

## 在线媒体

超配

中性

低配

## 中国短视频行业（第一部分）：好戏上演

- 短视频平台例如快手和抖音等最初作为一种轻娱乐形式兴起，之后正变得更具社交目的性。
- 内容导向型平台上的用户花费时间较长，但社交导向型平台上的用户使用频率较高。我们预计到 2025 年，短视频行业的月活跃用户数将达到 9.67 亿，用户总花费时间实现 17% 的复合年增长率。
- 我们估计，到 2025 年，整个行业的总营收将达到人民币 5,620 亿元；广告仍然是首要的收入贡献者；而电商业务由于其单位时间效率更高，应当会增长的更快。

本报告是我们《短视频行业》系列报告的第一篇，在本报告中，我们全面地关注短视频行业持续热潮背后的基础推动因素、产品形态和用户概况，并提出我们自建的行业货币化模型。

货币化上行潜力在于用户花费时间增长、广告加载率和在线交易。我们的自建模型由三种主流的货币化方法组成，分别是：1) 广告；2) 线上直播；和 3) 电商。我们估计 2025 年中国市场总营收应当会达到人民币 5,620 亿元，广告、线上直播（毛额）和电商分别占到 50%、35% 和 15%。我们估计，2025 年年度 ARPU（单位用户平均收入）总额有可能达到人民币 580 元左右，较 2019 年时的人民币 236 元增长 2.5 倍。就模式效率而言，我们预计线上直播和电商每小时实现的营收将高于广告。

对于短视频一度分散的娱乐需求已成为主流。得益于中国实惠的移动互联网流量，2020 年 5 月时，Questmobile 数据显示中国移动互联网用户平均日使用时长为 6.1 小时，而其中 15% 的时间花在了短视频平台的内容消费上，这一比例超过长视频、社交媒体和头部线上游戏，并从社交网络（如微信和 QQ）手中夺取份额。短视频平台的迅速发展应当还会导致 ARPU 升高，因广告主的预算发生了相应的倾斜。

**Pentagon Framework:** 我们用于评估短视频平台的方法论模型。虽然大多数现有短视频平台似乎在产品功能方面呈现同质化，但我们建议投资者依据五个方面以及它们之间的相互关系来评估短视频平台的发展阶段，这五个方面分别是：1) 产品形态；2) 分发机制；3) 内容消费者；4) 内容创作者；和 5) 货币化渠道。现有短视频平台之间的不同之处在于它们对于这些元素不尽相同的定义以及这些元素之间的相互关系；我们认为，只有在所有五个方面全面发展，才能在长期内取得成功。

无论是内容导向型还是社交导向型，短视频平台与用户的互动性都很高。我们发现，内容导向型平台上的用户每日花费时间较长，而社交导向型平台可利用内容创作者和用户之间相对较为紧密的社区联系，实现高得多的用户每日使用频率。我们还发现，在线上平台中，短视频平台在新冠肺炎疫情之后留住用户方面最为成功。我们预计，到 2025 年时，整个短视频类别的月活跃用户数将增至 9.67 亿，每位月活跃用户的每日花费时间应当会达到 73 分钟。

**风险提示：** 消费者娱乐习惯变更

## 研究团队

赵冰, PhD, 分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6850

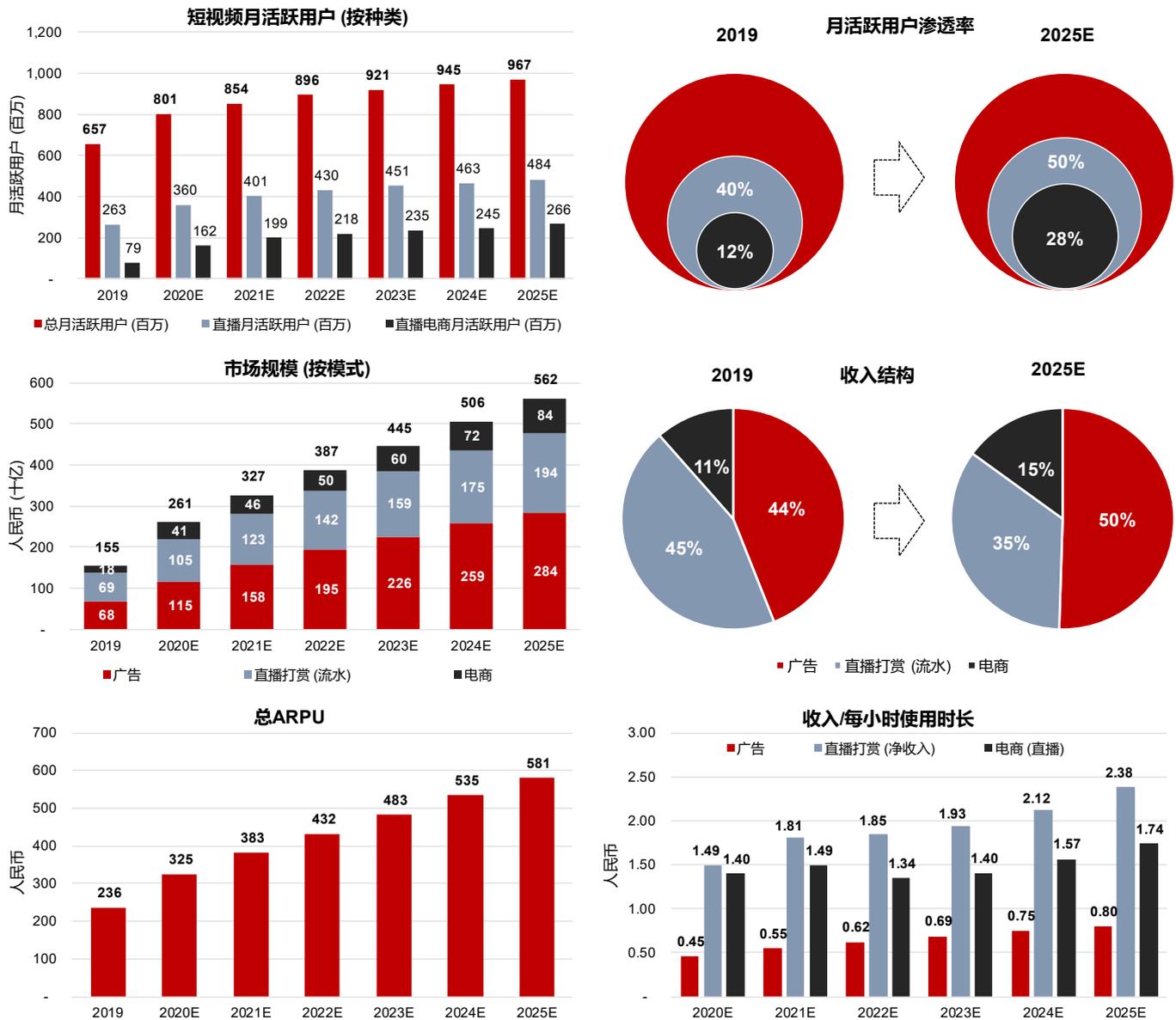
电邮地址: bingzhao@huajingsec.com

## 目录

焦点图.....	3
短视频：轻娱乐揭开真实需求并加深与用户的关系.....	6
移动互联网网速更快且流量更实惠，这提振中国短视频行业增长.....	6
回顾短视频的崛起：兴起于互联网流量红利时代的尾声.....	7
广告收入遵循注意力分布：短视频挤压了现有娱乐平台的广告收入.....	9
Pentagon Framework：造就一个成功平台的因素有哪些？.....	10
内容呈现样式至关重要.....	13
1) 屏幕显示方向：变革性地改为竖向观看.....	13
2) 视频时长：使用频率的终极推动因素.....	14
3) 自动呈现的程度：提高用户使用频率和花费时间的关键所在.....	15
内容消费者分析.....	17
更高的用户活跃度和粘性推动日花费时间方面的渗透率.....	17
内容导向型与社交导向型平台对比：我们认为各有优点.....	19
上行潜力：老一辈人花的时间增多.....	20
货币化模式和行业预测.....	22
1) 广告：目前的用户花费时间和广告加载率仍意味着有重大的增长空间.....	24
2) 线上直播：有紧密社会联系的创作者和平台的备选货币化渠道.....	28
3) 电商：用户渗透率和更高的接受度推动迅速增长.....	29
附录 – 领先短视频平台的公司概况.....	31

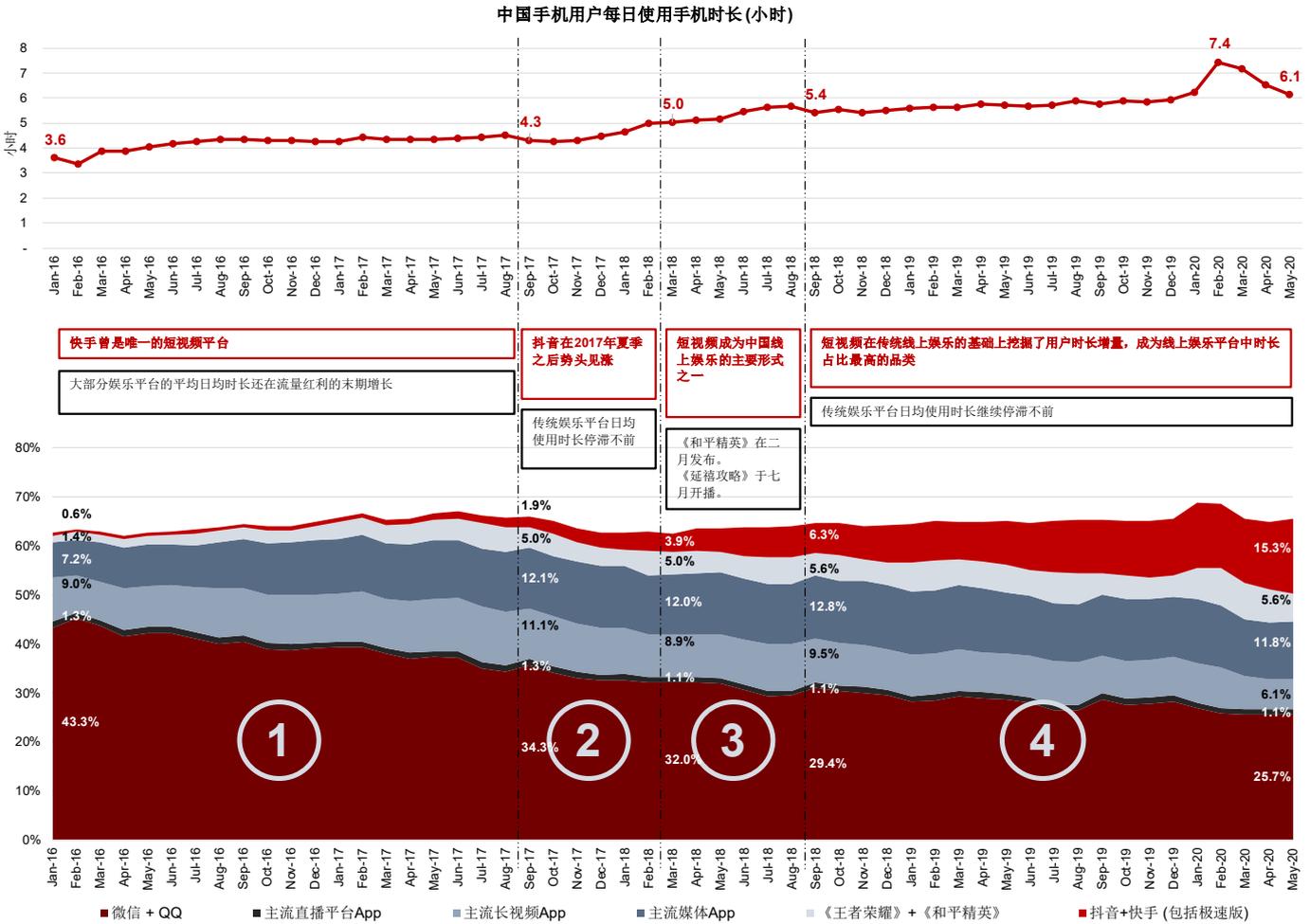
## 焦点图

图1 - 短视频货币化模式概要



资料来源: Questmobile、华菁证券预测

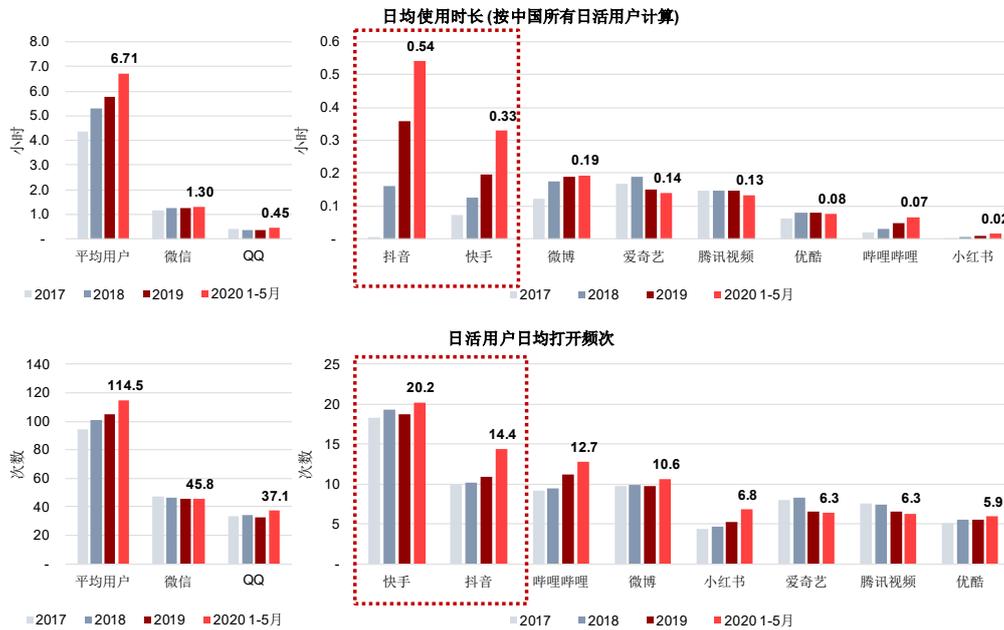
图2 - 短视频平台在用户每日花费时间方面正提升份额



注：主流线上直播类 APP 包括陌陌、YY、虎牙、斗鱼和映客。主流长视频类 APP 包括爱奇艺、腾讯视频、优酷、搜狐视频、乐视和哔哩哔哩。主流媒体类 APP 包括头条、微博、百度、百度极速版、腾讯新闻、腾讯新闻极速版、网易新闻、新浪新闻和趣头条。

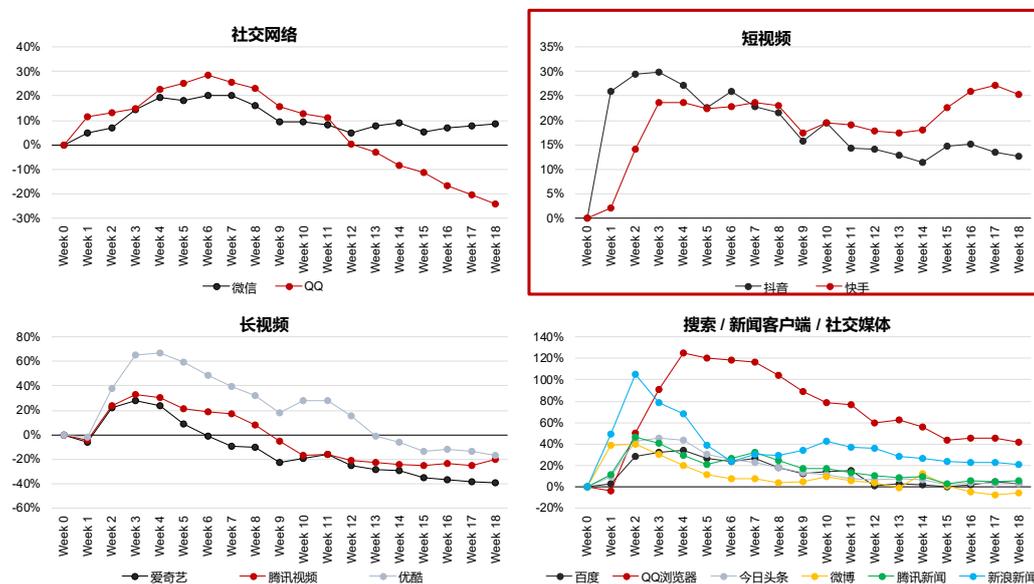
资料来源：Questmobile、华菁证券汇编

图3 - 中国不同短视频形态的用户行为比较



资料来源: Questmobile

图4 - 线上平台: 中国爆发新冠肺炎疫情之后留住用户花费时间的情况比较



注: 第0周为2020年1月13日至19日(春节和武汉封城的当周之前)。第18周为5月18日至24日。百分比的计算方式为每周用户总花费时间相较于第0周的变化。

资料来源: Questmobile、华菁证券汇编

## 短视频：轻娱乐揭开真实需求并加深与用户的关系

- 中国用户每天在移动设备上花费 6.1 个小时，在短视频内容消费上所花的时间现占到其中的 15%。
- 短视频作为一种内容形态崛起，这是智能手机和移动互联网流量变得更实惠、在线上娱乐方面所花的时间保持稳定水平以及针对碎片化的“快娱乐”的优质内容供应不足的自然结果。
- 利用庞大的用户群体，短视频平台正为社区和社会联系紧密的用户探索更具参与性的活动，例如线上直播和电商。我们预计在可预见的未来，“轻度互动”和“深度关系”将共存。

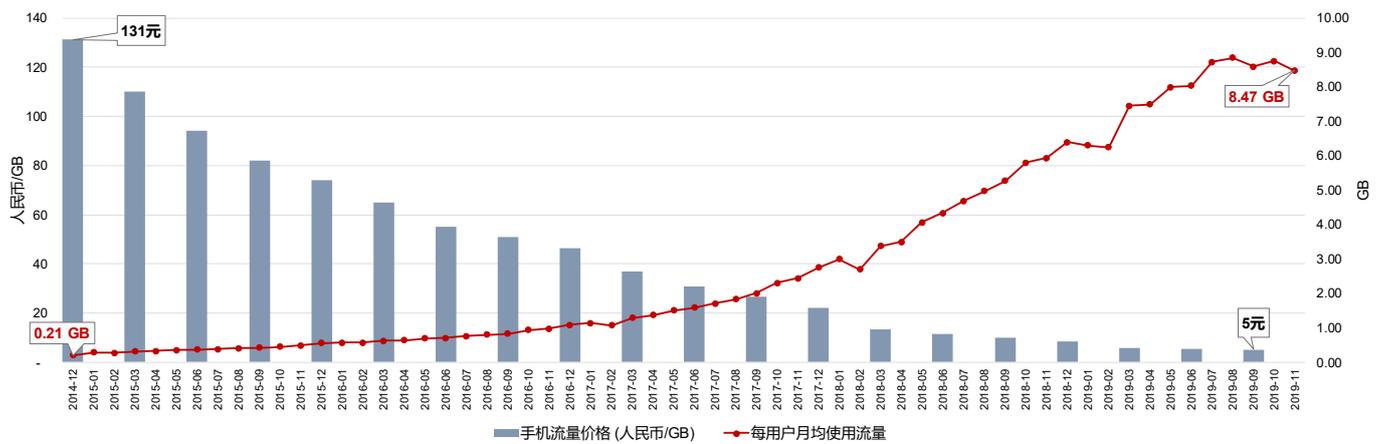
我们认为，作为一种在线社交网络与媒体形态，短视频的繁荣已远远不止是一种短期现象，已发展成一种真实的线上娱乐形态类别。短视频所揭开并已满足的需求是碎片化的娱乐需求，这时，用户要么没有大把的闲暇时间，要么不愿与娱乐内容进行深度互动。如果进行类比，我们认为：短视频对于线上娱乐就像快餐对于整个餐饮服务行业一样。本报告试着回答的一个问题是：哪些因素能使得某个平台成为短视频领域的“麦当劳”或“肯德基”？

不过，短视频平台并未就此止步。对于寻求与其他内容创作者加深关系或进行更具互动性活动的用户或者兴趣相投的用户而言，短视频平台正在开发的线上直播业务是向前迈出的一步，而我们观察到，在社交联系更为紧密的平台上，这些元素的接受度更高。我们预计在可预见的未来，针对“轻度互动”和“深度关系”所提供的内容和服务将在短视频平台上共存。

### 移动互联网网速加快和流量成本的急剧下降提振了中国短视频行业的增长

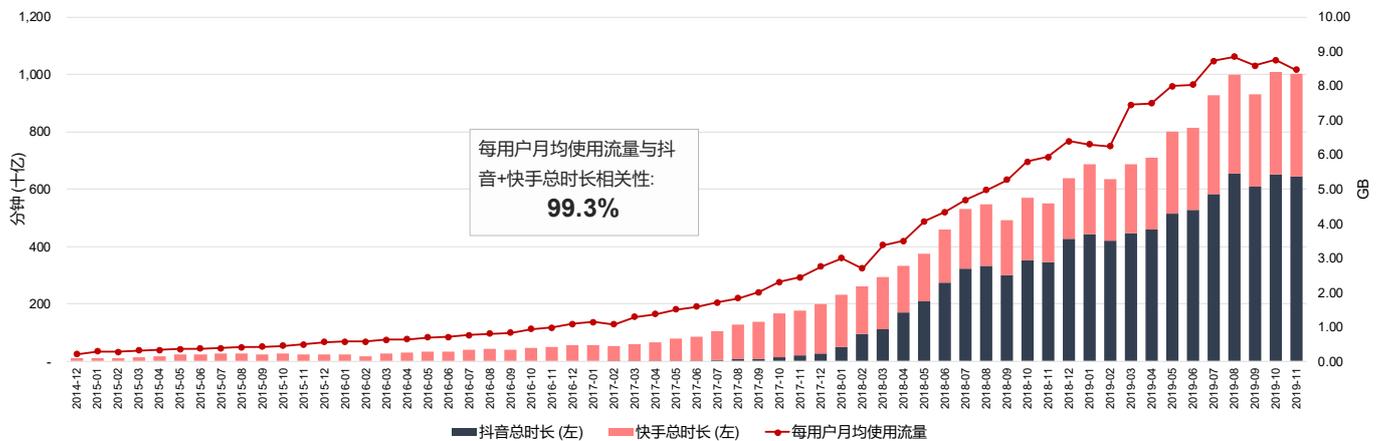
虽然有几个 APP（例如 Instagram、Vine 和微博等）拥有用户原创视频内容，但标志着短视频于 2017 年底成为主流线上娱乐市场的一个正式类别的单一业务平台主要是来自中国的快手和抖音。在使得这一形态在初期取得成功的所有因素中，我们追溯到基本基础设施的转型。根据来自中国信息通信研究院（简称“中国信通院”）的数据，我们发现在 2015 年至 2020 年间：

- 中国移动互联网用户月均使用流量从 0.21GB 增至 8.47GB，增长 41 倍。
- 移动数据流量平均资费受政策驱动出现下降，从每 GB 人民币 131 元降至人民币 5 元，降幅达 96%。
- 最终结果是在移动数据和宽带流量上的每月总支出实际上持平，即使在这五年期间，国民每月可支配收入累积增长了 56%，从人民币 2,267 元增至人民币 3,532 元。

**图 5 - 中国的移动数据流量资费 and 每用户每月使用的数据流量**


资料来源：中国信通院、Questmobile

与此同时，花在短视频（以快手和抖音为代表）上的时间呈上升趋势，并已变得越来越与中国信通院报告的每用户每月使用的数据流量呈相关性。如果在移动设备上消费短视频内容，须要预先加载一串视频单元，从而导致与较不丰富的内容形态（如图片库和文本）相比，数据流量使用密度要高得多。因此我们认为，电信基础设施升级以及 4G 时代移动数据流量价格下降是中国当时正在兴起的短视频现象的关键因素。

**图 6 - 抖音和快手的用户花费时间和中国每用户每月使用的数据流量**


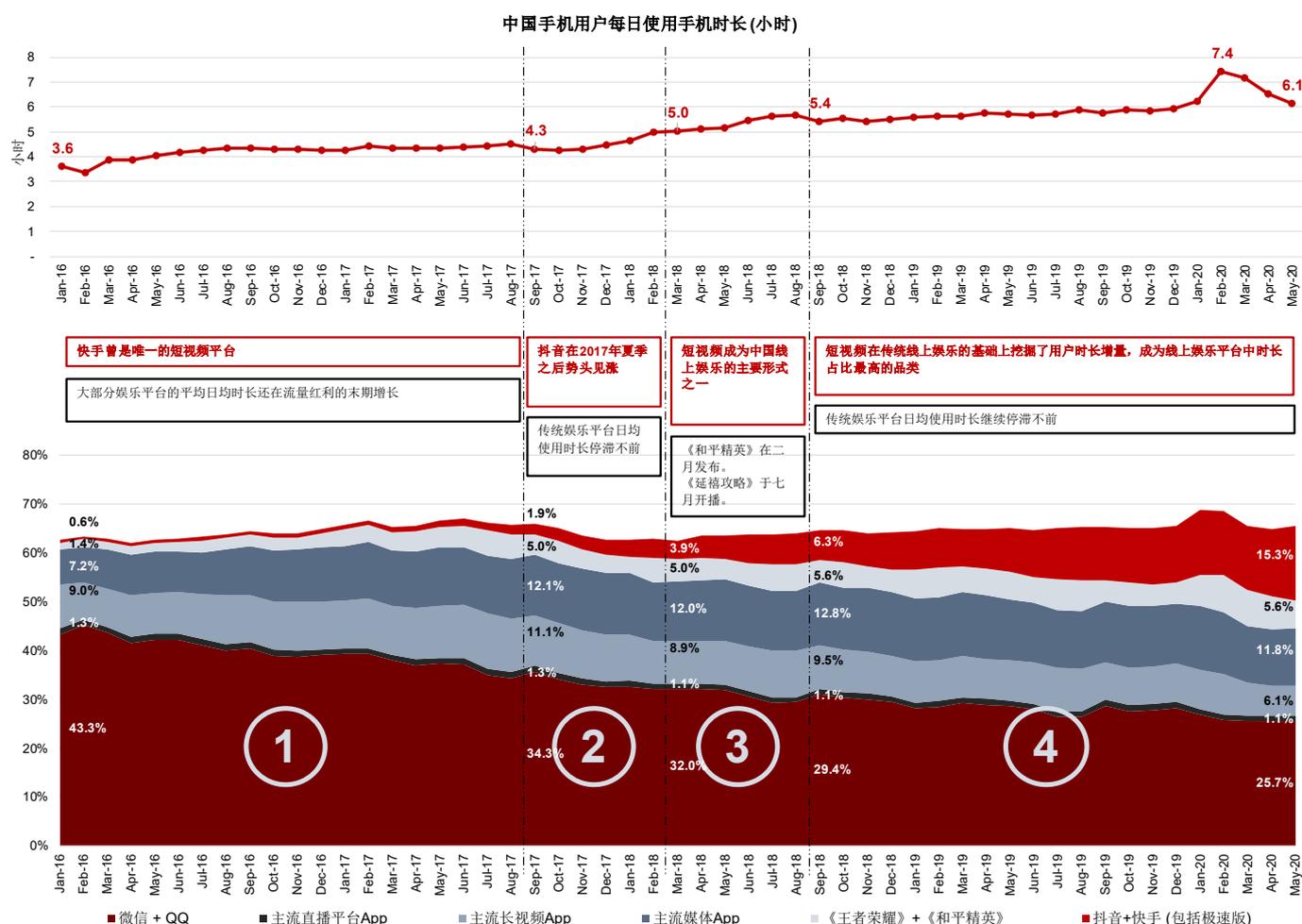
资料来源：中国信通院、Questmobile

### 回顾短视频的崛起：兴起于互联网流量红利时代的尾声

为了解短视频在主要类别中的历史定位，我们从用户花费时间的角度回顾短视频类 APP 的发展。我们计算了短视频、长视频、媒体与新闻、移动游戏和线上直播类别中的主要 APP 的总用户花费时间。然后将各类别的总用户花费时间除以微信和 QQ 非重叠的月活跃用户数（以此代表移动互联网用户数），再除以一个月的天数，从而得出每位移动互联网用户的日均花费时间。依据 Questmobile 的数据，我们发现：

- **第一阶段：**2017年夏天之前，线上娱乐类APP仍处于互联网流量红利时代的尾声，在一个长期性的上升趋势中增长，期间移动互联网用户在几乎所有类别上每天所花的时间都在增加。快手在当时是唯一成气候的短视频平台。
- **第二阶段：**短视频于2017年下半年开始受到欢迎，之前抖音在当年夏天与火爆的综艺节目《中国有嘻哈》开启广告合作。同一时期，中国的传统线上娱乐类别的用户花费时间首次停滞不前。
- **第三阶段：**短视频平台（特别是抖音）在2018年春节期间和之后迅速获取新用户和时间份额。与此同时，《绝地求生》移动版的推出以及来自爱奇艺的《延禧攻略》也提振了游戏和长视频的用户花费时间。
- **第四阶段：**虽然在过去四年半，在用户在移动设备上的每日总花费时间中，主要娱乐与社交类别的总用户花费时间份额相对持稳于60%至70%之间，但短视频平台的份额继续提升，2020年5月时达到15%。

图7 - 短视频平台在用户每日花费时间方面已在提升份额



注：主流线上直播类APP包括陌陌、YY、虎牙、斗鱼和映客。主流长视频类APP包括爱奇艺、腾讯视频、优酷、搜狐视频、乐视和哔哩哔哩。主流媒体类APP包括头条、微博、百度、百度极速版、腾讯新闻、腾讯新闻极速版、网易新闻、新浪新闻和趣头条。

资料来源：Questmobile、华菁证券汇编

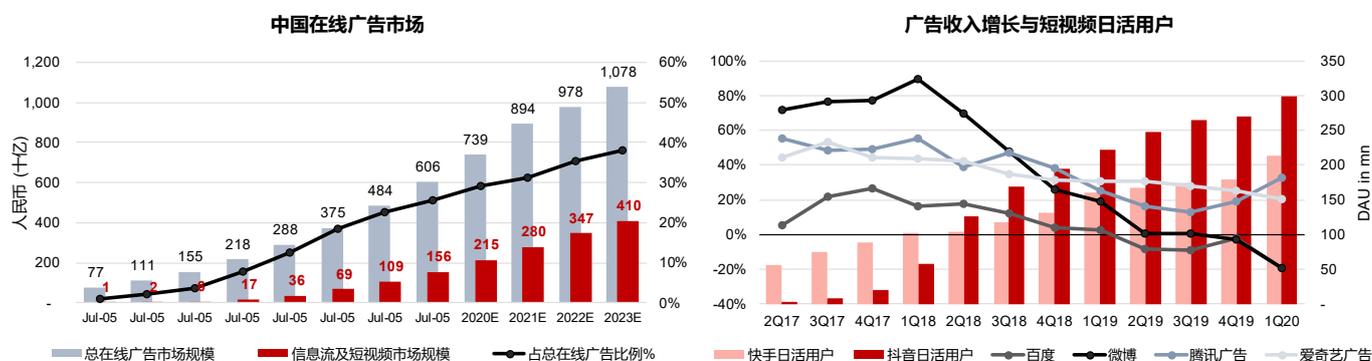
考虑到上文提到的基础设施升级以及短视频在中国发展的时间线，我们得出结论，即当更实惠的移动互联网数据流量使得能够在更大程度上消费内容时，短视频的崛起是自然而然地转向比文本和图片更为丰富的内容的结果，短视频还满足了被忽视的“快餐式”娱乐需求，而长视频和游戏发现难以延伸到这一需求领域。

### 用户时长带动广告收入：短视频挤压了现有娱乐平台的广告收入

随着短视频吸引更大的用户群体和更长的用户花费时间，广告预算已在从传统线上广告的既有企业撤回，并转向短视频平台。根据艾瑞咨询和我们对于互联网广告市场增速的估计，2014 年至 2019 年，中国整个在线广告市场中信息流和短视频类别的广告收入份额从 4% 升至 26%。随着短视频用户群体崛起，众多中国互联网公司的广告业务出现大幅放缓。

我们认为，短视频现已成为主流的线上娱乐类别，短视频已在中国培养出受过良好教育的稳健用户群体。随着 5G 网络商用开始铺开，更高的视频质量（每秒帧数增多和分辨率升高）和用户行为数据更快的传输应当会继续支持短视频提升广告收入份额。

图 8 - 中国在线广告市场份额和既有企业的广告收入增长情况



资料来源：艾瑞咨询、Questmobile、公司数据、华菁证券预测

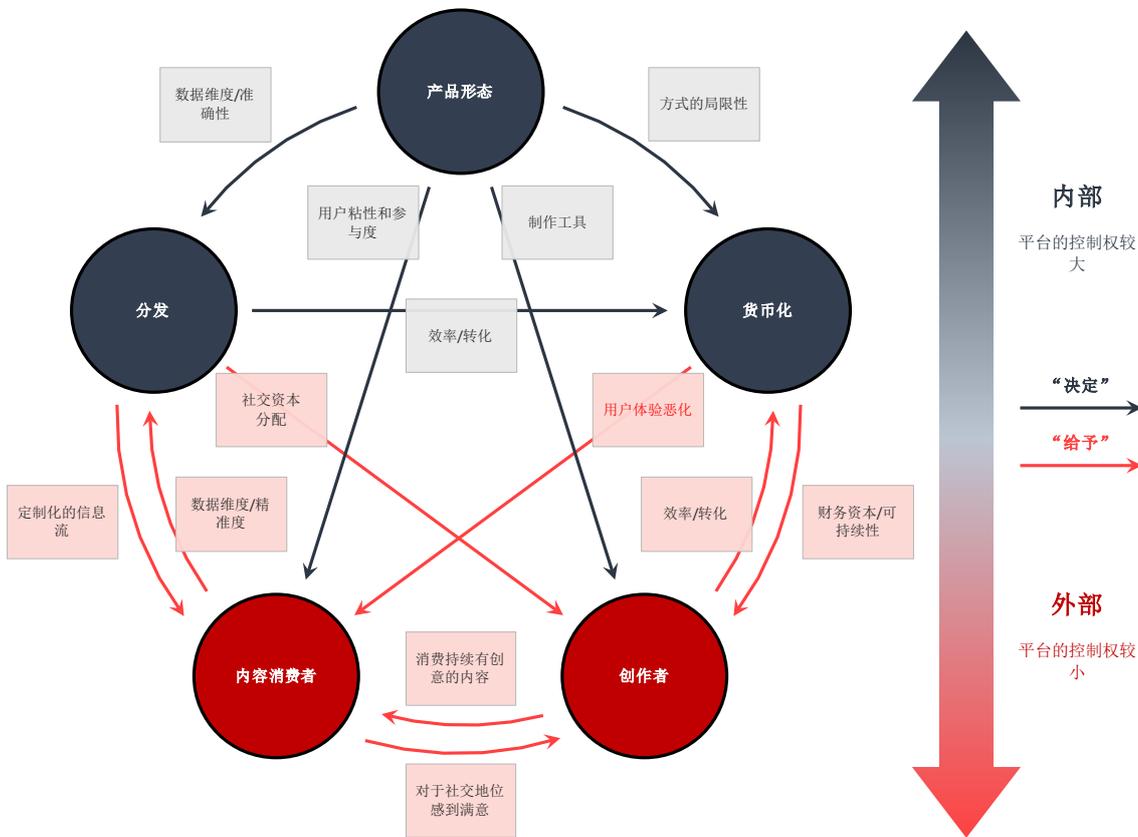
## Pentagon Framework: 造就一个成功平台的因素有哪些?

我们推出我们创建的“Pentagon Framework”，以此作为评估短视频平台战场中既有企业的生存能力以及未来新进入者所面临壁垒的指引。

基于短视频的操作模式，我们认为短视频平台有五个主要的元素，分别为产品形态、分发、货币化、内容消费者及创作者，每个元素环环相扣(图9、10)。平台对于各个元素之间的关系管理得有多成功，决定了平台的规模和寿命。通过分析各个元素之间的互动(图11)，我们得出三个结论：

- **结论 1:** 分发、内容消费者和创作者之间的良性循环为领先的平台建立起防御地位。
- **结论 2:** 货币化、内容消费者和创作者之间的三向平衡决定平台的寿命。
- **结论 3:** 虽然起起落落，但短视频平台在长期内的成功取决于在所有五个方面能均衡发展。

图9 – Pentagon Framework



资料来源：华菁证券

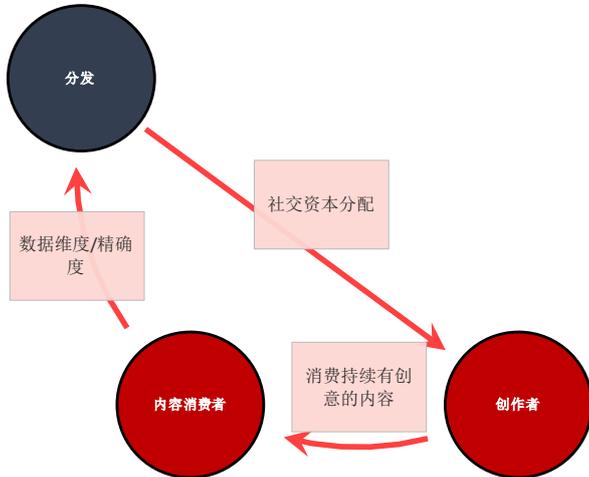
图 10 – Pentagon Framework 简介



资料来源：华菁证券

我们的 Pentagon Framework 中的五个元素紧紧交织在一起。平台对于各个元素之间的关系管理得有多成功，决定了平台的规模和寿命。在 Pentagon Framework 中，我们观察到两组有趣关系的动态，我们认为这两组有趣的关系可被认为是经营短视频平台的长期原则。

图 11 – 我们 Pentagon Framework 中的相互关系

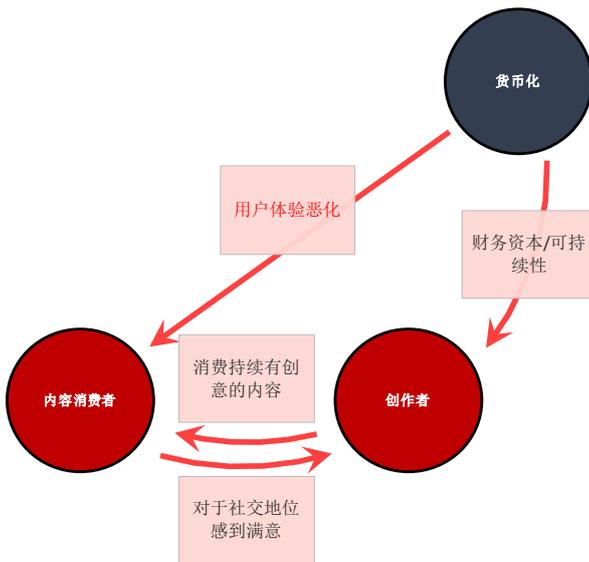


**观察 1**

分发、内容消费者和创作者之间的关系通常形成一个循环，各自互相促进。

- 1.有效且择优分配社会资本（如流量），这是奖赏并鼓励制作覆盖更加全面的内容垂直领域的更多有创意内容的两种激励之一（另一种是来自于货币化的财务资本）。
- 2.凭借更加全面的供用户消费的有创意且持续制作的内容库，用户基数和花费时间都将增加，从而生成大量的用户行为数据点，用于“训练”基于人工智能(AI)的分发算法系统。
- 3.因内容消费者的行为数据而得到改进的算法应当会提振社交资产的分配效率，并激励更加精准且公平地制作有创意的内容（回到第1点）。

对于平台而言至关重要，要确保这个环能在三个元素同时高效运作的情况下自行运转，而这对于努力推出的新平台而言通常是一个重大的障碍。



**观察 2**

货币化、内容消费者和创作者之间的关系显示出取舍的情形

- 1.平台或创作者进行货币化，这将在一定程度上损及内容消费者的体验。提高的广告加载率很可能会导致作为创作者的关注者甚至是作为平台用户的内容消费者流失。
- 2.不过，正如我们在后面的货币化章节会进一步讨论的那样，向平台上的创作者提供赚取收入的手段，这对于留住作为内容制作的关键资产的创作者而言至关重要。如果财务方面不够稳定，无法支持创作者以全职状态投入平台，则创作者可能会去别的平台。

因此，平台需要密切管理其广告加载率和广告形态，以在丢失消费者花费时间和获得创作者之间保持平衡。

资料来源：华菁证券

综上，我们认为一个平台在长期内取得的成功取决于妥善促进 Pentagon Framework 中的所有五个元素。鉴于不同时期的市场竞争状况不同，平台可相较于其他元素优先发展某些元素，以在日常经营中持续解决五个元素中的失衡情况。

## 内容呈现样式至关重要

- 我们认为，产品的细微差别可导致平台之间的“调性”出现分化，并可导致满足用户需求和实现货币化潜力的方法不同。
- 用户对于消费内容的决策成本下降，导致粘性提高。

对于主打短视频的平台，我们根据以下与内容呈现样式有关的四个特性将它们进行分类，这四个特性分别为：**屏幕显示方向、视频时长、用户互动的方式以及自动呈现的程度**，每个特性代表视频消费的四个阶段：1) 视频横屏还是竖屏播放；2) 每单位内容上所花的时间多少；3) 观看内容之后用户如何参与；以及 4) 用户如何转向下一个内容项目。

通过将这四个关键的特性结合在一起，再加上界面的平面设计和推广内容，我们认为这确立了一个平台的“调性”。就像建筑一样，这些构建模块为任何建在“地上的”结构（即内容）打下基础并划好边界。

### 1) 屏幕显示方向：变革性地改为竖向观看

短视频类 APP 主要的突破之一是推广竖屏视频消费方式。由于人类的视野是横向的，因此包括电视、电影、PC 游戏和中长时长的在线视频等传统视频内容通常是横屏的，以方便获得更加沉浸式视角的视频体验。竖屏短视频打破了这一规则，鼓励内容创作者探索竖屏拍摄和制作技术。

我们认为，平台对于推广竖屏视频内容的坚持归结于用户通常竖向持手机。通过以竖屏格式传送视频，观看者看视频时需要进行的操作减少。以 YouTube（归属于 Alphabet [GOOGL US]）为例：在智能手机上观看全屏视频时，用户需要点击全屏模式，然后从竖向持手机转为横向持手机，并且有可能需要双手握持手机，以保持稳定。观看竖屏短视频时不需要这些操作。

虽然观看视频时竖向持智能手机（与使用大多数其他智能手机功能时一样）对于用户来说更方便，但制作竖屏视频内容对于创作者而言区别很大且更具挑战性。为了克服这一挑战，我们观察到内容创作者做出了以下改进：

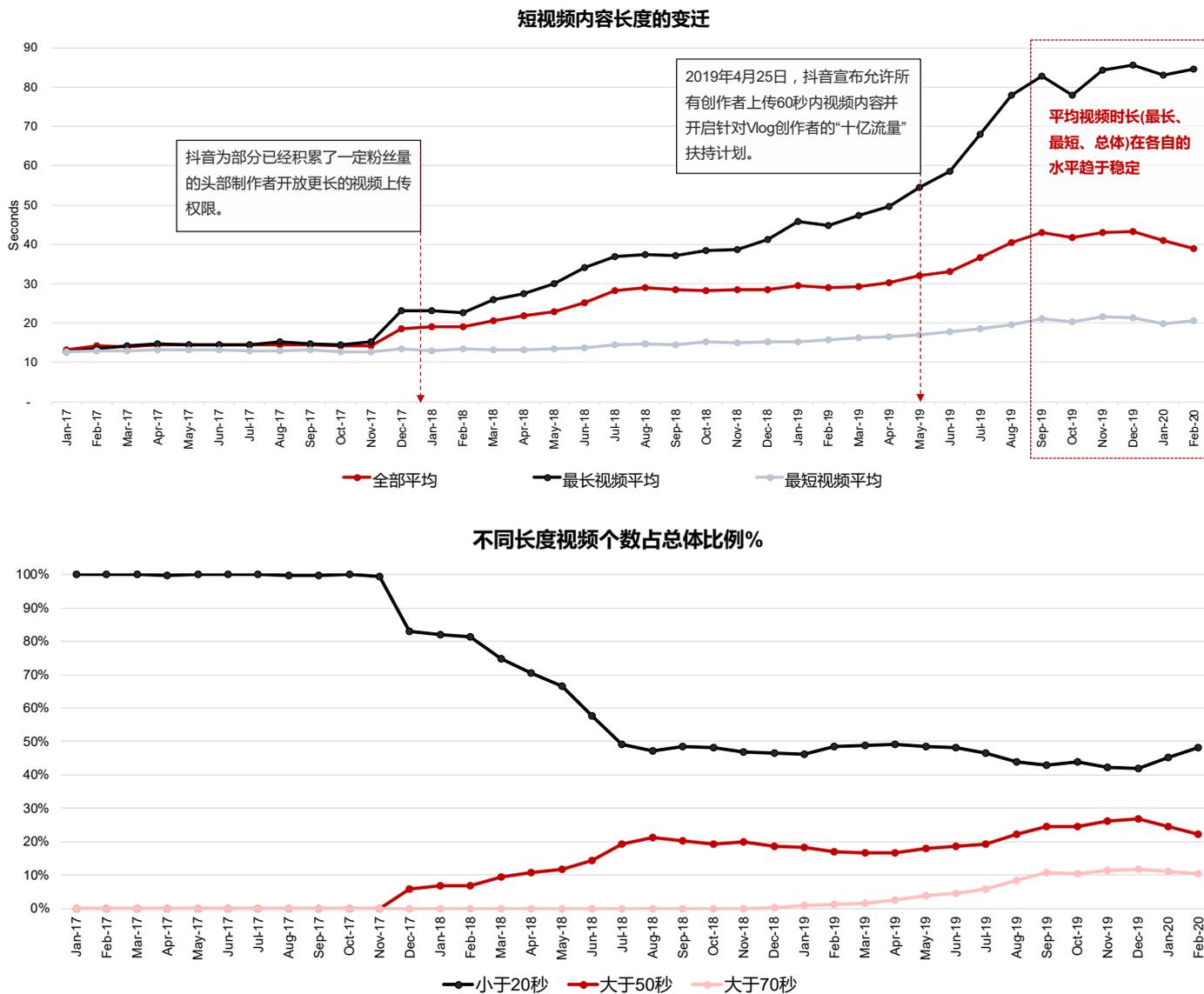
- A) 内生性解决方案：选择主要聚焦一个人物的内容体裁（如独舞和以人物为主的迷你秀）。
- b) 非内生性解决方案：保持视频横屏，将顶部和底部的部分空白或用来进行标注。
- c) 非内生性解决方案：堆叠横屏视频三次，以填满竖屏屏幕。

我们已看到有成功的头部创作者持续采用这三种解决方案，并且他们的账户已积累了数亿个“点赞”，还有成千上万名创作者正在众多的内容垂直领域采用这些解决方案。因此，我们认为制作竖屏视频的最初障碍已被创作者和观看者克服。因此我们认为，通过竖向持而非横向持智能手机来消费视频内容的好处已变成一项绝对优势，而不是一种取舍。

## 2) 视频时长：使用频率的终极推动因素

中国的短视频平台与既有平台最重要的不同之处在于标志性的时长 15 秒的视频形态。不过，我们自建的内容数据库（基于第三方数据平台飞瓜数据排行榜收集的短视频平台一万六千名头部主播的历史发布数据）显示，原本 15 秒的短视频正大幅变长。2019 年 4 月，抖音宣布将为所有用户开放上传时长最长不超过 60 秒的视频的选项，并将允许头部创作者上传更长的视频。同时，抖音宣布将向 vlog（一种影像日记形态，时长通常较长，目的是为了叙事）的创作者提供流量支持。2019 年 7 月，快手也开始测试上传时长在一分钟至十分钟之间的视频，这一功能最初针对指定的创作者群体，现已逐渐向更广泛的群体开放。

对于基于视频的内容平台，视频的时长突出内容的丰富性和用户决策成本之间的取舍：虽然时长较长的视频使得内容更加丰富，但可能会打消观看者看视频的念头，因他们知道他们需要分配多少时间来看完视频。考虑到这种取舍，我们观察到短视频创作者向较长视频过渡的过程中平衡上传作品时长的特征（图 13）。

**图 13 – 抖音的视频时长正在增加**


资料来源：飞瓜、抖音平台创作者发布数据、华菁证券汇编

### 3) 自动呈现的程度：提高用户使用频率和花费时间的关键所在

我们发现，自动完整呈现下一个内容单元的程度越高，则用户在平台上所花时间增加的可能性也越高。就娱乐内容消费而言，我们认为在将时间花在休闲消遣和将时间花在“更具生产力”的任务（如学习、工作、睡觉）之间，人们会感到心理冲突。在娱乐的“吸引力”可能被要接着做其他任务的“压力”抵销的情况下，我们认为内容平台务必要尽量减少内容流中间的断点数量。这样的话，他们每次观看打开的花费时间可能变得更长，而这可能会导致有更大的货币化机会。在图 14 中，我们将不同平台在切换到下一个内容项目时的内容呈现设置进行比较。

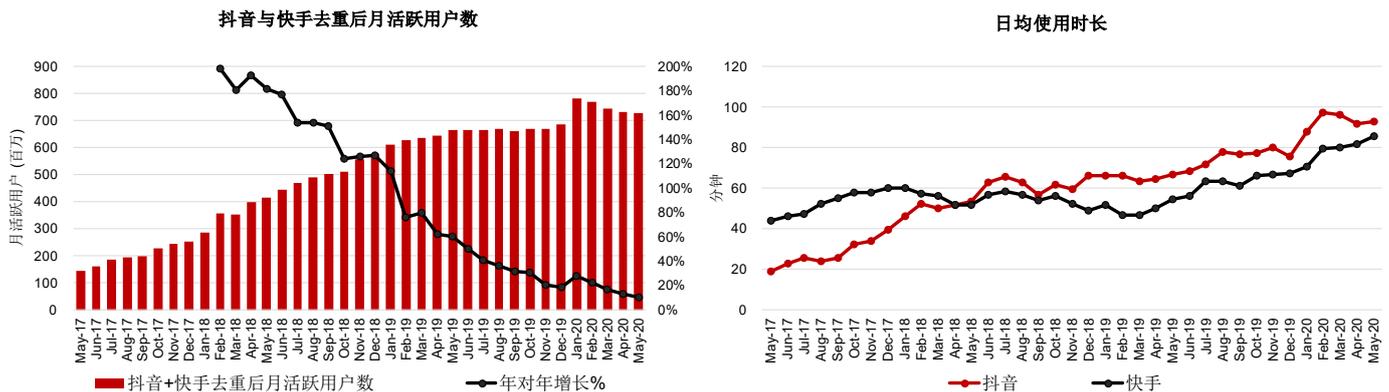
正如我们所见，与例如 YouTube 等长视频平台相比，短视频平台的内容自动呈现的程度较高，而用户继续观看下一个内容单元时需要操作的步骤较少。此等简化的设置提高了内容消费的连续性，我们认为这很有可能会导致提高每次打开的内容消费，而这会提升平台上的内容展现量和货币化能力。此外，短视频平台已简化例如“点赞”、评论、分享和关注/订阅等用户参与行为，以便可以收集更多的互动数据点，从而改进分发算法。

## 内容消费者分析

- 在比较不同类型的内容平台的用户特征时，我们发现短视频的用户活跃度和用户粘性高于长视频。
- 内容导向型短视频平台的用户每日花费时间通常较长；社交导向型短视频平台的用户每日使用频率较高。
- 我们预计 2025 年短视频用户基数和总花费时间将分别达到 9.67 亿和 26 万亿分钟，而 2019 年时分别为 6.57 亿和 10 万亿分钟，2019 年至 2025 年的复合年增长率分别为 7%和 17%。

虽然过去三年来短视频在中国内容消费者中的时间和心智份额已提升，但作为线上娱乐类别不可或缺的一部分，我们对短视频进一步抢占市场的潜力和面临的天花板进行估计。我们首先依据来自 Questmobile 的用户概况数据研究短视频平台的用户特征。鉴于据 Questmobile 称，抖音和快手是以用户数计的前两大短视频平台，我们以抖音和快手除去重叠用户后的月活跃用户数为短视频的用户基数；截至 2020 年 5 月，这一用户基数达到 7.3 亿。在过去三年里，这两个平台上的用户每日花费时间也大幅增加，平均达到 89 分钟。可以参考的是，中国 2020 年 5 月时的移动互联网用户日均花费时间为 6.1 个小时。

图 15 – 短视频用户基数和过去三年里增加的花费时间



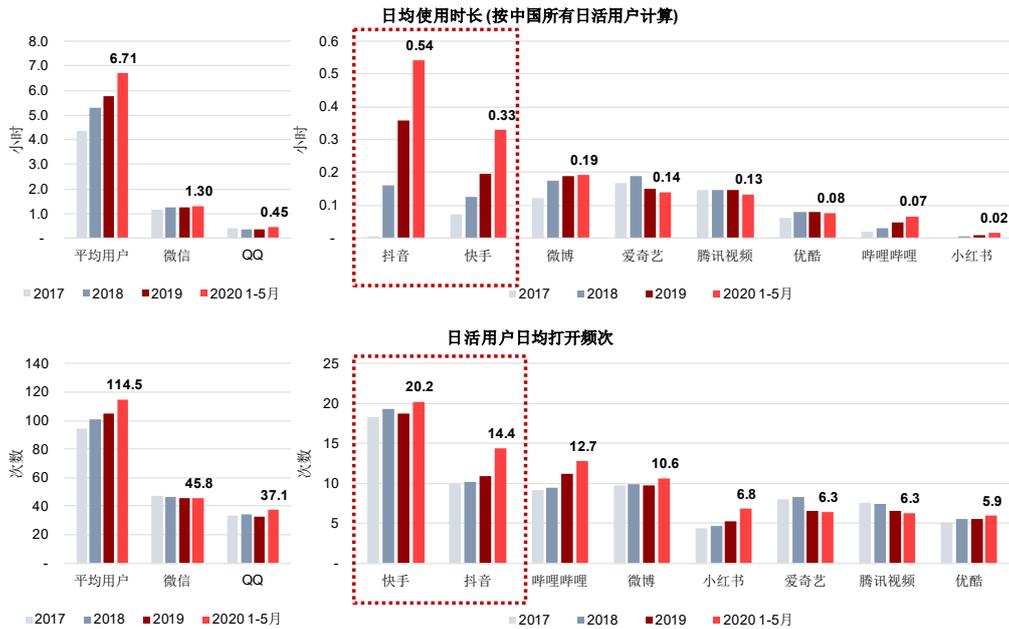
资料来源: Questmobile

### 更高的用户活跃度和粘性推动单日花费时间方面的渗透率提升

鉴于短视频满足对于内容消费的灵活需求，我们观察到，与其他娱乐内容形态相比，短视频的用户活跃度和使用频率较高。我们认为，用户活跃度和使用频率的持续上升是短视频在移动互联网用户每日花费时间中所占时间份额提升的主要推动因素。

特别是，在 2020 年 1 月至 5 月期间，我们对众多线上娱乐平台的用户行为数据进行了比较，其中包括中长视频平台（哔哩哔哩、爱奇艺、腾讯视频和优酷）和社交内容/媒体平台（微博和小红书）。我们发现，短视频平台：1) 实现了更高的每日使用频率（按日打开量/日活跃用户比率衡量）；以及 2) 在中国移动互联网日活跃用户日均花费时间（为 6.71 个小时）中占据更大的份额。

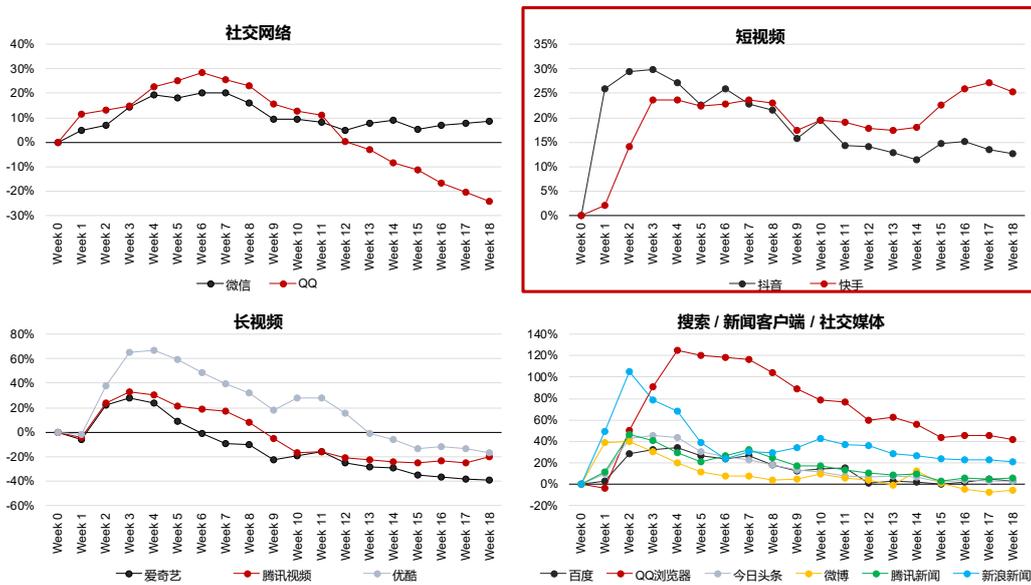
图 16 – 中国不同短视频平台形态的用户行为比较



资料来源: Questmobile

在中国国内外因新冠肺炎疫情而实施隔离期间（许多人待在家的时间变长），Questmobile 的数据显示，大多数社交网络和媒体平台上的用户日均花费时间都有所增加，新增的流量引导至线上娱乐领域的新老业者。不过，各个平台留住新增流量的能力大不相同。我们对于不同平台类型的观察发现，在新冠肺炎疫情开始（从 2020 年 1 月 13 日至 19 日当周）以来的四个半月里，短视频的留存率远高于社交网络和长视频平台。

图 17-中国爆发新冠肺炎疫情之后留住用户花费时间的情况比较



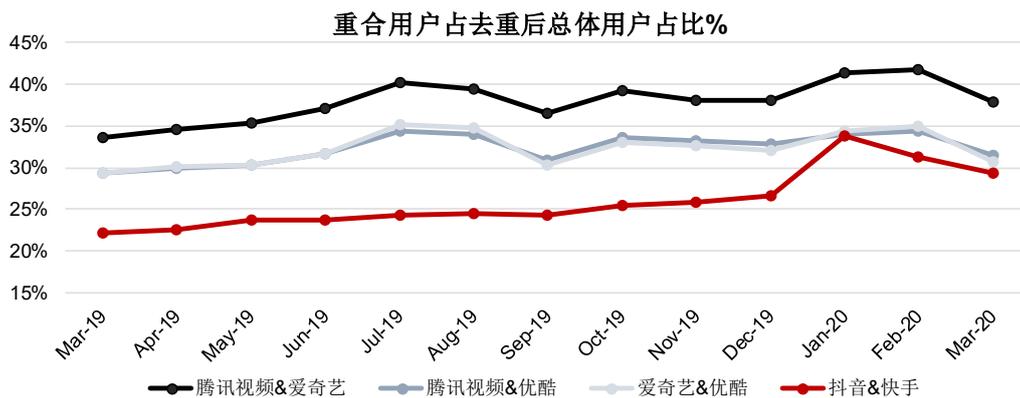
注：第 0 周为 2020 年 1 月 13 日至 19 日（春节和武汉封城的当周之前）。第 18 周为 5 月 18 日至 24 日。百分比的计算方式为每周用户总花费时间相较于第 0 周的变化。

资料来源：Questmobile、华菁证券汇编

**内容导向型与社交导向型平台对比：我们认为各有千秋**

虽然抖音和快手一般都差不多被归类为短视频平台，但 2019 年时两者的重叠用户（即同一个月内两个平台都使用过的用户）仅占（除去重叠用户后的）用户总数的 25%左右，到 2020 年春节前后才突破 30%，当时抖音和快手都推出了新的用户获取战略。相比之下，长视频平台竞争对手均显示出更高的重叠率（图 18）。鉴于抖音和快手的用户群体规模相当大，我们认为，相对较低的重叠率意味着两者在短视频内容消费方面的价值定位呈现异质化。

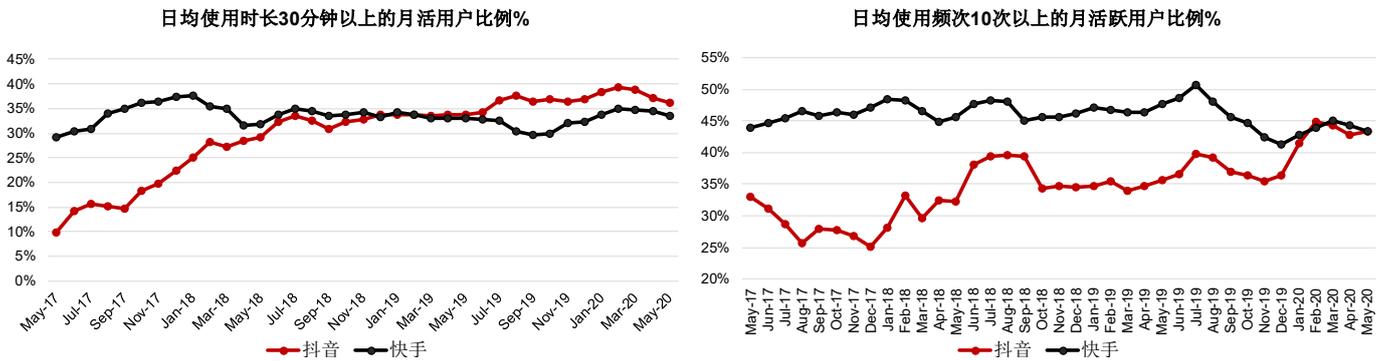
图 18 - 用户重叠率比较：抖音和快手与长视频平台对比



资料来源：Questmobile

虽然抖音和快手用户群体的地域分布相对稳定，但抖音的基础用户行为已在转变。过去三年里，抖音每日花费时间超过 30 分钟且每日打开量超过 10 次的日活跃用户的比例逐渐上升，而快手保持相对稳定。我们认为，抖音上文提到的 2019 年 4 月之后允许上传较长视频的政策是用户花费时间增加以及与快手出现分化的一部分原因。其他可能的因素包括在 2020 年春节推出的用户获取战略，以及因新冠肺炎疫情而实施封锁措施期间待在家的时间增加。

图 19 – 抖音和快手的用户行为比较



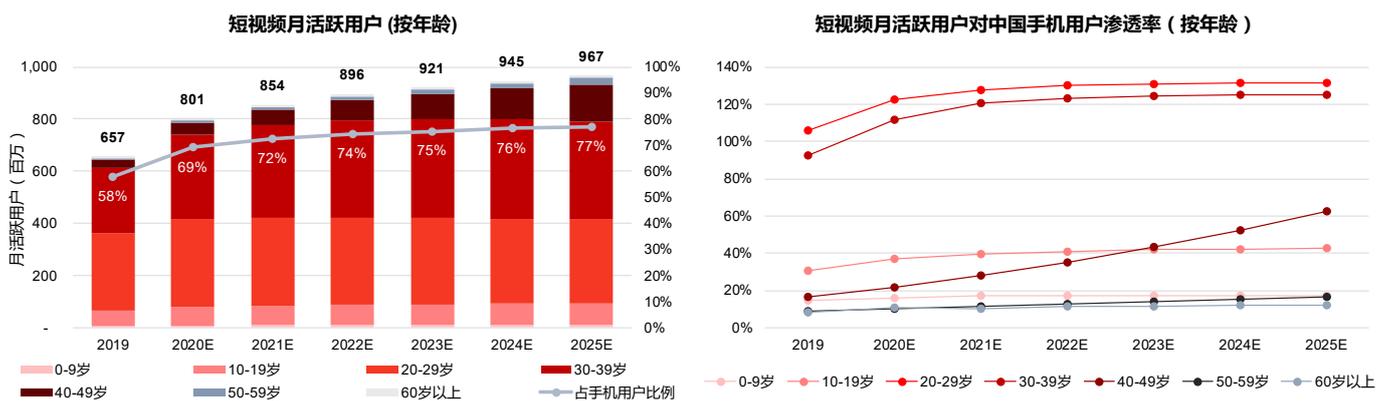
资料来源: Questmobile

**上行潜力: 前浪花的时间增多**

利用短视频平台除去重叠用户后的月活跃用户数的年度均值, 我们估计 2019 年的短视频总用户基数为 6.57 亿, 相当于占到中国移动互联网用户总数的 63%。我们认为, 在未来两年里, 在 20 至 29 岁和 30 至 39 岁这两个主要年龄段的普及率很可能会企稳, 原因在于在这两个年龄段的普及率已经很高, 分别达 106%和 93% (超过 100%是因为每一用户持有多个设备)。通过按年龄对短视频用户人口结构进行细分, 我们对于平台的预测模型以年龄段为基础, 原因在于月活跃用户有差异。

假设: 1) 年龄在 20 岁以下的人群对于移动设备的可及性有限; 以及 2) 被年龄超过 50 岁的用户接受的速度较慢, 我们认为**普及率最有可能会上升的年龄段是 40 至 49 岁**。这个年龄段目前阶段的渗透率较低, 我们的渗透率预测考虑了 30 至 39 岁用户的迭代效应以及短视频内容品类持续扩张在中老年群体的拉新效应; 我们预计 2025 年时在这一年龄段的普及率将从 2019 年时的 17%升至 63%。总体而言, 我们估计 2025 年时短视频用户总数可能从 2019 年时的 6.57 亿增至 9.67 亿, 在移动互联网总用户基数中的占比稳定在 77%。

图 20-短视频用户基数预测



注: 普及率高于 100%是因为每一用户持有多个设备。

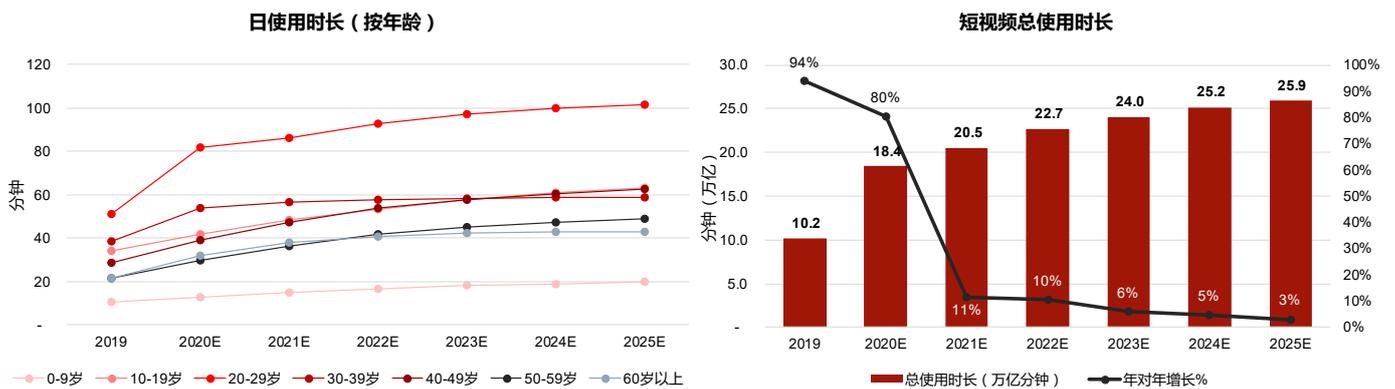
资料来源: 比达 (2017 年至 2019 年)、Questmobile、华菁证券预测

每用户花费时间是流量总量衡量的第二部分。根据 Questmobile，2019 年时月活跃用户每天花在短视频上的时间为 43 分钟；我们预计未来每个年龄段的这一时间将有所不同：

- 对于 20 至 29 岁的年龄段，我们预计到 2025 年，这些核心用户的每日花费时间将从 2020 年时的 58 分钟再延长 10 分钟左右，主要推动因素是：1) 预计活跃度上升（日活跃用户/月活跃用户）；以及 2) 推出较长的视频。
- 对于 30 至 39 岁的年龄段，我们预计到 2025 年时每日花费时间将赶上并略微超过 20 至 29 岁的年龄段的水平，主要推动因素是：1) 用户行为迭代；以及 2) 预计活跃度上升。
- 对于 40 至 49 岁的年龄段，我们预计 2025 年时每日花费时间将达到与 30 至 39 岁的年龄段相同的水平，主要推动因素是：1) 用户行为一代代传递；2) 随着长期性用户渗透的势头持续（如上文讨论的那样），上升并趋向于接近这些年龄段的平均水平；以及 3) 预计活跃度上升。
- 对于其他年龄段，我们也预计每日花费时间将逐步增加，因我们认为，从其他传统娱乐媒体向短视频的过渡应当会逐步受到欢迎，正如在其他核心年龄段中那样。

我们估计 2025 年时所有年龄段在短视频上所花的总时间有可能达到 26 万亿分钟，是 2019 年创下的 10 万亿分钟的两倍以上。

图 21-对于在短视频上所花时间的预测



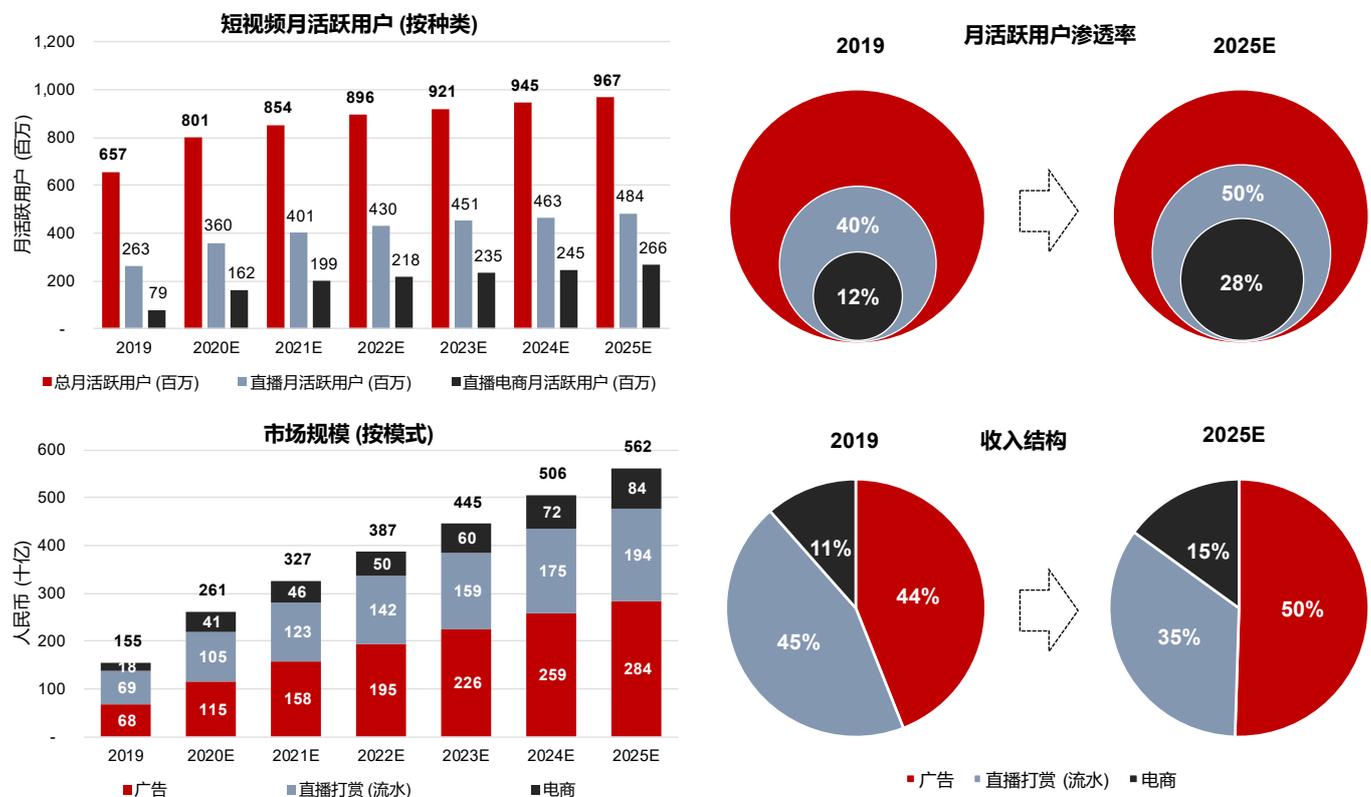
资料来源：比达（2017 年至 2019 年数据）、Questmobile、华菁证券预测

## 货币化模式和行业收入预测

- 广告仍然是首要的货币化衡量指标，但随着效率提升，交易导向型服务收入正迅速迎头追赶。
- 我们自下而上的模型估计，2025 年时中国整个短视频广告市场的营收将达到人民币 2,840 亿元，新增花费时间和广告加载率是主要的推动因素。
- 线上直播和电商通过提高每分钟的营收，进一步延伸了短视频平台的“深度关系”。我们预计，这些渠道将在 2025 年实现人民币 2,780 亿元的营收。

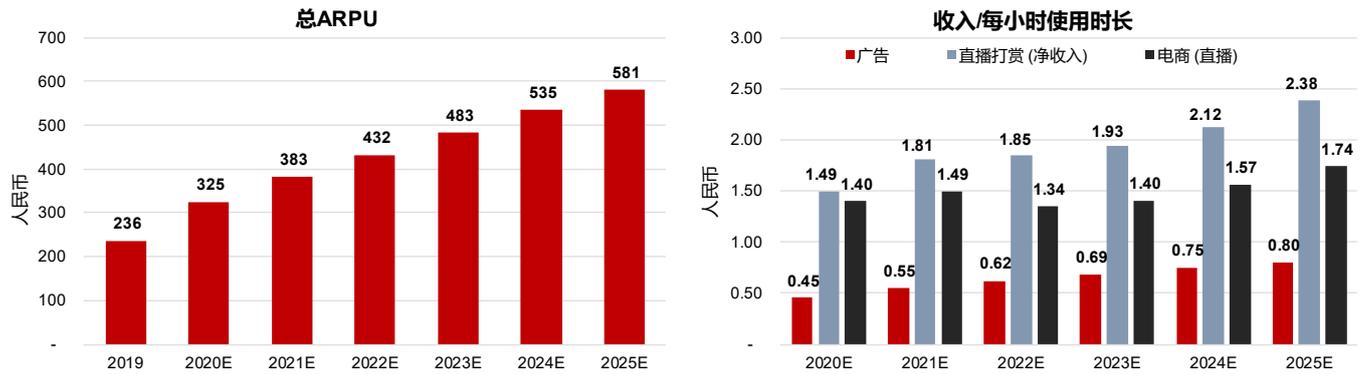
目前，短视频平台有三种主流的营收模式，分别是：1) 广告；2) 线上直播；和 3) 电商。我们估计，这三种模式的总市场营收可能在 2025 年达到人民币 5,620 亿元，广告和电商的营收结构料将从 2019 年的水平扩张。

图 22 – 行业货币化模式概要



资料来源：Questmobile、华菁证券预测

鉴于我们认为当前用户群体的货币化率仍然低下，我们估计 2025 年时年度 ARPU 总额有可能达到人民币 580 元左右，较 2019 年时的人民币 236 元增长 2.5 倍。从花费时间来看，我们估计花在线上直播的时间所实现的每小时营收（去除打赏营收）为三种渠道中的最高水平，其次是直播电商和广告。因此，对于线上直播和直播电商的合理流量扶持应该不会弱化平台整体的货币化能力。

**图 23 – 业务模式效率和经济价值（按用户和花费时间）**


资料来源：Questmobile、华菁证券预测

我们对于各营收模式的货币化展望的依据概括如下：

- 1) **广告**：品牌推广式广告的广告主创作基于短视频的沉浸式产品/品牌展示，以在内容消费者中培养品牌认知度。表演式广告的广告主还利用类似的广告形态，以推动点击率转化成进一步的产品/服务销售渠道。
- 2) **线上直播（游戏和展厅）**：通过提供由专业主播主持的直播内容以及推动基于表现的打赏，满足对于重度线上娱乐体验的需求。直播主播一般利用短视频内容来为各自的直播秀场吸引流量。
- 3) **电商**：基于信息流的电商满足超出娱乐范畴之外的需求。产品供应商与内容创作者合作，将产品展示嵌入内容并提供链接，以方便直接销售产品。**直播电商**通过线上直播形式满足在线购物需求。我们认为，直播电商的受众常常属于消费驱动型，而非娱乐驱动型。基于视频的平台上的专业主播可通过提供更加生动且密集的促销体验，推动产品销售。

### 1) 广告：目前的用户花费时间和广告加载率仍意味着有重大的增长空间

我们依据上述我们对于短视频平台用户基数和花费时间的预测，以及我们的转化率假设，估计短视频广告的市场规模。我们为基于信息流的广告、APP 开屏广告和其他广告（如创作者的协作广告/标签挑战广告）单独建模。

#### 基于信息流的广告

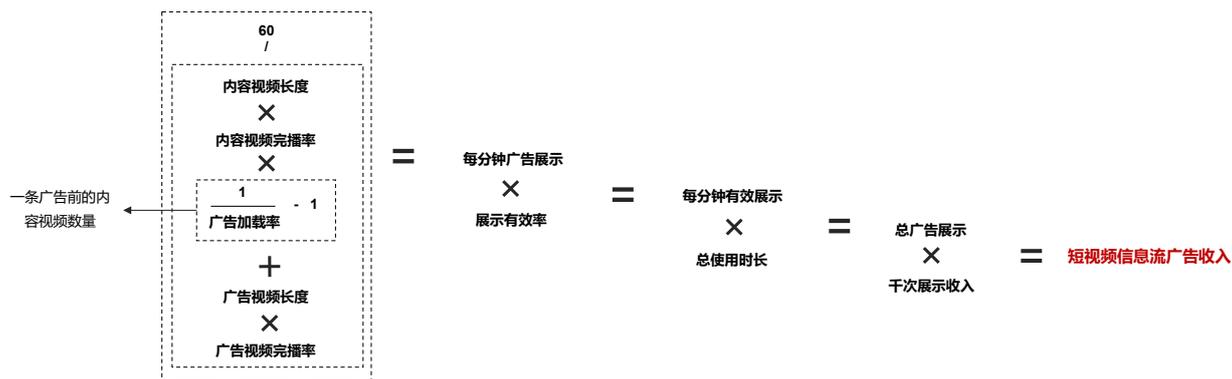
营收实现公式中的主要指标：

**每分钟的展现量：**这一指标包含：1) 每个视频的平均时长，我们从自建的内容数据库中得出这一数据；2) 每条广告的平均时长；3) 以上两者的完播率；4) 广告加载率；以及 5) 广告有效率（播放超过 3 秒的短视频广告将被算作有效展现量）。

- **总展现量：**计算方式为总花费时间乘以每分钟广告曝光量和广告有效率。

**每千次展现成本(CPM)：**我们今年 2-4 月与多位广告行业专家进行调研，几名专家是分别来自中国知名广告代理公司的经理，均具有近十年市场经验。这些广告代理公司覆盖客户广泛，涉及游戏、电商、在线教育、汽车、消费品等多个行业，因此我们认为其数据具有市场参考价值。专家表示 2020 年初时短视频信息流广告的 CPM 在人民币 20 元至人民币 30 元之间，这取决于广告在一连串视频信息流中的位置以及用户概况。

图 25 – 基于信息流的广告模式明细



资料来源：华菁证券

**对于视频的时长，**我们针对 2017 年 3 月至 2020 年 2 月期间收集的内容数据库表明，抖音头部创作者 2017 年时的平均视频时长为 16 秒，2018 年和 2019 年时分别延长至 27 秒和 38 秒，很可能反映出抖音致力于扩大视频内容的广度。我们预计，视频时长变长的趋势将在 2020 年延续，短视频平均时长预计将稳定在 40 秒左右，基于我们前文对短视频平台内容时长平衡博弈的假设。我们认为，视频时长变长，将弱化短视频平台满足“快餐式”娱乐需求的价值主张。**对于广告的时长，**我们预计目前 15 秒的形态将会保留，因时长在展示的丰富度和到达效率之间实现平衡。

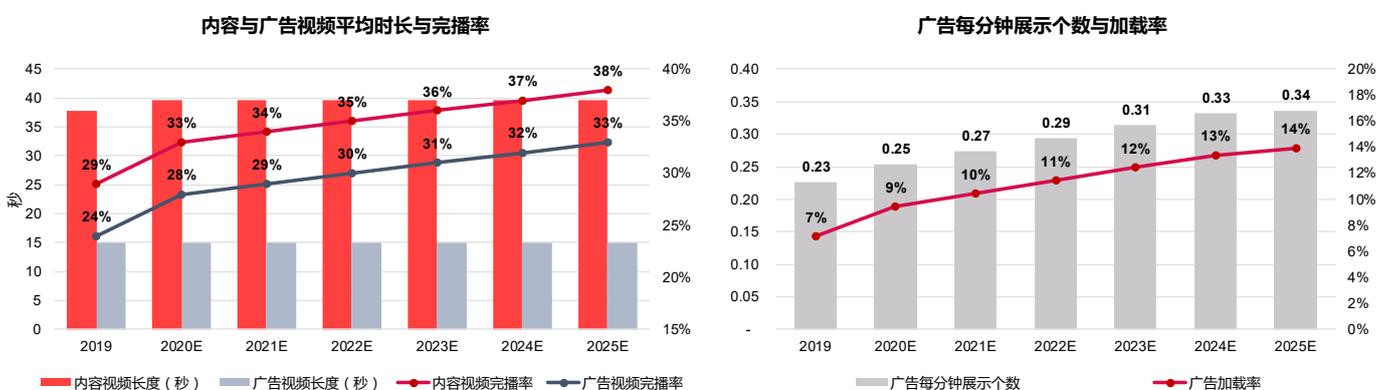
我们预计，视频内容观看的**完播率**将缓慢上升，推动因素是内容质量和分发精准度逐渐提升。对于视频广告，我们预计完播率提高的情况差不多，因更多广告主的短视频广告到达效率和分发精准度已提升，尽管与视频内容相比打了折扣。

对于**广告加载率**，根据我们与广告行业专家的调研，每 60 个短视频信息流中，平台一般嵌入 2-5 条广告（这取决于平台的货币化程度），这意味着广告加载率在 5-8%左右。

鉴于短视频信息流广告相对沉浸式和无缝衔接的形态，并且广告主与内部的顶级创作者开展越来越多的合作，我们认为短视频平台目前的广告加载率仍有增长空间。我们认为，广告加载率按持续的 CPM 实现增长的主要理由取决于持续不断地提供优质内容。我们预计，2025 年时短视频平台的平均广告加载率将逐步升至 14%，为 2019 年水平的两倍。

最后，广告展示的有效率衡量的是广告的有效程度（每次 3 秒以上的广告展示的有效展现量），而广告行业专家表明有效率在 55%左右。我们预计有效率将保持不变，因我们认为几乎没有什么因素会推动有效率上升或下降。因此，我们估计 2019 年时“每分钟有效展现量”为 0.23，或者每使用 10 分钟的有效展现量为 2。我们估计 2025 年时“每分钟有效展现量”将升至 0.34，或者每使用 10 分钟的有效展现量约为 3。

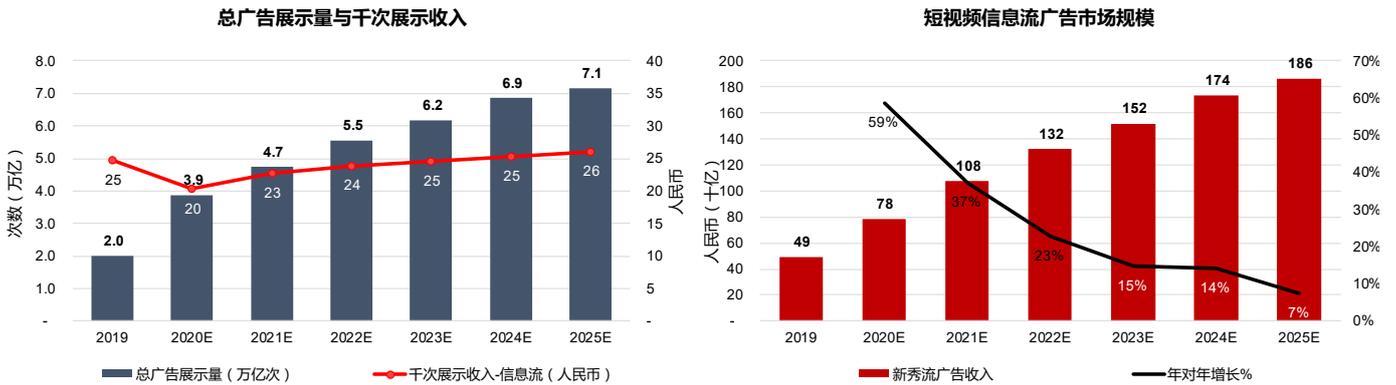
图 26 – 视频时长、完播率和广告加载率预测



资料来源：飞瓜数据、华菁证券预测

通过将每分钟的展现量乘以总花费时间（与之前计算的一样），我们得出我们对于广告展现量总数的估计值。对于 CPM，基于行业专家的数据，我们估计 2019 年平均为人民币 25 元，并预计将在 2020 年下降，原因是在新冠肺炎疫情期间广告主的支出变得谨慎，以及广告存货不断增加。不过，我们预计 2020 年之后将缓慢增长，因我们认为短视频平台的广告表现不断提升，将使得有理由进行涨价。将所有这些因素考虑在内，我们估计 2025 年中国信息流广告市场规模将从 2019 年时的人民币 490 亿元增至人民币 1,860 亿元，六年期的复合年增长率为 25%。

图 27 – 总广告展现量、CPM 和信息流广告营收预测



资料来源：飞瓜数据、华菁证券预测

### APP 开屏广告

- **总开屏数：**我们从 APP 开屏与总花费时间的关系得出 APP 开屏的总次数。

**广告加载率：**根据行业专家的数据，并非所有用户都会看到 APP 开屏广告，而会看到 APP 开屏广告的所有用户并非在每次打开时都会看到广告。基于此我们估计，截至 2019 年，APP 开屏广告加载率保持在低个位数水平。

- **广告有效率：**只有未被用户跳过的 APP 开屏广告才会被算作有效展示量。行业专家表示，约 1/3 的广告未被跳过。
- **CPM：**依据各个平台的官方广告服务文件，短视频平台 APP 开屏广告的 CPM 在人民币 180 元至人民币 250 元之间。

图 28 – APP 开屏广告模式明细

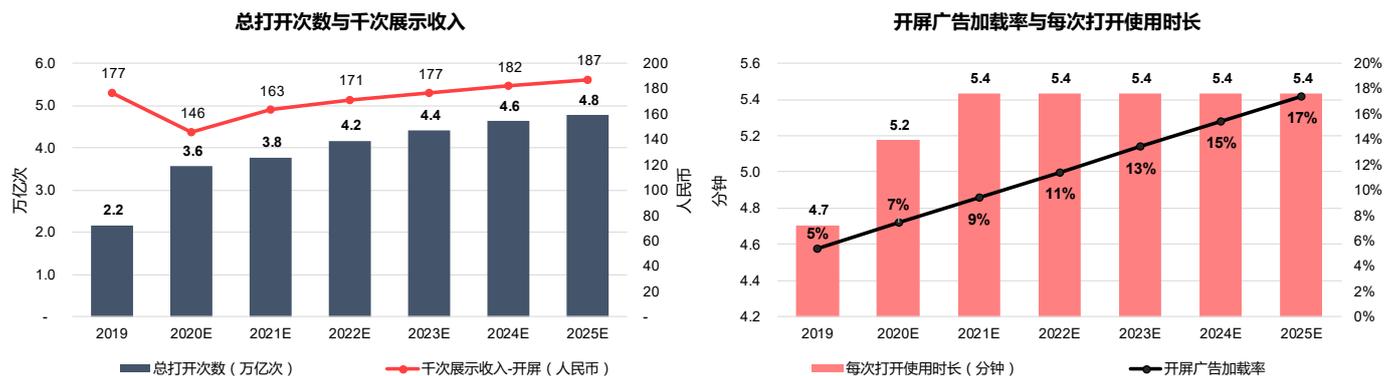
$$\begin{aligned}
 & \text{总使用时长} \div \text{每次打开使用时长} \\
 & \quad \parallel \\
 & \text{总打开次数} \times \text{广告加载率} \times \text{展示有效率} \times \text{千次展示收入} = \text{开屏广告收入}
 \end{aligned}$$

资料来源：华菁证券

我们预计，每次打开的花费时间应当在 2020 年继续增加，因抖音致力于推广时长较长的视频，但之后应该会相对稳定，在 2025 年稳定在 5.4 分钟。一句我们之前计算预估的总使用时长，我们估计 2025 年时整个短视频行业的总打开量将达到 4.8 万亿次。

依据我们与行业专家的调研，我们估计 APP 开屏广告目前的广告加载率约为 5%，有效率为 33%。我们预计，在有可能遭到用户负面反馈前，广告加载率应当会有提升空间，而有效率应当会保持相对稳定。我们预计 APP 开屏广告 CPM 的趋势应当会追随信息流广告 CPM 的趋势。

图 29 – APP 开屏广告预测

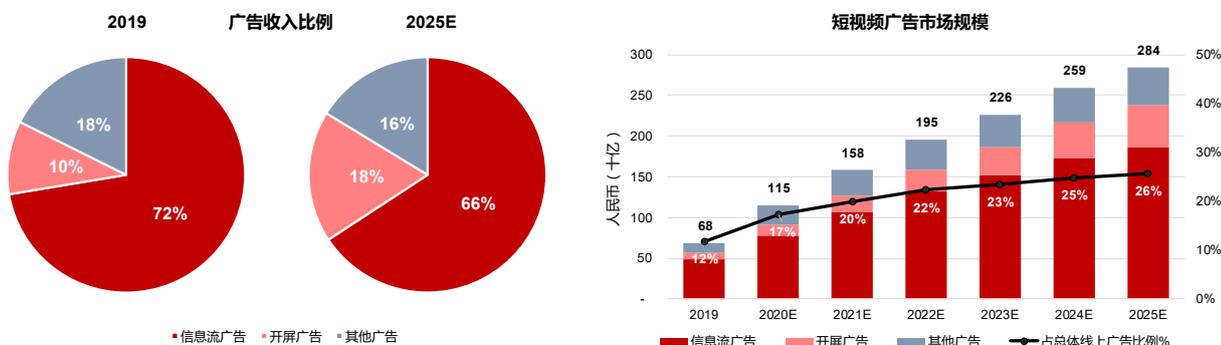


资料来源: Questmobile、华菁证券预测

## 其他广告类别

对于其他广告类别,包括协作广告和商业标签挑战广告,我们根据对增长速度的估计 2019 年时市场规模为人民币 120 亿元左右,有可能在 2025 年增长至人民币 460 亿元,对于广告活动的新增需求以及顶级创作者的货币化需求是推动因素。连同基于信息流的广告和 APP 开屏广告一起,我们预计短视频平台广告市场的总规模将在 2025 年达到人民币 2,840 亿元,而 2019 年时为人民币 680 亿元,实现 27%的复合年增长率。根据我们的估计,2025 年时短视频广告在中国整个在线广告市场中的份额将从 2019 年时的 12%升至 26%。

图 30-短视频广告市场规模预测



资料来源: 华菁证券预测

## 2) 线上直播：有紧密社会联系的创作者和平台的备选货币化渠道

用户方面，我们认为在短视频平台上的线上直播可满足新增的互动娱乐需求以及社会交际需求。创作者方面，线上直播成为更密切地与关注者和其他用户进行互动的备选渠道。对于平台，根据以下假设，我们估计来自线上直播打赏的佣金将成为一个营收来源：

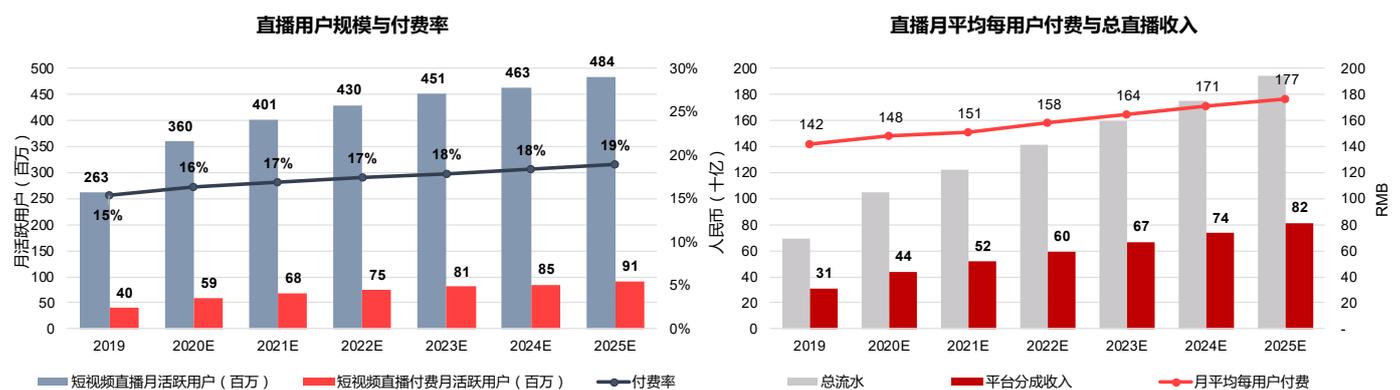
- 用户渗透率：**鉴于许多短视频平台在过去两年里开启并推广各自的线上直播内容服务，我们认为短视频平台上的直播用户心智获取以基本完成，因此我们预计短视频平台上的线上直播活跃用户的数量很可能在 2020 年企稳，尤其是在 2020 年第一季度线上娱乐流量得到提振之后。因此，在短视频月活跃用户中，我们估计线上直播服务的用户渗透率有可能在 2020 年达到 45%，到 2025 年时达到 50%。
- 付费率：**我们预计短视频平台线上直播用户目前的付费率为 14% 至 16% 左右，因为更高的用户互动率所以略高于游戏和秀场线上直播平台的付费率（处于高个位数水平）。展望未来，我们认为付费率进一步提升的空间有限。我们估计，2025 年时的付费用户人数将从 2019 年时的 4,000 万达到 9,100 万。

**平均每付费用户收入：**我们在 2-4 月访谈了多位从事与短视频直播相关的工会及 MCN 资深行业人员，这些资深行业人员皆具有多年行业经验，服务过多位短视频平台头部及腰部主播。根据我们对这些资深行业人员的访谈，我们估计 2019 年时月度平均每付费用户收入为人民币 142 元。我们估计，2025 年时平均每付费用户收入将达到人民币 177 元，六年期的复合年增长率为 4%，主要由网民收入增长带来的更高消费力驱动。

- 平台分成比例：**根据我们的资深行业人员访谈，目前的平台分成比例在 30% 至 50% 之间。我们不认为该分成比有上涨或下降的空间，目前的收入分成安排相对合理，因此主播和平台之间的收入分成安排应当会在我们的预测期内（2025 年以前）保持稳定。

总体而言，我们估计到 2025 年时，线上直播对于短视频平台贡献的营收应当会达到人民币 820 亿元，六年期的复合年增长率为 17%，为三种货币化模式中的最低水平。付费用户将是最大的增长推动力。

图 31 – 短视频平台线上直播行业模型预测



资料来源：Questmobile、华菁证券预测

### 3) 电商：用户渗透率和更高的接受度推动迅速增长

关于电商交易用户流量，正如我们之前所讨论的，我们按以下方面对短视频平台上的电商 GMV（商品成交总额）流进行分类和建模：1) 短视频内容中嵌入的购物车；以及 2) 直播电商。在产品供应方面，我们将这两个 GMV 流的计算得出的 GMV 分为：1) 来自第三方电商平台的外部 GMV；以及 2) 短视频平台的小店。这两个产品供应源的经济效益不同。

对于**嵌入式购物车**，我们的营收模型基于以下假设：

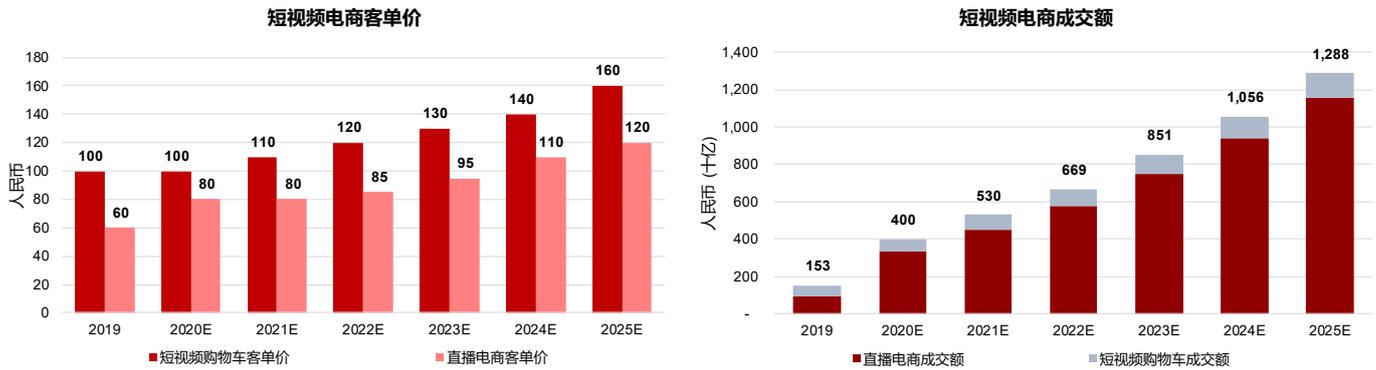
- **观看嵌入购物车的视频：**根据我们对于在短视频上的总花费时间和平均视频时长的估计，我们估计目前日均视频观看量约为 1,900 亿至 2,000 亿次。根据广告行业专家，嵌入购物车链接的视频观看量占到其中的 1.6%。我们预计这一比例将保持稳定，因我们认为未来提供的内容应该大多仍为娱乐导向型，而非电商导向型。
- **点击率：**我们估计目前点击率为 2% 左右，对比电商平台的点击率，我们认为次点击率以保持在相对合理的水平，预计未来几乎不会有变化。
- **购买转化：**根据广告行业专家提供的有关行业平均购买转化率的相关信息，从点击到完成购买，对比电商平台的点击率，我们认为次点击率以保持在相对合理的水平，我们估计转化率目前为 3% 左右，并预计这一比率也应当会在我们预计的 2025 年之前保持大致不变。
- **平均售价：**根据广告行业专家提供的数据，短视频电商产品的当前平均售价为人民币 100 元左右。我们预计到 2025 年时这一平均售价将升至人民币 160 元，推动因素是消费者对于短视频电商的信心提升以及平均售价较高的产品渗透至短视频平台。

对于**直播电商**，我们的营收模型基于以下假设：

- **年活跃用户：**在之前估计的 2019 年 2.63 亿的短视频线上直播用户中，根据我们与资深行业人员的访谈，我们估计目前直播电商年活跃用户占到 30% 左右。展望未来，我们估计用户渗透率应当会略微提升，在 2025 年达到 55%，或者有 2.66 亿年活跃用户。
- **平均售价：**由于我们认为与嵌入式购物车相比，直播电商涉及更加冲动的消费行为，我们估计直播电商产品的平均售价也应当会相对较低。根据广告行业专家提供的数据，2019 年的平均售价为人民币 60 元，我们预计平均售价将在 2025 年达到人民币 120 元，推动因素与推动嵌入式购物车平均售价增长的因素相同。
- **每一年活跃用户的月度订单：**对于直播电商的年活跃用户，根据我们与资深行业人员的访谈，我们估计 2019 年每月平均完成 1.7 倍的订单，预计这一频率将在 2025 年提高至 3.0 倍。

总体而言，我们预计电商服务 2025 年的 GMV 总额将从 2019 年时的人民币 1,530 亿元增至人民币 1.3 万亿元，六年期的复合年增长率为 43%。根据我们的估计，2025 年时直播电商的份额将从 2019 年时的 62% 升至 90%。

图 32 – 短视频电商 GMV 模型预测



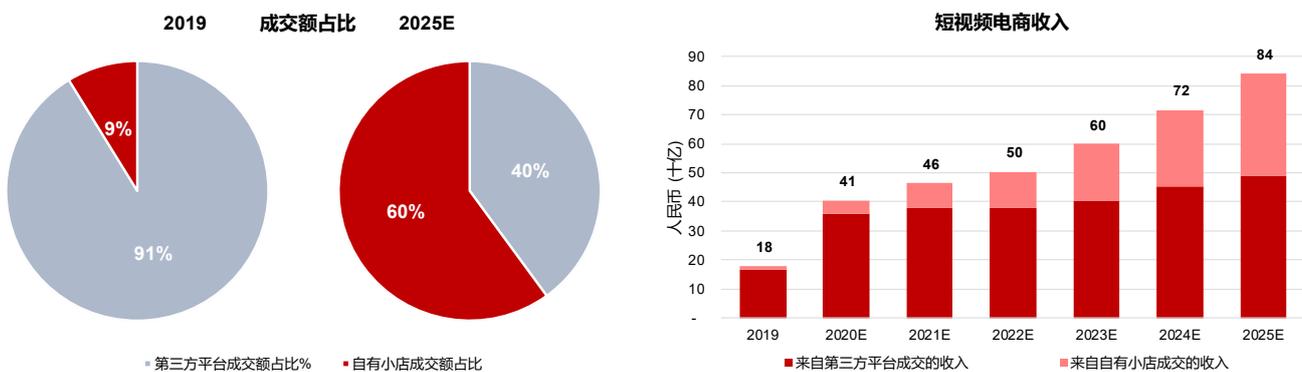
资料来源：Questmobile、华菁证券预测

对于来源于短视频平台小店的 GMV，根据我们与资深行业人员的访谈，我们估计 2019 年时在中国市场 GMV 总额中的份额仅为高个位数水平。我们预计 2020 年时升至 25%；长期内有可能达到 60%，因我们认为短视频平台可能寻求将交易在站内形成闭环，同时短视频平台致力于产品质量和电商基础设施。

对于指向第三方电商平台的 GMV，根据广告行业专家提供的数据，短视频平台现平均收取 17%至 19%的比例作为佣金收入（30%销售佣金 x50%短视频收入分成的平均值，扣除付给第三方电商平台的 6%服务费之后）。对于小店，短视频平台目前仅针对 GMV 的 5%左右收取费用，我们估计作为一项商户获取技术，这一比例远低于第三方模式。我们预计长期内 30%的销售佣金应当会略微降至 25%，因电商主播的基数增加。

总之，我们估计 2019 年时电商业务对于总营收的贡献为人民币 180 亿元，有可能在 2025 年增至人民币 840 亿元，主要推动因素是平台用户增长以及直播电商的接受度上升。

图 33 – 短视频电商营收模型预测



资料来源：Questmobile、华菁证券预测

附录 – 领先短视频平台的公司概况

图 34 – 快手概况

**Kuaishou**  
快手短视频



**公司名称**  
：北京快手科技有限公司

**创始人**  
：宿华、程一笑

**推出时间**  
：2011年3月

**总部**  
：北京

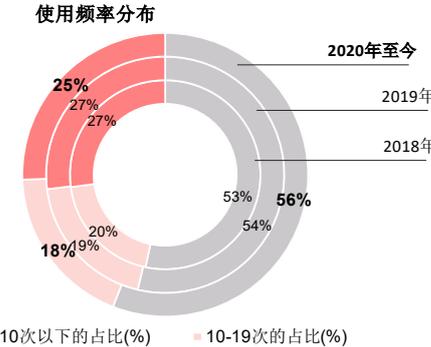
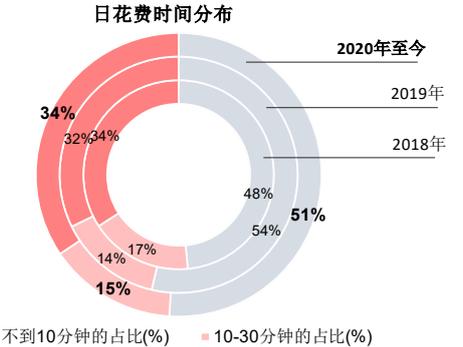
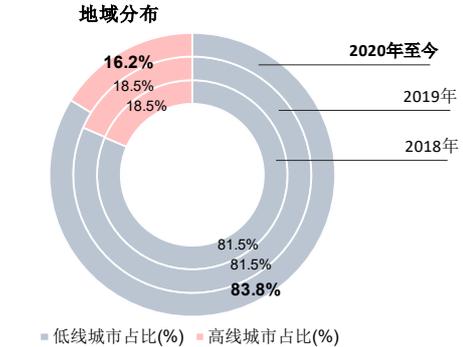
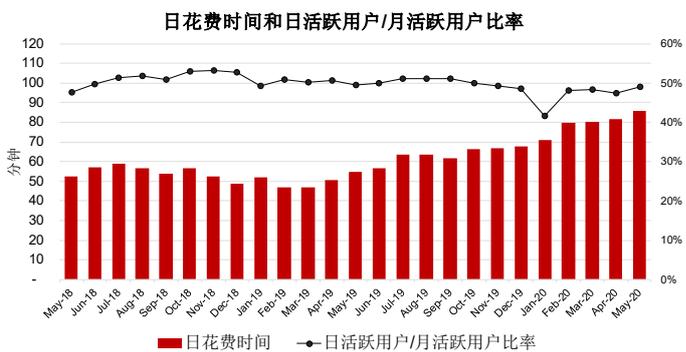
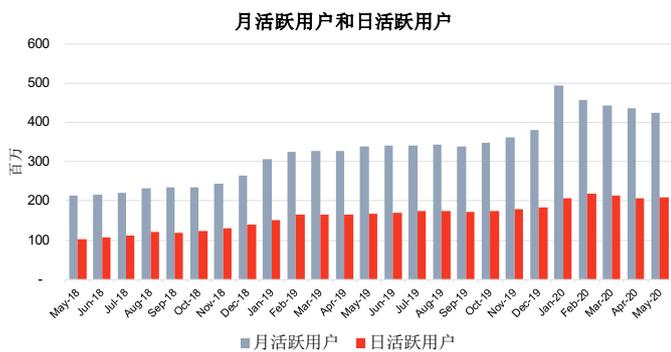
**平台概况**

快手最初是于2011年推出的一个图形交换格式（GIF）编辑工具，后转型成一个基于社区的兴趣驱动型短视频平台。快手的口号是“记录世界记录你”。快手着重于社区生态体系，向由创作者上传的所有内容提供同等的流量曝光度，从而帮助用户基于用户行为数据在网上找到爱好、生活方式或感兴趣的话题差不多的“老铁”。这有助于加深社会交际，并使得内容消费者和创作者之间的联系更为紧密。快手的社交导向型业务理念还导致例如线上直播和电商等新业务线得到内生性发展和推广。

快手的主页分为三个标签：同城、关注和发现。“发现”页面上的竖屏短视频最初采用双瀑布流模式，用户现可切换至全屏展现模式。在快手中，还有一个实时的“热搜”内容排名。

据Crunchbase称，快手于2019年12月完成规模达30亿美元的F轮融资，由腾讯领投，投资20亿美元。此轮融资的其他投资者包括博裕资本、云锋基金、淡马锡、红杉资本。

**用户指标 (2020年5月)**  
 月活跃用户：4.25亿    日活跃用户：2.09亿    日花费时间：86分钟



资料来源：Questmobile、华菁证券汇编

图 35 - 抖音概况

**Douyin**  
抖音短视频



**公司名称**  
：  
字节跳动科技有限公司

**创始人**  
：  
张一鸣

**推出时间**  
：  
2016年9月

**总部**  
：  
北京

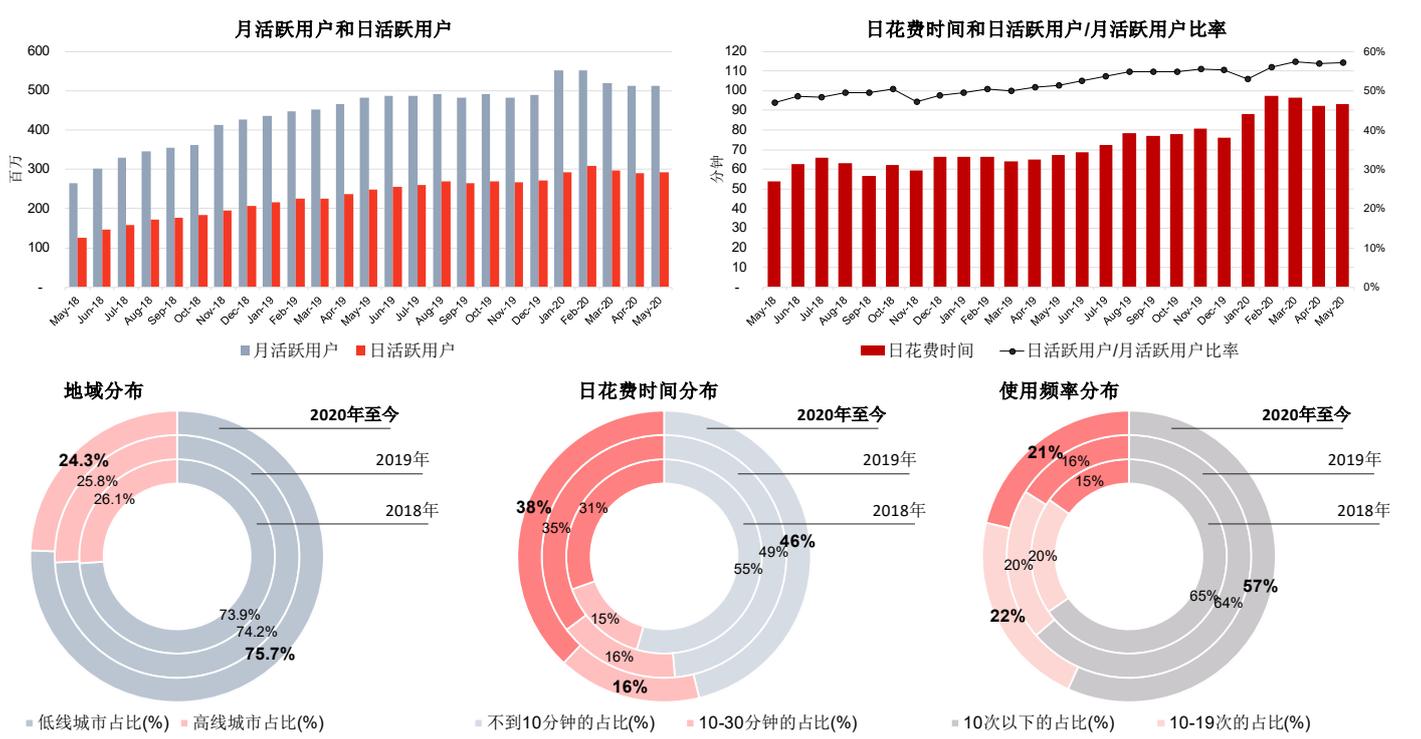
### 平台概况

当抖音最初于2016年年末推出时，其对准年轻用户，让他们发布时长15秒的竖屏对口型和跳舞挑战短视频。受到内容驱动型分发机制的支持，如今抖音倾向于向被其算法判断为更受欢迎的内容提供更高的流量权重。2017年11月，该公司推出线上直播功能。在一开始用户普遍强劲增长之后，抖音自2019年4月起将其上传内容的时长限制提高至60秒以上，并开始推广“vlog”内容。抖音还从事通过短视频和线上直播的电商业务。

在主页上，抖音有“关注”和“推荐”标签，只可选择竖屏全屏展示内容。在“关注”标签上，抖音列出目前正在直播的创作者。在“推荐”页面，主打基于位置的内容，以双流模式展示视频。

据Crunchbase称，2020年3月前的最新一轮融资由老虎环球基金领投，投资额未披露。之前的一轮融资在2018年10月完成；为规模达30亿美元的E轮融资，由General Atlantic、Kohlberg Kravis Roberts、春华资本集团和软银领投。

**用户指标 (2020年5月)**  
 月活跃用户: **5.13亿**    日活跃用户: **2.92亿**    日花费时间: **93分钟**



资料来源: Questmobile、华菁证券汇编

图 36 - 微视概况

**Weishi**  
微视



**公司名称**  
：  
腾讯控股有限公司

**创始人**  
：  
马化腾

**推出时间**  
：  
2013年9月

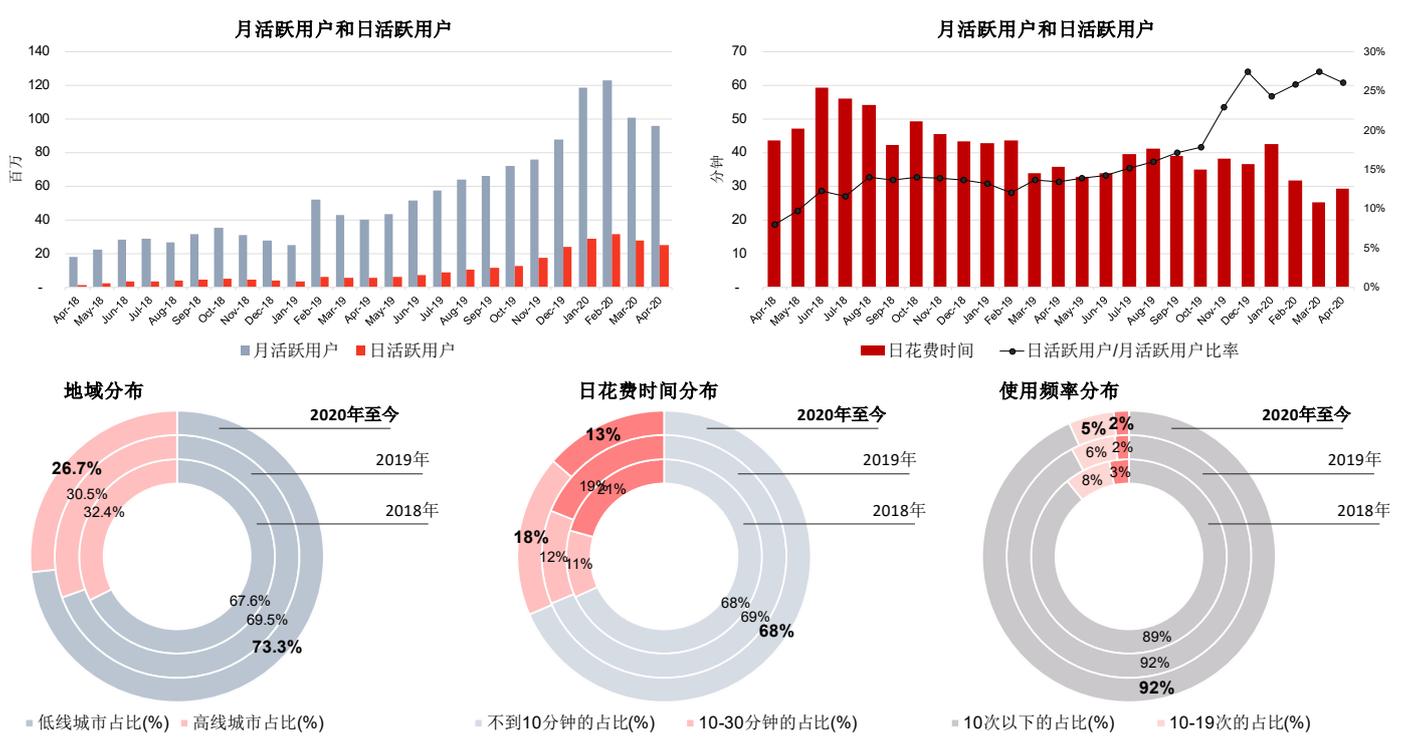
**总部**  
：  
深圳

### 平台概况

微视是由腾讯于2013年推出的一个短视频平台。于2018年4月发布的4.0版更新将微视与QQ音乐的正版音乐曲库相连，使得用户能够在创作短视频内容时将音乐用作背景音乐。微视的用户能够直接将视频内容分享至微信朋友圈和QQ。为了吸引新用户，微视在APP内每天发布任务供用户完成，任务完成后用户可获得现金奖励作为奖赏。

微视在主页上设有“关注”和“推荐”标签，有全屏竖屏展示内容的选项。“推荐”页面主打大多来自腾讯视频、游戏和其他兴趣垂直领域的内容渠道。

**用户指标 (2020年5月)**  
 月活跃用户: **1.01亿**    日活跃用户: **2,700万**    日花费时间: **30分钟**



资料来源: Questmobile、华菁证券汇编

## 附录

### 【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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到任何形式的补偿。

### 【法律声明】

#### 一般声明

本报告由华菁证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，华菁证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

### 【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。