

裴培

分析师 SAC 执业编号: S1130517060002
peipei@gjzq.com.cn

腾讯与快手深入合作的三种可能性与路线图

事件

今年7月以来,多家媒体报道腾讯有可能收购或进一步投资快手。9月9日,《财经》杂志晚点团队报道:腾讯与快手的投资、合作谈判仍在进行之中,双方可能成立一个合资公司,腾讯输出流量、快手输出产品;腾讯原有的微视不会被放弃。此前,快手否认了被腾讯收购的传闻,但是对与腾讯之间的投资、合作事宜没有表态。

评论

腾讯与快手深入合作,有三种可能性:早在2017年,腾讯就对快手进行了投资。如今,腾讯在新兴的短视频领域严重落后,与快手加深合作是大势所趋。我们认为,双方的合作有三种可能性:第一种是腾讯控股快手、将其全面并表(参照腾讯音乐、阅文集团),这种可能性最小;第二种是腾讯增持快手、派驻董事、将其纳入联营公司范畴(参照京东、美团、拼多多),并在业务上加深合作,这种可能性最大;第三种是腾讯仅仅增加财务投资,不对快手施加影响,也不进行真正的业务合作,这种可能性虽然存在,但是对双方的意义都很小。

快手值多少钱?或许高达500亿美元:腾讯与快手讨论的除了合作模式,肯定还有价码。2018年底,快手最近一轮融资的估值约250亿美元;此后,快手在广告变现、直播、电商带货方面取得了巨大进展,用户还在快速增长。我们认为,参照抖音的估值,快手的理论估值区间在300-500亿美元;考虑到短视频、社交电商对腾讯的战略意义,我们相信,腾讯可以接受较高的估值水平;当然,一部分对价可能以流量资源等方式支付。

快手的对标不是抖音,它自成一个体系:2017-18年,绝大部分投资者的目光都被抖音吸引了,忽略了快手在下沉市场的巨大黏性。我们估计,抖音现在的基本牌仍然是一二线城市、白领、女性,而快手已经在深耕五线城市甚至乡镇市场。如果说抖音是“潮人聚集地”,快手就是“野蛮生长的乐园”,对草根主播、垂直UP主、低毛利率品牌非常有吸引力。在商业模式上,快手的广告变现效率不高,但是在直播、电商乃至游戏方面非常激进,无不走在抖音前面。总而言之,快手可谓内容平台中的“拼多多”,具备不可替代的战略价值。

腾讯+快手能做什么?可能很多,也可能一事无成:除了游戏之外,腾讯的大部分娱乐内容业务都是失败的。微视的失败已经不可能挽回,腾讯视频的投入产出比极低,Now直播、企鹅电竞都不是主流直播平台,腾讯影业(含企鹅影视)近年来原地踏步,天天快报也被今日头条压着打。腾讯最成功的内容业务——音乐、文学,都来自收购。关键在于,腾讯与快手的合作将如何落地?毕竟,快手并不缺乏流量,它的内容也很难“平移”到腾讯平台。如果腾讯和快手联合推出一款新产品,成功率很难保证。不是所有人都能像拼多多那样,吃透微信生态的“私域流量”。对腾讯来说,最好的情况当然是全面收购快手并允许其独立运营,但是快手很难接受。

投资建议

腾讯控股的广告业务自从2018年以来一直经历着动荡和挑战;但是,强劲的游戏和金融支付业务能够在很大程度上弥补广告业务的不足。如果腾讯真的能与快手加深合作,无论是什么形式的合作,都不失为明智的防御性举措;能否将防御转化为攻势,则要看合作的落地细节。**中国有赞**是快手电商的重要合作伙伴,又是腾讯的战略投资对象,如果腾讯与快手加深合作,它无疑将是受益者之一。对于**微博**、**抖音**等同类内容平台来说,如果腾讯和快手能够更紧密的结合,它们会面临较大的挑战,但是这个过程不会在短期完成。对于**完美世界**、**世纪华通**等“腾讯系”游戏公司来说,腾讯与快手的合作,可能使它们获得更广泛、更下沉的流量基础。

风险因素:宏观经济风险、监管风险、技术替代风险、内容开发风险。

不要小看快手，它可能决定互联网行业未来十年的格局

- 快手的用户和收入规模，不要说跟 BAT 比，即便与抖音相比，也还有一定差距；严格的说，快手尚未成为互联网行业的独立一极。然而，如今的快手，占据了一个微妙的战略地位：它在短视频领域的流量、算法和内容调性，是腾讯最缺乏的；它强大的电商导流能力，是阿里所觊觎的；它在下沉市场的牢不可破的地位，又足以让字节跳动忌惮三分。毫不夸张地说，快手倒向哪一边，哪一边就将获得巨大的战略优势。所以，腾讯必将拼尽全力获得对快手的影响力；而快手并不会急于站队，必将谋求更好的条件。

快手究竟有多强大？让数字说话

- 我们通过草根调研、渠道对比调研、自动化爬虫等多种方式，对快手的经营数据进行了拟合和估算。我们估计，截止 2019 年二季度末，快手的 MAU（月活用户）突破 4 亿、DAU（日活用户）稳超 2 亿，9 个月留存率接近 30%（低于抖音，但是高于绝大部分同类应用）。快手的最大特点是“草根性”：每天有近 3000 万条视频上传，相当于每 7-10 个日活用户就有一人上传过视频。我们估计，在快手的全部用户当中，有 50% 以上上传过至少一条视频。这种“全民参与性”，是抖音、微视、秒拍很难企及的。
- 快手的广告变现水平远低于抖音：我们估计，2018 年快手的广告收入仅为 20 亿人民币左右，不足抖音的 20%；2019 年，快手的广告增速很快，但是仍然很难超过抖音的 25%。一方面，快手的用户过于下沉、内容调性过于草根，不太适合品牌广告的投放；另一方面，快手的 Adload（广告负载率）太低，2018 年底尚不足 2%，而同期抖音的 Adload 很可能已超过 10%。不过，Adload 的提高必然导致用户体验的下降，而且快手可以在任何时间主动提升 Adload。只要找对了广告品类，快手的广告变现还是大有可为的。

图表 1：快手重要经营指标估算

	2018Q4	2019Q2
MAU	3.5 亿	4.4 亿
DAU	1.8 亿	2.3 亿
9 个月留存率	25-30%	25-30%
单日视频上传数量	2400 万条	3000 万条
直播用户渗透率	50-60%	60-70%
直播付费渗透率	12-18%	15-20%
广告收入	全年 15-25 亿	全年 100 亿以上
Adload	1.5-2.0%	2.0%-5.0%
直播打赏收入	不明	100 亿以上
电商带货 GMV	不明	1000 亿以上

来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所估算

- 在直播方面，快手可谓走在了抖音前面：2017 年开通直播，2018 年全面开通直播带货，直播用户渗透率高达 60% 以上，直播付费渗透率也高达近 20%。我们估计，2019 年快手的直播打赏收入将不低于 100 亿元人民币，其中的主力还是秀场直播。为什么快手能这么快地做好直播？因为它的核心用户画像适合直播——三线以下城市乃至乡镇用户很多，男性较多，其中不乏“土豪”，这是最适合直播变现的。相比之下，抖音的女性用户太多，B 站的年轻用户太多，两者在下沉市场的根基都不牢固。此外，快手在北方省份尤其是东北，具备很强的存在感，而东北恰恰是中国的“直播黄埔军校”，大批热门主播都是东北人。总而言之，快手以秀场直播为主力变现途径，可谓是选对了；不过，在游戏直播领域，它未必能创造同样的辉煌。
- 我们估计，在快手上，每月开播的直播至少有 1000 万人；换句话说，快手的月活用户当中，有 2-3% 都在开播，这个比例真不低！别的直播平台往往是“倒金字塔”分布：观众和收入都集中在少数头部主播，大部分主播只能自娱自乐；快手则是“橄榄型”分布，准头部、腰部主播得到了相当大的资源。根据我们对直播公会的草根调研，快手上粉丝超过 100 万的主播，总共只有 80-100 个；他们只分走了整个平台 1-2% 的收入。对那些想通过直播扬名立万的新人来说，快手是一个很好的出道平台。
- 在直播付费方面，快手也可谓“全民参与”：我们估计，快手直播每月的付费用户高达 4000-5000 万人，相当于至少 10% 的月活用户有打赏行为。无论是抖音，还是陌陌、YY，直播打赏人数都很难超过这个量级。为什么？首先，快手有一定的社交属性，粉丝与主播之间存在一定的信任感；其次，快手存在大量的垂直、草根主播，他们在细分市场有巨大的号召力。主要依靠算法的抖音，很难在“全民参与”方面超过快手。

图表 2：抖音、快手、B 站直播功能与定位对比

	抖音	快手	B 站
--	----	----	-----

	抖音	快手	B 站
重视程度	很高	很高	一般
用户画像	二线以上城市，年轻白领，女性为主	三线及以下乡镇，年龄偏大，男性为主	年轻群体为主，男女比例比较平衡
直播内容	秀场、泛娱乐、游戏	秀场、泛娱乐、游戏	泛娱乐、游戏
公会参与程度	较多	较少	很少
流量红利	很大	较大	一般
粉丝黏性	较高	一般	较高
外部流量来源	今日头条	微信、QQ、微博	微信、QQ、微博

来源：公司官网，国金证券研究所整理

- 快手直播的变现方式不止有打赏，还包括电商带货；当然，带货也可以通过短视频进行。2018 年，“快手小店”全面上线，只要满足一定的注册时间、粉丝数量等要求，即可接入淘宝网店，或魔筷、有赞等去中心化电商平台；2019 年，“快手小店”的接入对象又增加了拼多多。我们估计，2019 年，快手平台产生的电商 GMV 很可能超过 1000 亿人民币。当然，大部分交易行为仍然是在淘宝完成的，而且快手自身的货币化率较低。可是快手的目标不是短期变现，而是建立一个“流量生态系统”，电商是其中不可或缺的一环。
- 快手何以能做到如此高效的电商引流？一言以蔽之：用户下沉，野蛮生长。在所有电商导购平台中，只有快手能够高效地触达四五线城市乃至乡镇用户；它对带货的审核比较宽松，鼓励 UP 主、主播经营自己的“私域流量”。在快手上完成较高 GMV 的商品，往往是低毛利率商品、去库存商品或无品牌的标品。但是，这样发展下去，终归有一天，快手会进入更高的层次，贩卖更多种类的商品。在电商带货这条赛道上，抖音、微博、小红书乃至微信公众号都在参赛；但是，快手的动作较早、生态位特殊，很难被人击倒。

图表 3：快手小店，短视频平台做电商的一个伟大创举



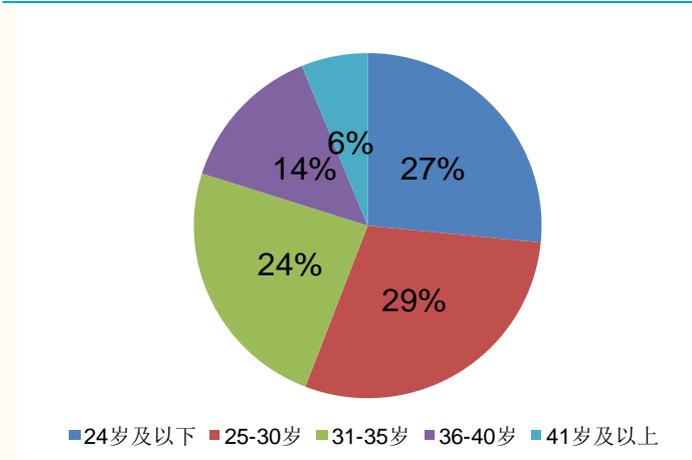
来源：快手，国金证券研究所

“北快手、南抖音”？“男快手、女抖音”？都是过去式了

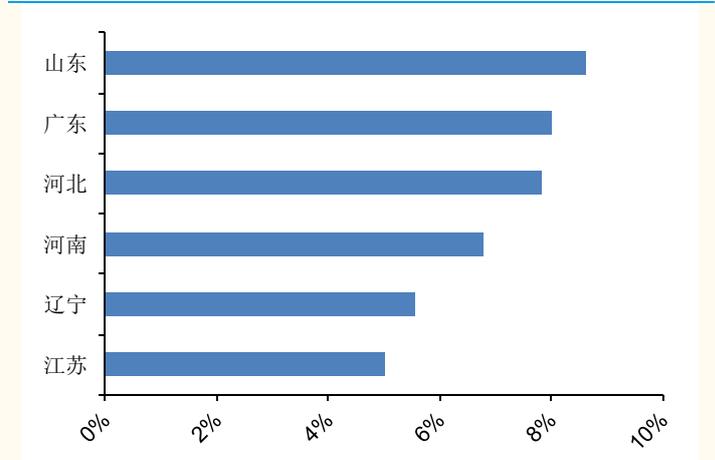
- 在抖音崛起之前，快手是当之无愧的中国第一短视频 App，它的“农村包围城市”的发展道路、“真实蛮荒”的内容风格，曾经被大批投资人和媒体视为教科书。抖音的横空出世，让快手一时被抢去了风头，但是并没有让快手衰落。抖音有大量 MCN，快手几乎没有 MCN；抖音有很多品牌广告，快手则少了很多；抖音在一二线城市根深叶茂，快手则在低线城市静水流深；抖音的女性用户占多数，快手的男性用户占多数……这一切差别，都可以归结到两家的宣传词：“发现美好生活”的是抖音，“看见每一种生活”的是快手。
- 经过几年发展，快手和抖音都将自己的“基本盘”占领完毕，从垂直应用上升为全民应用，内容复杂度激增，不可避免地攻入了对方的领地。我们的独家监测数据显示：快手固然有 33% 的用户年龄在 35 岁以上，但是用户主

体仍然是年轻人；快手用户占比最高的 6 个省份，有 4 个位于北方，却也有广东、江苏两个南方省份；在男女比例方面，快手用户接近平衡。无论是“北快手、南抖音”，还是“男快手、女抖音”，或者“中年快手、青年抖音”，这些刻板印象都正在飞快地过时。在 PGC/OGC 方面，快手正在悄悄赶上来。

图表 4：快手 App 用户的年龄分布



图表 5：快手用户占比最高的省份



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 在 2019 年以前，快手和抖音可谓“大道通天，各走一边”。现在，它们的正面竞争越来越明显。这也是腾讯孜孜不倦地追求与快手合作的原因之一：时至今日，已经很难指望微视能够复苏并阻击抖音，但是快手有可能、有实力承担这个重任。在历史上，腾讯一贯不吝于以模仿、并购、投资等方式取得战略立足点，钱不是问题。问题在于，无论投资还是并购，腾讯究竟需要为了快手付出多高的代价呢？
- 2018 年底，快手最新一轮融资的估值约为 250 亿美元。2019 年初，字节跳动（抖音母公司）最新一轮融资的估值约为 800 亿美元。我们认为，字节跳动的估值至少有一半来自抖音。与抖音相比，快手的 MAU 略低，在海外市场的实力明显不足，但是其他方面差别不大。进入 2019 年，快手的用户维持着较快增长，广告、直播的变现势头都很猛。理论上，目前快手的合理估值区间在 300-500 亿美元。考虑到快手对腾讯的重要战略意义，即便估值被推高到 500 亿美元以上，也不算夸张。不过，部分对价也可能以流量资源等形式支付。

腾讯与快手到底会怎么合作？有三种可能的路线图

- 腾讯和快手早在 2017 年就开始了合作，进一步加深合作也只是时间问题。在历史上，腾讯比较倾向于进行战略投资，将对方纳入联营公司范畴，反而不太经常进行并购。2016 年以来，腾讯只进行过两次大规模并购：收购中国音乐集团(CMC)并将其并入腾讯音乐，通过控股子公司阅文集团收购新丽传媒。毕竟，腾讯的管理体系比较宽松、倾向于“联邦分权”而非“中央集权”，并不一定非要全面收购。
- 我们认为，腾讯与快手加深合作的可能性有三种：第一种是腾讯控股快手、将其全面并表（参照腾讯音乐、阅文集团），这种可能性最小；第二种是腾讯增持快手、派驻董事、将其纳入联营公司范畴（参照京东、美团、拼多多），并在业务上加深合作，这种可能性最大；第三种是腾讯仅仅增加财务投资，不对快手施加影响，也不进行真正的业务合作，这种可能性虽然存在，但是对双方的意义都很小。只要价格合适、能够保持独立性，快手的管理层应该不会拒绝腾讯增持股份，这也有利于与抖音的持续竞争。
- 2019 年二季度以来，微信“看一看”中的短视频内容大幅增加，微信公众号、小程序也在鼓励视频和直播内容。理论上，快手与微信的合作大有可为。但是，在执行层面，快手的内容应该如何输出到微信呢？微信又应该如何对快手输出流量（其实快手并不缺乏流量）？如果微视仍然保留，它又应该如何定位？一切都是未知数。腾讯与快手的合作，有可能产生巨大的成果，也可能完全没有成果。对腾讯来说，最好的情况是全面收购快手并允许其独立运营，但是快手很难接受。双方大概还要花一段时间，摸索最适合的合作路线图。

图表 6：微信“看一看”中的短视频内容越来越多



来源：微信，国金证券研究所

风险因素

- 对于整个传媒与互联网行业而言，宏观经济风险都是不可小视的，我们的实证研究已经阐明了行业的周期性。
- 对于任何一个互联网细分行业而言，监管风险都不可小视，包括内容审核的风险，以及对渠道、平台施加更严格管制的风险。
- 所有娱乐内容都可能面临技术替代，包括 VR、AR、云游戏、云视频，以及线下娱乐形式的技术进化。
- 互联网行业的内容开发伴随着较大的产品风险，这种风险是很难量化、很难事先回避的。

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH