用户时长方面，B 站用户日人均使用时长 88 分钟，小红书用户日人均使用时长达到 47 分钟，维持较快增长。

图33：小红书和B站日活/月活



资料来源：QuestMobile，东兴证券研究所

图34：小红书活跃用户年龄比例



资料来源：QuestMobile，东兴证券研究所

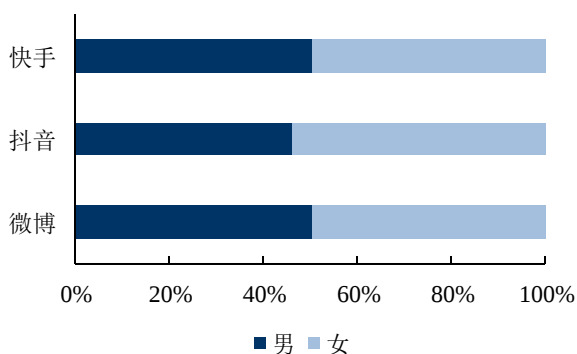
4.2 用户破圈增长

男性用户成为小红书用户破圈方向。截至2021年初，小红书月活用户超过1亿，但其中超过90%为女性用户，男性活跃用户占比远低于其他平台。抖音、快手、微博等互联网社区在用户规模超过亿级门槛后，男女比例通常都会持平。据克劳锐数据，抖音、快手和微博Top10000账号的粉丝男女用户比例基本为1:1。而小红书女性用户比例一度超过8成。

内容多品类发展与用户破圈增长相互促进。男性用户快速增长，2019年小红书男性活跃用户同比增速1550%（整体活跃用户增速540%），2021年8月小红书男性注册用户占比达到30%。男性用户对小红书社区内容多品类发展做出贡献：2019年男性用户发布最多的内容品类是家居装修、健身、旅行和时尚，相比女性用户，其中男性发布家装内容高约40%，健身内容高约160%。

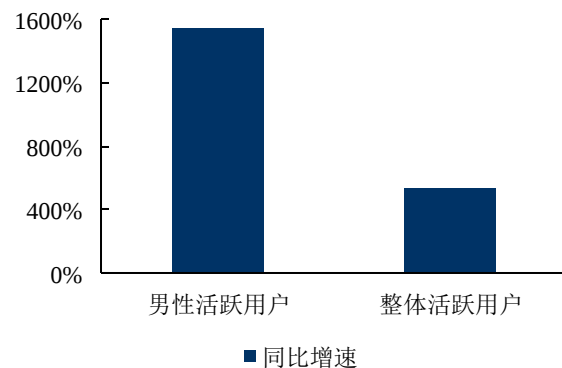
注：以上数据来自于2020年新榜大会、CBNData。

图35：微博、抖音、快手TOP10000账号粉丝男女比例



资料来源：克劳锐，东兴证券研究所

图36：小红书2020年活跃用户增速

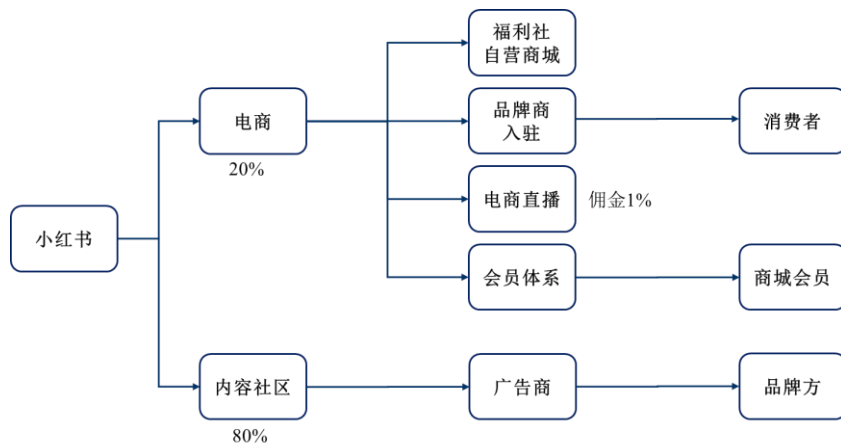


资料来源：Bili公司公告，东兴证券研究所

5. 小红书具备广阔商业化空间

当前，小红书变现模式主要为广告及电商。小红书兼具内容和电商双重体系，可以帮助广告主实现由种草到拔草的商业闭环。品牌商既可以通过广告投放的方式触达消费者，也可以通过小红书商城和小红书店铺直接向用户销售商品。据头豹研究院，2020 年小红书广告业务营收占比约 80%。

图37：2020 年小红书变现模式

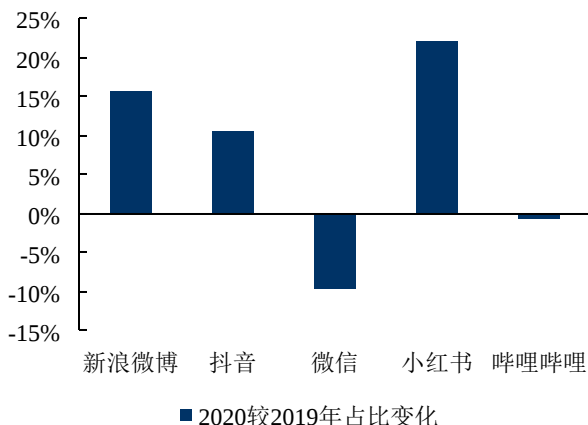


资料来源：界面新闻，头豹研究院，东兴证券研究所整理

5.1 小红书营销获得品牌商青睐

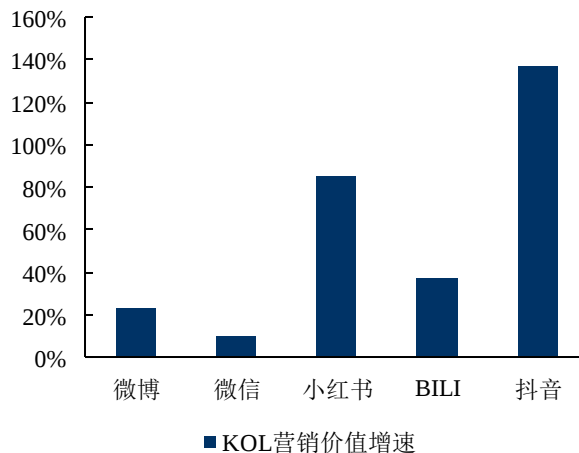
小红书营销获得品牌商青睐。一方面，小红书独特的种草属性缩短用户产生购买意愿的时间，成为重要的消费决策平台；另一方面，用户在完成购买后，反馈使用体会，自发形成二次传播。就美妆品类而言，相比于 2019 年，广告主 2020 年在小红书平台上营销预算分配占比提升 22pcts，增长显著。而对于 KOL 投放而言，小红书平台 2020 年投放价值增速 85%，仅次于抖音。

图38：美妆类产品在不同平台投放占比变化



资料来源：头豹研究院，东兴证券研究所

图39：广告主 KOL 投放价值增速（2019vs2020E）



资料来源：秒针研究院，东兴证券研究所

小红书推广笔记数量高速增长。据千瓜平台发布数据，2021 年 7 月相比于 2021 年年初，小红书平台推广笔记数量增长超过 200%；品类结构上，也由美妆类独大进一步发展为各品类均衡发展，服装、家电数码等品类推广内容占比提升至 14.2%、11.8%；推广笔记平均互动量（点赞、评论、收藏）也达到 116 次/篇。

注：笔记中带有品牌或者商品信息等相关内容，即被判定为推广笔记。

图40：小红书推广笔记数量（部分时段，单位：万）

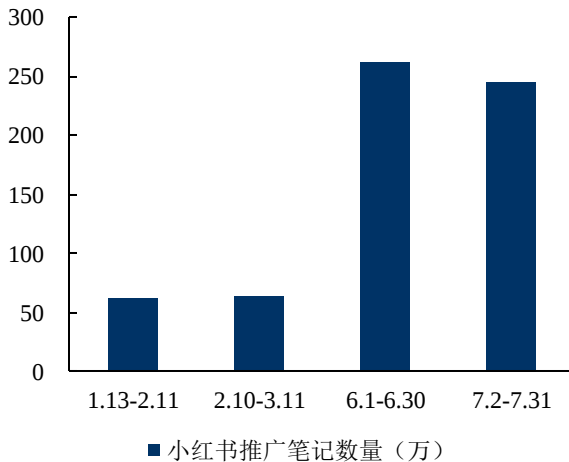
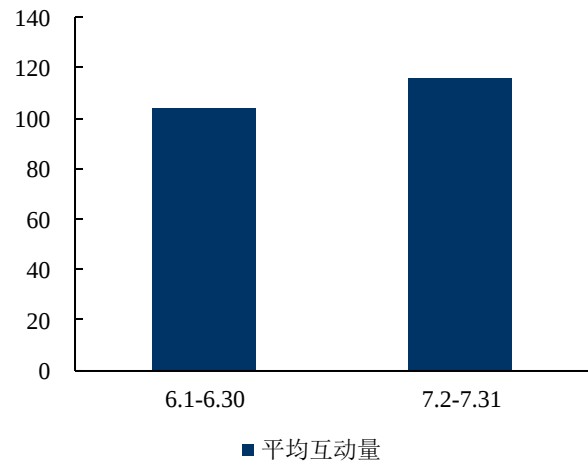


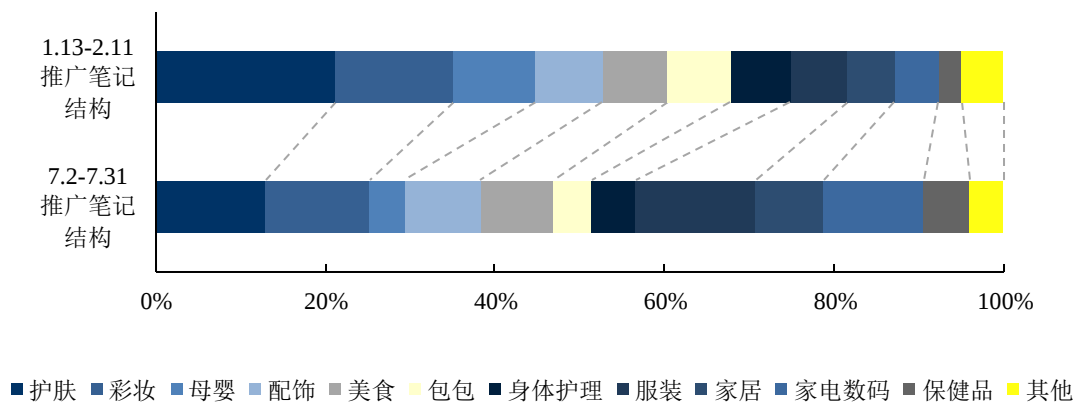
图41：小红书推广笔记平均互动量（点赞、评论、收藏）



资料来源：千瓜数据，东兴证券研究所整理

资料来源：千瓜数据，东兴证券研究所整理

图42：2021 年 1-7 月小红书推广笔记结构变化



资料来源：千瓜数据，小红书，东兴证券研究所整理

小红书逐步深入笔记推广产业链。之前，品牌方与 MCN 公司/KOL 以私下沟通形式进行合作，并不通过小红书平台。2019 年初小红书推出品牌合作人制度，粉丝量超过 1000 的博主可以申请成为品牌合作人，自行选择申报商业笔记或者分享笔记，开始逐步介入笔记推广产业链。之后，小红书通过上线一系列围绕品牌交易的平台与功能以及小红店相关制度的升级，加速提升笔记报备渗透率，参与到品牌与博主的内容交易环节。同时，内容专项治理以及博主评级体系的推出，增强小红书内容治理效率，提升用户体验，有助于提升平台商业化上限。

表3：小红书商业化探索—品牌推广部分

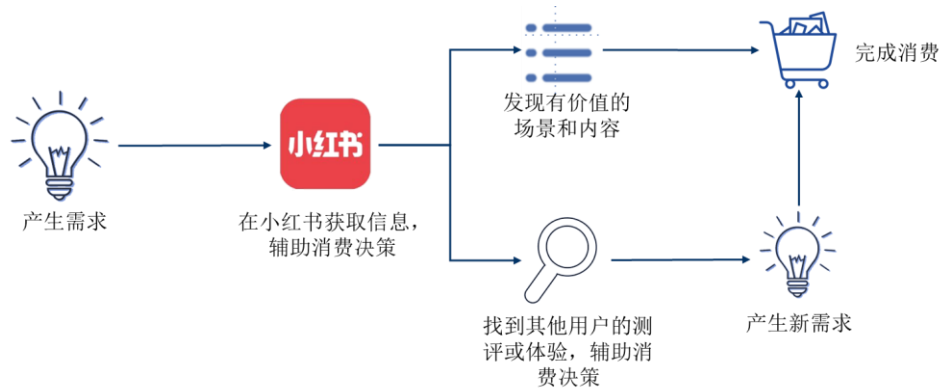
时间	主要动作	主要内容
2019 年年初	品牌合作人制度	整合 MCN 和 KOL 资源 粉丝量超过 1000 的博主可以申请成为品牌合作人，自行选择申报商业笔记或者分享笔记
2019 年 10 月	发布《小红书合作机构管理细则》	详细说明小红书机构入驻的标准、商业入驻保证金制度、权利和义务、惩罚措施和机构 KPI 等
2020 年 1 月	小红书创作者中心和品牌合作平台上线	创作者中心使用权限已对小红书平台所有用户开放，粉丝量大于等于 5000 且完成实名认证的用户即可进行品牌合作申请
2020 年 3 月	上线品牌合作交易功能	小红书版“星图”，报备系统升级为品牌合作功能，要求所有品牌合作需要通过品牌合作平台交易，在这个过程中，小红书将向品牌方收取 10% 的平台服务费用
2020 年 3 月	薯条功能上线	--
2020 年 9 月	啄木鸟计划	严厉打击虚假推广，治理首月，小红书生态治理部门共对 7383 个账号进行断流处罚，处罚笔记数量超过 21.3 万篇
2020 年 10 月	小红书开始内测淘室外链，但仅限于部分博主与品牌	小红书博主可开通淘室外链的标准是： 1. 笔记外链：粉丝数≥5000；近 10 篇笔记均互动≥200 2. 直播外链：粉丝数≥5000；直播场均达到 5w
2021 年 6 月	虚假医美内容专项治理“臻美行动”	下架违规医美笔记 7626 篇，发现并封禁异常账号 4891 个
2021 年 7 月	上线赞助举手推动方案	若博主发布笔记存在利益相关且无做申明，将会对相应笔记进行不推荐，并强提示博主在相应笔记中加入利益申明
2021 年 8 月	切断带货笔记中的外链	8 月 1 日后，小红书切断带货笔记中的外链（直播带货的外链功能不变）
2021 年 8 月	蒲公英平台正式上线博主信用等级	平台基于博主笔记的内容健康度、商业健康度、商业服务力、营销性价比和粉丝影响力（暂不含带货表现）5 大指标得分对博主的账号进行等级打分，目前一共分为五个等级：Lv0（黄牌警告）、Lv1（尚需努力）、Lv2（中流砥柱）、Lv3（金牌种草员）、Lv3+（人间种草机），等级越高博主享受的商业权益越多

资料来源：小红书，知乎，“新榜”公众号，东兴证券研究所整理

5.2 小红书公域流量开发处于初级阶段

小红书搜量流量具备较大商业价值。用户搜索行为通常由较为直接的需求引发，因此对于广告主而言搜索流量价值较高。据微播易，90%的小红书用户在购买前有过搜索小红书的行为，小红书 60% 的流量来自于搜索页，“搜索”成为小红书用户最主要的首页行为之一，搜索优先的用户占小红书首页流量的 38%。凭借个性化、年轻化、生活化的内容，小红书逐步成为年轻一代的“百度”。

图43：小红书用户搜索行为



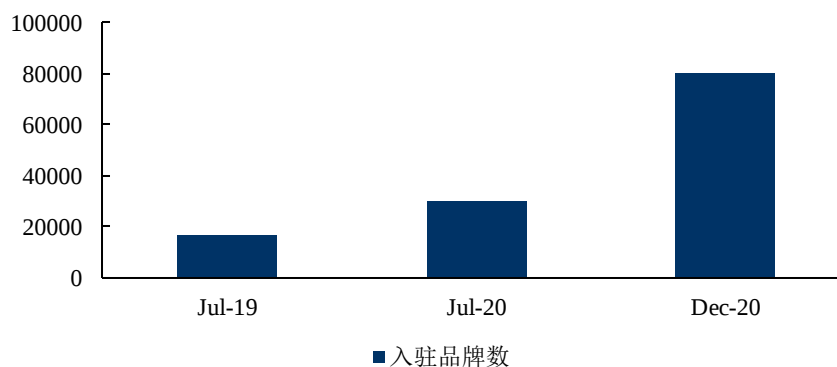
资料来源：千瓜数据，小红书，东兴证券研究所整理

小红书“专业号”成为撬动私域流量的支点。2021年8月，小红书进行账号体系改革，推出专业号。专业号是参与小红书商业活动的入场券，功能包括开店卖货、品牌合作、广告投放、运营指导、粉丝互动等。

小红书专业号是经过小红书官方认证的账号，主体可以为企业、专业个人（有相关专业证书）及兴趣个人，今后小红书内只有“专业号”及“非专业号”两种。

小红书合作品牌数量大幅增长，国货品牌声量高。2020年7月，小红书在其未来品牌大会上公布，平台已有超过3万个品牌入驻，同比增长83%；到2020年底已涨至近8万，其中入驻的国货品牌数4.5万个。2020年全年，用户对国货品牌的搜索次数超过7亿次，总讨论量达28亿次，讨论量同比增长超100%。

图44：小红书合作品牌数变化

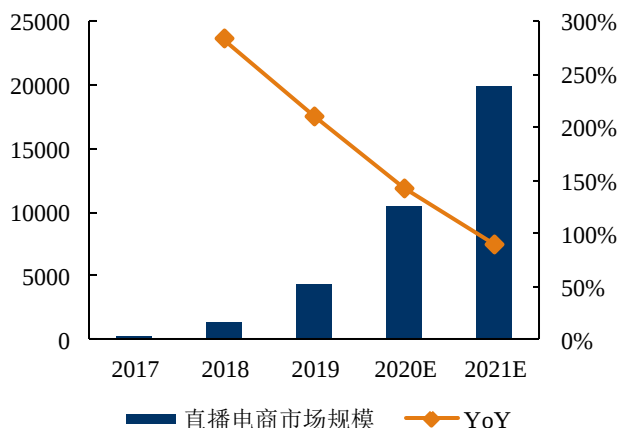


资料来源：小红书未来品牌大会，36Kr，东兴证券研究所

5.3 直播电商成为小红书完成商业闭环突破点

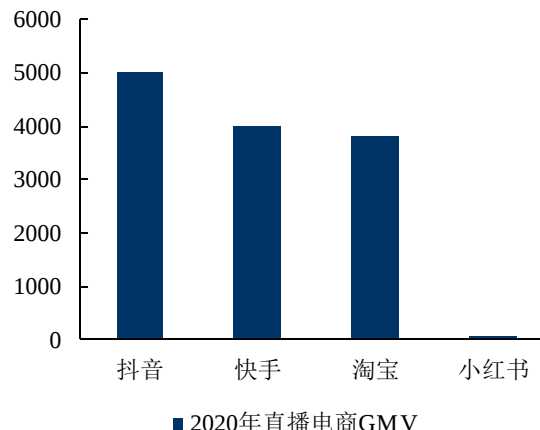
小红书的直播业务处于发展初期。（1）小红书直播功能开启较晚，小红书直播2019年6月开启内测，并逐步扩大内测范围，2020年4月小红书直播功能才正式上线。（2）小红书直播电商GMV较低。直播电商市场规模庞大，2021年已达到2万亿。艾媒咨询报告显示，2020年，抖音直播电商GMV突破5000亿元，淘宝超4000亿元；快手电商业务GMV为3812亿元，而小红书的GMV不足70亿元。

图45：直播电商市场规模（亿）



资料来源：阿里研究院，东兴证券研究所

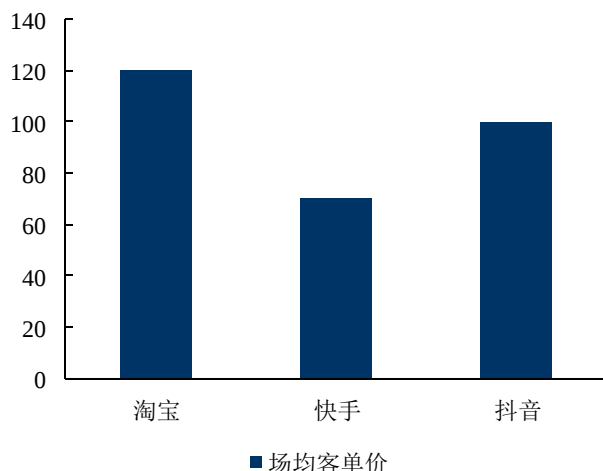
图46：2020年各大平台直播电商 GMV（亿元）



资料来源：艾媒咨询，东兴证券研究所

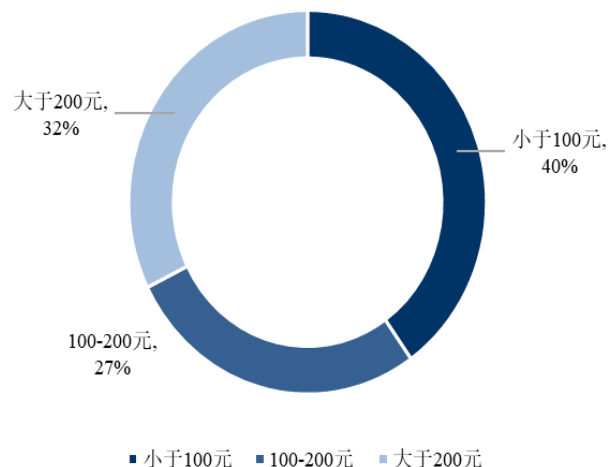
小红书核心用户群体价格敏感度低，解决直播带货痛点。虽然低价商品更易促进用户冲动消费，提升转化率，但客单价低始终为各大直播电商平台的核心痛点之一。小红书核心用户群体消费理念超前，愿意接受新鲜事物并且具备较强的消费能力，更易接受高客单价产品。

图47：三大平台直播电商场均客单价（元）



资料来源：小葫芦数据，东兴证券研究所（2020H2）

图48：小红书带货直播场均客单价



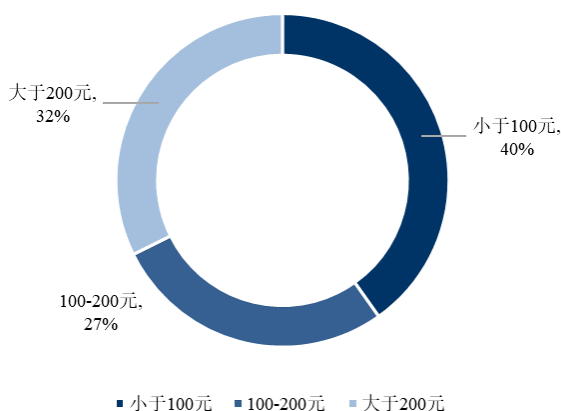
资料来源：千瓜数据，东兴证券研究所（2020年6-9月）

小红书带货直播呈现“三高一低”特征：

- **客单价高：**小红书核心用户群体消费理念超前且消费能力较强，加之小红书带货直播种草属性强于比价属性，因此小红书带货直播用户价格敏感度不高。据千瓜数据，2020年前三季度，小红书直播超59%的直播场均客单价在100元以上，超30%的直播场均客单价在200元以上；据新榜统计，2021H1，已入驻蒲公英平台的1.8w+主播平均客单价为341元；
- **转化率高：**据QuestMobile，小红书头部KOL直播的销售转化率达到21.4%，高于抖音、快手等平台；

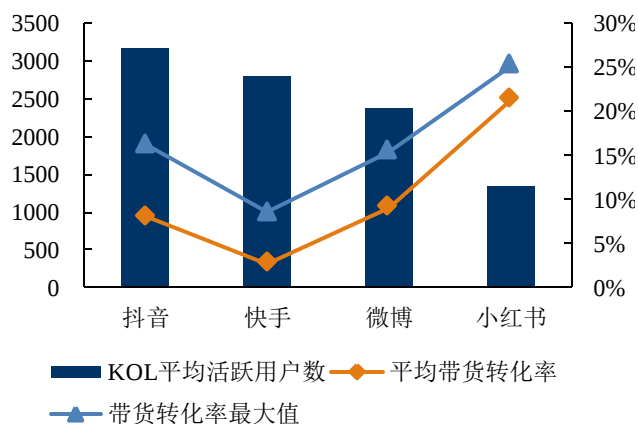
- **复购率高、退货率低：**根据小红书公布数据，一些直播间复购率可以达到 48.7%。

图49：小红书带货直播场均客单价



资料来源：千瓜数据，东兴证券研究所
2020 年 6-9 月

图50：各大平台千万级别以上 KOL 带货转化率



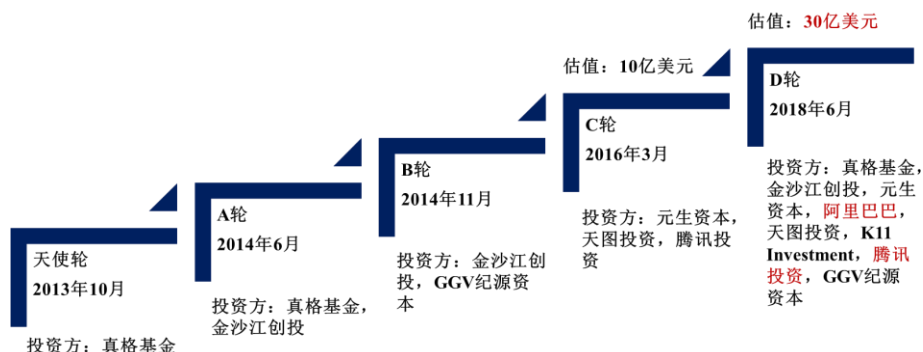
资料来源：QuestMobile，东兴证券研究所
2020 年 4 月

6. 投资策略

流量端，内容电商迎来发展机遇，成为新的流量增长点。供给端，供应链的成熟、消费群体的更迭以及营销渠道的变迁，以生活方式为中心的新消费崛起，催生大量新消费品牌。需求端，新一代年轻消费者崛起，中国消费者对于消费的需求正向追求独特体验方向升级。小红书有望凭借优质的内容基础和用户人群，成为新消费品牌种草阵地。我们认为，可以从内容、用户、变现三个维度进行跟踪小红书的发展，其估值有望继续增长。

2018 年 6 月，小红书完成 3 亿美元 D 轮融资，估值超过 30 亿美元。阿里巴巴领投，金沙江创投、腾讯投资、纪源资本、元生资本、天图投资、真格基金、K11 郑志刚在内的新老投资人全部参与了此轮融资。而在 2016 年 3 月腾讯投资参与的 C 轮融资中，其估值刚刚达到 10 亿美元。2 年时间里，小红书估值翻了 2 倍。

图51：小红书已公开投资历程



资料来源：鲸准，华尔街见闻，36 氪，东兴证券研究所

7. 风险提示

- (1) 用户增长不及预期；
- (2) 互联网监管（营销、数据安全等方面）趋严；
- (3) 广告主投放意愿变化；
- (4) 直播电商业务拓展进程缓慢。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	传媒系列报告之 25-数字营销产业：中小厂商如何突围？出海与技术创新是关键	2021-08-04
行业深度报告	传媒系列报告之 24-数字音频产业商业模式之辨：流量、会员、版权	2021-07-15
行业深度报告	传媒系列报告之 23-短视频行业报告系列之 3：快手达人播，抖音品牌播，共击十亿增量市场	2021-05-09
行业深度报告	传媒系列报告之 22-长视频行业：TVB 兴衰 50 年对国内长视频平台的启示	2021-04-02
行业深度报告	传媒系列报告之 21-游戏行业：短视频买量渠道崛起，游戏研发商乘势而上	2021-02-04
公司深度报告	传媒系列报告之 20-快手科技：格局确立，电商冲锋	2021-01-21
行业深度报告	优质内容主导长短视频格局，商业化创新提升互联网平台价值	2021-01-14
行业深度报告	长视频：爱奇艺提价能否成功？	2021-01-07
公司深度报告	优质内容主导长短视频格局变化，商业化创新提升互联网平台价值-2021 年传媒行业年度策略报告	2020-12-23
公司深度报告	传媒系列报告之 19-快手科技：社交筑垒，百亿冲锋	2020-12-19
公司深度报告	传媒系列报告之 18-分众传媒：新模式，新估值	2020-10-29
公司深度报告	传媒系列报告之 17-芒果超媒如何进化？	2020-10-20
行业深度报告	传媒系列报告之 16-金融科技行业报告：蚂蚁集团支付业务三个维度领先腾讯财付通	2020-09-14
行业深度报告	传媒系列报告之 15-短视频行业报告：视频号为何能迅速突破“快抖”封锁	2020-08-25
公司深度报告	传媒系列报告之 14-字节跳动：征途是星辰大海，坚守全球化愿景	2020-08-07
公司深度报告	传媒系列报告之 13-中国出版：百年商务印书馆价值几何	2020-07-27
公司深度报告	传媒系列报告之 12-爱奇艺：中国奈飞，盈利不难	2020-07-20
公司深度报告	传媒系列报告之 11-掌阅科技：卡位长音频赛道，稀缺性助推估值	2020-07-02
公司深度报告	传媒系列报告之 10-腾讯控股：微信生态孕育庞大广告市场	2020-06-17
公司深度报告	传媒系列报告之 9-网易游戏：520 产品发布会展现年轻化战略	2020-06-03
行业深度报告	传媒系列报告之 8-网红经济商业模式合集：模式创新驱动 MCN 提升变现规模与效率	2020-05-26
公司深度报告	传媒系列报告之 7-分众传媒：主营走出最难时刻，竞争格局压制估值	2020-05-17
行业深度报告	传媒系列报告之 6-网红经济：渐具马太效应，平台占据优势	2020-05-10
行业深度报告	传媒系列报告之 5-出版产业：互联网催生新业态，新业态带来新活力	2020-05-08
公司深度报告	传媒系列报告之 4-掌阅科技：精细化运营内容与流量，打造第二增长曲线	2020-04-25
行业深度报告	传媒系列报告之 3-中国云游戏商业模式在哪里	2020-02-21
行业深度报告	传媒系列报告之 3-中国云游戏商业模式在哪里	2020-02-21
公司深度报告	传媒系列报告之 2-光线传媒：艺术科技结合体，估值对标皮克斯	2019-12-13
行业深度报告	传媒系列报告之 1-电视游戏行业深度报告：旧娱乐，新风尚，大市场	2019-11-26

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

石伟晶

传媒行业高级分析师，上海交通大学工学硕士。5 年证券从业经验，2018 年加入东兴证券研究所。2019 年新浪金麒麟传媒行业新锐分析师。对网络游戏、长短视频、网文、互联网广告等行业有深入研究。重点覆盖：腾讯控股、网易、字节跳动、快手科技、爱奇艺、芒果超媒、分众传媒、光线传媒、吉比特、掌阅科技。

辛迪

中央财经大学经济统计学硕士，本科毕业于中央财经大学金融数学专业，2019 年加入东兴证券研究所。主要研究领域为长视频、户外媒体、移动阅读。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526