

互联网行业研究 增持 (维持评级)

行业点评

裴培

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

进击的快手：影视、长视频、直播的一池春水，又被搅乱了

事件

9月16日，36氪报道：快手的经营范围新增了电影制作及发行业务；此前，快手已经通过收购A站进军长视频业务，并高调宣布进军游戏直播。9月12日，新京报等多家媒体报道，快手计划在接受腾讯增资之后，于2020年上半年赴美国IPO，最新一轮PE融资估值将不低于250亿美元。

评论

快手究竟有多强大？比大部分投资者想象的更强：扎根低线城市和“五环外”的快手，远不如抖音的光鲜亮丽，容易被专业投资者忽视。然而，我们的监测数据和草根调研显示：快手用户与抖音的真实差距一直在20%以内，而且快手已经远远跨出了“五环外”，成为全民、全地域、全年龄段应用。在广告变现能力上，快手远不如抖音；但是，在直播和电商变现能力上，抖音又远不如快手。从长期看，两家的营业收入体量很可能相仿。

快手将搅乱本来已趋于“终局”的长视频、直播行业：近年来，随着市场整合的深入，长视频行业形成了“爱优腾”三巨头再加上芒果、B站等垂直平台的格局，竞争趋于平缓，各大平台都致力于控制成本、提升盈利能力。然而，快手以及字节跳动旗下的西瓜视频均在进军长视频行业，“终局”大概要被无限期推迟。直播行业也是如此：在秀场直播领域，YY、陌陌、腾讯音乐本来已经形成第一梯队，映客、花椒、9158等为第二梯队；在游戏直播方面，斗鱼、虎牙两巨头占据绝对优势。然而，快手、抖音先后加入直播战局，构成了剧烈的扰动。尤其是快手，用户画像和运营模式都非常适合直播，现在很可能已经成为国内收入规模最大的直播平台。

快手必然会追求影视内容的“全产业链整合”：在变更营业范围之前，快手已经在制作一部基于UGC的院线纪录片。在收入快速增长、现金流充裕的情况下，我们相信快手肯定会追求对影视行业的“全产业链整合”：从最上游的IP、上游的制作、中游的发行营销直到下游的播出和上映渠道，它都会想方设法地渗透。事实上，腾讯、字节跳动、B站、爱奇艺等互联网公司也在尝试类似的整合。这种尝试需要花费一定的时间、付出试错成本，但是一旦成功，影视行业很可能被互联网行业“整体吸收”，正如游戏行业现在是互联网行业不可分割的一部分。

快手成为主流电商平台？大概只是时间问题：从2017年开始，快手就致力于通过短视频、直播进行电商导流。我们估计，2019年快手促成的电商GMV将超过1000亿元，但是，其中大部分交易都发生在淘宝。快手有一小块自营电商业务，但是成交量不大、比较低调；它也在与魔筷、有赞等去中心化电商平台合作。当快手彻底熟悉了电商这门生意，流量基础和导流效率进一步提高，它会不会加码自有电商业务——无论是淘宝的第三方卖家模式，还是京东的自营模式，抑或是拼多多的C2M模式？答案是肯定的，一定会，只是时间问题。

投资建议

我们认为，快手必然会接受**腾讯控股**的增资，两家将建立更融洽的合作关系；快手不但能解决腾讯在短视频领域的困境，还能在游戏直播、去中心化电商方面予以帮助。快手电商业务的进一步做大，给**中国有赞**等去中心化电商服务商带来了巨大机遇，它可能成为快手的重要支撑力量。在接入快手网店之后，**拼多多**也将获得更大的客源，它的平台调性与快手可谓非常符合。对于当前主流的长视频、直播平台而言，快手对影视、长视频、秀场直播、游戏直播等领域的四面出击，无疑会带来新的挑战，但是这种挑战不会在短期内兑现。

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。

快手与抖音的差距真的很大吗？

- 今年 5 月，快手宣称整体 DAU 超过 2 亿，同期抖音宣称的整体 DAU 已经接近 3 亿；快手的目标是今年之内 DAU 突破 3 亿，而抖音早已完成了这个目标。看起来，快手的用户基础似乎已经被抖音拉开了差距？与此同时，抖音受到了广告主的欢迎，Adload（广告负载率）不断攀升、价格也处于业内较高水平；快手由于内容调性问题，广告收入显然远远不如抖音。所以，很多投资者认为，快手跟抖音不在一个档次。
- 且慢下结论！首先，快手和抖音公布的都是“整体 DAU”，即通过各种渠道访问该平台的 DAU 之和，而不是单纯的移动 App DAU。在这个口径下，抖音能得到今日头条等“头条系”App 的大量引流，而快手很大程度上是孤军奋战（微信对快手的直接引流尚未全面启动），必然会吃亏。我们的监测数据显示：若只考虑移动 App，截止今年三季度，快手的 DAU 和 MAU 均相当于抖音的 85% 以上，两者之间从未拉开差距。
- 其次，从收入上看，快手的广告变现能力显然不如抖音，Adload 也很低。然而，快手的直播变现能力极强，我们估计 2019 年 8 月的直播打赏收入很可能已经超过 30 亿元（不含带货收入）。在电商带货方面，快手也远远走在了抖音前面，它的“野蛮生长”策略比抖音的“精挑细选”策略更适合起量。当然，从长期看，由于抖音的女性用户较多、用户收入较高，很可能在带货方面扳回一城。

图表 1：快手 VS 抖音：2019Q3 经营数据估算

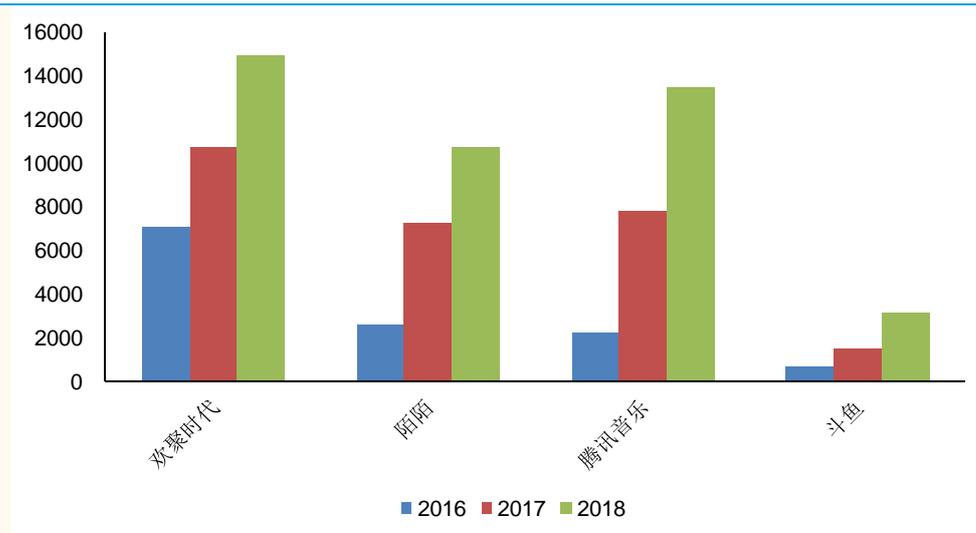
	快手	抖音
App DAU	4.3 亿	4.9 亿
App MAU	2.2 亿	2.6 亿
9 个月留存率	25-30%	25-30%
单日视频上传数量	3000 万条	3000 万条
直播用户渗透率	60-70%	40-50%
直播付费渗透率	15-20%	8-10%
广告收入	单月 10 亿以上	单月 40 亿以上
Adload	2.0-5.0%	12.0%-14.0%
直播打赏收入	单月 30 亿以上	单月 10 亿以上
电商带货 GMV	单月 100 亿以上	单月 40 亿以上

来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所估算

快手或许已经是国内最大的综合性直播平台

- 网络直播是一门很赚钱的业务。有多赚钱？2018 年，欢聚时代（含虎牙）、腾讯音乐、陌陌三个综合性直播平台的直播收入均超过 100 亿元，游戏直播巨头斗鱼的直播收入超过 30 亿元。虽然无法与游戏、长视频行业的规模相提并论，但是直播还是堪称互联网娱乐形式当中吸金能力较强的一种。
- 根据我们的监测数据和草根调研，快手很可能已经成为了国内最大的综合性直播平台——2019 年 8 月，快手的直播打赏收入可能超过 30 亿人民币，而且还在上升通道之中。要知道，快手是从 2017 年才开始做直播的！为什么快手直播崛起的这么快？首先是用户画像合适——快手有大量“土豪”用户，即位于二线以下城市、有一定消费能力的中年男性，他们是直播打赏的主力军；其次是内容创作者充裕——快手在东北地区的群众基础很好，而东北恰恰是头部秀场主播的最大发源地；再次是在运营方面强调“野蛮生长”“真实性”“原汁原味”，构成了不可替代的内容调性。抖音也是追随快手的成功足迹，开始力推直播的。

图表 2：网络直播巨头的直播收入规模（单位：人民币百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

注：欢聚时代的直播收入包括虎牙，腾讯音乐的直播收入包括全民 K 歌的社交会员收入。

- 直播的主要变现方式，除了打赏，还有电商带货。我们估计，快手单月带货的 GMV 已经超过 100 亿元，全年将超过 1000 亿元，是抖音的两倍以上。但是，目前快手、抖音的大部分带货行为都是在淘宝或天猫成交的，大部分收入被网红和阿里系平台瓜分；快手、抖音自己的货币化率很低。随着快手、抖音带货规模的不断提升，以及对电商业务模式的熟悉，它们必然会将更大一部分交易截留在平台内部完成，无论是采用类似淘宝的“第三方卖家”模式还是类似京东的“自营商品”模式。这将是一个漫长而充满变数的过程。

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 3：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