

快手科技：格局确立，电商冲锋

——传媒系列报告之 20

2020 年 1 月 21 日

快手科技 公司报告

报告摘要：

短视频行业用户规模接近天花板，快手抖音四六开。截至 2020 年 9 月，短视频行业月活 8.6 亿，同比增长 8%；参考微信月活作为行业用户天花板，2020 年 9 月微信月活 9.7 亿，短视频行业用户空间 14%。短视频用户分为快手重度用户、抖音重度用户、轻度用户。截至 2020 年 9 月，快手重度用户 2.9 亿，快手轻度用户 2.5 亿；抖音重度用户 3.6 亿，抖音轻度用户 2.7 亿，双方重合用户数 3.1 亿。轻度用户是摇摆型，重合用户中以轻度用户为主，平台归属感不强。竞争格局由重度用户确立，快手抖音重度用户约四六开。

快手核心竞争力是产品迭代驱动新旧动能转换。将快手从 2015 年至今的发展分为四个阶段，我们认为，相比抖音，快手核心竞争力是快手产品学习和迭代创新能力较强。同时，无论是产品迭代出发点还是管理层经验上来讲，快手具备持续与时俱进的产品迭代能力。

电商冲锋，快手商业化能力再升级。相比抖音，快手在用户规模、营收规模、算法技术等维度均处于追赶者。但在直播带货赛道，快手由跟随者变为领先者，具有明显领先优势。快手平台众多账号借助直播积累庞大私域流量，降低直播带货试错成本；平台通过产品迭代以及优化电商功能提升主播带货效率；快手直播电商形成以家族为主导的成熟带货打法，三点因素促成快手直播电商建立领先优势。快手切入直播电商赛道，盈利模式由打赏向电商服务费转变，盈利能力和潜力均有大幅提升空间。

快手平台短视频内容端的飞轮效应依旧显著。快手短视频内容端具有飞轮效应，用户、KOL、短视频内容三者增长可以形成正向强化趋势。互联网视频企业的带宽费用类似于线下制造工厂的水电费。2017-2020 年上半年，快手带宽费用高速增长，显示快手平台的内容消耗量处于高速增长中，可以验证目前快手平台短视频内容端的飞轮效应依旧显著。

5、盈利预测及估值。

盈利预测：我们预计 2020-2022 年公司营收分别为 606 亿元（+55%）、885 亿元（+46%）、1235 亿元（+40%）；2020-2022 年公司营业利润分别为-77 亿元、123 亿元、291 亿元，经调整 EBITDA 为-45 亿元、157 亿元、325 亿元。

估值：2020-2022 年，快手科技合理估值为 3981 亿元、5903 亿元、8036 亿元。

风险提示：（1）公司短视频及直播业务的竞争力下降；（2）短视频行业以及直播电商行业的监管政策趋严；（3）短视频产品侵犯用户隐私。

公司简介：

快手是全球领先的内容社区和社交平台。根据艾瑞咨询，截至 2020 年 6 月 30 日止六个月，全球范围内，快手是以虚拟礼物打赏流水及直播平均月付费用户计最大的直播平台；以平均日活跃用户数计第二大的短视频平台；以及以商品交易总额计第二大的直播电商平台。

未来 3-6 个月重大事项提示：

发债及交叉持股介绍：

交易数据

52 周股价区间（元）

总市值（亿元）

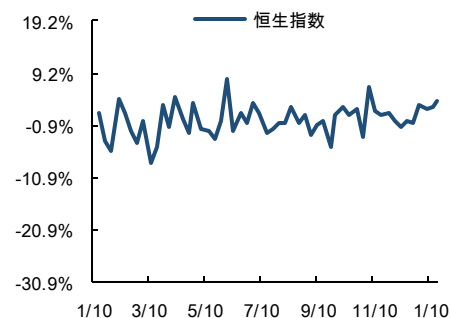
流通市值（亿元）

总股本/流通 A 股（万股）

流通 B 股/H 股（万股）

52 周日均换手率

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：石伟晶

021-25102907

执业证书编号：

研究助理：辛迪

010-66554013

执业证书编号：

shi_wj@dxzq.net.cn

S1480518080001

xindi@dxzq.net.cn

S1480119070074

目 录

1. 格局确定，快手抖音四六开	4
2. 核心竞争力：产品迭代驱动新旧动能转换	5
3. 电商冲锋，商业化能力再升级	7
4. 平台短视频内容端的飞轮效应依旧显著	10
5. 盈利预测与估值	12
5.1 盈利预测	12
5.2 估值	13
6. 风险提示	14

表格目录

表 1：快手、抖音用户数情况	4
表 2：快手新旧版本以及与抖音对比	6
表 3：2017-2022E 公司分业务营收预测	12
表 4：2017-2022E 公司营业成本及费用预测	12
表 5：2017-2022E 公司营收及业绩预测	13
表 6：快手直播打赏业务估值	13
表 7：快手广告 ARPU 与 FACEBOOK 等平台对比	13
表 8：快手非电商贡献的线上营销业务估值	14
表 9：快手直播电商业务估值	14
表 10：2017-2022E 公司分业务估值	14

插图目录

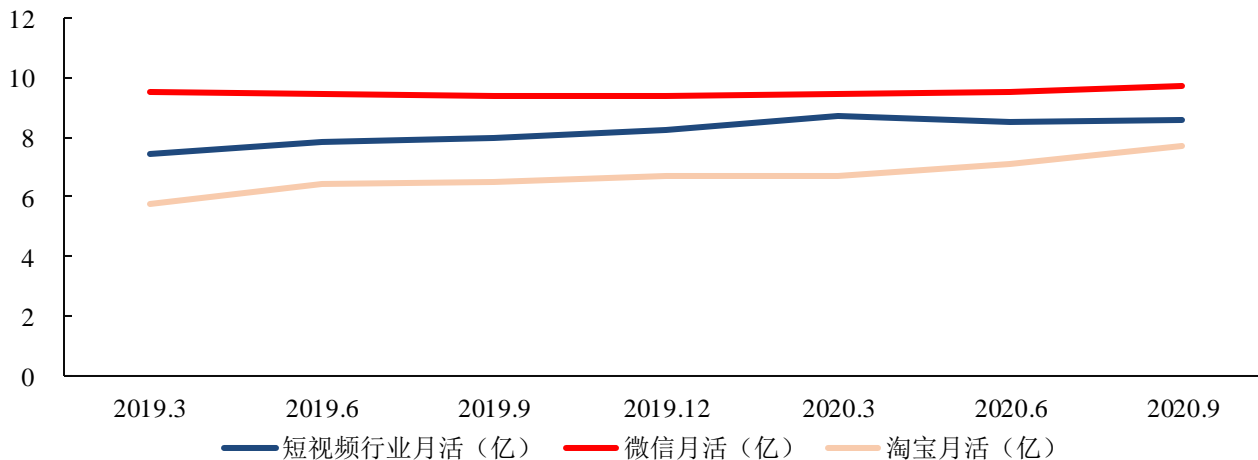
图 1：2019.3-2020.9 短视频行业、微信及淘宝月活数	4
图 2：快手及快手极速版月活数	5
图 3：快手旧版本用户行为	5
图 4：抖音用户行为	5
图 5：2017-2019 年快手直播业务收入规模	6
图 6：2020Q1 抖音快手直播用户占比	6
图 7：快手以及竞争对手直播电商交易规模（亿元）	7
图 8：2020 年 5 月-10 月直播带货平台上榜主播带货金额	9
图 9：2020 年 5 月-10 月快手上榜主播带货占比	9
图 10：2017-2025E 国内零售电商以及直播电商规模	9
图 11：2018-2019 年各平台单个月活用户贡献收入对比	9

图 12：截至 2020 年 6 月 30 日止六个月中国短视频及直播平台比较.....	10
图 13：2019 年快手 Top 10 垂类 KOL 粉丝贡献占比.....	11
图 14：2019 年抖音 Top 10 垂类 KOL 粉丝贡献占比.....	11
图 15：2017-2020H1 快手带宽费用与 B 站带宽费用.....	11

1. 格局确定，快手抖音四六开

短视频行业用户规模接近天花板。截至 2020 年 9 月，短视频行业月活 8.6 亿，同比增长 8%；参考微信月活作为行业用户天花板，2020 年 9 月微信月活 9.7 亿，短视频行业用户空间 14%。

图 1：2019.3-2020.9 短视频行业、微信及淘宝月活数



资料来源：Questmobile，东兴证券研究所

抖音快手完成短视频用户瓜分。微信视频号自 2020 年 2 月开始内测，凭借微信庞大用户基数，成为短视频竞争格局的不确定因素。基于微信视频号生态（产品功能及商业化）处于早期发展阶段，我们认为抖音快手的较量将是短视频赛道的竞争焦点。

重度用户四六开，快手竞争格局显著优化。短视频用户分为快手重度用户、抖音重度用户、轻度用户。截至 2020 年 9 月，快手重度用户 2.9 亿，快手轻度用户 2.5 亿；抖音重度用户 3.6 亿，抖音轻度用户 2.7 亿，双方重合用户数 3.1 亿。轻度用户是摇摆型，重合用户中以轻度用户为主，平台归属感不强，竞争格局由重度用户确立。从 2019 年 6 月至 2020 年 9 月，快手重度用户规模持续增加，与抖音差距也在缩小。目前，快手抖音的重度用户约四六开，相比 2019 年快手的竞争格局显著优化。

我们认为，快手有能力维持目前竞争格局。2019 年以来，快手一方面通过上线极速版以及加强推广实现用户数增长；另一方面快手强化平台内容运营，引入明星入驻以及推出光合计划重点扶持美食、体育、时尚、游戏、音乐等内容垂类，提升平台短视频内容调性，从而满足用户对内容精品度和丰富度的需求，增强用户黏性。

表 1：快手、抖音用户数情况

单位：亿人	2019-01	2019-06	2020-02	2020-09
短视频行业月活	7.6	7.8	9.0	8.6
快手重度用户	1.5	1.7	2.7	2.9
抖音重度用户	2.2	2.6	3.3	3.6
快手轻度用户	1.6	1.7	3.0	2.5
抖音轻度用户	2.2	2.3	3.0	2.7

重度用户差距	0.6	0.9	0.6	0.6
轻度用户差距	0.7	0.6	-0.1	0.2
重合用户	-0.2	0.4	3.0	3.1

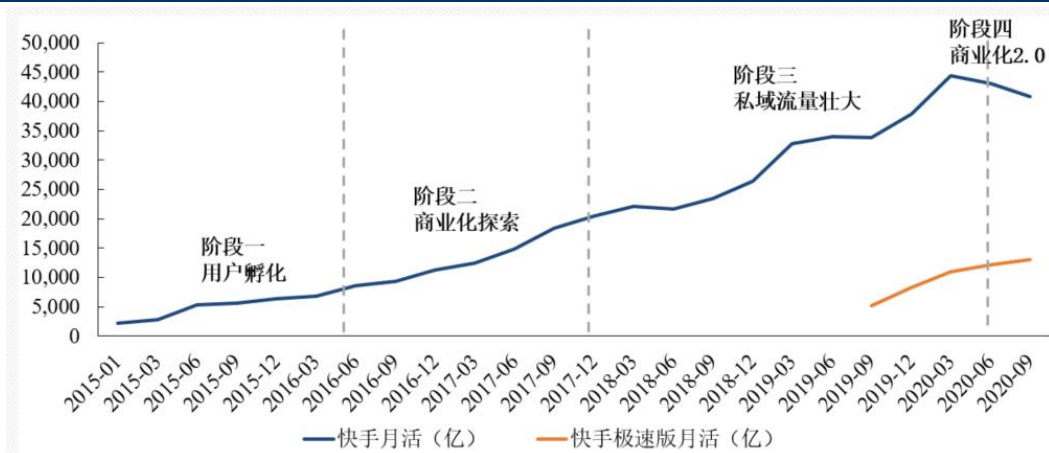
资料来源：Questmobile，东兴证券研究所

2. 核心竞争力：产品迭代驱动新旧动能转换

我们将快手从 2015 年至今的发展分为四个阶段：

阶段一：快手 App 将短视频与推荐算法相结合塑造公平普惠的社区定位，形成以下沉用户特征的用户画像；YY 主播流行到快手平台发布短视频内容奠定平台直播文化。

图 2：快手及快手极速版月活数



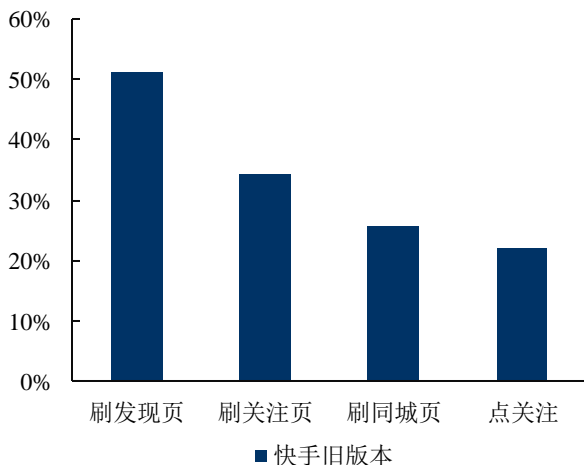
资料来源：Questmobile，快手 App，东兴证券研究所

阶段二：直播商业化跑通验证平台流量分发特征。2016 年，快手选择直播作为商业化手段，产品端上线直播功能，下半年直播用户起量，2017 年快手直播收入 79.5 亿元；

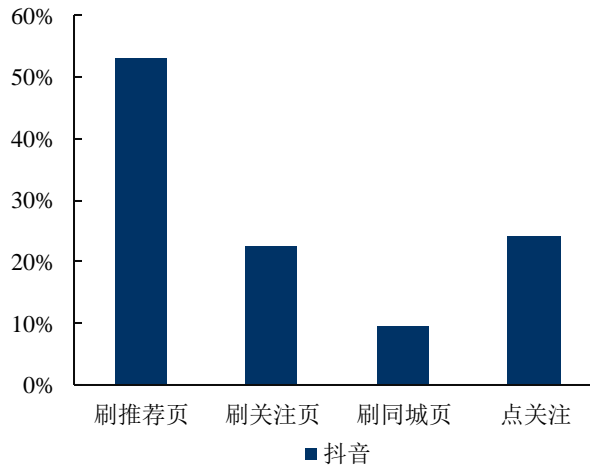
直播变现跑通源于前期 YY 主播在快手平台形成影响力，也验证快手平台形成以主播为节点的流量分发特征。这一点可以从用户在快手和抖音 App 内的行为差异验证：1) 快手用户点关注后再次刷关注页的比例较高；2) 快手用户刷同城页面的比例较高。

图 3：快手旧版本用户行为

图 4：抖音用户行为



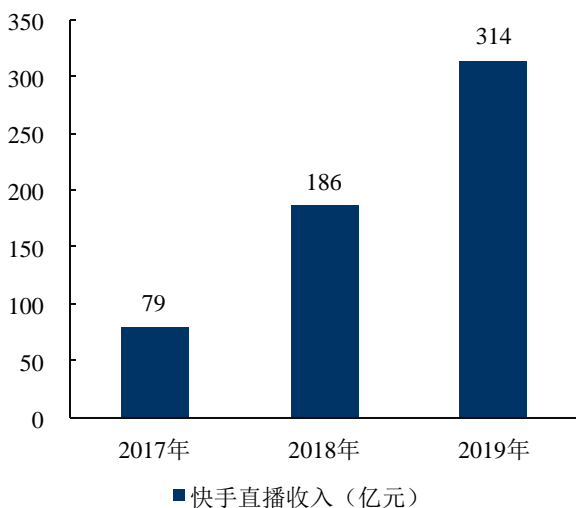
资料来源：企鹅智酷，东兴证券研究所（调研数据采集为 2018 年 3 月）



资料来源：企鹅智酷，东兴证券研究所（调研数据采集为 2018 年 3 月）

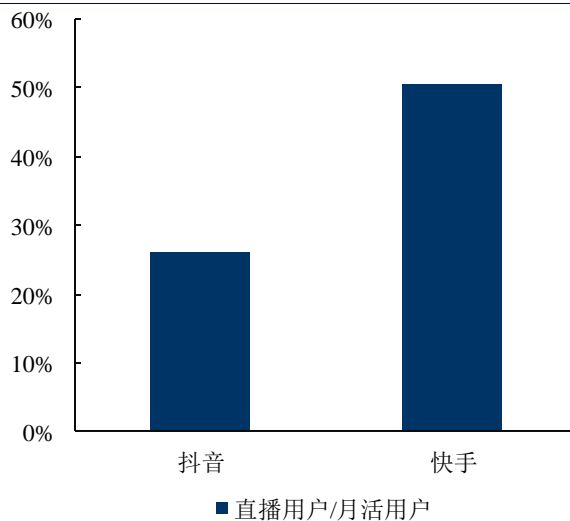
阶段三：直播加速发展，壮大平台私域流量。2018 年-2019 年，快手对产品直播功能优化和创新，支持一对多、PK 及多人直播，创新直播挂榜、直播打榜等玩法，驱动直播收入快速增长。2018 年-2019 年，快手直播收入分别是 186 亿元和 314 亿元，同比增速为 134%和 69%。KOL 也通过直播打榜扩大私域流量积累。截至 2019 年 7 月，快手的粉丝量达到百万以上的账号超过 5000 个。

图 5：2017-2019 年快手直播业务收入规模



资料来源：Questmobile，东兴证券研究所

图 6：2020Q1 抖音快手直播用户占比



资料来源：Questmobile，东兴证券研究所

阶段四：快手推出新版本，助力 KOL 商业化。2020 年 9 月，快手 8.0 版本上线，产品主交互界面实现重要进化，首页 Tab 调整为“关注-发现-精选”，新增加底部导航栏，“精选”Tab 为开屏首页，支持单列沉浸式上下滑体验。快手新版本对于平台促进商业化效果显著，信息流广告点击率大幅提升，直播电商升级至一级入口。

表 2：快手新旧版本以及与抖音对比

快手旧版本	快手 8.0 版本	抖音
-------	-----------	----

TAB 顺序	关注-发现-同城	关注-发现-精选	同城-关注-推荐
开屏页面	发现	精选	推荐
底部导航栏	无	同城	朋友
视频呈现方式	双列 Feed 流	精选为单列 Feed 流、 其他为双列 Feed 流	单列 Feed 流
产品属性	社区型	社区型	媒体型
流量属性	私域流量	强化公域流量	公域流量

资料来源：快手 App，抖音 App，东兴证券研究所

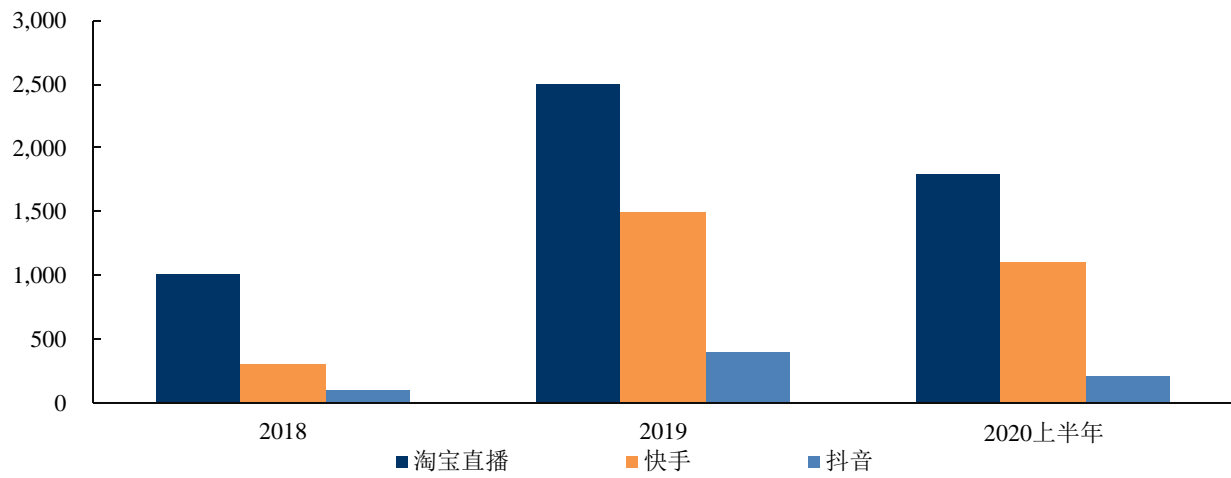
相比抖音，快手核心竞争力是产品学习和迭代创新能力较强。2016 年，快手上线直播功能并成功商业化；2018-2019 年，快手对直播功能优化实现直播收入高速增长；2019 年，快手上线极速版，月活用户实现由 0 至 1.3 亿的增长；2020 年，快手引入单列上下滑功能，驱动信息流广告收入与直播电商成交规模大幅增长。我们认为，产品持续增长的核心在于持续迭代优化以满足用户多样化需求，而快手核心竞争力在于其产品学习和迭代创新能力较强。

快手具备持续与时俱进的产品迭代能力。从产品迭代出发点来讲，快手产品迭代出发点是提高平台用户体验以及满足主播/KOL 吸粉变现等需求。从管理层经验来讲，公司创始人宿华以及程一笑具有丰富的互联网产品运营经验，并带领快手从数千万月活成长为 2020 年平均月活 4.8 亿的产品；且目前快手产品负责人王剑伟曾任职手机 QQ 和微信，具有高用户基数产品的研发运营经验，加入快手后，其改版快手关注流，主导快手极速版，均取得成功。

3. 电商冲锋，商业化能力再升级

快手直播电商规模领先抖音。相比抖音，快手在用户规模、营收规模、算法技术等维度均处于追赶者。但在直播带货赛道，快手由跟随者变为领先者，具有明显领先优势。根据艾媒数据，2020 年上半年，快手直播电商 GMV 超过 1000 亿元，仅次于淘宝直播 1800 亿 GMV，大幅领先抖音。2020 年下半年，抖音开始发力布局直播电商，从 2020 年各平台头部带货主播 GMV 看，快手相比抖音仍有较大领先优势。

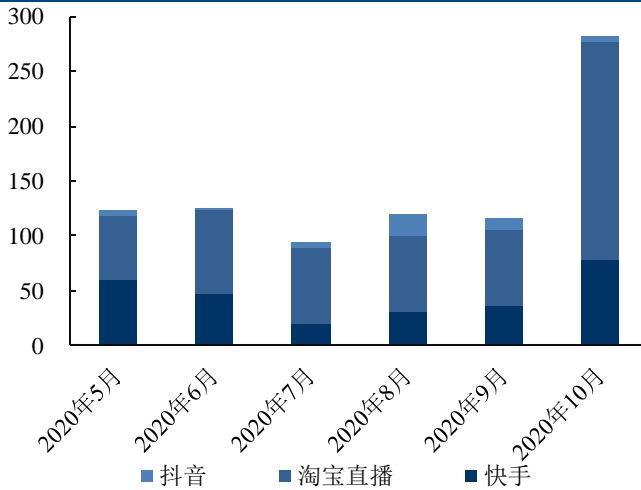
图 7：快手以及竞争对手直播电商交易规模（亿元）



资料来源：快手招股书，艾媒，东兴证券研究所

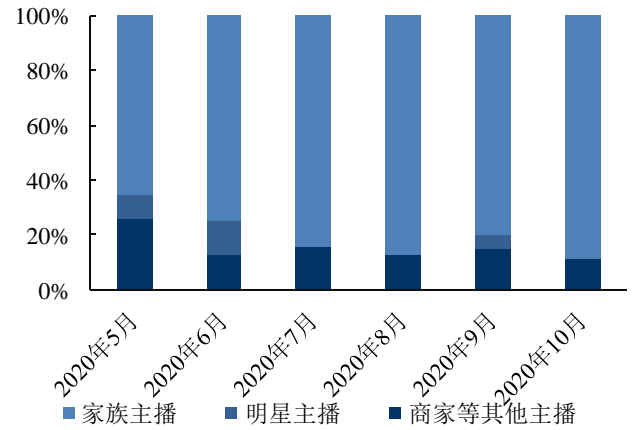
三点因素促成快手直播电商建立领先优势。第一，2018-2019年，快手平台众多账号借助直播积累庞大私域流量，降低直播带货试错成本；第二，在产品层面，平台通过产品迭代以及优化电商功能提升主播带货效率，例如上下滑模式以及上线小店通、粉条推广等商业化工具；第三，快手直播电商形成以家族为主导的成熟带货打法。快手平台直播带货第一名辛巴销售额大幅领先抖音平台直播带货第一名罗永浩。

图 8：2020 年 5 月-10 月直播带货平台上榜主播带货金额



资料来源：果集数据，东兴证券研究所

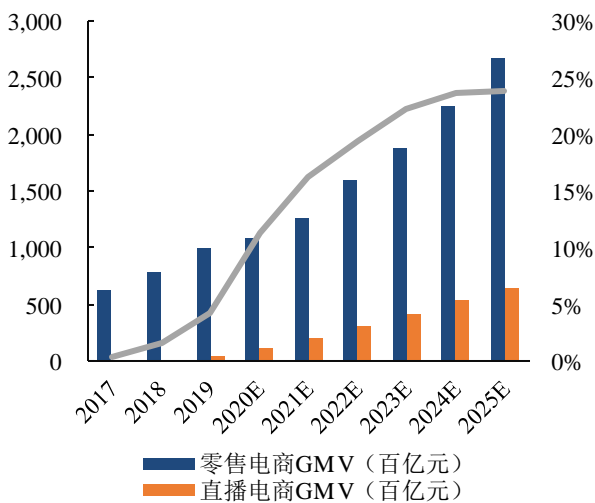
图 9：2020 年 5 月-10 月快手上榜主播带货占比



资料来源：果集数据，东兴证券研究所

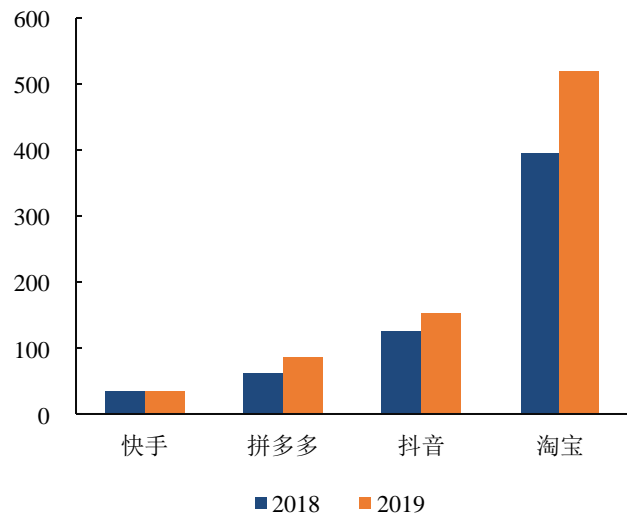
快手直播电商盈利潜力大幅超过直播打赏。快手切入直播电商赛道，盈利模式由打赏向电商服务费转变，盈利能力和空间均有大幅提升空间。根据艾瑞预测，2025年，国内直播电商GMV将达到6.42万亿元；2019年，快手扣除分成后的直播净收入/平台月活数为36元，盈利能力大幅落后拼多多、抖音、淘宝。目前快手正持续丰富货品品类以及强化产业链，随着快手直播电商规模和货币化率提升，快手电商营收规模将实现快速增长。

图 10：2017-2025E 国内零售电商以及直播电商规模



资料来源：艾瑞，东兴证券研究所

图 11：2018-2019 年各平台单个月活用户贡献收入对比

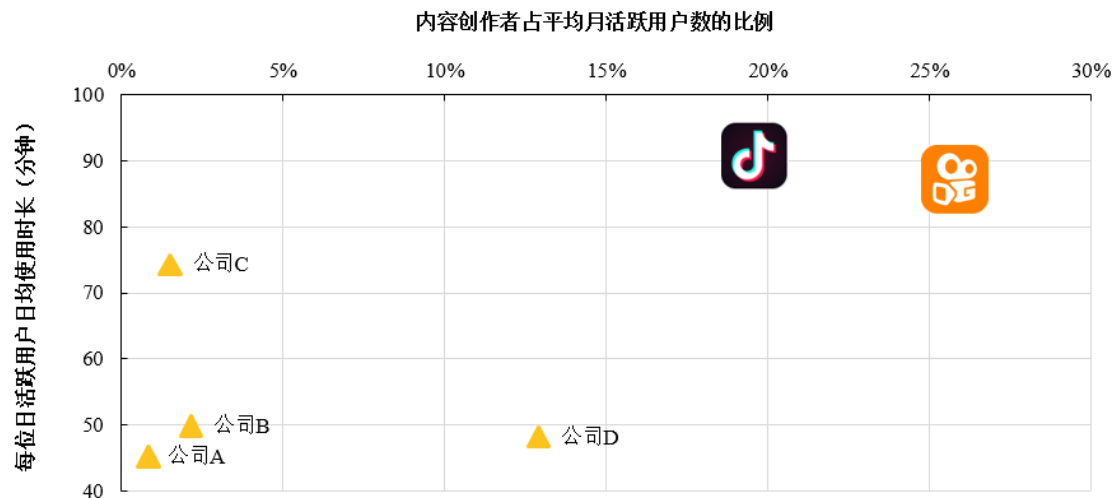


资料来源：Questmobile，东兴证券研究所

4. 平台短视频内容端的飞轮效应依旧显著

快手在内容端具有庞大短视频生产生态。截至 2020 年 9 月，快手平台用户中内容创作者超过 1.2 亿，占平台月活用户的比例约 26%，月均上传视频 11 亿条；2019 年 1-10 月，快手平台上 1600 万专业创作者获得收益，合计收入超过 200 亿元。相比 B 站，快手内容生产生态更为庞大：2020 年 Q2，B 站月均活跃 UP 主数量 190 万，月均投稿量 600 万条。

图 12：截至 2020 年 6 月 30 日止六个月中国短视频及直播平台比较

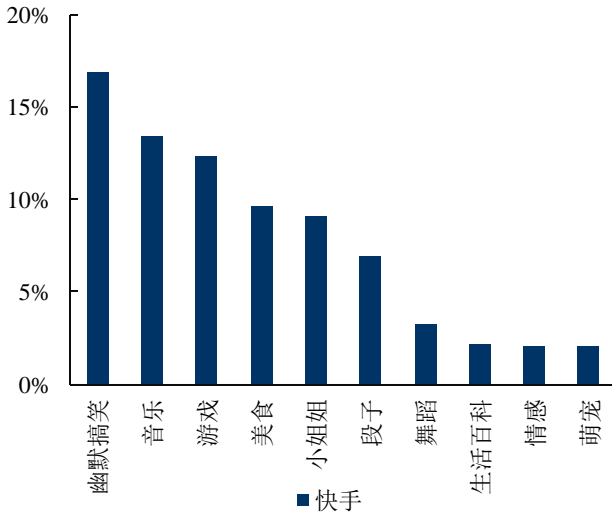


资料来源：快手招股书，东兴证券研究所

快手提升短视频调性，降低“土”味。对比快手与抖音平台短视频内容，两家平台的TOP 10 内容垂类基本重合，差别仅在于：快手在游戏垂类发展领先，抖音在明星垂类发展领先；另一方面，MCN 机构倾向于在抖音和快手同时发布短视频内容。

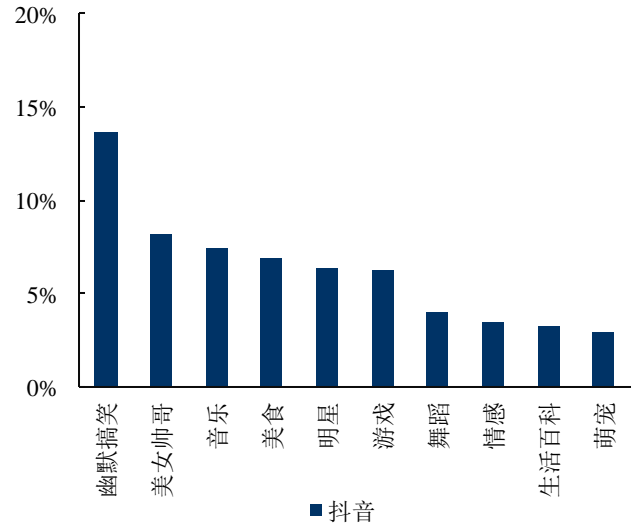
对于抖音快手内容同质化问题，我们认为，重度用户对平台归属感较强，对同质化不敏感；轻度用户使用短视频平台主要用于消磨碎片化时间，对同质化问题并不在意，其更为关注平台内容的丰富度和精品度。为此，2019 年，公司开始加强与 MCN 机构及公会对接，并推出光合计划，重点扶持美食、体育、时尚、游戏、音乐等垂类；2020 年，快手签约大量明星入驻以持续丰富内容垂类。通过这些措施，目前快手平台的内容调性提升显著，正逐步摆脱原有的“土”味。

图 13：2019 年快手 Top10 垂类 KOL 粉丝贡献占比



资料来源：克劳锐指数研究院，东兴证券研究所

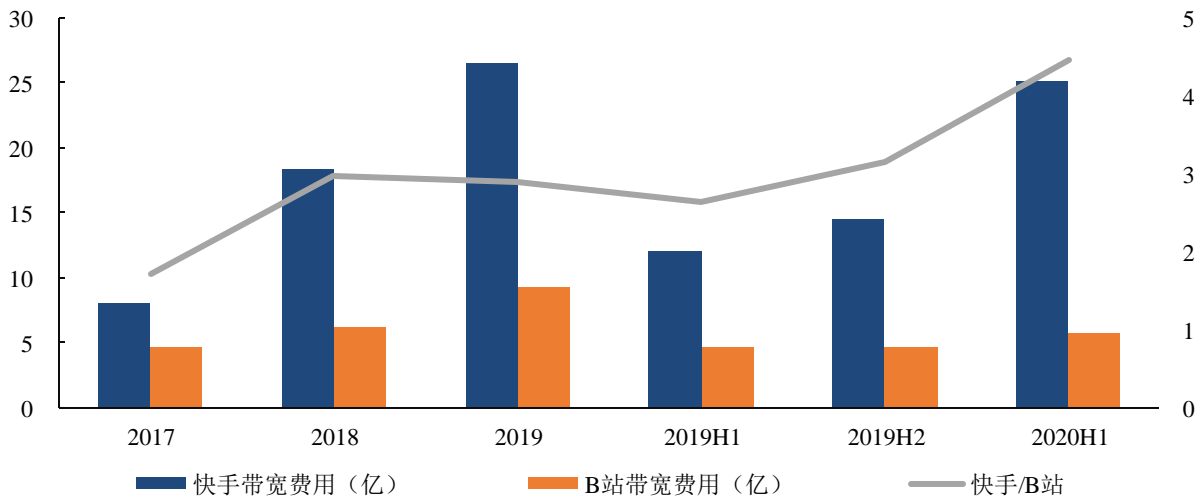
图 14：2019 年抖音 Top10 垂类 KOL 粉丝贡献占比



资料来源：克劳锐指数研究院，东兴证券研究所

快手平台短视频内容端飞轮效应依旧显著。快手短视频内容端具有飞轮效应，用户、KOL、短视频内容三者增长可以形成正向强化趋势。互联网视频企业的带宽费用类似于线下制造工厂的水电费。2017-2020 年上半年，快手带宽费用高速增长，显示快手平台的内容消耗量处于高速增长中，可以验证目前快手平台短视频内容端的飞轮效应依旧显著。

图 15：2017-2020H1 快手带宽费用与 B 站带宽费用



资料来源：快手招股书，哔哩哔哩年报，东兴证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

核心假设：

- 1) 快手用户规模和单个用户时长进入平稳增长期；
- 2) 电商和信息流广告商业化加速，线上营销服务收入实现快速增长。

根据以上假设，我们预计 2020-2022 年公司营收分别为 606 亿元 (+55%)、885 亿元 (+46%)、1235 亿元 (+40%)。

(注：根据 2021 年 1 月 15 日港交所官网发布的快手科技聆讯后资料集，我们对快手盈利预测及估值作出相应调整)

表 3：2017-2022E 公司分业务营收预测

单位：亿元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	83.40	203.01	391.20	606.11	885.11	1,235.14
增速		143%	93%	54.9%	46.0%	39.5%
直播收入	79.49	186.15	314.42	363.49	428.29	495.54
增速		134%	69%	16%	18%	16%
线上营销服务	3.91	16.65	74.19	208.20	384.50	589.20
增速		326%	346%	180.6%	84.7%	53.2%
其他业务(电商、游戏、其他)	0.00	0.20	2.60	34.42	72.32	150.40
增速			1171%	320.0%	45.0%	35.0%

资料来源：快手招股书，东兴证券研究所

我们预计，2020-2022 年，公司直播业务收入占比总营收下降，驱动营业成本占比营收逐年下降；随着公司经营规模逐年扩大，管理费用及研发费用保持稳定增长；2020 年，公司销售费用大幅增长，主要用于快手极速版推广以及加强品牌推广；预计 2021-2022 年销售费用保持相对稳定增长。

表 4：2017-2022E 公司营业成本及费用预测

单位：亿元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业成本	57.29	144.98	250.17	348.40	420.88	502.72
营收占比	69%	71%	64%	57%	48%	41%
销售费用	13.60	42.62	98.65	270	240	300
营收占比	16%	21%	25%	45%	27%	24%
管理费用	2.28	5.42	8.65	15.15	20.36	27.17
营收占比	2.7%	2.7%	2.2%	2.5%	2.3%	2.2%
研发费用	4.77	17.55	29.44	60.61	88.51	123.51
营收占比	5.7%	8.6%	7.5%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源：快手招股书，东兴证券研究所

我们预计，2020-2022 年公司营业利润分别为-77 亿元、123 亿元、291 亿元，经调整 EBITDA 为-45 亿元、157 亿元、325 亿元。

表 5：2017-2022E 公司营收及业绩预测

单位：亿元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	83.40	203.01	391.20	606.11	885.11	1,235.14
增速		143%	93%	54.9%	46.0%	39.5%
营业利润	6.08	-5.21	6.89	-77.05	123.37	290.73
经调整利润/（亏损）净额	7.77	1.82	13.47	-74.99	108.78	242.71
经调整 EBITDA	10.20	13.24	38.81	-45.37	156.70	325.19

资料来源：快手科技招股书，东兴证券研究所

5.2 估值

分业务估值：

(1) 直播打赏业务：采用 PS 估值法，参考欢聚，虎牙，斗鱼等直播公司。基于快手直播业务收入增速下降以及较高的主播分成比例，给予 2020 年快手直播打赏业务 5XPS，对应直播打赏业务估值 1817 亿元。

表 6：快手直播打赏业务估值

	虎牙直播	斗鱼	欢聚	快手科技直播打赏业务		
				2020E	2021E	2022E
总营收（亿美元）	12	10	39			
总营收（亿元人民币）	79	69	257	363	428	496
市值/估值（亿美元）	66	56	81	276	293	302
市值/估值（亿元人民币）	432	366	536	1817	1927	1982
PS	5.48	5.33	2.09	5	4.5	4

资料来源：快手科技招股书，虎牙直播年报，斗鱼年报，欢聚年报，东兴证券研究所（注：虎牙直播、斗鱼、欢聚选取 2019 年数据，1 美元=6.5736 人民币）

2017-2019 年，基于快手产品业态以及计算广告算法差异，导致其千次展示期望收益（eCPM）/广告 ARPU 值不高；2020 年 9 月，快手新版本推出单列精选页面，预计广告 ARPU 值将显著提升。

表 7：快手广告 ARPU 与 FACEBOOK 等平台对比

	2017	2018	2019
FACEBOOK 北美广告 ARPU（元/人）	321	417	509
FACEBOOK 全球广告 ARPU（元/人）	65	78	89
抖音信息流广告 ARPU（元/人）	-	126	155
腾讯社交广告 ARPU（元/人）	15	22	29
微博广告 ARPU（元/人）	18	24	22
快手广告 ARPU（元/人）		5	13

资料来源：腾讯控股年报，微博年报，FACEBOOK 年报，东兴证券研究所

非电商贡献的线上营销业务：采用 PS 估值法，参考微博。基于快手广告变现效率持续提升，我们给予 2020 年快手广告业务 8X PS，对应业务估值 1114 亿元

表 8：快手非电商贡献的线上营销业务估值

	微博				快手科技广告业务		
	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营收 (亿元)	45	75	118	123	139	235	319
市值/估值 (亿美元)	36	72	202	120	169	285	388
市值/估值 (亿元人民币)	235	473	1331	788	1114	1876	2554
PS	5.2	6.3	11.3	6.4	8.0	8.0	8.0

资料来源：快手科技招股书，微博年报，东兴证券研究所（注：1 美元=6.5736 人民币）

直播电商业务：采用 P/GMV 估值，参考阿里巴巴、京东、拼多多，预计 2020 年快手 GMV 达到 3000 亿元，对应直播电商业务的估值为 1050 亿元。

表 9：快手直播电商业务估值

	阿里巴巴	拼多多	快手直播电商业务		
			2020E	2021E	2022E
GMV (亿人民币)	57270	10066	3000	6000	10000
市值/估值 (亿美元)	4547	328	160	319	532
市值/估值 (亿元人民币)	29888	2159	1050	2100	3500
P/GMV	0.52	0.21	0.35	0.35	0.35

资料来源：快手科技招股书，阿里巴巴年报，拼多多年报，东兴证券研究所（注：阿里巴巴、拼多多选取 2019 年数据，1 美元=6.5736 人民币）

根据分业务估值测算，2020-2022 年，快手科技合理估值为 3981 亿元、5903 亿元、8036 亿元。

表 10：2017-2022E 公司分业务估值

单位：亿元	2020E	2021E	2022E
直播打赏业务	1817	1927	1982
非电商贡献的广告业务	1114	1876	2554
直播电商业务	1050	2100	3500
合计	3981	5903	8036

资料来源：快手科技招股书，东兴证券研究所

6. 风险提示

(1) 公司短视频及直播业务的竞争力下降；(2) 短视频行业以及直播电商行业的监管政策趋严；(3) 短视频产品侵犯用户隐私。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	优质内容主导短视频格局变化，商业化创新提升互联网平台价值-2021年传媒行业年度策略报告	2020-12-23
公司深度报告	传媒系列报告之 19-快手科技：社交筑垒，百亿冲锋	2020-12-19
公司深度报告	传媒系列报告之 18-分众传媒：新模式，新估值	2020-10-29
公司深度报告	传媒系列报告之 17-芒果超媒如何进化？	2020-10-20
行业深度报告	传媒系列报告之 16-金融科技行业报告：蚂蚁集团支付业务三个维度领先腾讯财付通	2020-09-14
公司普通报告	中国出版（601949）：出版主营经营稳健，下半年预计持续向好	2020-08-31
公司普通报告	掌阅科技（603533）：丰富应用产品业态，开拓多元变现模式	2020-08-30
公司普通报告	分众传媒（002027.SZ）：楼宇媒体业务迅速恢复，危机处理能力值得高估值	2020-08-23
公司普通报告	吉比特（603444.SH）：《问道》成压舱石，新品开花结果	2020-08-18
行业深度报告	传媒系列报告之 15-短视频行业报告：视频号为何能迅速突破“快抖”封锁	2020-08-25
公司深度报告	传媒系列报告之 14-字节跳动：征途是星辰大海，坚守全球化愿景	2020-08-07
公司深度报告	传媒系列报告之 13-中国出版：百年商务印书馆价值几何	2020-07-27
公司深度报告	传媒系列报告之 12-爱奇艺：中国奈飞，盈利不难	2020-07-20
公司深度报告	传媒系列报告之 11-掌阅科技：卡位长音频赛道，稀缺性助推估值	2020-07-02
公司深度报告	传媒系列报告之 10-腾讯控股（0700.HK）：微信生态孕育庞大广告市场	2020-06-17
公司深度报告	传媒系列报告之 9- 网易游戏：520 产品发布会展现年轻化战略	2020-06-03
行业深度报告	传媒系列报告之 8-网红经济商业模式合集：模式创新驱动 MCN 提升变现规模与效率	2020-05-26
公司深度报告	传媒系列报告之 7-分众传媒（002027）：主营走出最难时刻，竞争格局压制估值	2020-05-17
行业深度报告	传媒系列报告之 6-网红经济：渐具马太效应，平台占据优势	2020-05-10
行业深度报告	传媒系列报告之 5-出版产业：互联网催生新业态，新业态带来新活力	2020-05-08
公司深度报告	传媒系列报告之 4-掌阅科技：精细化运营内容与流量，打造第二增长曲线	2020-04-25
行业深度报告	传媒系列报告之 3-中国云游戏商业模式在哪里	2020-02-21
公司深度报告	传媒系列报告之 2-光线传媒（300251）：艺术科技结合体，估值对标皮克斯	2019-12-13
行业深度报告	传媒系列报告之 1-电视游戏行业深度报告：旧娱乐，新风尚，大市场	2019-11-26

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

石伟晶

传媒行业高级分析师，上海交通大学工学硕士。5年证券从业经验，2018年加入东兴证券研究所。2019年新浪金麒麟传媒行业新锐分析师。对网络游戏、长短视频、网文、互联网广告等行业有深入研究。重点覆盖：腾讯控股、网易、字节跳动、快手科技、爱奇艺、芒果超媒、分众传媒、光线传媒、吉比特、掌阅科技。

研究助理简介

辛迪

中央财经大学经济统计学硕士，本科毕业于中央财经大学金融数学专业，2019年加入东兴证券研究所。主要研究领域为长视频、户外媒体、移动阅读。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526