证券研究报告——快手专题报告

快手的初心与野望

2020-11-09

证券分析师：张衡 021-60875160 zhangheng2@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517060002
证券分析师：高博文021-60933154gaobowen@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030004
证券分析师：夏妍 021-60933162 xiayan2@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030003

国信证券经济研究所
GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

报告摘要

■ **保持去中心化算法机制下，产品形态与商业化逐步“抖音化”**

快手是全球领先内容社区和社交平台。截止2020年6月30日，以打赏流水及直播平均月付费用户计最大的直播平台；以平均日活用户计第二大的短视频平台；以商品成交总额计第二大的直播电商平台；以移动端用户时长计第四大互联网公司。以“拥抱每一种生活”为价值观的快手，凭借着繁荣的内容生态和公平普惠的算法机制打赢了短视频百团大战。面临着迅速崛起的抖音，快手进行了从传统的“双列瀑布流”向“单列大屏”转变，从佛系增长、佛系运营的舒适区走出，保持去中心化算法机制下探索一条“公域与私域相结合”的道路。

■ **中低线年轻用户构建基本盘，日活用户天花板或达3.7亿**

“北快手、南抖音”，“快手老铁、抖音潮人”，“快手五环外，抖音五环内”，这些刻板印象正在过时，但尚未完全过时。作为两大全民级别的短视频应用，二者的用户画像已经非常相似和普适，但快手在五线以下城市有着更高的渗透率（18.3% V.S. 13.0%）、年轻用户占比亦占优（30岁以下用户占比超过70%）。快手与抖音用户重合度接近一半，用户各有侧重；与哔哩哔哩用户差异较大，边境逐步接壤，未来争夺或愈发激烈；未来破圈目标银发、高线城市，有赖于PGC、明星和二次元内容。无论从内容生态还是商业化角度，日活用户是最具有价值的，存量用户取决于流入和流出，我们通过DAU/MAU与用户规模回归分析，黏性不变情况下，快手日活用户天花板或达3.7亿。

■ **快手是创作者导向，“低集中度+低流动性”社区生态**

内容生态主要包括产品及算法、生态结构和商业生态三个部分。1）产品及算法：快手极速版采用“金币模式”+“大屏”，快手8.0版本后突出大屏模式“精选”，公域流量占比持续提升；算法依旧维系对头部内容限流、保障每个创作者被看到的机会。2）生态结构：抖音生态是“高集中度+高流动性”，快手生态是“低集中度+低流动性”；从播放量角度，抖音更为中心化；从UP主角度，快手粉丝价值更高。3）商业生态：直播打赏、带货以及快接单都是平台与内容创作者共赢的模式，2020年上半年超过2000万创作者获得收入，快手头部UP主商业化能力强、中腰部以下商业化能力较弱。

■ **直播打赏平稳、带货逐步发力，“抖音化”助力营销高增长**

短视频商业化多样，直播打赏为主，营销高增长，电商逐步发力，游戏和知识共享充满潜力。截止2020年6月30日，直播业务收入173亿，增速17.0%，占比68.5%；在线营销业务72亿，增速222.5%，占比28.3%；其他业务8亿，占比3.2%。“短视频——直播”引流方式高效，抖音入场更加焦灼；“抖音化”大屏模式打开广告加载率天花板，在线营销业务持续增长，平均日活用户收入贡献仍有很大提升空间。

■ **风险提示：用户增长低于预期；宏观经济下行风险；直播等行业政策性风险。**

■ **投资建议：关注快手产业链相关公司，广告及电商业务强劲增长带动**

腾讯控股作为快手的重要股东，将受益于快手上市，此外，游戏、短视频等业务二者存在着合作的可能，也有望产生推动。快手的广告和直播带货业务处于快速发展期，有望带动产业链相关公司，推荐标的：中国有赞、星期六、起步股份、天下秀。

目录

- 第二大短视频平台的社区之路
- 从中低线年轻用户出发
- 创作者导向的“低集中度+低流动性”生态
- “抖音化”加速营销变现
- 投资建议：关注快手广告及电商产业链

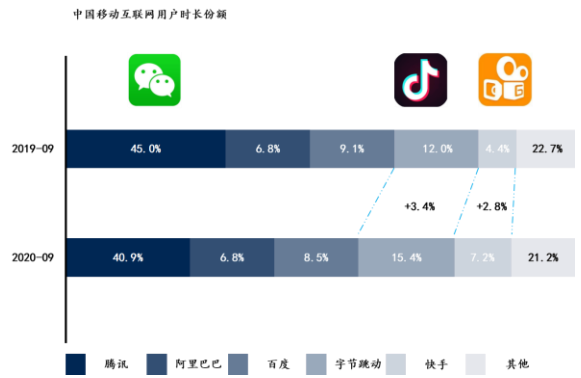
● 概览：第二大短视频平台的社区之路

快手概览：国内第二大短视频平台

快手是全球领先内容社区和社交平台：

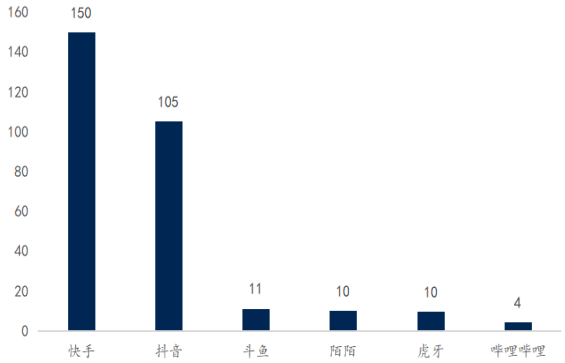
- 以平均日活用户计第二大的短视频平台。截止2020年6月30日的六个月，快手应用及小程序日活用户数3.02亿、月活用户数7.76亿，快手应用日活用户数2.58亿、月活用户数4.85亿，平均26%的月活用户为内容创作者，每月平均短视频上传量超过11亿，是国内仅次于抖音的第二大短视频平台。相比于媒体属性更强的抖音，快手用户有着更强的社交联系（近80亿对互关）。
- 以移动端用户时长计第四大互联网公司。截止2020年9月，快手占据移动应用时长的7.2%，超过阿里巴巴，成为腾讯、字节跳动、百度后第四大“Kill Time”互联网公司。
- 以打赏流水及直播平均月付费用户计最大的直播平台。截止2020年6月30日的六个月，快手直播日活用户超过1.7亿，以游戏和带货为主，打赏流水173亿，付费用户6400万，付费渗透率超37.6%。
- 以商品成交总额计第二大的直播电商平台。截止2020年6月30日的六个月，快手电商交易总额1096亿，用户平均重复购买率达60%以上，全年KPI超2500亿，仅次于淘宝直播；8月快手电商订单量超5亿，成为第四大电商平台。

图：TOP 4 移动用户时长互联网公司



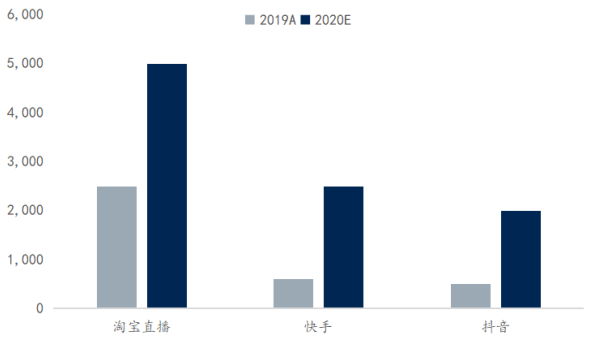
资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

图：TOP 1 直播平台



资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理（抖音28%、快手50%、哔哩哔哩12%、陌陌30%、斗鱼100%、虎牙100%）

图：TOP 2 直播带货电商平台



资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

国信证券经济研究所
GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE
全球视野 本土智慧

发展历程：产品形态和商业化变现逐步“抖音化”

从工具到社区、从北到南、从草根到明星、从“双列”到“单列”：

- **工具到社区（2011-2013年）**：快手成立于2011年3月，最早叫“GIF快手”，是一款制作GIF图片的手机应用。作为一款工具类产品，快手所有生产的内容都是在微博上传播的。抱着对工具定位的危机感和不安，快手在V2.4、V3.4版本转型社区，逐渐演变“发现”（V3.40）、“同城”（V3.48）、“关注”（V3.94）。
- **草根社区的兴起（2014-2015年）**：随着移动互联网崛起以及自身算法、内容生态完善，快手迎来了一波强劲的自然增长。以“MC天佑”为首的主播通过“快手引流、YY变现”的模式，享受到了快手的成长红利，源源不断的YY系主播加入也奠定了快手“草根江湖”的老铁文化。
- **短视频百团大战（2016-2018年）**：互联网巨头纷纷意识到短视频的战略价值，秒拍、梨视频、快视频等纷纷进入，短视频行业迎来百团大战。再有16年4月上线直播功能的快手以及18年横空出世的大屏抖音在这场“烧钱战”中存活下来。
- **抖音化（2019-至今）**：“重庆会议”后，快手策略从佛系转为激进。大屏模式的快手极速版、积极引入明星、快手8.0版本强调精选都标志着快手积极向竞争对手学习经验，实现自身的突破。

图：GIF快手火爆于微博



资料来源：微博，国信证券经济研究所整理

图：快手和抖音成为百团大战后的胜者



资料来源：短视频工厂，国信证券经济研究所整理

国信证券经济研究所
GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE
全球视野 本土智慧

管理层及股权：组织架构升级、腾讯持股约21%

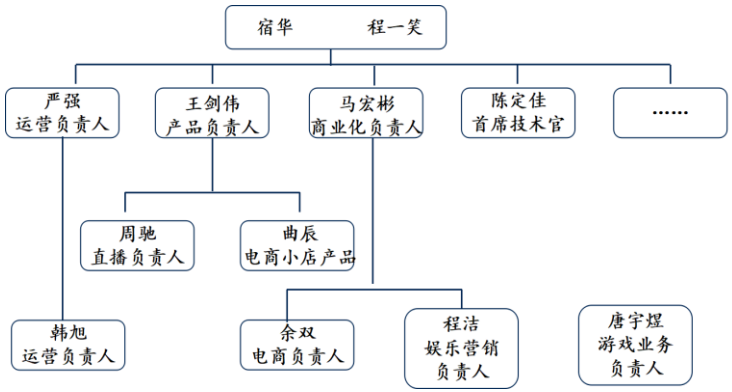
快手进行一系列组织架构调整：

- 程一笑：创始人兼首席产品官，先后在惠普、人人网供职，后创业做GIF快手。
- 宿华：创始人兼CEO，先后在Google、百度供职（负责搜索和推荐算法）。
- 马宏彬：高级副总裁，此前负责战略分析、用户增长等，先后任职于波士顿咨询、美团，成为商业化负责。
- 王剑伟：产品社区负责人，曾于腾讯手Q和微信任职。
- 严强：高级副总裁，来自于阿里巴巴，从商业化负责人转为运营负责人。

股权结构：（仅宿华、程一笑为A类股）

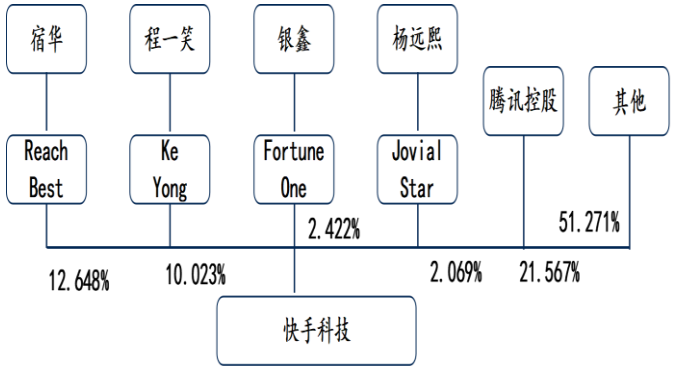
- 创始团队：宿华持股12.648%、程一笑持股10.023%、银鑫持股2.422%、杨远熙持股2.069%;
- 腾讯：腾讯持股21.567%;
- 其他：五源资本持股16.66%，美国风险投资公司DCM持股9.23%，俄罗斯投资公司DST持股6.43%，百度持股3.78%，红杉资本持股3.2%，博裕资本持股2.29%，淡马锡持股0.86%。

图：快手组织架构升级



资料来源：快手，国信证券经济研究所整理

图：快手IPO前股权结构



资料来源：快手招股说明书，国信证券经济研究所整理

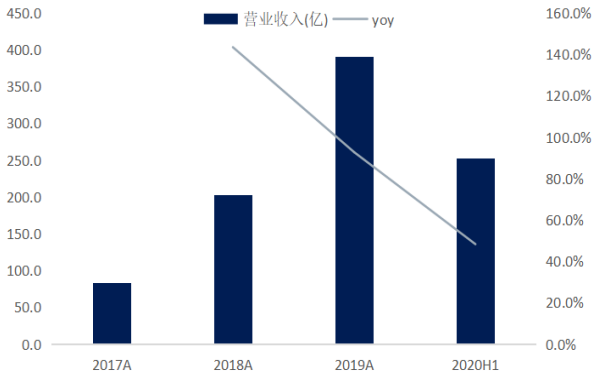
国信证券经济研究所
GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE
全球视野 本土智慧

财务概览：营销、电商加速，激进增长致短期承压

快手收入来自于直播、线上营销及电商等其他业务。

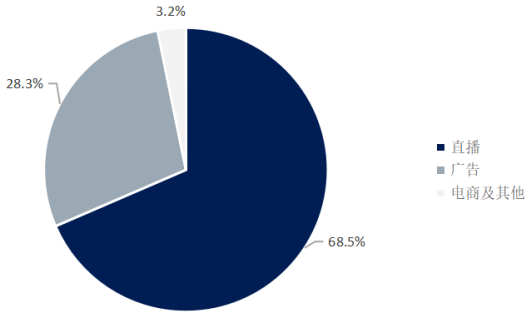
- **营业收入：**快手收入从2017年的83亿增长至2019年391亿，从截止2019年上半年的171亿增至2020年上半年的253亿。
- **收入结构：**2020年上半年，直播业务占比68.5%，同比增长17.0%；广告业务占比28.3%，同比增长222.5%；电商及其他业务占比3.2%，同比增长3173.8%。从“双列”到“单列”加速广告商业化。
- **利润率：**2020年上半年，快手毛利率34.4%，调整后净利润率-25.1%。调整后净利润率大幅下降，主要由于快手极速版及其他应用的营销开支大幅提升所致。

图：快手营业收入及增速（单位：亿、%）



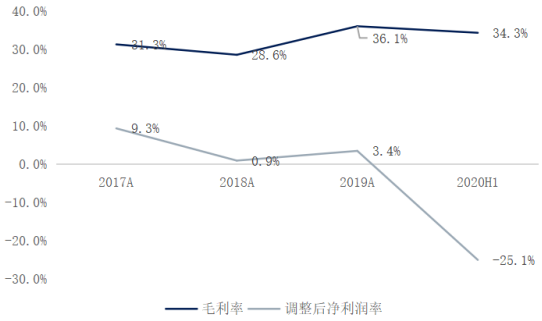
资料来源：快手招股说明书，国信证券经济研究所整理

图：快手收入结构（2020H1）



资料来源：快手招股说明书，国信证券经济研究所整理

图：快手毛利率及调整后净利润率



资料来源：快手招股说明书，国信证券经济研究所整理

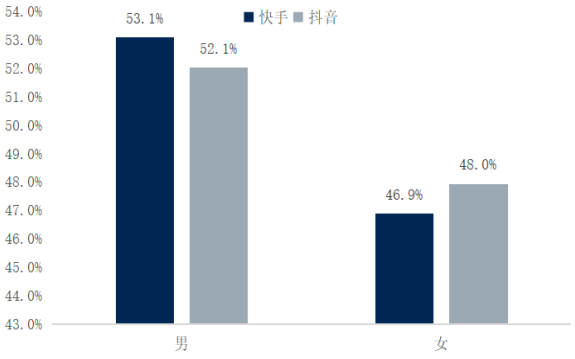
● 用户增长篇：从中低线年轻用户出发

用户画像：中低线城市、年轻用户构建基本盘

“北快手、南抖音”，“快手老铁、抖音潮人”，“快手五环外，抖音五环内”，这些刻板印象正在过时，但尚未完全过时：

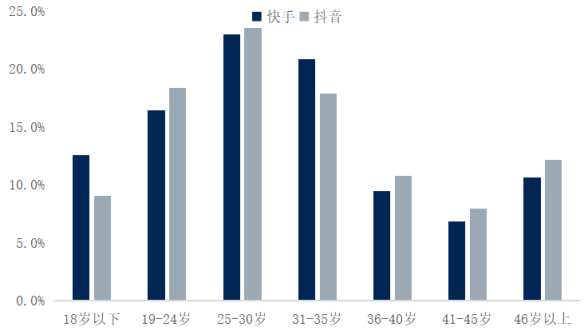
- **性别：**快手男性用户相对偏多。
- **年龄：**快手30岁以下用户占比70%+，与抖音相比快手在18岁以下用户占比更高。
- **地域：**快手下沉市场覆盖率更高，尤其是东北、西北等地。其中五线城市快手占比18.3%，相比于抖音高5.3pct。
- **线上消费能力：**快手用户线上消费较抖音用户较低，这与地域差异相符合。

图：快手与抖音用户性别差异（2020.10）



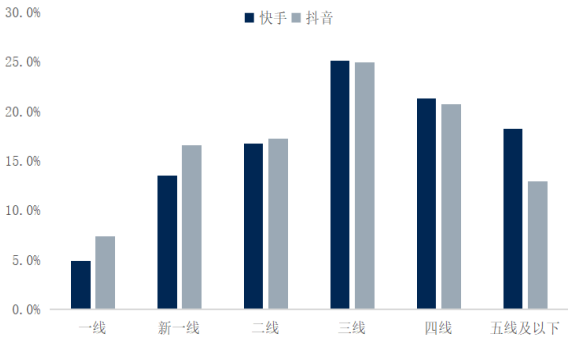
资料来源：QusetMobile，国信证券经济研究所整理

图：快手与抖音用户年龄差异（2020.10）



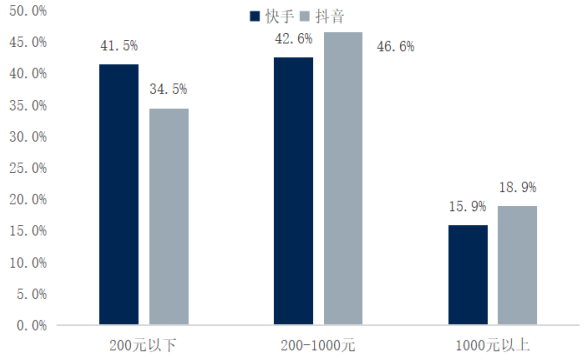
资料来源：QusetMobile，国信证券经济研究所整理

图：快手与抖音用户地域差异（2020.10）



资料来源：QusetMobile，国信证券经济研究所整理

图：快手与抖音用户线上消费差异（2020.10）



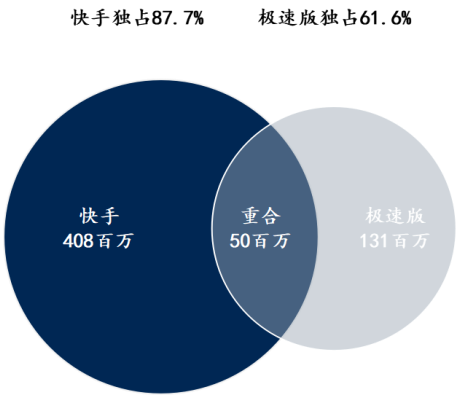
资料来源：QusetMobile，国信证券经济研究所整理

竞争对手：与抖音近身肉搏，与哔哩哔哩隔江相望

抖音系（抖音、极速版、火山、西瓜）、快手系（快手、快手极速版）、哔哩哔哩是UGC三大视频平台，视频号也具备潜力。

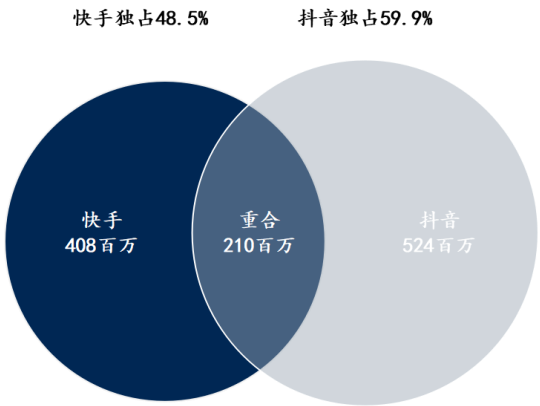
- **UGC将取代PGC成为内容行业主宰：**（短中视频取代电视和长视频的地位）1）对于用户：UGC快速反应用户喜好、供给充足，更受年轻用户喜欢；2）对于平台：PGC平台是自助餐模式（难以给内容方定价、优胜劣汰机制也较差）；UGC平台的关键是良性的内容生态，好的内容观看量高收益高。
- **抖快哔哩：**各有优势区域，抖音普适、快手低线年轻用户、哔哩哔哩高线年轻用户。快手与抖音重合度高达40-50%，处于“近身肉搏”状态，但调性和用户定位上仍有差异——抖音更娱乐、更都市、更垂直、更精雕细琢；快手更真实、更社会、更广泛、更浑然天成；对于重合用户来说，二者并不矛盾。快手与哔哩哔哩重合度低，约10-20%，但随着增长进入深水区，二者的“交火”很可能会越来越频繁。
- **未来重要的增长方向：**1）中老年用户（即传统的电视用户）；2）一二线城市用户。

图：快手与极速版重合情况



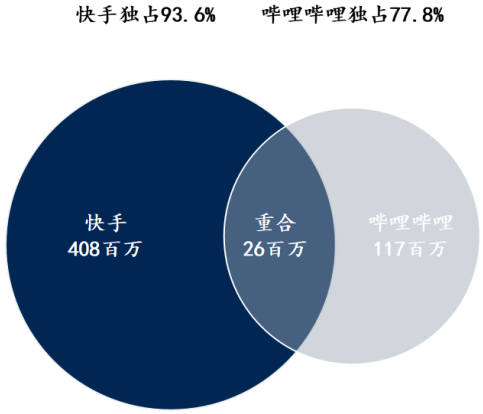
资料来源：Questnobile，国信证券经济研究所整理

图：快手与抖音重合情况



资料来源：Questnobile，国信证券经济研究所整理

图：快手与哔哩哔哩重合情况



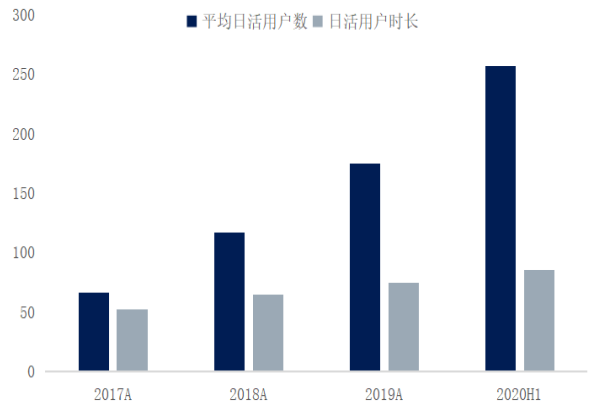
资料来源：Questnobile，国信证券经济研究所整理

用户增长：从佛系到激进，短期推广支出大幅增长

快手增长策略从佛系到激进，“金币模式”+春节红包+明星+……

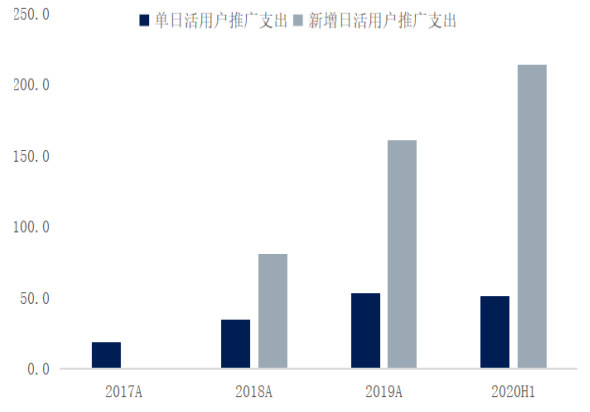
- **用户数：**截止2020年上半年，快手日活用户数2.58亿、月活用户数4.85亿，每日活用户时长85.3分钟。（用户时长和黏性堪比哔哩哔哩）
- **增长策略：**“佛系”根深蒂固，快手成立5年后即2016年下半年才建立App推广部门，7000万日活之前全部都是自然增长。2019年快手日益感受到抖音的压力，分别开展了K3战役（DAUs超3亿）、春节红包战役，增长更为激进，其中“金币模式”+“上下滑”的极速版功不可没。相比之下，抖音主要是预装、活动（如春节“囧妈”）等，哔哩哔哩主要是自制内容、赛事版权、线下活动、买量等。
- **获客成本：**我们从单日活用户推广支出和新增日活用户推广支出两个角度看。1）单日活用户推广支出：2020年上半年，快手 51.6元/日活、哔哩哔哩 38.2元/日活（哔哩哔哩的获客成本包括内容和推广支出，快手不包括内容）。2）新增日活用户推广支出：2020年上半年，快手 214.6元/新增日活、哔哩哔哩 120.5元/新增日活。整体看，随着快手用户增长进入深水区，以及增长策略较大变化，快手获客成本偏高、效率偏低。
- **对应不同用户的增长方式：**1）中老年用户：PGC内容（如引入地方电视台等）+明星+社交裂变类红包/金币；2）一二线城市用户：明星+A站等。

图：快手平均日活用户及时长（单位：百万）



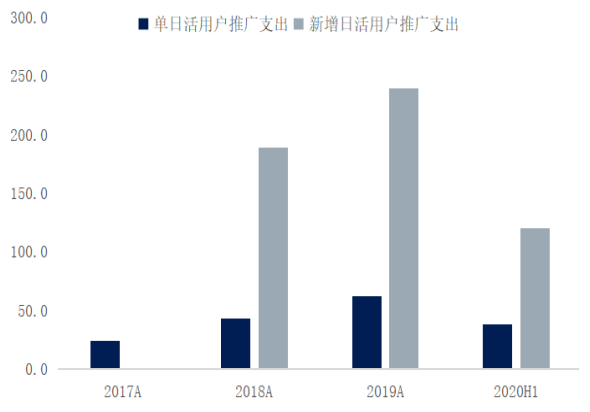
资料来源：快手招股说明书，国信证券经济研究所整理

图：快手单日活用户推广支出（单位：元）



资料来源：快手招股说明书，国信证券经济研究所整理

图：哔哩哔哩单日活用户推广支出（单位：元）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

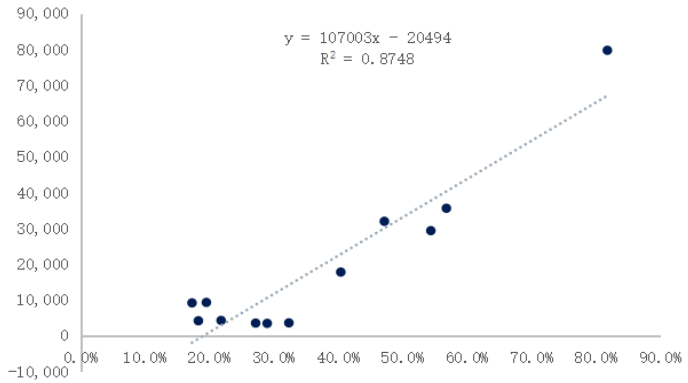
天花板：基于用户黏性的一种思考方式

无论从内容生态还是商业化角度，日活用户是最具有价值的（基于日活用户天花板）：

- **黏性非常重要：**用户增长漏斗模型，存量用户取决于流入和流出。流入与用户调性、增长策略有关（即通过各种手段让用户下载应用），流出与内容生态等有关（即凭借自身内容生态是否能够留住用户、用户使用频率如何）。我们看到日活用户数和用户黏性存在较高的相关度，并且R2高达0.87。（采用DAU与DAU/MAU相比较）
- **短视频黏性持续提升：**用户黏性可以用DAU/MAU、留存率和时长来衡量，此处首选DAU/MAU。自2015年以来，抖快用户黏性持续提升，仅次于微信、高于QQ。（DAU/MDU：微信 81.8%、抖音 56.8%、快手 54.4%、 QQ 47.1%、微博 40.4%、哔哩哔哩 29.0%；7日留存率：微信 97.9%、抖音 87.7%、QQ 85.8%、快手 82.6%、哔哩哔哩 71.6%）

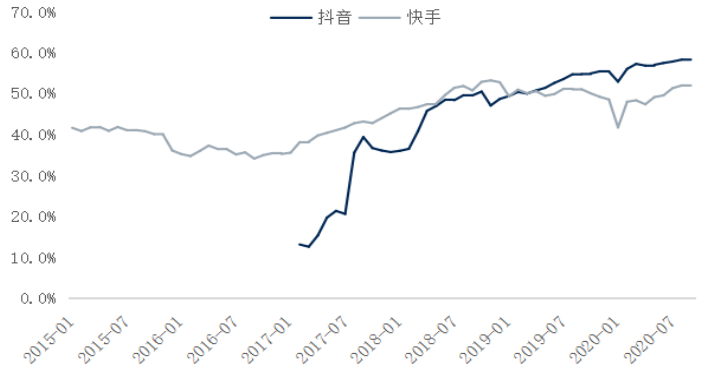
抖音用户数已超QQ，快手也有望未来超过。假设未来DAU/MAU不下降的情况下，根据回归方式，快手日活用户天花板或达3.7亿。

图：TOP 社交、视频应用日活用户数与黏性回归



资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理（采用DAU/MAU计；包括微信、QQ、爱奇艺、微博、优酷、芒果、陌陌、抖音、快手、哔哩哔哩等）

图：抖音、快手DAU/MAU持续提升



资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

13

- 内容生态篇：创作者导向的“低集中度+低流动性”生态

产品设计：大屏模式向上，公私域更加均衡

快手的瀑布流界面，天然有利于形成关注和社交机制（内容质量不齐，主动选择行为为主）；抖音的单页信息流界面，天然有利于算法推荐和平台运营（推荐爆款内容，懒人模式）。

- **快手：**8.0版本后“精选”与“同城”互换，新用户进入界面主要是大屏“精选”，瀑布流“发现”占比下降，主APP逐步抖音化。老用户仍然优先瀑布流“发现”，私域占比仍较大。改版前“关注”、“发现”、“同城”流量占比约4：4：2，“精选”或推动公域流量占比提升。
- **快手极速版：**“小抖音”，大屏模式“发现”，仅“同城”保持瀑布流。

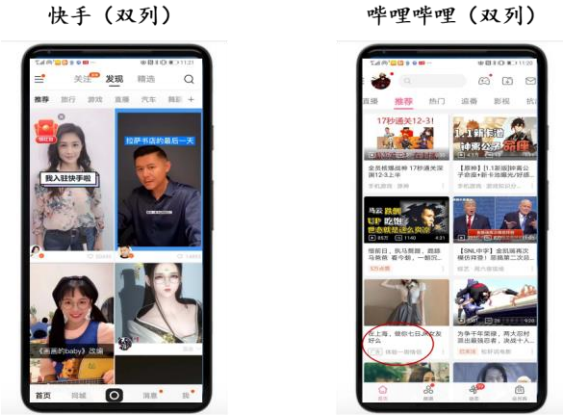
“双列” V.S. “单列”：1）用户体验：“单例”+“算法”的懒人模式，沉浸感更强，更适合“内容为导向”的算法机制；2）公私域：“单列”中流量由平台决定，“双列”中用户自主权大，更强调关注；3）商业化：“单列”广告加载率更高（一般15% V.S. 5%）、更高点击率和更好的转化效果。

图：快手“上下滑”地位提升



资料来源：抖音，快手，国信证券经济研究所整理

图：双列给用户更多选择



资料来源：快手，哔哩哔哩，国信证券经济研究所整理

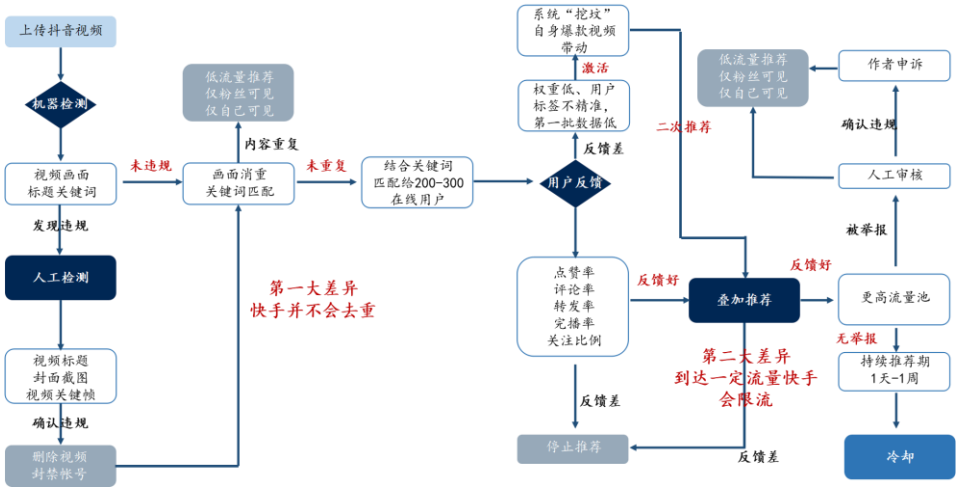
算法共性：基于内容质量和相似用户选择

算法是具有价值观的，不同互联网公司有着算法的相同和不同点。通常呈现新闻和信息的方式均来自一个数学方程式，基于以下两个因素：

- 算法质量——内容的质量标准。通过测试池用户的点赞、转发、评论等来衡量。
- 历史记录——过去你对特定内容所做的动作和反应。根据相似用户的选择进行推荐。

以抖音为例，看推荐算法运作过程：1）机器检测、人工检测：禁止违规内容上传，给予重复内容低权重（抖音模式）；2）流量池反馈：结合关键词匹配给一个小流量池（相似用户群）的用户，根据用户点赞率、评论率、完播率等指标衡量；3）叠加推荐：对于在小流量池指标变现较好的内容会进一步推荐到更大的流量池，如此反复。可以看到，算法的作用主要体现在1）降低用户决策难度；2）增加优质内容的传播力度（事实上，算法增强内容的集中度）。

图：以抖音为例看推荐算法逻辑



资料来源：抖音，国信证券经济研究所整理

国信证券经济研究所
GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE
全球视野 本土智慧

算法价值观：坚持创作者导向，仍然公平普惠

不同算法权重相当于不同的“底层机制”，代表着不同的产品价值观和理念：

- **不同平台的价值观：**Facebool强调有意义的社交、Twitter强调实时性、Youtube强调展示自己、快手强调公平普惠、抖音强调美好生活、哔哩哔哩强调兴趣。
- **不同平台的算法权重：**Facebook重视直播和长评等强互动内容、Twitter优先时间、Yotube重视上传频率、快手头部内容限流、抖音优先爆款内容、哔哩哔哩优先关注和标签。

以王祖蓝为例（抖音2376万粉丝 V.S. 快手2957万粉丝）：1）播放量/点赞量：抖音最大点赞量1160万、最小点赞量10万、平均135万；快手最大点赞量220万（点赞率2.8%）、最小点赞1万，**抖音头部化更为明显**。2）赞评比/点赞率：快手的点赞率高于抖音。快手以创作者为导向，抖音以观看者为导向。

表：各平台算法比较分析

	Facebook	Twitter	Instagram	Youtube	快手	抖音	哔哩哔哩
算法理念	有意义的社交互动	现在正在发生的事情	与家人和朋友分享	展示自己	拥抱每一种生活	记录美好生活	你感兴趣的视频
质量评分	站内内容、直播等	站内内容、可信账号、字数等	是否建立社群等	缩略图质量、时长15分钟内等	点赞、互动、转化等	点赞、互动、转化等	点赞、互动等
测试方式	小范围用户	小范围用户	小范围用户	小范围用户	小范围用户	小范围用户	小范围用户
算法权重	点赞、评论、分享、观看时长等	点赞、回复、转发、在线粉丝数量等	点赞、评论、分享、观看时长等	点赞、评论、分享、观看时长等	点赞、评论、分享、完播率等	点赞、评论、分享、完播率等	点赞、评论、分享、完播率等
优先内容	直播内容、长评内容、促进朋友和家人间对话内容	时间顺序、信誉度高的账户、与您互动最多的人的推文	发布次数、互动次数	观看时长、观众留存、粉丝数、上传频率	关注、限流	关注、高赞	关注、搜索、观看等

资料来源：国信证券经济研究所整理

图：快手对头部内容限流



资料来源：快手，抖音，国信证券经济研究所整理

国信证券经济研究所
GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE
全球视野 本土智慧

内容生态：低集中度、低流动性、全民创作

不同的产品设计和算法权重产生不同的内容生态结构：

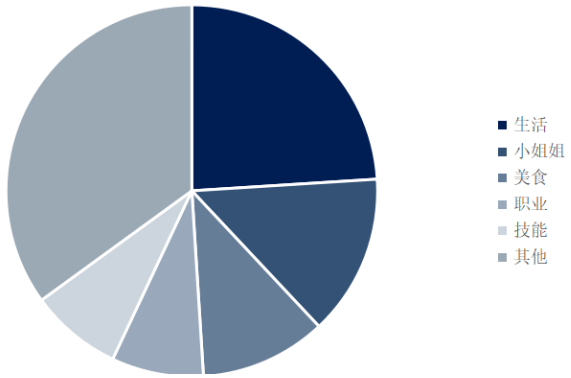
- **内容分布：**与抖音、哔哩哔哩，较为相似，主要是生活、游戏、科技、高效、舞蹈等。
- **定位：**快手社区属性强、倾向于半陌生人社交；抖音强媒体弱社区、随着用户体量增长熟人社交发展也比较快；哔哩哔哩强社区。
- **头部化：**快手千万粉丝以上KOL占比1.6%，较为分散；抖音千万粉丝以上KOL占比4.2%，较为集中；哔哩哔哩百万粉以上400人，极其分散。
- **头部流动性：**抖音以内容为导向，头部主播流动性高；快手、哔哩哔哩以关注导向，头部主播流动性低。（低集中度、低流动性下粉丝价值高，但同样也会产生辛巴这样的超级主播，2020年预计带货500亿，占快手电商KPI 20%）
- **用户互动和创作参与：**哔哩哔哩内容质量高，投稿渗透低、互动率高；快手创作者导向，创作参与度和用户互动都比较高。

表：各平台内容生态对比

	快手	抖音	哔哩哔哩
定位	强社区	强媒体弱社区	强社区
头部化	头部KOL占比1.6%(千万粉丝)	头部KOL占比4.2%(千万粉丝)	百万粉以上400余人
头部流动性	关注导向流动性低	内容导向流动性高	关注导向流动性低(TOP20K投稿9%播放53%)
创作参与度	平均26%月活用户为创作者，月上传视频11亿	-	平均1.1%月活用户为创作者，月上传视频600万
用户互动	较高，部分点赞率可达3%以上	较高，部分点赞率可达3%以上	高，部分点赞率可达10%以上

资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

图：快手内容分布



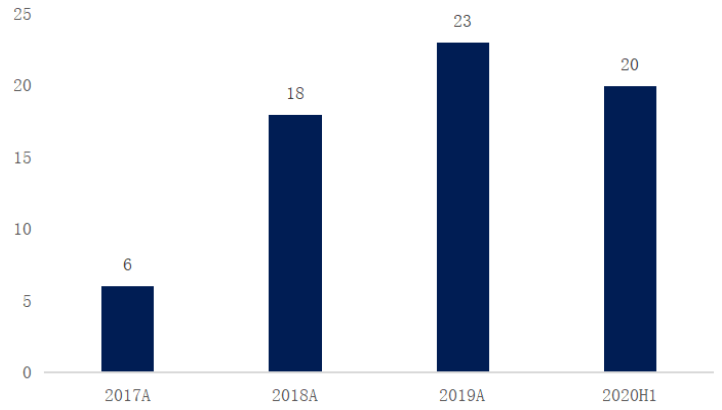
资料来源：快手，国信证券经济研究所整理

商业生态：好的商业生态才能反哺内容供给

高质量的UGC或PUGC内容需要专业团队持续、有效提供，那么视频平台的商业化能力决定了这种供给的意愿和能力：

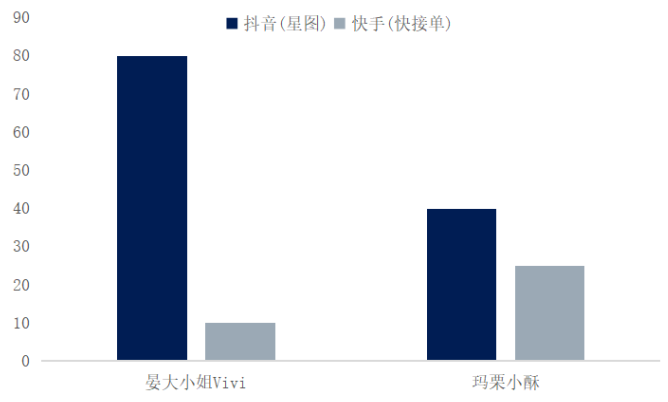
- 广泛的用户获得收入：2017、2018、2019年与截止2020年6月，用户中分别有约600万、1800万、2300万及2000万人在快手应用通过若干形式获得收入。
- 获得收入的方式：包括直播打赏、直播带货以及磁力聚星（原快接单，达人营销）。
- 商业化能力对比（快手 V.S. 抖音 V.S. 哔哩哔哩）：
  - 头部：头部差异性较大，快手头部主播的主要变现模式是直播打赏和带货，抖音较为相似。我们认为快手用户黏性高、粉丝价值高，对于头部主播来说，快手 > 抖音 > 哔哩哔哩。
  - 中腰部：除直播和带货外，内容营销也非常重要。我们选取两位创作者内容刊例价对比：1）刊例价：晏大小姐抖音8万（443万粉丝）、快手1万（81万粉丝），玛栗小酥抖音4万（384万）、2.5万（241万），由于抖音涨粉比快手快，整体刊例价高于快手；2）折算单粉丝价格：晏大小姐抖音 18元/千粉、快手12元/千粉，玛栗小酥抖音 10元/千粉、快手10元/千粉，抖音单展示广告价值高于快手。我们认为快手涨粉较难、品牌价值略低于抖音，对于中腰部主播来说，抖音 > 快手 > 哔哩哔哩。

图：快手应用通过若干形式获得收入用户数（单位：百万）



资料来源：快手招股说明书，国信证券经济研究所整理

图：抖快两位创作者内容营销刊例价



资料来源：中广天泽，国信证券经济研究所整理

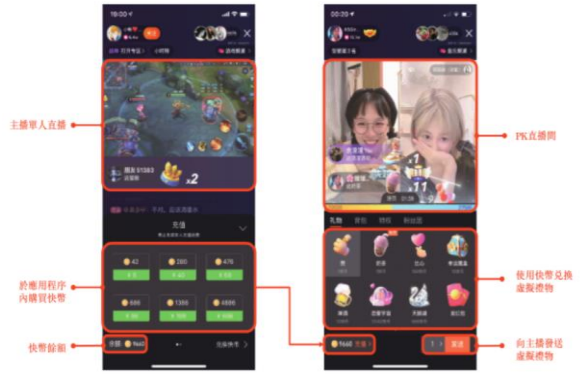
● 商业化：“抖音化”加速营销变现

直播：增长趋于平稳，兼顾现金牛和流量法则

截止2020年6月，快手是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。

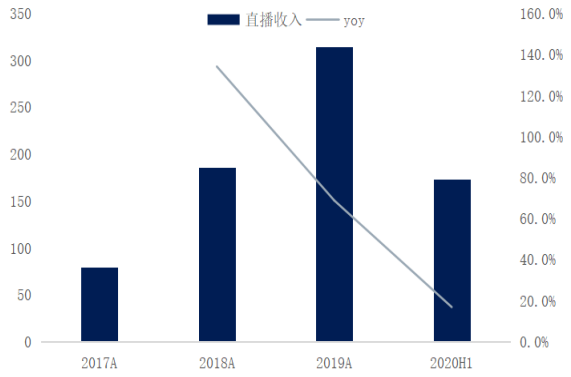
- 用户规模：截止2020年6月30日的六个月，快手直播日活用户超过1.7亿，以游戏（日活5000万以上）和带货（日活1亿+）为主，付费用户6400万，付费渗透率超37.6%。
- 财务表现：2020年上半年直播业务收入173亿（yoy+17.0%），主播的收入分成及相关税项比例约56.4%。作为直播平台，应付账款存量较大，现金流较好，直播业务是快手的现金牛业务。
- 生态作用：1）直播是激活粉丝的重要手段，由于视频被限流，直播并不会被限流，直播在快手生态体系重要非常；2）直播是导粉的重要手段，“打榜”这词在快手体系里并不陌生，连麦、打榜都是以关注、关系链为重心的快手流量体系中引流的重要手段。
- 单列化的影响：直播用户皆为重度用户，用户习惯已经养成，单列化对存量用户影响较小。

图：快手直播



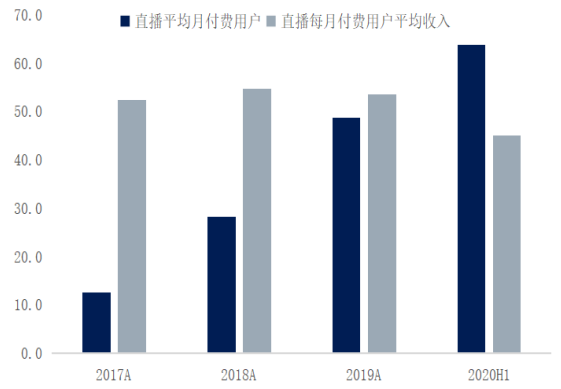
资料来源：快手招股说明书，国信证券经济研究所整理

图：快手直播收入及增速（单位：亿，%）



资料来源：快手招股说明书，国信证券经济研究所整理

图：快手月付费用户（单位：百万）



资料来源：快手招股说明书，国信证券经济研究所整理

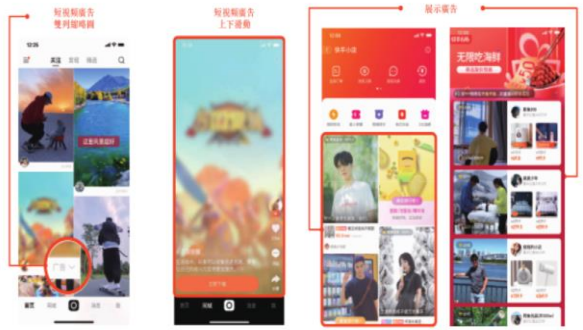
国信证券经济研究所
GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE
全球视野 本土智慧

广告：高增长业务，单列推动加载率、转化率提升

从“双列”到“单列”，公域流量占比提升，广告业务成为未来两年高增长板块：

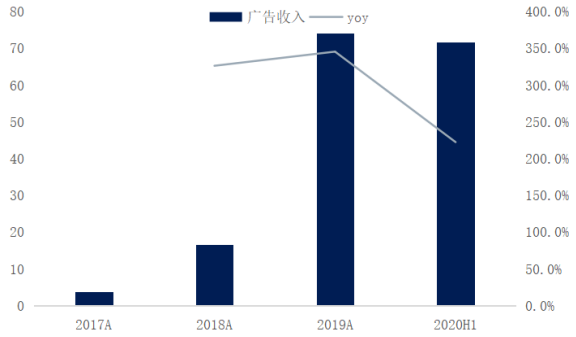
- 广告形式：传统广告（展示、信息流广告）、快手粉条（对标抖音DOU+，付费推广短视频或直播）、磁力聚星（对标抖音星图，达人内容营销抽成）。
- 财务表现：2020年上半年广告业务收入72亿（yoy+222.5%），收入为扣除返佣净额计。加载率、转化率提升、品牌升级都有望推动广告业务成为未来两年的高增长板块。
- 天花板：从单日活用户角度看，快手 0.15元、哔哩哔哩 0.08元、抖音 0.56元（按一季度估计，偏低），抖快之间的差距主要在于加载率、转化率提升、品牌等方面，后续提升空间较大。
- 痛点：对于品牌调性来说，从高处流向低处容易，从低处升入高处难。品牌广告主都愿意对消费能力较强的人群、调性较高的场景进行投放。

图：快手广告



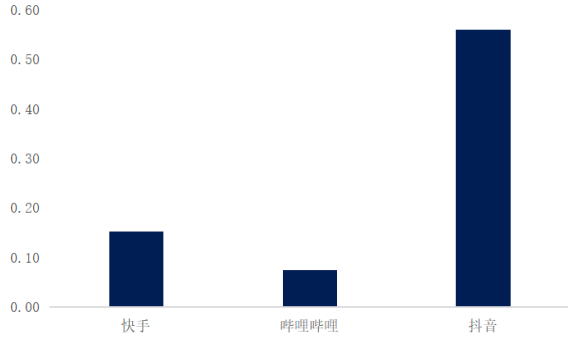
资料来源：快手招股说明书，国信证券经济研究所整理

图：快手广告收入及增速（单位：亿，%）



资料来源：快手招股说明书，国信证券经济研究所整理

图：快斗哔哩日活用户日贡献收入



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理（快手为20年上半年、抖音为20年一季度、哔哩哔哩为20年二季度数据，故存在一定偏差）

电商：本质为“值得买+拼多多”，处于爆发期

截止2020年6月，以商品成交总额计第二大的直播电商平台。

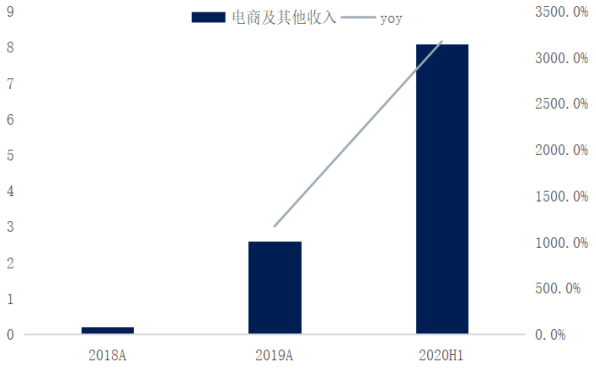
- 商业模式：从GMV中抽取约5%的交易佣金。
- 商品交易规模：2020年上半年商品交易总额达1096亿，货币化率约0.7%（显著低于5%，或因佣金减免、退货率等综合影响）。快手用户的平均重复购买率达60%以上。
- 财务表现：2020年上半年电商及其他业务收入8亿（yoy+3173.8%）。短期主要关注GMV增长，全年KPI 2500亿，随着GMV和货币化率提升，财务表现值得期待。
- 与抖音电商区别：直播电商的本质是“选品”+“折扣”，快手中更注重关注关系，商品主要通过“人”作为纽带，而抖音则仍以“产品”作为纽带。此外，快手仍保持大量私域流量，主播直播带货观看量主要取决于粉丝数量，而抖音直播仍需要外采流量进行转化。

图：快手电商



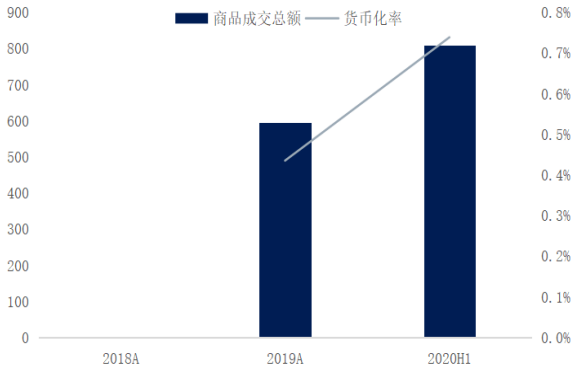
资料来源：快手招股说明书，国信证券经济研究所整理（2018年8月推出电商业务）

图：快手电商等收入及增速（单位：亿，%）



资料来源：快手招股说明书，国信证券经济研究所整理

图：快手电商GMV及货币化率（单位：亿，%）



资料来源：快手招股说明书，国信证券经济研究所整理

游戏：具有潜力，他山之石可以攻玉

自2018年1月开始，快手开始游戏联运业务。

- 组织架构：游戏负责人唐宇煜负责游戏业务及A站。
- 潜力：快手游戏短视频日活9000万+，快手二次元日活5000万+。枪战射击、MOBA、沙盒、棋牌和竞速是快手五大热门游戏类型。通常来看，短视频信息流广告中约1/4-1/3是游戏广告。
- 哔哩哔哩：B站以独代游戏为主，2019年游戏收入36亿，独代游戏收入占比76.6%，毛利润占比64.3%。（主要为二次元游戏《FGO》、《公主链接》）
- 字节跳动：2018年，字节就开始游戏方面的“未雨绸缪”，10月入主朝夕光年（日后的中重度游戏研运大本营）。2019年，抖音首次试水小游戏“音跃球球”，并且先后入股上海墨鹍、上禾网络等游戏公司，并在北上深杭四地迅速组建千人的游戏团队。2020年，严授全面负责游戏业务，也标志着字节自研和独代业务业务加速。

图：快手游戏



资料来源：快手招股说明书，国信证券经济研究所整理

图：头条游戏布局



资料来源：国信证券经济研究所整理

- 投资建议：关注快手广告及电商产业链

投资逻辑：关注快手广告及电商产业链

广告产业链：关注内容营销趋势下受益标的

- 天下秀（600556.SH）：国内领先的红人新经济企业，起步于微博红人经济，建立了微任务平台（即新媒体广告交易系统服务）和WEIQ新媒体大数据系统，并逐步扩展至新媒体营销客户代理服务。天下秀旗下拥有WEIQ、SMART、TOPKLOUT克劳锐、IMsocial四大品牌矩阵，覆盖包括微博、微信、抖音在内的多个主流自媒体平台。内容即流量，与传统营销业务不同，新媒体营销面对的上游资源方更分散，营销机构具有更强的议价权。

电商产业链：关注快手直播电商高速发展红利期受益标的

- 中国有赞（8083.HK）：有赞是国内领先的社交渠道SaaS开店工具，帮助商家在社交渠道中搭建属于自己的店铺，可以提供交易、营销、数据、资产管理等功能。快手等社交渠道电商收入大幅增长，我们估算有赞占据快手30%的GMV，而快手占有赞整体GMV的60%左右，社交渠道的快速增长可以帮助有赞商家获得流量红利、实现收入的快速增长，进一步推动有赞业务快速发展。
- 星期六（002291.SZ）：公司旗下遥望网络为快手头部MCN机构，获得磁力聚星“年度影响力机构”，主要从事短视频广告、直播带货业务。公司拥有较强网红孵化能力、供应链聚合能力、流量运营能力，旗下瑜大公子、李宣卓均为快手平台带货前列的主播。遥望网络将受益于快手平台高速增长期红利，并且可以将相关成功经验复制到抖音等其他平台。
- 起步股份（603557.SH）：大众婴童鞋服龙头，销售以线下经销模式为主，旗下品牌ABCKIDS是国内第四大童鞋品牌。2020年9月控股股东香港起步向辛选投资、张晓双转让5%、5%的股权，公司与快手TOP 1主播辛巴团队在母婴行业展开合作。辛巴团队将粉丝流量优势为公司旗下品牌带货，推动线上收入增长。此外，双方成立合资公司，打造母婴行业新零售平台，整合行业优质供应链资源，全方位改造产品开发、订单生产、销售渠道、用户流量等环节，提供高性价比母婴产品。

相关重点公司估值表

相关重点公司估值表

代码	公司简称	股价 20/11/09	总市值 亿元	EPS				PE				ROE （19A）	投资评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E		
600556	天下秀	17.70	320	0.14	0.24	0.36	0.44	126.4	73.7	49.2	40.2	/	买入
8083.HK	中国有赞	1.84	317	-0.04	-0.02	-0.01	0.02	/	/	/	/	-16.2%	增持
002291	星期六	22.85	169	0.20	0.27	0.69	0.99	114.3	84.6	33.1	23.1	/	无评级
603557	起步股份	15.00	73	0.30	0.23	0.39	0.53	50.0	65.2	38.5	28.3	8.5%	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测
注：星期六、起步股份为Wind一致预期，其余为国信证券预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所
GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

全球视野　本土智慧

GLOBAL VIEW　LOCAL WISDOM