

从 B 站、小红书、得物看 Z 世代内容营销与渠道变化

Z 世代研究专题之内容营销与渠道 | 2021.5.25

中信证券研究部

核心观点



王冠然
首席传媒分析师
S1010519040005



朱话笙
传媒分析师
S1010521010005

随着 Z 世代时代的到来，年轻人市场是互联网用户流量渗透饱和下的少数结构性流量红利。Z 世代信息获取、社交传播和消费决策更加线上化，注重品牌力及营销的个性化、体验性和互动性，对广告营销新模式提出新要求。我们认为，拥有更多年轻用户、产品内容丰富度更高的互联网平台将有望受益于新营销模式的转变。通过分析各平台的用户结构、生态调性及营销模式，我们认为抖音/快手/微博拥有最庞大的年轻用户覆盖与丰富内容，是新营销主要阵地；哔哩哔哩依托 Z 世代受众与内容营销优势，有望保持良好增长趋势；小红书打造优质垂类内容社区，积极发力营销和电商；得物作为国内领先的潮牌交流与交易平台，商业化潜力巨大。我们看好 Z 世代年轻用户垂类内容社区的增长潜力和营销价值，从年轻人营销价值角度，重点推荐哔哩哔哩、快手-W、微博，同时关注字节跳动、小红书、得物。

■ **Z 世代时代到来，流量红利持续体现。** Z 世代人口规模约 2.64 亿，占我国总人口约 19%。在互联网行业整体渗透见顶背景下，年轻人市场是互联网用户流量渗透饱和下的少数结构性流量红利。一方面，Z 世代的消费潜力不断释放，首批 Z 世代（95 后）已步入职场，开始拥有独立经济来源与自主消费决策；另一方面，Z 世代所受的高等教育水平大幅高于千禧一代，居住在一线城市比例更高，对新鲜事物的接受程度也更高。互联网赛道存量竞争格局下，年轻人线上营销与消费有望成为新增长点。

■ **Z 世代信息获取、社交传播和消费决策更加线上化，注重品牌力及营销的个性化、体验性和互动性，对广告营销模式发展提出新要求。** ①Z 世代作为原生互联网群体，线上信息获取、社交传播与消费根植于行为习惯，信息获取与传播更加依赖线上内容与社交，截至 2020 年 12 月，90 后移动互联网用户占比达 32%；②Z 世代购物时更重视外观与种草，重视品牌力。根据库润数据，Z 世代在购物时主要受产品外观（65.4%）、朋友推荐/种草（64.3%）、品牌（63.8%）、时尚潮流/流行趋势（58.2%）等因素影响；③Z 世代注重内容、产品和服务的个性化、体验性和互动性。Z 世代消费者有 46% 希望从消费中获得存在感，且更想融入圈子、想和朋友有共同语言的 Z 世代占比超 60%；④Z 时代认同“种草”等新营销模式，为广告营销新模式发展创造条件。

■ **新营销和新渠道模式更注重以消费者为中心，不同素材面向不同消费者，带来更好的用户认可与更高的营销效率。** 传统模式注重标准化产品的大众曝光，满足大众品牌和商家的营销需求，而新模式以消费者为中心，向不同消费者提供个性化、深互动、重体验的内容、产品与服务。①**受众端：**形成更强的社区归属感和更良好的社区生态，建立更深的社区联系；同时，垂直且有针对性的个性化和内容化营销激发用户特有的分享欲和满足感。②**商家端：**垂直化的用户和内容帮助商家实现精准营销和用户内容精准获取，减少投放损耗，有助于商家增强品牌力，构筑垂直受众的利基粉丝群。其中，B 站、小红书等相关平台是新营销模式代表，通过去中心化媒体进行用户营销，在分发效果和营销效率上都具备优势。

■ **年轻人营销与消费线上化趋势下，大而全的头部内容平台抖音/快手/微博预计是主阵地，而小而美的垂类平台 B 站、小红书、得物等在年轻人内容营销上更具细分深度优势。** ①**抖音/快手/微博：**拥有最庞大的年轻用户覆盖与丰富内容，是新营销主要阵地，但更多定位大众平台，更适合大众品牌营销，而非 Z 世代垂直平台；②**哔哩哔哩：**凭借社区氛围+UP 主生态的核心优势，已成为视频化的年轻社区，助力内容营销高效开展；③**小红书：**高粘性、高互动的年轻女性内容与社交核心新平台，覆盖时尚、个护、彩妆和美食等多领域，依托优质的社区内

互联网行业

评级

强于大市（维持）

容和社交关系，积极发力在线营销与电商，“社区+电商”模式已成为目前最重要的商业化变现方式；④**得物**：国内领先的潮牌交流与交易平台，提供潮流交易、潮牌真伪鉴定以及潮流分享等服务，营销体系正逐步建立，商业化潜力巨大。

■ **风险因素**：行业竞争超预期；Z 世代消费水平不及预期；主要平台商业化进展低于预期；宏观经济增速不确定性风险；主要平台用户增长不及预期。

■ **投资策略**：①在流量结构上，随着 Z 世代时代的到来，流量红利正持续体现，年轻用户成为各大互联网平台的必争之地。我们认为，**拥有更多年轻用户、产品内容丰富度更高的互联网平台将有望受益于营销模式的转变，其商业化价值有望进一步体现。**②通过分析各平台的用户结构、生态调性及营销模式，我们认为抖音/快手/微博拥有最庞大的年轻用户覆盖与丰富内容，是营销主要阵地；哔哩哔哩依托 Z 世代受众与内容营销优势，商业化趋于成熟，有望保持良好增长趋势；小红书打造优质的垂类内容社区，带货变现率高，内容与电商平衡发展，有望实现进一步增长；得物作为国内领先的潮牌交流与交易平台，营销体系逐步建立，商业化潜力巨大。我们看好 Z 世代年轻用户垂类内容社区的增长潜力和营销价值，从年轻人营销价值角度，**重点推荐哔哩哔哩、快手-W、微博，同时关注字节跳动、小红书、得物。**

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价 (港元/美元)	EPS (元)			PE			评级
		20A	21E	22E	20A	21E	22E	
快手-W	239.8	-1.91	-2.01	2.27	N/A	N/A	90	买入
哔哩哔哩	102.4	-7.84	-13.48	-15.19	N/A	N/A	N/A	买入
微博	48.06	2.40	2.68	3.10	20	18	16	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2021 年 5 月 21 日收盘价，快手为港元，哔哩哔哩为美元，微博为美元；微博为 EPADR，单位为美元

目录

背景：Z 世代时代已经到来，流量红利正在持续体现	1
Z 世代特征：年轻人消费行为特点与认可的营销模式	3
作为原生互联网群体，线上信息获取、社交传播与消费根植于行为习惯	3
Z 世代审美要求提升，注重品牌力，对品牌建设提出新要求	3
Z 世代注重产品和营销的个性化、体验性、互动性	5
Z 时代认同“种草”等新营销模式，为广告营销新模式发展创造条件	6
典型的新营销、新渠道模式	7
典型的年轻化新平台：哔哩哔哩、小红书、得物	7
传统模式与新模式的差异：标准化、功能性 VS 个性化、体验性	7
新营销模式带来的新价值：更好的用户认可与更高的营销效率	9
年轻人营销与消费线上化趋势下，哪些平台值得关注？	10
抖音/快手/微博：大而全的营销主阵地，但更多定位大众平台而非 Z 世代垂直平台	10
哔哩哔哩：视频化的年轻社区，助力内容营销高效开展	11
小红书：高粘性高互动的年轻女性内容与社交核心新平台，营销与电商效率出色	12
得物：国内领先的潮牌交流与交易平台，商业化潜力巨大	15
风险因素	17
投资建议	17

插图目录

图 1: Z 世代 (1995-2009 年出生) 累计人口总数约 2.64 亿	1
图 2: Z 世代人均收入高于全国居民人均可支配收入 (2019 年)	2
图 3: 预计 2023 年 Z 世代线上文娱市场规模将达到 8,791 亿元	2
图 4: Z 世代是“网生一代”，成长过程伴随着互联网尤其是移动互联网的高速发展	2
图 5: 我国高等教育毛入学率自 1995 年以来逐年提升	3
图 6: 我国 90 后在各线城市分布情况及对应 TGI	3
图 7: 90 后已经成为移动互联网用户中占比最高的年龄群体	3
图 8: 90 后网民数量持续增长	3
图 9: Z 世代购物时更看重外观与品牌，对价格与实用性不敏感	4
图 10: 我国 Z 世代消费者的类型划分	4
图 11: Z 世代偶像经济消费类型比例关系	5
图 12: Z 世代更重视从消费过程获得存在感	5
图 13: 世代乐于尝鲜，重视消费体验	5
图 14: Z 世代社交与表达需求旺盛	6
图 15: Z 世代习惯在观看视频过程中进行弹幕互动	6
图 16: 种草式营销与其正反馈闭环的模式	6
图 17: 小红书主要用户及平台内容数据	7
图 18: 哔哩哔哩品牌营销产品矩阵	7
图 19: TV 电视、视频平台的分发模式——大众品牌建设	8
图 20: 淘宝、点评等搜索类产品分发模式——标品爆款	8
图 21: 哔哩哔哩的种草式营销示例	8
图 22: 私域流量运营交互性强、利于建立良好的信任关系	9
图 23: 2020 年 12 月抖音&快手 用户画像对比	10
图 24: UP 主常见内容共创方式	11
图 25: 2020 年哔哩哔哩年度品牌合作伙伴	12
图 26: 小红书发展历程	12
图 27: 小红书用户年龄分布	13
图 28: 小红书用户性别分布	13
图 29: 小红书内主要的营销方式	13
图 30: 小红书评论互动	14
图 31: 小红书搭建企业号服务体系，主力品牌主与平台创作者合作	14
图 32: 小红书 2021 年春节期间直播带货商品趋势	15
图 33: 得物 App 主要功能一览	16
图 34: 得物 (毒) 用户年龄分布	16
图 35: 得物 (毒) 用户性别分布	16
图 36: 得物 (毒) 的主要品牌合作营销方式	17

表格目录

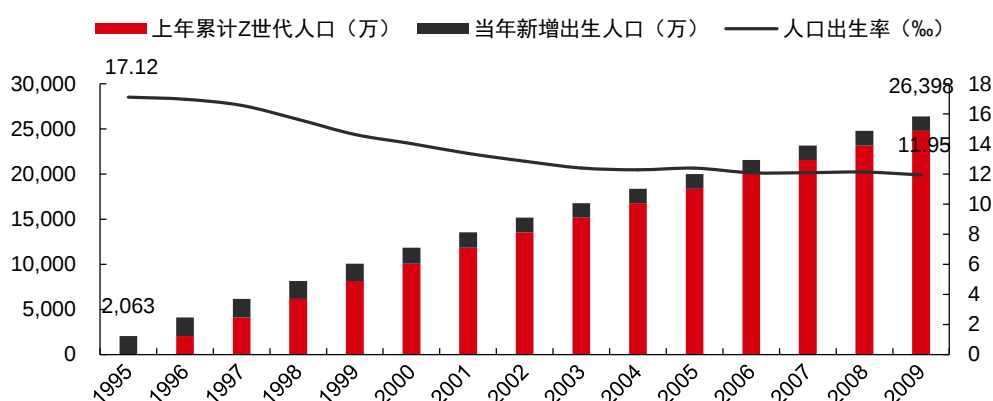
表 1: 重点公司盈利预测及估值	17
------------------------	----

■ 背景：Z 世代时代已经到来，流量红利正在持续体现

为什么关注年轻人线上营销与消费？——To C 互联网消费赛道进入存量竞争格局下的少数新增长点。

Z 世代人口规模约 2.64 亿，占我国总人口比重约 19%。Z 世代人群出生的时期内我国人口出生率整体呈现逐年下滑趋势，年新增人口数由 2,063 万（1995 年）降低至 1,615 万（2009 年），对应的人口出生率分别为 17.12‰和 11.95‰。在不考虑人口减损的情况下，我们估算 Z 世代人口规模约 2.64 亿，占 2019 年底总人口比重约 18.86%。

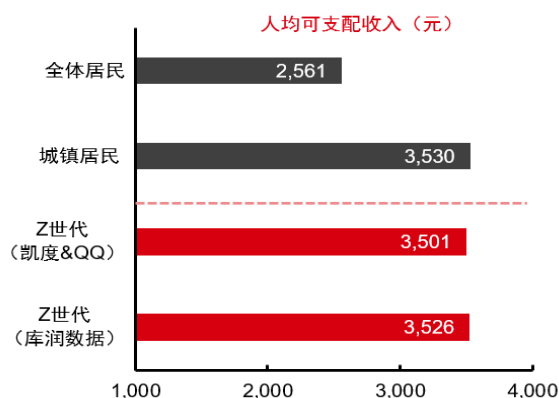
图 1：Z 世代（1995-2009 年出生）累计人口总数约 2.64 亿



资料来源：国家统计局，中信证券研究部估算 注：估算 Z 世代人口总量时未考虑人口减损

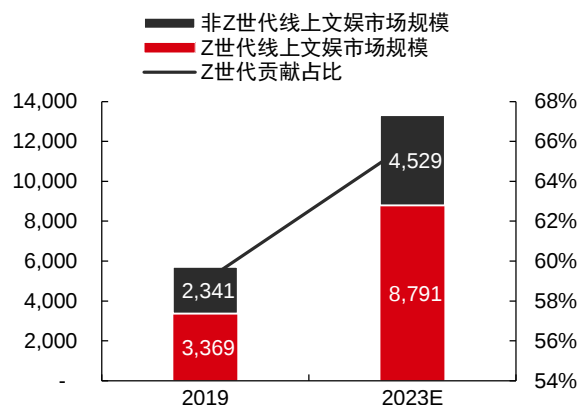
互联网行业整体渗透见顶，竞争已经十分激烈，而年轻人市场是互联网用户流量渗透饱和和下少数结构性流量红利——年轻人逐步拥有手机时间以及消费能力。1) 上大学：首批 Z 世代（95 后）于 2013 年左右进入大学，第二批 Z 世代（00 后）也于 2018 年左右进入大学，2013-19 年我国高等教育毛入学率均值为 42.87%，而 1995-2013 年这一指标均值仅为 17.70%。上大学后，Z 世代有手机上网时间和一定的财务自主权，获得自主度更高的个人消费空间。2) 步入职场：财务能力提升。2020 年，首批 Z 世代（95 后）已经陆续步入职场，开始更为独立的消费生活。Z 世代是原生互联网群体，线上娱乐与消费根植于其行为习惯，线上营销和消费预计将成为其主要行为特征。

图 2：Z 世代人均收入高于全国居民人均可支配收入（2019 年）



资料来源：库润数据，凯度&QQ 广告，国家统计局，中信证券研究部

图 3：预计 2023 年 Z 世代线上文娱市场规模将达到 8,791 亿元



资料来源：艾瑞数据（含预测；转引自哔哩哔哩投资者交流材料），中信证券研究部

1) Z 世代的消费潜力不断释放。根据极光大数据，2020 年 10 月 B 站 16-25/26-35 岁用户占比分别为 65%/22%，Z 世代是 B 站的核心用户。Z 世代的成长过程伴随着我国互联网的崛起与普及。2020 年，首批 Z 世代（95 后）已经步入职场，开始拥有独立的经济来源与消费决策，第二批 Z 世代（00 后）也已逐渐步入大学校园，获得更为自主的消费决策机会。

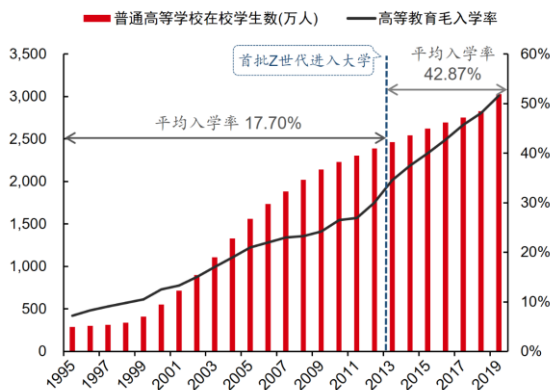
图 4：Z 世代是“网生一代”，成长过程伴随着互联网尤其是移动互联网的高速发展



资料来源：中信证券研究部绘制（Logo 来自各公司官网）

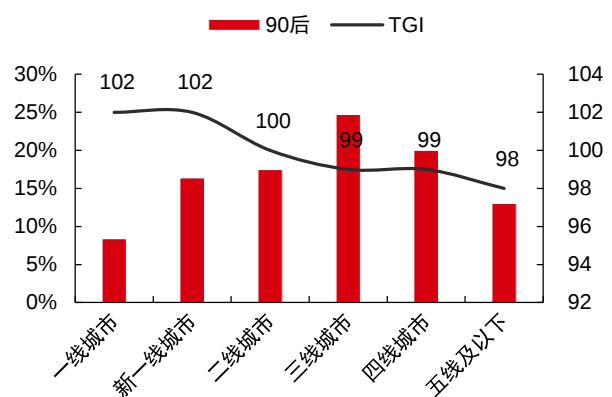
2) Z 世代所受的高等教育水平大幅高于千禧一代，居住在一线城市比例更高。从教育水平来看，Z 世代享受了我国高等教育持续扩招的红利，接受高等教育的人口占比大幅高于上一世代。首批 Z 世代（95 后）于 2013 年左右进入大学，第二批 Z 世代（00 后）也于 2018 年左右进入大学，2013-19 年我国高等教育毛入学率均值为 42.87%，而 1995-2013 年这一指标均值仅为 17.70%。从地域分布来看，根据 QuestMobile 统计数据，90 后在一线城市、新一线城市分布的 TGI 均为 102，分布比例高于自然人口占比，表明更多的年轻世代生活在大城市之中。

图 5：我国高等教育毛入学率自 1995 年以来逐年提升



资料来源：教育部，中信证券研究部

图 6：我国 90 后在各线城市分布情况及对应 TGI



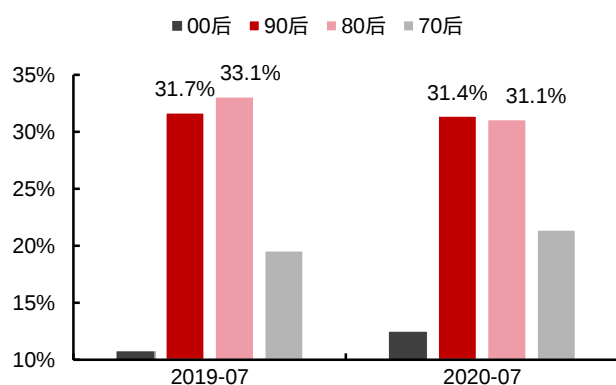
资料来源：QuestMobile，中信证券研究部 注：TGI=（90 后在该区域的活跃人数/全网用户在该区域活跃人数）*100

Z 世代特征：年轻人消费行为特点与认可的营销模式

作为原生互联网群体，线上信息获取、社交传播与消费根植于行为习惯

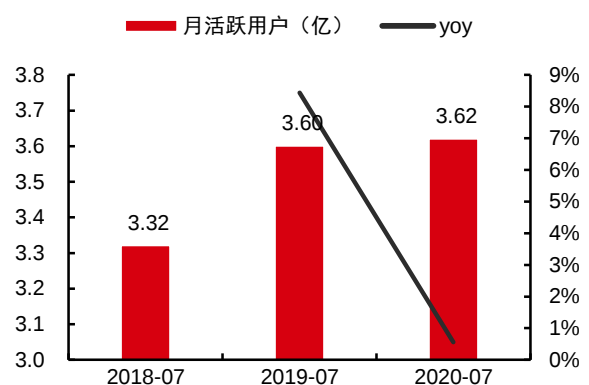
线上营销和消费预计将成为 Z 世代主要行为特征，信息获取与传播更加依赖线上内容与社交。互联网 90 后用户规模首次超过 80 后，互联网依赖程度高。根据 QuestMobile 数据，2020 年 7 月移动互联网用户中 90 后占比超过 80 后，成为移动互联网的第一大主力军。2020 年 12 月，90 后移动互联网用户占比达 32%。年轻世代逐渐成为互联网消费的主体，他们的成长环境与时代大背景与上一世代均有显著不同，所孕育的消费习惯也展现出鲜明的时代特征，信息获取、传播更加依赖线上内容与社交，消费决策更加倚赖线上。

图 7：90 后已经成为移动互联网用户中占比最高的年龄群体



资料来源：QuestMobile，中信证券研究部

图 8：90 后网民数量持续增长



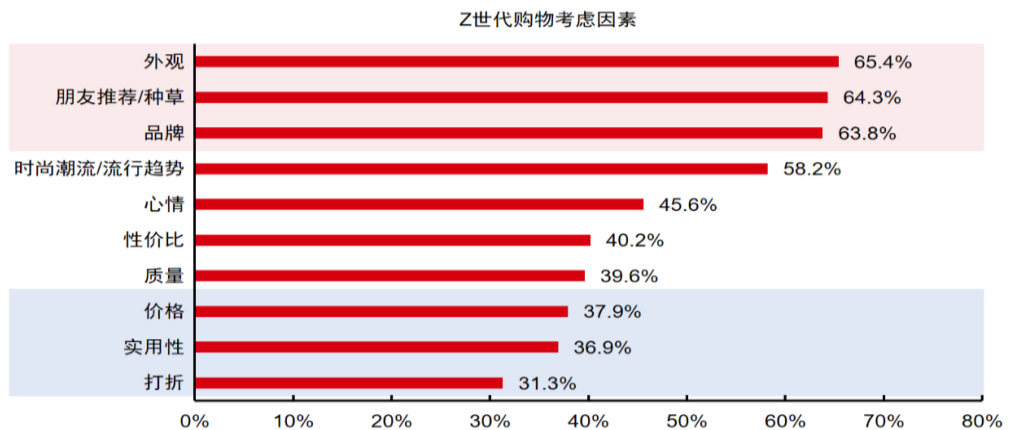
资料来源：QuestMobile，中信证券研究部

Z 世代审美要求提升，注重品牌力，对品牌建设提出新要求

Z 世代购物时更重视外观与种草，对价格与实用性的考量则相对靠后。根据库润数据，Z 世代在购物时主要受产品外观（65.4%）、朋友推荐/种草（64.3%）、品牌（63.8%）、时

尚潮流/流行趋势(58.2%)等因素影响,而价格(37.9%)、实用性(36.9%)与质量(31.3%)等因素则排名相对靠后。Z世代消费者关注消费所能满足的审美与情感需求,新消费品牌需要能够紧跟新世代的选择偏好。随着我国经济的高速发展,商品供给高度增加,单纯的“高性价比”已经不能满足新一代消费者对于商品的要求。参考季如意(2020)对于年轻消费群体心理的研究,90、00后等年轻消费群体在消费中更注重情感上的满足感而非商品的使用价值。

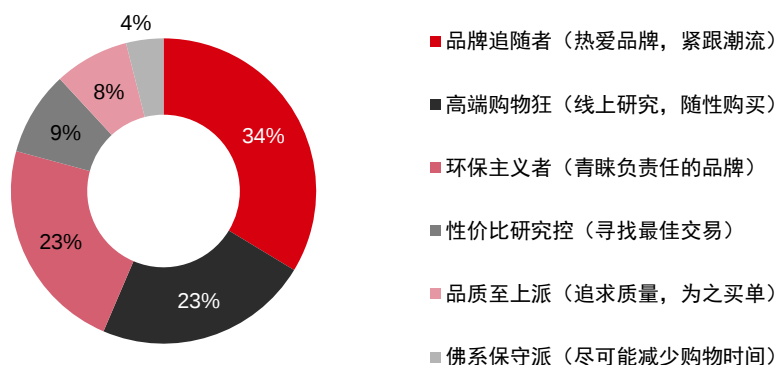
图9: Z世代购物时更看重外观与品牌,对价格与实用性不敏感



资料来源: 库润数据, 中信证券研究部

Z世代重视品牌力, 认可品牌所体现出来的价值观。根据麦肯锡亚太地区Z世代调查数据, 40%的Z世代追求人气品牌, 而对比之下X世代仅有34%; 心仪“能让他们与众不同”的品牌的Z世代比例是X世代的两倍、Y世代的1.3~1.5倍, Z世代更偏好讲述独特故事的个性化品牌。此外, 分别有34%和23%的Z世代消费者认为自己是“品牌追随者”和“高端购物狂”, 二者均对品牌有较高要求, 愿意为产品支付高溢价。中国的Z世代“高端购物狂”消费者中, 61%想要与众不同的品牌, 65%偏好人气品牌。

图10: 我国Z世代消费者的类型划分

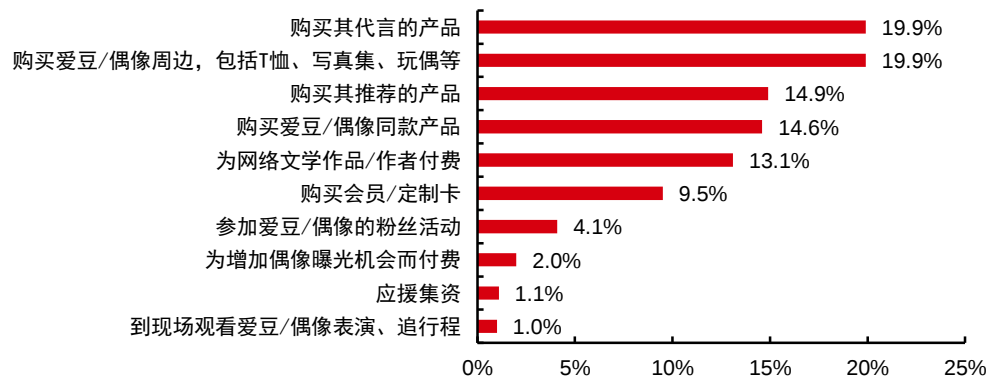


资料来源: 麦肯锡亚太地区Z世代调查, 中信证券研究部 注: 统计时间为2019年11月

Z世代注重产品和营销的个性化、体验性、互动性

Z世代更重视内容、产品和服务的个性化。Z世代消费者遵从自身兴趣和情感满足的个性化价值观让他们更注重自我精神满足，强调特立独行的生活态度。主要体现在“我喜欢”、颜值高、有乐趣、有爱好认同的产品消费，例如通过“手账圈”消费、个性消费、购买偶像代言的同款产品来满足独特人设。

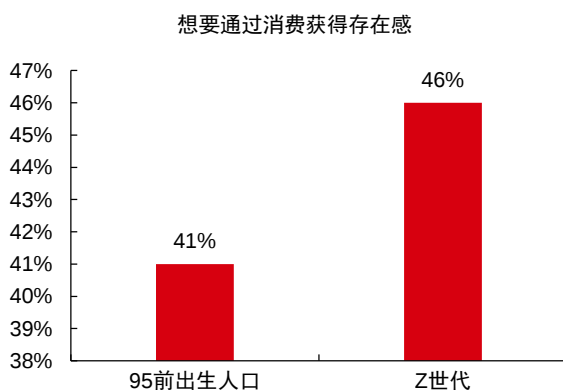
图 11：Z世代偶像经济消费类型比例关系



资料来源：凯度&QQ广告《Z世代洞察报告》，中信证券研究部

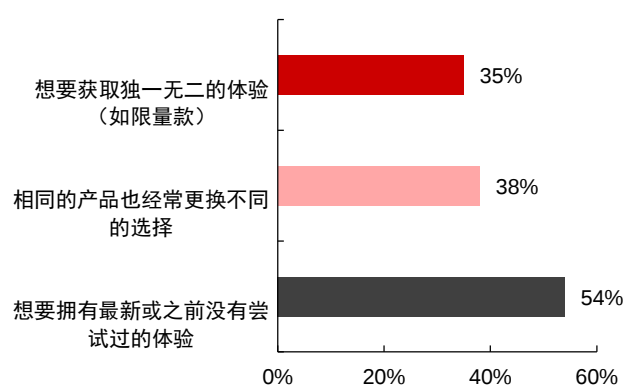
Z世代更重视体验式消费，乐于尝鲜。相较于上一世代，Z世代消费者更重视消费过程中所获得的存在感，乐于尝试新鲜品牌并重视消费体验。根据凯度联合QQ广告所发布的《Z世代消费力白皮书》，46%的Z世代消费者想要从消费中获得存在感，而95前消费者在这一比例仅为41%。此外，54%的消费者想要拥有最新或之前没有尝试过的体验；35%的消费者想要获取独一无二的体验，比如限量版产品。

图 12：Z世代更重视从消费过程获得存在感



资料来源：凯度&QQ广告《Z世代消费力白皮书》，中信证券研究部

图 13：世代乐于尝鲜，重视消费体验

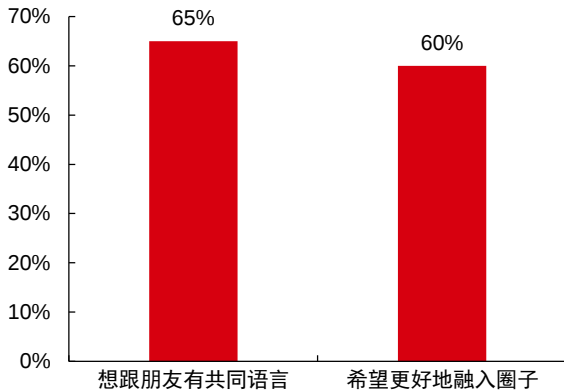


资料来源：凯度&QQ广告《Z世代消费力白皮书》，中信证券研究部

Z世代有强烈的社交表达需求，偏好能够满足交互表达欲的互联网产品。根据凯度&QQ广告《Z世代消费力白皮书》数据，65%的Z世代表示想要跟朋友有共同语言，60%的Z世代希望更好地融入圈子，独生子女一代的Z世代对社交有着旺盛的需求。根据哔哩哔哩

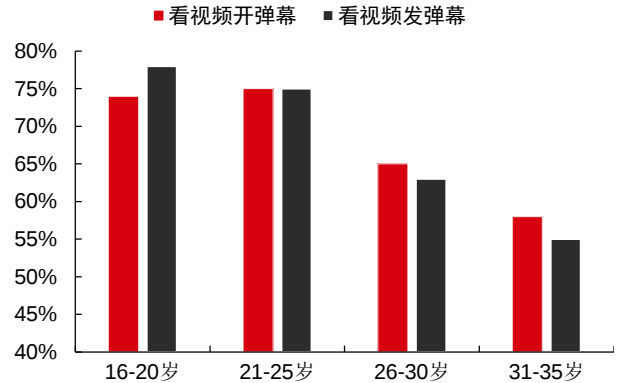
哔哩哔哩联合 DT 财经发布的《2020 视频趋势洞察》，在 16-25 岁的受访者中，超过 75% 表示平时看视频会开弹幕、发弹幕，年轻一代已经从小习惯在视频中进行弹幕互动的社交方式。

图 14: Z 世代社交与表达需求旺盛



资料来源：凯度&QQ 广告《Z 世代消费力白皮书》，中信证券研究部

图 15: Z 世代习惯在观看视频过程中进行弹幕互动

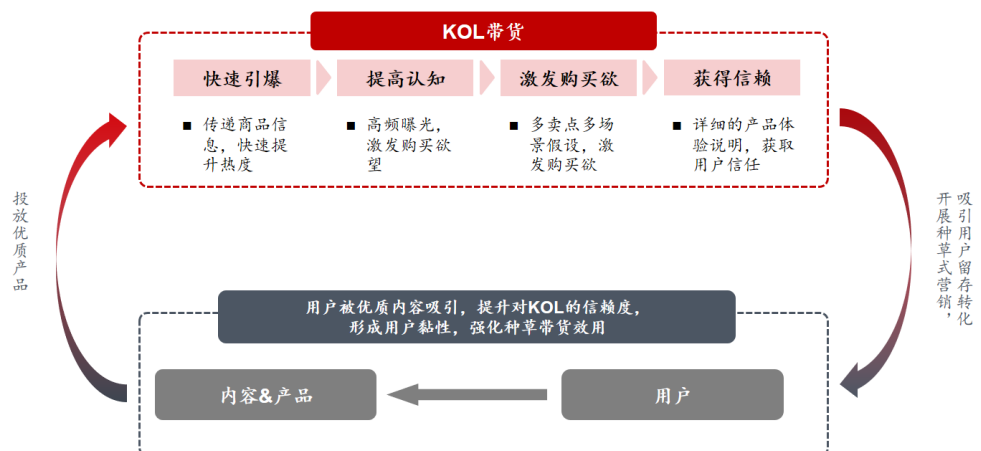


资料来源：哔哩哔哩&DT 财经《2020 视频趋势洞察》，中信证券研究部

Z 时代认同“种草”等新营销模式，为广告营销新模式发展创造条件

KOL 带货的“种草”模式真实感更强，更能够吸引 Z 世代留存、转化和付费。与流量营销模式不同，能够带给观众直观且真实体验的“种草”模式营销普遍更受到 Z 世代的欢迎。“种草”模式的核心驱动力在于高频且全方位的曝光，通过 KOL 的经验分享+贴图讲解来对一个产品进行尽可能完善的讲解，在说服力和催生的口碑效应上都要远优于流量营销。进一步来讲，“种草”模式自身存在着一个正反馈闭环，其核心壁垒是 KOL 积攒的个人信誉，如果用户对 KOL 带货的产品体验感良好，不单单会增强对品牌的认同感，对 KOL 的黏性也会有所提升，为下一次“种草”提供便利。

图 16: 种草式营销与其正反馈闭环的模式



资料来源：中信证券研究部绘制

典型的新营销、新渠道模式

典型的年轻化新平台：哔哩哔哩、小红书、得物

B 站、小红书等相关平台是新营销模式代表。以典型的去中心化视频平台哔哩哔哩为例，平台上某位关注数在五百万量级的头部带货 KOL，普通带货视频的三日播放量能够达到粉丝总数的约 15%，用户忠诚度相对较高；同时日播放量被推升到全站前五位，曝光度也得到保证，形成良性循环。相比于传统中心化媒体的不定向分发和不固定的观众群体，通过去中心化媒体进行用户营销相当于完成一轮天然的内容和用户筛选，在分发效果和营销效率上都具备优势。考虑到 Z 世代对哔哩哔哩、小红书等去中心化平台积累起的黏性与社交认可度，此类平台有望受益于用户营销模式，从而获取增量的营销服务收入。

图 17：小红书主要用户及平台内容数据



资料来源：科睿国际创新节高峰论坛小红书专题演讲

图 18：哔哩哔哩品牌营销产品矩阵



资料来源：哔哩哔哩《品牌广告营销手册》

传统模式与新模式的差异：标准化、功能性 VS 个性化、体验性

传统模式以商户为中心，同一个素材面向大众的群体，更加注重的是标准化产品的大众曝光，满足大众品牌和商户的营销需求。①以 TV 电视、视频平台为代表的大型品牌媒

体，通过传统“流量运营”实现营销，基于 B2B 广告发挥优质内容的导流作用，从而在整合营销背景下提高集群效应，定位标准化的大众营销与大众品牌建设。②而传统互联网平台功能属性更强，以天猫、点评、百度等搜索类产品为例，其主要还是定位头部商家曝光，更加注重公域流量运营，注重产品服务的标准化、功能化、场景化、大众化营销。当然，现阶段传统互联网平台也在持续加码个性化内容与长尾特色商品供给，推进明星及 KOL 等参与品牌内容推广活动。

图 19: TV 电视、视频平台的分发模式——大众品牌建设



资料来源：腾讯视频

图 20: 淘宝、点评等搜索类产品分发模式——标品爆款



资料来源：淘宝 APP、大众点评 APP

新模式以消费者为中心，不同素材面向不同消费者，提供个性化、有深度互动、体验更充分的内容、产品与服务。KOL 带货的“种草”模式真实感更强，与粉丝形成一种平等关系而非上下级关系，更能够吸引 Z 世代留存、转化和付费。通过去中心化媒体进行用户营销相当于完成一轮天然的内容和用户筛选，在分发效果和营销效率上都具备优势。以典型的去中心化视频平台哔哩哔哩为例，平台上某位关注数在五百万量级的头部带货 KOL，普通带货视频的三日播放量能够达到粉丝总数的约 15%，用户忠诚度相对较高。

图 21: 哔哩哔哩的种草式营销示例



资料来源：哔哩哔哩，中信证券研究部绘制

新营销模式带来的新价值：更好的用户认可与更高的营销效率

受众端：1) 用户的社区归属感，更加良好的社区生态；2) 垂直针对的个性化、内容化的产品信息获取。

①建立用户的社区归属感，塑造良好的社区生态。在新营销模式下，用户通过在社区的高频交流、诉说选择商品的心理历程、分享自己的筛选技巧以及撰写开箱测评及使用体验，发现好品牌并创造消费流行。用户通过享受社区提供的更加感兴趣的内容，与社区建立情感联系，获得产品类信息和精神满足。

②垂直针对的个性化、内容化产品信息获取。商家根据圈层人群的喜好选择相应的 KOL 输出内容，定义用户社交分享的内容，内容围绕垂直人群的共同需求形成，并构建在社区稳定的结构基础上，在较短时间内就打动特定品类的人群。这种强专业性、高溢价的内容，带来了特定顾客以满足感和分享愿望，而非传统的被动机械式内容信息输送。

商家端：1) 用户和内容垂直，可以实现商家的精准营销和用户的内容精准获取，减少投放损耗；2) 有利于增强品牌力、构筑垂直受众的利基粉丝群。

①用户和内容垂直，可以实现商家的精准营销和用户内容的精准获取，减少投放损耗。品牌商或商家通过提供用户感兴趣的内容、打造 KOL 人设、通过 KOL 的粉丝标签、行为偏好等大数据来提升营销种草的精准度，同时寻求为用户建立个性化服务，基于客观数据为用户提供更加感兴趣的内容等，与用户保持长期互动，建立更加牢固的信任关系。例如完美日记通过打造导购“小完子”的精致少女人设，不定期向用户推送商品优惠、解答用户问题，有效拉近了与用户的距离。另一方面，品牌能够通过微信群、个人微信等载体，实现与用户的双向沟通，通过发布用户调研等方式洞察消费者的真实需求。

②KOL 的专业度使其形成较好的品牌背书，构筑垂直受众的利基粉丝群。KOL 的价值之一就是专业能力和专业度，这种专业度会产生针对目标人群的品牌影响，形成忠实的利基粉丝群，粉丝量是明星艺人和网红主播带货的基础。

图 22：私域流量运营交互性强、利于建立良好的信任关系



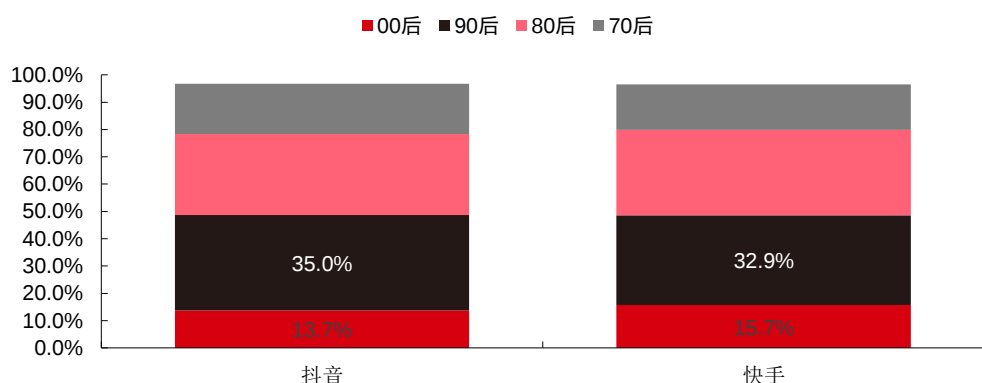
资料来源：完美日记社群运营

■ 年轻人营销与消费线上化趋势下，哪些平台值得关注？

抖音/快手/微博：大而全的营销主阵地，但更多定位大众平台而非 Z 世代垂直平台

大而全，抖音/快手/微博拥有最庞大的年轻用户覆盖与丰富内容，是营销主要阵地。根据公司披露数据，2020 年 12 月，抖音系列产品 DAU 超 6 亿，快手产品系列 MAU 约 5 亿，微博 MAU 约 5 亿，用户规模具有绝对优势。用户年轻化特征明显，根据 QuestMobile，2020 年 12 月快手和抖音 90 后和 00 后用户占比均超 48%，而微博用户年龄跨度较大，以中青年为主。内容上，快手内容真实百态，生活化视频丰富；抖音从娱乐生活出发，主张“美好”和多元表达，视频内容迎合年轻群体兴趣；微博发挥其媒体属性优势，内容形式全方位，视频内容与传统图文内容相互协同。抖音、快手和微博作为头部内容与流量平台，是年轻人营销与渠道的主阵地。

图 23：2020 年 12 月抖音&快手 用户画像对比



资料来源：QuestMobile，中信证券研究部

诚然，大而全的头部平台对年轻化品牌的建设也有不足之处：1）抖音用户对 KOL 多处于欣赏、仰望和追随状态，缺乏 KOL 与消费者深度互动以及社区关系，账号互动性弱。同时抖音分发侧重公域流量，内容消费节奏快，因此媒体属性更强，合适做大众品牌曝光，但年轻人垂直细分的品牌认可和深度相对偏弱；2）快手创作者与粉丝信任度高，“老铁关系”拉近了社区关系，但由于早期对内容创作者和生态没有过多干预，尚缺乏调性，平台的新品牌建设能力尚需积累；3）头部平台受众过于庞大，商家筛选垂直内容和用户的成本较高，年轻人对平台的归属感较垂直社区尚有一定差距，更合适大众品牌的营销建设。

相比于大而全的抖音快手微博等，垂类平台具有年轻人社交与内容消费独一无二的调性与转化效率。以小红书为例：1）高年轻用户占比的内容社区，据艾瑞数据 2020 年 11 月小红书 31.1% 用户位于 24 岁及以下，30.6% 用户位于 25-30 岁，30 岁及以下用户占比 61.7%。2）小红书的低发布门槛和高 UGC 内容带来了“去马太效应”，使素人日常的拍摄内容也能获得不错的流量。Quest Mobile 在 2020 年 4 月发布的数据报告显示，抖音、

快手的平均带货转化率为 8.1%、2.7%，而小红书的平均带货转化率为 21.4%。小红书的商业化发展和平台内容生态的完善几乎是同步进行的，是为数不多能交易和内容两条腿平衡走路平台。

对于抖音、快手、微博等头部内容、社交、营销媒体平台，我们认为：1) 大 DAU 与内容储量平台拥有足够大的流量体量与内容丰度，也占据了年轻人受众重要的使用时间与场景（抖音 90 后及 00 后受众占据约 1/2），是品牌营销、内容营销的主流渠道；2) 同时，头部内容平台更加偏向大众内容消费与营销，年轻人市场的细分内容、社交、营销深度与效率较垂直新平台有一定差距，如果能够进一步强化符合 Z 世代需求的场景建设，提升 Z 世代圈层社交场景，提升垂直的视频化、互动化内容丰富度，强化符合年轻人需求的细分产品与服务供给，有望在提升年轻用户营销效果方面获得进一步的机会。

哔哩哔哩：视频化的年轻社区，助力内容营销高效开展

B 站核心优势为社区氛围+UP 主生态，构建了良好的“平台-UP 主-用户”的共生关系模型。B 站用户基数不断扩大的基础是其社区生态的不断完善以及公司商业模型的持续进化。对年轻一代而言，哔哩哔哩已成为中国最大的在线视频娱乐社区之一。从内容营销链路来看，B 站搭建了从品牌匹配到内容转化的全流程体系，助力内容营销高效开展。B 站内容营销的主要合作模式包括创意短片、开箱视频、好物分享、专业测评、内容植入等多种形式。

图 24：UP 主常见内容共创方式



资料来源：哔哩哔哩《品牌广告营销手册》

B 站和小红书都从垂直社区起步，在内容方面具有优势，有明确而稳定的商业模式，且有高粘性的核心用户群体和独特的调性。不同的是，从平台定位看，b 站被大多数人认为是“二次元社区”类的视频网站，内容涉猎动漫、游戏、番剧和国创等，内容创造富有活力和新意。小红书则是 UGC 笔记和视频分享社区，购物内容占比较大，擅长好物种草。由于小红书的女性用户占比更高，因此其种草更偏向女性消费群体，更垂直，而 b 站的种草生态更偏向二次元和男性。

图 25：2020 年哔哩哔哩年度品牌合作伙伴



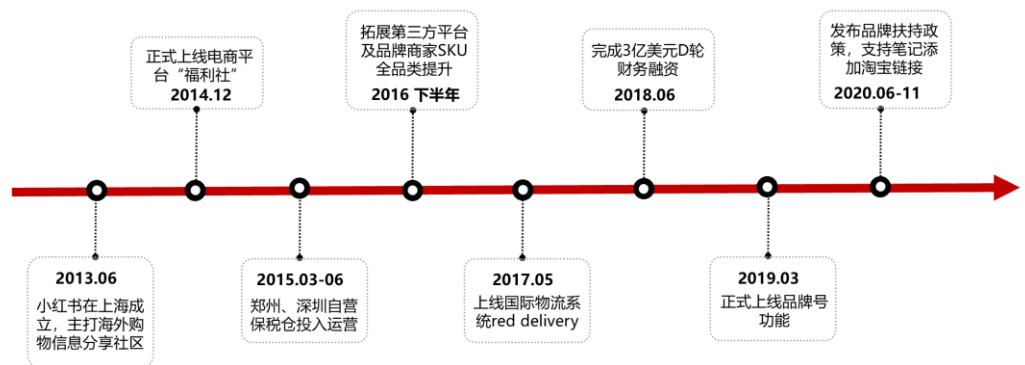
资料来源：哔哩哔哩 AD TALK，中信证券研究部

小红书：高粘性高互动的年轻女性内容与社交核心新平台，营销与电商效率出色

1) 小红书的发展历程

2013 年 6 月小红书在上海成立，12 月在苹果应用商店上线了主打海外购物 UGC 分享的“小红书”App。2014 年年底上线跨境购物板块“福利社”，将社区和电商进行了结合。2015 年小红书的郑州、深圳自营保税仓投入运营。2018 年完成 3 亿美元的 D 轮融资，用户突破 1.5 亿。2019 年正式上线品牌号功能，同年用户突破 3 亿。2020 年小红书发布品牌扶持政策，并开始支持笔记添加淘宝商品链接。

图 26：小红书发展历程



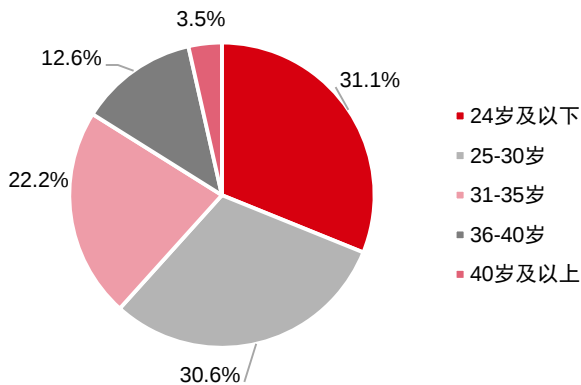
资料来源：艾媒咨询，中信证券研究部绘制

2) 小红书的用户、内容与社交

小红书用户的主要定位为年轻女性。艾瑞数据显示，2020 年 11 月小红书 31.1% 用户位于 24 岁及以下，30.6% 用户位于 25-30 岁，30 岁及以下用户占比 61.7%；从性别分布来看，2020 年 11 月小红书女性用户占比 77.6%，是平台的绝对主力。用户主要来自一线城市，地域分布前三为广东、上海、北京，占比超过 50%，内容种草普及率高，购买能力

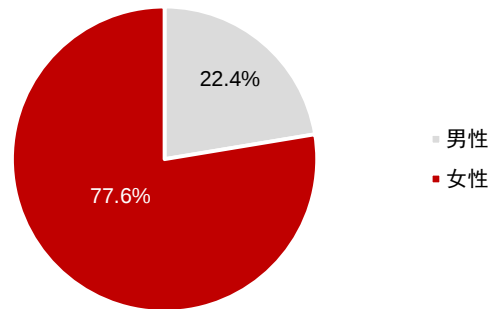
相对更强。根据小红书与益普索联合发布的《2020 小红书年中美妆洞察报告》，2020 年 6 月小红书 MAU 活跃人数过亿，有 56% 的活跃用户消费美妆内容，美妆类创作者人数同比 2019 年增长达 192%。

图 27：小红书用户年龄分布



资料来源：艾瑞数据，中信证券研究部 注：数据截至 2020-11

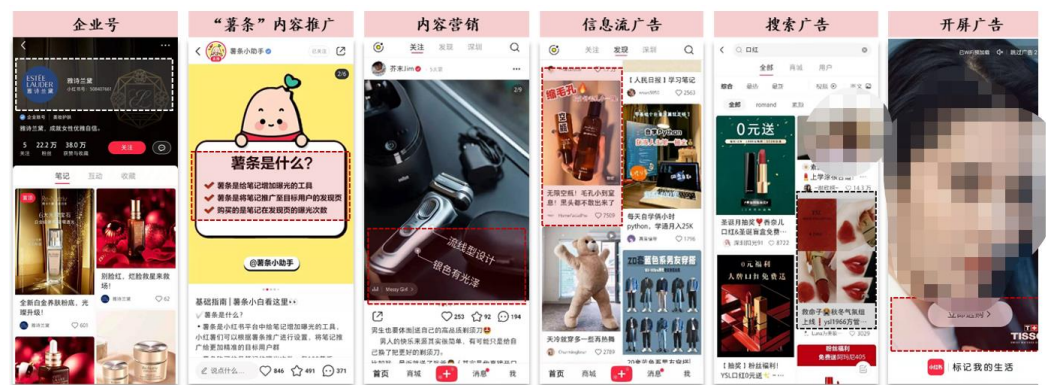
图 28：小红书用户性别分布



资料来源：艾瑞数据，中信证券研究部 注：数据截至 2020-11

小红书社区内容广泛覆盖了时尚、个护、彩妆、美食、旅行、娱乐等领域。平台 KOL 数量占比主要集中在美妆护肤和时尚两大类，两项占比合计过半。小红书《2021 生活方式趋势关键词》指出，单日有超过 100 亿次的笔记曝光，日均产生近 1 亿次搜索行为。内容主要为 UGC，素人和初级达人是种草笔记的主要生产者。社区中，每个人都是信息的生产者、消费者和传播者。

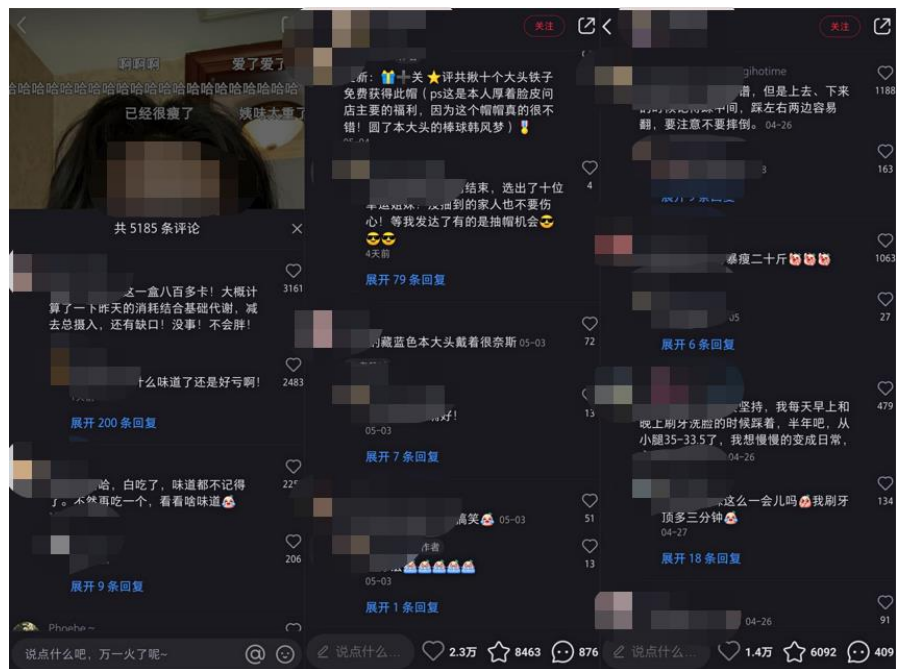
图 29：小红书内主要的营销方式



资料来源：小红书 App，中信证券研究部

小红书粉丝主动沟通意识强，与 KOL 互动率和黏性很高。用户更爱在平台中参与创作，包括评论互动这类二次创作过程。用户喜欢关注明星的笔记，范冰冰、关晓彤等明星的入驻增加了粉丝参与度。小红书的互动量主要基于关注关系，粉丝与粉丝间通过评论区交流更加密切，粉丝互动价值高。

图 30：小红书评论互动



资料来源：小红书 App

3) 商业化：积极推进在线营销与电商

通过重复强调向上生活的优质垂直内容，引领用户生产的价值导向，在平台内形成良性循环，种草润物细无声。小红书《2021 生活方式趋势关键词》显示，“回家做饭”“无糖主义”“酒变甜”“回血式独居”“冰雪热潮”“无性别穿搭”等主题发布量在 2020 年明显增加，同比增长均超过 100%。其中，超 13 亿人次在小红书上搜索过美食相关内容。同时，企业号的进入更好的连接消费者与品牌，形成从社区营销到交易的闭环，借助 KOL 与粉丝间的高互动率和高黏性，品牌信任度进一步增强。

图 31：小红书搭建企业号服务体系，主力品牌主与平台创作者合作



资料来源：小红书企业号平台官网，中信证券研究部

依托优质的社区内容和社交关系，小红书的“社区+电商”模式已成为目前最重要的商业化变现方式。相比于传统电商，社区关系是小红书的最大优势。小红书的商业模式是与

社区生态高度融合的全新商业模式，社区用户间的分享和交流，发现品牌并实现品牌积累，进而带动商品交易。

2019 年小红书开始进行电商直播，品牌生态得到快速扩充。截至 2020 年 7 月，小红书超过 3 万个品牌入驻，yoy+83%。直播观众性别仍以女性为主，粉丝人群标签更加广泛，包括彩妆护肤、穿搭、美食教程、减肥运动等。千瓜数据显示，2020 年双 11 期间，直播间上架商品次数 TOP100 有 68%为美妆护肤类品牌，24%为生活类品牌，8%为食品类品牌。小红书直播特有的品效统筹，直播业务客单价高、转化率高、复购率高、退货率低，受到海内外品牌的认可。

图 32：小红书 2021 年春节期间直播带货商品趋势

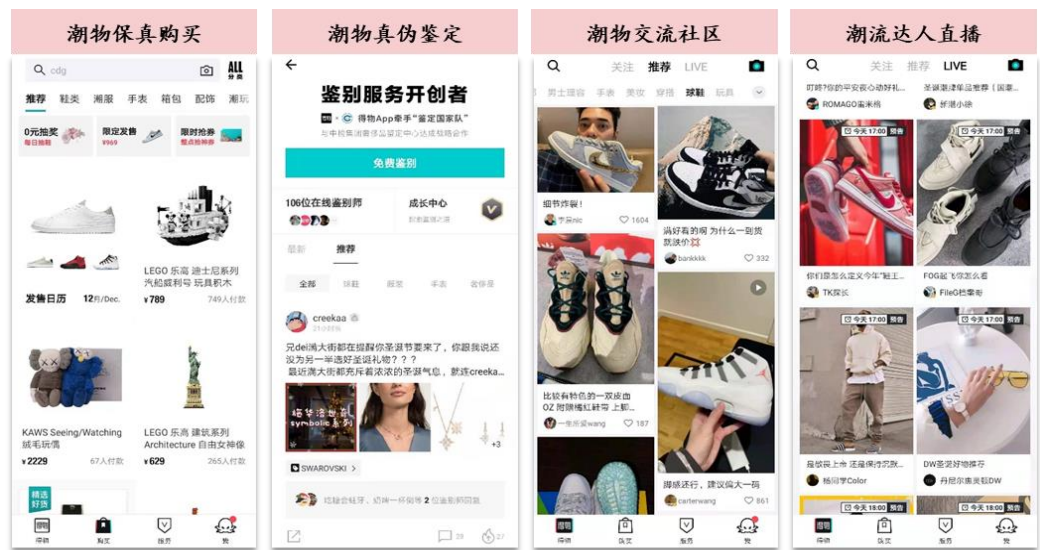


资料来源：千瓜数据

得物：国内领先的潮牌交流与交易平台，商业化潜力巨大

得物（毒）App 是国内领先的潮牌交流与交易平台，提供潮流交易、潮牌真伪鉴定以及潮流分享等服务。得物聚集了一大批热爱球鞋、潮品穿搭和潮流文化的爱好者，话题讨论集中在球鞋、潮牌、手办、街头文化、汽车腕表和时尚艺术等年轻人关注的热点话题。2020 年 1 月，“毒”改名为“得物”，改名后使 APP 更具有指向性，更直观的体现出其购物功能，正品潮流电商和潮流生活社区是其两大核心服务。与小红书相比，得物男性用户占比更多。得物的购物属性更强，同时内容更细分，主要表现在潮流品类，如球鞋、服装等，目前平台商品品类也在不断丰富，为年轻消费者提供更优质的潮流网购体验。根据易观千帆数据，2020 年 11 月得物 App 月活跃用户 484.6 万，同比+102%。

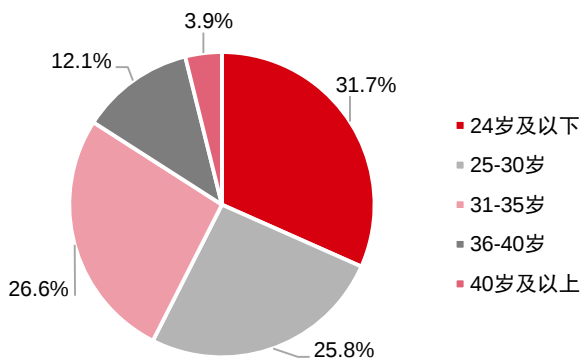
图 33：得物 App 主要功能一览



资料来源：得物 App

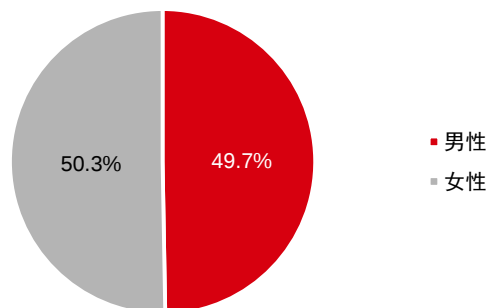
用户结构方面，90 后以下用户占比过半，性别比例较为均衡。从用户画像来看，根据艾瑞数据，2020 年 11 月得物 App 24 岁及以下/25-30 岁/31-35 岁用户分别占比 31.7%/25.8%/26.6%，90 后及以下（30 岁以下）用户占比合计超过 57%。从性别分布来看，根据艾瑞数据，2020 年 11 月得物 App 男性/女性用户占比分别为 49.7%/50.3%，分布较为均衡。

图 34：得物（毒）用户年龄分布



资料来源：艾瑞数据，中信证券研究部 注：数据截至 2020-11

图 35：得物（毒）用户性别分布



资料来源：艾瑞数据，中信证券研究部 注：数据截至 2020-11

推动营销体系建立，看好平台广告商业化潜力。2020 年 12 月 23 日，得物 App 举办“新势力服饰品牌大会”，宣布将提供包括（但不限于）开机屏、首页焦点图、官方推送、商品详情页中通、搜索热词推荐等资源为新品牌进行推广。此外，得物也将提供运营工具和数据系统，助力品牌触达目标客户、迅速理解用户偏好，寻找下一个机会点。

图 36：得物（毒）的主要品牌合作营销方式



资料来源：得物 App“新势力服饰品牌大会”

风险因素

行业竞争超预期；Z 世代消费水平增长不及预期；主要平台商业化进展低于预期；宏观经济增速不确定性风险；主要平台用户增长不及预期。

投资建议

1) 在流量结构上，随着 Z 世代时代的到来，流量红利正持续体现，年轻用户的争夺成为各大互联网平台的必争之地。我们认为，拥有更多年轻用户、产品内容丰富度更高的互联网平台将有望受益于新营销模式的转变，商业化效率有望进一步提升。

2) 通过分析各平台的用户结构、生态调性及营销模式，我们认为抖音/快手/微博拥有最庞大的年轻用户覆盖与丰富内容，不仅是大众营销的主要渠道，也是新营销主要阵地；哔哩哔哩依托 Z 世代受众与内容营销优势，商业化趋于成熟，有望保持良好增长趋势；小红书打造优质的垂类内容社区，带货变现率高，内容与电商平衡发展，有望进一步实现增长；得物作为国内领先的潮牌交流与交易平台，营销体系逐步建立，商业化潜力巨大。我们看好 Z 世代年轻用户垂类内容社区的增长潜力和营销价值，从年轻人营销价值角度，重点推荐哔哩哔哩、快手-W、微博，同时关注字节跳动、小红书、得物。

表 1：重点公司盈利预测及估值

简称	收盘价（港元/美元）	EPS/EPADS（元）			PE			评级
		2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
快手-W	239.8	-1.91	-2.01	2.27	N/A	N/A	90	买入
哔哩哔哩	102.4	-7.84	-13.48	-15.19	N/A	N/A	N/A	买入
微博	48.06	2.40	2.68	3.10	20	18	16	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2021 年 5 月 21 日收盘价，快手为港元，哔哩哔哩为美元，微博为美元；微博为 EPADR，单位为美元

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与者。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。