

传媒行业

小红书深度报告之二：“买手电商”根植社区生态，原生商业系统成长可期

分析师： 旷实

分析师： 叶敏婷



SAC 执证号: S0260517030002



SAC 执证号: S0260519110001



SFC CE.no: BNV294



010-59136610

021-38003665



kuangshi@gf.com.cn



yeminting@gf.com.cn

请注意，叶敏婷并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

- **小红书电商业务：“买手电商”差异化突围，根植于社区生态，需求至上、信任为本、重视选品。**小红书 23 年对电商业务进行了较大调整，直播+电商业务共同成立为一级部门交易部，对直播电商重视度提升；在董洁、章小蕙等头部买手直播带货取得亮眼表现后，正式确立“买手电商”，消费者与品牌以买手为纽带，在站内形成“种草-拔草-再种草”闭环。“买手电商”模式根植于小红书“种草”基因，不同于传统带货主播流量至上，小红书买手各具标签，吸引高度垂直的粉丝，以粉丝需求至上、转化效果依赖粉丝对买手专业度的信任，因此非常重视选品；品牌通过与买手合作，也能更好定位契合品牌调性的潜在消费者，放大品牌声量。小红书在国内电商行业发展放缓背景下，充分发挥自身种草基因和用户高粘性驱动的势能，以买手电商模式实现差异化突围。
- **广告业务：丰富产品矩阵，打通业务闭环。**从广告产品的核心商业模式看，分为三大类：（1）针对品牌&商家广告主，出售广告资源，不同产品按不同计价模式收费；（2）撮合品牌/商家广告主和创作者，发布种草笔记，小红书收取抽佣的同时，平台的介入也保证了社区内容调性与商业化的平衡；（3）针对博主/中小品牌商家，通过薯条进行笔记推广，实现流量触达、扩大关注度。小红书商业产品矩阵日趋丰富，23 年以来着重对搜索广告加深布局；同时随电商业务发展，电商广告也有望起量，两大商业化引擎间的关联与协同效应或将增强。
- **小红书构建社区原生商业系统，广告业务稳健，“买手电商”模式逐步摸索出行之有效的电商变现路径。**社区原生商业系统的稳健性和可持续性更强，小红书基于社区内容生态，紧密品牌商家、买手、创作者、用户，构成充满活力的内容电商生态。品牌商家入驻小红书，通过多元手段实现“营+销”一体化布局；创作者也可以通过成为买手，丰富自身流量变现手段；同时平台自身盈利能力也得到提升。小红书独特的“买手电商”模式或可成为平衡内容调性和商业化的可行路径；高粘性、高活跃的独特社区生态与“社区原生”广告&电商双引擎有望成为小红书的增长飞轮。
- **与春晚合作有望在进一步“破圈”的同时，拉动电商增长。**1月19日，小红书与央视正式宣布，小红书成为今年春晚的笔记与直播分享平台，除夕当天打造陪伴式直播“大家的春晚”，观众可以通过小红书“春晚”账号近距离了解春晚的台前幕后，并在直播间挂出明星同款链接，方便用户种草后一键下单。小红书有望通过与春晚合作，渗透下沉市场用户，同时也有望借助春晚的影响力，拉动电商业务增长。
- **投资建议。**小红书通过广告+电商双轮变现：电商业务持续发力，打造从种草到拔草的完整闭环，23 年以来，确立了根植于社区生态、需求至上、信任为本、重视选品的“买手电商”模式，推动电商业务超预期增长的同时在社区调性与商业化间取得了较好的平衡，有望吸引更多中小乃至个人商家入驻，同时吸引更多博主成为买手、产出更多高质量“种草”笔记/直播，丰富社区内容生态。广告业务持续迭代、更新丰富的广告产品矩阵，更好赋能广告主与创作者，23 年以来挖掘小红书搜索功能的强大用户心智，着重加深搜索广告布局，同时伴随电商业务的发展也有望带来电商广告的强劲增长。关注小红书后续发展。
- **风险提示。**（1）用户规模增长不及预期；（2）电商行业竞争加剧；（3）广告主投放不及预期。

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人： 毛玥 021-38003800 maoyue@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
哔哩哔哩	BILI.O	美元	10.20	2023/11/30	买入	25.91	-8.51	-1.53	-	-	-	35.00	-26.00	-7.00
腾讯控股	00700.HK	港元	292.20	2024/1/7	买入	460.73	16.40	19.21	16.19	13.82	14.00	12.10	12.00	13.00
快手-W	01024.HK	港元	43.20	2024/1/21	买入	86.03	2.17	3.53	18.08	11.12	20.67	11.85	12.00	17.00

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：美股上市公司货币单位采用美元，港股上市公司货币单位采用港元。（哔哩哔哩的 EPS 单位为美元/ADS。）

目录索引

一、小红书：“买手为核心”的社区电商差异化突围	5
（一）发展历程：生于内容长于交易，社区电商的出路探索	5
（二）组织架构：重设为一级部门，社区电商业务线重要性提升	6
（三）商业模式：根植于社区生态，需求至上、信任为本、重视选品	7
二、广告业务：平衡商业化与社区调性，打造业务闭环	15
（一）广告产品：丰富产品矩阵，打通业务闭环	15
（二）广告业务：平衡商业化与社区调性，核心垂类持续发力	18
三、总结：独特内容电商生态，携手商家打造品牌“营+销”高效闭环	20
四、投资建议	24
五、风险提示	24

图表索引

图 1: 小红书电商发展历程	5
图 2: 小红书组织架构变化	6
图 3: 小红书买手的四个关键要素	7
图 4: 几大平台头部带货主播对比	8
图 5: 不同电商模式对比图	9
图 6: 买手电商模式图	10
图 7: 23 年 9-12 月小红书单场预估 GMV Top100 直播类型	12
图 8: 小红书“人群反漏斗模型”	15
图 9: 小红书广告产品商业模式	16
图 10: 小红书广告产品更新时间线	17
图 11: 小红书历年营收估计 (亿元)	18
图 12: 各平台 2023 年营销趋势对比	18
图 13: 小红书 23 年商业化加速	19
图 14: 小红书商家运营模式	20
图 15: 小红书 KOL/KOC 经营模式	21
图 16: 小红书盈利模式	22
图 17: 历年冠名春晚的互联网平台 MAU 变化趋势 (万人)	23
表 1: 小红书买手按单场销售额分类 (统计时间 23/10/15-23/11/3)	10
表 2: 23 年 10 月-24 年 1 月小红书直播品类大盘 GMV top10	12
表 3: 头部买手直播数据梳理	13
表 4: 2023 年 9-12 月小红书直播带货累计预估 GMV Top20 账号	14

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/905111302313011103>