

推荐(维持)

从“草根”到“明星” 网红经济崛起

2016年03月22日

网红经济专题研究报告

上证指数 2999

行业规模 占比%

股票家数(只)	100	3.5
总市值(亿元)	9866	2.2
流通市值(亿元)	6353	1.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	0.7	17.8	24.6
相对表现	-3.1	20.3	42.1



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《服饰纺织行业“时尚半月谈”(3月下旬)——全年价值布局不改 短期酌情配置主题类博弈品种》
2016-03-21

2、《服饰纺织行业“时尚半月谈”(3月上期)——首选优质基本面个股 短期可结合两会行情》2016-03-07

3、《服饰纺织行业“时尚半月谈”(2月上期)——业绩披露期临近 优先把握基本面领先个股》2016-02-22

孙好
010-57601717
sunyu2@cmschina.com.cn
S1090511110003

研究助理
王致
wangzi@cmschina.com.cn

“Papi”酱获得1200万元投资事件又一次引发了大众对于网红的关注，本文将对网红经济的发展情况和目前国内网红主要的变现模式进行梳理，并着重分析了时尚搭配类网红变现的主要方式——红人电商、网红孵化器与网聚红人平台。目前网红经济市场规模过千亿，短期内行业或将加速扩张，长期而言，实力不同的网红群体将出现内部分层，各自配合不同的变现模式形成较为稳定的金字塔结构。

- 颜值派、实力派、个性派是三类典型“网红”，新浪微博是网红聚集地：利用长相圈粉变现的颜值派、以内容IP取胜的实力派和通过与众不同博取眼球的个性派是当下网红的三类典型。社交媒体是网红诞生的主要场所，也是网红与粉丝互动的主阵地，常见的网红活跃平台可分为综合类社交平台、视频网站、社区论坛、社区电商四类。新浪微博由于其庞大的用户规模、平台的媒体属性与用户的消费属性，成为网红的主要聚集地。
- 消费趋势变化、传统电商发展面临瓶颈及自媒体的快速发展共同推动网红经济爆发：严格意义上讲，网红并非新生事物，但“网红经济”这一概念近两年才被提出。实现从“网红”至“网红经济”的跨越需要具备高质量的社交资产和恰当的商业模式。伴随着消费趋势变化，电商面临产品同质化、流量获取成本高、转化率低等诸多问题，以及消费者获取信息方式的转变，网红经济近两年来快速发展。
- 网红经济市场规模过千亿，电商/广告/打赏/付费服务/线下活动是目前网红主要的变现方式：网红社交资产的形成需经历粉丝吸附、扩张与沉淀三个阶段，“生产内容-营销推广-粉丝维护”过程中将产生可变现的社交资产，现阶段我国网红的主要变现模式是平台电商（淘宝等）、社交电商（新浪达人通、微卖、京东拍拍小店等）、广告、打赏、付费服务等方式直接在社交平台营利、线下主业（线上培养粉丝群体，为线下业务导入客户）。国外网红的两大活跃平台为Youtube和Instagram，发布的内容以视频与图片形式为主，目前主流的变现方式为广告、电商合作、品牌代言和自创品牌。国外网红与电商的合作模式多为分享股权，而非销售分成，这一点与国内情况不同。
- 红人电商——时尚搭配类网红变现的主要途径：此处红人电商特指在淘宝上自建品牌、主营女装的网红店铺。由于能够更精准地把握顾客需求、流量成本低、转换率高，红人电商普遍销量高、发展速度快、盈利能力强，而上新速度、粉丝营销能力及供应链管控能力是影响其盈利能力的重要因素。然而，红人电商背后也存在一些隐忧，如品牌脆弱、过度依赖网红个人，缺乏专业的管理团队，供应链管控能力相对不足，缺少护城河，模式容易被复制等。
- 网红经济衍生品——网红孵化器与网聚红人平台：网红孵化器定位于网红的经纪人与服务商，既为现有网红提供店铺运营服务与供应链支持，也打造新晋网红，提供从粉丝营销、网店管理到对接供应链的一站式服务，典型代表是如涵和LIN家；网聚红人平台充当商家与网红的中间者，撮合双方在产品代言、代理销售、网上开店等方面达成交易，典型代表是Uni引力。
- 短期行业加速扩张，长期将形成较为稳定的金字塔结构：伴随着网红盈利能力与商业价值的显现以及微博淘宝等大平台的支持，短期内或有大批参与者涌入，行业加速扩张。长期而言，实力与条件不同的网红群体将出现内部分层，各自配合不同的变现模式形成较为稳定的金字塔结构。一线网红品牌化、打破生命周期，二三线网红集团化、抵御外界风险，而粉丝数量有限的达人走向微商。
- 相关上市公司：华斯股份、南极电商、柏堡龙。
- 风险提示：行业竞争加剧、壁垒较低、模式易被复制、生命周期有限等。

正文目录

一、 总论	5
1、 第一网红“Papi 酱”获风投青睐，网红行情重燃	5
2、 本文不同之处	6
二、 “网红”成为年度热词，新浪微博成红人聚集地	7
1、 颜值派、实力派、个性派是“网红”三类典型	7
2、 社交媒体成就网红，新浪微博成红人聚集地	10
三、 网红经济应运而生，多重因素共同推动网红经济爆发	13
1、 网红经济：围绕网红展开的商业营利活动	13
2、 网红经济发展历程	14
3、 消费趋势变化、传统电商发展面临瓶颈及自媒体快速发展共同推动网红经济爆发	15
四、 网红经济产业链与市场规模	16
1、 解构网红经济产业链	16
2、 网红经济市场规模超过千亿	23
五、 聚焦红人电商：时尚搭配类网红变现的主要途径	23
1、 红人电商产业链：设计→营销→生产	23
2、 红人电商盈利能力普遍较强，上新速度、粉丝营销能力及供应链管控能力均影响盈利能力	24
3、 红人电商的优势与瓶颈	25
六、 网红经济衍生品：网红孵化器与网聚红人平台	27
1、 网红孵化器：连接网红、粉丝、电商的桥梁	27
2、 网聚红人平台：整合商家与网红资源的平台—Uni 引力	30
七、 未来发展预判：短期行业加速扩张，长期将形成较为稳定的金字塔结构	31
1、 短期：或有大批参与者涌入，行业加速扩张	31
2、 长期：优胜劣汰形成稳定的金字塔结构	32
八、 相关上市公司分析	33
1、 华斯股份：持股微卖布局社交电商	33
2、 南极电商：借柔性供应链切入网红经济	35
3、 柏堡龙：可凭借设计能力与柔性生产线切入网红经济	36

图表目录

图 1: 我国网红盈利模式概览	7
图 2: 郭富城与方媛绯闻曝光, 网红晋升天王嫂	7
图 3: “网红”入选《咬文嚼字》15 年十大网络流行语	7
图 4: 2014 年 3 月至今“网红”一词的微博热议指数明显上升	8
图 5: 瑞丽模特张大奕拥有 377 万粉丝与一家年销过亿的淘宝店	8
图 6: 爱物模特雪梨拥有 119 万粉丝与一家年销售额 2 亿的淘宝店	8
图 7: 前 DOTA 职业选手伍声主持电竞直播, 每次上线至少吸引几十万人观看	9
图 8: 自媒体龚文祥关注电商行业分析, 拥有 283 万粉丝	9
图 9: 网红夏河因同性恋走红, 粉丝 447 万, 在淘宝自创护肤品牌	9
图 10: 因“良辰语录”走红的叶良辰短期内吸粉 26 万, 新歌发行受追捧	9
图 11: 我国移动端社交网络活跃用户人数快速增长	10
图 12: 小红书达人分享购物体验	11
图 13: 新浪微博入驻达人 2000 万, 可分为三个层级	11
图 14: 新浪微博日均 IP 超出同类社交应用 (亿)	11
图 15: 新浪微博 15Q3 日活、月活人数同比增长逾 30%	11
图 16: 新浪微博粘性用户占比有所提升	12
图 17: 新浪微博具有较强的媒体属性	12
图 18: 新浪微博用户对广告的接受程度较高, 82% 的活跃用户在最近一个月中有过网购行为	12
图 19: 微博用户每日打开电商应用的比例高于其他社交平台, 约为全网比例的两倍	12
图 20: 网红经济——高质量社交资产+恰当的商业模式	13
图 21: 网红经济与传统粉丝经济对比	14
图 22: 图解网红经济发展历程	15
图 23: 网红社交资产的形成需经历粉丝吸附、扩张与沉淀三个阶段	16
图 24: 我国网红盈利模式概览	17
图 25: 网红腻娃在微博推荐护肤品并附自营淘宝店链接	17
图 26: 网红雪梨自建品牌, 选款打版后外包给加工厂生产	17
图 27: 进驻“淘宝达人”的网红推荐商品并附相关淘宝店铺入口	18
图 28: 新浪达人通商家招募达人代理且提供佣金	18
图 29: 京东拍拍小店招募达人在线分销	18

图 30: 萌店 C2C 模式下的添加商品与设置佣金界面.....	19
图 31: 萌店 B2C2c 模式下的用户进货界面	19
图 32: 图解社交电商的 B2C2c 模式.....	20
图 33: 以微博为中心的广告分配模式——签约自媒体.....	21
图 34: 三大段子手军团包揽 90%微博段子手，段子手行业规模过亿	21
图 35: 网红通过社交平台/经纪公司接广告，取得广告收入分成	21
图 36: Youtube 网红 PewDiePie 粉丝用户达 4000 万，年收入约 1200 万美金	22
图 37: 红人电商市场规模估算	23
图 38: 红人电商运作模式.....	24
图 39: 人气较高的网红淘宝店均保持每月 1-2 次的上新频率	25
图 40: 粉丝数量相当的张大奕与张子萱在今年秋季上新时的销售额差距悬殊	25
图 41: 网红店铺的不良库存率远低于传统服装品牌	26
图 42: 网红店铺流量获取成本低、转换率高	26
图 43: 网红店铺因更换模特而引起粉丝不满	26
图 44: 网红雪梨的店铺因工厂问题延迟发货	27
图 45: 如涵电商的网红孵化流程.....	29
图 46: 淘女郎招募	32
图 47: 华斯股份营业收入与净利润.....	33
图 48: 华斯股份主营业务构成	33
图 49: 微卖 APP 进货界面与商品分销的规则.....	34
图 50: 微博粉丝过 149 万的达人于海青在微卖开店售卖商品	34
图 51: 南极电商为客户提供的一站式电商基础服务	35
图 52: 南极电商为经销商与供应商提供的柔性供应链服务	36
图 53: 柏堡龙营业收入与净利润.....	37
图 54: 柏堡龙主营收入结构与毛利率	37
图 52: 柏堡龙设计业务与生产业务模式图	38
图 53: 纺织服装行业历史 <u>PEBand</u>	38
图 54: 纺织服装行业历史 <u>PBBand</u>	38

一、总论

1、第一网红“Papi 酱”获风投青睐，网红行情重燃

16 年第一网红“Papi 酱”获 1200 万投资：16 年 3 月 19 日，自媒体红人“Papi 酱”获得由真格基金、罗辑思维、光源资本和星图资本联合注资的 1200 万人民币，业内人士预测 Papi 酱估值已达 3 亿元。Papi 酱，“一个集美貌与才华于一身的女子”，中央戏剧学院导演系硕士。15 年 10 月开始于网络上发布原创短视频，凭借犀利的吐槽和夸张的演技迅速走红网络，短短四个月时间粉丝已破千万，被封为“2016 年第一网红”。

“Papi 酱”为什么快速走红？其一，兼具颜值、实力与个性。拥有高颜值高学历的 Papi 酱大胆以“贫穷+平胸”自嘲，一改普通网红晒合照，秀奢侈品的套路，自编自导自演个人短视频，以吐槽和演技征服粉丝。相比其他网红，Papi 酱拥有颜值派、实力派、个性派的综合特质。其二，发布平台定位精准、受众广泛。选择在用户规模、媒体属性、消费属性等方面占尽优势的微信和微博作为发布平台，依靠粉丝自发转载完成病毒式推广。其三，视频内容受众极广。选择微信、过春节、谈恋爱等日常话题，吐槽一针见血，能够引起广泛共鸣。其四，推广模式符合快餐经济特点。Papi 酱的视频普遍不超过 5 分钟，“短视频+公众号”的组合保证了作品的点击量与推广度，一举成为“40 多条视频吸粉两千万”的现象级网红。

表 1：Papi 酱作品统计

视频名称	发布时间	时长	微信 打赏 数量	微信 阅读 数量	微信 点赞 数量	微博 转发 数量	微博 评论 数量	微博 点赞 数量
大家好，我又来精分了	2016/3/21	2: 43	2850	10W+	17353	26040	20811	152161
男性生存法则第四弹	2016/3/14	3: 00	2575	10W+	15880	85076	70131	192733
你听到过这些话吗？	2016/3/7	1: 58	3175	10W+	18343	92364	35871	315389
张总教你做电影【第一弹】	2016/2/29	3: 16	2926	10W+	14211	66279	37559	221472
有些人一谈恋爱就招人讨厌	2016/2/13	4: 50	3324	10W+	14753	273297	118524	387044
马上就要过春节了，你准备好了吗？	2016/2/6	4: 44	3596	10W+	13920	233932	72264	301107
美女的烦恼你们不懂【第二弹】	2016/2/1	3: 07	780	10W+	3932	18296	16527	110242
明星获奖时，心里在想些什么	2016/1/25	2: 38	1345	10W+	6098	18342	13603	104898
我又来玩小咖秀了	2016/1/25	1: 02	712	10W+	4162			
微信有时候真让我崩溃！	2016/1/18	3: 20	2072	10W+	13011	95072	38518	211564
男性生存法则第三弹——女人为什么要逛街	2016/1/11	1: 57	1616	10W+	5472	60597	39865	159279
上海话+英语第三弹	2016/1/5	1: 02	940	10W+	4129	36662	24296	114597
2015 年末，2016 年前，来自 papi 酱的，一发心灵鸡汤	2015/12/31	1: 47	1726	10W+	6210	43433	19319	98020
我把《恶棍天使》给看了	2015/12/28	1: 40	1069	10W+	4375	15429	20111	84903
马上就是 12 月 25 号了	2015/12/25	1: 48	859	10W+	4289	19339	11131	85594
圣诞节，你真的了解吗？	2015/12/23	2: 42	821	10W+	2934	8361	9922	50366
15 年度十大烂片最专业点评	2015/12/19	3: 02	1167	10W+	3760	10593	10579	54518
papi 酱的中！国！梦！——这辈子做梦都想说的话	2015/12/14	1: 21	998	10W+	3531	23472	17211	89861
看巴拉拉小魔仙有感	2015/12/11	57s	176	10W+	759	3763	4700	49995
男性生存法则第二弹	2015/12/7	1: 20	1784	10W+	2920	40425	40780	72550
台湾腔说东北话【第三弹】	2015/12/1	1: 14	535	10W+	963	11251	10309	45506
papi 酱带你看清娱乐圈——女明星的谎言	2015/11/28	1: 58	843	10W+	1810	10091	8211	63384
【上海话+英语第二弹】——	2015/11/24	1: 03		10W+	2171	30551	17447	52953

愤怒指数提高 85 个百分点							
只要你想， 你也可以活在电影里	2015/11/20	1: 39	10w+	783	4010	4235	34685
你有酱婶的盆友吗? 【第二 弹】	2015/11/16	2: 08	10w+	1055	22162	18401	60653
喜迎双十一	2015/11/12	57s	10w+	3262	8373	7716	42420
提前送给即将过节的单身狗 几句暖心话	2015/11/10	17	10W+	1460	1759	1873	24088
你的爱豆脱单了吗?	2015/11/9	1: 03	10W+	1872	16482	8579	39518
我把《我是证人》看了	2015/11/5	1: 16	10W+	8552	4944	8385	51839
【上海话+英语第一弹】—— 大妈指数提升 58 个百分点	2015/11/2	44s	10w+	16210			
我带我妈去爬山	2015/10/31	27s	90969	664	1253	997	24807
我唱英语歌儿超棒 DER	2015/10/29	47s			6992	5071	40593
女人有一些想法	2015/10/23	32s	10W+	11828	2004	1574	23747
小咖秀——民歌要义 2 连发	2015/10/23	56s	10W+	8959			
你有酱婶的盆友吗?	2015/10/23	1: 28	10w+	14120	44376	26660	69581
民歌要义—— 满怀热情，面带微笑	2015/10/21	56s			1528	1417	19424
小咖秀之香港金曲 2 连发	2015/10/17	1: 22	10W+	4041	791	748	14281
美女课堂	2015/10/17	34s	10w+	5078	2925	2908	31909
台湾腔说东北话【第二弹】	2015/10/12	55s	10W+	11675	4807	4102	20953
做一个优雅的品酒 woman	2015/10/9	34s	10W+	11380	8824	6346	39168
小咖秀——爱国歌曲三连击	2015/10/7	2: 24	10w+	11405	1373	1625	13311
我自己和自己 玩得也挺开心的	2015/10/2	24s			1014	979	18543
国庆七天怎么过	2015/10/1	21s	10w+	1063	984	1231	14602

资料来源：招商证券，数据截至2016年3月22日，发布时间以微博为准

“Papi 酱”如何变现？从网红经济产业链来看，Papi 酱已经逐渐完成了社交资产的积累，目前转入社交资产变现阶段。一期广告植入标价 30 万元，标志着 Papi 酱变现可能更倾向于社交平台（广告植入、品牌代言等）以及线下活动（演艺通告、明星店铺等）。

“Papi”酱获风投事件又一次引发了大众对于网红的关注。最近一年，伴随着网红与娱乐圈明星的绯闻以及网红惊人盈利能力的曝光，“网红”已成为年度最热词汇之一。然而，网红为什么这样红？国内外网红主要的变现模式是什么？这些模式有何优势和瓶颈？网红未来的发展方向在哪？我们将在下文中一一进行阐述。

2、本文不同之处

1) 严格意义上讲, 网红并非新生事物, 从早期的痞子蔡、安妮宝贝到芙蓉姐姐、凤姐, 再到当前利用长相圈粉变现的颜值派、以内容 IP 取胜的实力派和迎合网民猎奇心理的个性派, 我们对网红的发展历程进行了梳理。

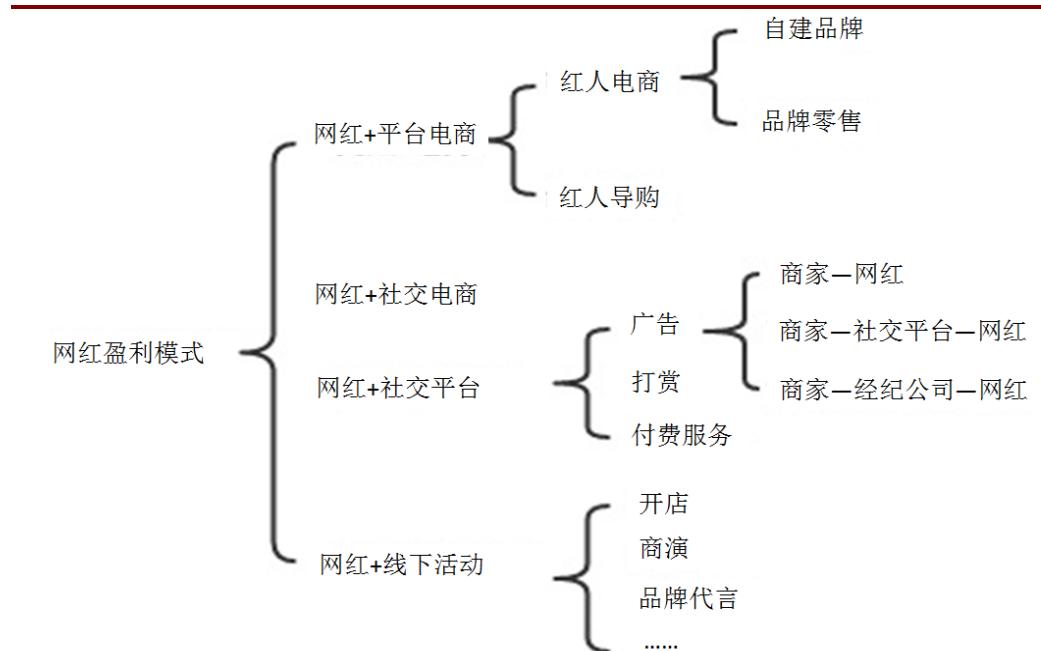
2) 我们对国内网红常见的四种变现模式进行了深度剖析(平台电商、社交电商、线下活动以及社交平台上的广告、打赏、付费服务),同时对国外网红的运作模式和盈利模式(广告、电商合作、品牌代言、自创品牌)也进行了深度解析。

3) 除网红孵化器外, 我们还重点分析了网红经济的另一个衍生品——网聚红人平台, 网聚红人平台充当商家与网红的中间者, 搭合双方在产品代言、代理销售、网上开店等方面达成交易, 典型代表是 Uni 引力。

4) 我们对网红群体未来的发展趋势进行了预判,伴随着网红盈利能力与商业价值的显现以及微博淘宝等大平台的支持,短期内或有大批参与者涌入,行业加速扩张;长期而言,迅速扩张的网红电商将逐渐进入饱和期,具备不同实力与条件的网红群体将出现内

部分层，各自配合不同的变现模式形成较为稳定的金字塔结构。顶部一线网红品牌化、打破生命周期，中部二三线网红集团化、抵御外界风险，而底部粉丝数量有限的网红走向微商。

图1：我国网红盈利模式概览



资料来源：招商证券

二、“网红”成为年度热词，新浪微博成红人聚集地

1、颜值派、实力派、个性派是“网红”三类典型

广义的网红是指在互联网上拥有批量粉丝的草根明星，而狭义的网红特指那些年轻貌美并通过开淘宝店营利的网络美女。最近一年，伴随着网红与娱乐圈明星的绯闻，以及网红淘宝店惊人业绩的曝光，“网红”已成为年度热词，引得各界关注。

图2：郭富城与方媛绯闻曝光，网红晋升天王嫂



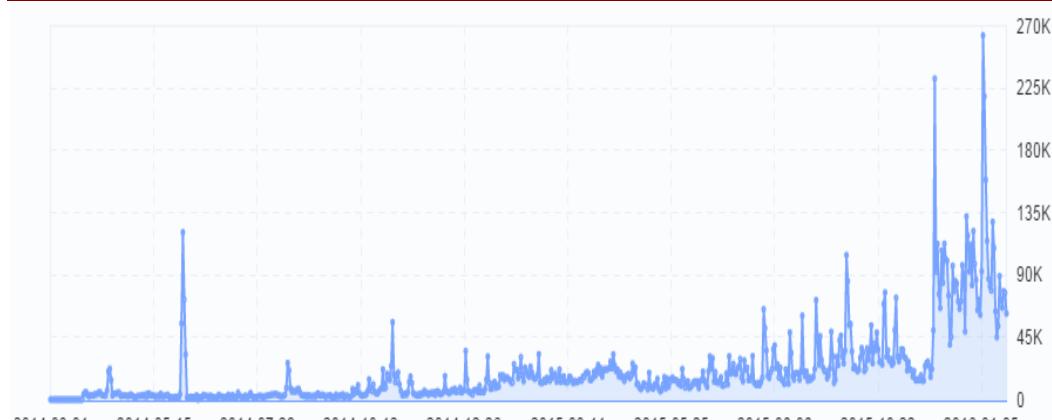
资料来源：招商证券

图3：“网红”入选《咬文嚼字》15年十大网络流行语



资料来源：招商证券

图4：2014年3月至今“网红”一词的微博热议指数明显上升



资料来源：新浪微博数据中心、招商证券

根据特征，网红可大致分为颜值派、实力派与个性派三类：

1) 颜值派，圈粉变现更容易。网红不局限于美女，但高颜值更容易获得大众的好感，也更容易实现粉丝变现。这类网红一般通过开淘宝店售卖服装或化妆品营利，他们亲自试穿或试用商品，利用优越的外貌条件带给粉丝美好的视觉体验，并传达“购买同款即可变美”的暗示，从而刺激消费需求。“颜值派”网红多为模特出身，例如瑞丽模特张大奕、爱物模特雪梨。

图5：瑞丽模特张大奕拥有377万粉丝与一家年销过亿的淘宝店



广告模特演员张奕
上海徐汇区

淘宝网 Taobao.com 店铺

店铺：吾欢喜的衣橱 [进入店铺](#)  [描述 4.8 | 服务 4.7 | 物流 4.7]

资料来源：新浪微博、淘宝、招商证券

图6：爱物模特雪梨拥有119万粉丝与一家年销售额2亿的淘宝店



爱物签约模特
浙江 | 毕业于浙江工商大学

淘宝网 Taobao.com 店铺

店铺：钱夫人家 雪梨定制 [进入店铺](#)  [描述 4.8 | 服务 4.8 | 物流 4.7]

资料来源：新浪微博、淘宝、招商证券

2) 实力派，内容IP创造者。这类网红在某个垂直领域有一技之长，通过提供优质内容吸引粉丝，并挖掘其聚焦领域的变现机会。例如游戏玩家讲解电竞直播，健身教练指导减肥塑性，财经专家发表时事看法，摄影师讲解拍摄技巧等。这类网红多为自媒体，在擅长领域具有一定影响力与话语权。

图 7：前 DOTA 职业选手伍声主持电竞直播，每次上线至少吸引几十万人观看



资料来源：新浪微博、招商证券

图 8：自媒体龚文祥关注电商行业分析，拥有 283 万粉丝



资料来源：新浪微博、招商证券

3) 个性派，与众不同赚眼球。这类网红因个性迥异而迎合了网民的猎奇心理。例如，因同性恋出名的夏河微博粉丝数达 447 万，他在淘宝自创护肤品牌月销量过百万。因“良辰语录”走红的叶良辰目前已拥有 26 万粉丝，并在经纪公司的支持下发布了第一首单曲，点击量过百万。

图 9：网红夏河因同性恋走红，粉丝 447 万，在淘宝自创护肤品牌



资料来源：新浪微博、招商证券

图 10：因“良辰语录”走红的叶良辰短期内吸粉 26 万，新歌发行受追捧



资料来源：新浪微博、招商证券

不论上述哪种类型的网红，他们的共同特征在于拥有庞大的粉丝群体。伴随粉丝而来的社交资产是网红的核心竞争力，新浪微博评选出的 2015 年度十大时尚红人中，有 6 人粉丝数量过百万。

表2：新浪微博“年度十大网红”的粉丝数量均超50万

序号	微博年度十大网红	粉丝数	身份标签
1	张大奕	377万	瑞丽模特&淘宝店主
2	黄一琳	292万	昕薇模特&淘宝店主
3	林珊珊_Sunny	272万	中樱桃模特&淘宝店主
4	阿希哥 VCRUAN	113万	淘宝店主
5	ALU_U	197万	模特&淘宝店主
6	管阿姨	105万	柳泉文化创意公司摄影师&淘宝店主
7	Fancystyle	98万	淘宝店主
8	左娇娇 Rosemary	86万	淘宝店主
9	delicious 大金	81万	淘宝店主
10	13c13c	67万	淘宝店主

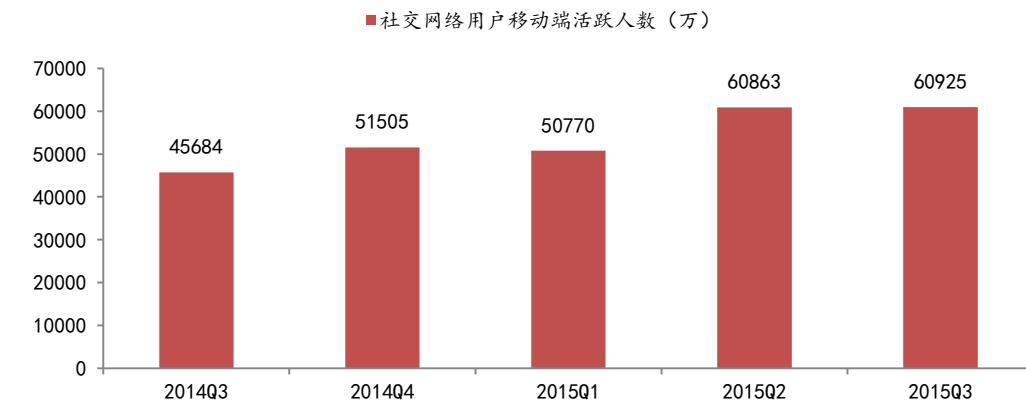
资料来源：新浪微博、招商证券

2、社交媒体成就网红，新浪微博成红人聚集地

社交媒体是网红诞生的主要场所，也是网红与粉丝互动的主阵地。常见的网红活跃平台可分为综合类社交平台、视频网站、社区论坛、社区电商四类。新浪微博由于其庞大的用户规模、平台的媒体属性与用户的消费属性，成为网红的主要聚集地，目前已汇集分布在各垂直领域的达人 2000 万。

社交媒体的普及为网红的诞生提供了土壤，近两年来，我国移动端社交网络的活跃用户数快速增长，2015 年三季度超 6 亿。

图11：我国移动端社交网络活跃用户人数快速增长



资料来源：易观智库、招商证券

常见的网红活跃平台包括但不限于：微博、微信等综合类社交平台；YY 语音、秒拍等视频网站；天涯、百度贴吧等社区论坛；小红书等社区电商平台。综合类社交平台既有基于现实关系的熟人圈社交，也有基于共同兴趣的陌生人社交，多元的社交场景为网红提供更广泛的受众、更高的曝光量、更快的扩散速度，容易短时间内吸附批量粉丝。视频网站捧红一批网络主播，网红主播提供视频内容或做赛事直播讲解，吸引粉丝观看评论。社区论坛基于兴趣形成群组并产生意见领袖，网红影响范围通常局限在群组内，但粉丝需求定位更精准。社区电商平台将社区功能与电商功能相结合，用户在社区版块分享购物体验并推荐产品，转向电商版块消费，典型代表是小红书。在社区版块诞生的网

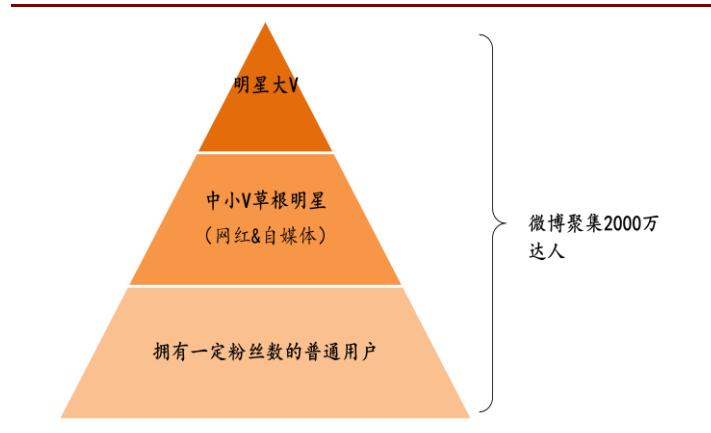
网红扮演专业导购的角色，由于直接与平台自营的电商版块对接，网红的变现路径较短，收入为来自平台的导购佣金。

图 12：小红书达人分享购物体验



资料来源：小红书、招商证券

图 13：新浪微博入驻达人 2000 万，可分为三个层级

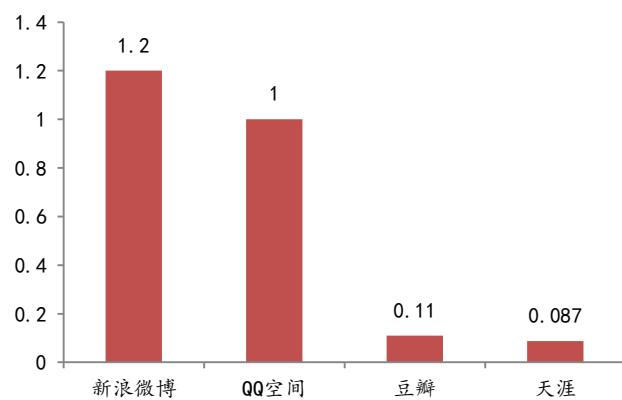


资料来源：招商证券

新浪微博是重要的网红聚集地，目前已汇集分布在各垂直领域的 2000 万达人。微博达人可大致分为三个层级。顶层为明星大 V，靠公众形象与演艺活动维系粉丝，变现方式多为歌曲或影视剧作品；中间层级为粉丝数目几十万到几百万不等的中小 V 用户，即草根明星与网红群体，靠内容与互动维系粉丝，通过电商、广告等多种途径变现；底层为有一定关注度和粉丝群体的普通用户，有潜力上升为中间层级。

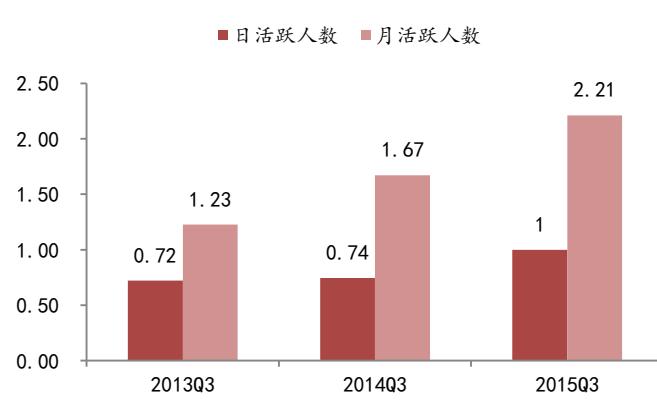
微博能够成为网红聚集地主要是由于庞大的用户规模、平台的媒体属性与用户的消费属性：1) 亿级用户数量为网红提供庞大的流量池。从日均 IP 访问量来看，新浪微博 1.2 亿的日均 IP 访问量超过 QQ 空间、豆瓣等同类社交网站。从活跃用户数来看，2015 年第三季度，新浪微博的月活跃用户(MAU)达 2.21 亿，同比增长 33%；日活跃用户(DAU)达 1 亿，同比增长 30%。从用户粘性来看，2015 年第三季度月均登陆 15 天以上的活跃用户占比近 40%，较去年同期有所上升。

图 14：新浪微博日均 IP 超出同类社交应用（亿）



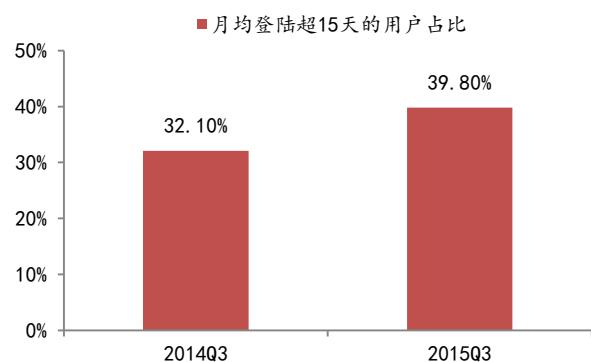
资料来源：新浪微博数据中心、招商证券

图 15：新浪微博 15Q3 日活、月活人数同比增长逾 30%



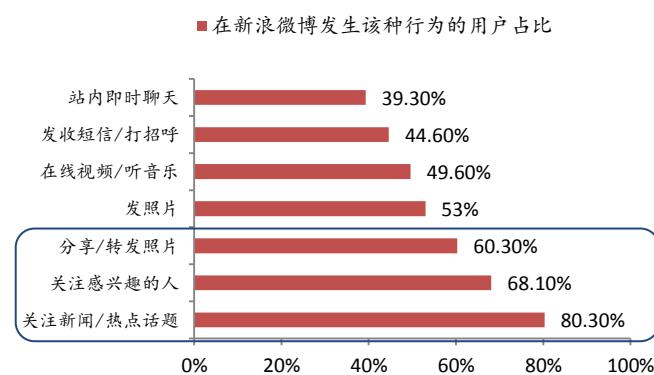
资料来源：新浪微博数据中心、招商证券

图 16：新浪微博粘性用户占比有所提升



资料来源：Alexa、招商证券

图 17：新浪微博具有较强的媒体属性

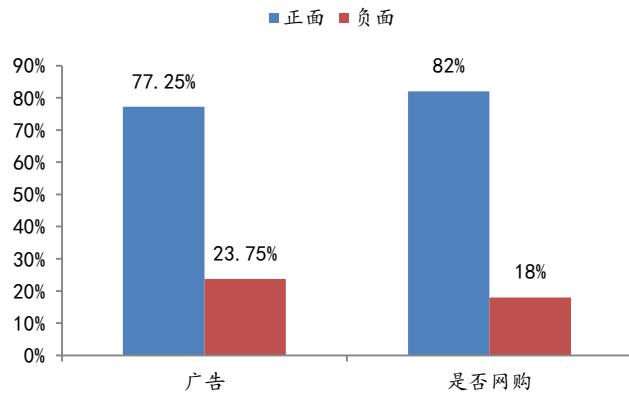


资料来源：CNNIC、招商证券

2) 微博的媒体属性为网红发布和扩散信息提供便利。新浪微博已经成为当下网民信息获取与分享的重要渠道。CNNIC 调查结果显示，超过 80%的新浪微博用户关注热点新闻和话题，超过 60%的用户参与过线上转发与分享。值得关注的是，用户提供与分享的内容中不乏商品与购物信息。据微博数据中心披露，超过半数的用户乐于在线分享购物经历，而这种分享对 82%用户的消费决策产生影响。微博的媒体属性还体现在其开放性，即允许用户通过短链为第三方网站导流。短链在为外部平台提供流量入口的同时，也充实了微博内部的内容，打通全网的信息交互渠道。

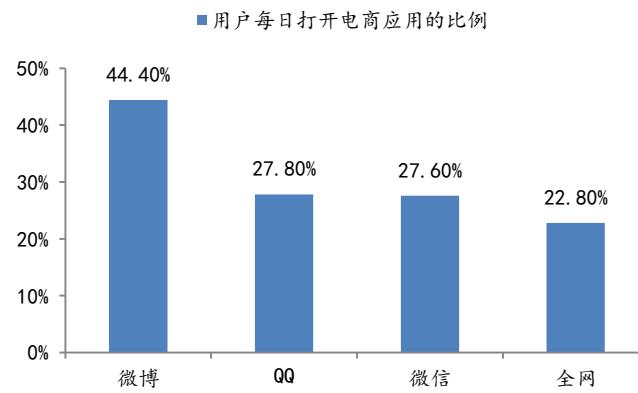
3)微博的商业氛围为网红未来变现社交资产提供环境。微博的商业氛围体现在两方面。一是微博用户的消费属性。微博用户对广告与网购的接受程度普遍较强。从数据上来看，近 80%的微博用户可以接受阅读内容中含有广告；82%的微博活跃用户在最近一个月中有过网购行为；超过 40%的微博用户会每日打开电商应用，这一比例超出 QQ、微信等其他社交平台，约为全网比例的两倍。二是入驻了大量的卖家群体。截至 2015 年 10 月，微博平台上活跃的 B2C 电商官网账号已超 1600 个，签约“微电商达人”（通过官方认证的在微博销售或推荐商品的个人用户）超 1 万人。

图 18：新浪微博用户对广告的接受程度较高，82%的活跃用户在最近一个月中有过网购行为



资料来源：新浪微博数据中心、GWI、招商证券

图 19：微博用户每日打开电商应用的比例高于其他社交平台，约为全网比例的两倍



资料来源：新浪微博数据中心、招商证券

三、网红经济应运而生，多重因素共同推动网红经济爆发

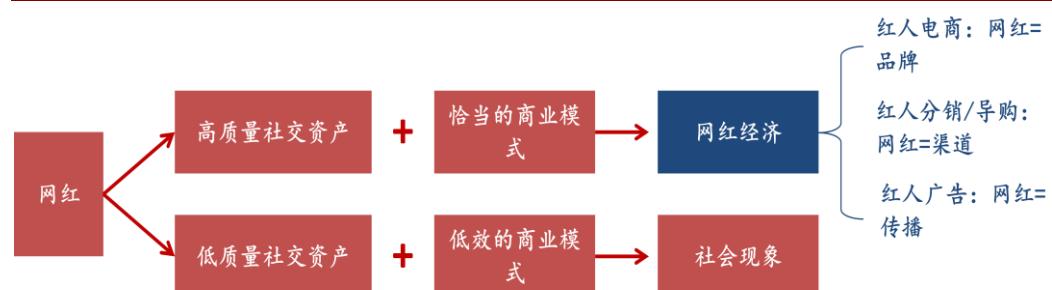
严格意义上讲，网红并非新生事物，但“网红经济”这一概念近两年才被提出。网红经济指围绕网红开展的商业营利活动，而实现从“网红”至“网红经济”的跨越需要具备两个前提，一是高质量的社交资产，二是恰当的商业模式。伴随着消费趋势变化，电商面临产品同质化、流量获取成本高、转化率低等诸多问题，以及消费者获取信息方式的转变，网红经济近两年来快速发展。

1、网红经济：围绕网红展开的商业营利活动

网红经济指围绕网红开展的商业营利活动。从“网红”跨越至“网红经济”需要具备两个前提：一是高质量的社交资产，二是恰当的商业模式。高质量的社交资产是指粉丝群体可持续、活跃、转化率高，靠迎合猎奇心理或低级趣味而爆红的网红，其粉丝群体通常难以维持。恰当的商业模式是指精准分析粉丝群体属性后匹配适销对路的产品，结合自身资源和能力所选择变现途径。

在创造价值的过程中，网红可以输出品牌，即红人电商；可以贡献渠道，即达人分销与达人导购；也可以负责传播，即网红广告。

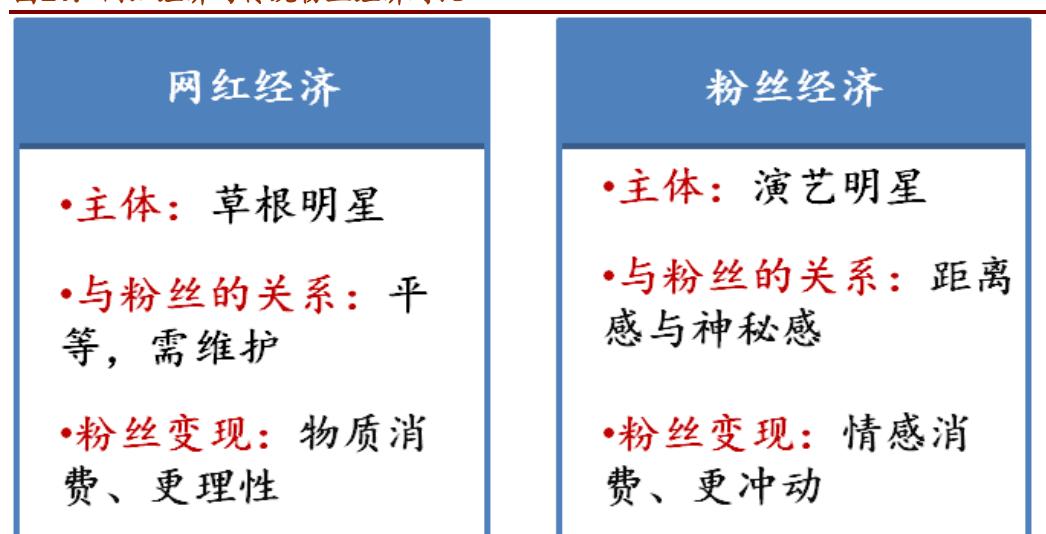
图20：网红经济——高质量社交资产+恰当的商业模式



资料来源：招商证券

网红经济是粉丝经济的一种表现形态。两者的实现路径都是先凭借核心人物的个人魅力圈粉，后结合商业途径变现。网红经济与传统粉丝经济的不同主要体现在三个方面：一是核心主体不同，网红是互联网时代催生出的草根明星，与演艺明星相比，打造成本较低；二是与粉丝的关系不同，网红与粉丝的关系更加平等，粘性更低，需要更多的时间与精力维护；三是变现方式不同，明星的粉丝通过情感消费变现，更易冲动，而网红的粉丝则通过物质消费变现，更加理性，看重网红的专业性与商品的实用性。

图21：网红经济与传统粉丝经济对比



资料来源：招商证券

2、网红经济发展历程

严格意义上讲，网红并非新生事物。最早一批的网红以安妮宝贝、痞子蔡等网络小说家为主，活跃在榕树下、晋江等文学网站。他们通过作品连载提高人气，并通过出书或付费阅读等方式变现；BBS时代的网红以“芙蓉姐姐”和“凤姐”为代表，活跃在天涯、猫扑等社区论坛，他们凭借团队炒作，以恶搞和低俗的形象赚得大众眼球，成为社会热议话题，通过参加商业活动赚取出场费；当下的网红指活跃在社交媒体与电商平台的各领域达人，他们通过在社交网络提供内容，开展推广营销活动提高人气，通过电商、微商、广告等多种途径变现。

表3：不同阶段网红的要素与特征

活跃年份	网红1.0时代 1997-2003年	BBS时代 2005年	现在 2008年至今
主体	网络写手	想成名的普通人	各领域达人
寄生平台	榕树下	BBS	微博、微信等社交媒体
成名方式	才情和文笔	炒作	在社交网络输出内容并粉丝营销
变现途径	出书、付费阅读	商业活动出场费	电商、代理、广告等多种途径
时代背景	以文字信息为主的互联网初期	互联网PC时代	移动互联网时代
代表人物	痞子蔡、安妮宝贝	芙蓉姐姐、凤姐	张大奕、雪梨

资料来源：招商证券

伴随着网红面貌和特征的变化，“网红经济”的概念在近两年被提出，几个重要时间节点包括：2014年双十一，淘宝女装店铺前十名中有七个为网红店铺，新一代网红的商业变现能力得到大众关注；2015年8月，淘宝网举办“网红现象研讨会”，正式提出网红经济的概念；2015年双十一期间，网红店铺仍占据淘宝女装C店前十的七席，数十家网红店销量达2000万-5000万；2015年末，新浪微博评选年度微电商十大网红。知名网红年收入过亿等新闻充斥大众媒体，网红经济成为社会各界的热议话题。

图22：图解网红经济发展历程



资料来源：招商证券

3、消费趋势变化、传统电商发展面临瓶颈及自媒体的快速发展共同推动网红经济爆发

近两年来，网红经济的兴起源于我国消费趋势变化、传统电商发展面临瓶颈以及自媒体的快速发展。

1、随着生活水平的提高与基本物质需求的满足，人们开始寻求精神寄托，向往品质生活。网红在拍摄商品图片时营造小资情调或奢华气氛正迎合了粉丝对自由、时尚、个性生活方式的追求。

2、我国电商行业开始进入转型期，行业面临三大痛点，而网红经济恰好迎合了转型趋势。

1) 产品同质化现象严重，难以符合新一代消费者对品质与个性化的要求。网红淘宝店走定制化路线，采取限量发售的销售策略，满足了顾客张扬个性的需求。一月至少一次的上新速度顺应顾客追赶时尚潮流的心态。根据淘宝官方统计，网红店铺 76%的顾客为 18-29 岁的年轻女性，作为同龄人，她们更容易接受网红们有意渗透在营销背后的生活方式，推崇网红们普遍传播的特立独行、潇洒的个性爱好，成为网红的忠实粉丝，并为其买单，在网红营销的强力视觉冲击下，进行冲动购买和重复购买。

2) 卖家与产品品类众多，提升了消费者的时间成本。网红凭借时尚品味与专业能力选款，为相同偏好的粉丝节省了搜寻成本，提高了购物效率。

3) 流量获取成本高、转化率低。传统以平台为中心的流量分配模式导致营销费用高企，中小卖家难以负担。而且，不加分类的流量导入卖家后很难与产品匹配，导致流量转化率低。而对于网红店铺而言，网红本人即为最大的流量入口，无需另外支付成本，粉丝群体的粘性越大、忠诚度越高，粉丝向消费者的转化效率则越高。

由于网红店铺的靓丽表现，淘宝、微博等纷纷对网红店铺提供支持，进一步推动了网红经济的快速发展。

3、自媒体快速发展。当今人们获取信息的方式与过去有着天壤之别，以往人们往往需

要通过阅读时尚杂志等方式获取潮流信息，而如今，有大量的网红直接在自媒体上提供极具针对性的时尚指导，或者是直接展示自己的着装风格，而大众则可以通过这些自媒体直接找到适合自己的服装和风格。

四、网红经济产业链与市场规模

网红经济产业链由社交资产的形成与社交资产的变现两部分构成，“生产内容-营销推广-粉丝维护”过程中将产生可变现的社交资产，而现阶段我国网红的变现模式可分为四类：1) 通过平台类电商变现，典型是淘宝；2) 通过社交电商变现，包括新浪达人通、微卖、微盟萌店、京东拍拍小店等；3) 通过广告、打赏、付费服务等方式直接在社交平台营利；4) 部分网红拥有线下主业，他们在线上培养粉丝群体，为线下业务导入客户。根据我们的保守估计，网红目前的市场规模约在 1000 亿左右。考虑到达人分销、自媒体广告等其他多种变现模式的存在，网红经济的市场潜力巨大。

1、解构网红经济产业链

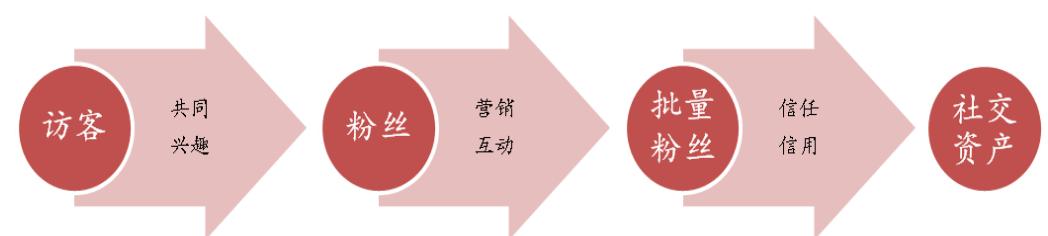
1) 上游：社交资产的形成

网红“圈粉”首先要提供有价值的内容，获得初期曝光量与关注度。

第二步是营销推广，扩大粉丝群体。常见的营销手段有：购买社交媒体内容发布平台的最佳位置，例如微博的粉丝头条与热门微博专栏；发起转发抽奖或赠送活动；与知名网红互粉，获得大 V 推荐；签约网红经纪公司，取得专业团队的营销支持等。

第三步是粉丝维护，培养忠实粉丝。网红需保持活跃度，在社交网络与粉丝互动。朋友式的相处模式可以提高粉丝粘性，培养粉丝对网红的忠实度与信任感。经过时间的筛选，持续关注并对网红高度信任的粉丝群体沉淀下来，成为可变现的社交资产。

图23：网红社交资产的形成需经历粉丝吸附、扩张与沉淀三个阶段

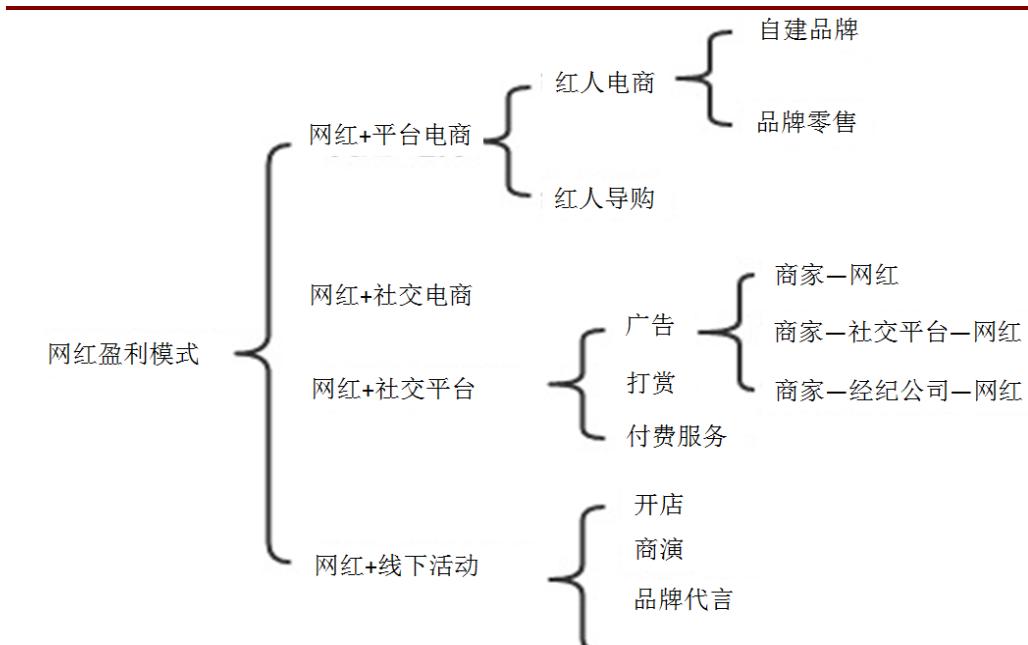


资料来源：招商证券

2) 下游：社交资产的变现

社交资产变现指，为上游积淀的粉丝资源匹配商业模式并产生商业利润的过程，伴随着粉丝向消费者的角色转变。我国网红的变现模式可分为四类：1) 通过平台类电商变现，典型是淘宝；2) 通过社交电商变现，包括新浪达人通、微卖、微盟萌店、京东拍拍小店等；3) 通过广告、打赏、付费服务等方式直接在社交平台营利；4) 部分网红拥有线下主业，他们在线上培养粉丝群体，为线下业务导入客户。

图24：我国网红盈利模式概览



资料来源：招商证券

模式 1、网红+平台电商

网红通过平台型电商变现可以分为两种模式：1) 网红将粉丝导入自身网店，自建品牌或销售其他品牌的产品，赚取产品差价，即红人电商；2) 网红将粉丝导入他人网店，贡献渠道、赚取导流佣金，即红人导购。

红人电商：淘宝是红人电商活跃的主要平台，“社交媒体推动+淘宝成交”是最为大众熟知的网红营利路径。网红淘宝店售卖的商品通常与他们深耕的领域相关，例如时尚达人销售服装配饰、美妆达人销售化妆品、电竞达人销售游戏外设等。网红可以从品牌商处进货赚取价差，也可以自建品牌。销售其他品牌产品常见于主营化妆品的红人店，例如美妆达人腻娃在微博向粉丝推荐商品，引导粉丝前往其淘宝店购买；自建品牌常应用于主营女装的红人店，例如雪梨、张大奕等知名网红淘宝店均经营自主品牌，走女装定制路线。

图 25: 网红腻娃在微博推荐护肤品并附自营淘宝店链接



图 26: 网红雪梨自建品牌，选款打版后外包给加工厂生产

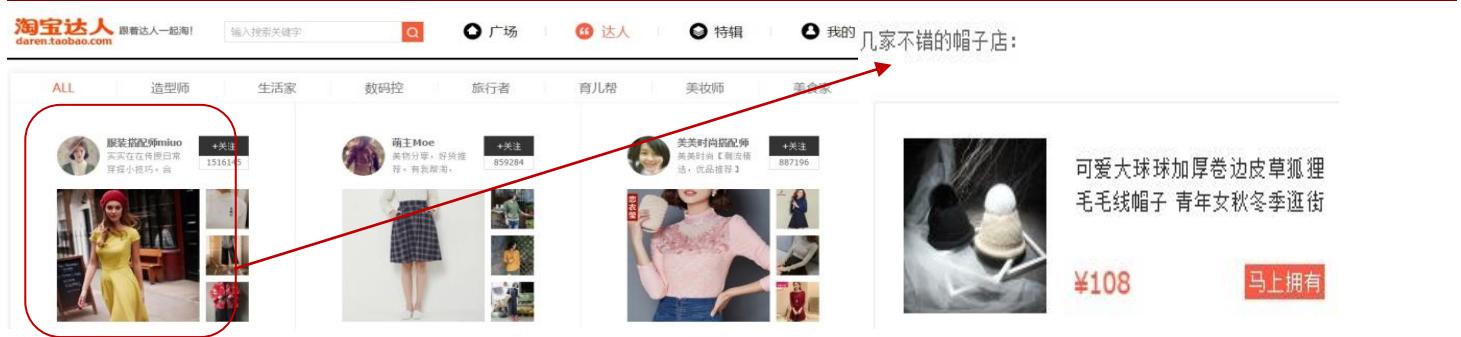


资料来源：新浪微博、招商证券

资料来源：淘宝网、招商证券

红人导购：网红推荐商品，从卖家处获得佣金。网红在该模式下充当流量入口，为卖家提供推广渠道。现行的电商导购模式有站外推广，以“淘宝客”为典型；以及站内导购、以“淘宝达人”为典型。“淘宝客”是淘宝网为卖家开设的站外推广工具，普通消费者经阿里妈妈注册后即可加入，淘宝客将卖家商品信息共享到社交网络，从卖家处赚取10-25%的交易佣金。“淘宝达人”是淘宝官方的导购平台，2015年为入驻达人发放的佣金达5亿元，预计2016年佣金将超10亿。

图 27：进驻“淘宝达人”的网红推荐商品并附相关淘宝店铺入口



资料来源：淘宝达人官网，招商证券

模式 2、网红+社交电商

社交电商是指基于社交网络营销、基于平台交易的电商，例如新浪达人通、微卖、微盟萌店、京东拍拍小店等。目前，各大社交电商平台看好网红背后的粉丝效应，积极招募达人入驻，以期商品营销效果的最大化。

图 28：新浪达人通商家招募达人代理且提供佣金



资料来源：新浪微博、招商证券

图 29：京东拍拍小店招募达人在线分销



资料来源：拍拍小店官网、招商证券

社交电商常见的运营模式为 C2C 与 B2C2c。C2C 模式指，自有货源的网红在平台开店，将产品售卖给粉丝，并设立佣金让粉丝参与分销，将商品信息扩散到粉丝的社交圈内。

图30：萌店C2C模式下的添加商品与设置佣金界面



资料来源：微盟萌店、招商证券

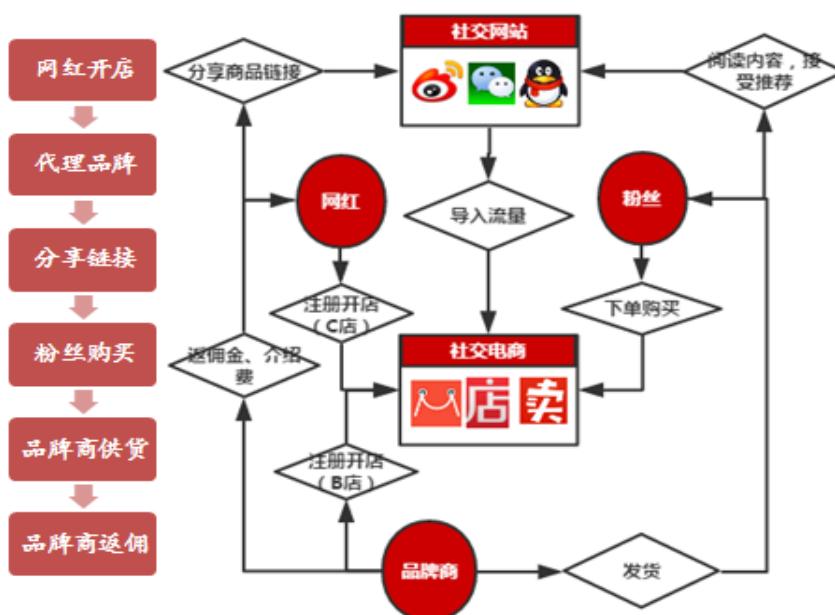
B2C2C 模式指，商家在平台招募网红做代理，支付网红佣金。运作模式为：达人在社交电商注册开店→达人选定品牌进货→利用社交网络推销产品并分享购物链接→粉丝下单购买→品牌商直接供货→品牌商向达人返佣。过程中，网红只需负责营销与推广，不直接参与生产与供货。与红人电商相比，这种变现方式无需店铺投资和运营，由品牌商直接供货并提供售后保障，成本更低。

图31：萌店B2C2C模式下的用户进货界面



资料来源：微盟萌店、招商证券

图32：图解社交电商的B2C2c模式



资料来源：招商证券

模式 3、网红+社交平台

除了将粉丝引导指第三方平台消费，网红还可以通过广告、打赏、付费服务等方式直接在社交平台营利。

广告：在发布的内容中植入广告是一种较原始的变现方式，目前在自媒体和微博段子手群体中仍被广泛采用。QQ 空间、微信与新浪微博是三大广告投放平台。2015 年第三季度，腾讯得益于 QQ 空间与微信的广告收入达 23.86 亿元。同期新浪微博的广告营收约 1.059 亿，广告客户数量已接近 50 万。

网红获取广告资源有三种路径：“品牌商-网红”，即中小卖家直接联系网红达成交易，“品牌商-微博-网红”与“品牌商-经纪公司-网红”则在广告资源的供需双方之间引入第三方，作为资源整合与分配的中转站。

以微博为中心的模式主要指新浪微博与签约自媒体的广告分成机制。微博首先与企业对接，然后将广告资源匹配给签约自媒体，按照每月商业搭载量（微博阅读量）分成。

以经纪公司为中心的模式以“段子手军团”最为典型。牙仙文化、楼氏文化、鼓山文化三家公司已与市面上 90% 的微博段子手签约，形成三足鼎立的市场格局。公司负责招揽广告生意并分配给签约段子手，按照曝光量或点击量的贡献率分成。段子手“抱团”既可以相互推荐以扩大粉丝群体，又可以形成规模效应，提高对广告商的议价能力。据估计，目前段子手行业已有过亿的市场规模。

图 33: 以微博为中心的广告分配模式——签约自媒体



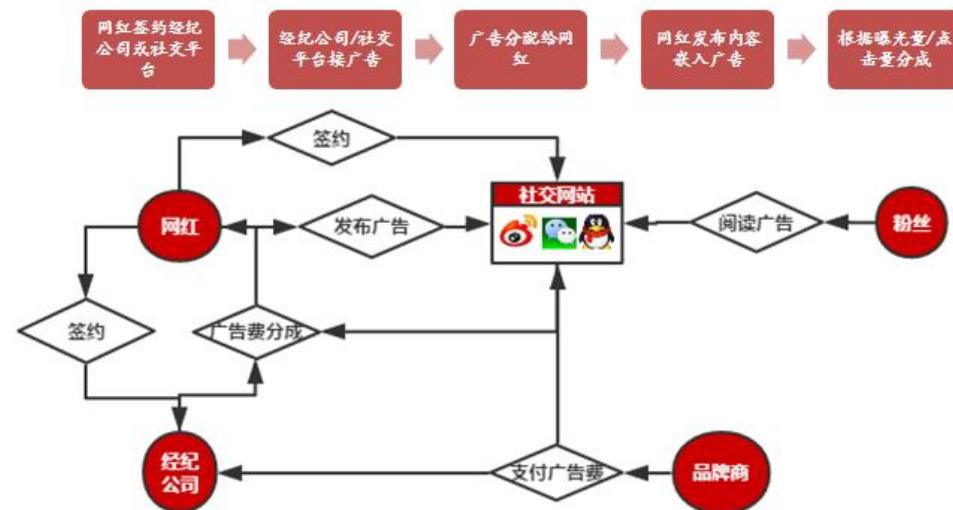
资料来源：新浪微博、招商证券

图 34: 三大段子手军团包揽 90%微博段子手, 段子手行业规模过亿



资料来源：网络资料、招商证券

图35：网红通过社交平台/经纪公司接广告，取得广告收入分成



资料来源：招商证券

打赏:指粉丝用真实货币鼓励喜爱的文章或节目,是自媒体主要的收入来源之一。目前,新浪微博、微信公众号等均开设了打赏的功能。2015年,新浪长微博打赏金额达0.44亿,参与打赏的用户超过50万;微信公众号赞赏金额超0.2亿元。

付费：指作者通过收取一定的费用，向粉丝提供持续推送或个性化内容定制等服务。截至 2015 年 11 月份，新浪微博的付费阅读成交金额达 2930.7 万，每位作者的年平均收益接近 13 万。

模式 4、网红+线下活动

部分网红拥有自己的线下主业，他们在线上培养粉丝群体，为线下业务导入客户。例如，健身红人京城郎叔是北京某健身中心金牌教练，可在微博上接受粉丝的在线私教预约。网红赵若虹在上海开有“赵小姐不等位”餐馆与“高跟鞋 73 小时”高跟鞋主题甜品屋，凭借她在微博上的人气，两家店铺生意红火，排队者络绎不绝。较早期的网络红人还通

过商演赚取出场费，甚至出单曲、参演影视剧迈入娱乐圈，例如芙蓉姐姐、凤姐。

3) 国外网红盈利模式

国外网红的两大活跃平台为 **Youtube** 与 **Instagram**，与国内网红的运作模式基本相同，国外网红在社交网络发布内容，凭借个人魅力吸引粉丝，并配合一定的商业模式将人气变现。国外网红发布的内容以视频与图片形式为主，涉及美妆、健身、时尚搭配、音乐、美食、搞笑等众多领域，目前主流的变现方式为广告、电商合作、品牌代言、自创品牌。

广告是国外网红普遍采用的盈利模式。“品牌商-网红”、“品牌商-社交平台-网红”、“品牌商-MCN（多频道网络）-网红”为三种具体运作模式。品牌商直接与网红达成合作的模式在 **Instagram** 上较为常见，网红在发布的图片中展示品牌商的产品，刺激粉丝效仿和购买。**Youtube** 上的网红则通过平台获取广告资源，45%的广告收入归 **Youtube** 所有。MCN 类似于网红经纪公司，负责招揽广告业务，并帮助签约的视频原创者开展内容创作，提供粉丝数据分析等服务。**Marker Studio** 是美国最大的综合类 MCN 公司，旗下签约网红 **PewDiePie** 在 **Youtube** 频道上的订阅用户达 4000 万，他所提供的视频内容多为游戏直播。除了直接的广告收入，**PewDiePie** 还从 **Marker Studio** 处获得分红收入，总计年收入可达 1200 万美金。

图 36：Youtube 网红 **PewDiePie** 粉丝用户达 4000 万，年收入约 1200 万美金



资料来源：招商证券

国外网红与电商的合作模式多为分享股权，而非销售分成，这一点与国内情况不同。电商借用网红的名气吸引流量，给予合作网红一定的股权作为报酬和激励。例如美国的有机食品电商 **Thrive Market** 引入 80 位健康领域的网红为平台导流，公司拿出 1%的股权做期权池，与合作网红共享公司未来收益。

品牌代言。例如 **Youtube** 美妆达人 **Michelle Phan** 凭借化妆教程走红后，成为美国兰蔻官网的彩妆产品代言人，年收入达 300 万美元。

自创品牌。例如意大利时尚博主 **Chiara Ferragni** 的博客日均访问量超 9 万，2014 年与零售公司 **Luisa Via Roma** 合作推出属于同名女鞋与首饰品牌，年收入逾 800 万美元。**Youtube** 频道订阅量高达 900 万的美国女孩 **Bethany Mota** 与美国服装品牌 **Aeropostale** 合作推出专属服饰系列 “The Bethany Mota Collection”。

2、网红经济市场规模超过千亿

按照“红人店铺销量=网红数量*平均粉丝数量*转化率*客单价*年重复购买率”的计算逻辑，我们保守估计，目前红人电商的市场规模约为1000亿。考虑到其他网红商业模式的存在，网红经济的实际规模应远超这一数值，市场前景广阔。

图37：红人电商市场规模估算



资料来源：招商证券

五、聚焦红人电商：时尚搭配类网红变现的主要途径

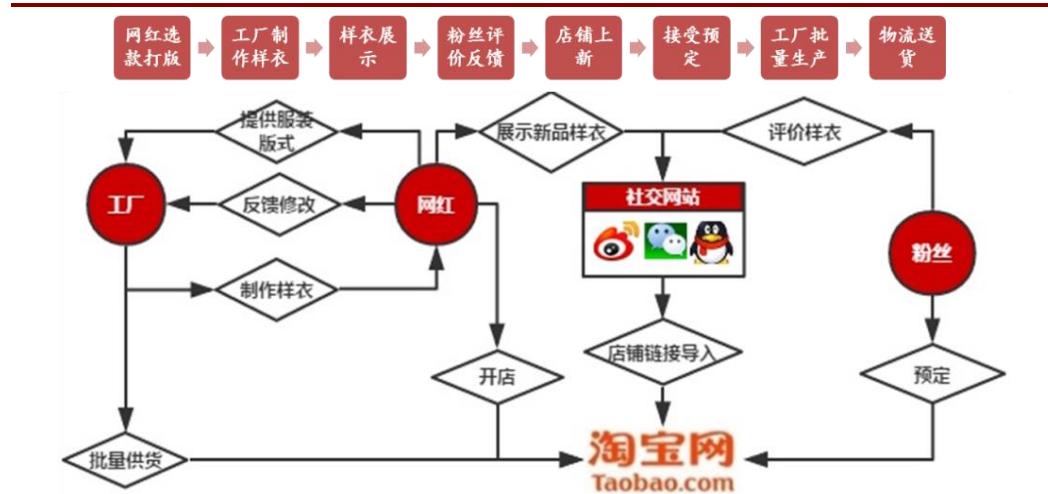
下文分析的红人电商特指在淘宝上自建品牌、主营女装的网红店铺。红人电商一次新款上架的流程一般是为：网红选款打板→工厂赶制样衣→网红展示样衣→粉丝反馈评价→店铺上新&新款宣传→粉丝预定→面料采购&工厂生产供货→物流配送。与普通淘宝C店相比，由于能够更精准地把握顾客需求、流量成本低、转换率高，红人电商普遍销量高、发展速度快、盈利能力强，而上新速度、粉丝营销能力及供应链管控能力是影响盈利能力的重要因素。然而，红人电商在快速增长的背后也存在一些隐忧，如品牌脆弱、过度依赖网红个人，缺乏专业的管理团队，供应链管控能力相对不足，缺少护城河，模式容易被复制等。

1、红人电商产业链：设计→营销→生产

红人电商的产业链可分为三部分。1)设计环节，由于具有独立设计能力的网红资源稀缺，这里的设计多指网红在品牌服饰中选款并打版的过程；2)营销环节，即网红在社交网络展示与推荐新款，发起优惠与抽奖活动，并与粉丝互动，获得粉丝的反馈评价；3)生产环节，对粉丝反馈好的产品进行下单，对接服装制造供应链，为消费者供货。

红人店一次新款上架的流程为：网红选款打板→工厂赶制样衣→网红展示样衣→粉丝反馈评价→店铺上新&新款宣传→粉丝预定→面料采购&工厂生产供货→物流配送。

图38：红人电商运作模式



资料来源：招商证券

2、红人电商盈利能力普遍较强，上新速度、粉丝营销能力及供应链管控能力均影响盈利能力

1、网红店铺的盈利能力普遍较强，主要体现在三个方面：

1) 销量高：淘宝女装类目中月销售额过百万的网红店铺超过 1000 家。2015 年双 11 期间，数十家网红店铺实现了 2000-5000 万的销售额。网红店铺在上新日可达成 500-1000 万销售额。2015 年度淘宝女装类目前十的店铺中有六家为网红店。

表 4：2015 年度淘宝女装类目排名前十的店铺中有六位为网红店

排名	店名	排名	店名
1	戎美	6	大喜
2	张大奕	7	于 MOMO
3	毛菇小象	8	dimplehsu
4	CC 皮草	9	LIN
5	小虫米子	10	MIUCO

资料来源：淘宝、招商证券，注：黄色部分为网红店铺

2) 发展速度快：大多数网红店铺成立于最近一年内，能在较短的时间内交出令人满意的业绩。例如网红张大奕的淘宝店成立不满一年便做到四皇冠（约 2000 万好评），甚至有网红开店仅两个月就做到了五钻的案例（约 1250 好评）。

3) 利润率高：网红店铺的净利润率约为 30%-50%。据估算，网红雪梨的淘宝店一年销售额超 2 亿，即使按照 30% 的利润率计算，其年收入也近 1 亿，不逊色于一线演艺明星。

2、影响网红店铺业绩表现的因素主要包括：上新速度、粉丝营销能力、供应链管控能力。

1) 上新速度是保持店铺吸引力的前提，体现红人电商“快时尚”的行业属性。目前人气较高的网红店铺均能保证每月 1-2 次上新，每次上新 10-30 款新品。

图39：人气较高的网红淘宝店均保持每月1-2次的上新频率

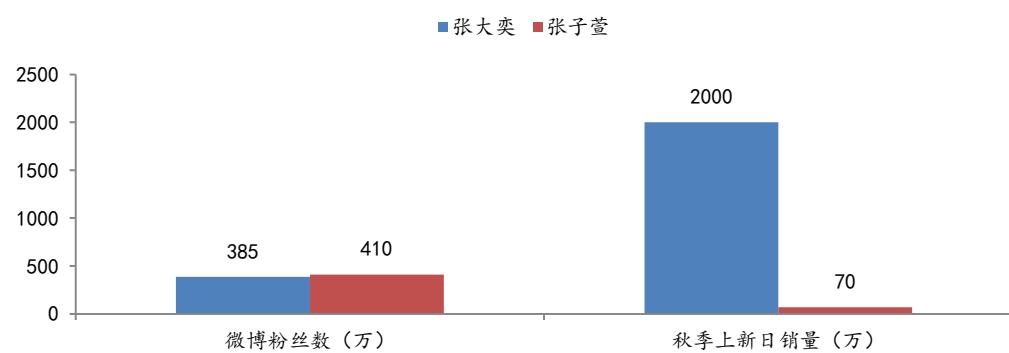


资料来源：新浪微博、淘宝、招商证券

2) 粉丝营销能力决定粉丝转化率。目前网红店铺的流量转化率普遍在5%-20%之间，远超淘宝的平均值2%。粉丝营销需保持社交平台的活跃度，并借助多种形式与粉丝互动。例如，上新前发布图片或录制视频展示样衣；首批新款到货后发起买家秀活动以带动后续销量等。

同等粉丝规模在不同的营销能力下将带来不同的店铺销量，以网红张大奕与演员张子萱的对比为例。两人的粉丝规模相当，张大奕微博粉丝385万，已在荧屏为大众熟知的张子萱粉丝410万。2015年8月24日天猫秋冬上新日，张大奕日销售额超2000万，热卖指数位居第一。而9月29日张子萱店铺上新时，6款衣服销售额约70万。日销量巨大反差的背后是两人在微博上的不同表现。截至1月底，张大奕的微博发文数量为10807，而张子萱仅有128条。张大奕的置顶博文评论数约2400，转发数约3600；而张子萱则关闭了微博评论。

图40：粉丝数量相当的张大奕与张子萱在今年秋季上新时的销售额差距悬殊



资料来源：新浪微博、网络资料、招商证券

3) 供应链稳定性保障发货速度与产品质量，供应链柔性保证反应速度。目前网红店铺的供应链周期普遍在两周左右，而自建工厂的网红店可以将周期缩短至1周。

3、红人电商的优势与瓶颈

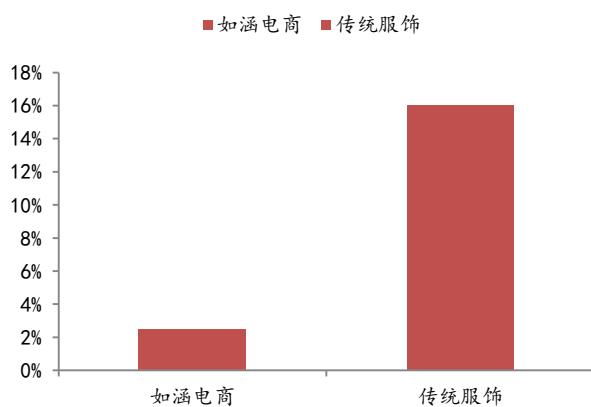
与普通淘宝女装C店相比，网红店铺的优势主要体现在三个方面：

1) **精准把握顾客需求。**网红与粉丝间的互动与交流远超传统商家与消费者，可以更精准地把握粉丝偏好。网红可以在展示样衣环节测款，根据粉丝的反馈对进货数量进行调整和修改，真正实现 C 端指导 B 端。

2) **低库存。**网红店铺采用预售方式，基本实现零库存，提高了供应链的生产效率。公开数据显示，运营网红店铺的如涵电商全年不良库存率仅有 2-3%，而传统服装品牌的库存率约为 15%-18%。

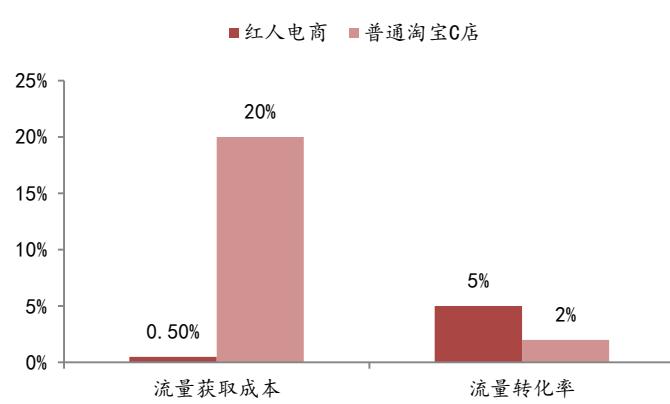
3) **低流量成本与高转化率。**普通淘宝 C 店的流量导入以淘宝平台为中心，即淘宝先将流量引入平台，然后按照竞价排位的原则分配给商家。包括按点击量计费的直通车、按千次展现计费的钻石展位和按时计费的硬广告位。这种中心化模式下，淘宝卖家需支付的营销费用高达销售收入的 20%-30%，且转化率仅有 2%。而对网红店铺而言，网红本身即流量入口，流量获取的成本即网红在社交平台上的营销费用，约占销售额的 0.5%。并且粉丝对网红的忠诚度与信任感较强，转化率一般在 5%-20%。

图 41：网红店铺的不良库存率远低于传统服装品牌



资料来源：网络资料、招商证券

图 42：网红店铺流量获取成本低、转换率高



资料来源：网络资料、招商证券

然而，红人电商在快速增长的背后也存在一些隐忧：

1) **品牌脆弱、过度依赖网红个人。**红人店过度依赖网红个人的资源与能力，将造成两方面后果。一、网红的事业周期决定店铺的生命周期，个人因素造成粉丝数量与店铺销量的波动。二、网红的审美和风格既定，难以适应粉丝多元且多变的需求。店铺若不能保证上新速度，很容易带给粉丝审美疲劳，丧失新鲜感。

图 43：网红店铺因更换模特而引起粉丝不满

@SecretChan陳嫣

评论我都看了 原本是打算找模特来分担一下我的工作 也好腾出更多时间和精力去做衣服和生活 不过你们的想法我也理解 毕竟开店好几年 一直没有换过模特 理解你们已经都习惯了看我穿fantasyskins的样子 所以别不高兴了 下次你们就会看见我 好吗：)



资料来源：新浪微博、招商证券

2) 缺乏专业的管理团队，供应链管控能力相对不足。大多数网红店铺建店时间不足一年，团队搭建简陋，核心团队只有4-5人；供应链薄弱，缺乏稳定的生产合作方。这导致网红店铺难以妥善应对上新、双十一等订单高峰期，造成订单处理速度慢、不合规商品流出等问题，影响消费者购物体验。淘宝后台数据显示，多家网红店铺的退款率远高于行业平均值。预售商品原材料不足、原材料涨价、新品质量问题等因素均是导致买家退款的重要原因，而这些都是供应链基础薄弱的直接后果。

图44：网红雪梨的店铺因工厂问题延迟发货



资料来源：新浪微博、招商证券

3) 缺少护城河，模式易复制。网红孵化器的加入使网红渐成流程化产物，批量打造网红成为可能。中小演艺明星试水淘宝店铺，加入网红行列。行业内玩家数量增多，市场竞争将压缩利润空间。

六、网红经济衍生品：网红孵化器与网聚红人平台

网红孵化器定位于网红的经纪人与服务商，既为现有网红提供店铺运营服务与供应链支持，也打造新晋网红，提供从粉丝营销、网店管理到对接供应链的一站式服务，典型代表是如涵和 LIN 家；网聚红人平台充当商家与网红的中间者，撮合双方在产品代言、代理销售、网上开店等方面达成交易，典型代表是 Uni 引力。

1、网红孵化器：连接网红、粉丝、电商的桥梁

网红孵化器多以淘宝店起家，凭借电商运营与供应链管理的经验，可补齐红人电商的短板。网红孵化器通常扮演两种角色：一是服务商，提供网店后台管理与供应链服务。二是经纪人，提供公关支持、帮助经营粉丝等。

网红孵化器与网红的合作模式因人而异。公司会与知名网红合作，打响知名度，产生示范效应。针对这些具备稳定的粉丝群体，店铺业绩骄人的知名网红，公司主要提供供应链管理与网店后台运营服务。供应链管理的核心在于为网红提供产能充足、兼具设计能力与品控能力的生产线。后台运营服务指提供数据分析、搭建 EPR 系统、负责客服

与售后等。

同时，网红孵化器也会发掘与培养新人。网红孵化器对新人的培养流程一般为：搜寻与筛选潜力网红→签约→风格定位&形象设计→粉丝营销→辅助开店→提供产品、供应链与后台服务→利润分成。

根据网红与孵化器公司前期投资比例的不同，后期利润分成方式可分为三类。第一类是公司投资建店与供应链，网红只负责粉丝经营与产品推销。这种合作方式下网红可拿 10-30% 的销售提成。第二类是网红投资建店与供应链，公司负责店铺后台运营与供应链管理，孵化器获得 10-30% 的销售提成。第三类是网红与孵化器公司共同出资，按照底薪+利润分成的方式支付给网红薪酬。

表 5：网红与孵化器公司在不同出资比例下的利润分成方式

场景	分成比例
孵化器出资	网红 10%-30%
网红出资、孵化器辅助供应链与后台运营	孵化器 10-30%
共同出资、共建供应链	网红底薪+分成

资料来源：网络资料、招商证券

网红孵化器的三个价值点为：专业化分工，整合流量并丰富业务类型，打通供应链环节、规模化采购：

- 1) 经过孵化公司与网红的专业化分工，网红只需关注粉丝的培养与维护，公司负责生产与后台运营，双方各尽所长，提高效率。
- 2) 孵化器同时签约多个网红可以将前端社交资产整合，打破特定粉丝群体的局限；针对每位签约网红的特质设计不同的变现方式，可以丰富网红孵化器公司的产品线、拓宽业务范围。
- 3) 孵化器为网红店铺打通产业链，解决了多批次、小额订单难以与工厂签约的行业痛点，整合多条生产，实现规模采购，降低成本并保证原材料的即时供应。

1、如涵：资深网红孵化器

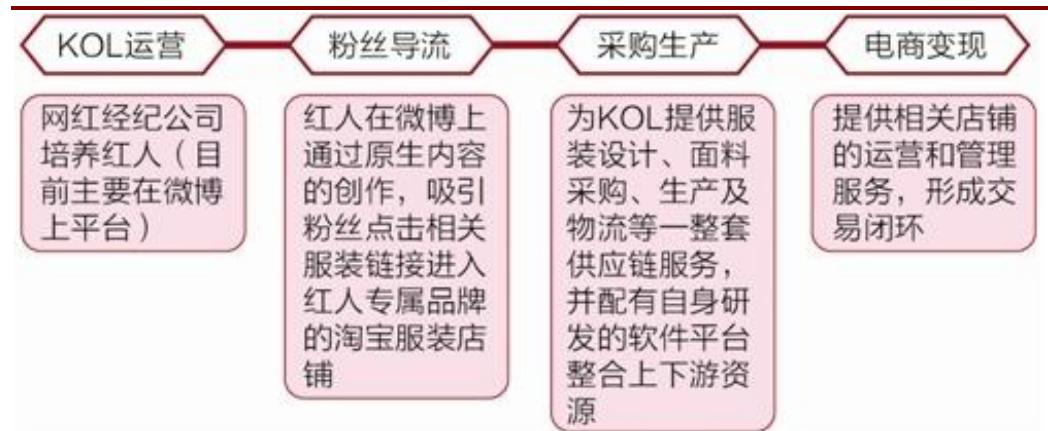
如涵电商是国内领先的红人电商综合服务运营商。目前旗下签约网红 100 余人，已有 50 余人开店，其中不乏张大奕、大金等知名网红。据媒体披露，如涵电商 2015 年旗下网店的销售额增速超过 500%。

公司背景：淘品牌起家，拥有专业的技术团队和丰富的供应链资源。如涵团队 2011 年创办淘宝女装品牌“莉贝琳”，运营不到两年已成为淘宝两皇冠店铺，年销售额近亿元。“莉贝琳”时期，如涵团队坚持自建生产线，同时与多家品牌服装代工厂合作，积累了丰富的供应链资源；如涵还自建 OA 系统管理内部流程，实现信息化运营管理。2014 年 7 月，与网红张大奕合作的淘宝店开业，试水红人电商。2015 年 9 月关闭“莉贝琳”，正式转型网红经纪与孵化业务。

经营范围：网红经纪业务、店铺代运营业务、供应链服务业务。如涵 CEO 用“你负责貌美如花、我负责赚钱养家”形容公司定位，充分体现了如涵作为网红服务运营商的职责，即帮助网红寻找引爆点，强化内容输出，沉淀积累与维护粉丝；为网红提供供应链支持，把控产品设计与生产环节；承担网红店铺的后台运营，监督管理客户信息、订单

信息、库存、物流、客服等经营模块。

图45：如涵电商的网红孵化流程



资料来源：网络资料、招商证券

业绩表现：2015年旗下网店的销售额增速超500%。签约网红张大奕已成行业标杆，其淘宝店铺经营一年半以来，已达成32万笔交易，月销售额达数百万。新晋网红大金与如涵合作半年，淘宝店铺做到两皇冠。

融资情况：截至目前，如涵电商已获得两轮融资。最近一次来自君联资本的B轮融资额达数千万。经如涵CEO透露，本轮融资将用于IT系统建设、升级供应链系统，扩充产品品类和提升客户服务体验。

表6：截至目前如涵电商共经历了两轮融资

阶段	融资金额	投资方	融资时间
A轮	N/A	赛富亚洲	2014年底
B轮	数千万人民币	君联资本、赛富亚洲	2015年10月

资料来源：网络资料、招商证券

2、LIN家：主打供应链支持的网红孵化器

网红淘品牌LIN于2015年4月尝试网红经纪业务，目前签约网红不足10人，其中包括Lin家网红店主张林超。

公司背景：夫妻店背靠“厂三代”供应链资源。Lin是一家五皇冠的淘宝网红女装店，主打高端定制路线，在2015年淘宝女装类店铺排名中名列第九，年销售额近亿。Lin的成功离不开背后强大的供应链支持。店主张林超及其丈夫张瑜均出自服装世家，张瑜的家族企业还是优衣库等国际品牌的代工厂。独立的供应链和充足的产能使Lin的新款发货严格控制在七天之内，远超其他网红店铺。

为适应网红店铺对供应链柔性的要求，张瑜改造传统供应链，将传统的几十人一组的大流水线，改成三、四人一组的小流水线，以适应网红店铺对生产线小批量、灵活可调整的要求。

定位：少而精打造网红品牌。目前Lin旗下签约网红不足10人，这与其“打造网红品牌”的理念密切相关。Lin家为每一位签约网红配置至少10人的专属团队，负责服装设计、客服、社交账号运营等工作，每位网红的投入资金高达百万。为了使团队和资本

付出取得高回报，Lin 为签约网红设置“观察期”并采用动态淘汰机制，以保证网红的粉丝输出能力。

业绩表现：Lin 淘宝女装排名第九，2015 年“双 11”期间 1 小时订单额突破 1000 万。签约网红王翔的“IT GIRL 限量定制”经过 9 个月的运营，成为两皇冠店。

表 7：网红孵化器如涵与 LIN 家的运营情况总结

孵化器	知名签约网红	优势	定位	运营情况
如涵	张大奕、大金	自建工厂并与品牌代工厂合作； 自建 ERP 后台管理系统	提供“营销-生产-运营”全产业链服务	签约百名网红，50 人已开店；旗下网红店铺销售增长率达 500%
LIN 家	张林超、王翔	“厂三代”的供应链支持，出自服装世家（优衣库等国际品牌的代工厂）	供应链改造匹配红人电商模式；少而精打造品牌	签约网红不足 10 人，“Lin”与“IT Girl”业绩不凡

资料来源：招商证券

2、网聚红人平台：整合商家与网红资源的平台—Uni 引力

Uni 引力是蘑菇街旗下一款主打网红经纪业务的 APP 产品，是一种特殊形态的网红孵化器。Uni 作为连接品牌商与网红的中间人，帮助商家找模特、找代理，同时帮助在线网红实现社交资产的变现。

Uni 目前开设三项业务，并提供在线担保交易，交易达成后可即时结算。

第一，为商家在线匹配网红模特、摄影师、设计师等，完成拍摄后商家按照事先约定支付团队相关费用。现行的接单门槛为 10 单，承诺 7 天内出图。这项业务满足商家开店时对产品模特的需求，蘑菇街小店是最主要的商家流量入口。

第二，帮助商家联系在线网红，在蘑菇街与微博推销产品。平台入驻的红人主要涉及美妆、护肤、服饰等领域，网红利用在垂直领域的影响力，依托粉丝群体可以实现对相关的有效推广。这类业务的实质是平台为网红招揽广告，采用的收费方式按内容、按条数收费。

第三，撮合红人、商家对接开店业务。平台作为经纪人撮合网红与具有一定设计能力、供应链支持和团队支持的商家，促成双方合作开展红人电商并共享收益。

Uni 采用的是在线撮合模式，成功的关键在于交易双方入驻平台的数量。达人流量的主要入口为新浪微博与蘑菇街。目前，Uni 引力已注册数千名达人，覆盖意见领袖、时尚博主、模特、造型师、摄影师、插画师、美妆达人等众多领域。入驻商家不乏卡西欧、李维斯、New Balance、哈根达斯等国际品牌。

平台目前处于推广与导流期，尚未形成清晰的盈利模式，与如涵、Lin 家等实体形态的网红孵化器相比，Uni 专注于网红产业链中的经纪业务，采用轻资产运营模式，通过整合商家与网红资源分享网红经济时代的红利。

七、未来发展预判：短期行业加速扩张，长期将形成较为稳定的金字塔结构

伴随着网红盈利能力与商业价值的显现以及微博淘宝等大平台的支持，短期内或有大批参与者涌入，行业加速扩张。未来批量扩张的网红群体将主要来自于 1) 有潜力的普通人在网红孵化器的包装培养下晋身网红；2) 中小明星加入开淘宝店的行列，成为“明星网红”；3) 传统女装品牌转型，利用品牌与供应链基础嫁接网红流量。

长期而言，迅速扩张的红人电商行业将逐渐进入饱和期，具备不同实力与条件的网红群体将出现内部分层，各自配合不同的变现模式形成较为稳定的金字塔结构。一线网红品牌化、打破生命周期，二三线网红集团化、抵御外界风险，而粉丝数量有限的达人走向微商。

1、短期：或有大批参与者涌入，行业加速扩张

伴随着网红盈利能力与商业价值的显现，这片蓝海将吸引更多人与资本的加入，短期内或有大批参与者涌入，行业加速扩张。

未来批量扩张的网红群体将主要来自于三个方向：1) 有潜力的普通人在网红孵化器的包装培养下晋身网红。这里的潜力包括但不限于外形条件、专业能力、个人意愿、粉丝基础等。2) 中小明星加入开淘宝店的行列，成为“明星网红”。明星开店的优势在于粉丝资源与背后经纪公司的扶持，短板在于时间精力有限，难以保证社交网络与网店的活跃度。3) 传统女装品牌转型，利用品牌与供应链基础嫁接网红流量。例如，女装品牌茵曼计划在 2016 年签约 30 个网红，与网红共享公司的品牌和供应链资源，计划实现 2 个亿的交易规模。

短期内行业的加速扩张还将得益于大平台的支持。以新浪微博为代表的社交平台为在线网红提供营销与变现支持。微博提供全套粉丝营销方案，在营销推广的各环节匹配产品，打造营销闭环。例如“粉丝头条”提升账号初期曝光率；“微任务”加快消息的滚动传播；“粉丝通”帮助用户精准投放广告；“粉丝服务平台”提供后台管理与数据分析工具等。在粉丝变现方面，微博与签约自媒体分享广告收入，设置打赏与付费功能，并开设达人通、微博橱窗与阿里和微卖合作探索社交电商。

表 8：新浪微博为在线达人提供多种变现途径

途径	支付方	被支付方	交易结构	发展现状
广告投放	广告商与品牌商	微博签约自媒体	签约自媒体按照每月商业搭载量（微博阅读量）占比获得广告费分成	2015 年第三季度新浪微博广告和营销营收 1.059 亿美元，较上年同期增长 62%
新浪达人通	入驻商家	通过微博达人认证且注册达人通的用户	微博达人免费开店，推销商品赚取佣金与介绍费	2015 年 3 月上线，采用 B2C2c 分销模式
微博橱窗	粉丝消费者	通过微电商认证的微博用户	该项服务免费；引导粉丝在第三方合作电商处消费	2015 年 10 月推出，目前用户已破百万。用于发布商品信息，附链接导入合作电商（淘

宝、微卖)

打赏	多为普通用户、男性用户、青年群体、受高等教育人群	多为认证用户、男性、财经传媒行业	打赏金额任意，支付宝支付	2015年1-11月，长微博打赏金额总计4454.1万，参与打赏的用户超过50万，被打赏用户则达到20万
付费阅读	多为普通用户、女性用户、青年群体、高学历用户	多为高学历用户、男性用户、财经体育行业	微博与作者按月分成结算	2015年1-11月，新浪微博付费阅读成交金额2930.7万

资料来源：新浪微博数据中心，公司财报，招商证券

以淘宝为代表的电商平台为网红店铺专设 iFashion 与星店栏目。旗下淘宝达人、淘女郎项目为网红提供推广服务。淘宝平台还计划组织网红店铺和“中国质造”厂商之间洽谈，使网红经济对接实体产业，弥补网红店铺的供应链短板。

图46：淘女郎招募

淘女郎——【网络红人】推广报名入口

淘女郎——网红推广计划Opening淘女郎除了专业模特之外，【网络红人】计划正式启动！将为大家提供大量的天猫、淘宝商家、摄影机构、厂商等各种拍摄推广资源的对接，希望获得推广的妹子们，按要求报名哦！还可关注官方微博，获得最新的推广资源！

资料来源：淘宝网、招商证券

2、长期：优胜劣汰形成稳定的金字塔结构

从长期来看，经过粉丝营销与供应链管理两大关卡筛选，迅速扩张的红人电商行业将逐渐进入饱和期。具备不同实力与条件的网红群体将出现内部分层，各自配合不同的变现模式形成较为稳定的金字塔结构。

顶端：一线网红（粉丝数量过百万、淘宝店铺销售额过亿）品牌化、打破生命周期。对这类网红而言，将网红的个人价值物化到品牌中是打破网店生命周期、实现持续运营的重要路径，网红将通过搭建专业团队和完善供应链，保证店铺的稳定性与活力，打造脱离个体的品牌形象。

中部：二三线网红集团化、抵御外界风险。对于设计生产与店铺运营经验不足的中小网红而言，独立店铺运营的成本偏高，潜在客户群体与市场空间有限。通过签约网红经济公司委托运营，或与其他网红合作组建公司，是整合碎片化市场、提高运作效率的有效路径。

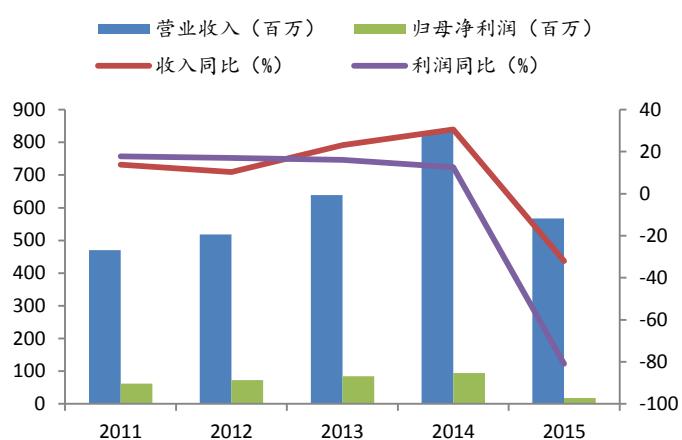
底部：粉丝数量有限的达人走向微商。对于粉丝数量有限且无意深耕电商产业链的达人而言，加入社交电商平台的在线分销体系是低成本变现人气的有效方式。

八、相关上市公司分析

1、华斯股份：持股微卖布局社交电商

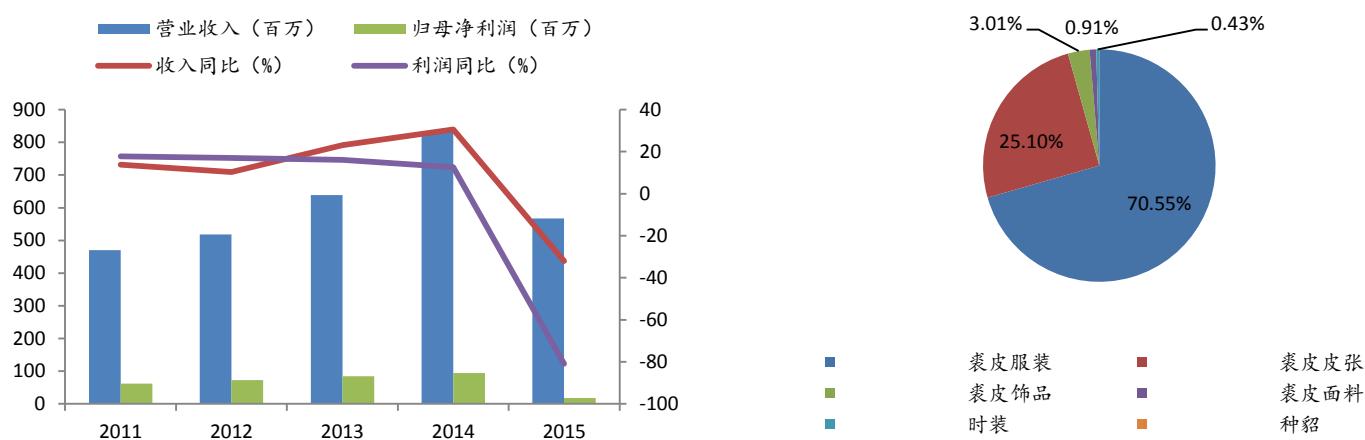
公司主营动物毛皮深加工与裘皮服饰的设计生产，裘皮服装与裘皮皮张在主营收入中占比最大。受俄罗斯经济不景气、进口需求减少的影响，公司 2015 年营业收入与净利润明显下滑。

图 47：华斯股份营业收入与净利润



资料来源：wind、招商证券

图 48：华斯股份主营业务构成



资料来源：wind、招商证券

2015 年 5 月，公司收购微卖 30% 股份，成为第二大股东。微卖是具有代表性的移动社交电商平台，于 2014 年 8 月开发上线。2015 年一季度日均交易额 120 万，日均活跃用户 25 万。平台采用两种业务模式，一种是达人分销的 B2C2c 模式，另一种是商家直供的 B2C 模式。

1、B2C2c 模式是微卖商业模式的亮点

B 端汇集商家提供商品，借助微卖实现全网分销。目前微卖对商家的认证标准与天猫和京东相同，且经过这两方认证的商家在微卖上可以免认证。大 C 端引入在微博、微信等社交平台上拥有批量粉丝的网络达人，达人在微卖免费注册开店，与商家签约，利用其在社交网络的影响力将代理商品推销给粉丝，交易达成即可获得佣金。小 C 端为一般消费者，所购商品由商家直接供货，由微卖与商家提供信用担保与售后服务。

微卖运用免费开店、免费进货等政策吸引商家与达人入驻，目前尚未盈利。未来平台将考虑通过广告收入、交易分成与互联网金融等途径变现。

图49：微卖APP进货界面与商品分销的规则



资料来源：微卖、招商证券

2、公司与微卖背靠新浪微博的网红资源

目前微卖 70% 的流量来自微博，30% 来自微信及其他。2015 年 7 月，微卖与新浪微博签订三年战略合作协议，在产品运营、数据支持、搭建流量入口等方面得到微博的大力支持，借助微博线上 2000 万垂直领域达人实现快速分销。具体落地为，微卖在“微博购物”与“新浪达人通-批发市场”栏目处设流量入口，微博用户在达人通开店将同步到微卖平台，建立捆绑连锁效应。

图50：微博粉丝过149万的达人于海青在微卖开店售卖商品



资料来源：新浪微博、招商证券

3、公司在社交电商与网红经济的未来布局

公司借助微卖撬动社交电商的价值空间，将在丰富产品品类、拓宽变现途径两方面助力微卖成长。具体而言，公司凭借皮草主业的行业经验与资源，强化微卖在裘皮服饰这一垂直领域的特色和优势。公司计划未来帮助微卖触及互联网金融业务，通过消费金融拓宽平台盈利途径。

公司借助微卖与微博聚合网红资源，考虑到网红身后庞大的社交资产和强大的变现能力，

公司未来对这部分资源的利用存在较大的想象空间。

2、南极电商：借柔性供应链切入网红经济

公司原主营纺织品生产与服装制造，2015年8月被南极电商借壳。交易方案包括三部分：（1）重大资产出售：公司拟向张玉祥、江苏高投及胡美珍出售除约定资产、约定负债以外的全部资产、负债和业务，交易作价2.43亿元，张玉祥、江苏高投及胡美珍拟以现金方式收购。（2）发行股份购买资产：公司以发行股份购买资产的方式购买南极电商全体股东张玉祥、朱雪莲、胡美珍、丰南投资、江苏高投持有的南极电商100%股权，交易作价23.43亿元。（3）发行股份募集配套资金：公司向香溢融通（浙江）投资有限公司管理的香溢专项定增1-3号私募基金非公开发行股份募集配套资金，总金额不超过3亿元，将用于电商生态服务平台建设、柔性供应链服务平台建设、品牌建设项目。

1、南极电商的四类业务

南极电商是一家向小微电商及供应商提供品牌授权服务、电商生态综合服务、柔性供应链园区服务，并经营货品销售业务的现代综合服务商。2015年，南极电商实现营业收入3.89亿元，归母净利润1.69亿元。现对南极电商的四大业务内容介绍如下：

品牌授权服务：品牌指南极电商名下的“南极人”，授权指生产端与销售端的品牌使用权。生产端授权即授权合作供应商生产“南极人”品牌的产品，提供商标、辅料、包装等配套服务；销售端授权即授权经销商销售品牌产品。该项目盈利模式为：向供应商与经销商收取标牌使用费与品牌服务费等。

电商基础服务与增值服务：基础服务指，公司为经销商涉足电商提供一站式服务，主要包括店铺装修、产品与模特摄影、活动营销、产品包装设计、工艺品质管控等。增值服务包括，设计服务，帮助电商进行网店设计、图片拍摄等；金融信贷服务，为产业链上下游提供担保贷款；大数据服务，帮助开展客户数据管理、数据化营销等；电商教育，为电商储备人才。

图51：南极电商为客户提供的一站式电商基础服务

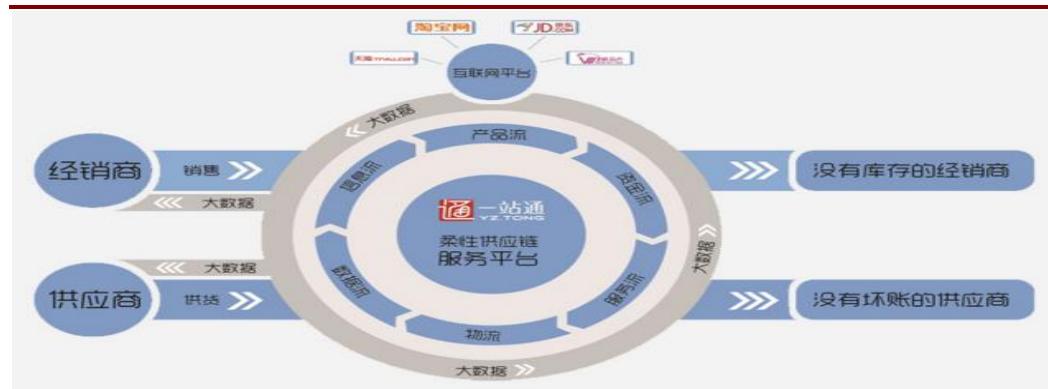


资料来源：公司官网、招商证券

柔性供应链平台服务：打通供应链上下游的信息壁垒，基于大数据，将传统以经销商需求为核心的刚性供应链改造为以消费者需求为核心的柔性供应链。重点解决两大问题，即上游供应商的坏账问题与下游经销商的库存难题。平台既指现实平台，即电子商务园

区；也指云平台，即柔性供应链信息系统。公司已建成 6 座电子商务园区，凭借收取园区平台服务费，包括仓储物流服务费与代销服务费，15 年上半年园区收入接近 200 万。

图52：南极电商为经销商与供应商提供的柔性供应链服务



资料来源：公司官网、招商证券

货品销售：现有的销售渠道有两种，第一种以第三方电商平台为终端，包括南极人官方旗舰店与授权给经销商的线上专卖店。2015 年双 11 期间，南极电商品牌“南极人”的终端产品在阿里平台、京东及其他电商平台合计实现销售额超 3 亿元，较去年同期增长超 100%。第二种是自建 O2O 零售终端，即微茂百货。微茂百货计划主营服装、生活用品、全球购三类产品，目前尚处于规划期。

2、南极电商切入网红经济的可行性

南极电商切入网红经济的可行性体现在两个方面：

一是商业模式的适用性。我们认为南极电商的商业模式可基本描述为，输出品牌与供应链，以多种收费和分成方式与中小电商共享收益。这种模式可以直接嫁接至红人电商，为网红提供品牌运营、产品开发、供应链管理等方面的支持。

二是公司在服务小微电商方面的资源、能力、经验。资源指平台资源与供应商资源，公司可以为客户提供天猫淘宝聚划算的流量支持；深耕十多年的内衣品牌“南极人”积累了大量上游原材料供应商，而这些供应商同样也是网红女装店铺的上游。能力指公司在品牌运营、网店经营等方面的能力。经验指南极电商为其他品牌服务的经验。目前，电商综合服务与柔性供应链平台服务已向 100 多个其他品牌商开放，服务系统针对不同行业的灵活性与可调试性得到了充分的验证。

3、公司布局网红产业的打法

打法一：做网红的服务商与代运营商，对接现有网红店铺。双方各取所长，红人店铺输出品牌和渠道，南极电商负责生产和运营。共享收益，入股分红或销售分成。

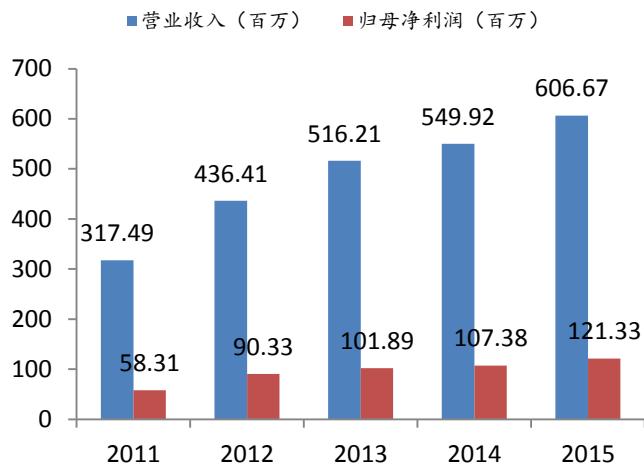
打法二：做真正的网红孵化器，将业务链条延伸至网红孵化环节。发挥南极电商在网店营销策划业务上的经验与资源，打造公司自己的网红店铺。

3、柏堡龙：可凭借设计能力与柔性生产线切入网红经济

公司成立于 2006 年，专注于服装设计，同时为客户提供“面料研发、服装设计、组织

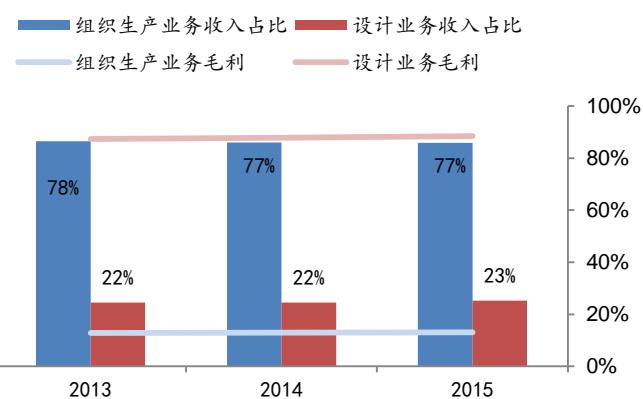
生产、质量控制”的纵向一体化服务。公司于 2015 年 6 月上市，是国内服装设计行业唯一的上市公司。近五年来，公司营业收入与净利润稳步上升，2015 年实现营业收入 6.1 亿，净利润 1.2 亿，其中，组织生产业务收入占总营收约 77%，设计业务收入占比约 23%。

图 53：柏堡龙营业收入与净利润



资料来源：Wind、招商证券

图 54：柏堡龙主营收入结构与毛利率



资料来源：Wind、招商证券

1、公司主要业务是服装设计和组织生产

服装设计业务与组织生产业务是公司两大营业收入来源。服装设计是公司的核心业务，也是获取客户的窗口，设计业务的毛利率高达 88%，是公司净利润的主要来源。组织生产业务指为设计业务的客户提供配套生产线，以完成设计方案销售后的成衣制作环节。虽然组织生产的毛利率仅为 13%，但该业务为设计产业化的实现提供必要的配套服务，是设计产业链的重要环节。

1) 服装设计业务

公司在服装设计领域的优势体现在三个方面。一是专业化。近年来，公司具备专业设计水平与时尚设计能力。公司优质的设计方案源自多方，包括客户的需求与反馈，设计团队的灵感与经验，上游原料供应商的意见，下游生产部门的反馈等。

二是规模化。公司 2015 年设计款数达 8000 多款，现有设计研发人员逾 230 名，为匹克、特步、富贵鸟等 120 多个知名品牌提供设计服务。

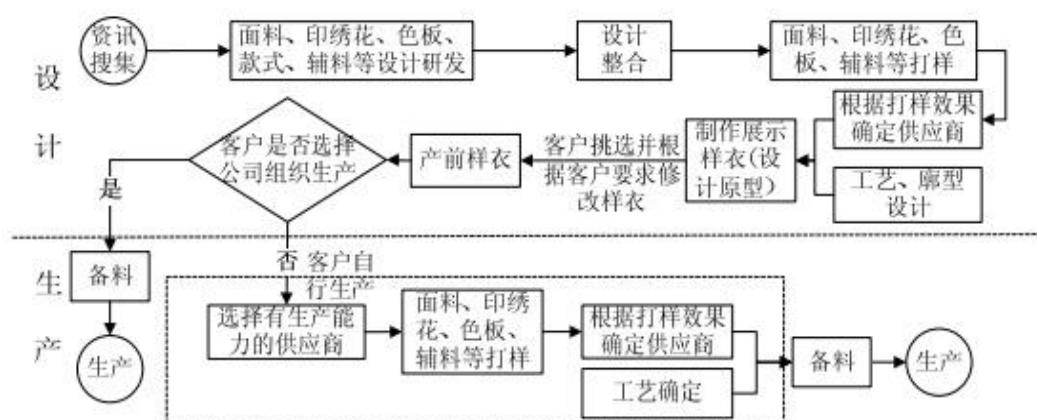
三是产业化。公司建立款式设计→面料研发→印绣花设计→制版打样的业务链条，可拆分为资讯搜集、印花、绣花、流行色、款式、面料研发、整合等多个业务模块，并匹配专业化分工小组。这种运作方式可以提高团队效率，通过模块重组实现快速创新与迭代，以适应服装行业“快时尚”的节奏。

2) 配套生产业务

配套生产服务是公司设计业务的延伸。客户在取得设计方案与样衣之后，可以直接对接公司自建生产线或外协工厂，进行后续成衣制作。对客户而言，选择公司为其组织生产

可以节省引入第三方厂商带来的交易成本，保证成衣质量。对公司而言，来自生产环节的反馈可以改善设计方案的可行性，设计与生产的内部对接可以防止外界抄袭与模仿。

图53：柏堡龙设计业务与生产业务模式图



资料来源：公司公告、招商证券

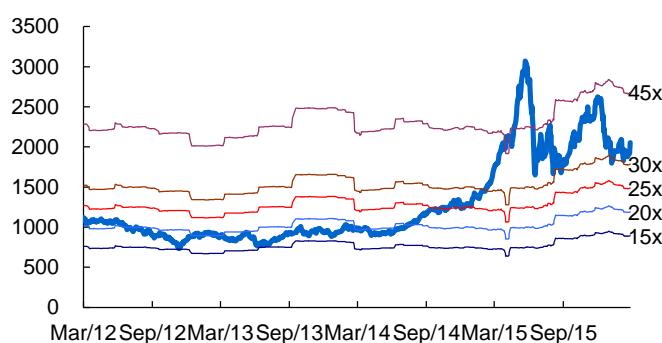
2、公司有望凭借设计能力与柔性生产线切入网红经济

服装设计能力与柔性生产线为公司布局网红产业提供优势。公司秉承的“快速设计、少量多款”原则契合网红店铺“少量多次上新”的要求，公司提供的柔性生产线帮助网红店铺实施定制化经营路线。

红人电商是“快时尚”的典型。网红店铺对款式的时尚感与更新速度有较高的要求，通常保持每月1-2次的上新频率。然而，网红有限的设计能力与低效的供应链难以保证上新的速度与质量。公司强大的设计能力、丰富的从业经验、少量多款的设计风格恰好弥补当前红人电商的不足，帮助网红店铺突破发展瓶颈，走向规范化设计生产的道路。

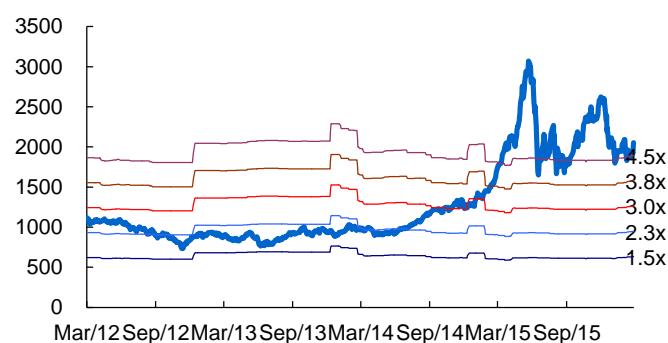
柔性供应链指生产端可以根据终端要求与市场变化做出灵活调整，这是网红店铺走定制化经营路线的技术前提。公司配合设计环节而搭建的生产线可以及时响应外界变化，为网红店铺提供稳定且灵活的供应链支持，助力网红店铺服务粉丝、建设品牌。

图 54：纺织服装行业历史PEBand



资料来源：贝格数据、招商证券

图 55：纺织服装行业历史PBBand



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

- 1、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第二卷）：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22
- 2、《纺织服饰行业 2010 年中期投资策略（服饰品牌研究第五卷）-价值链管理 优选渠道战略领先者》2010/6/8
- 3、《纺织服饰行业 2011 年中期投资策略（服饰品牌研究第七卷）-变革的时代 增长模式的革命》2011/7/11
- 4、《纺织服饰行业 2013 年年度投资策略（服饰品牌研究第十卷）-行业增长的白银时代 价格体系的长期重构》2012/12/28
- 5、《纺织服饰行业 2013 年中期投资策略（服饰品牌研究十一卷）-未来在哪？全渠道模式和大数据运营的思考》2013/6/18
- 6、《纺织服饰行业 2014 年中期投资策略（服饰品牌研究十三卷）-谁是 O2O 突围者？掌控好利益分配者将领跑量变》2014/7/3
- 7、《服饰电商平台发展的思考-强化聚商和聚客能力（服饰品牌研究第十四卷）》2014/10/13：通过分析全球最优秀的服饰电商平台型企业 Asos 的成长路径，归纳出聚商能力和聚客能力是电商企业规模增长的关键，聚商能力需要强大的供应链管理能力，而聚客能力主要依靠用户体验和品牌推广。
- 8、《纺织服饰行业 2015 年度投资策略（服饰品牌研究第十五卷）-紧握零售时代的转型 寻求新突破的外延发展》2014/12/12：前几卷我们从内生发展的变革以及线上线下融合发展方面对国内服饰行业的变革做过详细阐述，此卷的重心则放在寻求新意义上的外延发展—并购为主线。我们无法改变需求低迷的宏观环境，但从海外服饰企业的发展历程看，到单品牌面临瓶颈的阶段，寻找合适的并购机会，把握新外延的发展机遇是一条应该主动积极把握的突围之路，我们精炼出海外并购几点重要的规律，并以美国著名上市公司 PVH 的发展与并购为案例，详细阐述了并购持续推动股价的海外典型公司的历程。以此作为国内企业打造时尚消费品集团的借鉴。
- 9、《服饰纺织行业 2015 年中期投资策略报告-多品牌到生态圈平台化发展之路》2015/6/19：本文梳理了品牌商近年来面临的困境及价值链优化的瓶颈，在业内首次提出“多品牌到生态圈平台化发展”为品牌商探索新外延突破的必经之路，并系统性的梳理了 LVMH 的发展路径及产业生态圈的评价体系。伴随行业投资/转型风起云涌，相关标的估值显著提升，预计未来主题行情将有所分化，得生态圈者有望在长期内脱颖而出。下半年投资策略关注“基本面领先+精选主题”两条主线。
- 10、《服饰纺织行业 2016 年度投资策略报告-变革大势下 自身价值突破及创新谋变促发展》2015/12/3：面对当前的经济环境，炫耀式消费向大众化消费的转变，使性价比问题成为制约国内品牌销售的主要因素，就此我们结合海外品牌发展经验，总结出未来国内企业发展的潜在两大趋势，即高端更多需要通过构建或并购个性化符号较强的品牌实现突破，而大众化则通过不断整合供应链强化性价比优势做大规模。其中，针对大有可为的大众品市场，此卷重点分析了英国著名大众品牌 Primark 的成功要素，以此作为国内企业强化性价比优势、扭转销售颓势的启示。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

孙好，英国伯明翰大学酒店管理学硕士，现为招商证券服饰纺织行业首席分析师，6年服饰纺织行业研究经验，曾任职于天相投顾1年。

王孜，北京大学经济学硕士，中央财经大学金融学本科，2015年加入招商证券。

团队成绩：连续4年上榜《新财富》服装纺织行业最佳分析团队。2011-14年度水晶球奖分析师纺织和服饰行业第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。