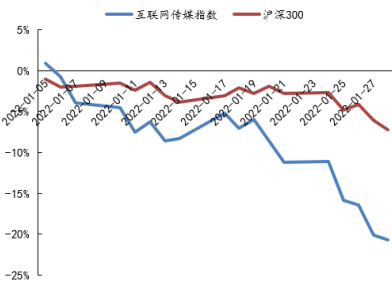


腾讯专题研究之一：视频号的本心与野望

行业评级：增持

报告日期：2022-1-28

行业指数与沪深300走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

联系人：梁昭晋

执业证书号：S0010121110015

电话：13662548011

邮箱：liangzj@hazq.com

相关报告

- “十四五”数字经济战略目标明确，互联网赋能传统产业转型升级 2022-01-19
- 微软收购动视暴雪加码元宇宙，游戏与社交龙头望迎估值修复 2022-01-19
- 出海及硬科技布局加速，精细化运营获取稳健增长 2021-12-31
- 短视频内容审核细则修订，维护国家安定繁荣引导正能量 2021-12-19
- 深耕用户及商业价值，餐饮外卖行业持续稳定增长 2021-12-09
- 快手（1024.HK）：以普惠为根享短视频红利，以信任为本加速商业化进程 2021-12-08

主要观点：

● 视频化大时代，微信视频号的本心

移动社交流量见顶，腾讯社交生态成熟积极寻找新流量入口，而短视频赛道迎来爆发，字节、快手迅速崛起并对腾讯系形成冲击；腾讯布局短视频延续赛马机制但屡败屡战，倾注资源重启微视再战短视频领域，但微视受制于产品形态、算法能力与内容运营未及预期。

视频号作为微信原子化内容组件承载视频和直播，致力于打造全新独立账号体系盘活微信生态，而视频号上线2年迅速完成基础功能迭代并开启商业化，糅合社交与算法推荐形成独特公私域生态利于长尾流量分发且契合私域流量变现，广告、直播带货等变现空间充足。

● 视频号内容生态渐丰，中长期用户空间广阔

视频号通过功能快速迭代与微信生态持续渗透，22年DAU规模已达5亿，迭代速度远超小程序等其他内容组件。内容生态上，视频号回归用户表达需求，短视频内容占据主导中短视频具备发展潜力，内容品类侧重于生活时事，随着平台推出创作者激励计划垂类专业内容有望进一步补足；视频号直播增设一级入口战略地位提升，直播形式以日常社交型直播为主导，资讯型直播天然契合迅速崛起，泛知识、音乐会等内容品类与形态加速探索下直播内容生态不断丰富。

短期维度，视频号DAU已反超长内容组件公众号；中期维度，视频号对标成熟内容组件朋友圈DAU有望突破7.8亿；长期维度，视频号构建全新账号体系DAU规模有望达到微信DAU11亿。

● 视频号商业化提速，广告矩阵与电商闭环成形

视频号打通微信生态启动商业化进程，变现形式以广告、电商、直播打赏为主，知识付费、私域变现待开拓；广告产品矩阵自挂链广告出发，付费推广与互选平台上线后内容生态加速正循环，信息流广告空间亦将进一步打开；直播电商闭环基本成形小商店有效缩短带货交易链条，依托强私域生态，让利商家与扶持服务商GMV规模将保持高速增长；直播打赏基础功能搭建完善，公会机制与直播任务推动系统商业化运营，首个付费直播间落地后付费内容有望加速探索。

● 投资建议

我们认为，视频化表达是内容领域下一个十年的主命题，视频号打通微信生态与构建账号体系有助进一步盘活微信社交生态，广告产品矩阵、电商交易闭环与直播打赏运营体系不断完善亦将进一步打开视频号变现空间，我们给予行业“增持”评级，建议关注腾讯控股。

● 风险提示

内容领域监管趋严；内容生态建设进度停滞；用户渗透及商业化进度未及预期等

正文目录

1 视频化大时代，微信视频号的本心.....	5
1.1 短视频快速扩容巨头频起，社交龙头腾讯内忧外患.....	5
1.1.1 移动社交流量见顶，腾讯社交生态成熟等待新流量入口.....	5
1.1.2 短视频巨头字节快手崛起，腾讯系流量基本盘遭受冲击.....	6
1.2 腾讯短视频屡败屡战，倾注资源重启微视未能见效.....	7
1.3 视频号补足短内容生态，致力打造全新账号体系.....	8
1.4 视频号上线迭代迅速，基础功能打磨完善商业化全面提速.....	10
1.5 视频号糅合社交与算法推荐形成独特公私域生态.....	11
2 视频号内容生态渐丰，中长期用户空间广阔.....	12
2.1 视频号用户快速渗透，迭代速度远超其他内容组件.....	12
2.2 视频号鼓励人人记录创作，致力打造丰富多元内容生态.....	13
2.2.1 视频号着眼用户真实需求，扶持创作者补足垂类内容.....	13
2.2.2 视频号直播战略地位升级，丰富直播形式探索直播新场景.....	17
2.3 视频号突破内容组件界限，中长期潜在用户空间广阔.....	19
3 视频号商业化提速，广告矩阵与电商闭环成形.....	20
3.1 视频号打通微信生态加速广告、电商、直播变现.....	20
3.2 广告：产品矩阵日趋完善，付费推广与互选平台上线打开信息流广告空间.....	20
3.3 电商：电商闭环初成形，巩固私域生态打开 GMV 天花板.....	23
3.4 直播打赏：秀场商业化运营开启，付费直播内容加速探索.....	26
3.5 其他：知识付费、私域变现静待进一步开拓.....	27
投资建议.....	28
风险提示.....	29

图表目录

图表 1 中国手机即时通信用户规模及使用率	5
图表 2 2021 年 6 月典型行业活跃渗透率及同比	5
图表 3 2015-2021 年社交型 APP 日活跃用户规模	5
图表 4 2015-2025E 中国短视频 DAU 及同比	6
图表 5 2021 年 9 月短视频行业 Top 5 APP MAU 及同比	6
图表 6 2020 年 12 月移动互联网巨头 APP 用户渗透率	6
图表 7 2020 年 12 月移动互联网巨头 APP 使用时长占比	6
图表 8 腾讯先后上线短视频产品多达 17 款	7
图表 9 18 年 12 月短视频 MAU Top10 腾讯系仅有微视上榜	7
图表 10 微视产品形态与抖音短视频高度相似	8
图表 11 2019 年抖音与微视首页推荐内容对比	8
图表 12 2019 年抖音与微视首页推荐用户身份对比	8
图表 13 视频号作为基础内容组件连通微信生态	9
图表 14 视频号独立账号体系逐步成型	9
图表 15 2020-2021 年微信视频号发展沿革	10
图表 16 视频号与微信生态中人、内容和服务等触点全面构建链接	11
图表 17 视频号目前以社交推荐为核心流量分发逻辑	11
图表 18 视频号与抖音快手分发机制、用户生态及商业化生态对比	12
图表 19 2020-2021 年视频号 DAU 规模	13
图表 20 2021 年春节红包封面可选择视频号内容	13
图表 21 2017-2021 年微信小程序 DAU 规模	13
图表 22 微信生态主要内容组件 DAU 及渗透率测算	13
图表 23 微信与视频号 SLOGAN 对比	14
图表 24 视频号多元触达方式满足不同用户需求	14
图表 25 2021 年视频号 Top 500 账号更替率	14
图表 26 2021 年视频号 7 天内点赞数达 10W+ 作品占比	14
图表 27 视频号作品时长分布	15
图表 28 视频号点赞 10W+ 作品时长分布	15
图表 29 视频号 Top 500 账号内容类型及占比	15
图表 30 视频号 Top 500 账号中时事新闻、民生政务占比	15
图表 31 视频号认证属性各类账号作品数占比	16
图表 32 视频号 Top 500 账号认证账号类型分布	16
图表 33 视频号创作者激励计划	16
图表 34 视频号创作者职业认证词条进一步丰富	17
图表 35 视频号直播升级为发现页一级入口	17
图表 36 视频号直播与公众号进一步打通	17
图表 37 视频号主要直播形式及特点	18
图表 38 视频号直播场次、博主、总观看及总热度分布	18
图表 39 视频号直播单场直播热度 Top 7	18
图表 40 众多新闻媒体在视频号开展新闻直播	19

图表 41 央视新闻为直播观看人数超过 50W 场次最多博主	19
图表 42 微信重大版本及核心内容模块更新进程	19
图表 43 2018-2020 年朋友圈 DAU	20
图表 44 2012-2021 年微信 MAU 及同比	20
图表 45 视频号主要变现形式	20
图表 46 视频号打通微信生态形成转化闭环	20
图表 47 2021 年视频号博主挂链情况	21
图表 48 21 年 4 月视频号 TOP 500 博主挂链情况	21
图表 49 2021 年视频号挂链博主行业分布	21
图表 50 2021 年挂链广告内容分布	21
图表 51 视频号付费推广功能上线	22
图表 52 视频号付费推广投放模式	22
图表 53 视频号视频推广、直播间推广样式概览	22
图表 54 品牌方与创作者深度定制合作形式与营销策略	23
图表 55 视频号互选平台基于 TA 重合度筛选账号	23
图表 56 视频号大盘及活跃用户三大页面 VV 占比	23
图表 57 视频号打通小程序打造直播电商交易闭环	24
图表 58 视频号带货及不带货主播占比	24
图表 59 视频号带货及不带货场次占比	24
图表 60 万粉以上已认证视频号开通小商店占比	25
图表 61 视频号直播带货商品来源分布	25
图表 62 视频号带货主播行业分布	25
图表 63 视频号带货品类分布	25
图表 64 2018-2021Q3 快手电商 GMV 及同比	25
图表 65 2018-20219M 快手电商平均复购率	25
图表 66 2020 年底视频号秀场直播功能迅速完善	26
图表 67 2021 年 4 月视频号机构管理平台上线	26
图表 68 视频号直播打赏主播及平台分成比例	27
图表 69 2021 年 4 月视频号机构管理平台上线	27
图表 70 视频号知识付费产品形式	28
图表 71 视频号知识付费商品与小商店打通	28
图表 72 视频号私域变现路径	28

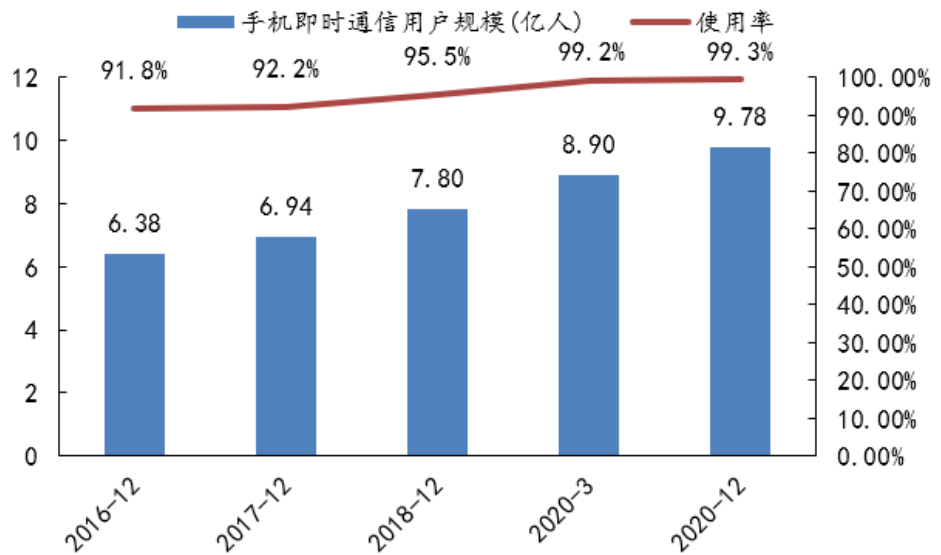
1 视频化大时代，微信视频号的本心

1.1 短视频快速扩容巨头频起，社交龙头腾讯内忧外患

1.1.1 移动社交流量见顶，腾讯社交生态成熟等待新流量入口

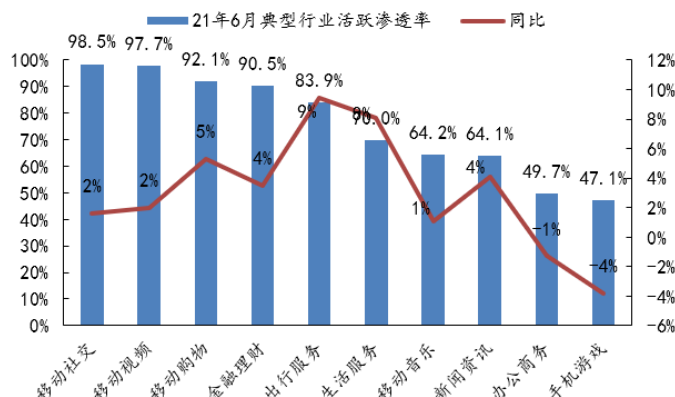
移动社交赛道成熟多时，微信增长放缓 QQ 用户规模有所下滑。4G 时代移动互联网迎来爆发，移动社交率先崛起并迅速发展，16 年 12 月移动社交用户渗透率已达到 91.8%，21 年 6 月渗透率进一步提升至 98.5%，用户规模、用户渗透率及用户频次均高居各类互联网应用首位，移动社交赛道成熟。其中，社交龙头腾讯控股以微信+QQ 为核心打造社交生态占据绝对主导，根据 QuestMobile，21 年 12 月微信 DAU 达到 8.23 亿人，15-21 年 CAGR +8.22%，微信生态日趋成熟用户增速亦有所放缓；另一方面，21 年 12 月 QQ DAU 达到 2.76 亿人，15-21 年 CAGR -9.36%，QQ 用户规模近年持续下滑，一方面受到天然用户迁移影响，另一方面亦受到垂直社交产品及短视频产品冲击，由此可见，腾讯急需寻找新的流量入口，挖掘增量流量空间同时进一步盘活自身社交生态。

图表 1 中国手机即时通信用户规模及使用率



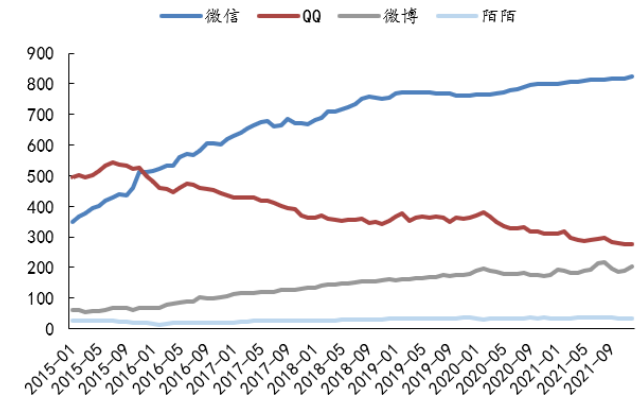
资料来源：CNNIC，华安证券研究所

图表 2 2021 年 6 月典型行业活跃渗透率及同比



资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

图表 3 2015-2021 年社交型 App 日活跃用户规模



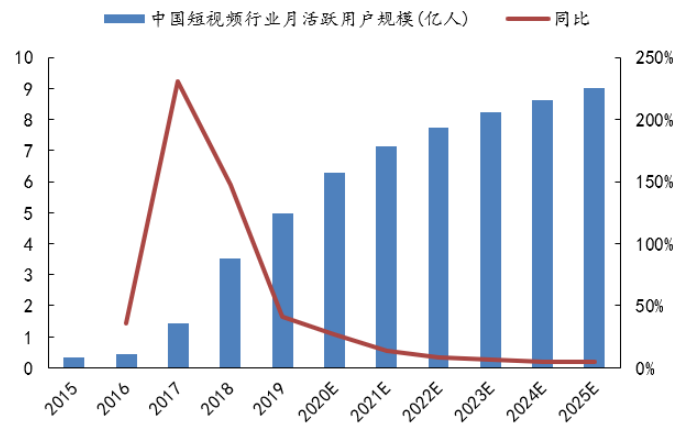
资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

1.1.2 短视频巨头字节快手崛起，腾讯系流量基本盘遭受冲击

短视频迎来爆发字节快手迅速崛起，腾讯系流量基本盘遭受冲击。相较移动社交，短视频赛道起步较晚但近年来迎来爆发，根据艾瑞咨询，短视频行业自15年开始起步，在抖音、快手等现象级 App 引领下行业迎来爆发式增长，15-19 年短视频用户规模、人均使用时长 CAGR 高达+98.60%、+12.70%。根据 QuestMobile，21 年 9 月短视频行业 MAU 达到 9.25 亿人，同比+7.7%，月活跃渗透率 79.3%，用户大盘持续壮大且较移动社交等成熟赛道仍具渗透空间。其中，短视频赛道由字节跳动、快手两大短视频巨头占据主导，21 年 9 月短视频赛道 Top 5 App 分别为字节系的抖音、抖音极速版、西瓜视频与快手系快手、快手极速版，两大短视频龙头依托产品矩阵持续享受短视频赛道红利，加速用户下沉并侵蚀长尾应用流量。

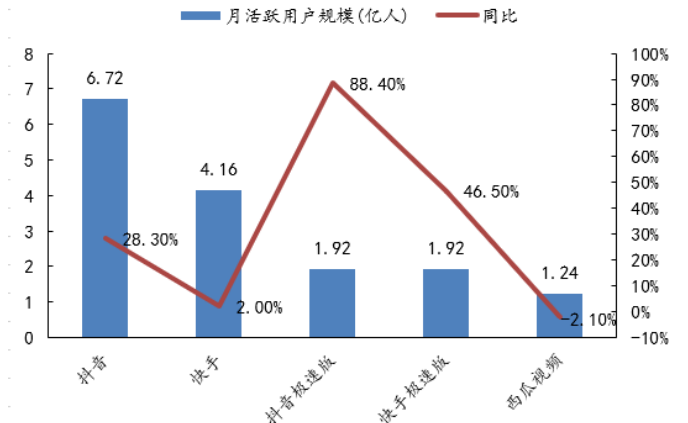
依托于短视频赛道红利及现象级产品，字节跳动、快手跃居中国移动互联网巨头之列，20 年 12 月头条系、快手系 App 用户规模渗透率分别为 67.5%、46.8%，同比+4.4pct、+19.9pct，用户时长占比分别为 15.8%、9.1%，同比+3.1pct、+3.4pct；与之对应，腾讯系用户规模、用户时长占比同比+1.2pct、-6.7pct，头条系与快手系依托“短视频+直播”加速用户渗透并侵蚀腾讯系用户时长，腾讯系对于短视频布局愈发迫切。

图表 4 2015-2025E 中国短视频 DAU 及同比



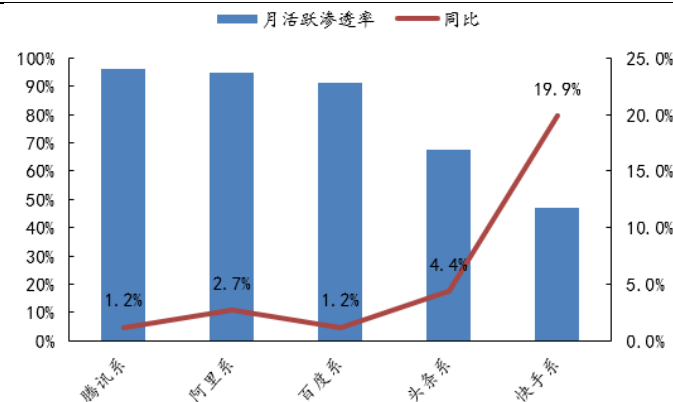
资料来源：艾瑞咨询，快手招股书，华安证券研究所

图表 5 2021 年 9 月短视频行业 Top 5 App MAU 及同比



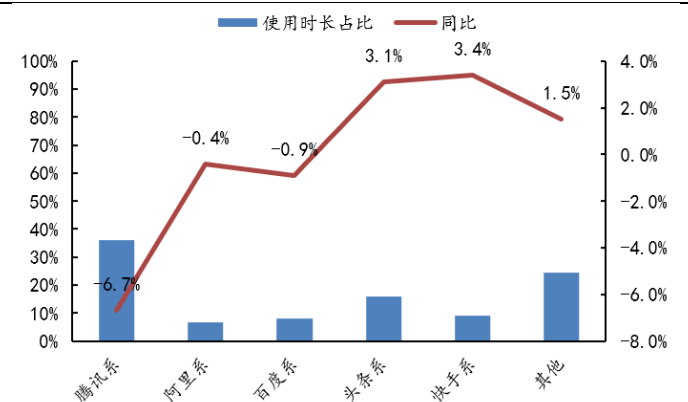
资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

图表 6 2020 年 12 月移动互联网巨头 App 用户渗透率



资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

图表 7 2020 年 12 月移动互联网巨头 App 使用时长占比



资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

1.2 腾讯短视频屡败屡战，倾注资源重启微视未能见效

腾讯短视频布局延续赛马机制，重启微视再战短视频未见成效。短视频布局上，腾讯沿用惯用的赛马机制，先后推出多样化的短视频应用进行外部、内部竞争。自13年开始腾讯首先推出微视，主打8秒短视频，马化腾为其亲自站台与腾讯系提供强大流量支持，但受制于行业发展与自身产品问题下17年4月微视随即宣布停运；18年8月，腾讯推出Yoo视频，定位年轻人主打1-3分钟视频，同时企鹅号公布百亿资源支持与TOP企鹅号创作者计划，但Yoo视频表现不佳，用户规模及时长等均未能进入进入Top 10，仅仅7个月后团队已裁撤且并入腾讯视频，叠加先后推出的工具编辑类产品MOKA、社区类产品闪咖与哈皮、社交平台类产品QIM与DOV、内容分享平台类产品微视、Yoo视频与音兔等，腾讯系先后推出短视频产品多达17款，借助不同产品形态去探索用户喜好并积累用户数据最终合力一处，但上述项目均未取得较大成功。

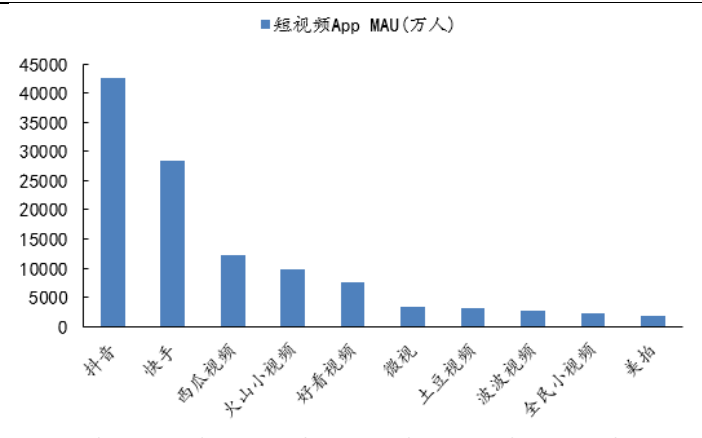
2018年4月，腾讯宣布重新上线微视4.0版本并投入大量资源予以扶持，微信朋友圈中嵌入了“微视拍摄”功能，QQ、QQ浏览器、QQ看点、腾讯视频、腾讯新闻等共同为微视导量，同时投入30亿补贴、明星代言、《创造101》引流等，但最终表现并未如意。根据QuestMobile，2018年12月短视频App MAU Top 5为抖音、快手、西瓜视频、火山小视频、好看视频，腾讯仅有微视MAU位居第6，其余App均未上榜，而用户使用习惯视频化下腾讯系未能在短视频赛道抢占领土、用户时长亦遭到头条系、快手系冲击。

图表 8 腾讯先后上线短视频产品多达 17 款



资料来源：36 氪，IT 之家，腾讯科技，华安证券研究所

图表 9 18 年 12 月短视频 MAU Top10 腾讯系仅有微视上榜

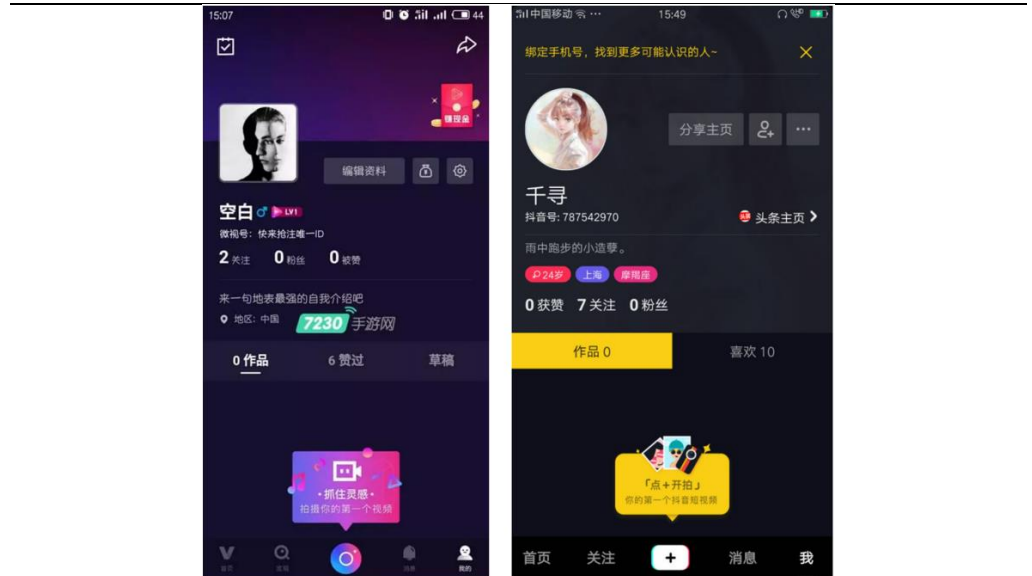


资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

微视受制于产品形态、算法能力与内容运营表现未及预期。尽管微视获得腾讯系自上而下庞大的资源支持，微视表现仍未及预期，21年9月短视频App中微视MAU规模仅仅为0.45亿人，同比-53.8%，用户体量位居第8，与抖音、快手差距愈发拉大。复盘微视重启后的发展历程，微视无法追赶抖音的主要原因包括，（1）**产品形态高度相似**：微视18年初重启并投入大量资源之际，抖音产品形态日趋成熟网络效应已经成形，微视产品形态与抖音高度相似下难以走出差异化；（2）**算法推荐能力差距**：头条系的今日头条、抖音大规模引用算法推荐，而腾讯微博、微视前期更多沿用新闻门户思维侧重人工推荐，人工推荐难以契合UGC所需要的内容分发量，分发效率与算法推荐难以相比，即使微视重启后高价从Instagram引入算法和增长工程师并持续扩充技术团队，但算法能力与数据积累的差距并不能短时间内迅速弥补，两者差距愈发拉大；（3）**内容运营沿用精品思维**：抖音以相对碎片化的UGC内容为主，结合算法推荐引擎提供多元内容予用户，匹配用户兴趣后引导用户持续消费内容并创作内容，而微视与腾讯此前多款短视

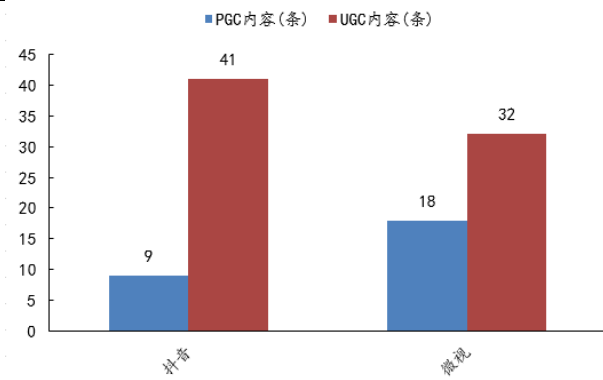
频产品相似，侧重提供 PGC 内容，引入 MCN 机构和明星网红打造更专业化的内容，但内容采购与内容推送为腾讯内容体系统一分发中台——企鹅号所掌控，导致内容运营未与算法推荐所匹配。多重因素影响下，微视未能承担腾讯短视频方面的责任，19-20 年日活 KPI 均未能完成，直至 21 年 4 月腾讯 PCG 整合腾讯视频、微视、应用宝等并成立在线视频 BU，微视与腾讯视频的合并可见微视战略地位已有所调整，腾讯布局短视频领域需要另辟蹊径。

图表 10 微视产品形态与抖音短视频高度相似



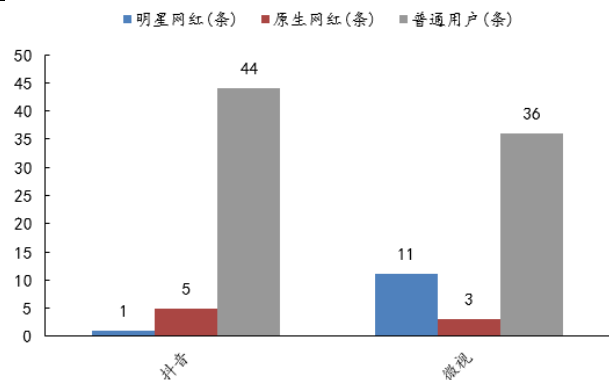
资料来源：直播榜，抖音短视频，华安证券研究所整理

图表 11 2019 年抖音与微视首页推荐内容对比



资料来源：猎豹大数据，华安证券研究所（注：样本=50）

图表 12 2019 年抖音与微视首页推荐用户身份对比



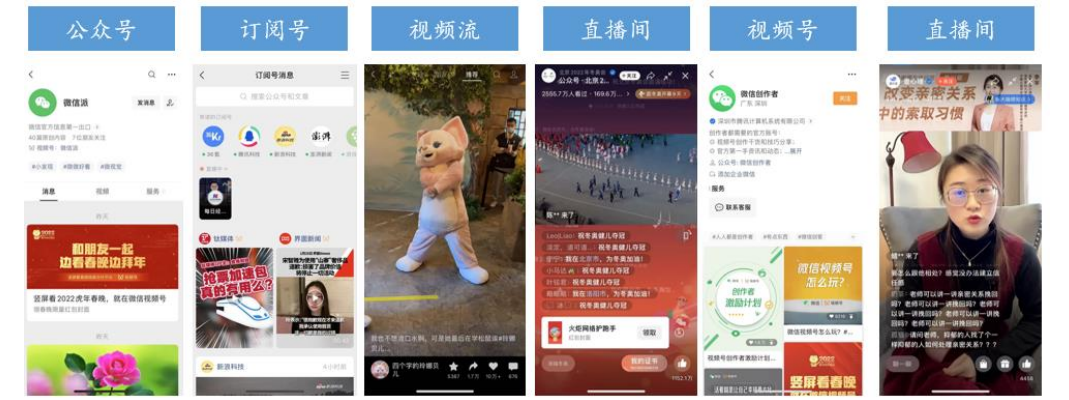
资料来源：猎豹大数据，华安证券研究所（注：样本=50）

1.3 视频号补足短内容生态，致力打造全新账号体系

视频号是微信生态原子化内容组件之一，承载视频和直播补足短内容生态。2022 微信公开课 PRO 中，微信团队定位视频号为“原子化内容组件”，将作为基础内容组件在与微信生态原有基础组件交互融合。结合 2020 微信公开课与 2021 微信之夜张小龙对于微信的思考，微信重视人人都可创作的内容，包括文章、照片、视频等不同形态的长短内容与头部、中腰部的内容创作者，以往以长内容、头部创作者为主导的公众号忽略了以视频为代表的短内容与长尾创作者流量空间，而视频化作为下一个十年内容领域的表达主体不可或缺，因此视频号以“原子化内容组件”的形式能够更好地承载视频、流媒体内容并降低内容创作门槛，同时与庞大的微信生态原有的多种内容组件相结合，包括

视频号中的直播提醒、搜一搜中视频内容、小程序中直播内容呈现等等。由此可见，相比其他短视频应用，视频号将更多作为一项内容组件补足微信内容生态，预计视频号将持续与微信其他原子化内容组件深度融合，务求令用户在不同场景都能够便捷地触达并创作，令微信生态真正成为一个人人可以创作的内容平台。

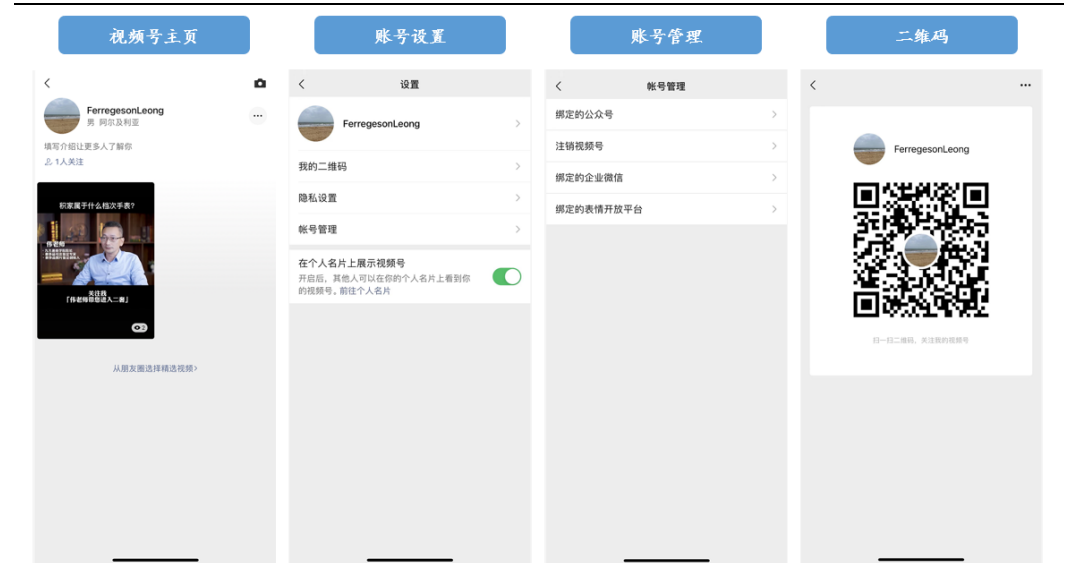
图表 13 视频号作为基础内容组件连通微信生态



资料来源：2022 微信公开课 PRO，华安证券研究所整理

视频号重新赋予用户公开身份，打造微信生态全新账号体系。与此同时，2021 微信之夜张小龙提出，微信 App 基于社交关系所形成的账号体系——微信 ID 具有明显的私密性，适用于社交、通讯、支付等，但视频号作为一个定位于人人皆可创作的公开内容平台，原微信 ID 则会存在一定的冲突，用户的个人身份及相关信息不愿被公开。为此，视频号需要重新构造一套账号体系——视频号 ID 以给予每个用户一个公开身份，令用户能在微信中实现更多公开场景的功能，因此视频号未来将致力于打造一套独立的账号体系，为个人、企业分别构建一个公开身份、一个官方网站。目前，视频号独立账号体系已基本成型，视频号账号具有独立的账户名字、个人资料及二维码，可以选择绑定公众号、企业微信，同时可以选择不在微信个人名片上展示，而观看视频号或直播时可选择微信身份/视频号身份，可见视频号已区别于原有微信 ID 并已成为面向公开的独立 ID，未来随着视频号账号体系愈发成熟，每个用户都能通过不同的视频号去实现多样的社交与商业需求，对应潜在微信生态的用户生态及商业化空间亦将进一步打开。

图表 14 视频号独立账号体系逐步成型

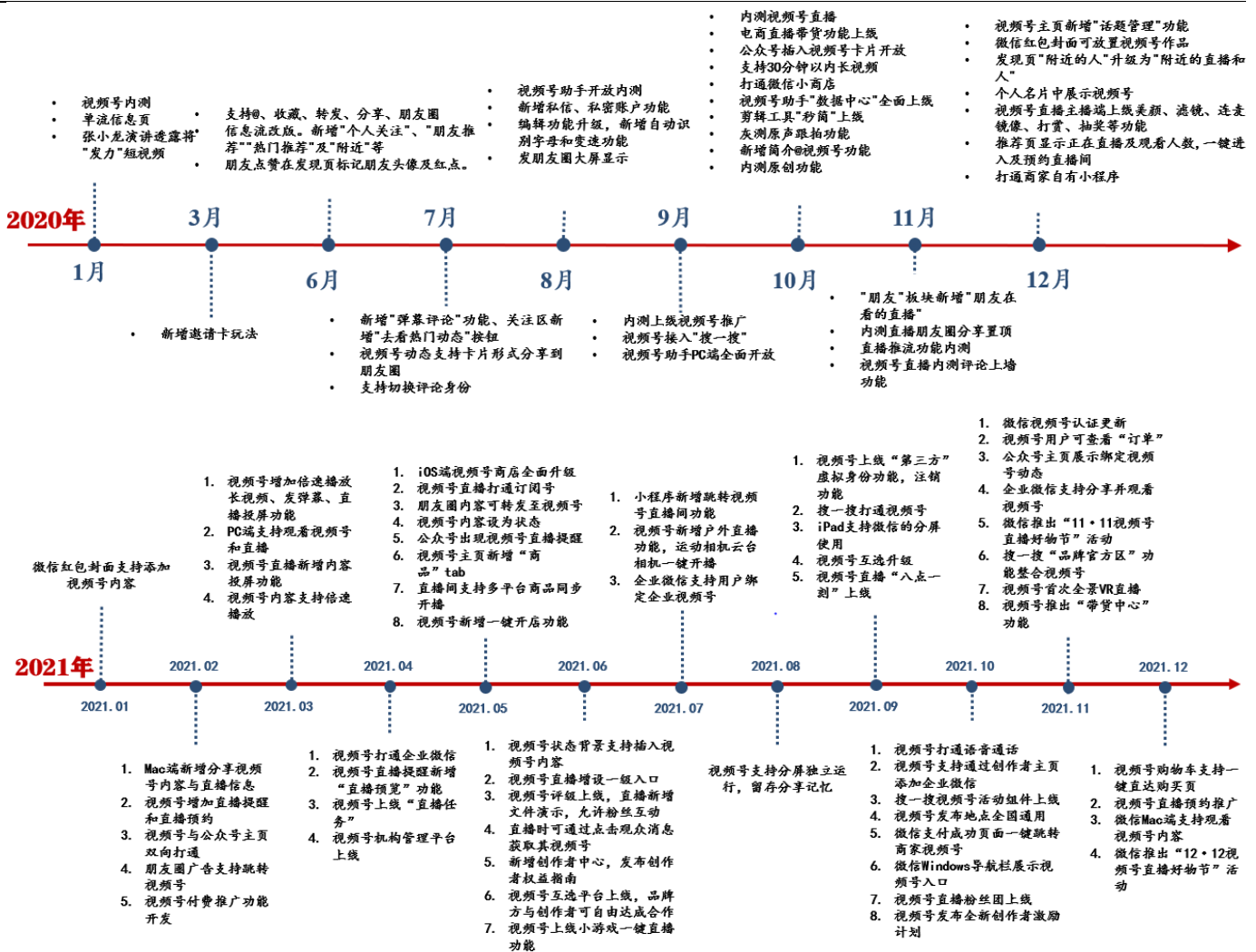


资料来源：微信 App，华安证券研究所整理

1.4 视频号上线迭代迅速，基础功能打磨完善商业化全面提速

视频号 2020 年正式上线，1 年之内迅速完成产品框架搭建与基础功能迭代。2020 微信公开课微信事业群总裁张小龙提出发力短内容开始，2020 年 1 月 22 号微信视频号正式内测，上半年聚焦产品框架搭建，先后上线基础内容及发布分享功能，包括支持@、收藏、转发、分享、朋友圈等，20 年 6 月 DAU 已经达到 2 亿；下半年视频号加速基础功能迭代，一方面进一步完善内容编辑及分享功能，包括新增弹幕评论、支持卡片分享等，另一方面开始搭建视频号账号体系，包括新增私信和私密账号、打通个人名片、切换评论身份等，此外视频号逐步与微信生态打通，先后接入搜一搜、微信小商店、商家自有小程序等，全年累计迭代版本 33 次、释放功能 40+，推动视频号用户规模快速增长。

图表 15 2020-2021 年微信视频号发展沿革

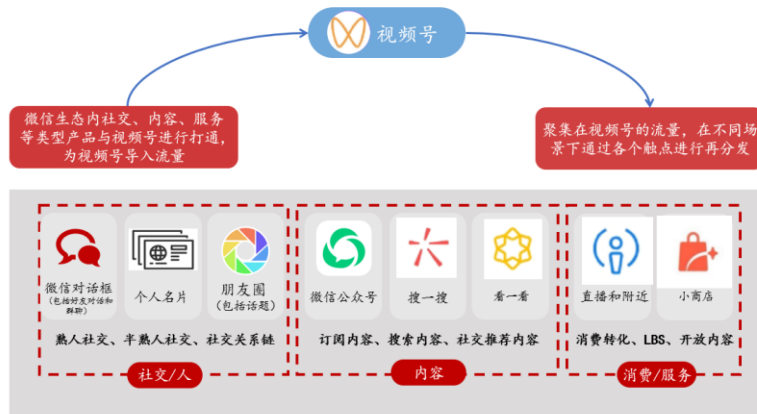


资料来源: 视灯研究院, 华安证券研究所整理

视频号直播增设一级入口，全面打通微信生态奠定商业化基础。进入 2021 年上半年，微信视频号进一步迭代基础功能并持续与微信生态打通，先后与公众号、小程序、企业微信实现打通，同时 6 月直播升级为一二级入口，入口位置位居朋友圈、视频号之下，可见其在微信生态中的战略地位显著提升，根据视灯研究院，上半年视频号能力和入口更新达到 23 项、推动视频号 DAU 提升至 3 亿；下半年，视频号进一步加强与朋友圈、公众号、企业微信、小程序的联动，分享至朋友圈的视频号内容可以直接打开视频观看并且进入创作者主页，视频号主页亦能直接添加企业微信，同时视频号互选平台上线与视

视频号购物车与购物页打通标志着广告、电商等变现基建逐步成熟，为商业化的开启打下良好根基。

图表 16 视频号与微信生态中人、内容和服务等触点全面构建链接



资料来源：新榜研究院，华安证券研究所整理

1.5 视频号糅合社交与算法推荐形成独特公私域生态

视频号以微信社交关系为根基，社交推荐与算法推荐结合形成独特公私域生态。视频号作为微信的全新内容组件，内测初期尝试规模使用算法推荐，受制于用户、内容及创作者数量限制推荐效果不佳，20年5月视频号新版本开始基于社交关系进行推荐，依托于微信生态成熟的社交关系进行冷启动，推动视频号用户数量及内容生态逐步爬坡，视频号用户数快速迈过2亿 DAU 大关。随着视频号功能不断迭代，目前视频号主要涵盖关注订阅、朋友点赞、机器推荐、地理位置四大场景，朋友点赞主要承接微信熟人社交关系进行朋友点赞的内容推送，推荐主要基于算法引擎为用户匹配感兴趣的或者热点内容，地理位置同样基于 LBS 为用户匹配周边内容，而关注订阅则将算法或 LBS 推荐的内容转化为订阅关注。结合微信披露的数据，目前视频号 VV 占比仍然以“朋友”为主，未来随着内容丰富度越来越高，用户与内容进一步反哺机器引擎，未来“推荐”VV 占比将进一步提升。

图表 17 视频号目前以社交推荐为核心流量分发逻辑



资料来源：腾讯广告《微信视频号介绍及商业玩法》，华安证券研究所整理

视频号分发机制更利于长尾内容分发，适合广告、直播带货等变现方式。相较于短视频龙头抖音、快手，视频号目前用户体量已仅次于抖音、高于快手，但用户时长较两者仍有较大差距，主要由于内容生态尚未完全成熟，尤其是创作者数量仍较抖音、快手有量级上的差距。内容生态上，视频号分发机制凸显去中心化，以社交推荐+算法推荐为主，同时相对淡化人工运营，令其更有利于创作者的冷启动与长尾内容的分发，纯素人不需要依靠平台流量倾斜或者主动向平台“买量”就能依靠社交关系朋友推荐获得基础曝光，正正符合微信团队“人人都能表达”的核心理念；与之相比，抖音分发逻辑更中心化，侧重人工运营，粉丝量级较大的头部创作者占据平台的主要曝光量，头部优质内容能够获得充分曝光但中长尾内容难以获得曝光机会，而快手分发逻辑相对去中心化，通过算法推荐+基尼系数的分发机制、相对弱人工运营令其同样有利于中长尾内容分发。因此，抖音形成的公域流量生态更有利于以信息流广告为核心的变现模式，而视频号、快手形成更私域流量生态则令其更契合直播带货、直播打赏等变现模式。

图表 18 视频号与抖音快手分发机制、用户生态及商业化生态对比

平台	视频号	抖音	快手
Slogan	记录真实生活	记录美好生活	拥抱每一种生活
用户规模	DAU 5 亿	DAU 6.5 亿	DAU 3.2 亿
用户时长	约 35 分钟/日	约 107 分钟/日	约 119 分钟/日
运营机制	弱人工运营	重人工运营	弱人工运营，近年加强运营
分发机制	(1) 去中心化 (2) 社交推荐+算法推荐 (3) 社交关系权重高 (4) Tab, 点赞量, 评论量, 关注量, 完播率	(1) 中心化 (2) 算法推荐 (3) 社交关系权重低 (4) 完播率>点赞量>评论量>转发量	(1) 相对去中心化 (2) 算法推荐+基尼系数 (3) 社交关系更高权重 (4) 评论量>转发量>点赞量
用户生态	用户城际分布均衡，互动性较低，被动接受社交关系内容推送，同时接受机器推荐内容推送，有利于长尾内容分发。	一二线用户占比高，粉丝互动性低，被动接受机器推荐内容为主，有利于头部内容充分曝光。	下沉用户占比高，粉丝互动性高，用户可主动选择观看内容，有利于中长尾内容分发。
创作者生态	相对均衡，注重中腰部创作者流量分配	头部化，粉丝量大的头部创作者占据主要流量	相对均衡，注重中腰部创作者流量分配
商业化变现	适合私域流量变现，包括广告、直播带货、直播打赏等。	适合公域流量变现方式，例如信息流广告。	适合私域流量变现方式，例如直播打赏、直播带货、广告等。

资料来源：抖音数据报告，快手财报，视灯研究院，卡思数据，QuestMobile，华安证券研究所整理

2 视频号内容生态渐丰，中长期用户空间广阔

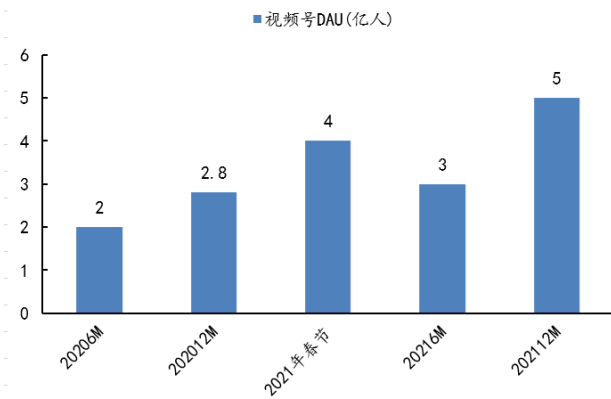
2.1 视频号用户快速渗透，迭代速度远超其他内容组件

视频号上线 2 年 DAU 已达 5 亿，迭代速度远超微信其他内容组件。视频号自 20 年 1 月正式内测开始，依托于微信生态流量加持与基础功能快速上线，上半年用户规模已快速实现 DAU 2 亿人，下半年随着产品功能不断迭代以及逐步打通微信各大入口，DAU 提升至 2.8 亿人。2021 年春节期间，视频号与微信红包打通，红包封面故事可选择已发表的视频号内容，同时封面故事可跳转至视频号中，依托于节日

营销拉新下视频号 DAU 一度达到 4 亿人，较 1 年前上线初期已实现翻倍；2021 年下半年，视频号作为原子化内容组件与微信生态不断打通，与公众号、搜一搜、小程序、企业微信、朋友圈等内容组件深化链接后，根据视灯研究院，21 年末视频号 DAU 达到 5 亿+，同比+78%，测算其在微信生态渗透率已达到 40%+，渗透率仅次于朋友圈。

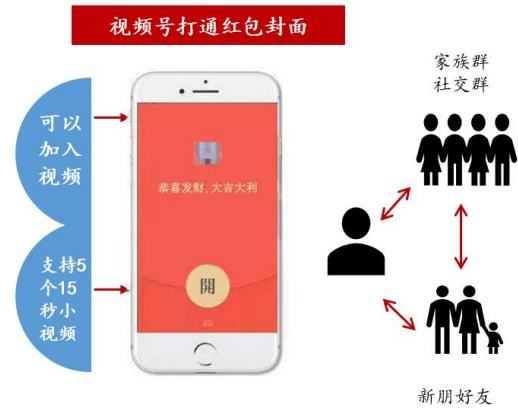
横向对比，微信小程序自 2017 年 1 月 9 日正式上线，17 年末 DAU 达到 1.7 亿，上线 2 年小程序 DAU 规模为 3.3 亿人，上线 4 年至今小程序 DAU 规模预计达到 4.5 亿人，测算其微信生态渗透率约 40%+，但用户规模及渗透率均被上线仅仅 2 年的视频号所超越，可见视频号自身迭代速度远超微信生态的其他成熟内容组件。

图表 19 2020-2021 年视频号 DAU 规模



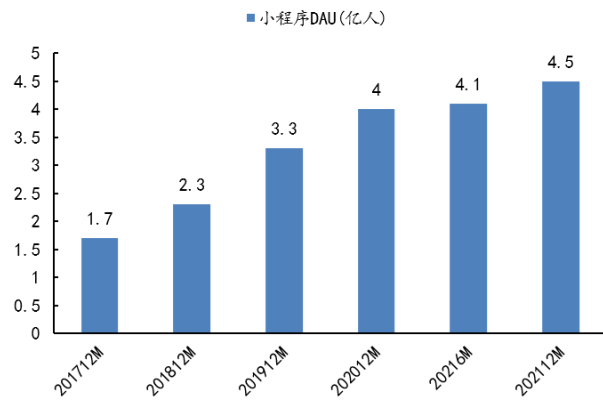
资料来源：视灯研究院，华安证券研究所

图表 20 2021 年春节红包封面可选择视频号内容



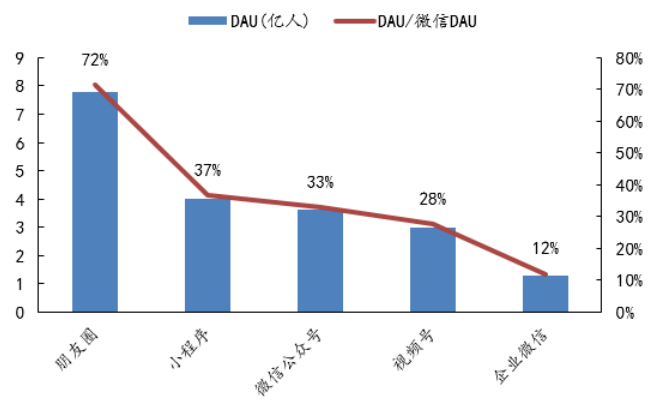
资料来源：微擎团队，视灯研究院，华安证券研究所整理

图表 21 2017-2021 年微信小程序 DAU 规模



资料来源：历年微信公开课，华安证券研究所

图表 22 微信生态主要内容组件 DAU 及渗透率测算



资料来源：2021 微信之夜，华安证券研究所

2.2 视频号鼓励人人记录创作，致力打造丰富多元内容生态

2.2.1 视频号着眼用户真实需求，扶持创作者补足垂类内容

视频号回归用户表达需求，内容生态整体向好。视频号官方 Slogan 为“视频号是一个人人可以记录和创作的平台”，张小龙曾表示视频号希望的是人人都能表达，而不是只有网红和大 V 的表演，而 2022 微信公开课 PRO 中微信团队强调视频号的核心内容生态理念为“回归到用户本身的需求”，由此可见，视频号尊重内容的真实性与多样性，务求满足不同用户在不同场景的不同表达需求，希望平台最终

形成百花齐放的内容生态。为此，视频号通过与微信生态全面打通，提供公域、私域、互通入口中触达视频号的方式，满足用户在不同场景下的表达需求，为用户进行自由表达和创作打下基础。

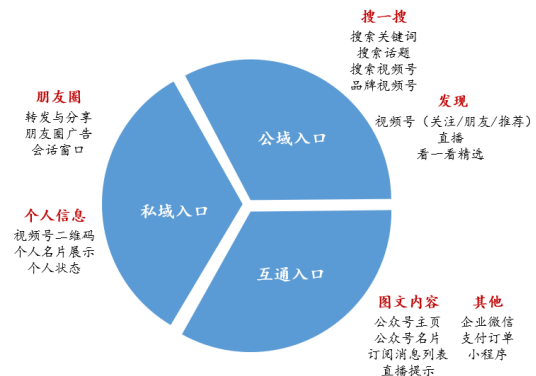
另一方面，根据视灯研究院统计，2021年视频号月度 Top 500 账号累计发布作品超过 50 万，累计获赞数达到 22 亿+，累计评论数 6500 万+，过去 12 个月 Top 500 账号榜单更替率保持在 50% 以上。相似地，根据新榜统计，21 年初 7 天内点赞数达到 10W+ 的作品占比仅仅为 33.3%，年末已经提升至 90.8%，较年初环比 +57.5pct，可见视频号整体内容创作群体在快速壮大，同时用户对于内容的认可度和参与度亦持续提升，内容生态正朝着视频号内容定位持续迈进。

图表 23 微信与视频号 Slogan 对比



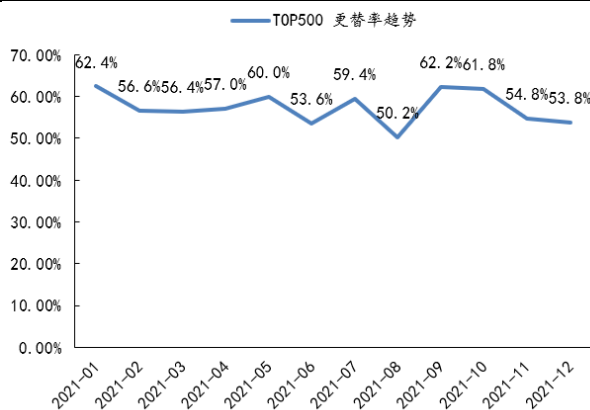
资料来源：微信派，2021 微信之夜，华安证券研究所整理

图表 24 视频号多元触达方式满足不同用户需求



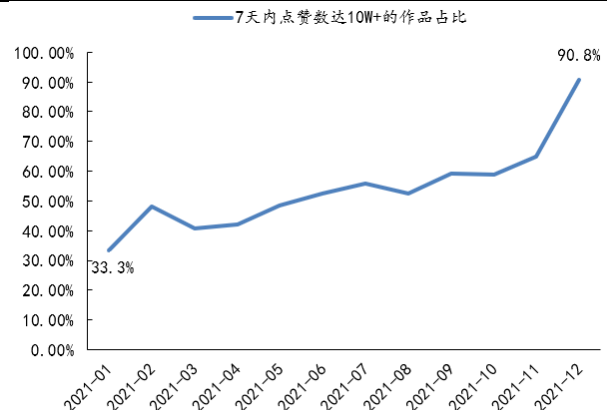
资料来源：视灯研究院，华安证券研究所

图表 25 2021 年视频号 Top 500 账号更替率



资料来源：视灯研究院，华安证券研究所整理

图表 26 2021 年视频号 7 天内点赞数达 10W+ 作品占比

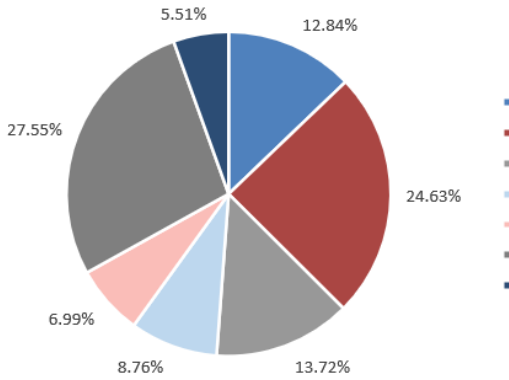


资料来源：新榜研究院，华安证券研究所

视频号兼容长短视频，短视频占据主导中长视频具发展潜力。进一步分析视频号内容生态，从内容形态上来看，视频表达被微信视作下一个十年内容领域表达的主题，而视频号作为承载视频和流媒体的载体，本身并不分短视频、长视频，前者对应视频号用户碎片化的消费场景，后者则对应用户连续长时间的消费场景，因此长短视频在视频号中是兼容并存的。根据友望数据，目前视频号内容形态丰富，目前仍然以 60S 以内的短视频为主，其中 21 年创作者最热衷创作的是 50-60S 视频，作品时长占比高达 27.55%，其点赞 10W+ 作品的时长占比更是高达 29.84%，相对 10-20S 的短视频 50S 或以上的中长视频制作更加精良、用户认可度更高，随着平台内容生态不断壮大与变现模式愈发成熟，未来有望吸引更多专业创作者参与制作

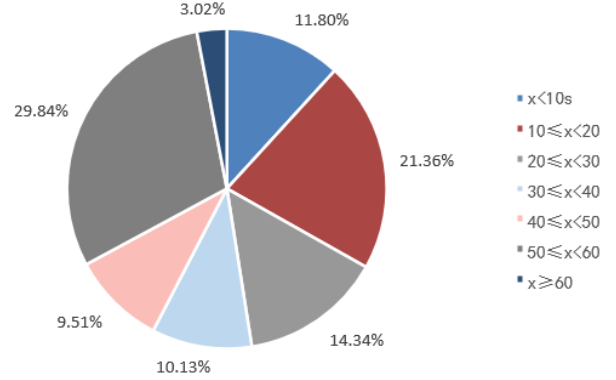
中长视频，平台短中长视频内容形态都将均衡发展。

图表 27 视频号作品时长分布



资料来源：友望数据，华安证券研究所整理

图表 28 视频号点赞 10W+ 作品时长分布

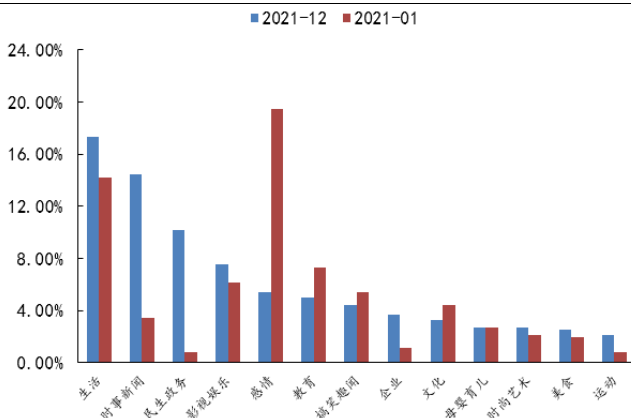


资料来源：友望数据，华安证券研究所

视频号内容品类有所丰富，垂类专业创作者仍有待补足。从内容品类来看，2020 年视频号内容生态搭建初期内容类型以情感、生活、音乐为主，三者合计占比达到 43.6%，主要由于平台仍处于冷启动阶段，更多以社交关系形成的日常内容为主，而更专业化、更具广告价值的内容类型相对缺失；2021 年视频号内容中生活、时事政务、民生政务、影视娱乐占比较 20 年有明显提升，其中时事新闻、民生政务类账号占比合计 25.0%，较 1 月初大幅提升+20.8pct，运动、汽车、游戏、时尚艺术等垂类账号占比提升并新增财经、房产类等垂类账号，平台整体内容类型较上一年有明显丰富。

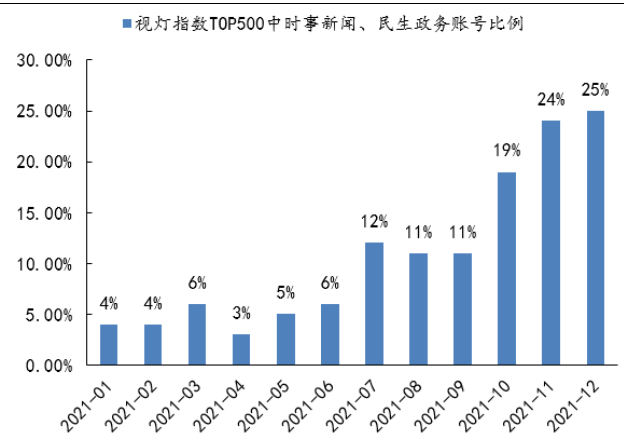
另一方面，从账号属性来看，视频号创作者账号目前以黄 V、未认证账号、蓝 V 为主，21 年账号占比分别达到 36.64%、35.46%、19.45%，其中未认证账号作品占比则高达 40%，而以新闻媒体、企业机构、品牌为主的蓝 V 账号作品数占比亦达到 31.20%。由此可见，视频号平台仍然以非专业创作者为主，尽管大量官方媒体进驻推动时事新闻、民生政务等内容品类快速发展，但更多垂直品类的认证创作者仍待挖掘，美妆、健康、动漫、母婴婴儿等热门垂类领域仍相对空白，平台内容品类仍待进一步补足。

图表 29 视频号 Top 500 账号内容类型及占比



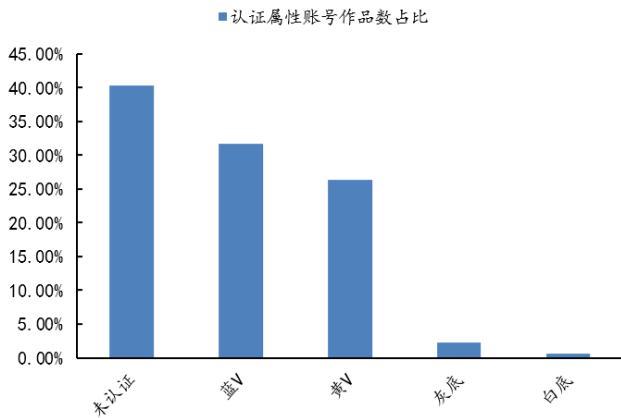
资料来源：视灯研究院，华安证券研究所整理

图表 30 视频号 Top 500 账号中时事新闻、民生政务占比



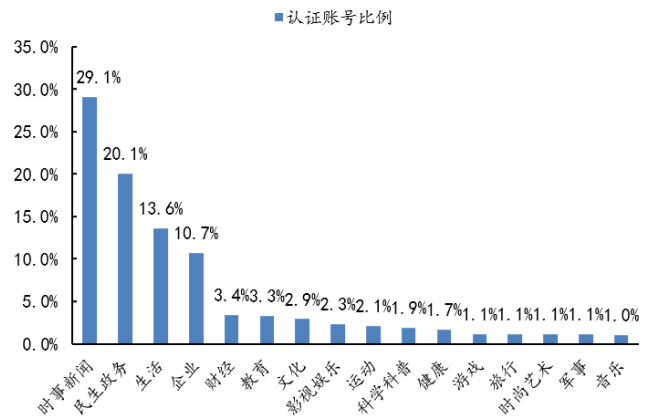
资料来源：视灯研究院，华安证券研究所

图表 31 视频号认证属性各类账号作品数占比



资料来源：视灯研究院，华安证券研究所整理

图表 32 视频号 Top 500 账号认证账号类型分布

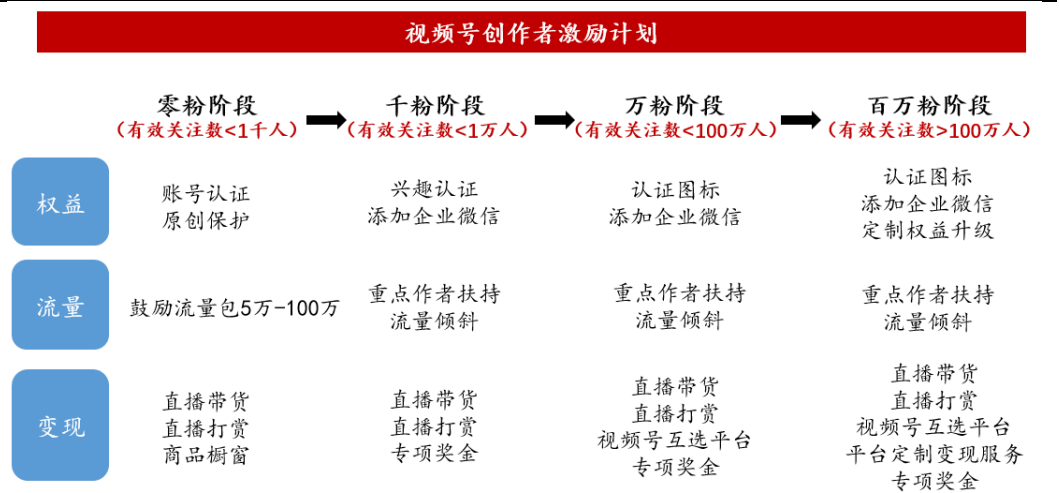


资料来源：视灯研究院，华安证券研究所

视频号推出创作者激励计划，多维度扶持内容创作者专业化成长。 务求进一步壮大视频号创作者生态，视频号持续探索创作者激励机制，21年7月视频号曾推出“北极星计划”，尝试通过现金和流量奖励邀请在其他平台已有粉丝积累的网红大咖进驻，但头部KOL与成熟平台已深度绑定难以撬动。2021年12月，视频号再次推出创作者激励计划，目标让1000万名原创作者有流量，让100万名优质创作者有收入，给予创作者完整的成长体系。相较“北极星计划”，本次创作者激励计划更具普适性，分别给予零粉、千粉、万粉、百万粉阶段的创作者以定制权益、流量扶持和变现权益，重点打造视频号互选平台万粉以上成熟创作者的变现方式；同时，视频号新增职业认证词条60个、新增兴趣认证词条6个，推动内容创作者专业化发展，有助于针对性补足平台相对缺失的内容品类，令平台内容生态更加健康。

直播方面，视频号尽可能让利创作者，基于新主播抽佣优惠及冷启动流量包，鼓励新主播开播成长；同时，视频号给予商家直播技术服务费豁免，在每场直播中平台为持续拓展私域的商家匹配公域流量，目标未来1年通过流量激励扶持不少于10万个优质商家拓展私域，丰富直播内容供给并完善流量生态闭环。

图表 33 视频号创作者激励计划



资料来源：微信视频号创造营，2022 微信公开课 PRO，华安证券研究所整理

图表 34 视频号创作者职业认证词条进一步丰富

认证类目	认证词条
娱乐	编导、导播、艺术指导、武术指导、特技演员、萨克斯风演奏者、琵琶演奏者、敲击乐演奏者
体育	帆船/雪车/短道速滑/越野滑雪等 12 个项目的运动员/教练/裁判
人文艺术	脱口秀演员、喜剧演员、曲艺演员、书画家
财经	风险管理师
游戏动漫	电竞解说员、电竞陪练师、模型制作师、动画制作师、渲染师
健康医疗	康复治疗师
餐饮	评茶师
建筑工程	监理工程师、园林工程师
科学科普	馆员
自媒体/博主	剧情、家居、心理、国风
主播	音乐、娱乐

资料来源：视灯研究院，华安证券研究所整理

2.2.2 视频号直播战略地位升级，丰富直播形式探索直播新场景

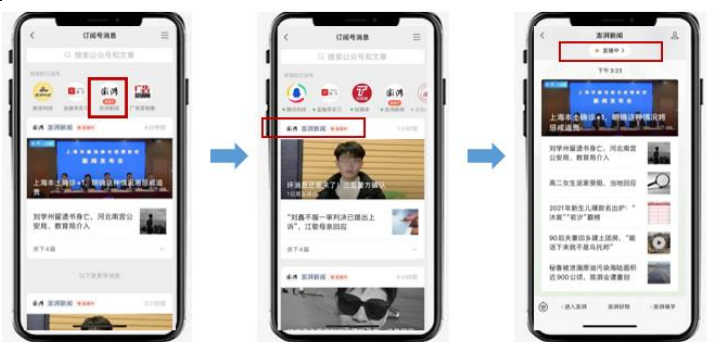
直播增设一级入口战略地位升级，打通内容组件丰富直播内容生态。2021 微信之夜中张小龙曾提出直播相较短视频生产门槛更低，是未来个人表达的重要方式，因此视频号一直重视直播功能与内容建设。直播功能自 20 年 10 月上线以来，直播基础功能包括美颜、连麦、打赏、推出购物车、打通小商店等不断完善，21 年 6 月视频号直播从“附近的直播和人”中独立升级为一级入口，在“发现”页中具有与朋友圈、视频号同等级的流量入口，可见其战略地位有显著提升，而下半年视频号直播与公众号进一步打通，叠加直播任务上线、直播上线提醒、PC 端观看直播、预约推广等功能先后补足，微信生态原有内容组件与直播模块进一步打通，直播内容亦更加丰富，为视频号商业化闭环落地夯实基础。

图表 35 视频号直播升级为发现页一级入口



资料来源：友望数据，华安证券研究所整理

图表 36 视频号直播与公众号进一步打通



资料来源：友望数据，华安证券研究所

视频号直播类型丰富，日常社交型直播占据主导。进一步分析视频号直播生态，从直播类型来看，视频号直播可分为带货类直播、品宣类直播、社交型直播、资讯型直播，直播类型相对丰富，但直播开播频率与观看量仍有待提升。从主播类型来看，根据友望数据，日常生活主播数量及场次占比达到 44.63%、36.10%，高居各类直播内容之首，游戏、教学紧随其后，而颜值、才艺观看热度遥遥领先，热度占比分别达到 52.20%、32.75%，单场直播热度 Top 7 均为颜值、才艺主播，Top 1

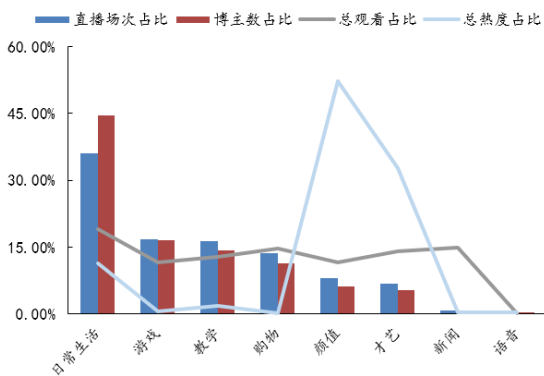
“淼淼爱唱情歌”为颜值主播，单场直播热度高达 2747 万，可见视频号直播生态仍然以日常社交型直播为主。

图表 37 视频号主要直播形式及特点



资料来源：新榜研究院，华安证券研究所整理

图表 38 视频号直播场次、博主、总观看及总热度分布



资料来源：友望数据，华安证券研究所整理

图表 39 视频号直播单场直播热度 Top 7

单场直播热度Top 7	
视频号	单场直播热度(万人)
淼淼爱唱情歌	2747
凡家荣儿	2032
叶纯Eva. 819	1922
傅傅8687	1666
曦岩a	1500
凡达直播号	1360
小师妹6166	1236

资料来源：友望数据，华安证券研究所

视频号天然契合资讯型直播，持续探索泛知识、音乐会丰富直播生态。除了社交型直播，视频号天然契合资讯型直播，一方面微信用户高度关注新闻热点类内容，另一方面社交生态及其信任关系天然利于新闻直播或热点咨询快速传播，视频号融入微信生态后受益于强时效性与强传播性吸引大量新闻媒体进驻，21年9月超过465家媒体直播报道“孟晚舟回国”，“央视新闻”直播间在线观看人数高达1569.2、点赞量超过1.1亿次，吸引越来越多的新闻媒体在视频号开展新闻直播。与此同时，视频号亦积极探索全新的直播品类和直播场景，视频号打造了“八点一刻”泛知识类直播节目，邀请公众号大V进行知识普及并联合高效开展公开课，同时视频号联手“西域男孩 Westlife”开展“西域男孩——所爱越山海”视频号独家直播演唱会，首场演唱会观看人数即接近2800万、点赞量达到1.6亿次，未来随着视频号不断探索更多内容品类与场景，视频号直播内容生态有望不断壮大。

图表 40 众多新闻媒体在视频号开展新闻直播



资料来源：视灯研究院，华安证券研究所整理

图表 41 央视新闻为直播观看人数超过 50W 场次最多博主

直播观看人数50W+场次最多博主TOP10 (部分博主直播时长超24小时)	
视频号	行业
央视新闻	时事政务
重庆小洋	生活
张导带你游北京	旅游
农村大嗓门	音乐
Apple产品南天旗舰店	科技
英雄联盟职业联赛	游戏动漫
农村歌手橙九月	音乐
JJ斗地主	游戏动漫
我们视频	时事政务

资料来源：友望数据，华安证券研究所

2.3 视频号突破内容组件界限，中长期潜在用户空间广阔

视频号中期对标朋友圈 DAU 目标 7.8 亿，长期对标微信 DAU 有望突破 11 亿。随着视频号与微信生态不断融合，基础功能不断迭代与内容生态日趋成熟，视频号用户规模有望不断壮大，而视频号作为微信生态的内容组件而非短视频应用，应从微信生态及其他内容组件的维度分析视频号用户空间。

1) 短期来看，视频号聚焦“短内容”，公众号则更多体现“长内容”，因此视频号从内容组件维度短期对标公众号，目前视频号 DAU 已经达到 5 亿，视灯预计 22 年视频号 DAU 将突破 6 亿，而 2020 年微信公众号 DAU 仅仅 3.6 亿，结合近年来微信公众号更新进度，预计视频号用户规模已超过微信公众号，基本完成第一阶段用户目标；

2) 中期来看，视频号作为最原子化的内容组件，承载视频和流媒体内容形态，与微信生态其他内容组件天然融合，预计视频号中期用户规模将超过微信生态其他成熟内容组件，2020 年朋友圈用户规模高居主要内容组件之首，DAU 达到 7.8 亿人，版本更新缓慢用户规模基本平稳，因此视频号对标朋友圈中期 DAU 有望突破 7.8 亿；

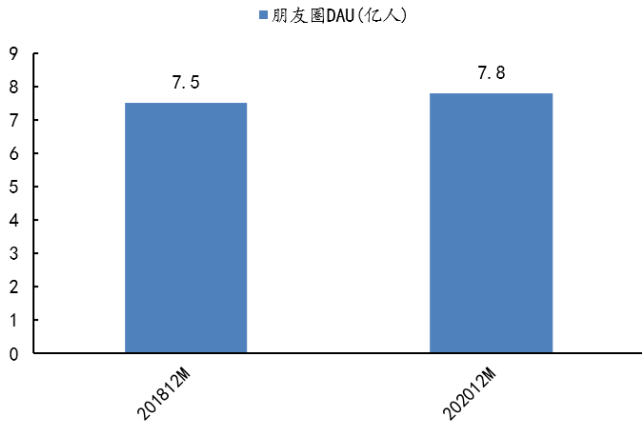
3) 长期来看，视频号希望给予每个人一个公开身份，打造独立于微信 ID 的另一套账号体系——视频号 ID，视频号潜在用户规模天花板则对应微信用户规模，根据 2021 微信之夜披露的微信 DAU 为 10.9 亿人，长期来看视频号 DAU 对标微信有望达到 11 亿人。

图表 42 微信重大版本及核心内容模块更新进程



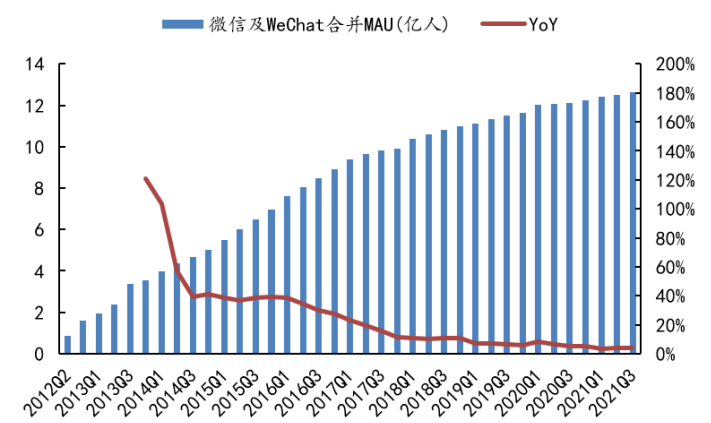
资料来源：微信官网，企业微信官网，历年微信公开课，腾讯新闻，36 氪，IT 之家，华安证券研究所整理

图表 43 2018-2020 年朋友圈 DAU



资料来源：历年微信公开课，华安证券研究所整理

图表 44 2012-2021 年微信 MAU 及同比



资料来源：公司财报，华安证券研究所

3 视频号商业化提速，广告矩阵与电商闭环成形

3.1 视频号打通微信生态加速广告、电商、直播变现

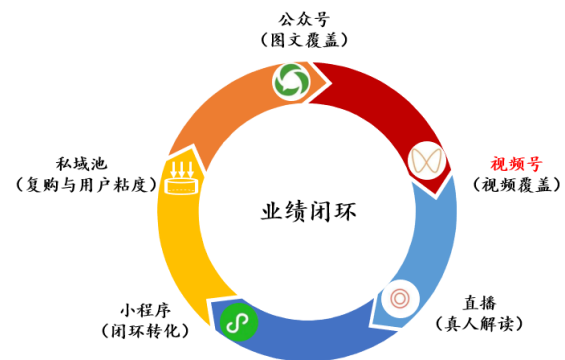
视频号变现以广告、电商和直播打赏为主，打通微信生态加速商业化探索。视频号自 20 年 10 月打通微信小商店、上线直播带货功能开启商业化探索，21 年视频号与公众号、小程序、企业微信等先后打通以及直播任务、视频号互选平台、视频号机构管理平台等先后上线，视频号商业化全面提速。目前，视频号商业化形式以广告、电商、直播打赏为主，辅以知识付费、本地生活等。随着视频号与微信生态持续打通，微信生态“视频号+直播+小程序+小商店+社群+公众号”转化闭环形成后，转化链路较以往显著缩短，视频号作为微信生态中重要触点未来有望持续探索出更多的变现场景。

图表 45 视频号主要变现形式



资料来源：新榜研究院，华安证券研究所整理

图表 46 视频号打通微信生态形成转化闭环



资料来源：2022 微信公开课 PRO，华安证券研究所

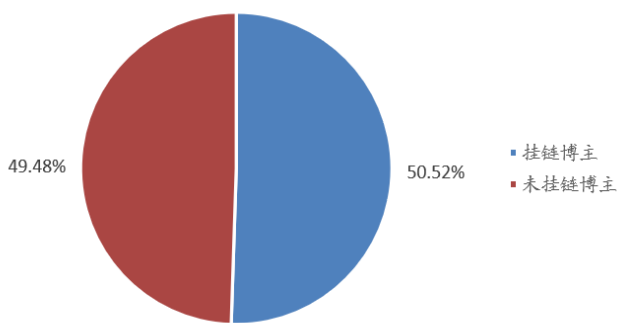
3.2 广告：产品矩阵日趋完善，付费推广与互选平台上线打开信息流广告空间

挂链为视频号最原始广告形态，成为微信内部重要引流工具。广告为视频号最初探索的商业化模式，背靠微信生态及其成熟的广告系统，视频号迅速与微信生态其他内容组件打通，而挂链广告则为视频号最原始的商业化形态，通过在视频文案区挂上广告链接，通过链接跳转为外部公众号实现引流。从博主端来看，根据友望

数据，目前挂链博主数量达到 50.52%，新视数据显示 Top 500 创作者中使用挂链账号占比则达到 70.2%；其中，生活、教育、人文艺术类博主挂链占比最高，生活类博主发布作品时选择挂链占比达到 11.82%，主要由于平台创作者生态仍然以社交关系生活类创作者为主。

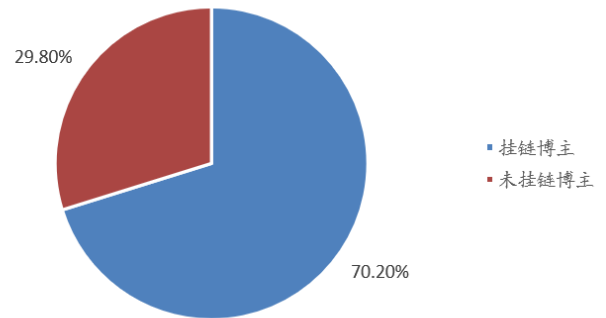
从广告主端来看，培训教育、服饰鞋包、图书乐器是最主要的挂链视频内容类别，其中培训教育类挂链广告作品占比、博主占比分别高达 46.57%、33.13%。挂链效果上，21 年 4 月视频号被挂链文章较未挂链公众号文章阅读量提升+54%，由此可见挂链作为最简单、最常见的广告形式已为博主和广告主广泛接受，成为微信生态内部引流的重要工具。

图表 47 2021 年视频号博主挂链情况



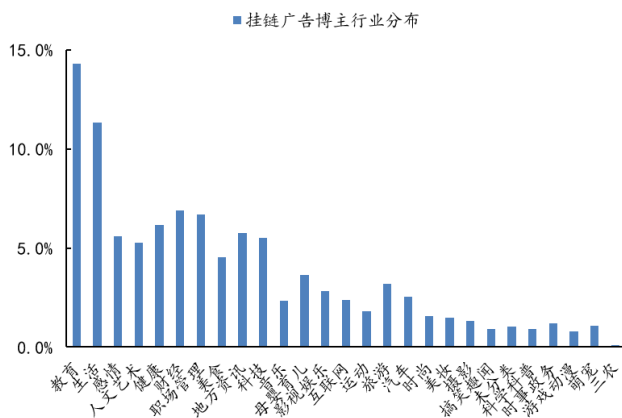
资料来源：友望数据，华安证券研究所整理

图表 48 21 年 4 月视频号 Top 500 博主挂链情况



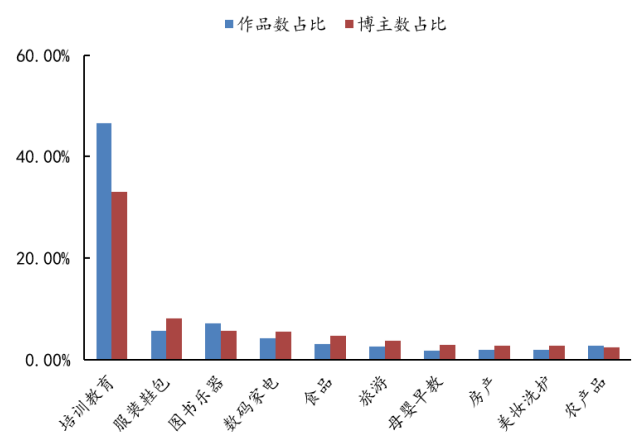
资料来源：新视，华安证券研究所

图表 49 2021 年视频号挂链博主行业分布



资料来源：友望数据，华安证券研究所整理

图表 50 2021 年挂链广告内容分布



资料来源：友望数据，华安证券研究所

视频号付费推广功能不断迭代，拓宽投放场景加速内容生态正循环。20 年 9 月，视频号付费推广业务正式上线，广告主可按年龄、性别、地区筛选推广人群，结合自定义的曝光时间、提升目标、朋友圈文案等将内容投放到朋友圈中，21 年 2 月微信推广平台上线支持 MP 端自助投放，付费推广功能在投放模式、投放场景、投放端口等方面不断丰富，广告产品矩阵基本成型。

从投放模式来看，目前视频号付费推广支持竞价投放模式支持竞价投放、合约投放两种投放模式，投放渠道上支持移动端、PC 端投放，广告主只需要“开户——充值——创建广告——素材审核”四个步骤即刻完成投放，投放专业性及便捷性均有明显提升；从投放样式来看，目前视频号已支持视频、直播间、直播预约等形

式推广，在朋友圈外层曝光后可跳转至视频播放页、直播间、直播预约页，继而完成视频或直播的浏览与关注转化，视频号推广形式多样化亦将加速视频号内容生态建设，加速内容创作与创作者变现的正向循环。

图表 51 视频号付费推广功能上线

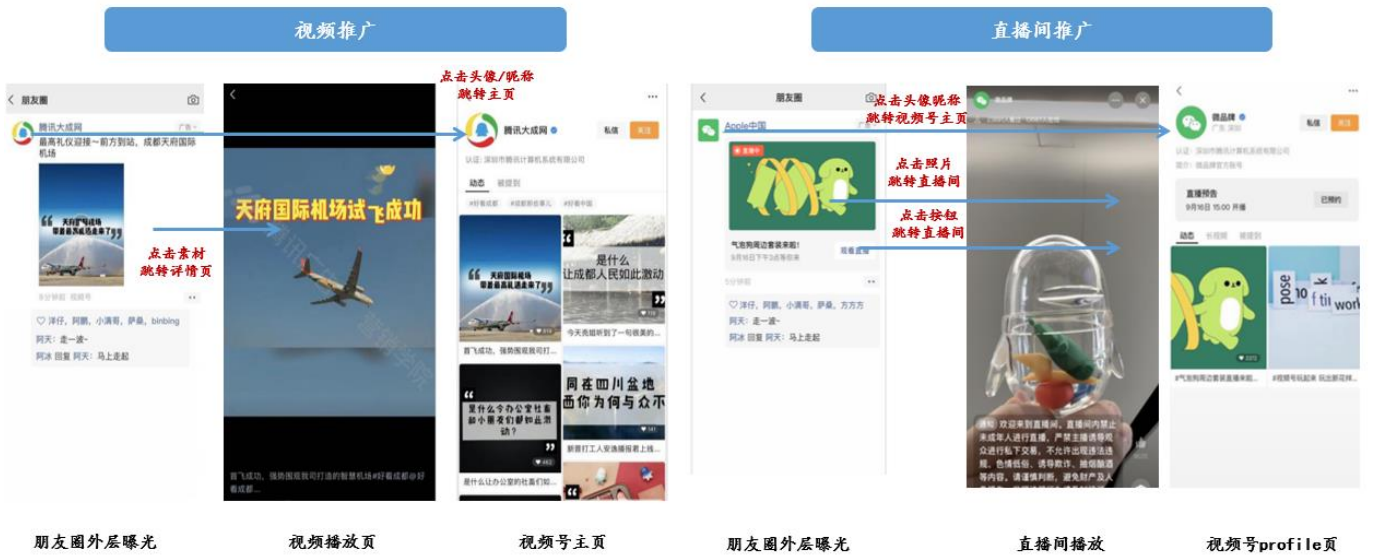
图表 52 视频号付费推广投放模式



资料来源：视灯研究院，华安证券研究所整理

资料来源：腾讯广告《推广我的视频号》，华安证券研究所

图表 53 视频号视频推广、直播间推广样式概览



资料来源：腾讯广告《视频号商业化产品能力介绍》，华安证券研究所整理

互选平台上线增添创作者变现渠道，内容丰富度提升信息流广告空间广阔。

2021年7月，视频号互选平台正式上线，平台与品牌方基于TA重合度筛选内容创作者后，品牌方与创作者进一步结合品牌内容深度定制精准种草、话题联动、组合营销等推广方案与营销策略。目前，平台仅仅抽成10%，通过撮合品牌方与创作者，帮助品牌主与实现更好的内容种草，同时创作者变现渠道进一步丰富下内容创作积极性有望进一步提升，丰富视频号及直播内容供给。

另一方面，视频号目前流量分发以社交推荐为主、机器推荐为辅，其中视频号大盘朋友赞页VV是推荐页的2倍以上，活跃用户中关注页、推荐页、朋友赞页VV比重为1:2:9。随着创作者激励计划与视频号互选平台上线，用户内容创作意愿有望明显提升，推动平台内容丰富度进一步提升，叠加视频号推荐算法不断打磨，

对应推荐页 VV 占比有望逐步提升，视频号信息流广告将成为未来视频号广告收入的核心支撑。

图表 54 品牌方与创作者深度合作形式与营销策略



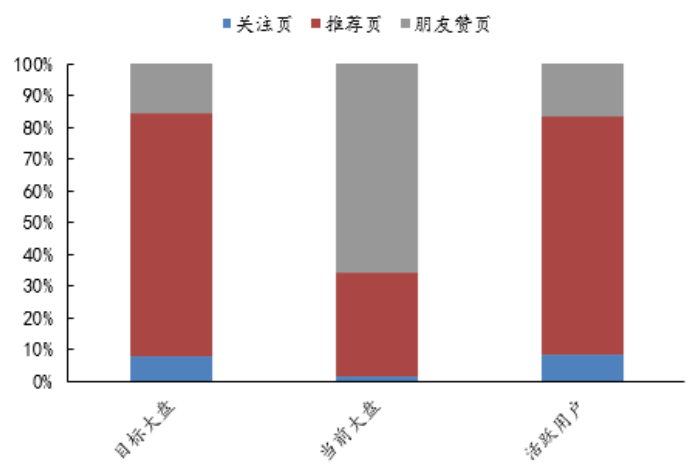
资料来源：克劳锐，华安证券研究所整理

图表 55 视频号互选平台基于 TA 重合度筛选账号



资料来源：视灯研究院，华安证券研究所整理

图表 56 视频号大盘及活跃用户三大页面 VV 占比



资料来源：2021 微信之夜，华安证券研究所
(注：当前大盘关注页 VV 占比极低，可忽略不计)

3.3 电商：电商闭环初成形，巩固私域生态打开 GMV 天花板

直播电商闭环初步成形，创作者参与度推动电商生态活跃度提升。视频号于 20 年 10 月正式上线微信小商店功能，小商店模块类似抖音商品橱窗，可在视频号个人主页展示商店并在直播间中直接售卖商品，标志着视频号正式开启带货功能，其中个人和企业均可“0 元入驻，快速开店”，接入第三方带货系统后即可实现第三方商品在直播间购物车上架销售，大幅降低创作者直播带货门槛；20 年 12 月，视频号与微信小程序进一步打通，依托微信生态视频号初步形成直播电商交易闭环，直播电商迎来快速发展。

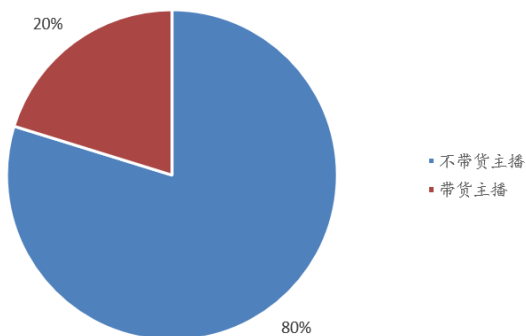
根据友望数据，21 年直播带货的主播占比为 20.22%，直播带货场次占比为 30.27%，但下半年直播带货场次占比较上半年环比提升+12.42pct，随着视频号直播功能迭代升级以及与微信生态进一步打通，以及“11.11 视频号直播好物节”、“12.12 视频号直播好物节”等更多电商活动催化，越来越多博主将开始尝试视频号直播带货，推动微信电商生态活跃度明显提升。

图表 57 视频号打通小程序打造直播电商交易闭环



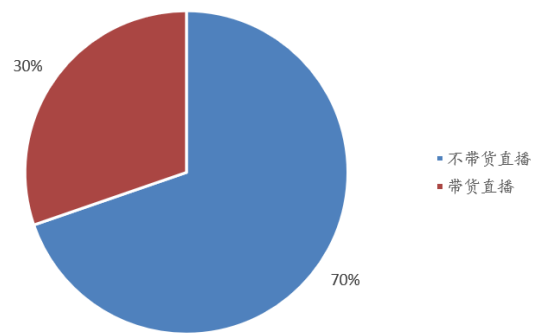
资料来源：新榜研究院，华安证券研究所整理

图表 58 视频号带货及不带货主播占比



资料来源：友望数据，华安证券研究所整理

图表 59 视频号带货及不带货场次占比

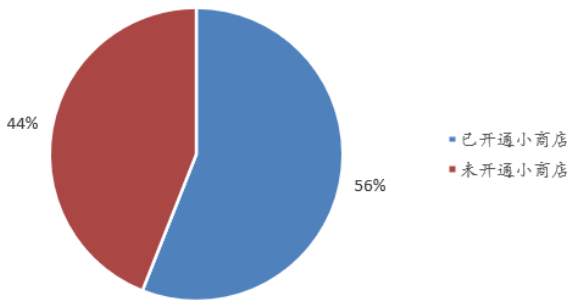


资料来源：友望数据，华安证券研究所

小商店有效缩短带货交易链条，主播与商品生活化非标品占比有望提升。进一步分析直播电商生态，从商品来源来看，根据百准数据，2021年万粉以上已认证视频号开通小商店占比达到56%，而直播带货商品来源分布中小商店占比高达84.21%，自营商场、拼多多、京东等合计占比不足10%，视频号打通小商店/小程序显著缩短了微信生态直播带货链条，而小商店的高占比反映用户与创作者逐步认可视频号的电商闭环，未来小商店创作者、商品数、GMV占比均有望不断提升。

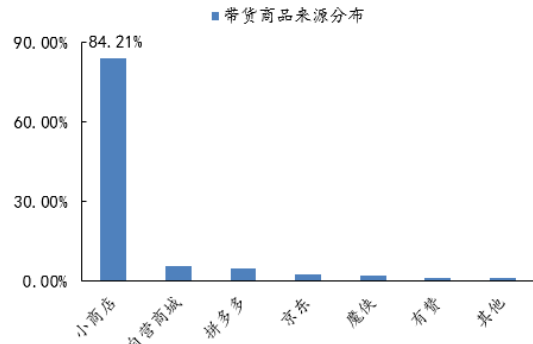
从主播类型来看，带货主播行业分布相对平均，各行各业主播均参与直播，主要得益于微信自身用户画像与视频号直播去中心化分发机制，其中生活、职场管理、教育等行业占比相对领先，主播数量占比分别达到16.53%、9.10%、7.98%；从带货品类来看，视频号直播带货品类与视频号内容、主播类型相似，带货商品中贴近生活的美食饮品、男装女装占比最高，场次占比分别达到19.83%、14.94%。随着视频号直播内容与创作者生态不断丰富，交易闭环不断巩固，结合平台自身社交推荐与算法推荐相结合，未来珠宝配饰等非标品占比有望提升。

图表 60 万粉以上已认证视频号开通小商店占比



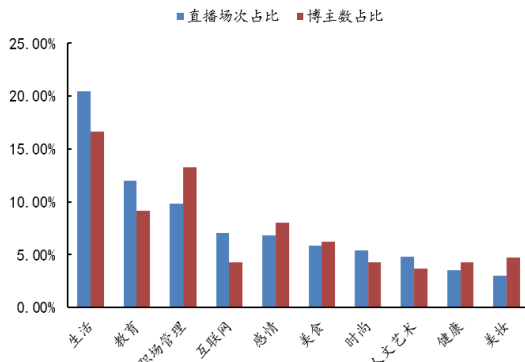
资料来源：百准数据，华安证券研究所整理

图表 61 视频号直播带货商品来源分布



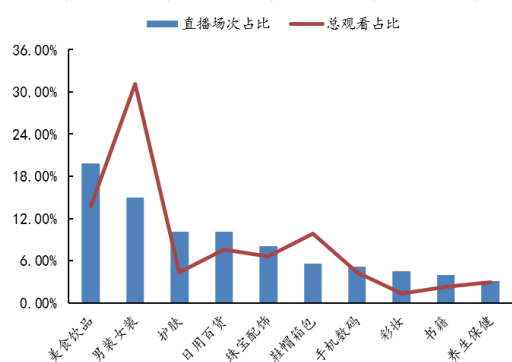
资料来源：友望数据，华安证券研究所

图表 62 视频号带货主播行业分布



资料来源：百准数据，华安证券研究所整理

图表 63 视频号带货品类分布

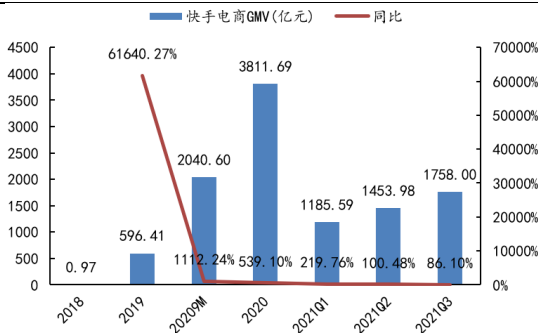


资料来源：友望数据，华安证券研究所

视频号电商私域属性突出，让利商家与扶持服务商下 GMV 望保持高增。根据 2022 微信公开课视频号直播团队分享，2021 年视频号直播带货 GMV 较年初增长超过 15 倍，其中私域占比超过 50%，平均客单价超过 200 元，整体复购率逾 60%。另一方面，目前微信视频号尚未向商家收取平台服务费，同时保证 2022 年继续不向商家抽佣，平台通过持续让利商家推动直播电商生态快速发展。

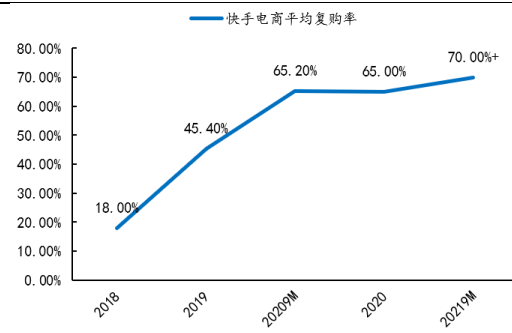
结合视频号直播流量生态、分发逻辑与业绩阶段，对标同样私域属性突出的快手电商，视频号电商发展健康，复购率与同期快手电商相近，叠加 22 年推出商家激励计划扶持不少于 10 万个商家并构建服务商开放生态，未来 3 年视频号电商 GMV 有望保持高速增长。根据视灯研究院预测，预计 2021 年视频号+直播+小程序+小商店电商 GMV 达到 3500 亿以上、2024 年微信电商 GMV 总规模将突破 10 万亿元（包含小程序电商、视频号电商、公众号电商、社群电商）。

图表 64 2018-2021Q3 快手电商 GMV 及同比



资料来源：快手财报，华安证券研究所整理

图表 65 2018-2021Q3 快手电商平均复购率



资料来源：快手财报，华安证券研究所

3.4 直播打赏：秀场商业化运营开启，付费直播内容加速探索

直播打赏功能快速搭建完成，公会机制与直播任务推动商业化运营。2020年12月微信首次上线连麦、美颜、滤镜等直播效果基础功能，同时视频号直播上线专用于视频号直播购买虚拟礼物的微信豆，叠加“视频号数据助手”提供直播数据反馈与打赏收入体现，秀场直播相关功能基本成熟，公会入口随后开放亦标志着视频号直播正式开启商业化。

2021年4月，视频号机构管理平台正式面向MCN机构开放注册，机构可通过该平台签约并管理视频号创作者，同时直播任务上线，MCN机构进驻将推动创作者内容制作与账号运营专业化；6月，视频号直播增设为发现页一级入口，标志着视频号开始进入系统商业化运营阶段，视频号直播变现全面提速。

图表 66 2020 年底视频号秀场直播功能迅速完善



资料来源：微信市场部《微信视频号直播指引》，微信 App，华安证券研究所整理

图表 67 2021 年 4 月视频号机构管理平台上线



资料来源：锌榜，华安证券研究所整理

分成比例上，视频号直播分成机制与其他秀场直播平台相似。对于非签约主播，视频号直播打赏收入主播、平台各占 50%，若主播完成直播任务，流水分成最高可提升 15%；对于机构签约主播而言，机构可绑定创作者完成直播任务的流水奖励，机构服务费率一般为 0-15%，若主播完成直播任务，机构主播将获得打赏收入分成 50%，直播任务收益 15% 则归机构所得。

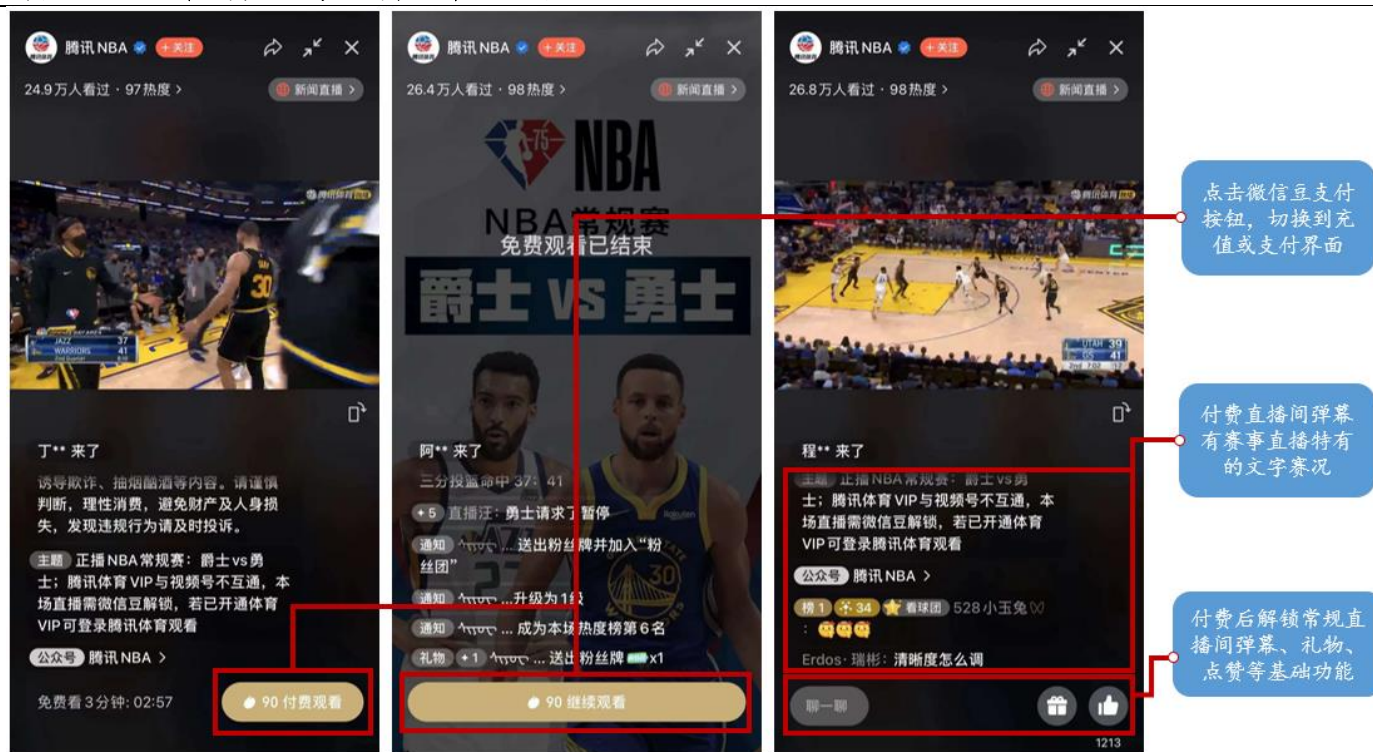
图表 68 视频号直播打赏主播及平台分成比例

分成比例(%)		主播	平台
普通直播	签约主播	42.5%	50%
	非签约主播	50%	50%
普通直播+直播任务	签约主播	50%	35%
	非签约主播	65%	35%

资料来源：友望数据，华安证券研究所整理（注：假设MCN机构服务费率为15%）

首个付费直播间正式上线，付费直播内容有望逐步丰富。2022年1月24日，视频号直播上线首个付费直播间，直播间为腾讯NBA，直播内容为NBA常规赛，用户进入后可免费观看3分钟，3分钟后需要支付90个微信豆才能继续观看（iOS端1元=7微信豆，安卓端1元=10微信豆），支付完成后直播间恢复常规基础功能，同时弹幕配有文字赛况，互动氛围较常规直播间更强。2022微信公开课PRO上，微信团队表示微信视频号将上线付费直播间，同时开通对中长视频、短视频的收费或打赏能力，随着五月天演唱会、西城男孩演唱会观看人次屡创新高，预计年内将有更多付费直播间以及配套打赏功能落地，进一步丰富直播主变现渠道。

图表 69 2021年4月视频号机构管理平台上线



资料来源：36氪，微信 App，华安证券研究所整理

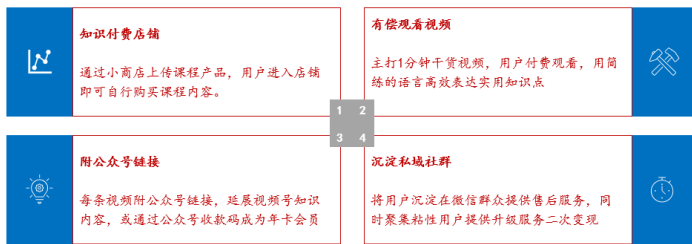
3.5 其他：知识付费、私域变现静待进一步开拓

视频号+小商店提供知识付费产品，引流私域开拓线上线下多元变现可能。视频号作为知识类虚拟产品交易平台，通过小商店销售抽成模式，帮助视频号创作者进行知识付费变现，知识付费产品包括付费课程、付费视频、公众号订阅会员、其他私域服务等。以知名博主“崔瑾的第25个小时”为例，博主认证为优势教育发起人崔瑾，其视频号主页中提供泛知识类视频内容，视频内附上“购买视频同款商品”

链接，通过点击链接跳转至其微信小商店“优势星球企业店铺”当中，提供各类知识商品和职业培训课程，最终在小商店中形成交易并联系客服开始相关培训课程，而平台则在交易完成后参与销售抽成。未来随着泛知识类博主增加，用户对于泛知识类内容需求逐步展现，视频号有望融合微信交易闭环探索更多的知识付费场景助力博主变现。

除此之外，视频号+直播将公域流量导入个人公众号、个人微信、线下门店后，个人或者商户可以进一步通过订阅付费、电商、广告等形式进行进行变现。以“时光雕刻”为例，通过视频号内短视频内容与相关活动展示老照片修复效果，再通过视频号首页简介与评论回复中引导用户添加个人微信，继而为用户提供照片修复服务进行变现。尽管私域变现方式仍处于萌芽阶段，随着视频号内容生态更加成熟，平台、商家、服务商有望探索出更清晰的变现路径与分成模式。

图表 70 视频号知识付费产品形式



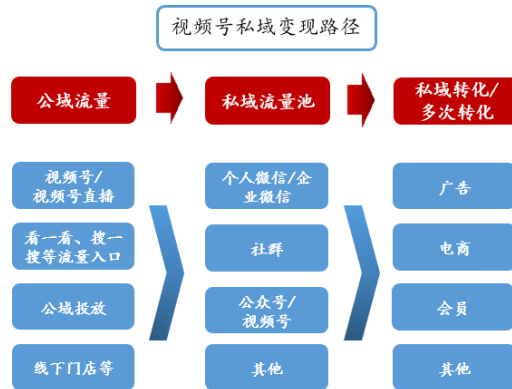
资料来源：视灯研究院，华安证券研究所整理

图表 71 视频号知识付费商品与小商店打通



资料来源：微信 App，华安证券研究所

图表 72 视频号私域变现路径



资料来源：新榜研究院，华安证券研究所整理

投资建议

我们认为，视频化表达是内容领域下一个十年的主命题，视频号作为微信原子化内容组件和全新账号体系有助于进一步盘活微信社交生态，广告产品矩阵、电商交易闭环与直播打赏运营体系不断完善亦将进一步打开视频号变现空间，我们给予行业“增持”评级，建议关注腾讯控股。

风险提示

内容领域监管趋严；内容生态建设进度停滞；用户渗透及商业化进度未及预期

分析师与研究助理简介

分析师: 金荣, 香港中文大学经济学硕士, 天津大学数学与应用数学学士, 曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司, 金融及产业复合背景, 善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015年水晶球第三名及2017年新财富第四名核心成员。执业证书编号: S0010521080002

联系人: 梁昭晋, 悉尼大学计量金融学硕士、金融学学士, CFA 三级、FRM 二级通过, 两年买方互联网传媒研究经验, 2021年加入华安证券研究所, 重点覆盖互联网内容领域。执业证书编号: S0010121110015

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。