

直播电商的本质、天花板及货币化率探讨

证券分析师：张良卫

执业证书编号：S0600516070001

联系邮箱：zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理：何逊玥

执业证号：S0600122030019

联系邮箱：hexy@dwzq.com.cn

2022年06月12日

- 报告缘起：随着直播电商的异军突起，严重内卷的电商市场又迎来新玩家。本篇报告中，我们采用之前的电商平台分析框架，试图探讨直播电商的本质、为何崛起以及其能否颠覆传统货架电商。此外，鉴于直播电商的商业模式与传统货架电商有一定差别，我们认为传统电商的货币化率水平并不适用于直播电商，并对其中的差异做出了论证。最后，我们解释了快手和抖音货币化率差距的原因，并给出了未来走势的判断。
- 直播电商的崛起过程有两点和拼多多类似：1) 流量获取成本较低；2) 在流量分配过程中，聚集了同质化需求，并匹配了同质化供给。但直播电商由于时长、流量池和颗粒度的限制，效率并不如拼多多。直播电商的差异性主要体现在“好”和“省”，后者是一项壁垒更高的差异，但直播电商无法做到持续性、大范围的“省”。直播电商的“好”和“省”并非碾压性优势，还不足以颠覆传统电商。
- 从GMV构成来说，抖音赢在用户转化效率，快手赢在复购。但抖/快首先是个内容平台，其次才是电商平台，故不可能将所有曝光都给电商业务。从这个角度来说，抖音GMV增长更容易遇到天花板（所以抖音开始发展货架电商以承接复购需求），而快手更具备可持续性。
- 电商的货币化率是一种均衡状态下的结果，而非平台自身可以随意设置的，且平台的广告货币化率和商家的ROI呈倒数关系。长期来看，直播电商货币化率天花板将高于传统电商：1) 直播电商天然适合非必需产品、冲动消费型产品，这类产品毛利率较高，能提升平台佣金率；2) 高毛利产品的销售费用投放空间更大，有利于平台广告货币化率；3) 短视频平台的禀赋决定了，其广告同时具备“营”和“销”两个作用。视频作为载体的电商广告承载的不仅仅是销售转化，更包含了商家对于品牌曝光、沉淀流量的诉求，因此体现出来的结果为，商家容忍了一个“较低的ROI”，而平台获得了更高的货币化率。
- 我们认为快手货币化率上升途径包括：1) 商家/品牌自播占比提升（大搞品牌）；2) 公域流量把控程度和广告技术的上升；3) 快品牌占比的上升。2022Q1，公司降本增效背景下运营指标依然亮眼，效率持续提升；直播、营销和其他服务收入增长均超过我们预期；我们看好公司盈利模型持续改善；推荐关注。
- 相关报告：《流通损耗、渠道变迁与京东集团的竞争优势》、《核心电商企业的分析框架与拼多多“三分天下”的商业逻辑》
- 风险提示：行业：短视频用户增速放缓风险；局部疫情带来的负面影响；调研数据偏差风险；行业政策风险；行业竞争风险。个股：商业化进展低于预期；内容创作者流失；用户增速放缓。



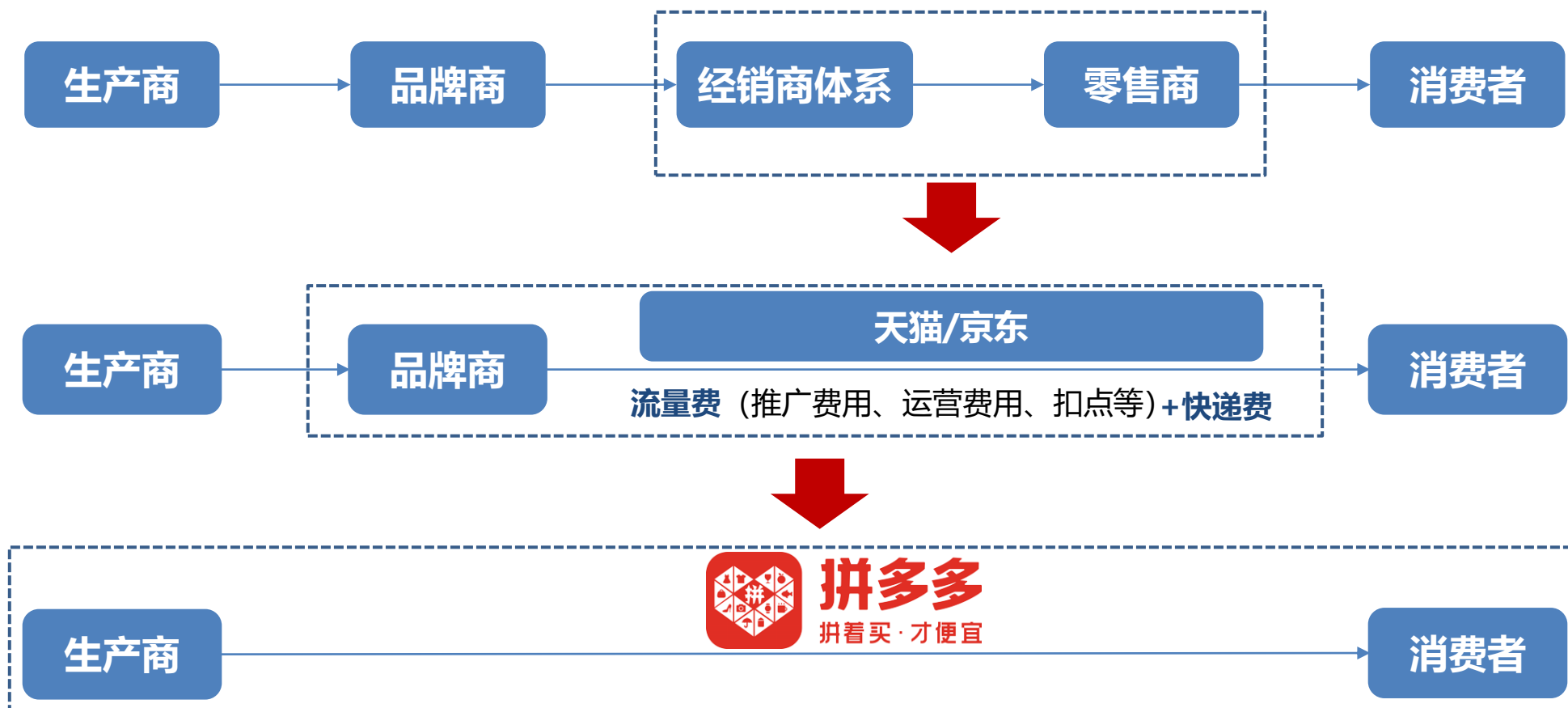
- 1、拆解直播电商的本质
- 2、快手 VS. 抖音GMV增长逻辑探讨
- 3、从佣金和广告两个角度看直播电商的货币化率
- 4、投资建议
- 5、风险提示

1、拆解直播电商的本质

1.1 电商平台的飞轮效应

- 电商取代传统零售只是表面现象，实质上是高效率的流通方式会对低效率的流通方式产生冲击。
- 电商的效率或者说飞轮效应体现在“流量积累 --> 需求聚集/规模效应/链条缩短 --> 价格降低”的过程。拼多多、快手和抖音流量积累阶段具备优势，迅速完成了平台冷启动，所以我们常说，拼多多和直播电商像是“异军突起”。

图1：传统线下零售 vs. 天猫/京东 vs. 拼多多



1.2 低成本的流量获取是前期GMV增长的重要因素

- $GMV = \text{单用户年支出额} \times \text{用户数} = \text{用户购买频次} \times \text{客单价} \times \text{用户数}$ 。三者之中，用户数的提升更为容易，所以在前期，低成本和大规模的流量会带来GMV的快速提升。
- 电商本质上是流量的生意，流量的获取和流量的分配方式格外重要。
 - 平台自身的流量成本低，才能将流量赋能或让利更多给用户或商家，提高平台冷启动的速度。
 - 为什么阿里要屏蔽微信？因为流量分配权需要掌握在自己手里。
- 拼多多利用用户间的直接网络效应，通过娱乐化等方式，拥有更低却更高效的流量获取成本。例如：
 - “砍价免费拿”活动，鼓励用户将链接分享给亲朋好友甚至陌生人（帮我砍一刀你就是我永远的好兄弟or姐妹）
 - 领取现金红包活动，用户很容易达成99.99%的进度，但是最后0.01%难度极大，用户往往认为胜利就在眼前便努力分享拼多多链接。

图2：阿里巴巴、京东和拼多多的年度活跃买家数（单位：百万人）

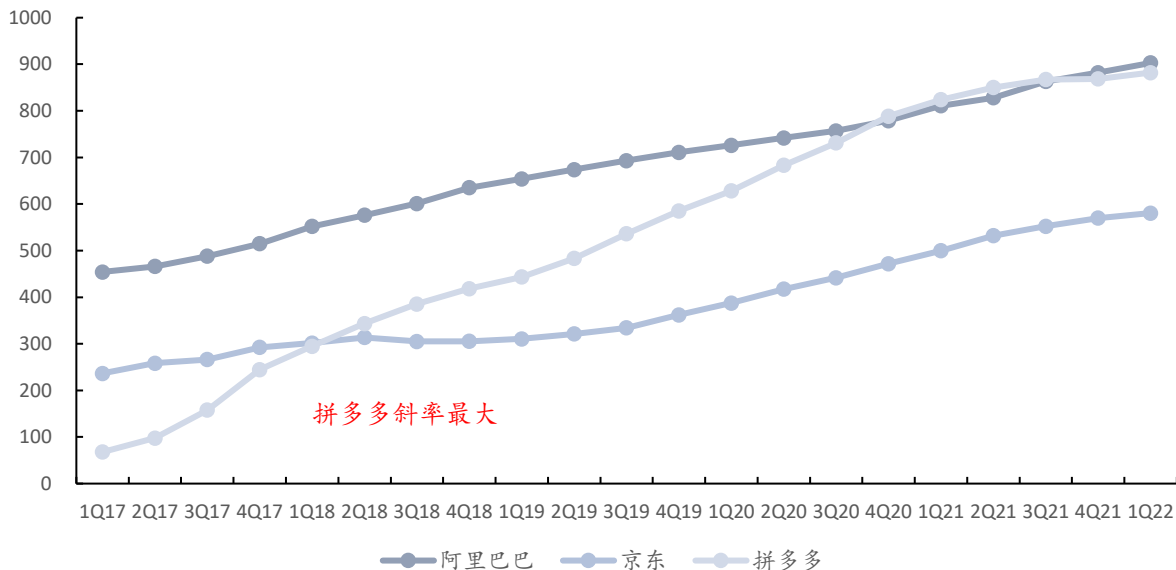
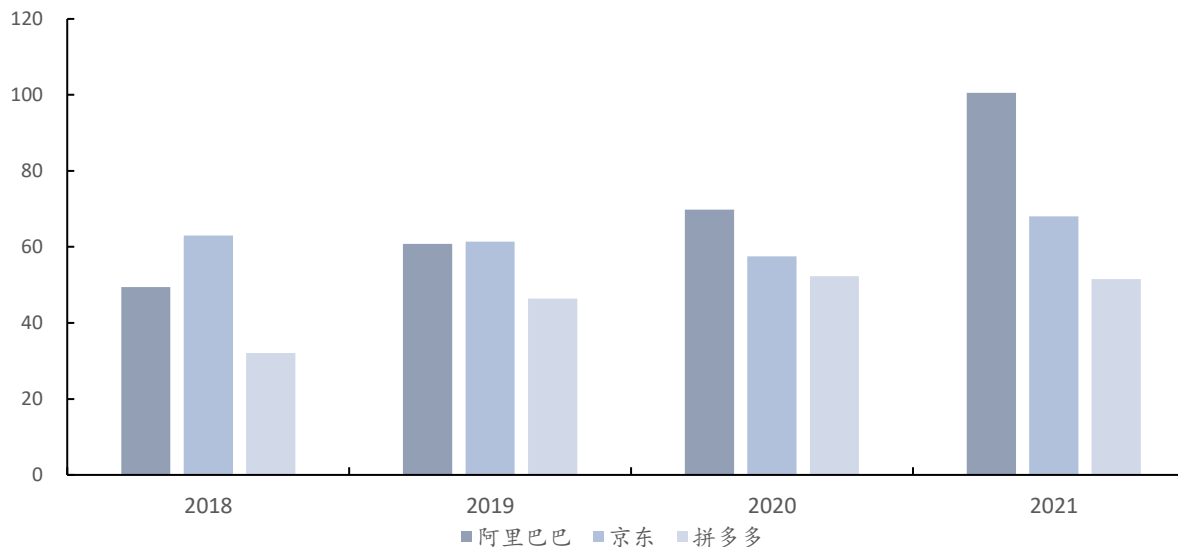


图3：平均获客成本（销售费用LTM/活跃买家数LTM，元）



1.2 低成本的流量获取是前期GMV增长的重要因素

- 短视频平台通过内容和KOL积累流量，再将这部分流量转化为电商流量。
- 从快手的获客成本可以看出，短视频平台的流量其实很贵。但电商是效率更高的变现方式，换言之，平台愿意将流量分配至电商业务。
- 跟拼多多类似，直播电商在早期有流量获取优势，所以GMV能做到快速上升。

图4：快手的流量成本很高（单位：元）

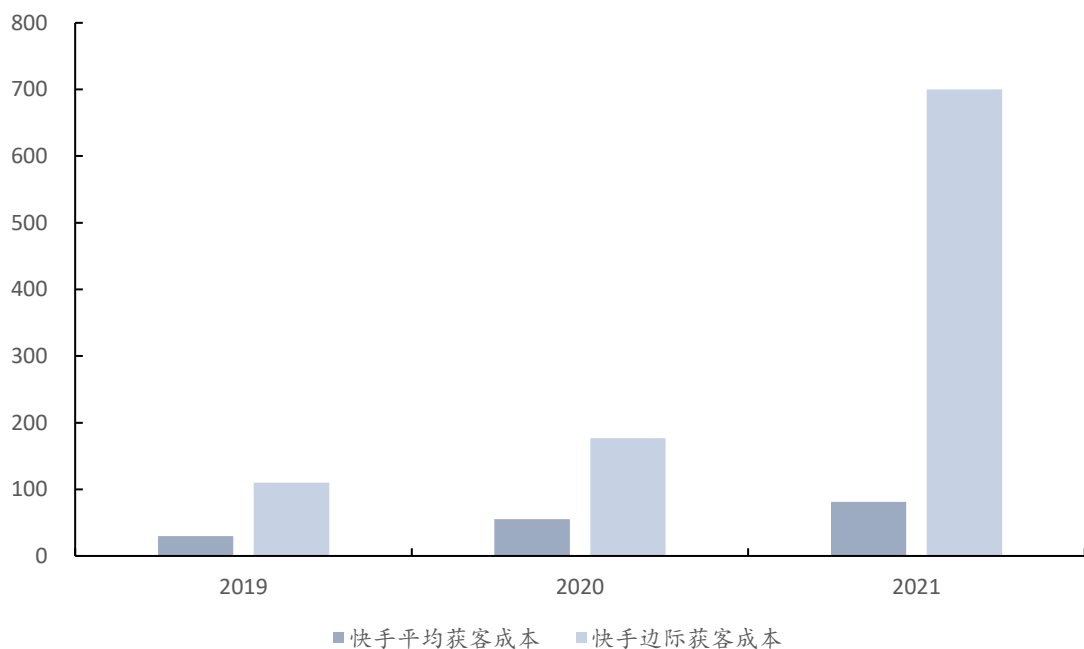


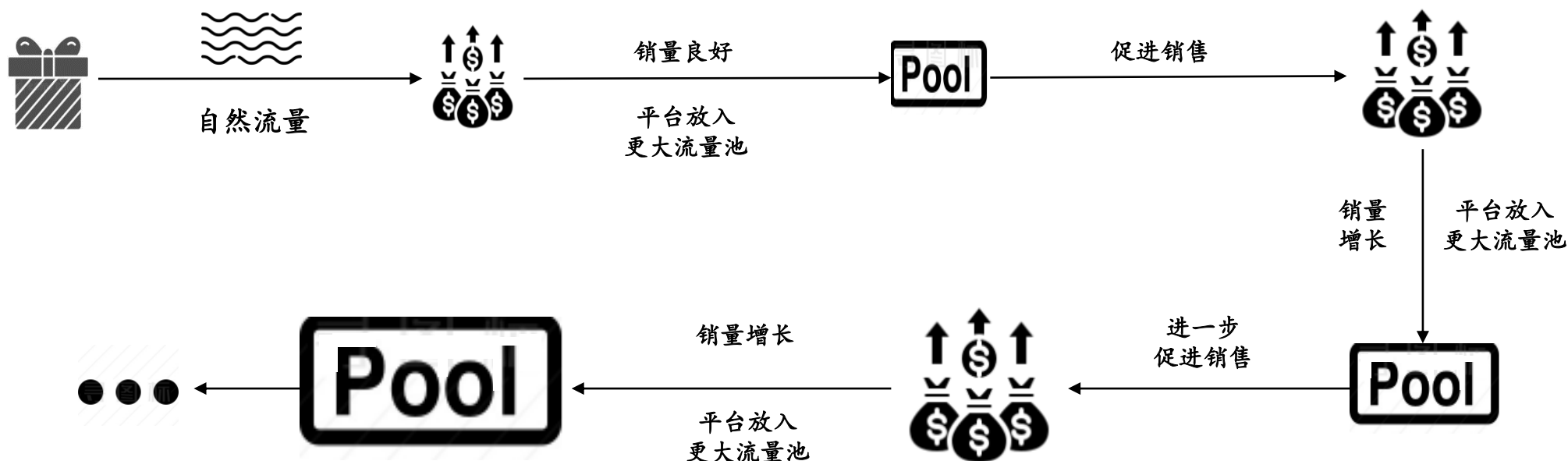
表1：电商是变现效率最高的商业模式（数据全部截止至2021年12月31日，阿里使用全球活跃买家数）

	单用户收入 (元)	单用户市值 (元)	收入 (百万元)	市值 (百万元)	活跃用户数 (百万)
阿里巴巴	560	1647	836405	2108281	1280
拼多多	108	541	93950	469976	869
腾讯	443	2830	561347	3588534	1268
美团	136	1637	93950	1130654	691
微博	25	84	14391	48058	573
bilibili	71	422	19384	114522	272
快手	149	458	81117	248991	544

1.3 流量分配：直播电商同样聚集了同质化需求

- 早期的拼多多为什么成功？
 - 对用户的需求进行分层，同质化的需求匹配同质化的供给，单款SKU容易放量，量大才能在供应链有更大的话语权获得低价。
 - 这是一种非常市场化的流量分配机制，用户需求在影响平台的流量分配，是“货找人”的逻辑。
- 直播电商逻辑类似于拼多多，主播聚集了大量同质化需求，用粉丝的数量、信任和购买力交换降价空间。
- 聚集同质化需求才是规模效应和低价的来源，拼团和直播都只是一种手段。

图5：拼多多不断将合适的商品推送给合适的用户，实现供给和需求的匹配



1.3 流量分配：直播电商同样聚集了同质化需求

■ 直播电商“省”的精髓在于主播聚集了同质化需求，从而从品牌处获得低价，那么：

- 主播越头部，越容易有“尖货”，会吸引越多用户，这是一个正向循环。
- 这是直播电商达人“头部化”的根本原因，快手和淘宝主播的马太效应十分明显，抖音情况更为平均。

■ 流量获取和分配的优势，让拼多多和直播电商的GMV增速远高于货架电商。

图6：快手TOP10主播2022年4月销售额（亿元）

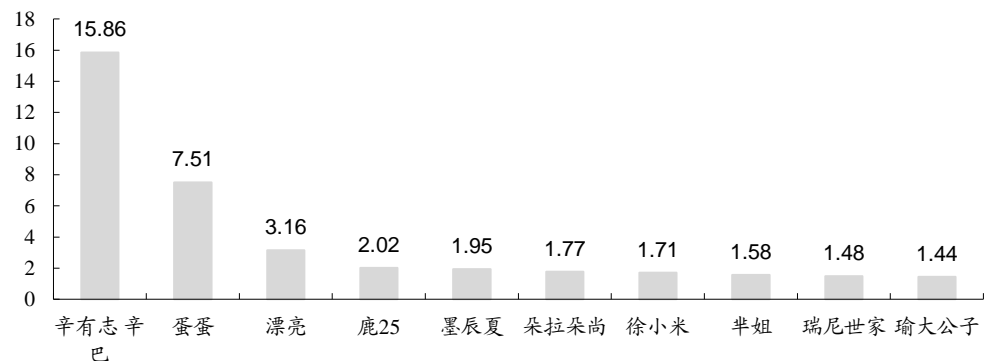


图7：抖音TOP10主播2022年4月销售额（亿元）

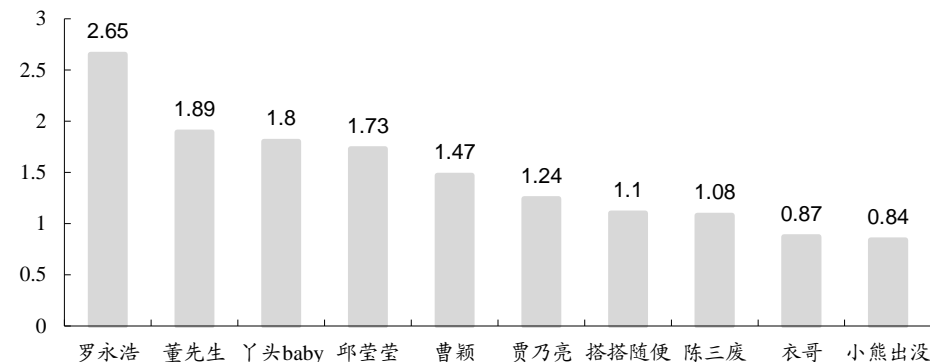


图8：淘宝TOP10主播2021年9月销售额（亿元）

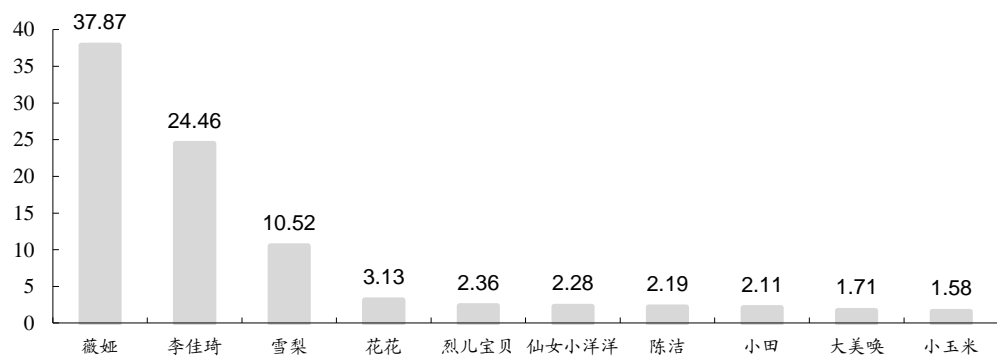
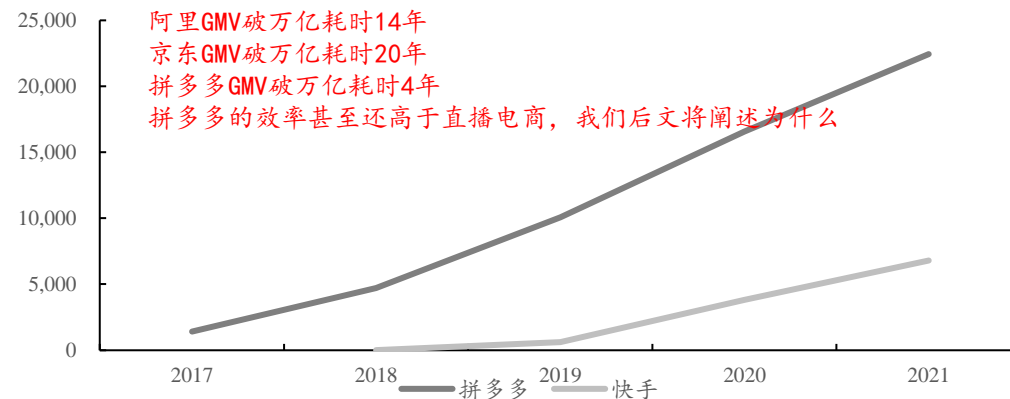


图9：拼多多和快手GMV（亿元）



1.4 直播电商的差异化商业模式是什么？

■ 京东和拼多多的崛起，均是在淘系的马太效应下走出了差异化的商业模式。

- 淘系的马太效应：用户一旦形成网购习惯就会流向品类最丰富的平台。——“多”
- 京东：在履约环节作出了差异化体验。——“快”
- 拼多多：聚集用户同质化需求，予以匹配同质化供给，实现可持续的低价。——“省”

■ 直播电商：差异性体现在“好”和“省”，其中“省”是一项壁垒更高的差异性。

- 多：抖音和快手本质上是内容平台，而非货架电商，未来SKU几乎不可能多过淘系。
- 快：1) 国内成熟的物流设施基本已抹平履约差异；2) 直播电商的快更多体现在做购买决策时，即为“下单速度”快，但相应的退货率也高于货架电商。
- 好：直播电商更多在于购物体验“好”，商品讲解更详细，用户和主播之间有情感链接（但传统电商也已经推出了直播）。
- 省：1) 只有头部达人直播可以做到持续性地便宜；2) 品牌自播/店播，则更多是在布局新流量渠道。

图10：2020年用户观看直播的原因

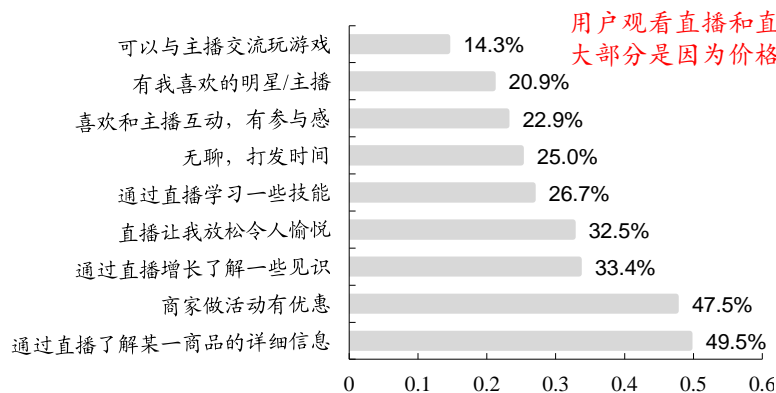


图11：2020年用户观看直播购物的原因

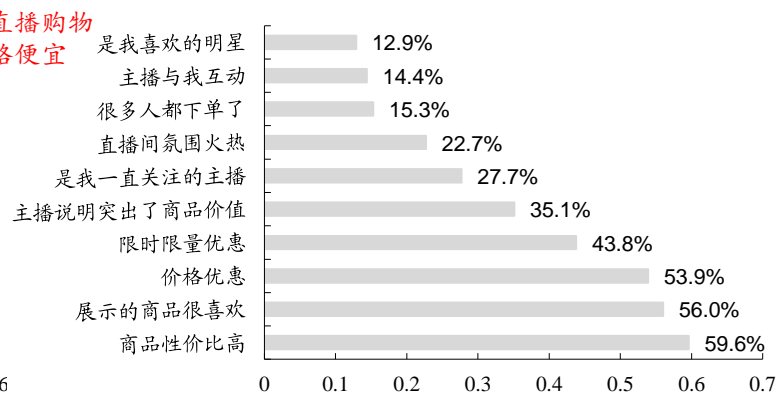
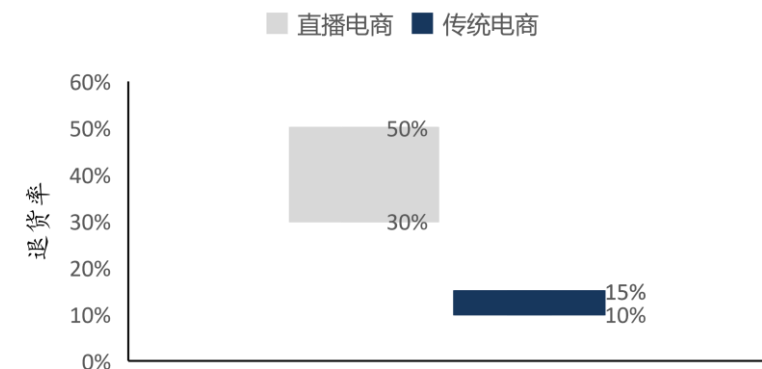


图12：2020年直播电商与传统电商退货率对比



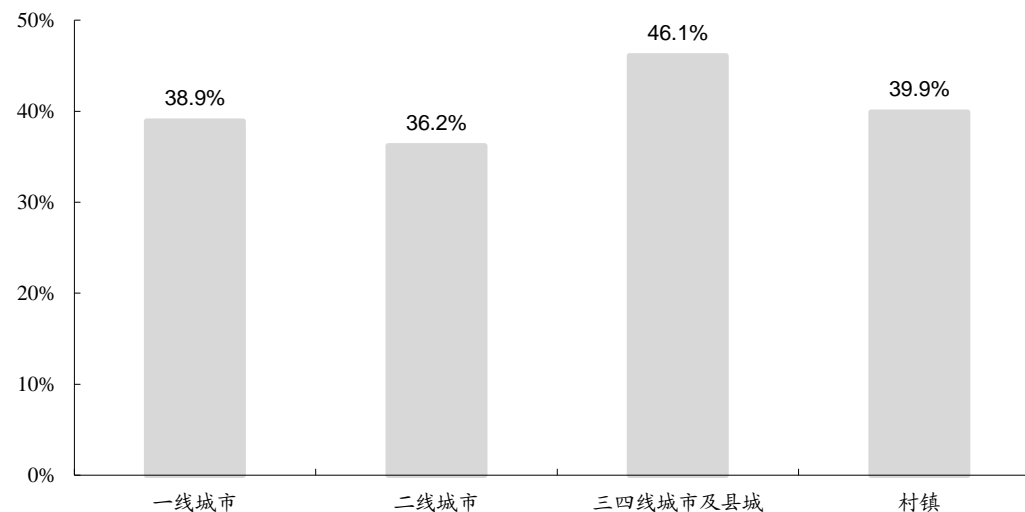
1.5 直播电商的“好”主要胜在体验上的好

- 淘宝直播的流量来源与抖/快不同，抖/快的角色不仅仅是“视频客服”。
 - 根据快手电商负责人笑古，淘宝直播的流量大多是从商品详情页进入（即用户需要先通过搜索触达商品），直播类似于视频客服，是一种附加形式，工具属性更强。
 - 抖/快的电商直播等同于是商品详情页，链条更短，直接推送到用户面前，不仅提供服务，也具备品宣功能。
- 电商直播体验的“好”，更多体现在主播/品牌和用户之间的情感链接，特别是快手。
 - 抖音和淘宝的主播跟用户的互动大多围绕商品展开，很少有更深层次的情感互动。
 - 快手的头部主播与粉丝情感互动极多，一切的话术均在为粉丝着想，经常性上演“为了给粉丝谋福利不惜与品牌方闹翻”的剧情，所以在直播早期，低线城市直播电商的转化率更高。

图13：淘宝直播的流量更多是从商品详情页进入



图14：2019上半年中国网民对直播电商的转化率城市分布



1.6 直播电商的“省”是否有可持续性——达人直播

- 前文论述过，直播电商的“省”与拼多多的“省”实质上是同源的，均来自于需求的聚集，但头部主播会影响品牌和平台的盈利能力，因此抖/快均在发展品牌自播。
 - 对于品牌来说，头部主播的坑位费和佣金会侵蚀商家利润，甚至影响产品价格带。（根据调研，头部主播化妆品坑位费可达10-20万元，化妆品抽佣率可达20-30%甚至更高）
 - 对于平台来说，达人自带流量，对广告投放的需求相对较小，并不利于平台提升或货币化率，
- 除此之外，直播电商聚集需求的能力跟拼多多相比是受限的，所以我们前文提到，直播电商GMV增速并不如拼多多。
 - 受限于时间——货架电商或拼多多，激发的购物需求实际上是全天的，聚集需求也是全天的，而直播电商仅有直播那几个小时。
 - 受限于流量池——拼多多是在整个流量池中聚集需求，直播电商是在各个主播/品牌的流量池中聚集需求。
 - 受限于颗粒度——拼多多聚集需求的颗粒度到SKU，直播电商聚集需求的颗粒度到品类（主播已经尽量把直播间进行分类了）。
- 所以我们可以总结，直播电商中达人直播的“省”具备可持续性，但从平台支持力度或效率来说，并不如货架电商拼多多。

图15：拼多多的商品可以享受全网流量，直播电商的SKU只能享受主播直播间的流量

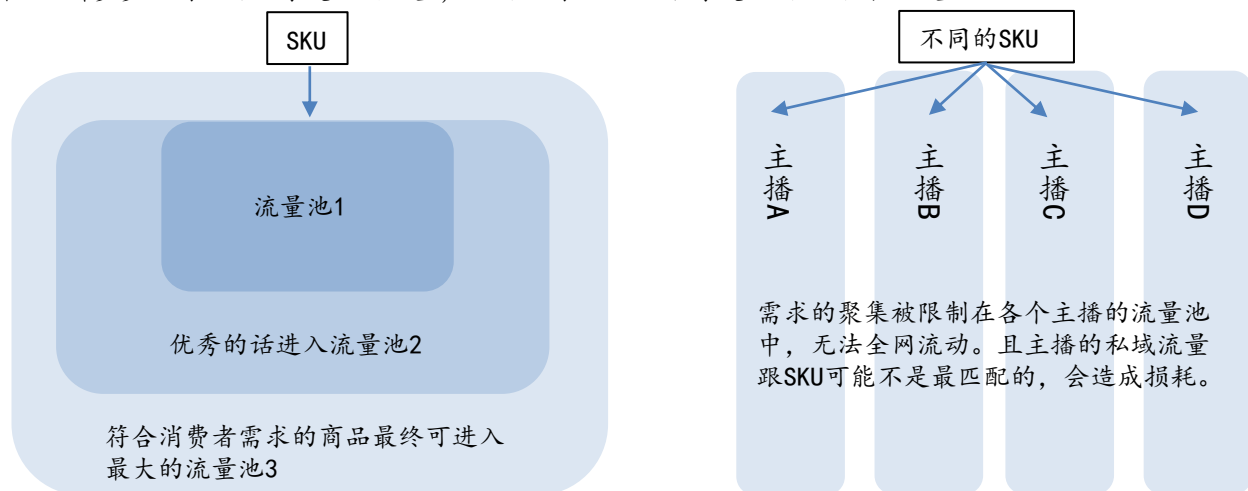
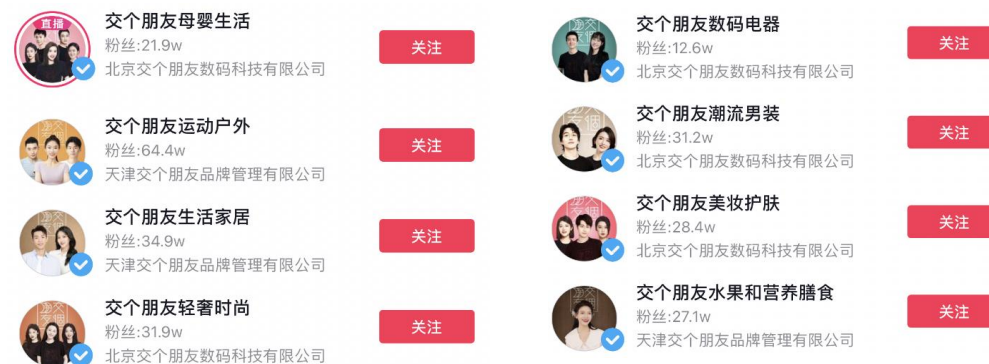


图16：罗永浩将自己的直播间分成这么多类，是为了尽可能聚集同质化需求



1.6 直播电商的“省”是否有可持续性——品牌直播

- 对于品牌来讲，抖/快并非清库存渠道，从我们抽样的品牌来看，品牌方在不同渠道更多是套装组合/优惠券等区别，实际价格差距不大。
- 消费者在哪里，企业就在哪里，抖/快是品牌在内卷下不得不布局的流量红利渠道，也是一种新的用户转化模式。且渠道变迁可能会带来品牌竞争格局的洗牌，企业不愿错过这个机会
- 但长期来看，品牌方在不同渠道的价格将会回归统一，品牌自播的“省”并无长期可持续性。

图17：不同品牌商品在淘宝、抖音和快手的价差差距不大（元，均采用官方店铺/直播间价格，2022年5月30日价格）

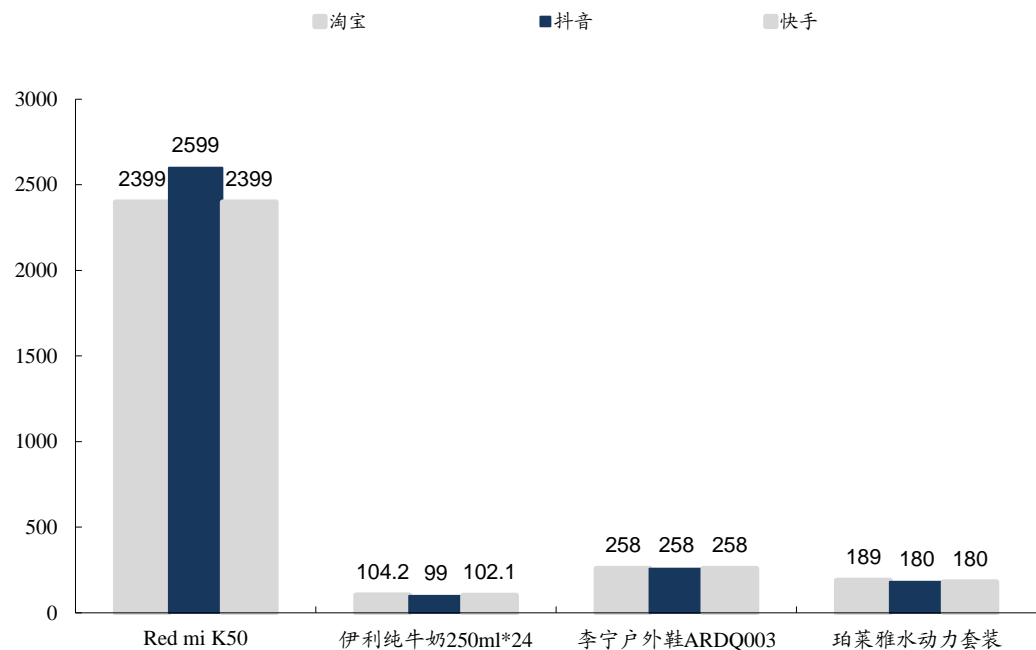
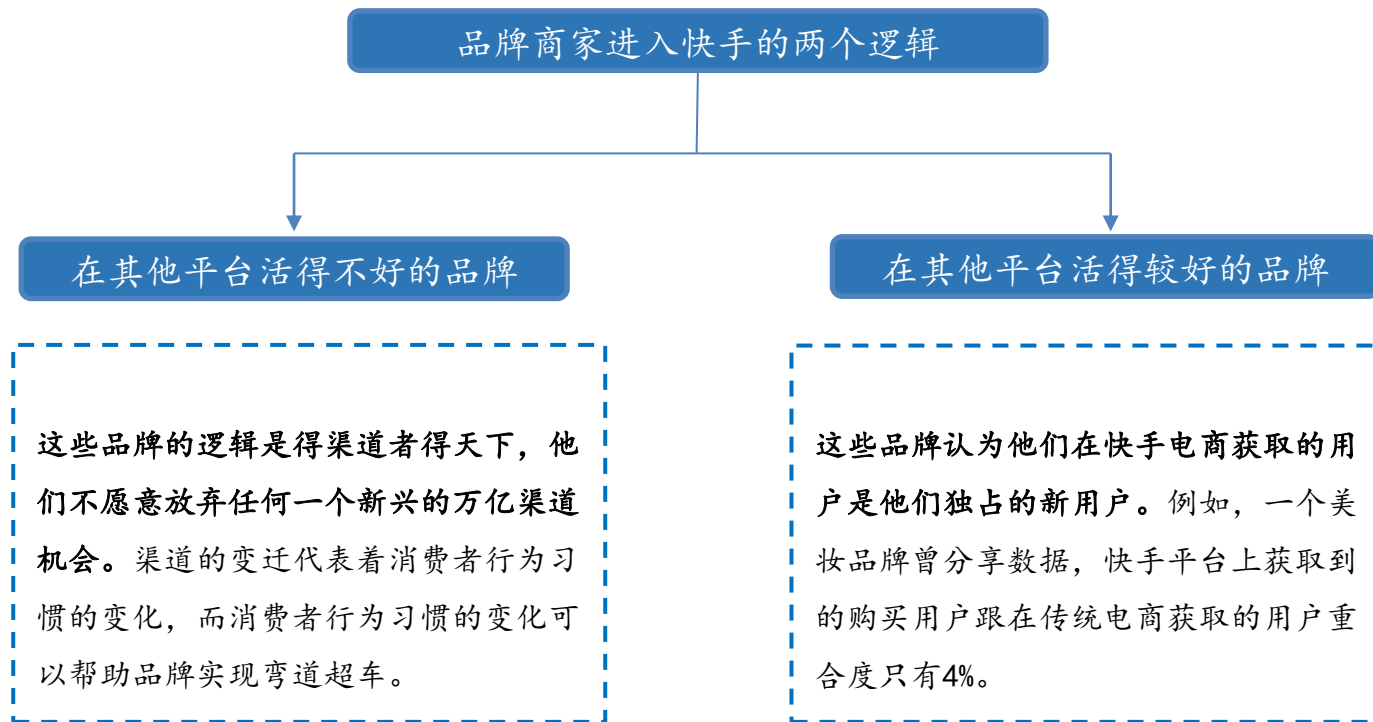


图18：品牌商家进入快手的两个逻辑（2022快手引力大会）



1.7 直播电商的天花板探讨

■ 综上，直播电商的差异化主要体现在“好”与“省”，但并非是碾压性的优势。

- 体验上的“好”与淘宝区别主要在于主播和用户间的情感链接，以及可以获得商品的详细信息。
- 价格上的“省”跟拼多多的“省”同源，但只有达人直播间可做到持续性地“省”，并受限于时间、流量池和颗粒度。
- 品牌/店铺直播并无明显的价格优势，更多是布局新流量渠道、品宣等目的。但品牌入驻将提升平台货币化率。

■ 因此我们认为，直播电商不会颠覆传统电商，但未来将会在线上消费中占据部分份额，并随大盘增长。

表2：中国电商GMV结构预测（结果均来自我们的调研及预测）

单位：亿元	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年E
社零总额	286,588	315,806	347,327	377,783	408,017	391,981	440,823	467,272
YoY		10%	10%	9%	8%	-4%	12%	6%
线上零售占比 (%)	14%	16%	21%	24%	26%	30%	31%	32%
线上零售	38,773	51,556	71,751	90,065	106,324	117,601	136,655	147,191
YoY		33%	39%	26%	18%	11%	16%	8%
主要电商GMV	29,066	37,503	52,028	69,686	88,190	108,691	132,351	152,920
YoY		29%	39%	34%	27%	23%	22%	16%
阿里巴巴	24,440	30,920	37,670	48,200	57,270	65,890	74,940	83,649
YoY		27%	22%	28%	19%	15%	14%	12%
京东	4,626	6,582	12,945	16,769	20,854	26,125	32,970	40,430
YoY		42%	97%	30%	24%	25%	26%	23%
拼多多			1,412	4,716	10,066	16,676	24,441	28,840
YoY				234%	113%	66%	47%	18%
直播电商GMV					696	8,812	15,600	21,000
YoY						1166%	77%	35%
直播电商线上零售占比 (%)					1%	7%	11%	14%
抖音（包括外链）					100	5,000	8,800	12,000
YoY						4900%	76%	36%
快手					596	3,812	6,800	9,000
YoY						540%	78%	32%

2、快手 vs. 抖音GMV增长逻辑探讨

2.1 现象：快手赢在GMV，但抖音赢在货币化率

- 由于抖音未上市，抖音GMV绝对值、口径及货币化率的计算都比较模糊。从我们的调研数据来看，若只计算两个平台的闭环GMV，快手胜过抖音；但抖音货币化率远高于快手。
 - 闭环GMV快手强于抖音：2021年快手GMV为6800亿元，其中快手小店贡献98.8%；2021年抖音GMV约8800亿元，其中内循环约为6300亿元，其余为外链。（外链指用户点击链接跳转到第三方电商平台成交，抖音在此过程并不提供交易保障、履约等服务，也不收取佣金，我们认为该交易产生的GMV应该算在第三方电商平台中）
 - 但抖音货币化率远高于快手：快手整体货币化率约为3%，其中佣金1.05%，剩余为广告；抖音我们估算整体货币化率超过10%，显著高于快手以及传统电商平台。

图19：2021年抖音和快手GMV（亿元）

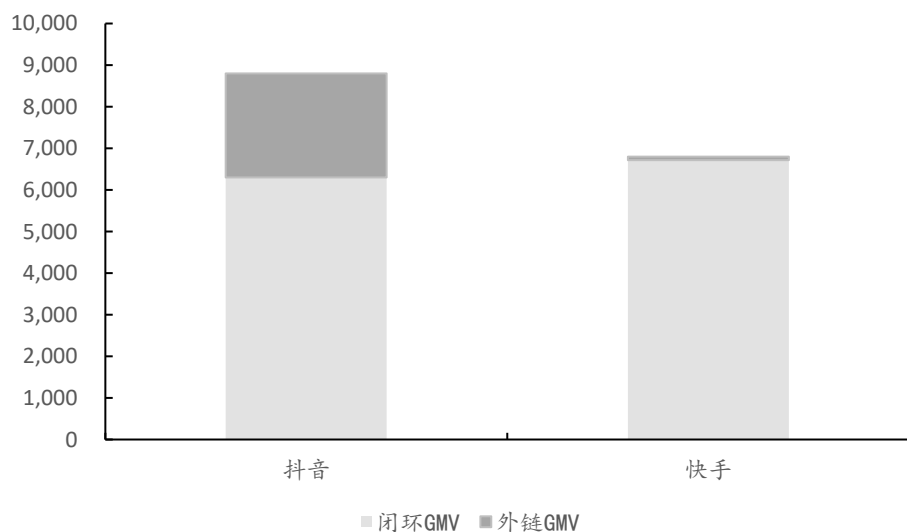


图20：抖音和快手货币化率对比（抖音和快手为2021年，阿里巴巴为2021财年）

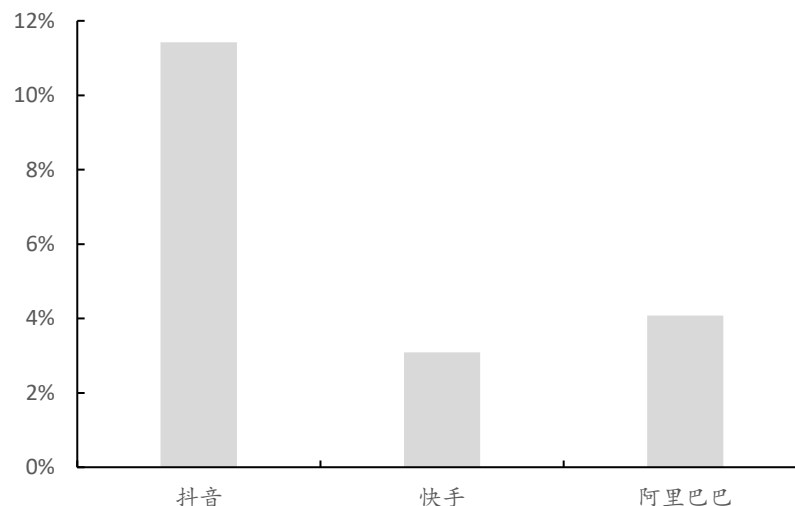


图21：抖音外链示意图

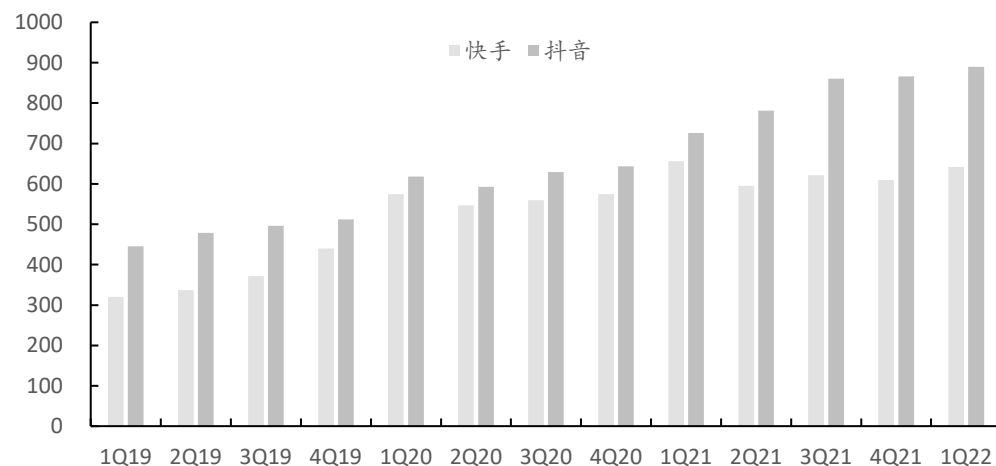


2.2 抖音和快手GMV增长逻辑探讨

■ 电商收入 = GMV × 货币化率 = 买家数 × 买家年度支出额 × 货币化率 = **买家数 × 购买频次 × 客单价** × 货币化率

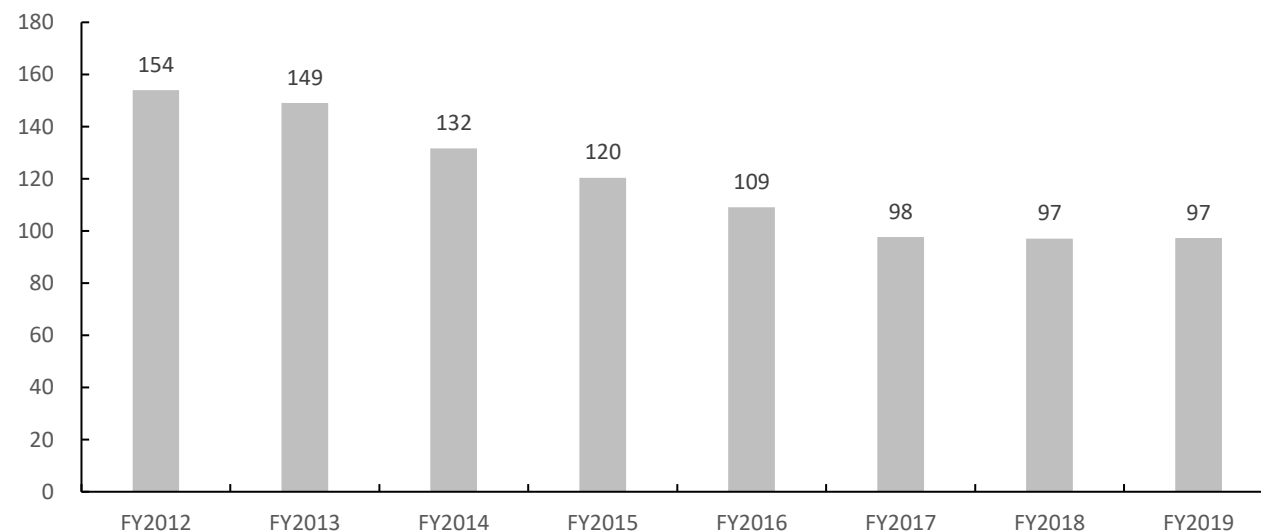
- 根据1Q22快手业绩会议，截至1Q22，快手年度活跃买家数超过2.1亿。
- 根据我们前文所述，2021年快手和抖音的内循环GMV分别为6718亿元和6300亿元，且客单价差距不大，故二者“买家数 × 购买频次”应处于同等水平。
- 根据QuestMobile数据(均为主站+极速版)，2021年全年快手和抖音平均MAU分别为6.2亿和8.1亿。若假设抖音和快手的买家数在用户数中具有相同的渗透率，我们可以合理推测，则抖音GMV中重要构成因素为买家数（转化率），而快手则为购买频次（复购率）。

图22: 快手和抖音MAU (百万人)



- 客单价是由平台上商品的品类和用户的综合购买力决定，快手和抖音在客单价上并无太大的差距。
- 根据我们的产业调研，2021年，快手客单价约为60-70元，抖音客单价约70-80元。
- 从阿里巴巴的客单价趋势来看，平台品类扩充、用户下沉导致客单价逐步走低；反观快手，本身即为下沉市场用户，叠加平台开始向品牌升级（大搞品牌及大搞快品牌），以及SKU扩充幅度有限，我们认为快手客单价向下的空间并不大。

图23: 阿里巴巴客单价趋势 (元)



2.2 GMV增长：抖音注重转化率，快手注重复购率

■ 电商收入 = GMV × 货币化率 = 买家数 × 买家年度支出额 × 货币化率 = **买家数 × 购买频次 × 客单价 × 货币化率**

↓ 买家数 = MAU × 转化率 = 短视频用户 × 转化率

■ 抖音的“兴趣电商”以及直播间流量分配，均是在强调短视频用户 → 电商用户 → 最终成交的“转化率”，这也是抖音广告货币化率高的原因之一。

- 根据抖音电商副总裁木青，对比搜索逻辑，兴趣电商的特点是直接从流量的源头切入，做精准的用户和内容匹配。
- 如图24所示，第一道转化率由抖音的算法决定，商家可在该过程中付费购买公域流量；第二道转化率由商家自身的运营能力决定，抖音会根据商家表现将流量分配给最优质的直播间。两道转化均在强调“最大化流量的变现效率”。
- 中心化公域流量分配可以最大化流量的转化率，人跟着货走，而非跟着主播/直播间走，较难沉淀私域流量，因此也较难提升复购率。从我们的产业调研和媒体报道来看，抖音的复购率一直较快手低。

图24：抖音对短视频流量的转化示意图

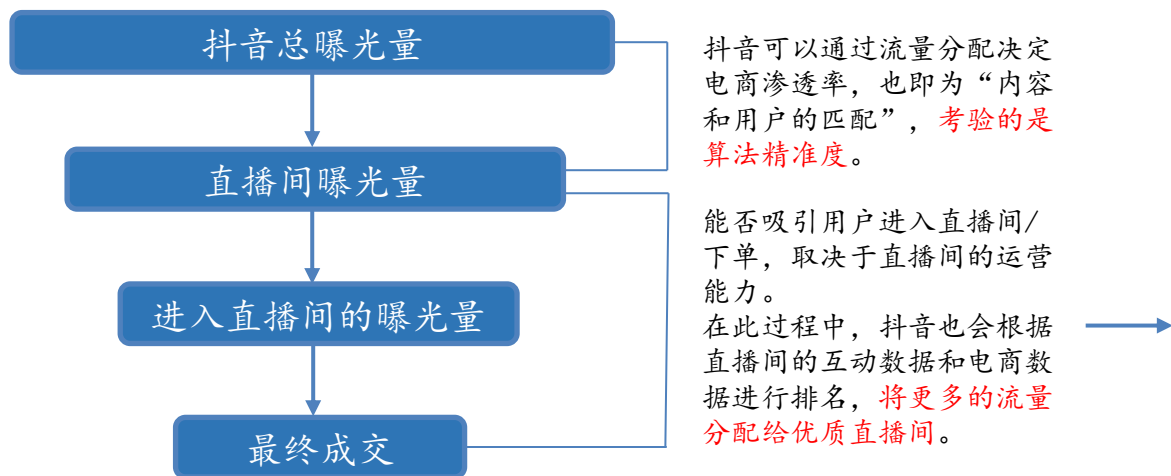
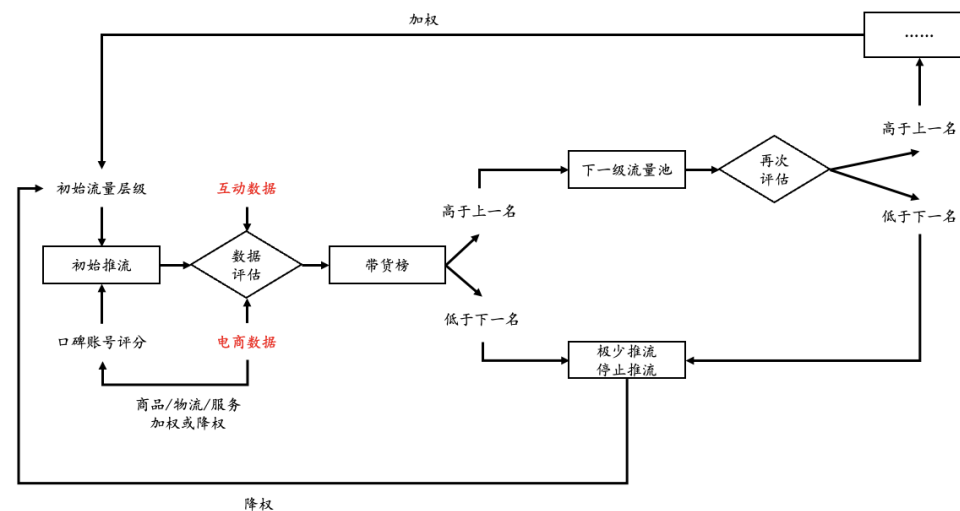


图25：抖音直播间流量分配的赛马机制



互动数据：停留时长、互动率、转发率等

电商数据：商品点击率、点击成交率、GPM(千次曝光成交量)

2.2 GMV增长：抖音注重转化率，快手注重复购率

■ 电商收入 = GMV × 货币化率 = 买家数 × 买家年度支出额 × 货币化率 = 买家数 × 购买频次 × 客单价 × 货币化率

↓
复购率

从快手过去的“老铁经济”到现在的“信任电商”，其实都是强调私域流量下的高复购率——用户由于信任主播，因此产生购买和复购行为；主播类似于传统零售中的品牌，用户信任品牌所以产生复购。

表3：历次业绩会议，快手管理层关于信任电商和复购率的表述

时间	管理层表述
2020Q4	直播电商更受制于信任关系，增强对主播和商家的信任是更重要的要素，今年也在尝试打造人与人之间更深的信任基础。 未来希望复购率提升，意味消费者对商家信任持续提升。
2021Q1	私域流量的增加为平台上的内容创造者带来了可观的营利价值，2021Q1公司直播收入和电商GMV大部分来自于私域流量，我们相信，更加关注私域流量会为平台带来长期价值。2021Q1，私域对于电商GMV的贡献远超公域。 对私域和内容的专注帮助我们建立了基于社交信任的电商生态系统，私域沉淀的信任自然促成买家及信任的商家进行更多交易。
2021Q3	快手电商凭借用户和平台、主播之间的高信任度形成高复购率。 9月电商月复购率70%以上，月ARPU进一步提升。
2021Q4	对私域的扶持，也让商家和主播更有动力去做长效的用户关系和经营，消费者的体验得以进一步的优化，快手的月复购率也行业领先。 另一方面快手的私域流量具备核心优势，快手用户能在快手持续互访和复购，我们的月复购率行业领先。
2022Q1	独特的强私域、强复购信任电商模式将信任购的体验不断推向极致，为快手带来了领先的月复购水平，为商家提供了赖以长期经营用户的阵地。 快品牌的月复购率超过快手电商平均月复购率，达到了80%以上。
引力大会2022	通过大搞信任电商，消费者获得了信任购权益，看到好的回头客指数更愿意复购；商家则实现了新客高转化、老客高复购。平台可以为这些‘信任商家’提供更多免费的流量倾斜以及更好的商业化价格和环境。

2.3 抖音和快手GMV增长的效率和可持续性探讨

- 从成交角度来说，抖音模式效率更高，但用户天花板有限；快手模式效率较低，但可持续性更高。
- 效率对比：抖音 > 快手（以下成交分析均为相对概念，并非所有抖/快都遵循以下成交路径）
 - 抖音公域成交链路：用户→直播间→商品→成交（从公域流量池直接进入直播间）
 - 快手私域成交链路：用户→主播→直播间→商品→成交（从主播的私域流量进入直播间，快手80%复购来自于私域流量）
 - 抖音链条更短，通过标签直接将用户和直播间商品匹配，通过投放精准，成交效率更高，是“人和货的匹配模式”。
 - 快手多了“主播”这一环节，是“人和主播的匹配模式”，主播直播间的货可能并非匹配该用户标签，存在一定损耗。
- 但是，抖音和快手首先是内容平台，其次才是电商平台。抖/快需要在用户体验、广告收入和电商收入三者进行动态平衡——这意味着短视频平台不可能将所有的曝光量均给予电商业务，因此天花板有限。
 - 阿里巴巴可以将接近90%的月活用户转化成活跃买家，但是抖/快注定达不到这样的高转化率，流量转化完后，提升复购才是关键。
 - 这也是抖音开始发展“全域兴趣电商”，增加货架电商的原因——能转化的用户都转化了，需要货架电商来承接复购需求。

图26：抖音和快手成交链条示意图

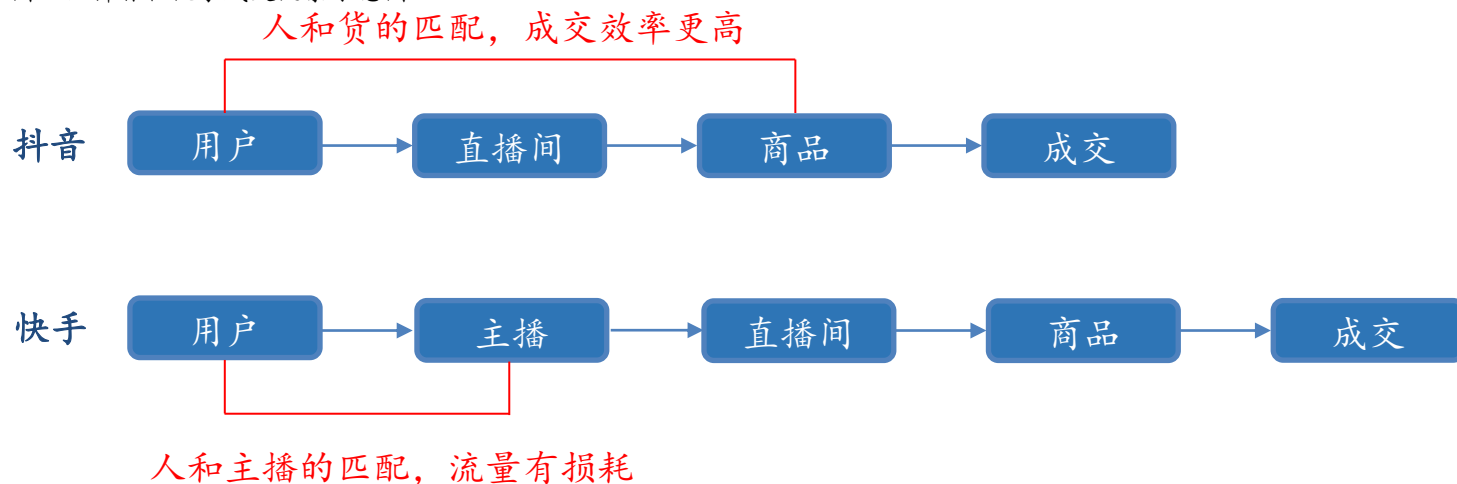
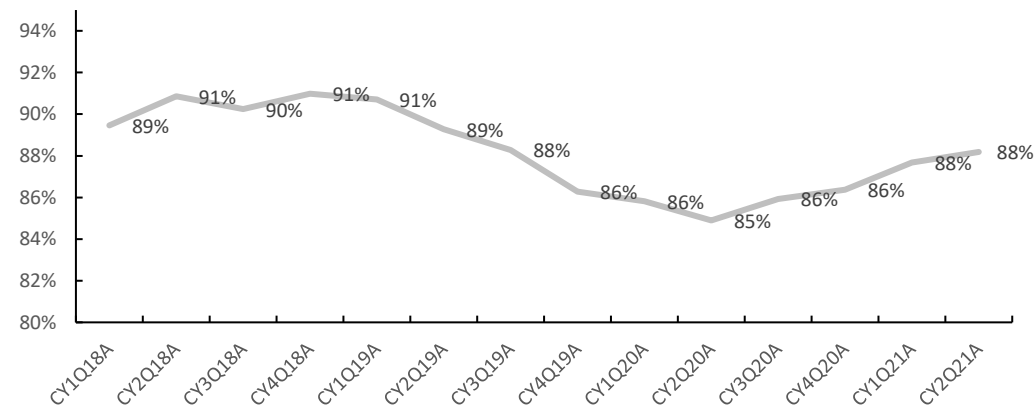


图27：阿里巴巴年度活跃买家数/MAU (%)



3、从佣金和广告两个角度看直播电商的货币化率

3.1 回顾：阿里的货币化率趋势

- 阿里巴巴货币化率持续提升，从FY2012年的1.92%提升至FY2021年的4.08%；
- 货币化的主要方式包括天猫佣金以及客户管理（主要即是广告营销），其中广告营销的占比逐渐提升。根据最新一次的拆分，天猫佣金货币化为2.22%，客户管理货币化率达到2.66%；客户管理货币化率持续提升，当前其在所有GMV中的货币化水平已经超过佣金在天猫中的货币化水平。
- 从历史上来看，佣金率基本保持平稳，天猫佣金政策基本保持稳定；提升的主要是广告货币化率。
- 但是同样也可以看到，货币化率的提升是一件非常困难的事情，客户管理货币化率在8年时间内提升了1.1pct。

图28：阿里巴巴货币化率水平

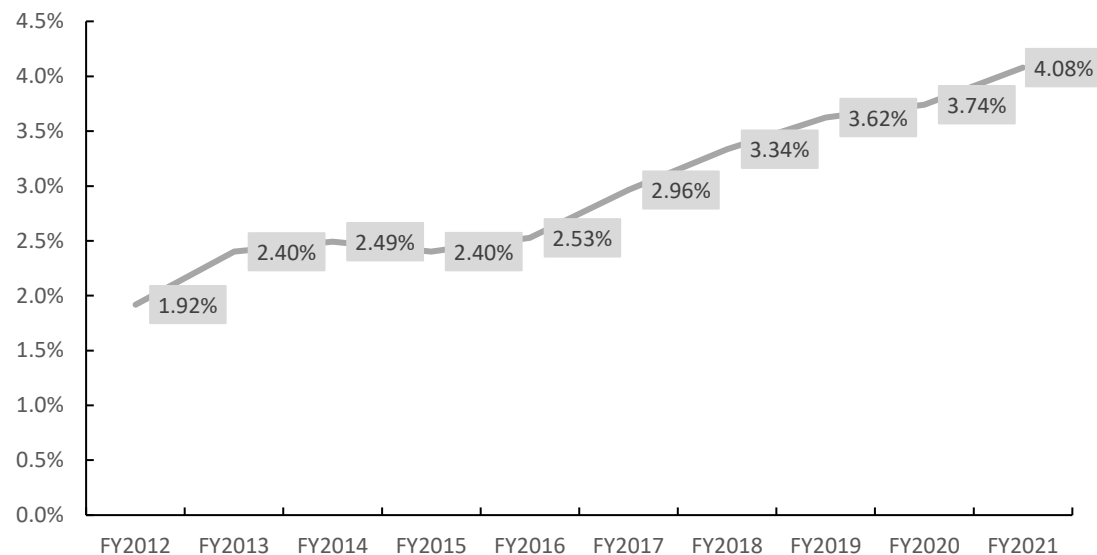
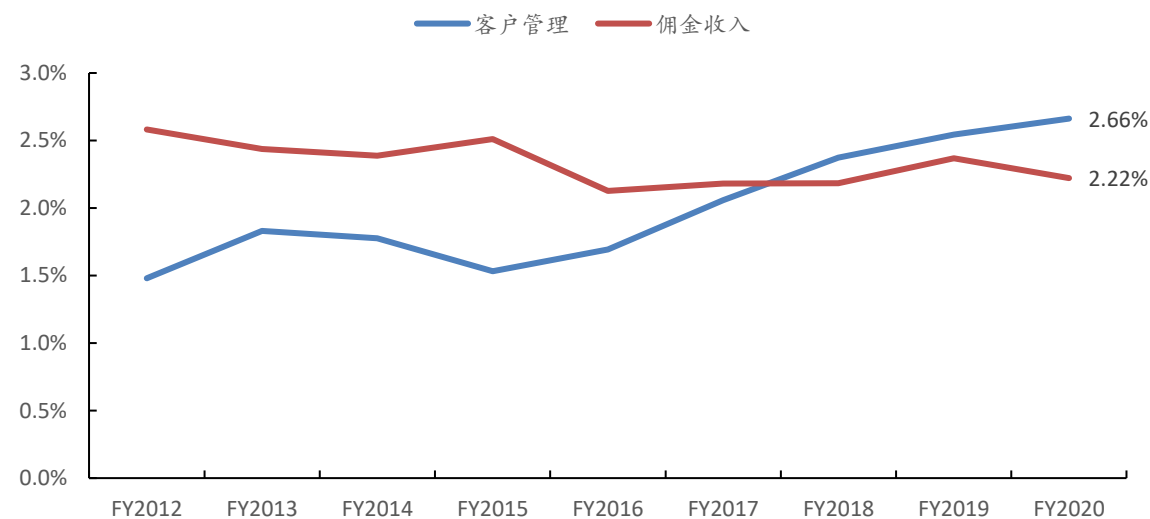


图29：阿里巴巴货币化率拆分



3.2 佣金角度：GMV结构决定了直播电商长期佣金率高于货架电商

- 天猫、抖音和快手的技术服务费（佣金）标准大致相同。
- 短期来看，快手、抖音都处于品牌引入阶段，因此存在一定的返点，例如快手的实际抽佣比例约为天猫的一半；长期来看，各平台抽佣比例将会越来越一致。
- 对于平台来说，GMV中抽佣比例高的品类占比越大，平台佣金率天花板将越高。

表4：天猫、抖音和快手主要品类佣金率

大类	一级分类	天猫	抖音	快手
服饰内衣	男装	5%	5%	5%
	女装	5%	5%	5%
	内衣裤袜	5%	5%	5%
鞋类箱包	女鞋	5%	5%	5%
	男鞋	5%	5%	5%
	箱包	5%	5%	5%
运动户外	户外/登山/野营/旅行用品	5%	5%	5%
	运动/瑜伽/健身/球迷用品	5%	5%	5%
	运动鞋	5%	5%	5%
	运动包/户外包/配件	5%	5%	5%
	电动车/配件/交通工具	2%	2%	2%
化妆品	自行车/骑行装备/零配件	2%	2%	2%
	彩妆/香水/美妆工具	4%	4%	5%
	美发护发/假发	4%	4%	5%
食品饮料	美容护肤/美体/精油	4%	4%	5%
	酒类	2%	2%	3%
	咖啡/麦片/冲饮	2%	2%	2%
3C数码家电	零食/坚果/特产	2%	2%	2%
	手机	2%	2%	2%
	笔记本电脑	2%	2%	2%
	平板电脑/MID	2%	2%	2%

3.2 广告角度：广告货币化率是一种结果

- 电商平台广告货币化率是一种均衡状态下的结果，而非平台自身可以随意设置的。
 - 均衡一：商家需要平衡利润率和销售费用率，商家毛利率越高，愿意支付的销售费用率就越高，电商货币化率天花板越高。
 - 均衡二：商家需要平衡在不同电商平台的投入产出比，直至在各个平台获得的回报率相同。
- 理论上，平台的广告货币化率和商家的ROI呈倒数关系，不存在平台货币化率和商家ROI能同时提升的情况。
 - 平台广告货币化率=广告收入/GMV；商家ROI=GMV/广告投入；平台广告收入=商家广告投入。
- 所以，假设所有电商平台的商家结构完全相同，用户决策行为也相同，长期来看，理论上商家在各个电商平台上所获的ROI趋同，各个电商平台的货币化率也将趋同。
 - 但现实中，各电商平台由于发展阶段的不同、商家结构的不同，导致货币化率有一定差距。
 - 若某一电商平台的广告货币化率显著高于行业，则原因在于：1) 高毛利率货品占比较高，这些商家的营销预算充足；2) 平台满足了商家除成交额之外的其他需求。

图33：传统电商平台经过多年发展，货币化率差距不大（注：阿里巴巴按照财年披露数据，图中自然年等同于阿里巴巴下一财年，例如2018年=阿里巴巴FY2019）

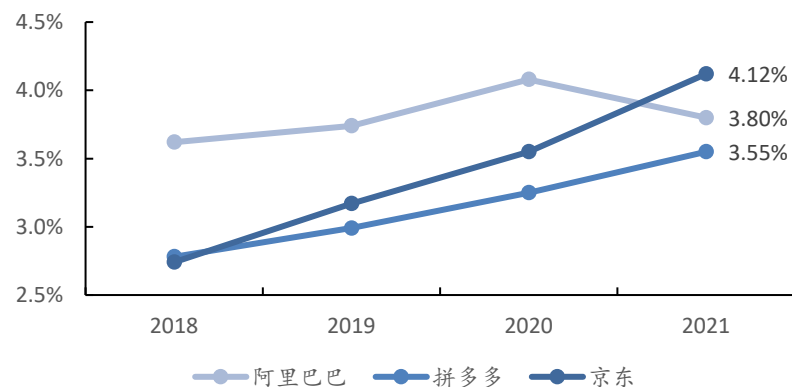
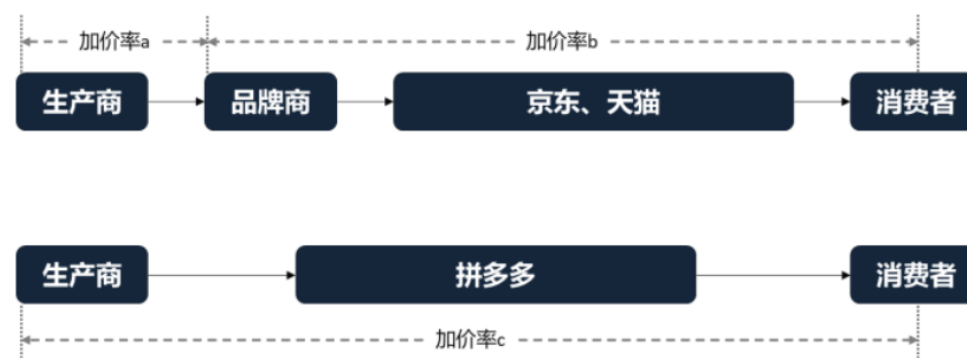


图34：平台货币化率源自商家在平台的加价率（b和c），只要b和c差别不大，平台最终的货币化率将会趋于一致。这也是为什么拼多多虽不是搜索逻辑，货币化率依然与淘系趋于一致的原因



3.2 广告角度：长期来看，直播电商广告货币化率天花板或高于传统电商

- 电商的货品机构偏非必需品，偏非标，而这部分商品毛利率普遍较高，商家愿意付出较高的营销费用，故而平台能获得的广告收入更多。
- 从抖音电商营销工具巨量千川广告消耗来看，广告消耗量最高的美容护肤和服饰均为高毛利品类。
- 长期来看，跟我们对佣金率的讨论类似，相较于货架电商，未来直播电商的品类分布仍会偏非必需与偏非标，因而广告货币化率天花板理论上将高于传统电商。

图35：销售费用率与商品毛利率呈正比（横轴为毛利率，纵轴为销售费用率，2019）

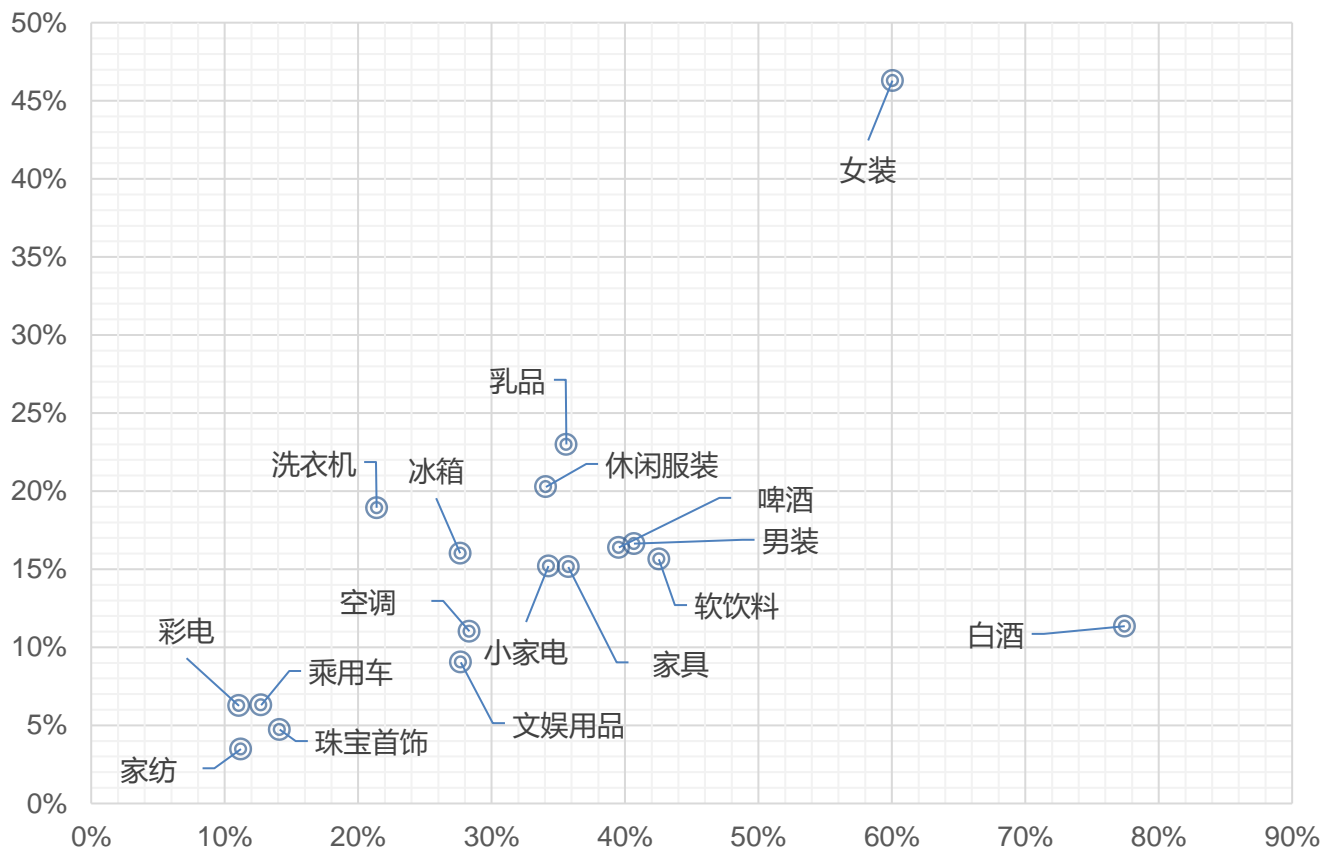
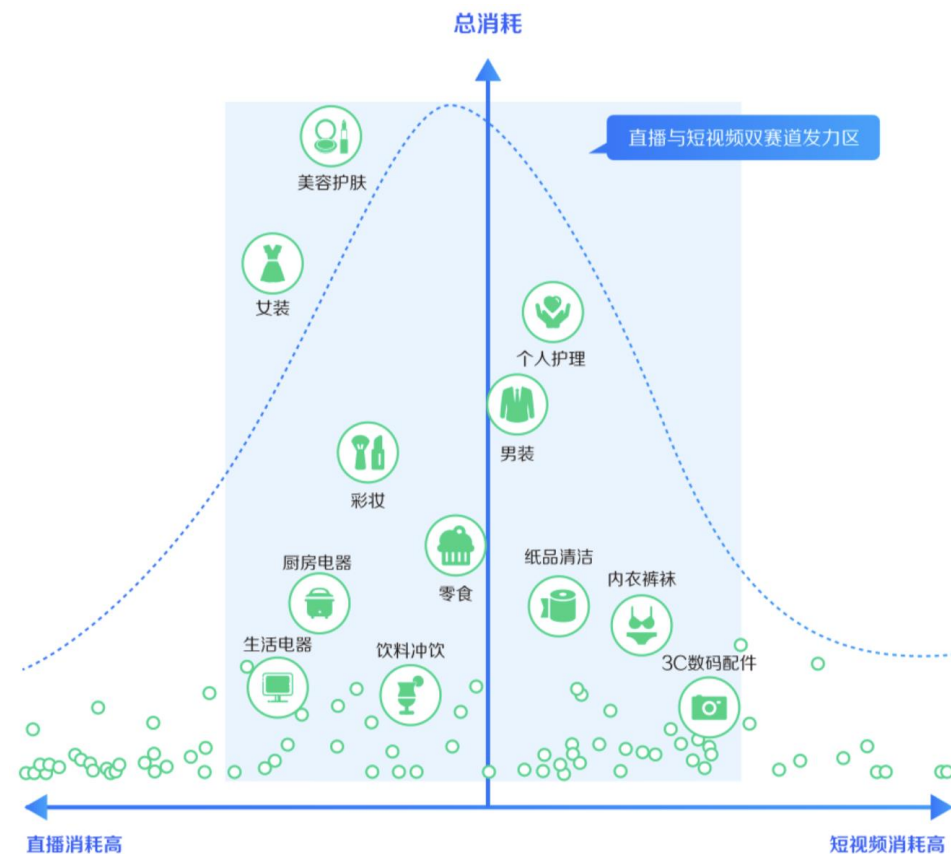


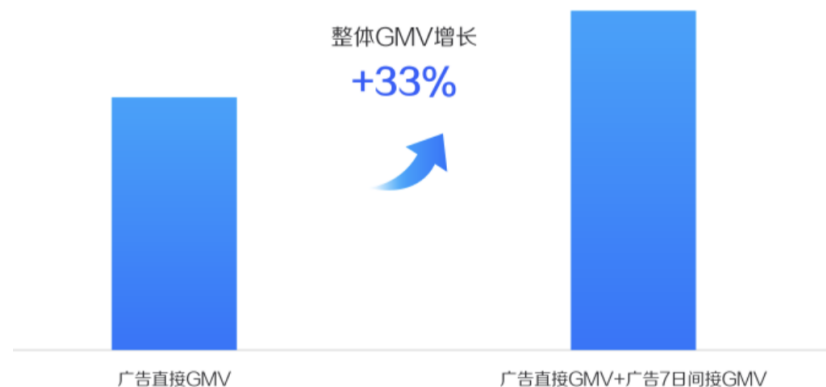
图36：2021年4-11月不同行业巨量千川广告投放消耗分布



3.2 广告角度：长期来看，直播电商广告货币化率天花板或高于传统电商

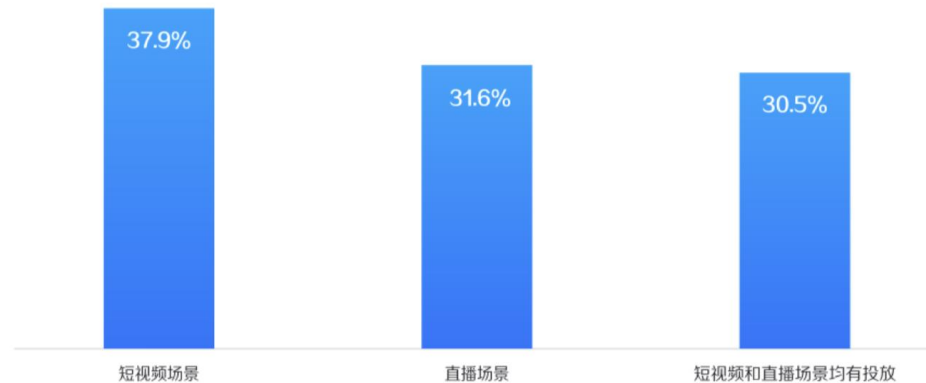
- 相较于图文，视频的信息密度更高。所以，视频作为载体的电商广告承载的不仅仅是销售转化，更包含了商家对于品牌曝光、沉淀流量的诉求。换句话说，短视频平台的电商广告同时具备效果广告+品牌广告的功能。
 - 同样被广告触达，短视频电商广告沉淀粉丝的效率更高。如直播间在进行付费推流之后，主播通过专业能力和销售策略对付费流量进行有效承接，同时带动用户加粉、打赏、互动等行为，提升未来潜在的复购概率；这是传统电商平台的效果广告很难实现的。
 - 短视频平台的电商广告承载了一部分品牌曝光的需求。不管广告预算是投放至短视频还是电商直播间，视频内容均具备打造品牌形象的作用，更容易形成用户心智。例如，短视频场景的电商广告转化率不如直播场景广告，但是商家出于品宣或者长期可见等需求，仍愿意将部分预算投放至这种ROI较低（相比于投直播间的ROI较低）的广告类型。
- 但我们在衡量短视频平台电商广告ROI时，通常是用转化的GMV来衡量广告效果，却忽略了其中品牌广告带来的回报（这部分通常很难量化），导致我们看到的ROI较低，而平台的货币化率较高。**长期来看，由于短视频平台具备视频内容的禀赋，商家为了同时满足“营”和“销”，愿意容忍一个“较低的ROI”，而平台则呈现较高的货币化率。**

图37：2021年9-11月巨量千川投放产生的GMV趋势（注：巨量千川为抖音电商投放工具）



用户点击广告后产生的交易金额代表广告直接GMV，以用户点击广告后7天内同商品/同店铺在自然推荐下产生的交易金额为广告7日间接GMV。
可以发现，有一部分流量沉淀下来了，形成了长期的复购转化。

图37：商家在巨量千川的投放场景（N=2313）



商家对短视频带货和直播带货两种场景均有偏好。短视频内容长期可见，创造了持续转化的可能，同时内容的复用性也更强，操作难度更低，更多承担曝光的作用，偏长期价值；直播因沉浸氛围、货品展示等优势容易获得更高的转化，偏短期转化。

3.2 广告角度：长期来看，直播电商广告货币化率天花板或高于传统电商

■ 同样，我们用快手的电商广告官方教程也可以证明该结论。根据磁力金牛·金牛拍档中的策略文档《“直播+短视频带货”双开生意模式-策略指南》：

- 短视频带货推广曝光千次（CPM）仅为直播广告的43%——因为转化率不如直播广告，ROI低，所以价格低。
- 但是官方仍推荐使用短视频广告，因为曝光量高、成本低、带货和涨粉可以同时进行。
- 同时，在直播直投时，由于频控策略，会导致大量流量被过滤；而短视频投放时，可以多个视频同时投放，大大降低频控策略打压的几率，从而提升引流效率。

■ ROI低的广告，意味着平台货币化率高。

图38：快手短视频推广CPM低于直播推广

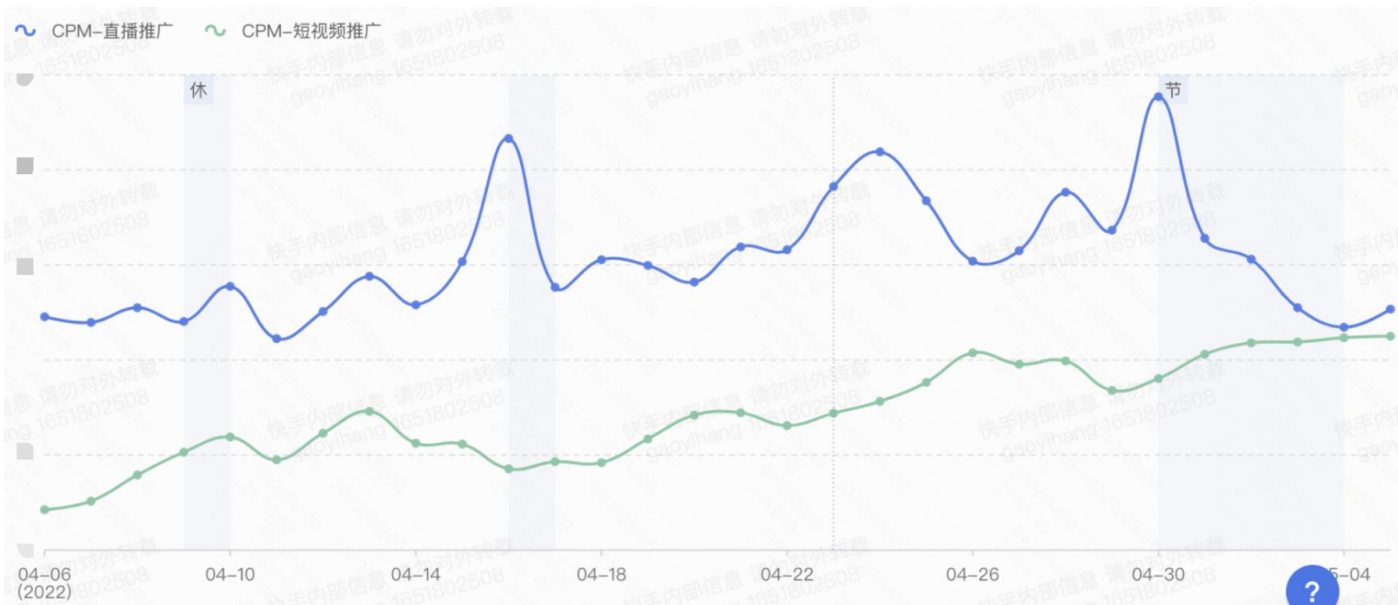


图39：短视频推广和直播带货有一定关联性



当消费者通过短视频进入直播间，并发生了正向交互行为（如观看直播、点赞、评论、下单等），系统会认为这条短视频内容优质，从而获得更多流量。短视频与直播配合，逐步形成了共振，使得流量效率进一步提升。
所以，就算未实现成交，商家也得到了曝光和流量。

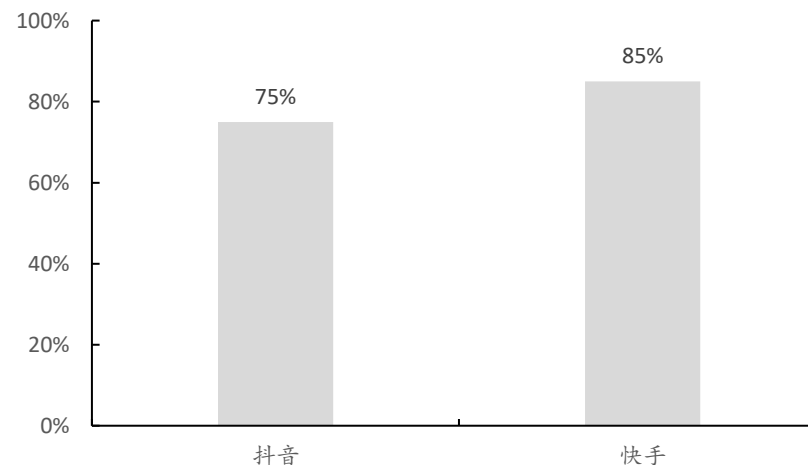
3.3 短期来看，为何抖音货币化率显著高于快手？

- 上文我们分析了长期视角下，直播电商能达到的货币化率可以超过传统货架电商。那么短期来看，为何抖音货币化率显著高于快手？
- 快手和抖音货币化率差距主要存在于广告：1) 抖音广告结构；2) 抖音更擅长公域流量的广告变现。
- 抖音广告结构中，二类电商广告（例如鲁班）有一定占比（10-20%），提高了平台的货币化能力。
 - 二类电商定义：通过信息流形式展现，点击后无需跳转既可下单购买。
 - 二类电商无自然流量，只能靠广告投放。这导致二类电商成为了计算投入产出的数学游戏，投流ROI较低，且商品质量、售后服务均无法得到保证。
 - 单纯依靠买量模型长期不可持续，我们预计抖音二类电商广告占比未来将逐渐下降。
- 其次，根据我们调研，2021年，**抖音GMV中直播成交占比约75%，快手约85%，其他成交为短视频和小店。**如上页所述，我们预计抖音商家可能投放了更多短视频电商广告，这类广告ROI低于直播电商广告，但有利于平台的货币化率提升。

图40：鲁班电商模式



图41：2021年，抖音/快手GMV中直播间成交占比



3.3 短期来看，为何抖音货币化率显著高于快手？

- 在我们分析抖音和快手GMV增长逻辑时提到，抖音的GMV增长强调“最大化流量的变现效率”，更多是在做公域流量的转化；而快手的GMV增长则是强调复购，更多是私域流量的转化。
- 商家可在开放的公域流量池进行买量，有利于平台实现广告收入，但若商家无法将流量沉淀，则持续买量会抬高流量价格；而若商家的增长大多来自私域流量，平台将无法收租。这是抖音和快手货币化率产生差距的重要因素。
- 快手私域流量强过抖音众所皆知，我们将会用以下几个案例具体说明，为何快手强大私域流量以及老铁关系会对货币化率造成阻碍。

图42：快手曾经的“挂榜”卖货模式



商家通过刷礼物获得“榜一”位置后，可与大主播进行连麦。连麦过程中，商家会对商品进行介绍，主播会跟商家进行几轮砍价，双方达成一致后，主播会号召自己的粉丝购买商品。

在此过程中，“刷礼物”等同于买量费用，但这笔收入只有少部分归于平台。

图43：快手直播的“主播榜单”



若一场电商直播里面有多个主播，用户可以点击当场的“主播榜单”关注在场主播，实现引流。这是快手家族师徒制的来源，很多大主播就是这样为自己的徒弟涨粉。

同样，新主播为了涨粉应该花费的推广费用，快手平台并没有赚取。

而抖音直播只有“观众榜单”并无“主播榜单”。

图44：辛巴露脸其徒弟的直播间



不同于抖音和淘宝的直播间，主播更注重产品的讲解。快手的直播间像是真人秀现场，充斥着类似“主播为了给粉丝谋福利不惜与品牌方闹翻”、“主播为了粉丝利益宁愿自掏腰包补贴”等桥段。

粉丝和主播之间的情感纽带过于坚固，不需要广告投放老铁们就会来捧场。

3.4 快手和抖音的货币化率水平未来走向

- 通过上文的分析，直播电商长期的货币化率天花板将高于货架电商；同时我们判断，快手的货币化率将会持续提升，而抖音将逐渐下降。
- 抖音缘何下降？
 - 二类电商（鲁班）的买量模型长期不可持续。
 - 目前抖音还处于品牌入驻的红利期，商家在前期需大量投入，产生自然流量后会降低投放。
 - 用户的留存和复购会导致平台搜索型流量的上升（可以参见拼多多的案例），随着抖音开始发展货架电商，对转化要求更高的广告类型（例如搜索广告，这类广告更要求ROI）占比上升，将会拉低平台的平均货币化率。

图45：抖音全域兴趣电商示意图



全域兴趣电商 = 短视频带货+直播带货+抖音商城+搜索=兴趣电商+货架电商

抖音的全域兴趣电商即为在目前的基础上，拓展至传统货架电商的领域，用货架电商来承载用户的复购需求。抖音预计未来新场域（货架电商形式）占比将超过50%。

图46：以阿里巴巴为例，看货架电商常用的营销工具

	直通车	智钻	超级推荐	品销宝	淘宝客
工具名称					
计费模式	CPC	CPC/CPM	CPC/CPM	CPM	CPS
投放位置	搜索结果页	淘内首页；站外微博、优酷、头条等	猜你喜欢、微淘、有好货等	搜索结果页面上方店铺展示	大部分网站

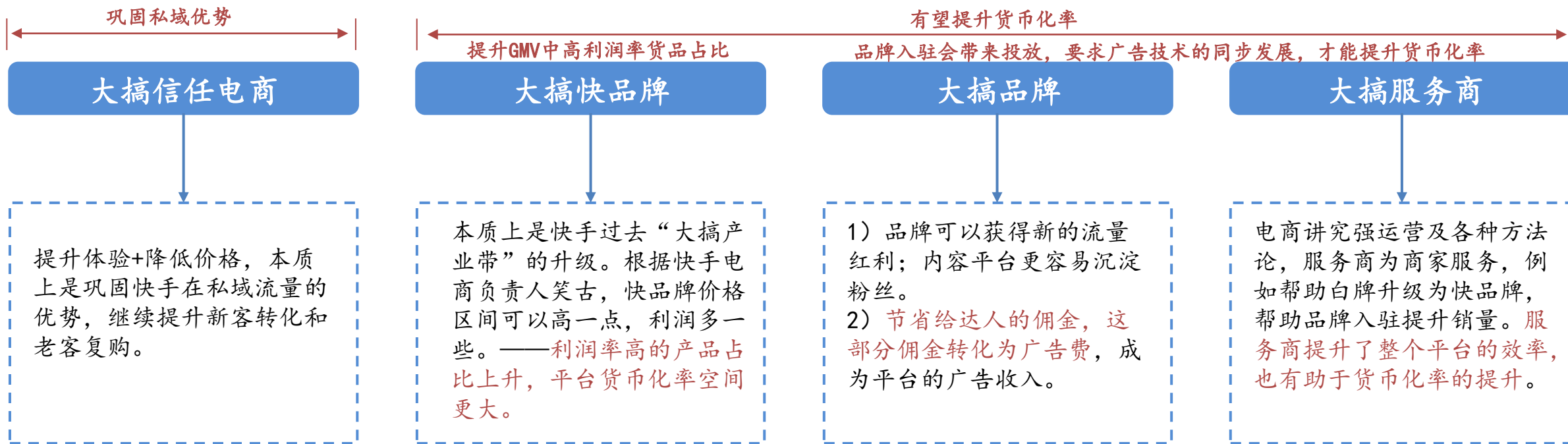
投放位置示意

货架电商的广告类型大多按效果付费，要求强转化。

快手和抖音的货币化率水平未来走向

- 通过上文的分析，直播电商长期的货币化率天花板将高于货架电商；同时我们判断，快手的货币化率将会持续提升，而抖音将逐渐下降。
- 快手如何上升？
 - 公域流量利用效率的上升：1) 商家/品牌自播占比提升（大搞品牌），相较于达人自带流量，品牌的入驻需要投放进行冷启动；2) 修炼内功，完善广告投放工具，提升精准度。
 - 大搞快品牌，提升白牌的价格带和利润率。

图47：从快手2022引力大会的策略来看，快手电商的发展目标非常清晰，私域优势继续保持，并增强公域流量把控能力

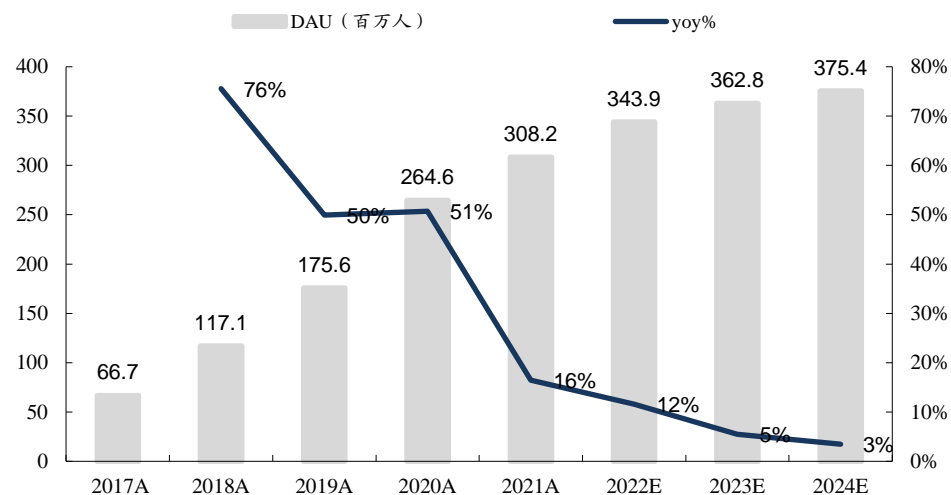


4、投资建议

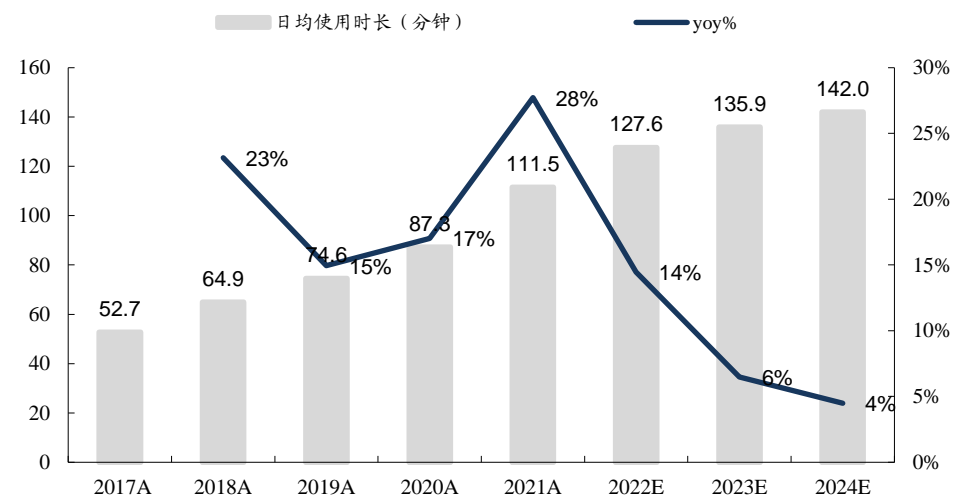
快手-W：运营指标亮眼，预计2022年平台流量仍将实现28%的高增长

- 降本增效背景下运营指标依然亮眼，公司效率持续提升。
- 2022Q1 公司用户增长提速，DAU 及 MAU 分别达 3.45 亿人及 5.97 亿人，分别同比增长 17.0%及 15.0%，均创历史新高；单 DAU 日均使用时长达 128.1分钟，同比增长 29.0%。
- 我们预计公司在2022年DAU及日均使用时长将分别增长12%及14%，带动整体流量实现28%的增长，在所有互联网平台中相对增速明显。

图：快手整体DAU及同比增速



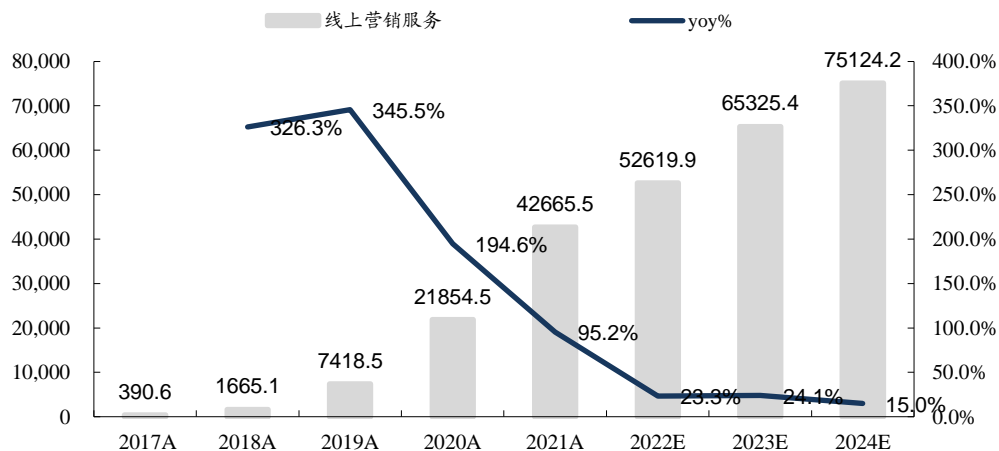
图：快手整体日均使用时长及同比增速



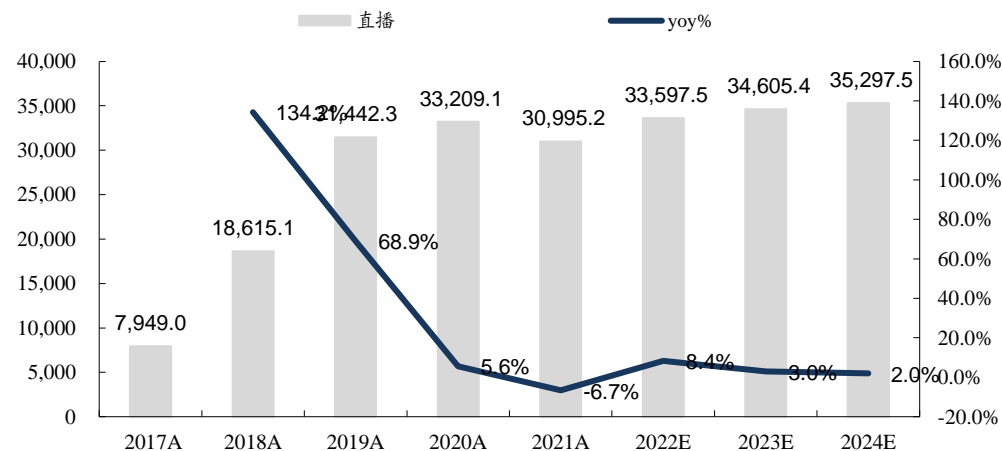
快手-W：行业淡季及疫情影响下，收入温和增长

- 直播、营销和其他服务收入增长均超过我们预期。
- 2022Q1，直播业务同比增长 8.2%，收入达 78 亿元，主要得益于月付费用户平均收入同比增长 7.8%，内容质量及运营效率的提升。
- 2022Q1 营销服务收入达 114 亿元 (yoy+32.6%)，主要是用户流量增长以及广告主数量增加，也得益于广告主用户体验及广告效果提升。其他服务收入由 2021Q1 的 12 亿元增加 54.6%至19亿元，主要是由于电商业务的扩展。GMV保持高速增长，2022Q1 达到 1,751 亿元，同比增长 47.7%。
- 我们预计2022年，营销服务、直播业务、其他业务收入增速分别为23%/8%/41%，整体收入增长19%。

图：快手广告业务收入及同比增速（单位：百万元）



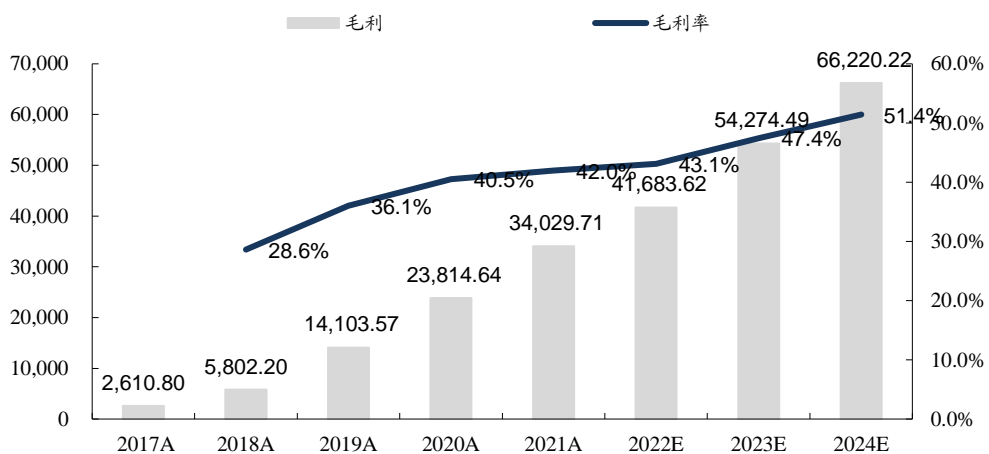
图：快手直播业务收入及同比增速（单位：百万元）



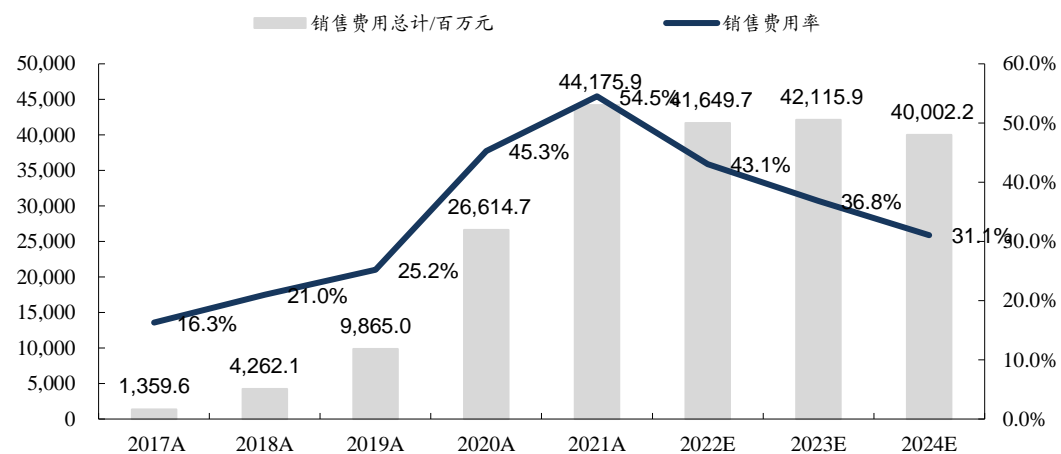
快手-W：毛利率提升及销售费用率改善，预计国内业务在年内经调整盈利

- **成本费用管控优于我们预期，看好公司盈利模型持续改善。**2022Q1 在 DAU 和时长较快增长的前提下，公司成本和费用均得到较好控制，毛利率增长至 41.7% (YoY+0.63pct)；销售费用率降至 45.0% (YoY-23.5pct)，主要由于公司有效地控制了获取及维护用户的开支；管理费用率同比持平；研发费用率小幅上升至 16.7% (YoY+0.02pct)，主要由于公司为投资大数据以及其他先进技术而增聘研发人员，从而导致开支的增加。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到疫情在 3 月下旬后可能带来的影响，我们预计公司2022 年-2024 年收入为976.13/1143.86/1288.09 亿元，经调整净利润为-123.85/-33.99/27.55 亿元，看好公司盈利能力的持续提升以及基于短视频及直播的社交生态价值持续释放，维持公司“买入”评级。（取 2022/5/25 的汇率：1 港元=0.8494 人民币）

图：我们预计公司2022年毛利率将逐季提升（单位：百万元）



图：我们预计公司费用率将持续改善



5、风险提示

直播电商行业风险提示：

- 1、**短视频用户增速放缓风险：**目前国内短视频平台用户渗透率已到高位，且新的娱乐社交方式层出不穷，行业或将迎来用户增速放缓阶段。
- 2、**局部疫情带来的负面影响：**疫情政策会影响商家发货及消费者需求，短期可能会对直播电商行业带来负面影响。
- 3、**调研数据偏差风险：**因报告涉及行业内非上市公司，我们采用的调研数据可能跟实际情况不一致。
- 4、**行业政策风险：**直播电商还未进入成熟阶段，为了规范发展可能会有相应监管政策出台。
- 5、**行业竞争风险：**电商行业竞争者众多，直播电商行业的GMV和货币化率提升可能因为竞争而不达预期。

快手个股风险提示：

- 1、**商业化进展低于预期：**在线娱乐赛道竞争激烈，公司商业化进展可能受阻。
- 2、**内容创作者流失：**公司为内容平台，内容创作者的流失可能会导致公司竞争力下降。
- 3、**用户增速放缓：**公司用户数规模较大，未来增速可能会放缓。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园