

看好	中性	看淡
----	----	----

上次评级：中性，2018.6.7

郭荆璞 首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 8332 6789

邮箱：guojingpu@cindasc.com

温世君 研究助理

联系电话：+86 10 8332 6877

邮箱：wenshijun@cindasc.com

王上 研究助理

联系电话：+86 10 8332 6725

邮箱：wangshang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

从快手收购 A 站看垂直内容的商业逻辑

互联网传媒行业动态点评

2018年6月13日

事件：2018年6月5日，短视频巨头快手全面收购国内弹幕社区鼻祖 AcFun（A 站）。另据6月5日中文在线公告，其以1.4亿元的价格将13.51%的A站权益出售给快手，这意味着A站本轮整体估值在10亿元左右。而其竞争对手哔哩哔哩（B站）在纳斯达克上市后，截至2018年6月12日，总市值已经超过50亿美元。

点评：

➤ **移动端小屏幕是私人娱乐空间，抖音、A 站均垂直内容扎根于此。**移动端的小屏是一个非常私人化的信息入口。相对于PC或者电视这样的家庭大屏，手机更多是个人使用的。这就使得移动端内容可以更加垂直，而不用像大屏那样考虑共同使用者的喜好。另外，年轻的90后、00后没有太多经历过70、80后大众传媒时代社会热点集中的时代，他们会集中在一个又一个垂直内容之下，无论是抖音还是A站，其生态均是扎根于此的垂直内容平台。

对于市场而言，垂直内容的价值体现在三个方面：一是随着年轻群体的成长，在相应的垂直领域会形成极强的支付能力；二是垂直内容虽然不会总是出现全民火热的情况，但由于其内容成本、尤其是演员成本较低，长期而言长尾效应不可忽视；三是对于内容购买方平台而言，这些垂直内容很多都是用户上传，即使购买一般也难以产生天价费用，可以用同样的费用购买更多的内容。

➤ **A 站、B 站的护城河不是二次元，而是二次元为代表的垂直内容背后的亚文化圈子。**圈子是当前内容行业，甚至整个娱乐行业的核心竞争力。在当下的传播环境下，打造全民热点已经越来越困难，能够以垂直内容为核心打造亚文化与小圈子，并提供以内容娱乐（包括但不限于影视、动漫、游戏、周边）为核心亚文化产品矩阵和亚文化网络社交平台，成为一种较为稳健的商业模式。

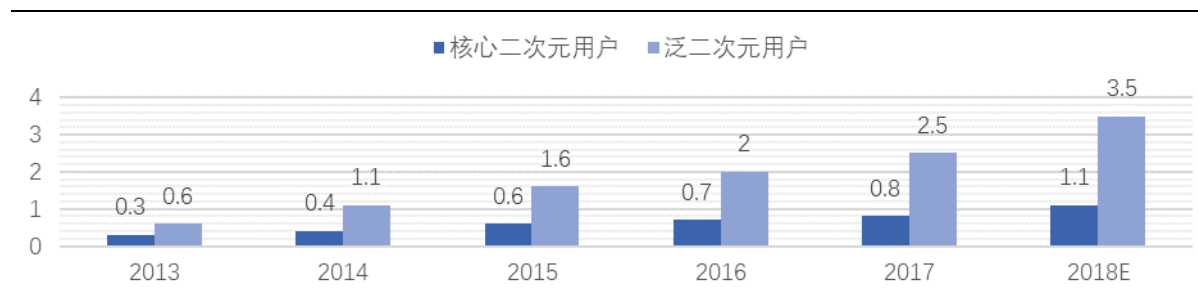
以A站、B站这样的垂直内容视频网站为例，其核心竞争力，并不仅仅是弹幕或者二次元内容（这些都是其他视频网站可以提供的，其他视频网站现在也都有弹幕功能，也有大量的动漫等二次元内容），而是因为其内容、社群聚集起一个又一个亚文化圈子。这些小圈子二次元用户聚集A站、B站上，不仅会上传内容、发布弹幕，同时在线上、线下以小圈子的形式互动、推广和抱团，从而形成的以垂直内容泛娱乐为卖点的用户群体和细分市场。因此，A站、B站的核心优势在于其作为一个亚文化社区所具有的极强的用户忠诚度和影响力，这是与其他靠商业逻辑聚集用户的平台不同的地方。

➤ **快手本质上也是一个基于垂直内容的亚文化社区，寻求 A 站带来的二次元用户增量。**与A站、B站的逻辑相似，快手本身也有自己的亚文化圈子，“喊麦”与“社会摇”即是快手创造的两大亚文化现象。在用户画像上，快手的用户特点是足够下沉且平均，而A站的用户则以年轻人为主、社区文化重，快手与A站的结合是不同层面的亚文化的融合。二者合并既

可以吸引新的文化圈层用户，又能在内容分发竞争中占据优势，扩大流量入口，完善商业结构以建立自己的行业门槛。

同时，二次元用户的高速增长与随着年龄增长带来的购买力的提升，也是快手此次出手的出发点。从2013年-2018年二次元用户规模走势图可以看出，中国的核心二次元用户规模和泛二次元用户规模呈逐年上升趋势，预计到2018年中国二次元用户规模将超过3.5亿人。可以肯定的是，随着二次元文化的广泛传播与年轻群体的逐渐成长，这部分用户将会成为一个忠诚的、强购买力的、具有很强变现能力的群体。

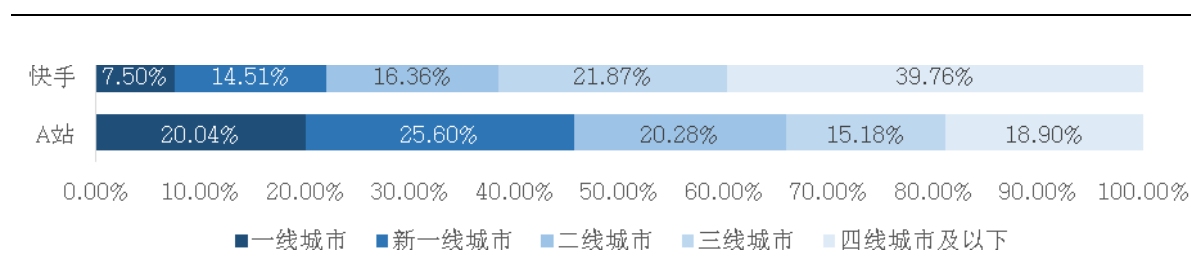
图1：2013-2018年中国核心二次元用户及泛二次元用户规模（单位：亿人）



数据来源：速途研究院，信达证券研发中心

- **补全垂直内容用户群体，快手、A站的用户存在极强的互补性。**虽然都是布局垂直内容，但很明显快手、A站用户群其实是不同的。据极光大数据 iAPP 检测平台数据显示，快手和A站存在较大的定位差异，快手用户中仅有0.3%为A站用户，A站用户中也仅有19.5%为快手用户。从用户分布城市情况看，A站一二线城市用户达到65.92%，而快手只有38.37%；快手三四线城市用户达61.63%，而A站只有34.08%。

图2：快手和A站用户城市分布情况



数据来源：极光大数据 iAPP，信达证券研究开发中心

这种悬殊的用户结构对比，或许可以解释快手入主 A 站的真正目的，即打造流量互补的新生态。在短视频行业竞争白热化的当下，快手需要来自 A 站的一二线用户来提高自身付费用户群体，为自己在“草根”标签以外再添加“二次元”的标签。同时，短视频还要面临严峻的内容监管。近年，短视频行业已经多次被监管层警告或整顿，而二次元的娱乐性则监管风险较小。因此，此次收购或许也能为快手提供更多的合规内容来源，减少一些政策性风险。

- **“快手 + A 站”组成垂直内容矩阵，形成对今日头条系的竞争力，实现流量变现。**快手代表的是内容话语权的下沉，以往由泛精英阶层把握话语权的内容社区，并没有给占据社会比例大多数的人群留出发声渠道，快手正是占据了这部分市场空间。但伴随着高速发展，快手在用户拓展和日活增量方面也将面临瓶颈。此次收购有利于短视频平台快手寻求更优质、个性、原创的内容，因为深度垂直于二次元的 A 站与快手相同，都同样注重用户上传原创作品，这在一定程度上使得二者结合难度降低。A 站是优质用户原创长视频内容提供方，可以帮助快手收割 ACG（Animation、Comic、Game，即动画、漫画、游戏）粉丝，实现游戏等形式的流量变现，补齐快手的短板。

事实上，我们也可以认为：快手收购 A 站，加速布局二次元等一系列动作的背后，其实是资本方腾讯和今日头条系的竞争。在短视频领域，腾讯系的有快手、梨视频、微视，今日头条系的有抖音、西瓜视频、火山小视频等。近来抖音崛起，与快手不同，抖音的内容生产者颜值高、早期生产内容好是其成功的重要因素。在头条系的抖音分割市场和流量的压力下，腾讯系的快手收购 A 站，将会组成垂直内容矩阵，加强防御壁垒，以更接地气的姿态把控更大的内容范围从而形成对今日头条系的竞争力。

- **风险提示：**政策风险；行业竞争加剧，流量成本上升；用户活跃度下降。

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理。回国后就职于中国信达旗下的信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师。覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

温世君，负责信达证券研究开发中心传媒行业研究工作，立足行业内部趋势挖掘市场长期机会，聚焦传媒政策趋势、文化产业投资、互联网消费升级、影视娱乐新业态等行业前沿。加盟信达证券前，曾任中央电视台发展研究中心研究员，有七年的传媒研究、市场分析与业务实践经验。温世君为中国广播电影电视社会组织联合会微视频短片委员会常务理事，曾任 2014 亚洲媒体峰会首席演讲嘉宾、哈佛亚洲研究论坛演讲嘉宾、首届地面媒体台网融合交流会演讲嘉宾。温世君拥有中国人民大学哲学学士学位，北京大学哲学硕士学位，曾赴哈佛大学、辅仁大学、岭南大学访学。

王上，负责信达证券研究开发中心传媒行业研究工作，毕业于韩国成均馆大学新闻放送专业，2016 年 10 月底加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。