

# 快手商业化的进化与突围

## ——短视频系列深度之四

### 核心观点

- **快手“新”社区，优质内容是快手的最大变化。**优质内容迭代与主动运营策略让“新”快手蓬勃生长，但仍真实温暖。快手会加强内容+主动运营策略，让内容丰富度提升。瀑布流+上下滑同时运营，不仅把流量选择权交给用户，也部分收回至平台运营。流量分配变化也代表着平台对生态的再度思考，如何私域+公域流量结合促进优化平台。商业化作为配套，不仅为了盈利，更为平台更好运转，此篇商业化专题详细深度的从商业化角度看快手的流量生态分配、配套产品工具、及商业化未来的驱动力探讨。
- **期待 2021 双引擎，带动平台商业化加速。**双引擎是指 1) 私域流量的社交、内容场景，是快手现有优势，2) 叠加快手新增公域流量的高效触达+广泛度（此处需优质内容+运营+工具配合），两者结合给与平台流量持续的支持，使用户留存层面更好转化，也支持直播、商业化广告、内容电商健康发展。
- **商业化广告是平台可见且确定性的高增长商业化方式。**快手作为短视频+直播相结合的内容生态型平台——1) **从产品角度看**，目前磁力聚星升级后，已为平台生态配齐相关多产品。流量曝光型商业化产品（快手广告系列）+原生内容型商业化产品（粉丝头条、磁力聚星、快手服务号（蓝 V 账号）等）组成了快手商业化广告的多产品矩阵，承接内容起量、商业化助推、以及未来企业营销阵地的各项作用，更加生态化，持续化；2) **从流量角度看**，公司之前的流量洼地可通过提升私域流量商业化效率来实现，同时循序渐进推进公域流量商业化，形成双轮驱动。
- **内容电商给平台更大的想象力，未来第二曲线。**惊喜发现，快手不仅是小镇居民的娱乐场，更是他们的生活场、消费场，快手电商用户基本盘是“**一群更下沉市场、有支付能力的小镇青年**”，快手是他们大多数时间的消费场景。数据显示，快手直播电商日活用户达 1 亿，占直播日活 60%，平台总日活 40%，他们在快手中娱乐且消费。相比快手大盘用户，电商用户特点为 1) **更下沉**。快手目前整体用户 45%来自一二线市场，而电商订单量仅有不到 30%；2) **年龄层更高**。快手 70%以上用户为 30 岁以下（90 后），而快手电商买家中至少 50%为 30 岁以上。为帮用户搭建更好的满足生活场，**快手电商生态建设方面进行大量投入，主要包括以下几个方面：**1) 提升达人和商品的连接效率（好物联盟、磁力聚星）；2) 提供商业化的流量工具：小店通；3) 建立好基础设施（完善快手小店规则、细化商品类目管理）。

### 投资建议与投资标的

- **视频化表达应该是下一个十年的内容领域的一个主题，抖/快/视频号可为多场景创造价值。**随着平台发展，其生态体系合作伙伴（服务商、MCN 机构、入驻商家）也将实现快速成长。建议关注：1. 产业中抖音、快手两个短视频平台，以及视频号的腾讯控股(00700, 买入)；2. 头部电商 SaaS 服务商：微盟集团(02013, 买入)、中国有赞(08083, 未评级)；3. 新流量平台营销服务商和 MCN 机构；4. 及时把握新流量场红利的新品牌商。

### 风险提示

社区内容监管不力；快手广告和直播电商增长速度不及预期



行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国  
行业 传媒行业  
报告发布日期 2021 年 01 月 20 日

### 行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 项雯倩  
021-63325888\*6128  
xiangwenqian@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860517020003

**证券分析师** 吴丛露  
wuconglu@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520020003

**证券分析师** 李雨琪  
021-63325888-3023  
liyuyi@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520050001

**联系人** 詹博  
021-63325888\*3209  
zhanbo@orientsec.com.cn

### 相关报告

短视频构建教育内容新生态，平台加速布局：——字节快手教育布局专题报告	2020-11-30
产品与算法：抖音、快手的生态成因：——短视频系列报告之二	2020-10-19
快手 9 年发展复盘，3 亿 DAU 是如何养成的：——短视频系列报告之一	2020-07-10

# 目 录

序言：快手商业化的理解框架 .....	7
1) 快手流量生态的探讨？（超头部主播出现的原因，解决方案） .....	7
2) 平台为什么要做商业化？ .....	8
3) 商业化的途径对比及我们所看见的快手的努力 .....	9
一、快手商业化回顾 .....	11
2013-2016：几乎没有商业化 .....	11
2017-2018：搭建并强化商业化中台、完善商业化产品体系 .....	12
2019-2020：商业化加速，为广告收入和直播电商制定高增长目标 .....	12
二、直播：特殊社群&家族文化形成高付费率，低 ARPU 的特征 .....	14
2.1 特殊的直播挂榜文化，本质是流量购买（涨粉） .....	14
2.2 快手直播打赏收入的特点：付费率高，ARPU 低 .....	18
三、广告：公域和私域流量商业化提速 .....	21
3.1 近 2 年快手在广告商业化方面所做的努力 .....	21
3.2 广告产品体系介绍 .....	24
3.2.1 快手广告（流量曝光型产品） .....	27
3.2.2 快手粉丝头条：内容加热工具（原生型产品） .....	30
3.2.3 磁力聚星：广告主和达人对接平台（原生型产品） .....	32
3.2.4 快手服务号（蓝 V 账号）：商户长期经营阵地（原生型产品） .....	35
3.3 广告收入结构、影响因素和同行对比 .....	36
3.3.1 快手广告收入目前的情况 .....	36
3.3.2 广告收入影响因素分析 .....	37
3.3.3 快手广告现阶段特点探究 .....	42
3.3.4 快手和同行对比：广告加载率和 CPM 有一定距离 .....	44
四、电商：“人”为核心的电商生态 .....	46
4.1 行业：商品供给极度丰富的时代，用户需更多内容辅助消费决策 .....	46
4.2 快手电商生态特征 .....	48

4.2.1 快手电商性质：强人格属性，头部主播性质接近“促销渠道”，中长尾主播性质更接近内容电商	49
4.2.1 电商用户画像：比大盘用户更下沉、年龄层更高、女性占比更大	51
4.2.2 达人生态：超头部家族影响力在降低，中腰部主播逐渐成长	53
4.3 快手在电商方面做了哪些努力？	54
4.3.1 提供电商专用的商业化买量工具：小店通	55
4.3.2 提高商品（商户/供应链）和流量（达人）的连接效率	56
4.3.3 完善基础设施：为电商生态闭环做铺垫	60
投资建议	62
风险提示	63
附录：快手信息流广告的投放流程和原理	63
1. 快手不同广告的出价和计费方式（详解 oCPM）	63
2. 效果广告的竞价和投放原理	65

## 图表目录

图 1: 商业化是互联网社区持续发展的重要环节.....	9
图 2: 各社区平台的商业化变现工具.....	10
图 3: 快手商业化历程（2016-2020）.....	11
图 4: 快手收入模式.....	13
图 5: 达人在快手主要的涨粉、推广方式.....	14
图 6: 挂榜直播带货的案例.....	15
图 7: 快手打赏土豪榜 Top 100 打赏金额（万元，20/10）.....	16
图 8: 快手打赏金额 Top 100 用户的行为特征（20/10）.....	16
图 9: 散打哥各月份的开播场次（场）.....	17
图 10: 辛巴各月份的开播场次（场）.....	17
图 11: 快手引入直播公会不同阶段.....	17
图 12: 快手直播间流量来源的变化.....	18
图 13: 不同平台的直播付费率.....	20
图 14: 直播付费用户数平均付费金额（元/人/月）.....	20
图 15: 快手商业化产品体系（磁力引擎）.....	25
图 16: 字节商业化产品体系（巨量引擎）.....	25
图 17: 快手在各流量沉淀/转化环节均提供了商业化工具.....	27
图 18: 快手的开屏广告.....	27
图 19: 快手信息流品牌广告样式和出现位置.....	28
图 20: 快手信息流广告按照营销目的分类.....	28
图 21: 快手双列信息流效果广告样式.....	29
图 22: 快手单列上下滑效果广告样式.....	29
图 23: 快视频播放页广告样式.....	30
图 24: 快手粉条“作品推广”的投放选项.....	31
图 25: 快手粉条和抖音 DOU+ 的价格对比.....	31
图 26: 磁力聚星的达人粉丝数（万）和视频任务报价（万元）.....	34
图 27: 不同粉丝量级的快手达人开通磁力聚星的比例.....	35
图 28: 磁力聚星不同粉丝量达人的数量占比和增速.....	35
图 29: 快手服务号的认证流程及功能.....	36
图 30: 快手广告收入（百万）及增速.....	37
图 31: 效果广告收入的影响因素.....	38
图 32: 单列的产品形态比双列少一个转化漏斗.....	39
图 33: 快手单列和双列模式下的 CPM（以网服行业 KA 客户数据为例，单位：元）.....	40

图 34: 快手 SMB 客户单列和双列下广告消耗情况 .....	41
图 35: 快手和极速版广告出现概率小样本调查 (2021.01 抽查) .....	42
图 36: 快手不同页面的广告内容出现概率小样本调查 (2020.10 抽查) .....	43
图 37: 快手广告投放数量占比 (Top 7 行业, 2020 年 4-7 月) .....	43
图 38: 腾讯和巨量引擎重点行业广告投放数量占比 (Top 5 行业, 20Q2) .....	44
图 39: 流量平台广告收入/MAU (元/人/月) .....	45
图 40: 用户不同的购物需求对应不同的电商产品功能 .....	47
图 41: 直播电商满足非效率型购物需求, 渗透率将逐步提升 .....	47
图 42: 快手电商 GMV (亿元) .....	48
图 43: 快手电商 GMV/MAU (元/人/期) .....	48
图 44: 快手直播电商场次 Top 10 行业 (2020 年 4-5 月) .....	49
图 45: 快手电商广告投放类目分布 .....	49
图 46: 不同平台的商品与用户连接方式 .....	50
图 47: 快手直播电商场次 Top 10 行业 (2020 年 4-5 月) .....	51
图 48: 快手用户城市等级分布 (2020 上半年) .....	52
图 49: 快手电商订单城市等级分布 (20 年 1-8 月) .....	52
图 50: 快手买家数的年龄分布 (2020 年) .....	52
图 51: 快手用户和电商用户的性别分布 (2020 年) .....	52
图 52: 快手六大家族的 GMV 占比 .....	53
图 53: 快手单场破 500 万/1000 万/1 亿的直播场次 (场) .....	53
图 54: 达人和商户在快手做电商的主要诉求 .....	54
图 55: 快手电商发展历程 (2017-2020) .....	55
图 56: 快手小店通的功能 .....	56
图 57: 快手好物联盟的三方参与者 .....	57
图 58: 快手好物联盟提供给商家不同推广计划 .....	57
图 59: 快手电商好物的达人选货界面 .....	58
图 60: 快手好物联盟的核心作用 .....	58
图 61: 快手达人带货的商品来源 .....	59
图 62: 快手好物联盟上线以来的推广者和商家的增长情况 .....	59
图 63: 在快手推广商品达人的被抽佣情况 .....	61
图 64: 快手成交渠道的 GMV 的分布 (2020 年) .....	62
图 65: 不同广告计费模式的特点 .....	63
图 66: oCPM 的投放流程 .....	65
图 67: 广告主进行快手信息流广告的投放流程 .....	66
图 68: 快手信息流广告的展现原理 .....	66
图 69: 决定快手信息流广告竞价排序的预估收益计算公式 .....	67

表 1: 快手不同收入模式下平台和达人的收益情况 .....	10
表 2: 快手和抖音 2020 年 11 月份的直播公会返点政策 .....	18
表 3: 快手直播收入拆分 .....	19
表 4: 快手广告体系的演进过程 .....	22
表 5: 快手 2018-2020 年商业化产品发布会的主要内容 .....	23
表 6: 快手不同广告产品的展现位置及计费方式 .....	25
表 7: 磁力聚星的产品类型 .....	32
表 8: 快手和抖音达人接单平台的对比 .....	34
表 9: 快手磁力聚星的收费情况 .....	35
表 10: 快手单列和双列模式下的转化效果（以网服行业 KA 客户数据为例） .....	39
表 11: 快手和抖音 2020 年广告收入（假设测算） .....	45
表 12: 快手电商典型用户类型 .....	50
表 13: 快手小店通产品介绍（2020.06 上线） .....	56
表 14: 快手小店的部分功能更新情况 .....	60
表 15: 快手小店/抖音小店/天猫的部分类目技术服务费率 .....	61
表 16: 快手信息流效果广告目前使用较多的出价方式 .....	64

## 序言：快手商业化的理解框架

### 1) 快手流量生态的探讨？（超头部主播出现的原因，解决方案）

在开始快手的商业化分析之前，我们先探讨快手社区的流量生态，这对理解快手 2020 年以来在产品、运营和商业化方面的努力有所帮助。

一个社区的总流量是要在三类流量里面做分配，此消彼长：①私域流量、②公域流量（中心化运营+算法推荐）、③商业化的流量（也是一种有条件的公域流量）。不同的流量分配机制，会导致不同的社区生态。

我们第一个想探讨的问题，为什么快手是宣扬公平普惠的社区，但是却形成了 2019-2020 年时头部家族占据大部分流量（尤其是直播流量）的局面？

目前对快手生态最大的担忧之一，就是头部家族占据平台过多资源，对平台影响过大。快手本身是一个坚持“普惠公平”价值观的平台，为什么会出现这种现象，这种现象未来是否可以从根本上得到解决？

如果快手把比作一个小型的社会，那么流量就是这个社会里最重要的生产资料之一（可类比土地、金钱等资源），内容生产者是一个个企业，平台相当于中央政府。

（达人得到的总流量曝光来源 = a\*自己积累的私域流量 + b\*平台分配的公域流量，私域流量占比高意味着 a 的系数更大，b 的系数更小）

私域流量占比高，意味着生产资料大部分被掌握在个人手中而非政府手中，这个社区就更类似一个分配制度偏私有制的社会。快手的社区其实更偏一个私有制经济体，由于更多粉丝=更多流量，因此，粉丝在社区内就成为一种私有资源。在内容创作能力类似的情况下，粉丝量多的达人创作的短视频或者开直播，即使获得的公域流量较少（快手会进行基尼系数调控），但由于他的私域流量多，他获得的总曝光量是会高于粉丝量少的达人。而公域流量占比高（例如抖音），意味着达人虽然通过内容生产获得了曝光量和粉丝积累，但这些粉丝积累对其下一次内容的曝光量影响不大，相当于政府（平台）对企业（内容创作者）的收入抽了更高的税，更多的资源分配权是掌握在平台手里。

在一个生产资料私有制的社区，会形成大部分资源掌握在顶层少数个体手里的局面。掌握更多的流量=掌握更多的生产资料→获得收益的能力更强→获取新流量的能力就更强，是一个强者恒强的循环。

比如，一个 100 万粉丝的主播，相比一个 1000 粉丝的主播获得的流量更大（由于私域流量大）→更容易获得打赏收入，更容易接到广告主单，更容易接触到优质的供应链资源→变现能力更强→去获得新流量的能力就更强（直播挂榜、商业化广告投放等能力更强），所以粉丝量高的主播的成长速度普遍比低粉丝量的主播成长速度更快，所以演变到后期，就会形成个别超头部主播垄断平台流量，小主播、新主播很难再成长起来的生态特征。



快手的普惠公平，主要是指在公域流量池里，做更少的人工运营，把更多的公域流量分配权力交给算法，尽可能地将公域流量进行公平普惠的分配。这种公域流量的分配方式，确实能缓解一部分的资源分配不均等的现象，但是仍然逆转不了私域流量占比高（大部分生产资料私有化）产生的后果。

### 第二个问题，怎么解决，平台已经开始做了吗？

从根本上解决这个问题，其实是需要打破或抑制达人生态中“强者恒强”的循环，并把平台资源的分配权适当从个体手中拿回到平台手中，实现私域（私有财产）和公域（公有财产）更好的平衡。经过我们的观察，发现快手 2020 年以来的很多动作都在致力于打破这个循环。

第一，“打压超头部达人，分流量”。

第二，改变“生产资料”的分配机制，增加平台可掌控的资源比例。这种分配机制的改变，一方面是产品改版，增加公域流量；另一方面是把流量售卖的权力从头部达人手中拿回平台手中。

- 产品改版，增加公域流量占比：快手近 2 年在产品上比较重要的方向是推单列，如 19 年上线的极速版，20 年主站上了“精选页”，单列模式一方面可以拉用户，同时也是一种更适合平台掌握流量分配权的产品模式；
- 流量售卖权收回平台手中：此前达人通过挂榜、直播 PK 等方式进行涨粉，在这个过程中，导流的达人获得打赏收入，本质是达人掌握了自身流量的售卖权的 40%（达人打赏收入分成约 40%），2020 年平台对挂榜、PK 的行为做了规范和限制（详见正文），同时推出/升级了流量购买工具（粉条/小店通），将流量的售卖权收回到平台手中。

第三，对粉丝量少的达人进行“转移支付”。通过向新人达人、粉丝量少的达人赠送流量券，或是给予粉丝量少的达人较高的粉条购买折扣，让长尾用户可以获得比头部达人成本更低的涨粉途径。

第四，培养更多平台可控的“企业”，即开放入驻，并扶持更多专业化的 MCN 和直播公会。

## 2) 平台为什么要做商业化？

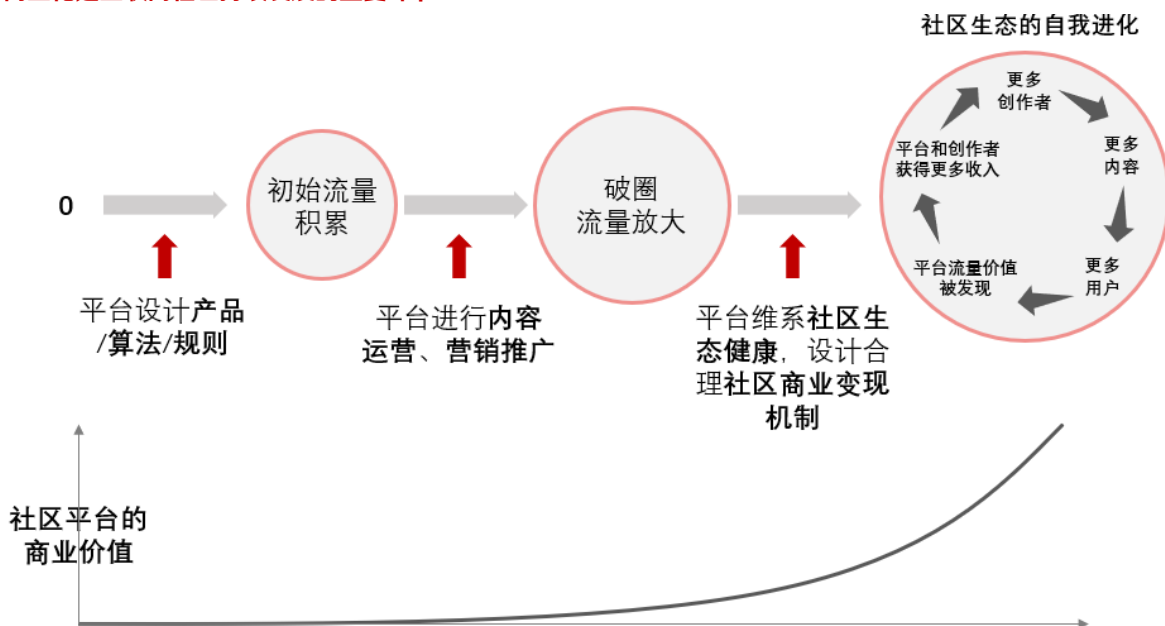
不仅仅是为了盈利，更是为了平台更好生态的运转。快手目前在做的事情我们总结为两部分：首先快手私域流量之前未被合理定价，平台提供工具让价值公允化价值；其次，把一些流量公域化后+开发更多工具，同时在数据标签、数据回传方面都进行了改进，流量生态更可控，让大家都可以稳定的，有迹可循的得到持续增长，生态变得更好。

正如我们报告 2 中提到，商业化是一个 UGC 社区形成正循环的重要环节。平台需要设计合理的流量分配机制与商业机制让社区进入正循环增长，实现自我进化，基本循环逻辑为：更多的 UGC/PUGC 创作者→更多的内容→更多的用户→用户支持创作者+品牌方看到平台的价值 → 商业化收入提升 → 更多的 UGC/PUGC 创作者加入，进入持续正循环。

所以我们坚信快手商业化是正确选择，对于生态的自我进化有着正向的帮助，以帮助继续用户增长。



图 1：商业化是互联网社区持续发展的重要环节



资料来源：东方证券研究所

### 3) 商业化的途径对比及我们所看见的快手的努力

各内容平台的商业化路径有很多种，简单分类，可以分为两大类：

① 平台主导的商业化（平台用来赚钱的）：典型代表为广告（平台向广告主售卖资源位），从2017年前后开始，各内容社区平台逐渐开放平台资源位的售卖，截至目前，头部的社区平台均已开放开屏广告、信息流广告的售卖。其中，此外还有内容分发权的商业化（内容加热工具），例如快手的粉丝头条、抖音的DOU+。

② 达人主导的商业化（能让创作者赚到钱的）：特点是平台上的创作者掌握商业变现的主动权，平台再从创作者的收入中抽成，典型代表是达人利用自身的粉丝基础和内容制作能力，帮广告主进行内容营销推广，从而获得佣金。目前，各大内容平台都已上线了达人和广告主对接的平台，将达人接单的行为进行规范管理，例如抖音的巨量星图、快手的磁力聚星、B站的花火平台等，符合一定条件的创作者可入驻平台。该类方式更依赖于平台所创造的调性，该类非标产品更倾向于品牌广告主的支出。另外，直播打赏、直播带货也是达人主导的商业化的一种。

③ 我们做了内容平台横向对比，可以发现整体上商业化变现工具齐全性均具备，区别在于工具效果。

图 2：各社区平台的商业化变现工具

变现模式		抖音	快手	bilibili	小红书	知乎	
平台主导的商业变现	会员售卖			大会员	黑卡会员	盐选会员	
	1P型电商			bilibili会员	福利社		
	流量售卖	内容加热工具	DOU+	快手粉条	起飞币	薯条	
		广告	✓	✓	✓	✓	✓
	账号体系	抖音企业号	快手服务号	bilibili企业号	小红书企业号	知乎机构号	
	付费内容			✓		✓	
达人主导的商业变现	达人内容营销 (达人接单)	巨量星图	磁力聚星	bilibili花火	品牌合作平台	知+	
	打赏	✓	✓	✓	✓	✓	
	付费内容	✓	✓			✓	
3P型电商		✓	✓		✓		

资料来源：抖音，快手，哔哩哔哩，小红书，知乎，东方证券研究所

表 1：快手不同收入模式下平台和达人的收益情况

盈利模式	性质	平台的收益	创作者的收益
直播打赏	达人和粉丝之间的信任及情感变现，是达人主导的变现	平台从达人收入中抽成	达人获得用户打赏
直播电商		平台从达人收入中抽成	达人获得销售价差、带货佣金
广告	平台流量的变现，是平台主导的变现	平台直接售卖流量获得收入	达人售卖自己的私域流量，达人帮助广告主进行广告素材的创作；(快享计划、磁力聚星)

资料来源：快手，抖音，东方证券研究所

我们所看到的快手的努力，主要围绕 2 个大的方向展开：

- 1) 促进达人生态体系的健康发展，既解决流量私域化下的不均衡问题，以及达人体系的丰富度；
- 2) 让品牌商/商户来到平台，为商家/品牌来到平台进行长期稳定的经营提供条件。

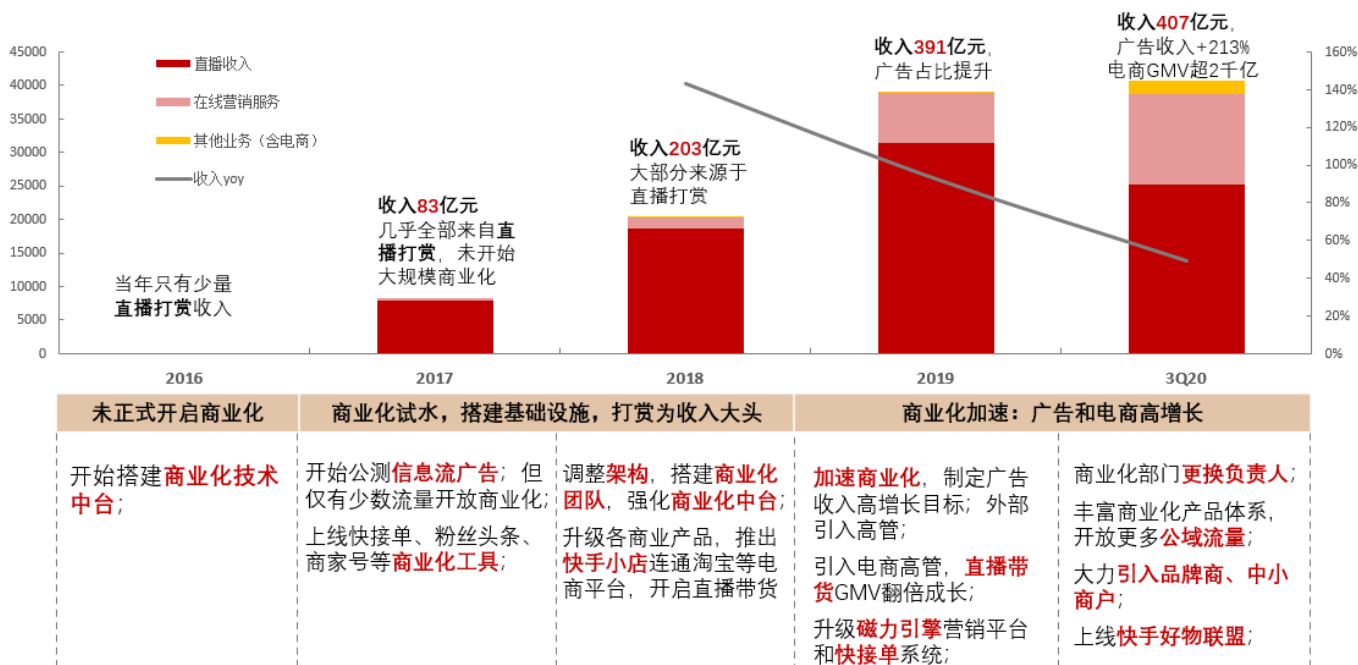
所以围绕这 2 个方向，快手的主要动作包括：

- 1) 开放更多公域流量，提升可被商业化的流量池；
- 2) 新增或升级更多商业化产品，让私域流量和公域流量都能得到更高效的变现；
- 3) 引入专业机构，包括 MCN 机构，直播公会，各类商业产品的代理商和服务商等；
- 4) 因平台电商属性强，完善电商相关配套。平台制定更多规则、提供商户/供应链，及该品类商业化工具帮助商户稳定经营。

## 一、快手商业化回顾

发展历程回顾总结：我们可将快手商业化历程分为三个阶段进行回顾，整体快手商业化伴随着流量性质变化（既平台对流量的掌控度）而发生阶段变化：几乎无商业化（2013-16年）→直播打赏模式为主的商业化（2017-18年）→逐渐提升公域流量占比，加速广告商业化（2019-20年）三个阶段。我们判断，从变现方式角度来说，直播打赏已是较成熟变现手段，广告收入会是快手近两年内增长最快的收入来源，而电商虽然短期内对收入的贡献不大，但是会成为快手下一阶段的第二增长曲线。

图 3：快手商业化历程（2016-2020）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

### 2013-2016：几乎没有商业化

在这个阶段几乎没有做商业化变现：这段时期，公司流量处于自由化阶段，公司几乎没有推出其他产品，也几乎没有做太多商业化的动作，只是**2016年4月上线了直播功能**，依靠用户打赏的虚拟礼物获得少量收入，2016年快手仍然处于亏损状态。

### 2017-2018：搭建并强化商业化中台、完善商业化产品体系

快手非常看重用户体验，因此对于商业化非常克制。2016年公司收入仅有少量直播打赏收入，但商业化公司是需要推进的。

**2016年10月**，负责商业化的**严强**开始带领建立快手的**商业化技术中台**，并在两年时间内推出了成体系的营销产品功能：**2017年3月**开始公测信息流广告，上线“粉丝头条”功能，发布“快接单”平台，所以整体上快手商业化产品基本框架在该时落地，让快手上的用户可以通过广告、电商等多种渠道变现。

**2018年7月**，快手正式建立商业化团队，下设商品研发、创新业务中心、广告业务、商业生态、业务运行、商业市场中心、商业审核中心等多个二级部门（**但不包括直播和电商部分**）。**2018年快手强化了商业的中台能力**，包括产品、算法、数据的能力；在“用户体验”与“商业需求”协同上也有了更好的升级。

快手的营销平台**2018年推出（2019年升级为磁力引擎）**，包括两大产品矩阵，一是“快手广告”，主要产品是**信息流广告**，和粉丝头条等；二是“快手商业开放平台”，是基于创作者社交、内容生态的**内容营销平台**。

这个阶段，快手在商业化方面仍然是非常克制的：2018年初，仅有约10%的用户可以在快手看到广告，到了10月才逐步提升至60%。**直播仍是快手最主要的收入来源**，快手**2018年的收入约203亿元**，其中直播收入186亿元（占比90%+），广告收入17亿元。

### 2019-2020：商业化加速，为广告收入和直播电商制定高增长目标

商业化不仅是公司自身盈利需要，也是创作者留存在平台的重要动力之一。2017-18年，快手进行了商业化团队的组建、技术中台的建设与强化、相关商业化产品的推出及完善；**2019年开始，快手加速商业化**，尤其是在变现潜力更大的广告和电商方面做出了更多的尝试和努力。

- **直播方面**，如前文所述，快手的流量生态更适合通过直播（打赏）和带货模式变现，2019年，直播打赏的收入仍然是快手最主要的收入来源（占比60%以上）。
- **广告方面**，继快手2018年建立了功能完整的商业化团队、并推出快手营销平台之后，2019年快手继续完善营销平台的功能（升级为“磁力引擎”、升级快接单平台），公司2019年广告收入有明显提升。
- **电商方面**，2018-19年直播电商处于爆发式增长期，在各内容平台中，快手是走在最前面，2018年6月就上线了快手小店，打通淘宝，2019年打通拼多多和京东。已孵化出“散打哥家族”、“辛巴家族”等日带货能力破亿的达人。2019年全年快手平台直播带货的GMV约600-800亿元。目前快手对直播电商的变现能力不做要求，首要目标是做好生态，**创造GMV**，平台收取的技术服务费大部分会以奖励的形式返还给商户和带货达人。

快手**2019年实现收入391亿元**，其中：

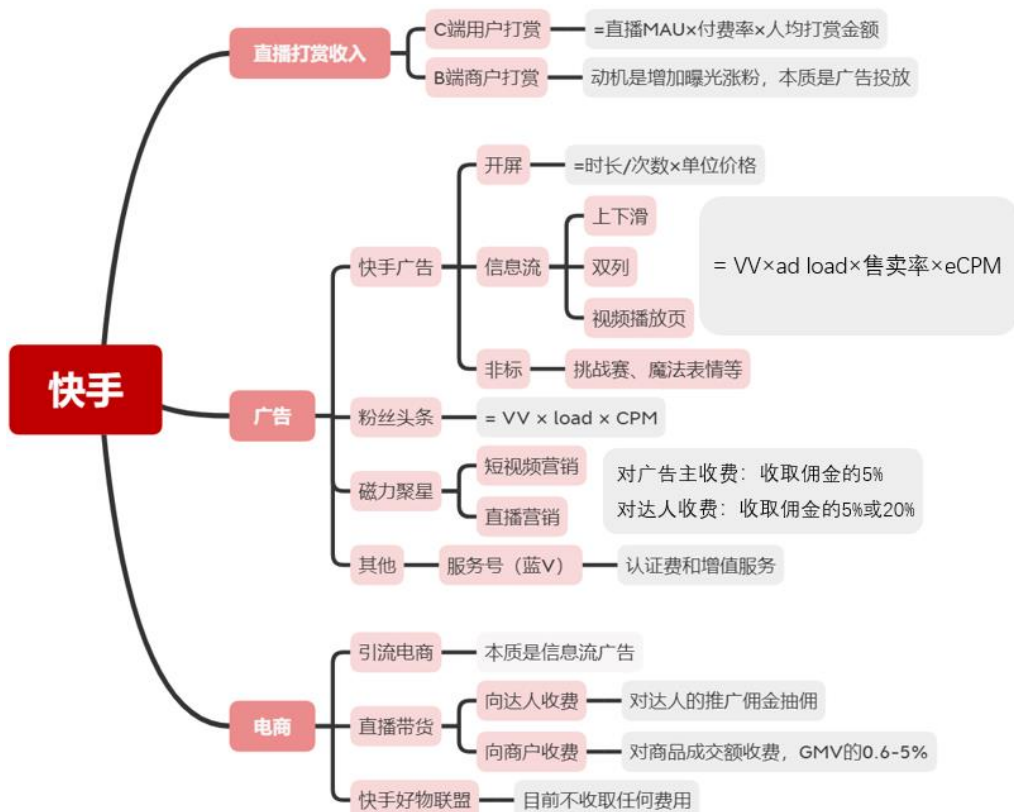
- **直播打赏**：收入 314 亿元（2018 年约 190 亿元）；
- **广告**：收入约 74 亿元（2018 年收入 17 亿元）；
- **其他业务（含电商）**：电商 GMV 约 600 亿，收入 2.5 亿元。

**2020 年，公司在广告收入和电商方面实现了高增长：**

- **直播打赏**：由于对直播 PK 等行为的规范力度加大、头部主播被限制，直播打赏收入增速放缓，截至 20/11 公司实现直播打赏收入 304 亿元，yoy+6.8%。
- **广告**：截至 20/11，快手的广告收入 188 亿元，yoy+200%，高速增长的原因是公司商业化工具的完善，单列【精选页】的推出；
- **电商**：截至 20/11，快手电商 GMV 达 3327 亿元，yoy+686%。

**综上所述**：快手此前的流量生态特征可归纳为，公域较弱，且大部分内容分发权交给 AI 算法，平台可操控的、可运营的流量较少，因此可商业化的流量也非常少，广告变现能力稍弱，以及没有公共流量池、公共工具给生态中的伙伴们商业化采买。但从 2020 年开始，公司提升公域流量、中心化运营流量占比，开发更多可购买的商业化流量，并将广告产品进行升级细化，在数据标签、数据回传方面都进行了改进，流量生态更可控，广告收入在 2020 年迎来快速增长。

**图 4：快手收入模式**



资料来源：磁力引擎，东方证券研究所

## 二、直播：特殊社群&家族文化形成高付费率，低 ARPU 的特征

快手直播生态总结：

1) **直播生态概况**：快手是一个重私域的平台，因此基于“人”的直播打赏收入是快手最早产生的变现模式，截止 20Q3，快手是国内直播打赏流水最大的平台，直播的场次也相当可观：20 年前三季度，快手开展了约 14 亿场直播活动。用户侧，快手目前的 DAU 是 3 亿，其中有直播观看行为的 DAU 是 1.7 亿（占比 57%），其中观看直播电商的 DAU 约 1 亿。

2) **挂榜涨粉是独特文化**：快手形成了独特的挂榜涨粉的生态，部分用户打赏动机是为了从主播的直播间吸引到流量，本质是一种流量购买行为。

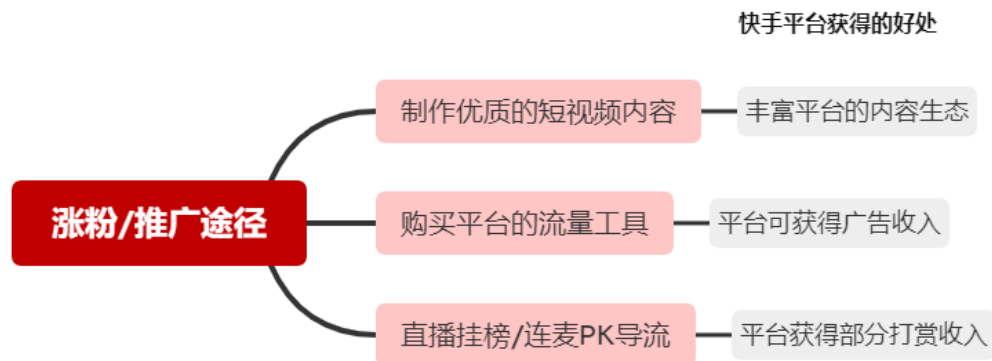
3) **用户付费特点**：用户付费率高，但是人均付费金额低。通过对比快手的直播和其他直播平台，可以发现，快手“家族”氛围浓厚，加入达人家族（粉丝团）的用户有很强的家族使命感，为了守护家族荣誉付费意愿很强，但可能收入水平制约了付费能力，因此会形成快手直播付费率高但 ARPU 低的特点。

### 2.1 特殊的直播挂榜文化，本质是流量购买（涨粉）

为什么快手出现挂榜文化？因为早期缺乏快速的涨粉途径。

达人在短视频平台的常规涨粉路径通常有 2 种：拍短视频、购买推广工具（即从平台买量）。快手由于坚持普惠公平的价值观、并对平台流量进行基尼系数的调控，因此快手的主播粉丝量达到一定程度之后，很难再通过制作短视频涨粉（由于短视频的热度提升到一定程度时候会被限流，在快手利用短视频涨粉效率不如抖音），且快手早期缺乏稳定好用流量购买工具，达人没办法通过向平台买流量的方式涨粉（快手粉条虽然 2017 年就上线了，比抖音的 DOU+ 上线时间更早，但是没办法在短时间内买到大量流量，因此也不能满足快速涨粉需求）。

图 5：达人在快手主要的涨粉、推广方式



资料来源：东方证券研究所



以上 2 个涨粉途径都效率不高的情况下，快手主播还有另一条直播挂榜涨粉（或连麦 PK，连麦 PK 于 2018 年上线）的路径：即在其他主播的直播间大量刷礼物，刷到送礼榜单的前列（这种行为被称为“挂榜”），来获得直播间用户的关注，一些主播还会一边挂榜一边开直播卖货，把用户引流到自己的直播间后可以当场进行变现，一些有挂榜经验的主播，是可以通过这种模式跑出不错的 ROI 的（ROI=直播带货成交的 GMV/挂榜所送出的礼物的金额），例如下图中的 3 个案例，一个主播“茵妆♥有你更美”在快手的某个大主播“小伊伊”的直播间刷礼物冲到榜一，将小伊伊直播间流量导到自己的直播间，同时在自己的直播间卖化妆品，直播期间这个用户给小伊伊送出的礼物价值为 15.1 万元（1 元人民币=10 快币），相当于通过支出 15.1 万元的推广营销费用达成了 92.59 万元的销售额，ROI 在 6 以上。

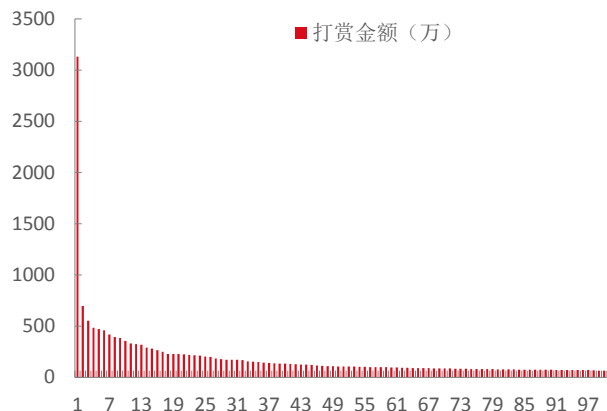
图 6：挂榜直播带货的案例



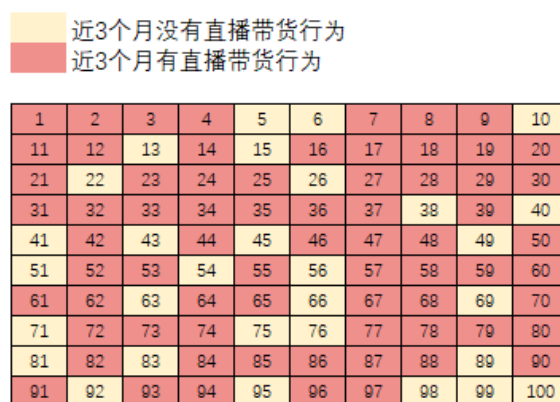
资料来源：壁虎看看，东方证券研究所

根据“壁虎看看”统计的快手 10 月份的打赏土豪榜，打赏金额最多的前 100 个用户中，有 70% 的用户在 3 个月之内是有过直播带货行为的，他们的打赏金额占 Top 100 打赏用户总金额的 75%；有极大可能，这部分用户的打赏动机并不一定是因为他们喜欢且愿意为打赏对象付费，而是为了给自己的账号涨粉或是给直播间导流量。但是快手的打赏集中度并不高，假设 2020 年打赏流水 340 亿（假设相比 2019 年增长 10%），10 月份的总计打赏金额=340/12=28 亿，而根据壁虎看看的统计数据，礼物收入榜 Top 100 达人的礼物收入总金额为 1.6 亿，占比不到 30 亿的 6%。



**图 7：快手打赏土豪榜 Top 100 打赏金额（万元，20/10）**


资料来源：壁虎看看，东方证券研究所

**图 8：快手打赏金额 Top 100 用户的行为特征（20/10）**


资料来源：壁虎看看，东方证券研究所

我们推测直播挂榜可能是导致快手超头部主播流量占比高的因素之一：

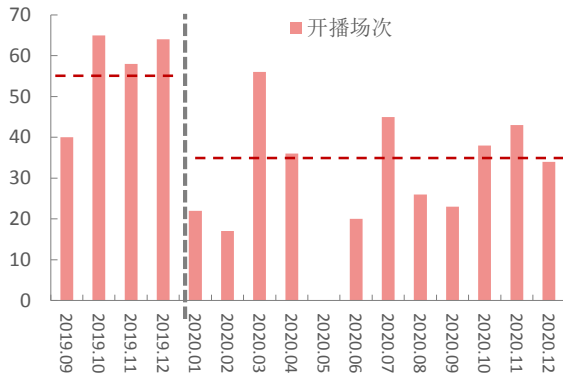
**原因 1）：**挂榜涨粉是一个门槛和技巧较高的“买量工具”，需要主播有充足资金刷榜，要具备一定经验技巧（例如知道选择哪些主播的直播间进行刷榜），同时要能承受得住这部分流量（要有合适的商品供应链或是合适的内容），所以通常是比较有实力的大主播可以使用→使用后粉丝量更多→变现能力更强→挂榜涨粉的能力更强，如此一个正循环形成了比较强的马太效应，导致了平台的超头部主播及家族出现。

**原因 2）：**会导致资源分配更加向头部主播集中。如果平台能够向主播提供流量购买工具，那么主播可以直接向平台买流量，平台获得买量的全部收入；而直播打赏的收入，主播要和平台分成（5:5 分成），因此买量的收入有一定比例被达人获得（直播挂榜本质就是主播在售卖自己的流量），则越头部的达人获得的收益越高，不同等级达人之间的资源禀赋差距就会越大。

为了改善超头部主播过于集中的不健康生态，快手去年到今年推出了多项举措，包括但不限于：1）限制头部主播开播、2）限制挂榜行为、3）引入直播公会、4）开发更多流量购买工具。

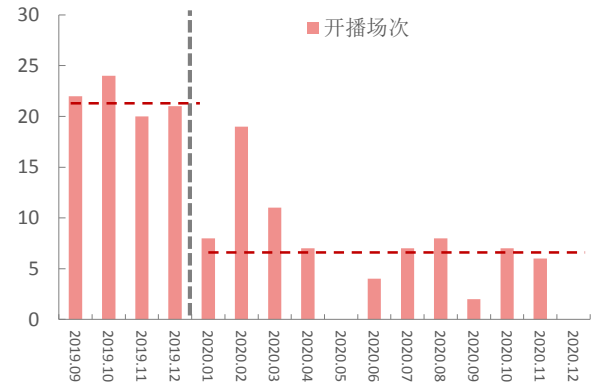
**1）头部主播开播被限制：**快手的头部主播“辛巴”和“散打哥”2020 年的直播场次相比 2019 年明显减少，根据壁虎看看的统计数据，散打哥 19 年 9-12 月的月均开播场次为 57 场，而 20 年全年的月均开播场次仅为 30 场；辛巴 19 年 9-12 月的月均开播场次为 22 场，20 年全年的月均开播场次仅为 7 场，即使排除二人被平台封禁的 5 月份，两人 2020 年的直播频率也明显低于 2019 年。

图 9：散打哥各月份的开播场次（场）



资料来源：壁虎看看，东方证券研究所

图 10：辛巴各月份的开播场次（场）



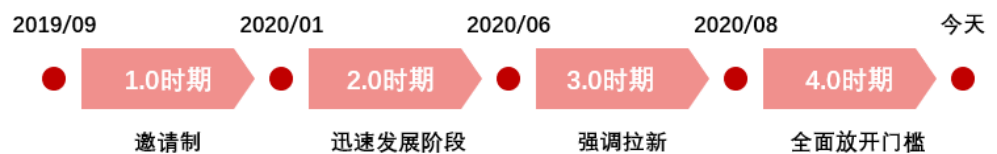
资料来源：壁虎看看，东方证券研究所

2) 对直播挂榜/连麦 PK 的模式进行了限制和规范：今年以来快手对直播挂榜和连麦 PK 进行了更为规范的管理。3/6 发布通知将对“影响范围较大的部分用户的连麦 PK 卖货行为进行规范”，随后又发布了“PK 卖货门槛调整通知”，对不同商家等级的 PK 对象进行了规定：例如 1-3 级且店铺 DSR 评分小于 4.7 的商家 PK 对象的粉丝量要小于 100 万，商家等级越高、店铺 DSR 评分越高，可以 PK 的对象的粉丝量级越大。

3) 引入直播公会，培养出更多中腰部主播，形成主播梯队：快手早期轻运营，并没有接触直播公会，但是由于平台的超头部达人及其家族成员占据的粉丝量和流量太大达人生态不够健康，于是在 2019 年底，快手正式开放了直播公会的入驻，希望借助公会的力量，让更多中腰部的主播能够成长起来。快手对直播公会进行了较多扶持，举措包括：

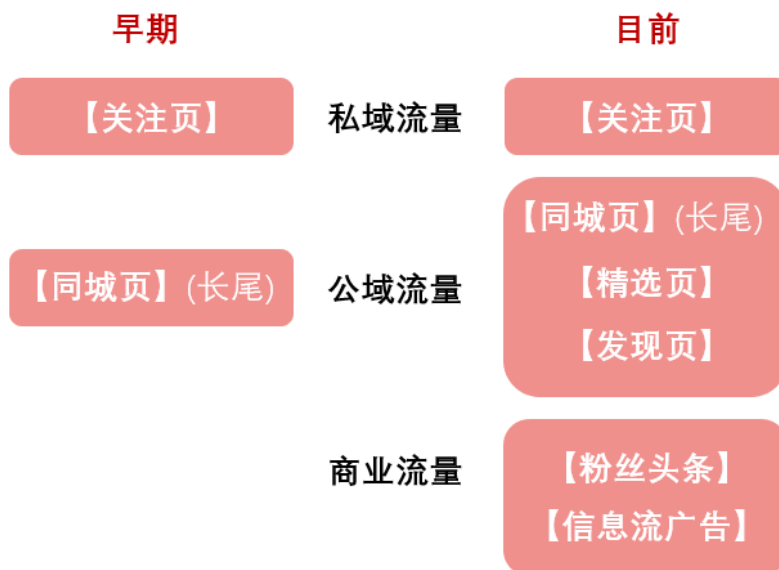
- ①给公会送流量券用以扶持主播：会给公会的主播专属的流量包；
- ②开放更多可运营的公域流量给直播公会：以前直播间的人口主要集中在关注页、同城页，2020 年开始发现页和精选页中的直播占比会提升，直播间内的抽层广场（直播间左滑出现）会展示更加中心化的内容；
- ③ 提供稳定的、好用的流量购买工具：例如升级了“粉丝头条”产品，并给予中小主播和新主播购买粉条的折扣；
- ④ 给予公会比较优惠的返点政策，参考快手直播公会 11 月的政策，如果公会可以完成所有任务，则最多可以获得存量主播 14%的流水返点+新主播 20%的流水返点（整体激励略高于抖音）。

图 11：快手引入直播公会的不同阶段



资料来源：快手直播公会，东方证券研究所

图 12: 快手直播间流量来源的变化



资料来源: 快手直播公会, 东方证券研究所

表 2: 快手和抖音 2020 年 11 月份的直播公会返点政策

	快手	抖音
基础任务奖励	存量主播总流水*3% (不设门槛)	完成任务主播的流水*2% 任务: 主播月直播有效天数≥15, 有效时长≥50h
主播活跃任务奖励	活跃存量主播流水*x∈{1%,1.5%,2%,3%} 拿到最高返点的任务为: 主播月直播时长≥120h 且月直播有效天数≥15天	为完成任务主播流水*x∈{0.3%,0.8%,1.5%,2%} 拿到最高返点的任务为: 主播月直播时长≥125h 且月直播有效天数≥25天(新增和存量主播都可奖励)
公会有效主播增幅任务	存量主播总流水*x∈{1%,2%,3%} 主要考核有效主播数量的增幅	
短视频任务奖励		完成任务主播流水*x∈{0.3%,0.8%,1.5%,2%} 主要考察短视频的投稿天数和数量, 最高为
流水任务奖励	存量主播总流水*x∈{1%,2%,3%,4%,5%} 主要考核公会存量主播的流水增幅	个性化定制流水目标, 成熟公会最高奖励为老主播流水*5%, 新手公会奖励为老主播流水*2%或4%
拉新任务奖励	新主播流水*最高20% (基础 15%+额外激励 5%)	新主播流水*最高20% (现金 15%+DOU+流量 5%)

资料来源: 快手, 抖音, 东方证券研究所

## 2.2 快手直播打赏收入的特点: 付费率高, ARPU 低

20 年前三季度快手的直播打赏收入 253 亿元, yoy+10.4%, 付费用户数保持增长 (yoy+23.4%至 5990 万), 单位用户的打赏金额同比有所下降。20 年前三季度直播收入增速放缓, 是因为快手为

为了维持整体主播生态的健康，对直播挂榜行为以及连麦 PK 的行为进行了更规范的管理，且对部分头部主播进行更严格的管控（例如今年 5 月散打哥、辛巴等部分头部主播被禁播）。20 年前三季度，平台的流量抽成为 43.5%，该比例过去几年保持相对稳定，平台的直播收入毛利为 143 亿元。

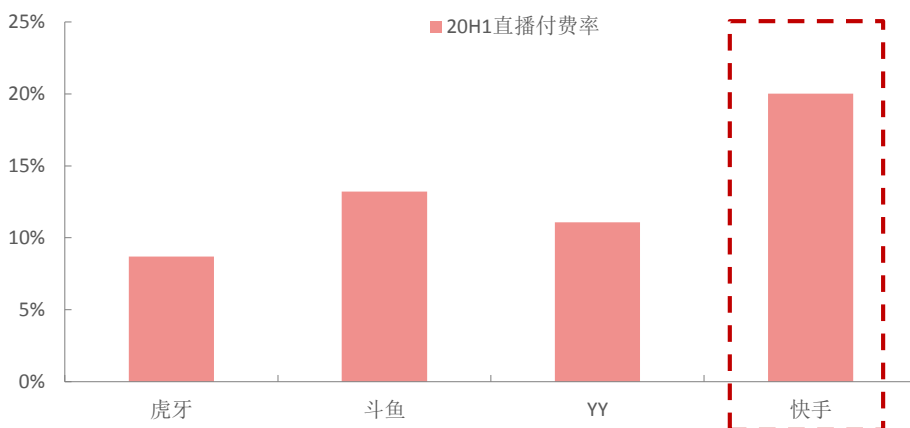
**表 3：快手直播收入拆分**

	2017	2018	2019	3Q19 累计	3Q20 累计
① 直播平均每月付费用户（百万）	12.6	28.3	48.9	48.5	59.9
YoY		124.6%	72.8%		23.5%
直播付费用户/MAU%	9.2%	11.8%	14.8%	15.6%	12.4%
② 直播每月付费用户平均收入（元）	52.5	54.9	53.6	52.5	47
YoY		4.6%	-2.4%		-10.5%
①×②×月份数=直播收入（百万）	<b>7,949</b>	<b>18,615</b>	<b>31,442</b>	<b>22,922</b>	<b>25,309</b>
YoY		134.2%	68.9%		10.4%
减去：主播的收入分成及相关税项	4,396	10,396	18,149	13,291	14,303
= 平台的收入分成（百万）	<b>3,553</b>	<b>8,219</b>	<b>13,293</b>	<b>9,631</b>	<b>11,007</b>
平台的抽成比例%	44.7%	44.2%	42.3%	42.0%	43.5%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

快手的直播付费率显著高于其他直播平台。快手生态内有较浓厚的“家族”氛围，头部的达人通常也有比较强的“江湖”气息，和粉丝能成为家人或兄弟，能充分调动粉丝捍卫家族利益的荣誉感。例如用户如果加入了辛巴的“818 军团”（粉丝团），那就是 818 军团的家族成员之一，如果辛巴作为家族的代表，去和其他主播进行连麦 PK，那么家族成员是荣辱与共的，都有很强的使命感，愿意出钱出力刷礼物帮助家族赢得比赛（即使付费能力不高）；但是其他的游戏、秀场直播平台，这种家族氛围并没有那么强，打赏的行为可能主要集中在少部分用户（头部土豪）。因此，快手的直播付费率是较高的：如果用付费用户数/MAU 代表直播付费率（不同平台定义详见下图的备注），则可以发现，**20H1，快手的直播付费率是 20%，虎牙、斗鱼和 YY 的付费率则在 10%左右。**

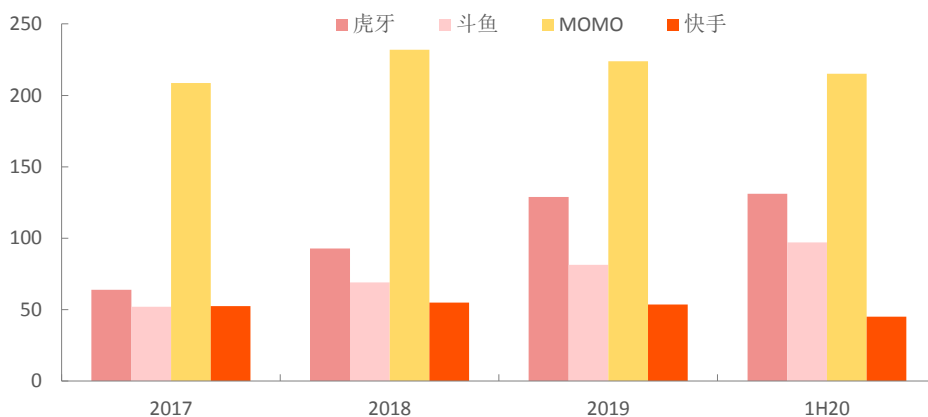
图 13: 不同平台的直播付费率



备注: 快手的付费率计算=直播月度付费用户/直播 MAU (直播的 DAU 为 1.7 亿, 假设直播 DAU/MAU=全平台的 DAU/MAU)  
 虎牙、斗鱼、YY 的付费率计算=直播的季度付费用户/移动端 APP 的 MAU  
 资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

快手的直播付费用户的平均付费金额(ARPPU)20H1 为 45.2 元/人/月, 和秀场直播为主的 MOMO (同期 ARPPU 为 215 元/人/月)、游戏直播为主的虎牙和斗鱼 (同期 ARPPU 为 131、97 元/人/月)。ARPPU 较低的原因, 如上文所述, 快手平台的家族文化较为盛行, 付费用户更多, 即使是收入不高的人群也会有付费行为, 所以付费用户的整体付费能力相比其他直播平台更弱。

图 14: 直播付费用户数平均付费金额 (元/人/月)



资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

快手直播业务 2020 年以来的重要变化趋势: 强化运营丰富生态, 帮助达人缩短涨粉和转化路径

1) 引入专业的直播公会: 快手引入更多平台可控的直播公会, 并给予足够的激励, 以此来解决快手平台此前对达人 (尤其是头部家族) 管控能力弱的问题, 并丰富平台的主播类型。

2) **缩短达人涨粉和转化的路径**：直播是达人实现商业化变现的重要场景（打赏或直播带货）。快手此前直播间流量来源有两个：① 达人的私域流量（直播间在用户的“关注页”露出），所以达人需要先拍视频进行粉丝积累，再把粉丝导入直播间完成变现，转化路径较长；②另一个是“同城页”的流量，但流量不多。今年产品进行升级改版，直播间可以在流量较大的公域流量池“发现页”和“精选页”露出，而且平台新增了给直播间买流量的商业化工具（信息流广告、粉条），所以可以满足部分有快速涨粉和转化的达人的需求。

### 三、广告：公域和私域流量商业化提速

快手为什么在这个时点加速广告商业化？为什么需要成体系的商业产品？

1) **商业化是一个 UGC 社区形成正向循环的重要环节**：平台需要设计合理的流量分配机制与商业机制让社区进入正循环增长，实现自我进化，基本循环逻辑为：更多的 UGC/PUGC 创作者→更多的内容→更多的用户→用户支持创作者+品牌方看到平台的价值 → 商业化收入提升 → 更多的 UGC/PUGC 创作者加入，进入持续正循环。广告商业化无论对于平台，还是达人变现&成长，都是重要的变现手段。

2) **将流量分发权部分转移给商业化**，一定程度上可以改善社区生态，给创作者/品牌账号一个通过商业化途径的涨粉路径，打破少数头部主播占据平台大部分流量的竞争格局，让新进入平台的达人或品牌也有得到曝光的机会。

3) **体系化的商业工具可以让品牌商在平台内建立稳定的经营阵地**：向 B 端（商户/商户）收费是大部分互联网平台的重要收入来源，因此商户的加入对平台来说非常重要。商户只有在平台找到有规律可循、可复制的商业价值增长方法论，才会在平台进行长期投入。而成体系的商业产品是形成可学习的经营方法论的重要前提。

所以我们认为，商业化不仅仅是为了平台变现，更多是给予平台话语权（e.g. 采买用户、做运营、买 PGC/OGV 等的实力），以及给达人可成长的工具（除了制造内容）、给商户可持续&有规律的商业增长方法。

接下来广告部分我们将分为三部分来分析：1) 快手商业化跟广告相关的迭代；2) 基于我们理解，对快手产品体系的梳理；3) 快手广告的属性，以及和同行的对比与差异。

#### 3.1 近 2 年快手在广告商业化方面所做的努力

快手在广告商业化方面的努力主要包括 3 个方面：

1) **推进公域流量的商业化**。推出、升级相关的商业化产品：给尽可能多的广告主类型提供多样化的资源组合产品，并帮助广告主/代理商将广告投放过程智能化、精准化，让从头部到长尾的广告主都能利用快手的生态资源进行营销推广。

2) **提升私域流量商业化效率**。提供广告主和达人的对接渠道，让达人可以高效地将自身的内容创作者能力或者积累的私域流量进行变现。相关交易平台，既包括商业化推广需求的交易平台（例如磁力聚星），也包括创意内容的交易平台（例如素造平台）。

3) 招募更多专业的机构加入生态：去家族化，大力吸引包括代理商、服务商、MCN 机构、品牌商等入驻。

可以发现，进入 2020 年快手产品升级最重要的特点，是开放更多的公域流量给广告商业化产品，并更加注重服务于品牌型广告主的营销需求。20 年 11 月，快手磁力引擎（快手的商业化营销服务平台）进行了品牌升级，提出了提出“让品牌更有吸引力”的新主张，将“依托公域吸引力和私域吸附力打造营销闭环”，一定程度上代表了快手商业化体系的变化趋势：开放更多的公域流量作为商业资源、对品牌商客户更加重视。

表 4：快手广告体系的演进过程

时间	广告产品推出与迭代	品牌商/代理商扶持相关	商业化生态扶持相关
2016	严强带领团队开始搭建商业化中台		
1Q17	【信息流广告】公测		
2Q17	推出【粉丝头条】		
3Q17	上线【快接单】 开放【商业号】入驻		
1Q18		招募快手【广告平台代理商】（KMP）	
3Q18	推出【快接单 2.0】； 推出【粉丝头条 2.0】		【灵动创意合伙人】招募计划，招募专业短视频创作者/创作机构为广告主素材投放提供解决方案
4Q18	正式推出【快手营销平台】全套广告产品体系； 推出【快享计划】，让粉丝量级不高的创作者可通过私域流量变现	- 开启【燎原计划】，邀请商家入驻并提供内容生产、账号运营、效果转化等全方位指导及服务； - 招募 2019 年核心代理商； - 招募 2019 年快接单服务商；	- 举办快手短视频社交营案例大赛 - 快手运营学院联合燎原计划服务商推出公开课；
2Q19		- 【燎原计划】三期招募 - 举办“2019 快手商业化营销中国行”，线下对接各地商户； - 在各地举办快手商业化私享沙龙	- 推出【你呼百应】计划，推动创作者与大品牌合作； - 快手运营学院北上广线下开课
3Q19	升级【超级快接单】，定制化业务+标准化任务双模式驱动	发布【媒体号 UP 计划】，未来一年，为至少 1000 个媒体号打通商业模式、给予媒体广告收入分成	
4Q19	- 营销平台升级为【磁力引擎】 - 【商家号】完成“企业认证”功能对接		升级【素造平台 Lite 版】（广告素材交易平台）
1Q20		- 【品牌 C 位计划】招募并扶持入驻快手的品牌商 - 启动品牌保护升级机制 - 招募 2020 年汽车生态服务商	- 推出【蜂芒计划】连接创作者和品牌 - 启动“快品牌加速季”涨粉挑战赛
2Q20	- 发布【快手联盟】广告联盟平台，提出“VaaS”概念（视频即服务）	- 推出服务商现金激励政策 - 公示首批快手品牌生态服务商	推出【开眼快创】广告创意服务平台



	-推出电商推广工具【小店通】，帮商户获得更多公域流量； - DMP 上传人群包功能升级		
3Q20	- 【快接单】对撮合能力进行产品升级 - 【快手粉条】对“智能推广”进行升级，提升涨粉效率； - 【快任务】开启内测（快接单下产品） - 【磁力聚星】（原快接单）与【快手粉条】全新升级，打通公域流量 - 【效果投放平台】功能升级 3.0，优化投放、数据分析流程	招募【商业化区域代理商】	
4Q20	- 【快手联盟】产品升级，对开屏、激励视频等进行优化 - 【磁力聚星】升级挂品能力 - 推出【生意通】为商家提供多渠道、全链路的精细化数据分析服务	招募【招商加盟行业合作伙伴】	

资料来源：磁力引擎，东方证券研究所

观察快手 3 年来的商业化产品发布会的内容，可以发现平台在商业化方面的能力和资源在不断提升：第 1 年【推出成体系的商业产品】→第 2 年【升级相关产品和能力并制定高增长目标】→第 3 年【打通公域私域，开放更多流量给到商业化的产品】。

**表 5：快手 2018-2020 年商业化产品发布会的主要内容**

时间	主要内容
2018 年发布会： 推出体系化的 广告产品	-2018 “Fe+新商业”发布会，发布了【快手营销平台】，快手商业化全量开启，快手营销平台是一个双擎驱动的结构，包括以流量驱动的【广告体系】（信息流广告、粉丝头条等），打造流量变现产品，和以开放快手 KOL 能力和内容能力为核心的【商业开放平台】（快接单、快享计划、快手小店、商家号等）； - 通过快手带来直接交易的商户占比 48%，在快手年收益 10 万以上的商户占 42%，通过快手带来的交易额占商户总收入占比 56%。平均每支视频给客户带来的收益约 1068 元； - 发布了“燎原计划”、“快享计划”、“灵动计划”、快手运营学院等多个针对各类合作伙伴的扶持计划； - 推出针对不同垂直行业的“价值联盟”，从流量、数据、内容等多方面进行价值整合，首批推出的是【电商价值联盟】，与阿里妈妈、京东、拼多多在流量、数据、内容和社交等领域逐步展开合作。
2019 年发布会： 升级广告 产品体系	- 2019 年“Fe+新商业峰会”，快手营销平台全面升级为【磁力引擎】，进行了六大产品能力的升级，包括触达用户能力、创意产出能力、智能投放能力、数据闭环能力、转化能力和开放能力； - 过去一年，超过 1900 万人在快手获得收入，超过 20 万名快手创作者获得广告收益，快接单平台给创作者的分成超过 10 亿元； - 2019 年，活跃商家数超过 60 万，平均每个商户的单条视频产生 1.1 万元收入，是 2018 年的 10 倍。 - 截至 19/09，快手 KA 客户数量突破 1000 家，代理商突破 100 家； - 目标：到 2020 年，快手将帮助生态中的合作伙伴获得 100 亿营收。

- 2020 年快手磁力引擎“焕启·商业内容新生命”双产品升级发布会，旗下【磁力聚星】(原快接单)与【快手粉条】全新升级，将打通公私域流量：
- 2020 年发布会：  
**开放更多**  
**公域流量**
- 磁力聚星：将从 4 大维度进行升级，包括产品能力、达人商业能力、多元营销场景以及生态开放。目前磁力聚星入驻达人人数突破 10 万，达人覆盖用户超 3 亿，覆盖 200+细分行业，其中粉丝量 10 -100 万达人在磁力聚星平台上月均收入同比增长 300%，日均商业化内容曝光量超 2000 万；
  - 快手粉条：推出三大流量触达/沉淀工具，即作品推广、智能推广、直播推广。目前快手粉条商业曝光日均超 30 亿次，日均连结粉丝关系超 700 万次，直播间日均引流超 3 亿人次；
  - 目前，快手单场直播最高成交额 12.5 亿，平台创收用户数 2570 万，8 月电商订单总量达 5 亿；
  - 与去年 1-8 月相比，快手商业营收增长 2.5 倍，头部客户新增 2.6 倍，商业化服务团队规模增长 5 倍。

资料来源：快手商业洞察，东方证券研究所

## 3.2 广告产品体系介绍

快手产品体系庞大（抖音同理，因短视频+直播该类内容短视频模式下衍生出多种广告产品，下文也有和抖音产品对比），从不同角度有不同的总结归纳方式，该文中通过我们梳理，我们将快手商业化产品体系归纳为主要有两大类产品构成：

第一类，流量购买类产品。让广告主的内容可以在不同的位置，以不同的形式曝光展现给用户，以达到推广营销、涨粉等目的。因为快手是一个 UGC 内容平台，“（原生）内容营销”是平台商业化的特色，因此流量购买类产品，又可以分为：

- 1) 以原生内容、原生账号为核心的流量购买工具，例如快手粉条（帮原生内容或账号增加曝光），磁力聚星（达人创造内容进行商业化推广）等。这类商业化产品，因为“人”和“内容”是流量获取过程中的关键要素，因此推广效果是有较大的不确定性（比如一条内容是否能成为爆款、一个达人带货某件商品是否能成功有时是很难找到规律的），有可能效果欠佳，也有可能忽然获得指数级的流量提升；
- 2) 流量曝光型、偏“硬广”的商业工具，例如快手广告（开屏广告、信息流广告等，快手广告的产品中也有部分产品是原生内容广告）、电商型小店通、快手联盟广告等。这类流量购买产品主要是买曝光位置，特点是可预估和投入产出比（ROI）可控度更高（更容易找到方法论），流量的获取基本随着投放量增长呈线性增长。

第二类，广告投放辅助类产品。帮助广告主更容易、更高效地完成广告投放的过程，包括广告素材制作和交易、投放优化、数据分析产品等（例如素材交易平台、DMP 系统等）。

通常一个营销推广活动会涉及到多个商业化产品的组合。以直播带货为例，商户需要通过磁力聚星下单，对接上为他带货的达人；在直播前，达人会发一些短视频进行直播预热，商户可以买快手粉条来加热相关短视频；直播中，商户可以利用小店通（信息流广告产品）给直播间增加曝光等。

从 2017 年初开始推出信息流广告以来，快手商业化产品体系逐渐完善。虽然商业化产品的成熟度相比更适合做广告变现的抖音（强运营、重内容、单列沉浸式）还是有一些差异，但目前大的产品线基本齐全，和抖音在产品线上目前最大的差异，是快手暂时还没有推出搜索广告。

**图 15：快手商业化产品体系（磁力引擎）**


资料来源：磁力引擎，东方证券研究所

**图 16：字节商业化产品体系（巨量引擎）**


资料来源：巨量引擎，东方证券研究所

**表 6：快手不同广告产品的展现位置及计费方式**

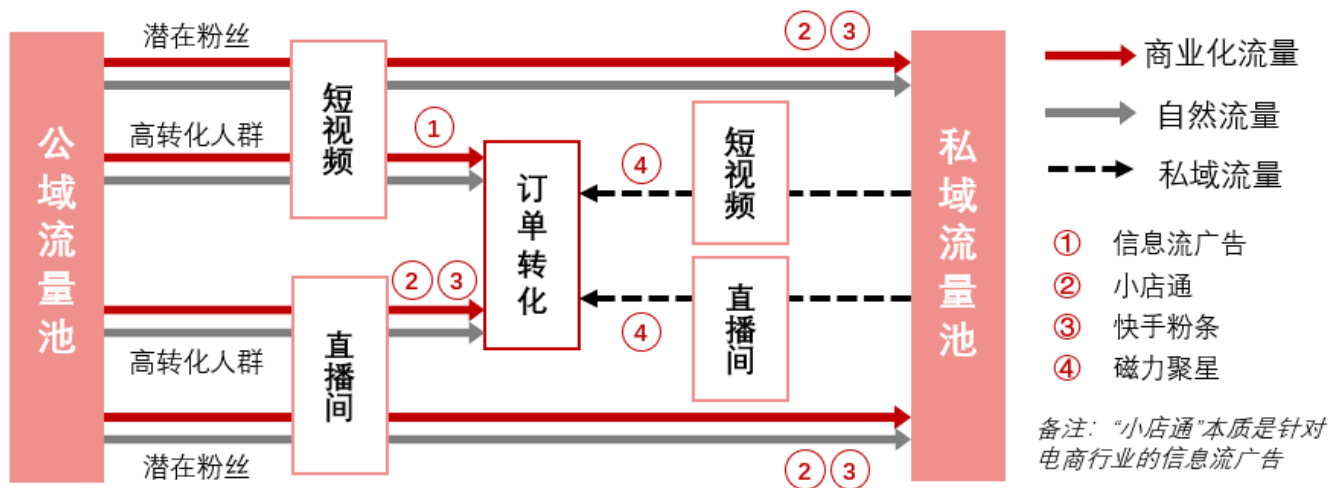
广告类型			展现位置	广告样式	计费方式	点击行为按钮 跳转
开屏	品牌类	常规开屏	APP 启动页	图片 (4s)	CPM/CPT	

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

		全屏静态	APP 启动页	全屏图片(4s)		
		视频全屏	APP 启动页	无声视频 (5s)		
		EyeMax	APP 启动页+信息流	5s 开屏视频衔接信息流视频 (共 10-30s)		落地页/应用商店 (站内外)
		互动开屏	APP 启动页	视频(5s)+ 互动按钮+ 弹窗		
信息流	品牌类	双列信息流第 4 位	发现页 (双列)	静态或动态的图片+文字	CPM	活动落地页
		双列信息流第 5 位	发现页 (双列)	静态封面+视频		视频播放页, 播放页点击可外跳
		单列信息流第 5 位	发现页 (单列)	3s-10min 原生信息流视频		品牌落地页
		品牌助推-作品推广	发现页/精选页/同城页	封面+视频 (带小火苗标识)		落地页
		品牌助推-直播推广	发现页/关注页/同城页			直播间
	效果类	信息流广告 (双列)	主 APP 发现页、同城页	封面+视频	oCPM/CPC/CPA	落地页/应用商店/外跳 (淘宝等)
		上下滑广告 (单列)	主 APP 精选页、大屏模式下发现页, 极速版发现页	视频		
		视频播放页广告 (快享广告)	关注页/创作者个人主页	左下角文字链/磁贴		
	快手粉条 (内容加热)	直播推广	关注页/发现页/同城页/直播广场	直播实时画面	按展示付费/效果付费(例: 播放量、进入直播间人数、涨粉等)	-
		作品推广	关注页/发现页/同城页	视频		
小店推广		视频 (含商品链接)				
非标	品牌类	魔法表情	拍摄页魔表列表	魔法表情	CPT/一次性	-
		挑战赛	定制化的多种形式、资源位组合		一次性	
		直播 PK 赛	定制化的多种形式、资源位组合		一次性	
生态资源	磁力聚星	视频任务	发现页/关注页	视频	一口价/CPT 或	
		直播任务		直播	CPC/CPM/CPA	
		服务号 (原商家号)				

资料来源: 磁力引擎, 东方证券研究所

图 17：快手在各流量沉淀/转化环节均提供了商业化工具



资料来源：磁力引擎，东方证券研究所

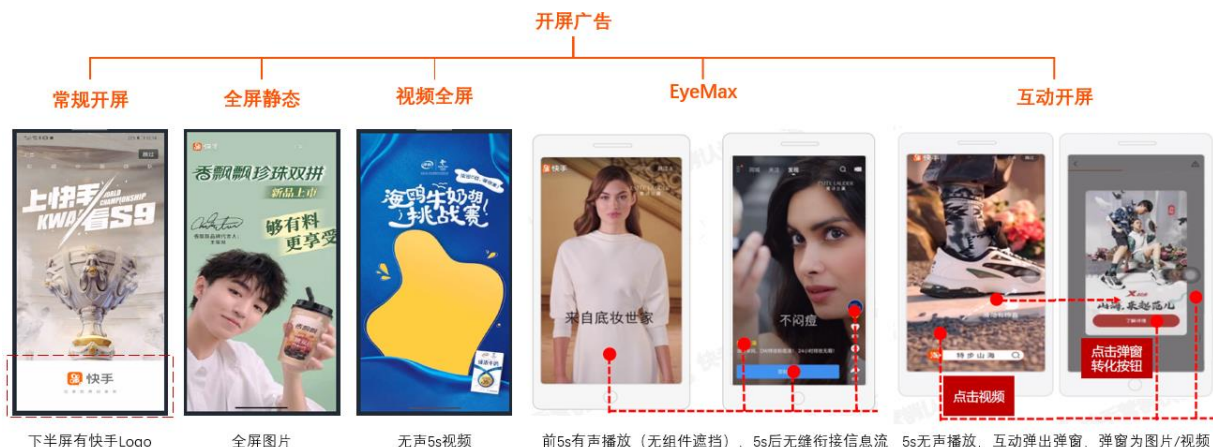
以上为整体介绍，下文我们将对快手的重要商业化产品展开描述及定义，包括：1) 流量曝光型商业化产品：快手广告；2) 原生内容型商业化产品：粉丝头条、磁力聚星、快手服务号（蓝V账号）等；

### 3.2.1 快手广告（流量曝光型产品）

#### 1) 开屏广告（品牌广告）

快手目前支持 5 种样式的开屏广告（详见下图），开屏广告属于平台的 S 级别资源，主要是以 CPM/CPT 的方式售卖，可支持地域、时段、设备、人群定向投放。开屏广告属于品牌类广告，是快手今年逐步放开售卖的广告形式。

图 18：快手的开屏广告



资料来源：磁力引擎，东方证券研究所

2) 信息流广告，按照营销目的、计费方式、展现位置不同，又可以分为：品牌广告和效果广告。



- **品牌广告**：一般位于【发现页】较为靠前的位置（双列模式下的第 4、5 位，单列模式下的第 5 位），按照 **CPM** 收费，支持定向地理位置、时段、特定人群投放。

图 19：快手信息流品牌广告样式和出现位置



资料来源：磁力引擎，东方证券研究所

- **效果广告**。通常可以满足广告主以下几种**营销需求**：

提升应用安装、获取电商下单（引流电商）、推广品牌活动、收集销售线索、小店通（直播推广、小店推广）。

图 20：快手信息流广告按照营销目的分类



资料来源：磁力引擎，东方证券研究所

快手信息流广告的特色：分为单列和双列两种形态。由于快手信息流页面分为单列和双列两种形态，且快手是一个重私域的平台，因此快手的信息流效果广告产品按照展现的场景分为：双列信息流广告（有封面），上下滑大屏广告（无封面），视频播放页广告（快享广告），其中最后一种带有私域属性的转化。

其中，双列信息流广告主要出现在主站常规模式下的“发现页”和“同城页”，用户在刷信息流的时候，会先看到广告封面，如果用户点击封面，会进入广告内容的视频播放页，播放页面会有转化组件，点击组件可进入落地页或跳到站外。

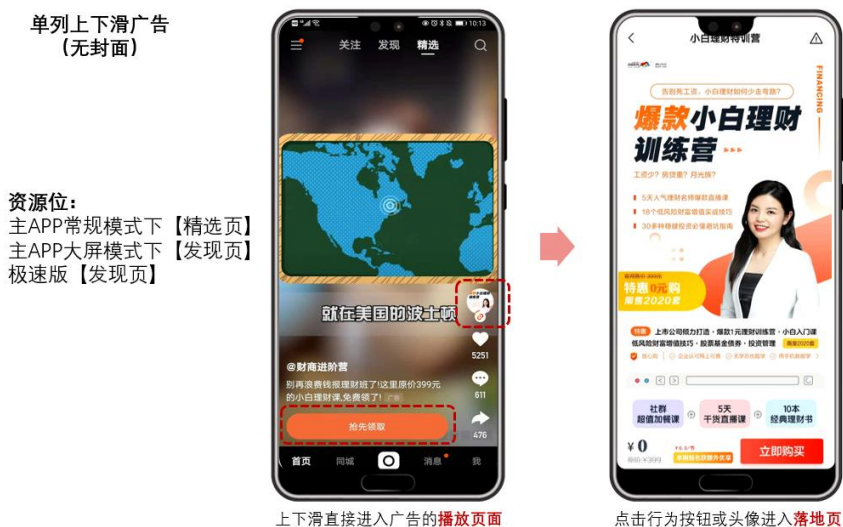
图 21：快手双列信息流效果广告样式



资料来源：磁力引擎，东方证券研究所

单列上下滑信息流广告，展现位置是主站精选页、主站大屏模式下的发现页、极速版的发现页。由于单列模式下用户上下滑刷到广告内容自动就开始播放，所以不存在从封面到进入视频播放页的一次转化漏斗，转化效率更高，所以目前单列信息流广告消耗占比在不断提升。

图 22：快手单列上下滑效果广告样式



资料来源：磁力引擎，东方证券研究所



视频播放页广告主要出现在私域流量场景，也是平台上达人的一种变现工具。开通了“创作者激励计划”的达人（开通门槛为粉丝数1万以上），如果用户在【关注页】刷到他们的视频、或从达人的个人主页点击视频观看，视频播放页的左下角会浮现磁贴广告，达人会分到一部分这部分广告带来的收入（按照广告转化效果分成）。

图 23：快视频播放页广告样式



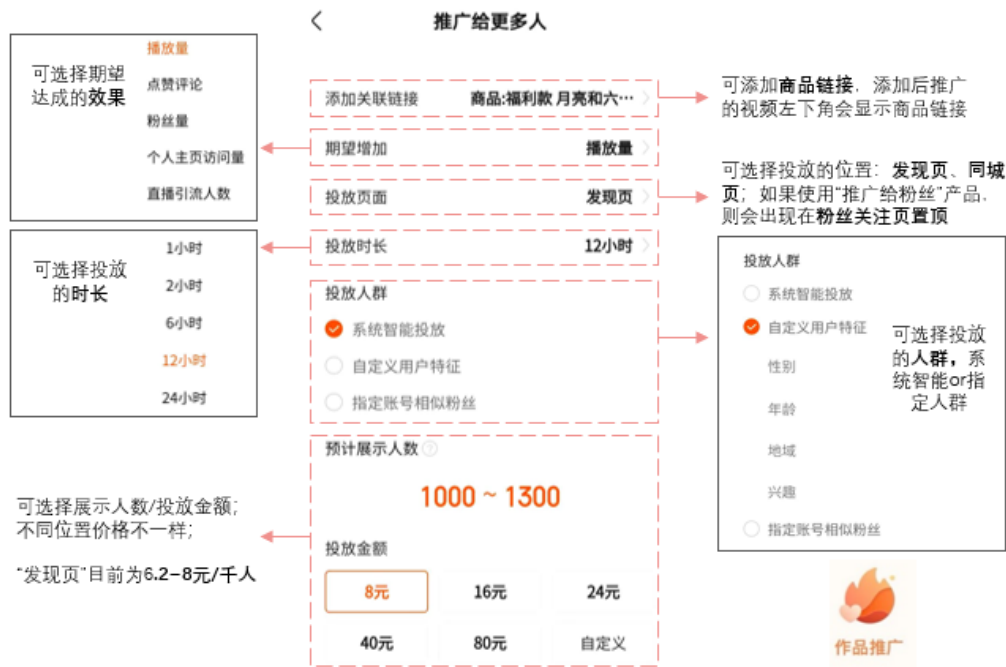
资料来源：磁力引擎，东方证券研究所

### 3.2.2 快手粉丝头条：内容加热工具（原生型产品）

粉丝头条是原生内容加热工具，即用户为自己/他人的视频、直播买流量的工具。和其他广告产品不同，快手粉条的使用门槛很低，不需要另外开设广告投放账户，绝大多数用户都可以购买。按照推广的内容、方式不同，目前可分为5类产品：作品推广、直播推广、智能推广、小店推广和帮他推广。

1) 作品推广：即给自己的短视频买推广。可以购买粉条的推广有几个限制：需是发布时间30天内的公开视频，原创作品，合规合法，不存在明显营销和广告行为的。目前，粉条可以支持将视频推广到发现页、同城页、用户粉丝的关注页置顶；按照展示人数付费（目前推荐到发现页的价格为6.2-8元/千人，约为抖音DOU+的一半），可以选择不同的转化效果（例如涨粉、点赞评论量、主页访问量等），可以选择推广给定向人群。

图 24：快手粉条“作品推广”的投放选项



资料来源：快手粉条，东方证券研究所

图 25：快手粉条和抖音 DOU+的价格对比



资料来源：快手 APP，抖音 APP，东方证券研究所

**2) 直播推广。**直播推广可以将直播间增加观众数、增加粉丝量、增加商品点击人数作为推广目标，可将直播间推广到发现页、同城页、直播广场、粉丝的关注页。直播推广按照效果付费，实际扣费不高于用户的出价，而出价可以是用户手动竞价也可以由系统智能竞价，出价越高，推广目的越容易达成。

**3) 智能推广。**是今年9月份推出的新产品，和之前的粉条产品，更加自动、智能化。智能推广主要有三个方面的功能升级：①用户不用自己选择为哪条作品推广，系统自动选择30天内的作品（视频/直播）择优分配流量；②系统可为账号进行诊断，智能下单；③和作品推广不同，智能推广是按照效果付费的，例如按照涨粉数来计费。

**4) 小店推广。**即用户如果开通了快手小店，则在作品推广的时候，可以给短视频带上小店商品的链接，则被推广的短视频在播放时左下角就会显示商品磁贴广告。

**5) 帮他推广。**即为其他账号进行内容推广，支持短视频推广和直播推广。

根据2020年9月快手在商业化双产品升级发布会上公布的数据：超过4000万用户使用快手粉条；用过粉条的用户，有60%用户还会去用粉条去推广短视频，有30%还会使用粉条推广直播间，涨粉速度相比不使用粉条提升2.1倍；粉条商业日均曝光超30亿次。

### 3.2.3 磁力聚星：广告主和达人对接平台（原生型产品）

磁力聚星是撮合有推广需求的客户和有变现需求的达人的营销平台，由达人定制原生的商业短视频或直播内容，帮助广告主实现电商下单、App下载、品牌推广、线索收集等诉求，本质是一个将达人的私域流量和内容制作能力变现的平台。

**近期重大产品升级：达人接单的视频和直播可进入公域流量池。**快手早在2017年就上线了达人和商家的撮合平台（即快接单），后期经过了数次产品升级，今年产品进行了一次重大升级：原来只在快手APP私域（即用户的【关注页】）分发的磁力聚星作品，在升级后，在保留私域分发的基础上，正式接入公域流量，视频可以同时用户的【关注页】（私域）和【发现页】（公域）展现。

目前，磁力聚星下面有2种类型的产品：

- ◆ **快接单：**指派类任务，客户指定达人完成任务，偏定制化的服务，通常是一口价计费；
- ◆ **快任务：**招募类任务，即客户发布任务，达人自主选择参与任务，是按照效果收费。广告主根据自身诉求发布视频任务或直播任务，达人在任务广场自主接受领取任务。相对于平台【指派】任务模式下的强定制化特点，快任务的投放过程消除了双方的沟通成本，对于客户来说，可以保证推广的投入产出比；相比指派类任务，这种达人自主选择参与的模式对于粉丝量不那么高的达人更友好，所以参与快任务的门槛相对低。

表 7：磁力聚星的产品类型

	指派类任务（快接单） 即：客户指派一位/多位达人接受专属任务	招募类任务（快任务） 即：客户发布任务，让达人自主选择参加任务
视频类任务	介绍：达人接受任务后，需与客户沟通，按照要求创作视频并发布；	介绍：达人自主参加任务，按任务要求，自行创作视频并发布；

(达人按任务要求创作视频并对外发布)	<b>计费模式</b> ： <u>一口价计费</u> ，即 CPT； <b>可实现任务</b> ：APP 下载、品牌推广、电商带货。	<b>计费模式</b> ：按效果计费，即 CPM/CPC/CPA； <b>可实现任务</b> ：APP 下载（安装/激活）、品牌推广
<b>直播类任务</b> (达人按任务要求发起直播)	<b>介绍</b> ：达人接受任务后，需与客户沟通，按要求发起直播； <b>计费模式</b> ： <u>一口价计费</u> ，即 CPT； <b>可实现任务</b> ：APP 下载、品牌推广、直播带货、线索收集。	<b>介绍</b> ：达人自主参加任务，按任务要求，自行发起直播； <b>计费模式</b> ：按效果计费，即 CPC/CPA； <b>可实现任务</b> ：APP 下载（安装/激活）、品牌推广、线索收集。

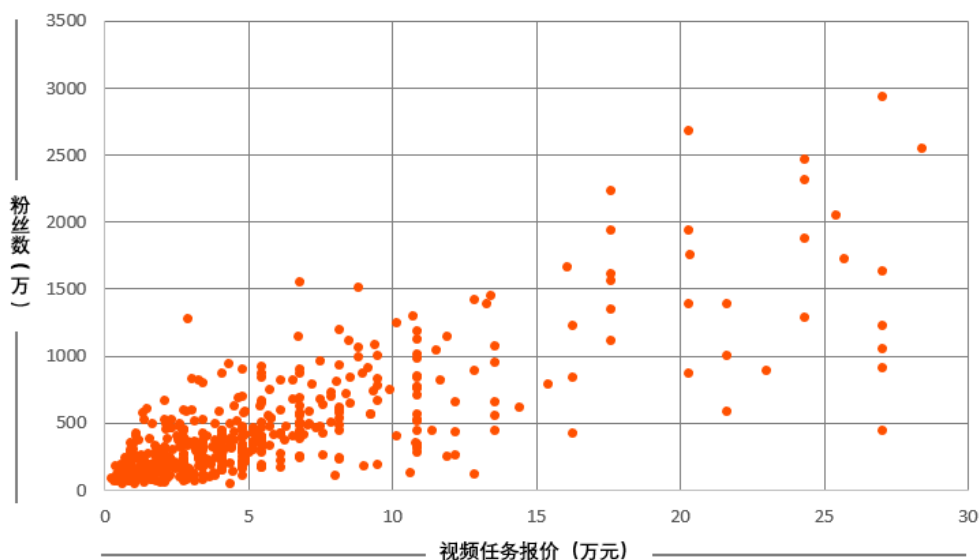
资料来源：磁力聚星，东方证券研究所

为了拓展营销推广应用的场景，以及帮助广告主获得更多公域流量，磁力聚星 2020 年做了很多功能升级，比如推出直播间【小铃铛】组件和【流量助推】产品：

- **小铃铛**：小铃铛为直播间的组件，一般出现在直播间底部，用户点击后会弹出一个中间页，中间页可引导用户进行 APP 下载、或填写表单。最开始，磁力聚星的直播推广任务主要是有电商下单需求的广告主在使用，2020 年 4 月份，快手推出了直播间的【小铃铛】功能，推出后有应用下载、品牌宣传需求的广告主，也可以通过直播实现转化目的。

- **流量助推**：流量助推是面向客户推出的流量采买服务（功能和粉条类似），广告主通过聚星平台下单，达人接单创作视频，如果不购买服务，视频会按照质量情况在快手私域、公域流量池传播，如果广告主选择购买流量助推，则视频除了获得原本应有的自然流量之外，还会获得更多公域流量（发现页、同城页），以实现视频更大范围的曝光。

**达人的报价情况**：根据磁力聚星推荐的 21 年 1 月视频达人资源包的报价数据，可以发现，粉丝数在 500 万以下的达人，绝大多数（约 80%）的短视频任务报价在 5 万以内（约 80%）；粉丝数在 500-1000 万的达人，大部分（67%）报价在 5-15 万元。

**图 26：磁力聚星的达人粉丝数（万）和视频任务报价（万元）**


资料来源：磁力聚星，东方证券研究所

截至 2020/11，磁力聚星可合作的达人数量在 10 万以上（达人粉丝数 10 万+才能入驻磁力聚星，但是粉丝量在 5 万以上的部分达人也可以受邀开通“快任务”），覆盖 30 个以上垂类、覆盖 200 个以上行业的客户。目前，超头部的达人（粉丝量 1000 万+）绝大多数（90%+）已经入驻了磁力聚星，中长尾的达人（10-50 万粉丝）的增速是最快的。

**表 8：快手和抖音达人接单平台的对比**

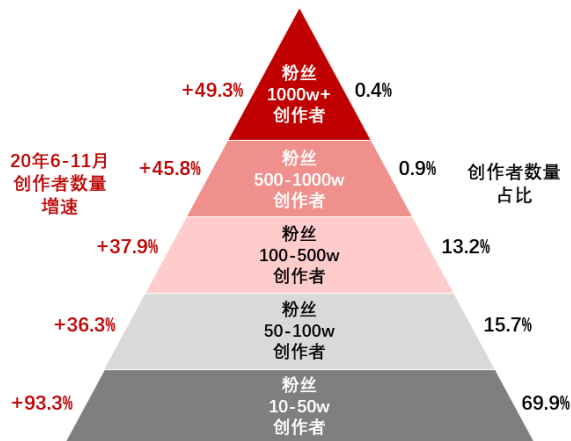
	快手-磁力聚星	抖音-巨量星图
上线时间	2017/09	2018/09
入驻门槛	指派类任务：粉丝数 $\geq 10$ 万； 招募类任务：平台邀约（部分粉丝数 $\geq 5$ 万的达人也可入驻）	早期：粉丝数 $\geq 10$ 万可入驻星图； 目前(2020 下半年)满足其一条件即可： - 抖音粉丝量 $\geq 1000$ 且已经开通直播购物车权限； - 抖音粉丝量 $\geq 1$ 万 (不同任务有不同粉丝量要求)
入驻达人数	截至 20/06，有 4 万达人加入快接单； 截至 20/11，磁力聚星可合作达人数在 10 万以上；	-20/03，巨量星图平台达人数为 13 万以上； - 20/11，巨量星图创作者达 33 万+

资料来源：磁力聚星，巨量星图，东方证券研究所

**图 27：不同粉丝量级的快手达人开通磁力聚星的比例**

定制任务 (快接单)	超头部达人	粉丝量1000w+	开通率90%+
	头部达人	粉丝量500w-1000w	开通率90%+
	中部达人	粉丝量300w-500w	开通率80%+
	中腰部达人	粉丝量100w-300w	开通率60%+
招募任务 (快任务)			

资料来源：磁力聚星，东方证券研究所

**图 28：磁力聚星不同粉丝量达人的数量占比和增速**


资料来源：磁力聚星，东方证券研究所

磁力聚星的收费是向达人和广告主双方收费，对于对公和对私达人，平台抽成比例不一样：

- **对公达人：平台共抽佣 10%**。如果广告主客户和对公达人合作，则广告主要向平台缴纳佣金 5% 的费用，达人和平台进行佣金结算，要被收取 5% 的费用。例如，达人的佣金报价 100 元，广告主选择该达人下单，则一共需要支付  $100 * (1+5%) = 105$  元；达人在进行提现佣金时，可以提取  $100 * (1-5%) = 95$  元。
- **对私达人：平台共抽佣 25%**。如果广告主客户和对私达人合作，广告主要缴纳佣金 5% 的费用（20/12 之前，未完成对公结算的达人平台费率为 35%，为了提升客户与对私达人合作的积极性下调至 5%）；达人和平台进行佣金结算，要被收取 20% 的费用。例如，达人的佣金报价 100 元，广告主选择该达人下单，则一共需要支付  $100 * (1+5%) = 105$  元；达人在进行提现佣金时，可以提取  $100 * (1-20%) = 80$  元。

**表 9：快手磁力聚星的收费情况**

	对商户抽成	对达人抽成
完成对公结算达人	收取佣金的 5%	收取佣金的 5%
未完成对公结算达人	收取佣金的 5% (20/12 之前为 35%)	收取佣金的 20%

资料来源：磁力聚星，东方证券研究所

### 3.2.4 快手服务号（蓝 V 账号）：商户长期经营阵地（原生型产品）

快手的服服务号是针对商家们推出的产品，商户开通服务号后会拥有区别于个人主页的商家主页，商家主页有各类活动运营、营销推广、粉丝管理等功能，**核心是给商家提供一个可长期稳定经营的阵地，以帮助商家在快手平台上更好地做私域流量积累、品牌营销宣传、获得交易转化。**



### 快手服务号的发展历程：

- 2019年5月，快手正式上线“商家号”（抖音是2018年6月推出“企业号”），到同年8月底，快手商家号用户数超过60万，每日新增用户数超过1万；
- 2020年10月，商家号进行了产品升级，并更改名称为“快手服务号”。

**平台对增值服务收费：**目前快手的服务号认证是免费的，经过认证的服务号会获得一些免费的权益，例如线索管理（可以汇集服务号各种功能收集到的留咨线索进行管理）、智能电话（可在主页设置联系电话）等；但是要获得“蓝V”的标志或者使用更多功能，就要购买增值服务，目前点亮蓝V和开通会员的费用是600元/年（有折扣时是400元/年）。

图 29：快手服务号的认证流程及功能



资料来源：快手服务号，东方证券研究所

以上为快手的主要广告产品整理及阐述，可以得出，快手作为短视频+直播相结合的内容生态型平台，流量曝光型商业化产品（快手广告系列）+原生内容型商业化产品（粉丝头条、磁力聚星、快手服务号（蓝V账号）等）组成了快手商业化广告的多产品矩阵，承担着内容起量、商业化助推、以及未来有可能企业营销阵地的各项作用，更加生态化，持续化。

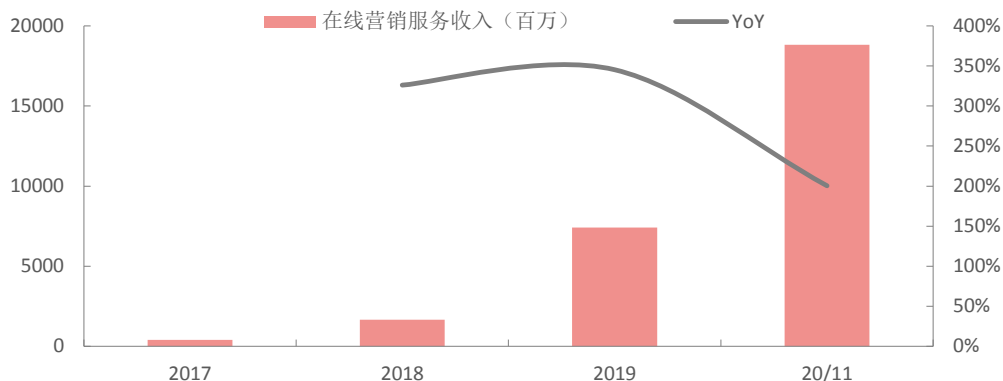
## 3.3 广告收入结构、影响因素和同行对比

### 3.3.1 快手广告收入目前的情况



20 年前 11 个月，公司在线营销服务收入同比增长 200%至 188 亿元（超过了直播打赏的平台分成收入），成为公司目前最重要的收入来源。其中，单位日活用户对应的在广告收入同比翻倍增长（yoy+96%）。

图 30：快手广告收入（百万）及增速



资料来源：公司公告，东方证券研究所

### 3.3.2 广告收入影响因素分析

影响广告收入的根本原因：

**1) 平台的流量价值（即平台用户的商业化价值，决定广告主是否愿意来到平台进行广告投放）：**  
 当平台的用户数越多、停留时长越长，而且这群用户的消费能力或消费潜力越高，平台的流量价值越高。

**2) 广告是否能投放得出去：**这和平台定位、平台生态、流量分发方式、广告加载率、广告产品体系的完备程度、广告投放系统的智能化及精准度有关。

快手目前的 DAU 为 3 亿，人均时长 90 分钟，平台的流量价值非常大，但是基于流量的广告变现能力和其他流量平台能力相比较弱：比较各平台 20H1 单位月活用户产生的广告收入可以发现，快手的广告变现能力是低于大部分头部互联网社区的，这和快手私域强公域弱的流量特征、开放的商业化流量少、广告产品体系不完善有关系。

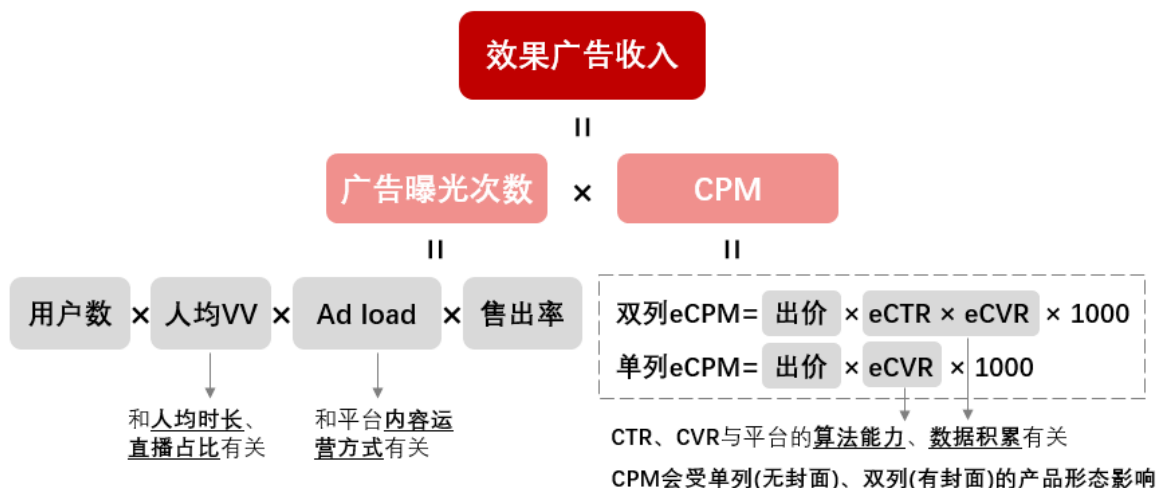
如果对广告收入进行简单的公式拆解：

**效果广告收入 = CPM × 广告曝光次数**

最大化收入的办法包括提升广告曝光次数（提用户数、用户黏性、提广告加载率），以及提升 CPM。而 CPM 的影响因素，会受产品形态（单列和双列有不同的广告变现效率）、平台的算法与数据积累的影响。

（关于快手广告的投放流程还有 CPM 竞价产生的过程，我们放在了本文的附录中，可参考阅读）

图 31：效果广告收入的影响因素



资料来源：磁力引擎，东方证券研究所

我们认为影响广告收入的因素主要有三点：1) 平台流量分配模式；2) 产品形态；3) 数据积累和算法。以下分别分析：

**影响因素 1)：平台流量分配模式下，直播和中长尾的内容会影响广告加载率。**

一个内容平台的流量抓手和流量耗散可以总结为以下的公式：

**流量抓手** = 买来的流量 + 优质内容吸引的流量 + 优质达人吸引的流量

**流量耗散** = 扶持中长尾内容的流量 + 广告耗散的流量 + 直播耗散的流量

**抖音**的用户更多是因为高质量的内容（而非达人）来到平台，因此在流量耗散端，用户观看直播的行为更少，所以短视频的总VV数更大；此外，平台分配给中长尾内容的流量很少，用户消费体验好，可以容忍的广告加载率也会更高，因此结合来看，留给广告的VV数会更高。

**快手**的用户更多是因为达人而来到平台，因此在流量耗散段，用户观看直播的行为更多，粉丝对达人的亲密度和信任感更高，因此快手更擅长由达人主导的、直播场景下的变现方式。但是快手分给短视频的VV少，且分配了更多流量给中长尾内容，内容消费体验相对欠佳，用户可以容忍的广告加载率上限会低于抖音。

**结论：**因为快手的直播占比高、中长尾的内容占比高，所以在这样的产品形态下，快手的广告加载率的上限是会低于头部内容占比高的抖音这样的平台的。

**影响因素 2) 产品形态：单列比双列的广告变现效率更高。**

**快手**目前是单列和双列并存的产品形态：快手此前一直采用双列信息流的内容呈现样式，用户进入页面看到内容的封面，用户需要进行选择并点击封面才能观看内容；而2019年下半年，公司推出

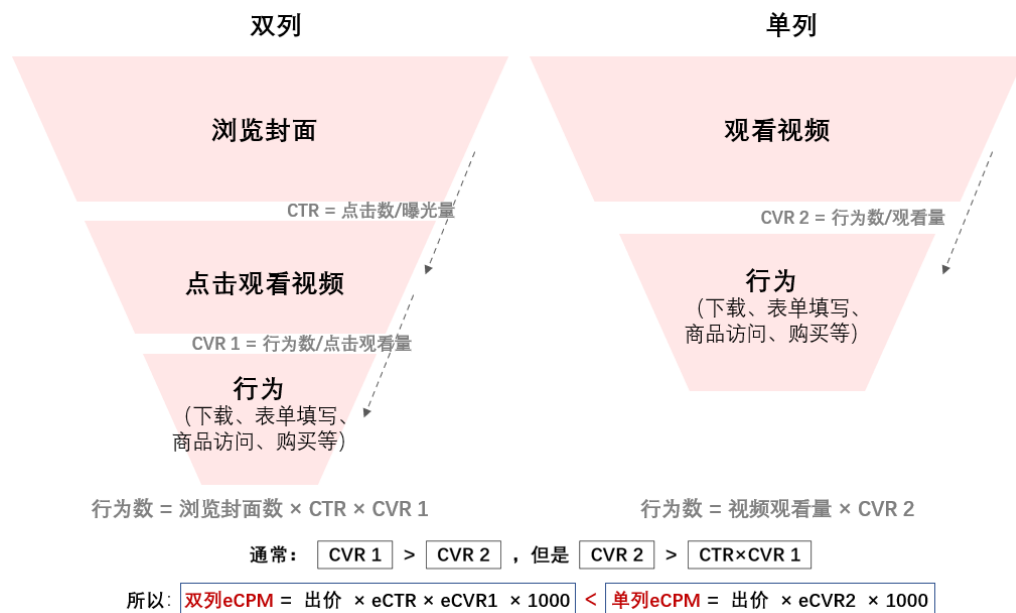
单列沉浸式上下滑的快手极速版，今年9月份快手的主站 APP 首页新增【精选页】也采取沉浸式上下滑的模式，进入页面自动播放内容、上下滑切换内容，不需要用户进行选择 and 点击。

**单列和双列两种内容形态下，广告的变现效率也存在很大差异：单列更适合插广告**

上下滑单列模式下，广告的转化路径为：用户刷到广告视频→产生转化（比如 APP 下载、表单填写、电商下单等），客户无法选择是否观看广告，主动权掌握在平台手里。信息流双列模式下，广告的转化路径为：用户看到广告封面→点击封面进行内容观看→产生转化，是否观看广告的主动权在用户手里，所以会多一个从看到封面→点击观看的漏斗。因此，在同样的曝光次数下，双列模式下的转化效果数通常会少于单列模式下，而效果广告的广告主的大部分诉求是保证转化效果，所以愿意为单列模式下的广告资源出更高的价格（CPM）。

以快手网服行业 KA 客户 2020 年 3-8 月份的投放数据为例，可以发现，虽然双列模式下，用户的行为转化率更高（单列 0.5%左右，双列 1.5~2%左右），但是双列的行为转化率乘以封面点击率（10-15%）之后，综合的转化率（0.15-0.3%）就会低于单列模式的转化率。再来看 CPM 的价格，可以发现，大部分情况下，单列场景下的 CPM 价格是高于双列场景下的。

**图 32：单列的产品形态比双列少一个转化漏斗**



资料来源：磁力引擎，东方证券研究所

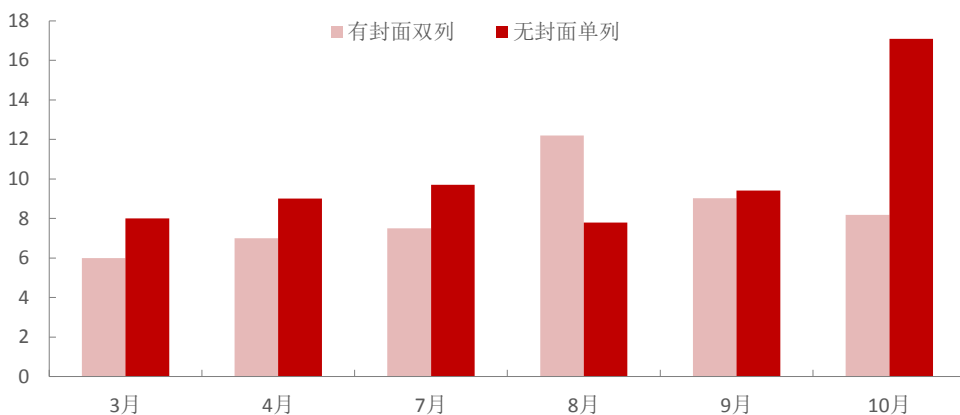
**表 10：快手单列和双列模式下的转化效果（以网服行业 KA 客户数据为例）**

	3月	4月	7月	8月	9月	10月
<b>有封面（双列）：</b>						
① 封面点击率 CTR	13.20%	14.30%	15.30%	13.94%	12.84%	11.35%
② 行为转化率 CVR 1	2.00%	2.10%	2.10%	0.85%	1.57%	1.42%

CTR×CVR 1 =	0.26%	0.30%	0.32%	0.12%	0.20%	0.16%
无封面（单列）：						
行为转化率 CVR 2	0.30%	0.30%	0.40%	0.67%	0.72%	0.35%

资料来源：磁力引擎，东方证券研究所

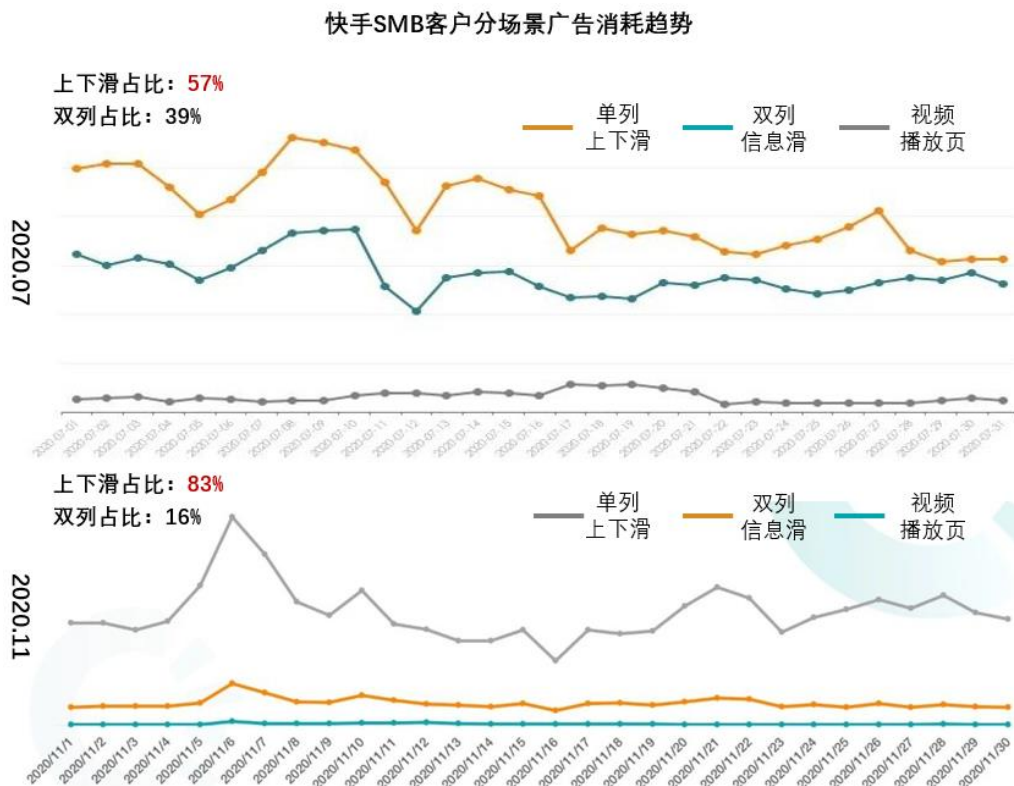
图 33：快手单列和双列模式下的 CPM（以网服行业 KA 客户数据为例，单位：元）



资料来源：磁力引擎，东方证券研究所

快手去年推出上下滑的极速版，主站可以通过设置大屏模式变成上下滑的界面；今年在主站增加单列的【精选页】，我们推测用户花在单列场景下的时间、观看的内容数量占比在逐渐提升。所以可以观察到，快手效果广告的消费量中，**单列模式下的占比在不断提升：SMB 客户的广告消耗，单列占比由 2020 年 7 月份的 57%，提升到 11 月份的 83%。**

图 34：快手 SMB 客户单列和双列下广告消耗情况



资料来源：磁力引擎，东方证券研究所

结论：单列的产品形态相比双列少一道转化漏斗，因此通常情况下，单列的转化率更高，单列场景下的 CPM 价格通常更高，以及以此推论，单列产品在广告的消耗量上处于优势是必然的，后期快手广告更多的承载将有单列完成。

### 3) 平台数据积累和算法：人群标签越丰富，投放越精准，CPM 价格越高

oCPM 本质非常接近保效果的广告投放方式，广告主也可以根据实际转化效果来出价。从 oCPM 出价模式下的竞价原理可知，在广告主为广告效果的付费能力一样的情况下，广告投放系统越精准→用户的 CTR、CVR 越高→CPM 价格越高。而广告投放系统的精准程度，除了和算法有关，还和平台积累的人群标签数据量有关，数据积累越多，投放的精准度就会越高。

由上分析来看，广告商业化快手跟抖音会有差别性，快手的私域流量里也有变现价值，平台会在私域和公域流量变现价值中寻找平衡点，对生态中的各方均是，包括平台、KOL、商户等。但有几点可以看到，快手的平台流量分配模式（直播占比高+中长尾的内容占比高）致快手广告加载率上限低于头部内容占比高的抖音，后期快手广告更多的承载将有单列完成。

### 3.3.3 快手广告现阶段特点探究

除了基本大逻辑之外,我们通过用户体验(自刷),发现了几个有意思的现象(可能存在样本偏差),但可供大家参考,总结为以下几点:1)【粉条】作为内容加热产品,加载率不高于广告,平台在鼓励大家运用工具杠杆创造内容;2)极速版必然承载着更多的商业化功能;3)目前主站单列精选页的推出,在现阶段更重要的意义是拓展新用户、提升用户时长,所以目前的广告加载率会低于发现页。

**特点1): 小样本抽样单列极速版的加载率高于主站双列,粉条加载率不高于广告。**

我们进行了小样本抽样,样本里的2个用户同时使用了快手主版和极速版,这两个样本的特点是,极速版的广告加载率是高于主站发现页的;同时也可以发现,3个样本里的快手粉条的加载率几乎和广告加载率一样高,甚至高于广告(我们只统计了双列的粉条加载率,因为单列有时难以识别出买了粉条的内容)。

图 35: 快手和极速版广告出现概率小样本调查 (2021.01 抽查)



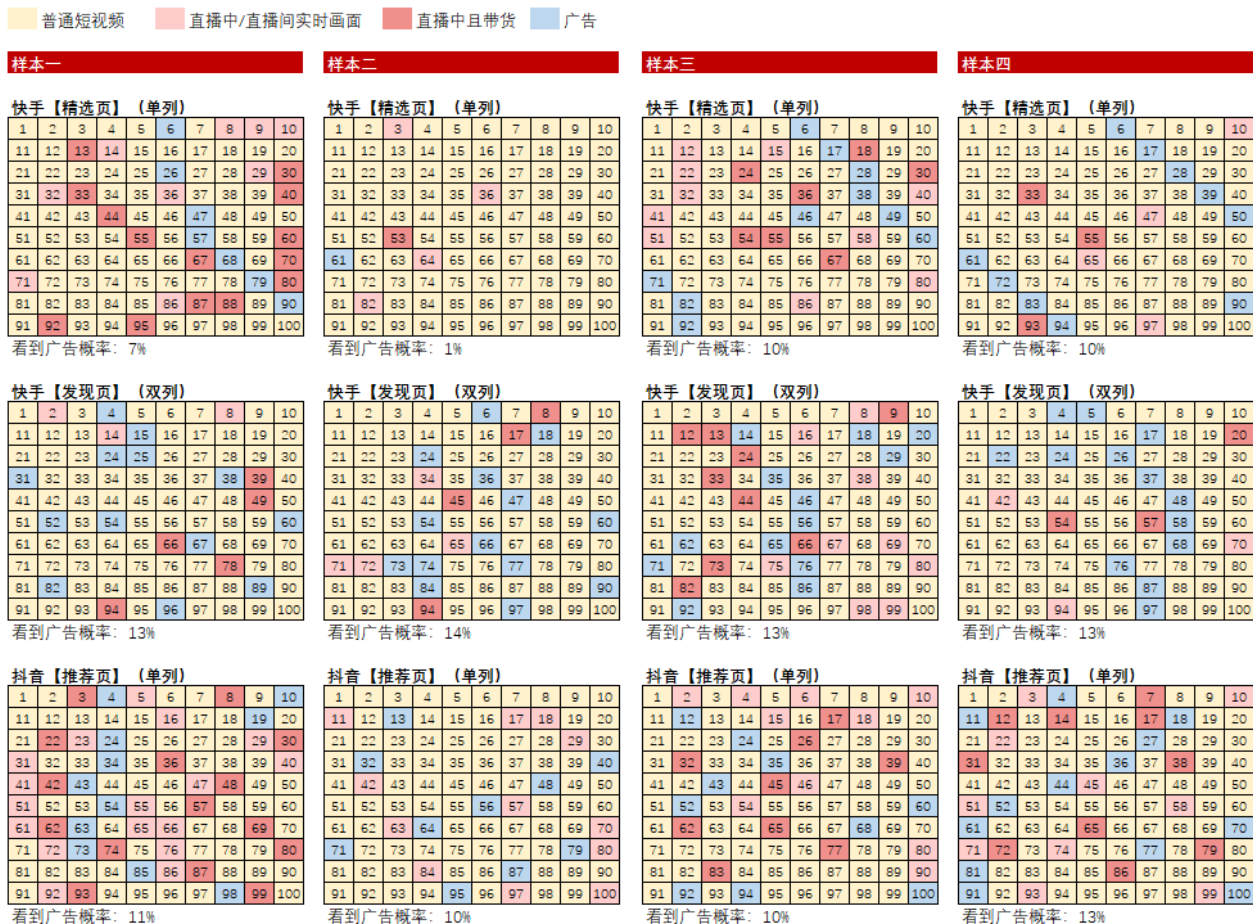
	样本一 (安卓)		样本二 (IOS)		样本三 (IOS)	
	广告	粉条	广告	粉条	广告	粉条
主站发现页 (双列)	10%	12%	7%	8%	9%	8%
主站发现页 (单列)	10%	-	5%	-	8%	-
极速版发现页 (单列)	12%	-	极速版新用户无广告		13%	-

资料来源: 快手 APP, 快手极速版 APP, 东方证券研究所



**特点 2)：快手目前【精选页】广告加载率尚低于双列【发现页】。**根据我们小样本抽样调查，4 个样本的数据均显示，精选页目前的广告加载率低于发现页。我们推测，快手目前仍然有用户增长和黏性提升的诉求，单列精选页的推出，在现阶段更重要的意义是拓展新用户、提升用户时长，所以目前的广告加载率会低于发现页。

**图 36：快手不同页面的广告内容出现概率小样本调查（2020.10 抽查）**



资料来源：快手 APP，抖音 APP，东方证券研究所

分广告投放的行业来看，目前在快手上投放数量最多的是游戏、服饰鞋包、护肤美容，根据 App Growing 的数据，今年 4-7 月，游戏广告的数量占快手整体的比例在 15%以上，而服饰鞋包、护肤美容基本在 10%以上，数量占比高于行业均值。

**图 37：快手广告投放数量占比（Top 7 行业，2020 年 4-7 月）**

4 月	5 月	6 月	7 月
游戏 16.6%	游戏 24.0%	服饰鞋包 15.2%	游戏 14.8%
服饰鞋包 10.3%	服饰鞋包 12.8%	游戏 13.3%	服饰鞋包 14.2%
综合电商 10.0%	护肤美容 8.4%	护肤美容 11.5%	护肤美容 10.4%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



文化娱乐 6.9%	社交婚恋 7.4%	教育培训 6.8%	文化娱乐 8.3%
社交婚恋 5.8%	文化娱乐 7.0%	文化娱乐 6.8%	教育培训 6.7%
护肤美容 5.1%	教育培训 3.6%	社交婚恋 3.9%	社交婚恋 4.9%
日用百货 3.5%	综合电商 3.5%	金融 3.4%	其他 40.7%
其他 41.8%	其他 33.2%	其他 40.2%	

资料来源：App Growing，东方证券研究所

图 38：腾讯和巨量引擎重点行业广告投放数量占比（Top 5 行业，20Q2）

行业 4-6 月均值	腾讯广告 20Q2	巨量引擎 20Q2
文化娱乐 11.2%	文化娱乐 32.7%	服饰鞋包 14.6%
服饰鞋包 9.0%	教育培训 10.8%	游戏 10.2%
游戏 6.6%	游戏 8.9%	文化娱乐 8.0%
教育培训 6.4%	金融 7.4%	日用百货 6.3%
护肤美容 5.1%	社交婚恋 6.3%	护肤美容 6.1%
	其他 34.0%	其他 54.9%

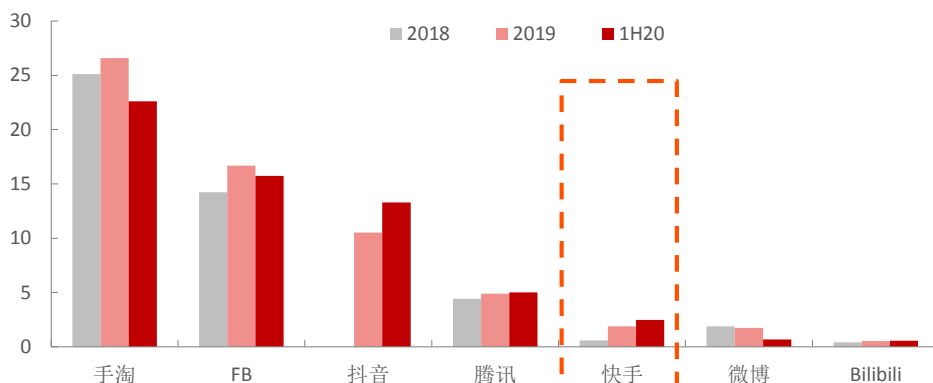
资料来源：App Growing，东方证券研究所

### 3.3.4 快手和同行对比：广告加载率和 CPM 有一定距离

我们与其他平台单用户广告价值对比，以及平台自身广告库存承载量及价格测算，相结合去探讨快手广告商业化的空间。

#### 1) 与其他流量平台广告变现能力的横向对比：快手的单位用户广告收入仍处于较低水平。

目前快手广告单个用户的广告变现效率仍然在比较低的水平：**20H1**，快手单位月活每月用户对应的广告收入仅为**2.5 元/人**，和同行相比是较低的水平：最高为电商属性的手淘（23 元/人/月），其次较高为商业化能力强的 FB（16 元/人/月）与抖音（13 元/人/月）。我们认为逻辑也可理解，阿里电商属性下离货的目的最近，转化目的最直接，所以阿里妈妈作为全域广告（KA 品牌一体化营销阵地）单用户价值最高，其次为更偏引流前期的商业化能力强的抖音，快手现阶段的广告价值离现阶段的抖音有 3-4 倍的距离。

**图 39: 流量平台广告收入/MAU (元/人/月)**


资料来源: 公司公告, QuestMobile, 东方证券研究所

## 2) 平台自身看, 和同行的单位用户广告收入的差距来自哪里?

和抖音的差距主要来自短视频的总播放量、广告加载率、CPM 的价格。将快手和抖音的广告收入进行拆解比较, 发现二者广告收入之间的差距, 主要来自:

- ①可被插入广告的流量池 (短视频的总 VV 数);
- ②广告的加载率;
- ③CPM 的价格。

我们做极端假设, 假设可被插入广告流量池不增长, 那么快手仍旧可以通过提高自己现阶段较低的 ad load(假设增加 30%到 8%), 以及精细化投放提升 CPM(比如, 靠拢字节水平, 20-23 元), 即可实现约 400 亿收入, 去实现广告收入的增长。当然, 用户在有温度的平台上仍会持续稳步增长, 以及日活/月活也可以在平台运营加强上逐步提升。

**表 11: 快手和抖音 2020 年广告收入 (假设测算)**

2020 年估算	快手	抖音	GAP
① DAU 均值 (亿)	3	4.5	50%
② 人均使用时长 (min)	90	90	0%
③ 直播占总时长比重%	30%	15%	-15%
④ 每条视频长度 (s)	20	20	0%
①×②÷④=⑤短视频 VV(亿次/日)	567	1032.75	82%
②÷④=⑥人均观看条数(次/人/日)	189	230	21%
⑦广告加载率	5%	10%	100%
⑤×⑦=⑧广告条数 (亿条/日)	28.4	103.3	264%
⑨ CPM (元/千次)	20	30	50%
⑧×⑨=⑩广告收入 (亿元/天)	0.57	3.10	446%
⑩×365=⑪广告收入 (亿元/年)	207	1,131	446%

资料来源: 公司公告, QuestMobile, 东方证券研究所

#### 总结上文快手广告现阶段特点:

- 1) 广告是快手现阶段商业化核心增长引擎。2019 年开始，快手逐步完善流量采买工具、上线 DMP 平台、增加公域流量池→开放更多商业流量池，广告收入迅速提升。
- 2) 单列目前承载更多广告商业化。快手产品特色是单双列并存，单列产品形态下广告的转化效率更高，目前单列的广告消耗占比在提升
- 3) 快手单位流量的广告收入目前低于其他的平台。和竞对的主要差异来自，可被插入广告流量池，广告加载率，单位流量曝光价值（CPM）。

## 四、电商：“人”为核心的电商生态

### 前言：

- 1) 快手电商的特点是“人格属性”强的，达人和粉丝之间的信任关系是快手电商的土壤。我们判断，快手电商短期内仍然是以达人为核心，而非以流量为核心（抖音），因为粉丝和主播之间的信任关系以及情感联系是大部分用户下单的动机。即使品牌来到平台做自运营，也需要把账号经营得更有人格属性（用户更容易和另一个人产生情感及信任，而不是和一个品牌符号）。
- 2) 健康的主播生态是快手电商当前发展阶段的核心要素。由于主播目前在快手的电商生态中占据核心地位，所以快手把电商盘子做大的关键点，就是把电商主播生态建得更健康、基础设施建得更完善。所谓健康的生态，是指任何商户或达人来到快手，都有顺畅的、有规律可循的上升通道，只要找对方法论、用对工具，都能实现成长。
- 3) 快手在电商方面的努力包括：建立中小主播的成长和扶持体系、完善电商基础设施、帮助达人和供应链进行更高效的匹配。

### 4.1 行业：商品供给极度丰富的时代，用户需更多内容辅助消费决策

用户通常有三类购物需求：1) 有明确目标，2) 有模糊目标，3) 没有目标。电商平台的不同功能可以满足不同的购物需求。第一种情况是效率型购物，消费者明确知道自己想要什么，具体到商品的型号、颜色等，这时候电商平台的搜索功能是可以满足消费者需求的；第二种场景下，消费者有模糊的需求方向，但不知道具体要购买什么产品，这时候需要电商平台提供商品信息分类功能，或者非常针对性、专业的消费测评内容来帮助消费者进行决策；第三种场景下，用户可能原本没有购买商品的需要，但是在平台上进行内容浏览的时候被激发出消费需求。

在第一代电商平台崛起的年代，大部分供需匹配可以通过搜索功能来解决，但未来，更多的电商成交可能会诞生在第二、第三种场景下，即用户在没有目标地浏览的情况下产生成交，原因：

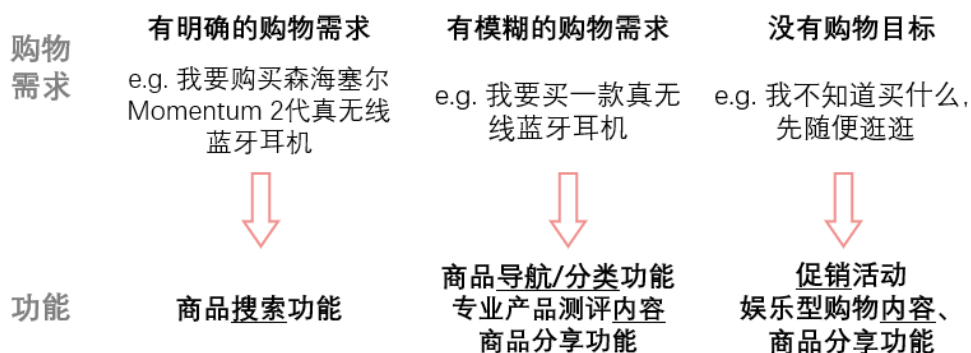
- 1) 下沉市场在崛起：对于下沉市场用户而言，他们会经历一个线上购物化率提升的过程，而这群用户一般不知道自己需要什么；

**2) 商品供给丰富化:** 对于高线市场用户而言, 需求开始个性化, 叠加供给端新消费品牌的快速迭代, 更多细分品类以及新品类开始涌现, 消费者可选择的范围变大, 但做购物决策的难度在提升, 因此需要更多内容来辅助消费决策。

**3) 购物场景的碎片化:** 移动互联网时代, 信息对用户的触达随时随地都在发生, 购物决策也会随时发生。

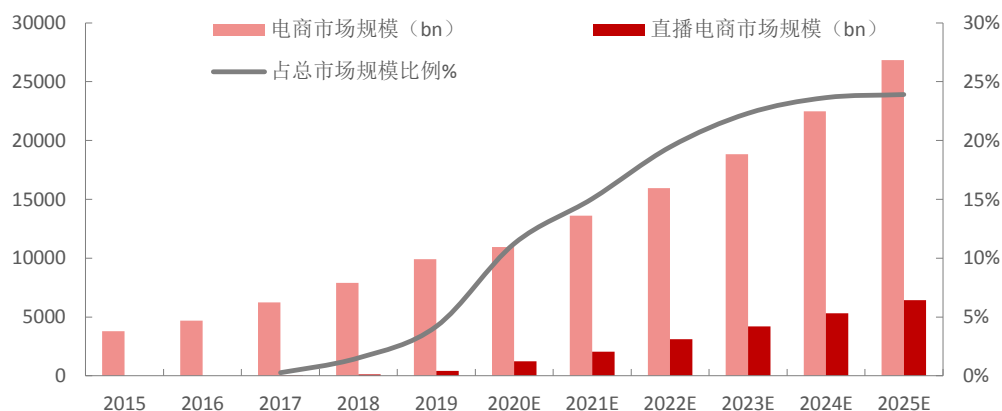
内容型平台做电商, 和传统的电商平台相比, 在满足效率购物需求方面是没有优势的, 但是因为有内容方面的优势, 在满足用户较长决策周期的消费需求方面是更有优势的。

**图 40: 用户不同的购物需求对应不同的电商产品功能**



资料来源: 东方证券研究所

**图 41: 直播电商满足非效率型购物需求, 渗透率将逐步提升**



资料来源: 艾瑞咨询, 快手招股说明书, 东方证券研究所

## 4.2 快手电商生态特征

**前言 1: 快手电商是个新事物，我们将快手电商的发展历程归纳到几个时间点：**

**2017 年：**快手上的达人开始自行在直播间带货，或者导流到微信号进行带货，2017 年底快手开始建设电商和购物车的基础设施；

**2018 年 8 月：**快手正式开启电商业务，直播间支持挂购物车，2018 年还接入了有赞、魔筷等电商 SaaS 平台，并打通淘系，当年实现电商 GMV 接近 1 亿；

**2019 年：**直播电商的行业进入爆发式增长，快手的电商 GMV 也快速增长，平台上也出现了辛巴这样年带货 GMV 达 133 亿的超头部主播。

**2020 年，**快手电商在营销工具、专业机构引入、基础设施方面进行了大量的升级。

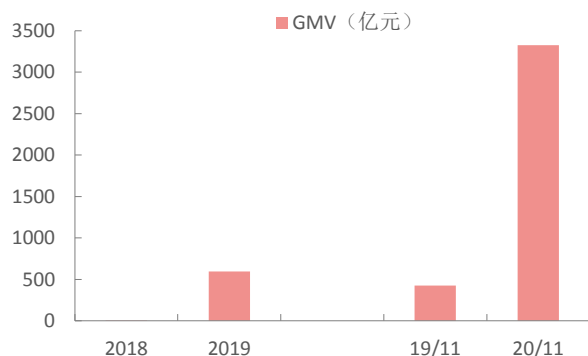
**前言 2: 用数据感受快手电商的生态：一个大电商场，有着明显的类目倾向**

**人次和场次：**根据磁力引擎和明略科技的数据，快手 20 年 4-5 月期间，直播电商日均开播场次 8.6 万场、开播主播 7.2 万人；日均观看人数为 1.3 亿人（快手整体 DAU 是 3 亿，即有 1/3 以上的用户是有观看直播电商行为的），日均进入电商直播间的人次数为 3.1 亿人次，平均每场观看人数 1,540 人。

**成交额方面：**2019 年，公司的成交额约 600 亿，20 年截至 11 月的成交额为 3327 亿元，单位 MAU 对应的成交额是 691 元，为 2019 年同期的 5 倍以上。

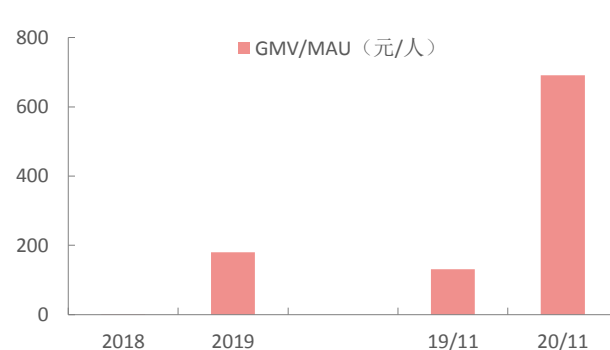
**类目方面：**从开播场次和广告投放角度看，快手直播电商占比最高类目是服饰、美妆、珠宝、食品。

图 42: 快手电商 GMV (亿元)

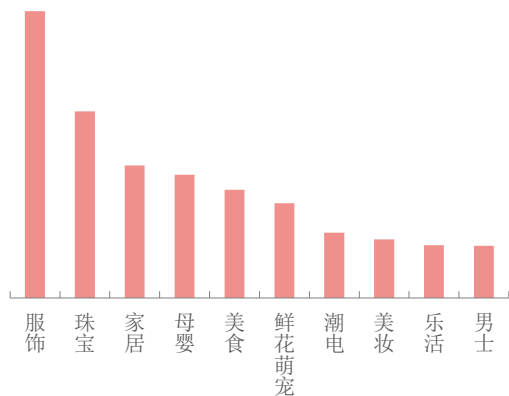


资料来源：公司公告，东方证券研究所

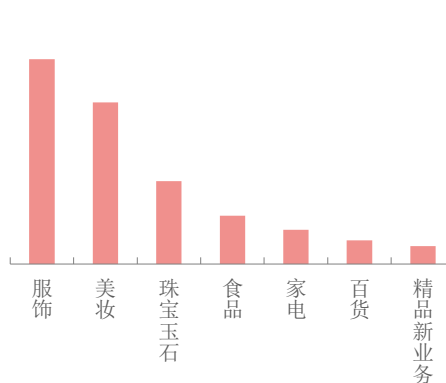
图 43: 快手电商 GMV/MAU (元/人/期)



资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 44：快手直播电商场次 Top 10 行业（2020 年 4-5 月）**


资料来源：《2020 快手短视频直播电商营销增长宝典》，东方证券研究所

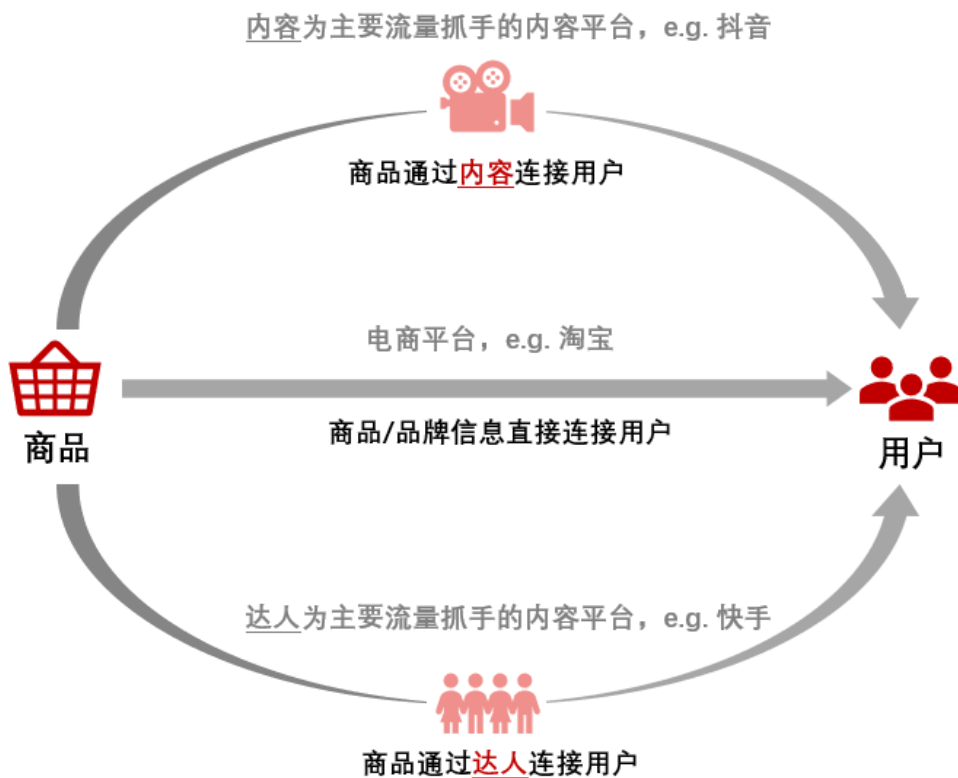
**图 45：快手电商广告投放类目分布**


资料来源：2020 年磁力引擎大会，东方证券研究所

#### 4.2.1 快手电商性质：强人格属性，头部主播性质接近“促销渠道”，中长尾主播性质更接近内容电商

我们在短视频的第二篇报告里提到过，**快手的核心流量抓手是“人”，而抖音的核心流量抓手是“内容”**，两个平台的电商生态也受此影响。在抖音，商品主要是通过内容和用户产生连接，因此在电商成交方面，抖音的短视频营销带货比快手做得更好，甚至在直播端，抖音直播间的内容属性点也强于快手；而在快手，商品主要是通过达人和用户产生连接，因此快手在达人直播电商方面做得比抖音更好，快手的电商，是强人格属性的电商。

图 46: 不同平台的商品与用户连接方式



资料来源: 东方证券研究所

以“人”为核心，快手目前的电商成交，主要有几种情形：

1) **头部/明星主播直播带货（渠道属性强）**：头部主播的直播间流量大，可以在短时间内快速出货并带来大量曝光，因此对商品供给方有较大的溢价能力，因此直播间商品价格性价比，非常具备吸引力，这类电商直播更接近“渠道”的属性，比如快手的“辛巴”家族、遥望旗下的“瑜大公子”的直播间等。渠道属性的电商更适合价格透明的标品，例如日用百货、美妆等；

2) **中长尾主播直播带货（内容营销属性强）**：更偏内容电商属性。中长尾主播往往拿不到性价比最高的商品资源，用户是因为主播提供了更丰富的品牌/商品信息，或是和主播建立较强的情感黏性所以下单。

快手是一个更重私域流量平台，达人和用户之间有较深的情感联系，很多快手用户的下单动机，不单纯是因为商品本身，而是出于对达人的信任，或者希望以购买商品的形式打赏主播，整体的“人格属性”更强。

表 12: 快手电商典型用户类型

类型	忠粉追随型	轻粉支持型	闲逛剁手型	效率尝鲜型	精明买家型
用户特征	人群广泛、多元分布、收入中等	女性多、华北区域、中等收入	女性多、低线城市、偏低收入	男性多、高线城市、收入较高	女性多、华东区域、中等收入

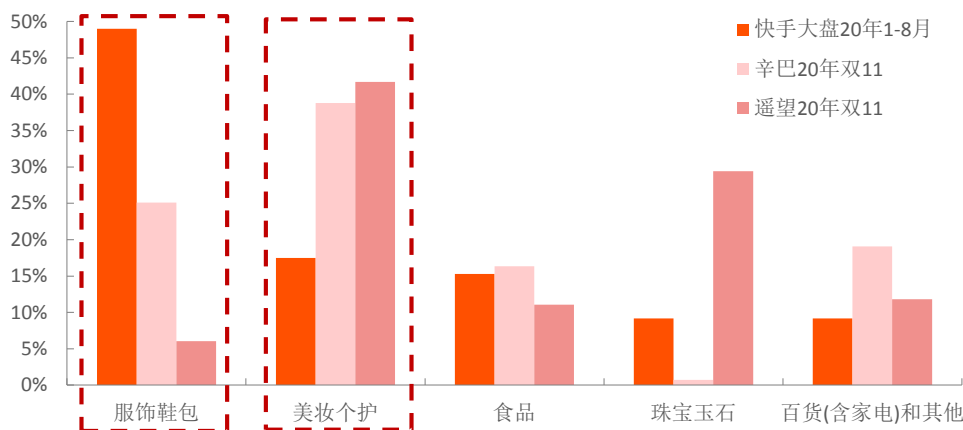


购物动机	关注这个主播很久，真诚靠谱对粉丝好，他卖什么我都会考虑买	闺蜜推荐的主播就关注了，有推送就进去看看直播，有合适的偶尔买买	我怎么在快手上总管不住自己的手呢？	主播介绍的有模有样的，也不用再花时间去挑选，东西也不贵	我关注这个品牌很久了，主播卖得太便宜了，不买都觉得亏
核心特征与需求	主播 <b>忠粉</b> 、 <b>信任</b> 、 <b>质量</b> 、 <b>靠谱</b>	跳转更安心、要 <b>信任</b> 、 <b>朋友</b> 推荐	平台 <b>忠粉</b> 、 <b>价格</b> 亲民、 <b>消磨</b> 时间	东西不贵、 <b>流程</b> 简单、 <b>少花</b> 时间选、 <b>回</b> 复速度	<b>性价比</b> 高、找 <b>促销</b> 、 <b>划算</b> 、 <b>低价</b> 好物

资料来源：《快手电商生态进化论》，东方证券研究所

快手头部主播的直播间更接近“促销渠道”（大多数平台的头部主播都是渠道属性更强），和快手电商的整体品类分布相比，头部主播（以辛巴家族和遥望为例）的电商商品结构中，非标的服饰鞋包占比明显更低。根据《2020 快手电商生态报告》，快手 2020 年 1-8 月整体的 GMV 中服饰鞋包占比 49%，而根据壁虎看看统计的数据，辛巴家族和遥望在 2020 年双 11 期间销售的商品中，服饰鞋帽分别占比 25%、6%；而辛巴家族和遥望在偏标品的品类上（如美妆个护、百货家电）的占比是明显高于快手大盘的。

图 47：快手直播电商场次 Top 10 行业（2020 年 4-5 月）



资料来源：《2020 快手电商生态报告》，壁虎看看，东方证券研究所

#### 4.2.1 电商用户画像：比大盘用户更下沉、年龄层更高、女性占比更大

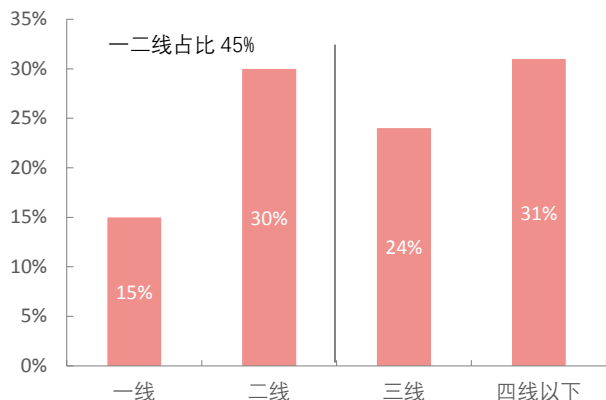
我们感受到快手的电商用户基本盘，是“一群更下沉市场的负责家庭开支中年女性”。

**更下沉：**根据《2020 快手内容生态半年报》及《2020 快手电商生态报告》数据显示，快手目前整体的用户有 45%是来自一二线市场的，而电商的订单量中仅有不到 30%的订单量是来自一二线城市的，其中三线地区占比最大，达到 27%。

**年龄层更高：**根据快手 20 年上半年公布的数据，70%以上的用户是 30 岁以下（90 后），而快手电商的买家中至少 50%以上是 30 岁以上的，其中 80 后占比最多，达 40%左右。

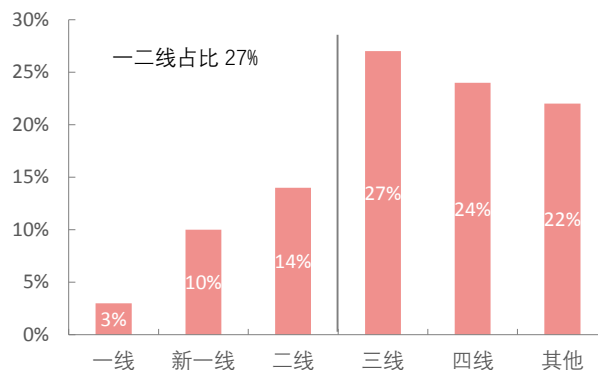
**女性占比更大：**性别分布方面，快手整体的用户性别分布比较均衡，男 52%vs 女 48%，但电商的订单中有 83%来自女性用户，72%来自男性用户（男性客单价相对更高），女性贡献明显更高。

图 48：快手用户城市等级分布（2020 上半年）



资料来源：《2020 快手内容生态半年报》，东方证券研究所

图 49：快手电商订单城市等级分布（20 年 1-8 月）



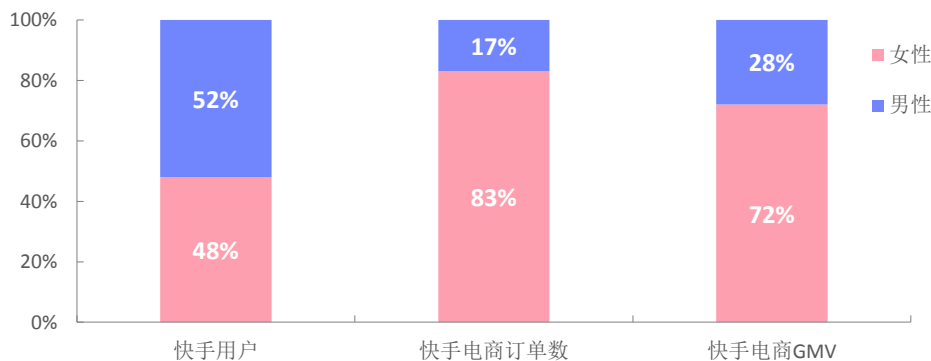
资料来源：《2020 快手电商生态报告》，东方证券研究所

图 50：快手买家数的年龄分布（2020 年）



资料来源：《2020 快手电商生态报告》，东方证券研究所

图 51：快手用户和电商用户的性别分布（2020 年）



资料来源：《2020 快手内容生态半年报》，《2020 快手电商生态报告》，东方证券研究所

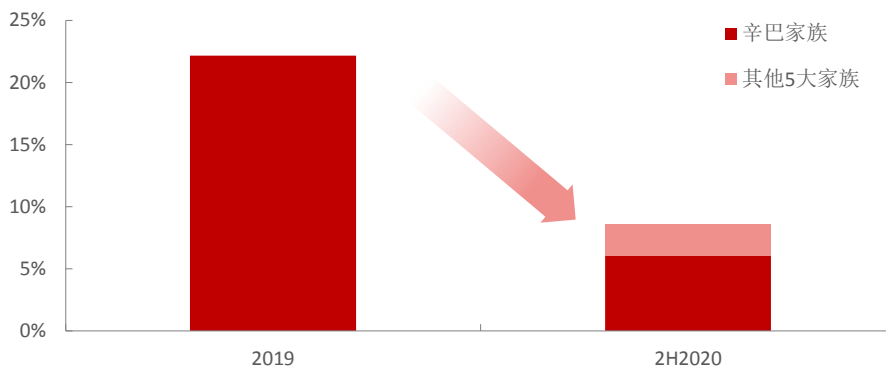
#### 4.2.2 达人生态：超头部家族影响力在降低，中腰部主播逐渐成长

主播的头部集中度在降低：

2019年，根据辛巴团队公布的数据，辛巴家族全年直播带货 GMV 133 亿元，而快手 2019 全年的 GMV 约 600 亿元，辛巴家族占比达 22%+。

2020 年下半年，根据壁虎看看的统计数据，辛巴家族 2020 年全年的带货 GMV 约 150 亿元，另外 5 大家族的带货 GMV 约 64 亿元，快手招股书公布 6-11 月的 GMV 为 2200 亿元，假设 12 月份实现 GMV 300 亿元，则 20 年下半年“六大家族”的 GMV 占比不到 10%，头部家族的占比相比 2019 年明显下降。

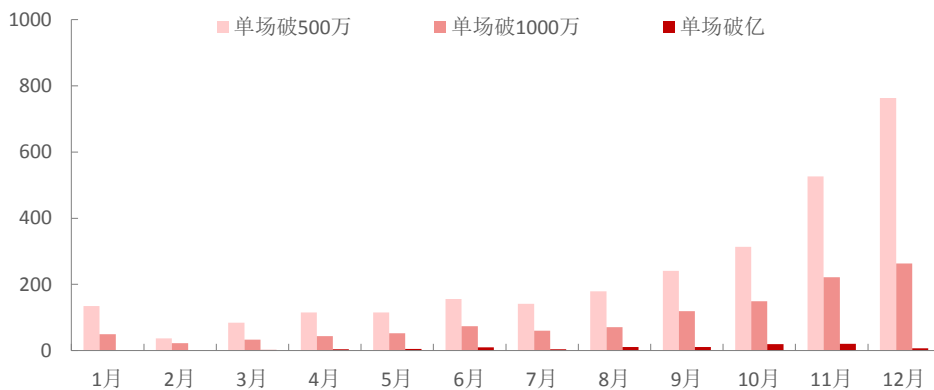
图 52：快手六大家的 GMV 占比



资料来源：公司公告，壁虎看看，东方证券研究所

主播的梯队正在逐步形成：根据壁虎看看统计的数据，拿同样是电商大促月份的 6 月和 11 月份进行对比，6 月单场破 500 万的场次数为 156 场，单场破 1000 万 GMV 的场次为 74 场，单场破亿的场次为 10 场；而 11 月份，单场破 500 万的场次增加到 526 场（增长 237%），单场破千万的场次达 222 场（增长 200%），单场破亿的场次增长也很快，增长到 21 场，但增速不如破 500 万和破千万场次，说明越来越多的中腰部主播在成长起来。

图 53：快手单场破 500 万/1000 万/1 亿的直播场次（场）



资料来源：壁虎看看，东方证券研究所

### 4.3 快手在电商方面做了哪些努力？

快手是一个强人格属性的电商生态，因此主播和商家是关键环节。达人在平台上的做电商，他们具备的是内容创作能力和销售能力，核心诉求是供应链，有更多的流量；而商户/供应链的核心诉求是长期稳定可控的流量，和好用的电商基础设施。快手 2020 年在电商方面的工作重点，主要是围绕服务好达人和商户，为他们提供可持续成长的健康生态而展开。

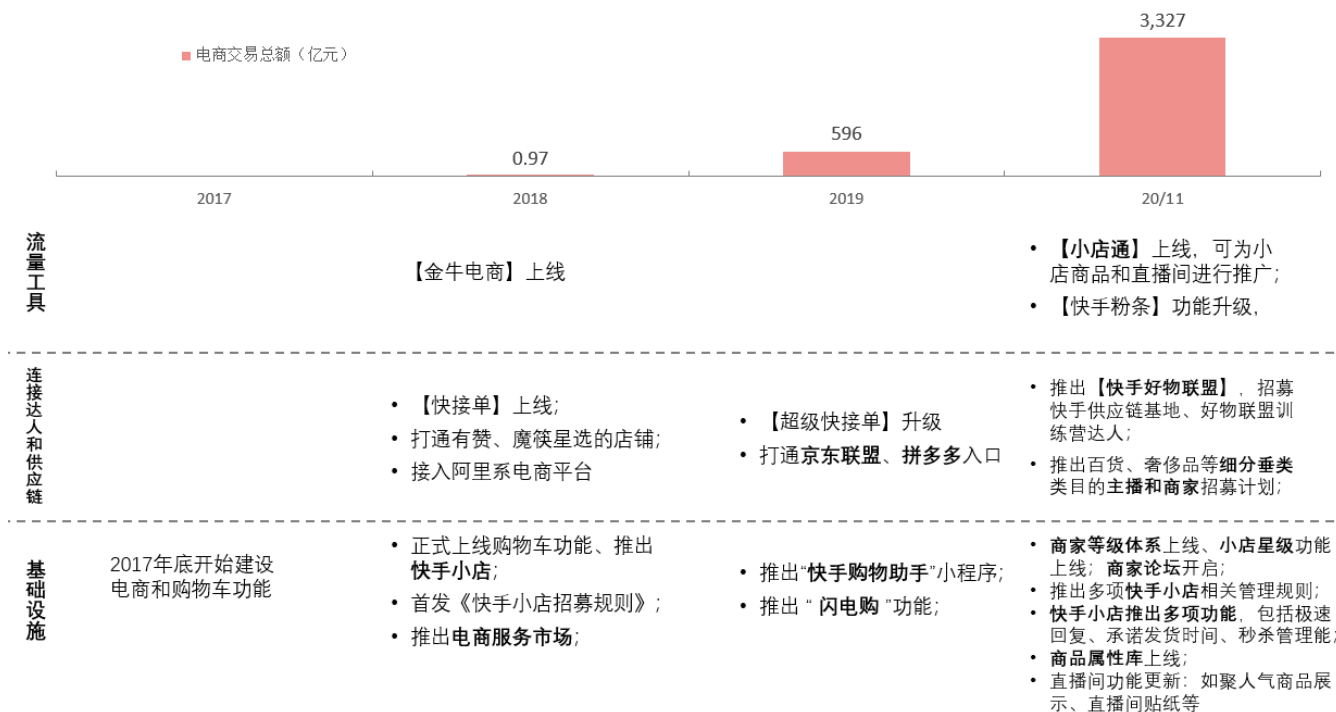
图 54：达人和商户在快手做电商的主要诉求



资料来源：公司公告，东方证券研究所

我们认为，快手 2020 年在电商方面所做的事情可以总结为以下 3 个方面：

- 1) 提供电商特定的买量工具，让达人或商户能实现短时间内快速涨粉、获得曝光，典型代表是 2020 年 6 月上线了“小店通”；
- 2) 提升达人和商品的连接效率，即提升商品和流量的连接效率，典型代表是 2020 年 8 月上线的“快手好物联盟”；
- 3) 完善基础设施。好的基础设施是生态实现闭环的前提，包括商品的类目管理、数据搜集和输出、各种服务于商户的智能化工具。

**图 55：快手电商发展历程（2017-2020）**


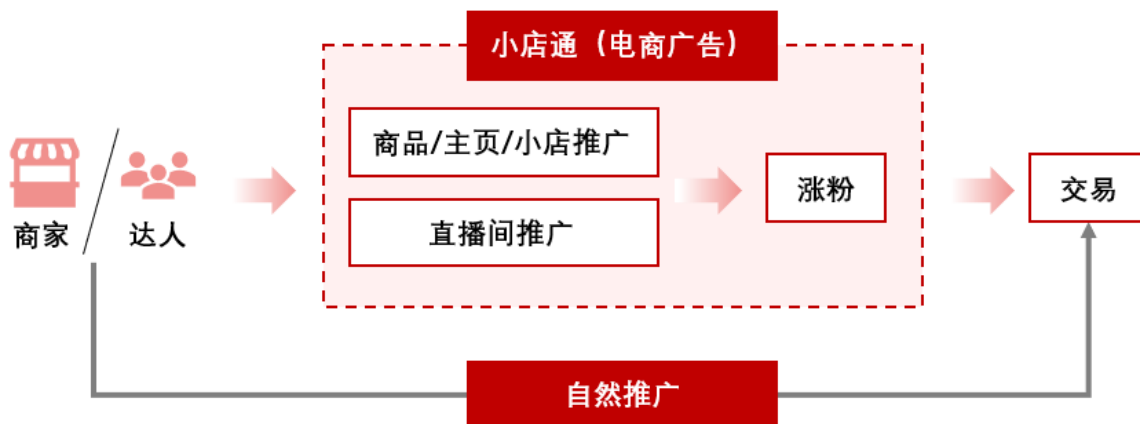
资料来源：公司公告，东方证券研究所

### 4.3.1 提供电商专用的商业化买量工具：小店通

**早期电商相关商业化产品并不完善：**快手早期和电商成交相关的商业化工具只有**信息流广告**（引流电商，导致站外成交居多）还有**金牛电商**（主要是站内成交的二类电商，但在品质化升级的背景下二类电商目前在抖音和快手），没有特定针对直播电商的商业化买量产品。达人开直播卖货，想要提升流量，只能通过挂榜的方式或者买**快手粉条**，但粉条的人群定向和数据回传功能并不完善，而且不能实现短时间内大量投放（单个达人每日投放上限是2万元），所以并不能满足所有商户的需求。

**2020年针对快手小店推出电商专用的买量工具“小店通”。**小店通是2020年6月上线的，是专门为开通快手小店的商家提供的**电商专用营销工具**，可以为商品和电商直播间进行推广。**小店通能够实现定向人群的精细化投放**，快速定位和触达目标消费群体。小店通还专门上线了配套的数据分析平台：并和小店通配套推出了“**生意通**”，在交易、直播、流量等诸多环节提供专业的数据分析支持。

小店通核心解决的问题是，商家/达人可以通过商业化的买量工具实现较为快速、可控地涨粉，因此商家来到快手，可以不单纯依靠买达人的流量实现成交转化，也不一定需要做长周期的且过程不可控的内容运营来实现粉丝积累。虽然目前小店通较多的购买方，很大比例是有涨粉诉求的达人（尤其是有一定粉丝量、背靠机构、资源实力较强的达人，例如遥望的瑜大公子），但这个工具的推出，为商户进驻平台进行运营提供了**基础流量工具**。

**图 56：快手小店通的功能**


资料来源：快手电商，东方证券研究所

**表 13：快手小店通产品介绍（2020.06 上线）**

	小店推广				直播间推广			
转化途径	已上线：导流至小店商品/导流至个人主页 尚未上线（截至 21.01）：导流至快手小店				导流至直播间			
优化目标	封面点击	涨粉	商品访问	订单支付	直播观看	涨粉	商品访问	订单支付
出价建议 (20.12)		4-6 元	4-6 元	根据客单价 确定	直播直投:0.1-0.4 元 作品引流: 1-2 元		6-8 元	根据客单价 确定
计费方式	CPC	oCPM			oCPM			
展示位置	发现页（双列/上下滑）/ 精选页（上下滑）							
广告样式	视频作品				直投直播间 / 视频作品引流			

资料来源：磁力引擎，东方证券研究所

### 4.3.2 提高商品（商户/供应链）和流量（达人）的连接效率

快手本质是一个内容平台而不是电商平台，因此平台上的内容创造者大部分是没有自己的供应链资源的，因此需要平台帮助他们对接供应链资源。目前快手上连接达人和商户的平台主要有 2 个，其中磁力聚星主要是针对偏头部的达人（粉丝量 30 万以上的达人才可以在磁力聚星上接直播带货的订单），而 2020 年 8 月份上线的快手好物联盟是一个针对更广范围达人的商品选货池。

#### 好物联盟是什么？

好物联盟是一个将流量（达人）和商品（商家/供应商）进行匹配的平台。快手上很多达人有流量但是没有商品供应链，也不具备售前售后、备货垫资等能力；而有的商家/供应链有商品资源和经



营能力，但是不擅长做线上运营卖货，缺线上流量。好物联盟就是将这些主播和商家/供应链进行匹配的平台（对达人来说是选货平台，对商家来说是分销平台）。快手还引入了一个“招商团长”的角色，帮助撮合达人和商家的对接，帮助招募商户的入驻。

图 57：快手好物联盟的三方参与者



资料来源：快手好物联盟，东方证券研究所

### 好物联盟的具体功能？

**对于商家：**好物联盟是一个分销平台。商家入驻好物联盟后，可为自己的商品或者店铺设置普通、商品定向（商家为特定达人针对某个商品设置定向佣金率）和商家定向（商家为特定达人针对全店商品设置定向佣金率）三类分销计划，让达人来帮助销售商品。

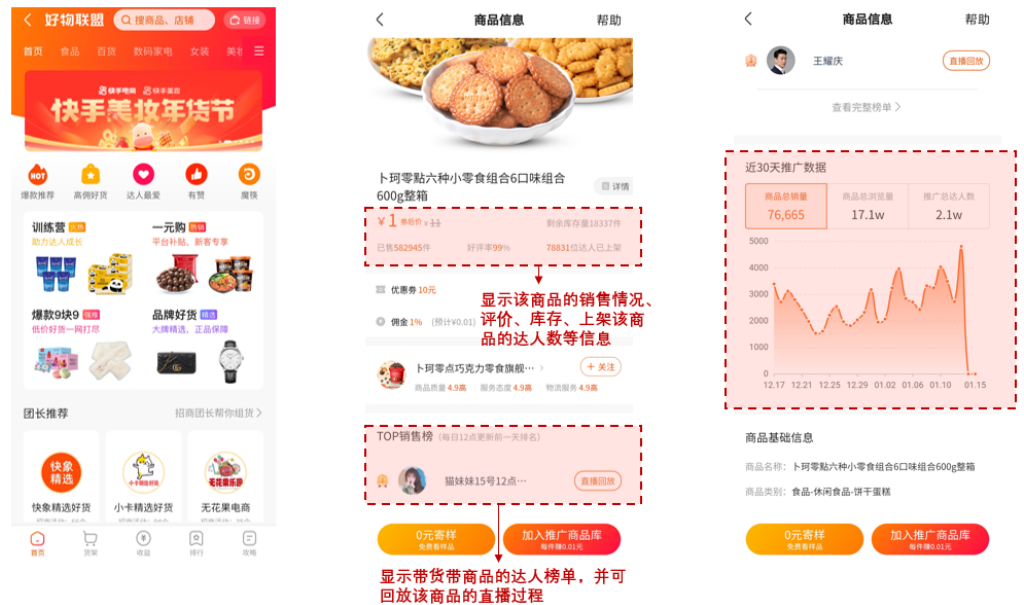
图 58：快手好物联盟提供给商家不同推广计划

分销计划	适用场景	功能
普通计划	快手联盟的基础功能	商家将商品设置同全本后网步到快手联盟选品库中，供达人选品推广
商品定向计划	商家为特定达人针对某个商品设置的定向佣金率	商家为普通计划中已有的某个商品绑定指定达人，并为其单独设置定向的推广佣金率
店铺定向计划	商家为特定达人针对全店商品设置的定向佣金率	商家为普通计划中已有的全部商品绑定指定达人，并为其单独设置定向的推广佣金率

资料来源：快手好物联盟，东方证券研究所

**对于达人：**好物联盟是一个选货平台。达人可在好物联盟中选择商品进行带货，平台上会充分展示该商品的信息（如其他达人的带货情况，商品的评价、库存等）。同时，官方还开展了多期“好物联盟训练营”活动，为参营达人提供培训课程。

图 59：快手电商好物的达人选货界面

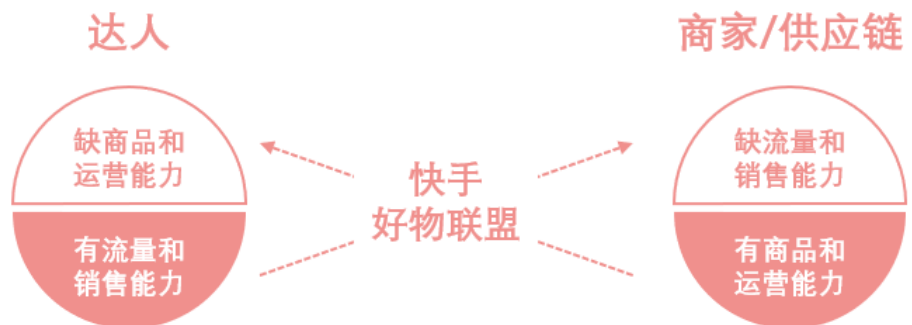


资料来源：快手好物联盟，东方证券研究所

好物联盟推出的意义是什么？

1) 意义之一：匹配达人和商品（尤其是对于中长尾的主播和商户）。由于快手是一个商品由人触达用户的电商生态，因此好物联盟最重要的意义是理顺这个链条，同时让达人和供应链各司其职，取长补短。

图 60：快手好物联盟的核心作用



资料来源：东方证券研究所

2) 意义之二：为快手小店的闭环提供基础。由于快手此前的电商基础设施不完善，达人如果想要在直播时销售其他商户的商品，要么是走站外的第三方链接，要么是将其他商户的商品上架到自己的快手小店，通常直播结束后链接也会下架，商品的销量和评价信息没办法在快手站内实现汇总和沉淀，部分商户出于这方面的考虑，可能更愿意让达人通过站外第三方链接的方式带货。好物联盟

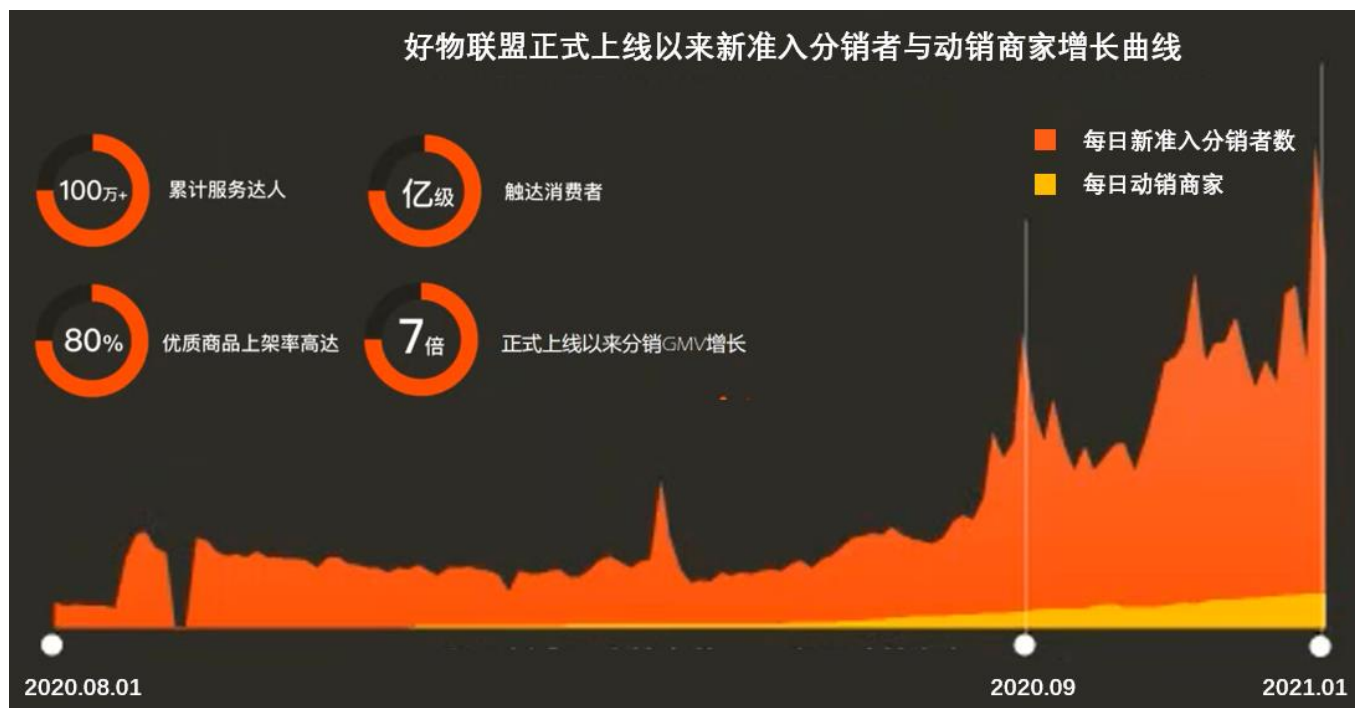
上线后，达人如果想带其他商户的商品，可以通过好物联盟在直播时直接挂其他商户小店的销售链接，所有达人的带货产生的销量、评价都可以归集到商户自己店铺的商品链接下面，这个基础设施搭完之后，再加上目前平台对快手小店向商家的抽成比例是最低的（且好物联盟在 2021 年对达人和上户均不额外抽成），商户入驻快手小店的意愿就会大幅提升。

图 61：快手达人带货的商品来源



资料来源：快手 APP，东方证券研究所

图 62：快手好物联盟上线以来的推广者和商家的增长情况



资料来源：快手好物联盟，东方证券研究所

### 4.3.3 完善基础设施：为电商生态闭环做铺垫

#### 1) 持续规范、细化平台的管理（上线商品属性库）

2020年，快手在商品类目的更新和细化方面加大了管理力度，除常见类目属性上新及内容调整外，还特别设置了商品属性库，以帮助卖家合理分配店内商品，同时添加了商品需填写品类才能审核上架的规定。

与此同时，快手同样进一步完善了评级、售后等功能：6月商家等级体系上线，将历史服务能力、卖货成绩、专业度和影响力作为商家评估的四个重要维度，为提高等级、获得订单配额、官方认证等奖励，商家需要特别注意用户对商品的评价。10月上线的小店星级功能再次强调了商家的履约能力，特别地，星级功能将售后保障加入到测评体系中，与商品、物流和服务平行，成为消费者购买过程中的重要考察依据。

#### 2) 完善快手小店功能

快手小店2020年以来，迎来了密集的功能完善，新增了很多数据回传和管理工具、流量获取工具、商品管理和上架工具等。

表 14：快手小店的部分功能更新情况

功能	功能说明
小店直播助手	直播助手是快手为商家主播团队在pc端提供的小店直播管理后台，可以提供直播前/中/后的所有数据，商家可在助手后台完成操作并获得反馈，让直播管理更高效。管理者可监测直播实时数据，包括实时直播观看、交易和用户数据等；可提升小黄车管理效率，后台可以展示商品信息、录制商品讲解，还可以完成增减直播间商品，调整展示顺序等操作；历史直播详情展示页面则集合了过往场次直播的商品展示内容和数据，包括优惠券、秒杀活动和成交金额等信息。
聚人气商品展示	是一个商家展示商品的营销工具，用来提升直播间人气。通过给商品设置大额优惠和售卖条件来有效提升直播间人气，增加消费者下单转化和商品销量。商家可以在小店后台进行设置，聚人气商品会在直播画面右侧强制展示，展示内容包括商品图片、价格和卖点，目前最多可以展示三个聚人气商品。
优惠券红包	主播在直播间发放优惠券红包，观众“拼手气”领取的优惠券可以用于在主播直播间自建商品的消费抵扣，可以为直播间积累人气，促进购买转化。主播只需要设置发放总金额，具体优惠券的数量以及单张优惠券的金额由平台根据大数据计算生成。商家也可以在后台查看优惠券的发放以及领取和使用情况。
福利购	主播在直播间发放优惠券红包，观众“拼手气”领取的优惠券可以用于在主播直播间自建商品的消费抵扣，可以为直播间积累人气，促进购买转化。主播只需要设置发放总金额，具体优惠券的数量以及单张优惠券的金额由平台根据大数据计算生成。商家也可以在后台查看优惠券的发放以及领取和使用情况。

资料来源：磁力引擎，东方证券研究所

#### 3) 平台对快手小店的闭环成交抽成比例较低

目前各大电商平台或者内容平台（包括快手/抖音/天猫等）对电商营销/成交的收费，主要面向两方收费：① 向商家收费；② 向推广商品的内容创作者收费。

1) 向商家收费（对GMV抽佣）。只有当商家把店铺开在平台内，平台才会能直接向商家收技术服务费。所以快手面向商家的收费，只针对直接将商品上传到快手小店，在快手小店完成成交的商

户收取。通常都是基于 GMV 抽成，按不同的类目收取不同的费率。比较快手、抖音、天猫三个平台可以发现，三个平台的技术服务费率几乎是一样的。但快手目前将收取的技术服务费大部分以流量券或其他奖励形式返还给优质商户或达人，因此目前真实的费率远低于规定的水平。

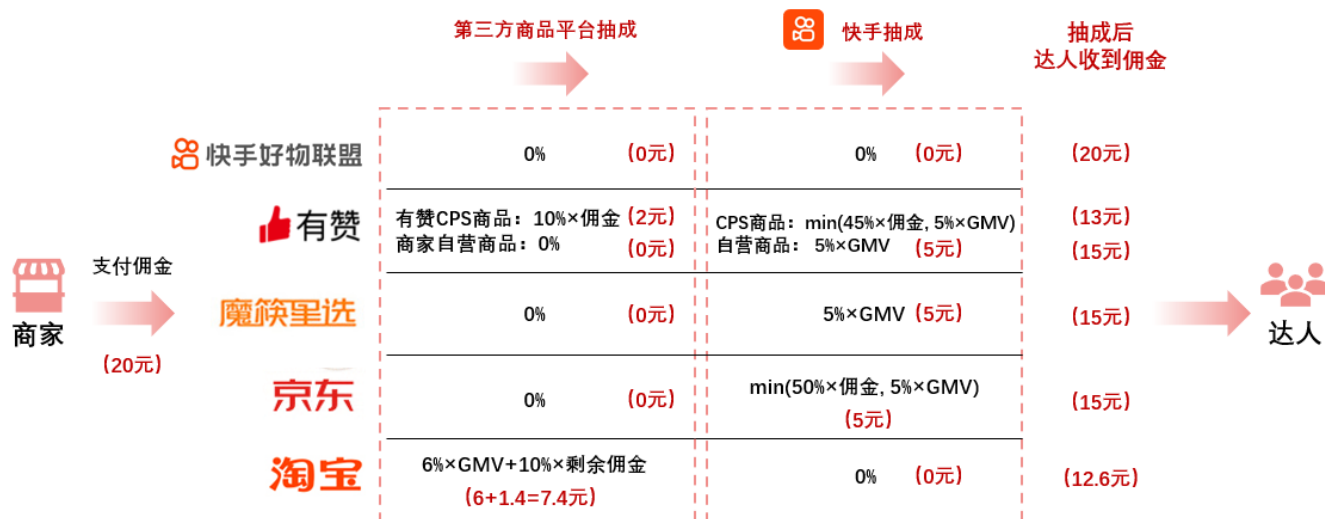
表 15：快手小店/抖音小店/天猫的部分类目技术服务费率

类目	快手小店	抖音小店	天猫
服饰/箱包	5%	5%	5%
美妆/个护	5%	5%	4-5%
食品	2%	2%	2%
3C 数码/家电	2%	2%	2%

资料来源：快手，抖音，天猫，东方证券研究所

2) 向推广达人收费（对达人佣金抽佣）。这种情况通常发生在达人带货的商品不是自己小店的商品，而是其他商户的商品，销售成功后，商户会向达人支付推广佣金，快手会在达人佣金中进行抽成，同时商户的开店平台也会对佣金进行抽成，因此，达人到手的佣金通常是经过 2 道抽成。从抽佣的规则上看，快手对达人带货好物联盟和带货淘宝的商品，不再另外抽佣，对其他来源的商品，最高抽商品成交额 5% 的佣金。综合考虑 2 道抽成，目前达人带货快手好物联盟的商品，实际到手的佣金是最多的（完全不被抽成）。

图 63：在快手推广商品达人的被抽佣情况

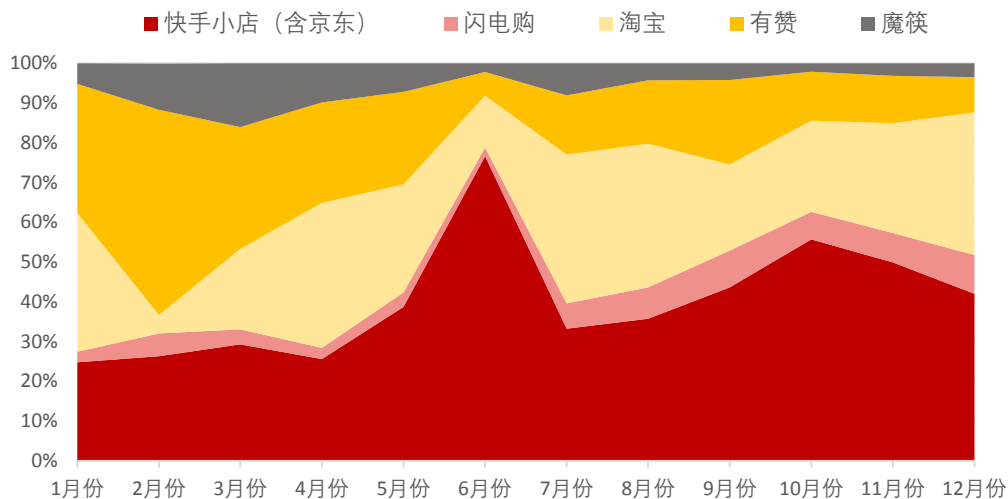


举例：商品售价100元，商家设置佣金20元，图中的 (xx元) 为举例数据

资料来源：快手好物联盟，东方证券研究所

可以看到，在电商基础设施逐渐完善、商品和达人的对接链条逐渐通畅、快手平台对闭环成交的费率最为优惠的情况下，在快手上进行全链路的闭环经营成了越来越多商户的选择。根据壁虎可控统计的数据，20Q1 时，快手小店（含闪电购）的 GMV 占比仅为 25% 不到，而到了 2020 年下半年，快手小店（含闪电购）的占比提升到了 60% 左右。

图 64：快手成交渠道的 GMV 的分布（2020 年）



资料来源：壁虎看看，东方证券研究所

#### 总结上文快手电商业务的特定：

**1) 电商是快手商业化的第二增长曲线。**我们认为电商会是下一阶段的商业化重点，目前电商处于建生态的阶段，尚未开始大规模货币化（佣金返还给商户和达人），后期如果达人生态、电商基础设施更加成熟，平台可能盈利电商货币化的加速（参考拼多多，当流量和 GMV 的增长势能稳定、品类的基本盘稳定之后，货币化率自然而然会提升）。

**2) 快手电商的特征是人格属性强，**因此主播是快手生态的重要环节，主播生态的健康对快手电商长期可持续发展至关重要。快手 2020 年在促进主播生态可控地健康发展方面做了很多努力。

**3) 关于品类，目前服饰在快手的类目中占比约 1/2，是快手的基本盘。**我们认为服饰品类只是第一步，内容电商核心是满足消费者目标性不强的购物需求，更适合下沉市场的用户，如果后期快手能在达人类型、内容场景方面做更多样化的拓展，电商的品类有可能实现类目上的拓展。这种场景化、目的性不强的购物模式有可能成为下沉市场用户线上购物的主流模式。

**4) 关于品牌，**根据壁虎看看的统计数据，2020 年有一定知名度的品牌在快手的销售额占比达到 20%，虽然大部分是通过达人直播间卖出去的而非品牌自运营，但也反应了下沉市场用户消费升级需求旺盛，也让品牌主进驻快手进行营销投入或长效经营提供了可能性。

## 投资建议

视频化表达应该是下一个十年的内容领域的一个主题，抖/快/视频号可为多场景创造价值。随着平台发展，其生态体系合作伙伴（服务商、MCN 机构、入驻商家）也将实现快速成长。建议关注：1. 产业中抖音、快手两个短视频平台，以及视频号的腾讯控股(00700，买入)；2. 头部电商 SaaS 服务商：微盟集团(02013，买入)、中国有赞(08083，未评级)；3. 新流量平台营销服务商和 MCN 机构；4. 及时把握新流量场红利的新品牌商。



## 风险提示

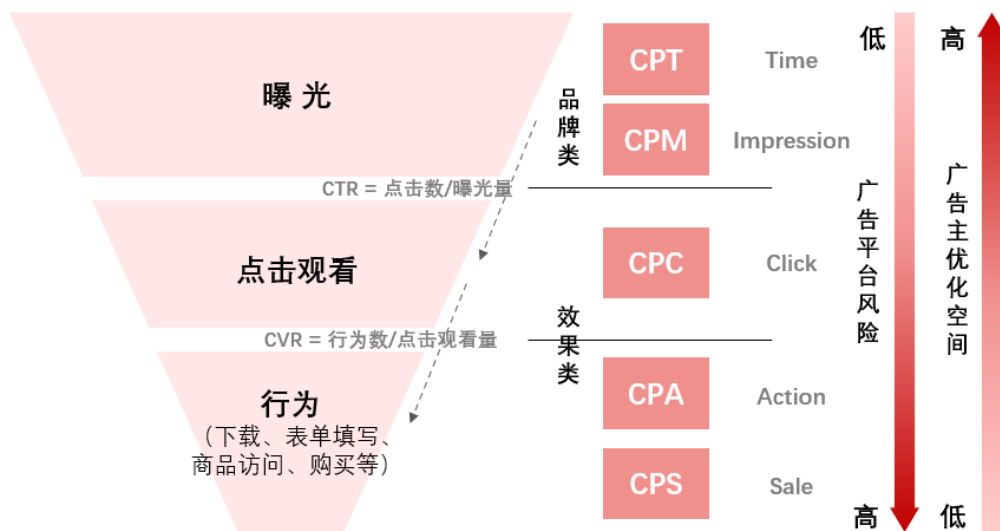
**社区内容监管不力:** 随着抖音和快手的用户和内容体系的增长, 如果公司的运营团队和内容监管机制的成长速度跟不上用户和内容的增长速度, 会出现内容监管疏漏的风险。

**快手的广告和直播电商增长速度不及预期:** 目前广告收入是快手第一大增长引擎, 如果不能进行流量池的持续扩张、投放系统的标签体系不能持续优化, 广告收入增速有不及预期风险; 快手在直播电商领域都还处于起步阶段, 如果不能持续完善相应的产品体系、引入合作伙伴, 将会面临业务增速不及预期风险。

## 附录：快手信息流广告的投放流程和原理

### 1. 快手不同广告的出价和计费方式（详解 oCPM）

图 65：不同广告计费模式的特点



资料来源：磁力引擎，东方证券研究所

**品牌广告:** 快手目前的收费模式主要为一口价、**CPM**（按展示计费）、**CPT**（按时间计费），计费的方式比较简单。

**效果广告:** 计价方式较为复杂，支持多种出方式，但目前使用最多的是 **oCPM**（optimized Cost per Impression，优化千次展现出价）、**CPA**（Cost per Action，按转化行为计费）、**CPC**（Cost per Click，按照点击计费）。

**表 16：快手信息流效果广告目前使用较多的出价方式**

计费方式	介绍	出价方式	扣费方式	使用营销目标	实际计费价格
OCPM (使用最多)	广告主设置优化目标成本，系统参与优化出价	按期望的转化成本出价	按展示计费	全部	计费价格=下一位的 eCPM×下一位的质量分/自己的质量分+0.01
CPA	广告主设置目标成本，系统根据成本竞价，系统不参与优化	按转化成本出价	按广告转化行为计费	电商下单/线索收集	实际计费价格在广告主的出价之内，实际收费一般约为广告主出价的 85-90%

资料来源：磁力引擎，东方证券研究所

### oCPM 出价：目前快手信息流效果广告主流投放方式（按展示付费但可以保效果）

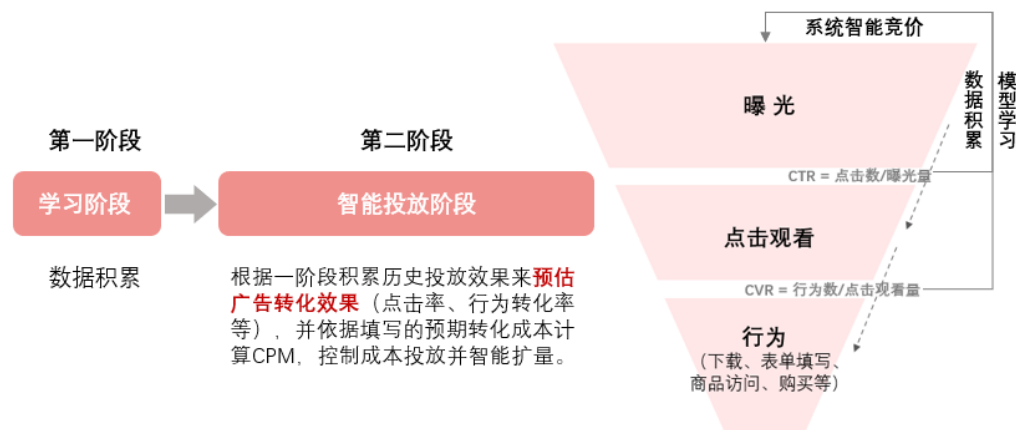
2019 年初的时候，快手平台内大部分使用 oCPC 方式出价（占比超过 90%），而到了 2020 年，所有的信息流效果广告都支持 oCPM 计费方式，大部分的广告主也选择使用 oCPM。

**oCPM 出价的特点：oCPM 的出价不是按照 CPM 进行出价，而是以广告主期望的转化成本进行出价，但是实际扣费时是按照展示量而非转化效果来扣费的。**广告投放系统会将广告展示给最容易产生转化的用户，广告预估每千次曝光的转化概率，同时根据广告主设置的转化出价，计算出每千次曝光预计产生的收益【eCPM】并进行自动智能出价。**广告系统的实时出价=广告主出价×预估点击率（eCTR）×预估行为转化率（eCVR）×智能调控因子。**智能调控因子由广告的日常消耗情况、转化成本的达成情况等因素决定，其存在的目标是帮助广告主在预算范围内获得尽可能多的转化量、同时实际转化成本尽量不超出你的预期。

**举例**，一个广告主采用的 oCPM 的方式创立了一个广告计划，希望达成的效果是 APP 下载，因此他将下载量设置为优化目标，并愿意为每个下载付出 10 元的成本。广告转化的路径是：用户看到广告封面曝光数→点击广告进行观看→产生 APP 下载的行为（通常定义，点击率 CTR=点击数/曝光数，行为转化率 CVR=下载数/点击数）。假设广告平台预估的 CTR 是 10%、CVR 是 20%，意味着每千次展示有可能带来 20 次下载（=1000×10%×20%），则对于广告平台来说，如果在某个资源位展示这个广告计划，每千次展示的预估收益（eCPM）是 200 元（=20 次×10 元），则广告系统的出价=200 元×智能调控因子。最终这个广告的扣费方式，是按照展示次数来扣费的，即每展示 1000 次就收取广告主 200 元的费用，而当广告系统对 CTR 和 CVR 的估计足够接近真实情况时，即每千次展示确实能产生 20 次下载，那么对于广告主来说，每次下载产生的成本就等于他期望的 10 元。

由于 oCPM 的出价方式涉及到要预估广告的 CTR 和 CVR，因此广告的投放阶段会分成 2 个阶段：**第一阶段是学习期，第二阶段是投放阶段。**学习阶段由于没有数据积累，系统对 eCTR 和 eCVR 的预测是不稳定的，所以有可能出现成本不稳定、广告跑量不稳定的特征，有可能实际产生的成本高于广告主设定的成本，广告平台通常会针对这种情况进行**赔付**（例如广告主设置的期望单位 APP 下载成本是 10 元，而实际投放出来的结果是 15 元，那么广告系统会对这 5 元的差价进行赔付）。当广告的成本、跑量进入稳定期后，意味着可以进入投放阶段了。

图 66: oCPM 的投放流程



资料来源：磁力引擎，东方证券研究所

### CPA 出价：多为小额预算的广告主使用

以用户的实际转化行动（比如下载、安装、填写表单、下单等）计费，如果不产生转化，就不会扣费。目前只支持【魔力建站】和【金牛电商】平台的表单转化推广目的，一般适用于预算小且对效果要求比较严格的广告主。

## 2. 效果广告的竞价和投放原理

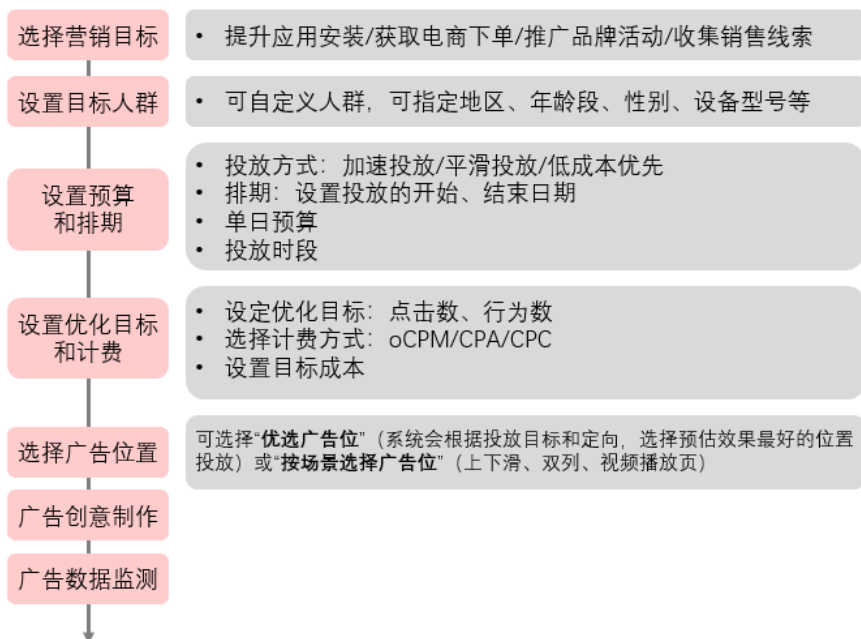
当用户刷一条广告位的视频时，就会发起一条广告请求，而广告系统的后台会经过一系列的过滤和排序，决定用户会看到广告库里面的哪一条广告。简单来说，这个过程可以分成 **3 个步骤**：

**1) 定向过滤**：广告主在创建广告计划的时候，会选择定向投放给某一特征的用户，比如限定性别、年龄、地域、购物行为等（定向的人群包可以是广告主自己上传的数据、快手的数据、第三方数据平台数据等），如果该用户不在某个广告的目标人群中，该广告会被过滤掉。

**2) 召回过滤**：这一层的过滤和广告主的预算（账户余额不足时系统会放慢消耗的速度，因此如果账户余额不足 3 日的消耗就会被过滤掉）、频控（一个用户一天内不会看到重复的广告，如果广告的封面/视频内容重复度较高会被过滤掉）、用户的负向反馈率（如果用户对这条广告的反馈负面多会被过滤掉）有关。

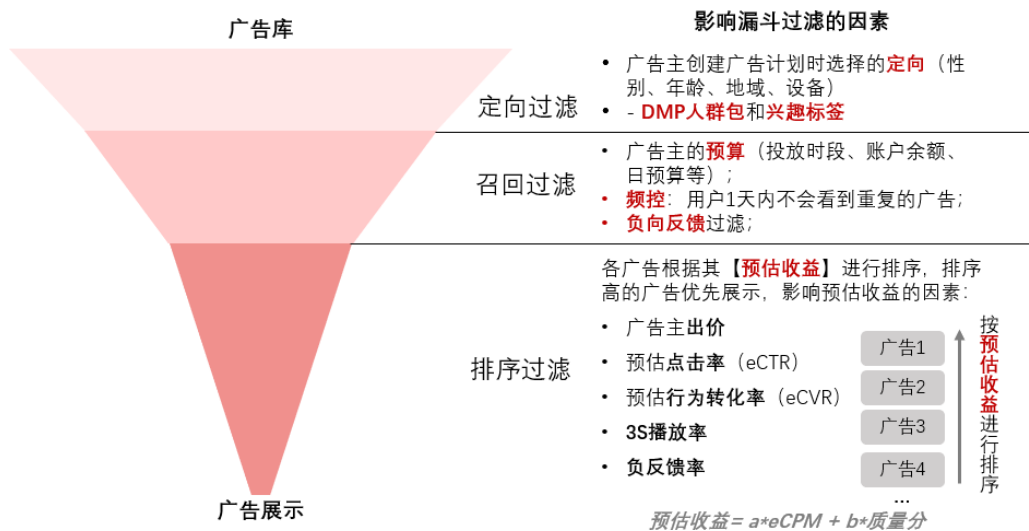
**3) 排序过滤**：经过上两轮的过滤留下来的广告计划，会按照其【预估收益】进行排序。预估收益越高，越优先被展示。广告的预估收益=广告的 eCPM（预估千次展示成本）+广告的质量分，其中，eCPM 和广告的出和广告的预估转化率成正相关，而质量分和广告的转化效果成正相关、和用户对广告的负向反馈率成负相关。

图 67: 广告主进行快手信息流广告的投放流程



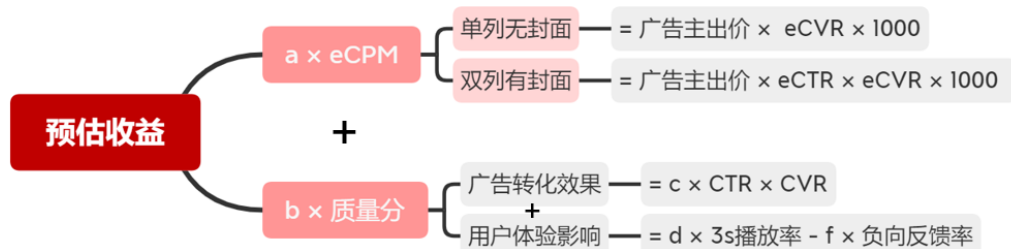
资料来源: 磁力引擎, 东方证券研究所

图 68: 快手信息流广告的展现原理



资料来源: 磁力引擎, 东方证券研究所

图 69：决定快手信息流广告竞价排序的预估收益计算公式



备注：

\* 注：无论是何种出价方式（oCPM/CPC/CPA），都要计算eCPM进行排序

\* eCTR指预估封面点击率 = e[封面点击数/封面曝光数]；eCVR指预估行为转化率 = e[行为数/封面点击数]

\* 3s播放率 = 广告视频3s播放数 / 广告视频播放数；负反馈率 = 用户选择“减少此类作品数” / 广告曝光数

\* a、b、c、d、f为具体的系数

资料来源：磁力引擎，东方证券研究所

总结来说，广告主在快手平台进行广告投放，出价越高、封面和内容本身制作越精良、人群的定向推送越精准（CTR、CVR 高），那么广告计划在竞价中胜出的概率越大。而对于广告平台而言，由于 oCPM 本质接近保效果转化的广告投放方式，在广告主对于单位效果预算不变的情况下，要提升广告主对于平台的满意度、同时提升平台的收入，则需要不断优化平台的算法以及数据积累，以提升推送的高效精准性，实现更高的 CTR、CVR，同时缩小预估的转化率与真实值之间的差异。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。



## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)