

本报告的主要看点：

1. 对快手这个国内首屈一指的短视频社区的崛起轨迹、产品与运营逻辑进行了深入分析。
2. 对快手的商业变现前景进行预测和展望，并将其与字节跳动旗下的同类应用抖音进行对比。
3. 评估了快手对腾讯、阿里两大互联网生态系统已经产生和将要产生的影响。

快手的品格：

快即是慢，慢即是快，“内容和人”的双重连接

基本逻辑

- 快手是国内首屈一指的短视频社区，其精神内核是满足了用户平等的表达自己和被他人认同的需求，这种“公平普惠”的价值观体现在商业模式的各个模块，由此构建的“老铁经济”正加速其商业生态的崛起。看似佛系的快手未来将持续扰动整个移动互联网行业，我们将从用户获取、内容分发、社区生态及商业变现等四个方面浅析快手的品格：
- 相比于头条系近乎激进的投放策略，快手颇为佛系，“7000万日活之前全凭自然增长”，“16年下半年才建立App推广部门”。快手一直处于一条正确的道路上，无论是早年的从工具转型社区，还是算法的引入，其过硬的产品能力叠加流量红利支撑其快速增长——“如14年日活用户增长百倍至千万级别”。作为移动互联网TOP10的应用，快手也早已洗去了“北方、三四线”的标签，成为全民级的应用，但“北方、三线”仍然是其坚固的后方。
- 快手是少数能够兼顾“社交分发”和“算法分发”的应用，其中“关注”、“发现”和“同城”，分发比例约为2:2:1。算法与交互设计相辅相成，“瀑布流”助力快手的“关注”、“同城”交互，逐步形成基于地域/职业的半熟人朋友圈。算法方面，抖音基于“爆款逻辑”，以用户为导向；快手则是主张“公平普惠”，以创作者为主，对生产者的保护也带来了内容的繁荣。
- 持续不断的优质内容供给是UGC社区生态的基石。在社交关系和公平算法分发机制的推动下，快手有着强劲的内容供给体系：2018年度发布作者1.9亿，发布比率接近70%，日均上传视频千万条，日内容供给比率超8%。创作者方面也实现了“头部草根明星、中部垂直创作、尾部视频社交”的供给格局，此外，快手更具有包容性，也将带来内容的持续多样性。创作者导向也帮助快手成为仅次于微信的第二大DAU/MAU和7日留存率的移动应用，这或许意味着未来快手有希望能够成为用户数仅次于微信的新霸主。
- 快手与B站相似，社区以“内容和人”双重连接用户，绝大部分变现方式均依赖于“人”（直播、电商等），典型的富“国”先富民型。2019年快手商业化的KPI是直播300亿，广告150亿，电商（千亿GMV）。其中直播是快手最早商业化的形式，渗透率达60-70%，已经成为泛娱乐/游戏直播当之无愧的王者；电商带货位列全网前列，以直播带货为主，在品类、品牌及价格都与拼多多有极强的相似性；广告营销方面兼具“信息流”和“私域流量营销”，广告加载率仍较为克制，私域流量可以提升广告变现天花板。除了已经出现的商业化模式，快手在游戏、O2O、教育等领域也蕴含无限可能。

投资建议

- 腾讯与快手的联合是必然的，快手不仅能解决腾讯在短视频领域的困境，还能在游戏直播、去中心化电商方面给予帮助。快手电商业务的进一步做大，也将会给予中国有赞等去中心化电商服务带来更大机遇，接入快手之后，拼多多也将获得更大的客源，其调性与快手极为相符，但快手拥有更大的选择空间。对于当前的视频、直播平台而言，快手也将对影视、视频、直播等领域四面出击，无疑会带来新的挑战，但这种挑战还不会短期内兑现。

风险

- 宏观经济风险，技术变革风险，流量红利衰退。

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

内容目录

导读：移动互联网产品的本质与快手的价值观	4
用户获取：快就是慢，慢就是快，筑墙积粮缓称王	5
发展历程：一个从工具到社区，从北到南，从草根江湖到星辰大海的故事 ...	5
用户画像：从年轻到普世，东北、西北根基深厚，年轻女性创作动力更强 ...	9
内容分发：兼顾“社交与算法推荐”，强调“公平普惠”	11
社交分发：“瀑布流+公平算法”助力社交，半熟人视频朋友圈初成	12
算法分发：抖音爆款逻辑，用户体验为先，快手公平原则，以创作者为主 ..	13
社区生态：兼具“去中心化”与包容性，创作者导向促高黏性&留存	15
内容供给：持续优质内容产出构建生态基石，快手顺应全面创作时代浪潮 ..	15
黏性与互动：创作者生态带动高黏性和高留存，社交属性提升互动率	18
商业变现：与内容创作者实现共赢，打赏、带货、广告营销齐发力	19
直播打赏：“高频打低频”造直播王者，流量逻辑促直播强者恒强	19
电商带货：快手更像拼多多，抖音更像天猫，与创作者、用户共赢	20
广告营销：兼顾信息流和私域流量营销，公转私提高流量价值天花板	22
面对快手的崛起，互联网巨头应该如何应对？	24
字节跳动：难为知己难为敌，鹿死谁手未可知	24
腾讯：合纵连横，与快手的投资/合作将更加紧密	24
哔哩哔哩：不止是 AB 之争，年轻用户争夺仍将继续	25
拼多多：或达成战略合作，以后又将如何	26
风险提示	26

图表目录

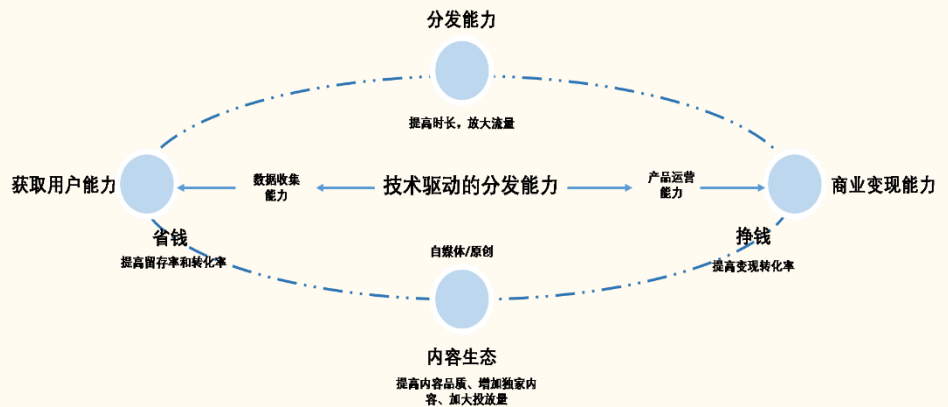
图表 1：信息流/社区形态移动互联网产品商业模式	4
图表 2：gif 动图风格偏“恶搞、搞笑”	6
图表 3：gif 动图风格偏“恶搞、搞笑”	6
图表 4：GIF 快手 V3.01 版本	6
图表 5：GIF 快手 V3.40 版本	6
图表 6：快手 AppStore 下载量（万）	7
图表 7：中国户均移动互联网接入流量（M）	7
图表 8：快手头部主播多来自“江湖”、多有 YY 系	8
图表 9：快手和抖音 MAU（万）	9
图表 10：快手和抖音 DAU（万）	9
图表 11：“短视频”行业月活用户数（亿）	9
图表 12：“短视频”行业用户独占率	9
图表 13：“短视频”行业性别分布	10
图表 14：“短视频”行业年龄分布	10

图表 15: 快手在中老年群体加速渗透.....	10
图表 16: “短视频”行业城际分布.....	11
图表 17: 快手在东北、西北地区优势明显.....	11
图表 18: 抖音短视频内容创作者画像偏差.....	11
图表 19: 快手短视频内容创作者画像偏差.....	11
图表 20: 信息获取的四个时代演变.....	12
图表 21: “大屏模式”更适合抖音.....	12
图表 22: “瀑布流”更适合快手.....	12
图表 23: 基于职业的半熟人社交——卡车司机.....	13
图表 24: 基于地域的半熟人社交——宝鸡青年.....	13
图表 25: 现象（1）推荐/发现点赞量差异.....	13
图表 26: 现象（2）推荐/发现上传时间差异.....	13
图表 27: 抖音算法推荐机制及流程.....	14
图表 28: 快手、抖音、B 站、youtube 社区生态对比——供给篇.....	16
图表 29: 快手、抖音、B 站 TOP 内容创作者粉丝比分布.....	17
图表 30: 快手 TOP 100 内容创作者分布.....	17
图表 31: 抖音 TOP 100 内容创作者分布.....	17
图表 32: 快手 TOP 100 抖音粉丝数对比.....	18
图表 33: 抖音 TOP 100 快手粉丝数对比.....	18
图表 34: 快手中腰部聚集着大量行家里手.....	18
图表 35: 快手、抖音、B 站、youtube 社区生态对比——互动篇.....	19
图表 36: 各直播平台 TOP100 主播打赏流水（百万）.....	20
图表 37: 各直播平台 TOP100 主播月活粉丝（不去重）.....	20
图表 38: 电商达人年度卖货榜单（根据 GMV 排序）.....	20
图表 39: 电商带货利益分配情况（以淘宝联盟为例）.....	21
图表 40: 快手 7 日商品榜产品所属行业类别.....	21
图表 41: 抖音 7 日商品榜产品所属行业类别.....	21
图表 42: 哪个品牌最畅销（以美妆个护为例）.....	22
图表 43: 客单价多少的产品最好卖.....	22
图表 44: 快手营销平台.....	23
图表 45: 2019 快手平台各行业广告投放占比.....	23
图表 46: 2019 年快手应用 App 广告投放概览.....	23
图表 47: 快手与抖音的竞争反而推动各自 MAU 增长（万）.....	24
图表 48: “短视频”行业年龄分布.....	25
图表 49: 快手在东北、西北地区优势明显.....	25

导读：移动互联网产品的本质与快手的价值观

任何移动互联网产品的本质都是一种商业模式。无论是工具型、社交型、游戏类、资讯类还是视频类产品，核心都要满足用户的某种需求，产品的用户规模、黏性、解决问题的类型等就决定了其相应的商业价值。商业价值在一定程度上放大了产品的影响力，所以产品商业模式的选择和定位非常重要。那么快手解决了用户什么样的需求，未来又会创造多大的商业价值？快手满足了用户平等的表达自己和被他人认同的需求，这种“公平普惠”的价值观体现在商业模式的各个模块，由此构建的“老铁经济”正加速其商业生态的崛起。

图表 1：信息流/社区形态移动互联网产品商业模式



来源：《我不是产品经理》，国金证券研究所

可以看到，一款信息流/社区形态的移动互联网产品基本上都是由 4 个模块组成：用户获取、内容分发、内容生态以及商业变现。1) **用户获取**，包括渠道采购、内容品牌获量、社交推荐、激励收徒、地推等几种模式，关键在于如何低成本本地拉新、促活以及提高留存，与内容生态亦相辅相成。用户获取的方式与内容生态也决定了用户的基本盘和延展性。2) **内容分发**，包括传统编辑、搜索引擎、社交分发以及算法推荐，这些筛选是综合的、多种分发方式的组合，而不是简单地一种，分发方式在信息与用户之间起着极其重要的纽带作用，其中分发效率与价值观是重要的衡量指标。3) **内容生态**，形式上有 PGC（专业生产内容）和 UGC（用户原创内容）之分，判断内容生态的优劣在于是否持续生产鲜活的独特内容的能力，这与产品设计（好的工具型产品可以低门槛提供功能供用户创作内容）、分发机制（良好的机制可以从海量的 UGC 内容中筛选出优质内容供用户消费）、用户需求（用户主动上传内容的动机，进一步决定用户与内容产出者之间的关系）都有着密切关系。4) **商业变现**，包括广告、电商、直播、游戏、会员会费等，然而商业变现的方式无谓好坏，主要看适不适合提供的服务场景和用户属性（社区调性），当然不同变现方式的投入产出有所不同。接下来，我们就从上述移动互联网产品的四个维度来拆解一下快手的“品格”：

- **“不买量，不转发”**：快手有一个引以为豪的数据：7000 万 DAU 之前全部都是自然增长。相比于抖音/头条全家桶铺天盖地的投放模式，宣布计划 19 年底 DAU 过 3 亿的快手要较为克制，无论是工具 GIF 时代不做转发（保障每个用户内容都被展示，彼时微博转发功能很火，微博约 80% 的内容来自转发）；还是 2017 年之前没有投过广告，快手都要显得更为“佛系”，早期的用户积累主要来源于优质内容生态和流量红利。作为移动互联网 DAU TOP10 的应用，快手也完成了“从北向南，从农村到城市，从 MC 天佑到王祖蓝”的转变，但“北方、下沉、草根达人”仍然是快手的基本盘。
- **“社交分发+公平的算法推荐”**：快手首页三栏几乎没有变化过，分别是“关注”、“发现”和“同城”，分发比例约为 2:2:1，兼顾“社交与算法”。头条先做推荐后做关注，一路磕磕绊绊；快手则是将推荐当做关注的启动器，很好的平衡了“关注”和“推荐”的关系。算法也是有价值观的，

而快手算法的价值观就是“公平普惠”。（此外，快手头部创作者是没有大V认证的）与其他短视频平台不同，头部内容占据80%以上流量，快手会将头部内容流量限制在30%左右，70%分配给中长尾内容。（抖音是“爆款”逻辑，具有强媒体属性；而快手则是公平分发，具有强社区属性）

- **“草根江湖与半熟人社区”**：以服务内容创作者为出发点，公平的分发也极大地激发了普通用户的制作热情，构建最有活力的内容生态：以2018年计，全年在快手上发布过作品的用户达1.9亿，发布比率约70%；日均上传超过1000万条（19Q2日均上传已达到3000万条），“日上传内容/日活用户”比例超过8%（抖音大约4-5%，门槛更高的B站则不足0.5%）。从内容创作者结构来看，头部主要是前YY系专业主播，快手在早期从工具到社区转型期经历过一波YY主播的迁移，这些主播直播能力强、粉丝忠诚度高、带货能力强，如散打家族等原生网红工会。中腰部则是草根达人，是快手多元化内容的中坚力量，在“公平普惠”的分配机制下稳步崛起，生活、小姐姐、美食是其TOP3品类。长尾则是基于地域/职业等社交关系的普通用户，无主题的生活记录是主要内容，而对于普通用户，其评论互动则多是聚集于地域/职业等半熟人关系群，其互动频率高达3%左右（点赞+评论/播放量）。
- **“商业化起步晚，‘直播+电商+广告’构建闭环”**：“商业变现与产品设计、用户调性相匹配”才能达到高效率。由于早期用户更偏向于下沉市场、调性也更为“亲民”，快手在直播方面的变现非常成熟，2018年流水就已经超过200亿，位列直播行业第一梯队。而“瀑布流”的基因（与抖音全屏模式不同）以及强社区属性带来的广告加载率限制（例如用户对微信朋友圈加载广告的容忍度明显低于微博、抖音等产品）导致广告起步较晚（2018年开始），与抖音400-500亿级别的信息流广告收入有明显差距。强社区关系构建内容创作者与用户天然纽带，关注的基础上打造主播的私域流量池，“带货”也就成了顺利成章的事情，快手体系（包括导出微信、淘宝、拼多多等成交的订单）的GMV已经达千亿级别。

用户获取：快就是慢，慢就是快，筑墙积粮缓称王

从用户增长角度来看，快手真的很“佛系”。“GIF时代不转发”，“2016年下半年才建立App推广部门”，“7000万日活之前全都是自然增长”，基本践行了“无为而治”。但快手的成长真的很快，2014年全年日活用户增长百倍到达了千万级别，在抖音的强力运营、海量投放下2019年中快手日活突破2亿晋身移动互联网TOP10 APP。不得不说，快手一直走在一条正确的道路上，用心把产品和内容生态做得更好，又恰逢移动互联网流量红利，应了那句“快就是慢，慢就是快”。

发展历程：一个从工具到社区，从北到南，从草根江湖到星辰大海的故事

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，真正意义上的短视频化是2014年4月上线的增加配音功能的V4.09版本。作为一款工具类产品，GIF快手所有生产内容都是**微博**上传播的，彼时有趣的动图很容易在微博上火爆起来（微博处于蓬勃发展期，2012年底月活已经接近1亿），快手作为GIF主流工具也享受到了这波红利。GIF快手的种子用户非常贴切地说是一群有创意的动图爱好者，“恶搞、搞笑”都是GIF主流风格，“**草根、屌丝、接地气、叛逆、年轻**”也就成了这群种子用户的标签。

- **“不转发”**：当时微博的转发功能非常火，照搬过来也是非常容易，但快手并没有这样做。（微博约80%的内容来自转发）创始人程一笑的产品思维是“只要用户发一个内容，就为你展示出来”，这是一个非常平等的逻辑，一旦转发，头部效应就会非常明显，没有办法保证让每一个人公平地被看到。

图表 2: gif 动图风格偏“恶搞、搞笑”



来源: 微博, 国金证券研究所

图表 3: gif 动图风格偏“恶搞、搞笑”



来源: 微博, 国金证券研究所

作为工具类应用的 **GIF 快手** 初期更多以微博、人人网等社区作为应用场景，完成了原始的用户积累。但在快速发展期的快手仍然存在着危机感和不安——“工具类应用很容易被其他替代，变现也有很大挑战，等到达一定体量，用户的认知很难扭转”。正是基于这种思考 and 不安，快手开启了长达两年“痛苦”的转型探索期。早在 2011 年 10 月上线的 V2.4 版本中快手就加入了“火热 GIFshow”社区模块（图 4 红色部分），被视为转型社区的第一步和铺垫，并且加大社区板块运营力量。然而社区的运营难度非常大，用户早已习惯把快手当作一种工具来看待，历经半年时间运营的“火热 GIFshow”反响平平，排名靠前的视频转发和评论不足 10 个。快手转型社区的决心依然坚定，在 2012 年 11 月上线的 V3.40 版本中实施**强制转型**，在毫无征兆的情况下把“社区”作为自己产品的主要功能对待。V3.40 版本也是快手历史评分最低的版本，这次转型可以说是非常生硬和粗暴，用户评价可谓“恶评如潮”，DAU 也从巅峰时期的近百万下降到几万，掉了 90% 的日活用户。在接下来的 V3.X 十几个版本中，加入了现今仍保存的“**发现**”（V3.40）、“**同城**”（V3.48）、“**关注**”（V3.94）等板块（丰富了“附近的人”、“拉黑”、“微博入口”、“谁喜欢你的作品”等功能），历时 8 个月迭代与运营最终取得了成效。

- **“Z 世代”**：2013 年转型社区的时候，快手上 **87% 的用户是 90 后，46% 的用户是 00 后**，很多喜欢快手的都是小学生、中学生、大学生，快手也满足了年轻人表达和拓展自己交际圈的需求。那时快手上的主要三类内容：**美女自拍、小孩、宠物**。熟悉互联网的投资人应该此时会联想到另一家知名互联网公司——B 站，不曾想曾几何时两个大相径庭又殊途同归的公司如此的相似。

图表 4: GIF 快手 V3.01 版本



来源: 快手, 国金证券研究所

图表 5: GIF 快手 V3.40 版本

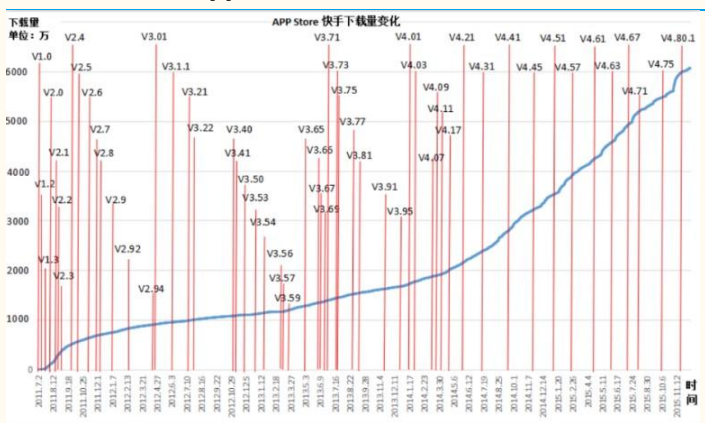


来源: 快手, 国金证券研究所

早期的移动互联网应用只要产品做的好是不缺流量的。2013年的夏天快手创始人程一笑和宿华第一次见面，这次被称为“长征会师”的见面也奠定了快手的“火箭式发展”。程一笑精于产品，宿华通于算法，来快手之前，宿华在Google中国研究机器学习，之后又被百度挖去负责凤巢系统的搭建，对于搜索和算法推荐了然于胸。磨合半年后，宿华就将“算法推荐”应用到内容分发上，用户的体验立刻得到了改善，得益于人工智能领域的经验和百度商务搜索引擎凤巢的经历，宿华的方法论与头条是一模一样的，快手在算法的运用甚至早于头条。2014年春算法上线，快手下载量斜率明显陡峭了起来，很短的时间到7月份快手的日活用户就突破了百万，等到2015年1月就破了千万，1年100倍的用户增长速度足以“算法”正名。（要知道快手的App推广部门是2016年下半年才着手建立的，上述增长来自于自然增长）

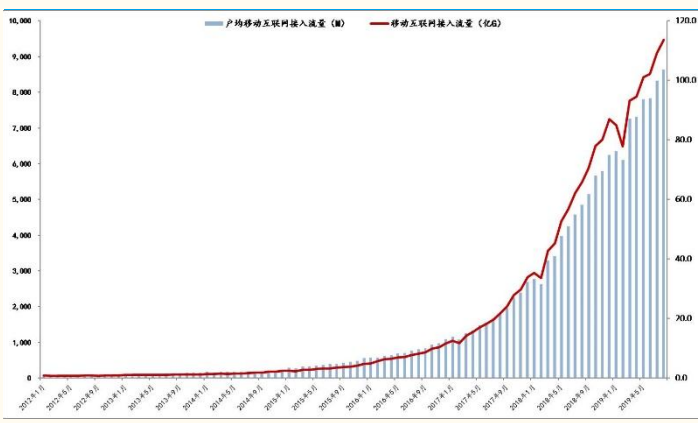
- **“天时、地利、人和缺一不可”**：相比于单一因素决定论，本人更推崇“合适论”即合适的时间、合适的地点、合适的人做出了合适的事情。
何为天时？2013-2014年4G/WIFI/智能机普及，移动互联网方兴未艾，人口红利和时长红利皆在，不断涌入的用户以及等待被消耗的时间。
何为地利？经历过社区化转型的阵痛，用户产生的内容属于了平台，2014年间快手的日均上传量达百万级别，大量的用户内容等待被分发。
何为人和？供给和需求都有了，关键的是如何高效匹配。算法就像是“加速器”，用户感觉特别明显，点什么视频，类似的视频就会越来越多，不知不觉时长和黏性就都有了。

图表 6：快手 AppStore 下载量 (万)



来源：《独角兽之路》，国金证券研究所

图表 7：中国户均移动互联网接入流量 (M)



来源：工信部通信业经济运行情况，国金证券研究所

头部的内容创作者往往代表着社区的调性，“李佳琦之于抖音”、“老番茄之于B站”、“散打哥之于快手”。在2014年底到2015年初，快手经历了一波YY主播的迁移，同快手的原生内容创作者共同构成了快手的“草根江湖”生态。这些YY系主播号召力强、有“江湖气”、粉丝忠诚度高，并且在快手组成了“散打家族”等原生网红公会，这种“草根江湖”也对“南抖音北快手”、“土潮下沉”的用户结构起到推动作用，这些前YY系主播广泛存在在快手的头部内容创作者。故事开始于一名叫“李天佑”的人，MC天佑早期在聊聊平台上直播喊麦，丰富的社会经历和原创能力让其迅速走红。2014年某个朋友告诉他其《女人们你们听好了》的喊麦在快手上传疯了，MC天佑便顺手注册账号发了一段七秒钟的视频“行不更名，坐不改姓，我叫李天佑”，一觉醒来涨粉40万。同年10月，MC天佑入驻YY，正式直播前MC天佑在快手发布了一条预告短视频，结果当天YY首秀时直播间就超过了一万观众，成为YY历史上首个当天直播间破万的主播。**彼时YY经过多年发展，公会势力日渐稳固，主播的上升通道日趋收窄，MC天佑的崛起无疑刺激了平台上的其他主播，大量主播涌入快手。**2015年2月，一个名叫《YY主播快手粉丝数排行榜》的帖子在YY论坛上火爆起来，排行榜中包括MC天佑在内很多典型的靠快手起来的直播，并且号召“今后的发展趋势必然是移动终端，主播们赶紧利用起来吧”。经过了1年的甜蜜期（快手引流，YY变现），2016年4月快手上线直播功能，众多YY主播开始在快手“兼职”，而忙于应对映客、花椒、斗鱼等移动端直播的YY无暇他顾，2017年3月才出台规定严惩金牌主播外站兼职，但也已经无力逆转。实际上，这些头部主播也奠定了快手在直播和带货领域变现的基础。

- “草根江湖”**：快手头部主播多带有“江湖气”，TOP 20 主播中 8 个来自东北，4 个来自广东，而东北和广东应该是中国最讲“义气”的地方，除了新晋的大众明星——“央视新闻”、王祖蓝和谢娜，快手的头部主播大都还是草根或者土豪。此外，TOP 20 主播有 8 个曾在或现在 YY 直播，尤其是散打哥、浪子吴迪、方丈和刘大美人在 YY 颇具名气，从网游一路走来的 YY 本就有下沉的特征，到底是“快手下沉用户选择了 YY 系主播”还是“这些主播引领了快手的下沉”就不得而知了，在我们看来，想更多是“推波助澜”吧。

图表 8：快手头部主播多来自“江湖”、多有 YY 系

粉丝总榜排名	账号	快手号	粉丝数	地区	入驻快手时间	快手前直播	公会/家族
1	散打哥	sanda927	4682 万	广州	2016 年 1 月	YY	散打家族
2	祁天道	t888888	3895 万	广州	2016 年 12 月		散打家族
3	高迪	gaodi666	3505 万	松原	2018 年 1 月	YY	
4	白小白	Baixiaobai666	3102 万	长春	2015 年 2 月		
5	浪子吴迪	Langziwudi	3047 万	聊城	2017 年 5 月	YY	迪家军
6	小伊伊	Xiaoyiyi	3021 万	哈尔滨	2016 年 6 月	YY	716
7	辛巴	18888880	2935 万	哈尔滨	2017 年 3 月		初瑞雪
8	张二嫂	Z6666666	2792 万	葫芦岛	2014 年 9 月		
9	FZ 方丈	fangzhang	2634 万	北京	2018 年 3 月	YY	
10	爱美食的猫妹妹	Maomei527	2565 万	哈尔滨	2016 年 12 月		
11	央视新闻	Cctvwb	2513 万	-	2018 年 5 月		
12	上官带刀	Shanguandaidao	2472 万	苏州	2015 年 11 月		
13	王祖蓝	Wangzulan	2392 万	香港	2017 年 6 月		
14	黑暗萝莉大美	Heianluoli	2272 万	四平市	2015 年 1 月		
15	刘大美	Meishi1234588	2191 万	北京	2015 年 7 月	YY	
16	许华升	Xhs666666	2189 万	广西	2015 年 4 月	YY	
17	表哥	86644305	2179 万	珠海	2016 年 3 月		表家军
18	初瑞雪	chubaobao	2155 万	广州	2017 年 3 月		初瑞雪
19	谢娜	Xiena666	2060 万	四川	2018 年 7 月		
20	球球	398928955	1787 万	辽宁	2017 年 5 月	YY	赵家班

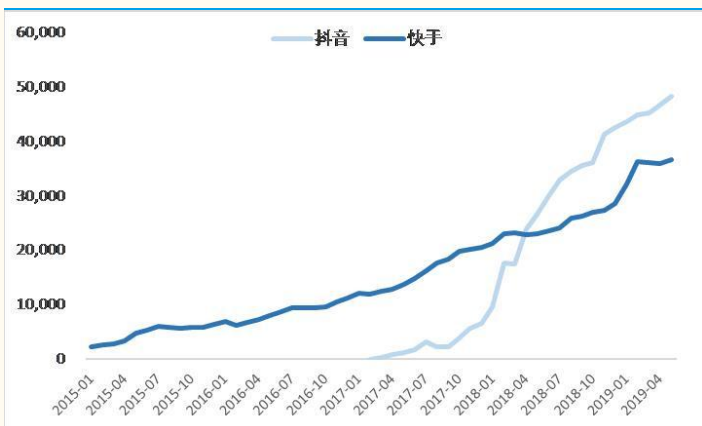
来源：小葫芦数据，快手直播，国金证券研究所（截至 2019 年 10 月 6 日，入驻时间参考最早发布视频作品）

从 MC 天佑到王祖蓝，**快手越来越抖音化，当然抖音也越来越快手化，但二者的价值观不会变**。对于一款接近 4 亿 MAU、2 亿 DAU 的产品，单纯的“下沉&农村&北方”不足以涵盖其用户，无论是从创作端，谢娜、王祖蓝、邓紫棋等一系列明星的加入；还是从用户端，一二线城市日活用户从 1 月份的 4000 万增长到 7 月份 6000 万（50%日活增长来自于一二线），还是南方日活用户突破 8000 万，快手无疑越来越全民化。此外，从快手和抖音的日活用户增长曲线上看，快手明显更为“佛系”，抖音的增长则完全是爆发式的，不过在激烈的竞争中抖音也同样推动了快手的战斗意志，2018 年 4 月至 2019 年 1 月快手的日活用户增速也有了显著提升。快手不设人工运营的流量池，在广告投放上也较为克制（2018 年初开始在一二线城市的电梯、地铁等做了大量投放）。而战斗经验丰富的头条在用户增长、产品运营以及商业化上都非常“可怕”，一方面，抖音投放力度大，各个预装渠道、综艺都能看到其踪影，背后则是其强大的商业化能力支撑，能够实现自给自足；另一方面，头条系运营能力非常强，一系列运营推动 2018 年 2 月春节抖音增长近 3000 万，4 月直接反超快手。（抖音早期投入大量资金找舞蹈学院编舞，并在今日头条中测试哪种音乐、舞蹈受欢迎，把流量向头部集中，爆发力强）不畏将来，不念过去，短视频的革命还未结束。

- “不佛系”**：刚度过 8 年时光的快手从最初的 4 个工作人员，增长到了 8000 人，拥有两亿 DAU。而对于大部分人来说，佛系的态度和慢公司仿佛是快手的标签。初心未变——**“每个平凡人的生活都值得被记录、被分享、被看见、被尊重”**，现在快手更想成为一家伟大的公司，而不但成就一款伟大的产品。接下来，快手将变革组织、优化结构，

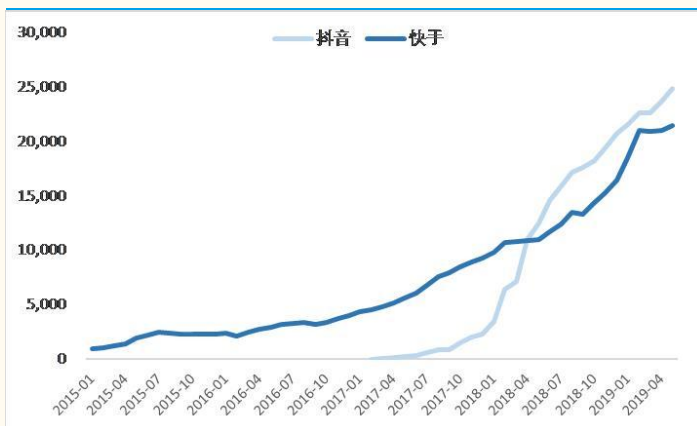
把追求极致、唯快不破的理念贯穿在工作中，下一个目标：2020 年春节，3 亿 DAU。

图表 9：快手和抖音 MAU (万)



来源：Questmobile, 国金证券研究所

图表 10：快手和抖音 DAU (万)



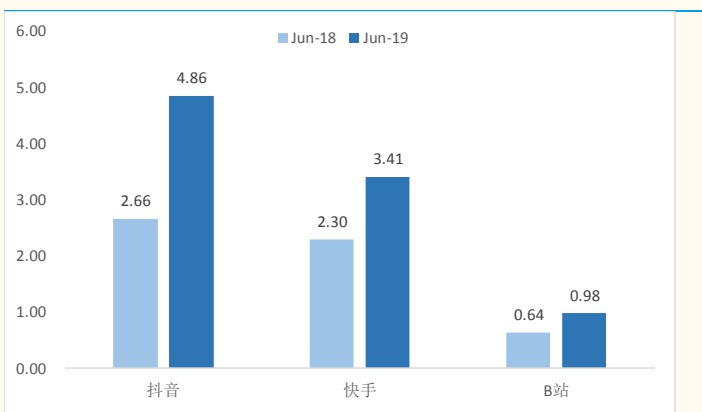
来源：Questmobile, 国金证券研究所

用户画像：从年轻到普世，东北、西北根基深厚，年轻女性创作动力更强

经过上文对发展历程的梳理，快手的用户画像的过去和现在更容易被理解；下文我们主要对比快手、抖音以及 B 站用户画像数据。快手、抖音用户画像日渐趋同，对于两个 TOP 10 的 APP 实属正常。快手在中老年人群渗透加速，城际分布与抖音相似，但在东北、西北等地受欢迎程度极高，创作者仍以年轻用户为主，符合“年轻用户表达和被认同”的新时代需求。

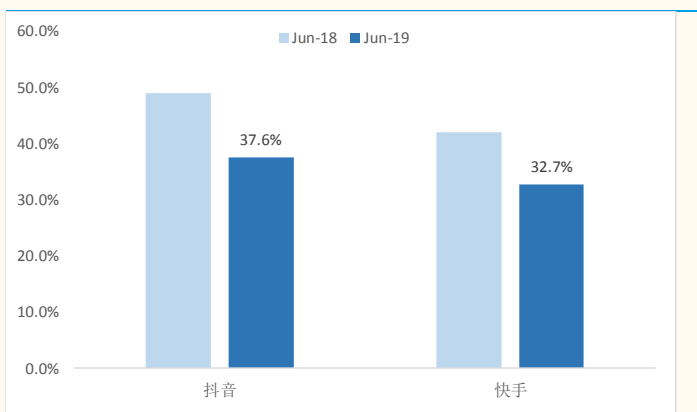
- **抖音、快手各保持着相当比例的独占用户，但二者相互渗透趋势加剧。**截至 2019 年 6 月，抖音、快手、B 站月活用户数分别达 4.86 亿、3.41 亿、0.98 亿，其中抖音和快手去重之和接近 6 亿，基本涵盖全部短视频行业。考虑到独占比率（只使用目标 APP 用户规模/目标 APP 月活），2019 年 6 月，抖音用户独占率约 37.6%（18 年同期接近 50%），快手用户独占率约 32.7%（18 年同期略超 40%），二者用户的接壤面积越来越大。此外，在 Questmobile 的另一份报告中提及，2018 年 8 月超过五成的 B 站用户也刷抖音，估计二者的重合率持续上升。B 站悄悄上线轻视频，快手、抖音相继开出 10 分钟视频权限，存量用户争夺趋于激烈。

图表 11：“短视频”行业月活用户数 (亿)



来源：Questmobile, 国金证券研究所

图表 12：“短视频”行业用户独占率

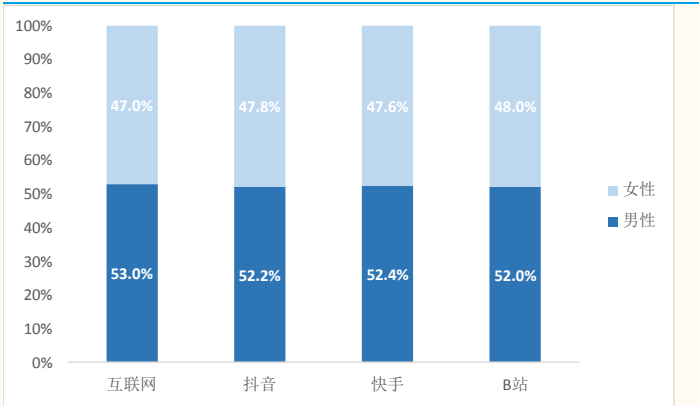


来源：Questmobile, 国金证券研究所（只使用目标 APP 用户/目标 APP 月活）

- **抖音从女性用户为主过渡到逐步均衡，快手男女比例较为适中；快手进一步脱离“Z 世代”标签，中老年群体渗透率加速。**截至 2019 年 6 月，抖音、快手和 B 站男女用户比例基本于移动互联网分布趋同，占比约 53%：47%，其中抖音一年来变化较为明显，2018 年 10 月时女性用户仍为 55%，显著多于男性用户。年龄分布上面，抖音快手同样较为相似，25 岁以下用户方面 B 站占据 38.5%，快手 29.1%、抖音 28.4%。19 年上半年，快手在中老年群体渗透率明显加速，其中 Z 世代比例从 41.2%下降至 36.5%（快手

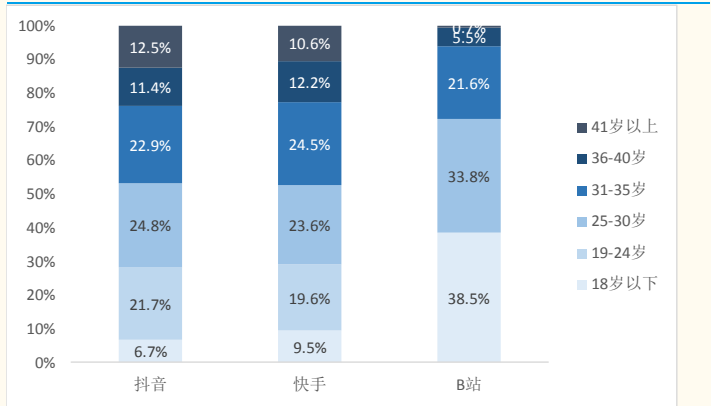
营销平台数据与行业中 QM 数据存在一定差异，仅作时间跨度对比)，在 30-44 岁用户占比提升较为明显，共提升 15.7%，从“年轻”到“普世”。

图表 13：“短视频”行业性别分布



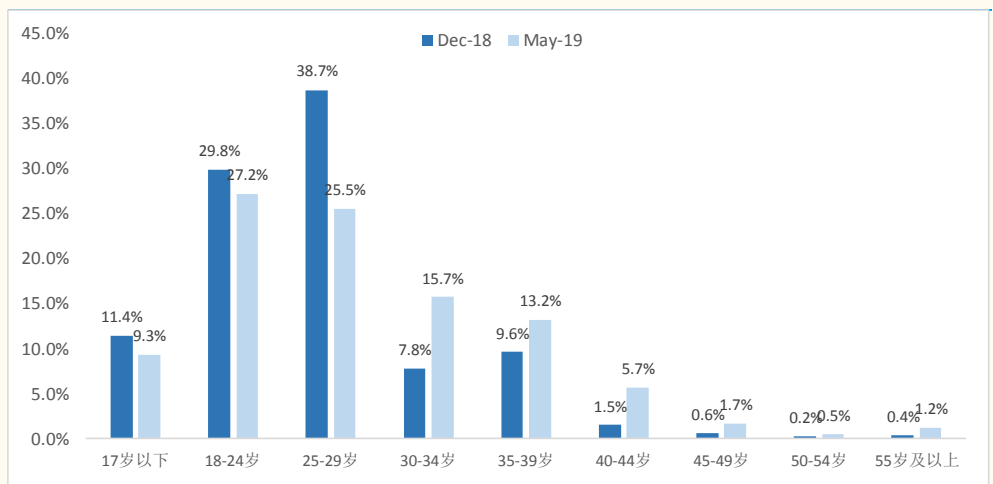
来源：Questmobile (2019.06)，青瓜传媒，秒针大数据，国金证券研究所

图表 14：“短视频”行业年龄分布



来源：Questmobile (2019.06)，青瓜传媒，秒针大数据，国金证券研究所

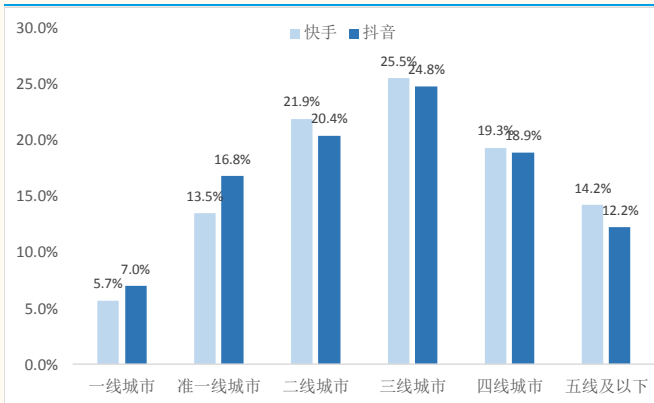
图表 15：快手在中老年群体加速渗透



来源：快手营销平台，秒针大数据，国金证券研究所（快手营销平台与 Questmobile 数据存在一定差异）

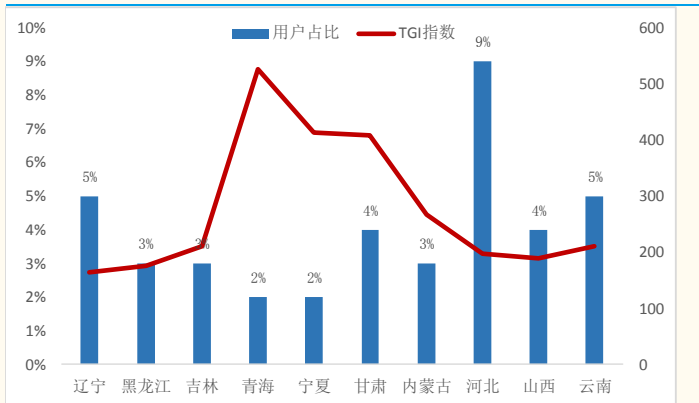
- **快手、抖音在不同线城市分布亦较为趋同，快手在东北、西北地区根基仍较为深厚。**在一二线城市，抖音仅比快手高 3.1pct 的占比，差距非常微小；下沉市场（三线及以下）快手占比 55.9%，尤其是农村地区快手相比抖音的优势更为明显，也更为下沉。相比之下，B 站用户仍主要为一线城市（2016 年时占比 56%），尤其是东部沿海，但近年来三四线城市用户明显增加，19Q1 中 54% 的新增用户来自于下沉市场。在东北、西北地区，快手受欢迎程度极为明显，其中青海、宁夏、甘肃西北三地用户占比仅 8%，但其 TGI 指数（该地区快手用户数占比/该地区移动互联网用户数占比*100）都在 400 以上；辽宁、黑龙江、吉林东北三地用户占比仅 11%，但其 TGI 指数都接近 200，可以看出来快手基本成为北方地区的“标配”。

图表 16：“短视频”行业城际分布



来源：Questmobile (2019.06)，国金证券研究所

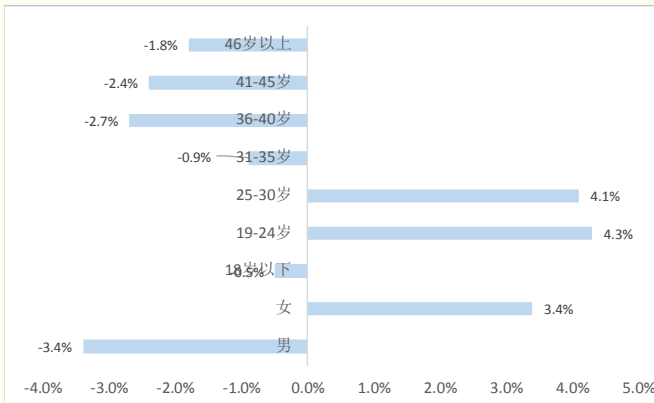
图表 17：快手在东北、西北地区优势明显



来源：快手营销平台，秒针大数据，国金证券研究所

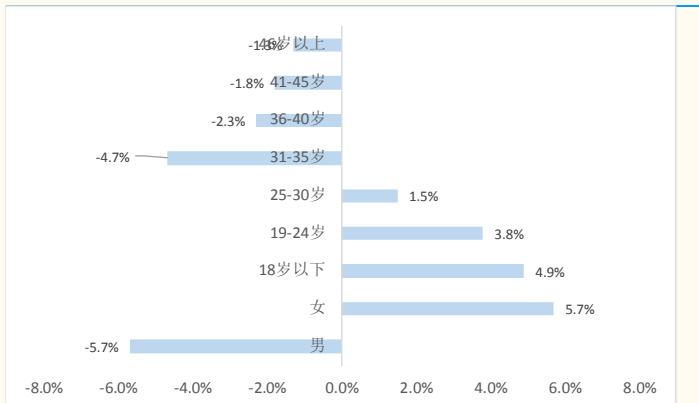
- **女性用户更喜欢创作，年轻用户拍摄欲望更强，趋势上快手较抖音更为明显。**短视频满足“用户平等的表达自己和被他人认同的需求”，这种需求在“衣食无忧、不现实”的年轻用户中更为普遍，这就是全球范围内 UGC 崛起和蓬勃发展的根本原因。从快手、抖音的内容创作者画像偏差（创作者特征占比-用户特征占比），在本身 30 岁以下用户占比在 60%左右情况下，年轻创作者占比要高 8-10%左右；此外，女性用户的创作占比也要比男性高，快手内容创作者中女性占比达 53%。

图表 18：抖音短视频内容创作者画像偏差



来源：Questmobile (2019.06)，国金证券研究所

图表 19：快手短视频内容创作者画像偏差



来源：Questmobile (2019.06)，国金证券研究所

内容分发：兼顾“社交与算法推荐”，强调“公平普惠”

信息流有社交流与推荐流之分，二者堪称“江湖双壁”，得其一可独步天下。两条流相互补充，交叉渗透，但又不会相互替代。社交流主要以朋友圈等社交关系的相互关注为中心、按时间维度排序的 FEED 流，内容以用户原创的图片、视频及文章为主，信息相对发散，通过社交关系约束信息的水化和泛化。推荐流主要以算法为核心，综合信息与人的相关度、重要性、时效性通过机器分发。（推荐流与社交流不同，平台拥有对信息流的绝对分发权，拥有 100%的信息流广告分发权益，而用户对社交流广告的容忍度更低，这也是为什么头条/抖音的广告变现能力强于微信朋友圈/快手的原因之一）

- 快手首页的三栏自转型社区后几乎没变过，第一栏是关注；第二栏是发现（以前叫做热门）；第三栏是同城。这好像没有什么稀奇的，抖音也有关注，近期也加了“同城”栏。然而快手中“关注”、“发现”和“同城”，分发比例约为 2:2:1，兼顾“社交与算法”。很多人不理解作为技术，算法间有什么差异、有什么壁垒？算法也是有价值观的，而快手的价值观就是“公平普惠”，即保证每个用户的内容都被展示，每个平凡人的生活都被尊重。

图表 20：信息获取的四个时代演变

时代	代表公司	基础逻辑	核心行为	驱动力	内容来源	先天挑战
门户	雅虎 新浪	频道/空间	编辑推荐 push	内容	编辑	信息量/分发
搜索	Google 百度	关键词	主动提取 search	技术	爬虫/过渡阶段	使用场景
社交	脸书 微博 微信	关系/圈子推荐	关注他人 follow	产品	生活流/基于时间线	冷启动/好奇心
土建	今日头条	用户画像/兴趣	下拉刷新 loading	技术	模拟社交/算法调控	冷启动/信息茧房

来源：潘乱，网易智汇论坛，国金证券研究所

社交分发：“瀑布流+公平算法”助力社交，半熟人视频朋友圈初成

抖音先做推荐后做关注，一路磕磕绊绊很不顺利。快手直接将推荐当作关注的启动器，顺利成长出繁荣的 UGC 生态，跑通了“推荐”和“关注”二者之间的协同效应。（当然这也与产品设计、推荐逻辑有关）从流量机制上看，抖音更关注“推荐”，快手更倾向“关注”，就像是“看电视还是看人，电视会休闲时间看，但关心的人会时刻向打开看看”。还有一点现象可以很好的佐证这种关系，同一个用户快手上的点赞量/播放量的方差是明显小于抖音的。以“王祖蓝”为例，其短视频在快手上的点赞量大部分分布在二十万到五十万之间，而抖音上少则几万，多至上千万，快手的“关注”关系保证稳定的流量（主要对于中长尾创作者；而头部创作者短视频被限流，主要是通过直播变现私域流量），抖音的“推荐”则是“爆款为王”。这也是为什么快手可以成为微信后重要的私域流量池，快手以内容和人双重连接用户，而抖音主要以内容连接用户。

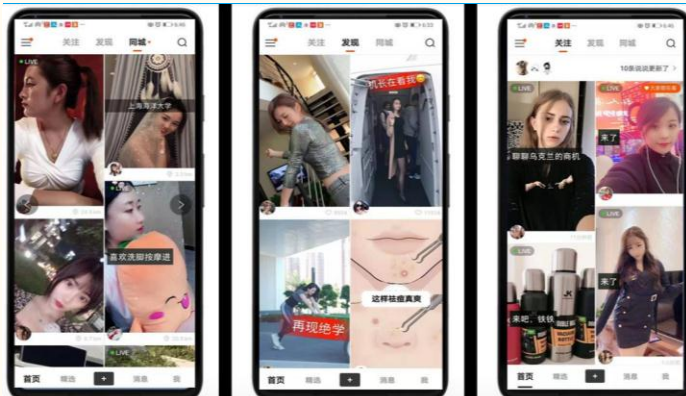
- **算法与交互设计相辅相成，“瀑布流”助力“关注”、“同城”交互。**从用户体验的角度，抖音无疑是更“赏心悦目”的。打开抖音直接进入播放模式，依靠上下滑动来更换视频，这种**懒人交互**提升了用户的黏性，削弱用户改变的意愿，“附近板块”、“关注板块”的使用几率大幅降低，用户注意力黏在头部用户的优质内容上（抖音算法决定推荐内容更优质，无需用户更多操作），中心化加剧。反过来，快手的三个交互方式都是“瀑布流”（推荐可以改为大屏模式，需手动设定），并且由于算法机制，快手表现的内容优质密度没有抖音那么大，需要用户进行挑选，这也就是为什么“关注”、“同城”使用频率这么高的原因。如此看来，“滚动播放”更适合抖音，“瀑布流”更适合快手，而“瀑布流”+“公平的算法推荐”共同塑造了其“社交属性”的空间。

图表 21：“大屏模式”更适合抖音



来源：抖音，国金证券研究所

图表 22：“瀑布流”更适合快手



来源：快手，国金证券研究所（快手瀑布流形式下可查看播放量）

- 谈起 2018 年最大的变化，公司创始人宿华总结，快手开始转型成为**半熟人半陌生人共存的社区**，平台里已经沉淀了大量的社交关系。母校、家乡、同行应该算是中国最广泛的半熟人圈子，校友、老乡、同行带有天然的亲切感。快手的半熟人社交关系到底是怎样的存在？**基于地域/职业/……的视频朋友圈**。我们选取一个职业——卡车司机（常年在路上，团结互助），一个地域——宝鸡（西北地区，快手渗透率高），找到两个粉丝数在 2000 左右的普通用户，对其评论信息中的用户属性简单分析。快手上会有很多基

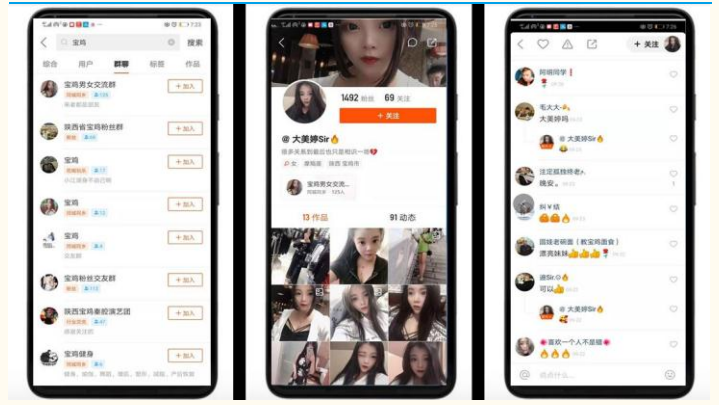
于职业、地域的群，对于普通用户来说大部分互动都来自于同行或者同乡，半熟人半陌生人社交关系初现。

- 卡车人@三哥：卡车司机交流群群主，进入快手近 1 年，共发布 81 条短视频，粉丝数近 2500。近几个视频的播放量约 1000 左右，点赞评论都在 20 左右，评论用户基本全是卡车/货车司机。
- 大美婷 Sir：宝鸡交流群群主，进入快手近 1 年，共发布 13 条短视频，粉丝数近 1500。近几个视频的播放量约 1000 左右，平均点赞 50、评论 20，评论用户全部来自于陕西，50%以上来自于宝鸡。

图表 23：基于职业的半熟人社交——卡车司机



图表 24：基于地域的半熟人社交——宝鸡青年



来源：快手，国金证券研究所

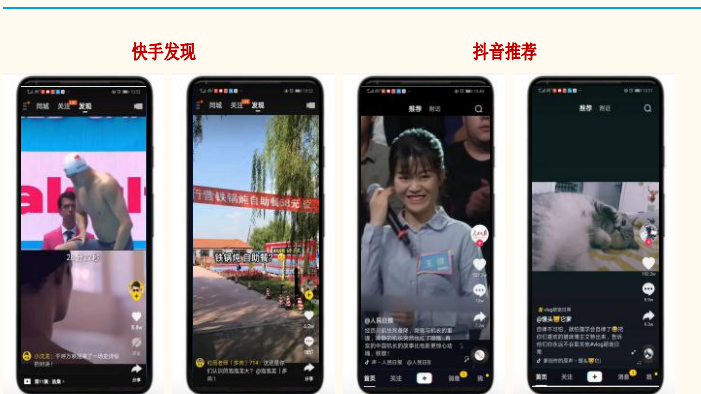
来源：快手，国金证券研究所

算法分发：抖音爆款逻辑，用户体验为先，快手公平原则，以创作者为主

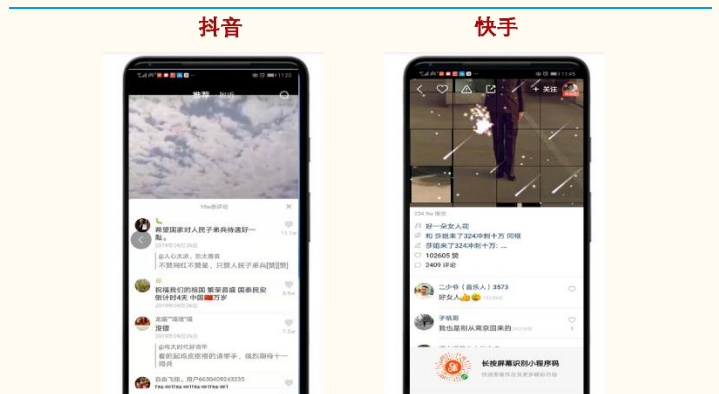
作为快手、抖音的核心竞争力——推荐算法，其一直都封存于黑盒之中，真正摸透其算法规则的，其内部也寥寥可数。外部关于抖音、快手算法的论断，除了公司管理层的零星介绍，大部分都是推测，然而这些推测接近真相的距离可能已经很近。（二者算法细则也时刻存在调整）在平时用抖音、快手的时候会发现一些有趣的现象，接下来我们就从算法的角度加以解释。

- 现象 1：打开抖音，系统上推荐的内容多是百万级别点赞量，而快手上“发现”的视频基本维持在几万至几十万级别。
- 现象 2：在抖音上会发现很多视频是几个月前发布的，而快手上大部分都是近期发布的。（近期实测差别变小，甚至快手也会出现几个月前的视频）

图表 25：现象（1）推荐/发现点赞量差异



图表 26：现象（2）推荐/发现上传时间差异

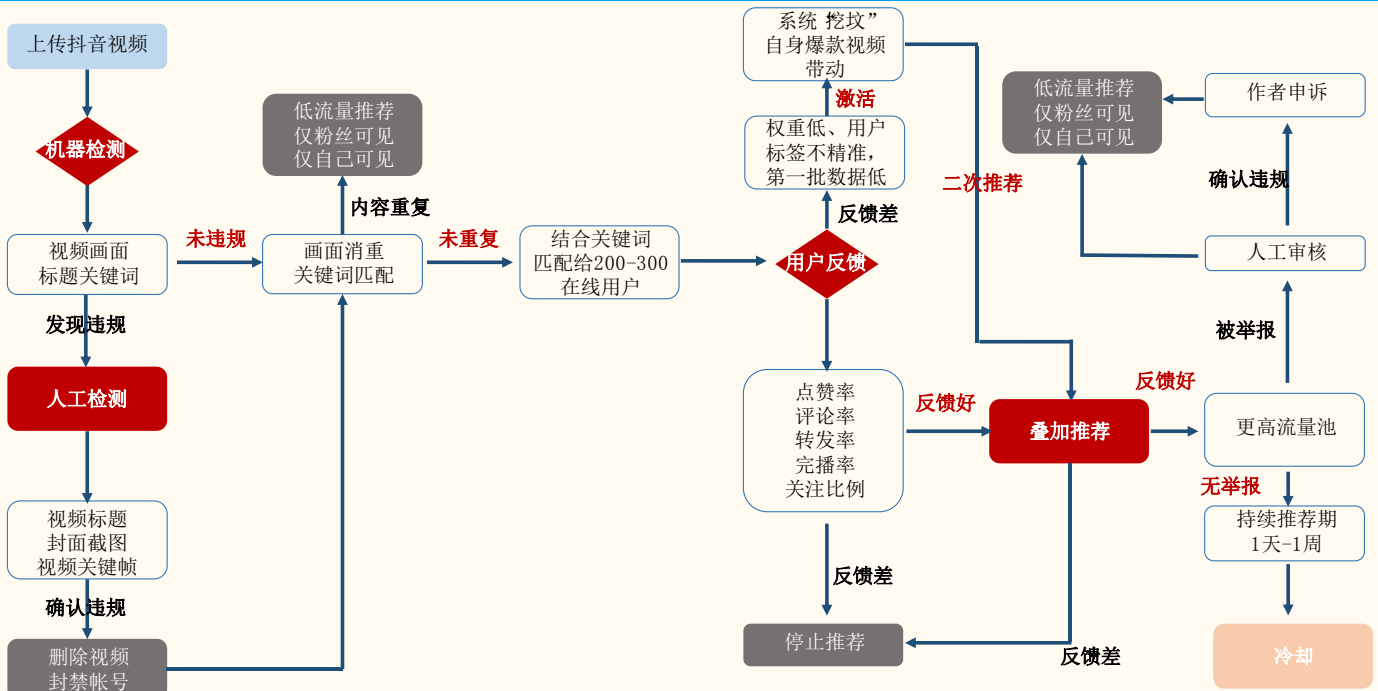


来源：抖音，快手，国金证券研究所

来源：抖音，快手，国金证券研究所

【抖音算法机制】

图表 27：抖音算法推荐机制及流程



来源：国金证券研究所绘制

- 多重审核：**多重审核是抖音算法筛选视频的第一道门槛。智能机器审核会根据提前设置好的人工智能模型识别上传的视频画面和关键词，其一：审核作品、文案是否违规，如果疑似存在，会被机器拦截提示人工注意；其二：通过抽取视频中画面、关键帧，与抖音大数据库中已存在海量作品匹配消重，内容重复的作品进行低流量推荐，或者降权推荐（仅粉丝、自己可见）。这也就是引导用户“求新、求异、求第一”的根本原因。接下来会进入人工审核环节，主要集中在视频标题、封面截图和视频关键帧。
- 叠加推荐：**通过多重审核的作品，会被分配到一个初始流量池（约200-300在线用户），对于抖音新号、大V一视同仁。抖音新手可能会好奇：为什么粉丝量差不多，系统给别人的推荐更多？为什么粉丝量的账号，获得推荐更多？这主要是由于“账号初始权重”、“初始流量池用户反馈”（点赞率、评论率、转发率、完播率和关注比例等）、“账号已有粉丝反馈”、“外部真实账号激活”。1) 权重：持续创作的账号系统给予的权重更高；2) 精准：持续更新垂直作品，系统推荐池匹配的时候，会给予更精准、具有相同属性标签的用户；3) 粉丝数：存量的活跃用户能够将发布作品的转评赞拉到一个比较高的水平。整体看，抖音上的内容创作者是强者恒强的状态，但爆款的作用又不可忽视，具有强媒体属性。
- 后期引爆：**抖音上会有个很有意思的现象，有的内容当天甚至整月都数据平平，突然有一天就火了。主要是两方面原因：其一，抖音会重新挖掘数据库里的“优质老内容”，给予更多的曝光，垂直内容通过系统匹配给更精准的用户；其二，如果创作者的某款作品获得大量曝光，海量用户进入其个人主页翻看之前的作品，使得某些作品获得足够的关注（转评赞），系统会重新将其放入推荐池，从而形成多点开花。
- 流量触顶：**一般持续高推荐持续时间不会超过一周，一方面，爆款内容推给了所有相关标签的人群后，其他非精准标签人群反馈效果差，

所以停止推荐；另一方面，抖音会考验内容创作者的持续产出能力，不希望其迅速火起来。

【快手算法机制】

- **热度权重**：快手特有的算法机制，在视频初期随着热度提高，曝光机会也会提高，“热度权重”起到了“择优去劣”的作用，但是当视频热度达到一定阈值后，曝光机会将不断降低。“热度权重”会起到“择新去旧”的作用。实际上是为了给用户平等的展示机会。
- **创作者导向**：短视频的用户主要分成两类：一类是看视频的用户，一类是内容创作者。抖音是“用户导向”，而快手则是“创作者导向”。在抖音“高热度不断提高曝光机会”，头部创作者集中大量用户注意力，这种中心化让普通创作者、草根创作者望而却步（类似于微博）。快手则设置了曝光度上限（快手会将头部内容流量限制在 30%左右，70%流量分配给中长尾内容），这也体现了快手的初衷——“每个用户都有展示自我的空间”。当然这也导致快手涨粉速度非常慢，很难靠单一爆款内容驱动大量粉丝，快手大 V 到达百万粉丝平均需要 854 天。
- **基尼系数**：快手提出了“GDP+基尼系数”的分配方式实验。基尼系数（Gini coefficient）是国际上通用的，用以衡量一个国家或地区居民收入差距的常用指标。基尼指数（Gini Index）介于 0-1 之间，基尼系数越大，表示不平等程度越高。落实到快手的实际运营中，他们将经济学中的“基尼系数”引入社区生态的调控中，作为一个严格落地的量化指标，保证在社区不断发展的同时，通过公允调节注意力分配资源，将注意力资源更多分配到普通人。

每个内容产品的算法核心都是根据用户数据和内容标签计算二者的匹配程度，理论大体一致。但不同产品的设计理念和价值观存在着不同，进一步在量化指标的设定、算法规则上略有差异。抖音从产品角度出发，以“用户体验”为先，通过“匹配消重”、“初始流量池运营”、“重新挖掘内容库”等方式，将最适合、最优质的内容推给用户，最终结果就是“爆款”和中心化。快手则是遵循“公平普惠”原则，以“创作者”为主，通过“头部流量调控”等手段，保证每个普通用户的内容都被展示，最终结果就是超强的社区生态（发过视频的用户在黏性、时长等维度都显著高于普通用户）。“用户体验导向好还是内容生态导向好”这本身就是个悖论，或许我们不该期待抖音与快手“你死我活”的斗争，难为知己难为敌。

社区生态：兼具“去中心化”与包容性，创作者导向促高黏性&留存

对生产者的保护带来了内容的繁荣，内容的繁荣进一步推动用户互动增长，从而构建稳定且繁茂的内容生态闭环。快手具有极强的包容性——“快手的头部创作者很难在抖音涨粉，抖音的头部创作者却较容易在快手获得客观的粉丝量”，这种趋势继续演绎将会不断丰富快手的内容体系，在二者独占比率持续下降、争夺用户和时长逐步白热化的阶段，这种“农村包围城市”的方式可以赢得一定优势。创作者生态带来的是创作者超高的忠诚度，沉淀了“心血”、记忆和粉丝关系的社区生态更为稳固，“全民创作”意味着高黏性和高用户留存（快手用户黏性即 DAU/MAU 位于全移动互联网第二，达 58%，而第一是微信 82%，第三是 QQ 54%），其霸主地位不可撼动。

内容供给：持续优质内容产出构建生态基石，快手顺应全面创作时代浪潮

持续不断的优质内容供给是 UGC 社区生态的基石。通常来说“高效、优质、低成本”的 UGC 内容持续产出依赖于满足用户某种需求，也可以通过一定的经济手段加以推动。内容供给的广度、深度和频率直接影响用户的黏性与互动，进一步决定社区生态的稳定性和护城河。

- 我们从供给角度对各短视频生态进行剖析：1) **满足需求**：正常上看，快手、抖音、B站、youtube都有着“记录生活，表达自我，被他人认同”的作用，其中B站更倾向于思想、观点方面的阐述，youtube的记录属性更重一些，抖音、快手则倾向于个性、技能、特点的表达。2) **创作者广度**：快手一马当下，2018年发布作品用户1.9亿，接近70%的月活用户都曾发布过短视频作品，这就是“公平普惠”机制下的用户激励。尽管抖音并未披露相关数据，但我们估计相比于快手会相对较弱；B站由于内容门槛过高，发布用户体量仅57万/月；YouTube则也是以“看官”为主。3) **内容产出**：抖音、快手保持着较高的内容产出，日均投稿量均在千万以上，但快手由于“创作者导向”，日内容供给/DAU的数值远超抖音达8%左右，B站与youtube均不足0.5%。4) **内容集中度**：抖音是明显的“中心化”模式——“3%的头部视频占据80%的用户播放量，5%的头部用户覆盖了98%的粉丝量”，相比之下，快手则通过“基尼系数”严格控制头部内容流量在30%左右。5) **内容品类**：由于视频时长、表达形式的差异，内容品类上有所差异，快手以“生活、小姐姐、美食”为TOP3，与抖音相似度提升，而B站在娱乐的基础上还囊括游戏、动漫、科学等，youtube与之较为相似。6) **激励计划**：以广告为主要变现模式的youtube由于本身需求端的激励较为有限，其很早就开始了“合作伙伴计划”（插播式广告，向创作者提供55%广告分成）。B站与快手的流量基本归属于up主自身，直播、电商等变现模式逐步启动，平台通过对接广告主、打通流程等方式，加速其变现效率。抖音则于今年8月份首次创作者大会中宣布“创作者计划”，通过“流量支持”（提升关注流量、本地流量权重占比）、“完善直播功能”、“内容导购”等方式扶持创作者。**快手真正意义上实现了“全民创作”，而随着内容（记忆）的沉淀和社交关系的沉淀，快手的护城河将越来越宽，其视频时代的社交地位或进一步加强。**

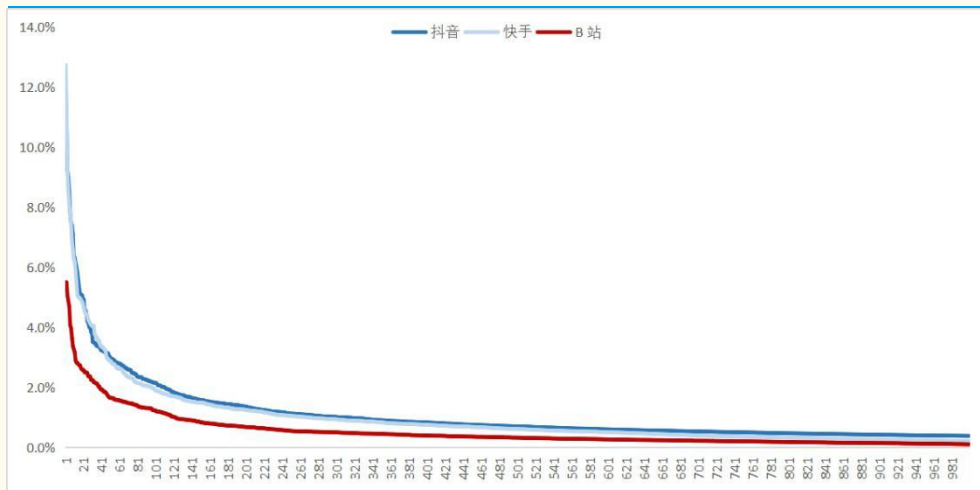
图表 28：快手、抖音、B站、youtube 社区生态对比——供给篇

项目 (2018)	快手	抖音	B 站	Youtube
内容构成	UGC 内容为主	UGC 内容为主	PUGC 内容为主 (89%)	UGC/PUGC/PGC
年度发布作品用户	1.9 亿 (yoy+46%)	——	57 万 (18Q4 月活)	0.5 亿以上
年度发布用户/MAU	68%	——	——	不足 5%
原创短视频库存	80 亿条	——	1500 万投稿 (2018 年)	——
人均短视频库存	40 条	——	——	——
日均上传原创视频	1000 万条 (19Q2 接近 3000 万条)	千万以上	4-5 万	估计 700 万左右
人工运营情况	无	16% 内容来自于抖音花样挑战 (人工运营)	无	无
日内容供给/DAU	8% 左右	4-5%	0.3%	不足 0.5%
内容集中度	头部内容流量限制在 30% 左右	3% 头部视频占据 80% 用户播放, 5% 用户覆盖 98% 粉丝总量	较为分散	较为分散
内容品类	生活 24%、小姐姐 14%、美食 11%、职业 8%、技能 8%	自拍、手势舞、现代舞、萌娃	娱乐、生活、游戏、动漫、科学	个人 41%、游戏 15%、电影动漫 10%、娱乐 8%、体育 3%、新闻 3%
内容扶持计划	“百万游戏创作者扶持计划”、“媒体 up 计划”等	“创作者成长计划”等	“创作者刺激计划”等	“合作伙伴计划” (2007)

来源：《快手内容报告》，哔哩哔哩季度财报，《抖音短视频营销通案》，秒针大数据，Questmobile，国金证券研究所（youtube 日均上传按照每分钟上传 400 小时视频，每个视频平均时长 5 分钟推算）

- 从某种程度上讲，内容创作者粉丝比分布（粉丝数/MAU）可以表明社区“去中心化程度”。我们发现一个很有意思的现象，尽管快手、抖音、B站的去中心化程度都比较高（粉丝水分比较小、粉丝关注较为分散），但**快手和抖音的粉丝比分布极为相似**，即在头部内容限流的情况下（主要是视频播放量限制，同级别粉丝数的创作者抖音系播放量明显大于快手系），同级别粉丝数的快手、抖音创作者有着相同的影响力，主要是通过“关注”里直播获得稳定的流量。

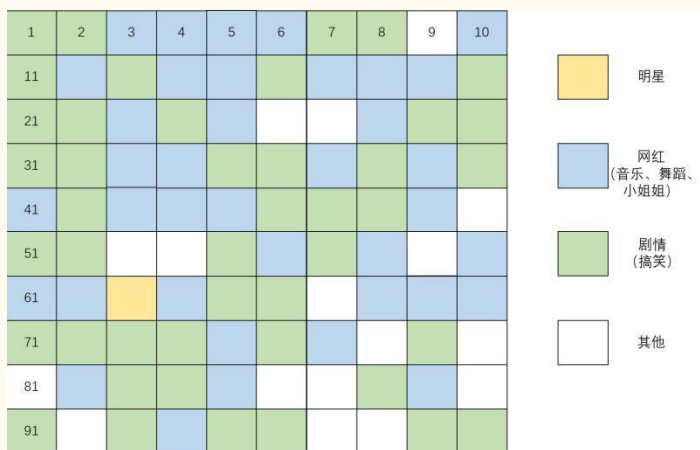
图表 29：快手、抖音、B 站 TOP 内容创作者粉丝比分布



来源：各 APP，国金证券研究所（粉丝比=粉丝数/MAU）

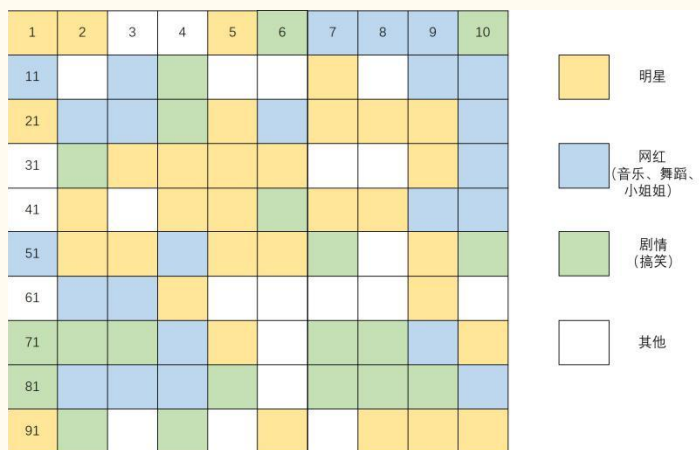
- **快手头部创作者颇具“草根”气息，但其特有的包容性承载头部创作者不断多元化。**我们从 TOP100 内容创作者标签来看，抖音倾头部创作者主要由明星（33%）和网红（24%）构成，而快手则主要由草根（44%）和网红（38%）构成，快手的“草根江湖”气质一目了然。

图表 30：快手 TOP100 内容创作者分布



来源：快手，国金证券研究所

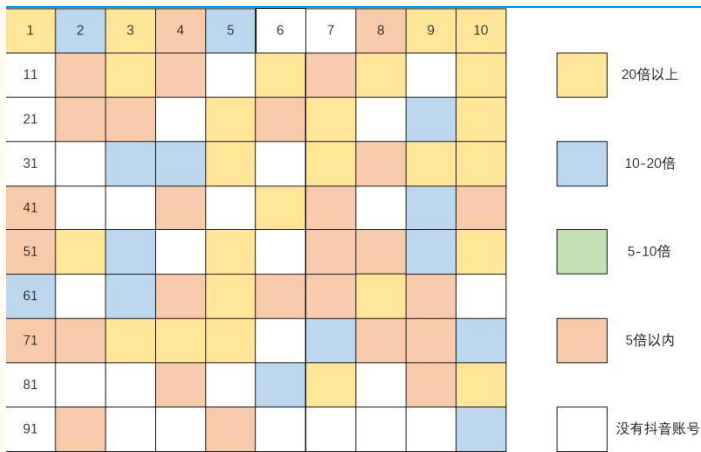
图表 31：抖音 TOP100 内容创作者分布



来源：抖音，国金证券研究所

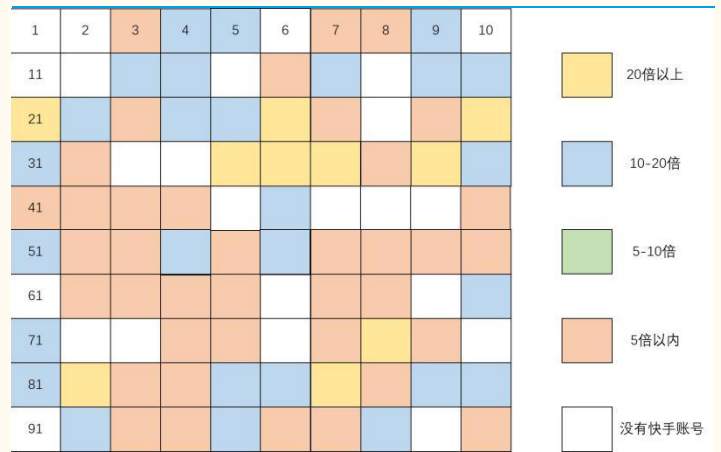
- 2018 年抖音的快速崛起，也带来了一波快手头部创作者入驻；同样也有越来越多的抖音逐步选择同步快手，谁将更胜一筹？通过粉丝数对比数据，我们发现一些有趣的现象：（1）**快手大量头部创作者在抖音上并不火**，32%的 TOP 100 创作者没有开抖音账号，26%的 TOP 100 创作者从快手入驻抖音后，其抖音账号粉丝数不足快手的 5%。（并且大部分快手头部主播的抖音号没有个人认证）（2）**大部分抖音的头部账号都可以在快手上获得相当的粉丝关注**，约 39%的 TOP 100 抖音创作者可以在获得 20%以上的粉丝关注（与抖音粉丝数比例），仍有 24%的抖音头部创作者没有开快手号，其中绝大部分是明星。（3）**排名越后的快手创作者越为独占**，从 80-100 名创作者中 12 名未开设抖音粉丝数。我们认为快手的**包容性更强**，用户可以“雅俗共赏”，作为重要的互动媒介，越来越多的抖音创作者（重点关注明星）会入驻快手，并且可以获得客观的粉丝数，而头部快手创作者会继续深耕，这也是从创作者角度的“农村包围城市”。

图表 32: 快手 TOP100 抖音粉丝数对比



来源: 小葫芦 (2019.10.10), 国金证券研究所 (快手粉丝数: 抖音粉丝数)

图表 33: 抖音 TOP100 快手粉丝数对比



来源: 小葫芦 (2019.10.10), 国金证券研究所 (抖音粉丝数: 快手粉丝数)

- 从中腰部和尾部用户来看, 快手还是具有一些区别抖音的特征。根据我们梳理 TOP 1000 的内容创作者来看, 尽管二者都涵盖宠物、搞笑、剧情、美食、美妆等领域, 但抖音在明星 (8%), 快手在手工/艺人 (6%)、健身 (7%) 等更具优势, 这也与快手 2019 年跨年广告语“在快手, 看见每一种生活”相呼应。快手中腰部的繁荣给各行各业的人以表现自己的机会。此外, 中长尾用户中广泛存在着基于地理位置/职业等关系的半熟人视频社交圈, 用户用快手记录自己的普通生活并借此与其他用户形成互动。

图表 34: 快手中腰部聚集着大量行家里手



来源: 快手内容报告, 国金证券研究所

黏性与互动: 创作者生态带动高黏性和高留存, 社交属性提升互动率

事实证明, 视频创作带来更高的用户黏性和更高的留存, 相比于内容的消费者, 视频创作者付诸更多的“心血”以及更多的记忆、粉丝关系沉淀在社区之中, 从而带来更高的忠诚度。我们从黏性与互动角度对各短视频生态进行剖析: 1) **用户关系**: B 站上用户与 up 主的关系像是精神上的知己, 寻求共鸣或传道授业的感觉; 抖音上用户与创作者的关系更像是 idol 与粉丝的关系, 不仅包括明星还包括网红; 快手上用户间的关系既包括偶像关系 (头部) 还有老铁关系 (中长尾)。2) **用户使用**: 使用时长最长的要数 B 站, 日均时长约 82 分钟, 用户每天约看 21 个视频; 抖音其次日均时长达 66 分钟, 用户每天短视频播放量在 100 以上; 而快手日均时长仅 50 分钟 (存在月度波动, 平均较抖音略低), 每天短视频播放量估计与抖音相近。3) **用户黏性**: 快手应用的用户黏性位列全

市场第二，仅次于微信，其中 DAU/MAU 达 58%（第一微信 82%，第三 QQ 54%），7 日活跃留存率 92%（第一微信 96%，第三 QQ 87%），略高于抖音（DAU/MAU 49%和 7 日活跃留存率 84%），显著高于 B 站（DAU/MAU 25%和 7 日活跃留存率 67%），这主要就是创作者生态的贡献。沉淀了“心血”、记忆和粉丝关系的社区生态更为稳固，“全民创作”意味着高黏性和高用户留存。或许大家认为黏性高就仅仅意味着是壁垒深。事实上，**黏性高（DAU/MAU 和留存率）是高 MAU 的必要非充分条件，快手的高度或许在 QQ 之上。**4) **互动情况**：快手全年点赞量达 1400 亿（yoy+100%），日均人均点赞量高达 2.3 个，互动比率在 3%以上（可以对比一下朋友圈点赞的个人经验），出于较高水平。

图表 35：快手、抖音、B 站、youtube 社区生态对比——互动篇

项目 (2018)	快手	抖音	B 站	Youtube
用户关系	草根偶像 & 老铁	平民偶像 (明星 12.6%，网红 34.3%)	知己 (寻求共鸣)	多元化
日均用户时长 (年底)	50 分钟	66 分钟	82 分钟	60 分钟以上
日均视频播放量	——	200 亿	3.6 亿	——
日均人均观看量	——	100+视频/天	21 视频/天	10+视频/天
日均打开次数	12	21	13	——
用户黏性 (DAU/MAU)	58%	49%	25%	——
留存率 (7 日活跃)	92%	84%	67%	——
全年点赞量	1400 亿 (yoy+100%)	TOP3 北京 28 亿、成都 24 亿、上海 19 亿	90 亿 (yoy+250%) (点赞、收藏、转发、动态)	——
日均人均点赞量	2.3 赞/日活	——	1.5 互动/日活	——
互动比率 (互动/播放量)	3%左右	——	7%以上	较低

来源：《快手内容报告》，哔哩哔哩季度财报，《抖音短视频营销通案》，秒针大数据，Questmobile，国金证券研究所

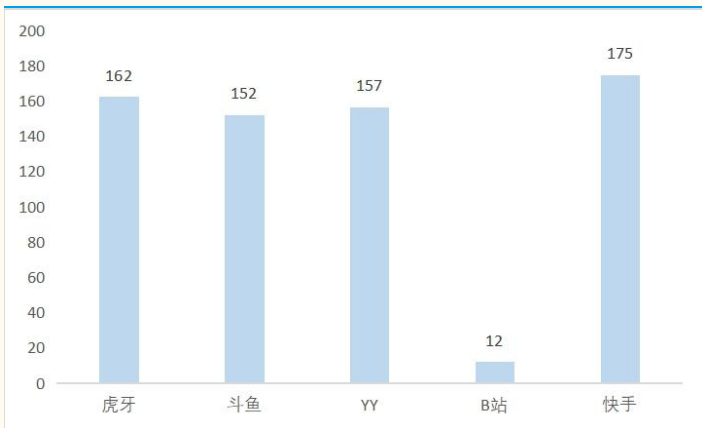
商业变现：与内容创作者实现共赢，打赏、带货、广告营销齐发力

商业变现的方式无所谓好坏，主要看是否适合产品提供的服务场景和平台用户的属性，其核心原则就是按最高变现效率来提供相应的商业变现路径。Zhe'huo'x 与快手与 B 站不同，抖音是“内容”与用户连接，平台拥有对信息流的绝对分发权（拥有 100%的信息流广告分发权益），广告变现的能力异常出众。目前来看，直播、电商、广告是其主要的商业变现方式；长久来看，凭借强大的用户体量和沉淀的社交关系，成为“认证账号体系”（进一步进军游戏领域）、“视频版权商”（强大的视频识别能力和数据沉淀）、“大数据厂商”也未尝不可。

直播打赏：“高频打低频”造直播王者，流量逻辑促直播强者恒强

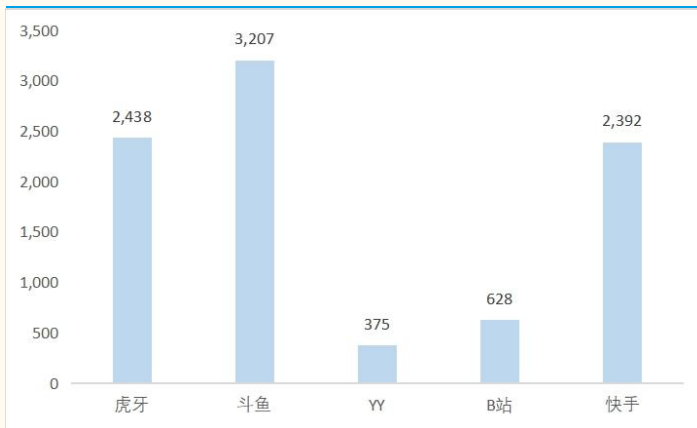
直播是快手较早也较为成熟的变现方式，2016 年 4 月即上线了直播功能，直播用户的渗透率已达 **60-70%**，2018 年直播流水超 200 亿，今年的 KPI 达 300 亿（头条系直播 KPI 200 亿），**是国内直播领域当之无愧的“王者”**。从各直播平台 TOP 100 收入主播打赏流水和月活粉丝上看，快手位列各平台前列，兼具用户和商业化实力。直播是快手生态和商业化的基本盘，与快手的用户群体相匹配。展望直播行业，作为互联网最有效的“变现方式”之一（另外一个游戏），直播及主播对流量时刻保持着“饥渴”，而面临着直播行业流量衰退，“短视频——直播”的逻辑越发强烈，**当年的迁移或将再次上演**。（快手披露游戏直播日活超过 3500 万，也已经达到第一水平，快手直播并不局限于泛娱乐）

图表 36：各直播平台 TOP100 主播打赏流水（百万）



来源：小葫芦（2019年7月），国金证券研究所

图表 37：各直播平台 TOP100 主播月活粉丝（不去重）



来源：小葫芦（2019年7月），国金证券研究所

电商带货：快手更像拼多多，抖音更像天猫，与创作者、用户共赢

有些商品用短视频和直播销售形式更好，有些商品更适合文字展示；尽管快手电商业务起步较晚（2018年开始），但实际上“老铁经济”的带货能力和GMV早已非常成熟。根据尼尔森调研，84%的商户在快手上获得商业交易，其中42%的商户年收益超过10万，并且快手占据其绝大部分的交易额（56%以上），平均每个视频带来收益超过1068元。2018年有超过1600万用户在快手平台获得收入（其中340万来自于国家级贫困县），全国贫困县在快手卖货人数超过115万，年度销售总额超190亿，从带货方面也实现了“公平普惠”。

■ **目前直播还是快手的主要带货形式，快手直播带货能力位列全网前列。**国家体育中心“鸟巢”举办婚礼，还请来了成龙、张柏芝、邓紫棋等明星助阵，这“玛丽苏式”的故事，还附带一个有趣的结果：婚礼直播带货1个亿。这就是淘宝年度电商带货第一人“辛巴”（辛有志），坐拥近3000万快手粉丝，最高单场直播销量136万件（客单价66元）、最高单场直播销售额过亿（83%美妆个护），实打实的“流量明星”。从2018年淘宝电商达人年度卖货榜单中我们可以发现快手系占比25%，并且都排名靠前，其主播带货能力甚至高于“抖音口红一哥”李佳琦（排名第16），足见快手主播带货能力之强。此处要顺带说一个非常重要的事实，快手主播会销售很多自有品牌产品，除此之外，对于“大主播”销售品牌产品，其售价甚至要低于品牌的全网最低价（这点抖音类似），事实上“直播带货”不仅为粉丝们带来了现实的优惠，而且更具效率。

图表 38：电商达人年度卖货榜单（根据GMV排序）



来源：淘宝联盟，国金证券研究所

- **快手平台主要以佣金分成模式进行电商变现。**2019年7月20日起，快手针对所有快手小店成交订单抽取技术服务费，其中淘宝联盟、有赞、拼多多三个渠道以推广者实际到手推广佣金的50%收取，魔筷星选和快手自建小店则收取5%订单成交金额。（快手将成立“商户成长激励金”，以快币形式返还商户快手账户）此外，随着抖音、快手直播占淘宝GMV比例持续提升（淘宝联盟2018年分佣已达300亿），淘宝7月推出新政在佣金10%的技术服务费（阿里妈妈）前征收6%的内容场景专项服务费（针对抖音、快手、微博、头条、UC等平台）。针对内容场景，淘宝还推出了专属的内容商品库，网红达人在站外推广时只能选择“内容商品库”中商品推广，要求“招商团长针对内容招商的商品”和佣金率20%以上的商品。

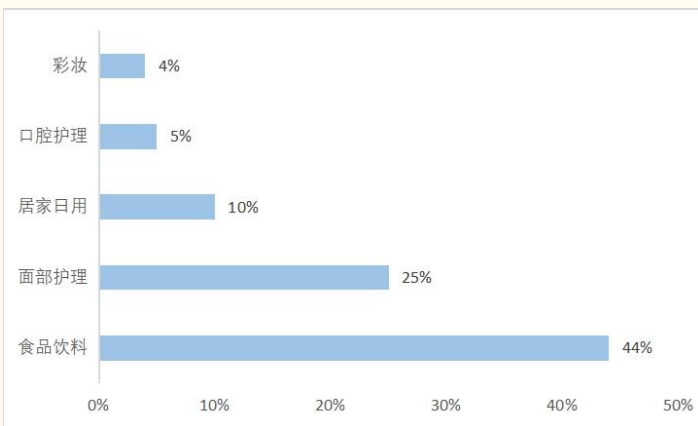
图表 39：电商带货利益分配情况（以淘宝联盟为例）



来源：淘宝联盟，国金证券研究所

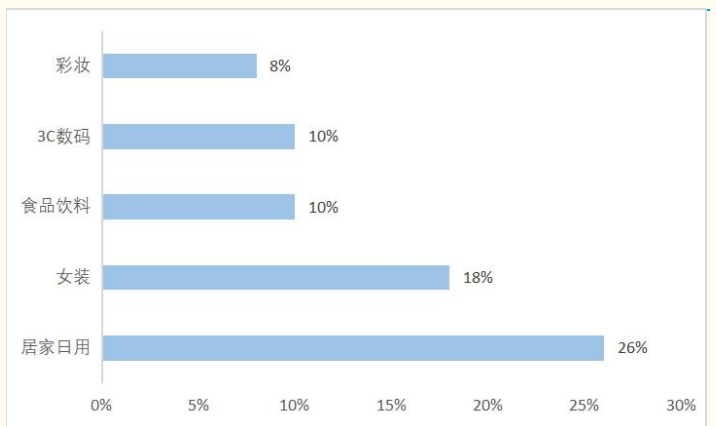
- **快手带货更像拼多多，抖音带货更像天猫**，主要表现在品类、品牌以及价格方面：
 - 在快手什么样的产品最好卖？老铁更喜欢在直播间购买食品饮料（44%），面部护理（25%），居家日用（10%），口腔护理（5%）以及彩妆（4%）。相比之下，抖音在女装（18%）、3C数码（10%）上具有非常明显的差异性，居家日用（26%）、彩妆（8%）也高于快手。（尽管抖音上用户最爱浏览彩妆，但浏览量≠销量）此外，短视频带货与直播略有不同，前三的品类分别是图书、居家日用和彩妆。

图表 40：快手 7 日商品榜产品所属行业类别



来源：卡思数据，国金证券研究所

图表 41：抖音 7 日商品榜产品所属行业类别



来源：卡思数据，国金证券研究所

- 以化妆品为例来看快手和抖音直播带货品牌上的差异。抖音销量最佳的美妆品牌主要以**国产品牌**为主，包括“完美日记”、“珀莱雅”等，彩妆和面部护理产品占比最多；快手上销量最高有很多**白牌/自有品牌**产品，其中辛有志严选 6 款产品销售最佳，单场直播销量 5 万单（品

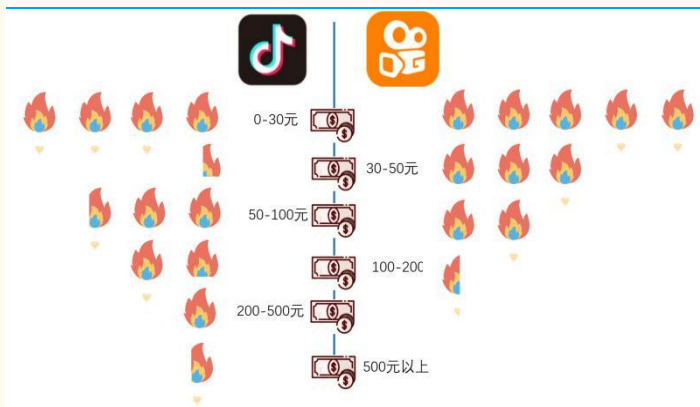
牌名：辛有志和 ZUZU)。价格上，低单价产品（0-30 元）都受到各短视频平台用户喜爱，而抖音上用户对价格接受程度更广，50-200 元产品也较为火爆；快手用户更青睐优质、低价产品，80%产品单价不超过 50 元。

图表 42：哪个品牌最畅销（以美妆个护为例）



来源：卡思数据，国金证券研究所（综合评估产品销量和用户浏览量）

图表 43：客单价多少的产品最好卖



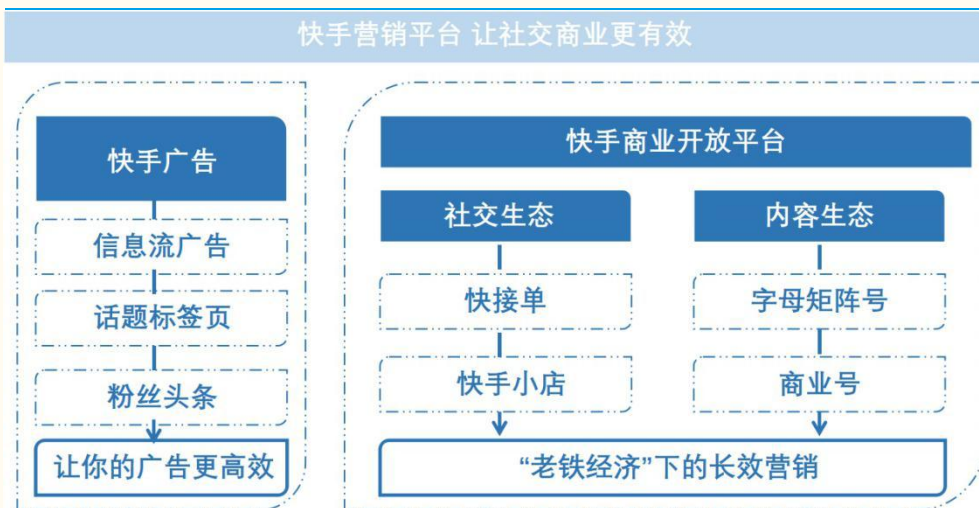
来源：卡思数据，国金证券研究所

广告营销：兼顾信息流和私域流量营销，公转私提高流量价值天花板

对于短视频平台商业化来说，信息流无疑是最直接的变现方式，在抖音的营收结构中，信息流广告占据绝大部分。（2019 年头条系整体广告 KPI 800 亿，其中抖音估计贡献 400 亿以上）2018 年刚刚开始广告商业化的快手重点也放在信息流广告，到了 19 年这个策略正发生变化——“60%的精力放在信息流，40%用于私域流量营销的探索”。尽管在广告营销方面较为克制（约 90%用户可以看到广告，每个月户看到广告几率约 3%），快手 2019 年的广告营销 KPI 在 150 亿，具有非常潜力。

- 快手营销平台主要包括快手广告和商业开放平台两个部分。快手广告主要包括信息流广告和话题标签页广告，针对于品牌广告主，属于公域流量变现，相比于抖音较为克制（加载率低、量化用户体验），更关注广告的效率 and 精准度。快手商业化开放平台则以“长期效果”为导向，帮助商业和快手用户更好实现商业价值，发挥创作者的私域流量价值。由于社交属性的“限制”和用户体验（即“以人为链接”），平台的流量价值是受限制的，而“留存价值”——品牌将公域曝光带来的点击和关注转化到自己账号体系中，再通过好内容将用户沉淀下来，从而实现公域转私域，实际上是流量价值天花板的提升。社交关系沉淀是快手的优势，快手更强调“账号矩阵”，以麦当劳为例，不同门店开设自己的账号，做垂直类目的内容，对私域流量做更精细化的运营。无论是“创作者激励计划”还是“商业号”，一方面加大了优质内容的产出（抖音 18 年下半年对品牌进行蓝 V 认证后，19 年 6 月蓝 V 数量同比增长 44.6 倍，投稿量增长 211 倍，累积获得 41 亿粉丝，1.1 万亿播放量），另一方面也提高广告的商业化能力。截至 2019 年 9 月，快手商家号超过了 60 万，日新增商家作品超过 50 万，日均直播场次超过 20 万，重点覆盖六大行业：本地餐饮、景区酒店、网服、零售、服饰、美妆。

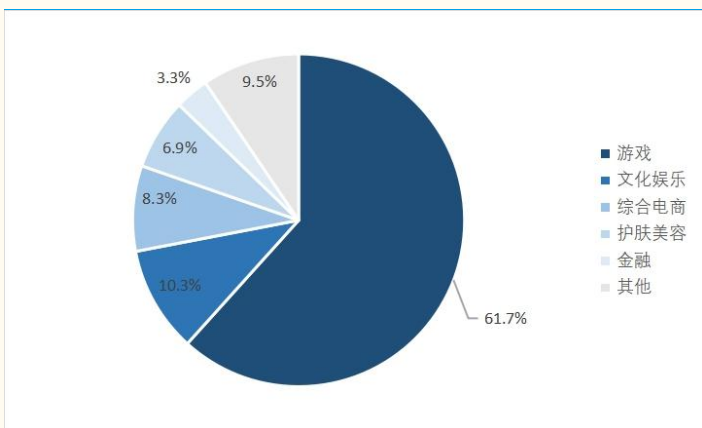
图表 44：快手营销平台



来源：快手商业开放平台，国金证券研究所

- **游戏行业仍为快手重点广告主，仙侠、传奇居前。**基于 App Growing 广告算法模型，对 19Q1 追踪到的快手广告情报来看，游戏行业仍是快手平台的重点广告主，数量占比超 60%，其次是文化娱乐和电商行业广告投放。在游戏广告中，仙侠题材（27.0%）、传奇（19.6%）、三国（7.9%）为重点投放类型，这也与快手的用户结构相呼应。从 App（非游戏）投放广告来看，购物、娱乐类排在前列，分别占比 35.2%和 32.7%。

图表 45：2019 快手平台各行业广告投放占比



来源：App Growing 广告情报追踪（1.1-2.28），国金证券研究所

图表 46：2019 年快手应用 App 广告投放概览



来源：App Growing 广告情报追踪（1.1-2.28），国金证券研究所

- 从商业模式上看，信息流广告的变现可以简化为“**收入=DAU * VV * Adload * CPM**”，短视频信息流的变现模式可以说得上非常有效率。对于抖音和快手，二者的 DAU 级别在 2-3 亿，由于其高黏性（DAU/MAU），这一数字很有可能继续扩大；VV（视频播放量）上面短视频也明显优于中长视频，抖音、快手日活 VV 都在 100 以上，B 站约 20 左右，为广告加载提供了充足的播放池；加载率方面，行业的天花板在 15% 左右，而快手由于社区属性更强的原因，加载率仅在 3% 左右（通过与创作者合作可以变相提高这一比例）；CPM 方面，短视频的广告一般在 15-30 秒之间，其原生性和趣味性也导致有着更高的强制性和转化率，CPM 明显高于图文类。

2019 年快手商业化的 KPI 是直播 300 亿，广告 150 亿，电商（千亿 GMV）。记得彼时 14-15 年间快手还没有商业化，大家也都在担心快手的变现能力，短短两年时间快手已经证明了“如何站着把钱挣了”。互联网领域没有终局，从我们上文的很多细节中可以看到，快手与直播（YY、虎牙、斗鱼甚至陌陌）、社交/社区（腾讯 QQ、哔哩哔哩）、电商/O2O（拼多多、美团、阿里）、广告（头条）都有着千丝万缕的联系（**合作和竞争共存**），我们将亲见这场视频化的“大乱斗”。

面对快手的崛起，互联网巨头应该如何应对？

- 对于字节跳动而言，快手是一个很好的竞争对手，竞争并没有形成“此消彼长”的态势，二者的基本盘稳固，尚未进入“最终决战”的阶段。对于腾讯而言，自身大部分的娱乐内容业务都是失败的，在短视频领域严重落后的情况下，面对着“头条系”风头正盛，联合无疑是最好的选择，我们认为参照京东、美团、拼多多——“财务投资+业务加深合作”的可能性最大。对于哔哩哔哩而言，一方面，快手收购 A 站并持续输出资金和技术，从核心二次元方向“进攻”，另一方面，三四线 Z 世代是快手的基本盘，相互“觊觎”，未来会有更多火花崩出。对于拼多多而言，短期二者或达成战略合作，但快手带货与拼多多相似（品类、品牌、价格、定位），其选择空间更大，长远看选择互补、调性相同抑或是自建电商尚未可知。

字节跳动：难为知己难为敌，鹿死谁手未可知

- “最了解你的人，往往是你的敌人”。抖音的快速崛起，并没有导致快手的势微，对于二者来说，他们都在改变（内容、流量、算法）甚至“趋同”，并且表现出“越战越勇”的气势。抖音拥有大量 MCN，快手在逐步推进；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。这一切的差别，可以归结到两家的 slogan，“记录美好生活”是抖音，“记录世界记录你”是快手。二者选择不同的路：“以用户为核心”还是“以创作者为导向”，有人喜欢“看”，有人喜欢“拍”，有人喜欢“潮”，有人喜欢“真”，或许这就并不是一场“你死我活的斗争”。

图表 47：快手与抖音的竞争反而推动各自 MAU 增长（万）



来源：Questmobile，国金证券研究所

- 经过几年的发展，快手和抖音都已经将“基本盘”占领完毕，从垂直应用上升为全民应用，相互渗透、相互融合。“南抖音北快手”、“女抖音男快手”等刻板的印象都飞快地过时，在 PGC 和 OGC 方面，快手也在奋起直追。在互联网独角兽中，快手的胆魄和反应速度均居前，尽管抖音在产品运营和商业化方面略胜一筹，但在总体的战略和执行力上，并不一定比快手有明显的优势。还是那句“难为知己难为敌”。

腾讯：合纵连横，与快手的投资/合作将更加紧密

- 拼多多和腾讯，美团和腾讯，京东和腾讯，头条和阿里，互联网向来不是一个人的游戏。**快手将是腾讯继美团、拼多多后最为重要的“战友”，二者的合作有望深化。**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挽回，腾讯视频的投入产出比也是极低的，NOW 直播、

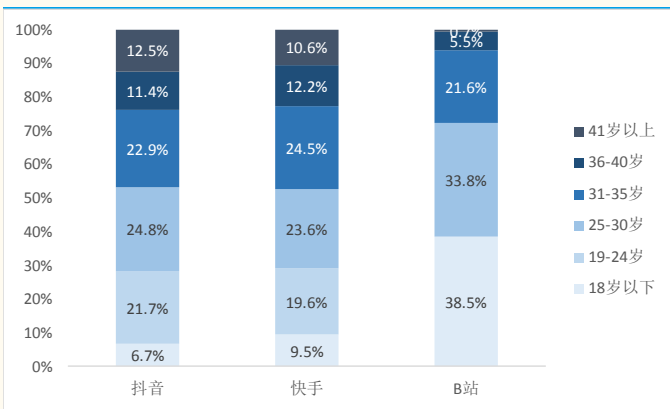
企鹅电竞都不是主流直播平台，腾讯影业近年来在原地踏步，天天快报也被头条压着打。而腾讯最成功的内容业务——音乐、文学，也都来自于收购。无论以什么形式的合作，都不失为明智的防御性举措；能否将防御转化为攻势，则要看合作的落地细节。今年9月9日，《财经》杂志晚点团队报道：腾讯与快手的投资、合作谈判仍在进行之中，双方可能成立一个合资公司，“腾讯输出流量、快手输出产品”。

- **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。此外，腾讯的管理体系比较宽松，倾向于“联邦制”，与阿里的“中央集权”形成鲜明对比，腾讯与快手的合作还是值得期待。

哔哩哔哩：不止是 AB 之争，年轻用户争夺仍将继续

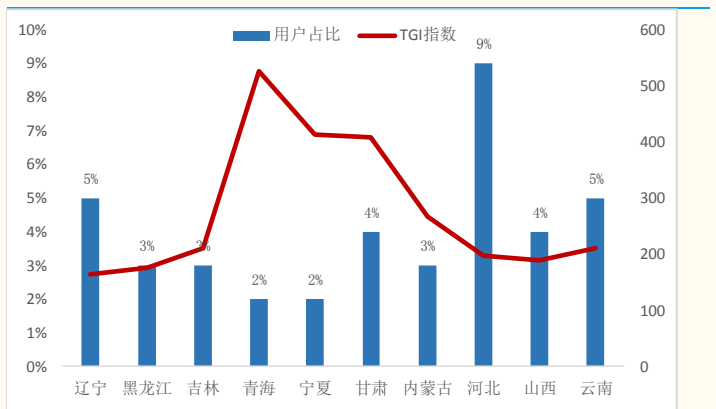
- 哔哩哔哩是非常优秀的社区，其独特的社区生态可以自成一派，单纯在视频领域就兼具“短中长”，用户的黏性和忠诚度更是为用户和投资者称道。谈及快手与 B 站的关系，大家可能第一印象就是 A 站与 B 站（无论是内容还是模式都极为相似）：2018 年 6 月快手完成对 Acfun 的整体收购，并保持独立品牌、维持独立运营，快手将在资源、技术等方面大力支持。A 站是国内最早的弹幕网站，由于“几经易主”和“糟糕的用户体验”（播放速度慢、挂机等），在与 B 站争夺二次元和 Z 世代的战斗中逐步败下阵来。在经过一年的改造，A 站已经全面接入快手技术中台（视频云、推荐、搜索等），从以前完全的人工推荐变为了算法推荐，点击率翻了 10 倍。相比于 B 站，A 站坚持更加传统的二次元文化，在得到快手的全方位助力下，难免要再次吹起向 B 站“进攻”的号角。
- 作为 Z 世代的代表，B 站向高年龄段、三四线城市的渗透绕有成效。根据陈睿披露 2019 年 B 站 18-35 岁用户占比 78%，新增用户平均年龄上升至 21 岁（两年前这个数字只有 17 岁作用），54% 的新增用户来自于三四线城市及以下。实际上，快手和 B 站有着诸多的相似之处，其一，从创作者需求来说，二者都满足了 up 主被认可的需求，一二线的表现形式更为“深邃”，而三四线年轻用户更为“朴实”；其二，从社区生态来看，都更加关注“人与人之间”的连接，快手是兼顾“关注”和“推荐”，B 站用户则更倾向于“搜索”和“关注”（算法和内容供给量较少都导致推荐相对较弱）；其三，年龄结构，快手的中老年化卓有成效，但在 2018 年快手的 30 岁以下用户占比高达 80%，甚至略高于 B 站，实际上三四线年轻用户是快手的基本盘，而 B 站的基本盘则是一二线城市年轻用户。某种角度上，或许二者也相互觊觎，未来可能迸发更多的火花。

图表 48：“短视频”行业年龄分布



来源：Questmobile (2019.06)，青瓜传媒，秒针大数据，国金证券研究所

图表 49：快手在东北、西北地区优势明显



来源：快手营销平台，秒针大数据，国金证券研究所

拼多多：或达成战略合作，以后又将如何

- 快手小店连接淘宝联盟、拼多多、有赞，与拼多多用户调性相符，二者之间的深入合作广为大家期待。有媒体称快手与拼多多将达成战略合作协议，合作内容涉及广告与短视频带货，拼多多后续可能会战略入股快手（此前也有消息爆料抖音与淘宝签订 70 亿年度框架协议）。消息仍有待确认，但毋庸置疑的是短视频和电商平台二者合作的互补性很强，抱团也是顺理成章。
- 社交平台往往不甘于做电商平台的“导流渠道”，而是想方设法涉足电商业务本身。比如快手小店的商品来源有魔筷、有赞、淘宝、拼多多和快手商品；抖音电商既支持分享淘宝商品，也支持“平台精选商品”；小红书开设了 B2C 商城。此外，下沉市场四杰——“快手、拼多多、趣头条与新潮”其用户和调性有着相当的重合度。（快手上带货品类倾向于食品、化妆品，品牌倾向于白牌和自有品牌，价格多位于 50 元以下，全网最低等，与拼多多极为相似）选择用户互补（京东先后投资趣头条和新潮），还是选择调性相似，抑或是自给自足，短视频平台的选择空间明显更大一些。

除了字节跳动、哔哩哔哩、腾讯、拼多多外，快手还与阿里、YY、斗鱼、虎牙、陌陌甚至美团等都有着微妙的关系。未来存在着无限可能，像美团一样，快手可能也没有边界。

风险提示

- 宏观经济风险：在我们此前《传媒娱乐行业有“口红效应”吗》报告中证明在美国和中国游戏行业都是强周期行业（直播与游戏行业相似）。互联网公司以游戏、直播、广告、电商等为主要变现模式，其中游戏、直播、广告与经济相关性高，受宏观经济影响较为明显。
- 技术变革风险：从大周期角度上看，传媒互联网行业受技术驱动，技术变革导致的被替代风险也很重要。
- 流量红利衰退：由于移动互联网流量红利衰退导致马太效应，中小型互联网公司还要面临被大公司夺取市场份额的风险。

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