

2022年06月07日


华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

传媒互联网新消费行业：抖音电商 从兴趣电商到全域兴趣电商

增持（维持）
投资要点

分析师：朱珠

执业证书编号：S1050521110001

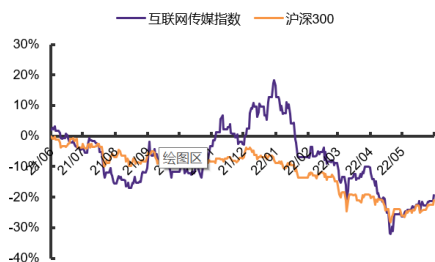
电话：021-54967577

邮箱：zhuzhu@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
互联网传媒指数	-3.7	-10.4	-19.4
沪深300	-2.7	-6.6	-21.1

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

《从字节跳动到抖音变与不变》

■ 抖音电商发力点是什么？兴趣电商升级至全域兴趣电商从FACT到FACT+引擎全开“短直搜城”

2022年5月是抖音兴趣电商的第二年，抖音的兴趣电商升级至全域兴趣电商，FACT升级至FACT+（将帮助商家在策略上完整布局全域兴趣电商，利于长效增长）。短视频是抖音的根基，满足用户社交生活服务生态基础，也是生活方式。优质电商短视频内容是特色之一。从“短直”进化至“短直搜城”。内容场（FACT），新增两点（中心场与营销场），中心场（抖音商城与搜索），营销场（广告与电商流量协同）2021年中国搜索用户已达8.29亿人，其中抖音搜索用户月活5.5亿人，预计2025年中国搜索引擎市场规模1680亿元（同比增加7%），通过布局搜索业务也有利于企业留存客户进而为其它业务带来杠杆效应

■ 抖音电商的拓展点是什么？抖音来客本地生活（中国本地生活市场规模有望从2020年的1.4万亿元增至2025年的3.5万亿元CAGR为20%）

商家增长的动力变成了内容驱动的兴趣激发和需求创造，内容是未来电商经营的最大变量，抖音电商GMV有望从2020年的4860亿元增加至2025年55551亿元，多端链路打通并发力本地生活助力后续增长。头部互联网企业借助各自优势躬身入局本地生活，有望受益行业增速红利，美团与快手的本地生活解决的是确定性的需求，抖音的本地生活解决的是不确定的需求，抖音基于平台的POI（兴趣点），通过地理位置（LBS）、用户浏览喜好等维度进行信息流推荐，为抖音的本地生活服务打开新局面，2022年抖音的本地生活业务全年目标拟400-500亿元，抖音来客在万亿市场中仍有望取得新增量。

■ 抖音电商发展离不开营销场

作为FACT+中新增的“营销场”，即付费流量与自然流量协同经营，拓宽流量开口、提升流量效率；伴随因疫情延期的重要活动陆续重启，我们预计抖音集团广告营销收入同比有望实现增长；2022年中国互联网广告市场规模预计为7238亿元（同比增速11%），美国数字广告市场规模预计为2399亿美元（同比增加13.6%），作为TIKTOK控股股东，抖音集团也有望分享海外数字营销市场增长红利。

■ 行业评级及投资策略

给予传媒互联网行业增持评级，字节跳动（抖音）产业链作为传媒互联网行业重要组成部分，2022-2023年，我们认为字节跳动（抖音）产业链红利有望持续，投资维度可看，**第一维度**关注抖音集团直接持股标的（掌阅科技）；**第二维度**关注抖音集团主业之一的新营销板块（蓝色光标、姚记科技、浙文互联等）；**第三维度**可关注万亿市场的本地生活板块（美团等），**第四维度**关注抖音集团以及Pico VR均在加码优质内容（华策影视、光线传媒、奥飞娱乐、新经典、中信出版、吉比特、百奥家庭、心动公司等），2022年下半年及2023年伴随抖音集团的资本化进展，有望带来新增量新预期，且在内容与媒介的迭代中带来产业链共赢，进而给予传媒互联网行业增持评级。

风险提示

产业政策变化风险、推荐公司业绩不及预期的风险、红人直播等个人自身因素带来潜在风险、行业竞争风险、新技术发展不及预期的风险、隐私数据保护不及预期的风险、优质内容供给不及预期的风险、经营不达预期风险；疫情波动风险、宏观经济波动风险。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2022/6/6 股价	EPS			PE			投资评级
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
603533.SH	掌阅科技	16.15	0.34	0.55	0.78	47.1	29.4	20.7	推荐
300058.SZ	蓝色光标	6.22	0.21	0.26	0.34	29.6	23.9	18.3	推荐
002605.SZ	姚记科技	16.04	1.42	1.67	2.06	11.3	9.6	7.8	推荐
600986.SH	浙文互联	5.22	0.22	0.29	0.37	23.7	18.0	14.1	推荐
300133.SZ	华策影视	4.52	0.21	0.26	0.31	21.5	17.4	14.6	推荐
603096.SH	新经典	18.64	0.8	1.12	1.42	23.3	16.6	13.1	推荐
603444.SH	吉比特	340.00	20.43	22.24	26.22	16.6	15.3	13.0	推荐
300788.SZ	中信出版	20.50	1.27	1.40	1.60	16.1	14.6	12.8	未评级
300251.SZ	光线传媒	8.10	-0.11	0.32	0.4	-73.6	25.3	20.3	未评级
3690.HK	美团-W	167.65	-3.90	-2.31	0.55	-43.0	-72.7	306.1	未评级
2400.HK	心动公司	20.10	-1.86	-0.90	0.07	-10.8	-22.4	280.7	未评级
2100.HK	百奥家庭互动	0.39	0.01	0.07	0.11	39.8	5.7	3.5	未评级

资料来源：Wind，华鑫证券研究

注：港元对人民币汇率取1港元=0.8463元人民币；美元对人民币汇率取1美元=6.6403元人民币；表中股价均为人民币元；“未评级”盈利预测取自万得一致预期

正文目录

1、抖音电商的发力点是什么？以内容驱动生意增长全域协同经营	5
1.1、抖音电商方向：以内容驱动生意增长	9
1.2、抖音电商方法论：从FACT（内容场）到FACT+（中心场营销场）	11
1.3、抖音电商工具：引擎全开“短直搜城”	21
1.4、字节跳动（抖音）的边界：主营收之一广告营销	26
1.5、字节跳动（抖音）的边界：抖音电商（增长引擎再升级营收占比拟提升）	29
2、抖音电商的拓展点是什么？本地生活及多端打通 2022年GMV目标拟400至500亿元	34
3、直播电商行业进入深耕	39
4、行业评级及投资策略	43
5、风险提示	45

图表目录

图表1：抖音电商消费路径	6
图表2：2021年1月-2022年1月抖音电商相关节点	7
图表3：2022年5月抖音电商生态大会	8
图表4：2022年6月抖音电商618活动	9
图表5：2022年5月抖音电商以内容且驱动下与用户商品的关系链路	9
图表6：2022年5月抖音电商内容电商生意增长公式（上）、Teenie Weenie作为抖音电商案例（下）	10
图表7：2022年5月抖音电商以内容指导新品案例分析之雅漾	11
图表8：2022年5月抖音电商方法论FACT+的模型（上）、抖音电商全域经营策略（下）	12
图表9：2022年5月抖音电商以内容指导新品案例分析之科沃斯	13
图表10：2022年抖音电商方法论FACT+矩阵	14
图表11：抖音电商的GPM公式	15
图表12：2022年抖音电商方法论从FACT到FACT+	15
图表13：2022年6月抖音电商的内容、搜索、商城的关系链路	16
图表14：2022年抖音电商方法论FACT+中新增中心场（抖音商城）	17
图表15：2021年抖音搜索月活用户5.5亿人	18
图表16：2022年3月中国及全球搜索引擎市场份额	19
图表17：2017-2021年中国搜索引擎用户规模及使用率	20
图表18：2017-2021年中国搜索引擎用户规模及使用率	20
图表19：抖音兴趣电商之美妆电商公式	21

图表20: 2022年抖音“短直搜城”架构模式	22
图表21: 2022年6月抖音电商工具之巨量千川的素材优化方向(上)、巨量千川投放策略(下)	23
图表22: 抖音电商工具之巨量千川	24
图表23: 2022年5月抖音电商A3种草人群方法论	25
图表24: 2021年5月到2022年4月抖音电商的服务商及MCN机构(左)、抖音中成长的品牌代表(右)	26
图表25: 2016-2025年字节跳动广告营销收入及同比增速、占总营收比例走势.....	27
图表26: 2019-2023年中国互联网广告市场规模及同比增速	28
图表27: 2020-2025年美国数字广告市场规模及同比增速	28
图表28: 抖音电商的购物节	29
图表29: 抖音电商重要节点	30
图表30: 抖音电商的使命	31
图表31: 抖音电商(兴趣电商公式)	31
图表32: 2022年618抖音电商预热及玩法	32
图表33: 2022年抖音电商GMV及预测	33
图表34: 2019年-2025年抖音与快手直播电商GMV规模及预期、同比增速.....	33
图表35: 2022年5月抖音电商本地生活DOU+投放方案	35
图表36: 2022年5月抖音电商本地生活DOU+投放方案	35
图表37: 2022年5月今日头条宣布抖音、今日头条、西瓜视频三平台打通.....	36
图表38: 2022年抖音来客app进展	37
图表39: 抖音app重本地生活页面	38
图表40: 2020-2025年中国本地生活市场规模及预测、同比增速.....	39
图表41: 2017-2022年中国直播电商交易规模及同比增速	40
图表42: “十四五”电商发展主要指标	41
图表43: “十四2021年全国网民规模、网购用户、短视频用户、网络直播用户规模.....	42
图表44: 2019-2025年字节跳动、腾讯、快手三家营收及估值模型假设.....	43
图表45: 重点关注公司及盈利预测	44

1、抖音电商的发力点是什么？以内容驱动 生意增长全域协同经营

2022年5月31日抖音电商举办生态大会，2022年也是抖兴趣电商的第二年，兴趣被内容激发，可促进短期转化，兴趣也会延伸并具有可持续性，用户兴趣被更多的场景自然承接，从该逻辑出发，抖音电商将兴趣电商的概念升级至全域，进而**抖音兴趣电商升级至“抖音全域兴趣电商”**，全域兴趣电商是抖音电商为满足用户美好生活多元需求做出的重要升级，兴趣电商覆盖用户全场景、全链路购物需求，是非常自然的演变和趋势。兴趣电商从兴趣出发，既包括兴趣激发，也包括兴趣承接；**既包括内容推荐场景里的货找人，也覆盖用户主动场景里的人找货**。兴趣在哪里，场域场景即延伸到哪里。抖音兴趣电商提出的背景是基于对美好生活的向往，满足用户潜在购物兴趣，提升消费者生活品质的电商。从商业价值与社会价值看，抖音电商为品牌和商家带来生意增长。过去一年中（周期为2021年5月至2022年4月），抖音电商动销商家数量高速增长，有超过1200个商家年销过亿，这其中有 134 个新锐品牌，抖音电商为品牌和商家带来坚实的“增长力”，2021年4月开启的抖音兴趣电商的GMV实现3.2倍增长（如下图），抖音电商动销商家数量增长165%，累计卖出商品件数破百亿，让天南海北的地方农特产在抖音电商上成为“明星”产品，助力当地经济发展；传承传统手工艺、促进知识消费，让文化普惠大众；共建兴趣电商生态，推动服务商、MCN 和电商达人快速发展，抖音电商创造了可观的就业岗位，让更多人收获长期事业，促进社会就业。

➤ 全域兴趣电商的经营基础：丰富的购物场域，联通消费路径

多样化的内容组合出丰富的购物场域，根据消费者不同的购买心智和决策习惯，两种主要模式是，短视频或直播触达消费者后直接完成交易转化，这种消费者被动触达商品内容的路径为货找人；消费者被触达后积累了一定的购物心智，后续通过主动的信息检索来增加对商品的了解，这种主动检索的方式为人找货路径。**在抖音平台，短视频、直播、抖音商城、搜索四大场域完整覆盖货找人和人找货的双向消费路径**，四大场域连接互通，让消费者能够顺畅地不同场域获取自己需要的信息，从而推动购买决策，也让商家的经营场域从内容场延伸至由抖音商城和搜索组成的中心场，成为全域兴趣电商的经营基础，商家在抖音电商通过品牌账号、旗舰店等“自有阵地”，可对用户进行长期持续的触达与维护，**将用户沉淀为品牌核心资产以实现长效增长**，打造顺畅的用户链路，提升商家经营效率。

图表 1：抖音电商消费路径



资料来源：抖音电商白皮书、华鑫证券研究

➤ 抖音兴趣电商试水一年历程：海量内容创造用户消费需求

伴随交易规模的逐步扩大，消费者的购物心智也在快速积累。一方面，抖音电商的活动和大促中订单量和参与人数屡创新高，如下图，2021年1月抖音年货节总成交额208亿元，2021年4月抖音单月支付用户破亿人，2021年抖音55潮购物季累计订单量2.3亿，818新潮好物节订单量同比增长5倍，双11好物节累计看播人次达395亿；另一方面，消费者的购物场景也在逐渐丰富，2022年4月同比2021年4月，通过商城产生的GMV增加6.6倍（如下图所示）。同时，消费者也在更加主动地搜索喜欢的品牌、商品和达人，仅2022年4月，与电商相关的搜索行为约64亿次。海量内容不仅在创造消费需求，同时也在深刻影响着消费趋势，在抖音电商，我们看到了越来越多由内容带动的消费新趋势，这些新趋势为新品牌、新产品打开了快速的上升通道。

图表 2：2021 年 1 月-2022 年 1 月抖音电商相关节点



资料来源：抖音电商白皮书、华鑫证券研究绘制

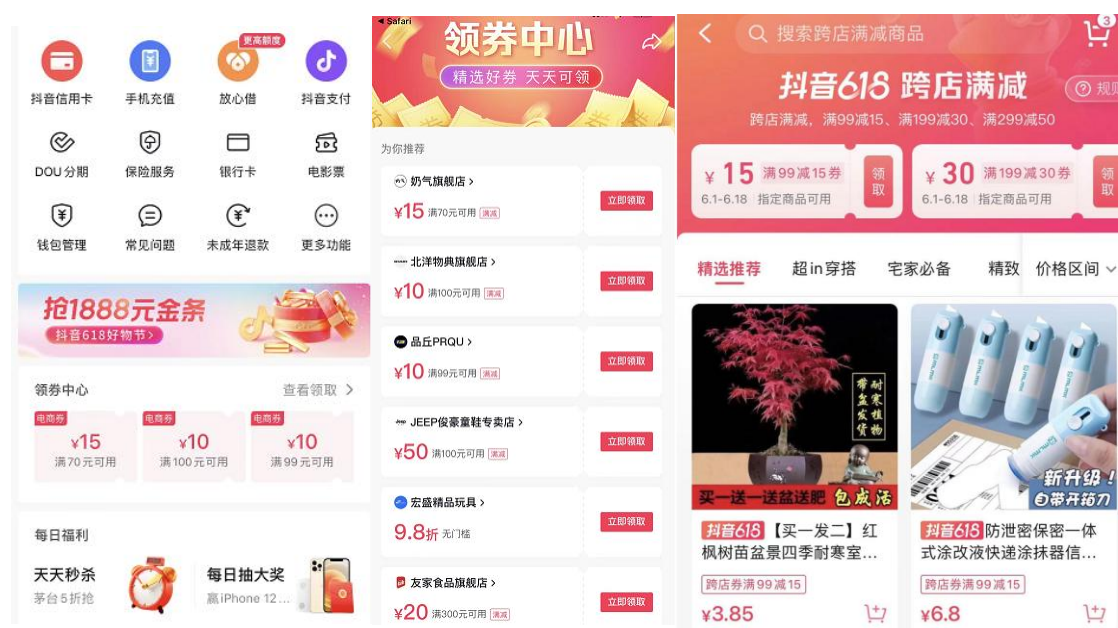
2022 年兴趣电商第二年，从方向、方法、工具多维度助力。抖音电商对 FACT 经营方法论进行升级，让经营场域从内容场进一步延伸至中心场和营销场，组成更完整的全域兴趣电商经营体系，帮助商家和生态伙伴做好经营，收获增长。方向、方法及工具的升级下不改变抖音电商的使命即没有难卖的优价好物，让美好生活触手可得。

图表 3：2022 年 5 月抖音电商生态大会



资料来源：2022 年抖音生态大会线上峰会截图、华鑫证券研究

图表 4：2022 年 6 月抖音电商 618 活动

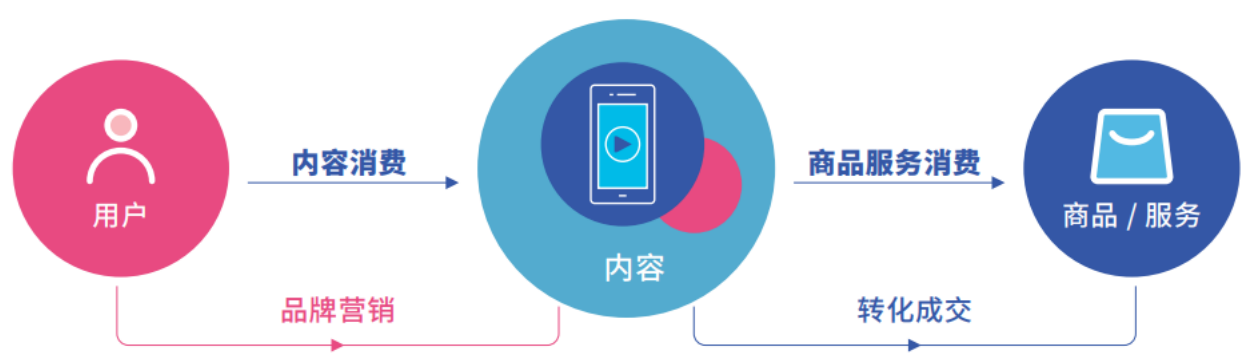


资料来源：抖音 app 截图、华鑫证券研究

1.1、 抖音电商方向：以内容驱动生意增长

在数字营销和电商业务飞速发展的今天，营销和交易的边界已经越发模糊，内容是品牌实时在线的曝光窗口，也是打通交易的重要渠道，内容助力品牌实现“品销一体”。内容已成为连接用户与商品的中枢，越来越多的用户通过消费内容来消费商品，内容吸引用户，是重要的触达和互动渠道（用户在内容中投入注意力，通过主动或者被动的方式获取信息；同时，用户通过互动表达态度，平台通过技术影响传播，让用户能够看到更多自己喜爱的内容）。同时，媒介技术的不断进步也促成内容价值的放大，内容承载商品，是场景化的生动呈现方式（内容逐步从图文升级至短视频和直播，更高的信息密度、更生动的呈现形式让多维度的商品信息被清晰呈现，用户不仅能够看到、听到商品的优点，还可以还原真实的使用场景，激发用户对商品的兴趣，并最终促成明确的购买需求），通过内容消费促进品牌势能和消费动能的价值链条已构筑。

图表 5：2022 年 5 月抖音电商以内容且驱动下与用户商品的关系链路

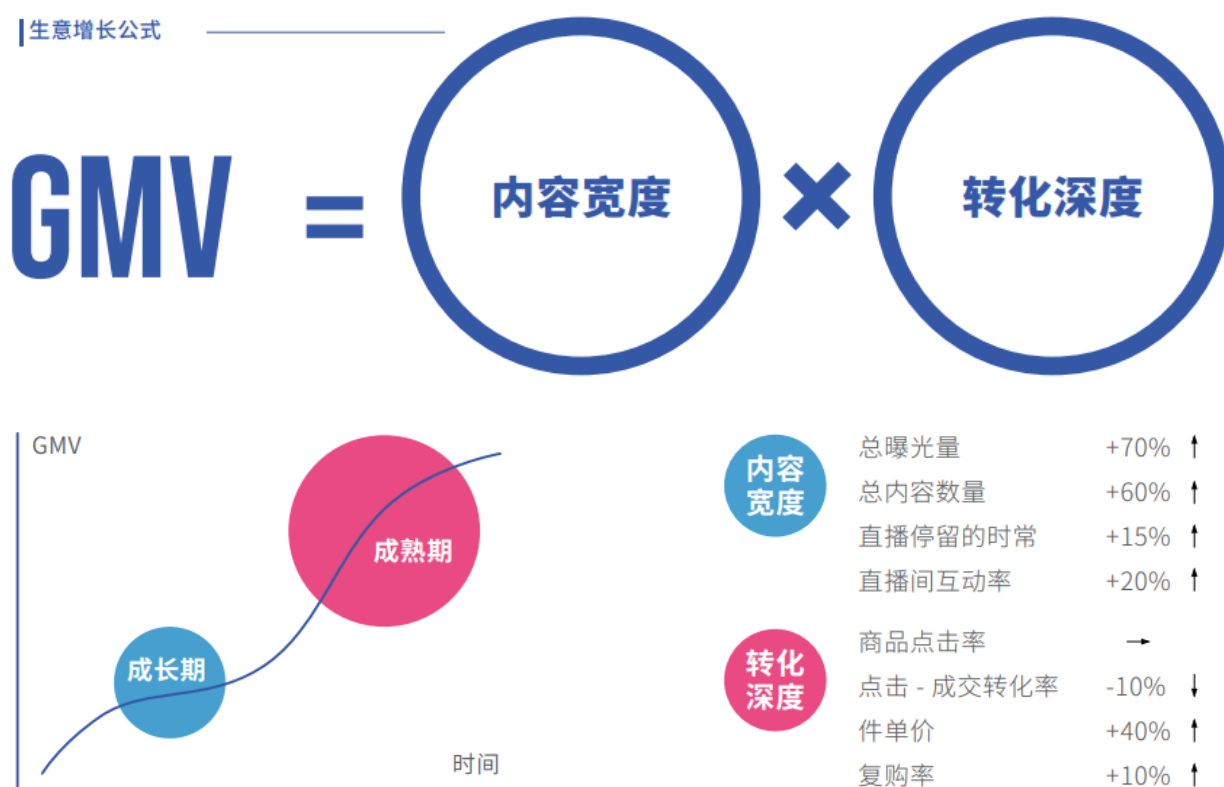


资料来源：抖音电商白皮书、华鑫证券研究

➤ 内容经营下的生意增长公式：GMV=内容宽度与转化深度乘数效应

抖音电商中，内容是经营的核心。内容经营的表现直接决定GMV的产出，内容宽度代表了用户对内容的消费量；转化深度指商家在各场域中将流量转化为生意的能力，既包含了从内容创造商品兴趣的效率，也包含了将商品兴趣变现的效率。**转化深度越大，说明商家越能够高效地创造需求并满足需求，从而创造更多的营收和利润；**抖音电商的生意增长依靠内容宽度与转化深度同步提升，商家既需要提升内容供给能力，持续生产更多更优质的内容来放大内容宽度，也需要提升经营承接能力，通过各场域的长期高效经营来提升转化深度。

图表 6：2022 年 5 月抖音电商内容电商生意增长公式（上）、Teenie Weenie 作为抖音电商案例（下）



资料来源：抖音电商白皮书、华鑫证券研究

➤ 抖音电商：以内容洞察指导新品开发，以供需洞察发掘新品机会

新媒介出道，是否具备引爆品牌的能力也是验证其规模效应的侧面写照，抖音电商的商家也可从内容趋势中洞察商品机会，打通Content to Manufacturer（内容驱动制造）的供货新思路。为新品开发提供更多的数据支持，将符合趋势的新款式、新配色运用到新品设计中，商家也能结合抖音的内容特色打造抖音特供款，既能满足短视频和直播的视觉与听觉属性，又能撬动消费者的互动参与而进一步提高热度。

市场供需关系是商家选品的重要依据，在抖音电商，商家不仅可以关注商品的供需变化，也同样可以通过内容的供需变化而洞察商品机会点。内容的需求度可以通过消费者对内容的观看、互动、转发等行为的数量和比例进行判断，而内容的供给则可通过相同话题、相同标签的新内容数量进行判断。同理，商品的需求度可以通过消费者对商品的搜索、点击、加购等行为进行判断，而商品的供给则可以通过相同类目、功效、成分、

款式的商品上架数量进行判断，抖音电商罗盘正同步开发商品趋势及内容趋势模块，有利于为商家提供更加准确有效的数据化选品能力。

图表 7：2022 年 5 月抖音电商以内容指导新品案例分析之雅漾

雅漾通过洞察年轻消费者的个性化需求，结合抖音特色的内容呈现形式，推出抖音限量款定制礼盒，在经典喷雾产品中增加了可按压发光的炫彩灯罩，并结合音乐类创作者定制魔性喷雾 BGM 引爆话题强势出圈。在达成了 2700 万 GMV 的同时为品牌带来超过 5.3 亿的曝光量。

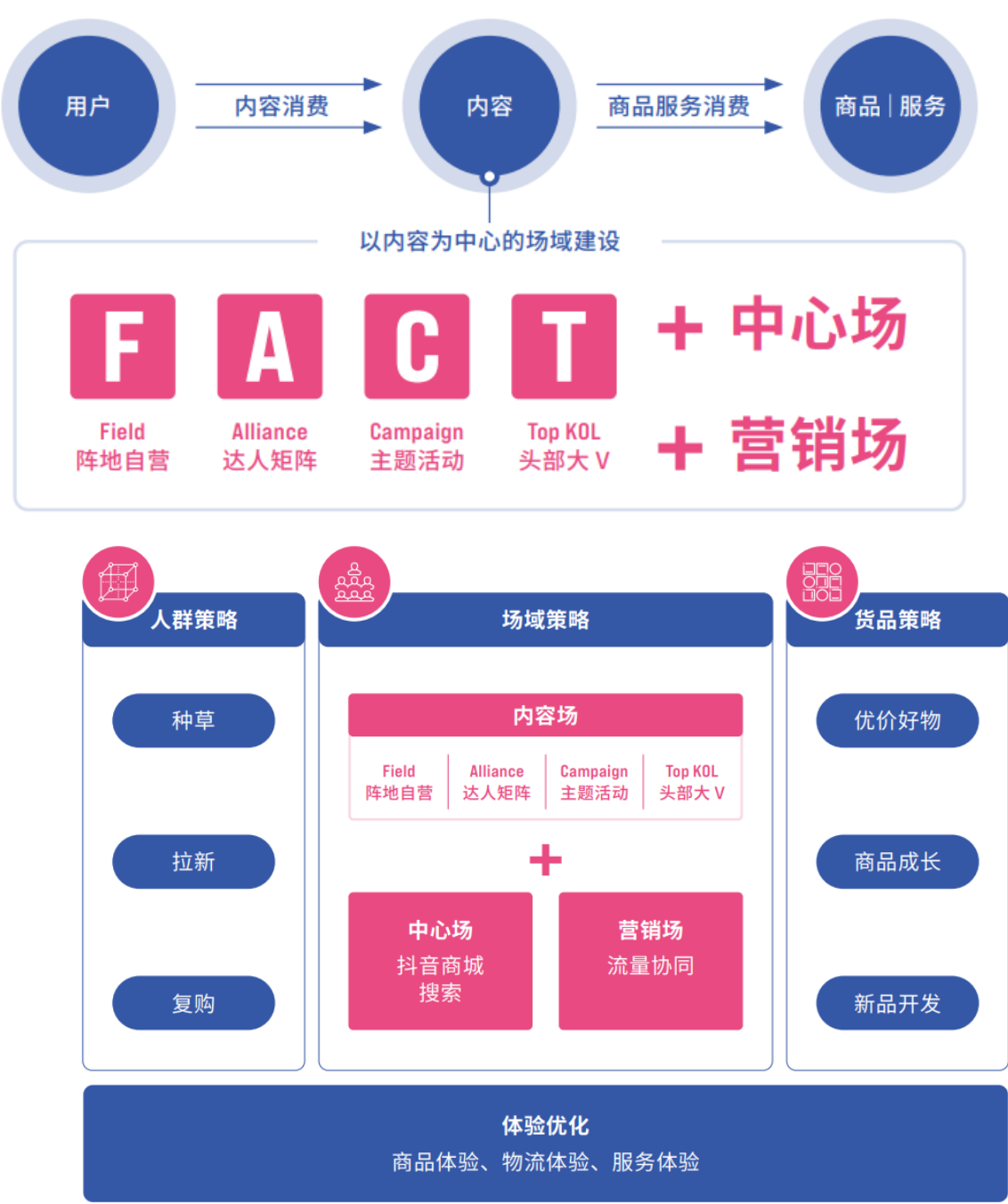


资料来源：抖音电商白皮书、华鑫证券研究

1.2、 抖音电商方法论：从FACT（内容场）到 FACT+（中心场营销场）

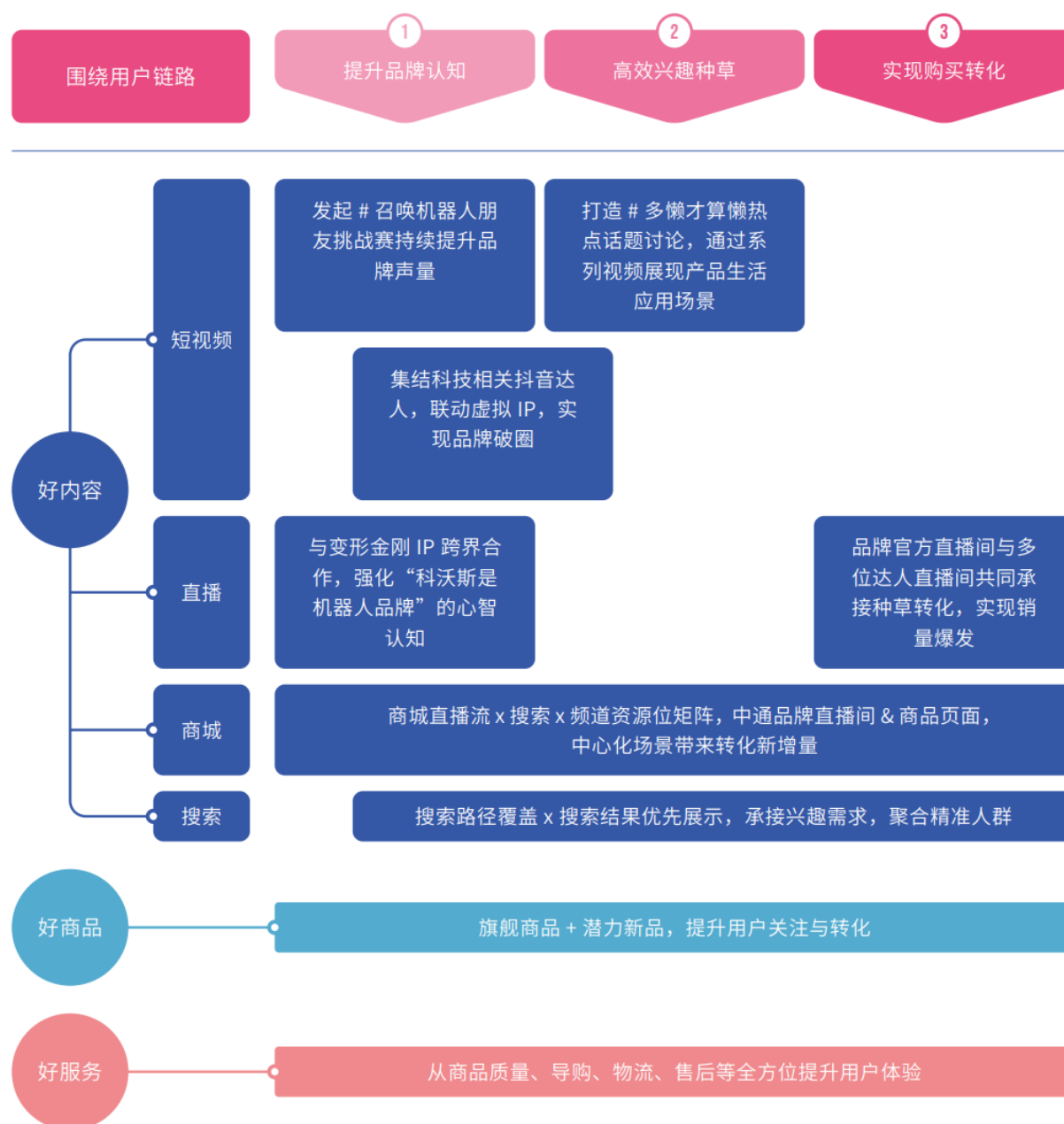
兴趣电商的新模式下，内容（场域）是连接用户与商品及服务的中枢，用户通过消费内容来消费商家的商品和服务，同时商家也在该链路里完成品牌营销和转化成交，这也是抖音电商的特色与优势。2021年4月兴趣电商第一年，抖音电商提出内容场域的FACT经营方法论，F是阵地自营、A是达人矩阵、C是主题活动和T是头部大V，一年（2021年4月至2022年5月）的练兵与实践，伴随用户购物心智的不断成熟，消费场景开始变得更加多元化。为帮助商家把握增长机遇，抖音电商以生意长效增长为核心命题，对FACT经营方法论进行了全面的升级，2022年从FACT进入到FACT+，进入到FACT+的全域经营体系，2个新升级点为中心场（抖音商城及搜索）和营销场，和内容场一起协同，为商家拓展经营阵地，实现消费者的完整覆盖。FACT+和人群策略、商品策略融合下通过好内容、好商品、好服务，为用户创造价值，为用户带来美好生活的同时，实现生意的长效发展，拥抱内容时代的决策力，拥抱变化的敏捷力和长期投入的战略定力有助于抖音电商的品牌与商家突围。

图表 8：2022 年 5 月抖音电商方法论 FACT++ 的模型（上）、抖音电商全域经营策略（下）



资料来源：抖音电商白皮书、华鑫证券研究

图表 9：2022 年 5 月抖音电商以内容指导新品案例分析之科沃斯



资料来源：抖音电商白皮书、华鑫证券研究

➤ **抖音电商全域经营策略：内容场（即FACT）是抖音电商经营的基本盘，FACT矩阵是商家内容供给阵地**

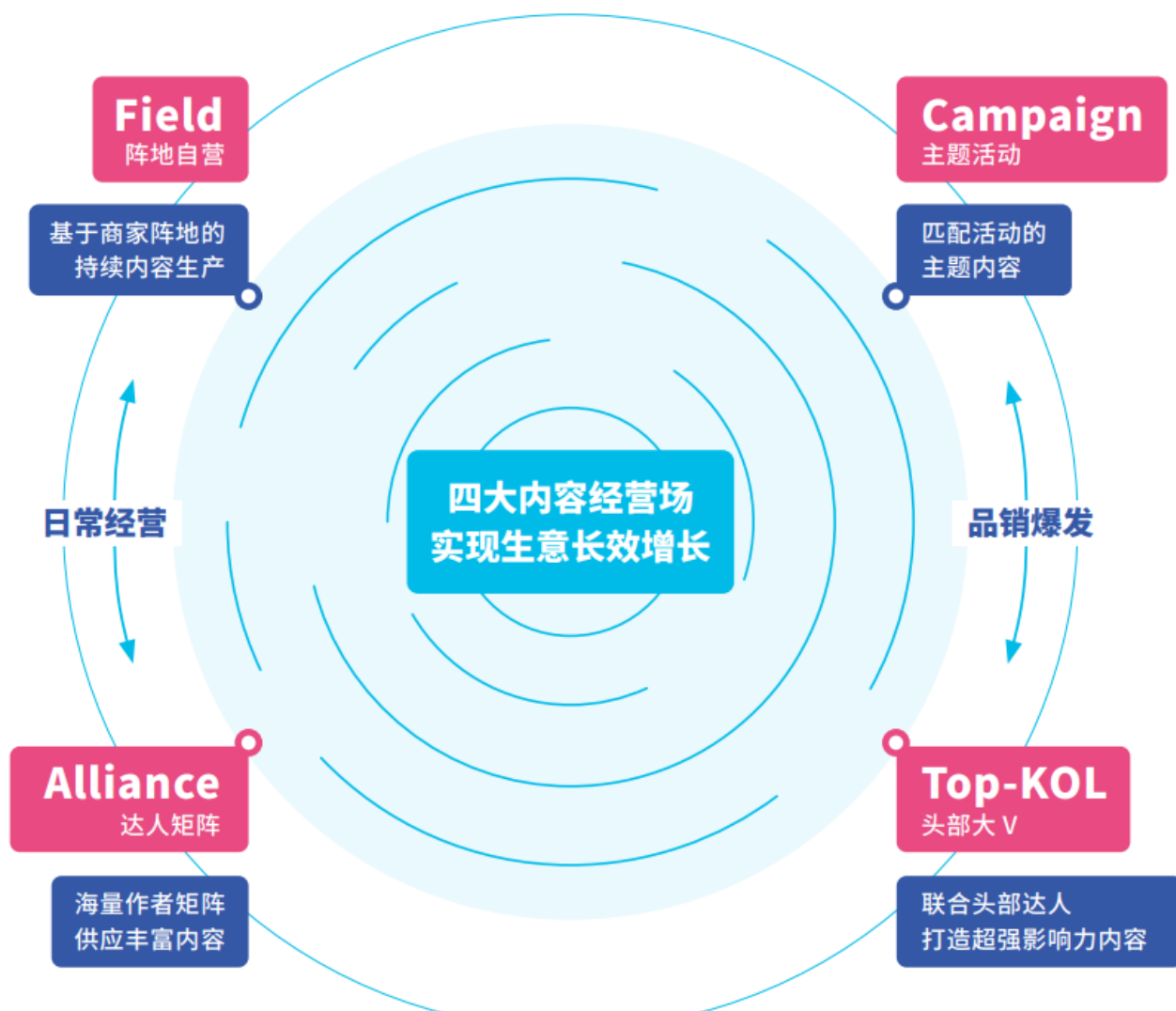
场域策略即以内容经营为核心，FACT四大内容经营矩阵为商家保障优质的内容供给，实现深度种草与高效成交，内容场是抖音电商经营的基本盘，FACT经营矩阵为商家保障多元内容供给，配合中心场提升转化效率、营销场拓宽生意增量，组合成完整的场域经营策略；抖音商城与搜索组成**中心场**，延伸转化场域，提升转化效率；在**营销场**，付费流量与自然流量的协同经营，拓宽流量开口、提升流量效率。在货品策略中，供给优价好物是长期经营的基础；多样化的运营手段、丰富的营销玩法为货品的成长提供了更大的机会；商家也能配合内容趋势洞察来发现新机会、指引新品开发，实现更大的生意增长。围绕“5A人群策略”可帮助商家进行用户价值的量化诊断，丰富的内容浏览行为和

请阅读最后一页重要免责声明

13

商品选购行为能够为商家提供充分的人群洞察，帮助商家了解用户需求、设定人群经营目标、并制定人群运营策略，覆盖从种草到复购的完整消费路径。

图表 10：2022 年抖音电商方法论 FACT+矩阵



资料来源：抖音电商白皮书、华鑫证券研究

➤ **FACT+模型：关注GPM，同时关注中心场（抖音商城与搜索）、营销场（流量协同）**

F即Field，是商家经营抖音电商的必备阵地，短视频帮助种草、引流、转化，打通货找人消费链路，直播即承接流量实现高效转化的交易场，短视频与直播间密切配合形成短直共振，是提升内容经营效率的重要方式，通过短视频引流进入直播间的人群，其GPM（ $GPM = (GMV/PV) * 1000$ ，千次观看成交，GPM越高，说明你的直播间变现效率越高，把流量变成钱的能力越强）。

图表 11：抖音电商的 GPM 公式

GPM有很多维度，主要是流量匹配的精准度，包括直播间的点击率、转化率、客单价，以及抖音现在注重的复购率

GPM：千次观看成交，GPM越高，说明你的直播间变现效率越高，把流量变成钱的能力越强

GPM = (GMV/PV)*1000

资料来源：抖音电商白皮书、华鑫证券研究绘制

➤ 活动营销不止提升GMV有质量的GMV增长以及强化用户认知度

通过短视频吸引进入直播间的人群，因为对内容已有关联认知，因此人群更加精准，转化效率更高。C即Campaign 主题活动，活动营销不止提升GMV，也可以帮助品牌建立影响力和用户认知度，并通过人群资产的积累带来长效价值，实现可持续增长，例如抖音平台活动包括有好物年货节、抖音38节、520宠爱节、618好物节、818新潮好物节、中秋礼遇节、国庆新趋势周、双十一好物节、双12好物狂欢节等，品销爆发加速人群积累，快速提升生意“水位”：通过匹配适合品牌调性和目标人群画像的明星与头部达人，商家可实现快速的品宣和销量“双引爆”。

图表 12：2022 年抖音电商方法论从 FACT 到 FACT+

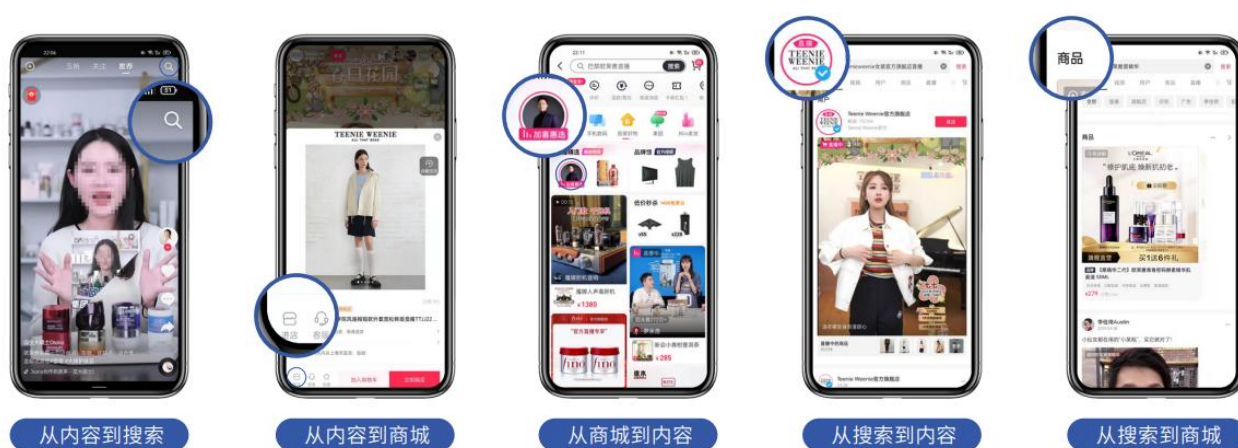
业务板块	板块负特点
F=Field	阵地自营，商家经营抖音电商的必备阵地，阵地自营是打造品牌形象、加强品牌认知、沉淀品牌人群资产的主阵地，也是品牌与消费者直接互动的窗口（短视频即种草、引流、转化，打通货找人消费链路；直播即承接流量实现高效转化的交易场□）
A=Alliance	达人矩阵，各具特色的达人可以帮助品牌深度拓展消费人群
C=Campaign	主题活动，商家联合平台资源实现销量爆发增长的引擎。商家可以匹配品牌宣发、新品发布、大促爆发等不同生意目标，同时也可以匹配不同成长阶段，在生意启动期、成长期和成熟期借助平台资源实现快速成长。活动营销不止提升GMV，也可帮助品牌建立影响力和用户认知度
T=Top KOL	头部大V即品牌与明星以及头部电商作者的合作，是品牌实现快速提升知名度并引爆销量的重要方式
+: 升级点1中心场	抖音商城、搜索
+: 升级点2营销场	协同内容场

资料来源：抖音电商白皮书、华鑫证券研究

➤ 抖音电商2022年新增量:中心场（抖音商城与搜索）

打通人找货的链路，高效转化消费兴趣，，抖音商城也是生意经营稳定的交易场。用户逐渐形成了在抖音买东西的认知，这让抖音商城成为了选购、转化与复购的关键场域，为商家提供了一个稳定的中心化交易场。抖音商城带来了高购买心智的流量，商家可配合多样化的主题活动提升转化，并结合店铺经营搭建复购链路。抖音商城是呈现商品的“货架”，以承接用户主动购物意图为主要目标，因此商家需要提高承接效率，通过加强店面装修、商详情页设计、参与营销活动、优化围绕商城的内容，可优化消费者的购物体验，提升承接转化率。**搜索是典型的“人找货”主动选购场景**，用户在被商品种草后主动寻求更多信息以辅助购买决策，此时搜索起到了消费链路中流量枢纽的作用，用户可直接通过关键词搜索完成精准需求匹配，实现购买。

图表 13：2022 年 6 月抖音电商的内容、搜索、商城的关系链路



资料来源：抖音电商白皮书、华鑫证券研究

图表 14：2022 年抖音电商方法论 FACT+ 中新增中心场（抖音商城）



资料来源：抖音电商白皮书、华鑫证券研究

➤ 抖音电商方法论FACT+的新增中心场，中心场组成部分即搜索，2021年抖音搜索月活MAU为5.5亿人

2018年5月抖音正式上线第一个搜索入口，伴随整个社会的表达与创作在视频化，作为信息直接获取的途径，搜索也在视频化，抖音搜索致力于打造国内最好的视频搜索引擎，做“最懂你的视频搜索”。

从抖音招聘人才看其布局趋势，加码抖音电商搜索。在2021年抖音招聘中也涉及抖音抖索产品经理以及抖音电商搜索产品经理，在电商搜索中要求电商搜索产品规划与落地，未业务目标负责，并负责电商搜索产品体验优化及转化提升；在搜索算法工程师招聘中指出用前沿的图神经网络对抖音的内容与社交网络进行数据解析并解决百亿视频的排序问题，充分挖掘抖音搜索中的个性化空间，为用户提高贴心的搜索体验，也在招聘搜索业务研发工程师，负责抖音及今日头条等搜索业务的服务端研发工作，招聘的高级前端工程师之抖音搜索中负责搜索场景C端场景的核心技术攻坚及功能迭代，高效支撑国内与国际搜索业务的快速发展。抖音加码搜索是业务的必选项，围绕用户需求提供优质产品填补用户时间，发现美好生活，也是抖音的初衷。伴随中国短视频、直播等行业高速增长，互联网及移动互联网的流量中心已向其转移，短视频及直播的方式给予信息流广告更多的展示内容并兼顾用户体验。

图表 15：2021 年抖音搜索月活用户 5.5 亿人

视频搜索 就在抖音

抖音搜索团队社会招聘



团队介绍

月活用户突破5.5亿的抖音搜索，等你，就现在！

过去几年，整个社会的表达、创作都在视频化，作为信息获取最直接的途径，搜索也在视频化。2018年5月，抖音正式上线第一个搜索入口，从此，不断改变人们的搜索习惯。

01 抖音搜索产品经理

北京

- 1、负责视频在搜索中的完整业务形态的定位及规划，包括产品形态、生产机制、用户激励等，保证抖音搜索的内容质量以及良好的循环机制；
- 2、深入理解搜索需求，有效协同内外部内容及生产力资源，建立行业领先的产品及内容形态，并针对搜索需求制定合理的策略和样式，保证用户内容消费体验；

02 电商搜索产品经理

北京

- 1、负责电商搜索产品的规划和落地，为业务目标负责；
- 2、负责电商搜索产品体验优化和转化提升；
- 3、基于数据与用户洞察，与各团队高效配合，推动产品体验提升和商业价值提升。

资料来源：字节跳动招聘微信公众号、华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

18

➤ 行业端，2021年中国搜索用户已达8.29亿人预计2025年中国搜索引擎市场规模1680亿元（同比增加7%）

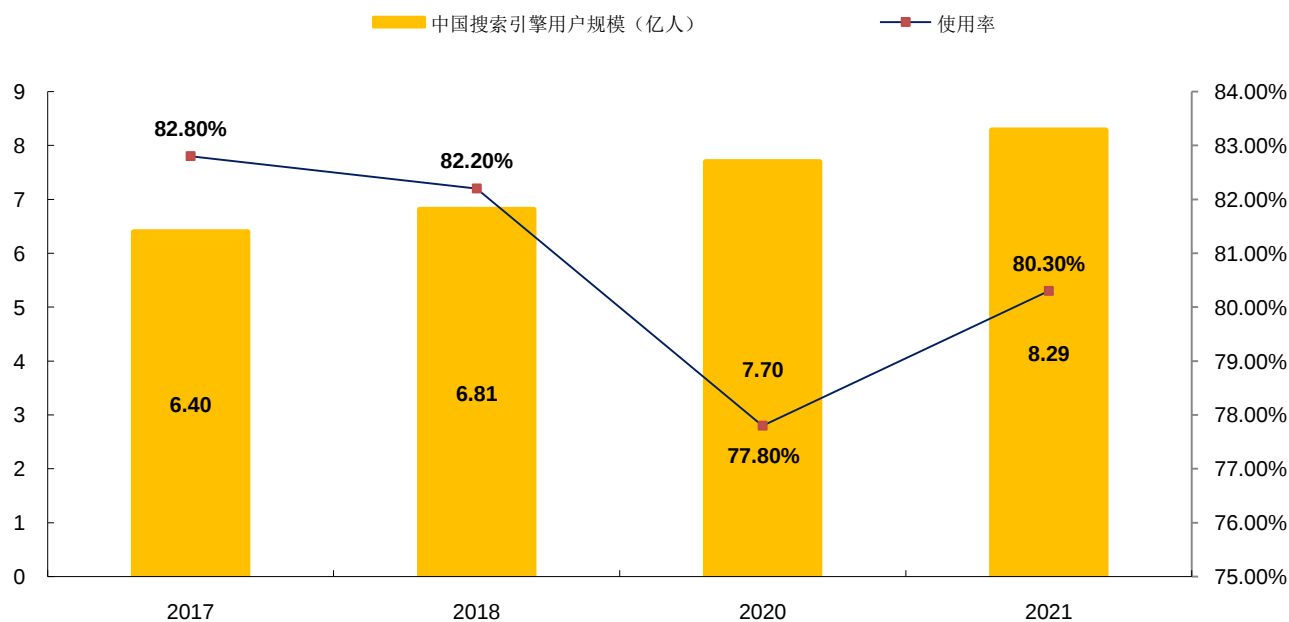
搜索行业端看，截至2021年年底，我国搜索引擎用户规模达8.29亿（同比增加7.7%，占中国网民整体的80.3%），在2021年百度、微信均在加码搜索，**搜狗完成私有化成为腾讯子公司保留独立搜索品牌，为微信提供搜索技术与内容支持**，可进一步提升微信的内容分发能力，微信“搜一搜”的电脑端应用对搜索方式进行升级，用户选中聊天信息即可直接实现搜索；在内容方面，微信电脑端“搜一搜”新增公众号、小程序、新闻、视频等内容，进一步丰富了微信搜索生态，提高竞争力。中外看，如下图2022年3月中国搜索引擎市场份额中百度占比84.3%，作为搜索头部企业代表的百度在2022年第一季度百度App平均月活用户达到6.32亿，同比增长13%；日登录用户数达到83%，全球市场中Google搜索市场份额为91.55%。在中国，搜索行业的趋势看，短视频平台搜索兴起，市场参与者均在持续加大竞争力度，在搜索引擎中问答模式、短视频模式、社区模式，均为用户提供个性化与多元化搜索体验，搜索引擎也是广告营销重要渠道，同时搜索业务通过“一站式”服务有利于减少用户决策时间成本，缩短决策链路。中国搜索引擎市场长期看机遇与挑战并存，互联网到移动互联网的人口红利优势减弱后促使搜索引擎运营从注重用户获取到探究用户行为方向，伴随短视频及直播企业积极加入叠加存量企业积极加码搜索业务，从百度到搜狗及微信搜搜，再叠加抖音电商搜索在2022年的高调亮相，均有望为搜索行业的后续发展注入新增量，预计2025年中国搜索行业规模将达到1680亿元（同比增速7%），同时通过布局搜索业务也有利于企业留存客户比为其它业务带来杠杆效应。

图表 16：2022 年 3 月中国及全球搜索引擎市场份额



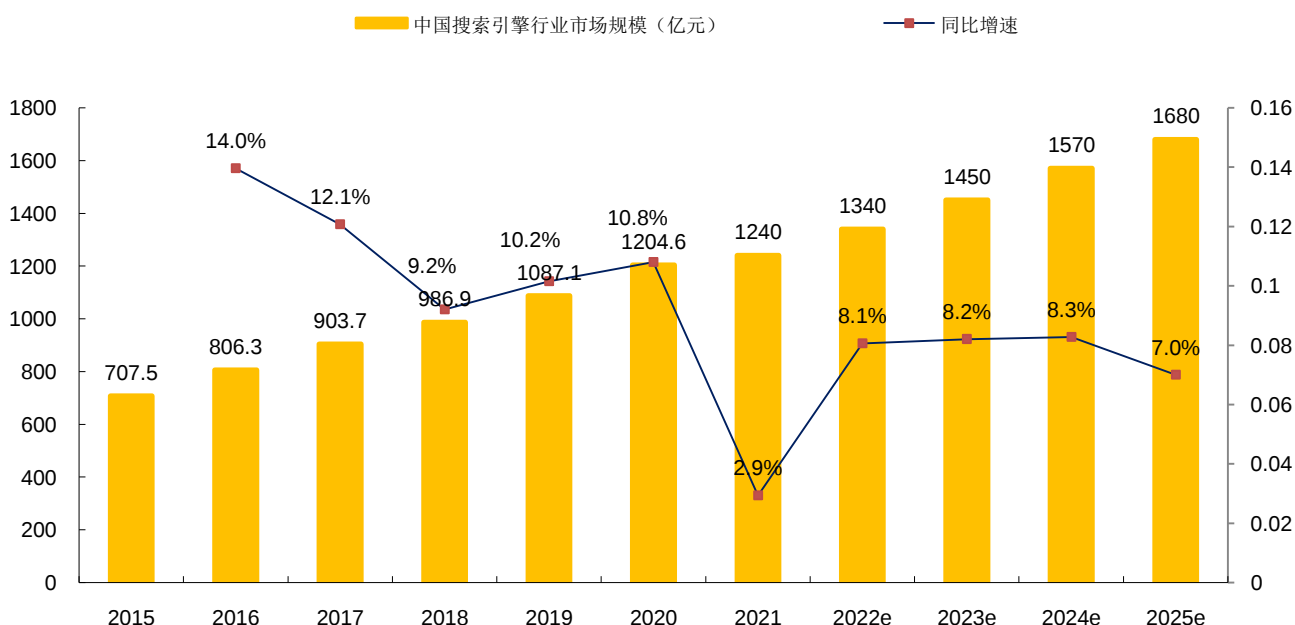
资料来源：StatCounter、华鑫证券研究

图表 17: 2017-2021 年中国搜索引擎用户规模及使用率



资料来源: 中国互联网络信息中心、中商产业研究院、华鑫证券研究

图表 18: 2017-2021 年中国搜索引擎用户规模及使用率



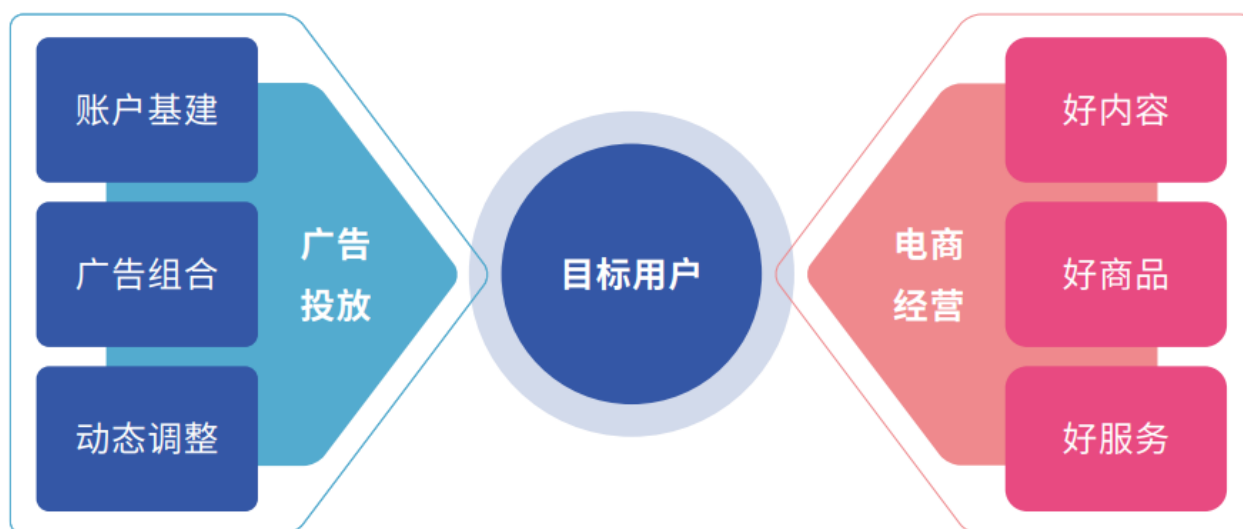
资料来源: 前瞻产业研究、华鑫证券研究

➤ 营销场，广告与电商协同，加速生意增长

广告投放为商家带来了广阔的生意增长空间，广告投放与电商经营密切协同，共同

实现生意的提效增长。通过账户基建与广告组合提升广告投放能力，优化电商经营协同提效，通过好内容承接观看与互动，好商品承接购买转化，好服务推动售前决策。在都抖音电商中高质量好货是生意增长的基石，商品在不同场景中可扮演不同角色，在直播间，商品可扮演吸引流量且快速转化等不同作用。

图表 19：抖音兴趣电商之美妆电商公式



资料来源：字节跳动官方公众号、华鑫证券研究

1.3、抖音电商工具：引擎全开“短直搜城”

➤ 抖音电商发力需要工具加持：巨量千川到抖音商城“短直搜城”营销场景引擎全开

抖音电商从方向、方法、工具的发展中，抖音电商的工具如据巨量千川。2021年巨量引擎与抖音电商实现了高效协同：其覆盖商家数提升810%；巨量云图帮助品牌沉淀486亿人群资产；亿级抖品牌在此实现GMV的140%增速。伴随抖音电商的全域兴趣电商定位的提出，巨量引擎以商家需求为核心，覆盖短视频、直播、搜索、商城等全域兴趣场景，布局全营销能力矩阵。现阶段，巨量引擎不仅对原有以短（短视频）、直（直播）为主的内容推荐场景不断优化，且持续通过心智建设，蓄水种草，高效转化的解决方案，帮助商家累积人群资产，提升转化效率，更增加了对搜（搜索）和城（商城）逛的场景的支持。

图表 20：2022 年抖音“短直搜城”架构模式



资料来源：2022 年抖音生态大会、华鑫证券研究

➤ 搜索业务带动电商转化率提升：25%的商家通过搜索带来1/3的GMV

作为平台重要的精准流量之一，25%的商家通过搜索带来超过1/3的GMV，该占比还在继续增长，搜索和信息流组合投放，整体触达转化率能提升24%；搜索和达人组合投放，通过搜索量的提升，可带动转化率提升超过50%。围绕搜索场景，巨量引擎搭建了完整的产品矩阵：包括搜索热点榜、旗舰店新品专、星搜联动组件、商城搜索广告、综搜商品卡广告等，通过曝光、种草产品与转化产品的链路打通，加速交易转化。

➤ 内容电商的春天：千川素材优化方向是强化优质内容

商家优化广告，只看广告的ECPM表现，还是单一的流量模式，巨量千川于近期正式上线流量协同策略。在新的策略下，广告将选择对内容更友好和对生意更友好的意向转化人群，从而加强商业流量和自然流量的协同，放大内容价值，加速生意增长。该策略上线后，内容质量好的商家营销效果明显提升，投放后整体ROI增长超过20%。

图表 21：2022 年 6 月抖音电商工具之巨量千川的素材优化方向（上）、巨量千川投放策略（下）

趋势方向：ECPM+GMV (GPM)+内容互动指标（完播+互动+分享）

核心变化：由出价导向加入了出价+电商和内容导向

素材方向：原生高完播开场 + 剧情化卖点植入 + 广告收尾

投放渠道选择	千川专业版
投放目标	下单/成交/支付ROI
创意形式	视频形式 原生剧情内容 + 产品植入
直播流程	单品递进型循环 30分钟 5遍
● 优先选用视频素材平稳投放直播间，深层目标去做转化 ● 根据利润来核定出价，前期可以出价加10% ● 根据产品受众选择，建议放弃18-23岁人群	

资料来源：聚美丽、华鑫证券研究

图表 22：抖音电商工具之巨量千川



资料来源：2022 年抖音生态大会、华鑫证券研究

► 抖音电商工具：围绕三大营销诉求，提供全周期确定性增长

除产品能力迭代升级外，巨量引擎正围绕商家在品牌建设、蓄水种草、高效转化三个阶段的普遍需求，提供全周期确定性增长的解决方案。在品牌建设上，抖音已成为线上最佳阵地之一。巨量引擎有庞大且多元的流量，MAU19亿+，并实现流量打通、跨端通投，也有繁荣的创作者生态（超过156W的星图达人），以及领先的互动技术。每年平台会产出非常多的优质内容IP。为帮助品牌做好度量和诊断，平台还推出全网首个品牌价值诊断模型SCI品牌力。做品牌是一个长期过程，需要持续种草，蓄水更多兴趣人群。通过巨量云图上0-5A的品牌人群资产，商家可以定义不同阶段的用户，其中A3为“种草人群”。

对比同行业的非A3人群，A3人群的转化率高23倍。释放A3种草人群价值，助力商家持续增长，第一，以 A3 人群为优化目标，进行品牌广告种草；第二，达人联动广告组合投放，如星图+内容热推及服务；最后是抖音特色的互动营销种草玩法，看播、众测任务等。

图表 23：2022 年 5 月抖音电商 A3 种草人群方法论



资料来源：2022 年抖音生态大会、华鑫证券研究

► 抖音电商工具：巨量云图、巨量引擎、抖音电商罗盘、巨量千川

在营销全周期，巨量云图都可为品牌做好资产管理，营销洞察，策略指导和价值度量，通过全流程可视化数据指标提升营销确定性。巨量云图目前已为超8500家商家提供了营销策略服务；近6个月，巨量云图周活增长260%，由5A人群贡献的GMV占到了商家生意总量的86%。而为了助力品牌商家电商提质增效、加速品牌资产经营效率，营销科学服务生态携手抖音电商DP生态起SPARK计划，至今已有38家电商服务商深度参与。

2022年，巨量引擎将继续以商家需求为核心，提供全周期确定性增长服务，围绕品牌建设、蓄水种草、高效转化三大营销诉求，不断丰富策略玩法能力，并基于短（视频）、直（直播）、城（商城）、搜（搜索）全场景，不断迭代营销产品，探索更多的营销可能性，助力全域增长。

抖音电商不断优化产品能力，帮助商家提升经营效率：抖音电商罗盘围绕经营提效和策略洞察进行产品升级，于**2021年底推出罗盘策略版，为商家提供生意规划能力和策略洞察能力**（抖音电商罗盘向品牌提供策略洞察数据，整合内容洞察、市场洞察及人群洞察三大能力，帮助商家挖掘各细分市场的生意增长机会，助力商家在内容投入、货品布局及人群运营上进行经营决策，内容是反映消费者兴趣的重要媒介，“罗盘”通过底层技术能力将内容标签化，对内容画面、音频、文字等各种信息元素进行拆解打标，从而呈现有洞察、可参考、可优化的内容看板。“罗盘”希望通过热词洞察、内容榜单、达人筛选等能力，帮助商家产出更确定性的优质内容）；巨量千川在 2021年初上线后不断丰富产品能力，逐步开发创意工具、人群管理、长效价值评估等功能模块，为商家提升营销能力与效率；抖店、巨量百应、精选联盟等多个产品也在持续优化体验，为商家打造完整高效的经营环境。抖音电商的高速发展，MCN 机构与服务商生态也获得了快速成长。2021年5月到2022年4月，共有2万家服务商及 MCN 机构与平台共同发展，繁荣的新生态创造了大量就业机会，也为电商行业培养并输送了大量人才。

图表 24：2021 年 5 月到 2022 年 4 月抖音电商的服务商及 MCN 机构（左）、抖音中成长的代表品牌（右）



资料来源：抖音电商白皮书、华鑫证券研究

1.4、字节跳动（抖音）的边界：主营收之一广告营销

- 2018年4月，今日头条将整体品牌变更为“字节跳动”，也是商业化加速的开始

在2018年期间，字节跳动的商业模式持续探索，2018年5月今日头条上线在线英语教育品牌gogokid（复刻VIPKID），2018年6月，今日头条在安卓版的APP里上线了“今日游戏”模块，并为游戏厂商流出活动宣传的广告位，正式涉足游戏分发运营，2018年7月，今日头条APP上线借贷产品“放心借”，2018年8月名为“值点”的电商APP上线（产品定位为“优质低价网上超市”），2018年10月，生活社区产品“新草”正式上线，定位为“年轻人都在逛的种草社区”（对标小红书），2018年11月今日头条正式推出“头条小程序”，提供了文章详情页、微头条、小视频、搜索、账号主页、个人中心、钱包和信息流广告位8大流量入口，与腾讯、阿里、百度展开小程序争夺赛；2019年1月，今日头条推出针对年轻人的社交产品“多闪”，与罗永浩的聊天室，王欣的马桶MT，三产品正面叫板微信，在2018年，字节跳动在其今日头条、抖音、西瓜视频等进行新商业模式探索，通过张一鸣的一系列探索，可看出商业模式框架即快速推出一款产品，快速进行市场验证，具有爆款潜力即进行资源倾斜，若无潜力高增长后即更换。在流量换流量的模式下，2018年也是字节跳动进入流量变现的阶段（其背后与流量有关，也与其融资有关）。2018年，字节跳也正式与BAT正面交锋，2018年字节跳动集团化发展策略更加清晰，2018年抖音强势崛起下，今日头条从流量到变现，一手相对具有变现潜力的今日头条，一手快速发展的抖音，其它产品矩阵不断丰富，字节跳动的集团化战略初成，同时面对外部巨头，腾讯基于人与人的关系做内容的分发，百度基于智能算法，字节跳动的优势是将两者结合起来，一边有千人千面的算法优势做个性化推荐；另一边有庞大的社会化创作体系低成本地获取海量内容，在BAT巨头林立下，字节跳动再一次验证将颠覆式创新改变渐进式创新，取长补短，不断修正。

- 2018年内容上的监管让字节跳动提前练兵

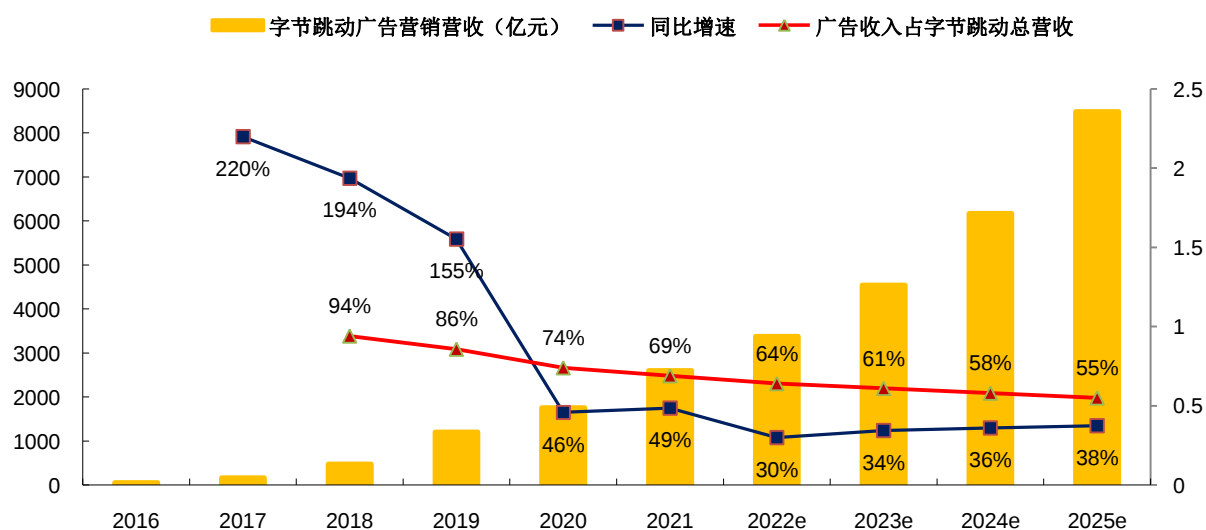
在2021年我们讨论反垄断下，回看2018年，字节跳动面对监管已造成其阶段性元气受损，2018年是内容行业的监管大年，字节跳动旗下的今日头条相关负责人在2018年1

月被约谈，4月9日关部门下发指令要求各互联网应用商店从即日起暂停今日头条等新闻资讯类App下载服务三周；4月11日，广电总局责令今日头条永久关停“内涵段子”客户端软件及公众号；7月4日，抖音被监管部门要求启动广告业务的专项整改，面对外部政策监管，2018年今日头条首次对外披露推荐算法原理，4月头条将Slogan从“你关心的，就是头条”改为了“信息创造价值”；4月11日，张一鸣发公开信称今日头条将永久关停“内涵段子”，且反思认错，此后字节跳动上线类似产品“皮皮虾”，明确要打造成正能量娱乐社区；抖音在一系列整改后，8月再度恢复广告服务。由于外部监管也让字节跳动在2018年的pre-IP0暂停，但监管下的压力测试也为后续字节跳动面对外部事件下的应对有了较好的提前练兵。

► 字节跳动的变现模型：“做内容、造流量、卖广告、创工具、做电商新拓展”

2018年7月抖音上线“星图平台”，品牌主、MCN公司、明星达人均可进行内容交易，2018年8月今日头条在北京发布穿山甲联盟，对标百度联盟，2018年字节跳动的核心营收来自今日头条贡献的广告收入，字节跳动的广告收入从2016年的50亿元增至2018年的470亿元，在2018年加码商业化变现后，2019年字节跳动广告营销收入突破千亿元达到1200亿元，2017-2019年三年增速均超在150%，广告主预算受到宏观经济波动的影响以及2020-2022年全球疫情波动影响，我们预计2022年其广告营销收入增速相对稳定在30%，2023年伴随疫情管控进展及经济复苏，我们预计字节跳动广告营销收入增速较2022年有所增加，同时2023年至2025年字节跳动的广告营销收入增速有望逐步回暖。

图表 25：2016-2025 年字节跳动广告营销收入及同比增速、占总营收比例走势



资料来源：36kr、猎云网，华鑫证券研究

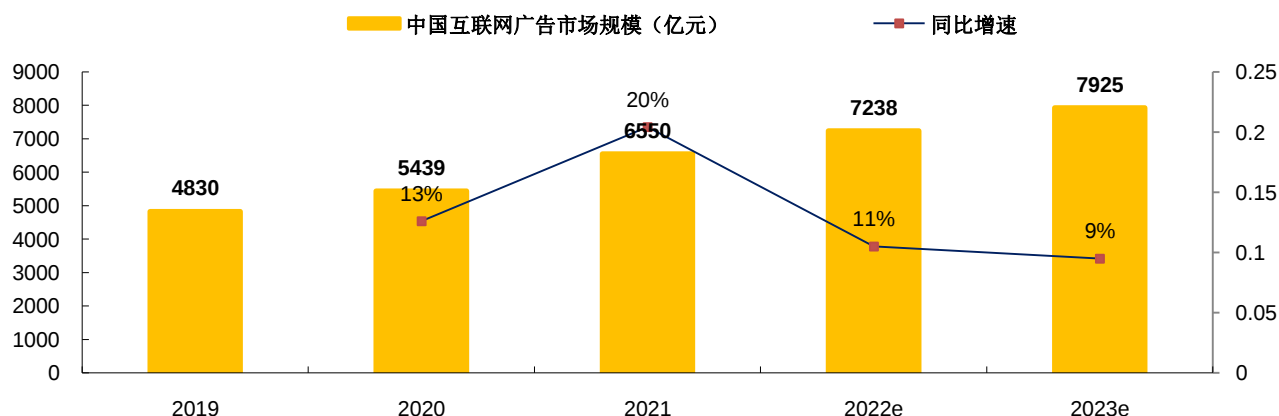
► 2022年中国互联网广告市场规模预计为7238亿元（同比增速11%），美国数字广告市场规模预计为2399亿美元（同比增加13.6%）

从行业数据看，中国互联网广告市场规模预计将从2019年的4830亿元增加至2022年的7238亿元，2021年第三季度受特定行业广告主投放预算缩减营销增速，但全年仍保持增长，2022年由于3-5月疫情波动，预计也将带来季度性广告主投放缩减，但总体看全年，6月1日沪疫情有效控制后逐步复工复产复市，2022年下半年广告主投放预期有望逐步恢复。

消费习惯加速线上化，品牌方与渠道建立更强粘性后，推动电商类广告增长，视频

平台通过高粘性及个性化内容推荐，也为品牌带来持续的营销触点及价值。每年618及双十一也成为重要电商节，在其前期的广告投入加码也带来增量。全球看，在苹果隐私新规发布会，用户未授权下广告平台不能在跟踪用户数据进行针对性的广告投放，广告投放精准度下降，广告主买量、变现成本将上涨。由此，广告主在预算分配上也会更加谨慎，流量质量、ROI会是广告主长期关注的重点。

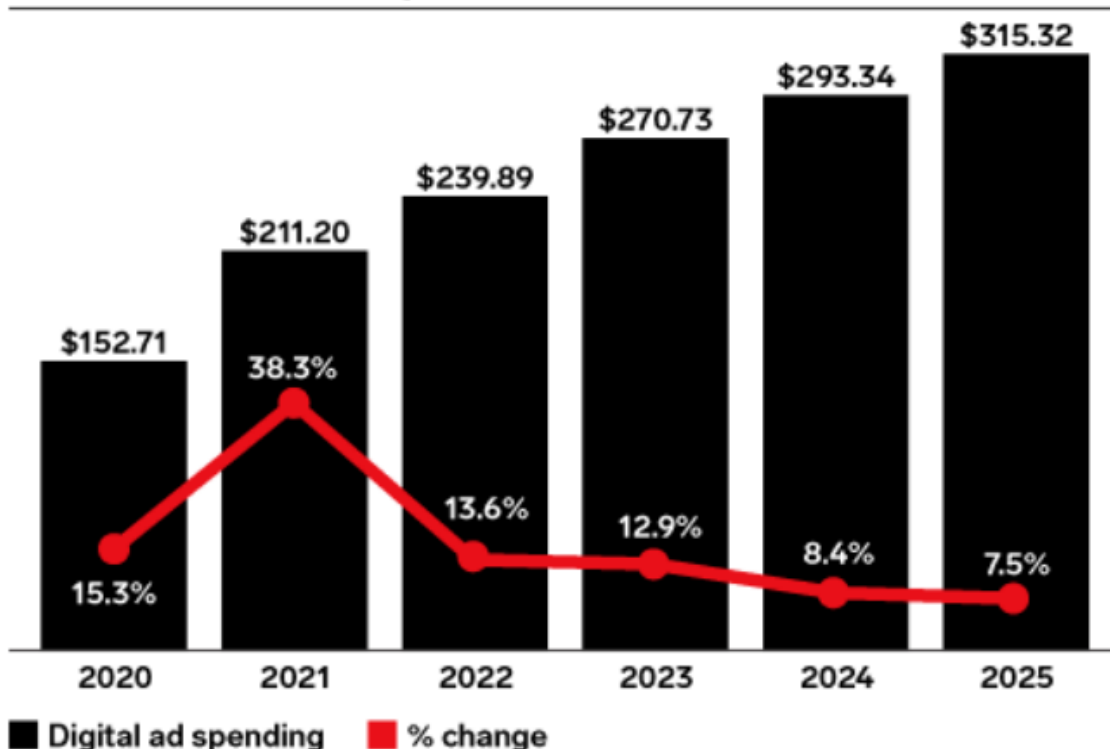
图表 26：2019-2023 年中国互联网广告市场规模及同比增速



资料来源：QM、华鑫证券研究绘制

图表 27：2020-2025 年美国数字广告市场规模及同比增速

US Digital Ad Spending, 2020-2025 billions and % change



资料来源：eMarketer、华鑫证券研究绘制

1.5、字节跳动（抖音）的边界：抖音电商（增长引擎再升级营收占比拟提升）

- 基于算法推荐的信息分发模式具备更高的效率护航抖音高速发展，流量池与算法助力抖音电商再造一极可期。

抖音电商首秀与成长看，如下图所示，2020年愚人节罗永浩带货首秀，带货1.1亿，累积观看人数4800万，2020年抖音首个平台级电商大促“8月抖音奇妙好物节”总成交额破80亿元，作为抖音平台首个购物节IP，从8月11日至18日，奇妙好物节这场狂欢盛宴持续了整整8天，活动以“达人为你挑好物”为主题，推出九大超级直播间，包括人民日报新媒体直播间，陈赫、王祖蓝、罗永浩和胡海泉在内的明星主播直播间，以及苏宁易购、小米等优质商家直播间。2020年首届年货节总成交额208亿元（看播用户量143亿，互动人次超3.2亿次）。抖音直播，是抖音面向创作者推出的功能。2018年底，抖音全面开放购物车功能，支持接入第三方电商平台，包括天猫、淘宝等。2019年，抖音逐步放开直播权限，主播开播不再有粉丝人数限制。直播和购物车打通后，该平台创作者有了更多元、更直接的变现方式。

图表 28：抖音电商的购物节



资料来源：巨量引擎、抖音电商、华鑫证券研究

图表 29：抖音电商重要节点



资料来源：巨量引擎、字节跳动官网、华鑫证券研究绘制

➤ 传统VS兴趣电商，供给大于需求奠定货找人（区别于传统电商，抖音的兴趣电商做到了货找人以及人找货的双轮驱动）

传统货架式电商的逻辑即搜索，用户通过“意图—搜索—购买”完成消费，当消费者对自己的需求有明确的认知，即搜索，进入货架。意味消费者在进入电商搜索之前已对商品有认知、有偏好，进而形成搜索与购买。传统货架式电商中，电商处于用户购买决策链条的下游，意味经过上游各环节的流量折损后消费者人群会相对精准，但人群体量以及向上增长的空间也会相对较少。相对而言，兴趣电商的逻辑是激发，用户通过“发现—激发—购买”完成消费，它将电商平台拉到了用户购买决策链条的上游，消费者可能并没有明确的需求，且不知道某个产品，若在浏览内容时刚好发现感兴趣的商品，激发购买意图，即可满足其需求，如抖音电商的使命“没有难卖的优价好物，让美好生活触手可得”，供给大于需求下，全球范围内流通的货品都可以通过手机下单、物流运输来到消费者手中，打破了地理空间和时间的限制。

图表 30：抖音电商的使命



资料来源：巨量引擎、华鑫证券研究

➤ 抖音电商以内容为中心升级电商组织能力（兴趣电商）

以内容激发消费者对商品的消费兴趣是抖音电商的核心价值，基于“雪球式”增长逻辑及FACT经营阵地，商家需要围绕兴趣电商，用内容连接人和货得经营逻辑，推动组织架构转型与升级，从而提升抖音电商运营效率和生意增长速度。商家可从内容、商品、达人、广告、服务五大基础维度出发，升级电商团队组织能力。抖音电商聚合平台资源，从营销产品工具、运营能力及扶持政策为商家在抖音电商平台提供全方位助力，例如品牌号与抖音小店实现“号店一体”，为商家提供“一体化”经营阵地，通过抖店app满足商家对商品、店铺、物流、服务等基础功能的运营；通过巨量百应实现商家与创作者群体的链接，上商家更好撬动抖音创作者的商业价值；通过抖音电商罗盘提供全面数据洞察，帮助电商了解店铺经营状况及优化方向，以及通过巨量千川帮助商家实现一站式广告创意及投放动作。

图表 31：抖音电商（兴趣电商公式）



资料来源：巨量引擎、腾讯内容开发平台、华鑫证券研究

➤ 行业数据中国直播电商市场规模：2021年品牌直播抢占流量竞争加剧，行业走向规范化发展，2022年将达2.85万亿元（同比增加46%）

请阅读最后一页重要免责声明

31

2019年中国直播电商快速成长，交易规模达到4512.9亿元（同比增加200%），2020年受疫情影响，直播电商行业快速发展，社交平台与电商融合程度不断加深，包括微博、微信、抖音、快手、小红书等平台均加快直播电商布局速度。2021年直播电商依然火热，产业链各方加码直播电商布局力度，直播电商也进入新阶段，一方面，2021年是品牌直播元年，平台闭环电商竞争激烈，抖音在兴趣电商顶层设计指引下大力扶持品牌商入驻，国际品牌、老牌国货品牌、新锐品牌同台竞技，进一步加快直播电商行业发展速度；另一方面，直播行业走向规范化发展，监管部门多次发布直播电商行业相关管理办法，对主播带货提出更加严格的要求与规范，并对主播逃税问题进行打击，2021年头部主播逃税事件后，头部主播“类垄断”格局被打破，中小主播、品牌等也获得较多发展空间。

➤ **2021年抖音+快手直播电商双妹贡献近万亿元交易规模直播电商带货热度不减
2022年抖音与快手电商GMV均有望分别超9000亿元**

2021年抖音与快手直播电商交易规模不断提升，直播电商交易规模接近万亿，2021年8月后直播电商行业规模同比增速保持较高水平，如下图，抖音的兴趣电商与快手的信任电商驱动线上直播的店铺数同比增加183%，直播销售额同比增加40%，直播电商双妹在2021年的成绩均凸显2021年直播电商市场带货的持续热度。2022年3-5月，由于一线城市疫情波动致线上直播电商物流阶段性承压，2022年618的助推，阶段性的“补偿性消费”有望驱动直播电商的再次快速增长，且每个月均有直播电商购物街。

图表 32：2022 年 618 抖音电商预热及玩法



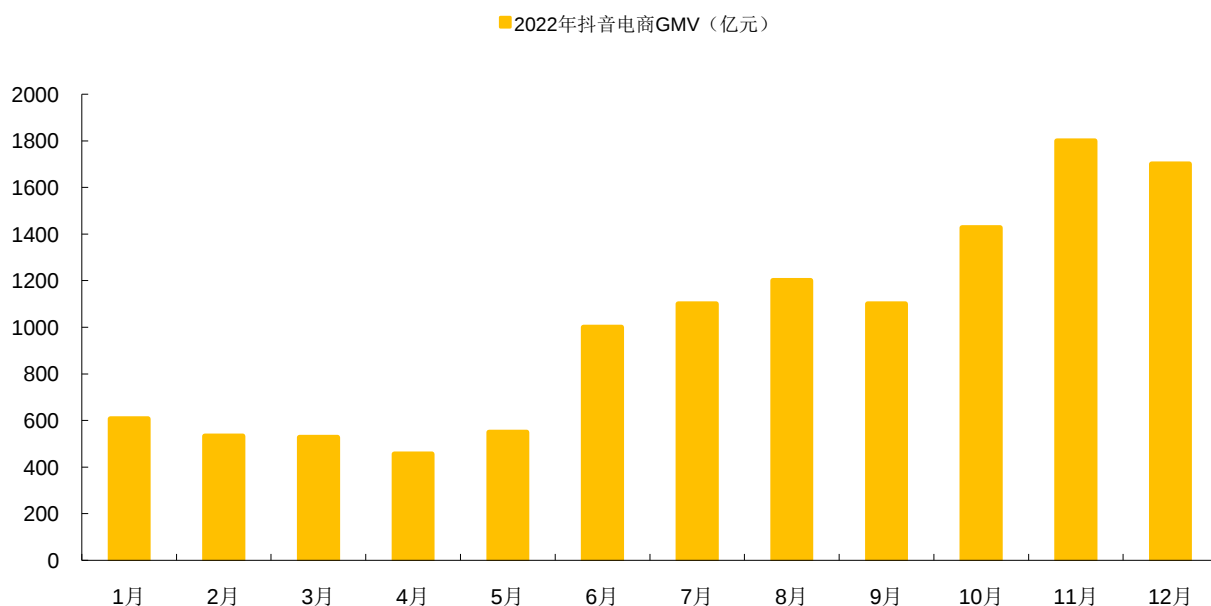
资料来源：抖音电商、华鑫证券研究

➤ **2022年二季度后抖音电商也将通过App打通直播、本地化等方式增厚电商交易规模**

2022年抖音电商在关闭外链后全力构建抖音小店（2021年年底推出抖音盒子独立电商App），加速电商平台建设，抖音电商不断化解内容和电商之间的矛盾，在电商产业链中，其物流呈现短板态势，在2022年的疫情下尤为凸显，具有较好物流的京东率先打响物流派送的先锋队，其它电商的物流在疫情地区均显运力不足。从电商GMV（商品总交易总额）角度看，2022年5月31日在抖音电商生态大会中已公布兴趣电商一周年的GMV增长3.2倍（即2021年4月至2022年4月），2022年4-5月由于沪等地受疫情影响物流，保守估算后，我们假设2022年抖音电商GMV增速达到38%即12000亿元，2022年由于疫情影响二季度经营，抖音电商从提出兴趣电商后也不断强调有质量的GMV是核心指标，我们预计2022年二季度后抖音电商也将通过App打通直播、本地化等方式增厚电商交易规模。

模，追回疫情带来的季度性损失。

图表 33：2022 年抖音电商 GMV 及预测



资料来源：抖音电商、华鑫证券研究

*6月有618加持，8月有818加持，6-12月均为预估数

图表 34：2019 年-2025 年抖音与快手直播电商 GMV 规模及预期、同比增速

	抖音电商GMV（亿元）	抖音电商GMV（YOY）	抖音电商 Takerate	快手电商GMV（亿元）	快手电商GMV（YOY）
2019	400	探索期		596	
2020	4860	疫情推动	12.7%	3812	
2021	8700	79%	13.4%	6800	78%
2022e	12000 加码本低生活、今日头条直播打通利导流	38%	15.8%	9000+	32%
2023e	22326	86%	13.0%		
2024e	34919	56%	12.8%		
2025e	55551	59%	12.5%		

资料来源：wind 资讯、快手官网、今日网红、华鑫证券研究整理

*2022 年由于疫情，线上电商在物流影响下，预计也将对其略有影响，抖音兴趣电商一周年 GMV 增加 3.2 倍，该部分未有疫情影响，预计二季度是有影响，进而全年保守估算

➤ 抖音电商为代表的直播电商市场仍具提升空间（2025年线上零售额有望达17万亿元）

自上而下看，政策助力电商高质量发展。2021年由于监管使得反垄断与重建资本秩序成为主题，2021年也就没有互联网新风口，年度尾声第四季度元宇宙带来阶段性资本热度，同时，政策端，我们看到，2021年10月27日，商务部中央网信办发改委印发《“十四五”电子商务发展规划》的通知，商务部电商司解读其规划出台的背景主要是，电商作为数字经济中活跃的、发展势头较好的新业态新动能，是新发展格局蓝图中重要一环，也将在畅通国内大循环，促进国内国际双循环中发挥重要作用。

“十三五”中国电商交易额从2015年的21.8万亿元增加至2020年的37.2万亿元，线上零售额2020年达到11.8万亿元，电商成为居民消费主要渠道之一，但同时电商行业面临不规范、不充分、不平衡、平台企业垄断及不公平竞争问题较为突出。“十四五”电商发展规划的推出，进一步明确电商在国民经济中发展新使命，电商与一二三产业加速融合，全面促进产业链供应链数字化改造，成为助力传统产业转型升级和乡村振兴的重要力量。总规模端，电商交易额从2020年的37.2万亿元增加至2025年的46亿元（线上零售额从2020年的11.8万亿元增加至2025年的17万亿元）。

中国消费者快速成熟，对商品、体验和长期价值的追求不断提高。兴趣电商影响着海量用户的生活，并促发了消费体验的跃迁，消费者逐步从过去对物质需求的满足转变为对美好生活的追求，商家增长的动力变成了内容驱动的兴趣激发和需求创造。内容成为了未来电商经营的最大变量，也是撬动增长的重要杠杆。抖音电商提出的FACT+将帮助商家在策略上完整布局全域兴趣电商，有利于收获长效增长。

2、抖音电商的拓展点是什么？本地生活及多端打通2022年GMV目标拟400至500亿元

2022年5月，抖音在“巨量学”官网发布《2022年生活服务软件服务费标准说明》，明确6月1日起将对生活服务业务收取服务费。软件服务费以“消费者实付金额+除商家自行补贴外的其他补贴金额”为基数，并且根据不同类目商品、服务软件服务费率计算。平台针对新商家制定保护期政策，保护期内所有结算商品的服务费率均为0.6%。如下图所示，各商品类目中，结婚类费率最高，为8.00%，其次是住宿、亲子、教育培训的4.50%，游玩类费率最低，为2.00%，美食类费率为2.50%，平均费率约3%，相较于美国均费率偏低，目前看抖音本地生活以高性价比为主要发展路线，作为发力业务2022年抖音本地化预计将加速推进。

图表 35：2022 年 5 月抖音电商本地生活 DOU+投放方案

【协议内容详情】

软件服务费政策

为促进平台持续、健康发展，从而为平台内商家提供更优质的服务，助力商家提高经营水平，促进深度合作，平台将更新软件服务费费率（原名：平台服务费费率），适用范围包括平台内所有生活服务类商家的生活服务类商品/服务。

更新后的软件服务费费率于2022年6月1日起生效。

2022年6月1日之前用户支付的订单，软件服务费费率仍按0.6%执行。

5、 软件服务费率标准

类目	费率
美食	2.50%
住宿	4.50%
游玩	2.00%
休闲娱乐	3.50%
丽人	3.50%
结婚	8.00%
亲子	4.50%
教育培训	4.50%
其他	3.50%

资料来源：巨量学，华鑫证券研究

图表 36：2022 年 5 月抖音电商本地生活 DOU+投放方案

本地生活-DOU+玩法

操作步骤

门店优惠推广功能

方式一：
添加位置（关联团购商品）
方式二：
添加团购融合锚点
用户视角下三种样式
选中投放视频
进入DOU+下单页
投放DOU+“门店优惠推广”
推荐使用：
“自定义定向投放”
“地域”定向
精准圈定门店位置附近人群

注意：

选择门店推广
门店视频播放
切换自定义推广模式
不要使用套餐模式
选择想要去重点覆盖地域

DOU+上热门

商家视频高曝光产品来袭！
立即查看

推广作品
#哪吒之魔童降世 团购活动
@DOU+小助手，有机会获得官方加粉礼包 预览

我想要
获取客户
商品推广
门店推广
更多获得什么
点赞评论量 粉丝量 主页浏览量

我想选择的套餐是？
¥0 明后大
已抵扣：¥100

本地生活-DOU+玩法

下单技巧

投放核心策略

小额多单，看数据，再追投：
-小额下单（100-300元）
-投短时间（6小时-24小时）
-观察投中&投后数据
-判断是否追加
没必要拆单：
同一时间投放设置完全相同
订单没意义

资料来源：巨量学，华鑫证券研究

图表 37：2022 年 5 月今日头条宣布抖音、今日头条、西瓜视频三平台打通



系统通知

05-14

亲爱的今日头条用户，我们将对直播板块进行整体升级，升级后的直播服务将由抖音提供，你可根据规则将你今日头条帐号内的直播权益迁移/融合至你绑定的抖音帐号，同时在绑定抖音帐号后进行开播，直播内容可同时在抖音&今日头条&西瓜视频三个平台分发。

你进入直播板块后（进入直播间或开启直播）将会收到系统提示，请根据引导完成升级。技术原因，升级逐步开启，请以系统提示为准，感谢你的支持与关注。

资料来源：今日头条，华鑫证券研究

- 抖音进军本地生活，是肯定的方向，如何布局，重布局还是轻布局？抖音的本地生活布局与美团的模式有无竞争差异化？起步晚的抖音本地生活后续如何定位？

2021年美团发力闪购业务，并有望再造一个美团，2022年6月1日起抖音将对生活服务业务收取服务费，其本地生活商业化的预期更进一步。2019年后抖音涉足酒旅业务，并在站内上线千家酒店，与酒旅订单直连，开启抖音本地生活业务板块；2022年3月抖音上线独立商家运营APP“抖音来客”，商家注册抖音并认证后即可通过企业服务中心的功能板块上线团购产品的操作，转移至抖音来客APP上操作，抖音来客的推出代表抖音本地生活进入加速期。

图表 38：2022 年抖音来客 app 进展



资料来源：抖音来客 app，华鑫证券研究

➤ 抖音短视频成为本地生活商家营销变现引流的新阵地，抖音本地生活是基于抖音生态的天生契合变现场景

本地生活，即接洽餐饮、娱乐、美妆等消费类商家，将商家的折扣类优惠产品上线到相应平台，当顾客完成交易后，平台将与商家进行分佣获得收入。在美团、大众点评、

口碑等本地生活APP上，商家还可通过购买资源位、推荐位获得额外曝光机会。2018年抖音即成立团队准备进军本地生活服务市场，2018年6月1日，上线企业号功能以“打品牌、找客户、做推广、带销量”的定位，同时邀请美团、同城、饿了么、携程等第三方平台入驻，抖音平台本地生活业务的简单框架就此形成。抖音短视频也成为本地生活商家营销变现引流的新阵地。平台能力方面，抖音星图平台上线达人探店任务，抖音企业号上线酒店预订、门票预订功能；在内容方面，抖音推出多个活动鼓励用户添加POI定位拍摄探店视频等内容；与美团等现阶段所提供的服务相比，抖音目前借助POI（Point of Interest兴趣点）的“种草”模式，试图通过算法将相关服务精准“投喂”给用户，以达到引流与吸引更多消费者的目的，POI地址挂载小程序后，可帮助商家利用营销工具抽奖、拼团、支付有礼、拍摄有礼、一键加群、裂变弹窗等工具设置促销商品，当用户领取到卡券便会进店消费，促进二次交易转化。借助用户基数以及庞大流量池，抖音本地生活是基于抖音生态的天生契合变现场景，本地生活的上线补全了抖音生态流量变现闭环，有效缩短转化路径，减少了用户流失。

图表 39：抖音 app 重本地生活页面



资料来源：抖音 app，华鑫证券研究

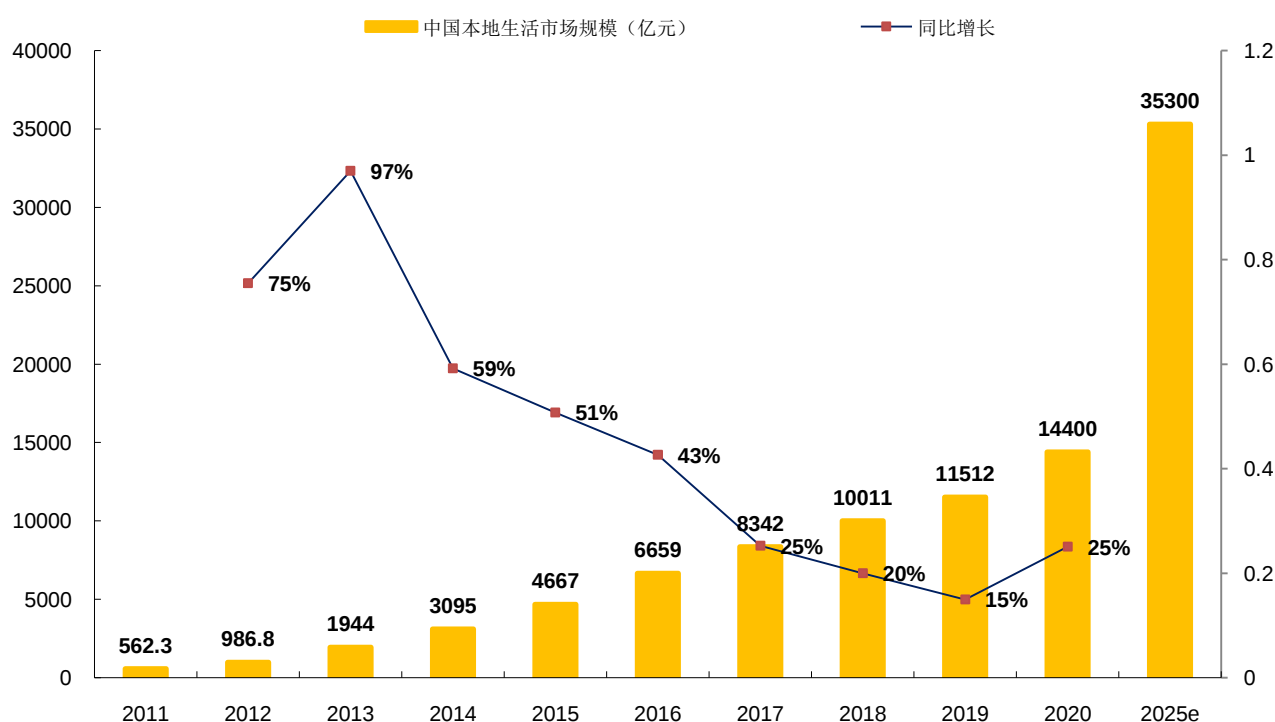
➤ 美团+快手的本地生活解决的是确定性的需求，抖音的本地生活希望解决的是不确定的需求

在抖音的三大流量板块，本地流量、关注流量与流量推荐中本地流量的利用率最少，且与本地生活业务最为契合，因此变现效率有望较高。美团与快手的合作利于其市场的进一步扩大，抖音的本地生活以团购为主，美团以外卖为主，但是双方都有业务交汇点，在外卖基本盘下，美团开始加码到店团购业务，一方面，推出主打本地美食特惠平台的“美团圈圈”，另外在美国团App推出直播带货功能，创造新的销售场景。抖音未局限于美食餐饮方面的团购，相继在医美、旅游等方面进行尝试，比如推出“山竹旅行”平台，聚合抖音内的本地住宿商家、门票商家，打造单元式的细分平台，完成对团购赛道的再次划分。抖音为进一步丰富电商和本地生活业务的服务市场，积极采取和第三方服务商合作，并专门为第三方服务商在抖音App内打造名为“抖音服务市场”的平台，该平台拥有大部分本地生活商家需要用

到的服务，比如点餐、本地达人探店变现工具等，通过这些服务，不仅完善了商家的相关需求，同时也降低了抖音的运营成本。

美团或饿了么均解决了用户确定性的需求，而抖音发力的本地生活是不确定需求，例如用户在逛抖音中基于平台的POI（兴趣点），通过地理位置（LBS）、用户浏览喜好等维度进行的信息流推荐。抖音本地生活业务利用直播，撬开一个新的本地生活售卖入口，允许主播可在直播间挂卖门票、到店团购券等，本地生活的商家也开辟了新的运营方式，比如推出同城配送、闪送等方式，让商品能够像外卖一样，在短时间内送到客户手中。通过多元化的营销手段和运营方式，为抖音的本地生活服务打开新的局面，2022年抖音的本地生活业务全年目标拟为400-500亿元，如下图，预计中国本地生活市场规模有望从2020年的1.4万亿元增加至2025年的3.5万亿元（复合增速20%），在万亿市场中，头部互联网企业借助各自优势躬身入局，仍有望受益行业增速红利。

图表 40：2020-2025 年中国本地生活市场规模及预测、同比增速



资料来源：iimedia，华鑫证券研究

3、直播电商行业进入深耕

从PC到移动互联网的媒介迭代下诞生了阿里、京东、拼多多三巨头代表的电商企业，伴随短视频媒介快速发展，诞生了抖音、快手为代表的短视频直播电商企业，从大而全到垂类的电商路径下，小红书、哔哩哔哩（会员购）、芒果超媒（小芒电商）均在加码电商。降本增效成为2022年一季度传统电商平台的关键词，也是主旋律，均不在追求单一指标的快速增长，依托存量用户基础，转向有质量的增长并进入精细化运营阶段。2022年后疫情下第一个年中购物街618中，我们预计传统电商平台对GMV的数据较往年对比将以低调姿态应对，高举高打的模式逐步弱化，高质量GMV增长成为共识，同业之间

请阅读最后一页重要免责声明

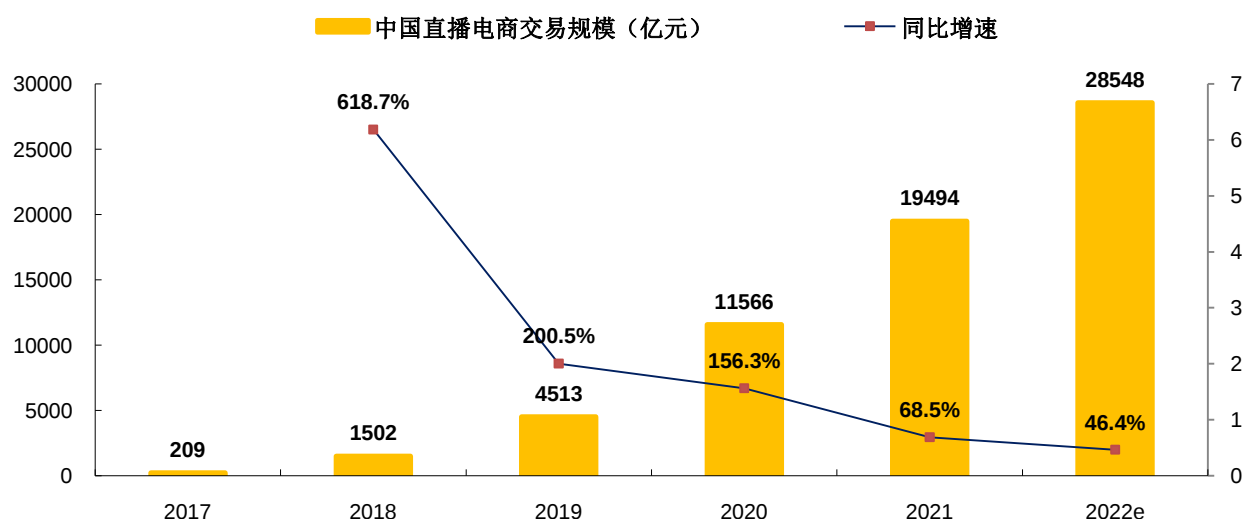
39

的竞争从获客到精细化运营（例如下沉市场的拼多多开启农业的特色供给以及农业相关的研发投入、京东重在打造供应链基础设施、阿里更加注重与帮助商家一同获得增长，稳住基本盘），但传统电商均面临相同问题即新进入的短视频电商的快速发展及分流。

➤ 行业数据中国直播电商市场规模：2021年品牌直播抢占流量竞争加剧，行业走向规范化发展，2022年将达2.85万亿元（同比增加46%）

2019年中国直播电商快速成长，交易规模达到4512.9亿元（同比增加200%），2020年受疫情影响，直播电商行业快速发展，社交平台与电商融合程度不断加深，包括微博、微信、抖音、快手、小红书等平台均加快直播电商布局速度。2021年直播电商依然火热，产业链各方加码直播电商布局力度，直播电商也进入新阶段，一方面，2021年是品牌直播元年，平台闭环电商竞争激烈，抖音在兴趣电商顶层设计指引下大力扶持品牌商入驻，国际品牌、老牌国货品牌、新锐品牌同台竞技，进一步加快直播电商行业发展速度；另一方面，直播行业走向规范化发展，监管部门多次发布直播电商行业相关管理办法，对主播带货提出更加严格的要求与规范，并对主播逃税问题进行打击，2021年头部主播逃税事件后，头部主播“类垄断”格局被打破，中小主播、品牌等也获得较多发展空间。

图表 41：2017-2022 年中国直播电商交易规模及同比增速



资料来源：Guoji、华鑫证券研究

➤ 抖音电商为代表的直播电商市场仍具提升空间（2025年线上零售额有望达17万亿元）

自上而下看，政策助力电商高质量发展。2021年由于监管使得反垄断与重建资本秩序成为主题，2021年也就没有互联网新风口，年度尾声第四季度元宇宙带来阶段性资本热度，同时，政策端，我们看到，2021年10月27日，商务部中央网信办发改委印发《“十四五”电子商务发展规划》的通知，商务部电商司解读其规划出台的背景主要是，电商作为数字经济中活跃的、发展势头较好的新业态新动能，是新发展格局蓝图中重要一环，也将在畅通国内大循环，促进国内国际双循环中发挥重要作用。

“十三五”中国电商交易额从2015年的21.8万亿元增加至2020年的37.2万亿元，线上零售额2020年达到11.8万亿元，电商成为居民消费主要渠道之一，但同时电商行业面临不规范、不充分、不平衡、平台企业垄断及不公平竞争问题较为突出。“十四五”电

商发展规划的推出，进一步明确电商在国民经济中发展新使命，电商与一二三产业加速融合，全面促进产业链供应链数字化改造，成为助力传统产业转型升级和乡村振兴的重要力量。总规模端，电商交易额从2020年的37.2万亿元增加至2025的46亿元（线上零售额从2020年的11.8万亿元增加至2025年的17万亿元）。

图表 42：“十四五”电商发展主要指标

类别	指标名称	2020 年	2025 年	备注
总规模	电子商务交易额（万亿元）	37.2	46	预期性
	全国网上零售额（万亿元）	11.8	17	预期性
	相关从业人数（万）	6015	7000	预期性
分领域	工业电子商务普及率（%）	63.0	73	预期性
	农村电子商务交易额（万亿元）	1.79	2.8	预期性
	跨境电子商务交易额（万亿元）	1.69	2.5	预期性

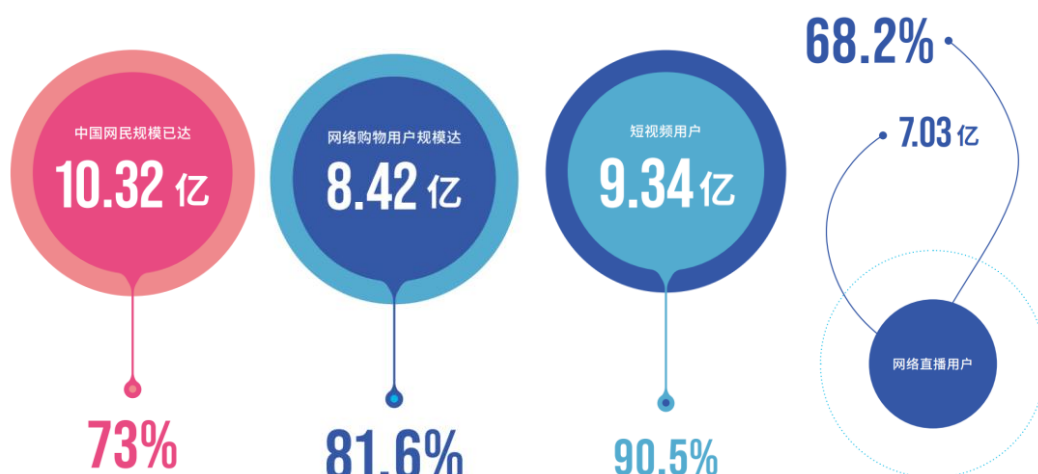
资料来源：商务部、华鑫证券研究

➤ 直播内容电商之抖音兴趣电商繁荣生长时代助推兴趣生意

行业端看，2021年中国网民规模已达10.32亿，互联网普及率达73%，超过全球平均水平7个百分点；其中，网络购物用户规模达8.42亿，占网民整体的81.6%，线上零售规模连续多年位居全球榜首，电商消费已变成中国消费者的生活常态。伴随5G时代到来，消费者的注意力进一步向短视频、直播内容迁移：短视频用户规模达9.34亿，渗透率达90.5%，网络直播用户规模达7.03亿，占网民整体的68.2%，短视频和直播平台是目前用户增长速度最快、增长规模最大的平台。

用户不仅通过短视频和直播看到美好生活，也从中激发出购买兴趣，庞大的用户基础也为抖音电商业务的发展奠定坚实基础，为商家提供较好的生意增长潜力场景，兴趣电商有望为电商行业带来新增量、新风向。

图表 43：“十四 2021 年全国网民规模、网购用户、短视频用户、网络直播用户规模



资料来源：抖音电商白皮书、华鑫证券研究

从估值角度看，目前字节跳动是非上市企业，我们对公司的财务数据预测是基于市场公开内容，自2018年字节跳动的商业化加码后，其核心收入来自广告，我们通过移动广告市场规模以及公司占比，也倒推算出其收入的合理性，疫情后也加速了字节跳动的电商发展，2021年其兴趣电商快速发展，收入占比逐步提升，进而字节跳动的广告收入占比预计从2018年的94%占比下降至2022年的64%，预计后续电商收入贡献比例有望持续提升，目前的估值主要基于现有主业广告与电商，我们认为，基于主业的收入，从 PS 看字节跳动（抖音）的估值，2021年8月18日字节跳动将核心子公司1%股份售予中国政府，投后估值达4200亿美元（对应其2021年收入下的PS约为5倍），若对比腾讯控股（0700）、快手，我们可以看到2019年PS为9倍、7倍，由于2021年反垄断及2022年疫情波动影响下，腾讯与快手市值均有所影响（最新财报即2021年腾讯控股PS为6.6倍，快手为3.3倍，我们取均值5倍），基于行业格局以及后续疫情下的回暖，我们预计抖音集团营收有望从2022年的5278亿元增加至2025年的15431亿元，我们取2022年与2025年的PS为5倍、4倍，即抖音集团市值有望从2022年的2.6万亿元增长至2025年的6.17万亿元。

图表 44：2019-2025 年字节跳动、腾讯、快手三家营收及估值模型假设

	字节跳动	腾讯	快手
2019年营收（亿元）	1400	3773	391.2
2019年营收对应下的PS（2019）	5	9	7
2020年营收（亿元）	2366	4821	587.8
2021年营收（亿元）16~60%	3770.0	5613	811
2022年营收（亿元）E 20~40%	5278.0	6736.16	973.40
2022年营收对应下的市值（万亿元）E 30~40% PS=5	26390.0	33680.82	2920.21
2025年营收（亿元）E	15430.9	13156.6	1977.2
2025年营收对应下的市值（万亿元）E	61723.8	52626.3	5931.68

资料来源：wind 资讯、it 桔子，华鑫证券研究

*字节跳动的营收增速假设 2022-2025 年分别为 40%、41%、43%、45%，2022 年在疫情下略下滑，2023 年回暖

*腾讯的收入增速假设 2022-2025 年分别为 25%（作为成熟企业，保持稳定）

*快手的收入增速假设 2022-2025 年分别为 30%、25%、25%（短视频上市第一股，具先发优势，电商发力）

4、行业评级及投资策略

给予传媒互联网行业增持评级。字节跳动（抖音）产业链作为传媒互联网行业重要组成部分，2022下半年传媒互联网板块有望在抖音集团资本化预期下带来新增量。2020-2021年字节跳动快速发展，2022年以抖音之名再战，夯实营销主业的同时抖音电商逐步多端打通有望驱动营收新增量，其中抖音在2022年有望发力本地生活，在万亿市场中仍可享行业增长红利，2022-2023年，我们认为字节跳动（抖音）产业链红利有望持续，投资维度可看，**第一维度**关注抖音集团直接持股标的（掌阅科技）；**第二维度**关注抖音集团主业之一的新营销板块（蓝色光标、姚记科技、浙文互联等）；**第三维度**可关注万亿市场的本地生活（美团等），**第四维度**关注抖音集团以及Pico VR均在加码优质内容及内容版权（华策影视、光线传媒、视觉中国、奥飞娱乐、新经典、中信出版、吉比特、百奥家庭、心动公司等），2022年下半年及2023年伴随抖音集团的资本化进程，有望带来新增量新预期，且在内容与媒介的迭代中带来产业链共赢，进而给予传媒互联网行业增持评级。

图表 45：重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2022/6/6 股价	EPS			PE			投资评级
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
603533.SH	掌阅科技	16.15	0.34	0.55	0.78	47.1	29.4	20.7	推荐
300058.SZ	蓝色光标	6.22	0.21	0.26	0.34	29.6	23.9	18.3	推荐
002605.SZ	姚记科技	16.04	1.42	1.67	2.06	11.3	9.6	7.8	推荐
600986.SH	浙文互联	5.22	0.22	0.29	0.37	23.7	18.0	14.1	推荐
300133.SZ	华策影视	4.52	0.21	0.26	0.31	21.5	17.4	14.6	推荐
603096.SH	新经典	18.64	0.8	1.12	1.42	23.3	16.6	13.1	推荐
603444.SH	吉比特	340.00	20.43	22.24	26.22	16.6	15.3	13.0	推荐
300788.SZ	中信出版	20.50	1.27	1.40	1.60	16.1	14.6	12.8	未评级
300251.SZ	光线传媒	8.10	-0.11	0.32	0.4	-73.6	25.3	20.3	未评级
3690.HK	美团-W	167.65	-3.90	-2.31	0.55	-43.0	-72.7	306.1	未评级
2400.HK	心动公司	20.10	-1.86	-0.90	0.07	-10.8	-22.4	280.7	未评级
2100.HK	百奥家庭互动	0.39	0.01	0.07	0.11	39.8	5.7	3.5	未评级

资料来源：Wind，华鑫证券研究

*注：港元对人民币汇率取1港元=0.8463元人民币；美元对人民币汇率取1美元=6.6403元人民币；表中股价均为人民币元；“未评级”盈利预测取自万得一致预期

5、风险提示

- (1) 产业政策变化风险
- (2) 推荐公司业绩不及预期的风险
- (3) 经营不达预期风险
- (4) 行业竞争风险
- (5) 新技术发展不及预期的风险
- (6) 隐私数据保护不及预期的风险
- (7) 优质内容供给不及预期的风险
- (8) 疫情波动风险
- (9) 宏观经济波动风险

■ 传媒新消费组简介

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021年11月加盟华鑫证券研究所，对传媒互联网新消费有长期跟踪经验。

于越：理学学士、金融硕士，拥有实业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒游戏互联网板块等。

■ 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。