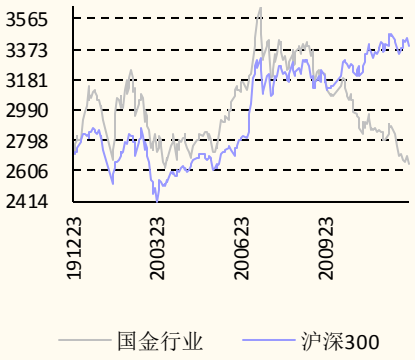
消费升级与娱乐研究中心

传播与文化行业研究 买入（维持评级） 行业深度研究

短视频系列一：快手，“商业化加速”进行时

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金传播与文化指数	2646
沪深 300 指数	4965
上证指数	3357
深证成指	13882
中小板综指	12389



相关报告

1.《-三七定增过审，分众 20 年净利预计翻倍》，2020.12.20

2.《-三七收购子公司增厚业绩，泡泡玛特上市》，2020.12.14

3.《-新一轮进口游戏版号下发，关注电影贺岁档》，2020.12.6

4.《爱奇艺会员涨价后，腾讯视频有望跟进-传媒周报》，2020.11.16

5.《-院线 21Q1 业绩拐点将至，首推万达电影》，2020.11.13

杨晓峰 分析师 SAC 执业编号：S1130520040001
yangxiaofeng@gjzq.com.cn

基本结论

- **投资逻辑：**1）在互联网公司的发展进程中，由于大部分 APP 有特定目标用户群体，投资者在不属于其目标用户群体时可能对用户活跃度的认知有一定的误差，以微博为例，其用户大多偏年轻化，和投资者存在不匹配的情况可能导致其对微博用户活跃度产生认知偏差；2）市场对互联网公司净利率的提升认知可能存在滞后性，从微博的净利率来看，其净利率从 15 年的 7%升至 17 年的 30%仅用时 3 年，但市场从 16 年开始才认识到其快速提升的商业化能力。**对比抖音，我们认为投资者当前对快手的用户活跃度和商业化能力均可能存有认知偏差。**我们认为该认知偏差主要可能来自两方面：**1）目标用户群体受限导致投资者可能对快手用户活跃度存在认知偏差：**投资者主要处于一、二线城市，抖音在一、二线城市渗透率高，快手用户集中于下沉市场，可能导致投资者产生用户群体偏差。**2）快手未来业绩将由“直播驱动”转变为“广告驱动”、销售费用率降低有可能带来对其商业化能力的认知偏差：**我们认为市场可能对其净利率的预期相对线性，因此对其净利率提升可能会低估，预计营业增长驱动力转移后，毛利率、净利率将大幅增长。
- **短视频行业模式趋于成熟，用户增长平缓。1）从市场渗透率看：**快手在一、二线城市仍有增长空间，快手有望通过继续调整品牌调性形成一、二线市场的突破；**2）从用户重合度看：**快手抖音用户重合率高，用户增长模式从“自然增长”转为“激励驱动”，有望通过极速版 APP“激励+社交裂变”继续发展下沉市场；**3）从使用时长来看：**下沉市场用户使用时长未饱和，相比抖音，快手重度用户占比高，用户被迁移可能性相对较低。
- **预计快手未来业绩将由“直播驱动”转变为“广告驱动”。**我们认为广告业务发展具有 2 个维度：增加广告主和提高广告效率。当前快手头部广告主偏少，处于“主动拉取”广告主阶段，广告主获取具有明显边际改善区间，增加头部广告主是该阶段重点，“磁力引擎”等提效手段将在其进入下一阶段时起到更大效果；抖音处于“自然获得”广告主阶段，当前通过算法等措施“提高广告效率”是该阶段的重点。**对标抖音，我们预计快手的广告收入至少有 5 倍提升空间。**

投资建议

- 我们认为目前短视频行业的用户增长已进入平稳阶段，主要关注重点应在短视频平台的变现能力上。**我们认为：1）投资快手的关键逻辑在于关注市场对其用户活跃及商业化能力可能存在的认知偏差带来的投资机会，**我们认为至 2022 年快手的净利率有望达到 15%以上，对标以广告业务为主的微博稳态时期净利率在 30%左右，快手的净利率仍有较大提升空间；**2）投资抖音的关键逻辑在于关注其广告提效所带来的商业化加速，**抖音以广告业务为主且已经进入以“提效”为主的广告发展阶段，我们认为其通过算法等方式提高广告效率是其未来发展的重点。

风险提示

- 行业竞争加剧，平台用户增长不及预期；商业化推进速度不及预期；平台主播及内容创作者流失；法律纠纷风险；行业政策风险。

内容目录

一、投资逻辑：互联网公司发展进程中的对用户活跃度及商业化能力的认知偏差可能会带来投资机会 4
1.1 用户活跃度认知偏差：从 DAU 来看，快手与抖音日活差距比预期差距小，用户使用时长几乎无差别 4
1.2 商业化能力偏差：广告业务处于起步阶段，净利率有望快速提升 7
二、为什么短视频用户增长进入平稳期？——从渗透率、重合度、使用时长看用户增长与潜力 8
2.1 从渗透率看：短视频 APP 渗透率高，市场增长模式已趋于成熟 8
2.2 从用户重合度看：短视频用户重合度高，用户增长平缓，有望通过“激励+社交裂变”拉新用户 10
2.3 从使用时长来看：下沉市场用户使用时长未饱和，快手重度用户占比高，用户被迁移可能性相对较低 12
三、商业化加速的驱动力是什么？——预计由“直播驱动”转为“广告驱动” 13
3.1 广告业务发展分为 2 个维度：增加广告主和提高效率 14
3.2 从广告主角度来看：目前快手头部广告主偏少，未来通过流量优势有望获取更多头部广告主 14
3.3 从提效角度来看：快抖算法平台的升级有望为后续广告业务的精细化运营增添助力 16
3.4 对标抖音：以现有基数来看快手广告业务拥有 5 倍空间 18
四、直播未来将如何发展？——打赏步入成熟期，带货货币化率有望提升 18
4.1 直播打赏主播间“内循环”比例高，预计将平稳增长 18
4.2 快手带货受头部主播驱动，货币化率有较大提升空间 20
五、投资建议 22
六、风险提示 23

图表目录

图表 1：微博上市以来股价及净利率 4
图表 2：微博 DAU 突破一亿并保持高速增长 5
图表 3：微博用户人均单日使用时长&增速 5
图表 4：抖音&快手 DAU 对比 6
图表 5：抖音极速版&抖音火山版&快手极速版 DAU 6
图表 6：抖音各产品 DAU 增长目前主要靠极速版拉动 6
图表 7：快手各产品 DAU 增长目前主要靠极速版拉动 6
图表 8：抖音&快手用户使用时长及增速对比 7
图表 9：微博 15 年广告收入开始稳定高速增长 7
图表 10：快抖各级别城市渗透率 8
图表 11：抖音快手用户地域分布 9

图表 12：快手 8.0 新交互界面.....10
图表 13：快抖传统界面.....10
图表 14：快手内容升级.....10
图表 15：快手市场拓展成绩.....10
图表 16：抖音前 10%主播类型分布.....11
图表 17：快手前 10%主播类型分布.....11
图表 18：极速版 APP 拉新活动.....12
图表 19：下沉人群媒介偏好.....12
图表 20：下沉用户使用时长.....13
图表 21：抖音用户单次使用时长.....13
图表 22：快手用户单次使用时长.....13
图表 23：快手广告业务收入增速.....14
图表 24：快手收入结构.....14
图表 25：快抖各类别前十 APP 投放量对比（抽样数据，可能存在误差）.....15
图表 26：快抖广告业务对比（DAU 为 2020 年 11 月 QuestMobile 数据）....16
图表 27：快手广告商业化进程.....16
图表 28：快抖广告业务及智能平台.....17
图表 29：各平台人均广告收入.....18
图表 30：快手直播打赏内循环.....19
图表 31：快手各区段主播礼物量.....19
图表 32：快手 TOP 主播挂榜分析.....20
图表 33：快手电商补贴及投资项目.....20
图表 34：抖音畅销品类及等级.....21
图表 35：快手畅销品类及等级.....21
图表 36：快抖畅销榜品牌等级占比.....21
图表 37：快手品牌榜.....21
图表 38：快手赋能中小主播措施.....22
图表 39：主流电商货币化率.....22

一、投资逻辑：互联网公司发展进程中的对用户活跃度及商业化能力的认知偏差可能会带来投资机会

- **我们认为市场目前对快手的用户和商业化能力可能存在认知偏差，而互联网公司发展进程中的对用户活跃度及商业化能力的认知偏差可能会带来投资机会。**我们认为市场对快手可能存在的认知偏差具体包括两个层面，一是由于目标用户群体受限导致投资者可能对于快手用户活跃度的认知偏差，二是我们预计快手未来业绩将由“直播驱动”转变为“广告驱动”、销售费用率降低可能带来的对其商业化能力提升速度的认知偏差。以微博来看，在步入商业化加速阶段后，其净利率的提升呈现非线性高速增长，我们认为微博其净利率从 15 年的 7%升至 17 年的 30%仅用时 3 年，但市场从 16 年开始才认识到其快速提升的商业化能力，16 年 2 月-18 年 2 月其股价从 12.09 元升至 142.14 元，涨幅 1175.68%。**我们认为快手的净利率目前还处于初步提升阶段，未来其净利率的提升有望类似微博净利率的提升，呈现出非线性高速增长态势。**

图表 1：微博上市以来股价及净利率

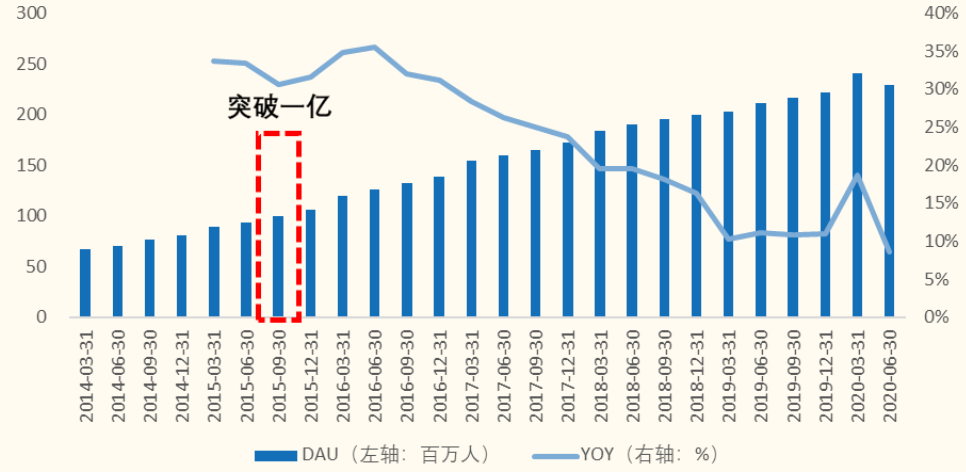


来源：wind，公司公告，国金证券研究所

1.1 用户活跃度认知偏差：从 DAU 来看，快手与抖音日活差距比预期差距小，用户使用时长几乎无差别

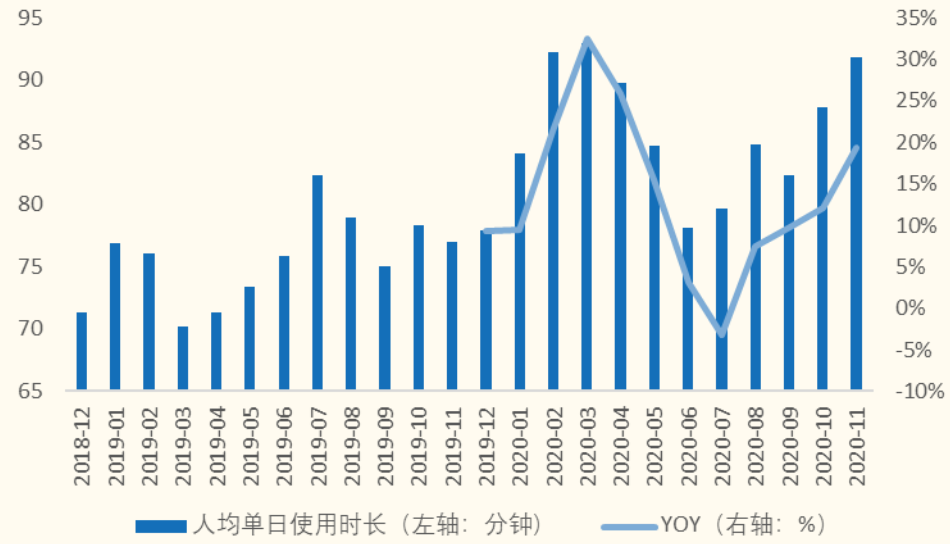
- **1.1.1 对标微博用户偏差：投资者作为非目标用户群体的偏差可能导致对用户活跃度认知产生偏差**
  - **对标微博用户活跃度认知偏差，我们认为投资者对用户活跃度认知偏差主要来自于目标用户群体的局限性。**从心理学的角度，大众更容易接受与自己教育、生活背景接近的东西并基于此形成认知，我们把用户偏差定义为由于用户群体的局限性所导致的对于特定应用用户活跃度的认知偏差。2014 年微博上市，由于目标用户群体偏差，投资者很多认为微博缺乏用户活跃度，但实际上微博的 DAU 和人均使用时长一直在增长，2015 年微博 DAU 仍保持 35%的高速增长并突破 1 亿大关，人均单日使用时长也较 2014 年同比增长 12%，突破 30 分钟。

图表 2：微博 DAU 突破一亿并保持高速增长



来源：QuestMobile，国金证券研究所

图表 3：微博用户人均单日使用时长&增速

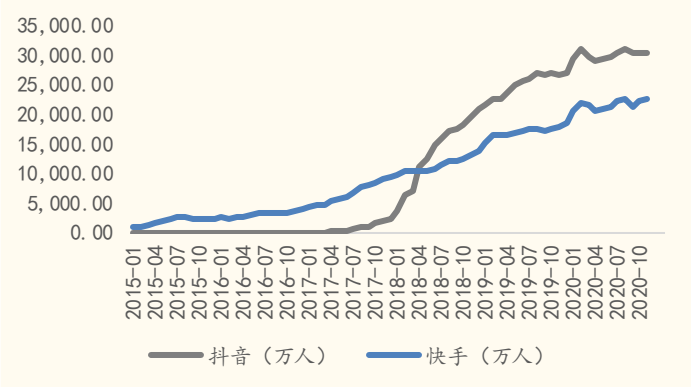


来源：QuestMobile，国金证券研究所

■ 1.1.2 快手：高位日活和稳健提升的用户使用时长有待更高效的变现

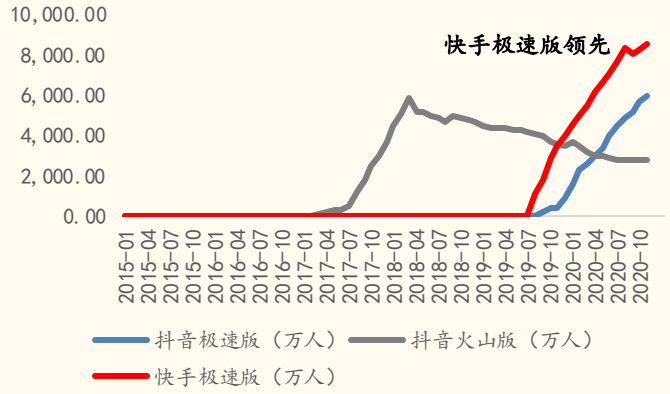
- **我们认为投资者大多处于一、二线城市，与抖音相比快手可能存在投资者用户偏差。**根据抖音和快手的官方数据，9 月份抖音+抖音火山版日活破 6 亿，快手系 6 月份整体日活 3.02 亿，考虑到一个季度的日活增长，预计以官方披露数据来看抖音和快手的日活差距不到 2 倍；根据第三方数据 QuestMobile，抖音（抖音+抖音极速版+抖音火山版）和快手（快手+快手极速版）的日活差距更小，约为 1.26 倍，从人均单日使用时长来看，几乎没有差距，**目前抖音的快速发展并没有影响快手核心用户的使用时长。**

图表 4：抖音&快手DAU对比



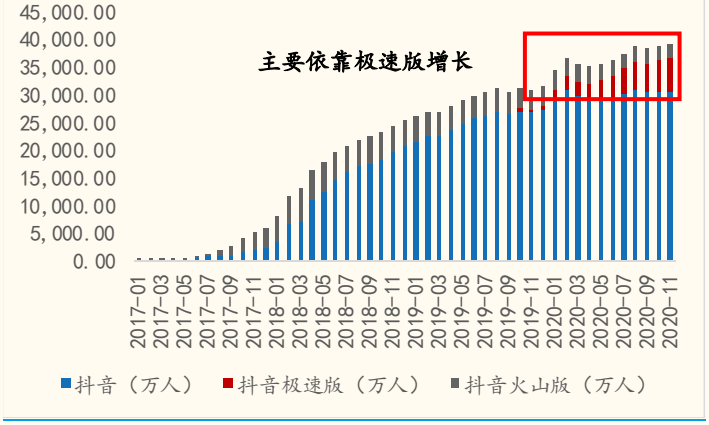
来源：QuestMobile，国金证券研究所

图表 5：抖音极速版&抖音火山版&快手极速版DAU



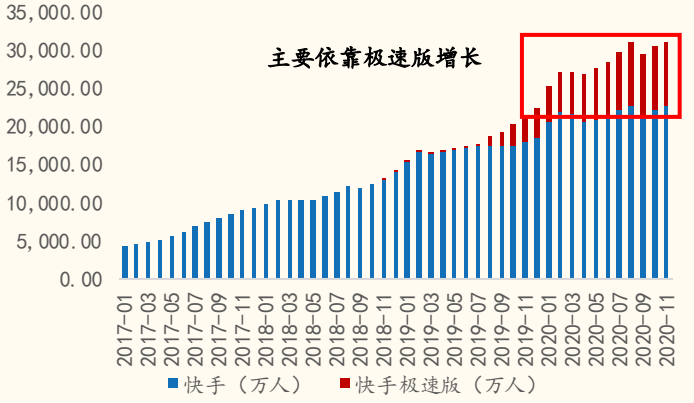
来源：QuestMobile，国金证券研究所

图表 6：抖音各产品DAU增长目前主要靠极速版拉动



来源：QuestMobile，国金证券研究所

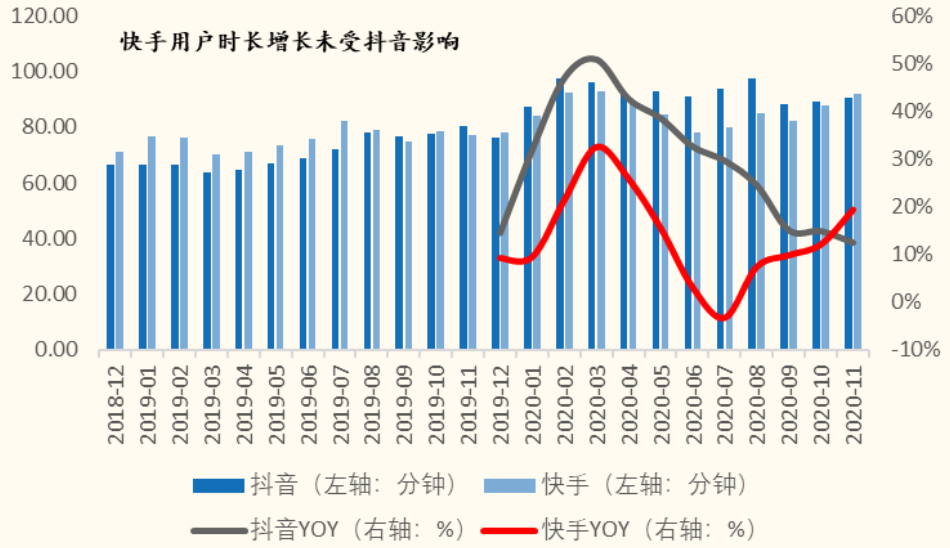
图表 7：快手各产品DAU增长目前主要靠极速版拉动



来源：QuestMobile，国金证券研究所

- **快手高位日活和稳健提升的用户使用时长所代表的流量基础和用户粘性有待通过更高效的方式变现。**根据 QuestMobile，2020 年下半年，快手 DAU 同比增长率维持在 25%上下，高于抖音的 15%， 2020 年 11 月快手用户平均单日使用时长为 91 分钟，同比增长 19.33%，人均单次使用时长 5.7 分钟，同比增长 31.18%，且仍在维持平稳增长，预计未来仍有突破。我们认为用户的使用时长在考虑变现时具有重要意义，快手目前的用户使用时长并未受到抖音的冲击，仍处于平稳增长的阶段。

图表 8：抖音&快手用户使用时长及增速对比



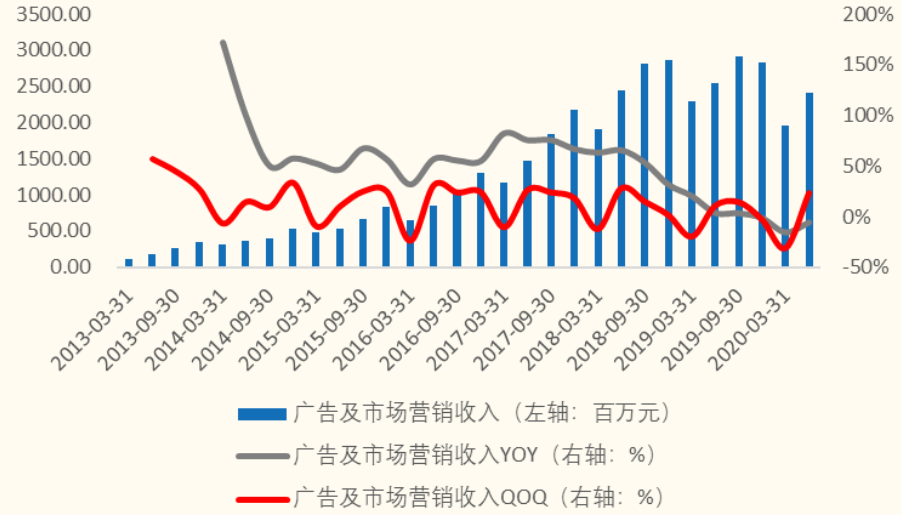
来源：QuestMobile，国金证券研究所

1.2 商业化能力偏差：广告业务处于起步阶段，净利率有望快速提升

■ 1.2.1 对标微博：互联网公司净利率提升速度可能呈现非线性高速增长态势

- **从微博来看，由于需要时间验证，互联网公司业务发展初期市场对其净利率的提升认知具有滞后性。**微博基本上于 15 年广告收入增速企稳，但净利率的提升主要从 16 年开始加速。市场对互联网公司净利率的提升认知可能存在滞后性，从净利率来看，微博净利率从 15 年的 7%升至 17 年的 30%仅用时 3 年，但市场从 16 年开始才认识到其快速提升的商业化能力。

图表 9：微博 15 年广告收入开始稳定高速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 1.2.2 快手：广告业务仍在加速成长，商业化加速有望实现

- **目前快手的广告业务仍处在起步阶段，业绩增长预计由“直播驱动”转为“广告驱动”，预计销售费用率降低可能大幅提升净利率（目前市场对净利率的线性预期或存在低估情况）。**2018/2019 年快手的广告业务收入同比增速均在 300%以上，收入占比从 2017 年的 4.68%提升至 2019 年的 18.96%，广告业务在快手内部的战略地位得到显著提升。**1）**

从毛利率来看，预计业绩增长驱动力改变后毛利率将改善，“广告驱动”的毛利率大幅高于“直播驱动”：根据我们的测算，从利润贡献来看，直播打赏成本高，毛利率不到 30%，广告业务毛利可达 80%左右，预计未来广告业务收入的提升将释放更多利润，推动业绩加速；**2）从净利率来看，预计未来销售费用率可能降低或大幅释放利润，目前市场对于净利率的预期相对较为线性，或存在低估其净利率提升能力的情况：**2020H1 快手的销售费用率大幅增加，达到 54.14%，根据微博近年来的销售费用率来看，最高在 35%左右，因此我们认为随着快手业务进入稳态发展，销售费用率有望降低 15~20 个百分点，因此在利润释放上或存在较大的认知偏差。**从微博的商业化变现来看，稳态情况下，以广告驱动的盈利模式净利率能够达到 30%以上，预计快手未来转为“广告驱动”后，净利润将大幅上升。**

二、为什么短视频用户增长进入平稳期？——从渗透率、重合度、使用时长看用户增长与潜力

- 目前，短视频行业总体渗透率已达 80%，抖音和快手作为两大巨头，整体用户规模（MAU）已分别达到 7.2 亿（抖音+抖音极速版+抖音火山版）与 5.7 亿（快手+快手极速版），用户增长已进入平稳期，在用户方面，怎样继续吸引用户从而实现增长是两平台的战略核心。**快手 K3 战役后，K3 战役的总指挥马宏彬换任商业化部门，这也说明了目前快手的发展重心已从用户积累转变为商业化变现。**接下来我们将从两平台用户渗透率、重合度及使用时长的角度看其中的突破方向和发展机会。

2.1 从渗透率看：短视频 APP 渗透率高，市场增长模式已趋于成熟

- 在经历了行业发展初期的高速增长后，短视频行业的整体渗透率已达较高位置，但**不同等级城市渗透率不均，个别区域发展空间仍较大。**我们将具体分析抖音和快手的用户地域分布及其中隐含的潜力。

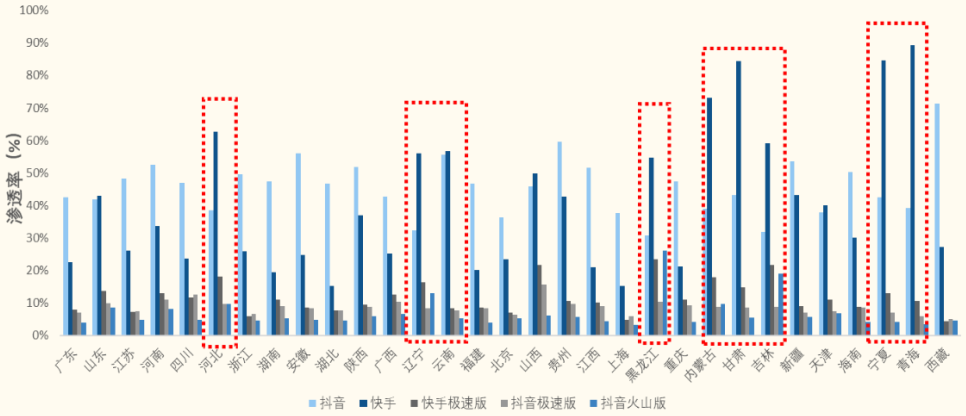
- **2.1.1 快抖市场渗透率较高，预计未来平稳增长**
  - **快手和抖音经历了近年来的用户高速增长阶段，据 QuestMobile，主站 DAU 分别已达 3.04 亿与 2.25 亿，目前在各个城市均有较高的渗透率。**抖音的渗透率较为均衡，在各等级城市的渗透率均接近或高于 40%。快手由于平台的早期策略，用户分布具有明显地域性，多分布在三线及以下城市，其中五线及以下城市的市场渗透率超过抖音的 45%，达到 52%。而快手在一线及新一线城市的市场渗透率则明显低于抖音，均未达 35%。

图表 10：快抖各级别城市渗透率

应用渗透率	一线城市	新一线	二线	三线	四线	五线城市及以下
抖音	39.85%	47.27%	45.14%	46.17%	47.32%	45.51%
快手	21.58%	31.11%	35.69%	37.76%	39.50%	52.06%
快手极速版	7.21%	10.41%	11.72%	12.81%	13.95%	15.37%
抖音极速版	6.89%	9.17%	9.01%	9.81%	10.77%	11.03%

来源：QuestMobile，国金证券研究所

图表 11：抖音快手用户地域分布



来源：QuestMobile，国金证券研究所

- **在活跃用户数及渗透率增长方面，快手与抖音将较难维持起步阶段的超高增长率，预计未来将平稳增长。**目前快手系产品的活跃用户数及产品渗透率均低于抖音，其增长空间和增长率较抖音而言还有较大空间。根据 QuestMobile，过去一年抖音系用户规模同比增长 6.7%，快手系用户规模同比增长 25.2%，整体在移动互联网大盘的渗透率达到 43.5%，**我们认为该渗透率已处于较高水平，预计未来渗透率将以平稳的速度提升。**

- **2.1.2 抖音与快手在一、二线城市用户渗透率的差异主要在于品牌调性的不同，需通过关注其品牌定位来看未来快手在一、二线城市的增长潜力**

- **快手在一、二线城市的渗透率与抖音有较大差距，其中一线城市渗透率仅 20%，新一线及二线城市渗透率也只有 30%左右，而抖音则基本达到了 40%以上，在市场空间上快手具有更大潜力。**我们认为有以下几个原因，1）快手以往的双列交互模式需要用户主动选择视频观看，所需时间成本较大，适合完整休闲时间较多的下沉市场用户，而一、二线城市用户的特点是碎片化时间较多，抖音的大屏模式无需选择，沉浸感更强，时间成本更小；2）快手以往更注重“草根生活”的内容策略与一、二线城市用户的距离更远，抖音“音乐+时尚”的定位更吸引一、二线城市用户。

- **目前快抖在界面和内容上差距已经不大，快手在产品体验与视频内容上都进行了升级，“草根”、“土味”等标签正在慢慢褪去，快手有望通过继续调整品牌“调性”形成一、二线市场的突破：**

1） **九月份快手 8.0 上线后，默认界面采用抖音的大屏模式：**在信息展示上，快手目前采用了类似于抖音的单列瀑布流，这使得用户无法以主观意愿规避广告，而是顺应信息流，被动接受广告植入，且初始 CTR（点击率）为 100%，从而获得更高的人均广告观看量。同时，单列形式省去了用户选择视频的时间，人均 VV（每人每天观看视频数）将得到提高，广告曝光率与广告收入将提高：

单列广告营收=DAU×AD LOAD×人均 VV×100%×CTR_2 ×CPC

双列广告营收= DAU×AD LOAD×曝光量×CTR_1 × CTR_2 ×CPC

（备注：CTR_1 为从广告封面到视频内容的点击率，CTR_2 为用户观看视频后点击进入详情页的点击率）**单列广告变现路径更短，有利于广告变现，其广告变现效率相比双列产品更高，使用单列瀑布信息流的有望成为提高广告收入的突破口。**

2） **快手也通过明星签约、精准内容推荐、官方账号合作等方式进行了内容升级，在开拓一、二线城市客户方面取得了亮眼的成绩。**明星内容方面，近年来快手引进了黄子韬、林更新、周杰伦等，打破天佑等草根明星给快手贴下的标签；据快手官方分析，一、二线城市用户更偏

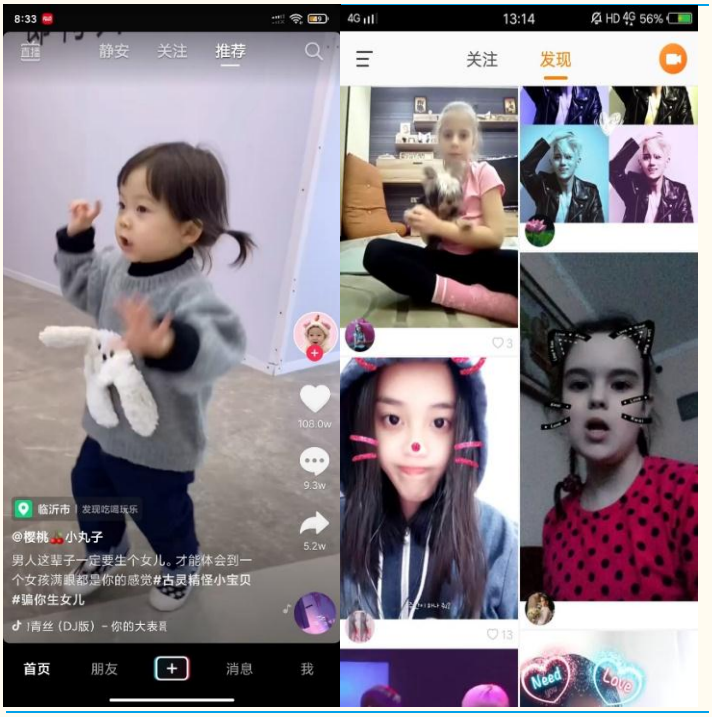
爱旅游及技能类视频，可进行精准内容推荐；同时，快手也与人民日报等官方媒体合作推出更多“正能量”、“文化感”的内容，打破“恶搞”、“低俗”的刻板印象，实现品牌升级。**“内容升级”中的快手，已在一、二线城市及以前相对薄弱的南方取得了不错的成绩，未来有望持续拓展中高端市场。**

图表 12：快手 8.0 新交互界面



来源：快手 APP，国金证券研究所

图表 13：快抖传统界面



来源：抖音 APP，快手 APP，国金证券研究所

图表 14：快手内容升级

升级举措	活动成果
明星签约	周杰伦为快手九周年庆生，入驻70小时粉丝数破1000万
	郎朗直播音乐课1小时直播累计观看人次破300万
	携手泡泡玛特打造“潮玩星计划”，引流二次元受众
官方合作	联合人民日报打造“非一般非遗”专项栏目
	快手“冰川哥“在联合国气候变化大会演讲，呼吁保护环境
精准推荐	旅游、技能、网红美女类视频

来源：《2020 快手内容生态半年报》，公司公告，国金证券研究所

图表 15：快手市场拓展成绩

2019	2020
一、二线城市平均日活达 6000 万；南方用户达 8000 万，是 2018 年两倍	一、二线城市用户分别占比 15%与 30%；1.35 亿人发布过作品；广东成为视频播放数第一，视频拍摄数第二的省份

来源：《2019 快手内容报告》，《2020 快手内容生态半年报》，国金证券研究所

2.2 从用户重合度看：短视频用户重合度高，用户增长平缓，有望通过“激励+社交裂变”拉新用户

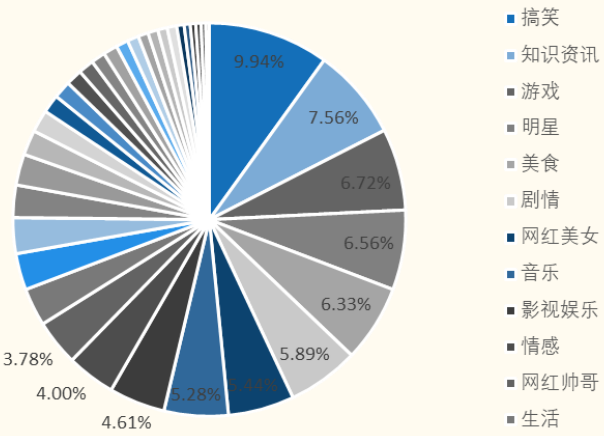
- 根据智氪研究院数据，抖音和快手用户重合度在 2018 年仅为 18.7%，而随着行业的发展，用户及内容创作者的增多，内容同质化现象日趋严重，用户重合度快速提高，根据 QuestMobile，目前已在 50%左右。两大平台

目前在内容及形式上的差别已经不大，因此我们认为重点在于如何维持用户粘性和拉新用户：**1）稳固差异化主播是稳固用户的关键；2）通过“激励+社交裂变”的拉新方式推动渗透率进一步提升。**

- **2.2.1 用户重合度约 50%，视频内容逐渐趋同，差异化主播是不同平台稳固用户的关键**

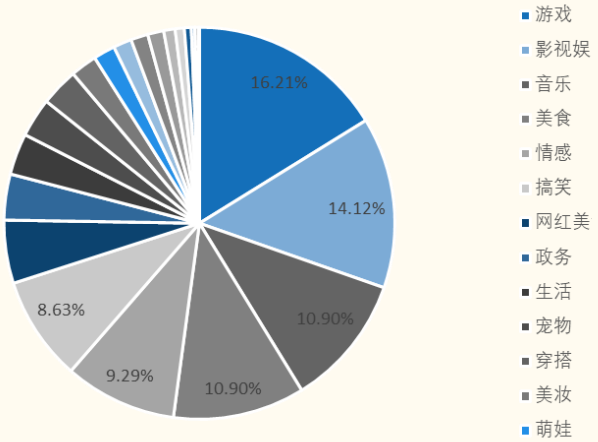
  - 从 MAU 角度看，根据 QuestMobile，两平台（抖音&快手主站）的重合用户数已达 2.23 亿，以快手为参考，重合度达 52%，其中抖音拥有 3.06 亿独占用户，快手拥有 2.06 亿独占用户，**如何维持现有独占用户成为平台关注重点，我们认为依靠差异化的主播生态与吸引其他平台头部主播成为稳固用户关键。**从内容生态角度看，抖音和快手经历了几年前的高速增长，形成了各自的内容优势，但随着如今短视频行业用户数逐渐稳定，市场逐渐饱和，抖音快手化，快手抖音化的趋势越来越明显，内容差异度迅速较小。从 11 月粉丝数排行看，抖音的头部主播以搞笑、知识资讯、游戏及明星为主。而快手的游戏、影视娱乐及音乐类主播则占据大部分头部位置。这种差异体现了抖音更注重专家与红人的生活分享，快手则提倡“看见每一种生活”。两种模式催生的主播都有其固定的核心受众，由于两平台的头部聚集效应均十分明显，头部主播粉丝量与礼物数都占比巨大，因此与头部主播保持长期合作，是稳固现有用户，保持收入增长的必要手段。

图表 16：抖音前 10%主播类型分布



来源：飞瓜数据，国金证券研究所

图表 17：快手前 10%主播类型分布



来源：飞瓜数据，国金证券研究所

- **抖音和快手凭借强大的流量基础、运营能力及优惠的公会政策吸引其他平台主播是吸引新用户的方式之一。**目前直播行业总体用户规模增速放缓，吸引其他平台主播，带动其用户转移成为用户增长的主要途径。吸引主播的关键在于建立主播和平台之间的粘性，知名主播大多和公会绑定，因此流量、薪资及优惠公会政策是吸引主播的关键。快抖在流量与资金方面均属行业巨头，同时，抖音和快手都建立起了完善的工具支持公会进行管理，如经营分析、绩效管理、多维度成员分析等多样化运营工具。因此，借助既有优势吸引各平台主播是快抖可行的用户增长手段之一。

- **2.2.2 用户增长模式从“自然增长”转为“激励驱动”，极速版 APP 通过“激励+社交裂变”发展下沉市场**

  - **短视频 APP 下沉市场的用户增长已经渡过了“自然增长”阶段，目前主要靠“激励驱动”，根据 QuestMobile，目前下沉用户已经占据中国移动互联网大盘的 58%（6.69 亿），抖音极速版、火山版和快手极速版 APP 的“激励+社交裂变”模式符合下沉用户使用心理，渗透率有望进一步提升。**短视频 APP 在渗透下沉市场方面具备先天优势，据 QuestMobile 数据，下沉市场用户有 70.6%对短视频感兴趣，仅次于

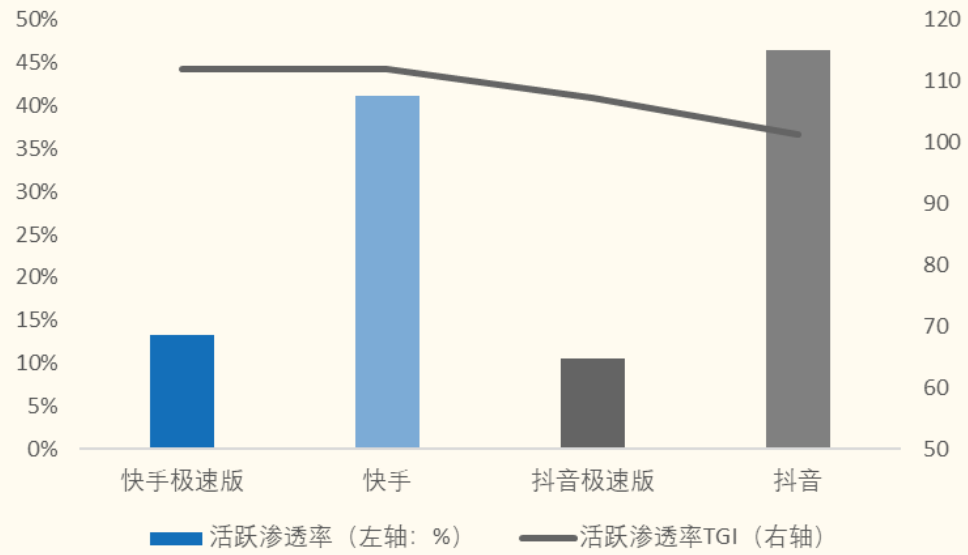
社交的 71.7%。快抖的极速版 APP 凭借拉新激励、看视频得现金等补贴措施，和其熟人社交的传播理念，更受休闲时间较多、现金奖励敏感度较高、熟人关系较丰富的下沉市场用户喜爱。根据 QuestMobile，快手和抖音极速版 APP 在下沉市场中的活跃渗透率 TGI 分别达到 111.9 和 107.3，均高于主站。而在渗透率方面，则远不及主站 APP，因此通过极速版 APP 拓展对主站来说较饱和的下沉市场成为了两大巨头的共同选择。

图表 18：极速版 APP 拉新活动

	快手极速版	抖音极速版	抖音火山版
新人现金奖励	＜1 元随机金额	1-2 元随机金额	1-2 元随机金额
接受好友邀请获得奖励	1 元	2 元	3 元
看视频获金币	每看一个视频得 60 金币	每看一个视频 40 金币	一小时 1250 火苗
签到领金币	签满 30 天得 6666 金币	签满 30 天得 4388 金币	每天可抽奖
开宝箱领金币	无	每小时开一个宝箱获金币	无
邀请好友领收益	每邀请一个好友，好友累计活跃最高得 36 元	首次邀请好友可得 2 元，之后好友累计活跃最高得 36 元	首次邀请 18 元

来源：抖音极速版、火山版 APP，快手极速版 APP，国金证券研究所

图表 19：下沉人群媒介偏好



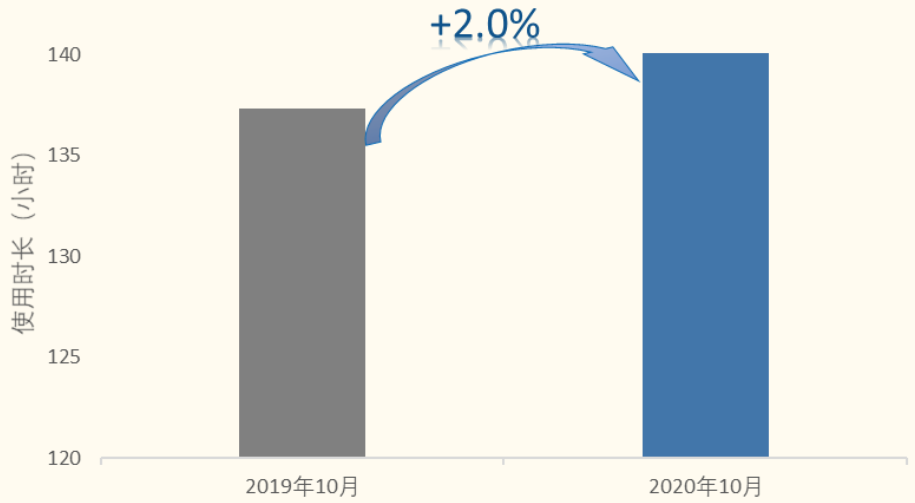
源：QuestMobile，国金证券研究所

2.3 从使用时长来看：下沉市场用户使用时长未饱和，快手重度用户占比高，用户被迁移可能性相对较低

■ 2.3.1 下沉用户规模大但用户使用时长未饱和，预计其空闲时间更多使用时长有望继续提升

- 根据 QuestMobile，**尽管下沉市场用户已占中国移动互联网用户的 58%，但其月人均使用时长仅为 140 小时，成长空间巨大。**相比一、二线城市用户的快节奏生活，下沉市场用户拥有更多休闲时间使用手机娱乐，目前下沉市场用户的使用时长仍低于全国平均的 145 小时，成长空间较大。

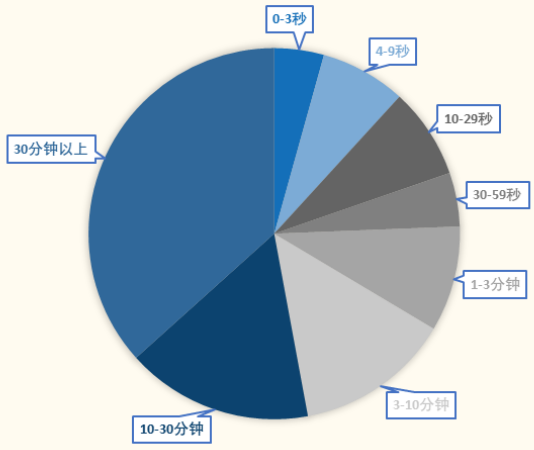
图表 20：下沉用户使用时长



来源：QuestMobile，国金证券研究所

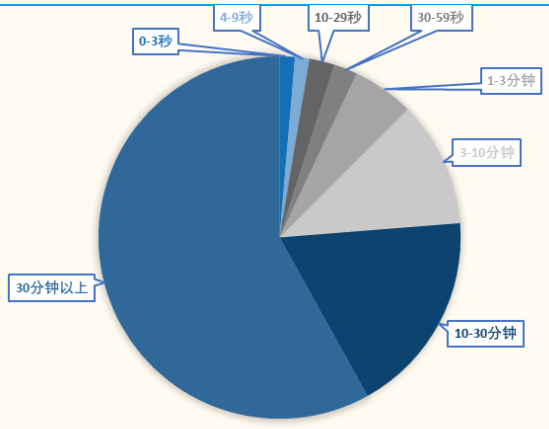
- **2.3.2 快手重度用户占比更高构建用户壁垒，高使用时长提高广告容忍度，有望为广告展示创造更多机会**
  - **快手重度用户占比高，用户迁移可能性低于抖音，我们认为重度用户对广告具有更高容忍度，在广告变现的潜力上更大。**使用时间较短的用户往往对广告的忍耐度较低，而长时间观看短视频的用户往往对 15 秒左右的短视频广告有较高的接受度。因此，随着用户使用时长的增加，平台的整体广告加载率有望提高。据抽样统计，快手目前的广告加载率最高能够达到 20%左右，但大部分用户的广告加载率可能在 10%以下。我们认为主要原因不在于使用时长较长的用户较少，而是因为目前快手的广告供给端的广告主较少，因此广告加载率的提升受到一定限制。按单次使用时长计，快手“重度用户”比例远远高于抖音，超 56%用户每次使用 30 分钟以上，这部分用户对广告容忍度较高，整体广告加载率提升空间大。

图表 21：抖音用户单次使用时长



来源：QuestMobile，国金证券研究所

图表 22：快手用户单次使用时长



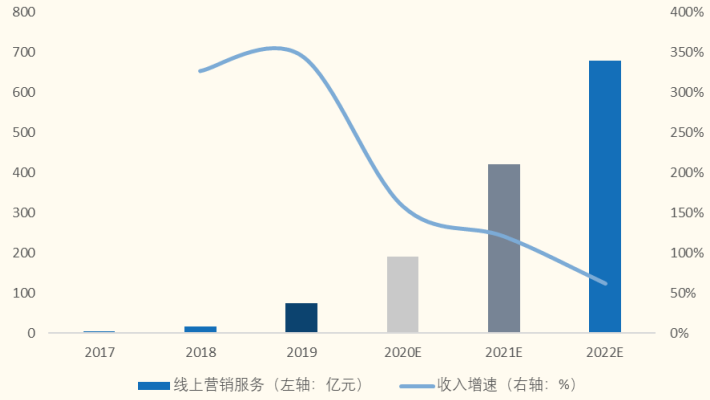
来源：QuestMobile，国金证券研究所

三、商业化加速的驱动力是什么？——预计由“直播驱动”转为“广告驱动”

- **我们预计 2021 年快手将完成业绩由“直播驱动”向“广告驱动”的转变，广告业务收入占比的提升将释放更多利润，推动业绩加速。**快手的直播业务一直是收入的主要组成部分，2017/2018/2019/2020H1 年直播业务贡献

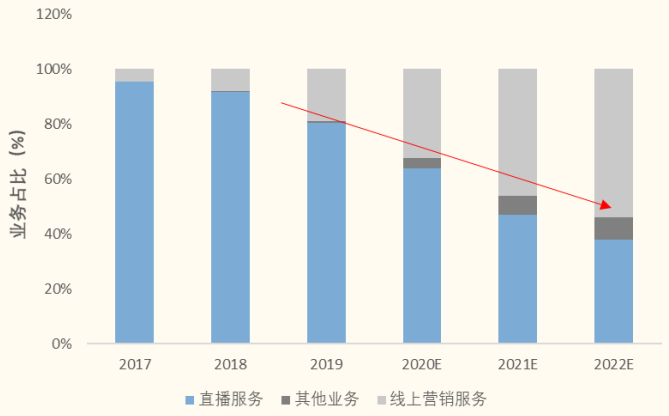
营收占比分别为 95.32%/91.70%/80.37%/68.52%。但由于主播分成过高，直播业务成本较高，根据我们测算毛利率不到 30%，利润贡献率低，而广告业务的毛利可达 80%左右，盈利能力显著高于直播业务。当前快手广告业务处于起步期，增速可观，2018/2019/2020H1 年快手广告业务收入同比增速分别为 326.31%/345.53%/223%，2017/2018/2019/2020H1 收入占比 4.68%/8.20%/18.96%/28.29%。**2020H1 广告收入占比已达到 28%，预计 2021 年快手将实现“直播驱动”向“直播+广告双轮驱动”的转变，广告业务将成为快手业绩新的重要支撑。**

图表 23：快手广告业务收入增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 24：快手收入结构



来源：公司公告，国金证券研究所

3.1 广告业务发展分为 2 个维度：增加广告主和提高效率

- 我们认为对于广告业务的发展，可以关注 2 个维度，1）广告主：主要关注如何获得广告主以及对头部广告主的吸引力；2）广告效率：主要关注通过何种方式提高广告业务运营效率和广告投放效率。对于广告业务发展早期的公司，增加广告主更为重要，而对于已经得到广告主认可的公司，提升广告效率更为重要。

- **3.1.1 广告主的增长：从初期“主动拉取”到后期“自然获得”，快抖分处 2 个阶段**

  - **广告主是平台发展广告业务最关键的因素，广告主的增长一般从初期“主动拉取”到后期“自然获得”，当前快抖分处两个阶段。**抖音布局广告业务时间早，节奏快，当前广告已是其强势业务，已拥有丰富的广告客户资源，目前抖音广告业务的主要增长点在于如何提效，巨量引擎已提供较完备的人群标签系统供广告主精准定位投放人群，在广告算法精度上的提高是抖音的主要任务，广告主已可通过品牌力“自然获得”。快手目前的广告客户相较抖音仍显不足，主要目标仍在加强广告业务团队建设，“主动拉取”广告主以获得增长。

- **3.1.2 提效阶段：通过团队优化、算法等方式提效是广告发展成熟阶段的表现**

  - 广告主的获取进入瓶颈期后，商业化团队、算法成为制约广告业务盈利能力的主要因素。通过商业化团队的不断调整优化和算法升级，能够实现广告业务突破。快手磁力引擎形成价值链商业闭环，有望提升广告运营效率；抖音巨量引擎整合了今日头条、抖音、穿山甲等多元产品，提高营销能力。快手基层商业化团队基本从 2019 年开始大范围组建，很多具有互联网大厂背景，但多数员工至今工作不超两年，而抖音商业化团队平均入职已 3-4 年。

3.2 从广告主角度来看：目前快手头部广告主偏少，未来通过流量优势有望获取更多头部广告主

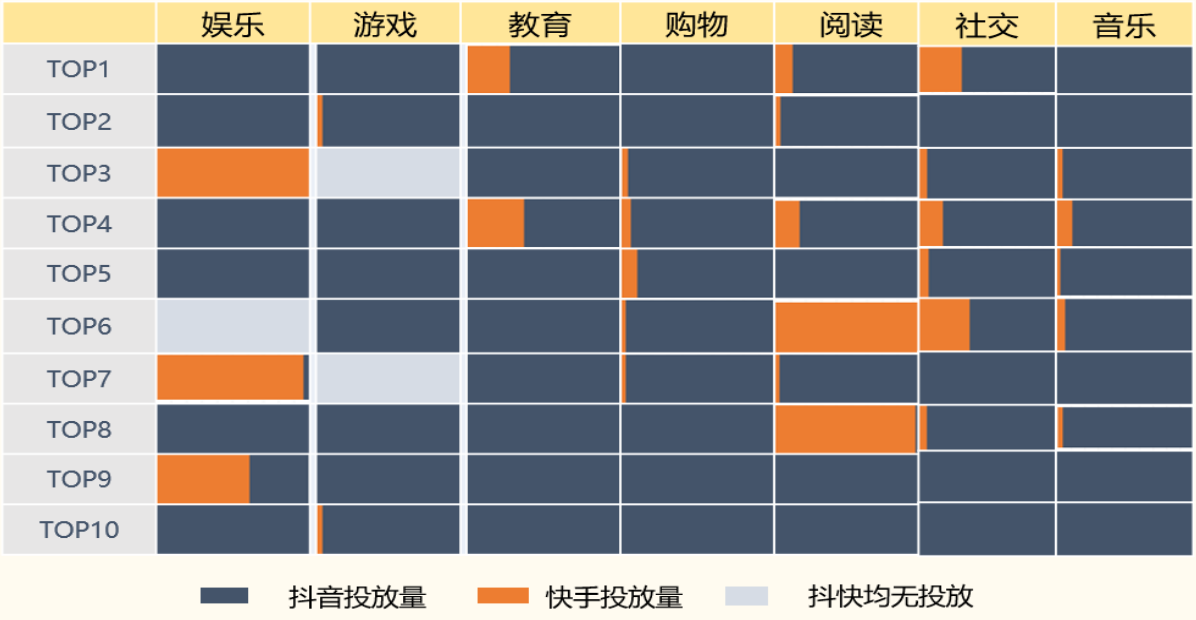
- 与抖音相比，快手的广告业务当前处在起步阶段，拥有的各行业头部广告主（各行业广告投放量前十的厂家）数量明显落后于抖音，但从

日活和用户使用时长来看，快手的流量基础与抖音差距低于预期差距，**我们认为快手的头部广告主获取具有明显的边际改善区间，未来随着更多行业的头部广告主增加在快手的广告投放，快手的广告业务有望迎来快速增长。**

- **3.2.1 快抖拥有的各行业头部广告主差距较大，该情况改善有望迅速提升广告收入**

  - **对比快抖拥有的各行业头部广告主数量，以及头部广告主在快抖投放广告数量，快手与抖音差距明显。**快手 2011 年上线以来，经历 6 年“佛系”发展，至 2016 年 DAU 突破 7000 万却鲜有商业化尝试，在广告业务板块布局较少。过去两年时间中，快手吸引了更多的社交类、音乐类、娱乐类头部厂家。从 19 年至 20Q3，快手累计承载头部广告主数量位列前三的行业分别为阅读、游戏、社交、购物。根据 App Growing，快手头部广告主数量整体上 2020 年多于 2019 年，但对于各行业头部广告主在快抖投放广告数量占比，从头部广告主在两个平台的投放量来看抖音目前占据绝对优势，是绝大多数广告主投放广告的重心（APP Growing 为抽样数据，部分 APP 投放量过小可能无法抓取，在投放量绝对值上可能放大差距，存在一定误差）。**根据 APP Growing，20 年 Q3 头部客户在抖音投放广告量与快手相差较大，对标抖音来看，快手仍有较大的提升潜力。**

图表 25：快抖各类别前十 APP 投放量对比（抽样数据，可能存在误差）



来源：App Growing，国金证券研究所

- **3.2.2 快手拥有获取广告主的流量基础，广告主投放有望转向快手**

  - **抖音人均广告收入为快手的 5 倍以上，对标抖音，快手的商业化变现空间明确。**根据艾媒咨询，2017/2018/2019 年快手 DAU 在短视频行业占比分别为 47.18%/33.24%/35.48，拥有绝对的流量基础，从人均广告收入上来看，2018/2019 年快手分别为 14.53 /42.05 元，抖音为 86.96 元/221.40 元，两者差距 5 倍以上。2019 年快手的人均广告收入表现出了一定的增长，但总体还是明显落后于抖音，考虑到快手的流量基础，未来广告主投放有望转向快手，商业化变现进程有待加速。**我们认为快抖目前在产品设计、用户和广告类型上已不具备太大的差距，因为预计未来在抖音流量价格提升趋势下，头部广告主会部分将广告预算转投快手，从而促成快手广告业务的加速。**

图表 26：快抖广告业务对比（DAU 为 2020 年 11 月 QuestMobile 数据）

	抖音	快手
广告位	开屏广告、信息流（单页、贴片广告等）	开屏广告、信息流（发现页、快手精选、贴片广告等）
广告平台	巨量引擎	快接单、磁力引擎
流量入口	字节系	腾讯系、快手系
DAU（包含极速版&火山版）	3.9 亿	3.1 亿
2019 广告收入	600 亿（估算）	74 亿
2020H1 广告收入	450 亿（估算）	72 亿

来源：QuestMobile，巨量引擎官网，磁力引擎官网，公司公告，国金证券研究所

- **3.2.3 商业化团队架构调整有望提升找广告主效率：快手更换马宏彬为商业化负责人，字节更新 7 条业务线**
  - **快手商业化团队组织架构不断优化，相比结构调整前，快手在商业化的战线上多了一位经验丰富的“老将”马宏彬，预期商业化业务将持续优化、加速。**快手偏爱技术型人才，2016 年之前，快手商业化团队几乎全部由研发人员构成，随着 2016 年底抖音上线及公司扩张，快手引进了以马宏彬为代表的大量产品、战略、管理、运营和商业化方面人才，经过 K3 大战，公司各职能部门逐渐完善。2018 年 7 月，快手正式建立商业化团队，由严强负责，向 CTO 陈定佳汇报，下设商品研发、创新业务中心、广告业务、商业生态、业务运行、商业市场中心、商业审核中心等多个二级部门。在快手 20 年 5 月宣布的组织架构调整中，原运营负责人马宏彬将与原商业化负责人严强调换岗位。架构调整前，马宏彬是快手高级副总裁。马宏彬出身于 BCG，擅长战略分析，曾在美团外卖做提供运营业务相关的商业分析和策略支持的工作，熟谙互联网商业化之道。根据望京老马公众号，我们从马宏彬个人角度分析，**1）业务价值观层面，马宏彬是坚定的“数据控”，深信以数据发现和解决问题，是资深的商业分析师；2）从团队管理风格看，马宏彬注重整体愿景构建与激进的激励体系，不搞“大锅饭”的态度充分激发了团队内关键人物的工作热情与效率，有利于快手 “佛性发展”的风格逐渐转变。**

图表 27：快手广告商业化进程



来源：公司公告，国金证券研究所

  - 同时，根据晚点 LatePost，**抖音将更新 7 条业务线，更细分的业务线划分方式预计在广告主的对接上提升效率：**原本的 KA（全国大客户）、LA（本地大客户）和 SMB（中小客户）三条业务线将进行合并，再按照字节广告客户所在的具体行业，垂直划分出 7 条新业务线，分别为：大众消费业务、垂直业务、内容消费业务、投资消费业务、本地直营业务、渠道销售管理和呼叫中心自助产品。每条业务线将设立一个专门的负责人，统一向字节跳动商业化销售副总裁浦燕子汇报，这有利于抖音对每一条单独的业务线进行深度挖掘，使商业化变现潜力最大化，同时不会与其他业务线产生交叉冲突。

3.3 从提效角度来看：快抖算法平台的升级有望为后续广告业务的精细化运营

增添助力

- **3.3.1 算法平台升级：磁力引擎 VS 巨量引擎，构建生态联盟助力广告业务，磁力是未来增长点**
  - **快手将营销平台升级为磁力引擎，对标抖音巨量引擎，我们认为快手未来渡过广告主“主动获取”阶段后，磁力引擎将有助于广告业务效率的提升。**巨量引擎是字节跳动旗下综合的数字化营销服务平台，整合了今日头条、抖音、西瓜视频、懂车帝、Faceu 激萌、轻颜、皮皮虾等字节系多元产品的营销能力，穿山甲主要负责外部非字节系产品的投放。磁力引擎中的“磁力”二字，脱胎于快手的“老铁经济”。快手不止希望“用流量变现”，而是想从用户间基于信任感的“人+内容”中，挖掘出更大的商业价值。所谓“磁力引擎”，是快手通过强化 AI+DA 的技术能力，以人、内容、流量、创意为四大驱动力，全面打通公域和私域流量，为客户提供从流量效率到留量沉淀的“双 LIU”营销价值。“磁力引擎”的磁力，实则来源于快手深耕 8 年，始终将用户体验至于首要位置，而形成的巨大社交能量。可以说，社交磁力是快手营销、电商以及全部商业化的底色，也构成了拉动快手向前的巨大力量和实际引擎。如今，快手已形成支撑磁力引擎高效运转的四大核心：人、内容、流量、创意。
  - **快手推出快手联盟对标穿山甲，从技术、产品、内容、匹配、效果、变现六个角度为广告业务提效。**快手作为短视频+直播时代的天然流量入口，推出快手联盟整合广告主与开发者 APP 资源，旨在精准匹配广告主投放意愿与对应流量资源。一方面，快手依托技术和广告主优势帮助开发者伙伴实现流量变现，让流量主“多挣钱”，另一方面，快手联盟利用海量流量优势帮广告主寻找最合适的 APP，让广告主“少花钱”，以此达到同时拓展广告主资源与为联盟广告提效的作用。
  - **快手粉条作为快手主播推广平台，通过粉丝运营的方式，帮助快手打通了人、流量、业态三大链接。**目前，快手粉条商业曝光日均超 30 亿次，日均连结粉丝关系超 700 万次，直播间日均引流超 3 亿人次。与快手生态中的老铁、原生达人、快手商家、品牌主等每一位用户实现链接、共生、共赢。

图表 28：快抖广告业务及智能平台

智能引擎	服务类别	平台产品
巨量引擎	营销资源	今日头条、抖音、西瓜视频、懂车帝、FaceU 激萌、轻颜相机、穿山甲
	广告形式	开屏广告、信息流（单列）、挑战赛、企业蓝 V 认证、DOU+
	智能平台及产品服务	广告制作平台：巨量创意、即合平台、巨量星图 广告投放工具：巨量云图、巨量开放平台、代运营服务 广告效果优化工具：飞鱼 CRM
磁力引擎	营销资源	快手、快手联盟
	广告形式	开屏广告、信息流广告（单、双列）、快手粉条、挑战赛
	智能平台及产品服务	磁力金牛、磁力万象、磁力建站、磁力快聊

来源：巨量引擎官网，磁力引擎官网，国金证券研究所

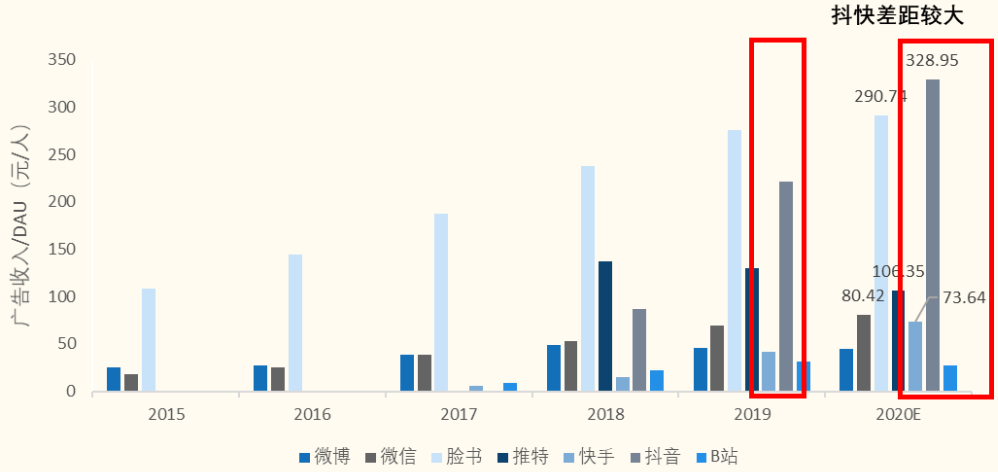
- **3.3.2 磁力引擎是快手用社交逻辑实现营销价值最大化的重要尝试，生态联盟的构建将在未来快手进入广告发展提效阶段时极大助力广告业务。**
  - **磁力引擎将高效的营销产品和长效的流量价值连接起来，把平台内的人、内容、品牌及社交关系，真正的圈到生态体系里面，实现更好地打通。通过实现私域流量和公域流量的全链路打通，形成公域流量带动私域流量，私域流量反哺公域流量的正循环。**此前快手有两大针对客户的解决方案，

一个是高效流量的体系，包括信息流广告以及其他广告形式，为客户实现高效转化；另一部分是超级快接单、商家号等营销产品，两部分产品较为分离。2019 年，快手商业磁力引擎超额完成业绩目标，头部客户数量超过 1000 个，帮助 20 万快手创作者获得广告收益，商业流量规模提升 600%，活跃商家数突破 100 万，完成了综合品牌、汽车、电商行业的收入突破。围绕平台创作者的私域流量，磁力引擎以超级快接单、快直播、快任务等产品，建立创作者与用户的紧密连接。超过 20 万名创作者获得广告收益，仅快接单一个产品就服务了超过 3 万名创作者，收入分成超 10 亿元，作品日曝光量超 4 亿次。单条短视频为商户带来的收益均值提升至 1.1 万元，几乎是 2018 年的 10 倍。**我们认为“磁力引擎”的搭建将为未来快手进入以“提高广告效率”为主的广告发展阶段时提供强有力的推动。**

3.4 对标抖音：以现有基数来看快手广告业务拥有 5 倍空间

- **快手目前的广告收入相比抖音仍有较大差距：20H1 抖音快手 DAU 差距约 1.5 倍，但广告收入差距超过 6 倍，若以抖音目前广告业务的水平作为快手广告业务的天花板，则快手广告业务至少翻 6 倍，考虑到双方团队等差距，假设达到 8 成，则有 5 倍空间。**
- 从国内外各大互联网公司的人均广告收入来看，快手的人均广告收入增长迅速，虽然未达到抖音及国外一线社交平台 FB 的体量，但商业化水平已经处于腰部位置，预计 20 年距离头部有近 5 倍空间。短视频 APP 用户对告的容忍度较高，人均广告收入应显著高于微信等社交平台。

图表 29：各平台人均广告收入



来源：各公司业绩报告，国金证券研究所预测

四、直播未来将如何发展？——打赏步入成熟期，带货货币化率有望提升

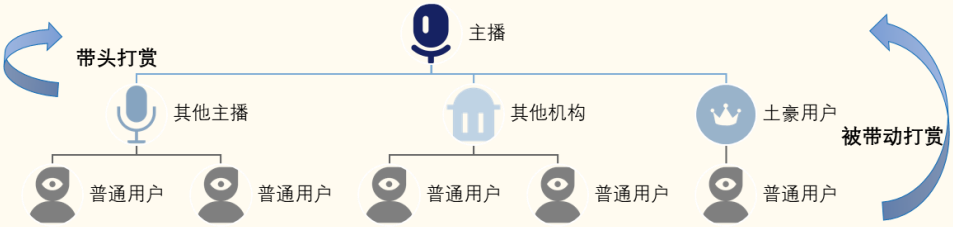
- **快手直播收入增速放缓，电商生态逐步升级。我们认为快手直播收入在行业内拥有较大体量的原因是快手主播和粉丝之间的高粘性而并非产品设计上的差异。**快手直播收入在 2017/2018/2019/2020H1 分别为 79/186/314/173 亿元，增速已由 2017 到 2018 年的 134%下降至 2019H1 到 2020H1 的 17%，我们预计未来直播业务将由高增长模式转变为平稳增长。快手电商业务目前仍处于生态构建期，2020 年 H1 电商 GMV 达到 1096 亿元，而收入仅有 8.1 亿元，对优质商家的补贴和直播+产业供应链的生态构建是目前快手的主要战略，我们预计短期内电商收入不会成为业绩贡献助力，未来电商收入将逐步增长。

4.1 直播打赏主播间“内循环”比例高，预计将平稳增长

- **直播打赏目前形成了一种以“土豪”带头打赏，普通用户跟进的模式，主播间的“内循环”打赏比例上升。**目前，抖音和快手的“土豪”用户有很多是机构号或本身为平台主播。以往这些“土豪”带头送礼会感染普通观

众跟进送礼，但随着对观众消费意愿和能力的深入开发，目前普通观众的送礼增速已较难提高，职业主播和合作商家机构的送礼占比都相对较高，形成了平台中的“内循环”，因此我们预计在该模式下直播打赏未来将以平稳速度增长。

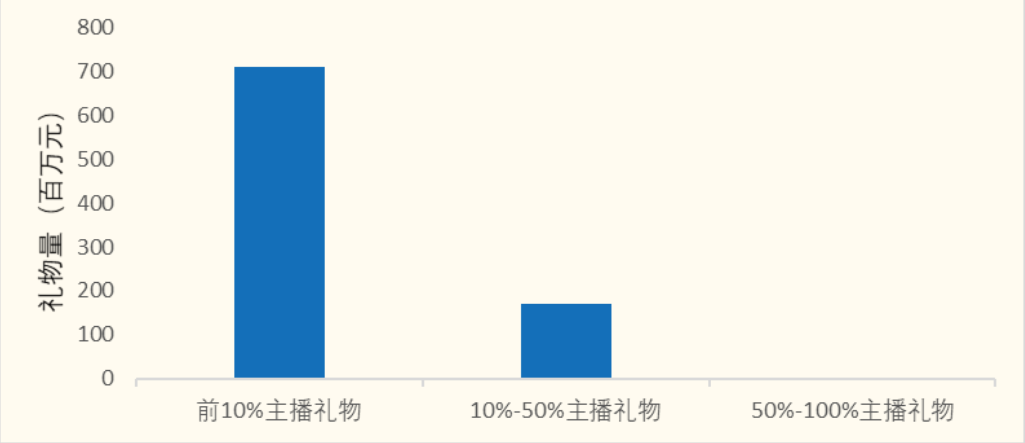
图表 30：快手直播打赏内循环



来源：国金证券研究所整理

- **4.1.1 直播打赏整体市场增速平稳，吸引其他平台知名主播是实现增长的关键**
  - **直播行业的总体营收增速已较为平稳，挖掘平台内部潜力难度增高，吸引外部用户成为增长关键。**传统直播平台中，只有斗鱼、虎牙这类细分领域的专业（游戏）直播平台仍能维持较高增速，但如 YY、陌陌、映客等泛娱乐秀场直播平台实现增长已较困难。抖音和快手的直播收入在体量巨大的情况下仍能维持增长，但整体增速已经趋缓，通过现有主播生态实现高速增长已较为困难，寻求外部机会的重要性日益显现。
  - **从礼物收入的分布量及粉丝数上看，头部主播的吸金能力和粉丝量均具有绝对优势。**据飞瓜数据，快手单月共有 8135 名主播登上礼物打赏榜，共收到礼物 8.82 亿人民币，而总榜单前 500 名主播收到礼物 6.38 亿，占比 72%。而后 50%的主播礼物收入仅 280 万，占比 0.2%，月均礼物收入扣除平台抽成后不足 400 元。抖音方面，500 名上榜主播共收到礼物 8.57 亿，比快手前 500 名主播收到的礼物量多 34.3%，头部聚集效应同样明显。因此，挖角其他平台头部主播以吸引其固有用户是快抖实现直播收入继续增长的途径之一。

图表 31：快手各区段主播礼物量



来源：飞瓜数据，国金证券研究所

- **4.1.2 打赏榜前 10“土豪”均为职业主播，礼物占比近 50%，在主播间的“打赏内循环”模式下预计平稳增长**
  - **快抖礼物“内循环”程度高，快手打赏更集中，挂榜礼物为大主播直播收入主要来源。**根据飞瓜数据，用户打赏榜前 100 名的土豪在抖音、

快手分别送出礼物 2.58 亿与 2.71 亿。其中，抖音有两位土豪打赏人数超 800 人，14 位土豪打赏人数超 300 人。快手方面，仅有一位土豪打赏主播超 200 人，预计抖音 MCN 账号集中度较高。而在打赏聚集程度上，快手则更为集中，前 5 名土豪共打赏 1.45 亿，占前 100 位土豪的 53%，而抖音前 5 名土豪仅打赏 3670 万，占比 14%。**据统计，抖音及快手用户打赏榜前 100 的打赏土豪基本均为职业主播或电商主播。**一方面，打赏是进行结交人脉和巩固自身联盟最直接的方法，同一公会的主播间会相互打赏，互相助力对方涨粉。另一方面，直播带货主播之间相互打赏、挂榜助推卖货，已经成为快手特殊的专属付费推广模式。据飞瓜数据，以快手 11 月收到打赏最多的前 10 名主播来看，每个主播礼物收入的前 10 名均为其他职业主播或合作电商，前 10 名打赏平均占比超过 50%，我们认为该模式下，未来维持高增速较为困难。

图表 32：快手 TOP 主播挂榜分析

播主	礼物收入(快币/万)	挂榜前十礼物	前十占比
甜诱鸭	36300.9	36159.8	99.6%
马洪涛	25257.8	17183.4	68.0%
小沈龙	11424.3	7601.5	66.5%
二驴的	10299.2	7397.1	71.8%
张开凤	8712.4	7954.2	90.7%
散打哥	8001.6	3366.3	42.1%
尘客将军	6900.9	2690.9	39.0%
凡达	2180.6	2180.6	32.4%
四川可乐	6331.7	3372.9	53.3%
天津李四	5882.8	2623.5	44.6%

来源：飞瓜数据，国金证券研究所

4.2 快手带货受头部主播驱动，货币化率有较大提升空间

- **快手入局电商两年，GMV 高速增长，2018、2019 及 2020H1 分别为 9660 万、596 亿、1096 亿元，但与之对应的收入却极低，提升空间较大。**即使将 2019 年与 2020 上半年的其他收入全部记为电商收入，货币化率也仅有 0.44 和 0.74%，对比主流电商，货币化率极低。原因主要是快手目前仍在扶持优质商家以提高品牌形象，并通过补贴实现 GMV 快速增长与吸引头部品牌入驻。同时，对于产业+直播的生态链投资也使得快手支出巨大，利润率较低。目前快手仍处在以较低货币化率换 GMV 高速增长的阶段，待建立完整良性的电商生态圈后，货币化率有望提高。

图表 33：快手电商补贴及投资项目

项目类别	项目详情
电商补贴	2020 年 6 月至 8 月，满足要求的电商将获得高额现金返点，最高可达 4%GMV
	按电商等级返快币，最高千万快币
基建投资	30 亿快手直播电商总部于成都落成
	快手佛山创新发展中心“打造直播+产业生态”

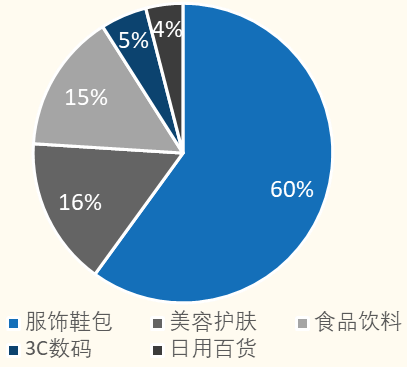
来源：公司公告，国金证券研究所

4.2.1 快抖带货品牌符合用户属性，快手积极吸引优质商家

- **从品牌来看，两平台带货的重合品牌较少，快手平台的畅销品牌多为平价或低端品牌，抖音则拥有更多的中高端品牌，主打年轻时尚风格。**

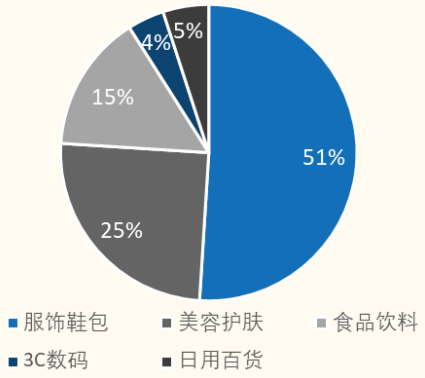
根据飞瓜数据，从两平台前 100 位带货达人的代理产品来看，直播带货品类差异不大，主要集中在服饰鞋包和美容护肤品两类，其中服饰鞋包在抖音和快手分别占比 60%与 51%，美容护肤则分别达 16%及 25%。

图表 34：抖音畅销品类及等级



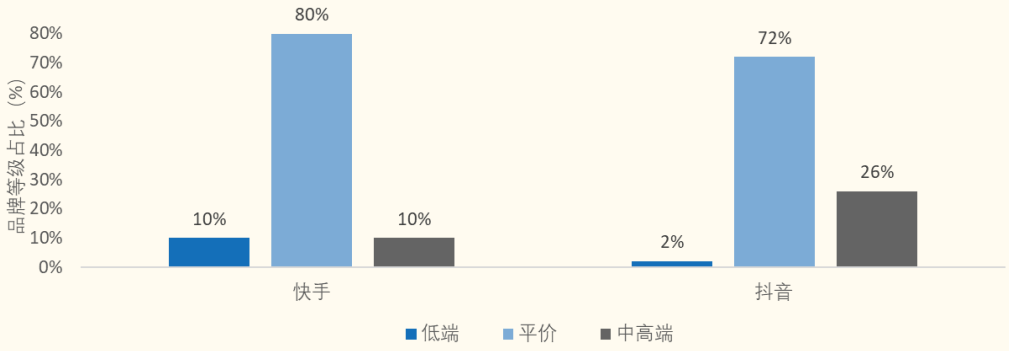
来源：飞瓜数据，国金证券研究所

图表 35：快手畅销品类及等级



来源：飞瓜数据，国金证券研究所

图表 36：快抖畅销榜品牌等级占比



来源：飞瓜数据，国金证券研究所

- **在拥有众多平价品牌的同时，快手也积极进军高端市场。**2020 年 4 月，快手举办了“美妆超级品牌日”活动，不同于以往人们对于快手商品“低质”的印象，这次活动多以雅诗兰黛、兰蔻等国际品牌为主，单场销售额破 5 亿。其后，董明珠、丁磊等企业家也纷纷在快手带货，主流品牌纷纷入驻标志着快手不满足于下沉市场，开始全方面“产品升级”，进军主流市场。依托内容格调提升与商业产品的变化，快手的客户数与客户质量均得到了提升。在 2020 磁力引擎大会上，快手公布了年度品牌榜单，雅诗兰黛、小米、一汽大众等主流品牌纷纷上榜。

图表 37：快手品牌榜

品牌榜	上榜品牌
品牌引力榜	别克、联合利华、小米、雅诗兰黛、OLAY
品牌爆发力榜	海澜之家、良品铺子、广汽传祺

来源：2020 磁力引擎品牌榜单，国金证券研究所

- **4.2.2 快手“六大家族”GMV 约占比 25%，赋能中小主播有望形成更好的生态**

- **快手“六大家族”单月带货额近 50 亿，我们认为大主播带货额的高占比有利于提升主播议价能力，因此积极赋能中小主播是快手提升议价能力的主要策略。**根据飞瓜数据，仅 11 月单月，快手最大主播辛巴就带货近 29 亿，以上半年快手单月平均 GMV 来看，11 月份“六大家族”带货额可占全平台 GMV 的 25%（考虑到下半年及双十一 GMV 增长，实际值可能小于 25%），聚集效应十分明显。这种情况一方面导致了家族议价能力过强，沉淀过多私域流量而公域流量极少，中小主播发展困难。另一方面，超大主播的不确定性也成为平台最大风险隐患事件，如辛巴的“燕窝门”或导致快手长期受损。在家族模式难于管理，单一依靠超大主播风险较大的情况下，快手开始重点扶持中小主播，积极赋能新生态。在 9.22 日快手的首个“电商开放日”上，快手推出了好物联盟、小店通、服务商合伙人计划等多项服务，为腰尾部主播提供官方背书的供应链生态。同时，快手也通过磁力引擎积极打通公域+私域流量，帮助中小主播获得公域流量曝光及私域流量沉淀。

图表 38：快手赋能中小主播措施

赋能侧类别	赋能举策
生态赋能侧	「凡星」计划，孵化1万+个产业带中腰部主播、开展100万+场电商直播。
营销赋能侧	116购物狂欢节、百亿补贴以及新主播一元购活动。
产品赋能侧	好物联盟正式上线，配合小店通、粉条推广等商业化工具助力商家涨粉卖货。

来源：公司公告，国金证券研究所

- 快手 9 月份数据显示，每月有 50 万达人在好物联盟选品，其中多为粉丝数 10-100 万的腰尾部播主，通过 50 万达人可以触达到一亿的消费者，效果不亚于超级大 V。

■ 4.2.3 快手货币化率不及 0.74%，对标主流电商，仍有较大上涨空间

- **快手目前货币化率仅有 0.74%，而国内主流电商普遍可达到 4%-5%，电商业务仍有较大空间。**快手目前仍在补贴商家以吸引入驻的阶段，待头部品牌商家加入快手，快手对第三方平台的依赖性降低，议价能将加强，货币化率有望提高。

图表 39：主流电商货币化率

主流电商	货币化率
阿里巴巴	4.32%-5.05%
拼多多	2.1%-3.2%
京东	7.3%-8.3%

来源：公司公告，国金证券研究所

五、投资建议

- **我们认为投资快手的关键逻辑在于投资者可能勋在 2 个认知偏差：投资者的用户活跃度的认知偏差以及未来业务驱动力改变和销售费用率降低带来的商业化能力认知偏差。**

1）我们认为投资者普遍位于一线城市，而整体来看快手的用户较为下沉，在一线城市的渗透率较低，导致投资者对快手的用户体量和用户活跃的认知度可能产生一定偏差，但根据 Questmobile，抖音（抖音+抖音极速版+抖音火山版）和快手（快手+快手极速版）日活差距仅 1.26 倍，快手拥有巨大的用户量和变现潜力。

2）另外目前快手的业务增长模式主要靠“直播驱动”，而直播业务需给主播大量分成导致毛利率较低，我们预计未来其业务增长模式将转为“广告驱动”，从毛利率来看公司整体的毛利率将有所提升；由于 K3

战役等一系列推动用户增长的策略，快手在 2020H1 销售费率高达 54%，我们认为未来随着其发展中心从“用户增长”转为“加速商业化”，其销售费率将能够降低 10~20 个百分点，其业绩有望加速释放。

六、风险提示

- **行业竞争加剧，平台用户增长不及预期：**短视频行业渗透率已至较高水平，行业竞争愈加激烈，用户增长将放缓，若公司未能保证用户留存及新用户获取，或加大在用户获取方面的投入，将对公司经营业绩产生不利影响。
- **商业化推进速度不及预期：**快手目前在拓展广告主阶段，若因团队执行力或其他原因导致拓展头部广告主的规模和速度不及预期，则将对其广告业务的发展及公司整体毛利率的改善产生较大影响，从而影响公司未来业绩。
- **平台主播及内容创作者流失：**直播业务目前是短视频平台收入极大来源且是维持用户粘性的主要原因，如果核心主播流失，将大幅降低营业收入；其他内容创作者是构成快手内容生态的重要构成，主播流失将造成优质内容减少，可能对公司业务经营与发展产生不利影响。
- **法律纠纷风险：**公司作为开放平台无法杜绝短视频内容侵权，电商产品、供应商、物流不合格等可能出现的法律问题，一旦出现纠纷可能损害平台声誉及品牌形象。
- **行业政策风险：**政府对短视频、直播及电商行业监管力度逐渐加大，近年在视频审核，版权保护，直播间行为规范，电商商家资质审查等方面新规频出，新政策涌现可能增加行业不确定性。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402