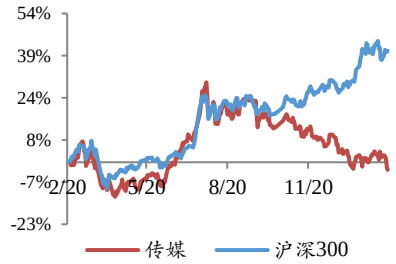
短视频系列报告之一：再出发，快手的初心与商业化展望

行业评级：增持

报告日期：2021-02-08

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：姚天航

执业证书号：S0010520090002

邮箱：yaoth@hazq.com

联系人：郑磊

执业证书号：S0010120040032

邮箱：zhenglei@hazq.com

相关报告

1.手游渠道分散化凸显研发商价值，快手上市关注流量变现 2021-02-07

2.“宅经济 2.0”下，线上、线下文娱板块有望全方位发力 2021-02-04

3.短期宅经济 2.0 提升景气度，长期

主要观点：

- **流量普惠初心依旧**

快手聚焦于注意力的普惠分配，让每个人都可以平等地分发自己的内容，这是其历经十年发展的底层价值观。公司的 Slogan 从“记录世界记录你”、“看见每一种生活”到“拥抱每一种生活”，到现在依然保有着普惠的初心。**我们认为，底层价值观决定了产品的内容产出、内容分发以及内容消费的方式，从而决定了商业化变现的角度，从这个角度说，价值观决定了产品的一切。**

- **行业分析：用户增长放缓，视频号强势入局**

2020 年来，我国短视频行业月活用户规模稳定在 8.6 亿左右。短视频渗透率稳定在 95%左右，用户增长触顶。当增长逐渐见顶，行业竞争加剧，行业玩家会选择最有效的打法，抢夺对方用户，行业整体将会表现出趋同性。**视频号的异军突起背后是腾讯强大的社交赋能机制。而未来的关键在于内容构建，未来视频号的内容价值越强，对抖音、快手的威胁就越大。**

- **商业化展望：直播基本盘，营销主推力，长期看电商**

未来公司商业化前景广阔。直播业务是公司营收的稳定基本盘，线上营销服务是公司现阶段营收增长的主要驱动力，电商业务将是公司未来营收增长的最大看点：

1）直播业务：快手去中心化的流量分发机制，形成了快手“人+内容”型社交生态，而”人+内容”型社交生态的背后是内容主自己拥有的私域流量，私有流量具备高用户粘性、To C 导向强，有利于做直播打赏。而且平台的直播平均月付费用户数仍持续增长，在我国人均文娱消费支出保持增长的趋势下，未来直播用户付费意愿有望继续提升。

2）营销业务：产品端，快手短视频 UI 界面从双列到单列，有助于提升广告投放效率，与此同时，对公域流量的掌控加强也有利于流量再分配时通过快手粉条等工具变现。运营端，一方面不断引入明星，加码平台公域流量；另一方面通过赞助各类节目改善品牌形象，吸引广告主进入。在用户规模与时间往短视频产品迁移的大趋势下，短视频广告大盘有望持续高速增长。

3）电商业务：普惠连接所带来了巨大的、私域化的信任资本的积累是快手电商最大的优势。直播带货主播与粉丝之间积累的信任资本，能降低电商交易成本，同时提高销售转化率，与用户复购率，能给平台带来了万物皆可“货”的能力。快手的电商业务可与其他业务一起发挥协同效应，比如 2020 年 7 月上线小店通，用商家采购流量的方式，推动公司整体营收的增长。

- **风险提示**

行业监管政策风险；短视频行业竞争加剧；业务发展不及预期；用户娱乐、消费习惯变化。

正文目录

1 价值观驱动快手成为短视频巨头 6
1.1 从图片工具到短视频行业巨头，流量普惠初心不改 6
1.1.1 内容产出：鼓励大众，弱化头部 6
1.1.2 流量分发：算法再分配，双列信息流强化用户选择 8
1.2 创始人团队控股，腾讯为最大外部股东 10
2 短视频行业：用户增长放缓，视频号强势入局 12
2.1 从快手一家独大，到抖音后来居上 12
2.2 双巨头格局已成，行业迈入第二竞争阶段 18
2.2.1 竞争第一阶段：抖音 VS 快手=公域流量 VS 私域流量 19
2.2.2 竞争第二阶段：双巨头发展态势趋同性明显 21
2.3 视频号能否三分天下 27
3 商业化展望：直播基本盘，营销主推力，长期看电商 34
3.1 直播业务是公司稳固基本盘 35
3.1.1 直播业务营收有望保持稳定 35
3.1.2 直播行业有望保持低速增长态势 39
3.2 营销业务是营收增长的驱动力 40
3.2.1 线上营销服务贡献公司营收主要增长 40
3.2.2 UI 改版+公域流量建设，广告收入不断打开成长空间 43
3.2.3 流量驱动广告往短视频平台迁移，规模超千亿 45
3.3 电商是公司未来营收看点 48
3.3.1 电商业务规模大、增速快 49
3.3.2 “人+内容”型社交生态是快手做电商的核心优势 51
3.3.3 直播+电商模式已趋成熟，短视频电商生态布局加速 53
3.4 游戏和知识付费仍处于探索阶段 58
风险提示： 62

图表目录

图表 1 快手发展历程 6
图表 2 快手视频库存数量 7
图表 3 在快手上发布过作品的用户数 7
图表 4 2020H1 抖音 TOP 1000 KOL 各量级占比及粉丝量覆盖情况 7
图表 5 2020H1 快手 TOP 1000 KOL 各量级占比及粉丝量覆盖情况 7
图表 6 2020H1 抖音与快手 TOP1000 KOL 平均单条内容点赞、评论量及其赞/评比 8
图表 7 快手的普惠流量分发机制示意图 8
图表 8 快手的算法机制 9
图表 9 中心化分布式网络图示 10
图表 10 去中心化分布式网络图示 10
图表 11 快手短视频大屏模式和非大屏模式下关注页均为双列展示 10
图表 12 公司股权结构 11
图表 13 快手融资历程 11
图表 14 2016 年 1 月—2017 年 1 月垂直短视频 APP 市场渗透率 TOP10 APP 13
图表 15 2017 年 10 月-2018 年 9 月主流短视频应用 DAU 走势（单位：万） 13
图表 16 2018 年 2 月-2019 年 6 月抖音与快手 MAU（万人） 14
图表 17 抖音与快手产品定位 15
图表 18 如何看待抖音&快手？ 15
图表 19 快手三线及以下城市用户占比高达 70%，用户分布较抖音更为下沉 15
图表 20 2017 年 1 月-2021 年 1 月抖音运营情况统计 16
图表 21 抖音与快手短视频产品矩阵比较 17
图表 22 按城际划分的西瓜视频用户画像（2019 年 6 月） 18
图表 23 按城际划分的火山小视频用户画像（2019 年 6 月） 18
图表 24 2018 年 1 月-2019 年 5 月头条系短视频 APP 和快手的新增用户占比情况 18
图表 25 2020 年 8 月短视频 APP 独立设备数（万台） 19
图表 26 2020 年 12 月短视频应用 MAU 及同比情况 19
图表 27 短视频行业 CR5 月活跃用户规模（单位：亿） 19
图表 28 短视频行业其他 APP 月活跃用户规模（单位：亿） 19
图表 29 2020H1 抖音 TOP 1000 KOL 各量级占比及粉丝量覆盖情况 20
图表 30 2020H1 快手 TOP 1000 KOL 各量级占比及粉丝量覆盖情况 20
图表 31 2020 年 12 月 10 日抖音 TOP20 账户及其粉丝数（单位：万人） 20
图表 32 2020 年 12 月 10 日快手 TOP20 账号及其粉丝数（单位：万人） 20
图表 33 2019 年抖音 VS 快手整体广告收入预估（亿元） 21
图表 34 2020H1 抖音与快手 TOP1000 KOL 平均单条内容点赞量、评论及其赞/评比 21
图表 35 2019 年 1 月到 2020 年 9 月中国移动互联网月活跃用户规模 22
图表 36 2019 年 9 月到 2020 年 9 月短视频行业月活跃用户规模趋势 22
图表 37 2017 年 1 月-2020 年 6 月移动视频渗透率及人均使用时长 23
图表 38 快手短视频产品结构图（截至 2021 年 1 月） 24
图表 39 快手极速版产品结构图（截至 2021 年 1 月） 24
图表 40 抖音产品结构图（截至 2021 年 1 月） 25
图表 41 抖音极速版产品结构图（截至 2021 年 1 月） 25

图表 42 抖音火山版产品结构图（截至 2021 年 1 月）.....25
图表 43 抖音与快手昵称完全相似账号数量变化情况.....26
图表 44 抖音与快手昵称完全相似账号内容类别分布情况.....26
图表 45 经常使用抖音与快手观看视频的用户重合度.....26
图表 46 短视频 APP 用户日均使用时长普遍高于社交工具.....27
图表 47 典型新闻资讯 APP 中，用户观看视频占比较高.....28
图表 48 视频号位于强势入口.....28
图表 49 视频号更新迭代速度快，一年迭代了 33 次、新增了 40 多种功能.....29
图表 50 视频号一年就完成从产品打磨到爆发的快速进化.....29
图表 51 视频号上已汇聚超过 60 个垂直领域的优秀创作者和职业博主.....30
图表 52 视频号以社交为核心推荐逻辑.....30
图表 53 视频号、抖音与快手对比情况.....30
图表 54 视频号可连接整个微信生态.....31
图表 55 微信庞大用户流量有望为视频号赋能.....32
图表 56 微信生态四大流量场景全面为视频号导流.....32
图表 57 2017 年 12 月-2018 年 2 月典型社交属性手游日活跃用户规模.....33
图表 58 王者荣耀日活破亿.....33
图表 59 微信支付在 2014 年春节期间迎来爆发.....33
图表 60 公司营收持续增长.....34
图表 61 线上营销服务占比持续提升.....34
图表 62 快手业务发展逻辑示意图.....35
图表 63 快手购买虚拟礼物打赏主播流程示意图.....36
图表 64 相较于抖音，快手赞评比高，社交属性强.....36
图表 65 主要直播平台直播业务收入情况（单位：亿）.....36
图表 66 主要直播平台直播付费用户平均收入.....37
图表 67 主要直播平台直播用户付费率.....37
图表 68 公司直播业务营收及同比情况.....37
图表 69 直播平均月付费用户数.....37
图表 70 平均月活跃用户数及直播付费率.....38
图表 71 每月直播付费用户平均收入.....38
图表 72 快手直播 ARPPU 值低于专业直播平台.....38
图表 73 中国直播平台平均日活跃用户数和每位日活跃用户日均使用时长.....39
图表 74 2014-2019 年全国人民人均收支情况（元）.....39
图表 75 2014-2019 年全国人均教育文化娱乐消费支出情况.....39
图表 76 中国直播虚拟礼物打赏市场规模（单位：十亿人民币）.....40
图表 77 快手主要广告展示形式.....41
图表 78 磁力引擎.....42
图表 79 R.I.S.E.营销模型.....42
图表 80 2017 年到 2020 年前三季度公司线上营销服务收入及同比情况.....43
图表 81 平均日活用户数及每名日活跃用户平均线上营销服务收入情况.....43
图表 82 短视频用户营销触点及广告容量空间示意图.....44
图表 83 快手加强明星入驻.....44
图表 84 互联网子领域 APP 月独立设备数（亿台）.....45
图表 85 互联网子领域 APP 用户有效使用时间（万年）.....45

图表 86 用户对短视频广告的态度（用户比例）.....46
图表 87 视频媒介行业月活跃用户数（亿人）.....46
图表 88 视频媒介行业广告收入（亿元）.....46
图表 89 2020Q3 短视频媒介广告投放费用（单位：亿元）.....47
图表 90 2020Q3 细分行业广告投放费用同比增长率.....47
图表 91 2020Q3 典型短视频媒介广告收入同比.....47
图表 92 中国移动互联网信息流广告市场规模趋势（亿元）.....48
图表 93 2020 年 1 月到 2020 年 6 月信息流广告中效果广告投放费用占比.....48
图表 94 快手直播电商业务发展历程.....49
图表 95 公司其他业务收入情况.....50
图表 96 电商业务 GMV 情况.....50
图表 97 电商业务 GMV 货币化率较低.....50
图表 98 电商业务平均复购率持续提升.....50
图表 99 主要电商平台货币化率情况.....50
图表 100 小店通解决用户困境.....51
图表 101 红人广告和传统电商转化率对比.....51
图表 102 电商直播营销链示意图.....52
图表 103 快手上形成了“人+内容”型社交生态，培养了极强的信任关系.....53
图表 104 从图文到短视频+直播的电商营销模式发展历程.....54
图表 105 抖音和快手电商业务发展历程.....55
图表 106 2020 年抖音与快手加速电商生态布局情况.....55
图表 107 抖音小店扶持政策.....56
图表 108 2020 年国庆期间抖音短视频直播带货渠道分布.....56
图表 109 2020 年国庆期间快手直播带货渠道分布.....56
图表 110 快手和抖音直播电商特色比较.....56
图表 111 2020.1-2020.8 中国直播电商用户规模（亿）.....57
图表 112 2018.6-2020.6 短视频用户规模（万人）.....57
图表 113 2015-2025E 中国零售电商与直播电商市场规模（单位：人民币十亿）.....58
图表 114 快手在游戏生态布局情况.....58
图表 115 快手游戏业务所在页面.....59
图表 116 2020 年 1 月-10 月快手 TOP 1000 KOL 发布趋势（万条）.....59
图表 117 快手游戏用户每天玩手游游戏分布.....60
图表 118 快手游戏用户付费意愿及深度.....60
图表 119 快手知识付费业务相关页面.....60
图表 120 用户期望通过短视频学习到的知识/技能的用户占比情况.....61
图表 121 短视频用户对不同视频形式的付费意愿占比情况.....61
图表 122 短视频付费用户未来一年付费预算变化占比.....62
图表 123 愿为短视频付费的用户未来一年的付费金额占比.....62

1 价值观驱动快手成为短视频巨头

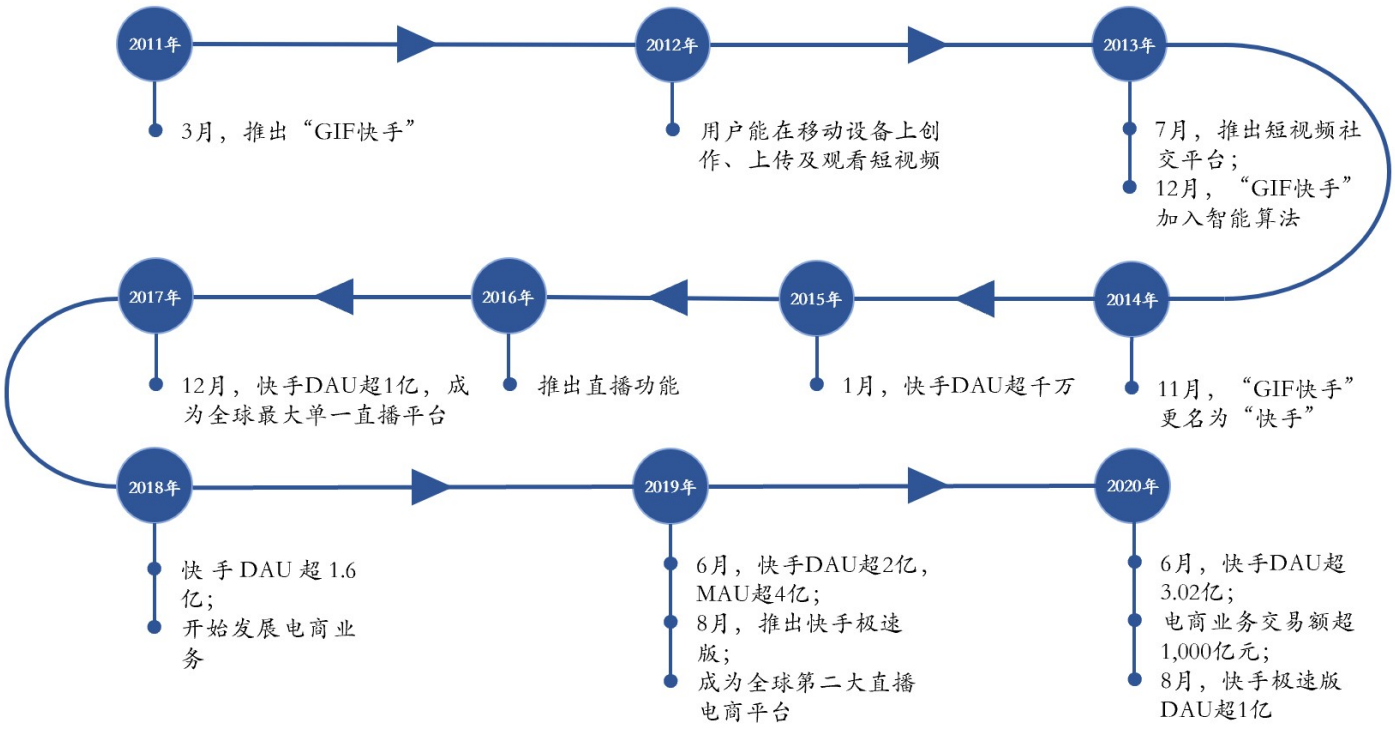
1.1 从图片工具到短视频行业巨头，流量普惠初心不改

梳理快手十年发展历程，快手能从最初的 GIF 图片工具成长为 DAU 过 3 亿的短视频行业巨头，在背后是源于对价值观的坚持。我们认为，对快手这家公司、这款产品以及未来商业化方向的理解，需要从快手的底层价值观出发。

不同于其他短视频 App，快手聚焦于注意力的普惠分配，让每个人都可以平等地分发自己的内容。程一笑说快手最重要的产品理念和方法论是普惠、简单、不打扰。宿华说快手的用户定位是“社会平均人”，希望快手成为普通人记录和分享生活的阵地。我们认为，快手十年至今，虽然发展过程中有所波折，公司的 Slogan 从“记录世界记录你”、“看见每一种生活”到“拥抱每一种生活”，到现在依然保有着普惠的初心。

底层价值观决定了产品的内容产出、内容分发以及内容消费的方式，从而决定了商业化变现的角度，从这个角度说，价值观决定了产品的一切。

图表 1 快手发展历程



资料来源：快手大数据研究院，快手研究院，快手招股说明书，华安证券研究所

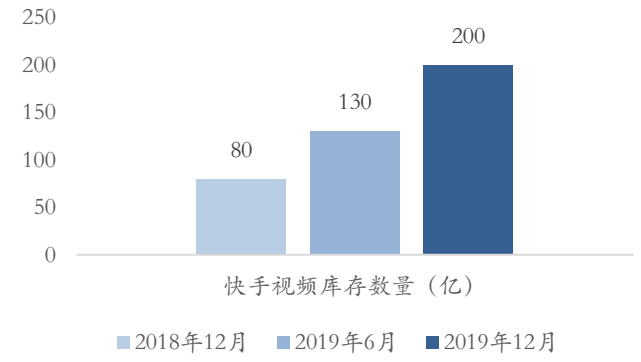
1.1.1 内容产出：鼓励大众，弱化头部

用户是一切产品的核心，我们认为，快手的功能和服务就是围绕用户为核心而展开

的，最突出的表现就是快手强调社交关系的产品定位与进行流量普惠分发的去中心化算法机制，形成了“老铁关系链”这样的信任机制，为平台上的 KOL 沉淀了各自的粉丝，积淀了巨大的私域流量。

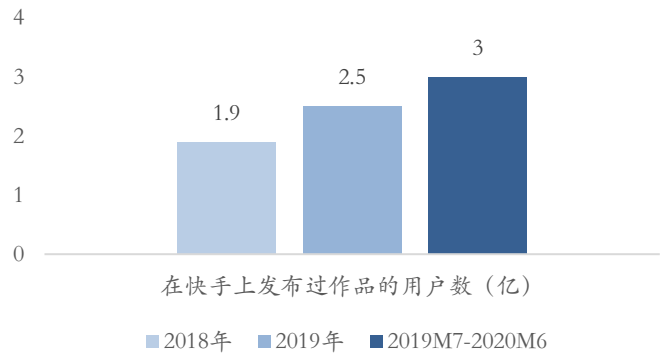
快手流量普惠分发机制，吸引大量创作者上传内容。根据快手大数据研究院数据，2019 年 7 月到 2020 年 6 月，共有近 3 亿用户在快手上发布作品。而且截至 2019 年底快手上的视频库存数量已达到近 200 亿条。

图表 2 快手视频库存数量



资料来源：快手大数据研究院，华安证券研究所

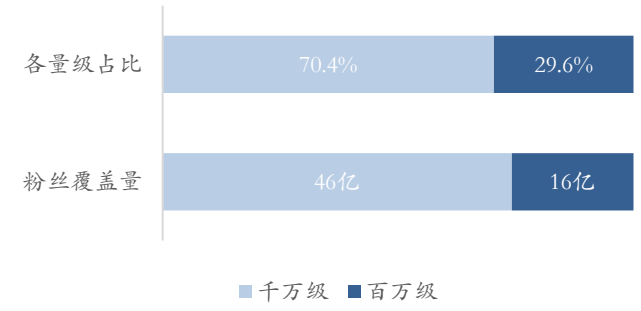
图表 3 在快手上发布过作品的用户数



资料来源：快手大数据研究院，华安证券研究所

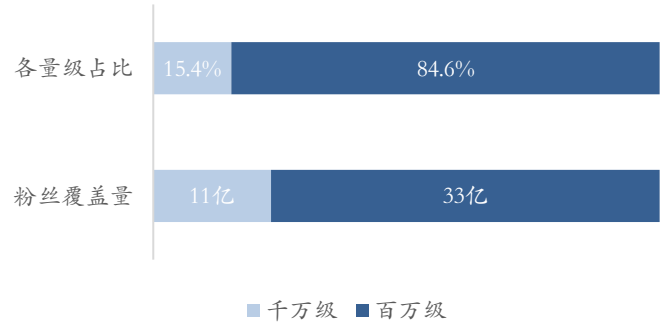
快手流量普惠理念下，平台大型头部 KOL 占比少。参考克劳锐数据，从 2020H1 抖音与快手的 TOP 1000 KOL 各量级占比及粉丝量覆盖情况来看，在抖音中心化的流量分发机制下产生的千万级别 KOL 占比远超快手，抖音达到七成，快手不足两成。

图表 4 2020H1 抖音 TOP 1000 KOL 各量级占比及粉丝量覆盖情况



资料来源：克劳锐，华安证券研究所

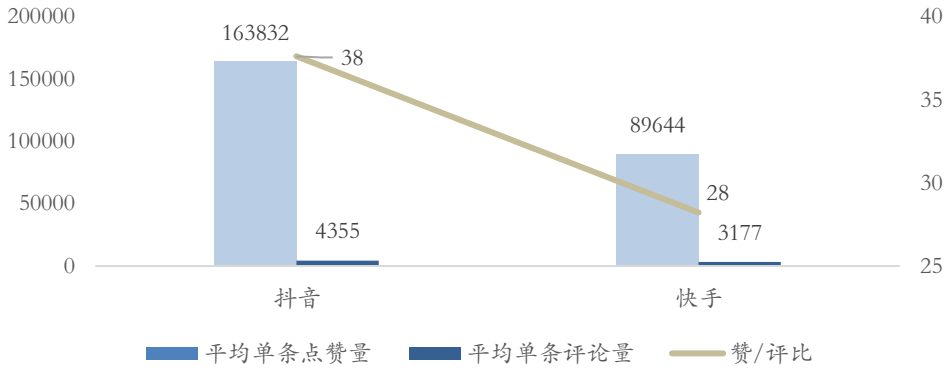
图表 5 2020H1 快手 TOP 1000 KOL 各量级占比及粉丝量覆盖情况



资料来源：克劳锐，华安证券研究所

快手在去中心化流量分发机制下，形成的私域流量粉丝粘性更强，更容易面向 TOC 端变现，比如直播打赏、直播带货等。在快手社交化产品定位下，内容创作者和用户之间建立起信任关系，形成了“老铁关系链”，构筑起了快手强大的私域流量，参考克劳锐数据，2020H1 快手 TOP 1000 KOL 平均单条内容/评比为 28，远低于抖音 38 的赞评比，快手的赞评比低说明快手的用户与创作者互动更频繁、社交关系更强。

图表 6 2020H1 抖音与快手 TOP1000 KOL 平均单条内容点赞、评论量及其赞/评比



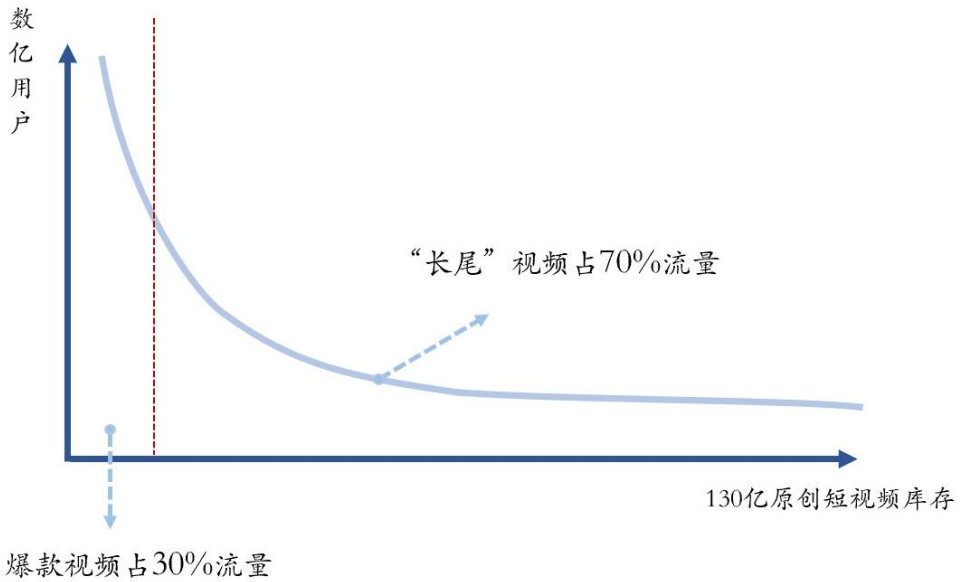
资料来源：克劳锐，华安证券研究所

1.1.2 流量分发：算法再分配，双列信息流强化用户选择

快手通过算法，在流量分配上实行普惠，运用基尼系数进行流量均衡。意识到社区生态中两极分化和贫富差距的风险，有可能造成流量过于集中在头部，快手将经济学中的基尼系数引入社区生态的调控中，作为一个严格落地的量化指标。快手进行内容分发的每个策略，都有基尼系数的约束性考核，避免生产者之间贫富差距过大。此外，快手在功能设置上也没有明星榜、红人榜、排行榜，对于网红达人也没有特殊的政策与扶持，抑制极端的明星导向。

快手为了进行生产者之间的流量平衡，将经济学中的边际效用引入社区生态的调控中。快手进行流量分配的策略中，会考虑到流量给不同内容生产者的边际效用，从而进行相应的平衡性流量分配。在快手的分发机制中，用户内容权重占比高，而粉丝权重占比较低。根据磁力引擎数据，在快手 130 亿原创短视频库存中，爆款视频占 30%流量，“长尾”视频占 70%流量，使得快手用户的注意力资源能得到平等有效分配。

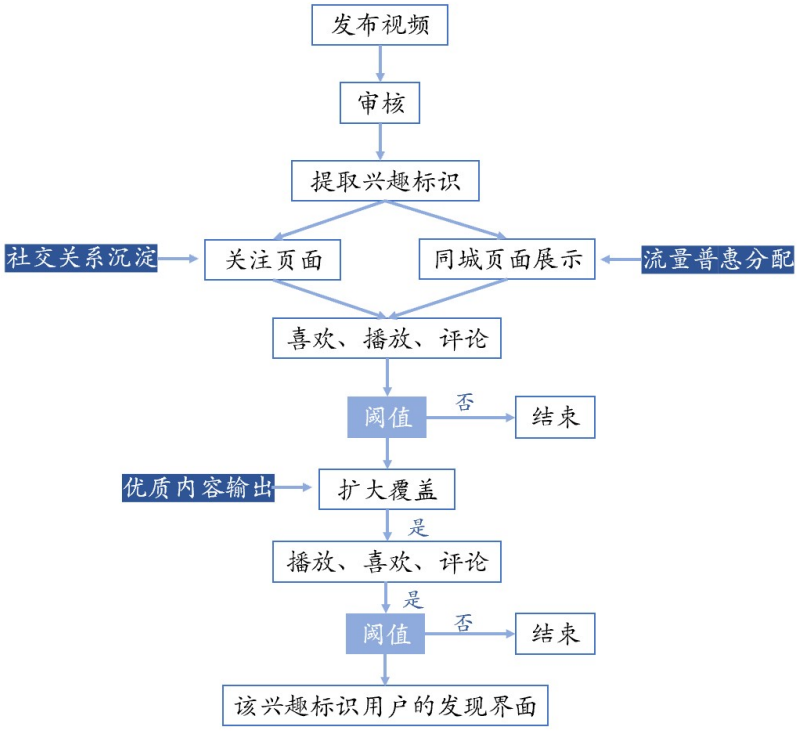
图表 7 快手的普惠流量分发机制示意图



资料来源：快手磁力引擎《2020 快手短视频直播电商营销增长宝典》，华安证券研究所

快手通过算法，在播出热度上实行普惠。一方面，快手算法有其特有的“热度权重”。在视频发布初期，每个作品都会被分配流量，随着其热度提高，曝光机会也会随之提高。此时，“热度权重”起到了“择优去劣”的作用，在视频热度达到一定阈值后，它的曝光机会将不断降低。此时，“热度权重”起到“择新去旧”的作用，确保新作品露出。另一方面，快手的用户界面并不追捧热度。具体表现在，快手用户界面非常简单，没有常见的视频类别，也没有按照视频热度的两个维度，即播放量和红心数的多少来设置排行榜，看起来完全是随机的，而优先展示的是一天内的视频，充分考虑视频的新鲜度。

图表 8 快手的算法机制



资料来源：混沌大学，华安证券研究所

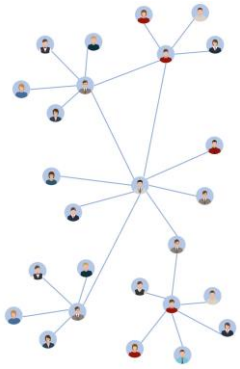
快手通过算法，在社群网络结构上实行普惠。在快手上，新的作品通过同城或关注进行小范围曝光，测试用户接受度，达到某个阈值后打上标签，并进行更高一级覆盖，直到进入发现页，进行全网分发。快手的算法策略一方面保证率优质作品露出，另一方面还不断强化、沉淀下来一个个人际关系网络，最终形成去中心化网络。

图表 9 中心化分布式网络图示



资料来源：华安证券研究所

图表 10 去中心化分布式网络图示



资料来源：华安证券研究所

在 UI 设计上也是体现了公司的价值观。公司以双列瀑布流为特点，相比单列，双列展示了更多内容，增加了用户的选择过程，弱化算法推送的影响，更有利于私域流量的形成。虽然公司从 2019 年便开始测试单列大屏版功能，2020 年 9 月上线 8.0 版本正式将主站发现 Tab 由双列改为单列展示，但我们认为这是公司在用户增长放缓，商业化压力逐渐增大的情况下做出的调整与妥协。UI 的类似也并不能代表快手从价值观上向抖音靠近，公司仍在小心的平衡商业化与初心的关系，在最新的 9.0 版本中，公司将发现 Tab 改回双列瀑布流，新增精选 Tab 为单列显示，此外，无论版本更迭，关注 Tab 一直为双列展示。而关注页面是快手核心用户最常用的界面，我们认为这种 UI 上的调整依然证明了公司没有忘记初心。

图表 11 快手短视频大屏模式和非大屏模式下关注页均为双列展示

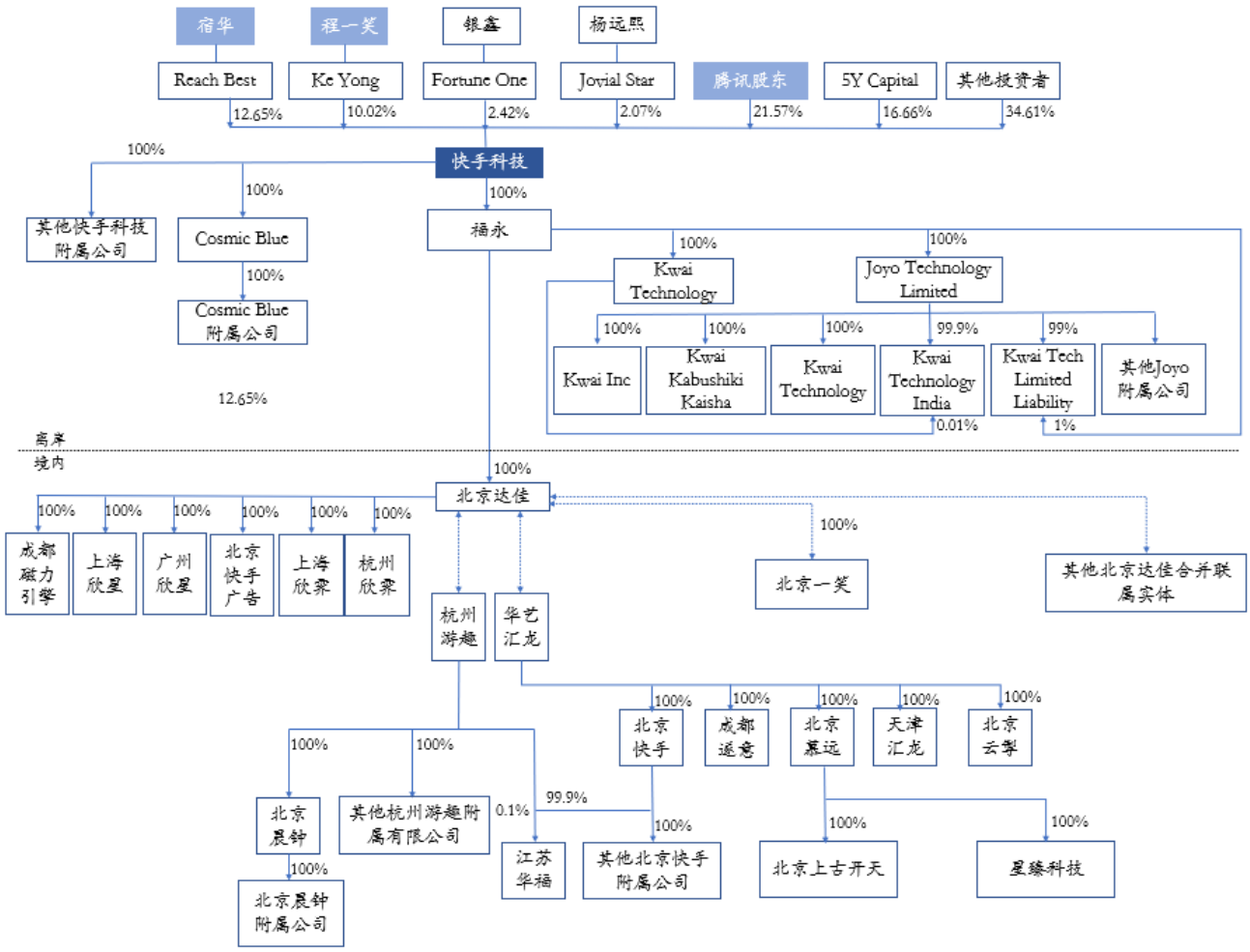


资料来源：快手，华安证券研究所

1.2 创始人团队控股，腾讯为最大外部股东

宿华、程一笑系公司控股股东，腾讯为快手最大外部股东，共参与快手四轮融资。根据快手招股说明书显示，本次 IPO 前，快手创始人兼 CEO 宿华先生通过 Reach Best 持有 4.27 亿 A 类股份，快手创始人兼首席产品官程一笑先生通过 Ke Yong 持有 3.39 亿 A 类股份，分别占公司股权的 12.65%、10.02%。此外，公司最大外部股东为腾讯股东，腾讯于 2017 年 3 月开始投资快手，共参与快手四轮融资，持股 21.57%。其次是 5Y Capital 持股 16.66%。

图表 12 公司股权结构



资料来源：快手招股说明书，华安证券研究所

图表 13 快手融资历程

轮次	投资日期	融资金额	投后估值	投资方
A 轮	2014 年 6 月 20 日	131.78 万美元		红杉资本中国 DCM 中国 顺为资本
B 轮	2014 年 7 月 18 日	1975 万美元		
	2015 年 4 月 1 日	200 万美元		
C 轮	2015 年 2 月 11 日	1.1 亿美元		红杉资本中国
	2015 年 7 月 9 日	2000 万美元		DSTGlobal 五源资本
D 轮	2016 年 1 月 12 日	1.29 亿美元	19.23 亿美元	百度投资并购部 CMC 资本

				光源创投
	2017 年 3 月 8 日	3.5 亿美元	29.17 亿美元	**腾讯投资**
E 轮	2018 年 3 月 16 日	10 亿美元	166.67 亿美元	红杉资本中国
				腾讯投资
	2019 年 9 月 25 日	1.8 亿美元	250 亿美元	**腾讯投资**
F 轮	2020 年 1 月 18 日	6 亿美元		云锋基金
	2020 年 1 月 18 日	24 亿美元	286 亿美元	Temasek 淡马锡
				红杉资本中国
				腾讯投资
				博裕资本
Pre-IPO	2021 年 1 月 26 日	24.5 亿美元		Capital Group
				BlackRock
				加拿大养老基金 CPPIB
				Sunny Festive
				MSAL
				MSIM Inc
				Abu Dhabi Investment Authority
IPO 上市	2021 年 2 月 5 日	54.2 亿美元		公开发行

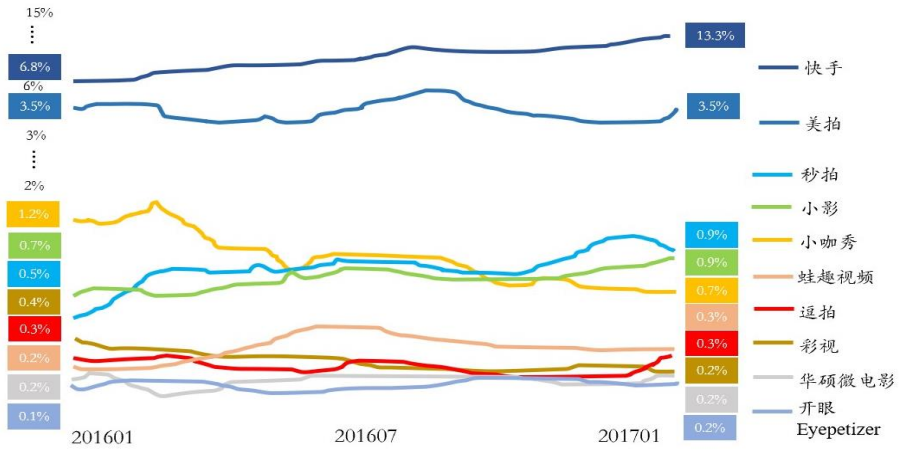
资料来源：天眼查，华安证券研究所

2 短视频行业：用户增长放缓，视频号强势入局

2.1 从快手一家独大，到抖音后来居上

在 2017 年以前，在短视频领域，仅快手一家独大。根据公司公布数据，快手从 2013 年 7 月转型短视频社区开始，到 2015 年 1 月 DAU 便超千万，到 2017 年 12 月 DAU 破 1 亿，成长非常迅速。同时参考极光大数据，从 2016 年 1 月到 2017 年 1 月，快手在垂直短视频 APP 市场渗透率始终保持在行业第一的位置，其市场渗透率远高于 top2—top10 短视频 APP 之和。同时，相较于其他 top2—top10 短视频 APP 的市场渗透率变化呈现上下波动特征所不同的是，快手的市场渗透率持续提升，从 2016 年 1 月的 6.8%一直上升至 13.3%，增幅高达 6.5%。

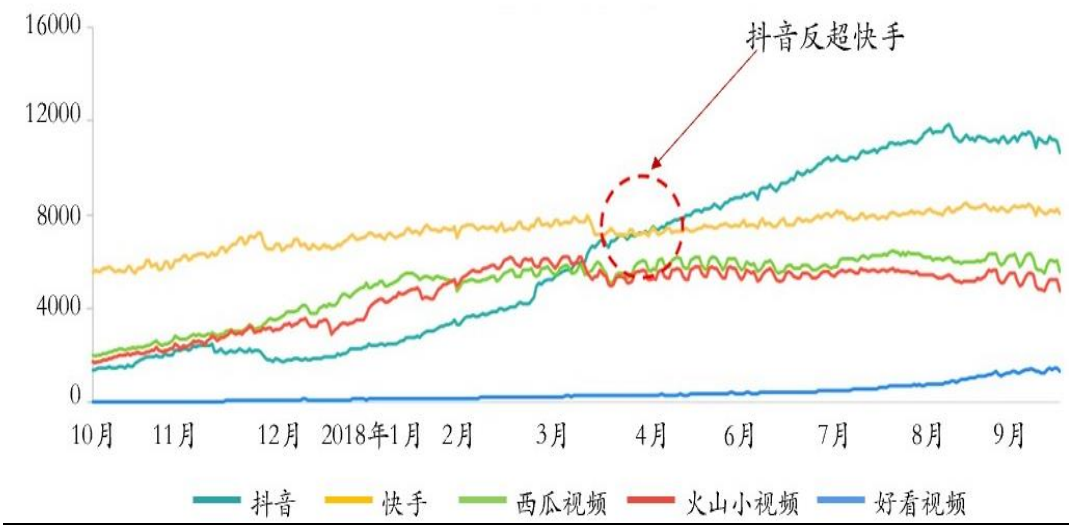
图表 14 2016 年 1 月—2017 年 1 月垂直短视频 app 市场渗透率 top10 app



资料来源：极光大数据，华安证券研究所

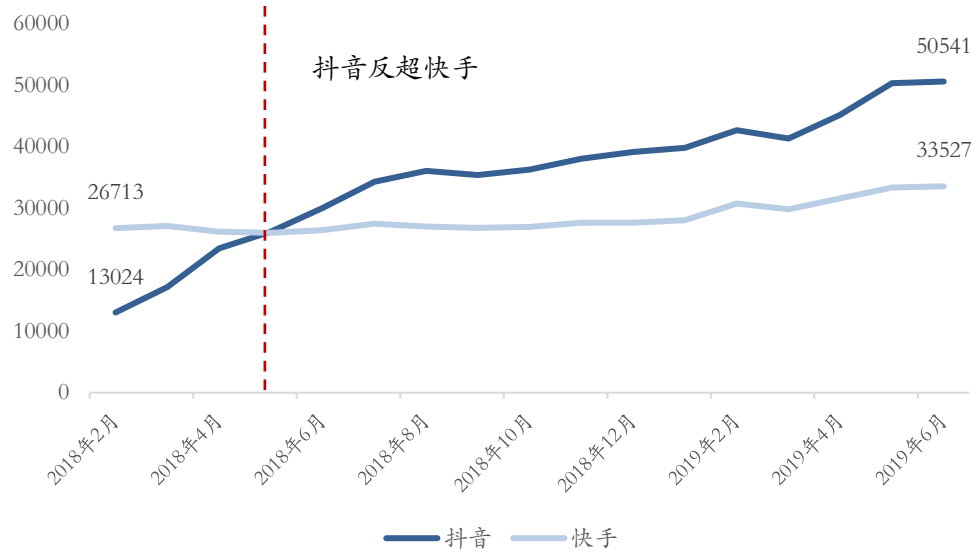
2017 年下半年开始，抖音开始蓬勃发展，到 2018 年 4 月抖音 DAU 反超快手。为何抖音能后来居上？**我们认为，一方面是，抖音与快手形成了差异化的产品定位，同时抖音的强运营能力带动产品月活持续提升；另一方面是，字节跳动在短视频领域推出了短视频矩阵，采用立体化的市场策略与快手在短视频领域展开了竞争。**

图表 15 2017 年 10 月-2018 年 9 月主流短视频应用 DAU 走势（单位：万）



资料来源：Trustdata，华安证券研究所

图表 16 2018 年 2 月-2019 年 6 月抖音与快手 MAU（万人）



资料来源：Trustdata，华安证券研究所

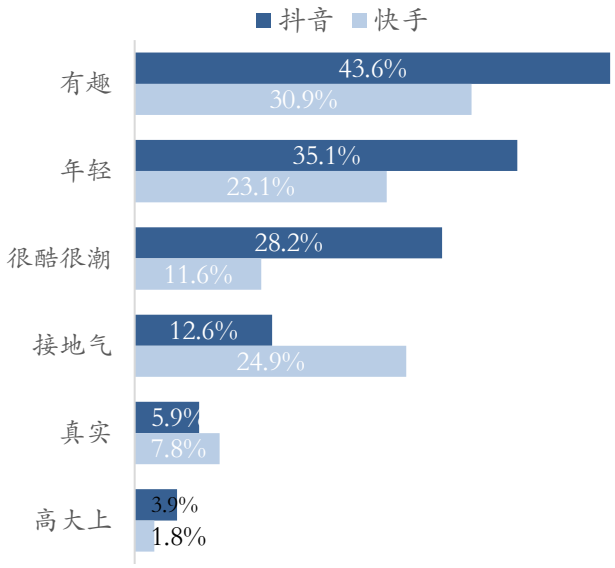
抖音产品定位与快手差异化，开辟了全新的市场。在产品定位上，快手关注下沉人群，构建普惠均衡的社群网络；快手关注酷潮人群，更重视头部社交媒体。在流量的分发上，抖音也“反其道而行之”。首先，抖音短视频的热度权重会随着短视频内容的热度的增加而增加，即抖音会根据平台上发布的短视频的点赞、评论和转发数据来衡量短视频的热度，对于热度高的短视频作品，平台会进一步提高其曝光量。然后，对于受用户欢迎的内容，不会设置上限，进行叠加推荐。最后，扶持头部，对于优质 KOL、热点内容给予流量支持与自动加权。参考企鹅智库对 2017-2018 年抖音和快手用户研究数据，从短视频用户对抖音和快手这两款产品认知上来看，抖音更突出的认知是有趣、很酷很潮和年轻，快手更侧重在有趣和接地气；从抖音和快手的用户画像来看，相对于快手，抖音的年轻用户群体占比更高，而且抖音在一二线城市渗透率更高，快手在四线及以下城市渗透率高于抖音。

图表 17 抖音与快手产品定位



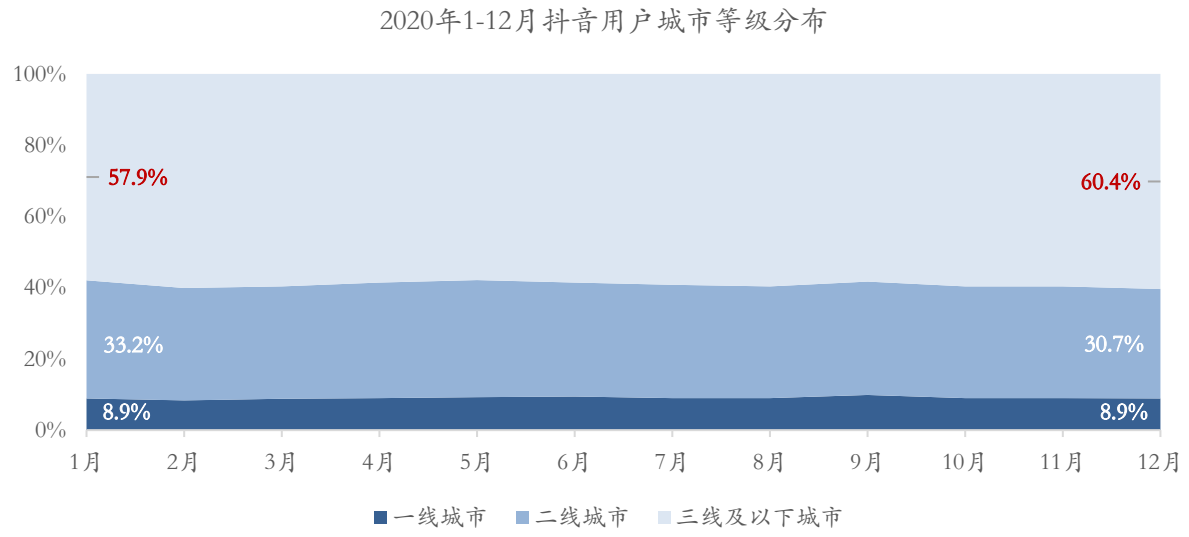
资料来源：混沌大学，华安证券研究所

图表 18 如何看待抖音&快手？



资料来源：《2017-2018 年快手&抖音用户研究报告》企鹅智酷，华安证券研究所

图表 19 快手三线及以下城市用户占比高达 70%，用户分布较抖音更为下沉





资料来源：Trustdata，华安证券研究所

抖音在运营上强力投入。在 2019 年 6 月之前，快手的运营比较佛系，制定好规则之后，让平台自己成长。而抖音却不同，通过明星大 V 制造声量、签约头部网红、打造传播爆款、购买流量等方式来吸引用户。比如，在 2018 年春节期间，抖音在各大渠道买量，同时通过明星发红包和直播答题这样极低成本的获客方式。根据 QuestMobile 数据称，抖音在 2018 年春节期间日活增长约 3000 万，达到 6200 万，而同期快手日活增长为 1000 万，这显示出抖音强大的产品运营能力。

图表 20 2017 年 1 月-2021 年 1 月抖音运营情况统计

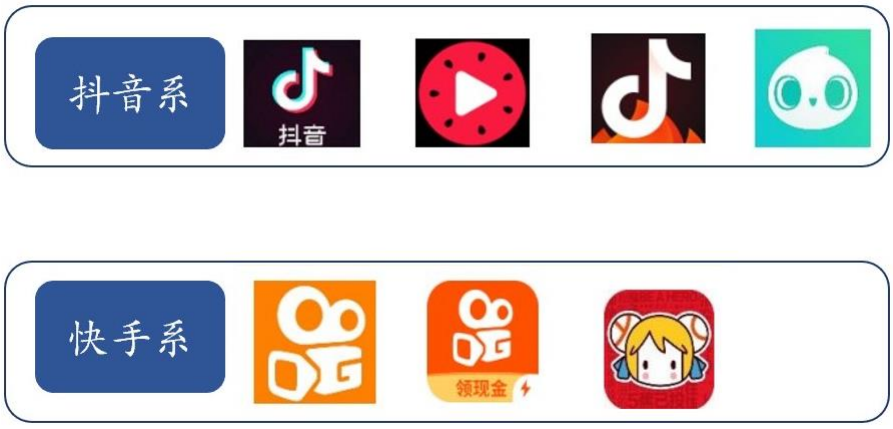
时间	事项
2017 年 1 月	春节期间推出小鸡拜年舞和红包内心戏;
2017 年 4 月	明星“爱豆”强势来袭:《歌手》众神来袭; “人鱼夫妇”高甜来袭; 张馨予呆萌出境; 陈翔实力放飞自我; 胡彦斌携新单曲空降抖音; 吴克群汪东城和杜海涛等空降抖音;
2017 年 6 月	高能少年团抖音强势来袭; 当表情包遇上抖音;
2017 年 7 月	欧阳娜娜来到抖音; 当世界名画遇上抖音; 抖音登录《我想和你唱》;
2017 年 8 月	大张伟为抖音打造单曲《不服来抖》; 抖音与《中国有嘻哈》合作;
2017 年 9 月	举办抖音 iDOU 夜
2017 年 10 月	抖音校园新唱将; 抖音跨界合作必胜客
2017 年 11 月	抖音短视频挑战赛: 城市 T 台, 不服来抖
2017 年 12 月	百事可乐无糖携手抖音推出#一起敢黑·带感#短视频挑战赛
2018 年 1 月	抖音推出看见音乐人计划
2018 年 2 月	抖音推出新春贺礼爱豆送红包
2018 年 6 月	抖音日活突破 1.5 亿; 抖音联合中国电信推出无限流量卡
2018 年 7 月	启动与敦煌文化旅游战略合作
2018 年 8 月	政务媒体号成长计划启动

2018 年 10 月	浙江卫视直播抖音美好奇妙夜
2018 年 11 月	启动“山里 DOU 是好风光”助力文旅扶贫
2019 年 1 月	推出“集音符分五亿”活动；与春晚达成独家社交媒体传播合作
2019 年 3 月	联合推出“DOU 知计划”短视频科普行动
2019 年 4 月	10 亿流量扶持计划
2019 年 10 月	抖 inCity 城市美好生活节
2019 年 10 月	浙江卫视直播抖音美好奇妙夜
2020 年 1 月	“发财中国年”活动开启，上抖音分 20 亿元
2020 年 2 月	上线“抖音线上健身房”活动
2020 年 3 月	抖音开展绿色和平 2020 全球首次南极科考直播
2020 年 4 月	抖音直播开启“援鄂复苏”计划；推出“原创者联盟”计划
2020 年 5 月	上线“青少年守护管”功能
2020 年 6 月	央视新闻、抖音联合百所高校发起“云端毕业季”活动
2020 年 8 月	抖音启动首个购物节 IP“抖音奇妙好物节”
2020 年 9 月	抖音联合《时尚先生 Esquire》举办发掘生活英雄活动；第二届抖音创作者大会落地
2020 年 10 月	开启“我和我的家乡在抖音”的主题活动；浙江卫视直播年度 IP 盛典抖音美好奇妙夜
2020 年 12 月	德云社官宣将在抖音直播独家开启“龙字科”招生
2021 年 1 月	开启抖音抢新年货节；举办首届娱乐盛典“抖音星动之夜”；宣布成为 2021 年春晚独家互动合作伙伴

资料来源：抖音官方微信公众号，华安证券研究所

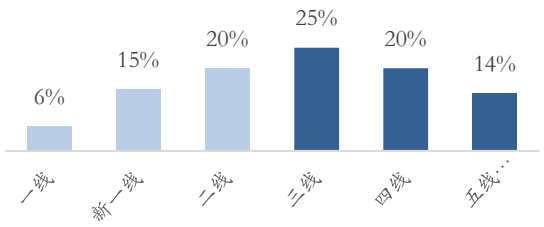
抖音采取了立体化竞争策略，打造短视频产品矩阵，在多个维度展开竞争。在 2016 年 9 月上线抖音之后，于 2016 年 12 月上线了火山小视频，随后在 2017 年 6 月将头条视频改版为西瓜视频。在与快手较量的正面市场，抖音推出对标快手的火山小视频，同时拿出十亿补贴来提高市场占有率，扩大用户量，正面狙击竞争对手。而且随后推出的西瓜视频，也主要定位于三四线城市用户，增加了对竞争对手扩大用户规模的难度。正面对竞争对手的钳制，为抖音在新市场中成长减少了阻力。参考 Trustdata 数据，可以看到从 2018 年 1 月到 2019 年 5 月头条系短视频 APP 占整个短视频行业新增用户的绝大部分比重，维持在 60%-80%之间，而快手新增用户规模占比远低于头条系短视频 APP，占比在 13%-20%之间。

图表 21 抖音与快手短视频产品矩阵比较



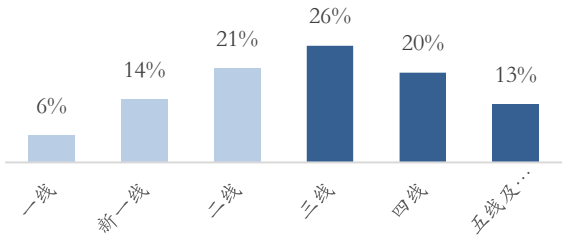
资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

图表 22 按城际划分的西瓜视频用户画像（2019 年 6 月）



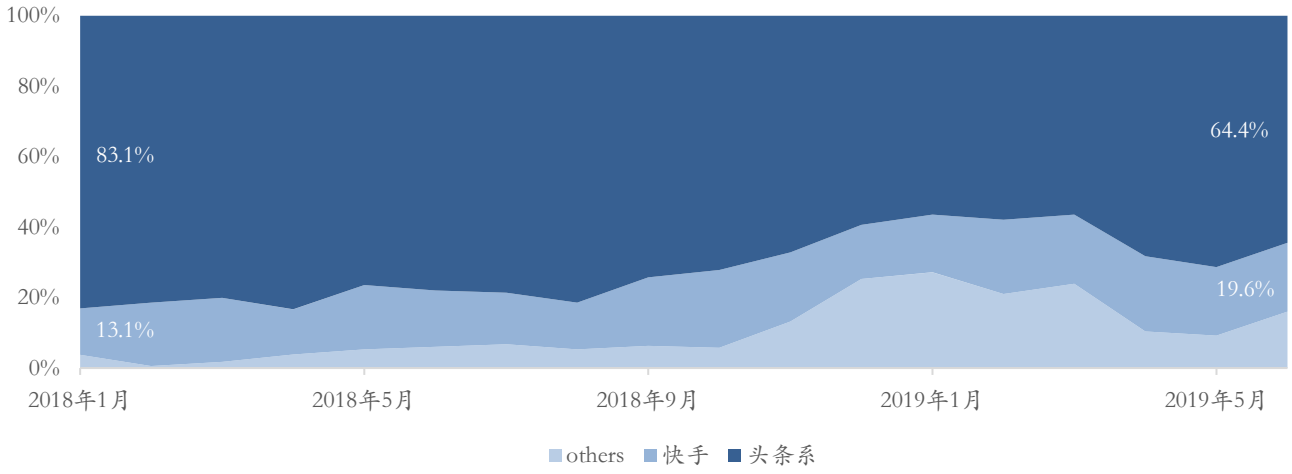
资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

图表 23 按城际划分的火山小视频用户画像（2019 年 6 月）



资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

图表 24 2018 年 1 月-2019 年 5 月头条系短视频 APP 和快手的新增用户占比情况

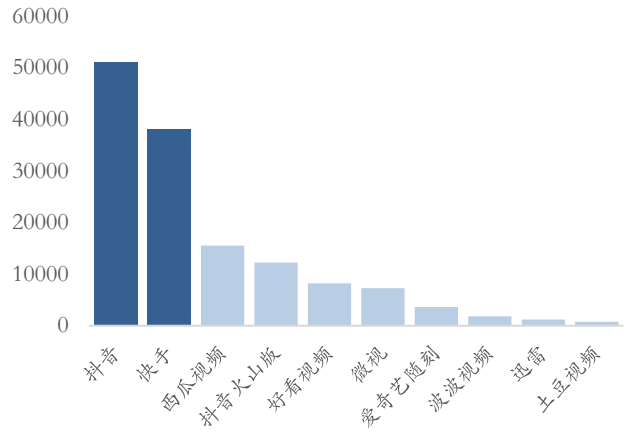


资料来源：Trustdata，华安证券研究所

2.2 双巨头格局已成，行业迈入第二竞争阶段

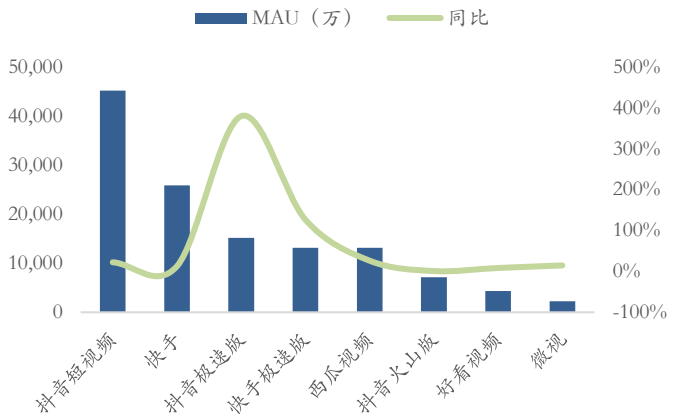
短视频领域呈“抖音+快手”双巨头格局。从短视频 APP 独立设备数量来看，参考 CTR 数据，在 2020 年 8 月短视频 APP 独立设备数量排名中，抖音与快手位居前二，月活跃设备数量分别为 5.1 亿、3.8 亿，远超其他短视频 APP。从短视频 APP 月活用户规模来看，参考 Trustdata 数据，2020 年 12 月抖音与快手亦居前二，抖音月活用户规模超 4.5 亿、快手月活用户规模近 2.6 亿、抖音极速版月活用户规模约 1.5 亿、快手极速版月活规模约 1.3 亿，“抖音+快手”双巨头格局基本稳固。

图表 25 2020 年 8 月短视频 APP 独立设备数（万台）



资料来源：CTR，华安证券研究所

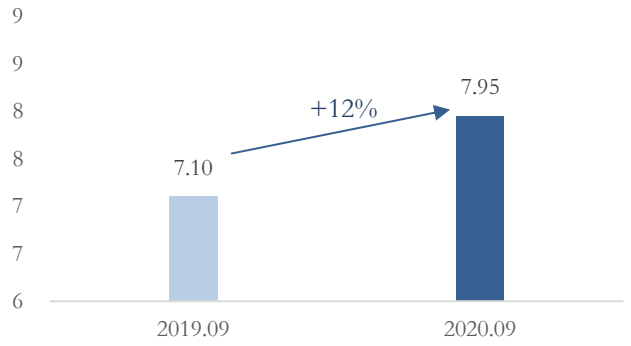
图表 26 2020 年 12 月短视频应用 MAU 及同比情况



资料来源：Trustdata，华安证券研究所

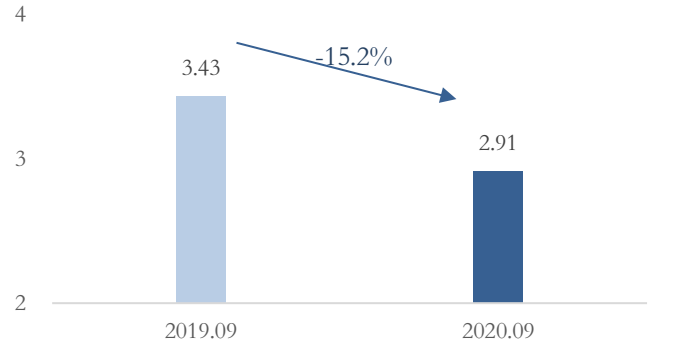
短视频行业流量向头部集中明显，行业马太效应显现。参考 QuestMobile 数据，从 2019 年 9 月到 2020 年 9 月，短视频行业 CR5（抖音、快手、快手极速版、西瓜视频、抖音极速版）月活用户规模同比增幅达 12%，达到近 8 亿用户；而除 CR5 之外的其他 APP 月活用户规模同比下降 15.2%，从 3.43 亿降至 2.91 亿。

图表 27 短视频行业 CR5 月活跃用户规模（单位：亿）



资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

图表 28 短视频行业其他 APP 月活跃用户规模（单位：亿）



资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

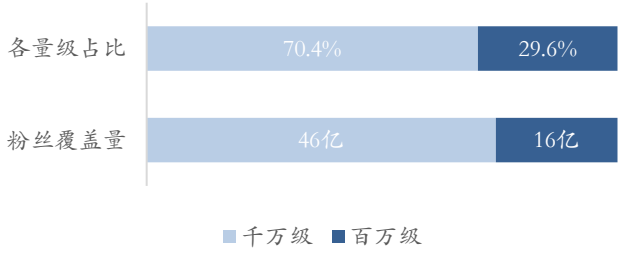
2.2.1 竞争第一阶段：抖音 VS 快手=公域流量 VS 私域流量

我们认为，短视频用户红利期，可以视为短视频行业竞争的第一阶段，此时行业竞争还不激烈，短视频平台各有各的打法。在竞争的第一阶段，抖音与快手分别形成了以公域流量和私域流量为主的平台流量特征。流量属性是抖音与快手挖掘平台商业价值的源头，而各平台流量属性的不同，主要源于底层算法与价值观的区别。

公域流量与私域流量的主要区别在于流量的主导权不同，公域流量的主导权在短视频平台手中，而私域流量由内容创作者主导。抖音与快手通过差异化的产品定位和相应的算法技术，在各自的目标用户市场站稳脚跟。具体而言，抖音酷潮的产品定位与打造爆款的中心化流量分发机制，形成了平台公域流量为主的特点；快手强调社交关系的产品定位与进行流量普惠分发的去中心化算法机制，形成了"人+内容"型社交生态这样的信任机制，为平台上的 KOL 沉淀了各自的粉丝，积淀了巨大的私域流量。公域流量下更容

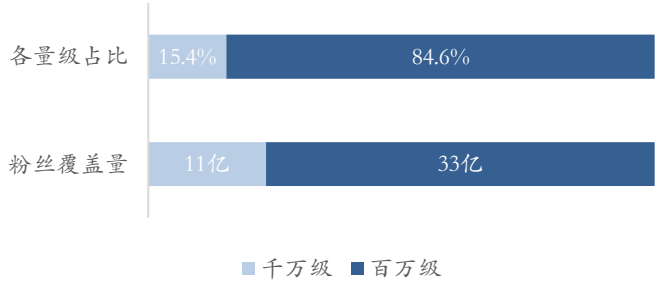
易产生大的头部 KOL，从数据端我们可以验证，抖音公域流量为主和快手私域流量为主的特征，参考克劳锐数据，从 2020H1 抖音与快手的 TOP 1000 KOL 各量级占比及粉丝量覆盖情况来看，在抖音中心化的流量分发机制下产生的千万级别 KOL 占比远超快手，抖音达到七成，快手不足两成；而且抖音 TOP1000 中千万级别 KOL 的粉丝总量达 46 亿，远超快手的 11 亿。同时，相较于公域流量为主的平台，私域流量为主的平台，头部 KOL 账号较难形成数量级过大的的账号，参考 TooBigData 数据，截至 2020 年 12 月 10 日，入围抖音 TOP20 账户的粉丝数需要超过 4000 万人，而快手账户的粉丝数超 4000 万人已经可以入围快手粉丝数 TOP10 账户。

图表 29 2020H1 抖音 TOP 1000 KOL 各量级占比及粉丝量覆盖情况



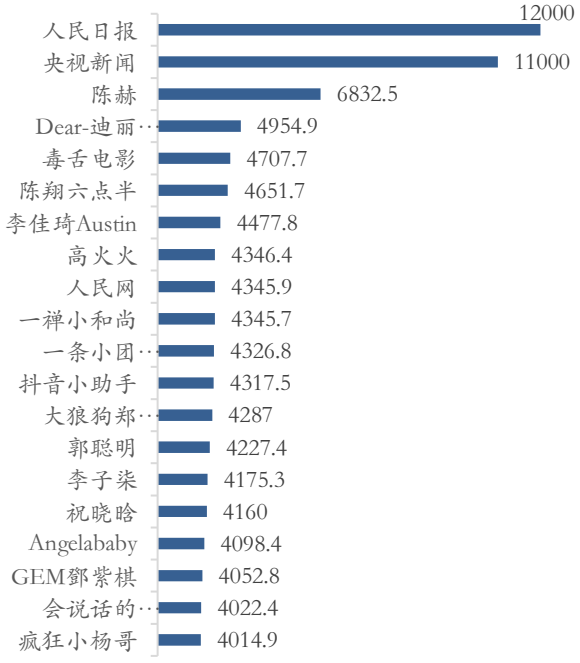
资料来源：克劳锐，华安证券研究所

图表 30 2020H1 快手 TOP 1000 KOL 各量级占比及粉丝量覆盖情况



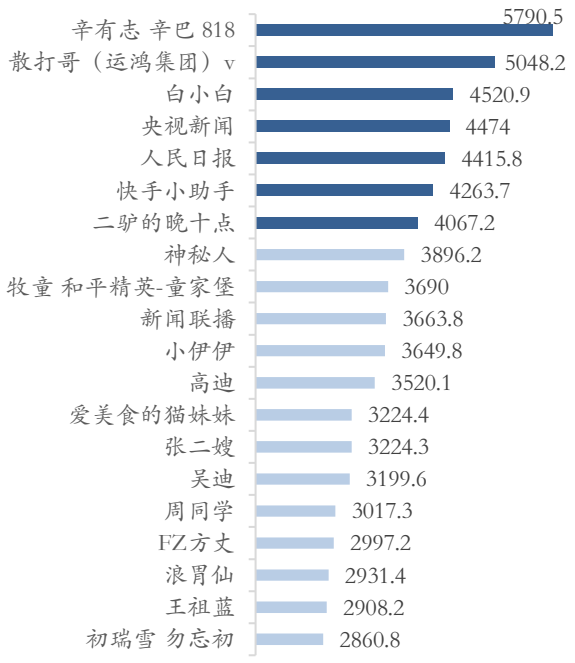
资料来源：克劳锐，华安证券研究所

图表 31 2020 年 12 月 10 日抖音 TOP20 账户及其粉丝数（单位：万人）



资料来源：TooBigData，华安证券研究所

图表 32 2020 年 12 月 10 日快手 TOP20 账号及其粉丝数（单位：万人）



资料来源：TooBigData，华安证券研究所

相较于私域流量平台，公域流量平台，在中心化算法机制下，更容易打造爆款和现象级营销案例，更容易面向 TO B 端，比如在广告营销变现上效率更高。根据火星营销

研究院预估的数据，2019 年抖音整体广告收入为 600 亿元，远高于快手的 74.2 亿元。

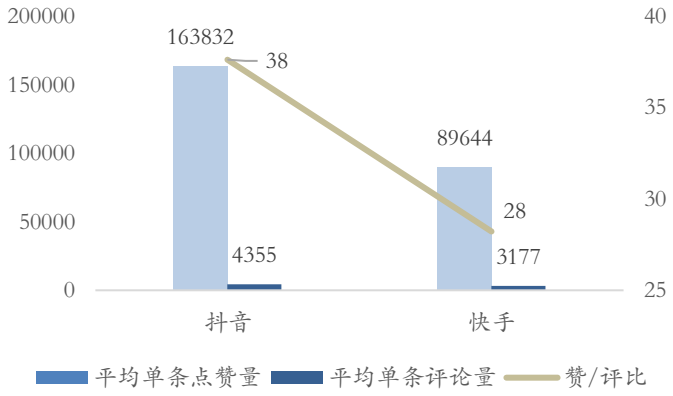
图表 33 2019 年抖音 VS 快手整体广告收入预估（亿元)



备注：抖音广告收入来源于火星营销研究院《2020 短视频内容营销趋势白皮书》数据
资料来源：火星营销研究院，快手招股说明书，华安证券研究所

相较于公域流量平台，在去中心化流量分发机制下形成了私域流量粉丝粘性更强，更容易面向 TO C 端变现，比如直播打赏、直播带货等。在快手社交化产品定位下，内容创作者和用户之间建立起信任关系，形成了"人+内容"型社交生态，构筑起了快手强大的私域流量，参考克劳锐数据，2020H1 快手 TOP 1000 KOL 平均单条内容/评比为 28，远低于抖音 38 的赞评比，快手的赞评比低说明快手的用户与创作者互动更频繁、社交关系更强。

图表 34 2020H1 抖音与快手 TOP1000 KOL 平均单条内容点赞量、评论及其赞/评比



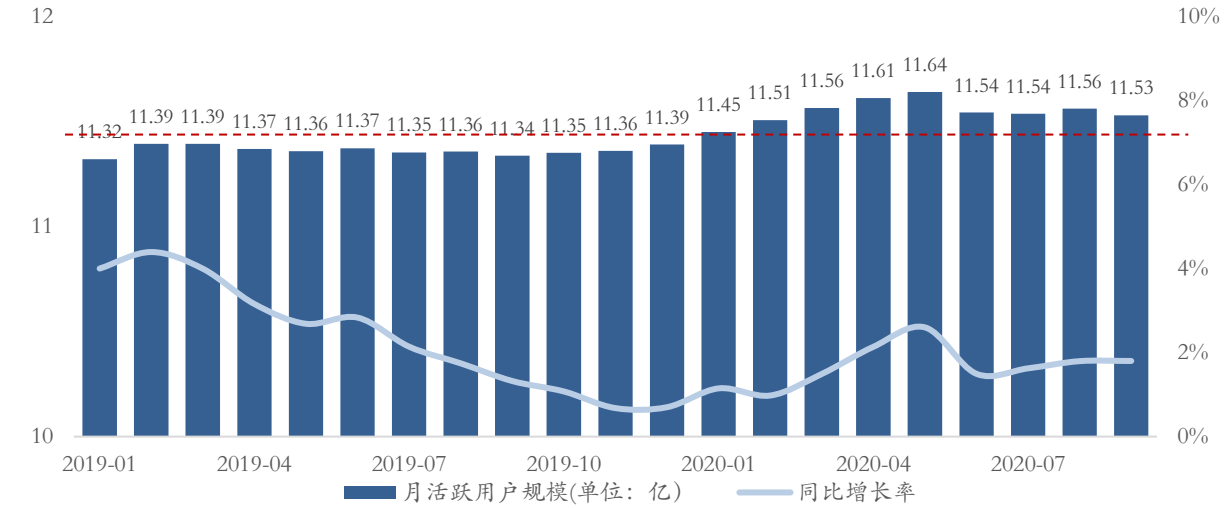
资料来源：克劳锐，华安证券研究所

2.2.2 竞争第二阶段：双巨头发展态势趋同性明显

我们认为，目前我国短视频行业人口红利接近触顶，开始进入下半场。短视频行业从流量竞争时代，进入围绕着"留量"和"商业变现效率"的竞争的新阶段。我们认为，在行业增量明显时，竞争相对不激烈，各家均有自己的打法和风格，冷启动与佛系也能获取行业增长。但是当用户增长逐渐见顶，行业竞争加剧，行业玩家会选择最有效的打法，抢夺对方用户，行业整体将会表现出趋同性的一面。

我国移动互联网月活跃用户规模趋于稳定。根据 QuestMobile 数据，从 2019 年开始我国移动互联网月活跃用户规模同比增长率持续下滑，到 2020 年才开始迎来小幅增长，但是从 2020 年 1 月到 2020 年 9 月，我国移动互联网月活跃用户规模持续稳定在 11.5 亿左右，且同比增长率较低，大多数时候未超过 2%。

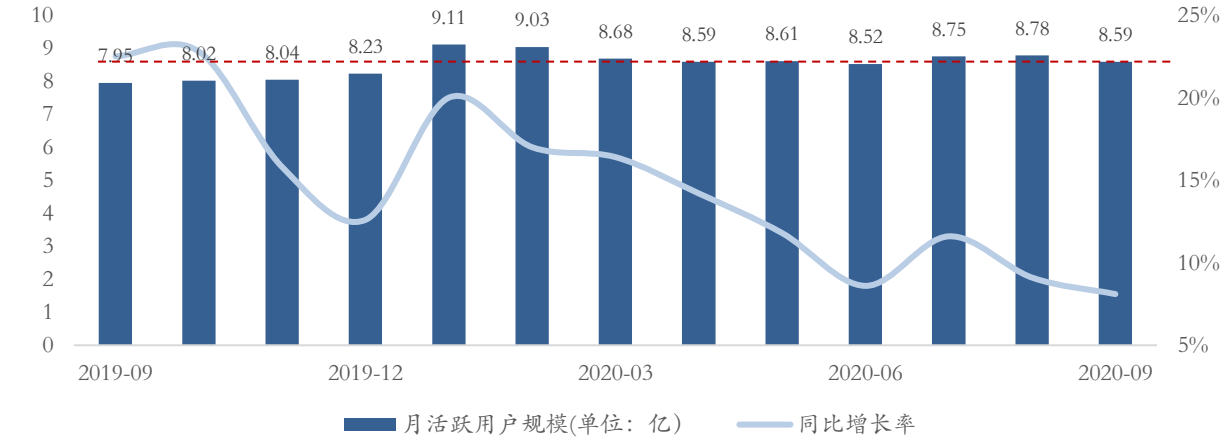
图表 35 2019 年 1 月到 2020 年 9 月中国移动互联网月活跃用户规模



资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

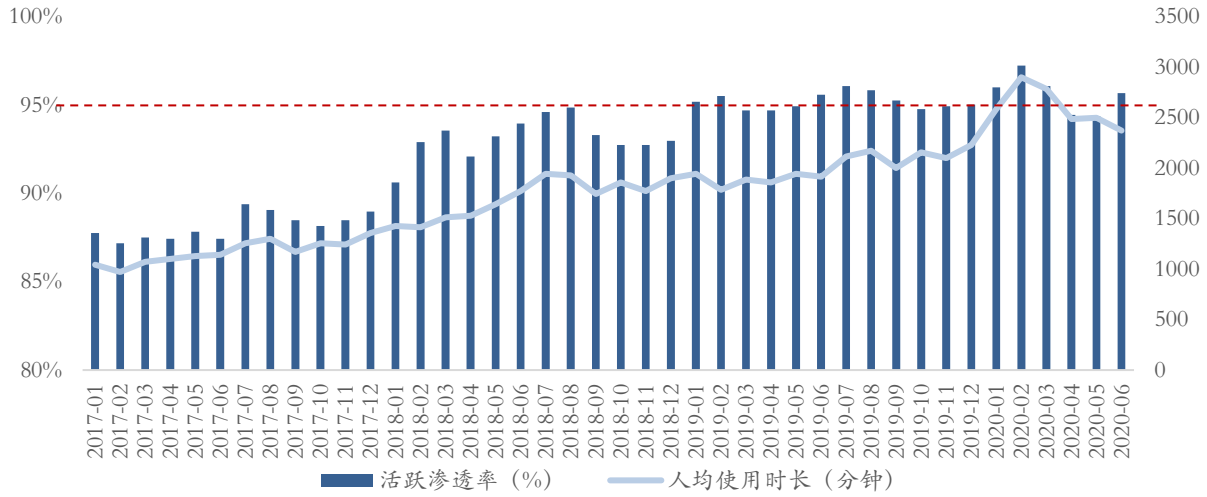
短视频行业月活用户规模亦较稳定。根据 QuestMobile 数据，从 2020 年初开始到 2020 年 9 月，我国短视频行业月活用户规模同比增速持续下滑，且月活用户规模稳定在 8.6 亿左右。**移动短视频渗透率趋饱和。**自 2019 开始到 2020 年 6 月，我国移动短视频渗透率持续稳定在 95%左右。

图表 36 2019 年 9 月到 2020 年 9 月短视频行业月活跃用户规模趋势



资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

图表 37 2017 年 1 月-2020 年 6 月移动视频渗透率及人均使用时长



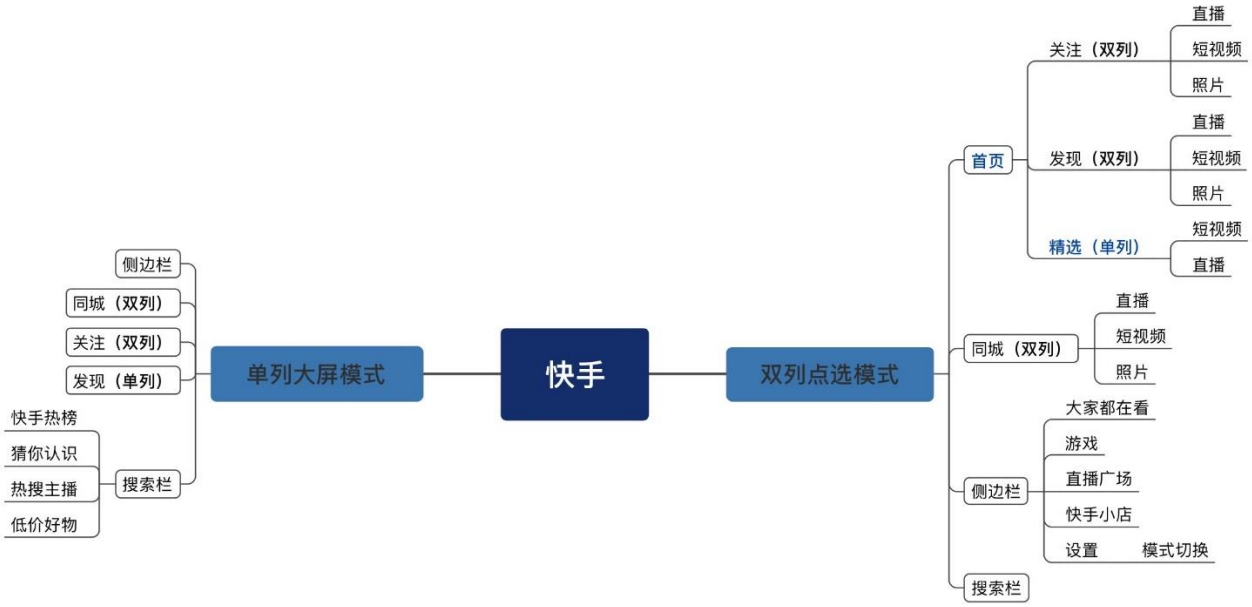
资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

在上述增长的压力下，抖音、快手在产品端与内容端相似度提升，由此带来用户群体与商业化方向上的相似度也将提升。

产品端：UI 界面单列、双列兼具，抖音与快手操作界面相似度提高。快手为用户提供了可供选择的 UI 界面，分别是单列大屏模式和双列点击模式。保留双列点击模式有助于服务快手的核心用户，新增单列大屏模式有助于获取习惯大屏观看的新客户。比较抖音与快手 APP 的单列大屏模式的 UI 界面，我们发现，在主页面上方的 Tab 栏中，除去关注栏不同之外，同城与发现栏的短视频内容呈现方式都相同。对于两者在短视频 APP 界面设计上的变化：一是，抖音增加了“同城”栏，通过 LBS 的方式获取用户位置，再将附近的内容通过双列的方式展示。这原是快手为增加用户的社交属性所设计的功能，抖音现在将其添加到自己的 APP 中，这从产品心态上看，有利于增强抖音的社交属性。二是，快手的发现页面变成了单列沉浸式展示，原本快手的短视频界面均是双列展示。单列沉浸式展示端视频内容，有利于信息流广告的展示，可以看出快手通过改变产品界面，再为后续的商业变现做准备。此外，无论是快手的单列大屏模式还是双列点击模式之下，一直主打普惠内容分发的快手，也推出了类似抖音热榜一样的快手热榜，通过呈现热门内容，有望提升平台获取公域流量的能力。

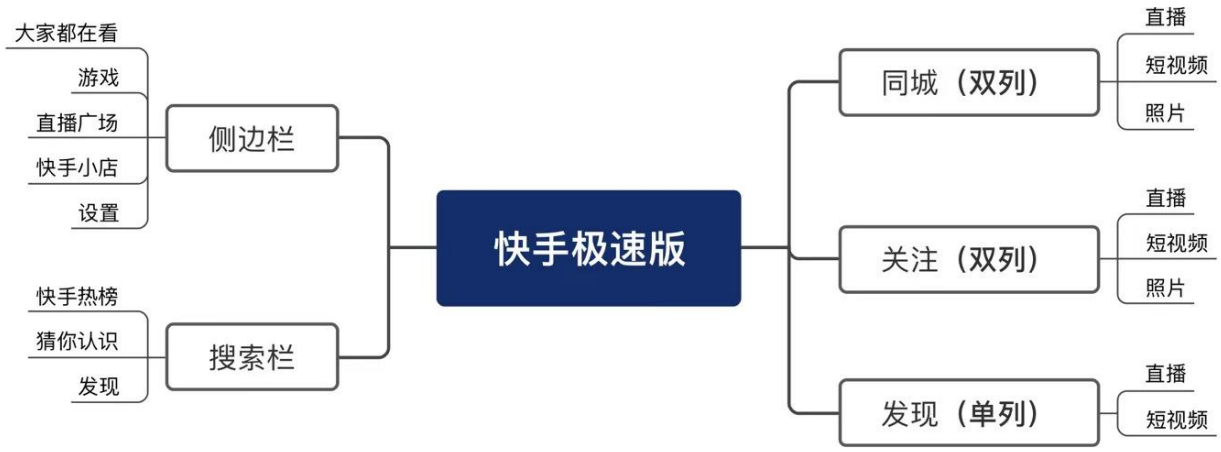
以上是主站的趋同，在产品矩阵上，没有主站上的包袱，两家分别推出了更加针对对方客群的产品。其中字节跳动于 2017 年 6 月推出了火山小视频（后改名抖音火山版），登陆即默认进入双列界面。快手也于 2018 年 10 月推出了快手极速版，主打单列操作。

图表 38 快手短视频产品结构图（截至 2021 年 1 月）



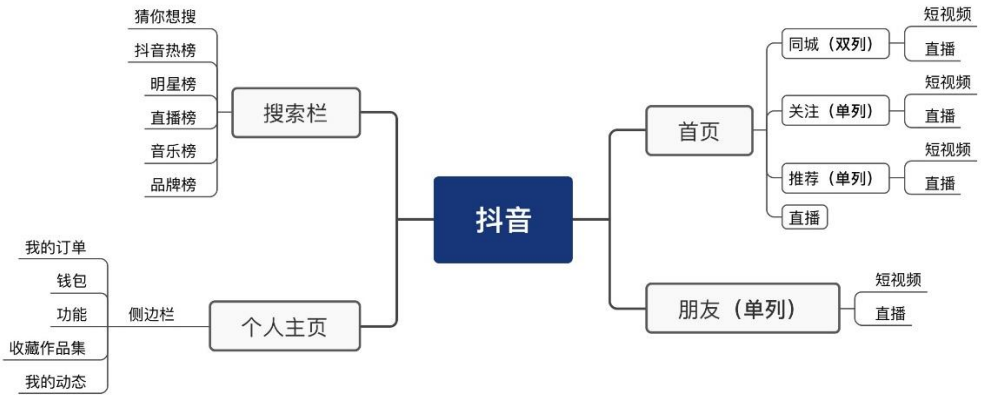
资料来源：快手，华安证券研究所

图表 39 快手极速版产品结构图（截至 2021 年 1 月）



资料来源：快手极速版，华安证券研究所

图表 40 抖音产品结构图（截至 2021 年 1 月）



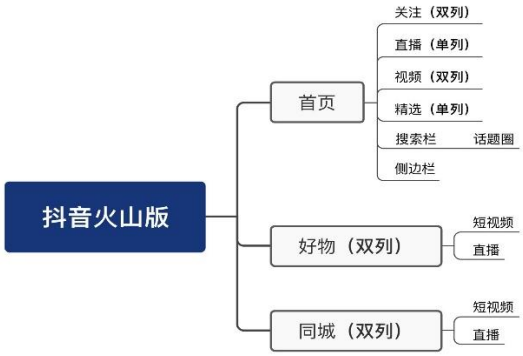
资料来源：抖音，华安证券研究所

图表 41 抖音极速版产品结构图（截至 2021 年 1 月）



资料来源：抖音极速版，华安证券研究所

图表 42 抖音火山版产品结构图（截至 2021 年 1 月）

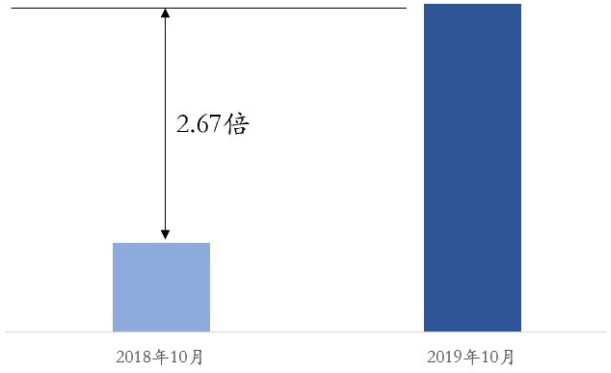


资料来源：抖音火山版，华安证券研究所

内容端：抖音与快手昵称完全相似似账号数量成倍增长。根据卡思数据，从 2018 年 10 月到 2019 年 10 月，抖音与快手昵称完全相似的账号数量增长了 2.67 倍。从重合的

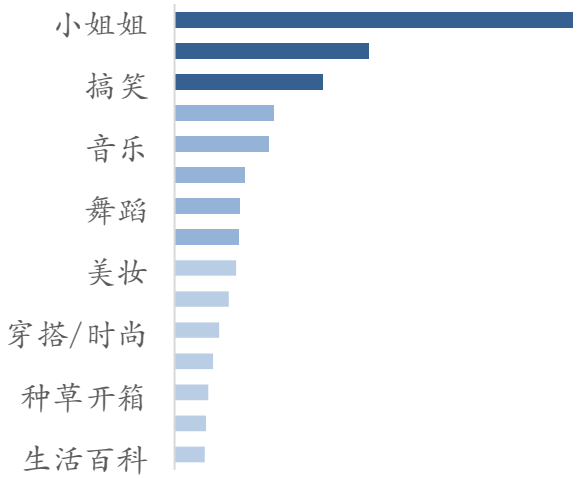
KOL 内容类型上来看，泛娱乐、泛生活类账号在双平台上均占较大比重，其中小哥哥、小姐姐和高效这三个内容类别的相似昵称账号占比最多。此外，美食、音乐、游戏等垂类内容的昵称相似账号在两个平台上排名也较靠前。

图表 43 抖音与快手昵称完全相似账号数量变化情况



资料来源：卡思数据，华安证券研究所

图表 44 抖音与快手昵称完全相似账号内容类别分布情况



资料来源：卡思数据，华安证券研究所

用户端：在用户数量上，抖音与快手重合用户占二者比重近四成。随着短视频行业红利不再，抖音推出抖音极速版开始突围下沉市场，快手也再通过明星入驻等方式来摘掉土味标签、“向上”破圈。随着两巨头双向竞争与渗透，在同一互联网流量池下，用户扩张必然会进入彼此领地。参考 CSM 数据，在抖音用户中，约有一半会经常使用快手；在快手用户中，约有近七成用户常使用抖音；抖音与快手的重合用户达到二者总体用户量近 40%。

图表 45 经常使用抖音与快手观看视频的用户重合度

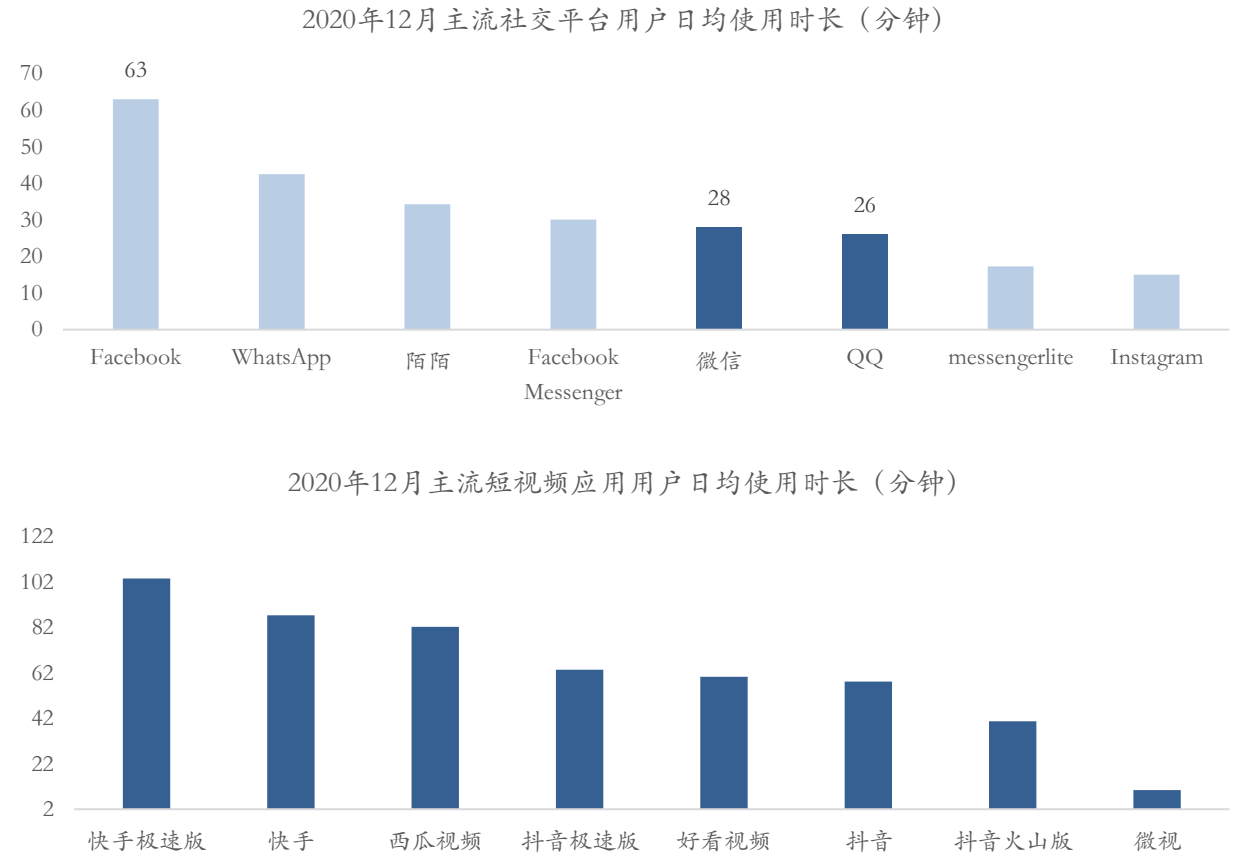


资料来源：CSM《短视频用户价值研究报告-2020》，华安证券研究所

2.3 视频号能否三分天下

我们认为，用户时间，是移动互联网最根本的资源，腾讯推出视频号的终极原因就是为了抢夺回用户时间。短视频的沉浸式观看体验，占据了用户不少使用时长，这是微信所面临的较大的竞争压力。参考 Trustdata 数据，2020 年 12 月微信的用户日均使用时长为 28 分钟，而抖音与快手的用户使用时长均在 60 分钟以上。我们认为，在视频号未推出之前，微信更多的是作为一种工具产品，满足的是刚性的社交需求。即便有公众号之类的内容产品，但是也尚不能覆盖到用户对消耗时间的泛娱乐需求。随着视频号的出现，将会有越来越多的内容创作者入驻并覆盖各内容垂直领域；随着内容的丰富，也将能够带来更多的用户粘性。

图表 46 短视频 APP 用户日均使用时长普遍高于社交工具

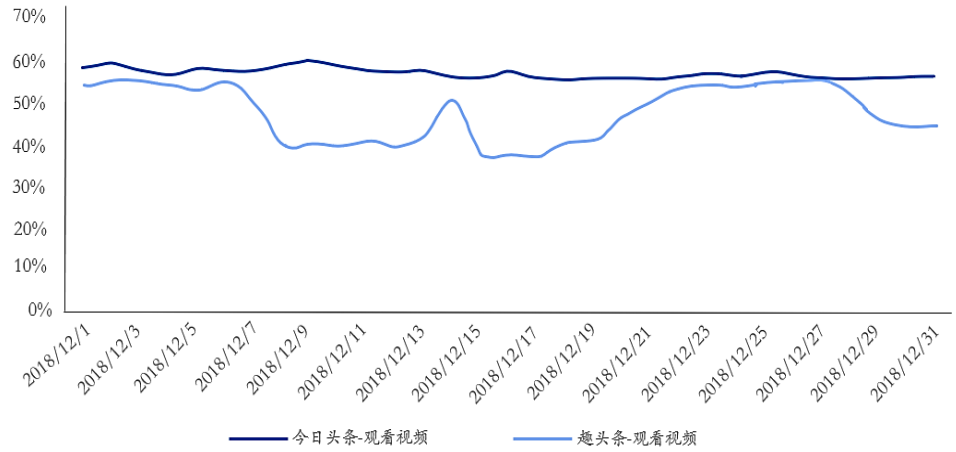


资料来源：Trustdata，华安证券研究所

那么为什么是通过短视频这种产品形式？我们认为主要原因是，**短视频是信息的终极形态。**无论文字、图片、音频、视频，它们虽是表达信息的不同载体，但究其本质还是信息。它们的区别，主要在于单位内容信息含量的高低不同。**从文字，到图片，到音频，到视频，单位内容的信息含量越来越高。**那么相较于图文，视频可以展示更加复杂的体验信息。而在商业世界中，信息是人们做决策的依据。通常文字和图片这种形式适合一些偏标准化的信息，比如图书、3C 类产品等。而对于各种体验类产品、大宗商品，如化妆品、汽车等，就很难通过图文为消费者提供决策依据，而通过短视频的形式就能将这类产品体验更好地展现给消费者。**人类对视频信息的接受是最天然的，短视频的观看与创作的门槛低，适合全民参与。**比如新闻资讯，从 QusetMobile 数据来看，到 2018

年底有接近 60%的今日头条用户阅读视频资讯，有超 40%的趣头条用户观看视频资讯。

图表 47 典型新闻资讯 APP 中，用户观看视频占比较高



资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

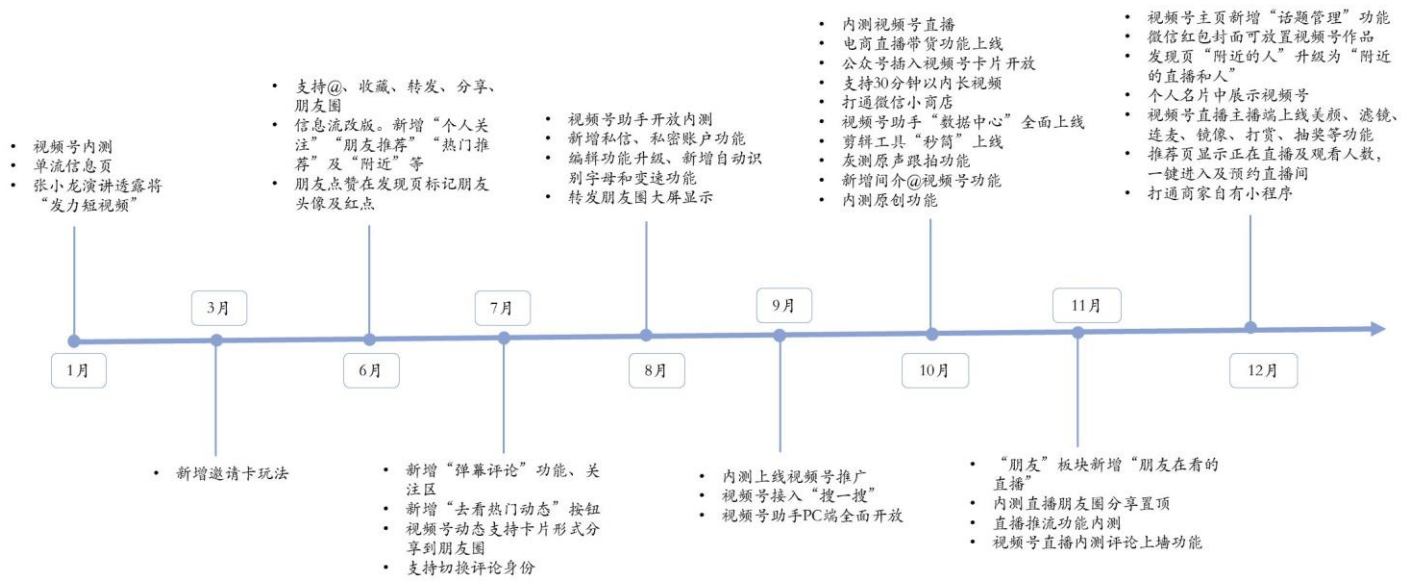
视频号是微信生态的重要战略级产品。从产品所处位置来看，视频号的入口在朋友圈下方，这是一个非常强势的入口。根据张小龙在 2021 微信公开课透露，每天有 7.8 亿用户进入朋友圈，那么视频号将有望受益于朋友圈强大流量。从产品迭代速度来看，根据视灯数据，在 2020 年，视频号共进行了 33 次迭代、新增了 40 多种功能。如此频繁的产品更迭速度，足以表明视频号在微信生态中的重要地位。

图表 48 视频号位于强势入口



资料来源：腾讯《打开新视界：微信视频号介绍及商业玩法》，华安证券研究所

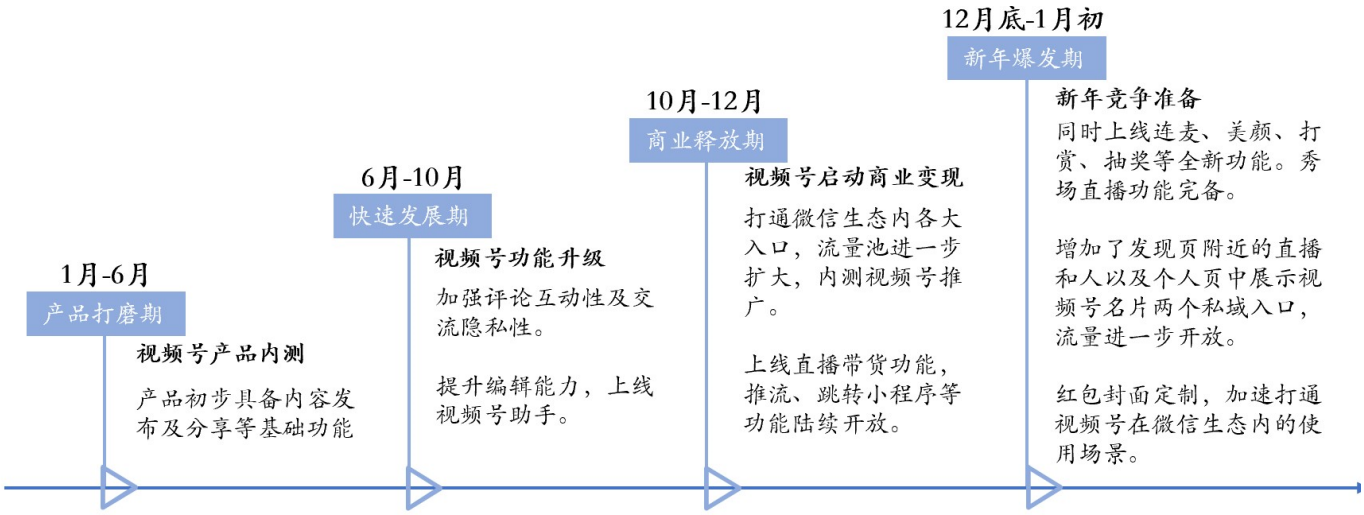
图表 49 视频号更新迭代速度快，一年迭代了 33 次、新增了 40 多种功能



资料来源：视灯数据《2020 视频号发展白皮书》，华安证券研究所

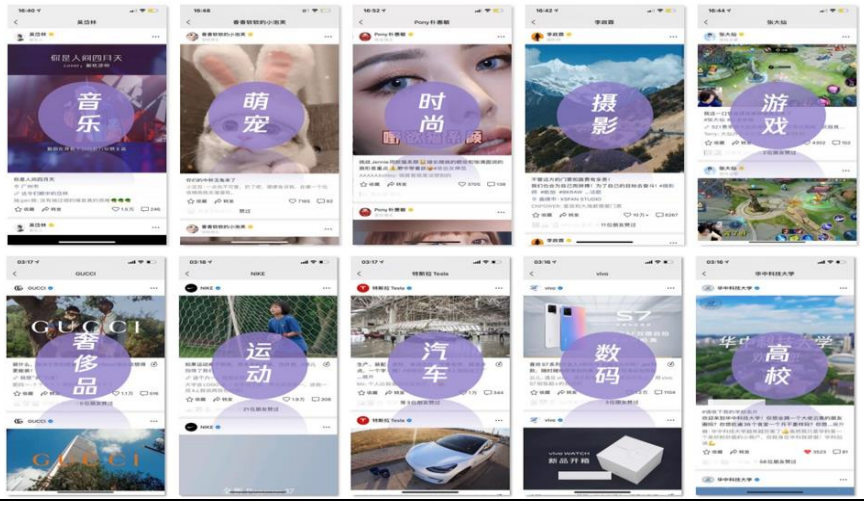
视频号产品已初步成型。从产品形态的发展历程来看，2020 年是视频号发展的元年，一年就完成从产品打磨到爆发的快速进化。截至 2021 年 1 月，视频号已经完成了短视频产品基建、形成初步内容生态体系，以及广告、电商带货和直播打赏等商业形态。从用户数据来看，用户已经初具备规模。根据视灯数据，视频号从 2020 年 1 月开始内测，到 2020 年底，视频号数量亿增长到 3000 多万、日活达到 2.8 亿、日均使用时长达 19 分钟。目前视频号上已汇聚超过 60 个垂直领域的优秀创作者和职业博主，以及各行各业的品牌、媒体、事业单位等机构。

图表 50 视频号一年就完成从产品打磨到爆发的快速进化



资料来源：视灯数据《2020 视频号发展白皮书》，华安证券研究所

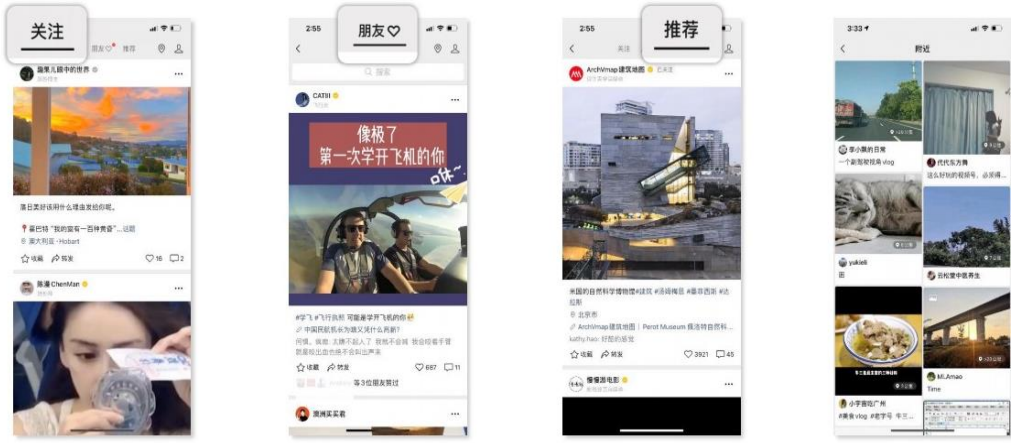
图表 51 视频号上已汇聚超过 60 个垂直领域的优秀创作者和职业博主



资料来源：腾讯《打开新视界：微信视频号介绍及商业玩法》，华安证券研究所

与抖音、快手的兴趣算法推荐不同，视频号以社交为核心推荐逻辑。在视频号的主页内，用户可浏览“关注”、“朋友”、“推荐”以及“附近”四大场景，其中“朋友”是视频号的核心场景，也是视频号显著区别于抖音和快手之处，是不同的算法驱动逻辑的表现。抖音和快手的算法主要是兴趣驱动，即通过你喜欢看的视频的类型不断地给你推送相似的内容。而视频号的算法主要以社交关系为核心来驱动，比如我们在看视频号里的短视频内容时，会发现视频的底部会显示“朋友赞过”、“朋友收藏”，这也就意味着我们能看到朋友喜欢的视频，那么我们的朋友也能看到我们点赞或收藏的视频。

图表 52 视频号以社交为核心推荐逻辑



资料来源：腾讯《打开新视界：微信视频号介绍及商业玩法》，华安证券研究所

图表 53 视频号、抖音与快手对比情况

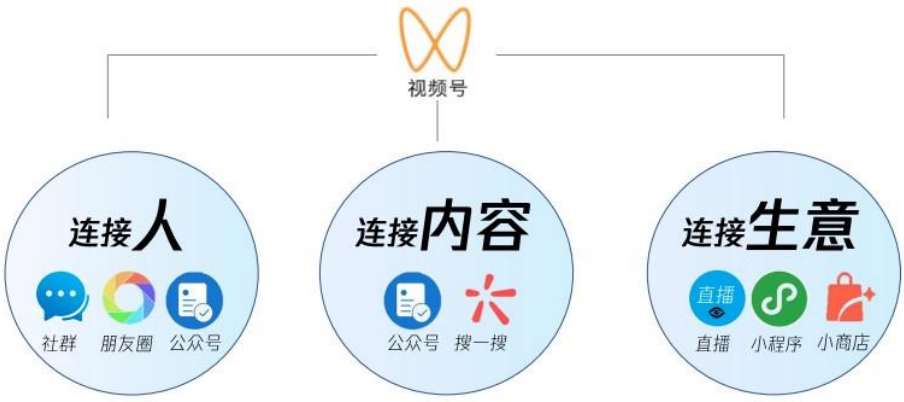
	视频号	抖音	快手
Slogan	记录真实生活 （人人都是独立创作的个体）	记录美好生活 （对内容消费者友好）	拥抱每一种生活 （对内容创作者友好）

用户规模	DAU2.8 亿	DAU 峰值 6 亿（含抖音火山版及西瓜视频等）	DAU 峰值 3 亿（含快手极速版）
使用时长	约 9.5 小时/月	约 33 小时/月	约 25 小时/月
内容运营	运营未干预	重人工运营	早年淡化运营，近年加强运营
分发机制	（1）去中心化，社交推荐+算法推荐	（1）内容质量权重高	（1）相对去中心化
	（2）社交关系权重高	（2）社交关系权重低	（2）社交关系更高权重
	（3）运营干预小	（3）运营干预相对大，重人工运营	（3）运营干预相对小，后期加强运营
	（4）点赞率>评论率>转发率	（4）点赞率>评论率>转发率	（4）评论率>转发率>点赞率
创作者生态	个人品牌 IP 从私域走向公域流量，粉丝分布相对均衡	对优质内容生产者友好，粉丝头部集中度高	粉丝和达人之间链接强，粉丝分布相对均衡
用户生态	朋友圈用户，地域分布均衡，被动接受内容推送。粉丝互动性适中，看到具备社交关系内容概率高，有利于长尾内容分发。	一二线用户比例高，用户增速快，被动接受内容推送，粉丝互动性低，看到优质内容概率高，但不利于长尾内容分发。	下沉市场用户多，用户增速平稳，半主动选择观看内容，粉丝互动性高，看到中长尾内容概率高，消费交互体验相对欠佳。
商业化变现	适合私域流量变现，包括广告、直播带货等。	适合平台主导的变现方式，例如信息流广告。	适合达人主导的变现方式，例如直播打赏、直播带货。

资料来源：视灯数据《2020 视频号发展白皮书》，华安证券研究所

视频号可连接整个微信生态。连接人：视频号打通微信生态圈私域场景，能够通过社群（群聊、私聊）进行分发、通过朋友圈分发、内嵌在公众号文章中 进行分发。连接内容：视频号可配置公众号拓展链接，从公域无缝跳转到私域，满足不同内容形态的沟通。连接生意：视频号打通了小商店和小程序，形成“视频号+小程序”或“视频号+小商店”交易生态，最短化交易路径，能承接更多的交易和服务。

图表 54 视频号可连接整个微信生态

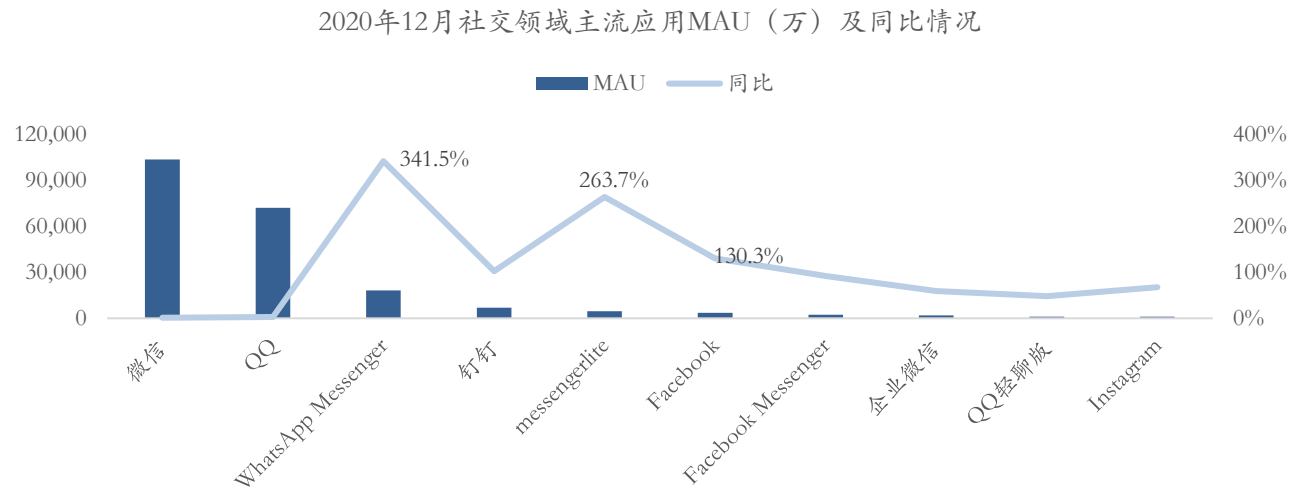


资料来源：腾讯《打开新视界：微信视频号介绍及商业玩法》，华安证券研究所

微信生态四大流量场景全面为视频号导流，微信流量有望赋能视频号。聊天界面、

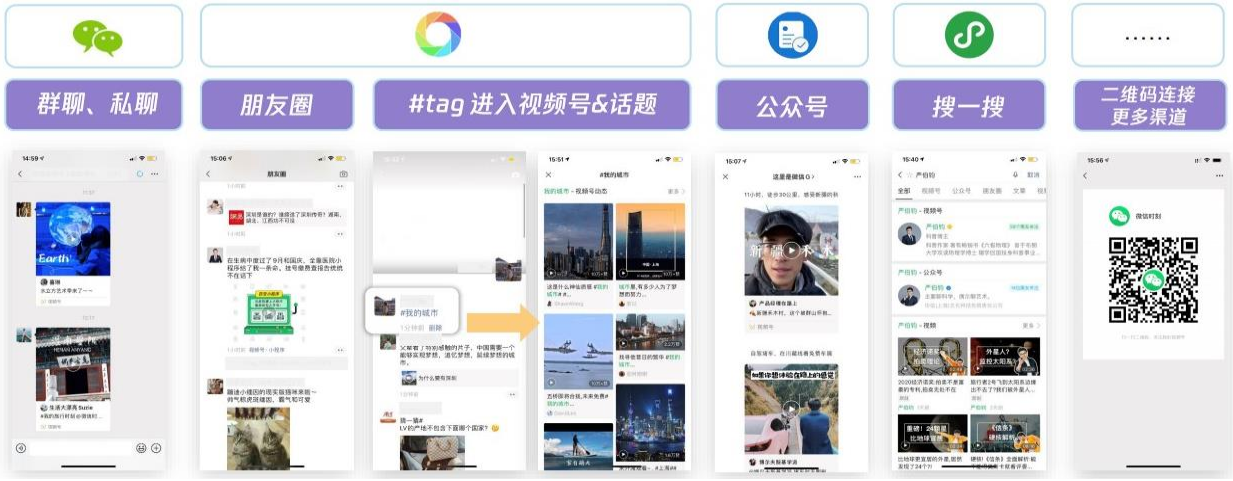
朋友圈、公众号与搜一搜是微信生态的主要流量场景，微信打通了视频号与这四个场景之间的连接，连接互通的同时也便于流量互通，将这四个场景中的流量导入到视频号。根据 Trustdata 数据，截至 2020 年 12 月，微信的月活超 10 亿。那么在微信的庞大用户流量加持下，视频号有望迎来蓬勃发展。

图表 55 微信庞大用户流量有望为视频号赋能



资料来源：腾讯，华安证券研究所

图表 56 微信生态四大流量场景全面为视频号导流

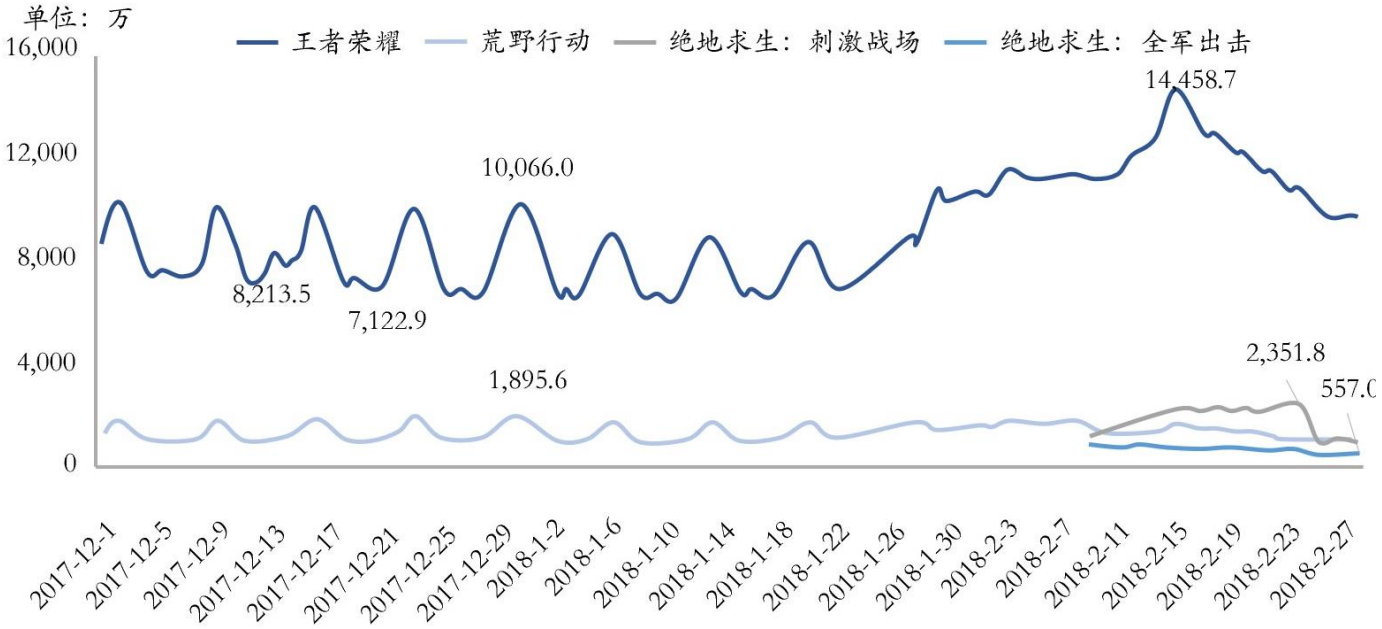


资料来源：腾讯《打开新视界：微信视频号介绍及商业玩法》，华安证券研究所

社交赋能，是视频号能异军突起的根本，也是腾讯的核心能力所在。根据三言财经统计，从 2013 年腾讯推出微视开始，腾讯至少推出了 17 款短视频产品，但是除微视之外大多收效甚微。而且从 2020 年 1 月视频号开始内测的前半年，产品的效果也不够好。直到 2020 年 5 月，视频号做了大改版，将视频号的分发推荐机制改为以实名点赞的社交推荐为主后，用户数据才开始上扬、用户留存开始提高。运用社交关系链的能力是腾讯的核心竞争力所在，我们可以参照腾讯历史上的产品推出情况来看，公司优质产品在自身流量加持下，用户通过熟人关系的社交网络分享后产品有望获得爆发式增长。比如

“社交+游戏”方面，腾讯推出的强社交属性类手游《王者荣耀》在 2017 年呈现出爆发性增长，到 2018 年初最高日活跃用户数便突破 1.4 亿，成为中国手游史上的一座里程碑，而到 2020 年《王者荣耀》的日均日活用户数已破亿，成为了全球第一个日均日活跃用户达到亿量级的游戏产品。在“社交+金融”方面，微信支付在 2013 年 8 月上线，到 2014 年春节期间腾讯通过微信平台推出的抢红包功能引爆微信支付，依托社交关系链使得微信支付用户数和交易规模迅速增长，到 2014 年底 QQ 手机钱包及微信支付已绑定银行卡的用户账户数超过 1 亿。我们认为，以社交关系为核心内容推荐逻辑的视频号，在微信生态庞大的流量加持下，有望迎来类似于强社交属性的游戏产品《王者荣耀》和微信支付那样的爆发式增长。

图表 57 2017 年 12 月-2018 年 2 月典型社交属性手游日活跃用户规模



资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

图表 58 王者荣耀日活破亿



资料来源：快手招股说明书，华安证券研究所

图表 59 微信支付在 2014 年春节期间迎来爆发



资料来源：腾讯公司公告，华安证券研究所

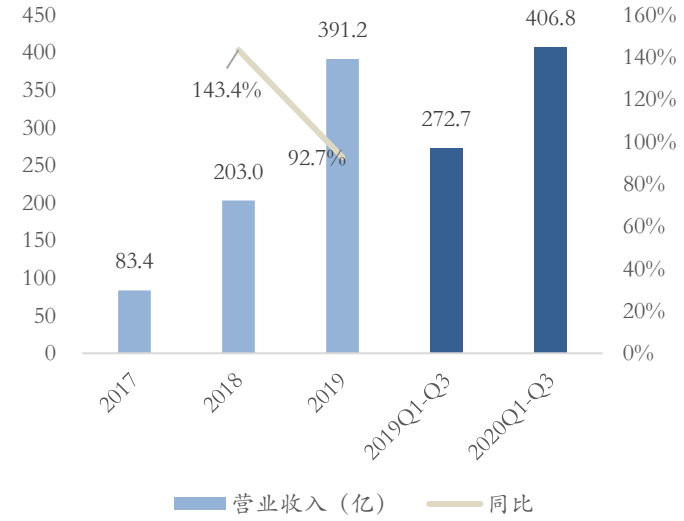
腾讯觊觎短视频已久是行业皆知的事情，此前推出了微视、yoo 视频等十几个短视频 App 皆为明证。2020 年终于通过内嵌微信的视频号打开局面，未来一定是腾讯从战

略上会紧紧抓住的机会。相比起抖音、快手来说，视频号优势明显，就是背靠着微信 10 亿 DAU 下的社交关系，在流量分发上视频号的社交关系所占权重也更高。但依靠社交关系分发流量也有亟待解决的问题，那就对短视频内容生态要求更高，对消费内容的质量要求更高。目前用户在视频号上的使用时间相对抖音、快手还较短，未来如何通过生态构建、工具提供来激励更多高质量内容是目前视频号的关键。总结来说，**我们看好视频号凭借独有的社交优势切入短视频行业，而未来的关键在于内容构建，未来视频号的内容价值越强，对抖音、快手的威胁就越大。**

3 商业化展望：直播基本盘，营销主推力，长期看电商

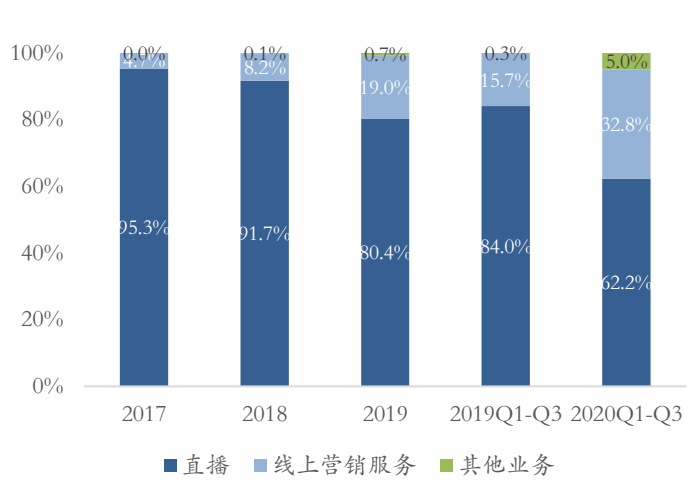
公司营收持续高增长，直播仍是主要收入来源，营销收入增长较快。根据快手招股说明书，2017-2020 年前三季度，公司营收持续增长。其中，直播依旧是公司主要收入来源，2020Q1-Q3 贡献了超六成营收；线上营销服务增长最快，占总营收的比重从 2019Q1-Q3 的 15.7%增长至 2020Q1-Q3 的 32.8%，占比提升了近 17%，是驱动公司营收持续增长的主要动力；归于其他类的电商、游戏以及知识分享等业务在总营收占比亦持续提升大，2020Q1-Q3 占比达到近 5%。

图表 60 公司营收持续增长



资料来源：快手招股说明书，华安证券研究所

图表 61 线上营销服务占比持续提升



资料来源：快手招股说明书，华安证券研究所

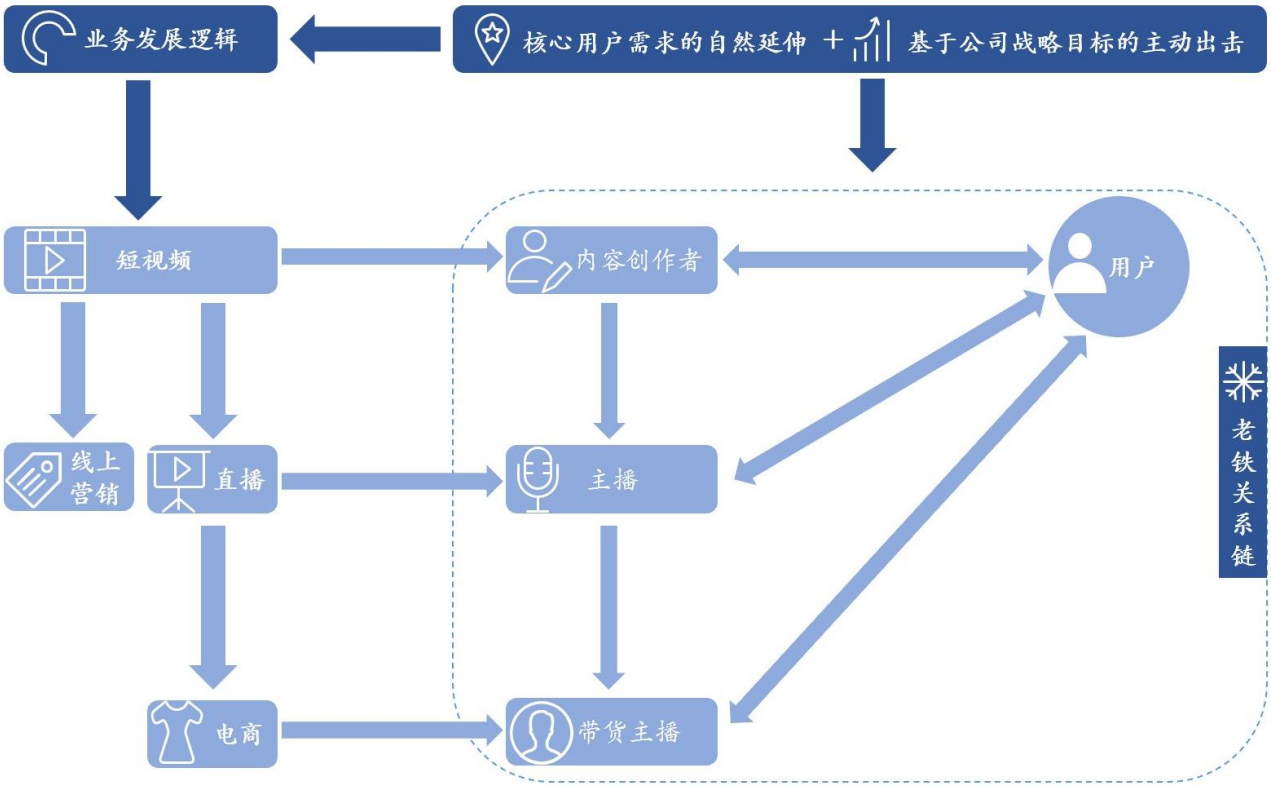
我们认为，未来公司商业化前景广阔。其中，直播打赏业务是公司营收的稳定基本盘，线上营销服务是公司现阶段营收增长的主要驱动力，电商业务将是公司未来营收增长的最大看点。具体展开来看：

1）直播业务：快手去中心化的流量分发机制，形成了快手短视频的”人+内容”型社交生态，而”人+内容”型社交生态的背后是内容主自己拥有的私域流量，私有流量具备高用户粘性、To C 导向强，有利于做直播打赏。而且平台的直播平均月付费用户数仍持续增长，在我国人均教育文化娱乐消费支出一直保持增长的大趋势下，未来直播用户付费意愿有望继续提升。

2）广告业务：产品端，快手短视频 UI 界面从双列到单列，有助于提升广告投放效率。运营端，一方面不断引入明星，加码平台公域流量；另一方面通过赞助各类节目改善品牌形象，吸引广告主进入。在用户规模与时间往短视频产品迁移的大趋势下，预计会有越来越多的广告往短视频平台往短视频平台投放。

3）电商业务：快手的普惠连接，带来了巨大的、去中心化的信任资本的积累。这种信任资本就是内容主自己拥有的私域流量，俗称“老铁关系”。直播带货主播与粉丝之间积累的信任资本，能降低电商交易成本。不仅带货的销售转化率高，而且用户粘性强，能给平台带来了万物皆可“货”的能力。而且快手的电商业务能与其他业务一起发挥协同效应，比如快手推出了小店通，用商家投放广告的方式，推动公司整体营收的增长。

图表 62 快手业务逻辑示意图



资料来源：华安证券研究所整理

3.1 直播业务是公司稳固基本盘

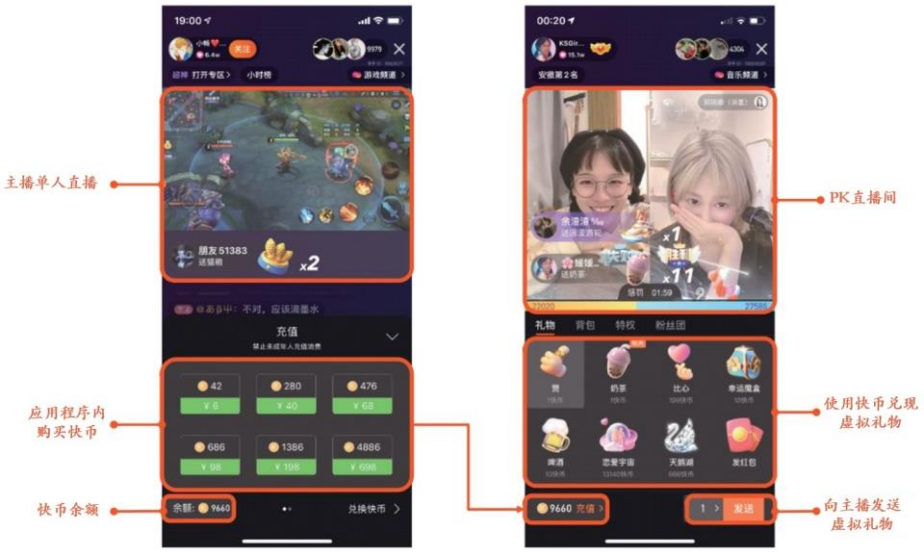
直播一直贡献公司主要营收，从虽然近年随着营销服务业务营收占比提升，使得直播在公司营收占比持续下降，但是其营收数额仍呈稳步增长态势。我们认为公司直播业务基本盘稳固，有如下原因：1）快手”人+内容”型社交生态形成的私域流量用户粘性高；2）平台的直播平均月付费用户数仍有望维持增长态势；3）我国人均教育文化娱乐消费支出的增长，有助于提升直播用户付费意愿。

3.1.1 直播业务营收有望保持稳定

公司从直播中获得的大部分收入来自观众给主播的虚拟礼物打赏。根据艾瑞咨询，截至 2020 年 6 月 30 日止 6 个月，公司是全球范围内，以虚拟礼物打赏流水及

直播平均月付费用户计最大的直播平台。

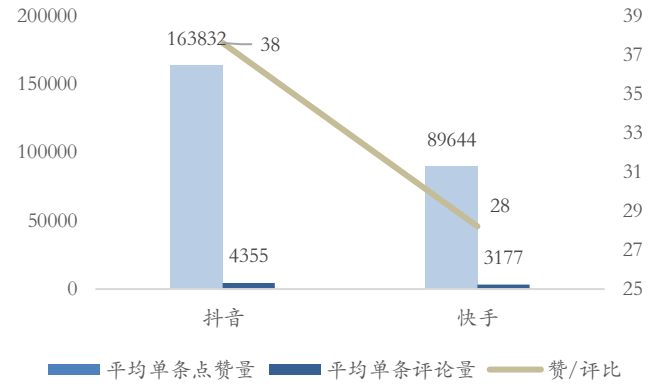
图表 63 快手购买虚拟礼物打赏主播流程示意图



资料来源：快手招股说明书，华安证券研究所

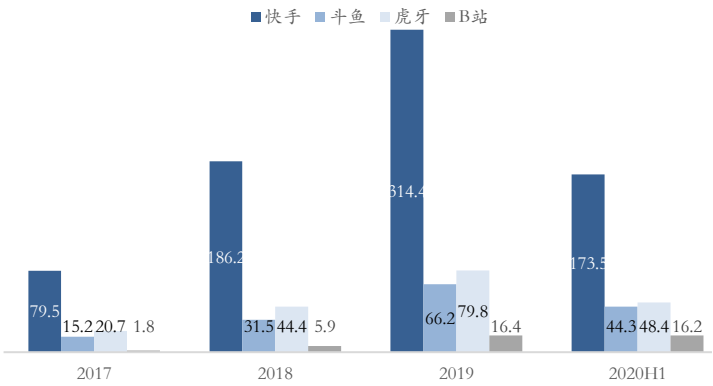
公司直播业务收入、付费率与直播付费用户平均收入均优于同行，核心在于形成了强大的私域流量。在快手流量普惠的核心价值观之下，通过去中心化的流量分发机制，在内容创作者和用户之间建立起信任关系，构筑起了快手强大的私域流量。这样的私域流量形成的粉丝粘性更强，相交与其他平台，更容易通过直播打赏来面向 TO C 端变现。参考克劳锐数据，2020H1 快手 TOP 1000 KOL 平均单条内容赞评比远低于抖音，表面快手的用户与创作者互动更频繁、社交关系更强。

图表 64 相较于抖音，快手赞评比高，社交属性强



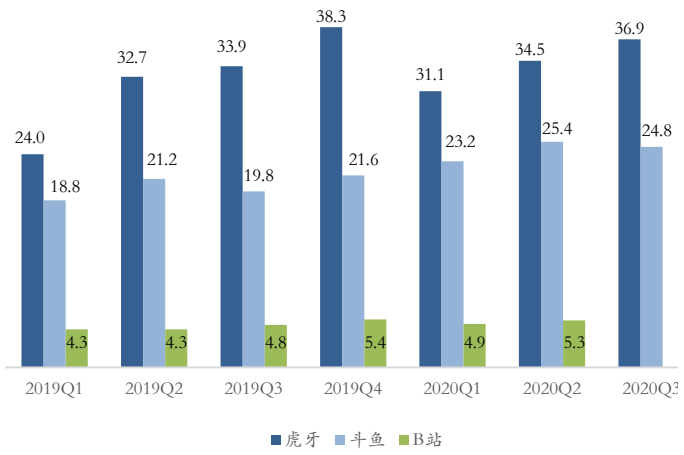
资料来源：克劳锐，华安证券研究所

图表 65 主要直播平台直播业务收入情况（单位：亿）



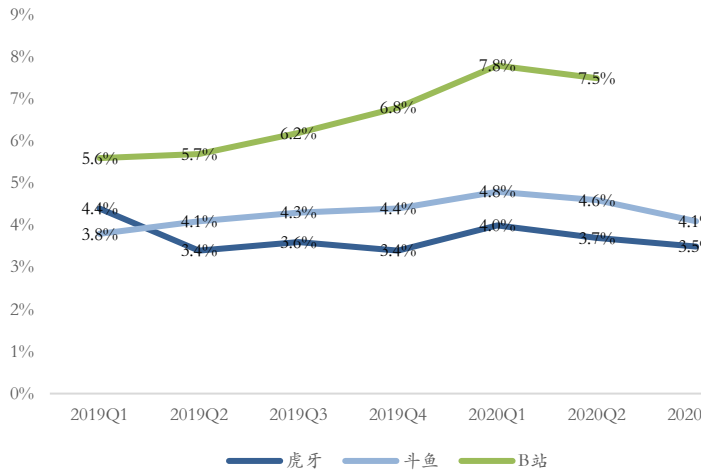
资料来源：各公司财报，华安证券研究所

图表 66 主要直播平台直播付费用户平均收入



资料来源：各公司财报，华安证券研究所

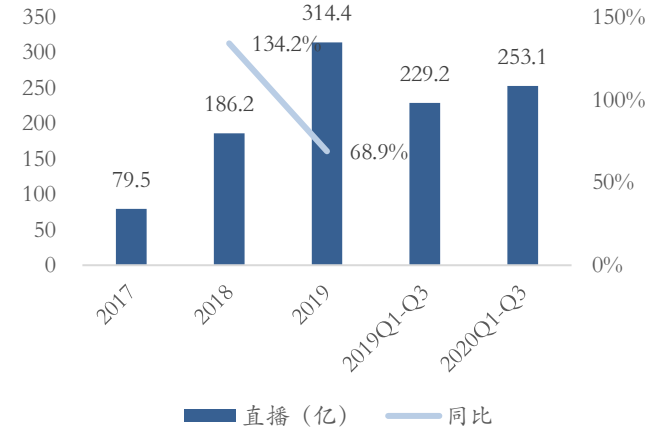
图表 67 主要直播平台直播用户付费率



资料来源：各公司财报，华安证券研究所

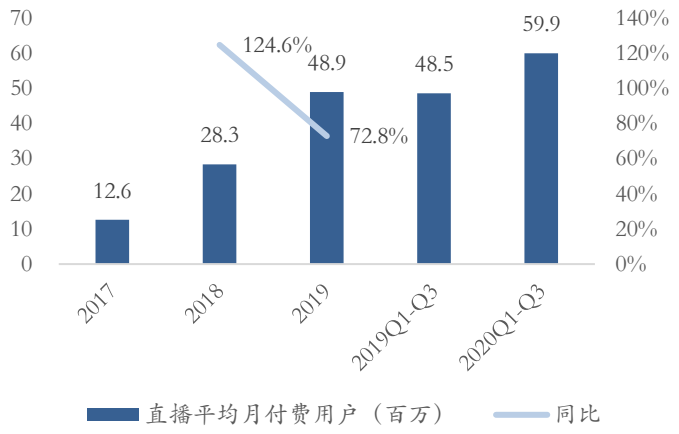
2020Q1-Q3 平均月活跃用户数的增长，带动公司直播业务收入增长。根据快手招股说明书，2020Q1-Q3 公司直播同比增长 10.4%，达 253.1 亿元。根据公式“付费打赏金额=直播用户规模*付费率 X*ARPPU”来看，公司直播业务收入的增长主要来自于直播付费用户数量的增长。而直播付费用户数量的增长主要源自平均月活跃用户数的增长，在 2020Q1-Q3 公司平均月活跃用户数同比增长达 54.9%、公司直播平均月付费用户数同比增长达 23.5%。

图表 68 公司直播业务营收及同比情况



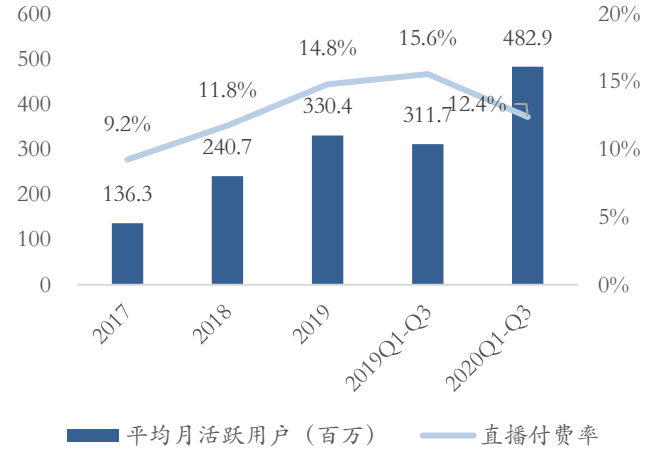
资料来源：快手招股说明书，华安证券研究所

图表 69 直播平均月付费用户数



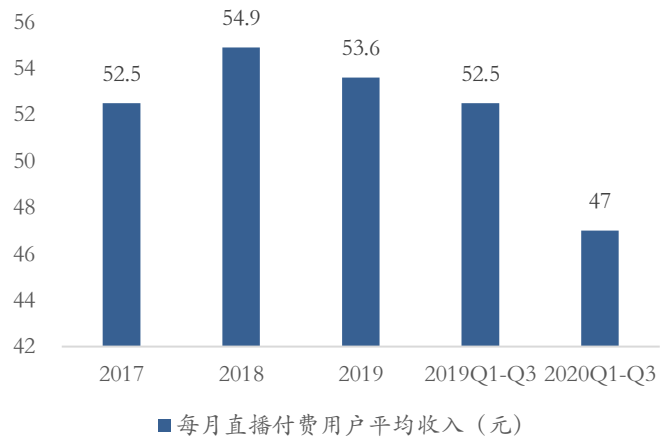
资料来源：快手招股说明书，华安证券研究所

图表 70 平均月活跃用户数及直播付费率



资料来源：快手招股说明书，华安证券研究所

图表 71 每月直播付费用户平均收入



资料来源：快手招股说明书，华安证券研究所

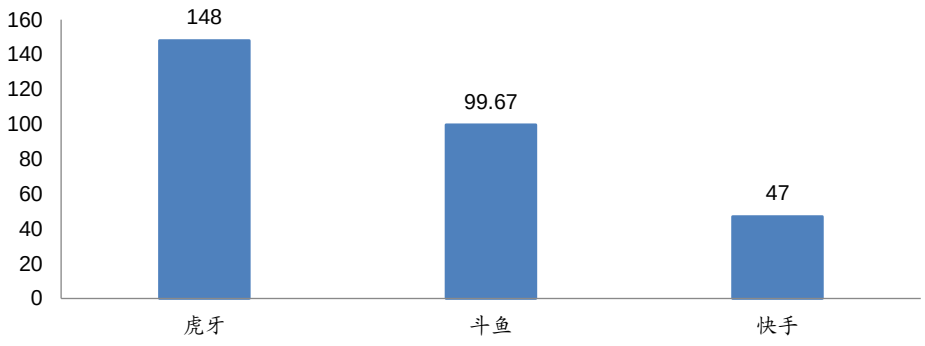
从公式：付费打赏金额=直播用户规模*付费率*ARPPU 来看，未来直播营收增长可切分为对用户数、付费率和 ARPPU 值的分析。**我们认为，未来公司直播业务营收增长将呈低速稳定增长**，增长的主要动力还是来自于总用户数的提升。主要原因如下：

1）从产品 UI 界面改版和引入明星等一系列运营活动来看，公司在加强对于公域流量的控制，现阶段广告和电商是公司业务的重心。用户数方面我们认为，直播用户数的增长要小于总用户数增长；

2）从 2018 年到 2020Q3，平台直播用户增长、ARPPU 呈下降趋势，首先，直播电商业务的发展，会带动平台主播转型直播带货，那么有可能使直播打赏相关收入减少。其次，快手平台的直播 ARPPU 值相对于专业直播平台如 YY、虎牙、斗鱼来说要低很多，主要原因在于大量快手主播并非 YY、斗鱼等专业主播，公司的价值观在于展现普通人生活，而不是请求打赏，此外快手也缺乏专业直播平台针对大 R 的会员机制。在无加强运营的情况下，ARPPU 值与付费率提升空间也有限；

3）行业角度看，直播行业用户规模告别高增长态势，迎来稳步发展期。

图表 72 快手直播 ARPPU 值低于专业直播平台



备注：虎牙、斗鱼为 2020Q3 月均直播 ARPPU 值，快手选择 2020Q1-Q3 月均直播 ARPPU 值

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.1.2 直播行业有望保持低速增长态势

直播用户规模有望维持在 8%的增速水平。参考艾瑞咨询数据，从 2015 年到 2019 年，中国直播平台平均日活跃用户数和每位日活跃用户日均使用时长一直保持持续增长态势，预计 2020-2025 年这种增长趋势仍将延续。其中，直播平台平均日活跃用户数，有望持续保持较快增速，CAGR 高达 15.7%；而每位日活跃用户日均使用时长的 CAGR 增速也较可观，将近 8%。

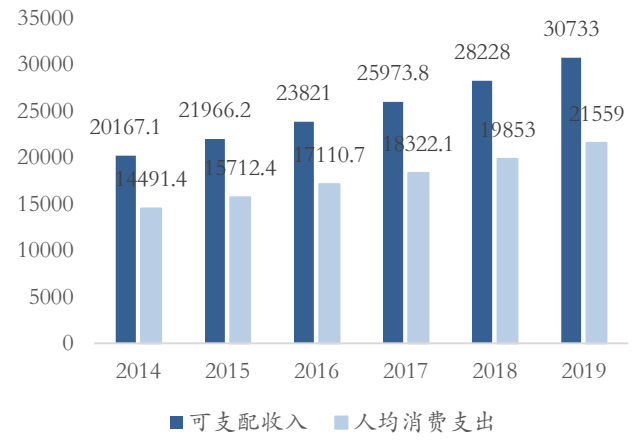
图表 73 中国直播平台平均日活跃用户数和每位日活跃用户日均使用时长



资料来源：快手招股说明书，艾瑞咨询，华安证券研究所

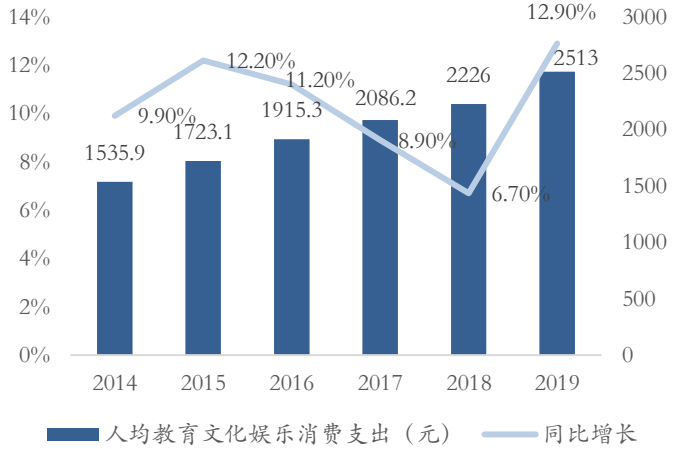
我国人均可支配收入的提高，将助力直播用户付费意愿提升。随着我国人民人均可支配收入的不断提高，人均消费支出也随之增长，其中用于教育文化娱乐消费方面的支出也不断攀升，我们认为，支付能力的提升将进一步推动用户为高质量内容付费的能力与意愿。根据国家统计局公布数据显示，2014-2019 年全国人均可支配收入及人均消费支出持续增长，其中全国人均教育文化娱乐消费支出一直保持在 6%以上的同比增速，到 2019 年达到 2513 年，同比增长 12.9%。

图表 74 2014-2019 年全国人民人均收支情况（元）



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

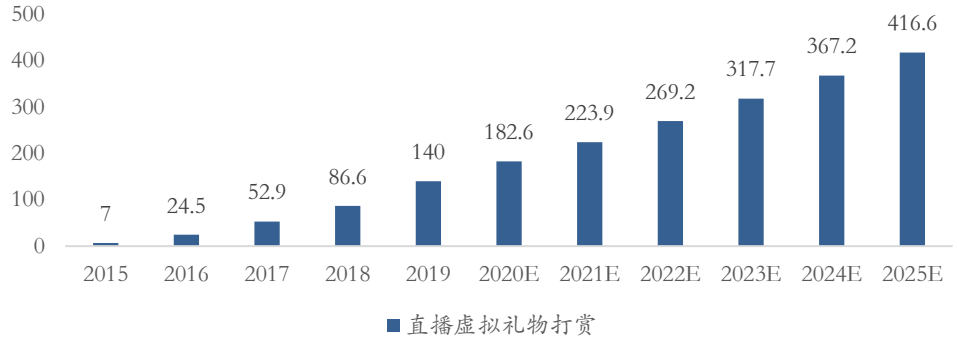
图表 75 2014-2019 年全国人均教育文化娱乐消费支出情况



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

直播虚拟礼物打赏市场规模已超千亿。参考艾瑞咨询数据，在 2019 年，我国以收入计算的直播虚拟礼物打赏市场规模已经达到 1400 亿元，预计 2020-2025 年，市场规模仍将持续增长，CAGR 高达近 20%。

图表 76 中国直播虚拟礼物打赏市场规模（单位：十亿人民币）



资料来源：快手招股说明书，华安证券研究所

3.2 营销业务是营收增长的驱动力

我们认为广告是快手现阶段营收增长的主要驱动力，主要因为：

1）运营上，快手平台持续加码公域流量建设，不断引入明星入驻快手，同时提升推送内容质量，力图改变土潮的产品观感，有利于品牌效果广告投放和大牌进行营销推广活动；

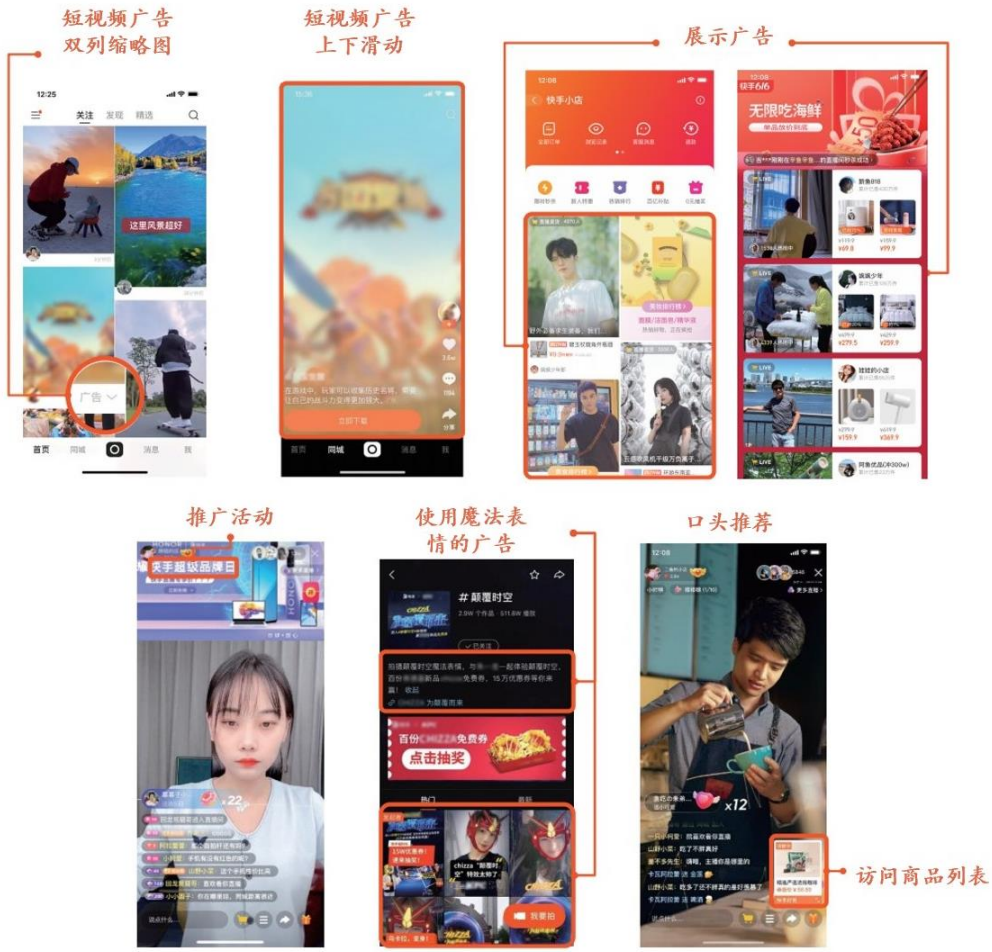
2）产品端，快手的 UI 改版，引入单列沉浸播放模式，公司加强对公域流量的把控，同时推出快手粉条、小店通等工具将收回的流量分配权进行变现；

3)从行业趋势看，短视频平台不仅有庞大的流量规模，而且用户在上面花费的时间也较长，在此背景下会有更多广告往短视频平台迁移的趋势，预计市场规模超千亿。相比起抖音，快手信息流广告还有巨大的提升空间。

3.2.1 线上营销服务贡献公司营收主要增长

公司的线上营销服务主要包括：广告服务和快手粉条。1）广告服务：短视频广告、展示广告（开屏启动广告、传统横幅广告、标志及魔法表情植入）、口头推荐、推广活动；2）快手粉条：让内容创作者通过付费方式在指定时间内向目标数目的观众推广其短视频或直播，以增加粉丝数量或观众观看次数为目的。

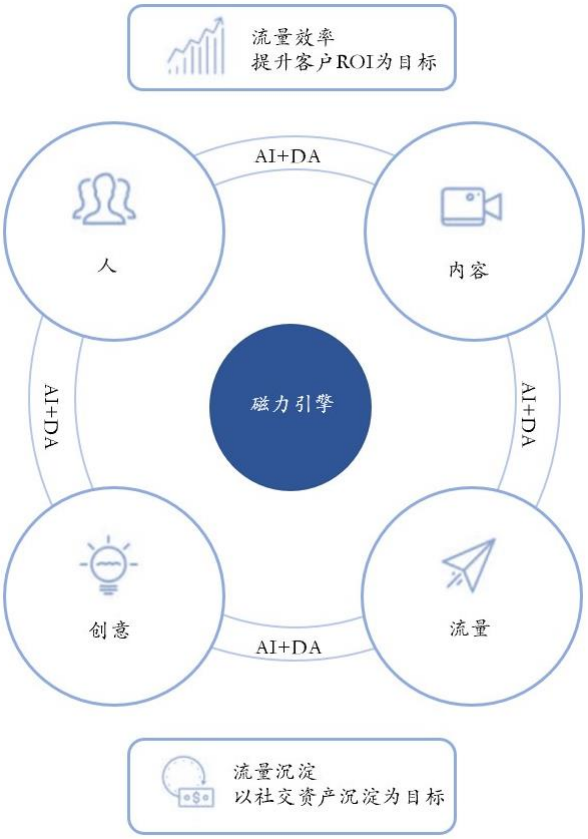
图表 77 快手主要广告展示形式



资料来源：快手招股说明书，华安证券研究所

2019 年 10 月，快手营销平台正式升级为磁力引擎，全面将流量、数据、产品和销售体系四个模块打通，把快手的人、内容、流量、创意这四大驱动力进行整合升级，通过 AI+DA，帮助客户提升 ROI 的同时提供从流量效率到留量沉淀。磁力引擎的核心价值是打造商业连接器，通过强大的社交磁力实现商业客户与用户的有效连接。围绕 R.I.S.E.营销模型，磁力引擎实现完整营销链路的覆盖，为快手商业合作伙伴的发展注入推动力量。针对不同类型的合作伙伴，磁力引擎搭建了包括底层技术、融合内容生产、商品落地页、投放算法等能力的服务中台，以及包括前端营销产品在内的全链路平台服务能力，将快手平台上的商业诉求和商业机会充分匹配，实现商业良性共生生态。据《2019 快手磁力引擎年度报告》称，2019 年磁力引擎服务头部客户数量超 1000 家、商业流量规模提升超 6 倍、新开广告资源形式超过 15 种、KOL 素材日均曝光近 4 亿。

图表 78 磁力引擎



资料来源：磁力引擎，华安证券研究所

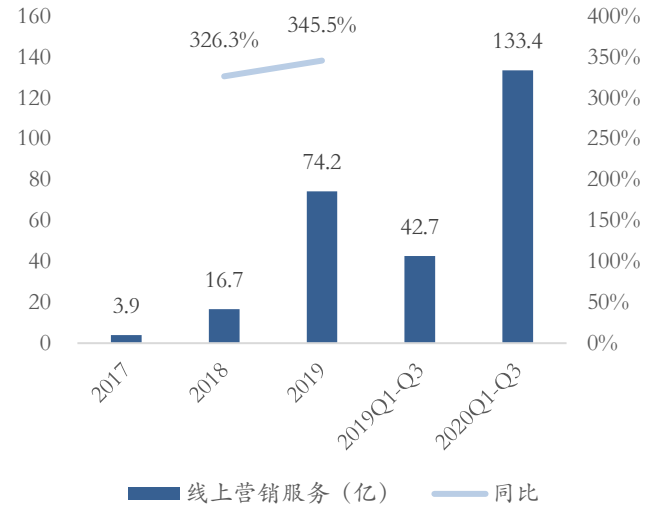
图表 79 R.I.S.E.营销模型



资料来源：磁力引擎，华安证券研究所

线上营销收入持续保持高速增长，成为现阶段驱动公司收入增长的主要动力。根据快手招股说明书，2017-2020Q3，公司线上营销服务收入同比增速分别为326.3%、345.5%、212.4%（同比2019Q1-Q3），使得其占总营收比重从2017年的4.7%提升至到2020年前三季度的32.8%，成为公司业绩增长的重要驱动力。而且从2017年到2020年前三季度，随着平台日活用户增长的同时，每名日活跃用户平均线上营销服务收入亦持续增长，2020年前三季度每名日活跃用户平均线上营销服务收入50.9元，同比增长97.3。

图表 80 2017 年到 2020 年前三季度公司线上营销服务收入及同比情况



资料来源：快手招股说明书，华安证券研究所

图表 81 平均日活用户数及每名日活跃用户平均线上营销服务收入情况

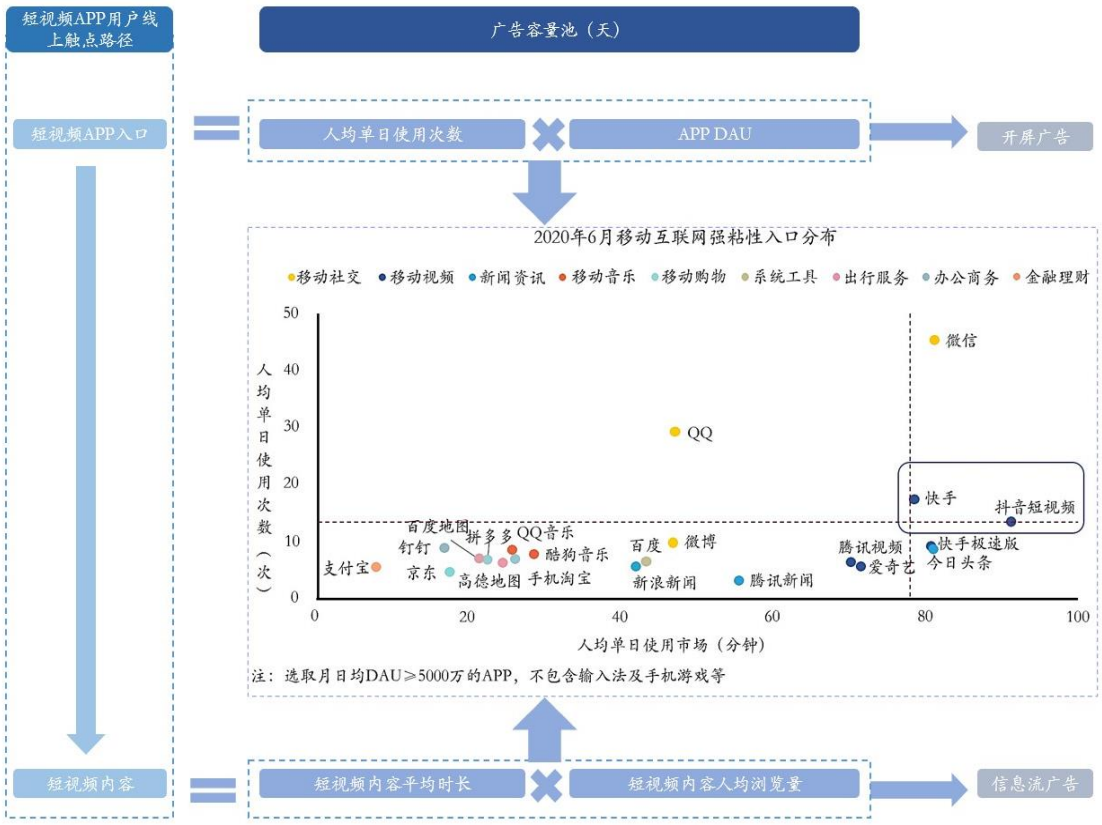


资料来源：快手招股说明书，华安证券研究所

3.2.2 UI 改版+公域流量建设，广告收入不断打开成长空间

我们分析短视频 APP 用户线上触点路径发现，短视频凭借着内容碎片化程度高、传播力度大、社交属性强等特性，在短视频 APP 入口端和短视频内容上，具备巨大的广告容量池，广告变现能力强。但是快手由于强调流量普惠分发，在产品 UI 界面上主要以双列展示为主，信息流广告的展示效果不如单列沉浸式好。而且在快手平台上主要以”人+内容”型社交生态为代表的私域流量为主，去中心化的分发机制，并不利于大品牌在快手上进行营销推广活动。我们认为，随着快手在 K3 战役之后，在运营端主动出击加码平台公域流量建设，并且对 UI 进行改版，在推荐页使用单列沉浸式展示、关注页仍使用双列选择模式，那么快手能在不打扰核心用户的同时，助力平台营销服务营收取得进一步增长。

图表 82 短视频用户营销触点及广告容量空间示意图



资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

产品上，快手 APP 版本升级，支持单列上下滑沉浸式浏览模式，并推出快手热榜，有望助力信息流广告打开营收空间。2019 年 9 月，快手推出 8.0 版，引入单列上下滑沉浸式浏览模式。单列沉浸式展示端视频内容，有利于信息流广告的展示，可以看出快手通过改变产品界面，再为后续的商业变现做准备。此外，一直主打普惠内容分发的快手，也推出了类似抖音热榜一样的快手热榜，通过呈现热门内容，有望提升平台获取公域流量的能力。我们认为，相较于之前双列选择模式，单列全屏模式的推出有助于提升平台对信息流广告的展示效果与广告转化能力，提升平台对广告主的吸引力。参考抖音的广告收入占 2019 年营收约八成，可以预见快手的广告收入在营收中的占比将有较大的增长。

运营上，娱乐营销持续发力，借力明星，加码平台公域流量建设。2020 年 5 月，快手进行了组织架构调整，商业化进程加速。可以明显观察到，在 2020 年 5 月之后快手不断引入顶流明星入驻，如周杰伦、杨幂、C 罗等。我们认为，明星入驻快手有望帮助平台获取更多一二线城市用户，助力平台公域流量建设，最终帮助平台获得更多广告主认可。

图表 83 快手加强明星入驻

姓名	事项
2018 年 6 月	黄渤、谢娜入驻快手并成为快手代言人；
2018 年 7 月	潘长江入驻快手；
2019 年 7 月	谢娜、黄渤等明星陆续在快手开启了直播首秀；

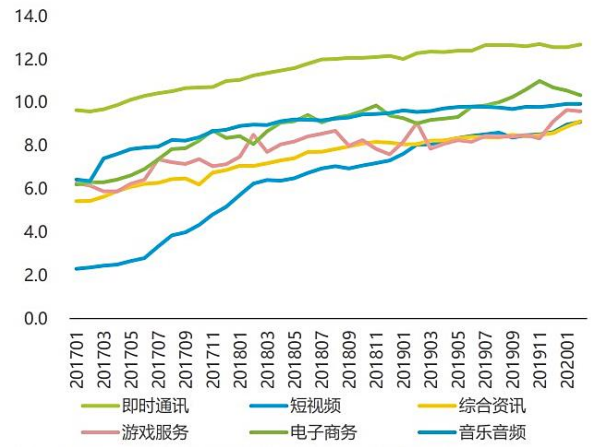
2019 年 12 月	张杰入驻快手并成为快手代言人；
2020 年 1 月	独家冠名《2020 东方卫视跨年盛典》，冠名春晚，并发布了《明星真会玩》的活动；黄子韬、ONER、宝石 Gem、胡海泉等明星降临快手直播间；黄子韬正式入驻快手，随后开起了“吃鸡”直播；林更新与快手主播共同直播“吃鸡”；
2020 年 2 月	与萧敬腾发起#快手明星客厅演唱会，快手用户亦可参与演唱；同期，和 UCCA 尤伦斯当代艺术中心举办“良樂”线上音乐会，以坂本龙一为代表的多为音乐家共同参与演出；李诞入驻快手，打造#诞愿人长久#节目，对话快手原生 KOL @giao 哥、@二驴、@张二嫂等；
2020 年 3 月	举办林俊杰直播见面会；水木年华举办音乐 live；
2020 年 5 月	快手代言人张杰发起“55 开黑节”活动，与快手主播直播“王者”； 周杰伦入驻快手， 6 月 12 日发布新歌；
2020 年 6 月	快手上线“热榜”，共计四个频道，分别是热榜、明星、游戏、影视；快手宣布演员郑爽入职，担任“创新实验室明星合伙人”；快手官宣张雨绮为“电商代言人”，张雨绮与@辛巴共同直播带货；周杰伦在快手发布新歌《MOJITO》；
2020 年 7 月	周杰伦在快手的直播首秀，达成了 6800 万人观看的成绩；快手推原生女团 ks-girls；
2020 年 8 月	郑爽在快手开启直播带货首秀；沈腾入驻快手，两条入驻视频在快手站内播放量近 1 亿；陈小春入驻快手；周杰伦、王俊凯约战英雄联盟；与湖南经视打造综艺节目#看见快生活#；
2020 年 9 月	陈坤入驻“快手大学”并成为快手代言人；
2020 年 10 月	迪丽热巴、杨幂、岳云鹏入驻快手并成为快手代言人；
2020 年 11 月	国际球星 C 罗正式入驻快手，成为快手体育代言人；

资料来源：快手招股说明书，华安证券研究所

3.2.3 流量驱动广告往短视频平台迁移，规模超千亿

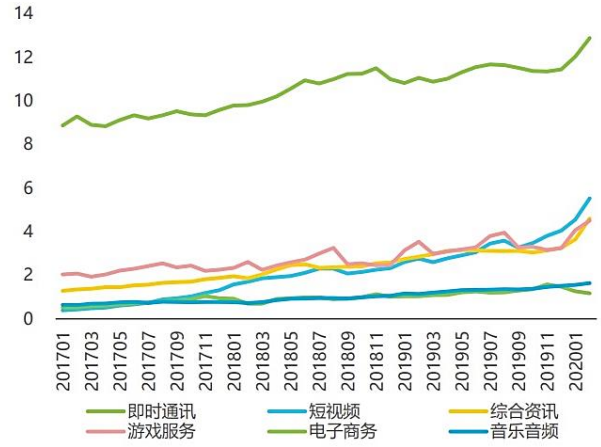
随着短视频用户规模的扩张和用户时长的迁移，广告随之迁移到短视频平台。根据艾瑞咨询数据，从 2017 年开始短视频 APP 月独立设备数迎来爆发式增长，到 2020 年 2 月，短视频 APP 月独立设备数达 9.1 亿台，仅次于即时通讯和电子商务的设备数；与此同时，短视频 APP 用户日均有效使用时间亦持续增长，到 2020 年 2 月，短视频 APP 用户日均有效使用时间长达 5.5 万年，仅次于即时通讯。

图表 84 互联网子领域 APP 月独立设备数（亿台）



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

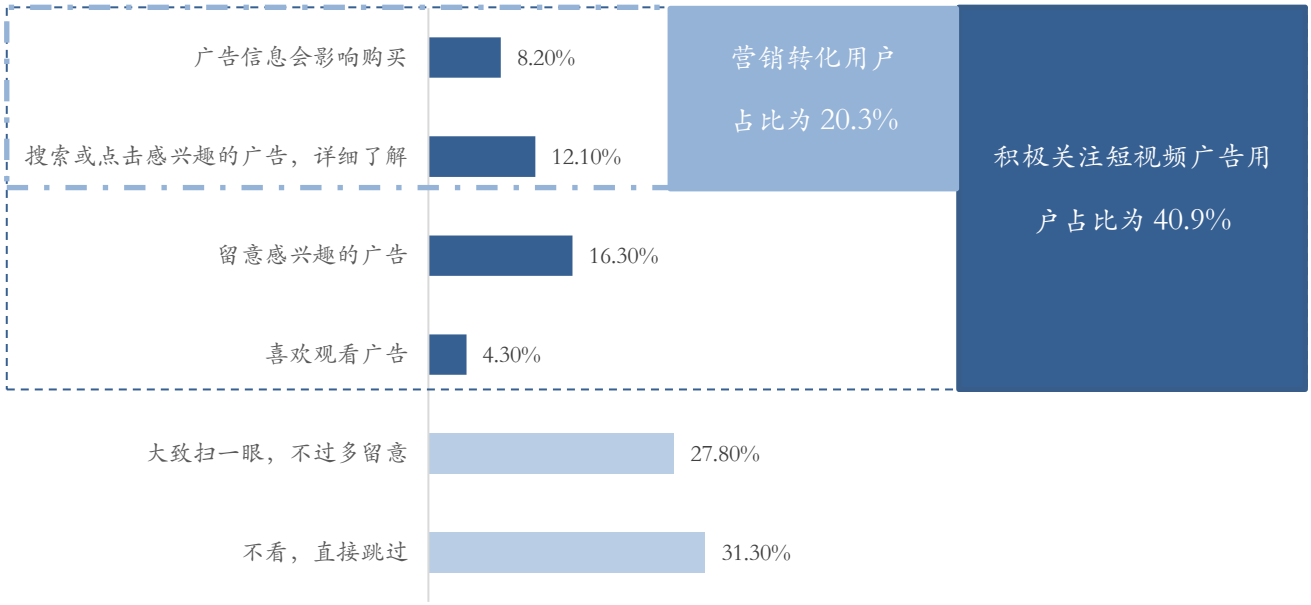
图表 85 互联网子领域 APP 用户有效使用时间（万年）



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

四成用户会积极关注短视频广告。根据 CSM 调查数据称，40.9%的用户对短视频广告持积极态度，会不同程度关注广告内容。这其中，20.3%的短视频用户会在短视频广告的影响下产生营销转化，搜索点击感兴趣的广告或直接购买。

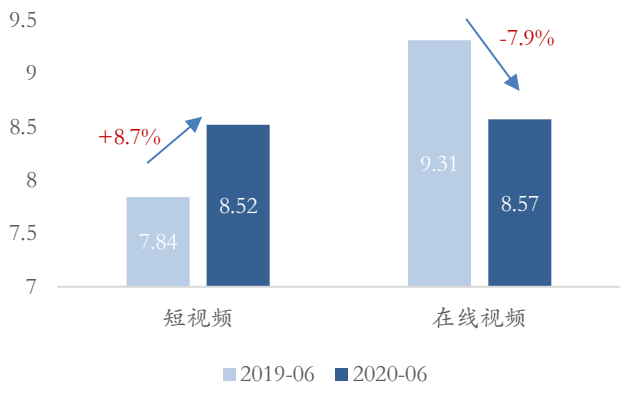
图表 86 用户对短视频广告的态度（用户比例）



资料来源：CSM《短视频用户价值研究报告-2020》，华安证券研究所

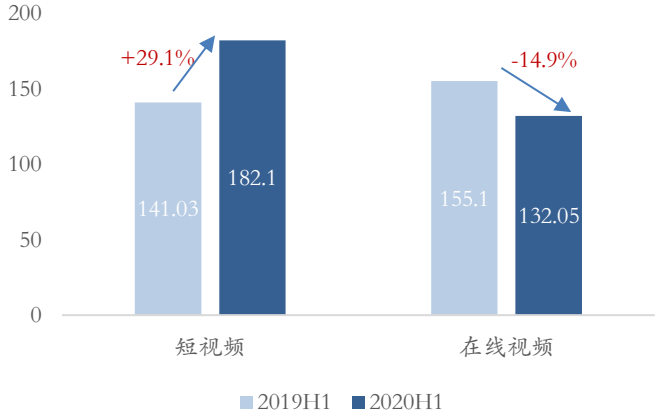
短视频行业从流量和广告收入双向挤占在线视频行业市场份额。参考 QuestMobile 数据，在用户数方面，截止 2020 年 6 月，短视频行业月活跃用户为 8.52 亿人，同比增长 8.7%，而在线视频行业月活跃用户同比下降 7.9%；在广告收入方面，截止 2020H1，短视频行业广告收入为 182.1 亿元，同比增长近 30%，而在线视频行业广告收入为 132.05 亿元，同比下降约 15%。

图表 87 视频媒介行业月活跃用户数（亿人）



资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

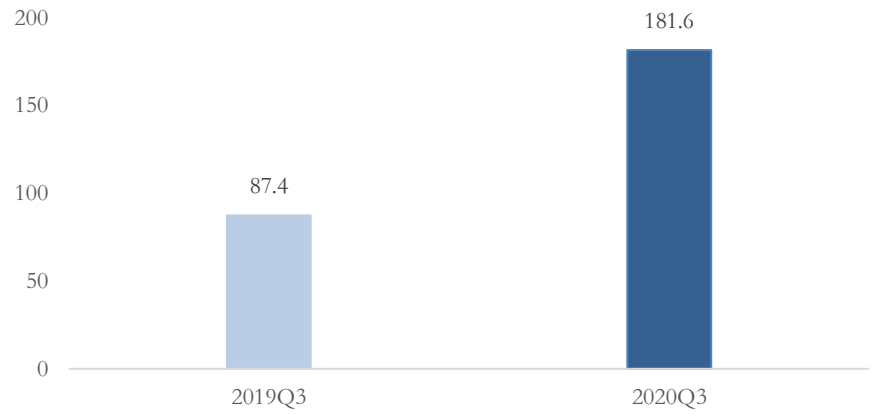
图表 88 视频媒介行业广告收入（亿元）



资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

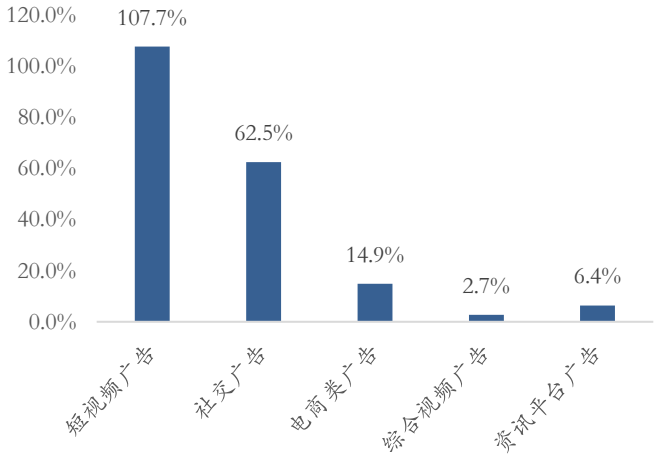
2020Q3 短视频广告投放继续增长。一方面，与其他细分行业相比，参考 QuestMobile 数据，2020Q3 短视频广告同比增幅最高，达到 107.8%，远超社交广告、电商类广告、综合视频广告与咨询平台广告。另一方面，与去年同期相比，2020Q3 短视频行业广告投放费用达 181.6 亿元，其中快手和西瓜视频的同比增幅均超两倍，分别为 225.4%、217.2%，此外，好看视频、抖音及抖音火山版均实现较高同比增幅。

图表 89 2020Q3 短视频媒介广告投放费用（单位：亿元）



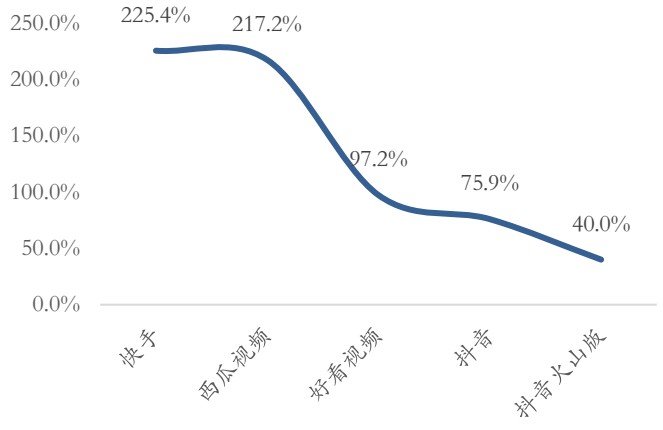
资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

图表 90 2020Q3 细分行业广告投放费用同比增长率



资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

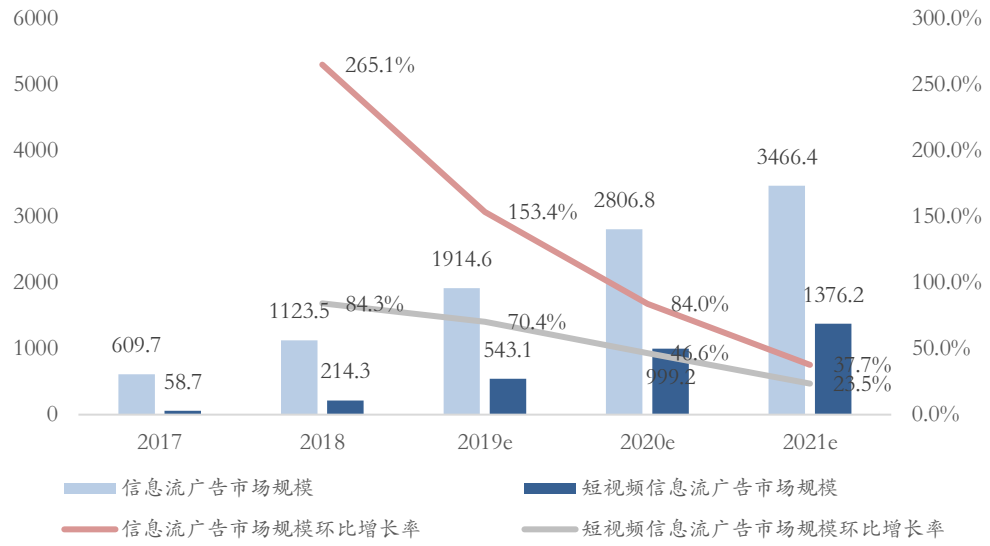
图表 91 2020Q3 典型短视频媒介广告收入同比



资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

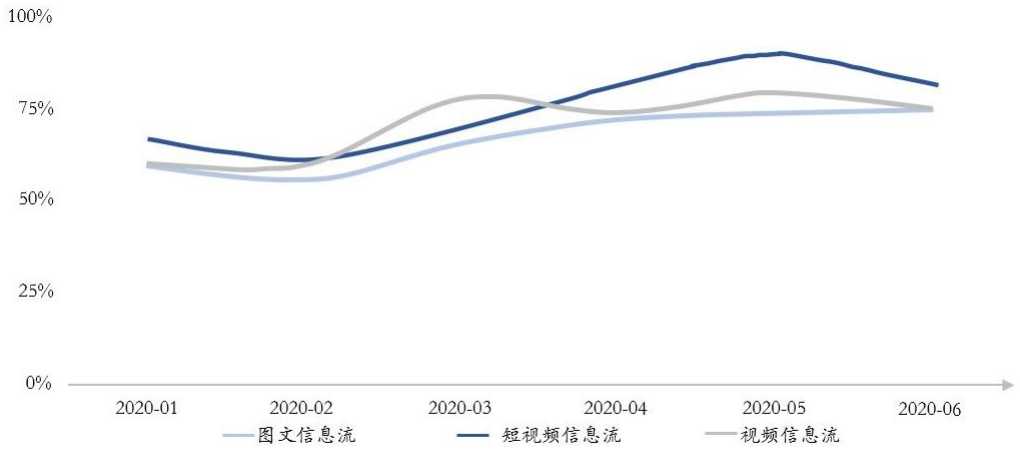
短视频广告成信息流广告重要组成之一，规模超千亿。根据 QuestMobile 数据称，预计 2020 年短视频信息流广告市场规模接近千亿，同时在中国移动互联网信息流广告市场中，预计 2018-2021 年，短视频信息流广告的规模增速均超过行业整体水平。具体而言，从 2020 年 1 月到 2020 年 6 月，在信息流广告里的效果广告投放费用占比中，短视频信息流广告从 2020 年 4 月开始，与视频信息流和图文信息流广告逐渐拉开差距，占比持续保持在最高水平。

图表 92 中国移动互联网信息流广告市场规模趋势（亿元）



资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

图表 93 2020 年 1 月到 2020 年 6 月信息流广告中效果广告投放费用占比



注：选取效果广告占比比较高的信息流广告进行分析

资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

3.3 电商是公司未来营收看点

我们认为电商在未来会是公司营收的重要看点，主要因为：

1）快手短视频平台拥有天然的主播资源优势，内容创作者较易转型为带货主播；

2）快手"人+内容"型社交生态的背后是内容主自己拥有的私域流量，使得主播与粉丝之间早已积累了信任资本，这种信任资本有利于降低电商交易成本，激发快手平台电商业务活力；

3）快手电商业务体量大、增速快、复购率持续提升，业务发展态势好；

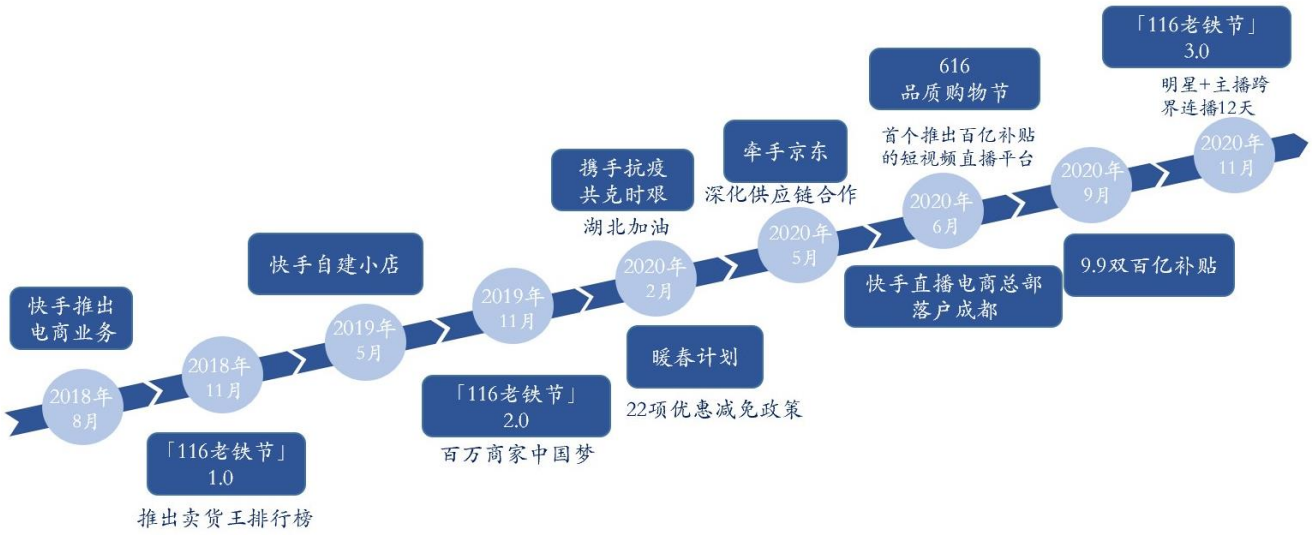
4）据我们测算，2020 年前三季度快手电商的货币化率尚不足 1%。那么即便参照阿里巴巴和京东的货币化率水平来看，快手电商业务营收还有较大的提升空间；

5）快手的电商业务与其他业务一起发挥协同效应，比如快手推出了小店通，用商家投放广告的方式，也间接提高了电商业务的货币化率水平，来推动公司整体营收的增长。

3.3.1 电商业务规模大、增速快

快手从 2018 年 8 月推出电商业务以来，一直致力于完善自身电商生态。在上游，自建电商平台，2019 年 5 月自建了快手小店；在下游，进行了一些类的补贴活动培养商家和用户，比如“116 老铁节”、“616 品质购物节”、“9.9 双百亿补贴等”；在供应链上，在 2020 年 5 月和京东达成合作。

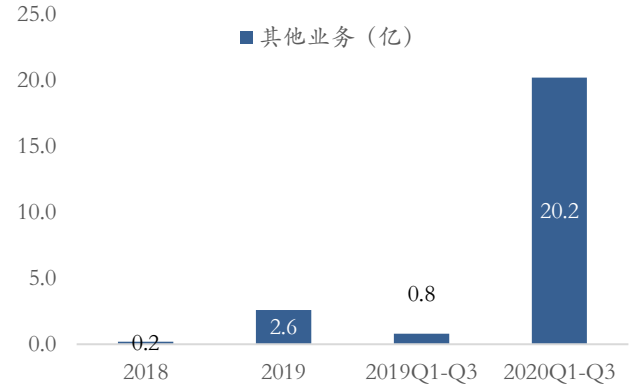
图表 94 快手直播电商业务发展历程



资料来源：快手大数据研究院，华安证券研究所

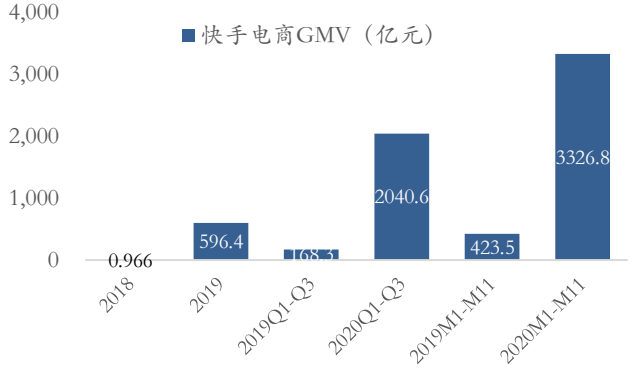
目前快手电商业务体量大、增速快、复购率持续提升，但货币化率较低。我们预计未来几年电商业务对公司营收的拉动作用暂不能体现，快手电商业务更多地是作为快手生态内容的一部分，通过连接用户需求，来增强用户使用粘性。从数据端的情况来看，从 2018 年快手推出电商业务到 2020 年 11 月，快手电商的 GMV 达到了 3326.8 亿元，同比增长了近 6 倍，而且电商业务的平均复购率也从 18%提升至 65.2%。但是反映在营收上，公司目前将快手电商业务收入归入其他业务，而假设将其他业务的总营收作为快手电商业务的营收，其货币化率尚未超过 1%。当前公司电商业务货币化率较低，系公司想通过提升交易总额的方式，来吸引与留住商家，最终达到发展电商平台的目的。即便参照阿里巴巴和京东的货币化率水平来看，快手电商业务营收还有较大的提升空间。

图表 95 公司其他业务收入情况



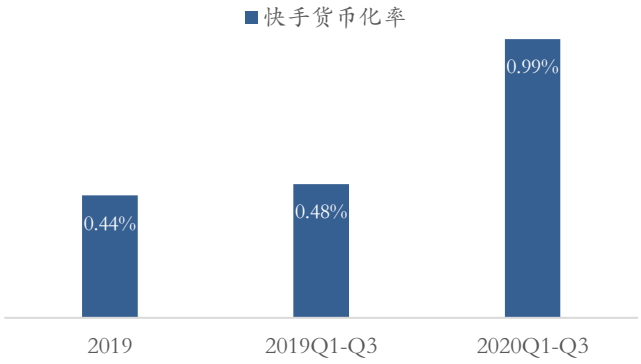
资料来源：快手招股说明书，华安证券研究所

图表 96 电商业务 GMV 情况



资料来源：快手招股说明书，华安证券研究所

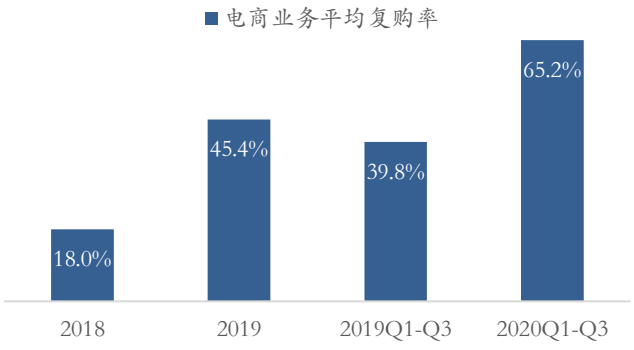
图表 97 电商业务 GMV 货币化率较低



备注：假设其他业务收入全为电商业务收入

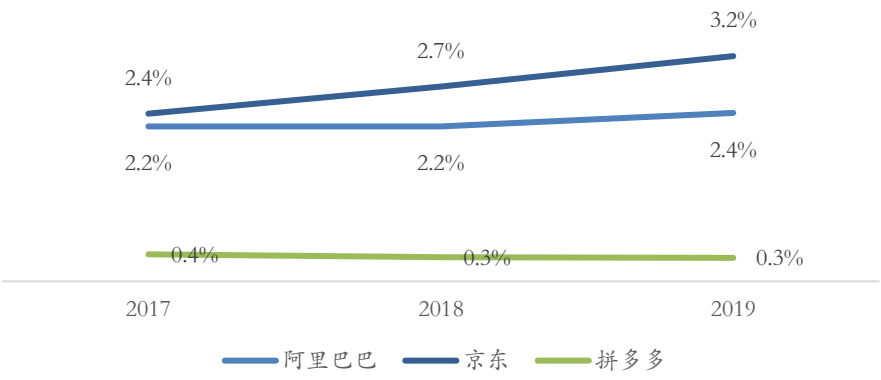
资料来源：快手招股说明书，华安证券研究所

图表 98 电商业务平均复购率持续提升



资料来源：快手招股说明书，华安证券研究所

图表 99 主要电商平台货币化率情况



资料来源：各公司财报，华安证券研究所

电商业务能与其他业务一起发挥协同效应，也间接提高了电商业务的货币化率水平。比如快手推出了小店通，用商家投放广告的方式，来提高公司整体的营收水平。快手在 2020 年 11 月 2 日正式推出快手电商主播流量推广工具小店通，小店通适合二类电商、

小店商品、淘系客户以及品牌客户，主要是为了帮助快手平台上的电商商家在公域流量获取粉丝。虽然私域流量是快手做电商的优势，但也面临着主播赚钱平台不赚钱的困境。而小店通的推出有助于践行快手流量普惠理念的同时，帮助平台上较小的电商商家获得流量支持，最终使平台获益。

图表 100 小店通解决用户困境

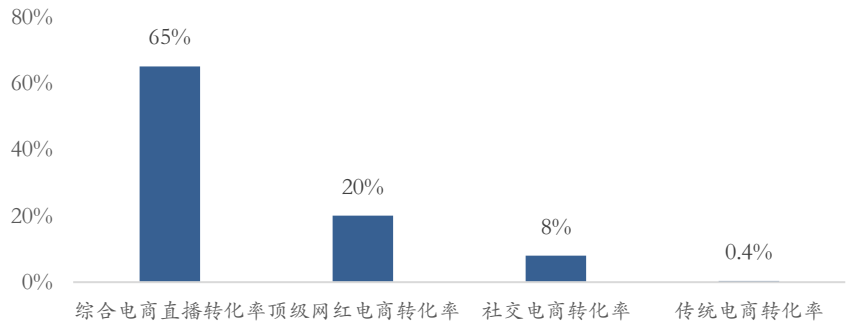


资料来源：磁力引擎，华安证券研究所

3.3.2 “人+内容”型社交生态是快手做电商的核心优势

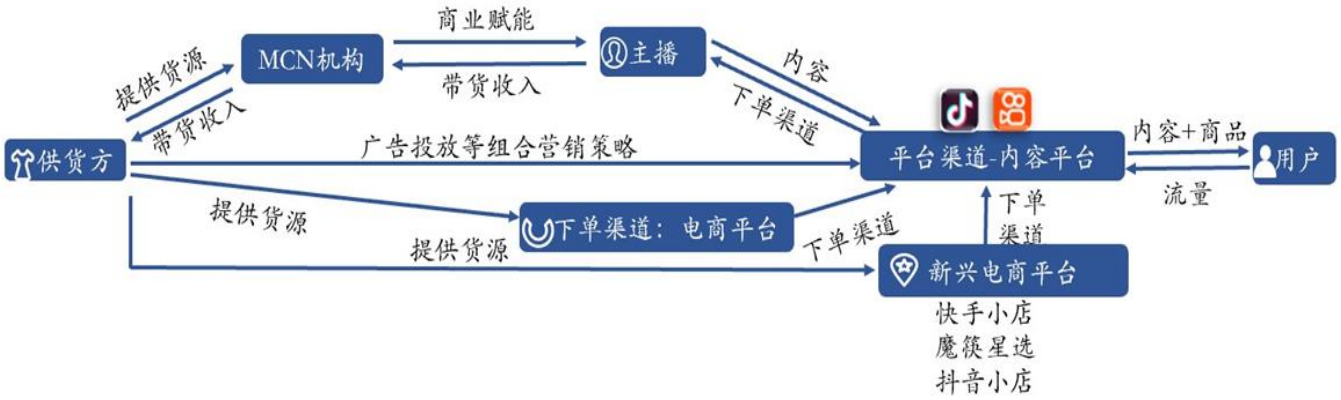
直播电商销售转化率高。首先，从电商营销链的角度来看，直播电商营销链路最短，省去了中间环节，直接连接供货方与消费者。其次，从信息传达的角度来看，直播电商的出现，推动了商品描述的升级（文字→图片→音频→视频→直播互动），提升了信息交互的效率。基于这种升级，一方面，KOL 可以通过直播电商的形式与用户更好地互动和推荐商品，增强了用户与商品之间的信任度；另一方面，直播电商扩大触达范围，提升了服务效率。以类似淘宝这样的综合电商平台和网红带货的电商模式相比较，根据克劳锐和京东物流研究院的数据，通过直播这种形式，综合电商直播转化率高达 65%，远超顶级网红电商转化率。

图表 101 红人广告和传统电商转化率对比



资料来源：克劳锐，京东物流研究院《直播电商供应链研究报告》，华安证券研究所

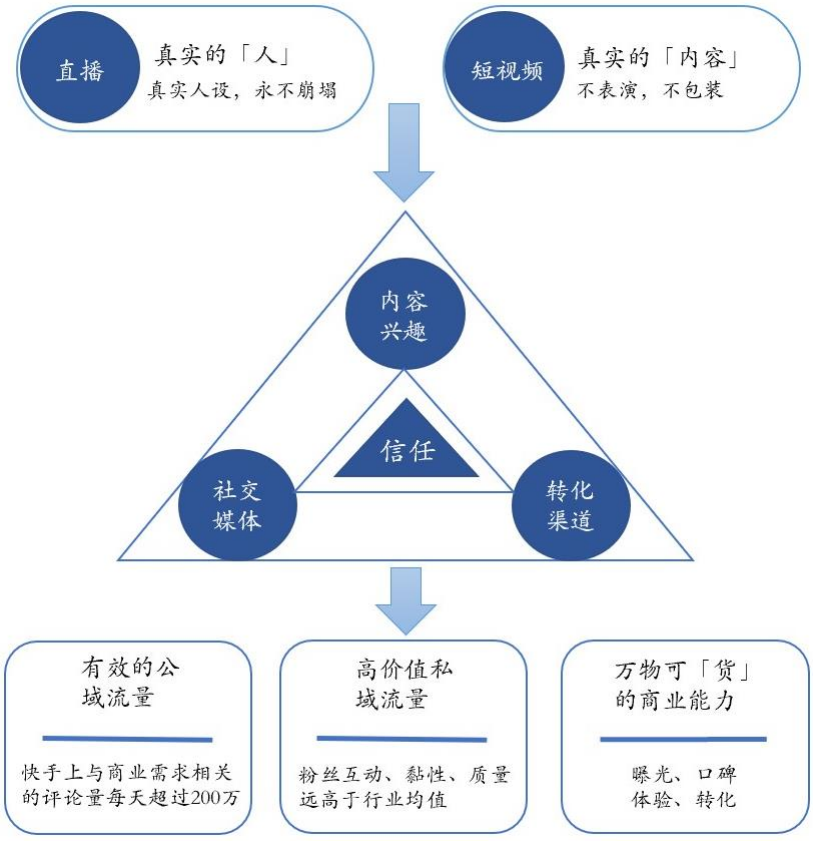
图表 102 电商直播营销链示意图



资料来源：艾瑞咨询，淘宝直播《2020 年淘宝直播新经济报告》，华安证券研究所

“人+内容”型社交生态，使快手具备万物皆可“货”的能力。我们认为，短视频电商高销售转化率，主要源自主播与粉丝之间信任资本的积累，这种信任资本降低了交易成本，激发了电商活力，而这正是快手的优势所在。快手去中心化的流量分发机制，形成了快手短视频“人+内容”型社交生态，而“人+内容”型社交生态的背后是内容主自己拥有的私域流量，私有流量具备高用户粘性、To C 导向强，有利于做直播带货。同时，根据快手大数据研究院数据称，在 2018 年快手上每天有 200 万条评论问“怎么买”，由此来看，快手在 2018 年 8 月推出电商业务是契合核心用户需求的自然延伸。而且随着直播业务的开拓，让快手在充分发挥短视频社交关系链优势的同时，又进一步夯实了社交关系链，为快手开展电商业务奠定了基础。根据快手用户调研显示，在平台上被种草/购买商品的人数比例达 76%，其中 40%是因为信赖主播，33%是出于对主播的喜爱，由此可见主播与粉丝之间的信任关系的建立对消费者的购买决策的影响力。快手的主播与粉丝之间的信任关系，除了给短视频直播电商带来较高的销售转化率之外，还给短视频平台商家带来较高的用户粘性，表现为电商买家的复购率高。根据快手大数据研究院数据称，2020 年 1 月-6 月，快手电商买家平均月复购率超过 60%。

图表 103 快手上形成了“人+内容”型社交生态，培养了极强的信任关系



资料来源：磁力引擎，华安证券研究所

3.3.3 直播+电商模式已趋成熟，短视频电商生态布局加速

短视频+直播电商的模式已趋成熟。从 3G 时代微博个体销售的出现，到 4G 时代微商的崛起，再到购物类 APP 直播平台的相继推出，直播逐渐成为带货的流行趋势。而在传统电商流量红利消散后，随着短视频平台相继崛起，短视频平台直播带货逐渐成为新的流量价值洼地，为传统电商低成本获客提供了新的渠道。短视频平台亦从中发现机会，开始切入电商业务。到 2020 年，在疫情影响之下，直播带货加速，罗永浩入驻抖音带货和董明珠等高管在快手带货兴起，标志着直播带货模式已经成熟。

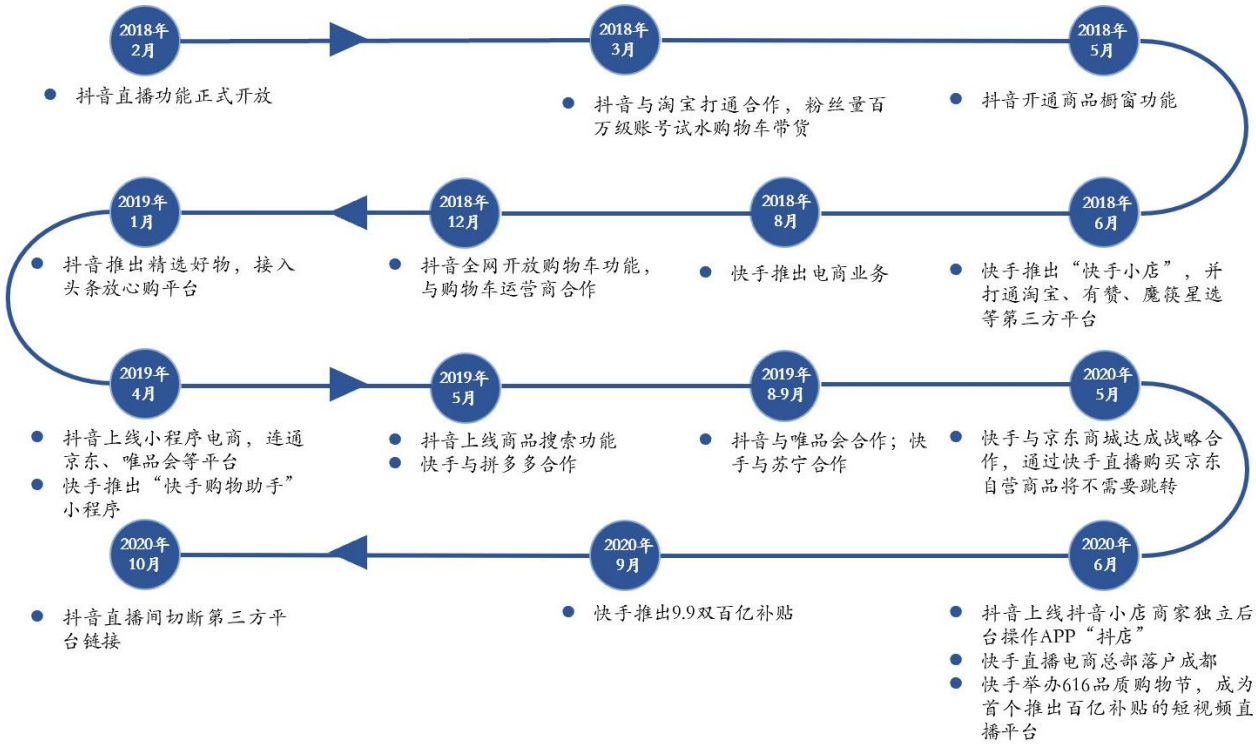
图表 104 从图文到短视频+直播的电商营销模式发展历程



资料来源：快手磁力引擎《2020 快手短视频直播电商营销增长宝典》，华安证券研究所

短视频平台利用强大流量优势构建直播电商生态。抖音与快手虽是娱乐属性的内容社交平台，但是他们具备强大的流量与高 DAU，这赋予二者在开展电商业务时，天然地具备较低的获客成本优势。抖音在 2018 年 3 月开始布局电商业务，通过与淘宝联合，为拥有百万量级以上粉丝的账号开通了购物车功能，来推动流量变现。而随后快手亦在 2018 年 8 月宣布推出电商业务。在开展电商业务的前期，短视频平台上 KOL 资源与直播场景丰富，但是商品货源确实，抖音与快手均是通过链接第三方电商平台来从事电商相关业务，主要扮演引流的角色；在后续的发展中，各自都开始推出基于短视频平台的电商店铺，有助于降低对第三方电商平台的依赖，比如抖音在 2018 年 5 月上线了抖音小店、快手在 2019 年 5 月自建快手小店。自建供应链的尝试，有助于短视频平台形成直播电商生态闭环。

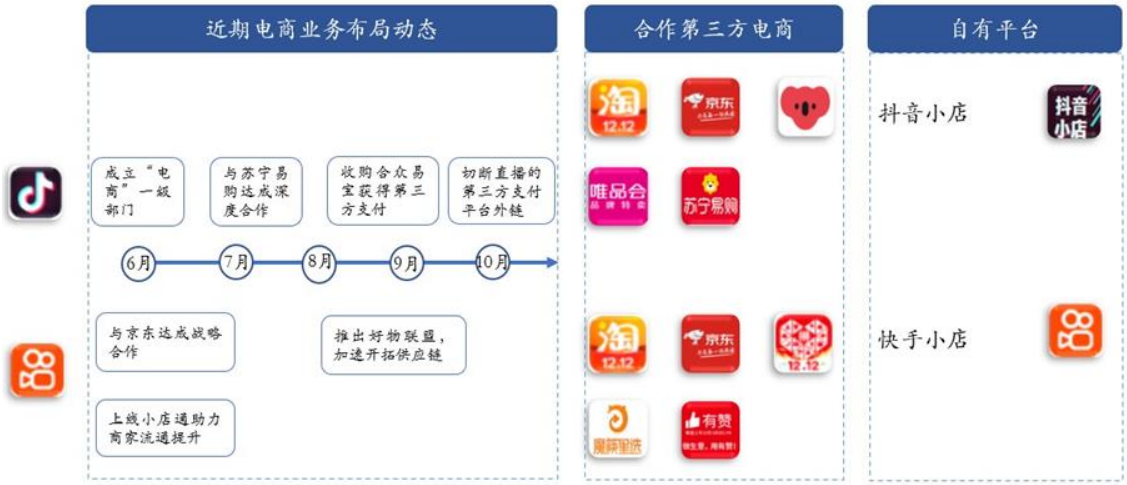
图表 105 抖音和快手电商业务发展历程



资料来源：艾瑞咨询，36 氪研究院，华安证券研究所

2020 年抖音与快手加速电商布局。抖音，2020 年在布局电商生态方面频发力，在电商业务方面，不仅成立了“电商”一级部门，还与众多第三方电商达成合作；在支付领域方面，通过收购第三方合众易宝的方式获得了第三方支付牌照。而快手，在 2020 年不仅与京东达成了战略合作，推出好物联盟加速开拓自身供应链。

图表 106 2020 年抖音与快手加速电商生态布局情况



资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

短视频平台力推自有“小店”渠道，逐步完善电商生态。在供货平台方面，除了传统的电商网站之外，抖音与快手都推出了自有供货平台抖音小店和快手小店，通过往产业链上游延伸，来完善自身电商生态。为鼓励商家使用短视频平台的供货平台，抖音小店

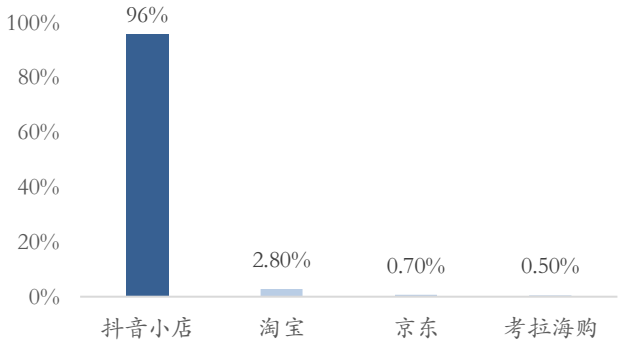
推出了一系列的抖音直播电商扶持政策，如 10 亿直播流量扶持、小店入驻绿色通道、抖音官方专属培训和开放个人入驻等政策。抖音小店扶持政策效果明显，参考 QuestMobile 数据，在 2020 年国庆期间，抖音小店占抖音短视频直播带货渠道分布的比例高达 96%。与此同时，快手小店在其直播带货渠道分布的占比约为三分之一，后续提升空间还很大。

图表 107 抖音小店扶持政策

抖音直播电商扶持政策	内容
10 亿直播流量扶持	2020 年 1 月 1 日-2 月 29 日期间没有使用直播购物车功能的线下商家，可在 3 月 4 日-4 月 30 日期间挂购物车直播，将会获得 2 周新手期流量扶持，共享 10 亿专属流量
小店入驻绿色通道	免除抖音主账号粉丝量需超过 30 万的门槛，且每个店铺支持绑定 5 个零粉丝开通购物车的权限；新入驻小店商家，享受一定平台技术服务优惠，优质商家可优惠至 1%
抖音官方专属培训	2020 年 3 月 9 日-3 月 14 日期间，抖音官方定期产出培训计划，助力商家从入门到进阶
开放个人入驻	2020 年 5 月 7 日，抖音小店开放个人身份入驻，可入驻服装、鞋靴、运动户外、厨具四大行业，不需要营业执照即可申请

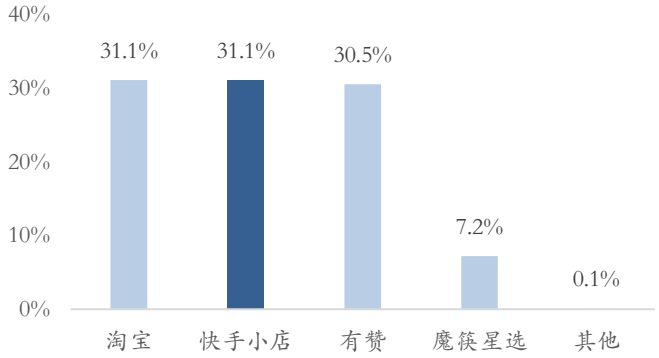
资料来源：蝉妈妈《2020 年第 1 期蝉妈妈直播电商数据月报》，抖音小店官网，华安证券研究所

图表 108 2020 年国庆期间抖音短视频直播带货渠道分布



资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

图表 109 2020 年国庆期间快手直播带货渠道分布



资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

直播电商市场，抖音和快手各有所长，核心在算法机制上。在流量机制去中心化、普惠式算法分发的快手平台上，基于"人+内容"型社交生态的 KOL 沉淀了大量的私域流量，在电商直播上表现为平台带货直播主播较分散、购物转化率和复购率高；而在擅长打造爆款短视频内容的抖音上，公域流量为主的平台表现为头部带货主播相对集中。

图表 110 快手和抖音直播电商特色比较

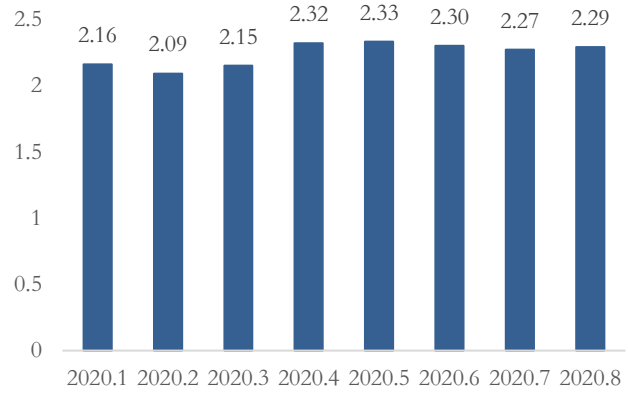
类别	快手	抖音
平台特色	老铁文化，粉丝忠诚度高，购物转化率和复购率高；主播自有供应链，产品更具价格优势	大众娱乐属性强； 借助算法筛选爆款商品，精准推荐
流量来源	私域流量为主	公域流量为主

代表主播	头部主播相对分散，代表主播：散打哥，辛巴	头部主播相对集中，代表主播：李佳琦，罗永浩
商品类别	品类以食品、土特产、生活用品等为主，高性价比，非品牌产品居多； 购买渠道为快手小店、摩筛量选、有赞、淘宝、京东、拼多多	美妆、服装百货占比较高，品牌货居多，商品有调性； 购买渠道为抖音小店、淘宝、京东、苏宁、唯品会、网易考拉
利润分成模式	（以淘宝渠道为例）扣除淘宝 6%（成交额）内容场景专项服务费和阿里巴巴 10%技术服务费后，剩余佣金分配比例为：主播 50%，快手 50%	（以淘宝渠道为例）扣除淘宝 6%（成交额）内容场景专项服务费和阿里巴巴 10%技术服务费后，剩余佣金分配比例为：主播 100%，抖音 0%

资料来源：Mob 研究院《2020 中国短视频行业洞察报告》，华安证券研究所

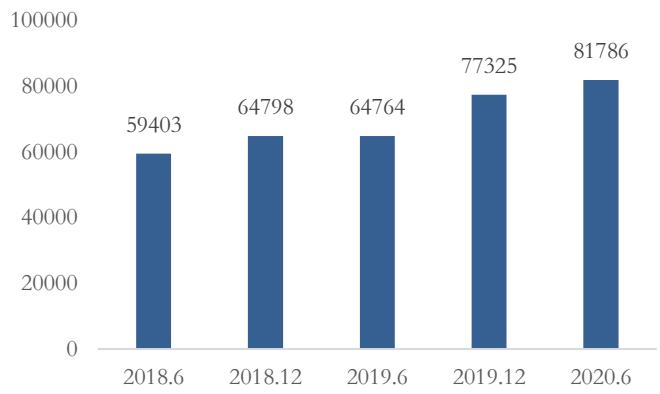
直播电商用户规模已超 2 亿，用户增长潜力仍大。参考 Mob 研究院数据，从 2020 年 1 月到 2020 年 8 月，中国直播电商用户规模一直维持在 2 亿以上，截止 2020 年 8 月中国直播电商用户规模已达 2.29 亿。同时，从我国短视频用户规模来看，参考 CNNIC 数据，截止 2020 年 6 月，我国短视频用户规模已超 8 亿，直播电商用户规模约占 25%，由此可见，我国直播电商用户规模仍有很大增长空间。

图表 111 2020.1-2020.8 中国直播电商用户规模（亿）



资料来源：Mob 研究院《2020 中国短视频行业洞察报告》，华安证券研究所

图表 112 2018.6-2020.6 短视频用户规模（万人）



资料来源：CNNIC，华安证券研究所

直播电商市场渗透率低、增速快，市场空间大。参考艾瑞咨询数据，在 2020 年之前，我国直播电商市场渗透率尚未超过 5%，受疫情催化，预计在 2020 年直播电商渗透率有望超 11%，规模有望达万亿水平。随着渗透率逐步提升，我国直播电商市场有望迎来高速增长，预计 2019-2025 年直播电商市场规模年均复合增速高达 57.7%。

图表 113 2015-2025E 中国零售电商与直播电商市场规模（单位：人民币十亿）



资料来源：艾瑞咨询，快手招股说明书，华安证券研究所

3.4 游戏和知识付费仍处于探索阶段

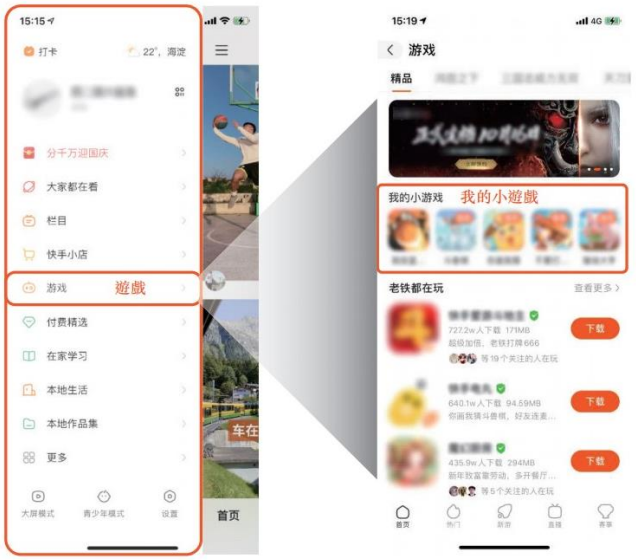
快手不断试水游戏赛道。抖音，从 2018 年开始进军游戏联运，推出了游戏频道，并上架多款游戏；到 2019 年开始入局小游戏市场，推出了自研游戏产品《音跃球球》、开通了抖音游戏中心官方账号；到 2020 年开始内测云游戏功能。快手，在游戏领域进行了一条龙式的布局，从 2018 年 2 月开始上线快手 PC 端游戏直播，到 2020 年 8 月面向游戏行业伙伴推出开放共赢计划，目前已经涵盖了“游戏直播→玩游戏→刷游戏短视频→看电竞赛事”领域。快手平台上的大部分游戏是独家代理和联营，主要通过为第三方游戏开发商提供发行渠道来获得分成。

图表 114 快手在游戏生态布局情况



资料来源：克劳锐《游戏创作者生态报告》，华安证券研究所

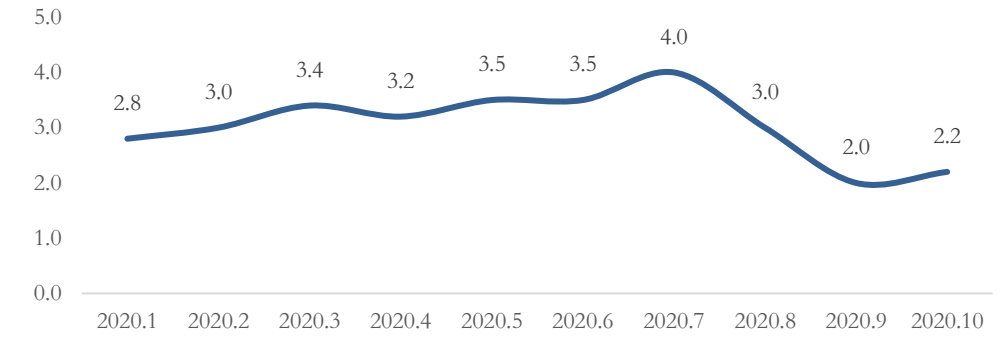
图表 115 快手游戏业务所在页面



资料来源：快手招股说明书，华安证券研究所

从短视频内容上看，快手平台上游戏 KOL 涌现，吸引游戏垂类粉丝聚集。根据克劳锐数据称，从 2020 年 1 月到 2020 年 10 月，在快手上，游戏创作者粉丝数突破千万的 KOL 有 18 人，快手游戏 TOP 1000 的创作者月均发布 2-4 万条短视频。

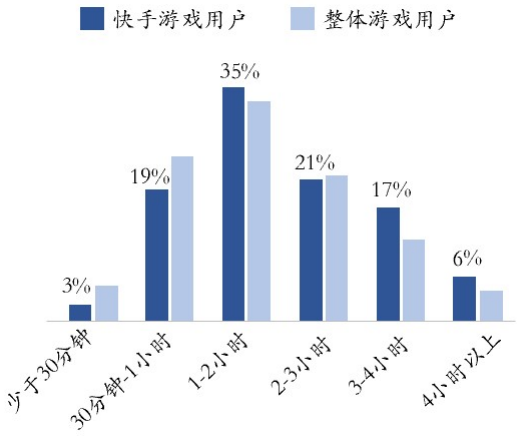
图表 116 2020 年 1 月-10 月快手 TOP 1000 KOL 发布趋势（万条）



资料来源：克劳锐《游戏创作者生态报告》，华安证券研究所

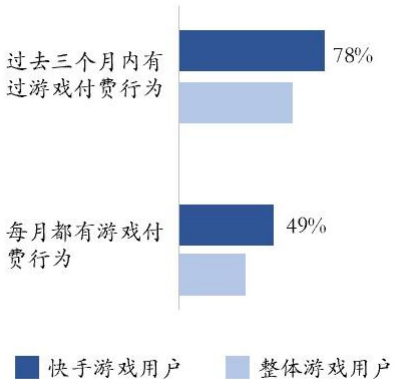
从玩家付费意愿来看，快手平台是电竞资深玩家聚集地，玩家为游戏付费意愿较强。截止 2020H1，快手游戏短视频日活已超 9000 万。根据快手发布数据称，快手游戏用户中有近八成用户每天玩手游时长在一小时以上，占比高于整体短视频用户；快手游戏用户中有 49%的用户每月都有游戏付费行为，而过去三个月内有过游戏付费行为的用户占比高达 78%，快手游戏用户整体付费意愿高于整体游戏用户。

图表 117 快手游戏用户每天玩手游游戏分布



资料来源：快手《快手人群价值报告：变局时代，把握新消费的风口》，华安证券研究所

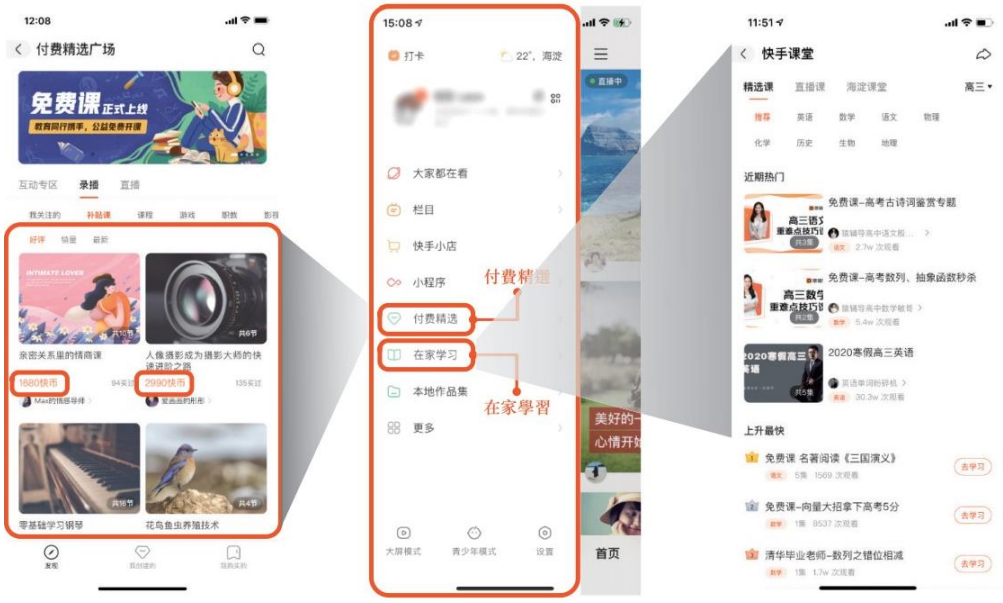
图表 118 快手游戏用户付费意愿及深度



资料来源：快手《快手人群价值报告：变局时代，把握新消费的风口》，华安证券研究所

快手做知识付费的潜能较大。快手在 2018 年夏季推出了知识共享相关的内容，主要包括普通用户分享的技能和其他教育内容。我们认为快手未来能够做成知识付费在于其用户之间存在较大的信息差，因为知识付费的本质就源于信息差。快手短视频平台三线及以下城市用户占达到近 70%、本科以下用户占超八成的，这些用户属性构成了快手短视频平台用户之间巨大的信息差。而知识付费作为一种能有效地填补这些信息差的手段，在快手短视频平台用户超 3 亿 DAU 的赋能之下，能找到较多的用户需求，最终实现商业变现。根据快手发布的《快手人群价值报告》统计的数据称，在快手上用户日均知识消费 15 分钟，约近七成用户愿意为知识买单，所以我们判断，快手能做知识付费的概率非常大。

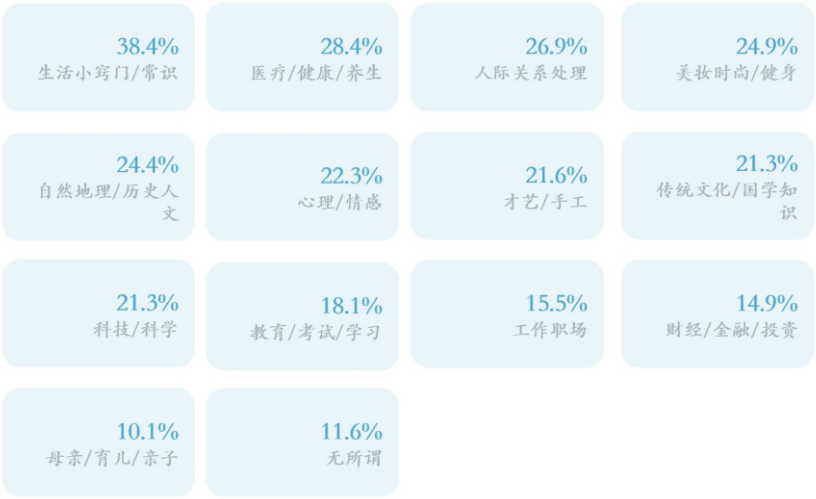
图表 119 快手知识付费业务相关页面



资料来源：快手招股说明书，华安证券研究所

近九成用户期望在短视频平台上学到知识/技能，泛知识、泛生活类内容付费意愿较高。参考 CSM 数据称，短视频平台用户对知识类内容抱有较大热情，88.4%的用户期望通过短视频学习到知识内容。相较于“教育考试学习”、“职场工作”、“财经金融”等小众垂类内容，“生活小窍门/知识”、“医疗/健康/养生”、“人际关系处理”等较为大众、贴近日常生活、轻量化的泛知识内容在短视频平台上更受欢迎。

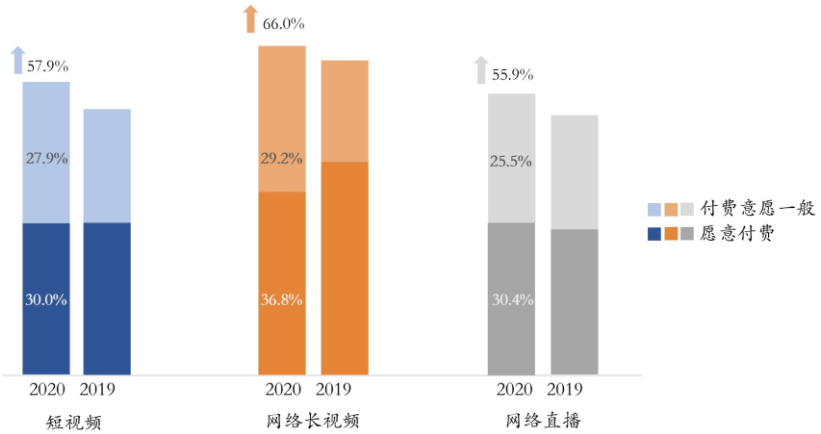
图表 120 用户期望通过短视频学习到的知识/技能的用户占比情况



资料来源：CSM《短视频用户价值研究报告-2020》，华安证券研究所

短视频用户付费潜力市场增长。明确表示“愿意”付费的用户是核心付费用户；付费意愿“一般”的是可转化的付费用户，二者一起构成了网络视频付费的潜力市场。参考 CSM 数据称，短视频用户中，虽然明确表示“愿意付费”的用户占比稍有下降，但是明确表示“愿意付费”和表示“付费意愿一般”二者的用户占比之和提升明显，说明短视频用户付费意愿增强。

图表 121 短视频用户对不同视频形式的付费意愿占比情况

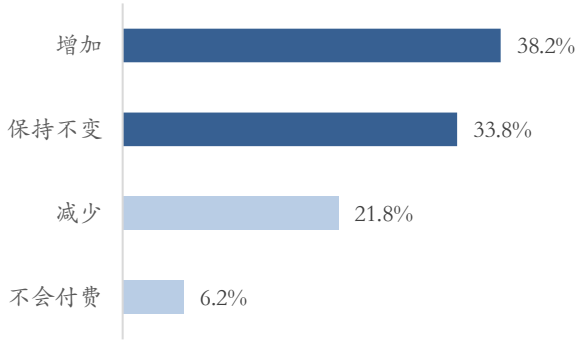


资料来源：CSM《短视频用户价值研究报告-2020》，华安证券研究所

短视频用户未来一年付费预算向好。参考 CSM 数据称，短视频付费用户中，未来一年付费预算“增加”和“保持不变”的用户占比之和为 72%，其付费金额主要集中在 50-

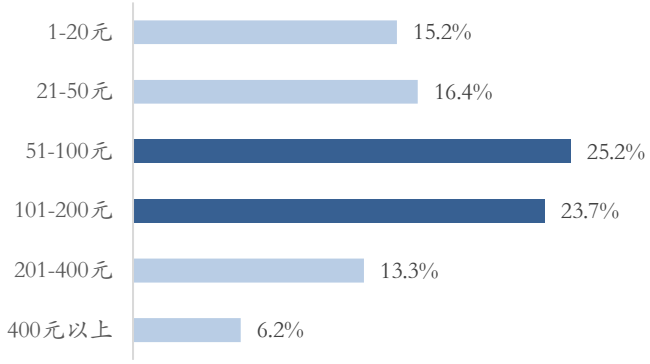
200 元。

图表 122 短视频付费用户未来一年付费预算变化占比



资料来源：CSM《短视频用户价值研究报告-2020》，华安证券研究所

图表 123 愿为短视频付费的用户未来一年的付费金额占比



资料来源：CSM《短视频用户价值研究报告-2020》，华安证券研究所

风险提示：

（1）行业监管政策风险；
（2）短视频行业竞争加剧；
（3）业务发展不及预期；
（4）用户娱乐、消费习惯更改。

分析师与研究助理简介

分析师：姚天航，传媒行业高级研究员，中南大学本硕。三年传媒上市公司经验，曾任职于东兴证券、申港证券，2020 年加入华安证券研究所。

联系人：郑磊，传媒行业高级研究员，英国萨里大学银行与金融专业硕士，三年买方传媒行业研究经验，两年传媒上市公司内容战略和投资经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。