

快手、抖音、视频号对比：竞争趋紧，运营体系成关键

短视频行业深度研究系列 | 2021.3.2

中信证券研究部

核心观点



王冠然
首席传媒分析师
S1010519040005



许英博
首席科技产业
分析师
S1010510120041



朱话笙
传媒分析师
S1010521010005



联系人：廖原

本文我们从产品内容、用户、社交关系、场景、流量分发、商业化、运营等角度，对快手、抖音、视频号平台进行对比分析。主要观点有：1) 短视频赛道是目前移动互联网重要一极，三个平台产品内容、用户、社交关系/流量机制各有特色与基本盘，同时现阶段功能、定位正在相互渗透；2) 均有较大的商业化潜力；3) 流量红利趋弱背景下，预计下一阶段更加比拼内力，平台后端运营体系愈发重要。我们看好三个平台未来潜力，维持腾讯控股“买入”评级，快手-W“增持”评级。

■ **产品、博主与内容：**①快手、抖音、视频号产品各有基本盘，功能、定位相互渗透。早期三者风格鲜明，快手重粉丝社交，抖音重优质内容，视频号重熟人社交。现阶段用户与场景持续相互渗透，其差异逐步弱化，抖音在内容优势上强化用户联系与社交，快手基于社区优势发力内容与推荐。②**博主与内容方面各有特色。**快手北方下沉素人占比高，家族式特征明显，同时平台也在积极引入明星等优质创作者，内容真实百态，覆盖垂类逐渐多元化，记录生活的作品数占30%。抖音南方高线年轻创作者占比高，明星娱乐和社会新闻成主流板块，内容主张“美好”和多元表达。视频号依托腾讯生态储备大量创作者，微信流量红利有望持续吸引外来头部创作者，依靠有深度与广度的内容立足。

■ **用户、社交关系、使用场景：**①**用户层面**，快手上移抖音下沉，视频号凭借腾讯生态覆盖度广，三者用户预计将持续相互渗透。2020年快手DAU突破3亿，2020年3月24岁及以下人群比例31%（CBNData），快手在一二线城市的用户占比提升至40%（极光）。2020年8月抖音短视频、极速版和火山版DAU约6亿，用户集中于东南沿海和华南地区，Top1000 KOL粉丝排名前十仅有2个北方省份（克劳锐），抖音24岁及以下人群比例为28%（巨量引擎），抖音在四/五线城市及以下的用户2020年底提升至32%（极光）。视频号用户处于渗透阶段，2020年6月DAU超2亿，预计未来用户体量有望比肩朋友圈。②**社交关系层面**，目前特征为快手用户社交互动积极性强，抖音用户赞评比高，视频号用户因受熟人关系链约束内容互动更加谨慎，当然私密点赞、非实名观看直播功能完善或增强部分场景互动性。③**场景层面**，三者均有娱乐和直播交易场景，视频号因微信生态和熟人社交，更适合作为基础通讯、传播工具发展工作生活场景。

■ **入口、流量分发：**①快手采用“去中心化”的流量体系，引入曝光上限和基尼系数来调控社区生态，对头部流量进行限流，保证了新发布视频的初次曝光量级，给予长尾用户更多曝光机会。近期由去中心化的“流量普惠”分发到去中心化与中心化兼具。②抖音采用中心化的流量分发机制，使用多级流量池分级推荐，注重完播率和点赞率，更加注重头部、精品和热点，具备强媒体性质和优秀的用户体验。③视频号采用关注、推荐和搜索为主的常规分发机制和基于朋友观看行为的特色社交分发机制，常规公域和作者社交链私域相结合，流量庞大、来源丰富，兼顾了社交属性和内容分发效率。

■ 商业化：抖音各赛道领先，快手电商具备比较优势，视频号处于起步阶段。①**抖音：广告成熟，直播打赏、电商增长迅猛。**据 36 氪和路透社，字节跳动 2019 年全年收入估计为 1400 亿元，2020 年目标为 2200 亿元，据娱乐资本论，预计抖音 2020 年全年广告收入达到 1000-1050 亿元。除广告外，2020 年抖音发力直播打赏、电商等商业化方式，收入逐步多元化。②**快手：目前主要依靠直播打赏，广告、电商业务增长潜力大。**据快手招股书，快手 2019 年全年收入达到 391 亿元，其中直播、广告、其他收入（包括电商）分别为 314 亿/74 亿/3 亿元。2019 年以前快手商业化主要依靠直播打赏，2020 年以来广告收入快速上升，预计未来广告、电商收入均有较大增长潜力。③**视频号：目前尚处于商业化早期阶段，综合商业价值潜力巨大。**视频号完善腾讯营销体系，用户眼球价值与场景营销价值增大，直播等富媒体交互形式加强互动性，微信内流量运营有望实现从内容引流到微信内转化、复购的闭环，构筑更加完善的微信内商业链路，有望打开更加广阔的成长空间。

■ 产品用户相互渗透、竞争加剧背景下，后端运营体系愈发重要。①**内容和运营**是短视频平台吸引和留存用户的基础和关键。抖音自成立之时就坚持重运营战略，筛选最优质内容，提供最优质体验，实现高内容分发和消费效率。快手早期采取轻运营，近期逐步加强运营，公域流量占比不断提升。视频号目前仍处于快速发展阶段，采取轻运营策略，我们预计未来内容运营亦是其发展不可缺少的一环。②**运营能力的背后是组织架构与技术体系的效率。**字节跳动拥有强大的产品与技术中台，支撑产品与运营敏捷迭代，快手设立新一届经管委，推动部门间沟通协同，组织效率持续增强。快手与抖音内容运营与算法各有侧重，抖音基于提供优质内容的产品定位，分发机制偏向内容，快手采用自主选择 and 平台推荐结合的方式进行分发，近期加强运营与算法分发。③**我们认为产品相互渗透背景下，运营体系愈发重要，现阶段整体而言，抖音在运营体系上起步较早，能力体系相对领先，当然运营能力并非不可突破，我们也将持续关注各家平台后续运营体系迭代进展。**

■ 风险因素：短视频行业政策持续收紧风险；行业竞争超预期，新互联网产品&服务用户分流风险；宏观经济不确定性风险；商业化进展低于预期。

■ 投资策略：短视频已经成为移动互联网标配产品，三大平台内容、用户、社交关系/流量机制各有特色与基本盘，有充分的用户与内容广度与深度，同时快手、抖音均处于高速商业化红利阶段，视频号用户渗透与商业化潜力巨大，此外预计未来随着产品用户相互渗透，运营能力将愈发成为各平台重要竞争力，头部平台的运营能力有望持续强化。我们看好整个短视频行业主要平台的投资潜力与价值，推荐腾讯控股、快手以及抖音，**维持腾讯控股“买入”评级，快手-W“增持”评级。**考虑短视频赛道庞大的商业化潜力，产业链方面推荐优质 SaaS 服务商微盟集团、中国有赞。

重点公司盈利预测简表

公司	股价	EPS			PE			评级
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
腾讯控股	662.50	17.66	19.03	22.43	38	35	30	买入
快手	308.80	-29.25	-2.42	2.70	-11	-127	114	增持

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2021 年 2 月 26 日收盘价，股价、每股盈利单位均为港元，采用汇率为 1 人民币=1.20 港元

目录

产品、博主、内容对比.....	1
产品：各有基本盘，功能、场景持续相互渗透.....	1
博主特征：快手重家族，抖音重明星娱乐，视频号依托腾讯生态.....	4
内容特征：快手、视频号记录真实百态，抖音重美好生活	8
用户、社交关系、使用场景对比	10
用户：快手上移抖音下沉，视频号处于渗透阶段	10
社交关系：快手老铁粉丝，抖音仰望追随，视频号熟人社交	14
场景：快手、抖音侧重娱乐，视频号兼顾娱乐与专业场景	15
入口、流量分发机制对比	17
入口对比：快手兴趣社区，抖音单列信息流，视频号深入融合微信场景	17
分发机制：快手偏自主选择，抖音重头部精品，视频号依赖微信社交	18
商业化对比	22
平台收入：抖音各赛道领先，快手电商具备比较优势，视频号处于起步阶段	22
广告：抖音目前大幅领先，快手增长迅猛，视频号潜力巨大	23
直播：抖音增长迅猛，快手趋于成熟，视频号处于起步阶段	26
电商：抖音总 GMV 增长迅猛，快手具备比较优势，视频号与小程序协同拥有广阔空间	31
运营能力愈发成为各平台核心竞争要素	36
复盘各平台发展史，平台运营能力是核心	36
运营能力的背后是组织架构与技术体系的效率，关注后续迭代演进	38
风险因素	40
投资策略	40

插图目录

图 1: 快手 DAU/MAU 变化情况.....	1
图 2: 快手活跃留存率情况	1
图 3: 快手/快手极速版 MAU 对比	2
图 4: 快手/快手极速版的 DAU/MAU 对比	2
图 5: 快手主 App 和快手极速版产品对比及向“中心化”转型示例	2
图 6: 抖音关注/推荐/朋友页示例	3
图 7: 视频号关注/朋友/推荐页示例	4
图 8: 快手直播日活达 1.7 亿	5
图 9: 快手六大家族及核心主播粉丝数量	5
图 10: 抖音创作者画像	6
图 11: 抖音、快手创作者生态: TOP-1000 KOL	6
图 12: 抖音、快手内容生态	7
图 13: 抖音、快手创作者生态: 粉丝量 TOP-10 KOL	7
图 14: 腾讯内容平台拥有大量创作者储备	8
图 15: 2020 年上半年快手内容分布	8
图 16: 2019 年抖音内容分布	9
图 17: 视频号内容分布	9
图 18: 视频号中最受欢迎的三类视频风格	10
图 19: 2020 年 3 月快手、抖音用户年龄分布	11
图 20: 快手用户城市等级结构对比	12
图 21: 抖音用户城市等级结构对比	12
图 22: 快手/快手极速版与抖音 MAU 对比	12
图 23: 微信社交用户规模	13
图 24: 视频号用户地域特征	13
图 25: 视频号内容特征	13
图 26: 快手、抖音 DAU 增长	14
图 27: 快手、抖音用户重合度	14
图 28: 抖音、快手年度热门词云	14
图 29: 抖音、快手各粉丝量级 KOL 视频赞评比分布	15
图 30: 视频号在微信生态里的定位	18
图 31: 快手的“去中心化”分发逻辑示意图	19
图 32: 抖音标签算法与分发逻辑	20
图 33: 视频号推荐模块	20
图 34: 视频号关注模块	20
图 35: 基于点赞的分发（左）基于看过并承载入口的分发（右）	21
图 36: 视频号分发逻辑	21
图 37: 抖音、快手分发机制差异	22
图 38: 快手历年各业务收入	23
图 39: 字节跳动历年估计收入	23
图 40: 估算抖音 2020 年各业务收入构成	23
图 41: 2020 年抖音、快手估计广告收入比较	24
图 42: 快手广告形式	24
图 43: 2020 年抖音、快手估计直播打赏收入比较	26

图 44: 全网 Top 20 主播收到打赏金额.....	26
图 45: 全网收到打赏 Top 50 主播平台分布.....	27
图 46: 抖音拥有头部明星优势.....	28
图 47: 快手/抖音直播用户线上付费能力比较.....	28
图 48: 快手历年直播收入与增长率.....	29
图 49: 快手直播付费渗透逐渐饱和.....	29
图 50: 各平台平均付费率（付费用户数/月活）.....	29
图 51: 快手直播垂类生态更为丰富.....	30
图 52: 2020 年估计快手和抖音电商 GMV.....	31
图 53: 2020/2021 年抖音小店和第三方交易/交易额目标.....	31
图 54: 抖音 2020 年直播带货 Top10 品类销量与客单价.....	31
图 55: 快手 2020 年直播带货 Top10 品类销量与客单价.....	31
图 56: 2019 年 9 月-10 月抖音直播电商客单价分布.....	32
图 57: 2019 年 9 月-10 月快手电商客单价分布.....	32
图 58: 2020 年抖音商品关联带货视频和直播数量对比.....	32
图 59: 2020 年抖音各品类商品关联带货视频和直播数量对比.....	33
图 60: 快手电商历年 GMV.....	33
图 61: 快手电商 2019 年 12 月-2020 年 5 月历月 GMV.....	33
图 62: 淘宝直播、抖音、快手头部主播自有工厂情况.....	34
图 63: 快手好物联盟的各类功能.....	35
图 64: 小程序交易额.....	35
图 65: 小程序 DAU 变化.....	35
图 66: 抖音发展历史.....	37
图 67: 快手发展历史.....	37
图 68: 抖音组织架构.....	38
图 69: 快手组织架构.....	39
图 70: 抖音的审核机制.....	39

表格目录

表 1: 抖音、快手、视频号产品功能和定位比较.....	10
表 2: 抖音、快手、视频号用户和场景比较.....	16
表 3: 视频号与微信其他内容板块的融合.....	18
表 4: 快手、抖音、视频号信息流广告商业化变现能力比较.....	25
表 5: 抖音和快手直播分成比例对比（截至 2020 年 8 月）.....	27
表 6: 两次“百万开麦”新人主播扶持活动.....	27
表 7: 快手、抖音和视频号直播打赏商业化能力比较.....	30
表 8: 2020 年 12 月单场销售额最高直播销售量前十商品.....	34
表 9: 快手、抖音和视频号直播带货商业化能力比较.....	36
表 10: 重点公司盈利预测简表.....	40

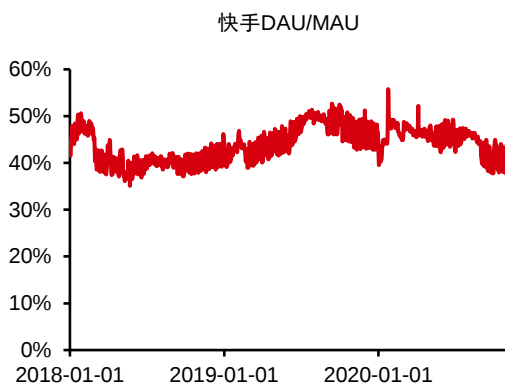
■ 产品、博主、内容对比

产品：各有基本盘，功能、场景持续相互渗透

快手：“普惠公平”吸引下沉市场，“去中心化”私域流量价值高，双列界面匹配社区属性。快手于 2011 年作为一款制作 GIF 动图的工具型软件问世，2013 年引入分享功能，转型为短视频社交平台。依托“普惠公平”的底层价值观和“去中心化”的分发逻辑，强调用户社区运营和粉丝驱动，快手在早期以猎奇、吃播等内容在下沉市场不断收割流量，后续市场上移。2020 年 11 月，快手招股书中披露自我定位为“基于短视频和直播的内容社区和社交平台”，宣传语自 8.0 版本起更新为“拥抱每一种生活”，鼓励大众分享日常内容，主张所有普通人都值得被关注。

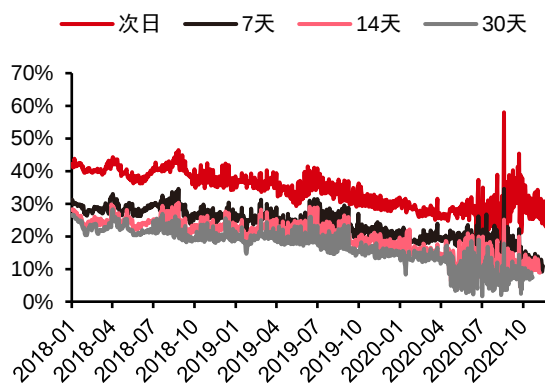
快手现行主要模式是基于“去中心化”流量体系下的“老铁经济”，引入曝光上限和基尼系数来调控社区生态，对头部流量进行限流并给予长尾用户更多曝光机会。优秀、点赞多的内容并不会获得绝对多的曝光，因此 KOL 更倾向于创立“人设”和加入“家族”来吸引和加固粉丝，较强的互动性形成了粉丝对主播忠诚度极高的“老铁关系”。**快手的分发模式为自主选择与平台推荐相结合：**在关注 Tab 中采用双列卡片流模式，允许用户自主选择；而在推荐 Tab 中采用单列流模式自动推送算法推荐内容，注重内容分发效率。通过双列选择，进一步强化用户与作者的社区关系，形成正向的良性循环。并且快手注重提高粉丝粘性，其“上滑”动作开启评论区而非切换视频，鼓励用户与视频创作者互动。快手平台用户互动率(评论+私信量/总播放数)超过 5%并领先行业,同时快手平台 DAU/MAU 比值达 40%，7 日安装留存率达 72%，利于创作者私域流量的培育。

图 1：快手 DAU/MAU 变化情况



资料来源：极光，中信证券研究部

图 2：快手活跃留存率情况

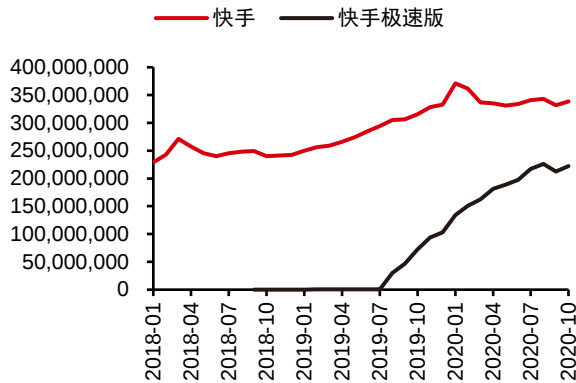


资料来源：极光，中信证券研究部

快手近两年从以私域流量为核心，逐渐向公域流量占比提升的方向改革，“中心化”与“去中心化”并存。现阶段短视频行业用户规模趋于饱和，快手主 App 的用户规模增速趋缓，同时去中心化的分发体系效率相对有短板。基于以上背景，快手推出“中心化”的快手极速版 App，主打单列流内容推送模式，同时在 8.0 版快手主站 App 中增加了以沉浸式单列流为展示模式的发现/精选 Tab，主要展示系统推荐精品内容，给予头部优质内容更

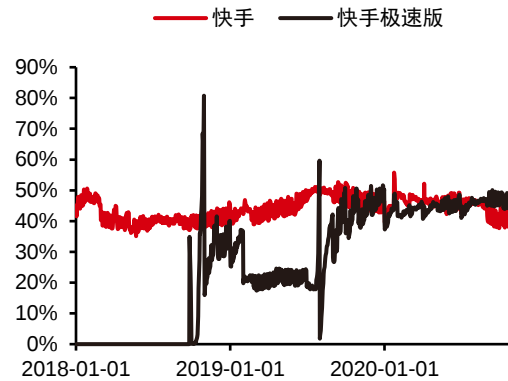
多曝光机会。并且快手主站新用户默认设定为单列流模式，公域流量占比提升，逐渐向抖音的算法推荐模式靠拢。新的“中心化”模式带来了新一波用户增量和用户粘性（用户时长、用户留存）的提升。快手早期轻运营重社交，未设立任何榜单引导流量，但近期快手也开始设立热榜引导流量向优质内容倾斜。

图 3：快手/快手极速版 MAU 对比



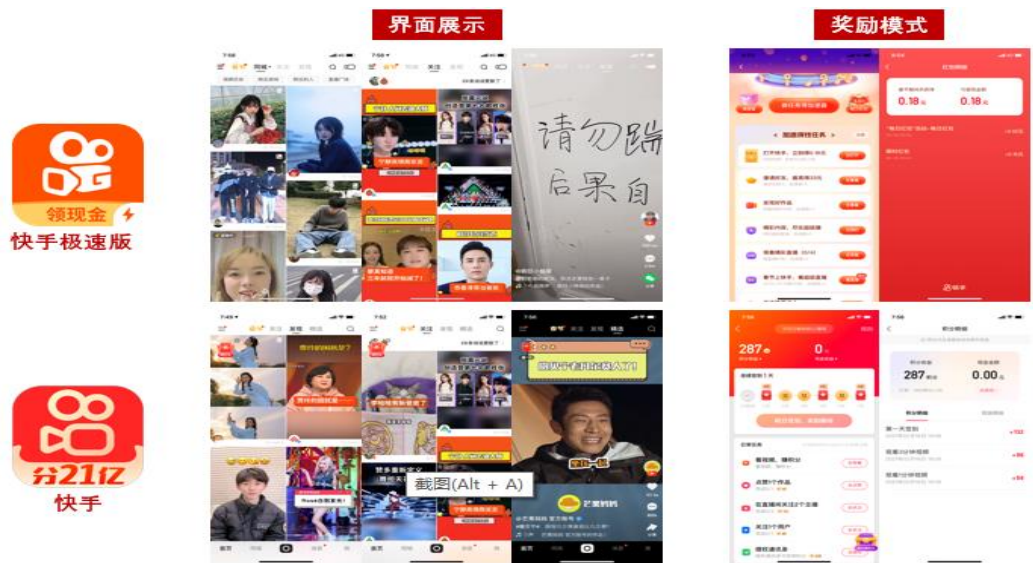
资料来源：极光，中信证券研究部

图 4：快手/快手极速版的 DAU/MAU 对比



资料来源：极光，中信证券研究部

图 5：快手主 App 和快手极速版产品对比及向“中心化”转型示例



资料来源：快手，快手极速版

抖音：优质内容+算法驱动。抖音产品定位由年轻群体向多年龄层大众拓展，核心特征为优质内容驱动，产品界面为沉浸式单列算法推送，社交属性相对较弱。2016 年 9 月，抖音诞生于短视频行业混战时期，一经推出就凭借独特的冷启动全屏自动播放的全新产品交互界面颠覆了原有短视频应用的横屏、一屏展示功能，且创始团队核心成员多为内容运营及主播，因此**好玩、新潮**是抖音的最核心特征。抖音早期定位为面向年轻群体的音乐短视频社区，宣传语为“让崇拜从这里开始”，给予年轻群体表达自我的平台。2018 年 3 月

提出新标语“记录美好生活”，补充“记录”属性，突出“美好”，鼓励所有用户群体创作产出。

抖音在内容上具备极强运营能力，选用冷启动全屏自动播放的单列推送全新产品交互界面，用户无需自行选择，允许上下滑动切换视频，降低操作难度。其推荐算法和界面设计决定了唯有高沉浸、自动分发、新鲜度方能维持用户兴趣。在这种模式下，系统筛选并持续放大高质量内容，最优化用户内容消费体验，加快用户和时长增长，从而形成在内容层面上的正向循环。其分发属性偏向流量公域可控的平台，侧重内容与人的连接，社交属性相对弱，使得早期内容与用户的迭代需要大量外部用户流量，也因此抖音尤其注重从新潮的一线城市进行推广，以快速获取用户实现正向迭代。改版后的抖音在同城 Tab 中也加入双列信息流模式，满足多重用户需求和场景。

抖音从内容出发，强化直播和社交重要性。抖音目前已内测“连线”和“熟人”两项新功能，分别指向陌生人社交和熟人社交，首页 tag 亦突出关注、朋友两大模块。除应用模块外，抖音为其独立视频社交 APP 多闪提供了流量接口。多闪主打美颜视频聊天功能，以内容+兴趣为切口加强人与人之间的联系。迁移多闪模式，社交 APP 飞聊结合即时通讯和兴趣小组，是公司发力社交的又一尝试。

图 6：抖音关注/推荐/朋友页示例



资料来源：抖音

视频号：定位于社交链及微信能力的融合，界面采用单列模式，分发逻辑侧重社交属性。于 2020 年 2 月通过内测的视频号作为微信视频化的核心新基础设施，结合小程序的服务与交易能力，定位微信场景的连接器，实现去中心化流量、社群重构、直播内容交互，完善微信生态的内容与商业化体系。拥有微信 10 亿级活跃用户，视频号宣传语为“被看见是一种力量”和“记录真实生活”，强调降低内容创作门槛，构筑平等开放内容生态，鼓励每个人通过视频号表达自己。用户使用心态更多基于对好友所看视频的关注，产品界面如显示好友操作、部分点赞好友的头像，而在外链设计上更加倾向对微信本身生态的延伸。视频号在社交关系加持下，更多将社交关系引入到视频内容，以实现社交+视频内容的生态的触达，而非抖音、快手以内容消费及娱乐为主要场景的平台。

视频号入口与朋友圈相似，界面采用单列模式，分发逻辑侧重社交属性。视频号的入口就在朋友圈之下，包含“关注-朋友-推荐”三个 Tab，其中在朋友 Tab 中以可自主选择

的单列模式推送好友喜欢的内容，在推荐 Tab 中采用算法推荐单列流模式，同样兼顾了社交属性和内容分发效率。此模式侧重好友行为的体现，如显示好友操作、部分点赞好友的头像，在外链设计上更加倾向对微信本身生态的延申，承载社交与视频的融合，用户使用心态更多基于对好友所看视频的关注，强调私域流量社交属性。

图 7：视频号关注/朋友/推荐页示例



资料来源：微信视频号

博主特征：快手重家族，抖音重明星娱乐，视频号依托腾讯生态

快手：北方下沉素人占比高，家族式特征明显，平台积极引入明星等优质创作者。根据快手 2020 年内容生态半年报，截至 2020 年 6 月，快手拥有视频发布者 3 亿，多来自河北、广东、山东、云南及辽宁，其中 30 岁以下创作者中超过 70%，男性占比 52%，一二线城市接近半数。据克劳锐统计，快手 Top1000 KOL 前三垂类分别为美女帅哥、游戏、幽默搞笑，且头部创作者中最丰富的幽默搞笑类素人 KOL 占比 27.9%，而娱乐明星占比仅为 1.2%。

快手的家族生态受到平台和用户调性特点的推动，草根主播可通过加入家族对应的 MCN，通过挂榜等方式引流来迅速吸粉，家族不断壮大并巩固其优势地位；且快手北方、下沉的用户特征使得平台拥有较强社会市井气息，家族模式得以存续和风靡。2020 年 H1 快手也加速明星布局，邀请周杰伦和黄渤等优质明星创作者入驻。互动量 Top100 的 KOL 中，新闻社会、幽默搞笑和游戏垂类占领前三，其中半年内游戏粉丝增长 22%，超越幽默搞笑成为新的老铁兴趣热点。2019 年 7 月快手宣布“光合计划”，更开放地与内容专业机构进行深入合作，并且拿出百亿元流量扶持 10 万个优质生产者，重点覆盖 20 个垂类，新增 100 万以上粉丝账号超过 3000 个，打造“创作者平台”，开放对公结算、数据中心、多账号管理系统给创作者使用。通过平台引导，更多优质创作者加入快手，带来高质量作品。

图 8：快手直播日活达 1.7 亿



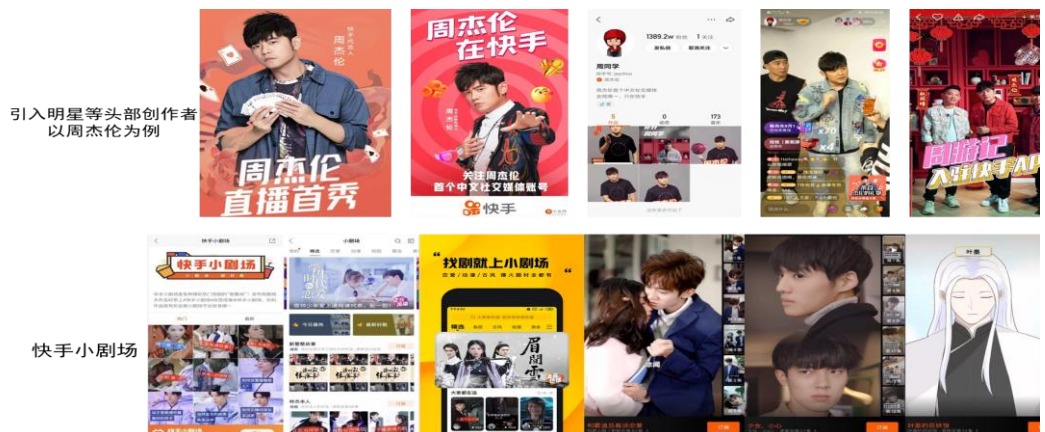
资料来源：2020 快手内容生态半年报

图 9：快手六大家族及核心主播粉丝数量



资料来源：快手 APP，中信证券研究部 注：统计包含各家族核心主播，粉丝数量截至 2021 年 1 月

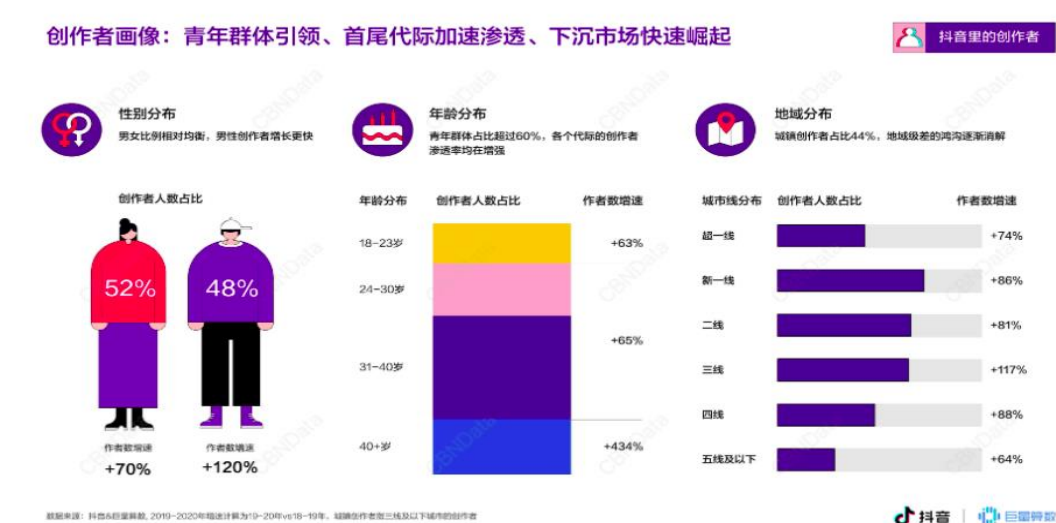
图 10：快手高质量内容生态建设示例



资料来源：快手 APP，中信证券研究部

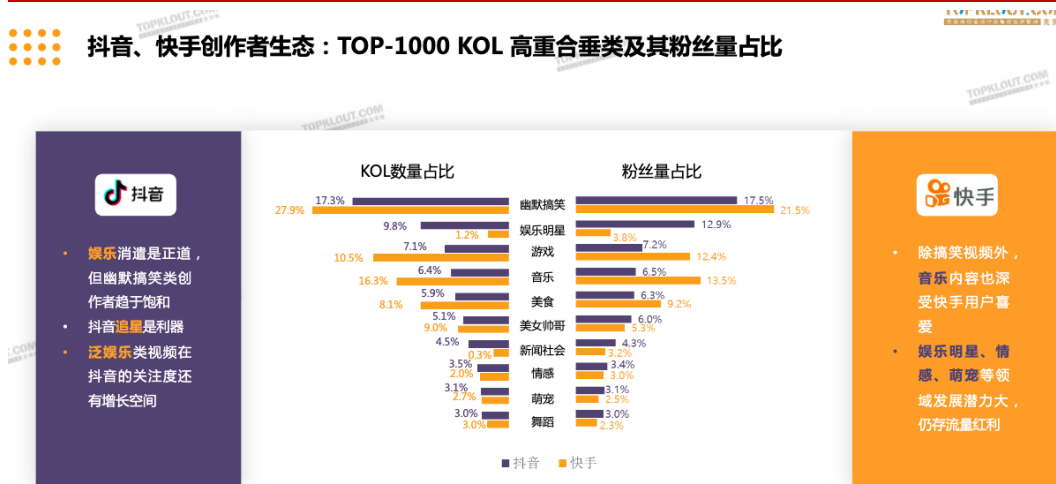
抖音：南方高线年轻创作者占比高，明星娱乐和社会新闻成主流板块。根据 2020 抖音创作者生态报告，抖音在过去一年中新增 1.3 亿内容创作者，青年群体占比超过 60%、女性占比 52%，主要集中在超一/新一/二线城市，且多来自北上广深以及南方高线城市；40 岁以上作者数增速最快，城镇创作者占比 44%，同比增长 94%，证明各代际和地域创作者渗透率均在增强。根据克劳锐统计数据，抖音 Top1000 KOL 前三垂类分别为美女帅哥、美食、音乐，且抖音的头部创作者中娱乐明星占比第二，达到 9.8%，侧面印证抖音成功引导平台成为明星宣发、饭圈追星又一大战场；互动量 Top100 的 KOL 中，社会新闻最易引起讨论，半年内粉丝增长 24%；幽默搞笑依旧是许多用户的消遣选择，半年内粉丝增长 16%。

图 10：抖音创作者画像



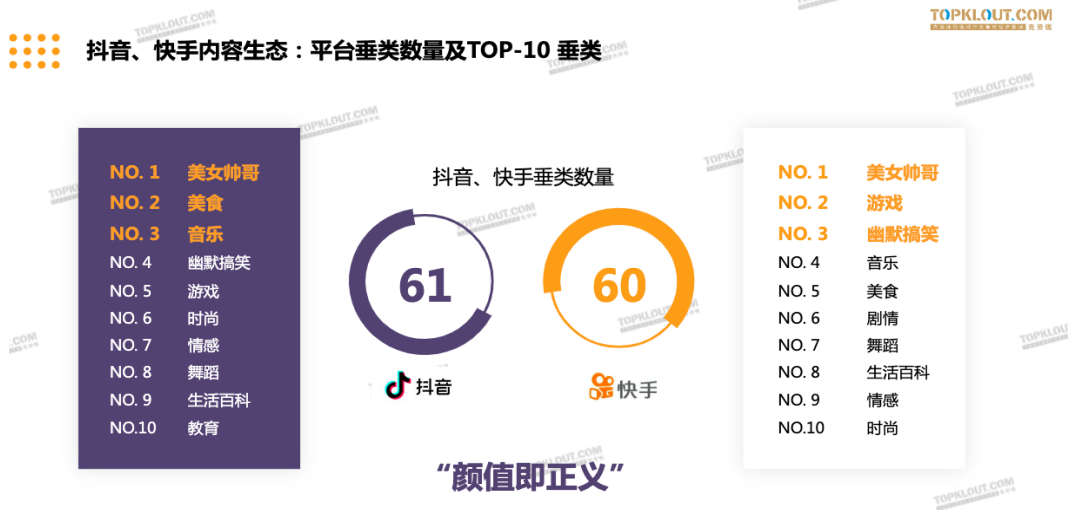
资料来源：巨量算数

图 11：抖音、快手创作者生态：TOP-1000 KOL



资料来源：克劳瑞

图 12：抖音、快手内容生态



资料来源：克劳瑞

图 13：抖音、快手创作者生态：粉丝量 TOP-10 KOL



资料来源：克劳瑞

视频号：腾讯生态储备大量创作者，微信流量红利有望持续吸引外来头部创作者。随着内容持续向视频的迁移，原有图文创作料将持续向视频转移。对微信而言，10 亿级庞大的潜在用户、来自既往创作者的储备，有望为视频号提供潜在的创作来源。同时，依靠早期公众号积累（2019 年公众号超过 2000 万个），微信已经建立起较为完善的创作者生态，若叠加以 PCG 为代表的其他平台中的创作者，视频号潜在的创作者储备充足。除了开发自身储备外，视频号亦积极吸引来自外部平台的明星、网红以及其他垂类创作者，鼓励本地新闻、特色内容的创作，旨在吸引官方媒体以及细分领域 KOL 加入。基于头部创作者的自有流量以及相对成熟的制作体系，得以在短时间内建立优质内容并吸引用户参与。

图 14：腾讯内容平台拥有大量创作者储备



资料来源：公司财报

内容特征：快手、视频号记录真实百态，抖音重美好生活

快手：记录每一种生活。内容真实百态，覆盖垂类逐渐多元化。根据快手 2020 年内容生态半年报，2020 上半年数量占比前五的类别是生活、小姐姐、美妆、教育和三农，其中记录生活的作品数占 29.8%，遥遥领先其余垂类。快手主张真实的“日常与远方”，因此草根素人发布的接地气、生活化视频较多，注重体现淳朴特质，且多加入幽默搞笑或效果演绎元素。“算法平权、流量普惠”的原则让大众作品得到更多被看到的机会，内容真实百态。从内容多元化方面，快手打造政务号、媒体号、MCN 的多元矩阵，引进垂类 PGC 内容，扶持多元 UGC 内容。正是丰富内容驱动了快手用户结构变化，45%的一二线城市日活用户助力快手不断完善内容生态。

图 15：2020 年上半年快手内容分布



资料来源：2020 快手内容生态半年报

抖音：记录美好生活。从娱乐生活出发，利用创作激励丰富内容生态。根据巨量算数，2019 年抖音视频播放量前五的类别是演绎、生活、美食、影视和文化，内容分布相对集中。抖音主张“美好”和多元表达，主要视频内容迎合年轻群体兴趣，视频多配以复杂的运镜、时尚的滤镜和流行的背景音乐。为了激励更多用户“记录美好生活”，抖音官方主导的主题活动玩法丰富，仅 8 月就举办约 7 次活动，用流量补贴和 DOU+奖励激励用户参与创作和互动，丰富音乐、美食、体育、科普各垂类内容。

图 16：2019 年抖音内容分布



资料来源：巨量算数

视频号：记录真实生活。依靠有深度与广度的内容得以立足。根据新榜数据，2021年1月视频号 Top500 KOL 绝大部分属于情感、音乐、生活、旅行摄影、文化等较小众垂类，其主要原因为视频号分发通过熟人社交关系链，而用户出于对自我形象的保护，更多地选择点赞和收藏有深度与广度的内容而非搞笑或美女帅哥类型的娱乐性质强的内容，互动更加谨慎。视频号大力简化创作过程，让每个人都可以进行创作和分享，存在大量潜在的内容生产者。去中心化的流量分发机制和全开放的平台让具有优质内容的普通创作者更能被看到，从而吸引更多内容创作者进入平台，形成正循环。

图 17：视频号内容分布

视频号月榜· Top500

01月 Powered by newrank 统计数据截止:02月01日 20时

#	视频号	类型	新增作品数	总点赞数	平均点赞数	最高点赞数	新榜指数	操作
1	一禅小和尚 动漫自媒体	游戏动漫	60	452.6万+	75426	10万+	1017	PK ☆
2	美食分享家教做菜	美食	635	577.1万+	9088	10万+	1001.7	PK ☆
3	权哥-情感主播 情感博主	情感	92	369.3万+	40145	10万+	998.6	PK ☆
4	长春奇点 情感自媒体	情感	47	273.5万+	58182	10万+	988.3	PK ☆
5	开心的奇点 情感博主	情感	63	285.6万+	45328	10万+	987.2	PK ☆

资料来源：新榜

图 18：视频号中最受欢迎的三类视频风格



资料来源：2021 微信公开课

对比总结：抖音和快手产品功能、定位相互渗透，快手和视频号分发逻辑和社交属性有相似性，三者均从用户红利阶段逐步过渡到生态深耕阶段。早期三者风格鲜明，快手注重粉丝经济，抖音注重优质内容推介，视频号侧重熟人社交关系。而当前短视频用户渗透率见顶，快手和抖音基于早期产品理念、运营策略、业务构成导致的**抖音重内容、快手重社交**的差异也正逐步弱化，抖音在内容优势上强化用户联系与社交，快手基于社区优势发力内容与推荐。我们认为，后续平台将更多聚焦货币化与用户体验层面的竞争。而**快手与视频号在内容创作生态和内容分发逻辑具有较强的相似性，预计未来会有较多重合场景。**

1) 创作生态层面，快手拥有强社交生态，并通过“去中心化”的流量体系营造了高用户创作比的活跃内容生态。而视频号一方面优化创作流程，降低创作门槛以吸引中长尾及 UGC 用户参与；另一方面视频号依托微信平台也拥有极强的社交性。2) 分发逻辑层面，快手和视频号都为自主选择与平台推荐两种模式相结合，注重内容分发效率。我们认为，三家平台发展重点将从获取用户阶段逐步过渡到生态环境营造阶段。

表 1：抖音、快手、视频号产品功能和定位比较

	抖音	快手	视频号中长期潜力
宣传语	记录美好生活	拥抱每一种生活	记录真实生活
产品定位	记录美好，主推时尚、新潮内容	普惠公平，让普通人可以被看见	简化视频制作过程鼓励创作；强调社交属性
产品界面	单列沉浸式	精选 Tab 单列沉浸式；关注/发现 Tab 双列卡片式	单列沉浸式
分发逻辑	中心化，认可度高的作品曝光多	去中心化，长尾创作者曝光率高	去中心化，且会接收朋友点赞内容
博主特征	明星、媒体号、南方高线年轻创作者占比高	素人账号占比高，家族式抱团常见	自媒体号、机构号占比高
主要内容	演绎、生活、美食、影视、文化	生活、小姐姐、美妆、教育、三农	情感、音乐、生活、旅行摄影、文化

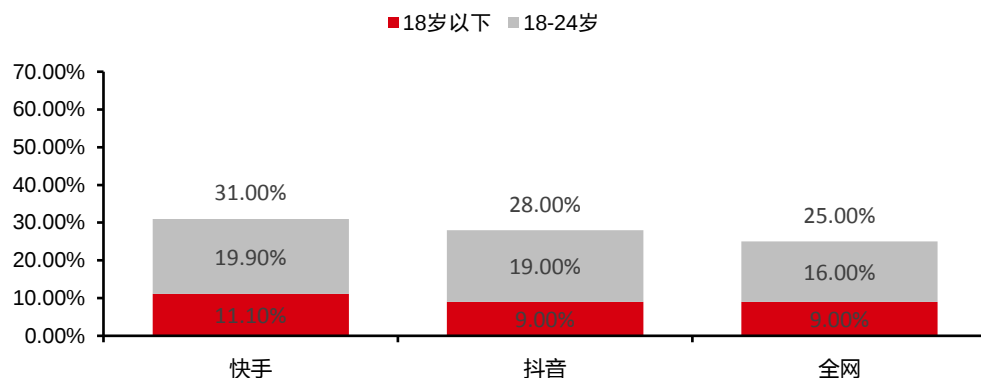
资料来源：抖音，快手，视频号，中信证券研究部

■ 用户、社交关系、使用场景对比

用户：快手上移抖音下沉，视频号处于渗透阶段

快手：用户年轻化特征明显，下沉用户呈现向上破圈趋势，且加速向南方渗透。2020 年快手 DAU 突破 3 亿，根据极光和易观千帆数据，2020 年 12 月快手/快手极速版的 MAU 规模分别达到 3.27/2.29 亿，快手平台 DAU/MAU 比值达 40%，7 日安装留存率达 72%。用户年轻化特征明显，根据 CBNDdata 数据，2020 年 3 月快手 18 岁及以下/24 岁及以下人群比例分别为 11.1%和 31%，据巨量引擎报告，同期抖音 18 岁及以下/24 岁及以下人群比例分别为 9%/28%，而 2020 年 3 月全网用户中 18 岁及以下/24 岁及以下人群分别为 9%/25%。快手用户较行业更加下沉，但不断提升在高线城市用户占比。根据极光数据，快手在一/新一/二线城市的用户占比由 38%提升至 40%。北方仍为快手用户的主要地区，据克劳锐统计，2020Q1 Top1000 KOL 粉丝排名前十省份中，快手有 6 个北方省份。但 2020 年快手加速实施向南方渗透的战略，引入黄子韬、ONER 和林更新等年轻明星，7 月独家签约周杰伦并与杰威尔音乐达成版权授权合作，加强对全区域用户的渗透。

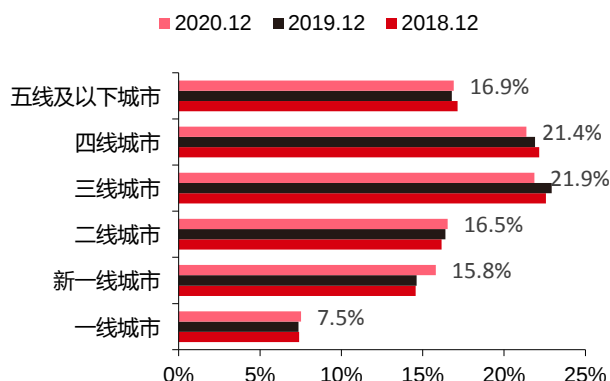
图 19：2020 年 3 月快手、抖音用户年龄分布



资料来源：CBNDdata，巨量引擎，中信证券研究部

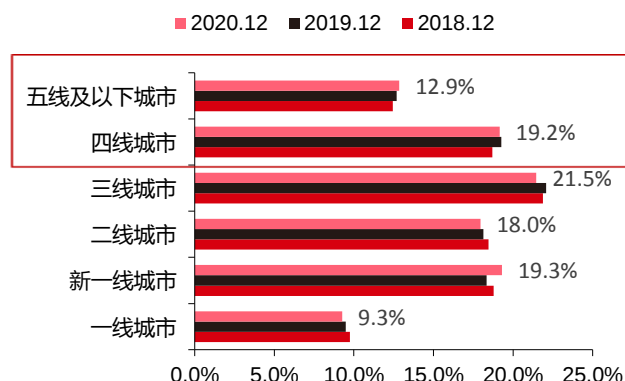
抖音：用户规模后来居上，分布集中年轻南方，但呈现下沉趋势。2017 年到 2019 年，抖音活跃用户数爆发式增长，历时不到两年 DAU 即超 2 亿，并超越快手成为行业第一。2020 年 8 月，抖音短视频、抖音极速版和抖音火山版 DAU 约 6 亿，渗透了全网近 2/3 的网民。根据极光数据，2020 年 12 月，抖音的 MAU 规模分别达到 6.28 亿。据克劳锐统计，2020Q1 Top1000 KOL 粉丝排名前十省份中，抖音集中于东南沿海和华南地区，仅有 2 个北方省份。抖音最初的目标客群是潮流的年轻群体，但随着用户增长，抖音改革理念主张“多元表达”，用户逐渐向低线城市、中青年人群覆盖。根据巨量引擎，2020 年 3 月，抖音 18 岁及以下/24 岁及以下人群比例分别为 9%/28%，接近同期短视频行业的 9%/25%，年轻化已不如快手显著。抖音用户分布呈现下沉趋势，根据极光数据，抖音在四/五线城市及以下的用户占比由 2018 年底的 31%提升至 2020 年底的 32%。

图 20：快手用户城市等级结构对比



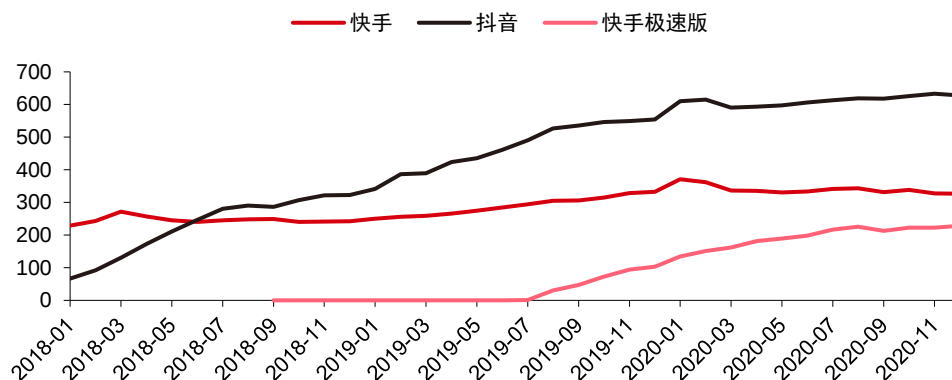
资料来源：极光，中信证券研究部

图 21：抖音用户城市等级结构对比



资料来源：极光，中信证券研究部

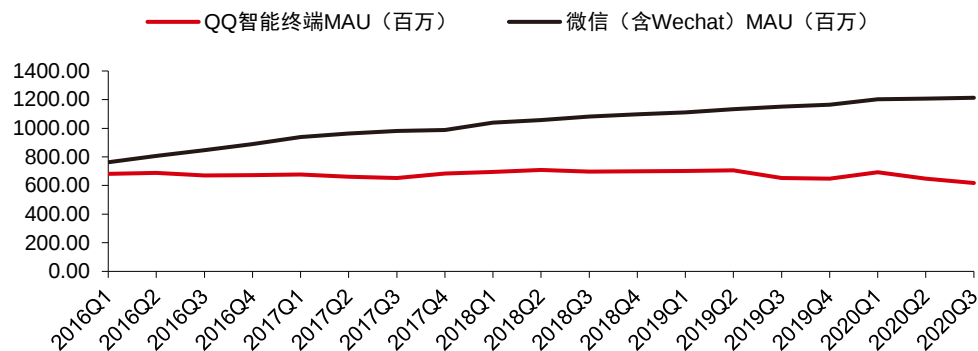
图 22：快手/快手极速版与抖音 MAU 对比



资料来源：极光，中信证券研究部

视频号：用户处于渗透阶段，料将成为短视频行业中的强力竞争者，各地域代际用户偏好差异大。自 2020 年 2 月推广以来，视频号在 2020 年 6 月 DAU 超 2 亿。中长期看，视频号用户体量有望达到朋友圈水平。根据张小龙 2021 微信公开课演讲，微信 DAU 达到 10.9 亿，朋友圈 DAU 达到 7.8 亿。随着视频号功能的不断丰富和进化，未来视频号用户体量有望比肩朋友圈。目前视频号无准确公开的用户画像数据，但根据 2021 微信公开课，视频号用户每到周五最活跃，惠州用户最爱看视频号，大连用户最喜欢评论互动，兰州用户最乐于点赞，重庆用户最爱在夜间使用视频号，北京用户最热衷直播；女性用户乐于在直播间互动；60 后用户最爱萌宠；80 后最爱诗和远方；00 后女性用户最喜欢用私密点赞功能。各地域代际偏好的差异主要来自熟人关系链的流量引导，同一区域或同一年龄层的用户有极大可能互为朋友圈好友，因此某一特定垂类会在其朋友圈中广泛传播。

图 23：微信社交用户规模



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 24：视频号用户地域特征



资料来源：2021 微信公开课

图 25：视频号内容特征

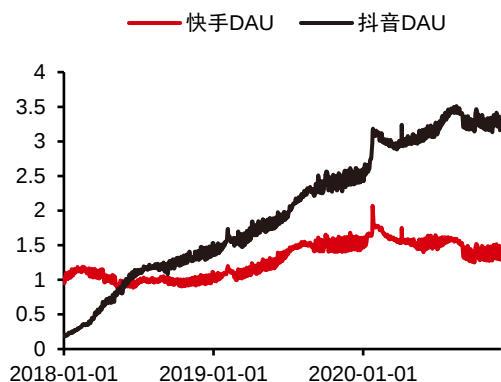


资料来源：2021 微信公开课

对比：短视频用户增长红利见顶，抖音、快手用户规模大幅领先。短视频渗透率、时长逐渐走平，竞争从用户向更深层次迈入。根据 CNNIC 数据，2020 年 6 月短视频用户已经超过 8.1 亿，渗透率 87%，使用时长占比 8.8%，基本维持去年年底水平。2020 年上半年疫情得到控制之后，抖音和快手的月活跃用户规模增速相较于其他短视频平台更高，行业集中度 CR2 进一步提升。快手和抖音形成超额规模优势，竞争壁垒进一步巩固，持续吸引新增用户。

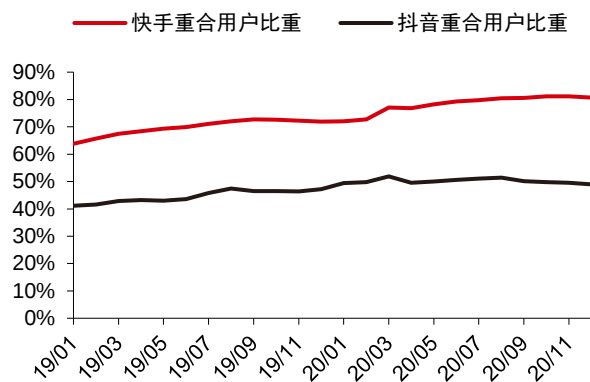
快手上移抖音下沉，视频号凭借腾讯生态覆盖度广，三者用户重合度料将更高。近年随着竞争加剧，快手和抖音均向更广泛用户群体的渗透。根据极光数据，截至 2020 年 12 月底，抖音/快手重合用户占比分别提升至 50%/80% 左右。在用户结构上，两平台相互渗透对方腹地，抖音用户分布呈现下沉趋势，而快手不断提升在高线城市用户占比。视频号坐拥微信 11 亿 DAU，配套引流入口和不断完善的功能，全力培育自身生态体系。三者有望逐步趋同于综合性、国民性 APP。

图 26：快手、抖音 DAU 增长（亿）



资料来源：极光，中信证券研究部

图 27：快手、抖音用户重合度



资料来源：极光，中信证券研究部

社交关系：快手老铁粉丝，抖音仰望追随，视频号熟人社交

图 28：抖音、快手年度热门词云

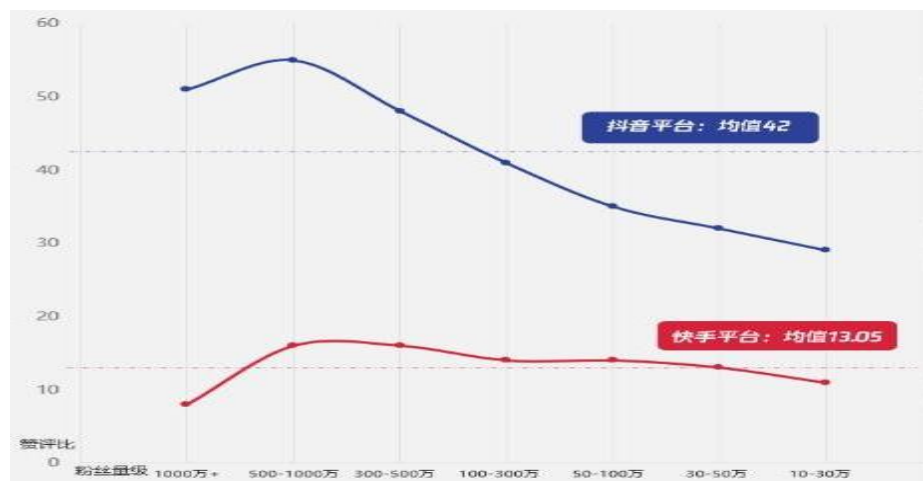


资料来源：卡思数据，注：统计时间 2018.11.01-2019.10.31

快手用户粉丝信任度高，社交互动积极性强。快手凭借真实、接地气的内容和紧密的“老铁关系”拉近了创作者与用户间的距离，形成较强的互动性。由于快手用户对特定主播/KOL 忠诚度高，更倾向于观看其直播，因此消耗在浏览小视频的时间减少，而观看小视频是 KOL 涨粉的关键途径，因此快手头部 KOL 涨粉速度较慢，但粉丝质量高且互动性强。卡思数据统计的年度词云显示，快手用户与 KOL 的关系更多是陪伴和分享的状态。快手 KOL 视频赞评比（点赞数与评论数比值）平均值约为 13，用户评论积极性高，社交互动性强。快手各粉丝量级的 KOL 赞评比与粉丝数之间相关性较弱，基于直播、短视频等建立起的信任关系不会因为粉丝基数的庞大而削弱。

抖音用户多持欣赏心态，赞评比高，互动积极性弱。抖音的分发机制决定优质内容可获得大量曝光，但由于普通用户较专业团队更难创作出高质量作品，多数用户的作品传播范围有限，同时即使粉丝数量高也不能保证每个作品稳定获得大量关注。卡思数据统计的年度词云显示，抖音用户对 KOL 多处于欣赏、仰望和追随的状态。抖音 KOL 视频赞评比平均值为 42，多数用户仅点赞但不互动，且赞评比与 KOL 粉丝数之间有较强正相关性，总体而言粉丝基数越大的账号互动性越弱。

图 29：抖音、快手各粉丝量级 KOL 视频赞评比分布



资料来源：卡思数据，注：统计时间 2018.11.01-2019.10.31

视频号强调私域流量熟人社交，内容互动更加谨慎，但同时私密点赞、非实名观看直播功能完善或增强部分场景互动性。视频号内容基于微信提供的海量社交关系链，如朋友圈点赞、分享、群聊等，可实现快速传播，触达更多用户。如果一条视频号内容在短时间有很好的互动数据，那么这条内容就会持续扩散，被更多人看见。同时因受视频号私域流量社交属性约束，内容互动更加谨慎，点赞高的内容多为正能量、有深度的情感、技能、生活类视频。同时，视频号也推出了私密点赞、非实名观看直播等功能，有望在未来部分内容场景下增强用户与内容、博主的互动性。

场景：快手、抖音侧重娱乐，视频号兼顾娱乐与专业场景

快手、抖音聚焦娱乐与热点。快手的草根文化基调奠定了其侧重娱乐的布局。快手虽有用户上移趋势，但目前仍是北方、下沉市场用户主导，且 Top3 热门垂类集中在生活、

小姐姐和美妆，娱乐场景和直播带货场景仍是用户最主要的使用目的，但快手收获高关注度的教育、技能、三农等垂类进一步打开生活化场景可能性。此外，快手小程序已经开启公测，用户渗透率有望进一步提升，开发更多场景。抖音目前的热门垂类主要为演绎、生活、美食等娱乐内容，也承接部分品牌宣发和直播带货，但尚未较多涵盖工作场景。此外，抖音的社会新闻类 KOL 互动量极高，已经具备一定的社会新闻与热点发现场景。

视频号兼顾娱乐与品牌宣发、专业信息（深度内容）分享场景。视频号的推荐 Tab 延续传统短视频平台的泛娱乐策略，其内容调性多为娱乐、生活、热点垂类；朋友 Tab 建立起视频与社交关联，受社交关系约束互动更为谨慎，因此视频号多为深度内容获取渠道。同时，许多知名品牌将视频号作为官方发声渠道，大牌品宣内容和视频号用户天然契合。10 月初直播功能上线初期，华为在视频号上公布麒麟芯片迭代产品 make40 发布会，在线人数迅速过万。OPPO、VIVO、小米、蔚来汽车等品牌也纷纷选择视频号作为新品发布主要平台。此外，视频号依附于腾讯微信生态十亿 DAU，潜在客群极大，随着生态闭环的打通，视频号也将作为专业信息传播的基础设施之一，融入类似微信公开课等工作、生活等应用场景。

平台对比：

1) 用户结构层面，快手上移抖音下沉，视频号凭借腾讯生态覆盖度广，三者用户预计将持续相互渗透。近年随着用户红利见顶，抖音快手互相渗透，抖音用户分布呈现下沉趋势，而快手不断提升在高线城市的用户占比。根据极光数据，截至 2020 年 12 月底，抖音/快手重合用户占比分别提升至 50%/80% 左右。而视频号坐拥微信 11 亿 DAU，配套引流入口和不断完善的功能，全力培育自身生态体系。三者有望逐步趋同于综合性、国民性 APP。

2) 社交关系层面，目前特征为快手用户社交互动积极性强，抖音用户赞评比高，视频号用户因受熟人关系链约束内容互动更加谨慎，当然私密点赞、非实名观看直播功能完善或增强部分场景互动性。

3) 场景应用层面，三者均有娱乐和直播交易场景，但快手和抖音目前只涉及内容和消费场景，尚未涵盖工作和生活场景，但二者的新定位都将从仅供娱乐的“短视频平台”向视频时代的基础设施逐渐过渡；而视频号从问世起就因微信生态和熟人社交属性，更适合作为基础通讯、传播工具发展工作、生活场景，且在内容上更有深度和严肃。

表 2：抖音、快手、视频号用户和场景比较

	抖音	快手	视频号
用户规模	DAU 6 亿	DAU 3 亿	DAU 约 2 亿（2020 年 6 月）
用户结构	南方、高线城市、年轻用户为主，呈下沉趋势	北方、三线以下城镇、年轻用户为主，呈上移趋势	未来有望全面渗透微信现有用户
粉丝互动性（赞评比）	赞评比均值 42，用户点赞率高，互动少	赞评比均值 13，用户互动积极性强	受熟人关系链约束，点赞互动更谨慎
应用场景	娱乐、消费、支付	娱乐、消费	娱乐、消费、深度内容

资料来源：抖音，快手，视频号，极光，易观，卡思数据等，中信证券研究部

■ 入口、流量分发机制对比

入口对比：快手兴趣社区，抖音单列信息流，视频号深入融合微信场景

抖音/快手/视频号 DAU 分别在 2020 年 8 月/9 月/6 月突破 6 亿/3 亿/2 亿，各平台各具特点，各有侧重，它们丰富的产品功能是吸引和留存用户的关键，同时也是满足平台定位的需要。

快手：以 GIF 分享社区起家，延续其早期双列信息流模式，产品互动性、社区氛围更强。快手的社区属性主要由两个方面因素影响（1）产品双列设计：GIF 快手早期功能为动图制作与分享工具，为利于适应早期较慢的网速和手机配置，设计了对用户体验要求较为宽容的双列形式，具备强互动性质，天然具备社交属性；（2）早期用户文化：2014-2015 年，大量 YY 主播迁移快手，这些主播粉丝粘性强、有“江湖气”，和其他快手原生用户一起奠定了快手的社区调性。总体来看，快手在过去很长一段时间延续双列信息流设计，发现、关注页双列信息流成为其流量主要入口。

双列信息流模式面临用户天花板，8.0 版本拓展单列大屏信息流。快手在双列信息流模式下，平台运营操作空间较单列更小，内容更多为自然生长，分发更加普惠，更加利于创作者而不是消费者。相比较，单列信息流更容易运营精品内容，吸引大量消费者，因此快手 8.0 版本推出“精品”栏目，呈现大屏单列信息流。截至 2021 年 2 月，快手流量入口主要包括（1）双列信息流：发现页、关注页、底部同城 Tab（2）单列信息流：精选页（3）其他入口：搜索栏，侧边栏“大家都在看”垂类推荐、游戏栏目、直播广场栏目。

抖音：延续今日头条媒体内容分发逻辑，以强运营、精品内容匹配单列大屏信息流模式。根据 2015 年 9 月-2016 年 9 月头条号创作者大会数据，一年间头条号发布内容的流量从 5.1 亿增长至 19.3 亿，其中有 10 亿的增量来自短视频，占总内容增量的 70.4%，而今日头条内的视频流量也已接近总流量的一半，因此管理层判断短视频为下一个风口，抖音在此背景下诞生。抖音延续了今日头条的媒体性质，强调内容的高效分发，并创新性地应用了大屏单列信息流模式。截至 2021 年 2 月，大屏单列信息流仍然为抖音的主要流量入口。抖音主要流量入口包括（1）单列信息流：首页推荐页、关注页（2）双列信息流：同城页（3）其他入口：搜索栏、直播广场（首页左上角）。

视频号：微信不仅通过发现页的“视频号”、“附近的直播和人”和“搜一搜”为视频号开放了集中流量入口，也提供了大量去中心化入口，如用户个人页开放视频号列表、聊天页安插视频号卡片和公众号文章安插视频号卡片等。

产品深刻融入社交关系，包括关注、朋友、推荐和搜索四大流量入口。相较于抖音、快手，视频号所承载的更多是社交与视频的融合，用户使用心态更多基于对好友所看视频的关注。视频号在微信中的外部入口主要包括发现页公域入口、朋友圈/公众号/私聊群聊视频号视频分享等。在视频号内部，其流量入口主要包含（1）“朋友”栏目：基于微信好友的观看、点赞等行为的推荐（2）其他单列信息流：“推荐”栏目，类似抖音的大屏单列

信息流推荐；“关注”栏目，基于关注的账号的单列信息流推荐（3）其他：搜索栏、视频下方 tag 引导的视频合集。

图 30：视频号在微信生态里的定位



资料来源：2021 年微信公开课

表 3：视频号与微信其他内容板块的融合

	功能
公众号	公众号可以添加微信视频号，视频号可以添加链接进入公众号
搜一搜	搜一搜可以搜索到视频号内容，观看后可以按照类似内容分发
朋友圈	视频号可以转发至朋友圈，朋友圈进入视频号后按照类似内容分发
聊天	视频号可以转发至群聊及好友消息中，进入后按照类似内容推荐

资料来源：微信 APP，中信证券研究部

分发机制：快手偏自主选择，抖音重头部精品，视频号依赖微信社交

快手：“去中心化”的流量体系，保证了新发布视频的初次曝光量级，给予长尾用户更多曝光机会。近期由去中心化的“流量普惠”分发到去中心化与中心化兼具。

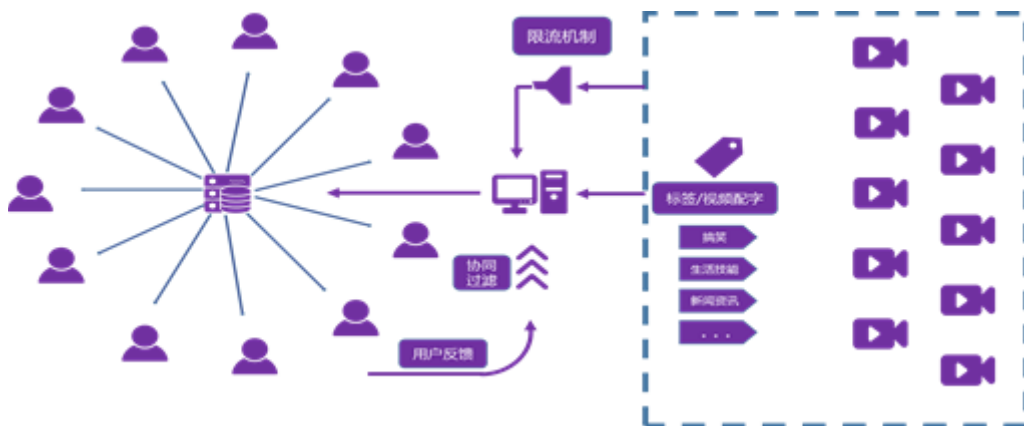
自主选择与平台推荐两种模式相结合。快手在关注 Tab 中采用双列流模式运行用户选择喜爱的 KOL 作品，而在推荐 Tab 中采用单列流模式自动推送算法推荐内容，注重内容分发效率。根据卡思数据，快手用户看到新发布视频的频率在 30%-40%，在保证每个视频都能得到曝光的前提下，根据用户反馈进行“协同过滤”，选出优质内容。快手的算法推荐体系通过识别视频内容以及视频附加文字来将内容进行分门别类，通过人工智能分类过滤内容，匹配给相似偏好用户，并分发一些用户可能喜欢的内容。

快手同样根据反馈效果决定曝光机会。用户反馈决定内容是否被推荐给下一个更大的流量池，将转发率、评论率认定为核心指标。但考虑曝光上限和基尼系数，作品曝光量达到一定阈值后降低曝光机会以起到择新去旧作用，同时引入基尼系数调控社区生态。因此快手作品曝光机会更为平等，长尾视频占据 70%以上流量。这样的分发机制利于中长尾作者发展，拉近了创作者与观看者的距离感，关注、点赞、评论的互动性更高，赋予快手更强的社交属性，也利于创作者私域流量的培育。8.0 版本之后，快手推出单列信息流，由

于单列信息流对内容质量要求较高，推荐容错率低，相比双列将更加重视头部精品内容，整体形成去中心化与中心化兼具的产品特征。

快手分发的是本质是“人设”，是基于用户对“人”的喜爱而分发。在双列流分发体系下，观看短视频的选择权在用户手中。在仅展示短视频封面的快手 App 中，用户对于 KOL 的敏感度强于对于内容的敏感度。用户会基于对 KOL 的喜爱而观看短视频并参与互动；同时由于 KOL 存在被限流的可能，KOL 会选择加大对既有粉丝的运营。因此，在快手平台中，**粉丝对主播忠诚度更高，用户粘性更强**。根据短视频工厂数据，快手头部主播二驴被官方封禁一年解封回归后的 6 场直播中获得礼物打赏金额达 1917 万元。此外，快手平台用户互动率(评论+私信量/总播放数)超过 5%并领先行业,同时快手平台 DAU/MAU 比值达 40%，7 日安装留存率达 72%。

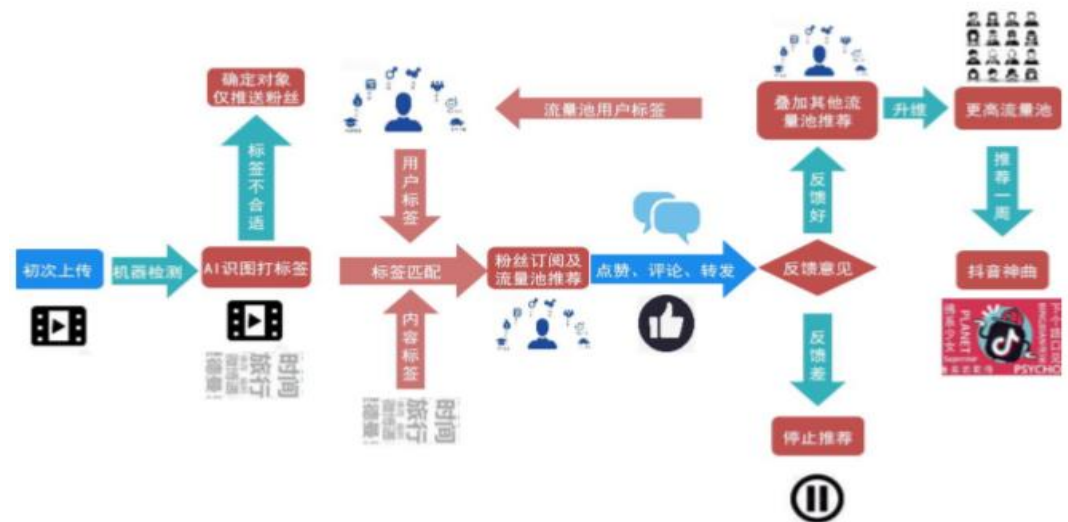
图 31：快手的“去中心化”分发逻辑示意图



资料来源：中信证券研究部绘制

抖音：中心化的流量分发机制，使用多级流量池分级推荐，更加注重头部、精品和热点。抖音首先根据用户标签与该类用户喜爱的内容进行匹配，向 200-300 名用户的初级流量池投送。据卡思数据分析，**粉丝看到新发视频概率在 10%左右**。然后根据用户点赞、评论、转发等反馈效果判断内容效果，若得分较高进行二次推荐，向更高等级流量池进行一周的推荐，叠加推荐形成爆款内容。用户反馈决定内容是否被推荐给下一个更大的流量池，抖音更重视**完播率和点赞率**。作品内容优质的创作者将获得大量资源倾斜，更快获取粉丝。同时，在流量池中对用户按照人口（注册信息、年龄、性别、职业、手机品牌、地理位置等）及行为（互动次数、点赞视频类型）特征进行二次标签标注，利用 AI 来分析人、定义人，从而准确判断人的需求并进行推送，以此吸引和保留用户。抖音经过多级流量池层层筛选，最终呈现大量**头部精品内容**，并且涵盖当下爆款和热点，具备**强媒体性质和优秀的用户体验**。

图 32：抖音标签算法与分发逻辑



资料来源：抖音 APP，中信证券研究部

视频号：熟人社交链传播+推荐；常规公域+作者社交链私域相结合，流量庞大、来源丰富，包含关注、推荐和搜索为主的常规分发机制和基于朋友观看行为的特色社交分发机制，兼顾了社交属性和内容分发效率。

1) 常规分发：关注/推荐模块提供消费娱乐平台。视频号亦提供推荐、关注等常规 tag，用户亦可以采用大屏模式进行短视频的观看，其定位基本与抖音、快手的内容消费平台类似，不是视频号的首创之处。其内容调性亦多为娱乐、生活、热点类内容为主，并且与点赞、停留时长、完播率等指标有关。

图 33：视频号推荐模块



资料来源：微信 APP

图 34：视频号关注模块



资料来源：微信 APP

2) 独特分发：“朋友” tag 建立起视频与社交关联，成为微信朋友圈之外的第二大社交流量入口。区别于短视频平台基于内容的及标签的分发，视频号将社交赋予极大权重，在冷启动后的“朋友” tag 下，短视频的排序基于朋友“赞过”顺序进行排列，并显示三位点赞好友头像，分发逻辑与朋友圈类似。对于热门内容（点赞过万等）的分发，多数按照“多位朋友”看过的形式标注推荐理由，与抖音、快手优先推送爆款视频的逻辑完全不

同，而社交的出现，使得用户在关注内容的同时，亦在视频层面加强了对社交关系的深入，使得视频号承载了部分朋友圈的功能，成为社交流量的重要入口之一。

图 35：基于点赞的分发（左）基于看过并承载入口的分发（右）

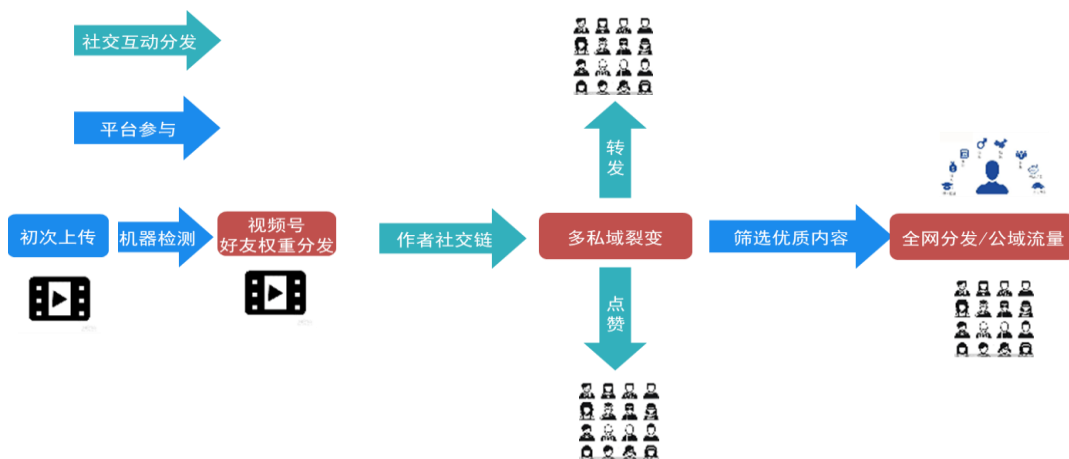


资料来源：微信 APP，中信证券研究部

视频号内容基于微信提供的海量社交关系链，如朋友圈点赞、分享、群聊等，可实现快速传播，触达更多用户。如果一条视频号内容在短时间有很好的互动数据，那么这条内容就会持续扩散，被更多人看见。

微信以“点赞、看过”的社交推荐机制为用户推送内容，强调视频号私域流量社交属性，让用户既可以主动寻找，也可以被动接收更多视频内容。虽然视频时长相较于快手抖音更久，也会有一定圈层的局限性，但这种社群分发机制不仅给予中长尾内容更多曝光机会，也为私域流量的拓宽和全域流量商业化奠定基础。

图 36：视频号分发逻辑

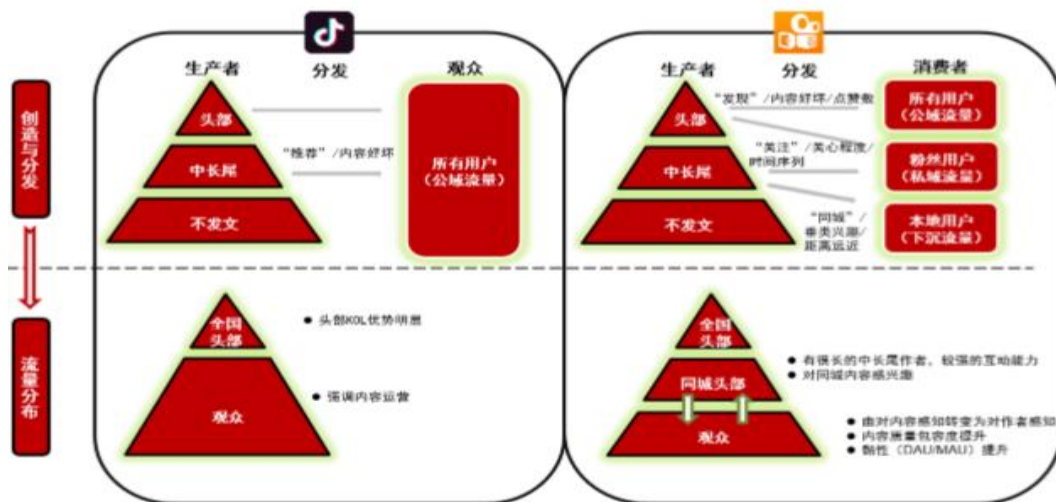


资料来源：微信 APP，中信证券研究部绘制

对比总结：（1）抖音采用中心化的流量分发机制，使用多级流量池分级推荐，注重完播率和点赞率，更加注重头部、精品和热点，具备强媒体性质和优秀的用户体验。（2）快手采用“去中心化”的流量体系，引入曝光上限和基尼系数来调控社区生态，对头部流量进行限流，保证了新发布视频的初次曝光量级，给予长尾用户更多曝光机会。近期由去中

心化的“流量普惠”分发到去中心化与中心化兼具。(3) 视频号采用关注、推荐和搜索为主的常规分发机制和基于朋友观看行为的特色社交分发机制，常规公域和作者社交链私域相结合，流量庞大、来源丰富，兼顾了社交属性和内容分发效率。

图 37：抖音、快手分发机制差异



资料来源：巨量引擎，磁力引擎，中信证券研究部绘制

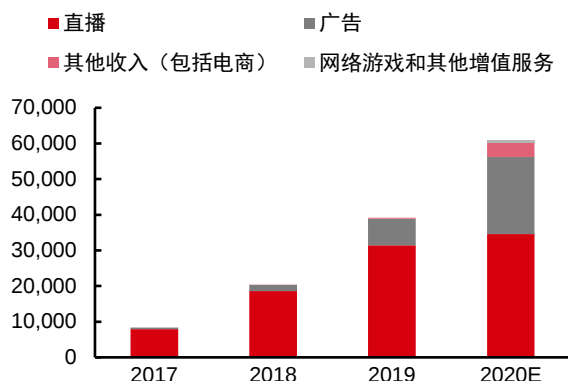
商业化对比

平台收入：抖音各赛道领先，快手电商具备比较优势，视频号处于起步阶段

抖音：广告商业化能力成熟，直播打赏、电商增长迅猛，收入居于领先地位。根据 36 氪和路透社报道，字节跳动 2019 年全年收入估计为 1400 亿元，2020 年目标为 2200 亿元。2020 年抖音发力直播打赏、电商等商业化方式，收入逐步多元化，据娱乐资本论报道，估计抖音 2020 年全年广告收入达到 1000-1050 亿元，预计其直播收入达到 500 亿元，电商收入达到约 40 亿元。总体来看，抖音商业化布局较早，具备大屏单列信息流产品优势，目前广告收入独占鳌头，同时直播打赏与电商业务增长迅猛。

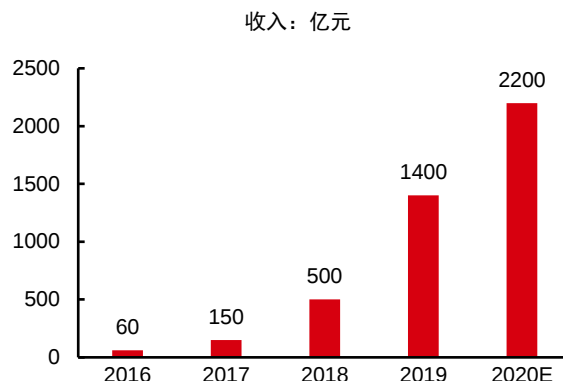
快手：目前主要依靠直播打赏，广告、电商业务增长潜力大。根据快手招股书披露，快手 2019 年全年收入达到 391 亿元，其中直播、广告、其他收入（包括电商）分别为 314 亿/74 亿/3 亿元，分别占比 80%/19%/1%。我们估计 2020 年总收入达到 608 亿元，其中直播、广告、其他收入（电商）、网络游戏和其他增值业务收入分别为 346 亿/216 亿/40 亿/6 亿元，分别占比 57%/36%/7%/1%。2019 年以前快手商业化主要依靠直播打赏，2020 年以来广告收入快速上升，预计未来广告、电商收入均有较大增长潜力。总体来看，与抖音比较，快手商业化进程较慢，但受益于私域流量壁垒高、互动性强等特点，其长期增长潜力可观。

图 38：快手历年各业务收入（亿人民币）



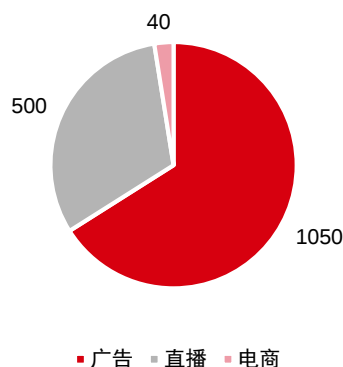
资料来源：快手招股书，中信证券研究部预测

图 39：字节跳动历年估计收入（亿人民币）



资料来源：36Kr、路透社等（含预测），中信证券研究部

图 40：估算抖音 2020 年各业务收入构成



资料来源：娱乐资本论预测，中信证券研究部

视频号：目前尚处于商业化早期阶段，综合商业价值潜力巨大。视频号于 2020 年 1 月上线，功能和产品形态逐渐成熟，其商业化仍然处于早期阶段，但综合商业价值潜力巨大。其商业化价值体现在：①视频号完善腾讯营销体系：视频内容提升信息密度，用户眼球价值与场景营销价值增大；视频号赋能下，营销内容用户转发链路更便捷，病毒式营销价值增大；直播等富媒体交互形式加强互动性，微信内流量运营有望实现从内容引流到微信内转化、复购的闭环，构筑更加完善的微信内商业链路。②更广阔的商业生态：视频号不仅提升了内容付费和企业运营的商业化价值，也大大提升了微信生态对商家的吸引力，而多样的变现形式亦能吸引用户参与。视频号定位于微信内部信息和服务的承载，在信息流广告、直播打赏、电商之外，有望打开更加广阔的成长空间。

广告：抖音目前大幅领先，快手增长迅猛，视频号潜力巨大

抖音：基于产品、流量分发、数据积累优势支持，广告商业化能力大幅领先。据娱乐资本论预计，2020 年抖音广告收入有望达到 1050 亿元，目前在短视频行业独占鳌头。我们认为抖音在广告商业化方面的优势有以下三个原因（1）产品设计：抖音单列大屏信息流的设计相比双列设计更有利于广告变现。单列信息流广告能够在用户不可预知的情况下

进行推送，保证触达，且在广告出现后仅需要一层转化漏斗，而双列信息流可能需要两层，因此在相同 CPC 的情况下单列信息流的 CPM 通常较高（2）流量分发：由于抖音强调推送头部精品内容，因此更少的流量被扶持腰部尾部耗散，能够最大限度地通过优质内容持续吸引用户注意力，从而利于广告分发（3）数据积累：字节跳动在信息流广告业务上已有多年积累，2013 年起今日头条即通过广告植入信息流变现，抖音 2017 年底尝试信息流广告，发力信息流广告较早，数据积累深厚，广告投放较为精准，因而 CPM 价格更高。

图 41：2020 年抖音、快手估计广告收入（亿人民币）比较



资料来源：娱乐资本论，中信证券研究部预测 注：抖音数据来自娱乐资本论

快手：广告形式丰富，公私域流量广告兼具，以信息流广告为主。快手 2017 年推出信息流广告与快接单，略早于抖音，但未将广告作为重要变现手段。2018 年起加快布局营销推广业务，10 月正式上线快手营销平台，一年后平台全面升级为“磁力引擎”。2020 年 10 月推出打通公私域流量的达人广告，撮合平台磁力聚星。截至 2021 年 2 月，快手广告包括开屏广告、信息流广告、快手粉条和挑战赛四大类。1）开屏广告提供视频开屏、静态开屏、互动开屏等多种模式强化品牌识别。2）信息流广告包括双列信息流、单列信息流、快享视频和电商卡片四种形式，其中以双列信息流、单列信息流为主。3）快手粉条与 DOU+ 类似，通过额外的流量倾斜让作品得到更多曝光。4）快手挑战赛支持品牌定制创意社交话题，吸引用户广泛参与，实现品牌高曝光。目前快手广告的收入来源以信息流广告为主。

图 42：快手广告形式



资料来源：磁力引擎官网，中信证券研究部

基于用户流量、广告加载率和转化效率提升，快手广告业务拥有巨大潜力。2019 年，快手广告业务收入达到 74 亿元，2020 年公司估计达到 216 亿元，同比增长 191%。目前快手的广告收入规模与抖音相比有较大差距，我们认为主要由于（1）基础流量：2020 年快手平均 DAU 约 3 亿，与抖音 6 亿 DAU 存在差距；（2）产品设计：快手改版前的双列信息流模式相比单列多一层转化漏斗，无法保证触达播放，转化效果欠佳，因此对广告主的吸引力较弱；（3）广告加载率：2018 年快手商业化中台搭建成熟并建立由严强负责的商业化团队，此后才开始大力加码广告商业化，因此广告加载率仍处于上升阶段；（4）数据积累：数据积累影响广告投放的精准程度和转化效果，目前快手转化效果相比抖音较弱，因此 CPM 较低。预计伴随快手提升单列信息流比例，抬升广告加载率并通过数据积累优化提升转化效率，广告业务拥有较大发展空间。

视频号：有望大幅提升用户时长与注意力价值，广告收入天花板有望数倍于朋友圈。参考朋友圈在广告货币化的历程，随着产品功能的迭代、内容的逐步完善、用户习惯的逐步养成，广告有望成为视频号重要的商业化形式。在用户体量方面，根据张小龙 2021 微信公开课演讲，朋友圈 DAU 达到 7.8 亿，未来视频号体量有望比肩朋友圈。在用户时长方面，视频号内容供给丰富，中长期看用户使用时长预计将显著高于朋友圈，可能达到抖音/快手的时长水平。曝光效果方面，视频内容深度、沉浸式体验，营销效果有望显著强于朋友圈场景，与抖音/快手看齐。因此视频号综合商业价值预计有望达到朋友圈的数倍，预计超过千亿级。

中期广告价值增量有望超过 500 亿量级。视频广告商业价值潜力高，但考虑视频号产品的基础设施定位以及对用户体验的保护对广告加载率及广告形式或会一定限制，同时也可能分流腾讯体系其他广告价值，其潜在广告商业变现价值或不能完全达到理论上限。参考腾讯 2020 年朋友圈广告 300~400 亿元收入量级，同时考虑视频号广告变现潜在的克制，我们认为视频号若进行广告变现，中期广告价值增量贡献有望超 500 亿元量级。

对比快手、抖音、视频号广告变现能力，流量规模、广告加载率与转化效率为关键影响因素。我们测算三家公司核心信息流广告业务进行简要对比。在流量规模上，目前抖音在日活规模上较为领先，且由于内部流量更多倾向短视频，流量规模领先。视频号依托微信 10 亿级月活流量，中长期日活有望达到抖音水平。在广告加载率上，抖音广告加载率约为 14%，基本接近上限，而快手目前约为 10%，处于上升阶段，视频号中长期广告加载率可能保持克制。在转化效率上，目前抖音 CPM 价格更高，快手受数据积累和单列广告增加驱动 CPM 有望提升，视频号得益于大量用户基础和社交关系数据的深厚积累，预计未来转化效率能够对标抖音/快手水平。我们粗略估计目前快手 2020 年/抖音 2020 年/视频号中长期广告商业化能够达到约 200 亿/1000 亿/500 亿元规模。

表 4：快手、抖音、视频号信息流广告商业化变现能力比较

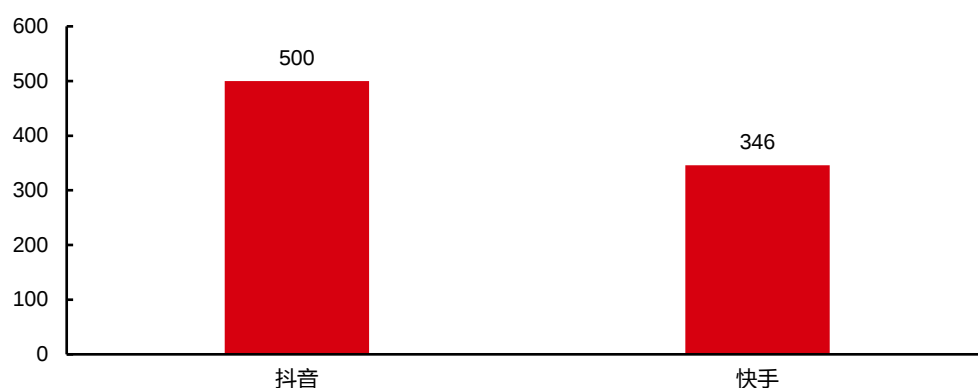
	快手	抖音	视频号中长期潜力
DAU	3.02	6	6
平均每日活使用时间：分钟	86.7	100.3	100.3
观看短视频信息流时长占比	60%	70%	70%
单日活观看短视频信息流时长	52.0	70.2	70.2

	快手	抖音	视频号中长期潜力
估计曝光短视频条数	104.0	140.4	140.4
广告加载率	10%	14%	8%
广告条数	10.4	19.0	11.2
日流水: 亿元	0.57	2.96	1.62
年收入: 亿元	206	1,079	590

资料来源: Questmobile, 中信证券研究部测算 注: 快手 DAU 为保证和抖音同口径对比采用 APP+小程序总体日活规模

直播: 抖音增长迅猛, 快手趋于成熟, 视频号处于起步阶段

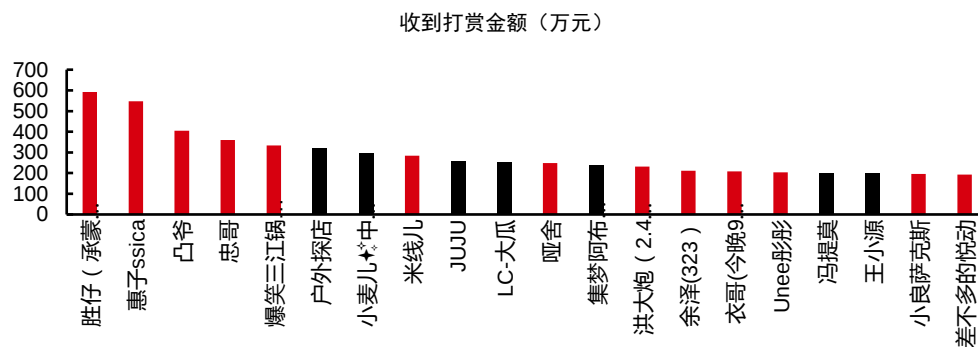
图 43: 2020 年抖音、快手估计直播打赏收入 (亿人民币) 比较



资料来源: 娱乐资本论, 中信证券研究部预测 注: 抖音数据来自娱乐资本论

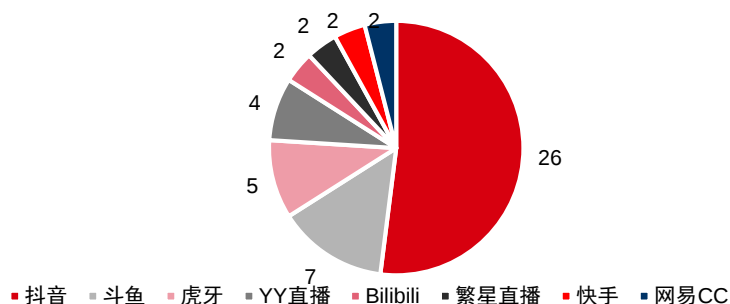
抖音: 直播收入赶超快手, 头部主播优势明显。据娱乐资本论预测, 2020 年抖音直播估计达到 500 亿元规模, 收入赶超快手。根据小葫芦数据, 全网一周内打赏收入 Top 50 主播中, 超过一半来自抖音, 据飞瓜数据报告, 2019 年 12 月-2020 年 5 月新增主播中 1000 万粉丝以上主播是快手的 25 倍, 抖音直播头部优势较为明显。

图 44: 全网 Top 20 主播收到打赏金额 (万元)



资料来源: 小葫芦, 中信证券研究部 注: 数据为截至 2021 年 2 月 5 日的 7 日内全平台礼物收入排行, 标红主播为抖音主播

图 45：全网收到打赏 Top 50 主播平台分布



资料来源：小葫芦，中信证券研究部 注：数据为截至 2021 年 2 月 5 日的 7 日全网 Top 50 主播平台分布

我们认为抖音直播收入的快速增长基于以下因素推动：

公域分发精准触达受众。与快手不同，抖音更大程度依赖公域流量对直播流进行精准推送，除关注页面着重推荐直播以外，抖音在推荐 Tab 推送用户可能感兴趣的直播流，并在首页左上角设置直播广场，利用公域流量帮助主播精准触达用户。据快手副总裁余敬中 2019 年在蓝鲸记者年会上透露，快手直播超过 90%来自私域流量仅粉丝能够触达。相比较，抖音直播的公域分发更适合新入局者快速曝光与成长，利于抖音吸引增量主播。

两次“百万开麦”活动运营扶持，调整公会分成模式扶持中小主播。从 2020 年 3 月起，抖音发起两次“百万开麦”新人主播扶持活动。粉丝小于 1 万且在抖音累计直播时长小于 25 分钟的新主播将能够获得 300-500 元 DOU+奖励，并获得 B 级或 A 级曝光。第一期“百万开麦”活动吸引了 3 万新主播开播，整体曝光 3.58 亿，第二期活动则吸引了 27 万新增主播，曝光量高达 34 亿。2020 年 4 月，抖音调整直播分成比例政策，取消了公会固定分成，增加了流水任务奖励的分成激励，由于流水增长任务对于中小主播和公会更易实现，此举旨在削弱大公会抱团挂靠，同时鼓励中小主播和公会成长。受益于平台大力扶持，抖音直播迅猛成长，据飞瓜数据报告，2020 年初抖音直播打赏月流水已超过快手。

表 5：抖音和快手直播分成比例对比（截至 2020 年 8 月）

	抖音	快手
个人主播	50%	50%
公会主播		
-主播	45%	50%
-公会		
-基线任务	2%	3%
-流水任务	最高 12%	最高 9%
-活跃任务	最高 4.5%	-

资料来源：36 氪，娱乐资本论，中信证券研究部

表 6：两次“百万开麦”新人主播扶持活动

活动时间	参与资格	活动奖励	活动成果
3 月 16 日 -4 月 19 日	粉丝小于 1 万且在抖音累计直播时长小于 25 分钟	粉丝 1 万-10 万：300 元 DOU+，B 级直播间曝光； 10 万以上粉丝：500 元 DOU+，	引近 36 万人报名参加，约 3 万位万粉达人首次加入直播行列，活动收获整体曝光量达 3.58 亿

活动时间	参与资格	活动奖励	活动成果
		A 级直播间曝光	
5 月 23 日 -7 月 1 日	粉丝小于 1 万且在抖音累计直播时长小于 25 分钟	粉丝 1 万-10 万：300 元 DOU+，B 级直播间曝光； 10 万以上粉丝:500 元 DOU+， A 级直播间曝光	“百万开麦” 2.0 以累计新增开播 27 万人的优异成绩正式收官，曝光量近 34 亿
		当周单场直播 1 小时以上，则： 1 万-10 万粉丝：5w 曝光； 10 万粉丝以上：8w 曝光	-

资料来源：抖音 APP，中信证券研究部

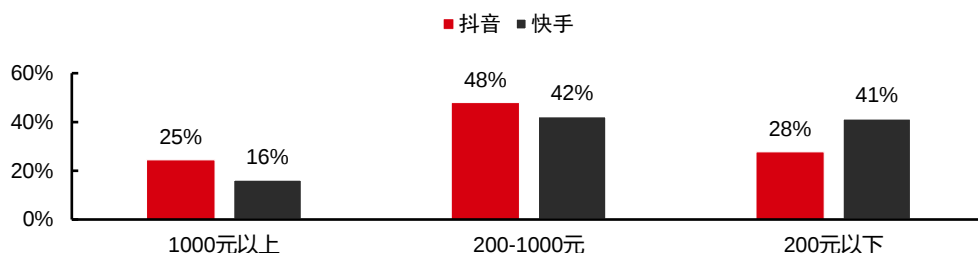
拥有头部明星优势，用户付费能力强。2020 年 1 月，抖音直播开启“群星宠粉夜”，共邀请了 26 位明星直播并派发红包，截至 2020 年 6 月，抖音已吸引超过 2500 位明星入驻。据飞瓜数据报告，2019 年底抖音 Top 100 粉丝账号中 36%为明星账号，而快手仅 5%。明星与抖音调性契合、用户匹配，因而与明星相关的直播成为了抖音内容的重要部分，推动了直播收入的成长。此外抖音直播用户付费能力较强，据 Questmobile 报告，抖音直播用户线上消费能力>1000 元占比为 25%，高于快手的 16%，用户的高消费能力有助于提升直播付费用户 ARPPU 值。

图 46: 抖音拥有头部明星优势



资料来源：飞瓜数据，抖音 APP，中信证券研究部

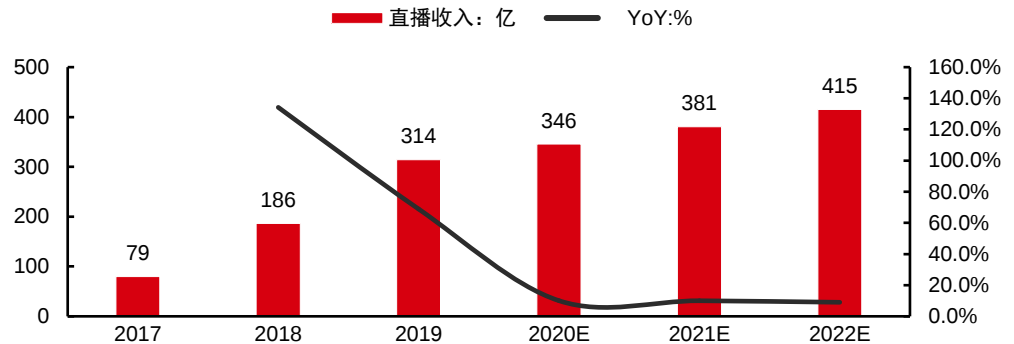
图 47：快手/抖音直播用户线上付费能力比较



资料来源：Questmobile，中信证券研究部 注：统计时间周期为 2020 年 2 月 17 日至 2020 年 2 月 23 日

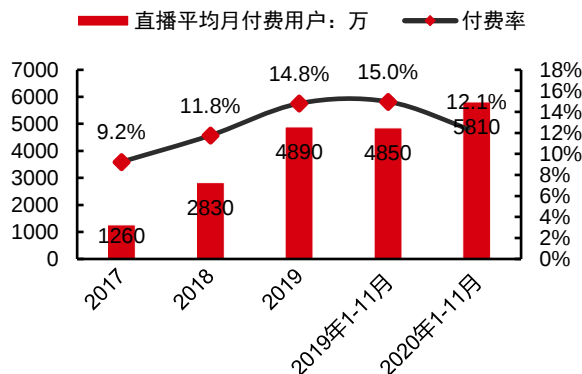
快手：早期直播打赏贡献大部分收入，目前直播付费渗透逐渐饱和。2019 年快手直播收入达到 314 亿元，估计 2020 年直播收入为 346 亿元，同比增长约 10%。由于快手本身的强社区、高粘性属性，而直播强调基于“人”的互动，因而成为契合快手的商业化模式。2019 年快手直播打赏贡献了其 80% 的收入，但由于直播付费渗透逐渐饱和，加上推出的小店通、粉丝头条等流量工具对直播打赏存在一定替代作用，快手直播打赏收入增长逐步放缓，预计未来 3 年保持 8%-10% 的增长。

图 48：快手历年直播收入（亿人民币）与增长率



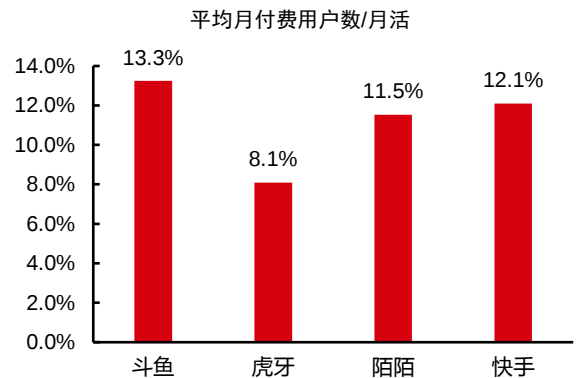
资料来源：快手招股书，中信证券研究部预测

图 49：快手直播付费渗透逐渐饱和



资料来源：快手招股书，中信证券研究部

图 50：各平台平均付费率（付费用户数/月活）



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：快手数据为 2020 年 1-11 月数据，其余平台为 2020Q3 数据

受益于去中心化、私域流量分发方式，快手直播垂类生态更为丰富。根据飞瓜数据统计，2019 年 12 月-2020 年 5 月间，快手除头部类型“网红美女”类主播外的垂类主播生态更为丰富，包含游戏、影视娱乐、情感、音乐、美食等，相比较抖音直播类型则更加集中，多数为“生活”或“网红美女”类主播。快手依托其去中心化的流量分发方式和浓厚的社区氛围，有望在各垂类直播类型中保持优势。

图 51：快手直播垂类生态更为丰富



资料来源：飞瓜数据，中信证券研究部

视频号：目前直播打赏变现较为克制，未来在品牌建设、私域获客等方面拥有较大空间。视频号的很多直播场景为商家、品牌构筑了更丰富的商业场景和更完整的商业链路。越来越多知名品牌将视频号作为官方发声渠道，大牌品宣内容和视频号用户天然契合。10月初视频号直播功能上线初期，华为就将麒麟芯片迭代产品 mate40 发布会放在视频号上，这是视频号的第一场推流直播，在线人数迅速过万。随后，OPPO、vivo、小米、蔚来汽车等也纷纷选择视频号作为新品发布主要平台。在直播打赏方面，视频号具备较大流量基础，但考虑微信整体较为严肃的调性，可能未来发展仍将有所克制。

对比快手、抖音和视频号，流量基础、直播渗透和用户付费能力是直播打赏商业化能力的关键因素。目前快手直播渗透率较高，据《2020 快手内容生态半年报》（快手大数据研究院）估算超过 56%，据 Questmobile 数据，2020 年初抖音直播渗透率超过 30%，估计目前达到 40%-50%，视频号中长期直播可能保持一定克制，预计潜力达 30%。据快手招股书，其直播付费率达 12%，据此我们推算抖音 2020 年/视频号中长期付费率达到 10%/8%。目前快手 ARPPU 值为 50 元，抖音用户付费能力整体高于快手，估计 ARPPU 达到 60 元，而视频号中长期 ARPPU 有望达到抖音、快手相当水平。根据以上推算，快手 2020 年/抖音 2020 年/视频号中长期直播打赏商业化收入分别有望达到 346 亿/500 亿/364 亿元水平。

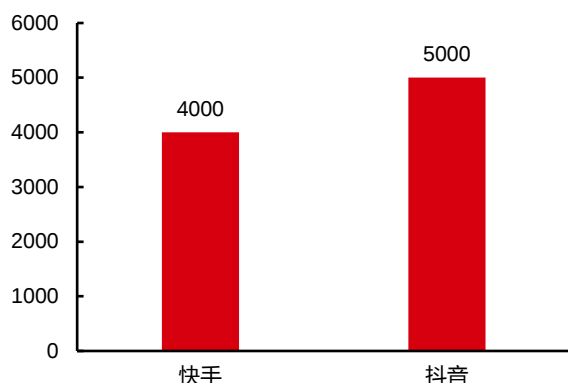
表 7：快手、抖音和视频号直播打赏商业化能力比较

	快手 2020 年	抖音 2020 年	视频号中长期潜力
平均月活：亿	4.81	6.90	6.90
付费用户/总月活	12%	10%	8%
直播平均月付费用户：亿	0.58	0.69	0.55
每月直播付费用户平均收入：元	50	60	55
年直播收入：亿元	346	500	364

资料来源：快手招股书，中信证券研究部测算

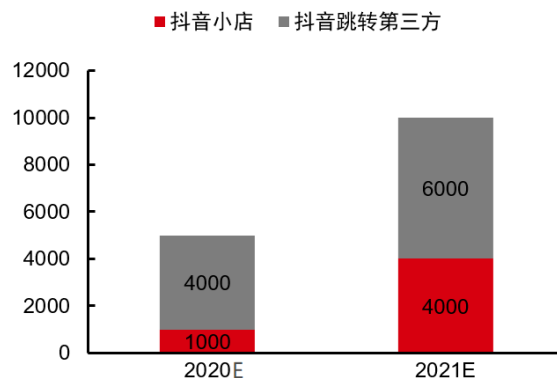
电商：抖音总 GMV 增长迅猛，快手具备比较优势，视频号与小程序协同拥有广阔空间

图 52：2020 年估计快手和抖音电商 GMV（亿人民币）



资料来源：晚点 LatePost，中信证券研究部预测 注：抖音数据来自晚点 LatePost

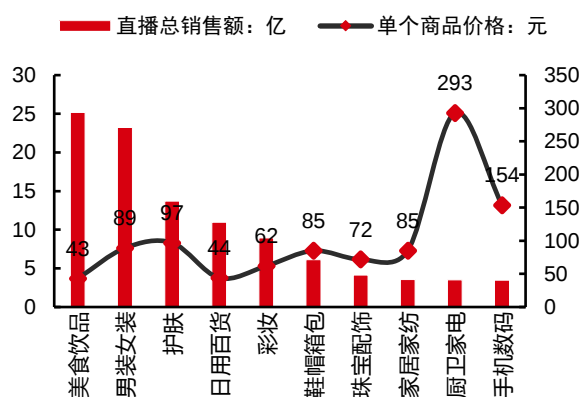
图 53：2020/2021 年抖音小店和第三方交易/交易额目标（亿人民币）



资料来源：晚点 LatePost 预测，中信证券研究部

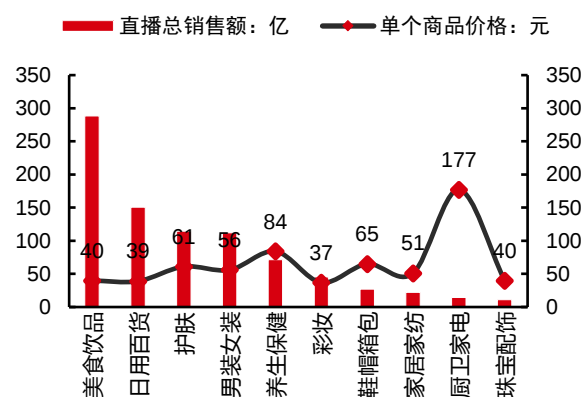
抖音：总 GMV 增长迅猛，品牌商品为主、客单价较高。据晚点 LatePost 披露，2020 年全年抖音电商 GMV 估计达到 5000 亿规模，略高于快手，2021 年 GMV 目标直指万亿。抖音直播销售品类与快手类似，以个护美妆、服饰箱包和美食饮品为主，但销售更多品牌商品。据飞瓜数据统计，2019 年 12 月-2020 年 5 月其个护美妆（护肤+日用百货+彩妆）销售额占 28%，美食饮品占 21%，服饰箱包占 25%，共计 74%。由于用户群体中一二线城市比例更大，消费能力更强，抖音电商平均客单价高于快手。据卡思数据统计，快手>100 元客单价商品仅占 6%，而抖音占比达 31%。

图 54：抖音 2020 年直播带货 Top10 品类销量与客单价



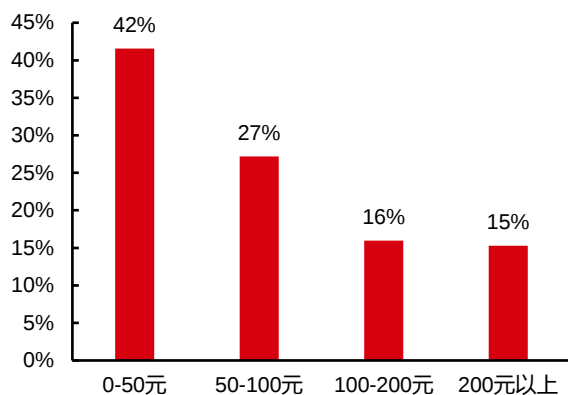
资料来源：飞瓜数据报告，中信证券研究部 注：销售额统计区间为 2019 年 12 月-2020 年 5 月

图 55：快手 2020 年直播带货 Top10 品类销量与客单价



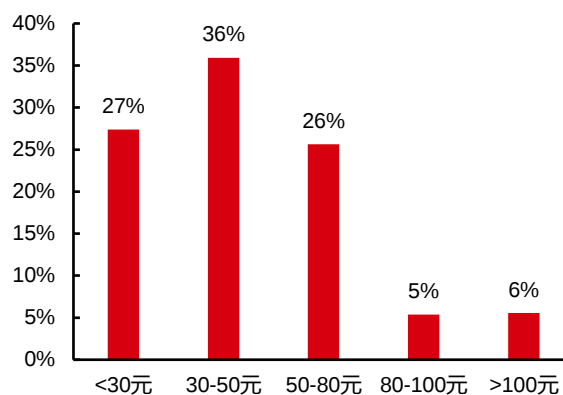
资料来源：飞瓜数据报告，中信证券研究部 注：销售额统计区间为 2019 年 12 月-2020 年 5 月

图 56：2019 年 9 月-10 月抖音直播电商客单价分布



资料来源：卡思数据，中信证券研究部

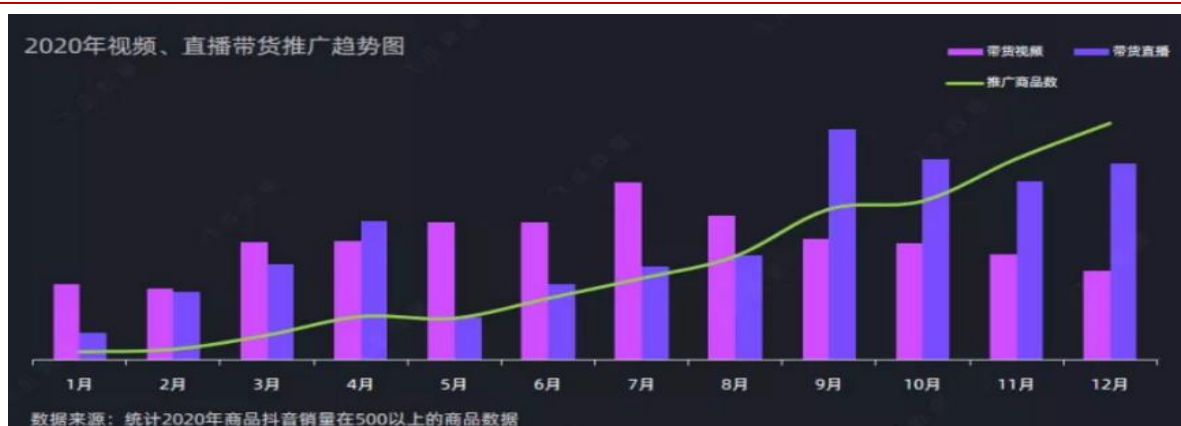
图 57：2019 年 9 月-10 月快手电商客单价分布



资料来源：卡思数据，中信证券研究部

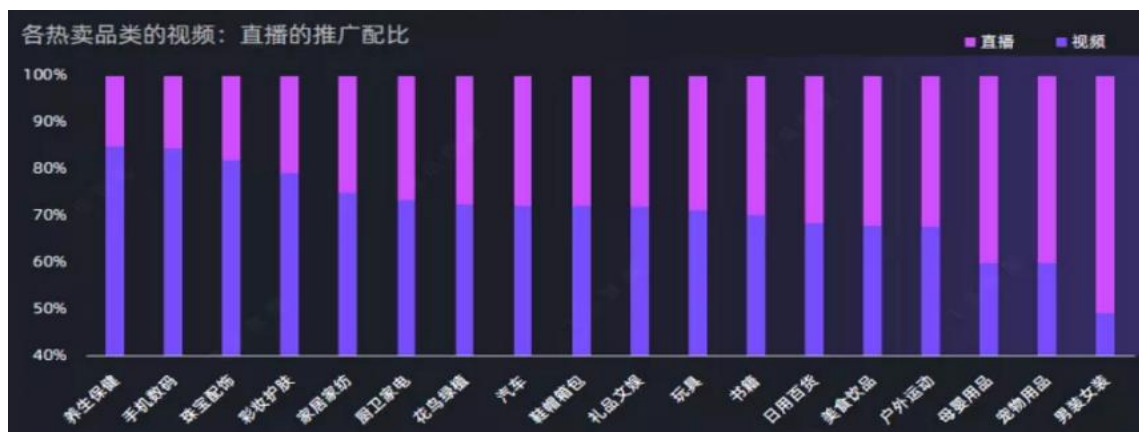
从“短视频”公域种草到“短视频+直播”组合推广，抖音电商生态持续进化。由于抖音侧重公域内容消费，早期电商生态中存在大量短视频公域种草、跳转第三方模式的商品销售，我们估计 2019 年抖音短视频：直播电商销售额比例约为 7:3。2020 年以来，抖音直播增长迅速，据飞瓜数据统计，1 月商品链接的短视频数超过直播的两倍，到年底则已下降至直播的约二分之一。男装女装、宠物用品、母婴用品等品类直播推广配比超过 60%。但据今日网红统计，2020 年抖音 Top 10 主播销售额仅 85 亿元，相比较淘宝直播/快手 Top10 主播销售额分别为 683 亿/412 亿元，与其总量不匹配，我们估计目前抖音短视频电商销售额仍占总 GMV 相当比例。抖音总体已从短视频公域种草演进为短视频+直播模式，电商生态持续演进。

图 58：2020 年抖音商品关联带货视频和直播数量对比



资料来源：飞瓜数据，中信证券研究部 注：统计抖音销量 500 以上的商品数据

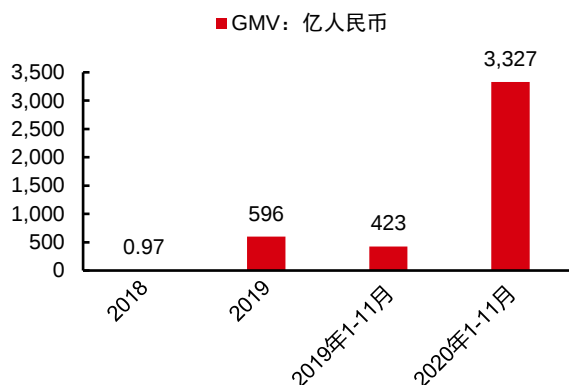
图 59：2020 年抖音各品类商品关联带货视频和直播数量对比



资料来源：飞瓜数据，中信证券研究部

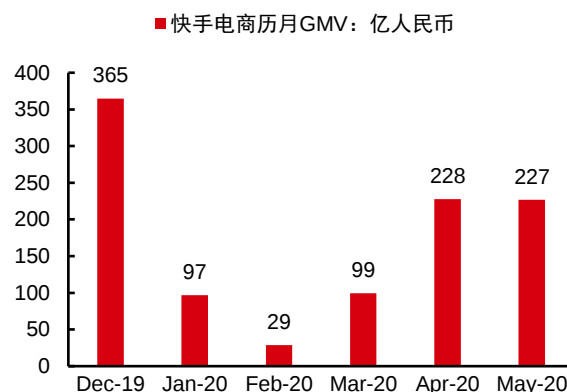
快手：电商交易增长迅猛，源头农产品/白牌商品与品牌商品兼具。2019 年快手全年电商 GMV 达到 596 亿元，根据公司招股书预计 2020 年达到 4000 亿，同比增长 571%。快手电商以直播交易为主，初期主要依靠对主播而不是品牌的信任促成交易，因此快手能够售卖大量源头农产品和工厂白牌产品，这也顺应了其下沉生态禀赋和用户对性价比的追求。以 2020 年 12 月单场带货金额最高的直播为例，主播“蛋蛋小盆友”热销商品中包含大量自家品牌或低知名度品牌，销售量排名前五的商品中，仅“六必治”牙膏为知名品牌。据飞瓜数据《2020 年直播电商数据报告》，2019 年 12 月-2020 年 5 月抖音平台增量 Top10 食品品牌中，大部分为知名品牌、网红品牌；而快手平台增量 Top10 食品品牌中多为原产地直销品牌。2020 年以来，快手着重发力品牌升级策略，引入大量明星并进行了两次“双百亿”补贴活动，以增加品牌商品销量，提升客单价，形成了白牌+品牌兼具的商品生态。

图 60：快手电商历年 GMV



资料来源：快手招股书，中信证券研究部

图 61：快手电商 2019 年 12 月-2020 年 5 月历月 GMV



资料来源：飞瓜数据报告，中信证券研究部

表 8：2020 年 12 月单场销售额最高直播销售量前十商品

商品	单价/元	销量/万	辛有志自有品牌	白牌/低知名度品牌	品牌货
六必治 120g 牙膏（三种功效 多效冬青/中草药/小苏打 随机发）	5.8	35.5			是
蓝漂浣馨系列本色抽纸	26.5	10.0		是	
辛有志酵母透润柔肤水补水保湿光泽提亮修护嫩弹爽肤水	9.99	8.8	是		
优肌源-氨基酸洗面奶	8.18	8.6		是	
辛有志琉金净螨皂除螨祛痘清爽滋	4.99	8.3	是		
辛有志男士水洗能洗沐套盒洁面啫喱沐浴露补水保湿清爽洗面奶	9.0	8.3	是		
钟根堂 Lacto-Fit 益生菌	138	7.5			是
魔瘦拉拉裤	69.98	7.0		是	
花印洗面奶	39.9	7.0			是
澳哲可黄土面膜	59.9	6.5			是

资料来源：飞瓜数据，中信证券研究部

快手看重供应链建设，自建好物联盟帮助中小主播带货。快手电商整体与供应链融合程度较高，平台大主播有相当比例自建供应链甚至源头工厂。2020 年 12 月快手 Top 20 头部带货主播中，有 9 位达人拥有自有工厂，相比较抖音、淘宝直播则鲜有自建供应链。2020 年 5 月快手与京东达成战略合作，京东零售将优势品类商品提供给快手小店，双方共建优质商品池，由快手主播选品销售。同月，快手内测自建供应链好物联盟，9 月正式推出，建立商家、达人和招商团长三方生态，为达人提供优质商品。截至 2021 年 1 月好物联盟已经累计服务超过 100 万达人，触达超过 1 亿消费者，每月选货达人超过 60 万人，优质商品上架率超过 80%。

图 62：淘宝直播、抖音、快手头部主播自有工厂情况

淘宝直播			快手		
播主	主播类型	自有工厂	播主	主播类型	自有工厂
薇娅viya	网红达人主播	无	👤蛋蛋小盆友	网红达人主播	有
李佳琦Austin	网红达人主播	无	陶子家 主号	网红达人主播	无
雪梨_Cherie	网红达人主播	无	真姐定制 源头工厂	网红达人主播	有
烈儿宝贝	网红达人主播	无	瑜大公子	网红达人主播	无
陈洁kiki	网红达人主播	无	娃娃每晚7点超多新款	网红达人主播	有
Timor小小疯	网红达人主播	无	玉匠人-31号年终回馈日	网红达人主播	有
南风Cheney	网红达人主播	无	斌哥617💕等我	网红达人主播	无
抖音			徐小米教搭配💕	网红达人主播	无
播主	主播类型	自有工厂	半姐在广州开服装厂	网红达人主播	有
衣哥	网红达人主播	无	超 级 丹 🐼	网红达人主播	有
懒猫nono	网红达人主播	无	\$小. 佛叶\$品牌选品官	网红达人主播	无
朱瓜瓜	网红达人主播	无	石家庄蕊姐	网红达人主播	无
呗呗兔_	网红达人主播	无	青岛女孩卖手机💕大表如	网红达人主播	无
韩国媳妇大璐璐	网红达人主播	无	阿咪家真皮女鞋🐱	网红达人主播	有
罗拉密码	网红达人主播	有	MiMi在广州开服装厂	网红达人主播	无
ojaer 鸥纪儿	网红达人主播	无	亨帝诗-717皮革供应链	网红达人主播	有
			丹丹👤25号中午12点	网红达人主播	有

资料来源：知瓜数据，今日网红，中信证券研究部 注：淘宝直播、快手电商直播排名来自知瓜数据 2020 年 12 月排名，抖音电商直播来自今日网红 2020 年排名

图 63：快手好物联盟的各类功能



资料来源：快手 APP

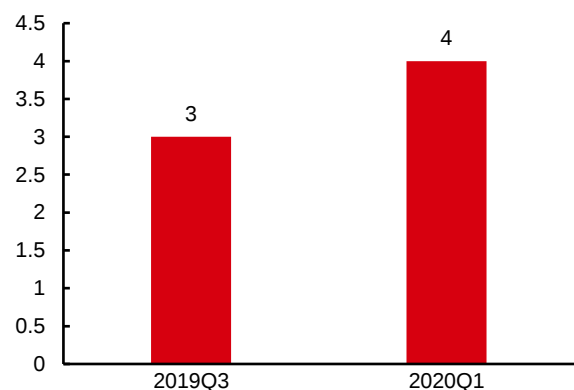
视频号：小程序承载交易及服务能力，社交流量带动电商增长。小程序以及小商店的推出，进一步强化了微信底层的服务能力，叠加社交流量、支付等能力，使得微信具备了电商变现的能力。基于小程序超过 4 亿 DAU 的用户体量，2019 年小程序实现交易额超过 8000 亿元量级，2020 年全年增长超过 100%，其中实物商品交易整体年增长 154%，商家自营 GMV 同比提升 255%，而叠加视频号在带货以及与小商店的连通，亦有望带来更大的电商增长空间。我们认为，在未来 2-3 年，以视频号、小商店为载体的内容与电商有望带来超过 2.5 万亿量级交易规模。

图 64：小程序交易额



资料来源：2020 年微信生态大会

图 65：小程序 DAU 变化(亿)



资料来源：公司财报，中信证券研究部

对比快手、抖音和视频号电商商业化能力，我们认为流量基础、电商渗透与客单价为关键要素。快手整体日活低于抖音，但拥有强社区氛围和较高的直播渗透率，电商日活渗透达到 33%，但由于销售较多低价白牌商品，客单价较低，预计未来能够通过品控、提升

商品丰富度等提升购买频次，通过品牌升级提升客单价，我们推算 2023 年能够突破 1.6 万亿 GMV。抖音整体日活约为快手的 2 倍，由于平台更侧重内容消费，电商渗透较低，推算目前渗透仅约快手的一半，但因一二线用户较多，客单价较快手高出 30%-40%，我们估计未来抖音总体 GMV 有望维持在高于快手的水平。视频号依托微信小程序生态，通过打通小商店带来更大的增长空间，估计小程序+视频号未来 2-3 年能够带来 2.5 万亿级的交易规模。

表 9：快手、抖音和视频号直播带货商业化能力比较

	快手 2020 年	抖音 2020 年	视频号+小程序未来 2-3 年潜力
日活：亿	3.02	6	-
电商日活渗透率	33%	16%	-
电商日活	1.0	1.0	-
转化率	16%	16%	-
订单数：亿	0.16	0.16	-
客单价：元	66.7	86.7	-
日流水：亿元	11.0	13.7	-
年 GMV：亿元	4,000	5,000	25,000

资料来源：快手招股书，中信证券研究部测算 注：由于小程序引入了较多已有线上流量和线下本地生活流量，与快手、抖音并不完全可比，因此未按照相应模型测算

运营能力愈发成为各平台核心竞争要素

复盘各平台发展史，平台运营能力是核心

短视频平台之所以需要重视运营能力，是因为短视频平台需要将海量内容与海量用户进行尽可能高效准确的匹配。只有具备强大的平台运营能力，才能通过内容生产、内容分发、内容反馈的整个链路使消费者最终得到最优的用户体验以及商业价值。在产品相互渗透背景下，运营体系愈发重要，现阶段整体而言，抖音在内容运营方面起步较早，能力体系相对领先，当然运营能力并非不可突破，我们也将持续关注各家平台后续运营体系迭代进展。

抖音：自上线起拥有较强运营能力，内容把控度高，出色的内容运营能力一直是抖音保持相对优势的核心竞争力。2016 年末，抖音在短视频混战时期入局，从起步开始就非常注重主动运营和管理，集中输出优质内容。抖音早期定位为面向年轻群体的音乐短视频社区，以好玩、时尚、新潮为内容调性，快速抢占用户心智。完成用户初始积累后进一步强化运营，赞助热门综艺，引入流量明星，凭借强运营能力和中心化算法快速成长。

产品思路方面，抖音首页变化较小，其更新的各种功能、滤镜和活动等，主要是为了让内容更加有趣、好看，从而加大用户内容生产和内容观看的意愿。同时，在首页添加“朋友”页并上线陌生人社交的“连线”功能，以强化产品的社交属性。此外，字节跳动 app 更新迭代速度非常快，产品矩阵丰富，以信息分发、社交的内容类产品为主，也有满足拍摄剪辑需求和办公需求的工具类和通讯类产品，同时还不断拓展新闻资讯、教育等领域。

图 66：抖音发展历史



资料来源：抖音，中信证券研究部绘制

快手早期倡导轻运营，内容调性与抖音有较大差异，近期内容运营力度持续加码。基于普惠公平的价值观，快手早年倡导轻运营，对内容创作者和生态没有过多干预。随着短视频行业竞争逐渐加剧，快手逐步强化运营，扩充运营团队，赞助多档综艺节目。“重庆会议”后，快手正式进入重运营阶段，制定了春节前破 3 亿 DAU 的目标（K3 战役），并成为 2020 年春晚独家互动合作伙伴。

产品思路方面，快手在 8.0 版本前首页没有发生过太大变化，只有“关注”、“发现”和“同城”三个页面，不设底部导航栏，产品更新主要围绕“问题修复以及性能提升”和“优化用户体验”进行。2020 年 9 月推出的 8.0 版本在首页新增“精选”页并采用单列信息流上下滑模式，以期提升获客和提高用户时长。同时，侧边栏的垂类拓展体现了快手产业化+娱乐化的全场景布局，如游戏、教育、本地生活等，有望进一步丰富用户的娱乐、生活和工作场景。此外，公司自 2017 年陆续推出视频类、社交类和游戏类等 app，逐渐丰富产品矩阵。

图 67：快手发展历史



资料来源：快手官网，中信证券研究部绘制

视频号：正处于快速发展期，内容运营能力也将成为其发展的重要看点。2020 年 2 月微信内测全新的短视频及图文社交媒体“视频号”，短视频产品经过数年发展，内容体系逐步成熟，并不断完善。流量分发方面，视频号结合常规公域和作者社交链私域，流量庞大，有望构筑更加健康的生态体系。目前，视频号仍处于快速发展期，内容运营必将成为其未来发展的重要支点。

产品思路方面，视频号依托微信庞大的流量来源和完善的社区生态，既有发现页、附近的直播和人和搜一搜这样的集中流量入口，也有聊天页、公众号和用户个人页开放视频号列表这样的去中心化入口，更多承载了社交与短视频的融合。

对比总结：内容是短视频平台吸引和留存用户的基础和关键，回顾各平台发展历程，内容与运营体系是平台的核心竞争力。（1）抖音自成立之时就坚持重运营战略，筛选最优质内容，提供最优质体验，实现最高内容分发和消费效率，这也是抖音能够在竞争激烈的短视频行业里保持相对优势的原因。（2）快手早期采取轻运营，近期逐步加强运营，以私域流量为特色，同时公域流量占比不断提升。（3）视频号目前仍处于快速发展阶段，采取轻运营策略，流量分布均衡，内容运营是其未来发展不可缺少的一环。在产品相互渗透背景下，后端扎实的运营体系愈发重要。

运营能力的背后是组织架构与技术体系的效率，关注后续迭代演进

字节跳动：拥有强大的产品与技术中台，支撑产品与运营敏捷迭代。在开发不同业务时，逐步构建以大中台为支撑，轻量前台快速试错的体系，支持了抖音等应用的快速增长。字节跳动在 2018 年开启基础架构 2.0 时代，确定基础架构必须先于业务发展，提供了横跨离线在线的存储、计算、研发体系这三大基础设施，成为支撑今日头条、抖音、飞书等字节产品线的共同底座。在业务中台，抖音设立了技术、用户增长和商业化三大部分，对应的职能分别是留存（功能实现）、拉新（客户获取）和变现（获得营收）。

图 68：抖音组织架构



资料来源：晚点 Latepost, the information, 中信证券研究部绘制

快手：设立新一届经管委，推动部门间沟通协同，组织效率持续增强。2020 年 12 月 8 日，快手发布内部信宣布新一届经管委名单，新增多位一级部门带头人。2020 届经管委人员大多来自互联网巨头公司，宿华加入快手前曾任职于谷歌和百度，程一笑创建快手前曾任职于惠普和人人网。除两位联合创始人外，CTO 陈定佳曾任职于腾讯，负责管理研发体系，直接向研发负责人陈国成汇报。于越则负责社区科学部和 AI Platform 两条研发线。运营负责人严强曾任职于阿里巴巴，下设运营部、用户增长部和市场品牌部三大部门。

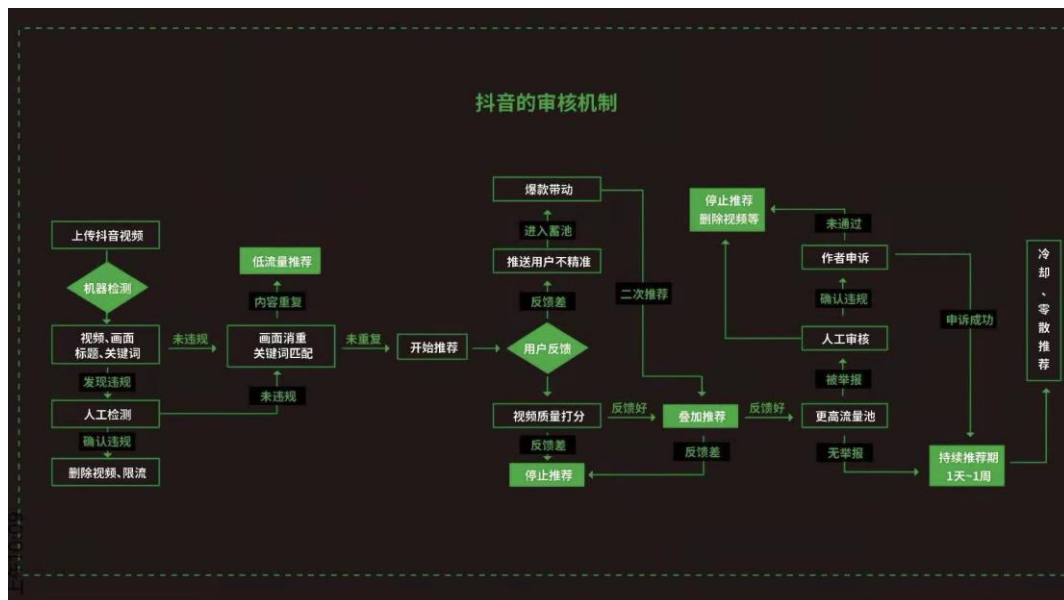
图 69：快手组织架构



资料来源：招股说明书，晚点 LatePost，中信证券研究部绘制

内容运营和算法方面，抖音和快手对内容和用户提取标签的算法不存在太大差异，而在推荐算法上存在较大差异。抖音依托字节跳动标签算法，基于提供优质内容的产品定位，分发机制偏向内容，利用 AI 来分析人、定义人，从而准确判断人的需求并进行推送，AI 分发机制使得平台对流量有很高的掌控程度，流量向头部集中，用户消费最优质的内容，从而形成正循环，最优化用户内容消费体验，不断强化其内容运营能力。而快手采用自主选择 and 平台推荐结合的方式进行分发，分发机制偏向社交关系和兴趣关注，注重转发率和评论率引入曝光上线和基尼系数来调控社区生态，对头部流量进行限流，给予中长尾内容更多曝光机会，符合快手公平普惠的价值观。

图 70：抖音的审核机制



资料来源：企鹅智库

当然，运营能力并非不可突破，持续关注各家平台后续运营进展。运营能力并非像品牌力一样不可替代，它具有较大可塑性。随着短视频行业竞争日益加剧，各平台相互渗

透，产品页面、算法和价值观相互接近，用户重合度逐渐升高，创作者和内容同质化逐渐上升，此时运营能力成为各平台的核心竞争力。要想在激烈的竞争中占得相对优势地位，各平台均要重视和发展优质高效的运营能力，我们也将持续关注各家平台后续运营进展。

■ 风险因素

- 短视频行业政策持续收紧风险；
- 行业竞争超预期，新互联网产品&服务用户分流风险；
- 宏观经济不确定性风险；
- 商业化进展低于预期。

■ 投资策略

1) 行业角度，移动互联网交互形式富媒体化背景下，短视频愈发成为用户标配产品，用户粘性高，而三大平台有充分的用户与内容广度与深度，快手、抖音都处于商业化红利阶段，视频号用户渗透与商业化潜力巨大，**我们看好整个短视频行业主要平台的投资潜力与价值。**

2) 平台差异化竞争角度，综合上文梳理分析，我们认为三平台内容、用户、社交关系/流量机制各有特色与基本盘，**均有望在各自用户、社交、应用场景领域保持自身优势，为企业商业价值实现提供基础。**

3) 展望未来，平台运营能力是短视频产品的核心竞争力，抖音自上线起拥有较强运营能力，内容把控度高，出色的内容运营能力一直是抖音保持相对优势的核心竞争力，同时快手等也在加码内容运营，同时运营能力并非不可突破，**持续关注各家平台后续运营能力的迭代演进。**

我们看好短视频产品未来的用户渗透、粘性以及商业化空间，看好快手、抖音、视频号各自产品的基本盘竞争力，推荐腾讯控股、快手以及抖音，**维持腾讯控股“买入”评级，快手-W“增持”评级。**考虑短视频赛道庞大的商业化潜力，产业链方面推荐优质 SaaS 服务商微盟集团、中国有赞。

表 10：重点公司盈利预测简表

公司	代码	股价	EPS			PE			评级
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
腾讯控股	0700.HK	662.50	17.66	19.03	22.43	38	35	30	买入
快手	1024.HK	308.80	-29.25	-2.42	2.70	-11	-127	114	增持

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2021 年 2 月 26 日收盘价，股价、每股盈利单位均为港元，采用汇率为 1 人民币=1.20 港元

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；韩国市场以科斯达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 Dalalal 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）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。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相关的其他损失承担责任。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。