

一般零售

电商内容化篇一：如何看待当下不同电商和内容平台的发展方向？

传统电商初步解决了零售电商履约效率的问题，由此发展出的内容电商成为降低消费者决策心智成本的重要抓手，从图文导购、视频电商到直播电商，内容电商形态层出不穷，对内容和电商生态的商业价值影响日益显著。内容电商旨在解决传统货柜式电商哪些痛点？内容生态潮起潮落背后，哪些内容生态更易与电商结合、如何看待其演变趋势？我们亦看到带货达人的崛起，如何理解公域与私域流量差异下，内容电商模式之分、价值链的分配和电商/内容平台在其中的定位？我们从购物决策链路、移动互联网时代流量演变基本特点、产业模式演变等视角，围绕上述问题做出分析和推演。

内容电商旨在解决传统货柜式电商哪些痛点？内容电商指通过自有平台或第三方社交平台，运用 KOL、短视频、直播、热点化提、IP 等多种媒体介质创造内容，以内容链接消费者与商品，实现用户流量的流通与转换。相比之下，货柜式电商作为单向流通的产业价值链，链路上各环节缺乏有效的沟通，环节参与者本身更关注自身的效率，与消费者缺乏有效的联动性，内容电商优势显著。

哪些内容生态更易与电商结合、如何看待其演变趋势？我们认为 P/UGC 内容是电商结合的优质载体。内容平台正在具备日渐丰富的场景价值，PGC/UGC 内容重要性不断提升，分发方式上公域私域逐渐融合、视频形态中公域分发内容消费时长比例高于私域成为产业共识。PGC/UGC 模式互动性强、易沉淀信任感，成为电商的优良入口。2017 年 6 月至 2020 年 12 月，23 个头部内容 APP 的使用时长对比，P/UGC 平台占用户时长从 10.13% 提升至 21.92%，而 OGC 为主的平台用户时长从 18.55% 下降至 7.15%。我们认为，移动互联网时代的 P/UGC 生态发展具备几个基本特点：① 视频的影响力与日俱增，头部平台的入口价值将不断突出，逐渐成为跨场景的超级 APP。② 公域私域逐渐融合、视频形态中公域分发内容消费时长比例高于私域成为产业共识。

如何理解入口和公域与私域分发内容差异下，内容电商模式之分、价值链的分配和电商/内容平台在其中的定位？从 P/UGC 平台进入电商、从电商进入 P/UGC 内容、以社交分发内容并以电商变现是内容电商的三种形态，我们认为，三种模式在转化模式、对品牌塑造的价值、信任机制上都有显著差异，从 GMV 口径上，前两种形态中或在长期中占据主导，内容平台和电商平台将在生态中居于优势地位；而在社交分发内容的模式里，内容生态的去中心化程度将影响平台的长期价值。

投资建议：内容电商仍处中场，主战场尘埃未定，多种模式并头演进为当下基本路线，当下头部内容平台做电商仍处于红利期，看好字节跳动、快手、拼多多等电商生态的发展，建议关注天下秀：① 字节跳动：抖音流量电商变现处红利期，强场景掌控力为基石，拓展搜索、深化垂类具备强场景拓展能力，公司具备强运营能力、拓展团队引入电商基因或铸就广阔电商生态；② 快手：快手流量电商变现处红利期，社交网络具备强粘性和韧性，拓展平台分发公域流量有望进一步拓展用户群体、提升调性和粘性，形成独特、多元化的价值。

风险提示：技术冲击、运营风险、战略、管理风险等

重点标的推荐

股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2021-03-22	评级	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600556.SH	天下秀	9.58	买入		0.22	0.34	0.45		43.55	28.18	21.29

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

证券研究报告

2021 年 03 月 22 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《一般零售-行业专题研究:复盘亚洲卫护龙头尤妮佳经营之道，看中国市场路在何方》 2021-03-10
- 2 《一般零售-行业深度研究:全球家用投影仪市场空间广阔，智能微投品类持续渗透》 2021-03-08
- 3 《一般零售-行业深度研究:海外电商渗透率提升&中国产品能力提升推动跨境电商行业快速发展，看好中国制造的品牌出海机会》 2021-01-27

内容目录

1. 电商内容化的崛起：消费者对电商服务的体验要求永无止境，移动互联网时代电商内容化趋势加快	4
1.1. 基础设施发展迅速，快递和信息成本持续下降、支付日渐便捷	4
1.1.1. 物流基建实现全国化覆盖，快递成本持续下降	4
1.1.2. 支付便利性、普及率上升	5
1.1.3. 流量成本下降	5
1.2. 发展成熟的货柜式电商，为行业构建了高标准的供应链生态和服务规范	6
1.3. 降低决策的心智成本成为电商发展的关键需求之一，内容电商成为重要抓手点	7
1.3.1. 传统零售电商模式下，购买商品的决策成本较高	7
1.3.2. 内容电商异军突起	8
1.4. 内容电商的影响	9
2. 内容分发：P/UGC 快速发展，分发方式上公域私域逐渐融合成为产业共识	9
2.1. 移动互联网时代，PGC/UGC 繁荣且更易与电商结合	9
2.2. 从交互看 P/UGC 平台的潮起潮落背后的两种内容生态发展之路	11
2.3. 回顾内容平台发展，对比内容平台特征	14
2.3.1. 移动互联网时代内容平台发展趋势	14
2.3.2. 以抖音、快手、视频号的产品设计为例，内容平台的理念是如何影响生态的长期发展的	15
3. 电商生态：演变方向逐渐清晰，无绝对领导者出现、格局演绎仍处中场	20
3.1. 内容崛起重构信任机制与差异化的电商之路	20
3.2. 多种模式并头演进，看好头部 P/UGC 平台构筑电商生态	21
4. 投资建议	29
5. 风险提示	29

图表目录

图 1：快递与电商平台投资及合作事项	4
图 2：网络支付用户及移动网络支付用户规模	5
图 3：移动支付交易规模	5
图 4：2015-2020 年移动数据及互联网收入及接入流量	5
图 5：2015-2020 年电信业务收入（亿元）	5
图 6：中国电商平台业务模式发展历史	6
图 7：2015-2020 年实物商品网上零售额	7
图 8：手机网络购物用户规模及移动购物市场规模	7
图 9：购买商品的决策路径	7
图 10：小红书通过内容分享向电商平台引流	8
图 11：以淘宝为例电商平台内容化	8
图 12：以视频 APP 为例区分 UGC、OGC 以及 PGC 内容创作模式	10
图 13：P/UGC 占用户时长占比显著提升	11

图 14: P/UGC 内容生态示意图	12
图 15: 中国移动互联网月活跃用户规模	12
图 16: 互联网巨头旗下 APP 合计月总使用时长全网占比	12
图 17: 以微信为例, 超级 APP 趋势显著	13
图 18: 快手、抖音 MAU (万人)	13
图 19: 进入移动互联网时代的内容平台趋势	14
图 20: 抖音入口界面	15
图 21: 快手入口界面	15
图 22: 视频号产品入口为嵌入式	16
图 23: 微信视频号入口界面	16
图 24: 理念在产品功能上的体现: 抖音	17
图 25: 理念在产品功能上的体现: 快手	18
图 26: 抖音产品定位	18
图 27: 快手产品定位	18
图 28: 快手搜索界面	19
图 29: 抖音搜索界面	19
图 30: 不同内容平台公域私域属性/中心化程度强弱示意图	21
图 31: 购物决策各环节信任机制的重构示例	21
图 32: 从 P/UGC 内容进入电商的模式	22
图 33: 由电商进入 P/UGC 内容的模式	22
图 34: 社交分发内容并以电商变现的模式	22
图 35: 字节跳动系庞大的内容生态	23
图 36: 快手日均活跃用户数 (万人)	25
图 37: 快手直播热销品类商品数分布	26
图 38: 快手六大家族	27
图 39: 内容生态剧变	28
表 1: 头部快递公司全国网络铺设已较为完善	4
表 2: 23 个主要内容 APP 用户时长占比	10
表 3: 快手抖音人均使用时长	14
表 4: 三种模式对比	22
表 5: 抖音电商扶持品牌自播的举措	24
表 6: 抖音电商规模预测	24
表 7: 快手用户画像 (2020 年 12 月)	26
表 8: 快手“去家族化”、扶持新势力的举措	27
表 9: 快手电商规模预测	28

1. 电商内容化的崛起：消费者对电商服务的体验要求永无止境，移动互联网时代电商内容化趋势加快

1.1. 基础设施发展迅速，快递和信息成本持续下降、支付日渐便捷

1.1.1. 物流基建实现全国化覆盖，快递成本持续下降

物流基建已实现全国化覆盖，迅速完成设备优化升级。过去 5 年，头部快递行业上市公司顺丰及通达系在完成上市融资后，资本开支集中投在转运中心建设、购置干线运输车辆、升级自动化设备等领域，行业内快递公司迅速实现了全国物流网络的覆盖，县级以上覆盖率超过 95%，物流基础设施建设已初步完成。电商物流高速发展，快递的规模效应及网络效应为降低物流成本提供了基础条件。

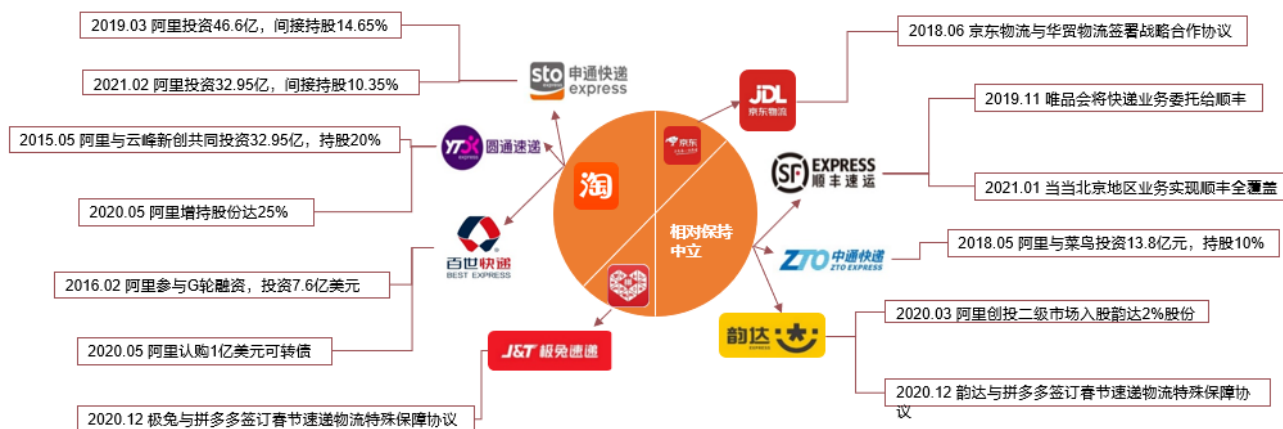
表 1：头部快递公司全国网络铺设已较为完善

快递公司	统计日期	转运中心数量 (个)	飞机数量 (架)	干线运输车辆 (辆)	网络覆盖率 (%)
顺丰	2019 年 12 月	62	71	35000	96% (县级)
圆通	2020 年 6 月	73	12	5500	97% (县级以上)
中通	2020 年 9 月	91	/	10100	99% (区县)
申通	2019 年 12 月	68	/	5200	73% (街、乡镇、团场)
韵达	2020 年 6 月	60	/	/	96% (县级以上)
极兔	2020 年 9 月	78	/	1500	100% (省、市)

资料来源：各公司官网，公司公告，天风证券研究所

快递行业竞争蔓延至电商端，价格战促成物流成本进一步下降。电商平台卖家具具有价格高敏感性，快递同质化下背景下价格竞争异常激烈，快递单价整体呈下降趋势。根据国家邮政局数据，2008-2020 年，国内快递综合单均价从 27.0 元/票下降至 10.6 元/票，其中 2020 年通达系快递全年均价约 2.3 元/票，顺丰特惠专配件均价约 7 元/票，出于快递公司产品属性的考虑，我们认为通达系和顺丰特惠专配价格一定程度上代表了电商低端与中高端的单品快递成本。商流催生物流需求，而高时效低单价的物流成本可以反哺商流高速发展。

图 1：快递与电商平台投资及合作事项



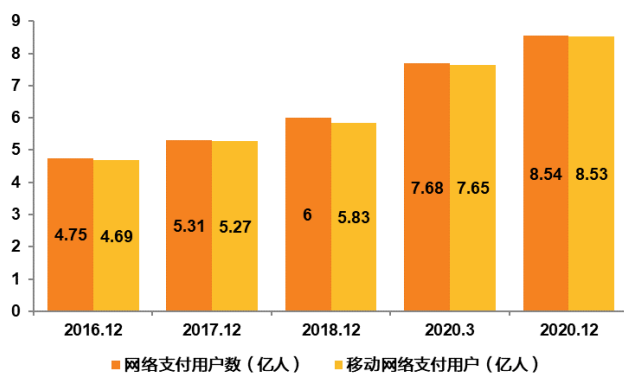
资料来源：各公司官网，公司公告，天风证券研究所整理

1.1.2. 支付便利性、普及率上升

移动支付深入人心，在全国市场迅速普及。支付宝支付、微信支付等移动支付方式以提高消费者付款便捷性、降低商户运营成本为核心优势，快速切入我国各大城市餐饮体系、商超等渠道，替代传统的现金支付和刷卡支付成为目前消费者日常生活中主要的支付方式。根据中国银联发布的《2020 移动支付安全大调查报告》，通过对全国超过 17 万人的调查分析，98%的受访者选择把移动支付作为最常用的支付方式。2020 年平均每人每日使用移动支付 3 次。

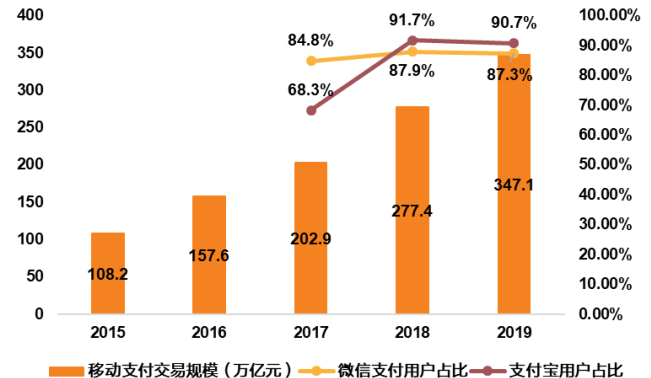
不受制于时空，2020 年移动支付渗透率达 61%。相较于传统支付受时间和空间的限制，消费者可以通过移动支付轻松完成生活缴费、网络购物、话费充值等不同类型的服务，灵活性与便捷性使移动支付在短期快速得到使用者的喜爱。叠加由于市场竞争，两大第三方移动支付巨头支付宝、微信相继推出抢红包、消费返利等一系列营销方案，移动支付的渗透率进一步得到提升。根据中国互联网络信息中心的数据，截止至 2020 年 12 月目前我国网络支付用户数 8.54 亿人，其中使用移动网络支付用户 8.53 亿人，按照国家统计局公布的中国大陆人口总数 14 亿计算，移动支付渗透率高达 60.9%。据艾媒咨询数据显示，2019 年我国移动支付交易规模达 347.1 万亿元，通过微信和支付宝方式支付占比 93.8%。

图 2：网络支付用户及移动网络支付用户规模



资料来源：CNNIC，天风证券研究所整理

图 3：移动支付交易规模



资料来源：艾媒，中国支付清算中心，天风证券研究所整理

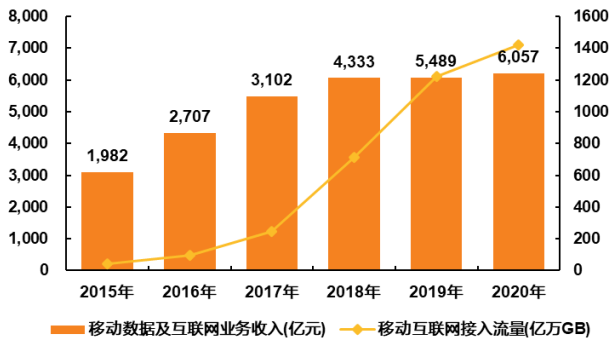
1.1.3. 流量成本下降

移动互联网快速普及时代，移动流量成本下降。流量代表着用户对于各类底层需求的注意力程度。随着互联网技术迭代驱动的信息效率迅速提升，社交、娱乐类产品井喷，人们对于移动网络流量的使用频率倍数增长，用户基数快速扩张、使用时间拉长。

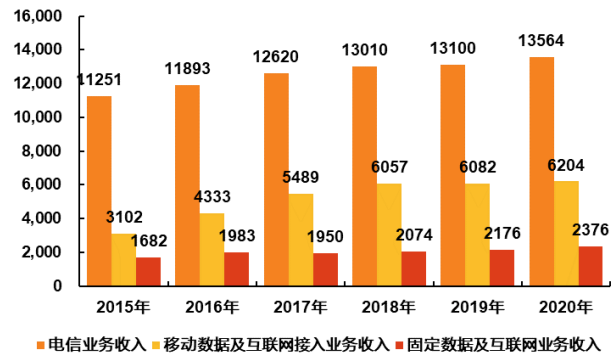
2018 年政府工作报告提出加大网络提速降费力度，实现高速宽带城乡全覆盖，扩大公共场所免费上网范围，明显降低家庭宽带、企业宽带和专线使用费，取消流量“漫游”费，移动流量资费年内至少降低 30%，让群众和企业切实体验到技术发展红利。据工信部统计 18 年三大运营商的综合资费已累计下降了 63%。2018 年 12 月我国移动用户的平均流量消费达到了每户 6.25GB，同比。信息成本的持续下降为增强消费者电商服务体验提供了基石。

图 4：2015-2020 年移动数据及互联网收入及接入流量

图 5：2015-2020 年电信业务收入（亿元）



资料来源：工信部，天风证券研究所整理



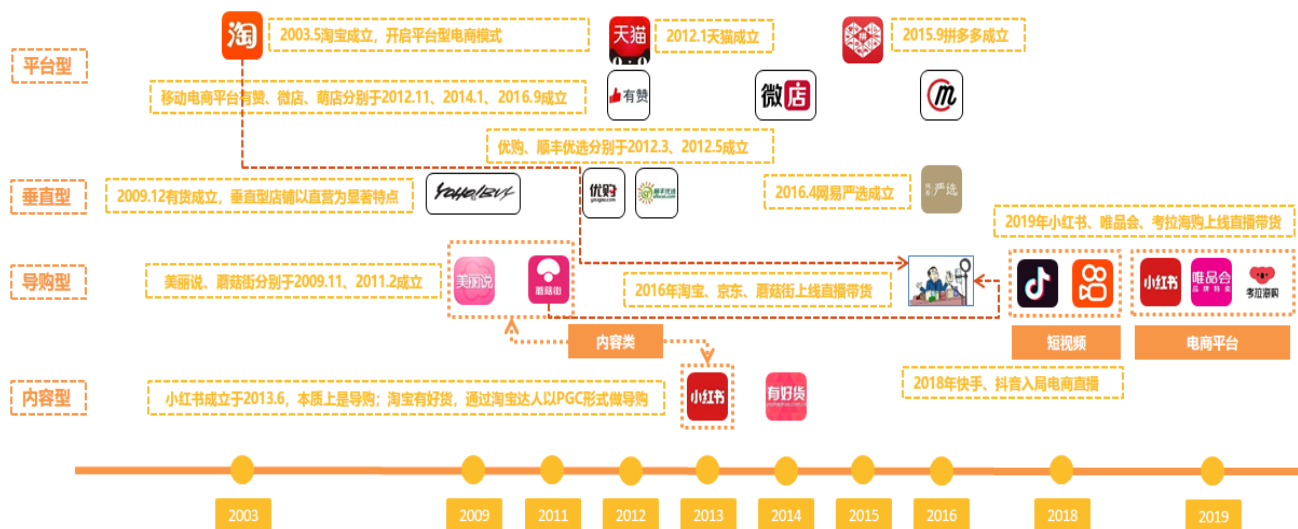
资料来源：工信部，天风证券研究所整理

1.2. 发展成熟的货柜式电商，为行业构建了高标准的供应链生态和服务规范

过去 10 年，我国电子商务实现了“爆发式”增长，市场各竞争主体实力不断提升。网络零售交易额从 1.31 万亿元增长至 5.16 万亿元，年均增长 40%，对社会消费品零售总额增加值的贡献率从 17% 增长至 30%。电子商务发展直接和间接带动的就业人数从 1500 万人增长至 3700 万人。

2003 年 5 月平台型电商淘宝网上线，我国线下传统产业加速拥抱互联网，利用信息技术，将商品、服务与供应链体系全面打通，以便实现精准定位和营销。2009 年、2011 年导购型电商平台美丽说、蘑菇街新锐入局，以寻找小而美业态为突破口，经营单一类目、销售自营商品为主要模式的垂直型电商，如以鞋为主的优购、做服装的有货、顺丰优选、网易严选等相继出现。以及移动互联网时代崛起的有赞、微店、萌店等 SaaS 类移动电商平台。2016 年作为移动直播的元年，原本在 PC 上不温不火的秀场直播，成为移动互联网风口。2018 年短视频平台抖音、快手入局电商直播，2019 年小红书、唯品会、网易考拉海购上线直播带货。现在直播电商入局者众多且竞争激烈，但从直播电商的发展路径表明这是一个新的行业，仍在往产业化的方向探索，不管是直播加码电商还是电商加码直播，都还需要很长的磨合期。

图 6：中国电商平台业务模式发展历史



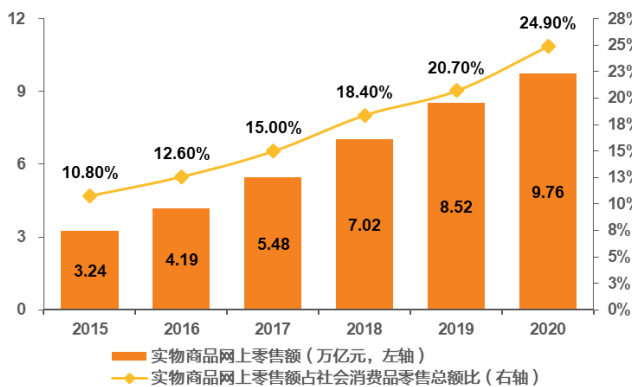
资料来源：公司公告，网经社，亿邦动力网等，天风证券研究所

中国消费者生活水平日渐提高、电商普及程度不断加强、国家政策鼓励电子商务业务的开展，多方因素推动着电商体系发展更加成熟。电商供应链环节的日益完善，使消费者多样

化的消费需求得到满足，用户对于电商购物的关注也从商品丰富度、性价比，逐渐往商品质量保障方面转移。我国电子商务竞争的关键词已从拼货品、拼价格、拼快递速度转变为拼融合、拼生态、拼创新和拼数据。技术、智能、数字成为未来电商行业发展的关键词。

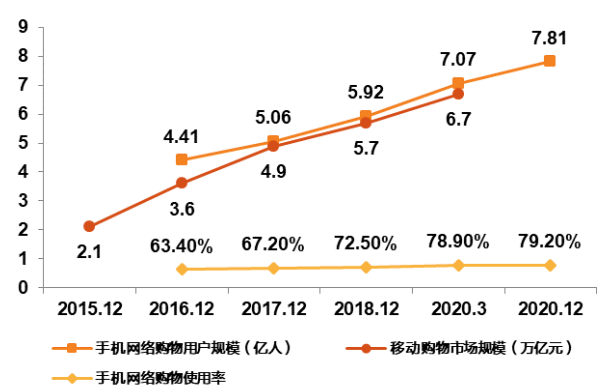
CNNIC 统计数据显示，2016 年 12 月至 2020 年 12 月，我国手机网络购物用户人数从 4.41 亿人增长至 7.81 亿人，复合增速 15.4%。手机网络购物使用率从 63.4% 增长至 78.9%。2015 年 12 月至 2020 年 3 月，移动购物市场规模从 3.6 万亿增长至 6.7 万亿，增长近 1 倍。兼具便捷性的移动支付驱动中国互联网络购物快速增长，传统 PC 购物消费方式受到一定程度的挤压。根据中国互联网发展报告显示，2018 年中国移动购物市场规模达 8.85 万亿元，同比增 45.9%。

图 7：2015-2020 年实物商品网上零售额



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：手机网络购物用户规模及移动购物市场规模



资料来源：CNNIC，智研咨询，中商情报网，天风证券研究所整理

1.3. 降低决策的心智成本成为电商发展的关键需求之一，内容电商成为重要抓手点

1.3.1. 传统零售电商模式下，购买商品的决策成本较高

传统零售电商模式下，购买商品的决策成本较高。消费者由于受到内部或外部因素刺激而产生购买商品的需求时，往往需要一个较长的购买决策过程。例如若打算购买一款行李箱，且行李箱需要兼具材质耐磨、使用便捷，且需拥有较好的储物能力的特性。此时我们可以通过收集各式信息来源，分析比较产品的属性、品牌差异程度、效用、性价比等参数，进而增加或减少购物车中备选品的数量。但市面上行李箱品牌丰富、产品参数繁多，即便消费者做了一系列搜索之后，也较难产生决策；或者在消费者选品完成后，由于营销活动结束或商品库存售罄，最终导致无法直接下单购买，则整个决策路径需要重新来过。这种传统电商模式下购物的决策成本相对较高。

图 9：购买商品的决策路径



资料来源：哈佛商业评论，亿欧智库，天风证券研究所

各链路缺乏有效联动，决策成本居高不下。可以看到，传统模式下零售电商作为单向流通的产业价值链，链路上各环节缺乏有效的沟通，环节参与者本身更关注自身的效率，相互之间缺乏有效的联动性。故过去传统零售电商往往仅能通过减少产品中间流通环节、提高库存管理和物流效率来降低自身运营成本，但较难帮助消费者降低决策购买的成本。

传统电商平台如何持续获得客户群体成为行业关注点。传统电商起步期和成长期主要享受中国人口高基数下的人口红利，但近些年中国经济增速减缓与消费降级趋势显著，消费者热情消退，逐渐向理性消费转变，中国网络购物规模增速也逐渐放缓。面临流量瓶颈，平台人口红利逐渐消失，传统电商平台如何能够持续获得更多的客户群体，成为行业关注的焦点。暨如何挖掘传统零售电商新的增长点。为了提升自身的销售效率，头部电商平台淘宝、京东等相继尝试转型内容化，在平台首页添加模板化内容展示，望通过优质的内容改变消费者的购物习惯。

1.3.2. 内容电商异军突起

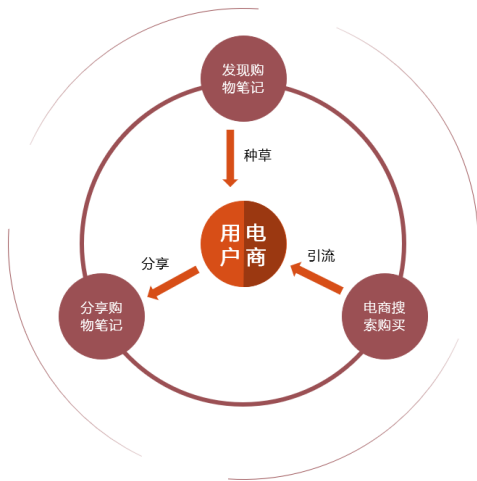
内容电商指通过自有平台或第三方社交平台，运用 KOL、短视频、直播、热点话题、IP 等多种媒体介质创造内容，以内容链接消费者与商品，实现用户流量的流通与转换，从而提升电商营销效果的新型电商模式。其运作机制主要为内容生产者创造针对特定消费需求的个性化内容，以其关联可销售的实物商品或服务，再由平台基于精准的数据匹配机制分发内容给目标受众，通过内容引导商品和服务的销售获利。

内容电商按平台运营模式主要可以分为三大类：

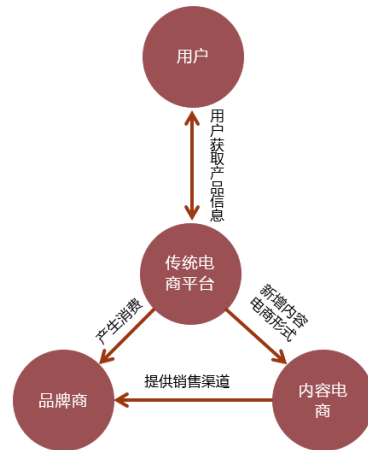
- 1) 电商平台内容化——淘宝、京东、苏宁、唯品会、聚美，即传统电商平台增加内容创造板块，以满足当下消费者泛娱乐化需求，从而实现平台的拉新和促活；
- 2) 内容平台电商化——抖音、快手，即内容创作机构利用汇聚的用户流量引入电商业务，进一步丰富与完善内容变现的模式；
- 3) 综合内容电商平台——小红书、蘑菇街，即内容供应链与商品供应链共同驱动的电商平台，如短视频电商平台、直播电商平台

图 10：小红书通过内容分享向电商平台引流

图 11：以淘宝为例电商平台内容化



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所



资料来源：亿邦动力网，天风证券研究所

内容电商的核心优势在于重新定义消费者决策行为。针对于复杂多变的市场，内容电商的崛起正是源于其运作机制本质上对市场的变化做出了策略上的及时调整和创新。内容电商在消费场景化、碎片化的机制下，通过优质的内容来影响和引导消费者的决策购买过程。为提升消费者的购物体验，前期需经过较为严苛的选品过程，以便帮助消费者减少决策购买时间和踩坑几率，同时能增进用户的好感和信任度，从而有效提升订单提交率及用户留存率。其次，有效的协调反馈及大数据的利用，也有利于帮助商户减少库存积压，进而提高运营效率。随着大数据、人工智能技术的不断精进，高价值内容的持续输出与精准触达将成为未来内容电商平台的核心竞争力。

1.4. 内容电商的影响

内容电商的问题：

- 1) 流量获取成本较高，企业需要投入大量的人力物力财力等资源在优质内容创作中，但广告定位的精准性较差，消费者流量转化率低。
- 2) 相对欠缺供应链和商品货源的管控能力，若需摆脱限制，需要打造特色的垂直商品供应链
- 3) 商品种类多样性受限，通常为最受欢迎的商品品类为美妆、服饰、箱包等，而不便于展示、体验的商品将失去平台和流量
- 4) 同质化竞争，较难在产品维度赢得差异化的竞争优势，打造爆款内容并与产品准确匹配的案例可遇而不可求
- 5) 内容质量参差不齐，内容与商品的匹配精准度降低、全渠道分发运营效率下降、用户获取有效的内容信息难度提升；需要多方面整合，包括团队资源、IP 衍生与改编、渠道分发、宣传推广、价值延伸

2. 内容分发：P/UGC 快速发展，分发方式上公域私域逐渐融合成为产业共识

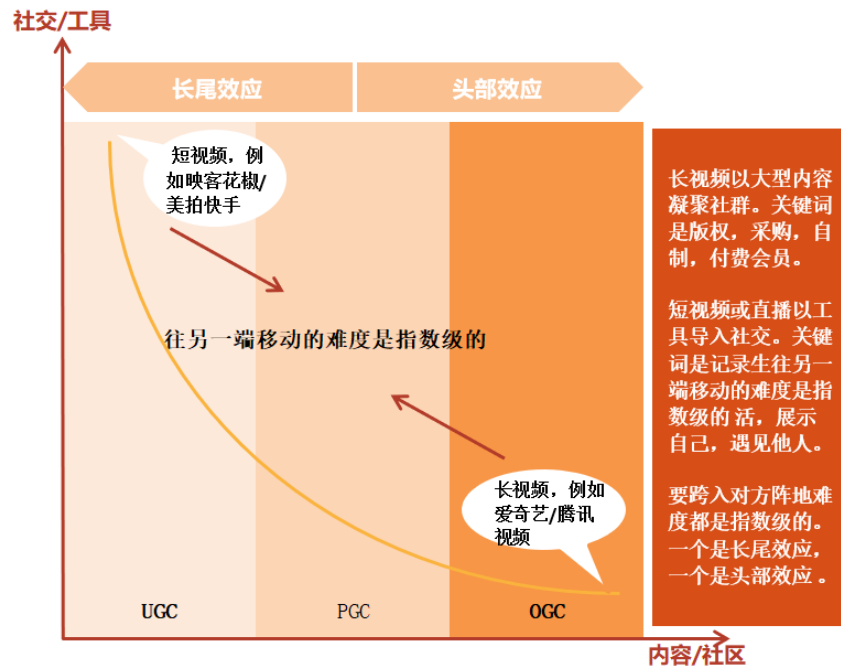
2.1. 移动互联网时代，PGC/UGC 繁荣且更易与电商结合

我们先明确一下 UGC、OGC 以及 PGC 模式的定义：

- **UGC(user-generated content)**，指普通用户在平台上创造内容，供他人分享。UGC 的来源相对广泛，覆盖类型多样化，具有原创性和主观性，单个 KOL 产出内容类型相对单一。多以文字、中短视频的形式呈现，常见的原创内容来源包括微博、小红书、

- 抖音、快手等。
- **OGC(occupationally-generated content)**，与 UGC 相对应，指具有一定专业知识和背景的行业人士生产创造内容，主体通常为公司、企业、机构或运营团队。
 - **PGC(professionally-generated content)**，指具有一定的专业知识背景的人士或机构来生产创造内容，包括专业媒体、视频或微信公众号。相较 OGC 和 UGC，更兼具专业性、多样化的特性，涉及生活、时尚、美妆、情感、游戏等多领域。

图 12：以视频 APP 为例区分 UGC、OGC 以及 PGC 内容创作模式



资料来源：36Kr，天风证券研究所

PGC/UGC 在移动互联网中的重要性不断提升，OGC 相对影响力下降。过去我们通常了解的内容模式多为 OGC 类的长视频，通过大型内容凝聚社群。但 OGC 限制了普通网民的参与，互动性受限，虽保留了过滤生产者的环节以保证内容质量，模式可控且具有专业性，但生产成本较高，且容易产生受众喜好不匹配，整体循环下来导致生产压力比较大。而 UGC 虽由用户来贡献和创造，但因内容丰富、覆盖范围较广，通过一定方式的引导与专业人士的参与，高质量的内容可以源源不断的被生产和传播，社群参与度高且具备可持续性，故 PGC/UGC 在移动互联网中的重要性持续提升。从 2017-6 到 2020-12，飞瓜数据统计了 23 个主要内容 APP 的用户时长占比，P/UGC 平台占用户时长从 10.13% 提升至 21.92%，而 OGC 为主的平台用户时长从 18.54% 下降至 7.15%。

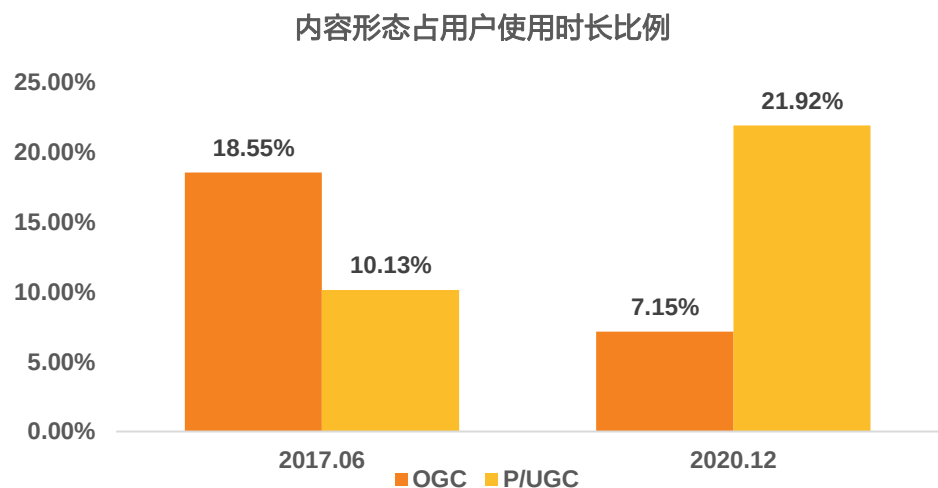
表 2：23 个主要内容 APP 用户时长占比

内容创作性质		2017-06 人均单日使用时长占比	2020-12 人均单日使用时长占比
		长占比	占比
抖音	P/UGC	0.05%	7.65%
快手	P/UGC	2.43%	5.74%
快手极速版	P/UGC	——	2.11%
西瓜视频	P/UGC	0.39%	0.74%
小红书	P/UGC	0.03%	0.38%
微博	P/UGC	3.05%	2.14%
哔哩哔哩	P/UGC	0.46%	0.80%
爱奇艺	OGC	5.59%	1.69%
芒果 TV	OGC	0.65%	0.66%

腾讯视频	OGC	4.76%	1.83%
优酷视频	OGC	1.68%	0.67%
番茄免费小说	免费	——	0.40%
华为阅读	付费	——	0.04%
七猫免费小说	免费	——	0.19%
掌阅	付费	0.32%	0.08%
今日头条	P/UGC	3.91%	2.57%
腾讯新闻	OGC	2.80%	1.13%
酷狗音乐	OGC	1.43%	0.45%
酷我音乐	OGC	0.36%	0.24%
网易云音乐	OGC	0.29%	0.12%
QQ 音乐	OGC	0.98%	0.36%
喜马拉雅	P/UGC	0.18%	0.46%
知乎	P/UGC	0.09%	0.12%

资料来源：飞瓜数据，天风证券研究所

图 13：P/UGC 占用户时长占比显著提升



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

PGC/UGC 社区与场景结合更加紧密、更易沉淀社交关系，更易进行广告、电商等商业化变现。UGC / PGC 的模式早期通过给社区定调和话题挑选，并优先填充高质量的内容来吸引目标用户，相较创造的社区氛围更具有互动性。随着电商内容化以及去中心化，与场景结合紧密、相对易沉淀社交关系的 PGC/UGC 社区，将容易进行广告、电商等商业化变现。

2.2. 从交互看 P/UGC 平台的潮起潮落背后的两种内容生态发展之路

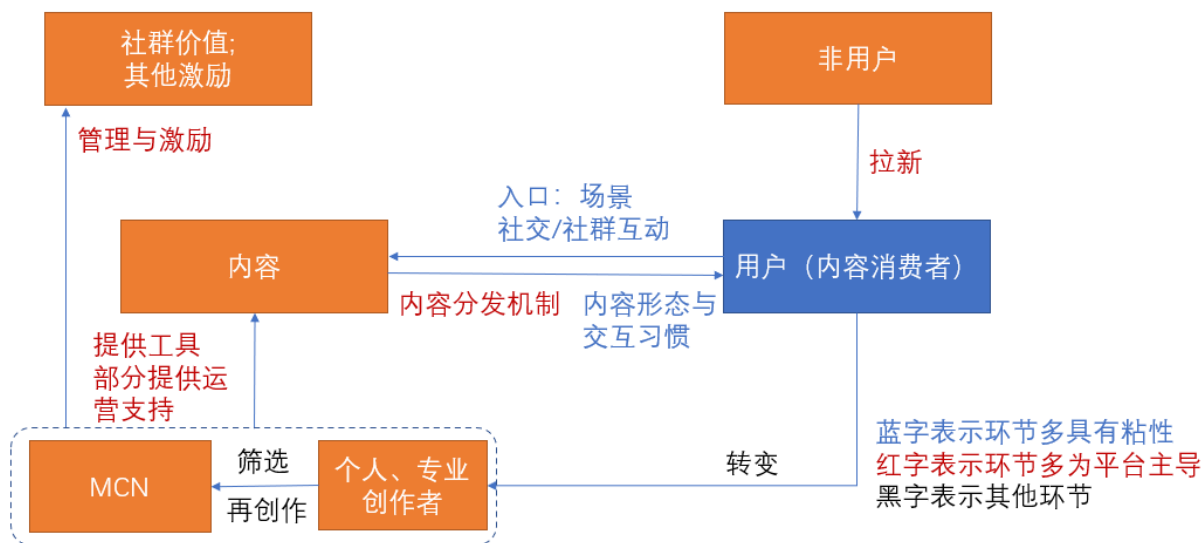
一个典型的 P/UGC 生态应具备内容消费、内容创作、内容分发等环节。移动互联网时代，

1) **内容消费上**，场景取代搜索成为内容平台的主要入口，平台设定的内容心态和交互习惯降低了内容消费者的内容获取成本，大大增加了内容平台的消费粘性；

2) **内容创作上**，P/UGC、MCN 在平台工具和运营支持下，持续创作内容并获取粉丝、直接收益等激励；

3) **内容分发上**，平台则依据订阅关系、算法等实现内容分发。

图 14：P/UGC 内容生态示意图

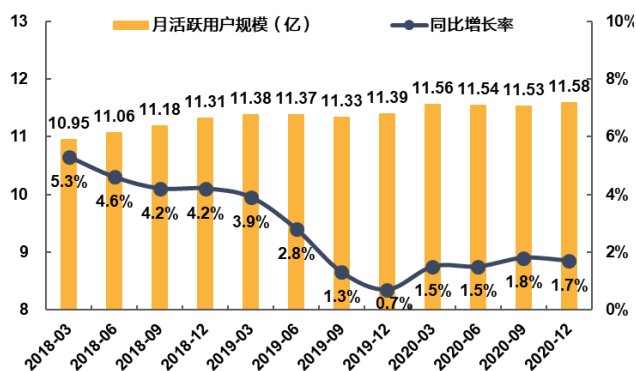


资料来源：中华网，千讯咨询，天风证券研究所整理

内容平台兴衰迭代是互联网行业的常见现象，尽管几乎所有头部内容平台的成功路径几乎都难以复制，爆款 APP 在初期难以预测，但成功的 APP 在解决一些问题上具有**共性**，从而拓展了更多场景、构筑起了用户的增长路径；从当前最成功的 P/UGC 生态来看，各个环节在发展中都具备显著的特征：

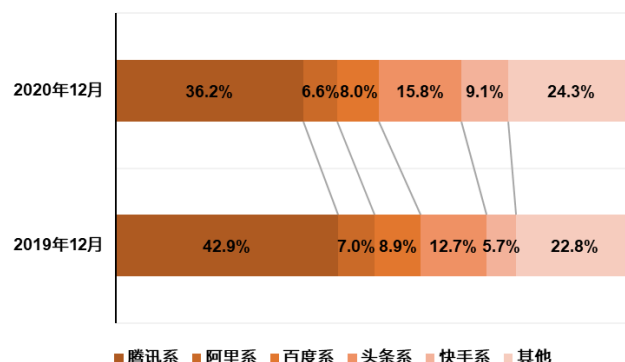
- **内容形态上，视频的影响力与日俱增，头部内容平台的入口价值将不断突出。**互联网竞争已进入下半场，根据 QuestMobile 的数据，2020 年 Q1 中国移动互联网月均 MAU 为 11.50 亿，其中 3 月 MAU 11.56 亿，而 18 年同期 MAU 为 10.95 亿，2 年复合增速仅为 3.1%，全网用户量增速放缓，整体用户量趋于稳定。而我们可以看到互联网巨头旗下 APP（BATK）合计月总使用时长占全网用户使用时长的近 80%，占据用户注意力已经成为最核心的竞争力优势，视频的影响力已然凸显。内容平台提供了带宽、技术支持、营销推广，在如今单个用户时长增长有限的背景前提下，这些内容平台的入口价值将不断突出。

图 15：中国移动互联网月活跃用户规模



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

图 16：互联网巨头旗下 APP 合计月总使用时长全网占比



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

- 1) **手机硬件实力的提升使得应用集成具备更好的性能，头部 APP 拓展场景的成本低于新 APP 获取用户和维持活跃的成本。**过去智能手机硬件性能不强，移动网络的速率和覆盖率存在一定程度的局限，低端机在 APP 过于“臃肿”的情况，打开界面极容易出现卡顿，互联网产品纷纷“化整为零”，APP 越小体验越好。近年智能手机性能越来越强，128/256GB 内存，4G 网络几乎完成了全覆盖，5G 时代随之

到来，移动互联网速率有了质的飞跃。手机硬件技术的迭代，为超级 APP 带来了机遇。从用户角度来看，在一个 APP 里完成一堆处理，远比下载多个 APP 更具有吸引力，APP 跳转等操作不便则会影响体验。随着互联网行业红利逐渐衰退，DAU 及 MAU 增速放缓，有限端口流量相对不断入驻增加的品牌商家更捉襟见肘，流量成本上升导致的获客成本也进一步提升，对于中小商家来说，生存愈发困难。用户和创作者迁移的机会成本较高。

图 17：以微信为例，超级 APP 趋势显著



资料来源：微信官网，天风证券研究所整理

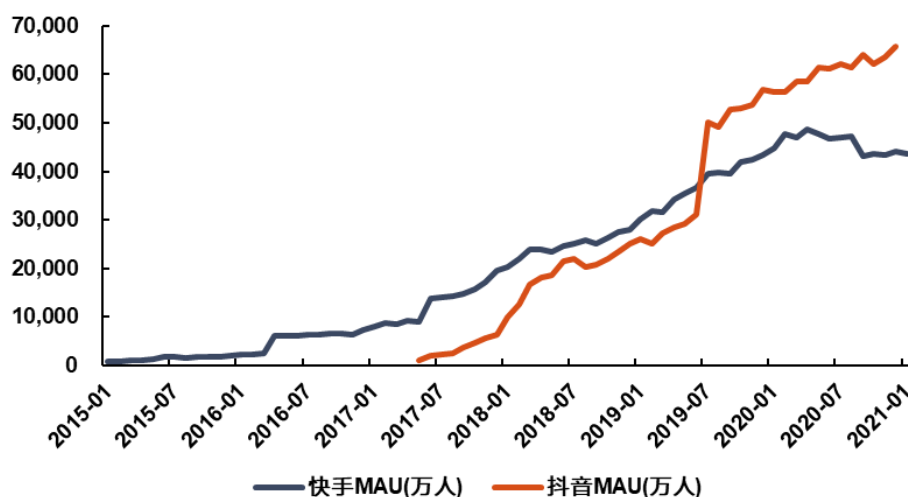
2) **内容平台具备出色的场景拓展能力。**从平台生态运营的角度来看，内容平台塑造了良好的社区氛围，分享有趣的事情或观点，单个内容创作者创作内容面向同一领域，但不同领域的内容创作者聚集于内容平台，使平台具有多场景拓展能力。从用户的角度来看，单个消费者需要不同领域行业的内容交互，而内容平台天然强化了多领域内容创作者、用户与品牌商家的联系，再通过运营以及产品机制放大互动效应，通过强化和引导来激发评论和认同，让用户产生走进了解彼此生活的互动感。超级 APP 作为连通商家、内容创作者、消费者的纽带，既能够帮助商家导流获客，还能为消费者提供便利，在渠道竞争加剧的情况下，其双向服务价值有望进一步得到凸显。

■ **内容分发环节中由社交关系分发的私域流量和由平台分发的公域流量模式将长期共存，且在视频时代，平台分发的公域流量模式占比超过关注关系分发的私域流量逐渐成为产业共识。**

1) **持续的、精准分发的优质内容是长期构建场景粘性、用户粘性的关键。**我们通过对抖音、快手 MAU、人均用户时长等数据，发现在不同平台公域流量分发机制下，抖音完成了对快手的超越。

MAU 方面，快手在 2015 年初用户量达到 1000 万，月活跃用户数为 802 万人。在接下来的五年中，快手月活跃人数指数型增长，在 2020 年 4 月份月活跃用户数量达到最大值，为 4.87 亿人。抖音于 2016 年发布，2017 年 6 月，月活跃用户数量达到 1004 万，之后抖音加大宣传力度，用户数量迅速扩张，到 2019 年成功超越快手称为我国短视频领域领头羊。

图 18：快手、抖音 MAU（万人）



资料来源：Wind，天风证券研究所

人均使用时长方面，抖音快手的用户数量逐渐增加的同时，人均使用时长也逐渐增加，从2017年6月到2020年12月，抖音人均日使用时长有23.14分钟增长到93.93分钟，翻了四倍。且从月使用时长看，抖音实现了对快手的赶超。

表 3：快手抖音人均使用时长

APP	2017 年 6 月		2020 年 12 月	
	抖音	快手	抖音	快手
人均单日使用时长（分钟）	23.14	70.76	93.94	94.63
人均月使用时长（分钟）	148.21	871.17	1681.94	1528.08

资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

- 2) 持续为新的优秀创作者分发以关注为核心的激励是维持优质内容创作的主要动力。以微博为例，过去微博的分发机制主要基于纯社交内容分发，但普通用户生产的内容缺乏可看性，难以获得非亲密用户的积极反馈，故最终不可避免的导致流量向头部大V集中，导致微博的长期发展遇到瓶颈。抖音、快手、微信视频号内容分发方式逐渐趋同，长期来看，以用户为中心，精细化运营，通过优质的内容创作环节提升用户的留存和转化方为破局。

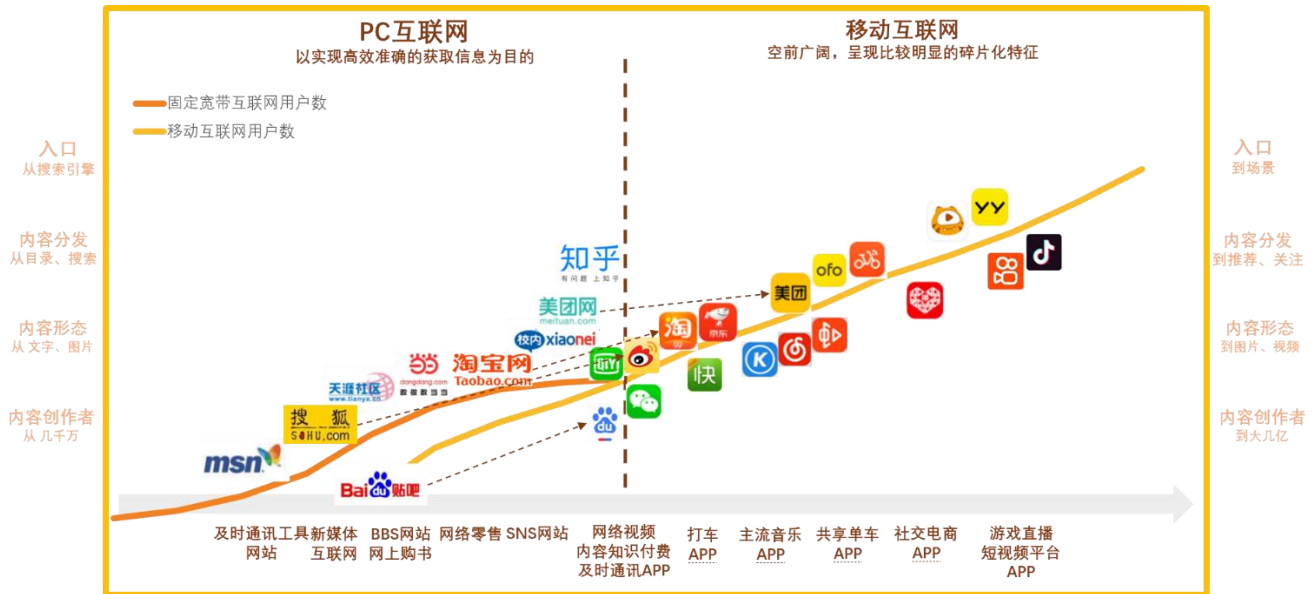
2.3. 回顾内容平台发展，对比内容平台特征

2.3.1. 移动互联网时代内容平台发展趋势

回顾内容平台的发展，进入移动互联网时代的内容平台趋势非常显著：

- ① 入口方面，从搜索引擎到场景；
- ② 内容分发方面，从目录搜索到推荐关注；
- ③ 内容形态方面，从文字图片到图片视频；
- ④ 内容创作者方面，从几千万到大几亿级别。

图 19：进入移动互联网时代的内容平台趋势



资料来源：公司网站，APP，天风证券研究所整理

2.3.2. 以抖音、快手、视频号的产品设计为例，内容平台的理念是如何影响生态的长期发展的

我们以快手、抖音、微信视频号为例，介绍最底层的界面设计、理念、产品定位的差别，这是影响用户交互、内容消费和创作的底层机制，来看待不同内容平台的产品设计是如何体现内容生态的规划的。

■ 首页界面设计

从入口场景与信息交互角度来看，打开抖音直接播放短视频，视频接入为沉浸式，前3秒皆有立体声音环绕，用户一直处于高能状态，通过上下滑动更换视频，每次只能看一个视频，全屏无限流，削弱了用户的改变意愿。界面上方按钮“同城+关注+推荐”，界面下方可以看到主题，弱化了内容标签。但因抖音算法推荐的皆为高质量视频，从交互方式上，抖音一定程度上比快手更高效，内容分发效率更高。

而快手点开进入入口界面为双列瀑布流点选，需要用户不停的翻找，碰到感兴趣的再点进去看。所以快手会突出内容标题，以便帮助用户快速筛选自己感兴趣的视频。基于用户在偏陌生网络，反而更希望自己的作品得到更广的触达及更多的曝光的心态，其用户增长主要依靠用户的自发创造力和社区的传播。

图 20：抖音入口界面

图 21：快手入口界面



资料来源：抖音 APP，天风证券研究所



资料来源：快手 APP，天风证券研究所

微信中朋友圈、视频号、小程序，越来越多的产品入口放在微信 APP 上，作为内嵌部分的存在，其中视频号被放在发现目录里，仅次于朋友圈入口的第二位置。用户点开视频号频道发现，入口界面为由好友观看、点赞甚至评论的社交视频内容，使用户容易产生二次分享的冲动。内嵌产品缩减了“关注—下载 APP—同步”的运营链条，可以直接享受包括关注账号的全部视频内容及信息的全套服务，粉丝与视频号之间的距离被无限拉近，降低了转化流失率。

图 22：视频号产品入口为嵌入式

图 23：微信视频号入口界面



资料来源：微信，天风证券研究所



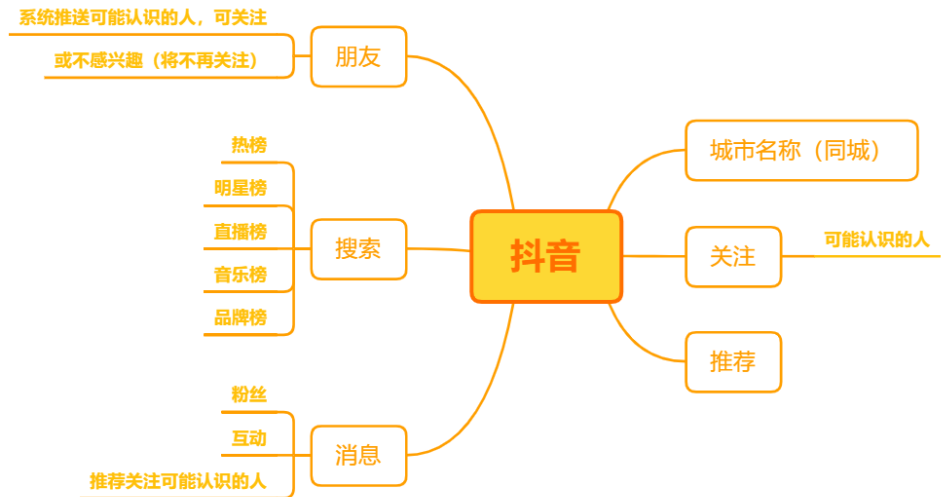
资料来源：微信视频号，天风证券研究所

■ 理念

抖音的 Slogan 是“记录美好生活”，意在让用户分享看到的高质量的、美好的东西。这与抖音的设计理念相吻合，暨抖音作为一款去中心化的产品，优质的内容创作会得到重点推荐。

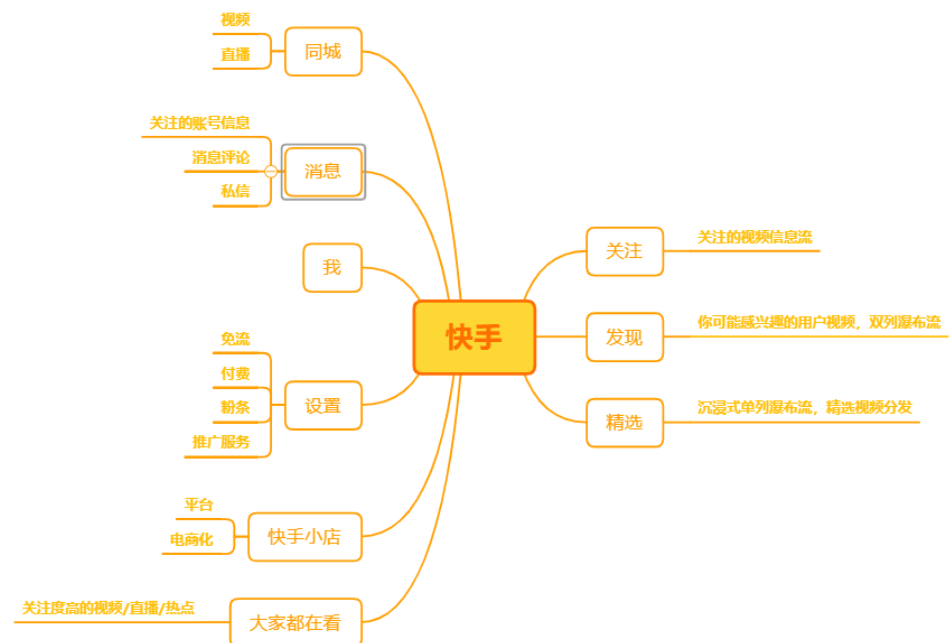
快手的 Slogan 是“拥抱每一种生活”，意在将普通人的真实生活展现在内容中，让每一个头部、腰部、尾部用户得到公平的展示自己的舞台，用“普惠”式的流量分发机制，在分发上不做重点推荐或流量倾斜，不刻意培养 KOL。

图 24：理念在产品功能上的体现：抖音



资料来源：快手 APP，天风证券研究所整理

图 25：理念在产品功能上的体现：快手



资料来源：抖音 APP，天风证券研究所整理

■ 产品定位

抖音定位优质短视频分享平台，故抖音的推荐算法给予内容非常高的权重，强调爆款快速爆发，互动性比快手弱。源于在中弱的社交关系下，用户对于内容的质量要求更高，由于抖音的视频内容通过系统分发，故用户对于内容的品质有一定的心里预期，无法用更大的流量进行试错，所以系统需要分发确定性更强的内容。

快手定位短视频社交平台，主要基于用户的社交关系和兴趣，所以更注重与已关注用户之间的关系维护，同时探索同城等新的关系社交。故快手的推荐算法给与社交关系更高权重，评论的重要性高于转发和点赞，热度权重较低且设限，强调持久运营，互动性强。

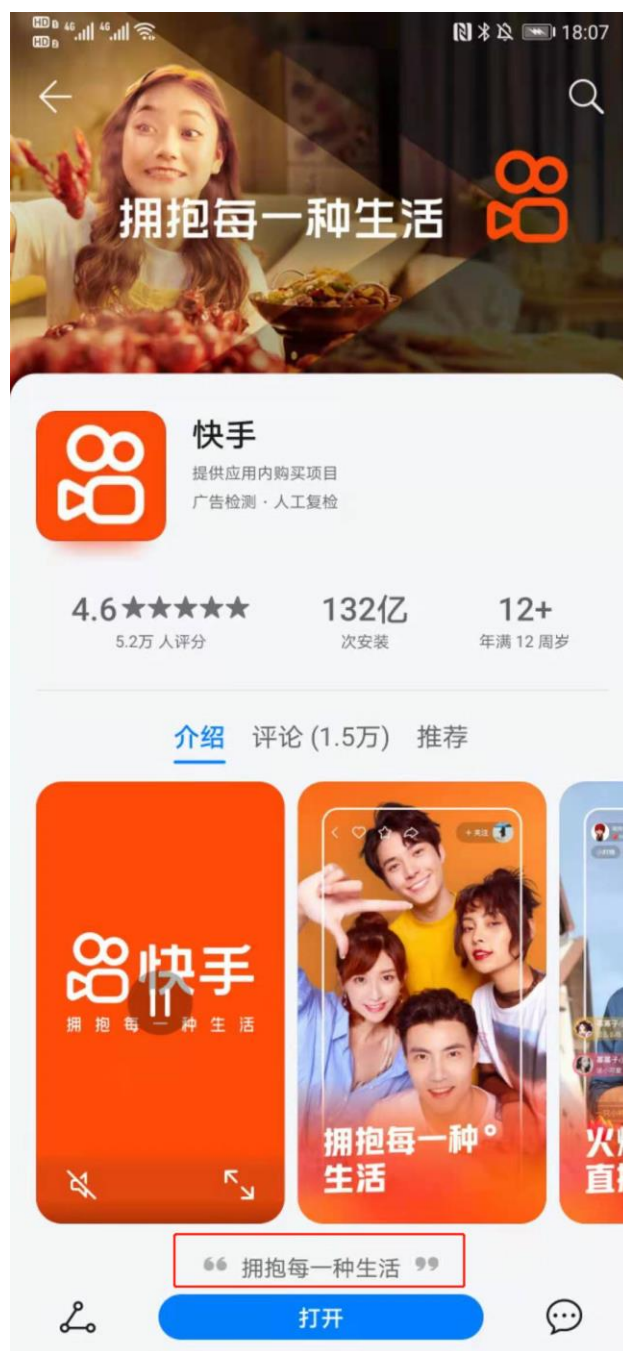
腾讯的优势在于微信社交沉淀了庞大的、无可动摇的流量，如何将流量转化成为关键。**微信视频号**的内容分发主要基于朋友点赞过的。内容传播建立于用户的关注、点赞、分享等行为上，这种信息交互会倒逼微信内容质量的提升，从而形成一个较为良性的循环。

图 26：抖音产品定位

图 27：快手产品定位



资料来源：华为应用市场，天风证券研究所



资料来源：华为应用市场，天风证券研究所

■ 小结

内容平台在竞争与映照中走向趋同，仅通过专注社交互动或仅关注优质内容，都无法成为长期的生存之路。内容上，爆点多的视频的完播率远高于爆点少的，高质量的短视频时间需要给予用户更高频的刺激。策略上，从头部两大平台来看，抖音、快手两个 DAU 加起来近 6 亿的短视频产品的很多策略打法开始趋同，抖音调整添加同城，做社交的快手在主页面右上方增加全屏无限流模式，搜索界面布局也极尽相似，微信视频号等其他短视频平台在运营理念上正像同一方向靠近，仅通过专注社交或仅关注优质内容无法成为长期的生存之路。

图 28：快手搜索界面

图 29：抖音搜索界面



搜索发现

女神节 白小白后来的我们 **热**

高端气质女装 **热** 赵本山 **热**

快手小店开通步骤 **热** 查看更多 >

快手热榜 猜你认识 热搜直播 优选好物

- 1 建议适当延长节假日拉动消费 **热** 1199.2w
- 2 建议对农村常住人口全面体检 **新** 1074.4w
- 3 女子刷到自己偷衣服视频后自首 **新** 943.9w
- 4 吴孟达病逝前最后一条短信 **热** 766.1w
- 5 政协委员谈好的教育 **新** 743.1w

完整榜单 >

资料来源：快手 APP，天风证券研究所



猜你想搜

换一换

折叠沐浴桶 倪妮身材 **热**

上海顾村公园风景 众星送别吴孟达 **热**

陈紫函否认46岁 **热** 浴桶

抖音热榜 明星榜 直播榜 音乐榜 品牌榜

- 1 十三届全国人大四次会议记... 922.4w
- 2 政协委员谈好的教育应该是... 890.9w
- 3 王毅说如果不爱国谈何爱港 884.0w
- 4 3月8日妇女可放假半天 882.9w
- 5 建议设立国家汉服日 **新** 882.8w
- 6 女生变身有多slay **存** 837.0w
- 7 金毛有多听话 **热** 791.2w
- 8 张哲瀚用河南话唱歌 **首发** 718.8w
- 9 顶楼 秀莲回归 **热** 712.4w
- 10 消防员灭火时被误看成敷... **热** 709.8w
- 11 刘亚仁 698.9w

资料来源：抖音 APP，天风证券研究所

3. 电商生态：演变方向逐渐清晰，无绝对领导者出现、格局演绎仍处中场

3.1. 内容崛起重构信任机制与差异化的电商之路

信任机制由于流量公域私域属性形成了两种差异化的信任来源对象：①对推销者/销售方；②对推销的内容或销售的产品。P/UGC 内容生态崛起，我们迎来了一个场景空前多样、人设立体饱满、内容丰富多彩的人人都是内容创作者的时代，内容创作、分发和消费生态对消费者行为影响日益重要，最终在交互性更强、效率更高的信息获取方式诞生出了比货柜式电商/传统搜索引擎更高效的信任解决方案，重构购物决策各环节信任机制。流量的公域/私域属性强弱区分于去中心化程度，信息生产者和信息消费者的连接越稳定，私域属性越强，反之公域属性越强。

图 30：不同内容平台公域私域属性/中心化程度强弱示意图



资料来源：网经社，亿邦动力网等，天风证券研究所整理

图 31：购物决策各环节信任机制的重构示例



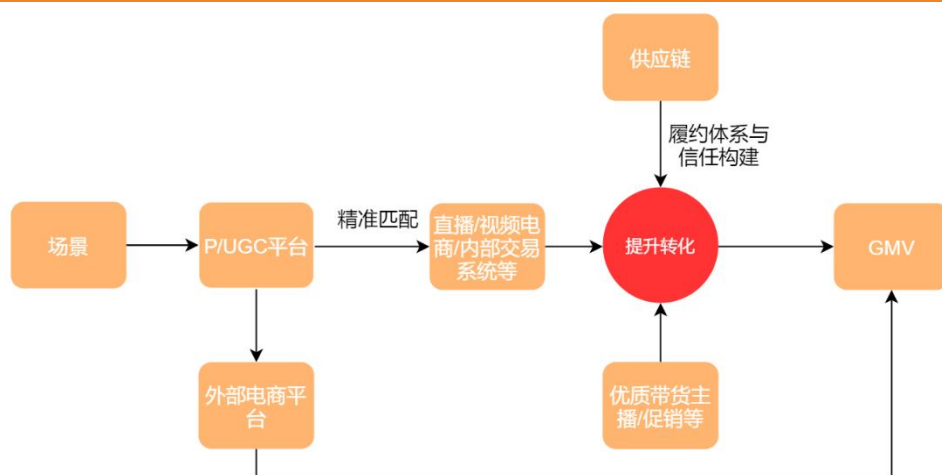
资料来源：QuestMobile，天风证券研究所整理

内容生态、用户生态的差异，使得信任机制的构建、电商之路显示出显著的差异性。

3.2. 多种模式并头演进，看好头部 P/UGC 平台构筑电商生态

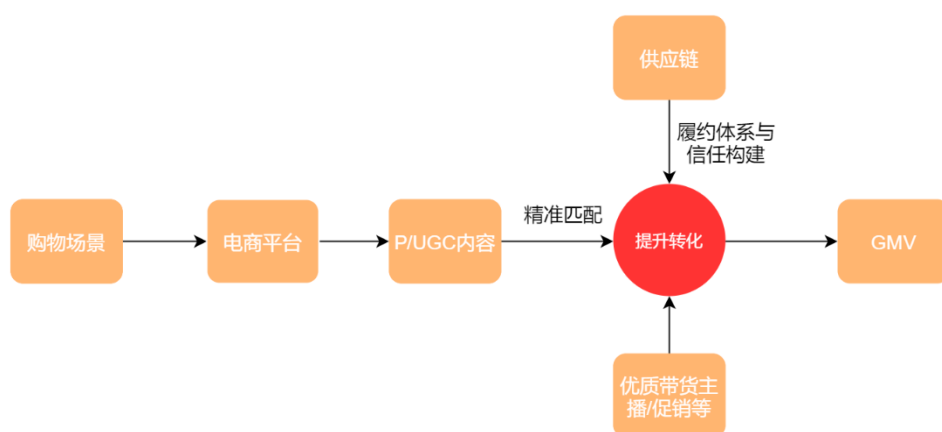
内容电商仍处中场，多种模式并头演进为未来发展方向。内容生态持续演化，且当前内容生态与电商生态结合尚不紧密、内容电商覆盖人群和品类仍在持续拓展，决定了行业未来仍有较大的拓展空间和模式演变可能。我们结合内容电商的流量入口和电商闭环之路来探讨：①内容生态侧看，多入口、多样化分发是行业的长期状态。内容电商营销部分触达消费者的 P/UGC 内容将由平台分发模式主导，由于交互习惯、内容形态等的差异，多平台并存仍是长期状态。②电商闭环上看，平台公域分发 P/UGC 内容模式中，存在由电商平台内部分发 P/UGC 和由 P/UGC 内容进入电商生态两种模式，两种模式均存在庞大的流量基础、将长期并存；社交分发内容模式里，由于社交关系沉淀较难，而社交关系易建立信任机制、进而实现交易闭环，通常易在留存社群关系的平台中形成，这种模式也将长期存在。

图 32：从 P/UGC 内容进入电商的模式



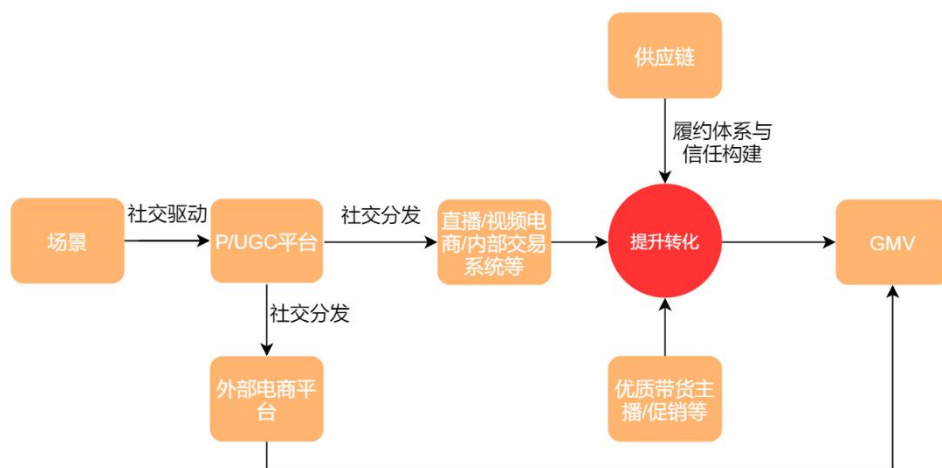
资料来源：青瓜传媒，天风证券研究所整理

图 33：由电商进入 P/UGC 内容的模式



资料来源：青瓜传媒，天风证券研究所整理

图 34：社交分发内容并以电商变现的模式



资料来源：北京晚报，天风证券研究所整理

我们认为三种模式从转化模式、信任机制、对品牌塑造的价值上都有较大区别。从消费者体验比，三种模式分别可比于逛街顺便看店、超市听导购、熟人经济。

表 4：三种模式对比

模式类别		从 P/UGC 平台进入电商	从电商进入 P/UGC	社交分发内容并以电商变现
入口		内容平台	电商平台	内容平台
转化模式	模式优点	流量庞大 有种草价值	已有购物动机，转化高	粘性高、转化好
	模式缺点	转化较低	场景拓展有限、持续流量饥渴	拓展场景、用户等易造成原有群体流失
对品牌塑造价值		高	中	中
信任建立		平台+内容创作者共同	平台+内容创作者共同	多取决于内容创作者
典型代表		小红书、抖音	淘宝、拼多多	快手、微信公众号

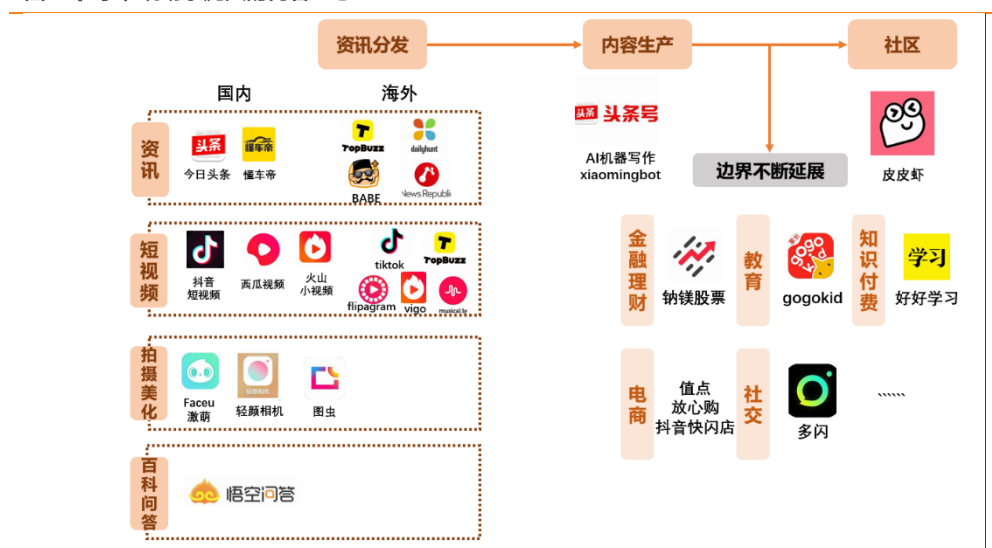
资料来源：各公司官网，天风证券研究所

现阶段内容电商主战场尘埃未定、内容平台做电商仍处扩张红利期，平台中看好字节跳动、快手、拼多多等电商业务的发展，建议关注天下秀；落地打法、商业模式、管理、企业基因、供应链生态、用户生态等都对竞争格局有重要影响，终局格局尚难判断。

①字节跳动：抖音流量电商变现处红利期，强场景掌控力为基石，拓展搜索、深化垂类具备强场景拓展能力，公司具备强运营能力、拓展团队引入电商基因或铸就广阔电商生态。

强化搜索，多样化内容分发机制，且背靠字节系庞大内容矩阵生态和领先的内容创作者生态，持续引领公域分发，用户活跃及电商转化效率有望受益。2020年2月17日，字节跳动 CEO 张楠透露，抖音视频搜索月活用户已超 5.5 亿，公司推广搜索已取得阶段性成果，我们认为推荐是移动时代分发视频内容的主流方式，但是搜索有助于在购物等深度决策行为中提高转化效率；依托于抖音和头条为头阵的 APP 矩阵，字节引领着中国内容创作、分发、消费生态。

图 35：字节跳动系庞大的内容生态



资料来源：公司官网，天风证券研究所整理

打通闭环为基础，持续完善供应链生态。在 2020 年 10 月份闭环后，抖音小店商家数量 50 天左右增加了 20 万，目前小店数量已经可以满足直播间闭环支撑，但仍以生活消费类为主，我们认为随着小店数量和种类的进一步扩张，抖音在供应链体系上有望进一步完善。

在信任机制建立上，抖音大力扶持品牌自播，看好抖音电商“天猫化”，在保持好内容的

同时做大 GMV。直播电商包括商家自播和 KOL 带货，鼓励商家自播和品牌入驻。抖音平台调性高，品牌商家往往会在抖音投放广告，抖音与品牌的关系比较密切，自然转化为抖音小店的商家。从商家端来说，在抖音做品牌电播也有利于接触新的顾客群体、提高店铺流量和总体销量。抖音电商 2021 年通过提供商家自播额外返点 20% 的方式，提高品牌商家入驻率，品牌商家的天然质量保障提高了用户的信任度，从而提高客单价和用户观看直播时长占总时长的比率。同时也倒逼品牌商家闭环，而不是倒流去天猫。未来随着品牌自播兴起，看好抖音电商天猫化。

表 5：抖音电商扶持品牌自播的举措

举措	具体措施
经营侧：商家自播返点	门槛一年 3000w 业绩 GMV，达不成罚款 1%；达成业绩返平台扣点，包含年框合同基本返点 + 额外返点 20%；提现周期 T+7 变 T+1
服务商：取消投放返点	取消鲁班返点，抖音代理服务商只能向 DP（抖音购物车功能运营服务商）转型，倒逼靠吃返点生存的代理服务商转型升级，做专业服务收取服务费
流量侧：巨量千川上线	整合多种电商广告能力，既能站外引流，又能内部导流，促进代理商和商家提升专业水平。
数据侧：数据产品专业化	基于抖查查做大数据服务抖音生态从业者，有消息表示，字节跳动会对标天猫的工具以及更多天猫没有的工具做更多数据产品

资料来源：CSDN，天风证券研究所

我们预计抖音未来直播电商渗透率、转化率和客单价都会有显著提升，推动整体 GMV 快速增长。从纯粹内容平台向内容电商转变，抖音电商 2020 全年实现了 5000 亿 GMV，其中约 1500 亿来自自营的抖音小店，其余 3500 亿则由链接跳转至第三方购物平台下单。（1）自营部分，对比淘宝直播 2020 年超 4000 亿 GMV，抖音电商仍有很大增长空间。与淘宝相比，抖音（包含抖音主站、抖音火山版、抖音极速版、火山极速版）拥有 6 亿 DAU，日均用户使用时长达 90min+，是超级流量入口，用户粘性高，具备流量优势，预计未来 DAU 将保持略有增长。但由于用户进入淘宝直播带有更强的购买目的，所以淘宝的直播电商转化率、下单转化率和客单价都更高，而抖音进入直播的用户目前更多是由于被动推送，未来还有很大的增长空间。对比 2020 年抖音直播电商转化率、下单转化率分别为 13%、5.1%，而淘宝高达 27% 和 6.8%，随着抖音电商品牌入驻增加和消费者认知与信任度增强，预计未来交易的主动性和转化率将大幅提高。从交易情况看，抖音客单价在 50-100 元区间分布的占比最高，而淘宝客单价稳定在 200 元以上，但未来随着抖音扶持更多商家自播品牌的入驻，客单价将不断上升。最后根据年度 $GMV = DAU \times \text{直播电商转化率} \times \text{下单转化率} \times \text{客单价} \times 365$ ，即可得出抖音自营电商未来预测 GMV。（2）第三方部分，鉴于目前抖音已切断直播业务与第三方平台的链接跳转合作，因此第三方电商将主要由短视频链接提供。由年度 $GMV = DAU \times \text{下单转化率} \times \text{客单价} \times 365$ ，这里的客单价同样会随着消费者对平台的信任度增强而不断上升，而下单转化率受到抖音提高交易抽佣点数的影响，未来不会显著增加。

根据以上测算，抖音电商 2021 年将实现近万亿 GMV，即能达到抖音内部制定的 1 万亿目标，其中自营部分与第三方部分分别占比 40% 和 60%；保守预计 2022 年将实现 1.5 万亿 GMV，其中自营部分与第三方部分分别占比 45% 和 55%。

表 6：抖音电商规模预测

	淘宝		抖音	
	2020	2020	2021E	2022E
直播电商部分（全自营）				
DAU（亿）	3	6	6.5	6.5
直播电商渗透率	27%	13%	20%	27%
直播电商 DAU（万）	8000	8000	13000	17550
下单转化率	6.8%	5.1%	6.0%	6.8%
下单人数（万）	548	411	780	1193.4

客单价（元）	200	80	120	150
日均 GMV（亿元）	10.96	3.29	9.36	17.90
年度 GMV（亿元）	4000	1200	3416	6534
非直播电商部分				
客单价（元）		80	120	150
DAU（亿）		6	6.5	6.5
自营				
自营下单转化率		0.2%	0.5%	0.8%
自营下单人数（万）		103	325	520
自营日均 GMV（亿元）		0.82	3.90	7.80
自营年度 GMV（亿元）		300	1424	2847
第三方				
第三方下单转化率		2.0%	1.8%	1.6%
第三方下单人数（万）		1199	1170	1040
第三方日均 GMV（亿元）		9.59	14.04	15.60
第三方年度 GMV（亿元）		3500	5125	5694
非直播电商年度 GMV（亿元）		3800	6548	8541
抖音电商 GMV（亿元）		5000	9965	15075
自营占比		30%	49%	62%
第三方占比		70%	51%	38%

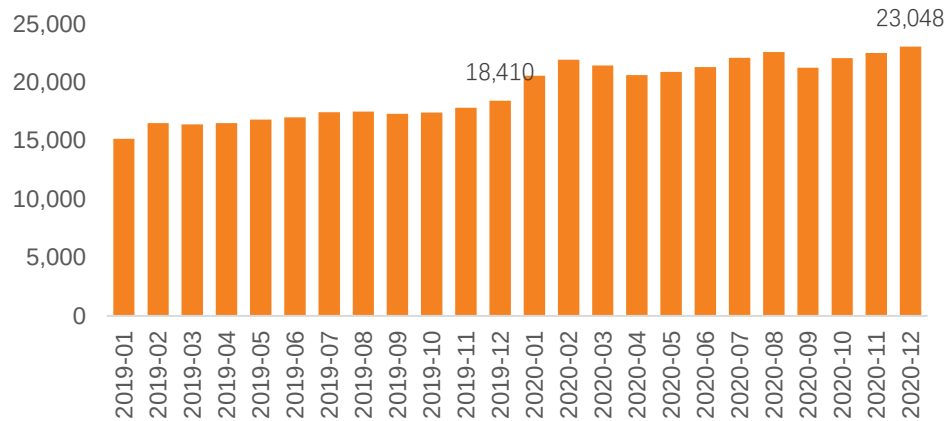
资料来源：飞瓜数据，知瓜数据，Trustdata，天风证券研究所

组织架构调整，成立电商一级部门，落地上海，提升效率支持业务的快速发展，长期中具备较强的业务拓展空间。2020 年 6 月，字节跳动完成组织架构大调整，成立一级电商事业部，由原国际化产品负责人康泽宇负责，统筹公司旗下多个内容平台的电商业务运营。2021 年 2 月 25 日，字节跳动筹备将抖音电商的产研和运营整个闭环整合落地至上海，靠近电商基因强大的上海、杭州地区，未来也将引进更多电商人才，计划 3 年内将上海员工增至 2 万人。抖音自做电商作为重大战略定位，将以更高的效率增长，我们认为长期或铸就广阔电商生态。

②快手：红人新经济平台的演变与扩张

从社交分发内容向内容分发，用户生态有望持续扩张，调性有望上行。2020 年 12 月，快手主站日均活跃用户数达 2.3 亿，与上年度同比增长 25%。快手仍然不断采取措施提升用户活跃度。例如，今年春节“就地过年”背景下，快手衍生出如短视频拜年、云团圆等多种过年新形式，有效提高了用户活跃度。除夕当天，快手平台“就地过年”相关短视频数较 2 月 1 日增长 456%。春节期间，快手还推出了新的春节内容直播 IP“超级播”，集结了 300+位明星及快手达人，内容涵盖脱口秀、游戏、二次元等领域，吸引了更多“破圈”用户，增加了平台留存与活跃度。现阶段快手用户中，80 后和 90 后人群为主流，占比 60% 以上，三线及以下城市用户占比超 65%，消费能力和消费意愿处于中低水平的占比约 85%。未来随着用户生态持续扩张，我们预计快手的用户调性将有所提升。

图 36：快手日均活跃用户数（万人）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

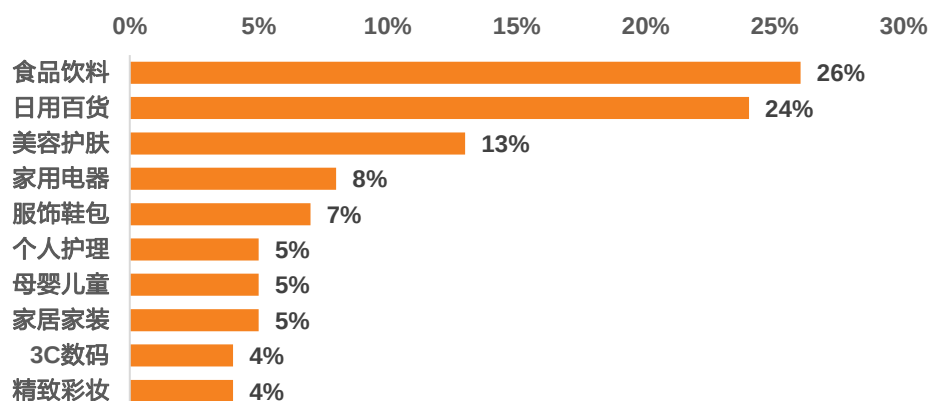
表 7：快手用户画像（2020 年 12 月）

	指标	快手活跃占比(%)	快手极速版活跃占比(%)
年代分布	00 后	15.67%	15.98%
	90 后	32.94%	26.42%
	80 后	31.28%	30.23%
	70 后	16.63%	22.95%
线上消费能力分布	1000 元以上	15.91%	14.95%
	200-1000 元	43.11%	39.21%
	200 元以下	40.98%	45.84%
线上消费意愿分布	高	16.05%	14.66%
	中	49.93%	44.72%
	低	34.02%	40.62%
城市等级分布	一线城市	4.86%	4.96%
	新一线城市	13.37%	13.53%
	二线城市	16.90%	16.71%
	三线城市	25.37%	25.96%
	四线城市	21.36%	22.69%
	五线及以下城市	18.13%	16.14%

资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

快手上的 KOL 整合供应链介入最多最深，可完成从选品、内容创作、触达消费者的全部工作，是最典型的红人经济平台。在快手平台上带货，人比货的逻辑更重要，用户心智主要在于 KOL。快手为内容创作者提供了良好的交互氛围和私域流量留存体系。由于主播对其粉丝较强的触达能力以及自身饱满的人设，快手形成了依托于对主播独特的信任关系的“老铁人设”，现阶段销售的商品以具备供应链优势的白牌为主。在快手直播热销商品 Top100 榜单中，食品饮料和日用百货两类商品数量最多，占据了总数的 50%，这两个品类都具有消费频次高、子类目多、市场品牌分散、白牌众多等特点。且平台上辛巴等头部主播团队均有自己的供应链公司，其带货商品也具备一定的供应链优势。2020 年 9 月，快手电商进一步推出服务商合伙人计划，计划在全国打造 100+精品产业带基地、数百个官方服务商，扶持自有品牌和供应链，完善电商品牌端、供应链端的布局。

图 37：快手直播热销品类商品数分布



资料来源：CCSight，天风证券研究所

白牌商品销售仍是现阶段的主流，具备较强的供应链优势，预计未来品牌商品销售占比会不断提升。随着用户生态破圈，有赞商城、魔筷科技等 S2B2C 平台的不断壮大，再加上快手推出品牌保护机制、积极引入品牌商品，提升平台调性和客单价，我们认为未来品牌商品的销售占比会不断提升。

扶持新商家和腰尾部达人，平台控制整体局势。由于快手遏制头部主播快速膨胀的机制，平台上逐渐形成了六大家族，分别是辛巴的 818 家族、散打哥的散打家族、方丈的丈门家族、张二嫂的嫂家军、二驴的驴家班以及牌牌琦的 716 家族。他们往往从头部主播个人到以夫妻档、亲人档共同经营事业，再到头部主播收的徒弟、签约艺人主播等，再下一层还有众多徒孙。家族内部可以相互导流，供应链共通，利益共享。至 2020 年底，六大家族粉丝总量相加已超过 8 亿。而头部家族过于壮大，导致“新人难做”，商家入驻快手平台的意愿度降低；另一方面，家族之间存在江湖气，两人 PK 会带动两个家族甚至其身后更庞大的普通用户群体对抗，给平台监管带来更大压力。因此，快手推出了一系列措施“去家族化”，扶持新势力，保障平台持续发展的动力。

图 38：快手六大家族



资料来源：卡思数据，天风证券研究所

表 8：快手“去家族化”、扶持新势力的举措

时间	措施
2019 年 12 月	快手宣布推出直播公会体系，重点鼓励公会签约和运营粉丝在 1w-50w 之间的中腰部主播
2020 年 3 月	招募运营机构、电商培训机构和自媒体等。合作形式包括内容共建、商家教育、招商、代运营和达人孵化等。同时快手电商合伙人也将享有官方认证、流量扶持、快币奖励等权益
2020 年 5 月	快手启动商家号服务商招募计划

2020 年 6 月	快手与江苏广播电视总台签署协议，双方将在媒体 MCN 建设等方面推行合作，未来 1 年将引入至少 100 个媒体 MCN
	快手针对服务商与新商家推出“破晓计划”，发布八项现金补贴政策
	与周杰伦等明星签约合作，聘请张雨绮为首位“快手电商代言人”
2020 年 11 月	针对 9 月份 GMV 小于 5 万的快手中小商家及购物节期间新开店商家，技术服务费减免至 1%，推出“产地好主播挑战赛”，以 10 亿级流量扶持潜力黑马主播成长

资料来源：公司官网，天风证券研究所整理

我们认为快手具备广阔的场景入口，快手流量电商变现处红利期，社交网络具备强粘性和韧性，拓展平台分发公域流量有望进一步拓展用户群体、提升调性和粘性。我们预计随着用户转化、电商渗透率、下单转化率的提升，快手电商 GMV 有望在 2020-2022 年度迅速增长。至 2020 年 11 月，快手电商 GMV 达 3326 亿元，同比增速超 500%，其中，仅 10-11 月 2 个月的 GMV 达 1285 亿，以此估测 2020 全年快手电商 GMV 可超 4000 亿元。从客单价来看，根据秒针报告，用户购买快手商品的最高影响因素是产品的高性价比，因此快手电商的客单价要低于淘宝直播和抖音电商，同类产品快手与抖音的客单价差异约 15-30 元，但在品控、品牌等方面的持续发力下，预计未来用户对快手的信任度提高，客单价也将随之上升。从电商渗透率来看，流量持续向短视频和直播聚集，短视频与直播电商的渗透率将大幅提升。从下单转化率看，受益于快手电商闭环建设的进一步完善，各平台服务、供应链品控和售后服务质量的持续提升，用户下单的转化率乃至复购都将随之提升。由年度 $GMV = DAU \times \text{电商渗透率} \times \text{下单转化率} \times \text{客单价} \times 365$ ，即可预测，快手电商 2021、2022 年将分别实现 6432 亿、9545 亿 GMV，同比增速分别为 61%、48%。

表 9：快手电商规模预测

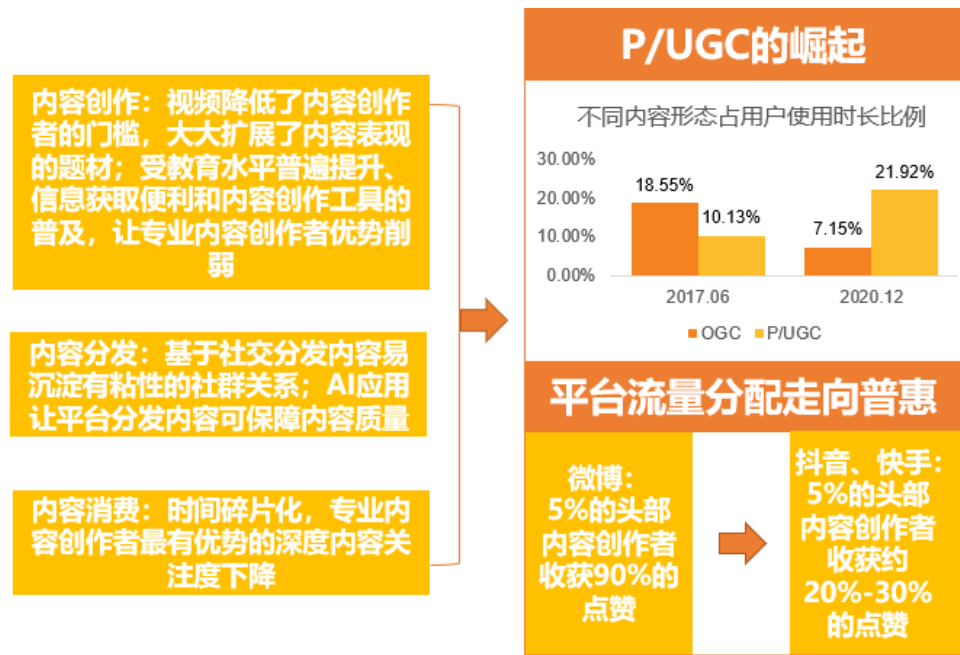
	2020	2021E	2022E
DAU (亿)	3.02	3.17	3.33
电商渗透率	33%	39%	44%
电商 DAU (亿)	1	1.24	1.47
下单转化率	16.9%	19.0%	21.0%
下单人数 (万)	1686	2350	3077
客单价 (元)	65	75	85
日均 GMV (亿元)	10.96	17.62	26.15
年度 GMV (亿元)	4000	6432	9545

资料来源：wind，招股说明书，天风证券研究所整理

③天下秀：连接品牌与红人，媒介转变与内容平台格局分散背景下的受益者，不断开拓新成长曲线

红人成为连接品牌与消费者心智的重要节点，广告市场空间广阔。内容生态剧变的背景下，我们迎来了一个场景空前多样、人设立体饱满、内容丰富多彩的人人都是内容创作者的时代，基于关注关系的流量分发正在崛起，通过内容透过数百万级红人及其粉丝群体构建的私域流量形成的全域矩阵式社会化传播能有效降低品牌传播成本，提高投放能效且实现品效合一，红人、内容、社交流量运营及供应链的价值大幅提升，红人营销的广阔市场才刚刚开始。2019 年广告市场规模 8000 亿，互联网广告市场占 60% 达 4800 亿，社交营销广告 509 亿（三年复合增速 63%），红人营销广告 200 亿（翻倍增长）。假设未来广告市场规模达到 10000 亿，红人营销市场占比有望提升至 20%-30%，市场规模 2000-3000 亿。

图 39：内容生态剧变



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

紧密围绕红人营销深入布局，公司为媒介转变与内容平台格局分散背景下的受益者。在公司围绕红人营销开展四大业务版图：WEIQ-红人广告大数据云投放平台；SMART-为品牌企业提供基于新媒体及粉丝经济综合解决方案；TOPKLOUT-红人价值排行及版权管理机构；IMsocial 红人创业加速孵化器。我们认为，内容形态、内容分发机制、入口场景等的多元化决定了内容平台长期仍会维持分散格局，公司深度融合四大业务板块，巩固红人经济全产业链优势。

积极布局红人电商、西五街美妆测评社区商业化、红人电商数据赋能工具商业化，蓄势未来新增长。公司借助平台红人优势向上游品牌方孵化网红品牌，进行利润分成；此外公司积极推动西五街美妆测评社区商业化、红人电商数据赋能工具商业化，为长期成长动能蓄势。

4. 投资建议

内容电商仍处中场，主战场尘埃未定，多种模式并头演进为当下基本路线，基于当下，看好字节跳动、快手等电商业务的发展：①字节跳动：抖音流量电商变现处红利期，强场景掌控力为基石，拓展搜索、深化垂类具备强场景拓展能力，公司具备强运营能力、拓展团队引入电商基因或铸就广阔电商生态；②快手：快手流量电商变现处红利期，社交网络具备强粘性和韧性，拓展平台分发公域流量有望进一步拓展用户群体、提升调性和粘性。

5. 风险提示

- 1、技术冲击：内容和电商生态的推演基于移动互联网时代的技术、交互习惯和硬件生态。如果 AR/VR 进展超预期，将对现有的推演框架造成重要冲击。
- 2、运营风险：虽然内容平台、电商平台等针对内容、产品质量等持续严格监管，但仍有内容创作或销售假货违背社会风俗甚至法律，演变成重大事件，进而影响行业发展的风险。
- 3、战略、管理风险：我们对公司的推演部分基于管理层正确的应对快速迭代的市场并做

出合理的反馈，存在战略及管理不及预期的风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com