

关于内容电商本质、价值和规模的思考 ——内容电商专题报告之一



核心观点

- 以抖音电商、快手电商为代表的**内容电商**规模快速增长是近两年国内电商市场格局最大的变化之一。**本篇报告**，我们试图去解答关于内容电商的三个问题：**内容电商的本质、价值、规模**。
- **内容电商与传统电商最根本的区别，是内容平台的第一心智仍是“内容”**，即用户是出于内容消费/社交的需求来到平台，属【**场景型电商**】，用户天然使用内容平台的时间、频次会远高于传统电商平台，在影响用户心智、帮助用户做出购物决策方面内容平台更占优势；但另一方面，由于用户来到内容平台并非出于纯粹的购物目的，因此内容电商整体的下单转化率天然会低于纯电商平台。由于平台属性的差异，我们认为不能对内容电商和传统电商进行简单地横向指标对比（例如转化率、商户 ROI 等）。
- **内容电商的价值创造：在部分类目下（非计划、非标、决策链路短、故事/内容/品牌性）可更高效地促成交易**。内容平台优势是占据用户大量前端的时间+丰富的用户标签+精准的算法推荐能力，因此切入非计划性购买场景、非价格敏感型、用户需求共性低、信息匹配难度更高的多 SKU 类目，相比传统电商平台，能带来更为明显的效用及效率的改善。因此我们认为，在大服饰、美妆、食品、珠宝配饰等 SKU 丰富且迭代快的类目中，内容电商是可以创造差异化价值（例如可以帮用户发现需求、为长尾的 SKU 找到需求）。
- **内容电商规模的天花板影响因素之一（上限），在于内容电商相较纯电商平台在哪些交易场景可以做到比传统电商平台更高的效率，效率改善的程度有多高，毕竟只有效率改善才会促成交易场景的迁移（我们认为这决定了内容电商规模的长期天花板）**。我们将零售场景按照商品类目进行了分类，并通过分析得出【**大服饰**】类目为内容电商核心优势类目，基于对服饰类目的渗透率的假设，我们认为乐观和中性情景下，内容电商的实际成交规模（不含退款退货刷单等交易额）预计可达万亿以上规模。
- **内容电商规模的天花板影响因素之二（下限），来自于内容平台流量供给**。受制于平台属性，用户在内容平台接触到电商更多是通过**流量分发模式而非主动搜索模式**。因此平台电商规模会受制于：**平台本身流量池规模、流量池给电商分配的比例，及单位流量的电商成交效率**。我们在文中给出了流量角度测算电商规模的方法（但测算结果对假设条件有较高的敏感性），我们预计，在电商转化效率（由于电商相关内容的产出质量、内容和商品匹配程度不高的情况下）提升速度不够快的情况下，平台的流量供给可能会成为**电商规模增长的短期天花板，需要靠内容运营等优化逐步打开**。

投资建议与投资标的

- 内容电商平台在某些场景/类目下带来了购物体验的改善和效率的优化（但优化的程度有待我们进一步研究）。我们推断，内容电商市场规模在万亿级别以上，目前处于快速增长期。建议关注内容电商产业链相关公司：1）短视频内容平台：抖音、快手-W(01024, 买入)、微信视频号(腾讯控股(00700, 买入))；2)新流量平台营销服务商和 MCN 机构：星期六(002291, 未评级)；3)及时把握新流量场红利的新品牌商。

风险提示 电商增速放缓、商家内容化能力不达预期、测算假设变动对结果影响

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 12 月 27 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

香港证监会牌照：BQP120

证券分析师

吴丛露

wuconglu@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520020003

香港证监会牌照：BQJ931

证券分析师

李雨琪

021-63325888-3023

liyuyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520050001

香港证监会牌照：BQP135

证券分析师

詹博

021-63325888*3209

zhanbo@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860521110001

证券分析师

崔凡平

021-63325888*6065

cuihanping@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860521050003

联系人

韩旭

hanxu3@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

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。

目 录

序言：	5
一、内容电商发展节奏及策略回顾	9
1.1 抖音电商：种草为主→达人直播→品牌自播	9
1.2 快手电商：头部达人直播出圈→扶持中腰部达人+品牌商	10
二、内容电商价值思考：是大力之下的昙花一现，还是未来趋势？	12
第一个问题：电商的价值是什么？内容电商带来了哪些价值提升或效率改善？	12
1) 回顾零售商价值定义，内容电商和货架式电商比拼的是什么能力？	12
2) 信息匹配价值的落地环节——拆解用户的消费决策过程	13
3) 各电商平台在信息匹配方面的差异是什么？	15
第二个问题：内容电商和电商的本质区别是什么？怎么对比？	19
1) 内容平台做电商和传统电商平台的本质区别是什么？是平台心智	19
2) 内容平台和传统电商平台是否能进行电商效率的对比？	22
三、探讨内容平台做电商的决策依据	23
3.1 内容平台做电商的实质是什么？	23
3.2 为什么内容平台要坚定地做闭环电商？	24
3.3 内容平台做闭环电商是否会稀释其单位流量盈利能力？	25
3.4 内容平台做电商的优势类目探讨	29
四、内容平台做电商的空间测算	30
4.1 根据内容平台做电商的优势类目进行假设	30
4.2 根据内容平台的流量供给进行假设	32
五、内容平台电商目前发展进程如何？	33
5.1 内容平台的电商类目丰富度及基础设施情况	33
5.2 内容平台电商的用户画像和商户经营情况	35
5.3 内容平台头部账号的直播近况	39
投资建议	41
风险提示	41

附录 41

图表目录

图 1: 平台心智的差异导致介入消费决策的环节不同.....	5
图 2: 电商平台四象限.....	6
图 3: 传统零售商的价值创造来自于提供“三流”的传递.....	12
图 4: 互联网时代平台型电商的核心价值在于信息匹配.....	13
图 5: 消费者的决策模型.....	14
图 6: 电商平台四象限.....	16
图 7: 淘系的 GMV 构成 (20/09-21/05)	17
图 8: 京东的 GMV 构成 (20/09-21/05)	17
图 9: 抖音电商和快手电商的 GMV 品类构成 (5.24-6.20, 非标占比高)	18
图 10: 目前内容平台做闭环电商的匹配单位仍然是直播间 (店铺) 而非商品.....	19
图 11: 平台心智的差异导致介入消费决策的环节不同.....	20
图 12: 移动互联网用户时长分布 (社交/娱乐时长占比远高于购物时长占比)	20
图 13: 在不同类型平台直播间/短视频的根本属性有所不同.....	21
图 14: 内容平台电商和货架式电商在匹配需求和商品时的区别.....	22
图 15: 内容平台做电商的实质是延伸其在商品交易匹配的产业链.....	23
图 16: 内容平台做种草成交闭环可以打通用户全链路行为数据.....	24
图 17: Teenie Weenie 在抖音品牌自播的每场人均停留时长 (中位数 107s, 21/04-06)	25
图 18: 短视频平台的广告收入和电商收入的拆解.....	26
图 19: 抖音官方课程课件中提到的 (服饰类目) 电商直播间不同阶段参考指标.....	27
图 20: 抖音电商 GPM 的影响因素.....	27
图 21: 电商直播转化漏斗.....	27
图 22: 对抖音各品类的品牌电商直播间的单位流量盈利能力的抽样.....	29
图 23: 内容平台电商适合切入的消费场景/类目特点.....	30
图 24: 各类目的市场规模和线上规模 (结合假设计算)	31
图 25: 日本和美国百货渠道的服饰类目销售额占比.....	31
图 26: 核心优势类目法测算内容电商市场规模.....	32
图 27: 抖音电商交易规模 (亿元) 上限的敏感性测算.....	33
图 28: 内容平台的电商用户性别分布 (女性占比更高)	35
图 29: 内容平台的电商用户年龄分布.....	36

图 30: 内容平台的电商用户/电商订单量地域分布	36
图 31: 「太平鸟」的天猫官方旗舰店和抖音官方旗舰店的经营情况	37
图 32: 「太平鸟」的天猫官方旗舰店的动销的商品标题分析	38
图 33: 「花西子」的天猫官方旗舰店和抖音官方旗舰店的经营情况	38
图 34: 「周六福」的天猫官方旗舰店和抖音官方旗舰店的经营情况	39
图 35: 各品牌的品牌自播账号对店铺 GMV 的贡献比例%	39
图 36: 抖音电商组织架构 (截至 21.07)	42
图 37: 快手电商组织架构 (截至 21.07)	43
表 1: 抖音近年在电商领域的布局	9
表 2: 快手近年在电商领域的布局	11
表 3: 内容平台和纯电商平台的价值创造和成本对比	22
表 4: 抖音 2020 年广告 CPM 假设测算	26
表 5: 2020 年抖音广告业务单位流量盈利能力测算 (方法②)	28
表 6: 抖音电商 21/05 Top 100 品牌电商自播间的单位流量盈利能力测算 (方法②)	28
表 7: 天猫/快手/抖音目前开放入驻的类目数 (截至 21.07)	34
表 8: 天猫/快手/抖音各类目的佣金率的对比 (截至 21.06)	34
表 9: 快手和抖音在电商基础设施的对比	35
表 10: 抖音品牌自播 Top 100 (21/05) 账号的近 25 场直播间的指标统计	40
表 11: 快手电商直播 Top 200 (21/05) 账号的近 25 场直播间的指标统计	40
表 12: 抖音电商大促的 GMV 和累计看播量	41

序言：

以抖音电商、快手电商为代表的内容电商规模快速增长是近两年国内电商市场格局最大的变化之一。本篇报告，我们试图去解答关于内容电商的三个问题：内容电商的本质、价值、规模。

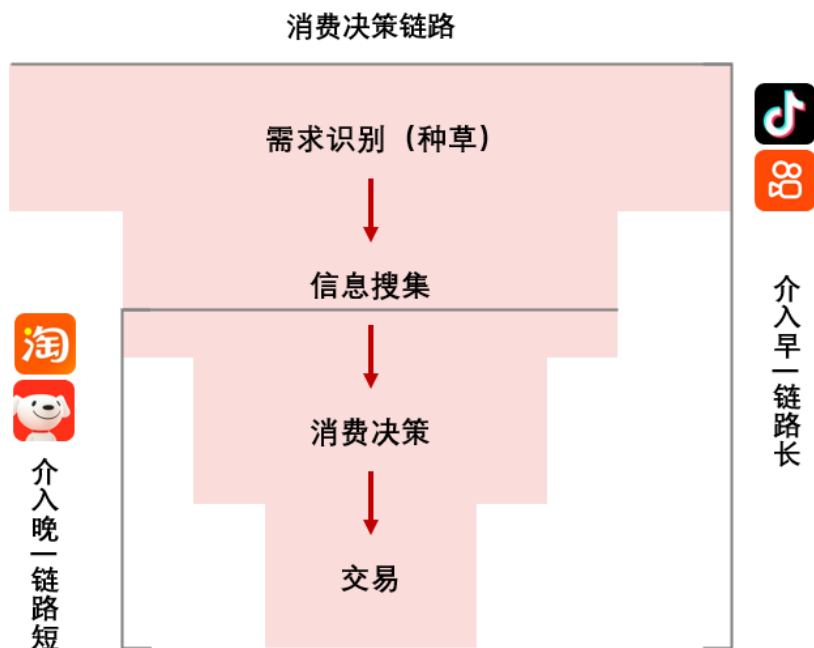
第一个问题，内容平台做电商，和传统电商平台的本质差异是什么？或者说抖音、快手做电商，和淘宝/京东/拼多多做直播电商的本质差异是什么？

最根本的区别，不是媒介的区别（不是图文和直播、视频的区别），而是平台心智属性的区别（因此对抖快电商更准确的定义不是「直播电商」，而是「内容电商」）。

- **内容平台**：用户带着内容消费、娱乐或社交的需求进入平台（但不带着明确的消费目的），虽然离最终的成交更远，但是内容消费/娱乐/社交占据用户大量时间（即时通讯+短视频+在线视频的互联网时长占比近 2 年始终在 50-60%）。
- **纯电商平台**：用户产生购物需求才会进入平台。用户有购物需求的时间并不长（过去 2 年电商平台的互联网时长占比基本不超过 5%）。

拆解用户消费的过程，是由“需求识别→信息搜集→消费决策→成交”几个环节构成，平台属性决定了内容型平台对用户的影响是从“需求识别”就开始了，影响用户的时间更早（品宣的效果更好），但是离最终成交更远（所以转化率整体很难比传统货架式电商高）；纯电商平台通常从“信息搜集”环节或“消费决策”环节发挥作用，对用户的消费决策的影响相对晚，但是离成交近（转化率天然会比内容电商高）。由于平台属性的差异，我们认为不能简单地对内容电商和传统电商进行横向指标对比（例如转化率、商户 ROI 等）。

图 1：平台心智的差异导致介入消费决策的环节不同



资料来源：东方证券研究所绘制

第二个问题，内容电商是否带来了新的效率提升（即创造新的价值）？是巨量流量灌溉下的昙花一现，还是会成为未来持续的电商主流趋势之一？

我们认为，在部分类目中（非计划性、非标、决策链路短、故事/内容/品牌性），内容电商相比传统电商平台确实提升了商品供需匹配的效率，在这些类目中内容电商平台可以占据一席之地。

如果对国内主流的电商平台进行分类：一种分类标准是「人找货」（主要承接计划性消费）和「货找人」（主要承接非计划性消费）；另一种分类标准是平台所依赖的比较优势，有些平台需要依靠「规模化」的优势，有的平台需要依靠「多样化」的优势。根据这 2 个标准，可以把国内现有的电商模式分为 4 种类型：

- 1) 人找货型电商、需依靠**规模优势**的平台：典型代表为**京东**。
- 2) 人找货型电商、相对优势是**多样化需求匹配**：典型代表为**天猫/淘宝**。
- 3) 货找人型电商、需要依靠**规模优势**的平台：典型代表为**拼多多**。
- 4) 货找人型电商、相对优势是**多样化需求匹配**：典型代表为**抖音、快手**等**内容平台做电商**。

内容平台优势是占据用户大量前端的时间+丰富的用户标签+精准的算法推荐能力，因此切入**非计划性购买场景、非价格敏感型、用户需求共性低、信息匹配难度更高的多 SKU 类目**是有比较优势的（或者说，内容平台做电商，能为这些交易场景和类目带来更为明显的效用及效率的改善）。我们认为，在大服饰、珠宝配饰、食品、彩妆等 SKU 丰富且迭代快的类目中，内容电商是可以创造差异化价值。

图 2：电商平台四象限



资料来源：东方证券研究所绘制

第三个问题，内容电商的规模会增长到什么量级？增长瓶颈是什么？

我们认为内容电商的交易规模天花板主要取决于 2 个因素：

第一个瓶颈，在于内容电商相较纯电商平台提供的差异化价值有多大，在哪些交易场景（哪些类目）可以做到比传统电商平台更高的效率，及效率改善的程度有多高，毕竟只有实现效率的改善，这些交易场景才会迁移到内容平台上（我们认为这决定了内容电商规模的长期天花板）。因此，我们将零售交易按照商品类目进行了分类，从内容电商可以切入的核心类目角度出发进行了测算；

第二个瓶颈，来自于内容平台的流量瓶颈。由于内容平台的第一属性是“内容”而非“电商”，因此搜索电商大概率不会成为主流，电商相关内容的展现主要还是来自信息流页面中的流量分发。因此内容平台可支撑的电商交易规模会受制于：平台本身的流量池规模、流量池给电商分配的比例，及单位流量内的电商成交效率（和测算内容平台的广告规模原理类似）。这也是为什么内容平台的电商成交规模在 618、双 11 这样的大促季爆发性不如传统电商平台，即大促期间的 GMV 和平销差距没这么大——因为电商大促季内容平台的流量池不会出现爆发式增长。我们认为这是内容电商规模的短期天花板。

基于以上 2 个因素，我们从 2 个角度进行了测算（详细过程见正文）：

1) 从核心类目角度：电商平台的崛起通常需要核心优势类目的支撑，且核心优势类目的规模占比相对高&稳定。我们认为大服饰类目是内容电商平台的核心优势类目，在乐观的情境假设下（假设在服饰类目市占率达到 40%），内容电商的实际成交规模（不含退款退货刷单等交易额）预计可达 3.2 万亿。

2) 从流量池的角度：由该测算角度涉及到内容平台分配给电商的流量比例、及单位流量内的电商成交效率等核心指标，但由于缺乏官方权威数据，且这些指标在内容电商快速增长的过程中会发生很大波动，因此我们更多是提供一种测算的方法和角度，具体结果数据对假设条件的敏感性较高，因此仅作参考。以抖音平台为例，当抖音的电商内容渗透率达到 3%、GPM 做到 1500 元/千次的情况下（或者渗透率 5%，GPM 达到 1000 元/千次），平台可以承载的电商交易规模约 2 万亿。

综上，长期来看，内容电商平台的市场空间（不包括电商平台的直播电商）是万亿级别规模以上的，但能达到什么量级，还是取决于在核心类目的效率优化能达到什么程度，这需要我们进一步的探究和跟踪。

短期来看，目前大多数商家缺乏围绕商品进行内容创作的能力，因此商品相关的内容质量（如何让商品内容的观看体验提升），及商品和内容之间的匹配精确性的提升需要一定过程。所以短期内，在大盘 GPM 提升速度不够快的情况下，平台的流量供给会成为抖音、快手等平台的电商规模提升的核心瓶颈之一。

本篇报告还没有解决的问题：

我们在这篇报告中，围绕内容电商的定义、价值创造进行了比较定性的探讨，并从类目和流量池的角度对市场空间进行了测算。

而目前电商平台之间的竞争已经进入到各商品垂类竞争的阶段，各电商平台在不同类目上的竞争力有较大差异，各垂类行业的痛点及需要效率提升的方面也不尽相同，需要从各细分类目（如服饰、美妆、休闲食品等）去探究内容电商在其中的竞争力及发展情况。

本篇报告成文于 2021 年 7 月左右，因此文中大部分的资料和数据样本取样于 21 年 5-7 月。

本篇报告的结构:

第一章，回顾了抖音、快手 2018 - 1H21 的电商发展不同阶段；

第二章，从零售商的本质出发，探讨了内容平台开展电商业务是否给零售行业带来增量价值；

第三章，探讨了为什么内容平台要大力投入电商业务（尤其闭环电商），及对其盈利能力的影响；

第四章，从核心类目角度、平台流量供给的角度对内容电商的空间进行了测算；

第五章，介绍了一下抖音、快手目前在电商方面的进程（覆盖类目和基础设施方面），以及选取了一些微观样本来观察抖快电商商户的经营情况（和天猫进行了对比）。

一、内容电商发展节奏及策略回顾

1.1 抖音电商：种草为主→达人直播→品牌自播

回顾抖音电商过去 2 年的发展，我们可以总结出抖音以下几点发展特征：

- **策略重心的变化**：以种草为核心，给电商引流站外成交（2019 年及之前）→ 力推达人直播但效果一般（2020 上半年）→ 推品牌自播并彻底闭环，做出标杆案例打样，再总结方法论（FACT 模型）向更多商家进行扩散（2020 年下半年至今）。
- **供应链端**：抖音做电商不缺流量，缺供应链和品牌。所以先在 2020 年上半年放低入驻门槛大量引入商家，包括中小、产业带、品牌型商家；商家入驻量足够多后（企业号达 800 万），开始进行结构优化（提升开户门槛、提升口碑分对账号流量的影响权重）。
- **类目方面**：先做相对优势品类（服饰、美妆），再带其他品类。
- **基础设施和服务生态**：逐渐补齐，电商营销工具（巨量千川）、数据分析（电商罗盘）、店铺工作平台（抖店）、达人商品匹配平台（巨量百应）都上线了，并获得了支付牌照（抖音支付），并上线分期产品（DOU 分期）；引入并培训了大量专业服务商（DP 商、MCN）。
- **组织架构和人员**：电商升级成一级业务部门，分国内和国外，挖来大量淘系员工加入。
- **直播电商 GMV**：（根据晚点 LatePost）5000 亿（2020）→ 1 万亿（2021 目标）。

表 1：抖音近年在电商领域的布局

时间	事件
2018.12	抖音 <u>全面开放购物车</u> 功能，此前只对百万粉丝红人开放。 <i>（意味着电商功能正式全面上线）</i>
2019	主要的电商成交来自 <u>短视频挂小黄车跳转外链</u> 成交。2019 年总 GMV 400 亿，短视频电商 260-270 亿，直播 GMV 只有 100 亿+ <i>（该阶段没有主动扶持，也没有设门槛，主要是做种草环节，为外链电商平台导流，19 年抖音和淘宝签了 70 亿年框）</i>
2020Q1	一方面，疫情期间为了扶持中小企业， <u>0 门槛开通购物车并给技术服务费优惠</u> ；另一方面，加强对商户、达人进行 <u>规范化管理</u> ，例如筛选化妆品、生鲜产品，建立商品分享达人等级体系分级管理。 <i>（该阶段抖音对各类商家是持非常开放的态度）</i>
2020.04	签约罗永浩，在抖音开启直播带货 <i>（标志着平台对达人直播扶持的开始，平台想将罗永浩打造成达人直播的标杆案例）</i>
2020.05-06	抖音开放个人入驻小店，0 粉丝可申请“购物车”； <u>招募优势类目（鞋服箱包）的产业链商家</u> <i>（大力引进供应链）</i>
2020.06	字跳正式成立 <u>电商一级业务部门</u> ；“抖店”APP 上线；发布「百大增涨计划」鼓励头部品牌入驻。 <i>（电商的战略重要性升级，并为电商闭环做铺垫）</i>
2020.07	发布扶持新入驻小店商家的“种子计划”（此计划为长期激励政策，每月会更新激励政策），首期重点扶持鞋包箱包、美妆等 5 大品类。 <i>（大力引入供应商，尤其是优势类目、品牌商户）</i>
2020.08	对第三方电商平台的商品链接收 20% 的服务费，抖音小店链接仅收 5%；举办奇妙好物种 GMV 超 80 亿 <i>（外链收费提升为直播电商闭环做铺垫）</i>

2020.09-10	拿到支付牌照；上线搜索广告；企业号数量达 500 万；给予优质自播商家额外返点； 切断直播间第三方外链 ；电商部门内部搭建供应链支持支持团队、品控团队；电商广告系统鲁班新客开户门槛大幅提升。 <i>(开始扶持品牌自播, 直播电商正式闭环, 同时开始优化商家结构)</i>
2020.11	举办 11.11 抖音宠粉节战报出炉，支付口径 GMV 187 亿。
2020.12	修改规则，提升账号带货口碑对流量的影响权重，分数低会被限流 <i>(对商家进行结构优化)</i>
2021.01-02	抖音支付上线，并推出分期功能“ DOU 分期 ” <i>(补充基础设施)</i> ；抖音年货节实现支付口径 GMV 208 亿 <i>(做较频繁的电商大促活动)</i> ；电商团队整合落地上海，至 2 月份电商团队约 2500 人，产品+运营 2000，研发 500。
2021.02-3	Teenie Weenie 官方公布抖音直播数据， 品牌自播 30 天突破 1.8 亿 GMV ，单场最高 3400 万 <i>(抖音从 20 年底推品牌自播, 21 年初打造出标杆案例)</i>
2021.04	召开“抖音电商生态大会”，发布「 FACT 」经营方法论，发布多方面扶持计划和目标 <i>(向商家普及方法论)</i> ；整合电商广告产品「 巨量千川 」正式上线 <i>(改善营销基础设施)</i> ；抖音电商布局仓储环节
2021.05	电商部门人事调整：国内国际分区管理，分为中国区和非中国区，分区管理。原巨量引擎商业产品中国区负责人魏雯雯担任抖音电商中国区负责人，现任抖音电商总裁的康泽宇仍然担任电商负责人，主要负责电商国际化
2021.05-06	京东进驻抖音，签订 200 亿 GMV 年框；抖音 618 好物节 ，累计看播人次 372 亿；21 上半年定期举办抖 Link 选品会、服务商大会；电商部门挖来大量淘系人员。
2021.07-09	阿里和抖音完成新一年续约；发布抖音企业号 2.0 ，提出“抖音私域”概念；抖音 818 新潮好物节 ，累计看播人次 304 亿；媒体报道， 抖音电商独立 APP 将于 10 月份上线。

资料来源：抖音，36Kr，Tech 星球，晚点 LatePost，界面新闻，东方证券研究所

1.2 快手电商：头部达人直播出圈→扶持中腰部达人+品牌商

快手的电商业务最早出现在大众视野里，是由于**头部达人**的直播卖货取得了非常亮眼的成果，在 19 年、20 上半年，越来越多的千万粉丝级别的专业电商达人涌现（一部分是娱乐类主播转型，一部分是在供应链方面有优势的达人），快手电商的成交额快速增长，并形成了很多用户对快手电商的认知。为了防止生态的头部集中度太高，平台开始推出各方面的扶持（流量、供应链、方法论培训、服务商、智能化工具等）来鼓励中腰部商家的成长，并对垂类进行深度运营来引入各类目的专业主播、商家、供应链。同时在 2021 年开始鼓励品牌商入驻进行自播，形成一定代表性案例，长期表现待观察（良品铺子、韩都衣舍、海澜之家）。

- 电商生态：从成立之初到目前均是以**达人直播**为主，可分为以下 3 个发展阶段：1) **少数头部达人直播**带货出圈 → 2) 更多**头部专业电商达人**涌现，培养用户电商习惯 → 3) 平台**流量分配**去头部化，扶持**中腰部主播**成长，并**鼓励品牌商入驻自播**。

- 类目方面：优先核心品类（19 年底开始，平台基本每月都会举办服饰、美妆垂类的大小活动），后期加大对食品、家居百货、奢侈品、二手垂类的供应商、达人、品牌、服务商的引入和扶持力度。

- **基础设施和服务生态**: 逐渐补齐, 电商营销工具(磁力金牛)、数据分析(生意通)、店铺工作平台(快手小店)、达人商品匹配平台(好物联盟)都上线了; 引入并培训了大量专业服务商(KP、MCN)。
- **直播电商 GMV**: 近 600 亿(2019) → 3800+亿(2020) → ~6500 亿(2021 目标, 根据晚点 LatePost)。

表 2: 快手近年在电商领域的布局

时间	事件
2018	快手成立电商部门; 并推出快手小店; 举办首届“卖货节”, “散打哥”创造单日销售额 1.6 亿+的销售记录;
2019	笑古(余双)加入, 成为快手电商业务负责人; 「金牛平台」上线, 主要承接货到付款的二类电商的广告投放需求; 2019 年实现 GMV 近 600 亿。
2020.01-02	推出了“快品牌成长加速计划”; 下调食品、数码 3C、黄金的技术服务费;
2020.03-04	扶持新商家(0 门槛入驻、10 亿流量扶持); 推出品牌招募计划; 对连麦 PK 卖货进行规范(作为权益向优质商家开放); 招募“快手电商合伙人”(服务商、供应链、达人孵化、产业带等);
2020.05-07	头部电商主播辛巴、散打哥直播间被封禁(限制头部主播); 电商日活突破 1 亿; 上线电商广告产品「小店通»; 上线商家等级体系; 跟京东达成深度合作; 举办 616 品质购物节、红木节、夏日美食节、家清好物节、宠爱变美节(美妆) ;
2020.08-09	达人-商品匹配平台「快手好物联盟」上线, 并开始招募招商团长(解决达人直播的商品供给问题); 商品属性库上线; 调整 PK 卖货门槛(参考粉丝量、DSR 指标); 推出商家“双百”扶持计划; 电商日活突破 1 亿, 平台活跃商家数超过 100 万, 8 月电商订单量超 5 亿; 和京东联合发起“9.9 双百亿补贴”; 举办快手美食节, 服饰、美妆宠粉节;
2020.10-11	举办 116 购物狂欢节 ; 跨境电商业务开始正规化; 通过收购间接获得支付牌照; 「小店星级」功能上线; 举办服饰、美妆宠粉节; 针对中小主播的“产地好主播”挑战赛
2020.12	电商数据平台「生意通」上线; 举办奢侈品、美妆宠粉节; 推出食品行业招商团长激励&商家扶持计划; 2020 年实现 GMV 超 3,800 亿 ;
2021.01	举办年货节(珠宝、美妆、奢侈品、家居生活、跨境等垂类);
2021.02	招募品牌服务商;
2021.03	举办“ 2021 快手电商引力大会 ”; 高粉主播电商 PK 收税; 推出泛家居“星辰计划”; 推出美妆“鹊桥计划”; 陆续开放二手类目并推出扶持激励政策; 38 女神节 大促; 1Q21 实现 GMV 近 1200 亿 ;
2021.04	服饰行业推出“快手有潮搭”活动; 春风行动新商家优惠政策; 联合义乌小商品城举行全球直采节; 推出“明眸计划”(美瞳类目);
2021.05	电商营销平台「磁力金牛」全量上线; 发布“ STEPS ”品牌经营方法论, 公布良品铺子品牌自播数据; 上线跨境电商业务“快手进口店”;
2021.06	上线“小店信任卡”; 举办 616 品质购物节 ;

资料来源: 快手, Tech 星球, 晚点 LatePost, 亿邦动力, 支付百科, 东方证券研究所

二、内容电商价值思考：是大力之下的昙花一现，还是未来趋势？

这一章节我们将试图去探索，内容平台做电商是否仅是大力之下的昙花一现——即依靠平台的流量补贴、资源倾斜促成的不可持续的万亿交易规模，还是内容电商确实是一种商业模式的升级优化，能带来某些交易场景下的价值提升或效率提升，这种情况下电商交易的迁移是必然的结果。

下文，我们将探讨零售商、平台型电商的本质，并拆解消费者购物行为的各个环节，**尝试去回答 2 个问题（即探讨内容平台开展电商业务的正当性）：**

第一个问题：平台型电商的价值是什么？内容平台给商业交易带来了哪些价值提升或效率改善？

第二个问题：内容平台做电商 VS 传统电商平台的核心差异是什么？

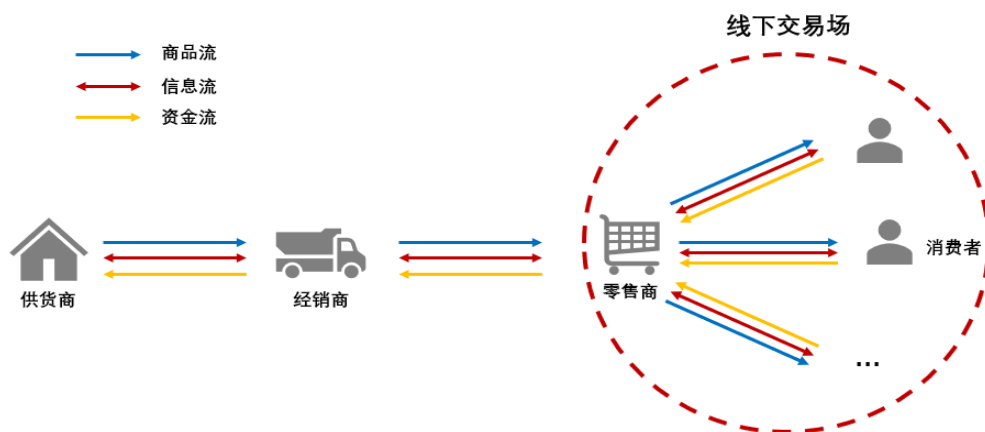
第一个问题：电商的价值是什么？内容电商带来了哪些价值提升或效率改善？

1) 回顾零售商价值定义，内容电商和货架式电商比拼的是什么能力？

商品零售的价值是对接生产商的供给能力和消费者的需求，对接的过程包含信息的传递、商品流的转移、资金流的转移。

传统零售商：零售商的价值创造，体现在实施信息流、商品流、资金流的传递（即把商品信息、商品实体从供货商向离消费者更近的地方搬运，把资金从消费者向离供货商更近的地方搬运）。**零售商的价值提升来自三流传递效率的提升**：例如提升信息匹配效率（帮助用户实现需求发现、降低用户对商品认知的壁垒、增加商品价值发现）、降低商品传递的成本（降低单位物流成本、降低商品损耗）、降低资金传递的成本。**互联网技术被应用之前，信息/商品/资金流动通常同时发生，因此传统线下零售企业通常是三流的流通都参与**，比如超市、专业连锁，这部分零售商的核心竞争壁垒来自于优秀的商品管理和运输能力与策略、优秀的销售体系或好的区位、低的资金成本。

图 3：传统零售商的价值创造来自于提供“三流”的传递



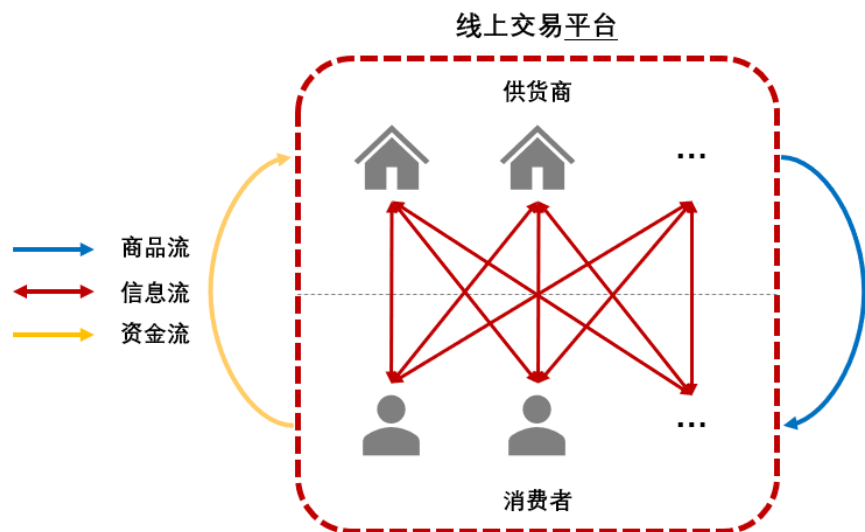
资料来源：东方证券研究所绘制

互联网平台型电商：零售进入数字化阶段，互联网、物流配送、网络支付的技术和能力成熟，发生了什么变化？

第一，**信息流、商品流、资金流**的发生可以不同步，**三流的传递可以由不同主体承担**。（当然也有三流都做的，比如京东、亚马逊的电商，这些企业的本质更接近传统零售企业，对传统零售企业重要的能力对于他们仍然很重要，比如商品的仓配运输效率、资金成本等。

第二，**平台型商业模式出现**。目前国内电商平台，更主流的模式是 3P 平台模式，平台模式主要提供信息匹配的价值，实物商品流、资金流的转移可以由第三方承担。和线下零售商比，**平台型电商的最大价值创造在于提升了信息传递的效率**，信息传递能力提升也附带提升了商品流动的效率。

图 4：互联网时代平台型电商的核心价值在于信息匹配



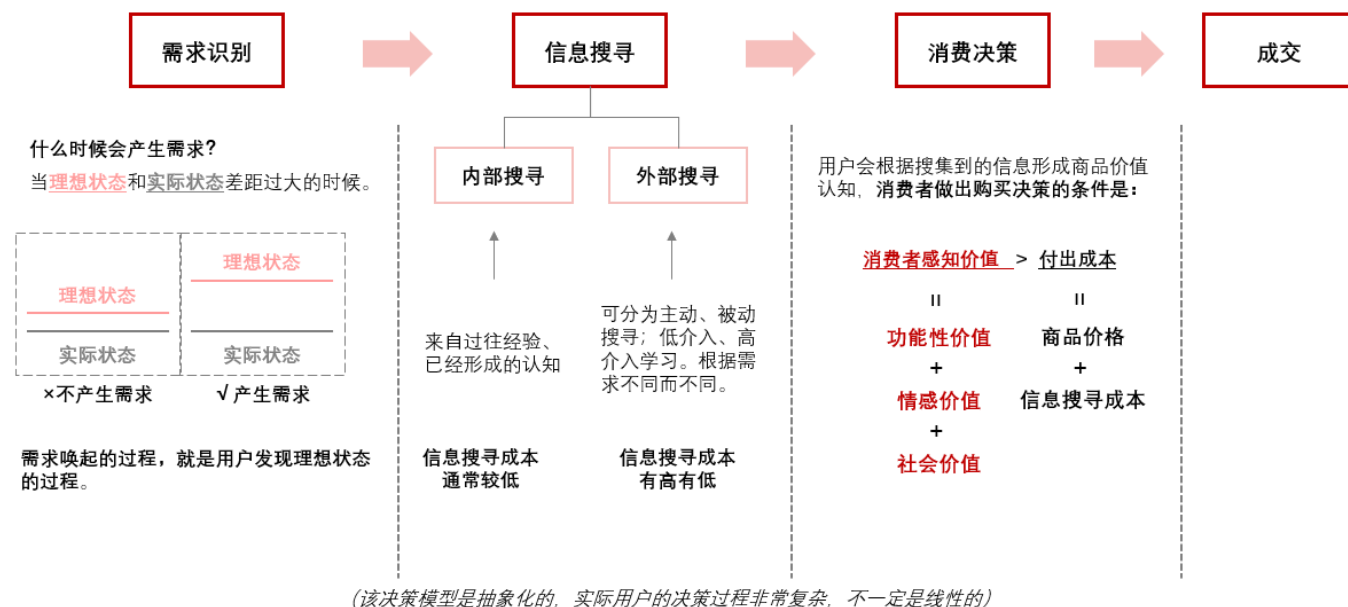
资料来源：东方证券研究所绘制

初步结论：通过对零售或电商本质的讨论，我们首先明确了讨论的定义和范围。目前内容平台做电商，均是以平台的模式去运营，因此在讨论内容型平台电商和传统电商的差异时，**核心需要讨论他们在商品交易中【信息匹配环节】的能力差异**，其次延伸到由信息匹配效率的提升带来的供应链端的效率改善。

2) 信息匹配价值的落地环节——拆解用户的消费决策过程

在明确了我们讨论的范围是各平台信息匹配能力的差异后，我们需要具体分析，商品零售交易具体有哪些信息匹配的环节，各方平台在各环节都提供了什么价值，我们将通过拆解消费者的购物决策模型来进行分析。

描述消费者决策的模型有很多，我们参考了前人的研究并进行了简化，将**消费决策的过程分为 4 个阶段**：① 需求识别；② 信息搜寻；③ 消费决策；④ 成交。

图 5：消费者的决策模型


资料来源：《消费者行为学》Michael R. Solomon，东方证券研究所

① 需求识别阶段（通常更容易发生在内容消费/社交场景）：

“需求识别”直白地说就是“种草”，当消费者认知到自己目前的**实际状态**和**理想状态**存在足够大的差距时，且这种差距有一定重要性时，会产生需求。通常基础、刚性的需求，消费者不需要信息输入也可以识别；而对于一些升级、可选的需求，需要更多的信息输入来帮助发现理想状态，通常在用户内容消费或社交的场景下更容易触发：因为往往理想状态的发现，一方面是来自对绝对的、更好的状态的追求，一方面是来自于人在社会人群中的归属感的追求，或更高排序的追求。

② 信息搜寻

需求产生后，用户会开始搜寻信息、形成解决方案试图靠近理想状态。信息搜寻的方式可以分为两种：

- 1) 内部搜寻**：消费者调用已经形成的长期印象、记忆、经验来形成认知，几乎不产生搜寻成本；（所以当某个商品/品牌已经让消费者形成了长期正面印象，消费者的决策成本会大幅降低）。
- 2) 外部搜寻**：消费者需要得到新的**外部**信息输入（主动或被动）来辅助认知，这时会产生搜寻成本，搜寻成本按照信息获取方式的不同，或认知闭合需要程度的不同而有高有低。

③ 做出消费决策（决策条件是：消费者商品感知价值>付出成本）

消费者做出决策的主要依据，是比较商品的感知价值和为了获得商品所需付出的成本。其中：

- **消费者感知价值**：是消费者的主观感知价值而非客观价值；通常可以分为功能性价值（通常和商品的实用性、物理属性挂钩）、体验价值（如给消费者的情绪、体验等）、社会价值（和社会、人际交往属性相关）；**信息可以帮助消费者建立对商品价值的更准确的认知。**
- **成本**：购买一件商品的成本，既包括要支付给商家的商品价格，也包括搜寻到合适商品的信息搜寻成本。

当消费者感知价值相较付出成本越高时，成交的概率越高。

总结：通过拆分消费者的决策模型，可以将电商平台在商品交易中的信息传递功能拆解成：1）帮助消费者完成需求识别（种草），2）让消费者低成本地完成信息搜寻的过程从而 3）形成对品牌/商品的准确价值感知。

用户的种草、价值认识、消费决策在哪个平台完成，哪个平台就能在整个信息匹配价值链中分到更多的份额（或说分到更多的品牌营销、渠道预算），而提供成交功能的平台只能获得提供基础设施对应的价值。假设一种极端的情况，如果消费者的所有购物决策已经在某个平台之外完成了，再进入这个电商平台直接找到所需商品下单，那么这个电商平台的所有广告展示、竞价排名都是没有意义的，商户不会为此付费。

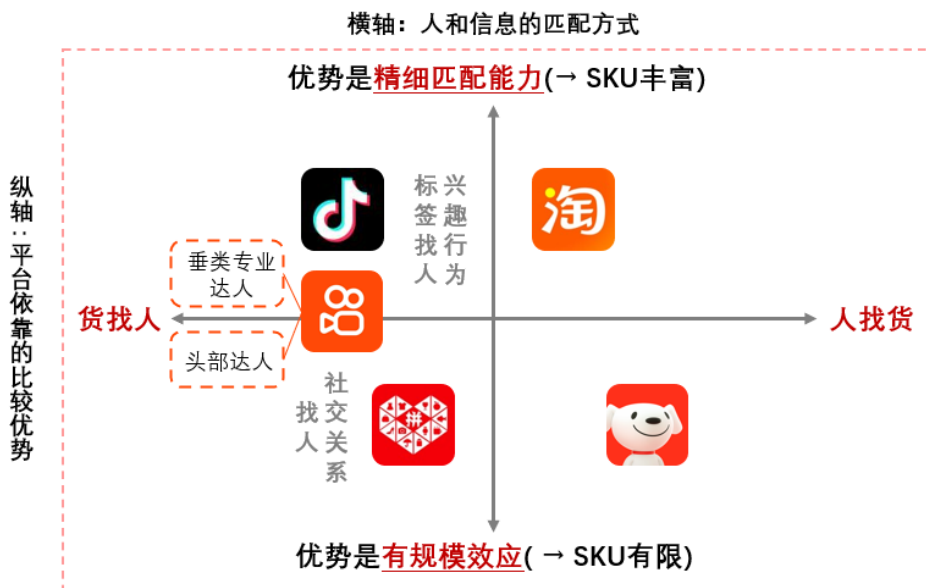
3) 各电商平台在信息匹配方面的差异是什么？

目前电商交易平台的参与者主要由阿里、京东、拼多多、快手电商、抖音电商五大平台构成，我们按照两个维度将目前的电商平台分成 4 个象限（4 种模式）：

第一个维度，是按照信息和消费者的连接方式来区分，即人找货（右象限）和货找人（左象限）两类。在第一代电商崛起时，通过用户的主动搜索来实现人货匹配可能是当时效率最高的模式；但随着算法推荐技术的成熟，且移动互联网的普及使得单一个体的多维度信息搜集成为可能，信息找人的模式在互联网产品中的应用比例在提升（无论是商品消费，还是内容消费）。

第二个维度，是按照平台依靠的相对优势来区分，下方的平台在商业模式的选择上更加依赖规模优势（结果是平台的 SKU 丰富度有限），而上方的平台在能力上更擅长精细化、个性化的人货匹配（结果是平台的 SKU 丰富度较高）。

图 6：电商平台四象限



资料来源：东方证券研究所绘制

【人找货】型电商平台：

人找货的模式更多承载着用户主动的、计划性的购买行为（平台从信息搜集环节开始介入），但各平台选择的商业模式不同，也分化出不同的特点。其中：

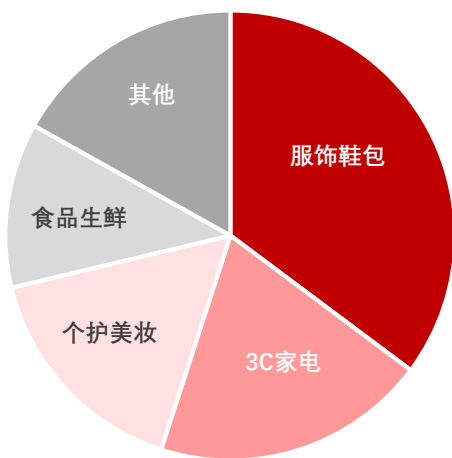
- **【淘系】**：右上象限（人找货模式+精细匹配）。从成立之初就坚持平台模式，且依赖平台型商业模式的双边效应，成立之初的策略就是大力招募商家入驻（早期对商家免费），平台主要作用是进行双边信息撮合，双边参与者越多、积累的数据越丰富，可实现最佳匹配的概率越大、撮合的效果越好；在流量分发方面，也从最早期的爆款模式逐渐向千人千面模式转变。此外，在集团整体建立了“阿里动物园”的生态体系，产品覆盖用户各类的工作、生活、娱乐的场景，数据维度更丰富，进一步加强了精准信息匹配的比较优势。

淘系的优势类目方面：由于阿里提升的是信息匹配的效率，因此最容易做起来的品类，是成本结构中信息匹配成本占比非常高的类目——比如 SKU 丰富度高、更新快的类目，所以**大服饰类目**是阿里早期最先做起来的类目（服饰的渠道费和营销费率高，以及有大量因为信息匹配效率低导致的库存成本和存货减值成本）。淘系平台的出现，一方面是降低了用户信息搜寻成本，同时也对上游产生影响，提升了供应链的效率降低了存货损耗，使商品价格有下降的空间。总结来看，**精细化匹配的能力让阿里在多 SKU 类目的商品里更有优势，所以淘系电商的生态特征就是多 SKU。**

- **【京东】**：右下象限（人找货模式+依赖规模效应）。和同是搜索型电商的淘系平台相比，京东的比较优势是 1P 模式下的高质量履约服务，涉及到线下商品的流通和交付，有大额的基础设施投入，是一个规模效应的生意，单品量越大，单位成本越低，所以相比竞对，做多 SKU 的商品生态不能发挥优势，所以其电商生态的特点是相对有限的商家数和有限的 SKU 数。

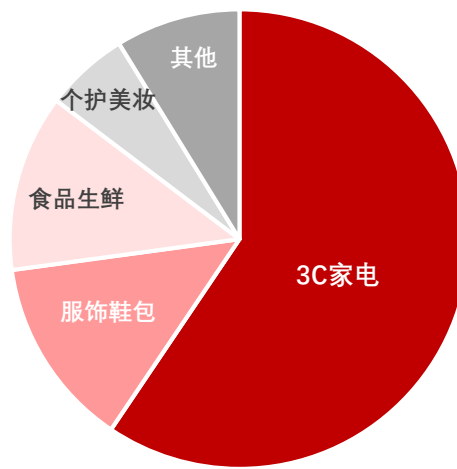
京东的优势类目方面：京东最先切入的品类是，商品的消费者感知价值中服务体验价值占比高的品类，比如对运输、售后有较高要求的**家电、3C 类目**。京东选择做自有物流，在商流方面相比竞对有更高的效率和成本优势，所以第二阶段切的品类，是成本结构中商品流通成本占比高的品类，比如**日用百货**等（因为日用百货客单低，物流费率相比其他品类更高）。

图 7：淘系的 GMV 构成（20/09-21/05）



资料来源：魔镜，东方证券研究所

图 8：京东的 GMV 构成（20/09-21/05）



资料来源：魔镜，东方证券研究所

【货找人】平台：

货找人型电商，除了参与信息搜寻环节，通常也参与需求识别的环节，能够帮用户发现需求，主要承载用户非计划性的、升级型消费需求。货找人型电商包括：

- **【拼多多】**：拼多多能弯道超车的根本原因是满足了用户普遍存在的高性价比追求，而实现低价的途径是让商家实现规模效应，即打爆款。能做爆款的商品通常是标准化程度高，或是用户已形成信息和价格一致认知的高知名度商品（所谓“硬通货”）。爆品的属性决定了其流量（流量=需求）的集中度要高，但对信息精准匹配的能力要求不高；因此，拼多多借助社交关系（社交找人的精确度通常比大数据/算法找人的精确度差一些）来汇集高度共性需求的方式是可行的，因为爆款本身不需要精准匹配。

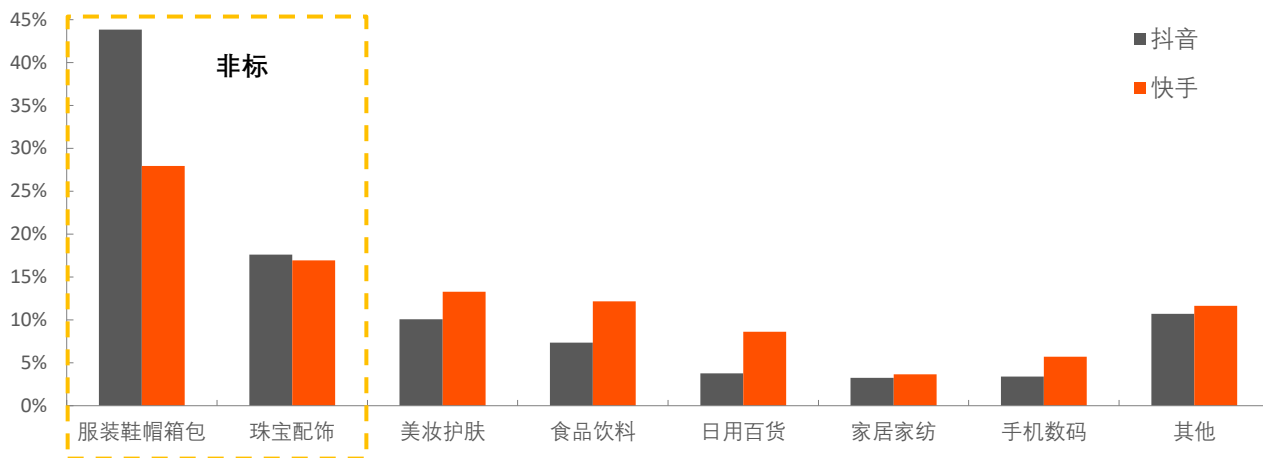
优势类目方面：拼多多需要依靠规模效应，因此商品生态的 **SKU 是有限的**，所以切入标准化程度高的**日用百货、农产品**是相对有优势的。包括百亿补贴能做起来，也是先从“硬通货”商品开始（例如 iPhone、戴森吹风机等市场充分认知的产品）。

- **【内容平台做电商】**：抖快 2 个平台的相对优势是：1) 强大的内容基因和视频化内容基础设施；2) 强大的基于内容的算法推荐能力；3) 丰富的人群兴趣行为标签。所以，拼多多的货找

人是将共性需求匹配给消费者，而内容电商可以将个性化需求精准匹配给消费者。拼多多更多依靠性价比、社交信任关系（降低商品价格+降低信息搜索成本）来实现转化，内容电商可以依靠内容（提升消费者价值感知+降低信息搜寻成本）来实现转化。所以最适合切入的品类是易产出场景化内容、SKU 丰富度高的品类。另外想补充的是，内容平台的内部其实也存在分化，比如头部电商达人直播间（无论淘系或抖快），其实和拼多多属性更接近，转化用户的方式不是通过个性化的匹配，而是通过汇集共性需求、降低价格（货找人+规模效应）。

优势类目方面：内容平台的优势是占据用户大量前端的时间+丰富的用户标签+精准的算法推荐能力，因此，切入非计划性购买场景、信息匹配难度更高的多 SKU 类目是有比较优势的（或者说，内容平台做电商，能为这些交易场景和类目带来更为明显的效用及效率的改善），因此在抖音、快手上最先做起来的商品，是大服饰类目以及珠宝配饰。

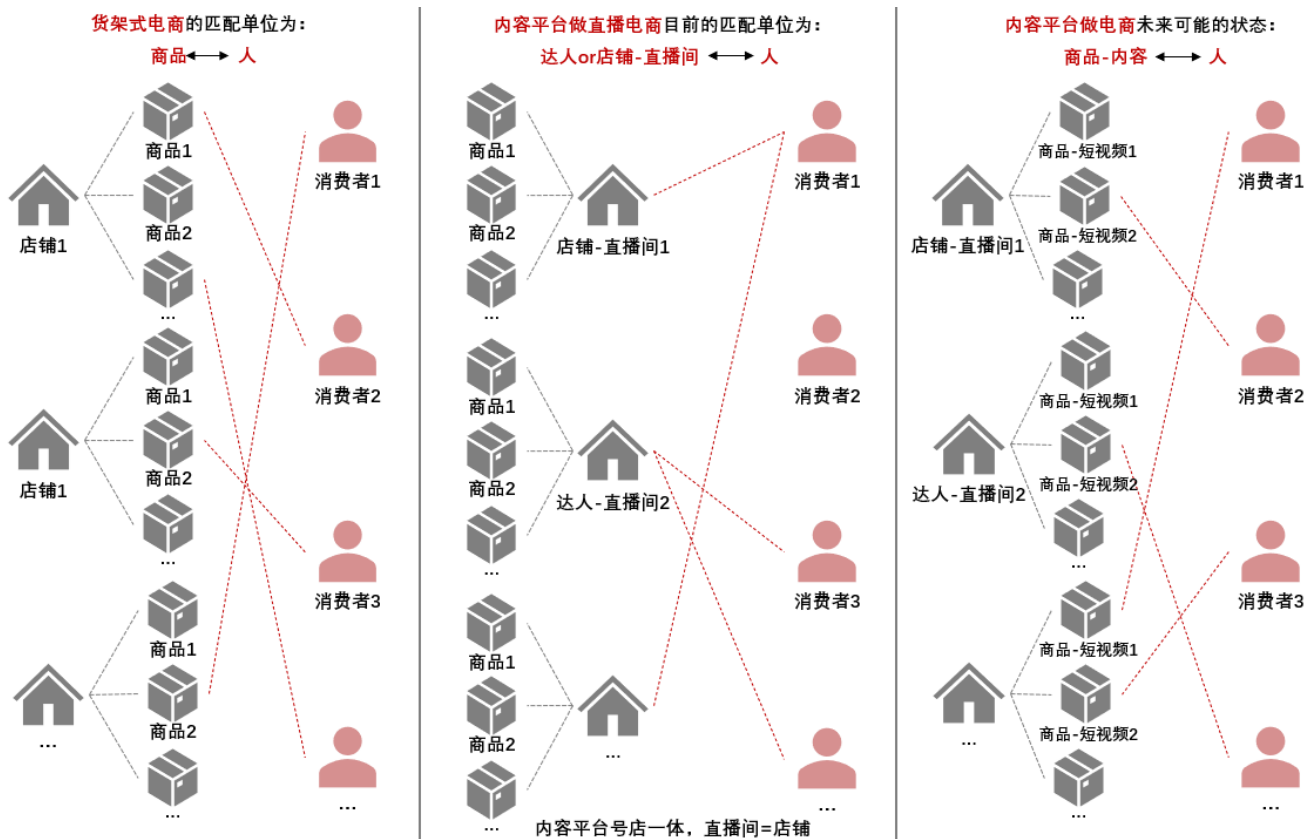
图 9：抖音电商和快手电商的 GMV 品类构成（5.24-6.20，非标占比高）



资料来源：飞瓜数据，东方证券研究所

进一步讨论：目前内容平台（主要指抖快）做闭环电商主要是通过直播电商的形式，而这就决定了目前内容平台进行供给-需求匹配时，是以直播间为单位的，而非以单个商品为单位（如下图所示），而且直播间是实时进行的，平台没办法控制每个用户进到直播间看到的画面，这就对匹配的精准度有了一定的限制。直播间的数量是和店铺数是同一个量级的（一般一店一号，几十万或上百万量级），没办法做到和商品的 SKU 数相似量级（千万甚至亿级别），但是短视频内容可以做到和商品 SKU 类似量级，所以可以推断的是，内容平台做电商，未来应该不止是只走直播成交这一条道路，后期短视频成交也可能会成为内容平台电商的重要路径。

图 10：目前内容平台做闭环电商的匹配单位仍然是直播间（店铺）而非商品



资料来源：东方证券研究所

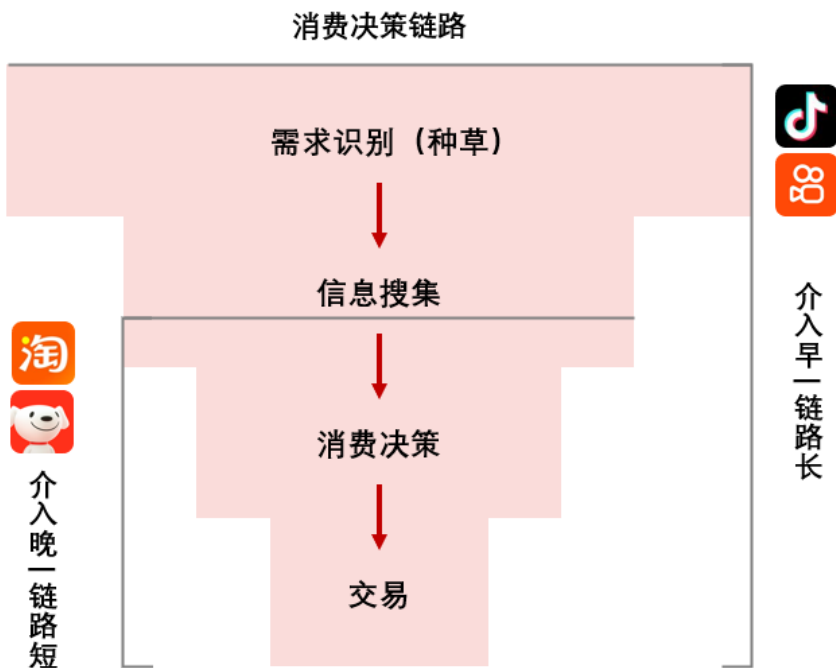
第二个问题：内容电商和电商的本质区别是什么？怎么对比？

1) 内容平台做电商和传统电商平台的本质区别是什么？是平台心智

我们认为内容平台做电商和传统货架式电商最根本的区别，不是媒介的区别（不是图文和直播的区别，淘系/京东/拼多多也有直播/短视频的基础设施），而是平台心智的区别（因此对抖快电商更准确的定义不是「直播电商」，而是「内容电商」）。

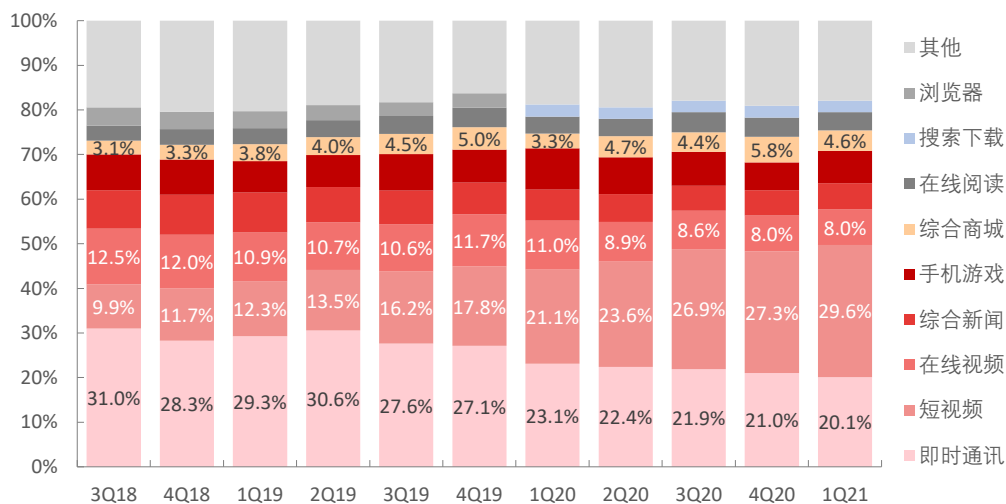
- **内容平台**：用户有内容消费、娱乐或社交需求时会进入平台。从时长分布看，用户用于内容消费/社交的时间更长——即时通讯+短视频+在线视频的时长占比始终在 50-60%，平台对用户的影响从还未形成购物需求开始。
- **纯电商平台**：通常用户产生购物需求才会进入平台。从用户行为规律上看，有购物需求的时间并不长——电商平台的时长占比基本不超过 5%（不到内容消费/社交时间的 1/10）。

图 11：平台心智的差异导致介入消费决策的环节不同



资料来源：东方证券研究所

图 12：移动互联网用户时长分布（社交/娱乐时长占比远高于购物时长占比）

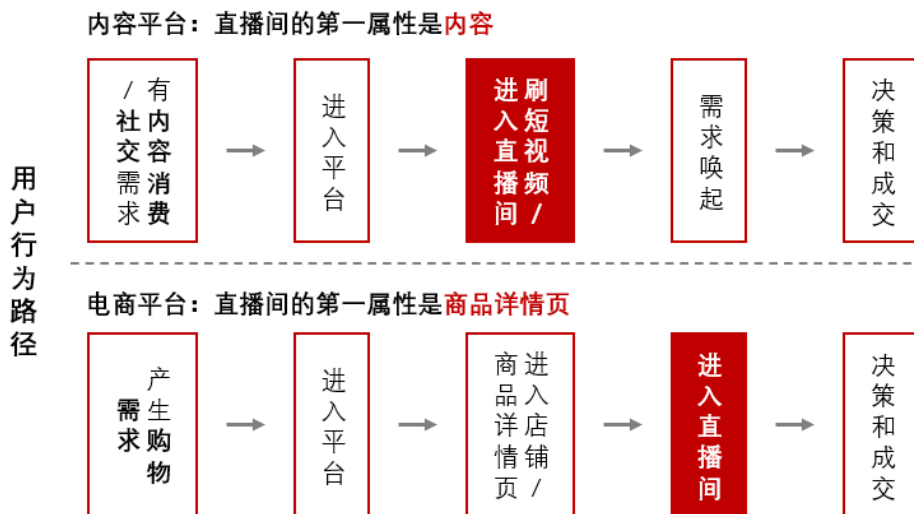


资料来源：极光大数据，东方证券研究所

由于平台心智的不同，导致虽然都有直播/短视频带货的形态，但直播间/短视频的属性在两类平台上有根本性的区别：

- **纯电商平台**：虽然电商平台也可以有短视频或直播的形式，但用户通常带着了解商品信息或寻找折扣的目的进入直播间（特指店铺自播的直播间，自带流量的达人直播间已经有了一定的内容属性），**电商直播间于用户而言第一属性是一个实时动态、视频化的商品详情页。**
- **内容平台**：用户观看直播间或短视频时，通常不带有明确购买目的而是带着消遣娱乐/社交目的，**电商直播间于用户而言第一属性是内容**，内容的作用是唤起用户需求，用户产生需求后直播间才起到商品详情页的作用。由于内容属性强，平台对内容质量的要求程度会更高。

图 13：在不同类型平台直播间/短视频的根本属性有所不同

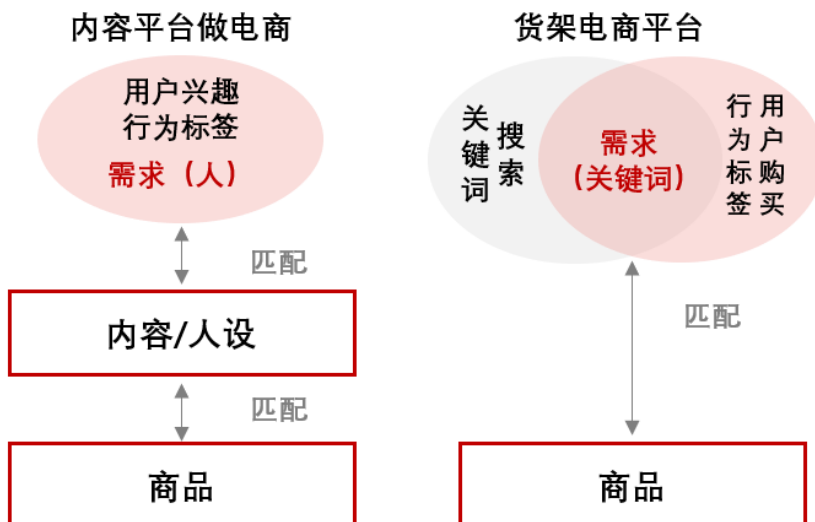


资料来源：东方证券研究所

平台属性的差异，使信息匹配的过程有所不同，对商家的经营能力有不同要求：

- **纯电商平台**：用户进入货架式电商平台，自带购买需求关键词，需求的背后是一个非常具体的关键词，**系统只需要做需求关键词和商品关键词的匹配**。所以商家在货架式电商平台推广商品，只需要装修好店铺和商品详情页，给商品做好关键词的匹配。
- **内容平台**：用户进入平台不带任何代表需求的关键词，系统需要通过用户的身份、行为来推测用户的潜在需求，并匹配相应内容，内容到商品又有一道匹配，二者需要具备一致性。**需求的背后是一个人**。所以商户在内容平台经营的难点在于：1) 将用户的兴趣行为标签映射到具体购买需求，猜他们需要买什么（所以商户在抖音/快手的经营重点是找商品对应的人群圈层）；2) 提升内容制作能力，并探索到什么是和商品匹配度更高的内容或账号人设。

图 14：内容平台电商和货架式电商在匹配需求和商品时的区别



资料来源：东方证券研究所

2) 内容平台和传统电商平台是否能进行电商效率的对比?

我们是否能对内容平台做电商和纯电商平台进行效率的对比? 由于“效率=价值创造-成本”，我们可以对比两类平台在价值创造和成本方面的差异：

- **价值创造**：如果将“最终成交”作为衡量电商平台的价值的创造标准，那么以信息匹配为核心价值的平台型电商，单位流量内（流量=用户数×时长）完成的匹配数量越多、匹配得越精准，价值创造越大。结合图 11，内容平台占据消费者的时间长，但是离最终决策较远，所以单位流量内的成交数量是少的；而电商平台通常在用户有购物心智后才介入，占据时间少，但是离最终成交链路更短，单位流量内的成交数量一定是更多的。
- **成本**：平台的成包括：带宽服务器（不是主要影响因素）、数据信息的使用（在不对数据征税的情况下使用成本非常低）、流量（=用户数×时间），可以发现最大的成本是流量成本。由于平台属性的差异，内容平台的单位流量成本天然会比电商型平台低。

表 3：内容平台和纯电商平台的价值创造和成本对比

	内容平台	纯电商平台
价值创造	从消费决策早期阶段介入，转化链路长，即单位流量内产生的转化数量少	从消费决策后期阶段介入，转化链路短，即单位流量内产生的转化数量多
成本	由于内容消费/社交属性，用户打开频次高、停留长，单位流量成本低	由于购物属性，用户打开频次低、停留短，单位流量成本高

资料来源：东方证券研究所

总结：由于内容电商和货架型电商介入用户的阶段不同（信息匹配的产业链环节不同），所以用各平台在电商业务方面的简单指标（例如转化率、单位 UV 价值、ROI 等）进行横向比较，是不能说明问题的。

三、探讨内容平台做电商的决策依据

首先明确定义，我们指的内容平台做电商，特指做闭环电商，即成交是在内容平台上完成的。抖音、快手两个平台的闭环趋势越来越明显：抖音在 2020 年 10 月份，完全切断了电商直播间的购物链接外链；快手方面，根据公司 21Q1 的公告，快手小店（平台闭环电商）的交易额占平台总体交易额的比例已经达到 85%。

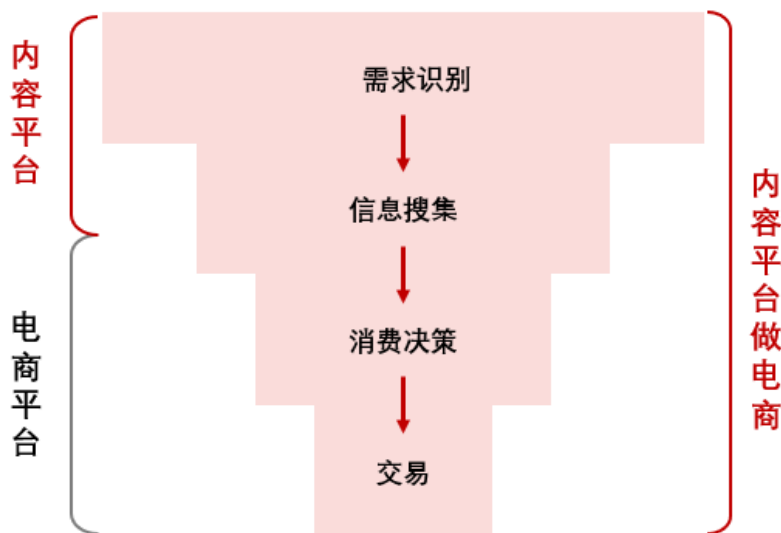
所以这一章节，我们想讨论的问题是：1）内容平台做闭环电商的实质是什么？2）为什么一定要做闭环电商？3）做电商是否会（短期内）稀释此前他们的单位流量变现能力？4）内容平台做电商适合的优势类目会是什么？

3.1 内容平台做电商的实质是什么？

内容平台天然就有帮用户发现新的理想状态、唤起需求的能力（种草能力），以及部分信息供给（辅助消费决策）的能力，即使不上购物车、商品交易的功能，也实际参与了商品交易中信息匹配的前端环节。所谓内容电商，是内容平台不满足于只参与商品交易的前端环节（图 15 的左侧），要加上商品成交功能，是往信息匹配产业链的下游延伸（图 15 的右侧）。

我们今天讨论内容电商是否具备合理性，其实是在讨论，是否存在一个规模足够大的消费场景或商品品类，在「图 13 右侧」的交易模式下可以实现比「图 15 左侧」的交易模式更高的效率。

图 15：内容平台做电商的实质是延伸其在商品交易匹配的产业链



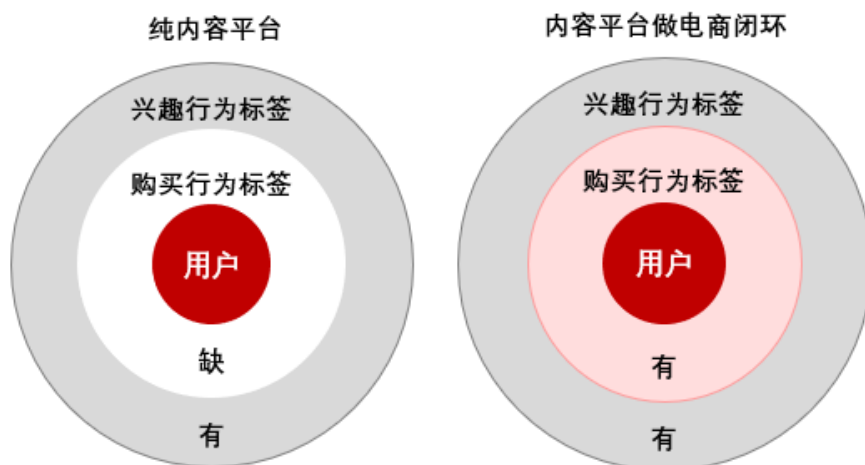
资料来源：东方证券研究所

3.2 为什么内容平台要坚定地做闭环电商？

内容平台天然在前端有优势，也赚到了相应 CPM 钱（典型案例是阿里和抖音近 2 年每年会签订年框，根据媒体报道：19 年为 70 亿，20 年为 200 亿，21 年继续续约），为什么要做全链路赚 CPS？我们推测有以下 2 个原因：

1) 平台需要完整用户行为数据来改善信息匹配势能，做到在核心类目的绝对效率优势：只有闭环，才能有完整的用户行为数据回传，可以改善信息匹配的能力；

图 16：内容平台做种草成交闭环可以打通用户全链路行为数据



资料来源：东方证券研究所

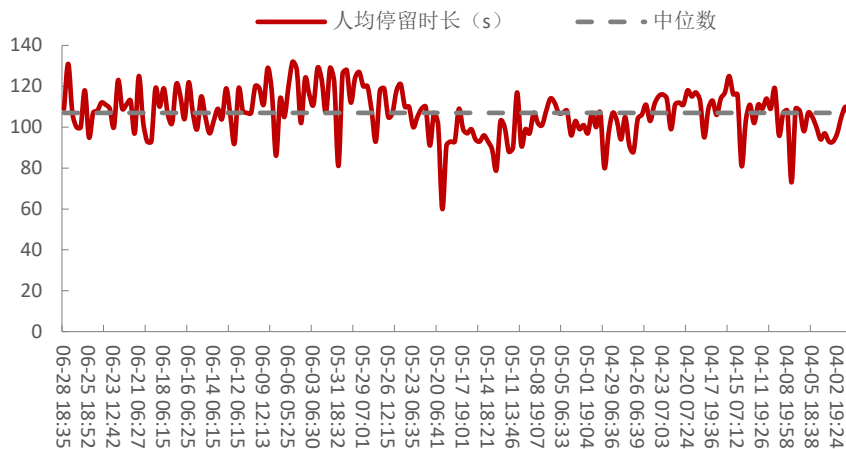
2) 其次，内容平台做闭环后，可以逐步变成品牌固定经营阵地：① 可以承接“货找人”型电商满足不了的需求，比如计划性需求、长决策周期需求等；② 固定经营阵地是一种信任背书，可降低信息不对称和消费者信息搜寻成本，平台可收固定 CPS（该 CPS 不仅仅是给基础设施的 CPS），类比天猫官方旗舰店。

总结来说：做闭环是为了更好加固自身前端的信息匹配优势，以做到在部分核心类目的绝对领先优势（有了核心类目可以带动全品类），之所以赚交易闭环（CPS）的钱，是为了更好地赚前端品牌/商户营销和推广（CPM）的钱。

那么延伸讨论：如果内容平台将闭环 GMV 作为发展目标，结合平台特性，会出现什么现象？

内容平台将闭环 GMV 作为发展目标，意味着平台希望用户在平台中完成【种草→成交】的完整链路。内容平台通过内容触达用户实现货找人，但内容多样分发决定了用户在每条内容中停留的时长有限（短视频时长几十秒、直播间人均停留时长也有限，例如抖音头部品牌自播账号 Teenie Weenie 4-6 月直播的人均停留时长中位数仅为 107 秒）。用户要在短时间内完成下单决策，一定是决策链路非常短的商品。如果 GMV 是内容平台对各直播间的重要考核指标，那么大概率能先发展起来的是决策链路非常短的商品品类。

图 17: Teenie Weenie 在抖音品牌自播的每场人均停留时长 (中位数 107s, 21/04-06)



资料来源: 壁虎看看, 东方证券研究所

3.3 内容平台做闭环电商是否会稀释其单位流量盈利能力?

长期来看, 内容平台做闭环电商, 会让更多的电商商户和品牌主将更多的营销和渠道预算迁移。但是, 内容平台对于用户的第一属性, 仍然是一个消费内容或社交的平台, 所以可以开放给广告、电商的流量比例一定是有限的 (内容平台必须保持其“内容”的第一属性才能维持和纯电商平台的差异化优势)。内容平台如果要大力推进电商业务, 就需要给电商类的短视频/直播开放一定比例的流量池, 而这些流量池是有机成本 (因为流量开放给非电商类广告主、不需要在抖音闭环成交的电商类广告主、娱乐类直播也会获得相应的收入)。

所以我们想探究, 内容平台转型做闭环电商, 是否会稀释其单位流量的盈利能力?

我们决定以抖音平台为例, 将抖音的广告收入作为参照系来对比。

1. 第一种测算方法: 以单条内容 (VV 数, Video View) 为单位来进行比较:

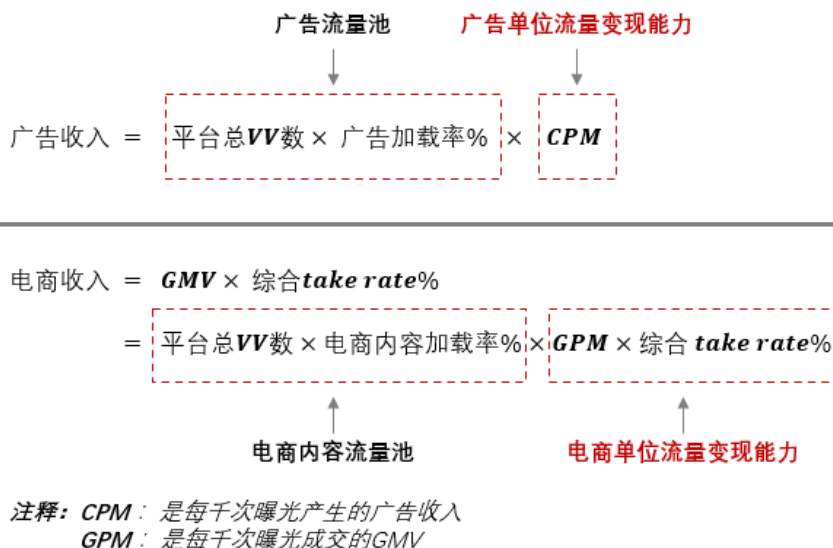
由于我们本篇报告探讨的内容平台主要是聚焦抖音、快手两大短视频平台, 而短视频平台的流量衡量单位之一, 就是内容曝光次数, 或叫 VV 数 (=活跃用户数×人均时长 / 单条内容平均时长)。所以比较方法之一, 就是比较单位 VV 的变现能力 (假设直播电商业务不影响平台的总 VV 数)。

如图 18 所示, CPM 是衡量广告业务的单位 VV 变现能力, 而 GPM×平台综合抽点率 (含电商广告和佣金) 是横向电商业务的单位 VV 变现能力。

通过表 4 的数据, 我们可以测算出抖音在 2020 年 (闭环电商业务尚未开展) 的广告业务单位流量变现能力 (CPM 约为 33 元/千次); 如果假设抖音电商业务的综合抽点率 (广告+佣金) 为 4% (参考阿里 21 财年的情况), 那么只需要抖音电商的平均 GPM 达到 800-900 元/千次以上 (=33/4%), 电商业务的单位流量盈利能力就不弱于广告。目前我们没办法知道抖音电商的实际平均 GPM 是多

少，但参考巨量千川官方微信公众号的文章给出的服装类目直播间在不同阶段的参考指标（见图 19），可以发现，一个理想的服饰电商直播间，成长期的 GPM 应该达到 1500-3000，稳定期应该达到 3000-5000 元，我们认为，这些指标应该是参考了商家的实际案例，所以可以推断，在抖音的核心优势类目中（服饰），理想的直播间可以做到 3000 元以上的 GPM，远高于我们上文测算的 800-900 元的门槛。GPM 会受各种因素影响（各流量漏斗的转化率、客单价等，见图 21），不同类目的产品会有较大差异，所以平台大盘实际的 GPM 是多少仍有待进一步研究跟踪。

图 18：短视频平台的广告收入和电商收入的拆解



资料来源：东方证券研究所

表 4：抖音 2020 年广告 CPM 假设测算

	2020 年
① DAU (亿)	5 (年初 4 亿，年末 6 亿)
② 人均单日时长 (min)	90
③ 单条内容平均时长 (s) (假设)	30
④=①×②/③ 平台日均总 VV 数 (亿)	900
⑤ 广告加载率% (假设)	10%
⑥=④×⑤ 广告日均 VV 数 (亿)	90
⑦ 广告收入 (亿)	1080
⑧=⑦/365 日均收入 (亿)	2.96
⑨=⑧/(⑥/1000) CPM (元/千次)	33

备注：抖音 2020 年 DAU 数据来自官方报告；人均单日时长数据来自 Questmobile；2020 年广告收入数据来自路透社新闻（字节跳动 2020 年广告收入 1800 亿，抖音贡献 60%）

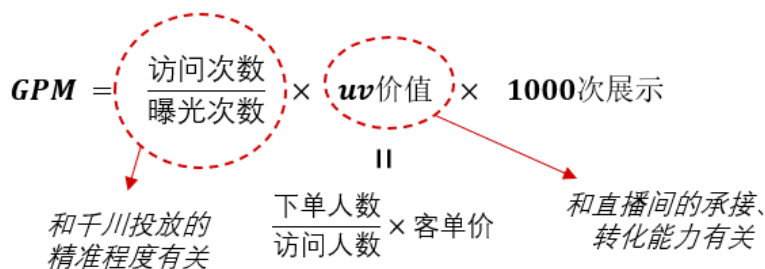
资料来源：路透社，抖音，Questmobile，东方证券研究所

图 19: 抖音官方课程课件中提到的（服饰类目）电商直播间不同阶段参考指标

	启动期	成长期	稳定期
数据指标	日耗 0.5-1W ROI 2左右 CPM 30-40 计划数 单账号5-10条	日耗 1-5W ROI 2-4左右 CPM 40-60 计划数 单账号10-20条	日耗 3-8W ROI 5左右 CPM 40-50 计划数 单账号5-10条
核心优化	大于1分钟观看 > 10% 关注率 > 5% 互动率 > 6% 货品SKU数20-40	大于1分钟观看 > 14% 粉丝看播 > 4% 粉丝GMV占比 > 50% GPM 1500-3000	大于1分钟观看 > 15%-20% 粉丝看播 > 7% 粉丝支付GMV > 70% GPM 3000-5000
浅层计划	峰值热度	数据监测 调整策略	放量投放 极速推广
账户操作	直播间观看 直播间互动 直播间停留	人流稳定 是否有峰值50% 付费流量比例 < 20% 停留时长	专业推广 阶梯出价 综合roi > 10

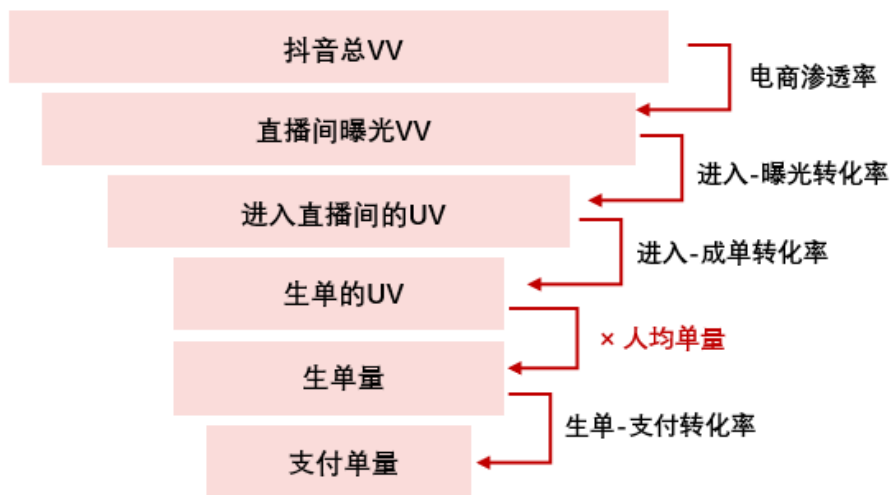
资料来源: 巨量千川, 东方证券研究所

图 20: 抖音电商 GPM 的影响因素



资料来源: 巨量千川, 东方证券研究所

图 21: 电商直播转化漏斗



资料来源: 巨量千川, 东方证券研究所

II. 第二种测算方法：以「用户数×时长」为基本单位来衡量单位流量变现能力

这个算法，考虑了观看直播电商可能对平台总VV数的负面影响（因为观看直播所需时间比刷短视频更长）。

广告业务方面，可测算出，2020年抖音的广告业务单位流量变现能力约 **4元/(人×小时)**。

电商业务方面，我们选取21/05的品牌自播销售额Top 100（参考壁虎看看的榜单）账号，截至6/28的近25场直播（如有）作为样本（共2,496场）来进行观察，测算出样本直播场次的单位流量变现能力为 **3.32元/(人×小时)**，略低于广告（差距约15%）。我们还抽样了不同类目、不同月销规模的品牌样本进行观察，发现单位流量变现能力差异较大，而且和月销规模没有强相关性，因此 Top 100品牌自播的样本数据不一定能代表大盘（而且考虑到抖音电商还有达人直播）。

表 5：2020 年抖音广告业务单位流量盈利能力测算（方法②）

	2020 年
① 日均 DAU (亿)	5
② 人均单日时长 (h)	1.5
③=①×② 平台总流量(亿人×小时)	7.5
④ 广告加载率% (假设)	10%
⑤=③×④ 日均广告流量(亿人×小时)	0.75
⑥ 日均广告收入 (亿元)	2.96
⑦=⑥/⑤ 单位流量收入(元/(人×小时))	3.95

资料来源：路透社 r，抖音，Questmobile，东方证券研究所

表 6：抖音电商 21/05 Top 100 品牌电商自播间的单位流量盈利能力测算（方法②）

	2020 年
① 直播电商占据流量 (万人×小时)	970
② GMV(万元)	80,438
③ 综合 take rate% (假设)	4%
④=②×③ 平台收入 (万元)	3,218
⑤=④/① 单位流量收入(元/(人×小时))	3.32

备注：Top 100 榜单参考壁虎看看数据，抓取品牌自播账号近 25 场直播（如有 25 场）情况作为样本

资料来源：壁虎看看，东方证券研究所

图 22：对抖音各品类的品牌电商直播间的单位流量盈利能力的抽样

类别	服饰				休闲零食		
	teenie weenie	JNBY	卓诗尼	对白	三只松鼠	钟薛高	官栈
抽样时间范围	截至630的60天	截至630的60天	截至630的60天	截至630的60天	截至630的60天	截至710的60天	截至630的60天
直播电商消耗流量 (万人×小时)	116	7.73	18.94	2.77	22.34	2.94	0.47
GMV(万元)	15,501	2,086	1,157	225	2,133	535	157
take rate% (假设)	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
平台收入 (万元)	620	83.4	46.3	9	85.3	21	6
单位流量盈利能力(元/(人×小时))	5.32	10.79	2.45	3.25	3.82	7.28	13.44

类别	个护美妆				珠宝首饰		
	花西子	理肤泉	colorkey	高姿	周大生	周六福	佐卡伊
抽样时间范围	截至630的60天	截至630的60天	截至630的60天	截至630的60天	截至630的60天	截至630的60天	截至630的60天
直播电商消耗流量 (万人×小时)	67	13.4	12.6	4.5	63.2	34.0	1.8
GMV(万元)	8,056	2,115	812	182	6,357	2,847	89
take rate% (假设)	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%
平台收入 (万元)	322	85	32	7.3	190.7	85.4	2.7
单位流量盈利能力(元/(人×小时))	4.78	6.34	2.59	1.61	3.02	2.52	1.48

备注：直播电商消耗流量 = 直播间 UV × 直播间人均停留时长；珠宝首饰类别的 take rate 假设为 3%，因为平台对纯金产品收取的技术服务费率较低

资料来源：壁虎看看，东方证券研究所

总结来看：目前以品牌自播的抽样来看，闭环电商的单位流量变现能力相对广告较弱（但差距并不大），但考虑到抖音做闭环电商只是刚刚开始，后期有很大的优化提升空间（平台优化匹配能力、商户优化流量的承接能力）。

3.4 内容平台做电商的优势类目探讨

通过前文的梳理和比较，我们总结出内容平台做电商的比较优势以及适合的消费场景（如下图所示）。分类目讨论：

- **服饰箱包**：几乎满足以上所有条件。所以服饰是目前抖快第一大品类，GMV 占比最高，增速快。我们判断，抖快在服务类目的优势将继续保持。
- **二奢**：满足①、②、③的特点。二奢比较容易产出内容（奢侈品鉴定、品牌历史故事等），而且非标，商品信息主要通过视觉体验。
- **美妆护肤**：大部分满足①、④的特点，彩妆还满足②。但是偏标品 SKU 少，消费者的需求共性较高（比如，对护肤的需求无非保湿、美白、抗衰几种），某些爆款产品的价格也非常透明，所以可能更适合可以走量的头部达人带货。
- **珠宝配饰**：需分类，非纯金的配饰满足①、②、③ 的特点；纯金类产品的决策核心是每克价格（需求共性高），且价格非常透明，所以在内容平台做出超额利润的难度相对大。
- **3C 数码家电**：小家电满足①、②，客单不太高的也满足④；消费频次比较低、客单高的大家电，一般是计划性消费、且决策周期很长，相对不适合。
- **食品**：休闲零食满足①、③、④，部分满足②，但食品有⑥的缺点，所以高客单（组合包装）、易运输的类目做抖快电商更有优势。

总结来看，仅从是否适合在抖快做电商的角度对各类目进行排序为：**服饰箱包 > 珠宝/二奢/休闲零食/美妆（彩妆）> 护肤/小家电。**

图 23：内容平台电商适合切入的消费场景/类目特点

短视频内容/社交平台做【闭环电商】的相对优势/特点	对应消费场景特征
√① 内容消费/娱乐/社交心智，占据用户大量前端时间， 货找人模式	非计划性消费，偏可选消费
√② 强大的 内容基因和视频化基础设施	易场景化展示、易产出内容的商品、商品信息主要来自视觉、听觉体验
√③ 丰富的用户行为标签 数据 ，强大的 算法推荐 系统，具备 精准匹配能力	标准化程度低、消费者需求共性低、丰富SKU
√④ 种草到成交一体化且时间短	消费决策链路短、认知闭合需求不高的商品
×⑤ 平台治理趋势是 流量分配的公平、去头部化	不适合对规模效应敏感、依靠低价走量的商品
×⑥ 不参与商品实体流通、 服务交付环节	做实物运输、服务成本占比高的品类没有优势

资料来源：东方证券研究所

结论：本章节我们讨论了内容平台做电商的本质（即人货信息匹配环节的伸展）；探讨了内容平台做闭环电商的决策依据（**做闭环成交是为了更好地拿到品牌前端的营销和渠道预算**）；并以抖音为例，探讨了内容平台做闭环电商是否会稀释其盈利能力（**可能略低于广告，但差距不大**）；并通过前文的梳理，归纳出内容平台在满足哪些消费场景更有优势（**服饰类是核心优势类目**）。

四、内容平台做电商的空间测算

首先我们需要再一次明确本文讨论的“内容电商”定义范围：**内容电商特指的是内容/社交为第一属性的平台做闭环电商**，不包括纯电商平台的直播电商（如淘宝直播等，尤其是电商平台的店播）。

我们将使用两种方法来测算内容电商的空间：

1) 核心类目法：一种是通过前文的探讨，我们总结出的内容平台的**核心优势类目**，依据核心优势类目的规模以及内容平台的市占率来进行假设推断。

2) 流量供给法：另一种是通过**内容平台的流量供给上限**来进行假设，前文提到过，内容平台做电商的比较优势就是来源其内容/社交的第一属性，因此分给电商的流量池比例是有上限的，可以依据此假设推断电商规模。

4.1 根据内容平台做电商的优势类目进行假设

电商行业已经度过快速发展的红利期，新的平台能实现市场份额的增长，一定是在某些核心优势类目有价值创造或效率优势，依靠在这些类目的快速增长，在用户心智中形成平台的电商心智，从而再带动其他类目的增长（参考拼多多的发展历程）。

根据前文的总结归纳，我们得到**服饰是内容电商具有比较优势的核心类目的结论**，根据我们的统计和计算（见图 24），**服饰的市场规模约有 4 万亿。**

此外,参考其他电商平台(如阿里、京东、拼多多)以及线下渠道的情况(例如美国和日本的百货),我们发现平台/渠道的优势类目的销售额占比高且占比相对稳定,通常在 50%左右——**即核心优势类目:非核心类目的比例约为 1:1。**

图 24: 各类目的市场规模和线上规模 (结合假设计算)

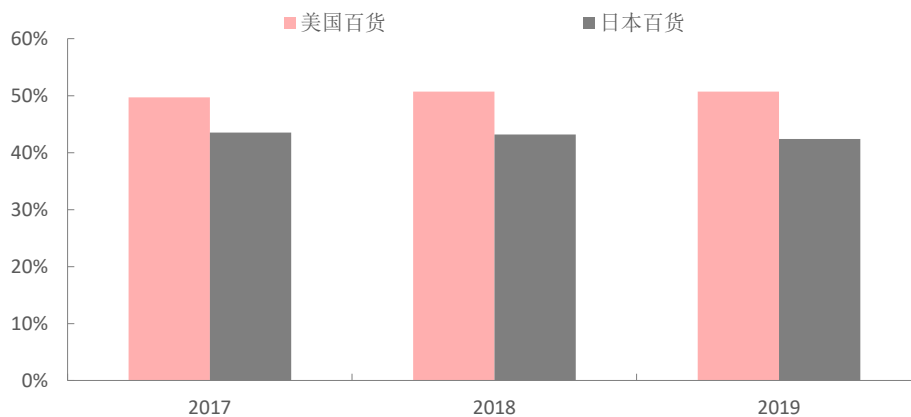
2020年 (单位: 亿元/%)	2020名义 GMV	退货/退款率假设	2020实际 GMV	实物商品 GMV	服饰	3C家电	美妆个护	食品饮料酒水保健品	珠宝配饰	日用百货	家装家具	其他	虚拟+服务
阿里	74,940	25%	56,205	52,311	13,516	9,111	4,352	5,243	1,844	8,682	8,419	1,145	3,894
京东	26,125	15%	22,206	21,759	2,157	10,720	1,161	2,991	435	2,562	1,582	151	447
拼多多	16,676	20%	13,341	12,674	2,668	1,734	1,201	3,335	0	2,668	0	1,067	667
唯品会	1,649	25%	1,237	1,175	590	0	177	0	0	149	0	259	62
快手	3,800	25%	2,850	2,850	1,397	128	513	428	257	128	0	0	0
小计(不含美团)	123,190		95,839	90,769	20,328	21,693	7,405	11,997	2,535	24,190	2,621	5,070	
美团	7,157		7,157										7,157
合计(含美团)	130,347		102,996	90,769	20,328	21,693	7,405	11,997	2,535	24,190	2,621	12,227	

2020年 (单位: 亿元/%)	统计局	根据各电商平台推算	服饰	3C家电	美妆个护	食品饮料酒水保健品	珠宝配饰	日用百货	家装家具	其他	虚拟+服务
线上实物商品零售规模	97,590	90,769	20,328	21,693	7,405	11,997	2,535	24,190	2,621	-	-
线上渗透率% (各品类结合取舍假设)	35.1%		50%	50%	40%	18%	15%	30%	24%	-	-
总体实物商品零售额(除汽车石油)	277,793		40,656	43,387	18,512	66,649	16,901	80,633	11,057	-	-

各类市场规模的测算方法: 根据数据库和官方数据推算各平台的类目占比, 假设退货率, 推算出各类目的线上规模, 再参考 Euromonitor 的数据, 假设各类目的线上渗透率, 根据线上规模+线上渗透率数据, 推算出各类目的总体市场规模。

资料来源: 统计局, Euromonitor, 魔镜, 快手, 东方证券研究所

图 25: 日本和美国百货渠道的服饰类目销售额占比



资料来源: 日本统计局, Euromonitor, 东方证券研究所

我们将分情景乐观、中性、悲观的情景进行讨论:

- 乐观情景下:** 内容电商凭借货找人+丰富内容生态实现个性化匹配+一体化成交, 能实现比内容平台种草+货架电商成交显著更高的效率(效率的提升可能体现在商户毛利率、库存周转等指标上, 有待我们进一步探究验证), 在服饰这个类目可以做到对其他平台明显的优势, 各品牌均入驻内容平台作为品牌经营阵地。那么假设内容电商平台在服饰这个类目下, 能做到全渠道 **40%的市占率**, 即服饰在内容平台的交易规模可达到 1.6 万亿 (=4 万亿×40%), 结合核心类目:非核心类目 1:1 的假设, 那么内容平台的总体电商交易规模将达到 **3.2 万亿**。

- **中性情景下**：内容电商没有显著改善服饰零售的效率，但凭借内容/社交属性可以实现商品交易的前端拦截。假设在这种情景下，能做到服饰全渠道 **20%的市占率**，那么推算出内容电商的交易规模约为 **1.6 万亿**。
- **悲观情景下**：内容电商的效率和传统电商平台相似，如果传统电商平台发力做内容和社交，且取得一定效果，那么内容平台的比较优势相对减弱，不能建立品牌经营阵地。假设在这种情景下，能做到服饰全渠道 **10%的市占率**，那么推算出内容电商的交易规模约为 **0.8 万亿**。

图 26：核心优势类目法测算内容电商市场规模

	假设条件	核心参数：内容平台在服饰类目的市占份额	内容电商市场规模
乐观情景	内容电商凭借货找人+丰富内容生态实现个性化匹配+一体化成交，能实现比内容平台种草+货架电商成交 显著更高的效率 （效率可能体现在商户毛利率、库存周转等指标上）。	40%	3.2万亿
中性情景	内容电商没有显著改善商品零售的效率，但凭借平台属性可以实现 前端拦截 。	20%	1.6万亿
悲观情景	内容电商的效率和传统电商平台相似，传统电商平台内容化做得很好，内容平台 不能建立品牌经营阵地 。	10%	8000亿

资料来源：东方证券研究所

需要注意的是，在我们的测算中，由于数据可得有限性，有较多的假设参数；另外，我们仅将服饰纳入核心优势类目的考虑，而内容电商在二奢、配饰、美妆等类目方面的优势也非常明显。所以，测算的过程和方法论可能参考意义更大，而测算的具体数值会根据假设条件的更改和实际情况的变化发生较大的变化。

4.2 根据内容平台的流量供给进行假设

内容平台分给电商的流量池比例是有上限的，抖音/快手两个平台的流量规模已经非常可观，增速开始放缓（无论是从用户数还是时长角度），因此可以**通过假设平台分给电商的流量池比例（不考虑搜索电商），和电商直播间/短视频的成交效率来推断内容平台可承载的电商交易规模的上限。**

我们将以抖音平台为例，来测算其电商交易的承载能力。图 27 是抖音电商交易规模的敏感性测算，其中有 2 个核心假设指标：

- **纵向的指标**：是平台给电商内容的流量池比例，我们认为 3%是一个相对中性的比例；
- **横向的指标**：GPM（每千次曝光成交的 GMV），衡量单位流量的成单效率。根据前文的分析，GPM 做到 800-900 是和广告变现效率类似的水平，抖音目前核心类目的优秀账号能做到 3000-5000 元。因此我们认为，如果通过持续优化（平台的内容分发能力+商户的内容制作能力和经营能力），大盘的 GPM 能实现 1500 是一个比较中性的假设。

根据下表的测算可以看出，当抖音的电商内容渗透率达到 3%、GPM 做到 1500 元/千次的情况下，平台可以承载的电商交易规模**接近 2 万亿规模**。

图 27: 抖音电商交易规模 (亿元) 上限的敏感性测算

电商内容渗透率 \ GPM (元/千次)	300	500	1000	1500	2000	2500
1.5%	1,971	3,285	6,570	9,855	13,140	16,425
2.0%	2,628	4,380	8,760	13,140	17,520	21,900
2.5%	3,285	5,475	10,950	16,425	21,900	27,375
3.0%	3,942	6,570	13,140	19,710	26,280	32,850
3.5%	4,599	7,665	15,330	22,995	30,660	38,325
4.0%	5,256	8,760	17,520	26,280	35,040	43,800
4.5%	5,913	9,855	19,710	29,565	39,420	49,275
5.0%	6,570	10,950	21,900	32,850	43,800	54,750

其他假设条件: 6 亿 DAU; 100 min 人均单日时长; 单条内容时长为 30s → 平台日均总 VV 为 1200 亿。

资料来源: 东方证券研究所

综合以上两种方法, 我们可以得出一些初步的结论:

- 1) 如果能确认在核心类目做到效率的显著优化, 内容电商平台的市場空间 (不包括电商平台的直播电商) 是万亿级别规模以上的。是否实现了在核心类目的效率优化需要进一步的探究和跟踪。
- 2) 如果能持续优化内容分发能力提升匹配的精确性 (GPM 能提升), 内容平台的流量供给不会是其电商交易规模提升的长期首要瓶颈。但是短期来看, 目前大多数商家较缺乏内容制作的能力, 因此商品相关的内容质量 (如何让商品内容的观看体验提升), 及商品和内容之间的匹配的精确性的提升需要一个过程, 所以可能短期内, 在大盘 GPM 提升速度不够快的情况下, 平台的流量供给会成为抖音、快手等平台的电商规模提升的核心瓶颈之一。

五、内容平台电商目前发展进程如何?

本章节, 我们将从内容平台的类目覆盖完整度、基础设施、用户画像、样本商户经营情况几个方面, 来观察内容电商平台目前的发展进度。

5.1 内容平台的电商类目丰富度及基础设施情况

从类目覆盖完整度上看, 快手和抖音从去年开始一直在丰富并开放各个类目的商户入驻, 目前从第一级别和第二级别的类目数上来看, 快手/抖音和天猫已经是一个数量级别了 (但实际各二级类目下的小类, 以及各类别下的 SKU 数还会有差距)。

基础设施方面, 抖音/快手在过去一年中快速补齐各方面的电商基础能力, 目前已经具备专门的电商营销工具、店铺操作平台、电商数据分析平台等基础设施, 不断更新售前、售后、物流、金融方面的功能和能力; 且在大力招募/扶持电商生态合作伙伴, 包括招商服务商、代运营服务商等。

表 7：天猫/快手/抖音目前开放入驻的类目数（截至 21.07）

	天猫	快手	抖音
第一级别类目数	18	24	18
第二级别类目数	123	154	118

资料来源：天猫，抖音电商，快手电商，东方证券研究所

表 8：天猫/快手/抖音各类目的佣金率的对比（截至 21.06）

天猫		抖音		快手	
大类	软件服务费率	大类	技术服务费率	一级类目	服务费费率
服饰	5.0%	服饰内衣	5.0%	服饰/鞋靴/箱包	5.0%
鞋类箱包	5.0%	鞋靴箱包	5.0%		
运动户外	2-5%	运动户外	2-5%	运动户外	5% (无人机 3%)
化妆品(含美容工具)	4-5%	美妆	5.0%	美妆/个护清洁	5.0%
珠宝配饰	5% (黄金是 0.5%)	珠宝文玩	5% (黄金是 1%)	珠宝/钟表	5% (足金 0.6%、铂金 2%)
		钟表配饰	2-5%		
食品	1-2%	食品饮料	2-3% (储值卡 1)	食品	2.0%
		生鲜	2.0%		
3C 数码	2.0%	3C 数码家电	2.0%	手机/数码/电脑办公	2.0%
家用电器	2-5%	智能家居	2-5%	家用电器	2-5%
家装家具家纺	2-5%			家装家具	2-5%
				家纺	5.0%
居家日用	2.5-5%	农资绿植	5.0%	鲜花绿植/农资	2-5%
		个护家清	3-5%	家居生活	5.0%
		礼品文创	5.0%	趣味玩物	5.0%
母婴	2-5%	母婴宠物	2-5%	宠物生活	5.0%
乐器	2% (服务是 0.5%)	玩具乐器	2-5%	孕婴/乐器/玩具	2-5%
保健品及医药	3-4%			医用保健	5-7%
图书音像	2% (数字阅读 10%)	图书音像	2% (数字阅读 10%)	图书文娱	2-5%
汽车及配件	2-3%	(汽车类目被分在智能家居大类下)		汽车用品	2-3%
服务大类	0.5-3%	本地生活	2-5% (购物金 1%)	医疗/生活美容产品	7% (隐形眼镜 5%)
		虚拟充值	1.0%	虚拟/服务	0.6% (号卡 10%)
话费通信	0.4-0.5%				
网游及 QQ	0.5-3%	二手闲置	2-5% (二手房屋 1%)	二手	2-5%
				奢侈品	5.0%
				房产/汽车	5.0%

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。

			福袋	5.0%
			工业品	2-5%

资料来源：快手电商，抖音电商，东方证券研究所

表 9：快手和抖音在电商基础设施的对比

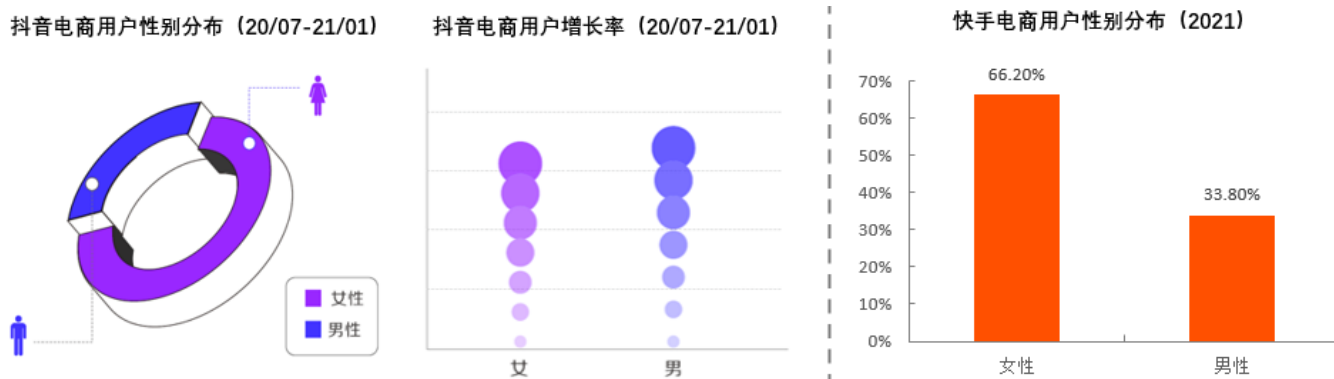
	快手	抖音
直播生态	达人直播为主	品牌自播为主
店铺类型	旗舰店、专卖店、专营店、卖场旗舰店、普通店	旗舰店、专卖店、专营店、普通店
店铺等级	分 V1-V7 共 7 个等级	分为 LV0-LV7，共 8 个等级
店铺后台	快手小店	抖店
电商营销工具	磁力金牛	巨量千川
达人-供应链匹配平台	快手好物联盟	巨量百应
电商数据分析平台	生意通	电商罗盘
服务商类型	招商服务商、代运营服务商、达人孵化服务商、培训服务商、品牌服务商、产业带基地	招商服务商、抖店代运营服务商、MCN 机构、培训服务商
服务市场	快手电商服务市场	抖店服务市场
商家学习	快手电商学习基地、商家论坛	抖音电商学习中心

资料来源：快手电商，抖音电商，东方证券研究所

5.2 内容平台电商的用户画像和商户经营情况

1) 用户画像：相比平台整体用户，电商用户女性占比偏高、年龄偏大

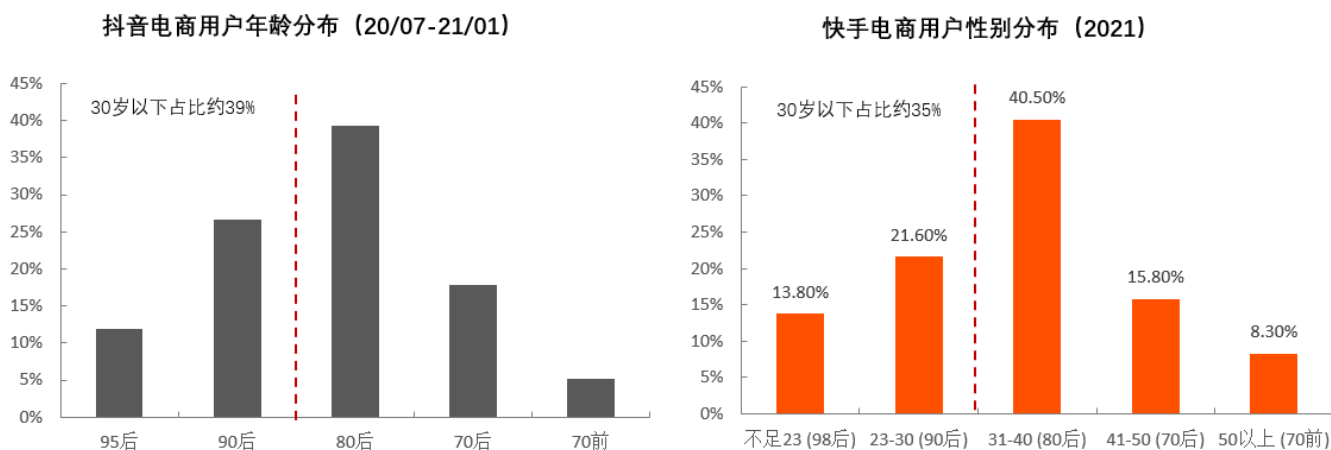
性别分布方面：女性占比偏多。根据 QuestMobile 数据，抖音和快手整体用户的男女比例接近 1:1（男性占比稍高一些），但是两个平台的电商用户（有过电商下单的用户）的性别分布，女性占比明显更高：快手的电商用户女性占比**超过 66%**，而抖音的电商女性用户占比目测超过 40%。

图 28：内容平台的电商用户性别分布（女性占比更高）


资料来源：《2021 抖音电商生态发展报告》，《2021 快手电商数据报告》，东方证券研究所

年龄分布方面：电商用户年龄偏大：根据 QuestMobile 数据，抖音、快手两个平台整体用户的 30 岁以下占比均**超过 50%**；但是电商用户方面，**抖音电商用户 30 岁以下占比不到 40%，而快手的电商用户 30 岁以下占比约 35%**，电商用户的年龄层次比大盘更高。

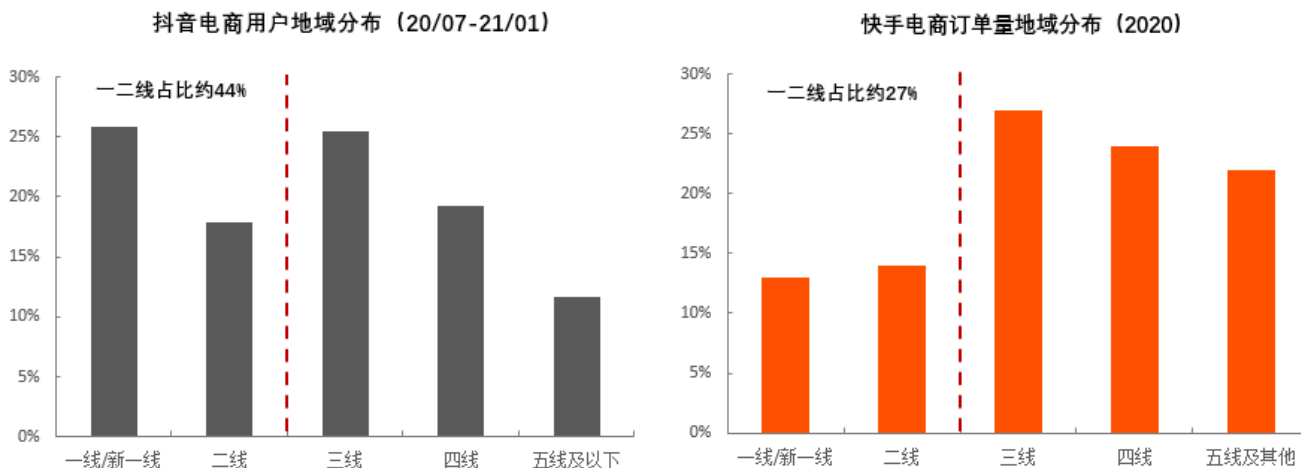
图 29：内容平台的电商用户年龄分布



资料来源：《2021 抖音电商生态发展报告》，《2021 快手电商数据报告》，东方证券研究所

地域分布方面：抖音电商用户高线占比更高，快手电商用户下沉占比高。抖音方面，根据 QuestMobile 数据，抖音整体用户的一二线占比约为 40%，而抖音电商用户的一二线占比超过 40%，**相比大盘，电商用户高线市场占比更高。**快手方面，QuestMobile 数据显示一二线占比约 35%，而电商订单量的一二线占比不到 30%，**电商用户相比大盘更加下沉。**

图 30：内容平台的电商用户/电商订单量地域分布



资料来源：《2021 抖音电商生态发展报告》，《2020 快手电商生态报告》，东方证券研究所

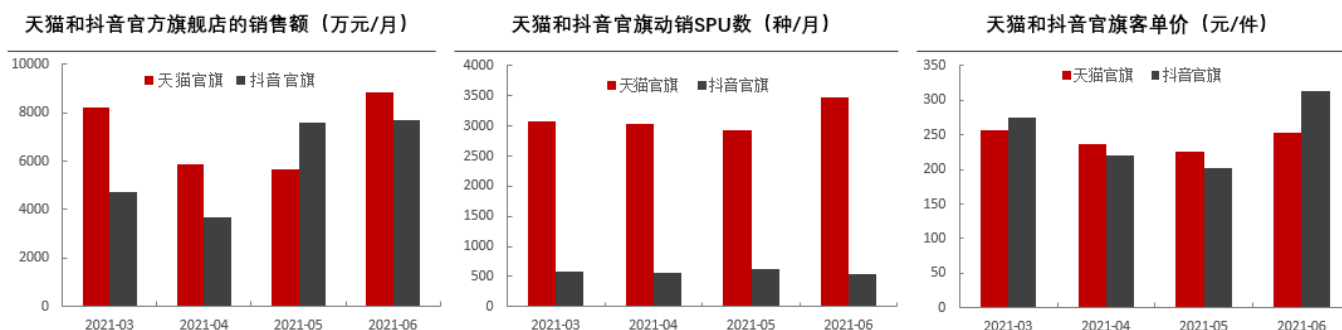
2) 商户端：我们在服饰、美妆和珠宝首饰 3 个类目各选取一个品牌样本进行探讨（其中抖音数据来自“壁虎看看”，天猫数据来自“淘数据”）。

• **服饰类目：选取「太平鸟」作为样本观察。**

太平鸟是抖音品牌自播服饰类目月销规模 Top 3 的品牌，我们观察了太平鸟抖音官方旗舰店和其天猫官方旗舰店的经营情况：太平鸟作为抖音的头部品牌自播代表，目前其抖音官方店铺的月销规模（6 月为 8000 万+）已经和天猫官旗接近；而且客单价方面，抖音和天猫是接近的，甚至在有的月份会超过天猫（一定程度上验证了在抖音经营不需用低价来做用户转化，更需要内容）。

在商品的丰富度方面，目前抖音每月有动销的商品 SPU 数目前约为天猫的 1/5，每月只有 500-600 款左右（但抖音店铺货架上的商品数为 999+，多于每月动销款式数）。说明天猫作为品牌经营阵地、全网最大私域的角色目前还是相对稳固的；品牌在抖音目前主要通过直播的方式进行售卖，而且品牌希望能在用户停留的短时间内尽可能多地完成销售，所以通常会精选款式。

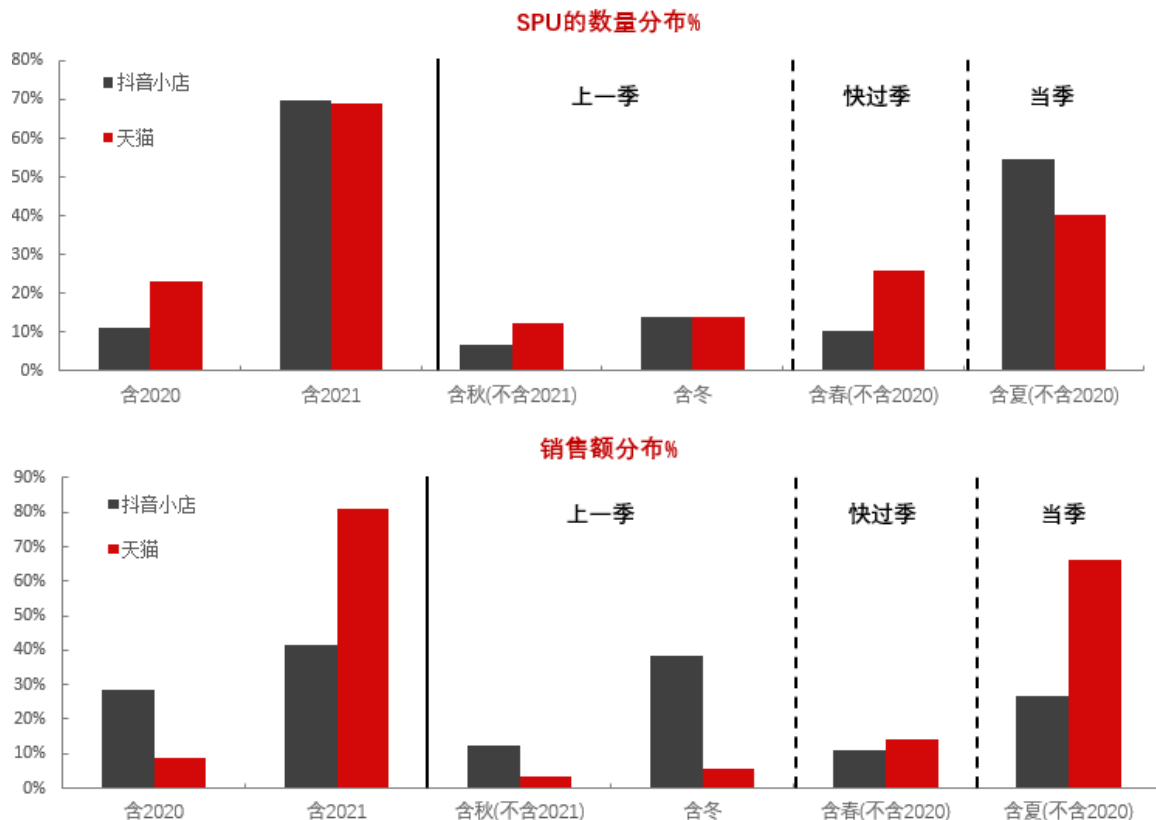
图 31：「太平鸟」的天猫官方旗舰店和抖音官方旗舰店的经营情况



资料来源：壁虎看看，淘数据，东方证券研究所

商品款式的差异：我们通过统计动销商品的标题来分析抖音和天猫销售商品的款式差异，我们此次分析的重点放在了商品款式的新旧程度：可以发现，在抖音销售的商品 SPU 中，标题含“2021”（说明是当年款式）的商品款式占比其实不少于天猫，但如果看销售额的分布，天猫销售 2021 年款式的占比明显高于抖音。如果进一步细分，按季节拆分，可以发现，在抖音有动销的商品中，当季商品（标题中含“夏”字）款式数占比甚至略高于天猫，但是如果看销售额的分布，可以发现抖音当季商品的销售额占比仍然低于天猫，上一季的商品销售额占比高于天猫。这个数据至少部分佐证了，目前大部分用户的心智还停留在“买新品，上天猫”——**新品的主要成交地仍然在天猫**；商家其实在抖音也上了很多当季新品，但是用户购买的比例会低于天猫。

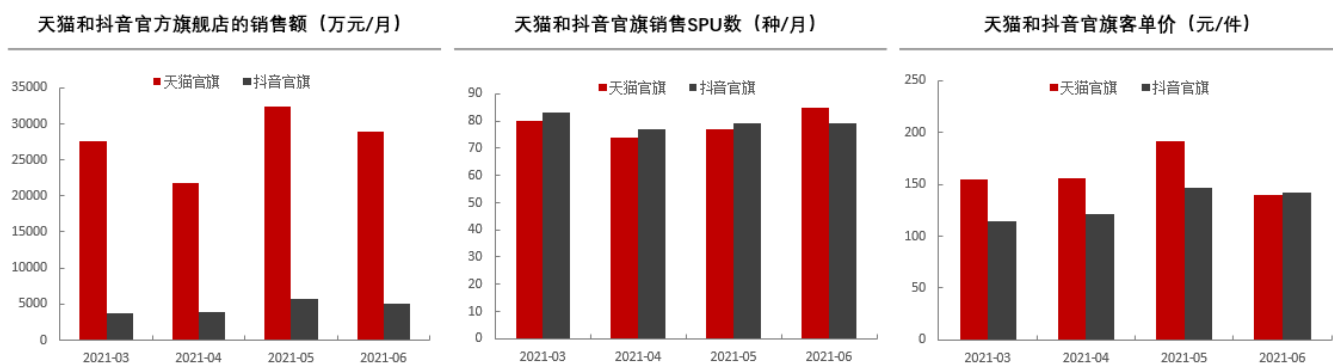
图 32: 「太平鸟」的天猫官方旗舰店的动销的商品标题分析



资料来源: 壁虎看看, 淘数据, 东方证券研究所

- **美妆类目: 选取「花西子」作为样本观察。**花西子是在抖音美妆品类中排名头部的美妆品牌, 其目前抖音店铺的销售额仍然在爬坡中(店铺自播的GMV占比会比服饰类店铺更低), 抖音店铺的月销规模和天猫官旗不是一个数量级的; 但动销商品的丰富度和客单和天猫是类似的。

图 33: 「花西子」的天猫官方旗舰店和抖音官方旗舰店的经营情况

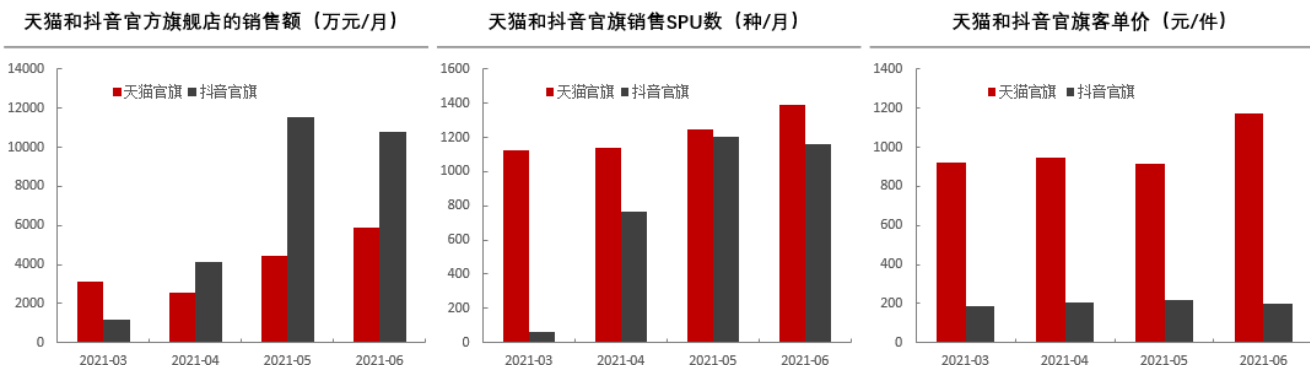


资料来源: 壁虎看看, 淘数据, 东方证券研究所

- **珠宝首饰类目: 选取「周六福」作为样本观察。**周六福在抖音/天猫有多个店铺, 我们选取的是其在抖音和天猫的旗舰店来研究。可以发现, 周六福在抖音的销售规模爬坡速度非常快,

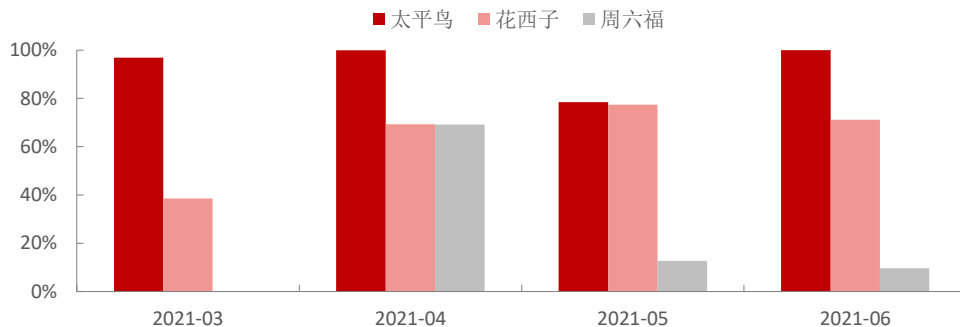
已经超过了天猫（原因可能是黄金珠宝品类在传统货架式电商模式下，线上渗透率并不高），但目前主要还是通过达人直播的方式进行销售（通常达人会将纯金产品作为引流福利款），品牌自播的 GMV 占比是三个样本中最低的，6 月份不到 10%。

图 34：「周六福」的天猫官方旗舰店和抖音官方旗舰店的经营情况



资料来源：壁虎看看，淘数据，东方证券研究所

图 35：各品牌的品牌自播账号对店铺 GMV 的贡献比例%



资料来源：壁虎看看，东方证券研究所

5.3 内容平台头部账号的直播近况

为了对目前商户在内容平台的电商经营有更加具体的感知，我们对抖音品牌自播 Top 100（5 月）的品牌账号、以及快手 Top 200（5 月）账号（绝大多数是达人）的进行观察，我们选取每个账号的近 25 场直播的各项指标（UV、平均在线、人均时长等）进行了汇总统计分析，将各指标 10%-90%的分位数展示在了表格中。

对比抖音头部品牌自播账号和快手头部账号（达人为主）可以发现几个特点：

- 1) 抖音的平均在线人数和粉丝数的的关联度，和快手比相对小（抖音的平均在线/粉丝数的指标方差更大），这也和抖音的流量逻辑（私域占比小、公域为主）是一致的；
- 2) 品牌账号的人均停留时长比有情感/信任黏性的达人账号停留时长要短：抖音头部品牌自播账号的直播间人均停留时长中位数仅为 1min 左右，而快手的停留时长中位数将近 3min；

3) 抖音头部品牌自播账号的单位 UV 价值和快手头部达人账号是相近的, 均为 1.4-1.5 元/人 (意味着每个进到直播间的用户平均成交 GMV 为 1.4-1.5 元), 我们还统计了抖音从去年 8 月份开始的各轮大促活动的数据, 计算出单个看播量对应的 GMV 也为 1.5 元左右 (见表 12)。虽然快手达人账号的人均停留时长远高于抖音, 但进到直播间用户的人均下单金额是接近的, 我们认为原因有: i) 快手用户可能看达人电商直播的购物性目的相对不那么强 (更多可能是出于对自己喜爱主播的关注); ii) 快手用户的客单价相对更低 (抖、快客单价中位数分别为 162 元、57 元。)

表 10: 抖音品牌自播 Top 100 (21/05) 账号的近 25 场直播间的指标统计

分位数	直播 UV (万)	平均在线人数 (万)	平均在线/粉丝数	人均观看时长 (S)	UV 价值 (元/人)	客单价 (元/件)
10%	1.75	55	0.006%	33	0.44	57
20%	3.36	86	0.011%	39	0.66	74
30%	4.88	119	0.017%	47	0.90	101
40%	6.54	168	0.024%	55	1.14	138
50%	8.96	255	0.034%	66	1.43	162
60%	12.07	442	0.048%	75	1.77	203
70%	16.15	636	0.072%	85	2.26	283
80%	22.97	872	0.107%	99	3.03	442
90%	37.96	1,399	0.175%	136	4.35	908

资料来源: 壁虎看看, 东方证券研究所

表 11: 快手电商直播 Top 200 (21/05) 账号的近 25 场直播间的指标统计

分位数	直播 UV (万)	平均在线人数 (万)	平均在线/粉丝数	人均观看时长 (S)	UV 价值 (元/人)	客单价 (元/件)
10%	4.1	625	0.025%	70	0.34	24
20%	8.0	1,208	0.044%	99	0.58	32
30%	14.0	1,951	0.065%	121	0.85	39
40%	20.0	3,074	0.086%	146	1.12	47
50%	27.0	4,426	0.117%	172	1.45	57
60%	38.0	6,409	0.156%	205	1.87	70
70%	53.0	9,970	0.205%	248	2.41	91
80%	83.0	18,400	0.289%	308	3.21	139
90%	146.0	33,100	0.527%	411	5.13	246

资料来源: 壁虎看看, 东方证券研究所

表 12: 抖音电商大促的 GMV 和累计看播量

大促节点	GMV (亿元)	累计看播量 (亿)	GMV/看播量(元/人)
2020.08 抖音奇妙好物节	80	100	0.80
2020 双 11 抖音宠粉节	187	126	1.48
2021.01 抖音抢新年货节	208	143	1.45
2021 抖音 618 好物节	未公布	372	-
2021 抖音 818 新潮好物节	未公布	304	-

资料来源: 抖音, 东方证券研究所

投资建议

内容电商平台的内容/社交属性+货找人+算法推荐的精细化匹配能力, 相比传统货架式电商, 在某些成交场景/类目下(商品 SKU 丰富、消费决策链路断、非计划性消费), 确实带来了购物体验的改善和效率的优化(但优化的程度有待我们进一步研究)。经过我们的假设推断, 内容电商(不包括淘宝直播)的市场规模达到万亿级别以上, 目前处于快速增长期。

建议关注内容电商产业链相关公司: 1) 短视频内容平台: 抖音、快手-W(01024, 买入)、微信视频号(腾讯控股(00700, 买入)); 2) 新流量平台营销服务商和 MCN 机构: 星期六(002291, 未评级); 3) 及时把握新流量场红利的新品牌商。

风险提示

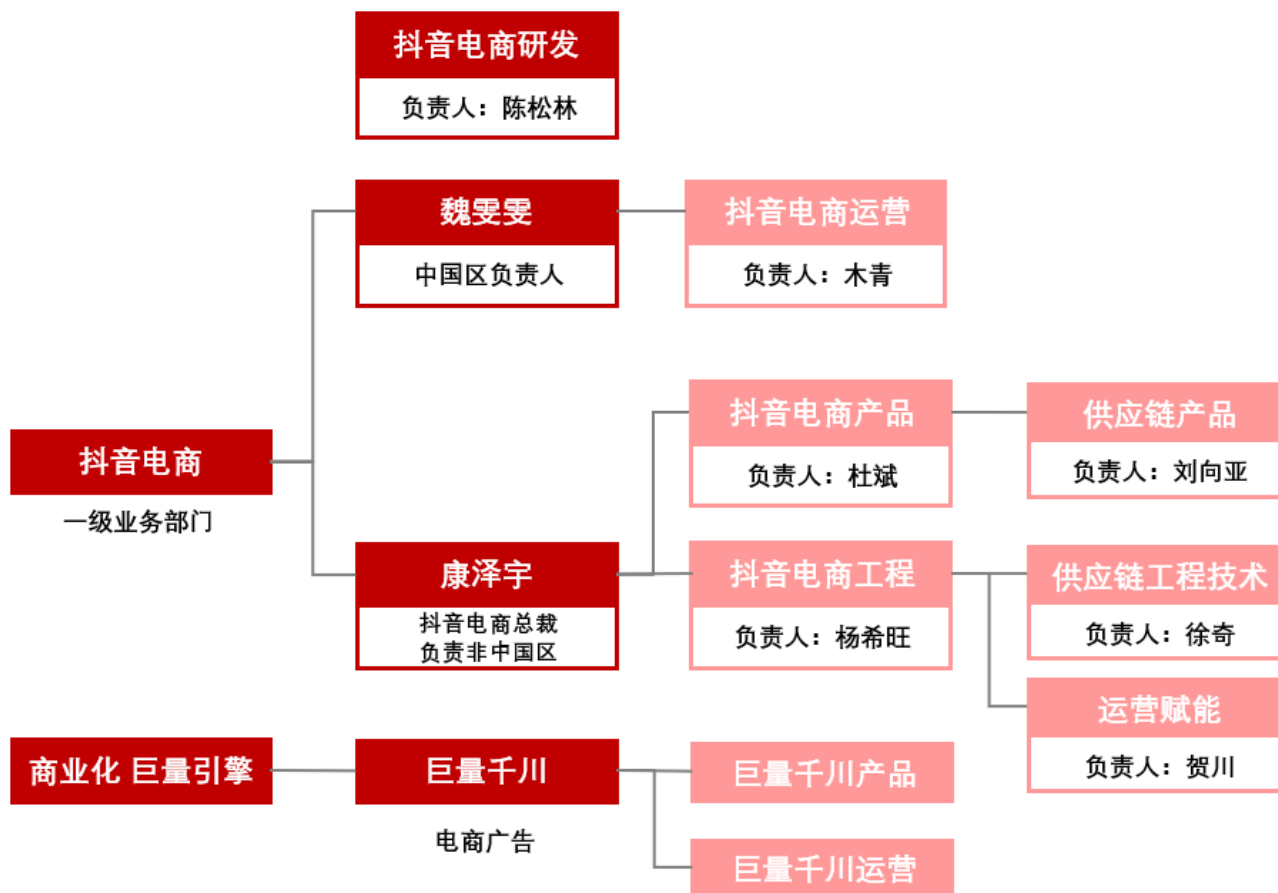
电商行业增速放缓: 如果宏观经济增速放缓, 居民需求减弱, 那么电商行业的整体零售额增速有放缓的风险;

商家内容化的能力提升不达预期: 内容产出能力是商家在内容平台进行电商经营的必备能力之一, 如果商家的能力提升速度不及预期, 行业发展速度有不及预期的风险;

测算假设变动对结果影响: 本文对市场空间的测算涉及到多个假设条件, 不同的假设条件下, 测算的结果会有所波动。

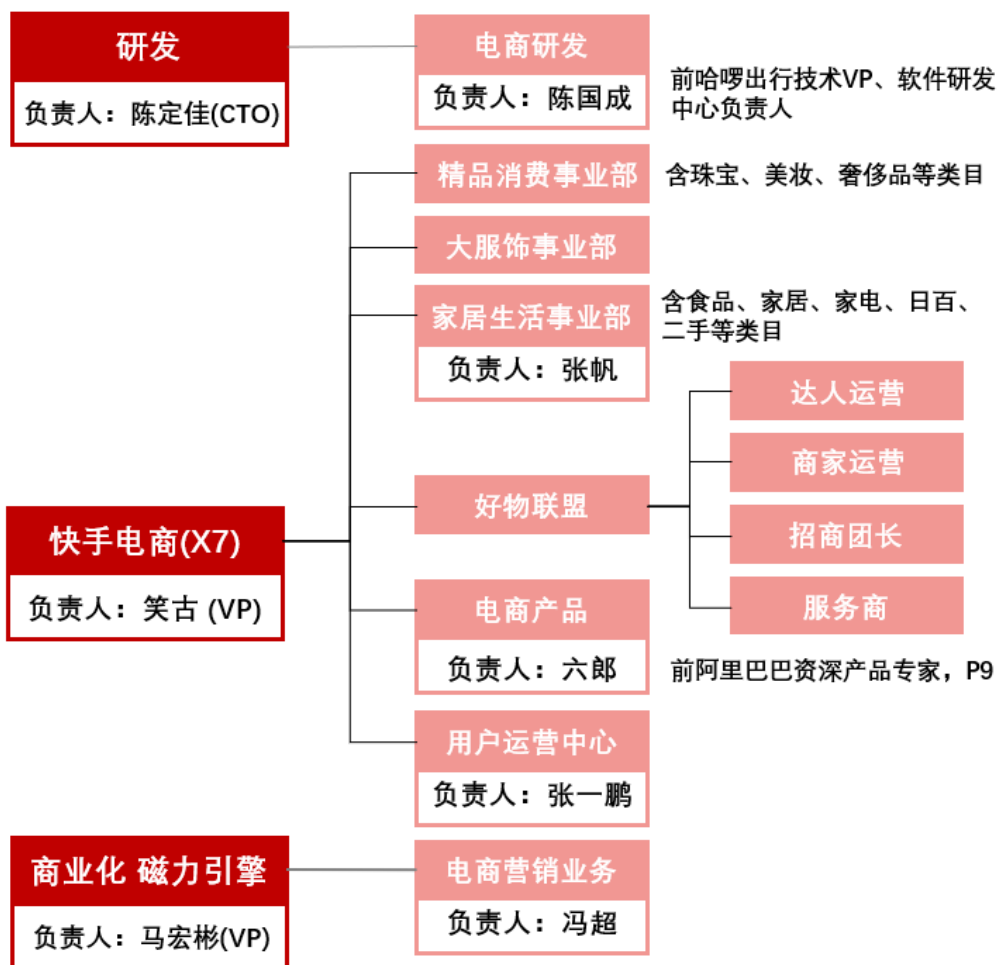
附录

图 36：抖音电商组织架构（截至 21.07）



资料来源：Tech 星球，巨量引擎，东方证券研究所

图 37：快手电商组织架构（截至 21.07）



资料来源：Tech 星球，巨量引擎，东方证券研究所

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