

进击的快手：初心未改 积跬步以致千里

——海外&传媒行业深度报告

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

我们认为短视频应用具备成为互联网底层基建的能力：用户规模庞大，仅次于即时通信，和在线视频基本平齐，用户总时长占比已超越即时通讯。

快手作为头部平台，汇聚了国内首批优秀的短视频创作者，依靠多元优质内容引流积累海量用户，也为商家和服务商释放流量空间。社交属性下用户自带扩张破圈力，因此获客成本在整个互联网生态中仍处低位。过去十年，互联网整体流量成本上升，短视频作为内容产业的后起者，流量成本仍在洼地。截止2020年6月的一年中，快手的获客成本为133元/人，与电商（阿里、京东、拼多多150-800元/人）、生活服务（美团500+元/人）、游戏（行业平均300-600元/人）等典型互联网子行业相比优势明显。

普惠的价值观，从私域到外延的流量盘，扎实的运营力，强互动、高黏性、可信赖的社区生态系统，是快手直播、线上营销、电商等业务高速增长的基础，平台用户海量、粘度高、创作者比例全国第一，核心经营数据优势明显且增速亮眼。截至2020年11月30日十一个月，快手应用平均月活达4.81亿（yoy+49%，高于2019年的37%），平均日活达2.64亿（yoy+54%，高于2019年的50%），用户数增长加速度，日活增速高于月活，代表用户粘度也进一步提高。

从夺取用户到夺取用户的时间，用户时长的提升直接代表了平台商业价值的被认可。经过对多平台活跃度（DAU/MAU）和用户时长的观察，我们认为，内容平台用户时长的提升和用户黏性紧密相关，活跃度（DAU/MAU）下降的公司用户时长也会降低。从活跃度（DAU/MAU）看，快抖整体黏性比中长视频更强，活跃度保持在50%-60%，也超过除即时通讯外的大部分其他互联网子行业，这也是短视频行业在用户时长上追赶即时通讯的重要原因。

快手一直以普惠生态为第一使命，初心未改：互联网的核心资源是注意力，注意力的普惠是公司价值观的核心。快手的slogan强调“拥抱每一种生活”，去中心化的推荐算法更多有利于长尾KOL，快手在算法中加入更多社交权重，用户社交粘性和互动程度更高。国内大部分内容平台的注意力早期并没有投向下沉市场用户，而短视频应用是除系统预装软件之外，最容易触达下沉用户的平台。

商业化加速中，步步为营：单列设计“抖音化”，向效率更高的公域信息流迈进，双列设计仍保留，继续维持私域打法不变，选择权交给用户。

- ◆ **广告：**面向公域的商业化产品持续创新贡献收入增量，拉动公司整体增速，在线上营销及电商等业务规模效应的作用下，毛利率有望进一步提升，业绩增速可期。
- ◆ **电商：**自然受益于快手普惠、信任的生态，对比传统电商“获客贵”、“获客难”的瓶颈，直播电商业务还于流量跑马圈地的高增长期，同时自然生态下平台粘性、信任度进一步提高。
- ◆ **直播打赏：**直播用户规模和使用时长、优质内容、用户付费能力提升是打赏业务增长的基础。

投资策略：我们长期看好短视频平台在未来五到十年内成为互联网底层基建的能力，看好快手抖音良性竞争下生态效率的提升和对上下游产业链的反哺。

风险提示：用户增长不及预期，管理层执行力不及预期，政策风险

评级

增持（维持）

2021年01月21日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

方璇

研究助理

fangxuan@shgsec.com

SAC 执业证书编号：S1660119070032

内容目录

1. 快手是短视频和直播社交的开拓者	6
1.1 为什么快手是一个值得投资的公司？	6
1.2 存量市场下流量成本上升明显 快手洼地价值凸显	9
1.3 内容行业后流量时代：注意力聚集 时长中夺机	10
1.4 竞争格局：头部集中化 CR5 近九成	14
1.5 快抖之争：各领风骚 攻守兼备	15
1.6 既生长视频 何需短视频？	16
1.6.1 供给端：短视频制作门槛低 内容多元接地气	16
1.6.2 需求端：“沉浸性”满足用户第一心理需求 内容深入生活承担多元角色	18
1.6.3 短视频填补用户碎片时间 满足高频次用户	20
1.6.4 变现模式多元高效 信息流广告变现优势明显	21
1.7 快手成本端：毛利率稳定 销售费用升高明显	22
2. “普惠”赢人心：快手的核心竞争力和增长基础	23
2.1 流量分发去中心化，长期高参与度消费内容积累信任感	23
2.2 第一增长曲线：让下沉市场“被看见”	28
2.3 第二增长曲线：双列向单列的进击	30
3. 第二增长曲线：万事具备 快手广告商业化加速度	31
3.1 短视频广告商业化仍在高速前进	32
3.2 快手广告产品矩阵丰富 小店通上线增量可期	34
3.3 单双列并行 寻求广告变现新突破	36
3.4 MCN 商业模式崛起 助力短视频广告投放升级	37
4. 直播业务：云卷云舒 自然生态下的高增长	38
4.1 直播电商：体量突破万亿 未来五年有望持续高增长	38
4.1.1 直播电商进入爆发期 行业产业链已成熟	38
4.1.2 流量、普惠、信任解决电商增长瓶颈	40
4.1.3 快手直播用户年轻、下沉、消费能力空间巨大	43
4.2 直播打赏目前仍是最大的收入来源	45

图表目录

图 1：截止 2020 年 9 月 30 日快手基本业务情况	6
图 2：快手应用月活、日活及增速	7
图 3：日活用户日均使用时长（分钟）及增速	7
图 4：2020 年 10-11 两个月 GMV 已超 2020 上半年总量和 2019 年总量	7
图 5：营业收入组成（单位：亿元）	8
图 6：直播业务占比持续下降接近六成	8
图 7：直线上营销服务增速拉动整体收入增速	8
图 8：每名日活跃用户平均线上营销服务收入（元）及增速	8
图 9：直播平均月付费用户（百万）及增速	8
图 10：每月直播付费用户平均收入（元）	8
图 11：宿华、程一笑为实控人，腾讯持股 21.57%	9
图 12：快手两万员工结构	9
图 13：典型互联网公司流量成本对比	10
图 14：过去十年，国内互联网流量成本上升近十倍	10

图 15: 短视频用户规模及增速 (单位: 亿)	10
图 16: 短视频活跃渗透率.....	10
图 17: 泛娱乐子行业渗透率排名.....	11
图 18: 快手用户在互联网大盘中渗透率提升明显.....	11
图 19: 移动网民人均 app 每日使用时长 TOP 8 类型.....	12
图 20: 平台活跃度指标对比 (DAU/MAU)	12
图 21: 快手用户活跃度 vs 用户时长.....	13
图 22: 抖音用户活跃度 vs 用户时长.....	13
图 23: 腾讯视频用户活跃度 vs 用户时长.....	13
图 24: 爱奇艺用户活跃度 vs 用户时长	13
图 25: 哔哩哔哩用户活跃度 vs 用户时长.....	13
图 26: QQ 音乐用户活跃度 vs 用户时长.....	13
图 27: 快手抖音 MAU 对比 (单位: 万)	14
图 28: TOP 5 短视频平台用户规模.....	14
图 29: 抖音 MAU/快手 MAU.....	14
图 30: 快手抖音 PK 史.....	15
图 31: 快手成功从中低线城市向一二线城市包围.....	16
图 32: 长、短视频制作流程对比.....	17
图 33: 自制/上传过短视频的用户比例.....	17
图 34: 抖音、快手创作者生态: 粉丝量 TOP-10KOL	17
图 35: 2020 上半年短视频用户自制/上传的短视频类型 (用户比例)	18
图 36: 2020H1 快手粉丝量 TOP-100KOL 所在垂类分布.....	18
图 37: 2020H1 抖音粉丝量 TOP-100KOL 所在垂类分布.....	18
图 38: 为什么短视频会让人深度沉浸 (1)?	19
图 39: 为什么短视频会让人深度沉浸 (2)?	19
图 40: 2020 上半年短视频用户喜欢观看的内容类型 (用户比例)	20
图 41: 放松休闲/获取信息仍是用户看短视频强驱动	20
图 42: 用户观看短视频的场景比例	20
图 43: 典型视频内容平台日均打开次数	21
图 44: 短视频商业变现模式.....	21
图 45: 2019 年广告主最爱投放的 KOL 内容类型	22
图 46: 快手毛利率 (%) 与经调整净利率 (%)	22
图 47: 快手费用率情况	23
图 48: 流量分发决定注意力资源的分配, 核心是“理解”和“匹配”.....	23
图 49: 快手去中心化的社交关系网络.....	24
图 50: 流量触达对比——公域漏斗和私域金字塔.....	24
图 51: 快手、抖音推荐算法简化逻辑对比	26
图 52: 创作者生态对比——快手平等普惠、抖音头部集中	26
图 53: Top-1000 KOL 发文及互动情况	27
图 54: 快手长尾视频占七成流量.....	27
图 55: 2020 年 10 月下沉用户 6.7 亿人, 占比 58%	28
图 56: 大部分内容平台的注意力, 并没有投向下沉市场用户	28
图 57: 系统预装软件和短视频软件更容易触达下沉用户 (2020/10)	28
图 58: 20/06 快手、抖音性别分布	29
图 59: 20/06 快手、抖音年龄分布	29
图 60: 20/06 快手、抖音地域分布	29

图 61: 2020/07 快手、抖音月收入分布.....	29
图 62: 双列信息流广告和单列信息流广告呈现形式.....	30
图 63: 快手、抖音交互设计对比.....	30
图 64: 快手线上营销服务(亿元)及增速.....	31
图 65: 2017-2021E 互联网广告规模及增速.....	32
图 66: 短视频广告投放 20Q3 仍保持三位数高增速(2020Q3 同比).....	33
图 67: 2020Q3 典型短视频平台广告收入增速.....	33
图 68: 2020 中国互联网广告收入类型结构变化.....	33
图 69: 广告主加大短视频营销力度的比例.....	34
图 70: 内容是最好的广告.....	34
图 71: 快手产品矩阵丰富.....	35
图 72: 公域和私域侧重不同, 需要不同的营销工具.....	35
图 73: 小店通核心优势.....	35
图 74: 广告主选择短视频营销平台时关注因素占比.....	36
图 75: 网红主播经济产业链.....	37
图 76: 2015-2019MCN 机构数量和增长率(家).....	37
图 77: 直播平台平均日活跃用户数(单位: 亿人).....	38
图 78: 每位日活跃用户日均使用时长(单位: 分钟).....	38
图 79: 中国直播电商市场规模 VS 零售电商(单位: 亿元)及增速.....	38
图 80: 直播电商规模占零售电商比例.....	39
图 81: 网络用户规模在疫情后迅猛增长.....	39
图 82: 网购人群直播使用率.....	39
图 83: 2020Q1 在线直播用户观看直播频次变化.....	39
图 84: 2020Q1 在线直播用户观看直播时长变化.....	39
图 85: 我国直播电商发展历程.....	40
图 86: 2020 年各地对直播电商扶持政策.....	40
图 87: 直播电商模式优化了零售流程.....	41
图 88: 典型快手直播间商品价格 vs 传统电商平台商品价格.....	41
图 89: 43%的消费者喜欢直播电商.....	41
图 90: 是否有直播购物的经历?.....	41
图 91: 直播电商消费频率分布.....	42
图 92: 参与直播电商的商家情况.....	42
图 93: 抖音 VS 快手直播新增主播粉丝数区间分布.....	42
图 94: 抖音 VS 快手直播新增主播场次区间分布.....	42
图 95: 流量跑马圈地, 平台粘性也进一步提升.....	43
图 96: 快手 VS 抖音观看直播用户年龄分布.....	43
图 97: 直播层面快手比抖音更下沉.....	44
图 98: 快手 VS 抖音直播电商用户性别比例及消费能力分布.....	44
图 99: 三线城市贡献了最多的订单增长.....	44
图 100: 直播用户规模(单位: 亿人).....	45
图 101: 我国人均可支配收入(单位: 元).....	45
图 102: 中国直播虚拟礼物打赏市场规模及增速.....	46
图 103: 直播平均月付费用户(百万)及增速.....	46
图 104: 每月直播付费用户平均收入(元).....	46

表 1: 快手 VS 抖音内容推荐底层逻辑多维对比总结.....	25
----------------------------------	----

表 2: 快手、抖音 slogan 变化.....	25
表 3: 单列公域媒体化变现, 双列私域老铁文化不能丢.....	31
表 4: 快手营销服务类型.....	32
表 5: 快手 VS 抖音直播电商环境.....	45

1. 快手是短视频和直播社交的开拓者

1.1 为什么快手是一个值得投资的公司？

平台汇聚了国内首批优秀的短视频创作者，依靠多元优质内容引流积累海量用户，也为商家和服务商打开低成本流量空间。社交属性下用户自带扩张破圈力，因此获客成本在整个互联网生态中仍处低位。

普惠的价值观，从私域到外延的流量盘，扎实的运营力，强互动、高黏性、可信赖的社区生态系统，是快手直播、线上营销、电商等业务高速增长的基础，快手一直以普惠生态为第一使命，商业化其次，步步为营，商业化工具持续创新贡献收入增量，在线上营销及电商等业务规模效应的作用下，毛利率有望进一步提升，业绩增速可期。

快手非常善于利用自身流量优势，业务规模在全球居领先地位：

- ◆ 全球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
- ◆ 以日活计全球第二大短视频平台
- ◆ 以商品交易总额（GMV）计全球第二大直播电商平台。

快手的核心经营数据优势明显且增速亮眼：

用户海量：截至 2020 年 11 月 30 日十一个月，快手应用平均月活达 4.81 亿（yoy+49%，高于 2019 年的 37%），平均日活达 2.64 亿（yoy+54%，高于 2019 年的 50%），用户数增长加速度，日活增速高于月活，代表用户粘度也进一步提高。

创作者比例国内第一：截至 2020 年 9 月 30 日，平台 26% 的用户为创作者，居国内第一，vs 抖音不到 20%，月均短视频上传 11 亿条，估算平均每月每个创作者发布 5.45 条视频，快手应用上短视频库存累计约为 290 亿条，内容供给充足而高频。

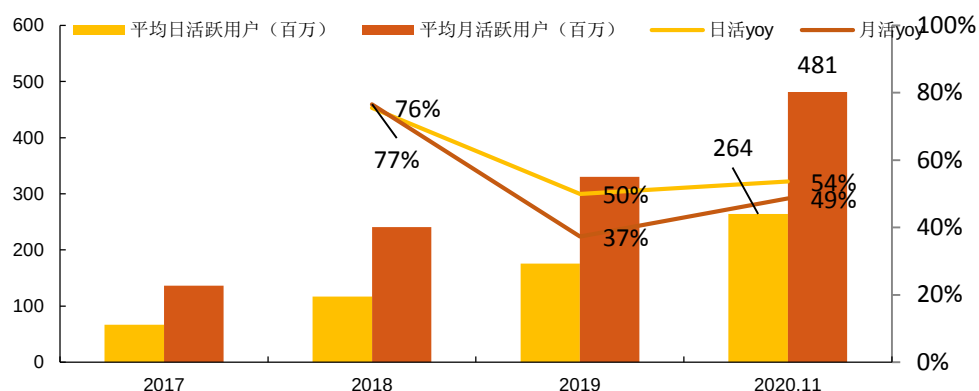
用户粘度高：截至 2020 年 11 月 30 日十一个月，每位日活跃用户日均使用时长 86.7 分钟（yoy+17%，高于 2019 年的 15%）。今年 1-11 月，快手电商业务商品交易总额达人民币 3327 亿元（yoy+686%），用户平均重复购买率达 60% 以上。

图1：截止 2020 年 9 月 30 日快手基本业务情况



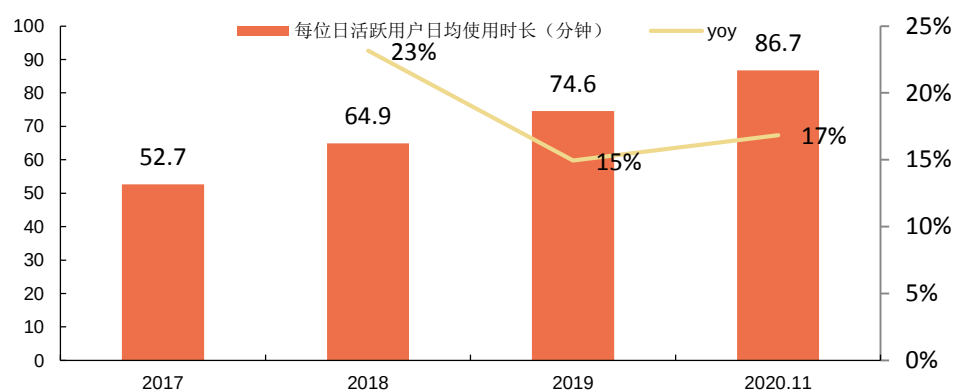
资料来源：招股书，申港证券研究所

图2：快手应用月活、日活及增速



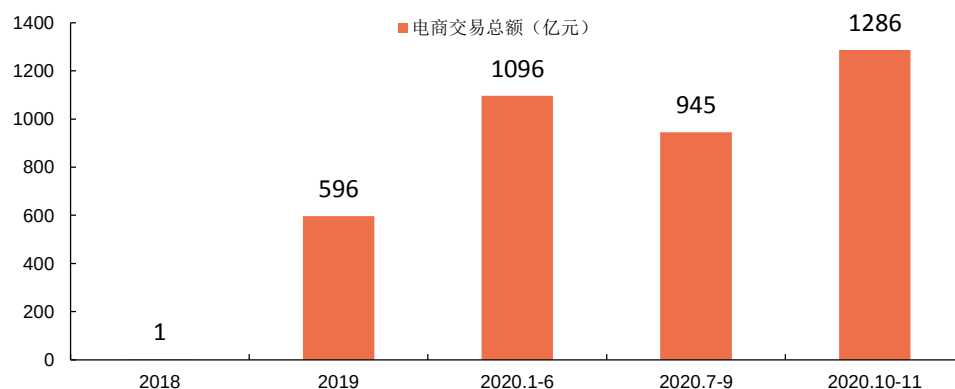
资料来源：招股书，申港证券研究所

图3：日活用户日均使用时长（分钟）及增速



资料来源：招股书，申港证券研究所

图4：2020年10-11两个月GMV已超2020上半年总量和2019年总量



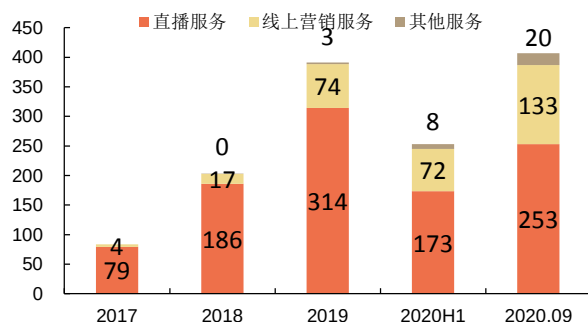
资料来源：招股书，申港证券研究所

根据2021微信公开课，近五年微信每天发送的视频数量上升了33倍，未来十年，

视频化的表达很可能是内容领域的主体。

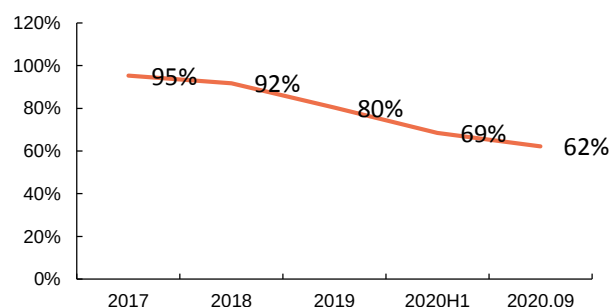
快手收入主要由直播、线上营销服务与其他业务（含电商）三部分构成，随着快手商业多元化，广告业务收入增加，直播收入占比逐年下降。

图5：营业收入组成（单位：亿元）



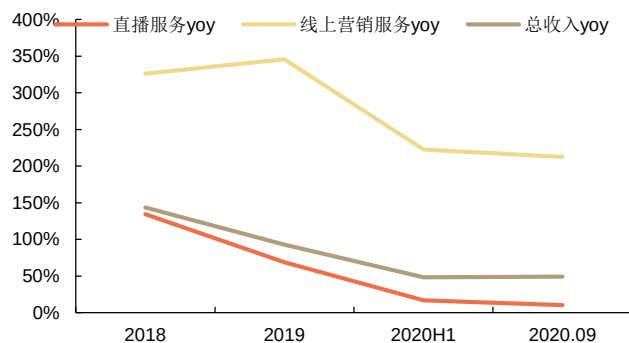
资料来源：招股书，申港证券研究所

图6：直播业务占比持续下降接近六成



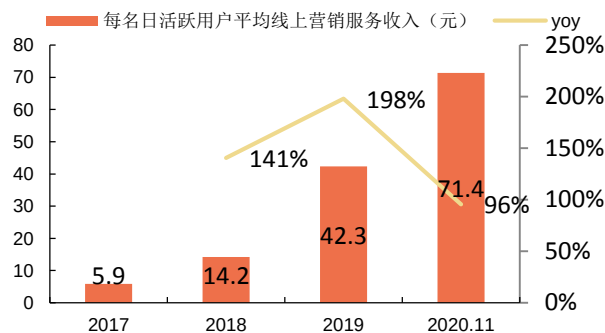
资料来源：招股书，申港证券研究所

图7：直线上营销服务增速拉动整体收入增速



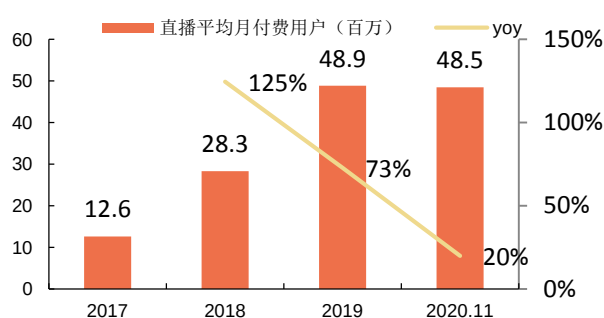
资料来源：招股书，申港证券研究所

图8：每名日活跃用户平均线上营销服务收入（元）及增速



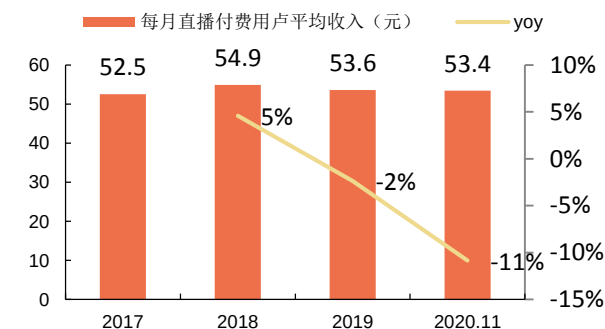
资料来源：招股书，申港证券研究所

图9：直播平均月付费用户（百万）及增速



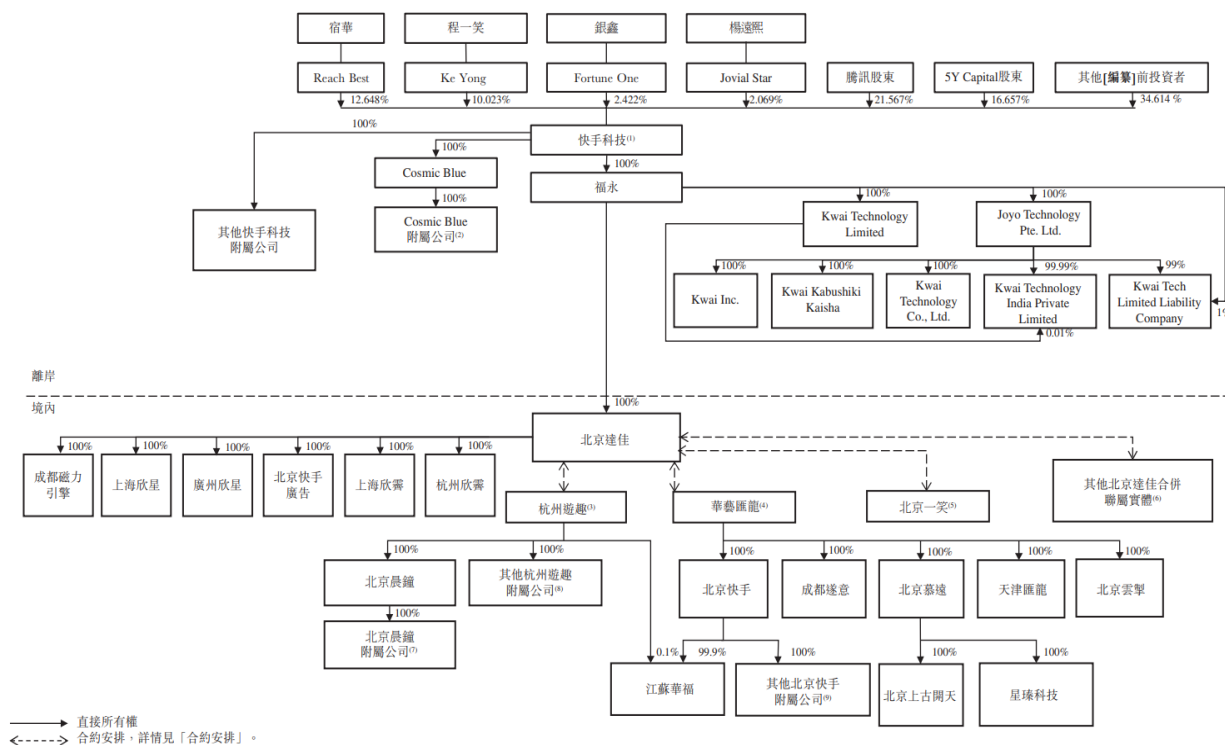
资料来源：招股书，申港证券研究所

图10：每月直播付费用户平均收入（元）



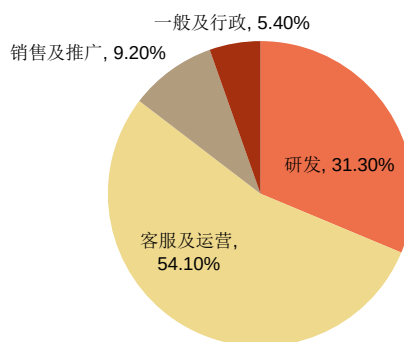
资料来源：招股书，申港证券研究所

图11：宿华、程一笑为实控人，腾讯持股 21.57%



资料来源：招股书，申港证券研究所

图12：快手两万员工结构

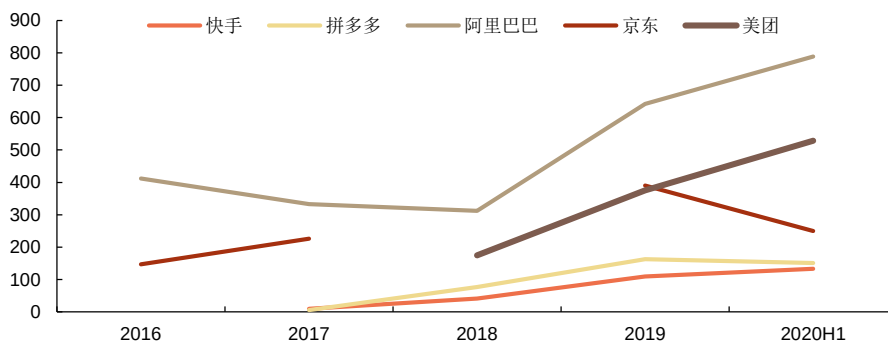


资料来源：招股书，申港证券研究所

1.2 存量市场下流量成本上升明显 快手洼地价值凸显

过去十年，互联网整体流量成本上升，短视频作为内容产业的后起者，流量成本仍在洼地。截止 2020 年 6 月的一年中，快手的获客成本为 133 元/人，与电商（阿里、京东、拼多多 150-800 元/人）、生活服务（美团 500+元/人）、游戏（行业平均 300-600 元/人）等典型互联网子行业相比优势明显。

图13：典型互联网公司流量成本对比



资料来源：公司财报，申港证券研究所

图14：过去十年，国内互联网流量成本上升近十倍

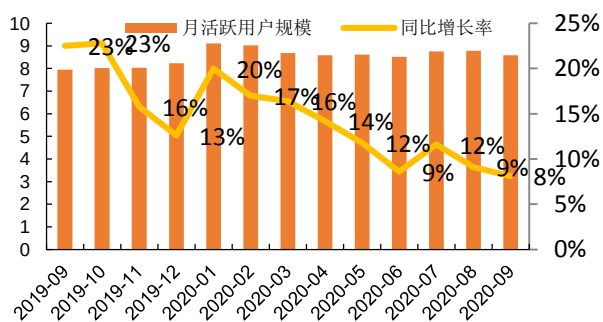


资料来源：中国游戏产业年会分论坛，申港证券研究所

1.3 内容行业后流量时代：注意力聚集 时长中夺机

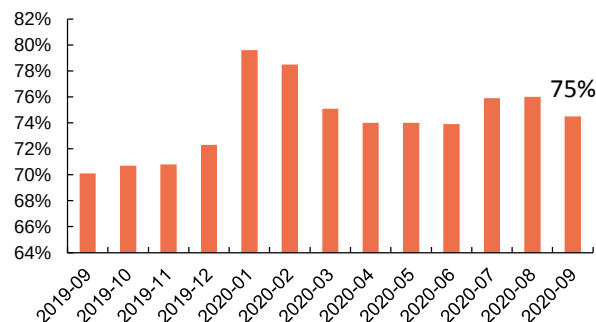
短视频用户规模庞大，当前渗透率仅次于即时通讯，快手用户增长迅猛。后流量时代，BAT 用户规模趋于饱和，头条系和快手系作为短视频平台代表，引领了内容分发的新模式。根据 QuestMobile，截止 2020 年 9 月，短视频用户规模达 8.6 亿，短视频活跃用户渗透率 75%，成为仅次于即时通信、和在线视频平齐的第二大网络应用，逐渐成为互联网的底层基础建设。

图15：短视频用户规模及增速（单位：亿）



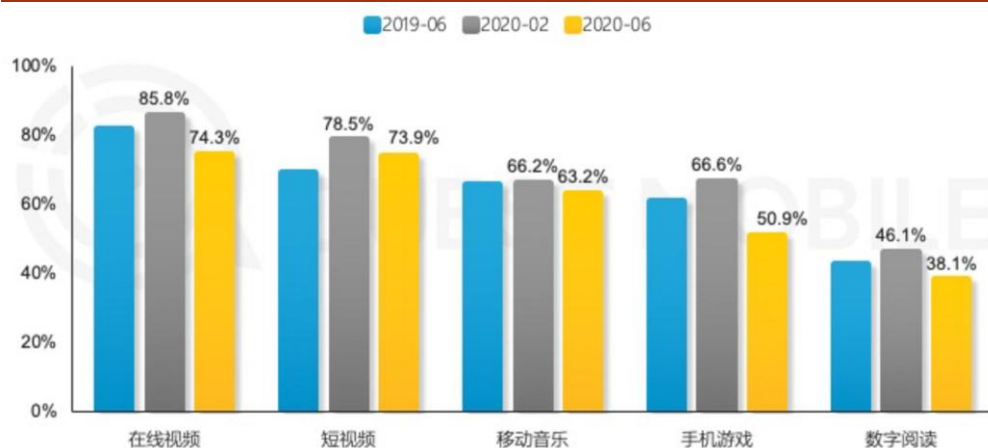
资料来源：QuestMobile，申港证券研究所

图16：短视频活跃渗透率



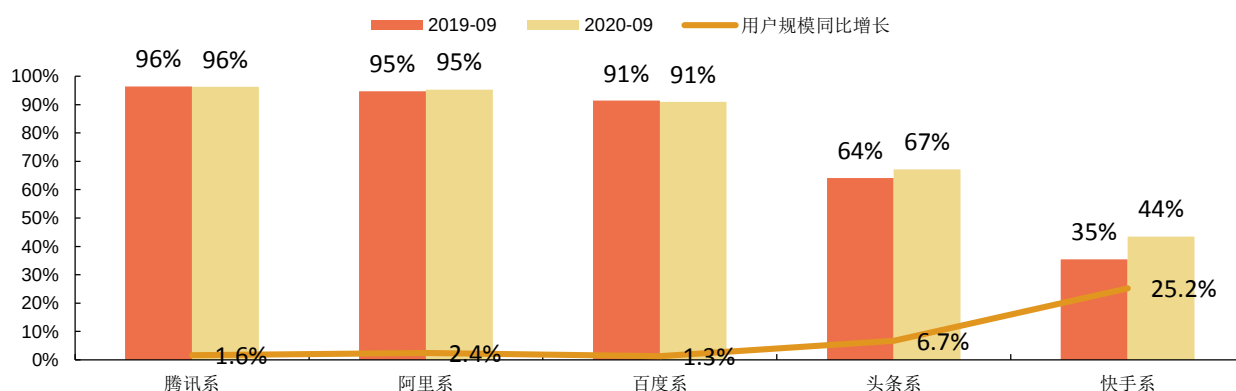
资料来源：中国网络视听节目服务协会，申港证券研究所

图17：泛娱乐子行业渗透率排名



资料来源：QuestMobile，申港证券研究所

图18：快手用户在互联网大盘中渗透率提升明显



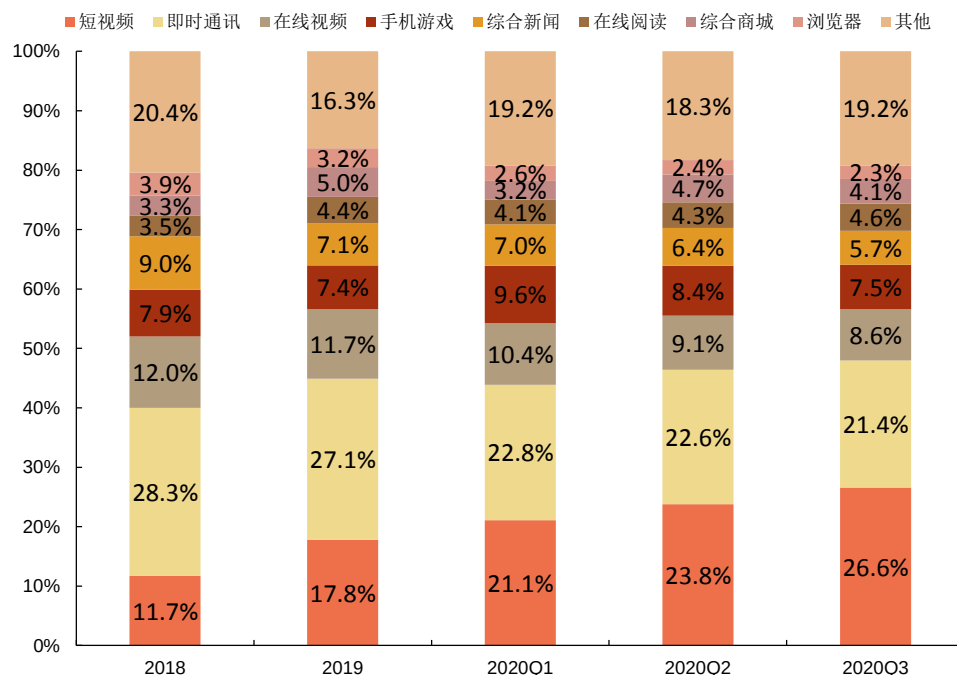
资料来源：QuestMobile，申港证券研究所

互联网生态经历了从流量之争到时长之争的变迁，用户愿意在一个互联网场景长期停留，至少代表三点：

- ◆ 该场景能满足用户某种需求；
- ◆ 该场景相比竞品更有吸引力；
- ◆ 该场景能以某种低于其他平台获客成本的方式变现并支撑平台运转。

从夺取用户到夺取用户的时间，用户时长的提升直接代表了平台商业价值的被认可，时长提升本身代表用户粘性高、忠诚度高以及可变现的机率多。根据极光大数据，2020年9月，短视频行业的用户人均时长绝对值及同比增量均明显高于其他行业，人均每日使用时长超过1小时，较去年同期增长29.3分钟。

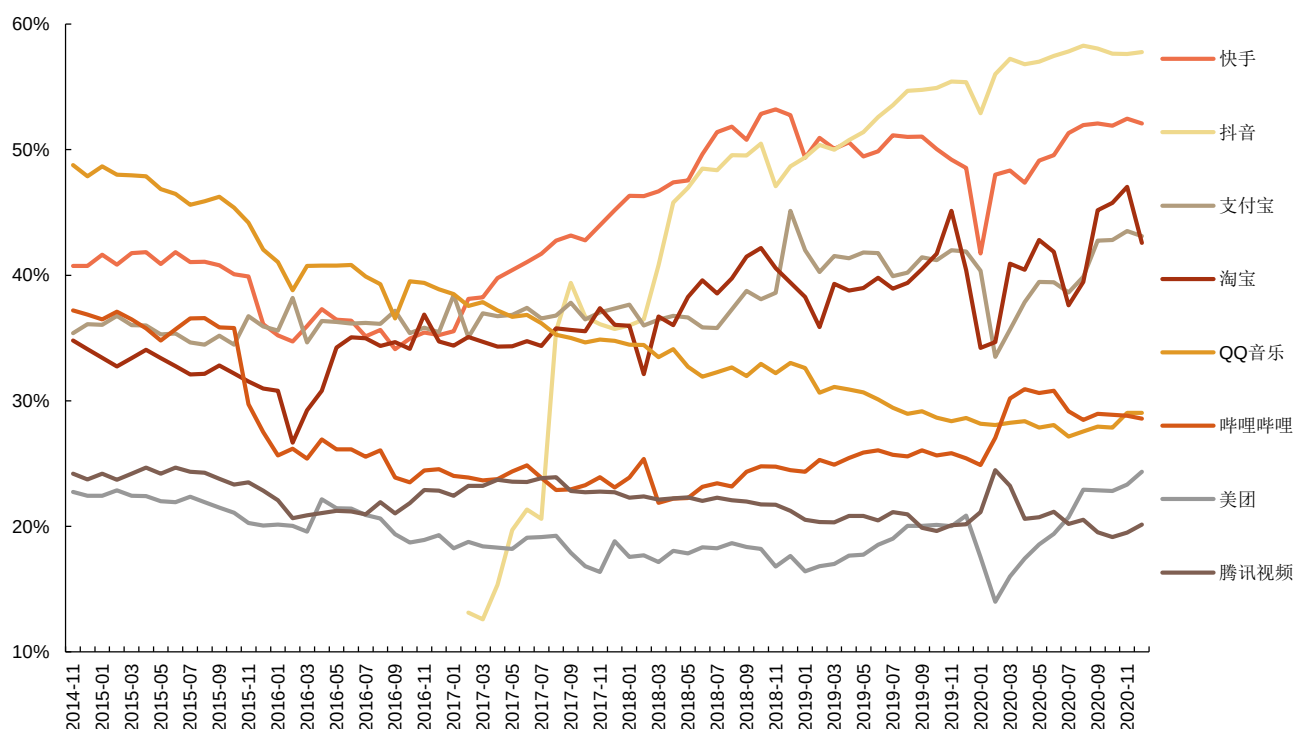
图19：移动网民人均 app 每日使用时长 TOP 8 类型



资料来源：极光大数据，申港证券研究所

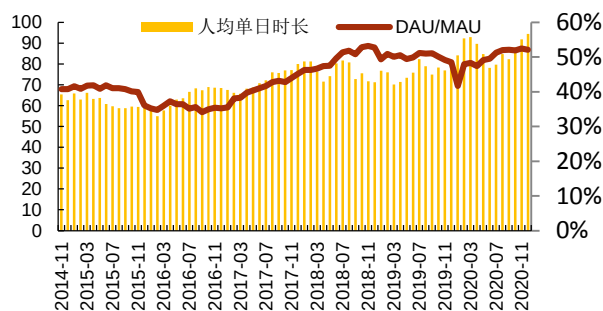
经过对多平台活跃度（DAU/MAU）和用户时长的观察，我们认为，内容平台用户时长的提升和用户黏性紧密相关，活跃度（DAU/MAU）下降的公司用户时长也会降低。

图20：平台活跃度指标对比（DAU/MAU）



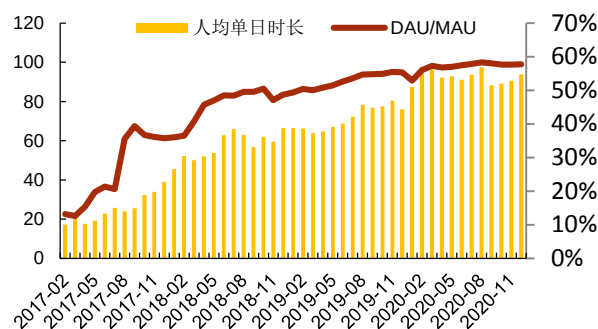
资料来源：Questmobile，申港证券研究所

图21: 快手用户活跃度 vs 用户时长



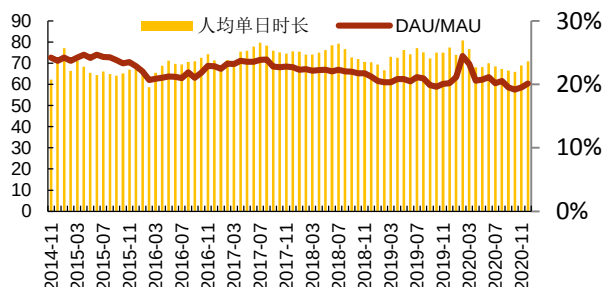
资料来源: QuestMobile, 申港证券研究所

图22: 抖音用户活跃度 vs 用户时长



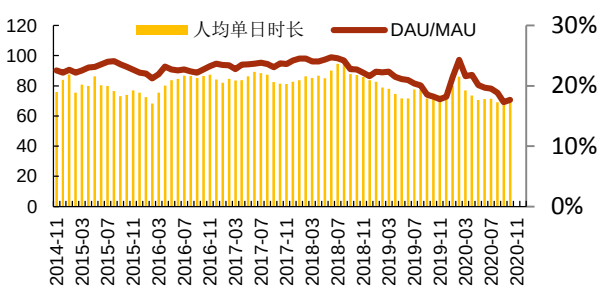
资料来源: QuestMobile, 申港证券研究所

图23: 腾讯视频用户活跃度 vs 用户时长



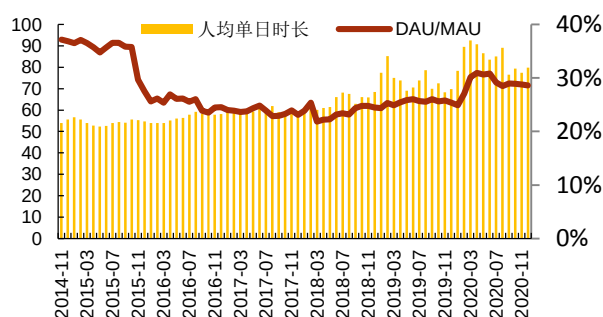
资料来源: QuestMobile, 申港证券研究所

图24: 爱奇艺用户活跃度 vs 用户时长



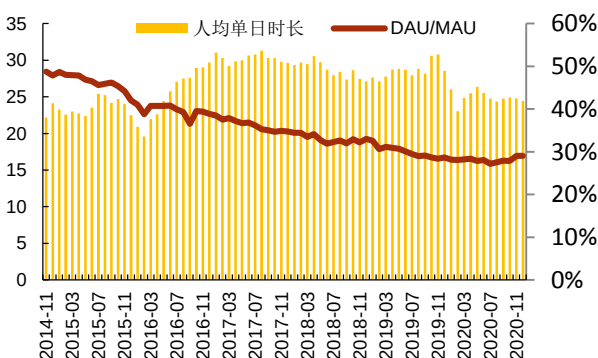
资料来源: QuestMobile, 申港证券研究所

图25: 哔哩哔哩用户活跃度 vs 用户时长



资料来源: QuestMobile, 申港证券研究所

图26: QQ音乐用户活跃度 vs 用户时长



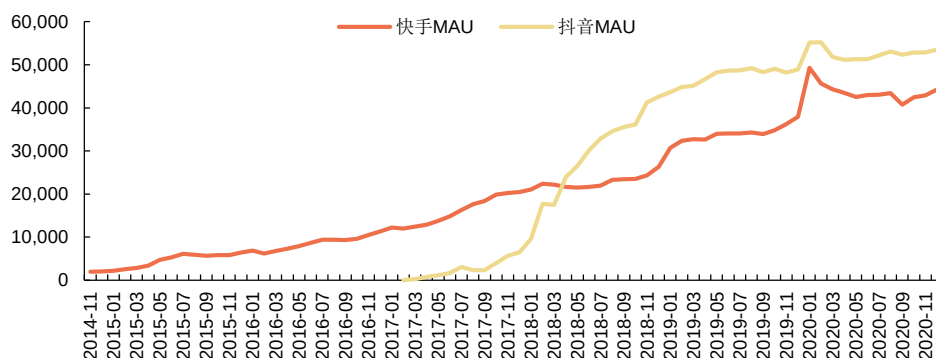
资料来源: QuestMobile, 申港证券研究所

从活跃度（DAU/MAU）看，短视频整体黏性比中长视频更强，活跃度保持在50%-60%，也超过除即时通讯外的大部分其他互联网子行业，这也是短视频行业在用户时长上追赶即时通讯的重要原因。

1.4 竞争格局：头部集中化 CR5 近九成

根据 QuestMobile，快抖用户规模大幅领先其他竞品。截止 2020 年 9 月，短视频去重后 CR5（抖音、快手、快手极速版、西瓜视频、抖音极速版）达到 89%，领跑者地位稳固。抖音 MAU 目前是快手的 1.2 倍，用户差距自 2018Q4 逐渐缩小，主要受益于 2018Q4 直播带货起势、MCN 扶持计划推出及 2019 年春节期间为春晚独家互动伙伴。

图27：快手抖音 MAU 对比（单位：万）



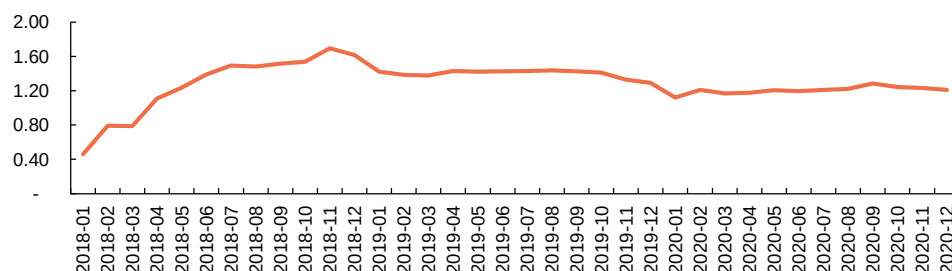
资料来源：QuestMobile，申港证券研究所。注：不含小程序

图28：TOP 5 短视频平台用户规模



资料来源：QuestMobile，申港证券研究所

图29：抖音 MAU/快手 MAU



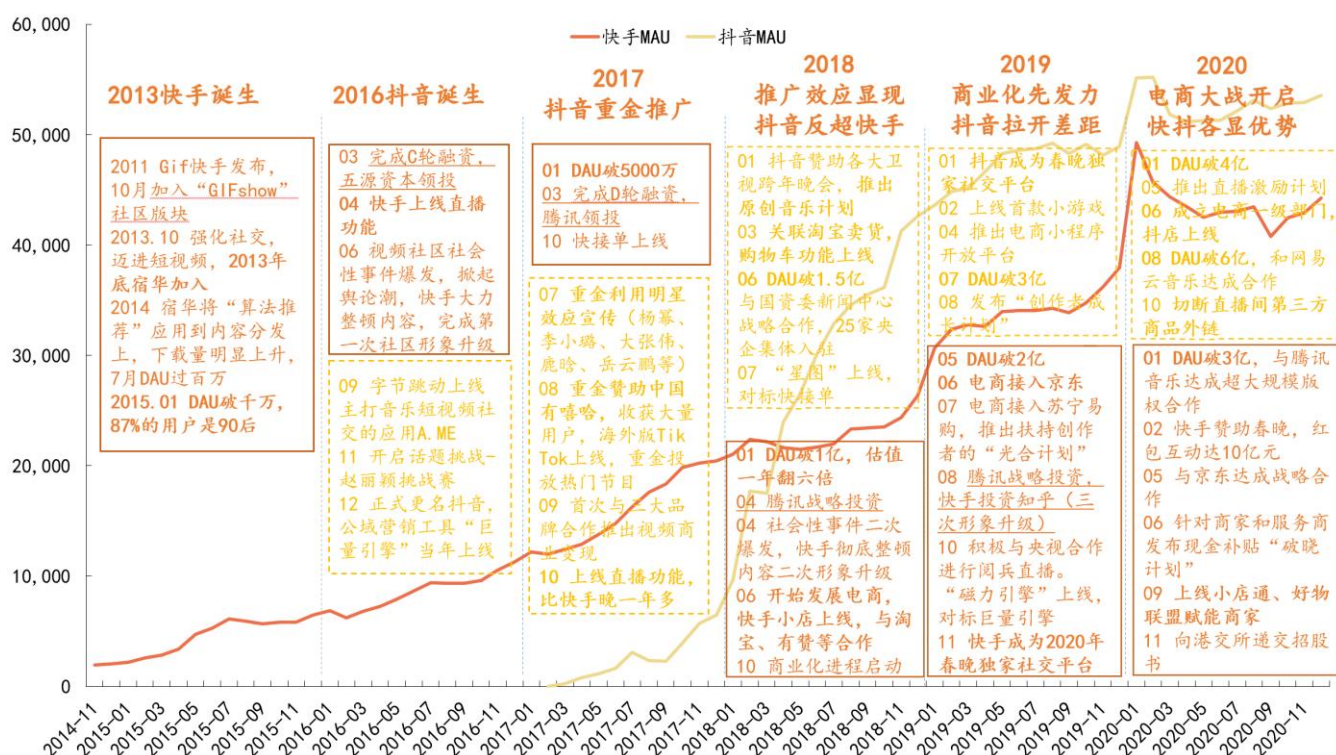
资料来源：QuestMobile，申港证券研究所。注：不含小程序

1.5 快抖之争：各领风骚 攻守兼备

我们总结了从 2011Gif 快手诞生到目前为止快抖之争的主要事件发现：

快手商业模式上先后经历直播打赏—私域流量变现—直播带货—公域流量变现，而抖音先后是公域流量变现—直播打赏—直播带货—私域广告变现。

图30：快手抖音 PK 史



资料来源：申港证券研究所整理，QuestMobile

不可复制的历史机遇、价值观和慢工出细活是快手的护城河。

不可复制的历史机遇：快手是中国短视频时代（2013-now）的开疆者，2013-2015 快手稳步发展，直到抖音出现，中国短视频行业进入加速竞争的高效对补期。

价值观：注意力资源的普惠（宿华是提出者）和去中心化。流量普惠型的去中心化比中心化往往走的更慢，因为开局削弱了规模效应。中国互联网头部企业大部分还是走中心化的快速通道，从阿里、美团、百度的历史看，都是尽量放大头部品牌规模效应，商家中心化竞价参与竞争，因此容易短时间内跑出有影响力的行业标杆，进而产生头部良性循环。而快手一开始就反其道而行之，更多为创作者普惠考虑，开创性地在早期实现了私域流量的成功实践。

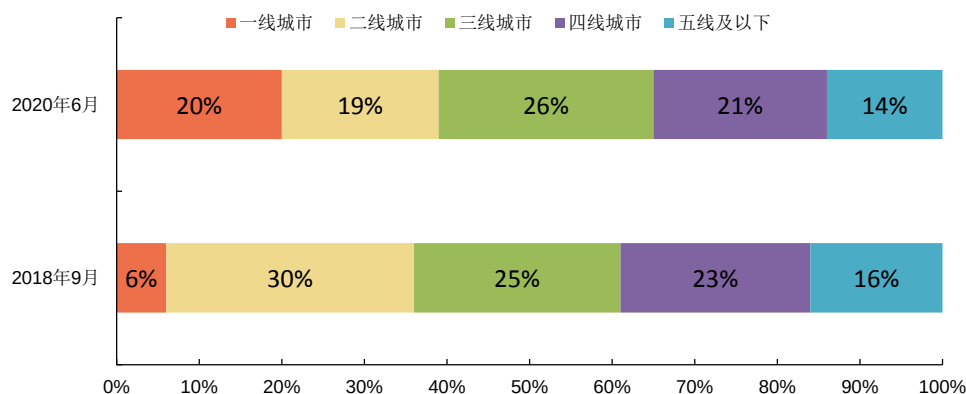
慢工出细活步步为营：2013 年公司成立，2016 和 2018 年公司经历了两次内容整顿，从稳步引流到三次平台形象升级，从私域向公域逆风而行，都是快手的步步为营。

- ◆ 1) 2013-2016 年，主要布局低线城市，以北方区为代表的乡村视频火爆，2016 年快手集中针对社会性事件进行第一次内容整顿；

- ◆ 2) 2017 年快手赞助《跑男》，亮相《吐槽大会》，牵手《中国新歌声》，投放 2017 年暑期档主流院线影片的映前广告以及北上广深杭五大城市上线分众传媒的楼宇广告，同时针对 500 个家乡推出“对家乡说话”活动，主打二三线城市，这一年里，快手正在努力突破低线用户圈层。
- ◆ 3) 2018-2019 年，快手针对社会性事件进行第二次内容整顿，投资知乎，扶持创作者和 MCN 机构，进一步升级内容质量和向一二线城市迈进，相比抖音的强势进攻和重金推广，快手的仗打得并不轻松。
- ◆ 4) 2020 年，快抖用户地域分布数据基本无差，两家平台重合度 40%-50%，快手与腾讯音乐、京东的战略合作，进一步促进平台的品牌升级。商业化层面公司寻找了一条最适合自己的路，2018 年 10 月快手启动商业化进程以来主攻私域营销，2019 年 10 月磁力引擎营销平台正式上线，2020 年 6 月公域营销产品小店通上线，有望成为最高增速的板块。

公司开创性的商业模式探索和在过去八年的积累成为难以被颠覆的护城河，一直在战斗中的急迫感、危机感和文化自信感，有望通过未来的精细化运营创造新的商业价值。

图31：快手成功从中低线城市向一二线城市包围



资料来源：TalingData, QuestMobile, 申港证券研究所

1.6 既生长视频 何需短视频？

长视频经过了近二十年的历史发展，短视频在八年时间内完成了从用户规模到时长的超越，总时长占比上短视频已经是长视频的三倍。短视频的商业模式不仅是更短的视频，还是从内容供给、商业底层和变现效率上对行业的变革和创新。

1.6.1 供给端：短视频制作门槛低 内容多元接地气

短视频——UGC+生活化：每一个普通人都可以作为创作者自行创作内容并上传。短视频制作从人员以及设备上的要求较低，一位创作者运用一部手机就可以制作短视频，具有易操作性。内容上，用户拍摄内容整体偏生活化，优质内容元素加以修饰（平台自带多模板），就可以创作出接地气、符合大众趣味的短视频。

长视频——PGC+艺术化：制作在人员上一般需要专业团队，拥有较为专业的视频

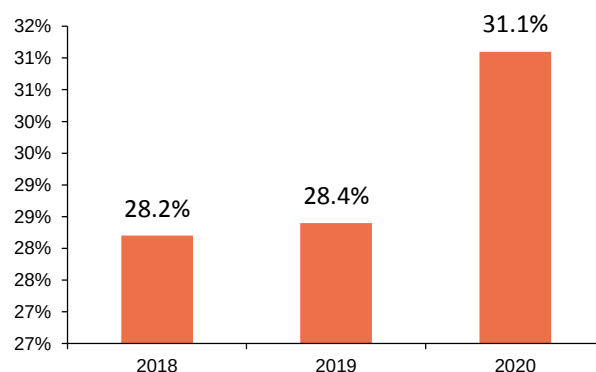
拍摄设备，以及更精美和戏剧化的文案，制作成本一般比较高。

图32：长、短视频制作流程对比

	短视频	长视频
确定主题	接地气	范围广泛
编辑文案	内容制胜	内容制胜
视频拍摄	手机	摄影机
视频剪辑	手机APP	剪辑软件

资料来源：申港证券研究所整理

图33：自制/上传过短视频的用户比例



资料来源：CSM，申港证券研究所

短视频平台 UGC 属性明显，从创作者性质上看，短视频给予大众自我表达以及的途径，头部 KOL 中机构账号和独立个人账号各有天地，TOP-10KOL 中独立账号比例明显高于机构账号。

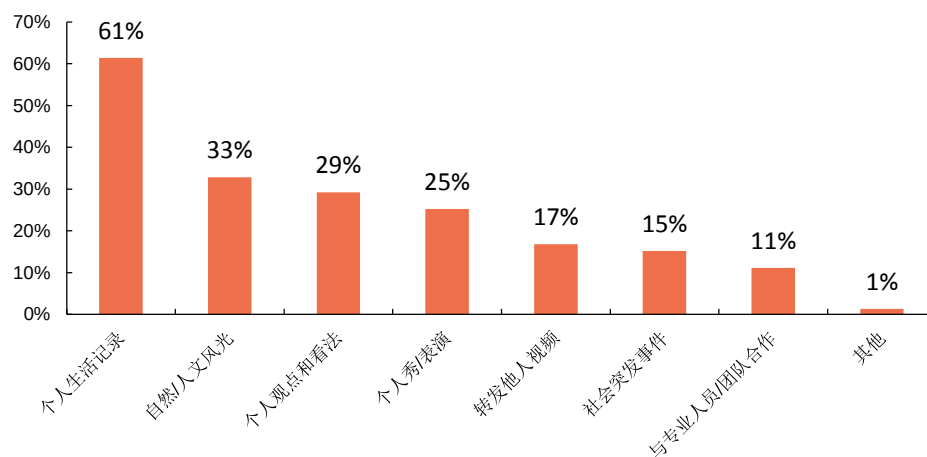
图34：抖音、快手创作者生态：粉丝量 TOP-10KOL



资料来源：克劳锐，申港证券研究所

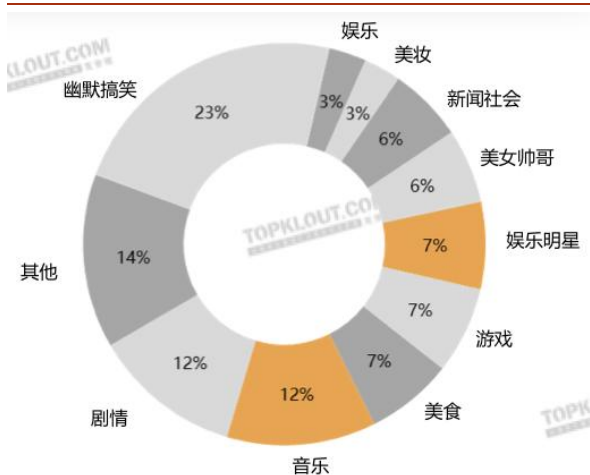
短视频社交媒体的兴起原因基本上对于人们自我表达需求的满足，从结果上看也是如此。2020 上半年上传短视频最多的类型依次是：个人生活记录（61%）、自然人文风光（33%）、个人观点（29%）、个人秀（25%）、转发（17%）。快手 KOL 垂类占比最高的是幽默搞笑（23%，vs 抖音 18%），其次是剧情（12%，带货特色）、音乐（12%，vs 抖音 6%）、美食（7%，vs 抖音 7%）。

图35：2020上半年短视频用户自制/上传的短视频类型（用户比例）



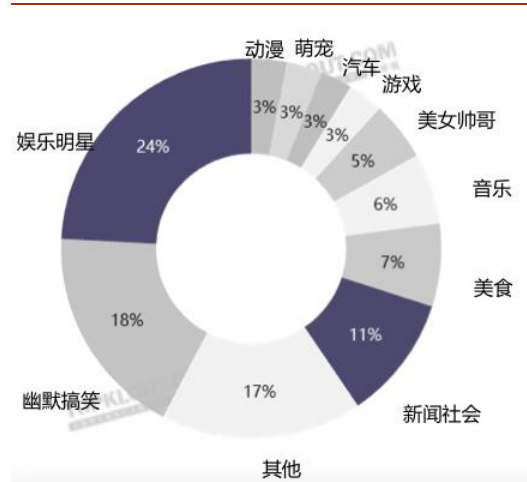
资料来源：CSM，申港证券研究所

图36：2020H1 快手粉丝量 TOP-100KOL 所在垂类分布



资料来源：克劳锐，申港证券研究所

图37：2020H1 抖音粉丝量 TOP-100KOL 所在垂类分布



资料来源：克劳锐，申港证券研究所

1.6.2 需求端：“沉浸性”满足用户第一心理需求 内容深入生活承担多元角色

普林斯顿心理学博士亚当阿尔特认为行为上瘾的构成要素有六项，分别是：

- ◆ 诱人的目标
- ◆ 无法抵挡且无法预知的积极反馈
- ◆ 渐进改善的感觉
- ◆ 越来越困难的任务
- ◆ 需要解决却暂未解决的紧张感
- ◆ 强大的社会联系。

短视频的沉浸式设计恰好满足了上面的这些要素，给用户带来了不同程度、无法

摆脱的奖赏和刺激，让用户“行为上瘾”。情绪动机理论认为，情绪先于理智也是用户容易产生沉浸感的原因

图38：为什么短视频会让人深度沉浸（1）？



资料来源：申港证券研究所整理

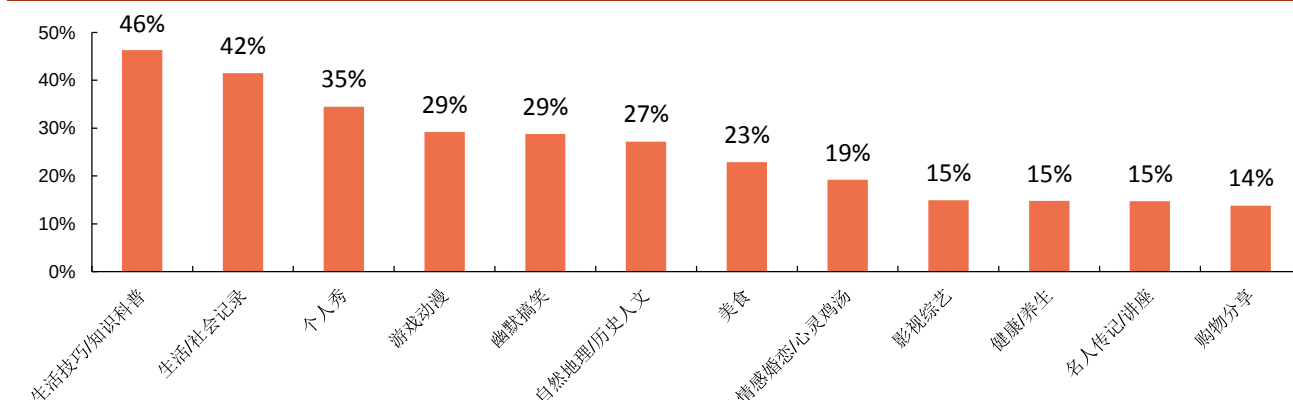
图39：为什么短视频会让人深度沉浸（2）？



资料来源：申港证券研究所整理

短视频平台内容多元匹配用户需求，生活、放松、信息获取是用户喜好的底色。2020 年与 2019 年相比，“生活技巧/知识科普”、“生活/社会记录”、“个人秀”仍为短视频用户最喜欢的 TOP3 类型，“放松休闲”和“获取信息”仍是用户看短视频的强驱动。短视频平台为深耕多元化的内容都执行了优质内容扶持计划，如快手引进垂类 PGC 内容，扶持多元 UGC 内容，抖音推出多元用户圈层计划，不断构建更为多元、垂类的内容生态。

图40：2020上半年短视频用户喜欢观看的内容类型（用户比例）



资料来源：CSM，申港证券研究所

图41：放松休闲/获取信息仍是用户看短视频强驱动

2019	2020	
75.0%	63.6% ↓	放松休闲，填补空余时间
57.6%	47.9% ↓	获取信息，增长见识
36.6%	34.2%	寻找聊天话题，分享内容
32.3%	30.6%	学习实用技能、生活常识
21.5%	22.3%	寻求精神和情感寄托
15.9%	18.7% ↑	身边人都在看，随大流
10.5%	15.9% ↑	关注明星、达人
10.7%	14.5% ↑	陪家人和身边的人看
9.1%	14.0% ↑	工作/学习需要

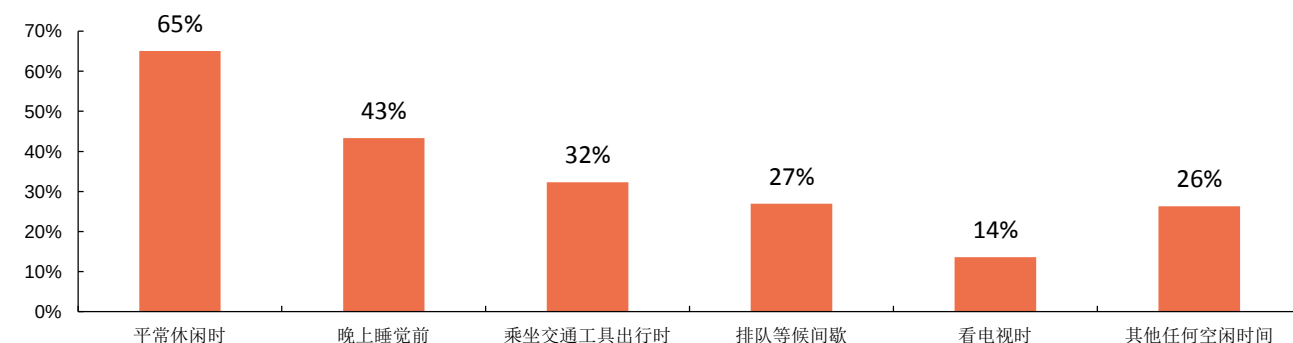
用户观看短视频的动机（用户比例）

资料来源：CSM，申港证券研究所

1.6.3 短视频填补用户碎片时间 满足高频次用户

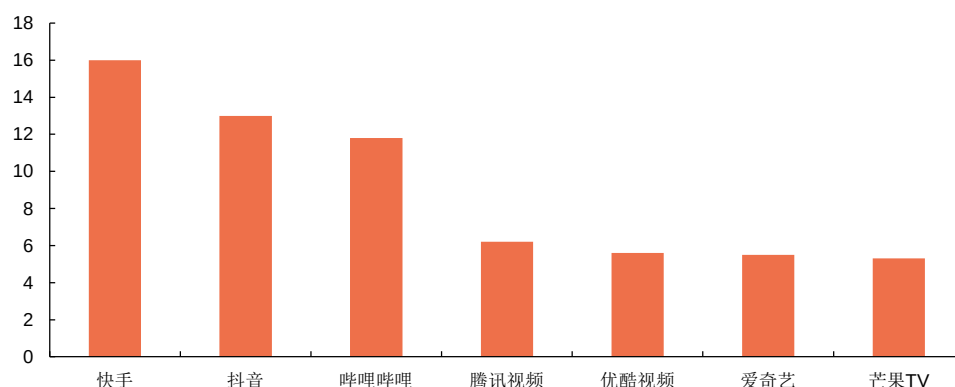
休闲时间是短视频观看第一大场景（65%）。平均半分钟以内的超短时长轻松渗透用户碎片时间，短视频与电商、直播、营销等多领域的结合拓宽了用户使用场景。除日常休闲以及交通出行、排队等场景外，“其他任何空闲时间”观看短视频的比例也比较大（26%）。

图42：用户观看短视频的场景比例



资料来源: CSM, 申港证券研究所

图43: 典型视频内容平台日均打开次数



资料来源: QuestMobile, 申港证券研究所

1.6.4 变现模式多元高效 信息流广告变现优势明显

短视频变现主要有四种模式:

- ◆ 广告: 信息流广告、开屏广告等;
- ◆ 营销: 互动活动、明星站台等;
- ◆ 电商: 直播带货、视频种草等 (短视频引流及直播电商获客成本显著低);
- ◆ 直播分成: 直播打赏等。

图44: 短视频商业变现模式



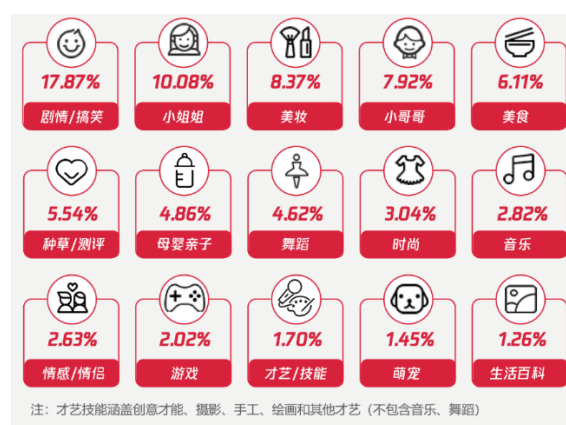
资料来源: 招股书, 申港证券研究所

广告收入=日活跃用户数 DAU*每日人均浏览信息量*广告加载率 AD Load*每千人曝光次数费用 CPM, 短视频单位时间能呈现更多的广告, 变现效率更高。

对于一个平台而言，用户在平台花费的时间是有限的，广告是为了营销，营销是为了让客户买单，从平台角度考虑，单位时间内能让用户看到更多的广告，平台才能有更多的广告收入。作为信息流平台，快手抖音行为重点在于“刷”，每条信息的单位时长极短，在日均时长逐渐超过长视频的基础上，“刷”出来的信息量级远超长视频 APP，因此，以信息流为核心的广告收入也越高，单位时间变现能力更高。

广而杂的内容+大屏模式，精准把握用户画像，短视频广告投放更精准。短视频拥有广大的用户基础，产生海量可测试用户样本。内容上的广而杂用于对用户的喜好撒网，停留时间和点赞评论等行为用于对用户的喜好收网，基于这些数据和标签，广告投放商就会比较精确地将广告投放给目标用户。

图45：2019 年广告主最爱投放的 KOL 内容类型

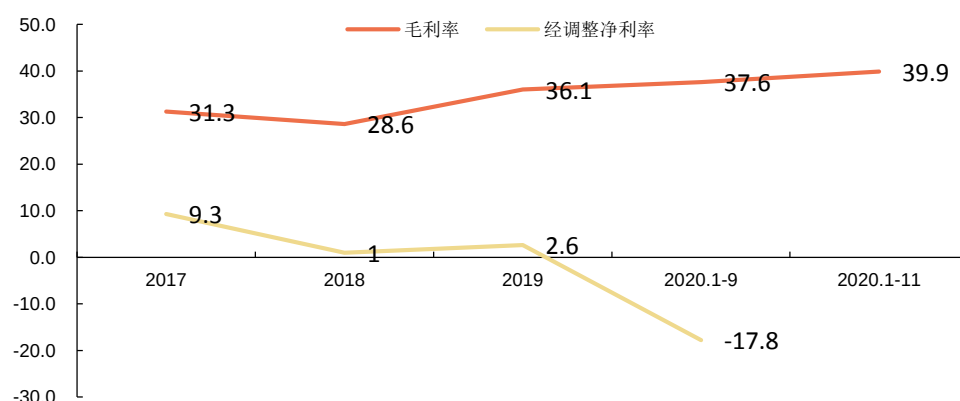


资料来源：卡思数据，申港证券研究所

1.7 快手成本端：毛利率稳定 销售费用升高明显

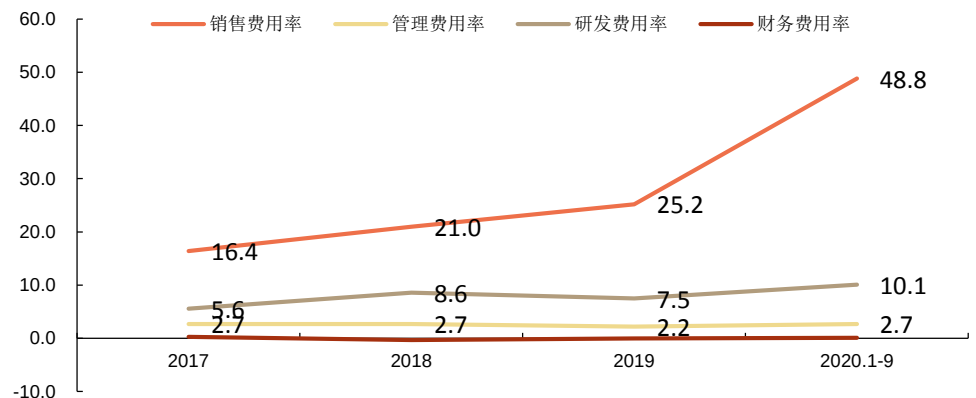
快手毛利率稳定在 30% 上下，2020 年 1-9 月的净利率大幅下降是因为快手大规模的投入和推广导致销售费用大幅增加。研发费用方面，公司持续加大研发投入，积极投资人工智能、大数据等先进技术，2020 年研发费用提升了 2.6pct 至 10.1%。

图46：快手毛利率（%）与经调整净利率（%）



资料来源：招股书，申港证券研究所

图47：快手费用率情况

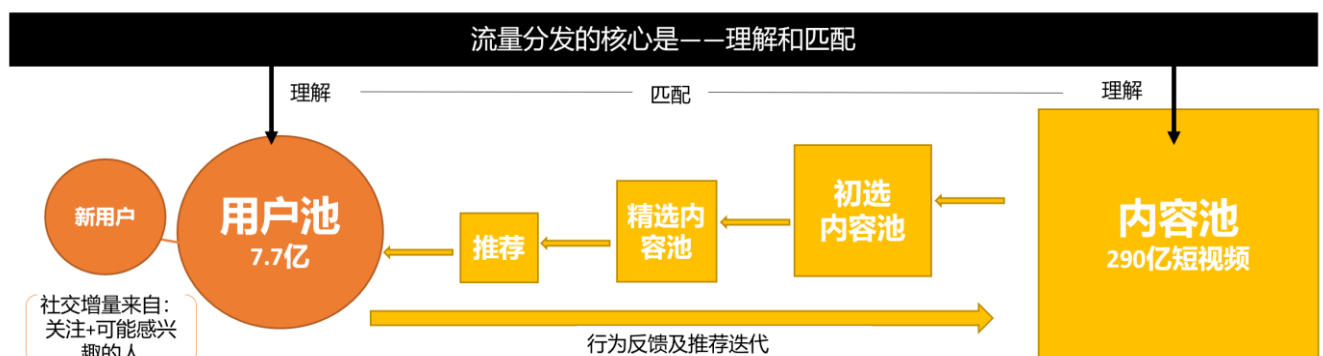


资料来源：招股书，申港证券研究所

2. “普惠”赢人心：快手的核心竞争力和增长基础

注意力资源的普惠决定幸福感。“幸福感的来源有一个核心问题，即资源是怎么分配的。互联网的核心资源是注意力，作为一种资源、一种能量，能够像阳光一样洒到更多人身上，而不是像聚光灯一样聚焦到少数人身上，这是快手背后的一条简单的思路。”——宿华

图48：流量分发决定注意力资源的分配，核心是“理解”和“匹配”



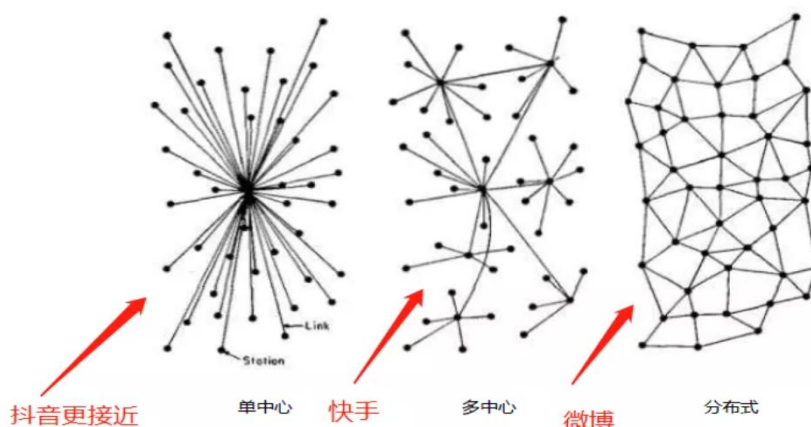
资料来源：申港证券研究所整理

2.1 流量分发去中心化，长期高参与度消费内容积累信任感

结果上看，去中心化的推荐算法更多有利于长尾 KOL，同时由于快手在算法中加入更多社交权重，用户社交粘性和互动程度更高，这直接促成快手成为内容创作者比例最高的视频社区，内容创作者/MAU 高达 26%（对比抖音 20%-）。

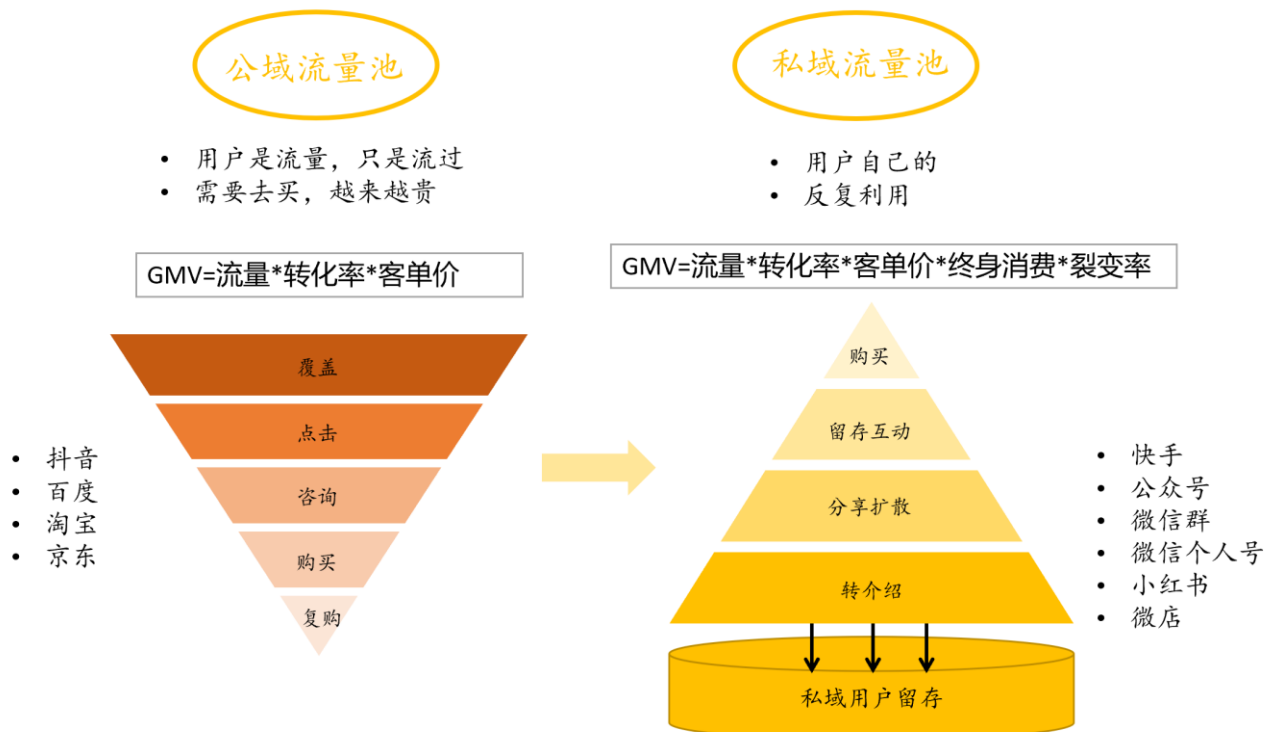
紧密的用户联系+真实的内容场景，促使快手商业模式上先后经历直播打赏—私域流量变现—直播带货—公域流量变现，而抖音先后是公域流量变现—直播打赏—直播带货—私域广告变现。

图49：快手去中心化的社交关系网络



资料来源：《无法复制的快手》，中港证券研究所

图50：流量触达对比——公域漏斗和私域金字塔



资料来源：中港证券研究所

表1：快手 VS 抖音内容推荐底层逻辑多维对比总结

	快手	抖音
slogan	拥抱每一种生活	记录美好生活
定位	内容突出“真实”，流量长尾普惠	内容强调“美好”，流量头部集中
流量逻辑	“去中心化”+社交	“中心化”+优质爆款内容
逻辑体现	新的作品在快手上通过同城或关注进行小范围曝光，测试用户接受度，达到某个阈值后打上标签，并进行更高级覆盖，直到进入发现页，进行全网分发。流量分发不偏向头部，长尾创作者同样有曝光机会。	先审核视频，对重复内容降权，之后结合关键词匹配给一个小流量池（相似用户群）的用户，根据用户点赞率、评论率、完播率等指标衡量，对于在小流量池指标表现较好的内容会进一步推荐到更大的流量池，如此反复，算法增强了内容的集中度。
算法权重	5分内容+5分关系+1分双向互动：快手更重视人与人之间的连接，给予社交关系更高权重（粉丝看到达人新发视频概率为 30-60%），评论的重要性高于转发和点赞，热度权重较低且受限。	10分内容+1分关系+0.1分双向互动：给予内容质量更高的权重而社交关系权重相对较低（粉丝看到达人新发视频概率为 10%），反馈指标的优先级为完播率>点赞量>评论量>转发量。
流量分布	Top 1000 多为百万级 KOL，百万级长尾 KOL 占 84.6%，覆盖粉丝数占 77%，流量七成以上掌握在长尾 KOL 手中。	Top 1000 多为千万级 KOL，千万级 KOL 占 70.4%，覆盖粉丝数占 74%，仅有二三成流量留给长尾用户。
召回机制	双列测试更快，召回期更短，导致推荐页视频多为短期内发布。	单列测试更慢，召回期更长，另增加精品召回算法，推荐页视频可能有较早的内容。
运营思路	强调持久运营，支持 KOL 个人沉淀用户，大力扶持草根 KOL，给出大量补贴，同时利用去中心化的算法尽量把视频推送给更多没有看过同类型的人。	强调爆款快速爆发，然后快速换一个的爆款，力求使用推送和流量在短时间把用户锁住。
社交性	用户和 KOL 互动性更强，赞评比 28: 1	用户和 KOL 互动性比快手弱，赞评比 38: 1
其他特点	头部账号素人居多，粉丝互动性、粘性强。过去双列界面，突出社区的选择属性，天然有利于关注和社交。	偏向于明星、娱乐等，沉浸式单列信息流页面天然有利于算法推荐爆款内容（懒人模式），突出内容的冲击感。

资料来源：申港证券研究所整理

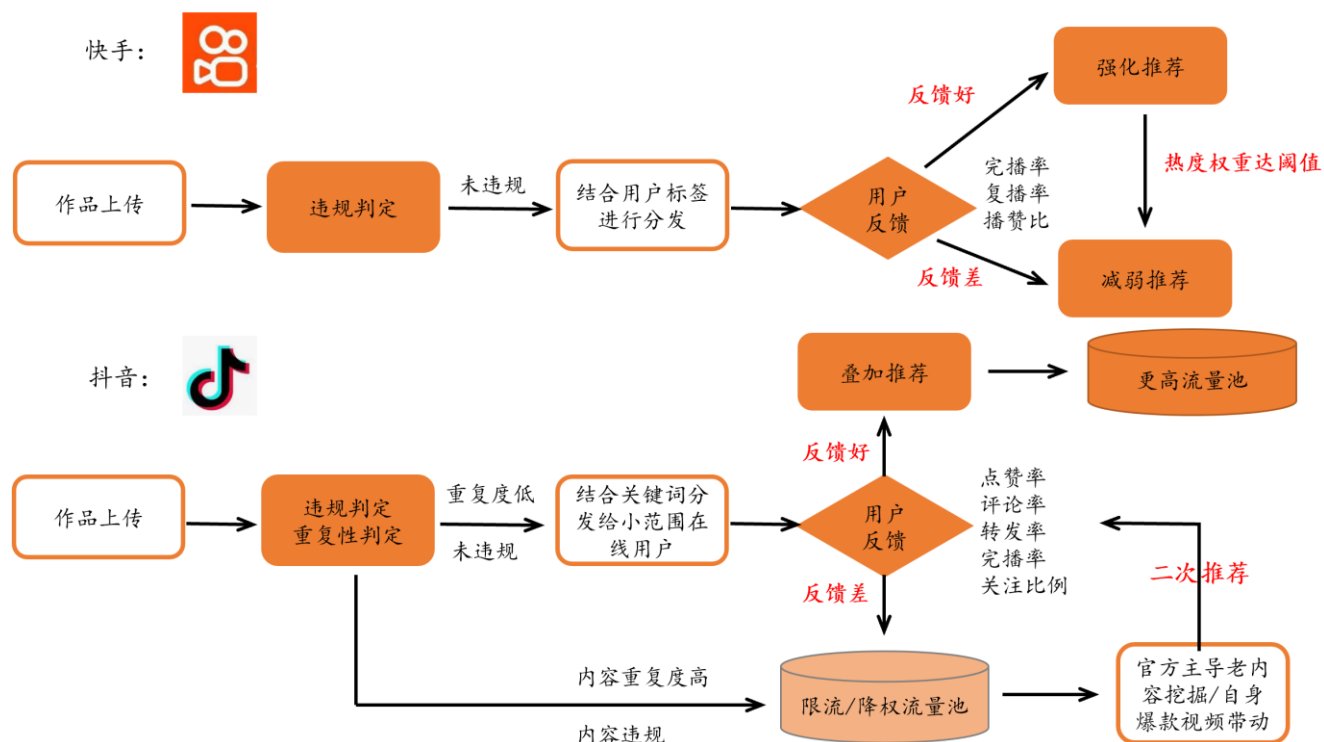
快手的 slogan 强调“拥抱每一种生活”，普惠和生活属性凸显无疑，流量逻辑是去中心化+社交。在理解内容和用户的技术上，快手和抖音的本质都是机器学习和大数据处理，通过概括提取内容的关键词，构建用户画像和个性标签，将内容和用户进行标签匹配，或者运用机器学习算法为画像相似的用户进行“同样可能感兴趣”的内容推荐，提升用户的内容消费体验。但对流量分配的机制看，快手给予“分配结果的普惠公平”和“社交关系”更高权重，抖音对内容的“优质程度”给予更高权重。

表2：快手、抖音 slogan 变化

	时间	slogan
快手	2011.3	记录世界，记录你
	2018-2019	看见每一种生活
	2020.9	拥抱每一种生活
抖音	2016.9	让崇拜从这里开始
	2018.3	记录美好生活

资料来源：申港证券研究所整理

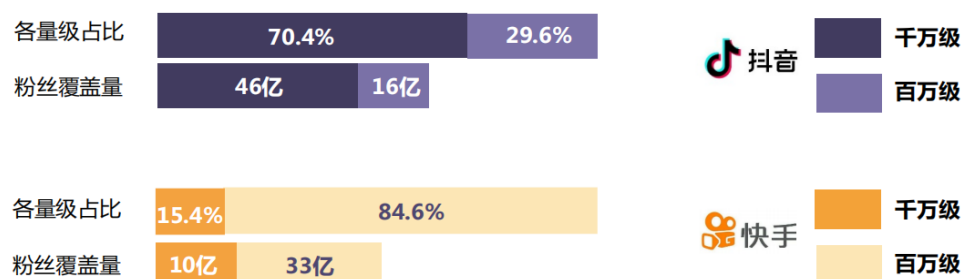
图51：快手、抖音推荐算法简化逻辑对比



资料来源：申港证券研究所整理

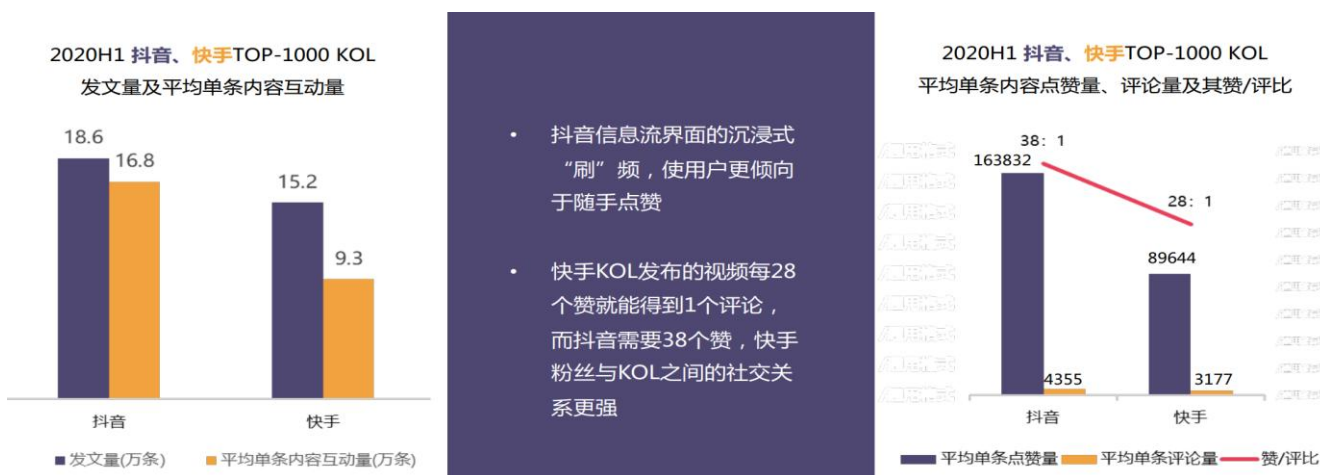
图52：创作者生态对比——快手平等普惠、抖音头部集中

2020H1 抖音、快手Top-1000 KOL各量级占比及其粉丝覆盖量



资料来源：克劳锐研究所，申港证券研究所

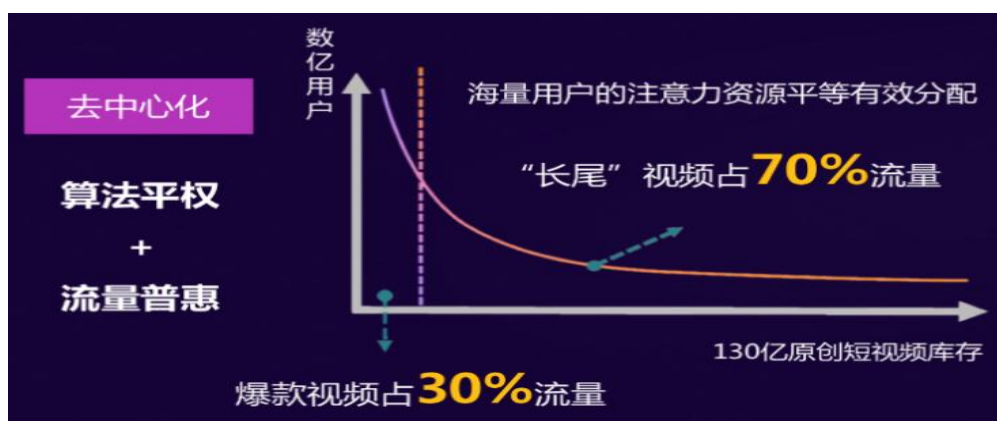
图53: Top-1000 KOL 发文及互动情况



资料来源: 克劳锐研究所, 申港证券研究所

整体来看, 快手内容中长尾视频占七成流量, 中腰部网红占比 40% 成为中间力量, 其中 300-1000 万粉丝的 KOL 增长率最快, 直播电商 GMV 占比最高的是粉丝量在 10-100 万的主播。

图54: 快手长尾视频占七成流量

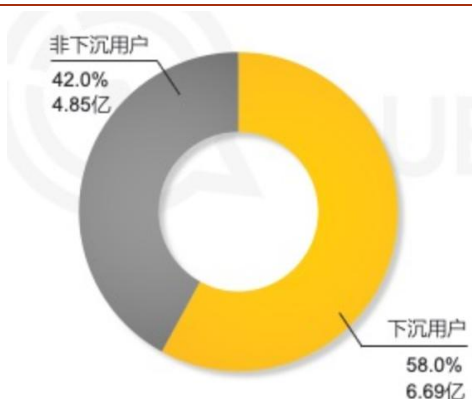


资料来源: 快手磁力引擎, 申港证券研究所

2.2 第一增长曲线：让下沉市场“被看见”

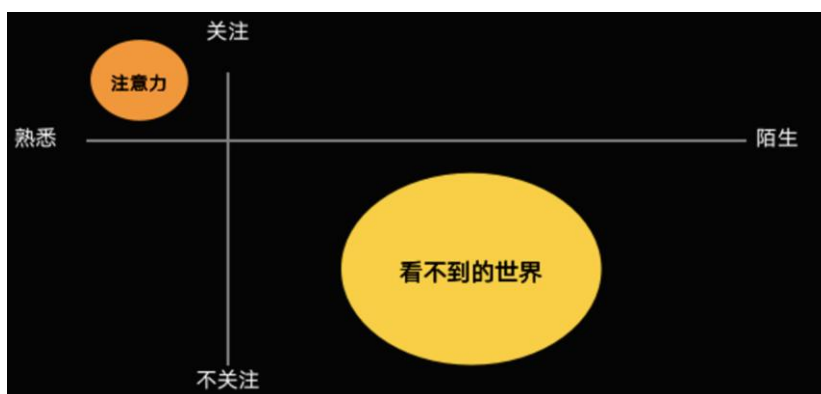
“老铁文化”是快手的典型初期社区文化，老铁是中国北方区的方言，下沉市场泛指下三线城市及以下地区人群。国内大部分内容平台的注意力早期并没有投向下沉市场用户，而短视频 app 是除系统预装软件之外，最容易触达下沉用户的应用层。

图55：2020 年 10 月下沉用户 6.7 亿人，占比 58%



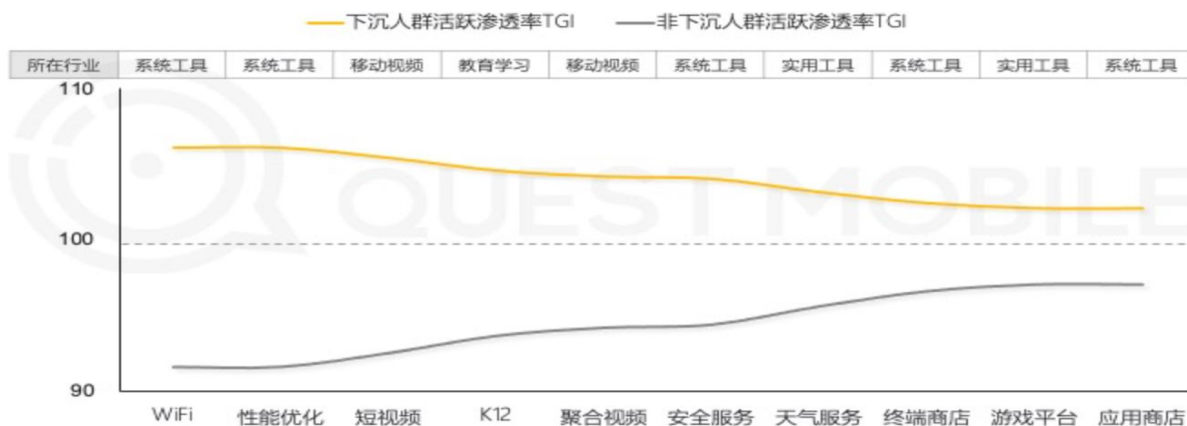
资料来源：QuestMobile，申港证券研究所

图56：大部分内容平台的注意力，并没有投向下沉市场用户



资料来源：混沌大学，申港证券研究所

图57：系统预装软件和短视频软件更容易触达下沉用户（2020/10）



资料来源：QuestMobile，申港证券研究所

下沉市场的人群有三个典型特征：

- 一、 城市三线及以下；
- 二、 可支配时间比一线城市人群更长；
- 三、 喜欢人间烟火气，同时需要被看见。

快手用户画像：用户整体**男性居多**（59%）、**偏年轻化**（90后及以下占比62%，vs 整体网民中90后及以下占比40%）、**覆盖下沉中低线市场**（下沉市场占61%，vs 整体网民中下沉市场占58%）、**中低收入人群占比较高**（月收入5k及以下占比74%，vs 整体网民中月收入5k及以下72%）、**低学历占比较高**（大学本科以下88%，vs 整体网民中大学本科以下81%）。

在可支配时间充裕、智能手机普及、生活要素丰富的基础上，下沉市场的生活被短视频提上了历史舞台，尤其是90后、00后成为用户主力军，且男性居多。

地域分布上，快手抖音和中国移动互联网整体地域结构基本一致，结合前文后流量时代的阐释，可以基本认为快手和抖音已经成为国民底层应用，覆盖范围极广。

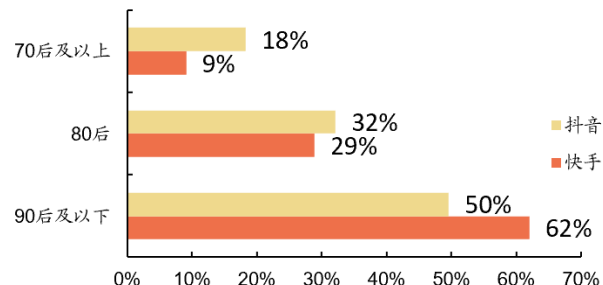
同时可以看出，快手平台的收入和学历结构优于中国网民整体水平，保障了内容消费能力和平台审美认知水平。

图58：20/06 快手、抖音性别分布



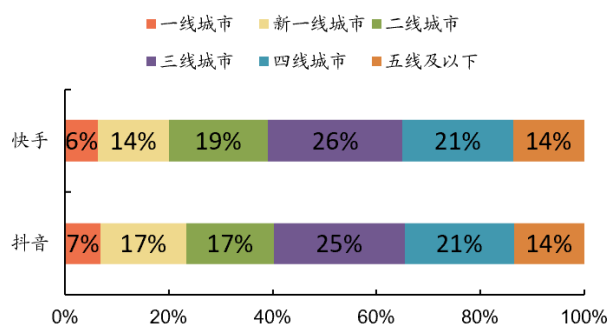
资料来源：艾媒咨询，申港证券研究所

图59：20/06 快手、抖音年龄分布



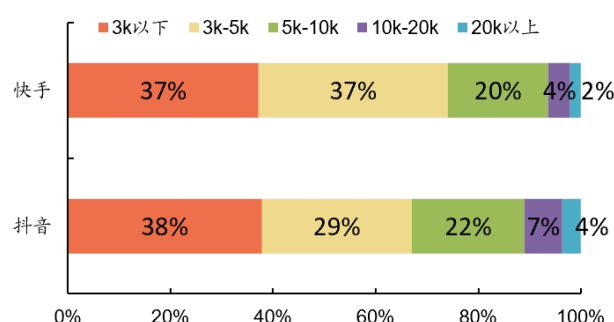
资料来源：快手电商，QuestMobile，申港证券研究所

图60：20/06 快手、抖音地域分布



资料来源：QuestMobile，申港证券研究所

图61：2020/07 快手、抖音月收入分布

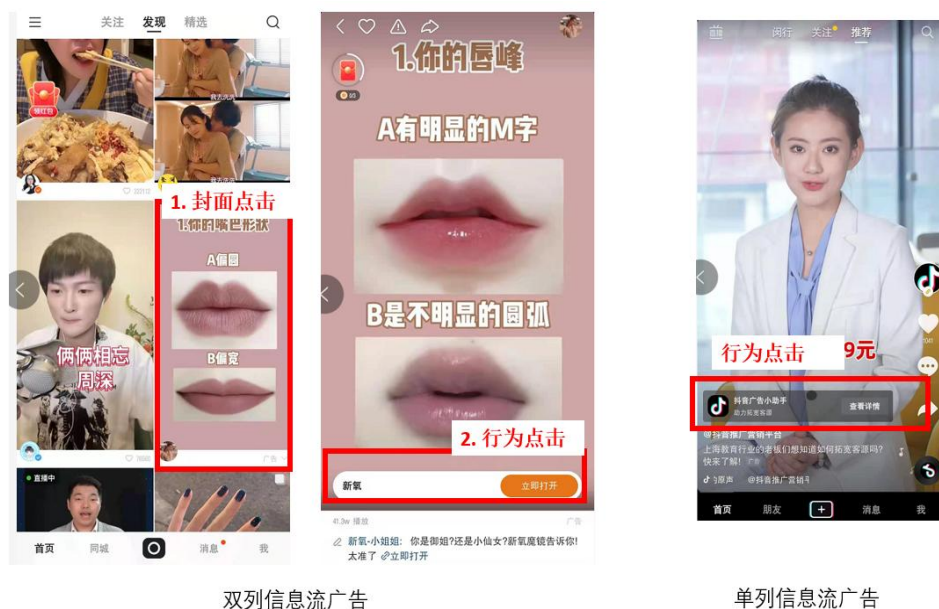


资料来源：艾媒咨询，申港证券研究所

2.3 第二增长曲线：双列向单列的进击

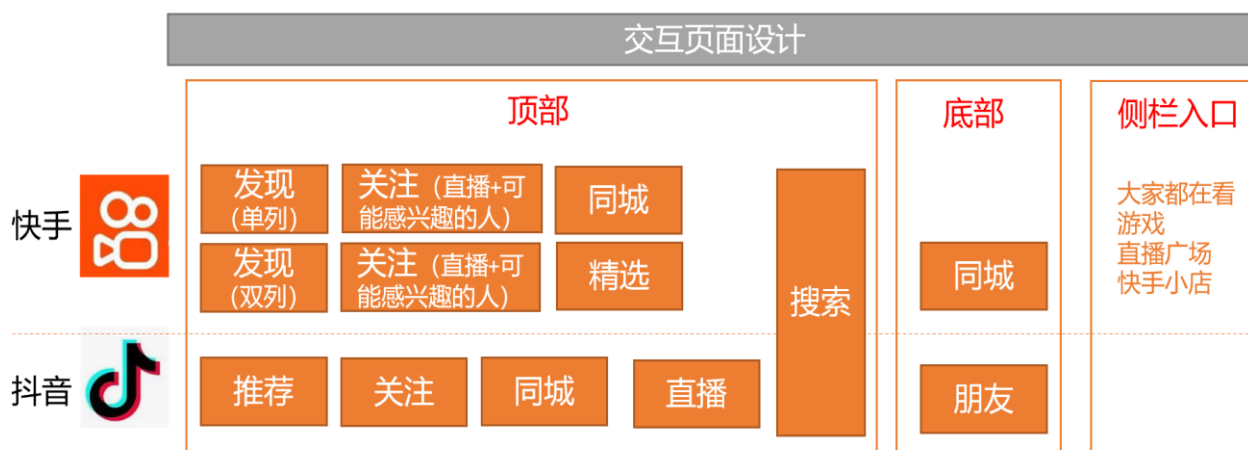
快手 2020 年 9 月之前一直都是双列设计，8.0 版本更新后支持单列浏览模式，同时公司品牌 logo 和 slogan 焕新。单列设计“抖音化”向效率更高的信息流迈进，双列设计仍保留，继续维持私域打法不变，选择权交给用户。

图62：双列信息流广告和单列信息流广告呈现形式



资料来源：快手 APP，抖音 APP，申港证券研究所

图63：快手、抖音交互设计对比



资料来源：申港证券研究所

表3：单列公域媒体化变现，双列私域老铁文化不能丢

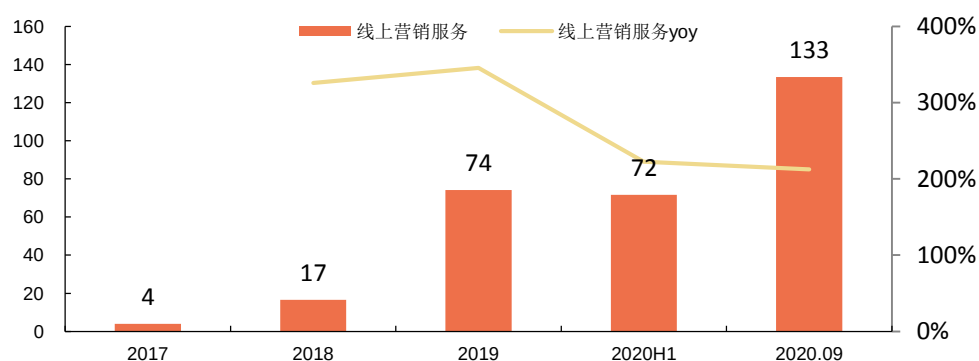
	单列	双列
容错度	较低	较高
内容接受形式	被动，给你看	主动，我要看
流量分布	公域流量占比更高（用户被动接受，平台运营有更高流量支配权，对广告友好）	私域流量占比更高（用户主动选择，CTR有限，KOL有更高流量支配权，对直播友好）
算法精确度	更高	更低
公域变现效率	更高	更低
私域粘性	更低	更高
规模效应	较强	较弱
品牌感知	认货不认人，复购较低	认人不认货，品牌感知较低
运营重点	规模效应，更多为消费者服务	网络效应，更多为创作者服务

资料来源：申港证券研究所整理

3. 第二增长曲线：万事具备 快手广告商业化加速度

尽管快手诞生于2013年，快手的广告商业化从2019年才真正开始加速。

- ◆ 2017年10月，快接单上线，面向私域流量。
- ◆ 2018年年末，快手正式发布营销平台“Fe+新商业”。
- ◆ 2019年快手开始加速商业化进程，也迎来了营销服务收入的高速增长。2019年7月，“快接单”升级为“超级快接单”，10月，营销平台正式升级为磁力引擎。
- ◆ 2020年4月，磁力引擎推出“开眼快创”广告创意服务平台；6月，小店通开启上线，针对电商领域提供公域营销服务；9月，快接单更名磁力聚星，正式打通公域流量。

图64：快手线上营销服务（亿元）及增速


资料来源：招股书，申港证券研究所

表4：快手营销服务类型

	收费方式	交付方式	收入确认
广告服务	CPC	主要为显示可点击缩略图的短视频	用户点击客户提供的链接时确认
	CPM	首页弹出广告、横幅广告、标志及魔法表情植入等形式在平台的多个页面投放	于广告展示期间确认
快手粉条	CPM	在指定时间内向目标公司观众推广其短视频或直播	于合约推广期间确认

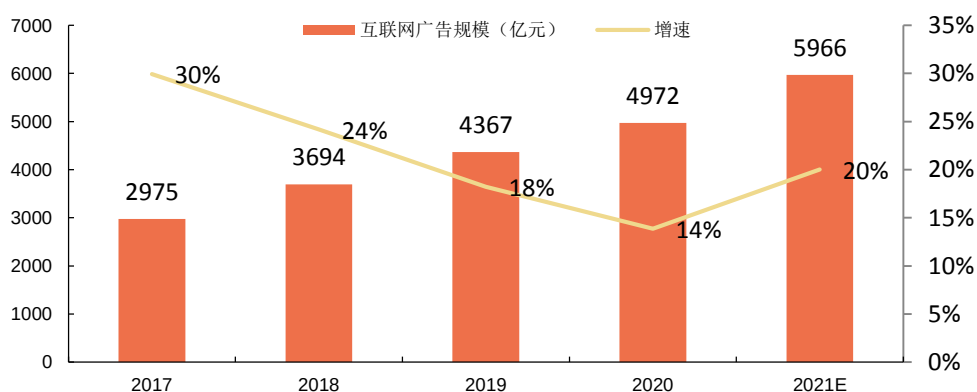
资料来源：招股书、申港证券研究所

3.1 短视频广告商业化仍在高速前进

短视频广告因强势卷入用户注意力，广告投放规模 **2020** 仍处于三位数高增速阶段。根据 12 月央视财经公布数据，2020 年中国互联网营销市场总规模突破万亿大关，达到 10457 亿元。互联网广告维持了 13.85% 的增长态势，实现广告收入 4972 亿元，预计明年整体增速恢复到 20%。

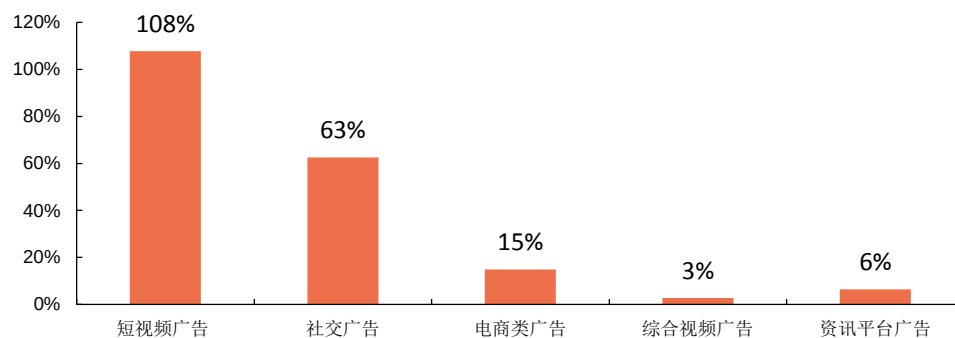
视频广告收入规模约为 904 亿元，较上年增长了 **64.91%**。其中，短视频广告独占鳌头，增幅达 **106%**，远超长视频广告 **25%** 的增幅。

对于 **2021** 年广告行业的预期，行业普遍认为触底复苏信心较为充足。根据中关村互动营销实验室调研，70% 高层管理者 2021 年数字营销预算预计增长 10%-29%，其中 41% 预期增长 30%+，行业信心充足。

图65：2017-2021E 互联网广告规模及增速


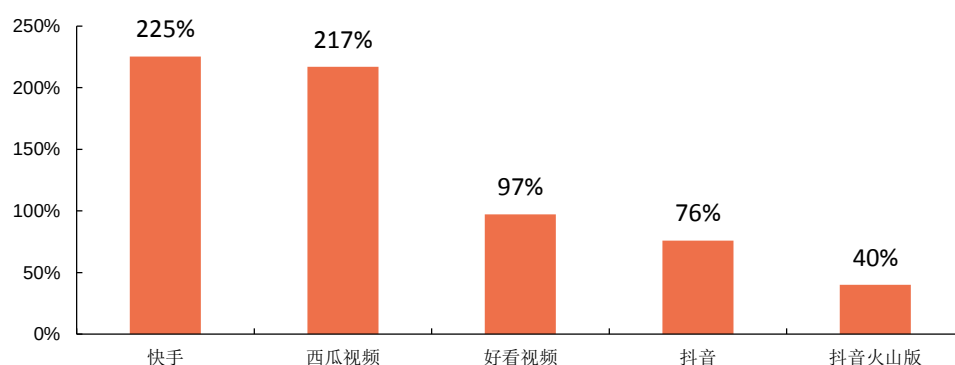
资料来源：中关村互动营销实验室，申港证券研究所

图66：短视频广告投放 20Q3 仍保持三位数高增速（2020Q3 同比）



资料来源：QuestMobile，申港证券研究所

图67：2020Q3 典型短视频平台广告收入增速



资料来源：QuestMobile，申港证券研究所

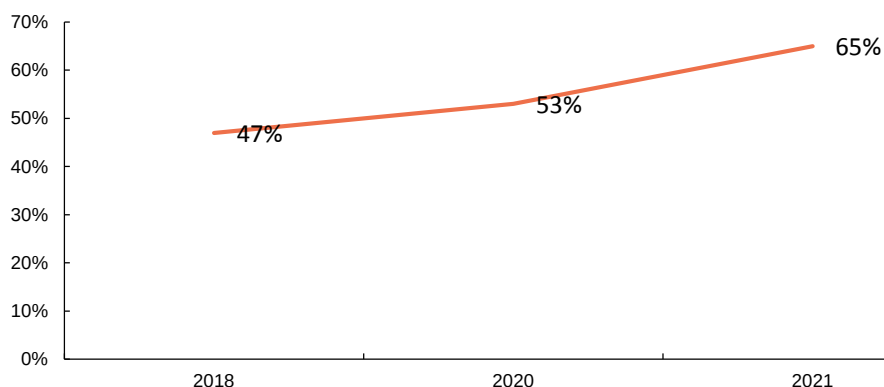
互联网广告各子行业中，电商仍占据广告第一渠道，由于短视频的高速增长，视频类广告收入占比大幅提升至 18.17%，取代搜索成为第二渠道。据《2021 中国数字营销趋势》调研，65% 的广告主表示 2021 年将加大短视频广告的营销投入，短视频营销的关注度持续上升。

图68：2020 中国互联网广告收入类型结构变化



资料来源：中关村互动营销实验室，申港证券研究所

图69：广告主加大短视频营销力度的比例



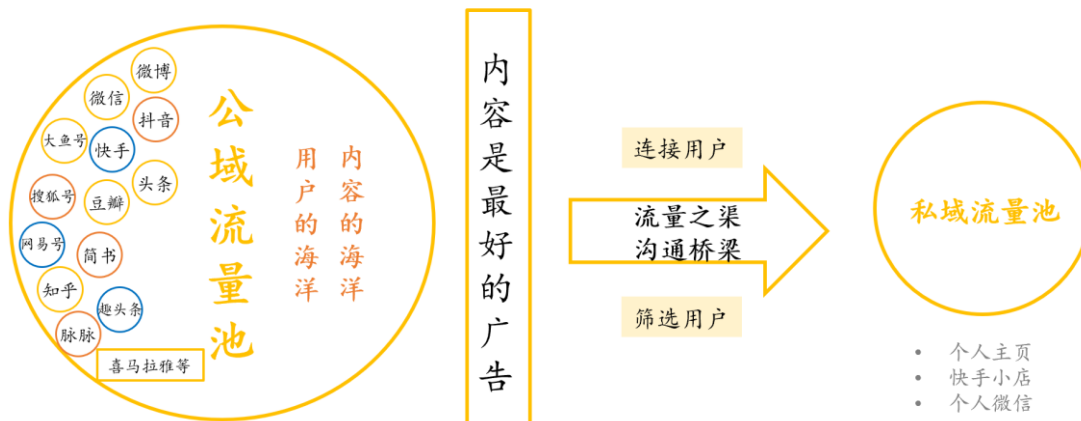
资料来源：中关村互动营销实验室，申港证券研究所

根据招股书，预计 2019-2025E 中国通过短视频和直播平台实现的移动广告 CAGR 为 33.7%。

3.2 快手广告产品矩阵丰富 小店通上线增量可期

内容本身是最好的广告，潜移默化触达用户。相比其他数字媒体平台，短视频的内容更加丰富生动，理解门槛低，沉浸感强，使用频次高，在用户没有太意识到内容为广告的时候，已经完整接受到品牌信息。

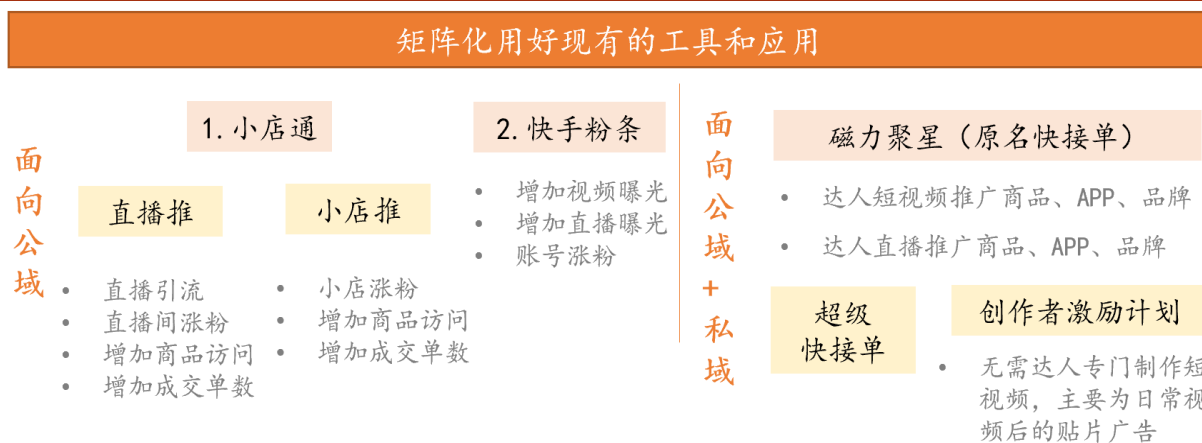
图70：内容是最好的广告



资料来源：申港证券研究所整理

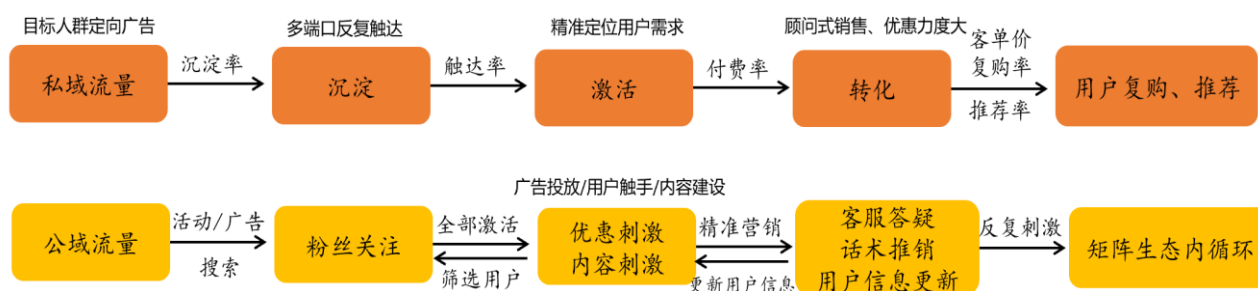
快手的在线营销服务平台——磁力引擎，为生态系统参与者提供一整套在线营销解决方案。快手提供了丰富的广告产品矩阵，同时面向公域和私域场景，帮助账号/商家引流、转化和目标达成。一方面账号/商家可以从海量公域流量中有针对性地触达、转化和积累私域流量，另一方面，高忠诚度、高粘性的粉丝私域可以持续为账号/商家创造收益，社交网络效应下边际成本低。

图71：快手产品矩阵丰富



资料来源：申港证券研究所整理

图72：公域和私域侧重不同，需要不同的营销工具



资料来源：申港证券研究所整理

快手小店通是2020年6月针对电商业务新推出的获取公域流量涨粉、小店下单和订单支付的营销工具，产品面向公域，引流视频可以直接上热门（发现页第5位固定广告位），点击封面后视频播放页有立即购买转化按钮。

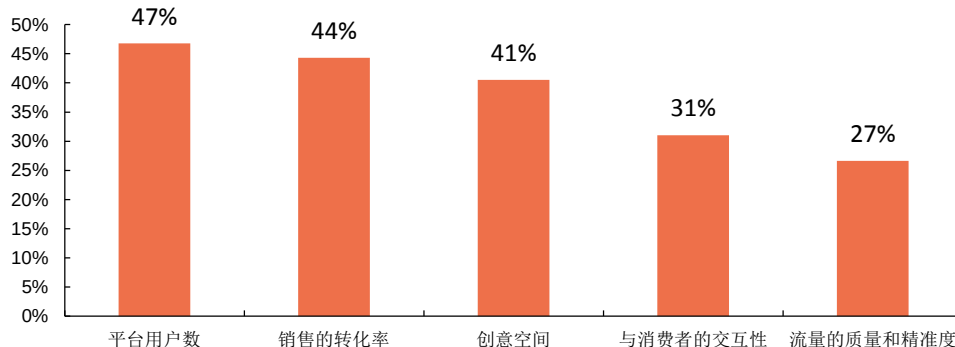
图73：小店通核心优势



资料来源：快手小店通，申港证券研究所整理

广告主选择用短视频进行品牌营销，平台用户数、销售转化率、创意空间、与消费者的交互性是广告主在选择短视频营销平台时最关注的四大因素。从广告主的考虑因素看，快手用户基数大，用户互动率高，转化率处行业第一梯队，长尾的达人体系+磁力引擎“素造”“开眼快创”产品能够为广告主提供推广支持。

图74：广告主选择短视频营销平台时关注因素占比



资料来源：《2019 短视频营销白皮书》，申港证券研究所

3.3 单双列并行 寻求广告变现新突破

单列不仅是全面打开公域流量商业化的重要一步，更是营销效率提升带来业务增量的商业模式进化。。

在双列模式下，计费方式主要采用 CPC 模式，单列模式下，计费方式有 CPM/CPC。

双列封面点击：快手发现页点击至视频播放页，对应封面点击率（CTR1）=点击数/曝光数*100%

单列行为点击：点击视频播放页下方 Button 进入广告详情页，对应行为点击率（CTR2）=行为数/点击数*100%

双列模式的营收=DAU（每日的用户数）×短视频广告加载率×人均曝光量×CTR1（封面点击率）×CTR2（行为点击率）×CPC（广告点击价格）

在单列模式下 CRT1=100%：

因此，单列模式的营收=DAU（每日的用户数）×短视频广告加载率×人均曝光量×CTR2（行为点击率）×CPC（广告点击价格）

在广告商业产品的漏斗模型中，双列要多加上一层 CTR，使双列模式的营收远远低于单列模式下的营收。尽管在第一层过滤之后，第二层过滤时的点击率会更高，但是很多刷过去但是没看的内容，也有可能是用户感兴趣的内容。总体而言单列模式比双列模式更有利于广告商业化的变现。

3.4 MCN 商业模式崛起 助力短视频广告投放升级

快手家族社区的特点是**高粘度和社交性**，实质则是**主播培养和签约机构**。短视频平台有着海量的内容创作者和消费用户，想要实现品牌和 KOL 之间的互利互惠还需要有一个专业的平台帮助对接——MCN，通过签约扩张徒弟和签约艺人，进行直播带货或互动，进行流量和粉丝的复制。

- ◆ 对于内容创作者：利用 MCN 强大的后台数据分析优势，根据确切的**用户喜好**指导视频内容制作。MCN 机构也帮助 KOL 进行商业运营，与品牌谈判交易
- ◆ 对于短视频平台：MCN 整合资源，促进更多高质量内容的产生，吸引更多流量
- ◆ 对于广告主：MCN 通过大数据分析描绘用户画像，助力广告精准投放，提高广告转化率

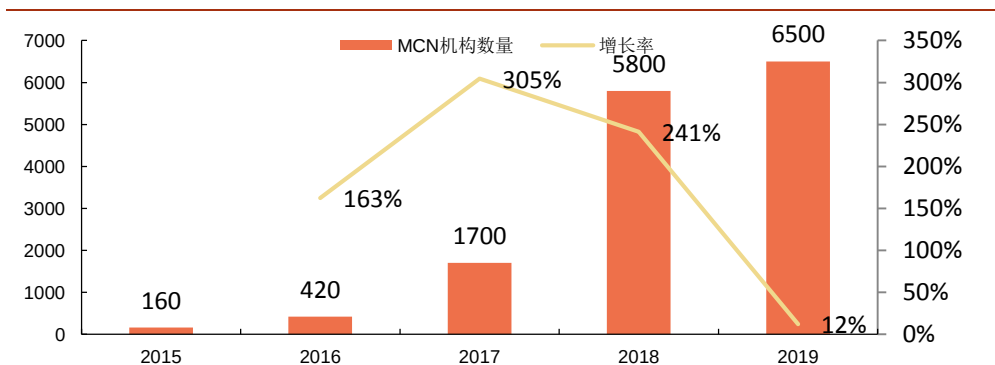
图75：网红主播经济产业链



资料来源：中商产业研究院，申港证券研究所

我国 MCN 机构数量 2015 至 2018 年飞速增长，2018 年达到 5800 家，是 2017 年的 3.4 倍，2015 年的 36 倍。2019 年较 2018 年增长 12% 增速有所放缓，但仍然增加了 700 家 MCN 机构。MCN 市场逐渐达到饱和，充分竞争下未来 MCN 模式会越来越成熟，更好的助力短视频营销市场。

图76：2015-2019MCN 机构数量和增长率（家）



资料来源：中商产业研究院，申港证券研究所

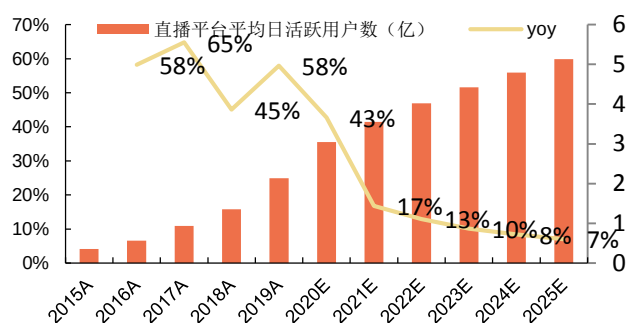
4. 直播业务：云卷云舒 自然生态下的高增长

4.1 直播电商：体量突破万亿 未来五年有望持续高增长

4.1.1 直播电商进入爆发期 行业产业链已成熟

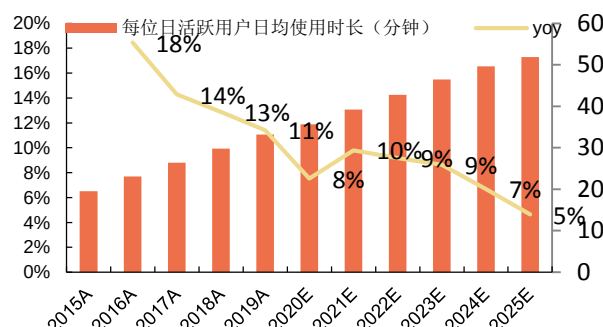
根据艾瑞咨询，中国拥有全世界最多的直播用户，2019 年占全球直播平台用户数约 50%。中国直播平台的平均 DAU 于 2019 年已达 2.13 亿，到 2025 年预计将达 5.128 亿，每位日活跃用户的日均花费时长预计将从 2019 年的 33.2 分钟增至 2025 年的 51.9 分钟。

图77：直播平台平均日活跃用户数（单位：亿人）



资料来源：招股书，申港证券研究所

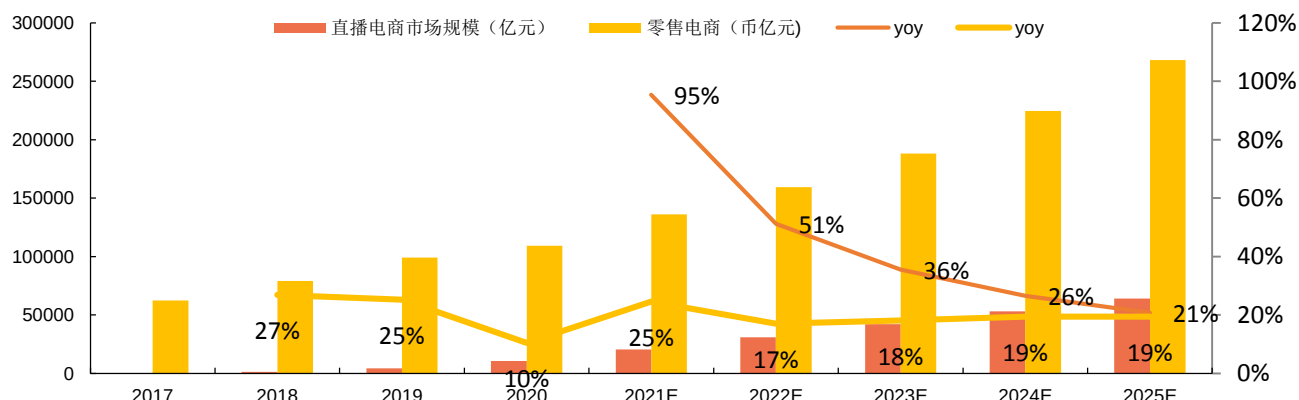
图78：每位日活跃用户日均使用时长（单位：分钟）



资料来源：招股书，申港证券研究所

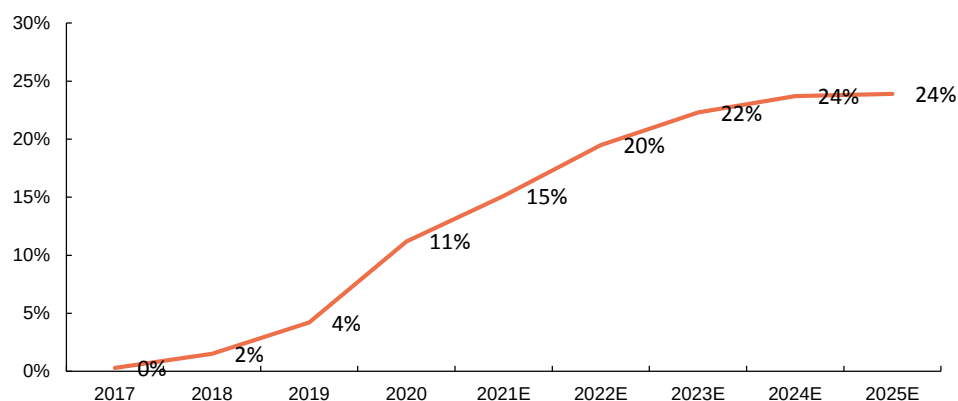
根据阿里研究院，2020 年国内直播电商行业规模达 10500 亿元（yoy+142%），占整体零售电商的 11%，到 2025 年预计占比能达到 24%。行业规模 2020-2023E 三年 CAGR 预计在 59%，2020-2025E 五年 CAGR 预计在 44%。截至 2020 年 6 月，直播观看人数与网购人数达到 5.62 亿与 7.49 亿。疫情期间，超七成受访用户表示观看直播的频次和时长均增加。

图79：中国直播电商市场规模 VS 零售电商（单位：亿元）及增速



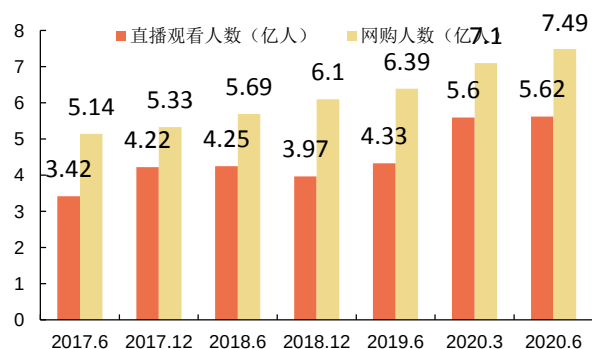
资料来源：艾瑞咨询，阿里研究院，申港证券研究所

图80：直播电商规模占零售电商比例



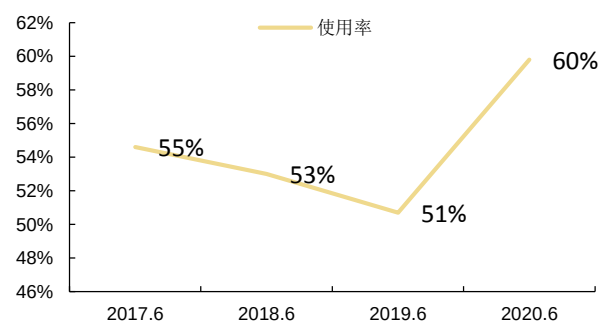
资料来源：艾瑞咨询，阿里研究院，申港证券研究所

图81：网络用户规模在疫情后迅猛增长



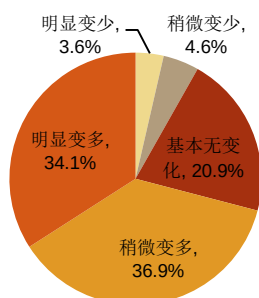
资料来源：CNNIC，36Kr 研究院，申港证券研究所

图82：网购人群直播使用率



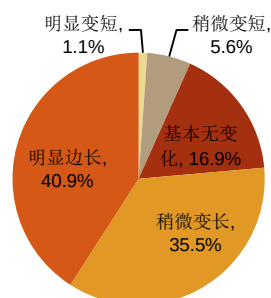
资料来源：CNNIC，36Kr 研究院，申港证券研究所

图83：2020Q1 在线直播用户观看直播频次变化



资料来源：艾媒咨询，申港证券研究所

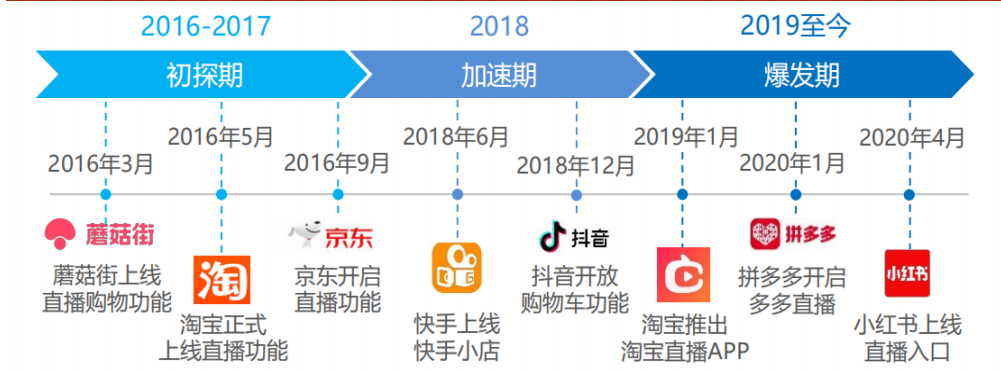
图84：2020Q1 在线直播用户观看直播时长变化



资料来源：艾媒咨询，申港证券研究所

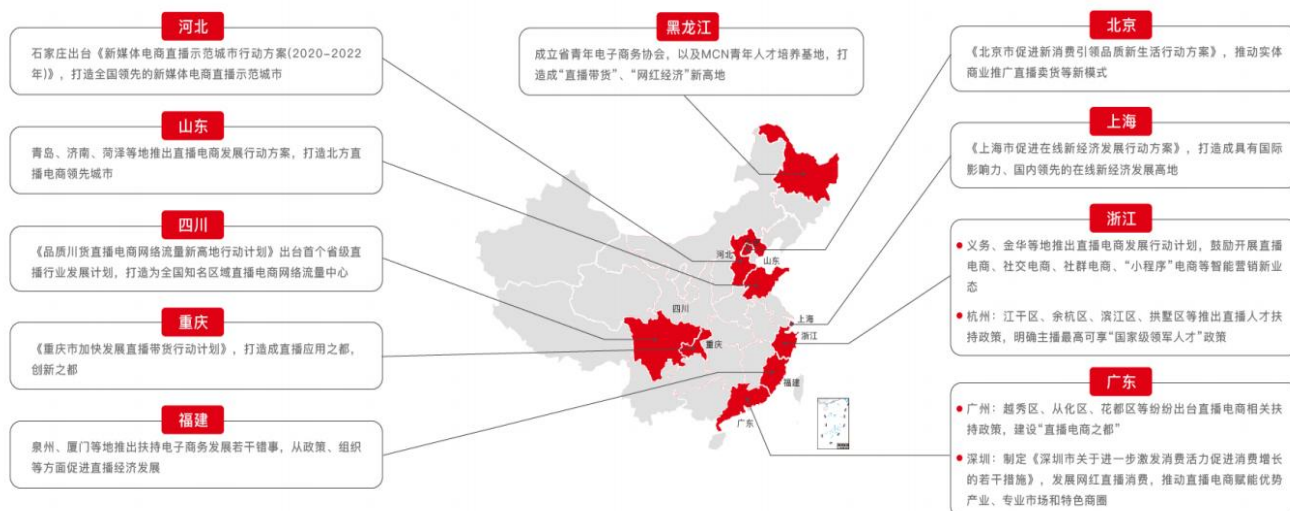
从 2019 年开始，直播电商进入爆发期。平台加码、政府政策支持、头部主播凸显，推动电商直播进入爆发式发展阶段。而 2020 年初，疫情阴云下的“宅经济”为直播营销渗透率的提升持续添砖加瓦。

图85：我国直播电商发展历程



资料来源：36Kr，申港证券研究所

图86：2020年各地对直播电商扶持政策



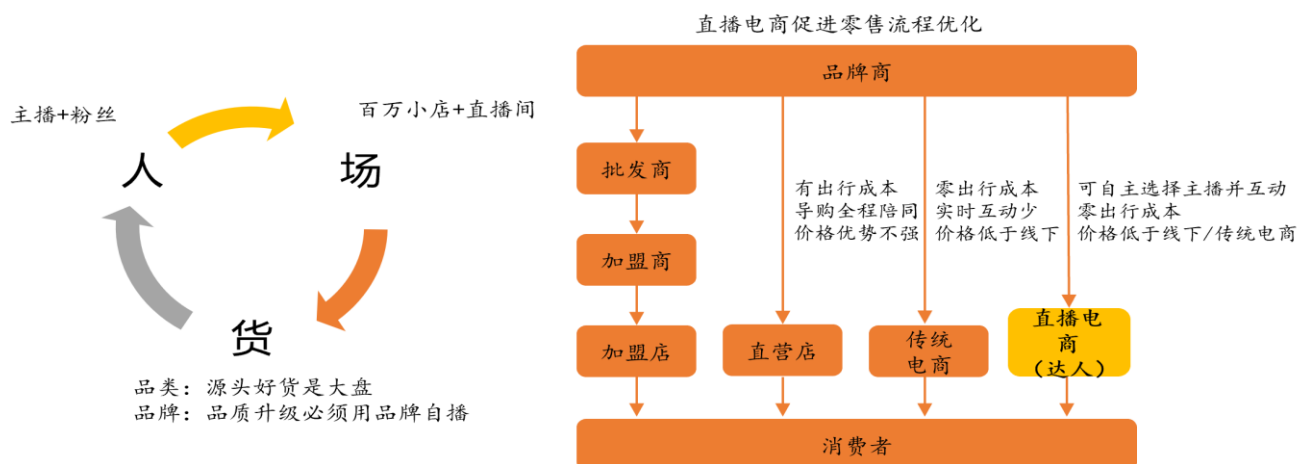
资料来源：微盟研究院，申港证券研究所

4.1.2 流量、普惠、信任解决电商增长瓶颈

直播电商促进了整个零售行业的流程优化，优势在于：

- ◆ 可自主选择主播并互动
- ◆ 零出行成本
- ◆ 价格低于线下/传统电商 20%-60%
- ◆ 直播转化率整体高于图文/短视频
- ◆ 规模效应，节省租金、人工等支出，利润率明显提升
- ◆ 过滤掉中间渠道，直接链接用户和供应链

图87：直播电商模式优化了零售流程



资料来源：面朝科技，申港证券研究所

图88：典型快手直播间商品价格 vs 传统电商平台商品价格

商品名称	天猫/京东等平台售价	快手直播间售价	商品折扣率
LA MER海蓝之谜精华面霜100ml	4100	1699	41%
伊诗兰顿弹力蛋白精华眼霜16g	99	39.9	40%
康师傅冰红茶330ml*12瓶	21.9	19.9	91%
蒙牛纯甄果味酸牛奶200g*10盒	66	39.9	60%
维达抽纸超韧纸巾3层S码130抽24包	59.9	49.9	83%

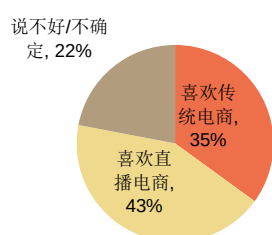
资料来源：申港证券研究所整理

相比传统电商消费者更偏爱直播电商，七成用户参与过直播购物，认为通过直播可以对商品有更直观的了解，且价格也相对实惠，能够激发购买欲。根据中国消费者协会，43%的消费者更喜欢直播电商，36%的消费者更喜欢传统电商。

直播购物消费频次高：直播电商消费群体中 55%的消费者会每月通过直播电商消费 1 次，36%的消费者 1-3 个月会消费 1 次。

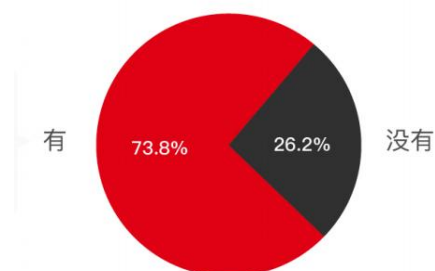
商家层面，57.7%的商家做过直播带货，其中，服饰鞋包、美妆洗护、食品、生活日用、数码电器五大行业是直播带货的热门行业。

图89：43%的消费者喜欢直播电商



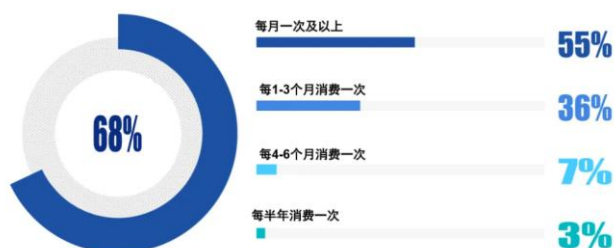
资料来源：中国消费者协会，申港证券研究所

图90：是否有直播购物的经历？



资料来源：虎嗅&微盟研究院问卷调查，申港证券研究所

图91：直播电商消费频率分布



资料来源：中国消费者协会，申港证券研究所

图92：参与直播电商的商家情况

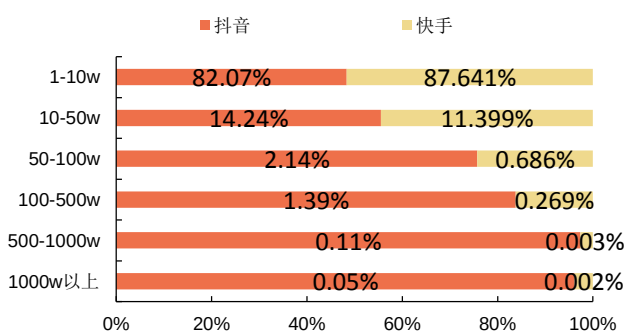


资料来源：虎嗅&微盟研究院问卷调查，申港证券研究

快手生态的普惠、信任机制决定奠定了直播电商 GMV 高增长基础。

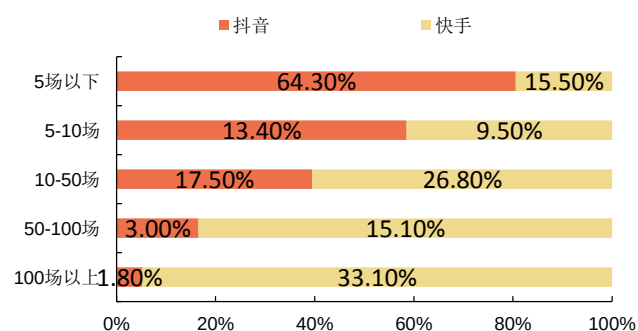
快手官方不对流量做过多运营，普惠的生态社交关系沉淀，流量自然集中到头部主播，诞生了六大家族，体现了快手用户的强粘性，铁打的生态，流水的主播。从新晋主播整体看，仍是长尾分布，且主播场次高，相比抖音积极性更高。根据飞瓜数据，抖音新增主播中头部主播占比较高，相较之下，快手新晋主播尾部占比较多。而这些新人主播，在快手上的直播场次更多，显示出较大的积极性和活跃性。这也是得益于快手在流量分发中普惠的机制。

图93：抖音 VS 快手直播新增主播粉丝数区间分布



资料来源：飞瓜数据，申港证券研究所

图94：抖音 VS 快手直播新增主播场次区间分布

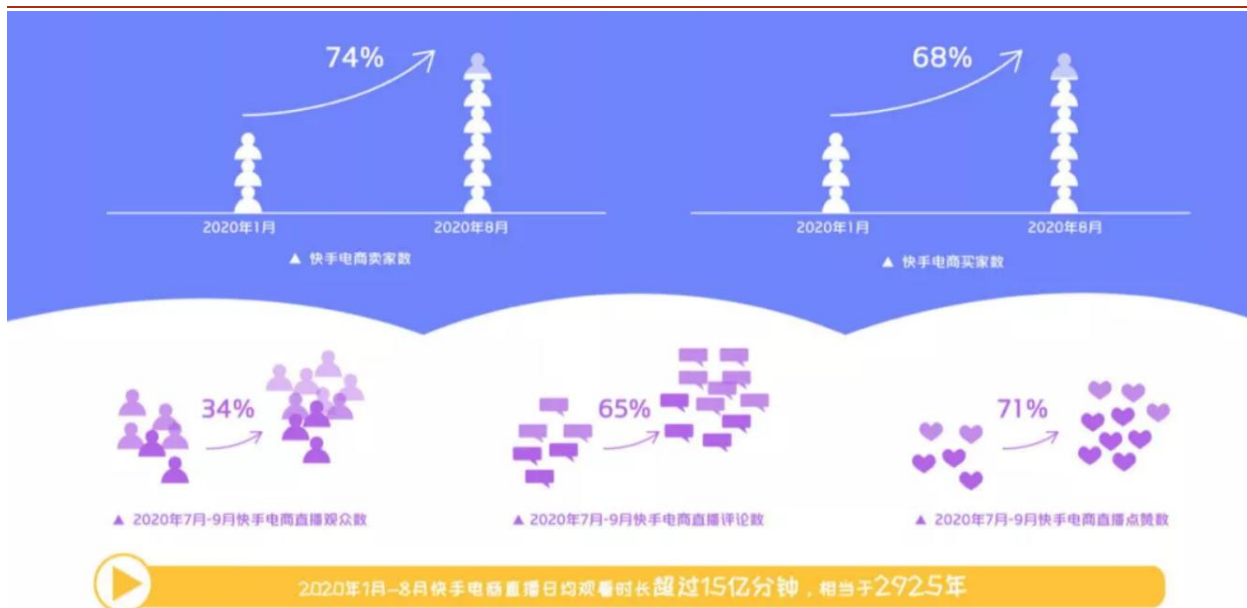


资料来源：飞瓜数据，申港证券研究所

信任是快手的标签，对比传统电商“获客贵”、“获客难”的瓶颈，直播电商业务还处于流量跑马圈地的高增长期，同时自然生态下平台粘性、信任度进一步提高：

- ◆ 1-8 月买家数增长 74%，买家数增长 68%
- ◆ 7-9 月观众数增长 34%，评论数增长 65%，直播点赞数增长 71%，互动紧密
- ◆ 快手电商 GMV 2 年增长 1000 倍，平均每秒 2 场电商直播
- ◆ 1-8 月电商订单量月复合增长 20%

图95：流量跑马圈地，平台粘性也进一步提升

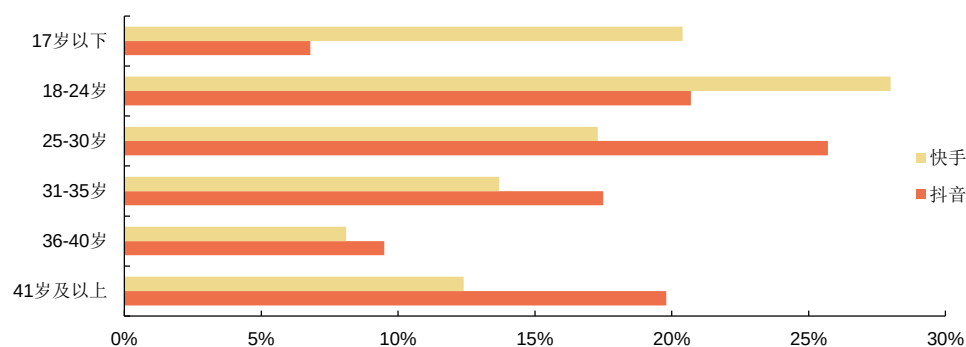


资料来源：快手大数据研究院，申港证券研究所

4.1.3 快手直播用户年轻、下沉、消费能力空间巨大

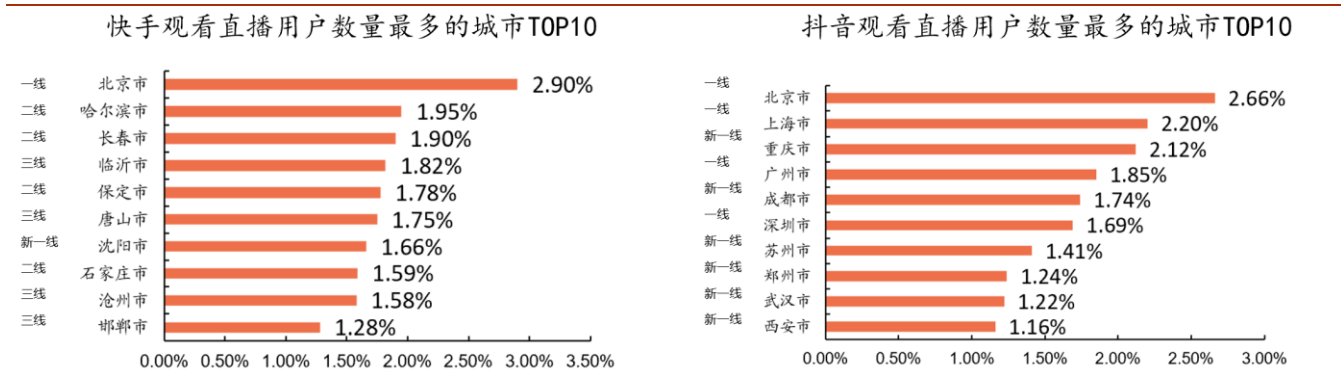
整体来看，根据飞瓜数据，快手观看直播的用户层较为年轻（30岁以下66%，vs 抖音53%），男性比例更高（57.9%），且地域下沉：抖音观看直播用户数量最多的城市主要集中在经济、文化等较为发达的一线及新一线城市，快手观看直播用户数量最多的城市主要集中在较为下沉，经济、文化等发展增速较快的二三线城市。

图96：快手 VS 抖音观看直播用户年龄分布



资料来源：飞瓜数据，申港证券研究所

图97：直播层面快手比抖音更下沉



资料来源：申港证券研究所

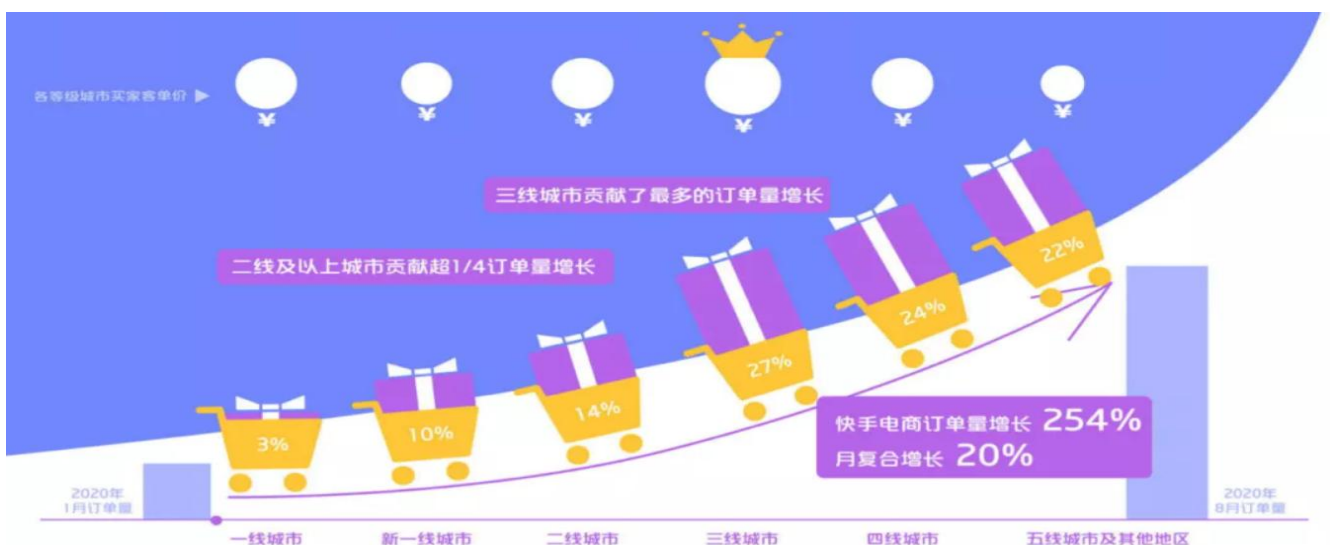
直播电商层面，快手男女比例均衡（各占一半），消费能力提升空间大（40%集中在200元以下），下沉市场是主要订单贡献区：2020年1-8月整个下沉市场贡献了73%的订单增长（vs 用户基本盘61%的下沉市场占比），其中三线城市贡献了最多的订单增长（27%），客单价也是全国第一。

图98：快手 VS 抖音直播电商用户性别比例及消费能力分布



资料来源：飞瓜数据，申港证券研究所

图99：三线城市贡献了最多的订单增长



资料来源：快手大数据研究院，申港证券研究所

表5：快手 VS 抖音直播电商环境

	快手	抖音
算法机制	去中心化+社交	中心化+爆款
用户画像	二、三线及以下城市为主，24岁以下年轻用户占比最高	一、二线城市居多，25-35岁用户较多
用户粘性	用户和直播间互动频繁深入，关注者对主播认可度高、信任度高、粘性高	用户和直播间互动较弱，用户主要对某个作品感兴趣，对主播信任度偏低、粘性偏低
带货品类	食品、农产品、服饰、生活用品为主，性价比高的白牌产品居多	美妆个护、网红产品（新奇独特高颜值）为主，品牌型产品为主
带货店铺	有赞、魔筷星选、淘宝、京东、拼多多、快手小店	淘宝、京东、考拉、唯品会、苏宁易购、抖音小店
直播带货本质	强社交，强私域	内容营销，强关键词，强算法

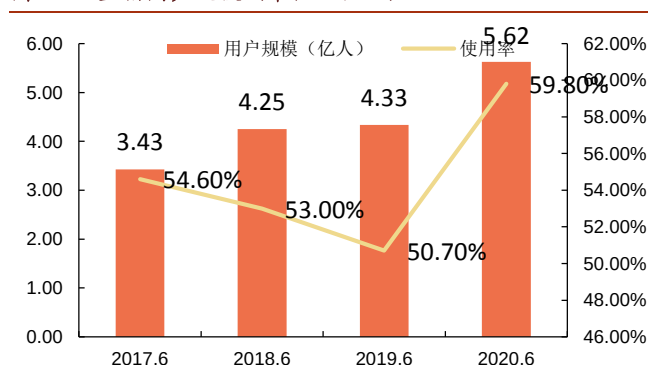
资料来源：面朝科技，申港证券研究所

4.2 直播打赏目前仍是最大的收入来源

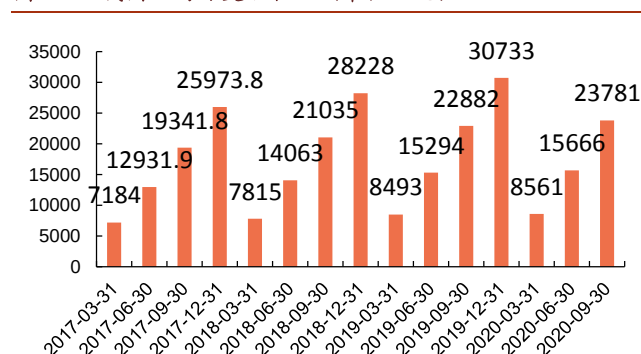
公司收入主要来自直播业务，直播业务通过向观众销售虚拟物品获得收入。公司直播收入增长主要源于丰富多样的直播内容以及通过互动功能提升直播用户参与度的能力。

多因素驱动直播虚拟礼物打赏市场持续增长：

- ◆ 直播用户规模增长和用户使用时长提升。
- ◆ 不断扩展的直播内容供应和持续提升的直播内容质量。
- ◆ 用户付费意愿提升。

图100：直播用户规模（单位：亿人）


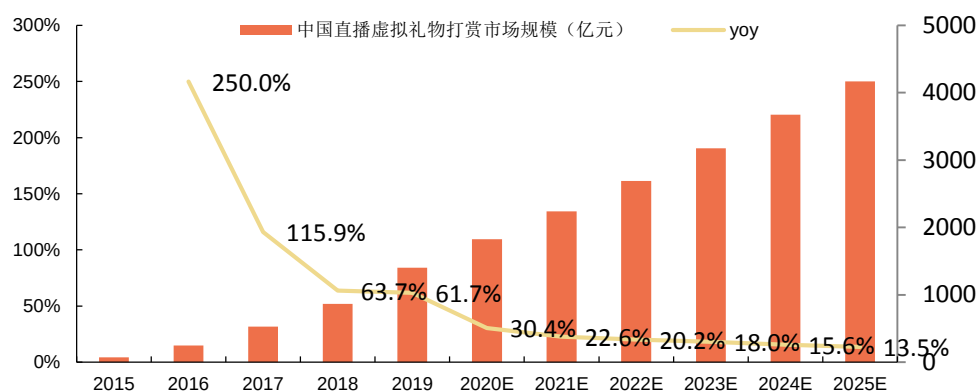
资料来源：CNNIC，申港证券研究所

图101：我国人均可支配收入（单位：元）


资料来源：Wind，申港证券研究所

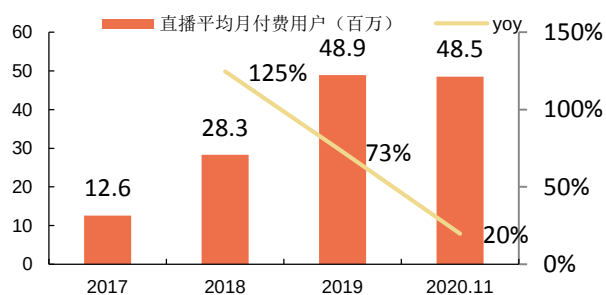
根据艾瑞咨询，以收入计的中国直播虚拟礼物打赏市场规模从2015年的人民币70亿元增至2019年的人民币1,400亿元，预计在2025年将达到人民币4,166亿元。

图102：中国直播虚拟礼物打赏市场规模及增速



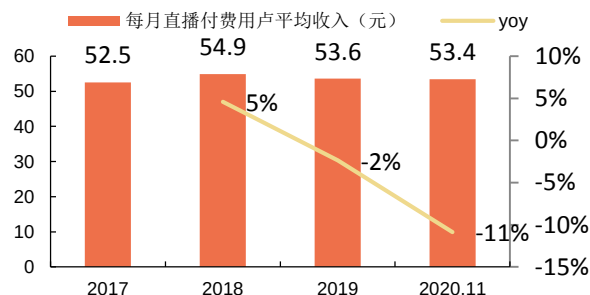
资料来源：申港证券研究所

图103：直播平均月付费用户（百万）及增速



资料来源：招股书，申港证券研究所

图104：每月直播付费用户平均收入（元）



资料来源：招股书，申港证券研究所

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

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港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

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上