



光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

短视频的新升级时代

——互联网传媒（短视频）
行业2021年度中期策略报告

2021年7月23日



作者：付天姿 王凯



证券研究报告

- ❑ 尽管反垄断相关政策频出导致短视频相关上市公司估值受到显著压制，然而短视频平台竞争力并未改变，视频号、私域流量等赛道仍呈现较高成长性。
- ❑ 短视频用户增长放缓，用户时长优势继续扩大。视频号强势入局，从双雄争霸到三足鼎立。TikTok海外业务出色，快手迎头赶上。
- ❑ 抖音、快手供需两端差异缩小，视频号强势入局推动短视频行业进入成熟期，巨头们开始挖掘行业“新升级”。“新升级”主要看点：1) 短视频向“长”内容升级；2) “娱乐”向“精专”升级；3) “只能看”向“看&搜的闭环”升级；4) “公域流量”向“私域流量”升级。
- ❑ 短视频商业化主力将是广告与直播电商。抖快入局本地生活，有望打造“种草”到“消费”的转化闭环，给商业化带来更多想象力。
- ❑ 建议关注投资标的：腾讯控股：视频号盘活微信生态存量、带来增量；快手科技：依托公+私域流量打出强粘性和高转化；微盟集团：TSO三位一体打造全链路营销闭环；建议关注公司：有赞科技：专注SaaS产品，优化客户结构。
- ❑ 风险提示：1) 竞争加剧风险。国内的短视频赛道竞争可能加剧。国内互联网行业进入反垄断周期，2) 互联网监管。互联网平台将受监管影响。3) 版权风险。影视剪辑类短视频或面临版权诉讼的法律风险。4) 数据隐私风险。在用户数据使用和隐私保护上若存在不合理利用，则可能引发法律和舆论风险。

- 1. 市场表现：短视频相关公司估值处于历史低位
- 2. 短视频用户时长优势扩大，视频号强势入局
- 3. 行业进入成熟期，巨头们开始挖掘行业“新升级”
- 4. 广告与电商为商业化主力，变现场景多元化
- 5. 相关标的及公司梳理
- 风险提示

1. 市场表现：短视频相关公司估值处于历史低位



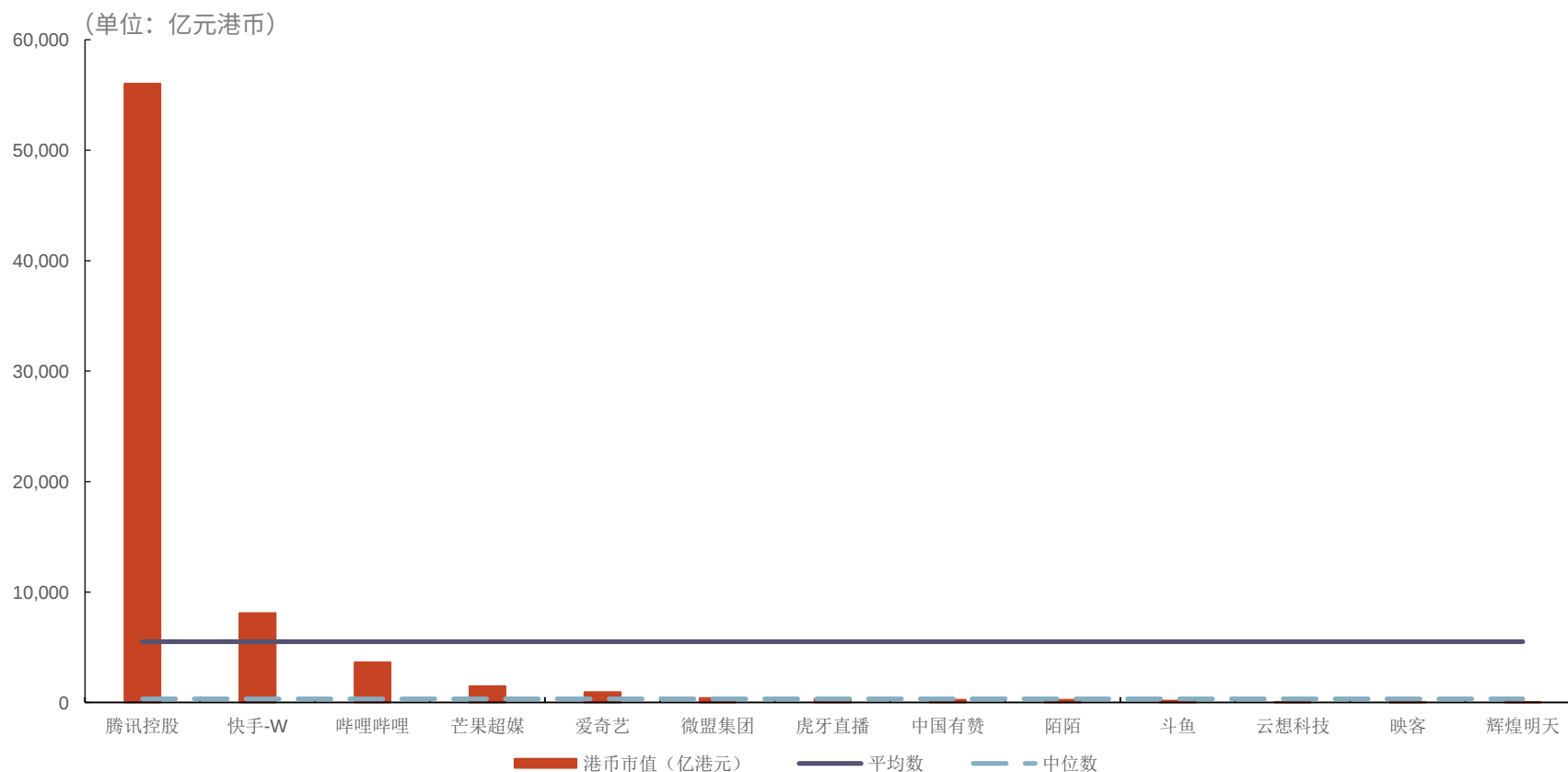
光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

- ▣ 1.1 短视频行业相关公司已上市13家，总市值7.17万亿港币
- ▣ 1.2 短视频相关13个样本股平均涨幅2%
- ▣ 1.3 2021年H1短视频行业PE-TTM处于历史低位

1.1 市场表现：已上市13家，总市值7.17万亿港币

截止2021年6月30日，已上市短视频行业相关公司13家（A股1家，港股7家，美股5家）；总市值7.17万亿港币，上市标的市值平均值约为5516亿港元，市值中位数约为323亿港元。

图1：截止2021年6月30日已上市短视频行业相关公司的市值、平均值及中位数



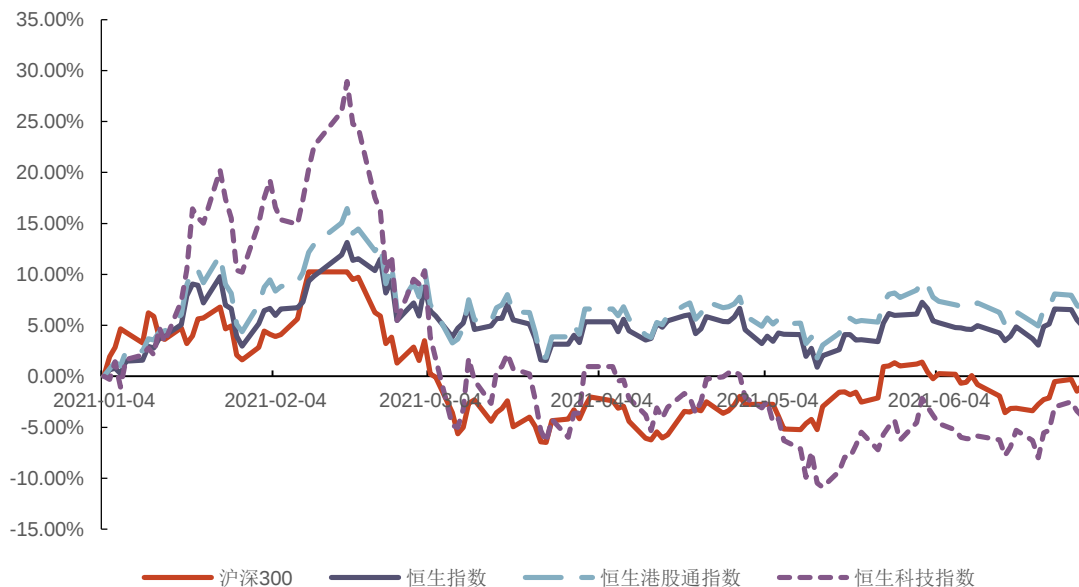
资料来源：WIND，光大证券研究所整理，汇率：按2021年6月30日，1港币=0.8321元人民币，1美元=7.7638港币
请务必参阅正文之后的重要声明

1.2 市场表现：短视频相关13个样本股平均涨幅2%

2021年1-6月，恒生科技指数下跌3.94%，跑输沪深300指数3.11个pct，跑输恒生指数8.87个pct，跑输恒生港股通指数10.34个pct；

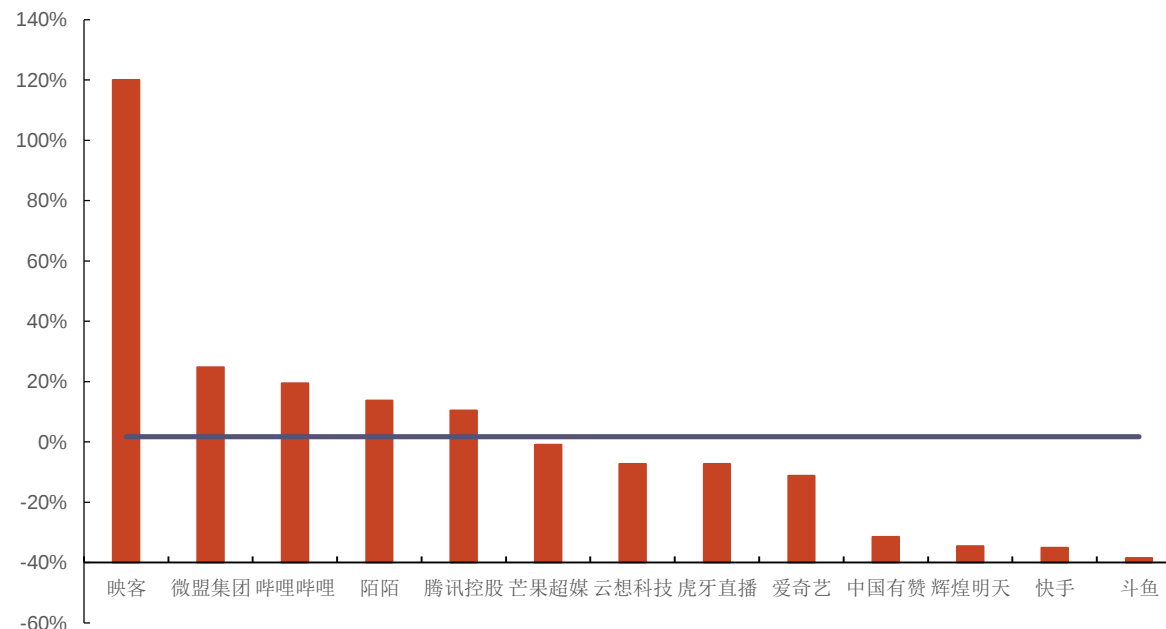
2021年1-6月，短视频行业相关13个样本股平均涨幅为2%，其中涨幅居前为：映客（+120%）、微盟集团（+25%）、哔哩哔哩（+20%）、陌陌（+14%）、腾讯控股（+10%）。

图2：2021年1-6月恒生科技指数、沪深300、恒生指数、恒生港股通走势



资料来源：东方财富Choice，光大证券研究所整理

图3：2021年1-6月短视频行业相关13家样本股涨幅



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

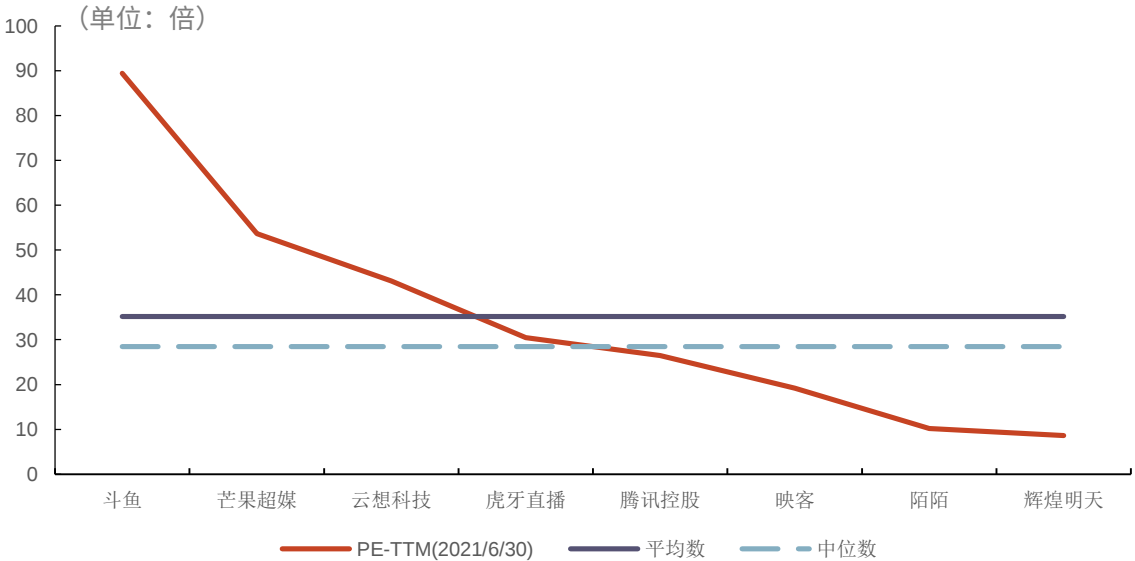
1.3 市场表现：2021年H1短视频PE-TTM处于历史低位

2021年H1，由于部分短视频相关公司PE-TTM为负值，不适合参与PE估值，因此，剩余8家上市短视频相关公司的PE-TTM估值范围从8.6倍至89.4倍，平均数约为35.1倍，中位数约为28.5倍。

做为对比，此8家上市短视频相关公司在1Q21和20年的PE-TTM中位数分别为33.6倍及33.5倍，目前短视频相关上市公司估值由于反垄断相关政策频出受到压制，PE-TTM处于历史低位。我们认为，短视频平台竞争力并未改变，视频号、私域流量等赛道仍呈现较高成长性，因此建议关注短视频板块。

部分短视频相关公司预测PE为负值，不适合参与PE估值，且部分短视频相关公司无wind一致预期数据。因此，按2021年6月30日收盘价计算，剩余5家上市短视频相关公司的2021年预测PE范围从12.2倍至325.2倍，中位数约为49.1倍，2022年预测PE范围从9.0倍至109.4倍，中位数约为24.2倍。

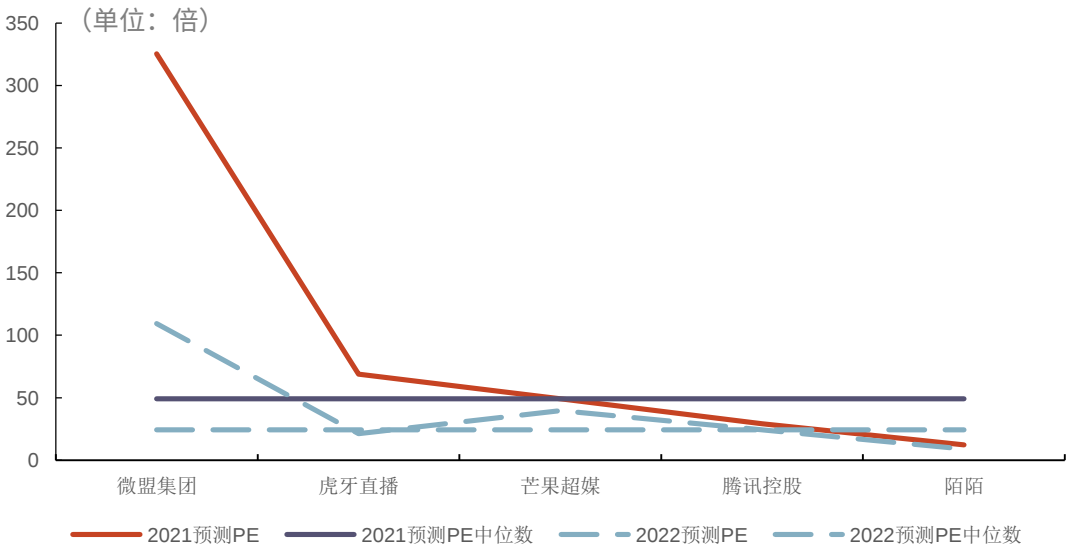
图4：8家上市短视频相关公司PE-TTM估值（2021年6月30日）



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图5：5家上市短视频相关公司2021/2022年预测PE及中位数



资料来源：WIND，光大证券研究所整理，预测PE来自WIND一致预期

2. 短视频用户时长优势扩大，视频号强势入局



光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

- ▣ 2.1 短视频用户量增长放缓，用户时长优势扩大
- ▣ 2.2 视频号强势入局，双雄争霸到三足鼎立
- ▣ 2.3 业内存存在高潜力竞争者，差异化竞争触达目标用户群
- ▣ 2.4 业务出海为短视频带来新增长极

2.1 短视频用户量增长放缓，用户时长优势扩大

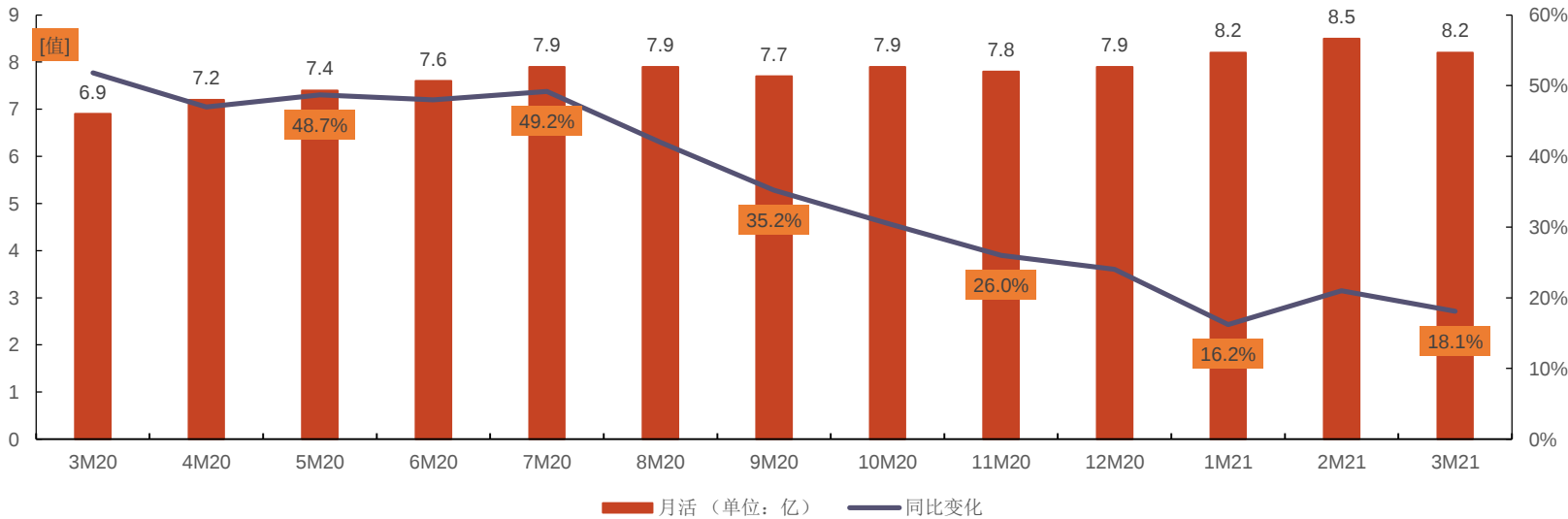
短视频用户量增长放缓，未来国内增长空间主要是“银发人群”

独立短视频app的活跃用户增长明显放缓，未来国内短视频行业竞争的更多是存量用户的使用时长和商业变现能力。

抖音快手的增长空间和蓝海是从各自的基本盘向两端下探。抖音一、二线用户比例高，快手下沉市场用户多，但二者向对方腹地渗透，用户画像逐渐趋同。

中老年用户是短视频未来的巨大增量空间。银发人群网民增速高，客户价值大，且大量高龄网民未被抖音快手覆盖，是短视频潜在流量增量和商业化空间。

图6：3M20-3M21短视频国内MAU规模及同比变化



资料来源：极光，光大证券研究所

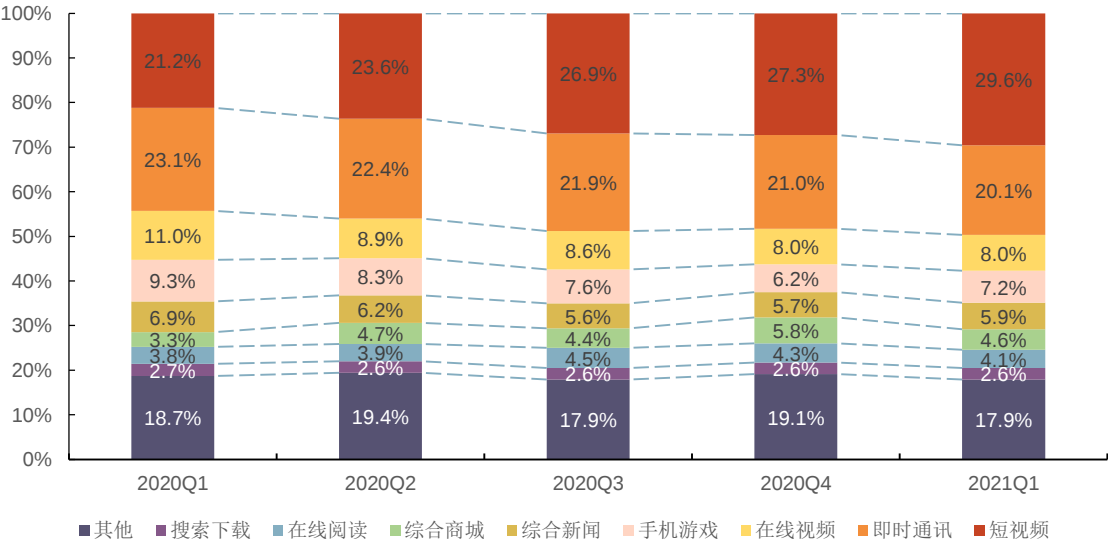
请务必参阅正文之后的重要声明

2.1 短视频用户量增长放缓，用户时长优势扩大

短视频用户时长高基数下仍保持高增长，优势扩大

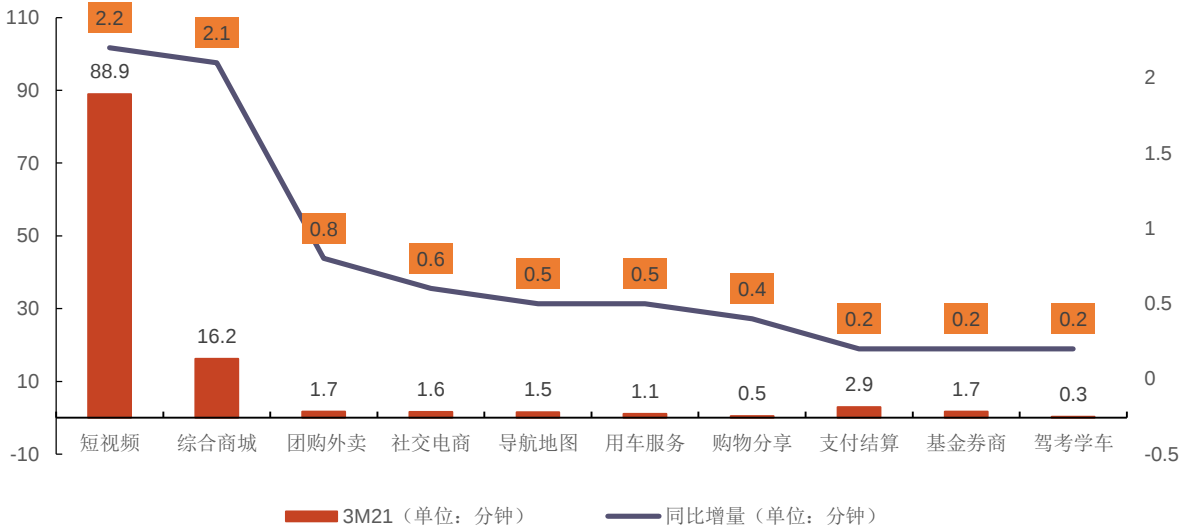
短视频行业时长占比进一步提升，全行业中继续排名第一。根据极光数据，2021年第一季度，短视频行业用户时长占比达 29.6%，与第二名即时通讯的差距继续增大，达9.5%。
短视频行业用户时长增长继续领先于其他行业。2021年3月，短视频行业的用户人均日使用时长达88.9分钟，同比增量为2.2分钟，两个指标继续领先于其他行业。

图7：移动网民人均app每日使用时长top8类型变化



资料来源：极光，光大证券研究所
请务必参阅正文之后的重要声明

图8：用户人均日使用时长同比增长行业top 10



资料来源：极光，光大证券研究所

2.2 视频号强势入局，双雄争霸到三足鼎立

视频号强势入局，峰值DAU突破4亿

依托于“国民app”微信的视频号20年强势入局，一年内达成2.8亿DAU，21年春节期间峰值达到4亿，使用时长和创作账号数量持续增长。

微信视频号将成为创作者开展私域流量经营的标配，帮助腾讯争夺回用户的娱乐时间，扭转社交时间占比下降的趋势。未来视频号内容定会基于社交关系而广泛传播，且基于私域流量的高转化形成强大的商业化能力。

头部独立短视频 app 同质化，增长已经放缓；抖、快构建的庞大的视频生态产业链，内容创作者、相关产业链会为腾讯所利用，视频号作为新进入者仍大有可为。

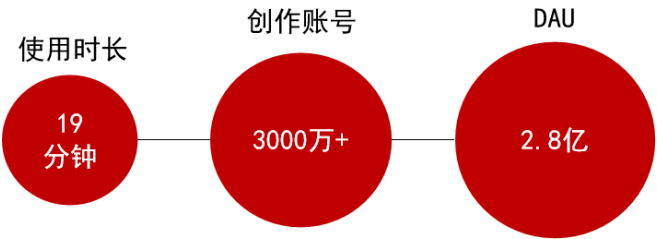
图9：头部短视频app和极速版月活及增长率

App名称	3M21MAU均值	同比增长率
抖音	6.2 亿	5.1%
快手	3.3 亿	-3.0%
快手极速版	2.7 亿	68.8%
抖音极速版	1.8 亿	100.0%

资料来源：腾讯广告，光大证券研究所

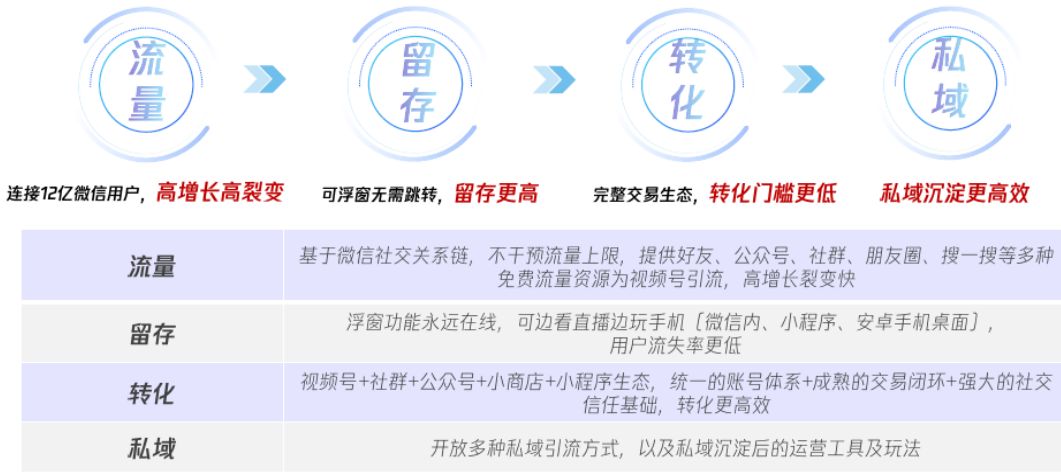
请务必参阅正文之后的重要声明

图10：20年底视频号运营数据



资料来源：视灯数据，光大证券研究所

图11：四大优势助力视频号成长



资料来源：极光，光大证券研究所

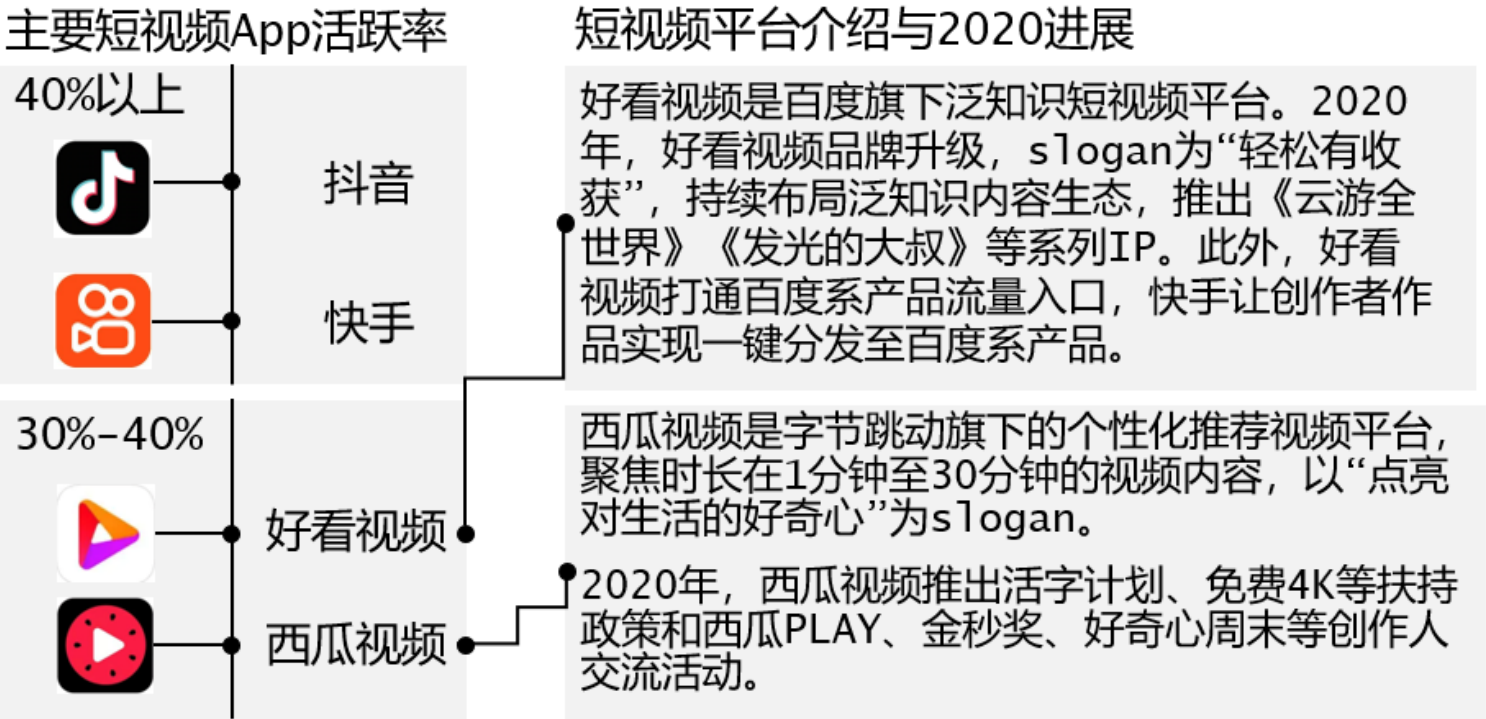
2.3 业内存存在高潜力竞争者，差异化竞争触达目标用户群



好看视频和西瓜视频活跃率高，差异化竞争发挥潜力

拥有抖音、快手双头部app的短视频赛道，仍存在高潜力竞争者，以差异化的产品模式和内容调性触达多层次短视频需求的用户，构建产品壁垒。根据极光数据，从4Q20主要短视频活跃率（DAU/MAU）来看，好看视频以在有限时间内让用户收获更多知识为产品出发点，活跃率达31%，同比增量达5pct；西瓜视频发力“中视频”，活跃率也超过30%。

图12：短视频赛道高潜力平台活跃率

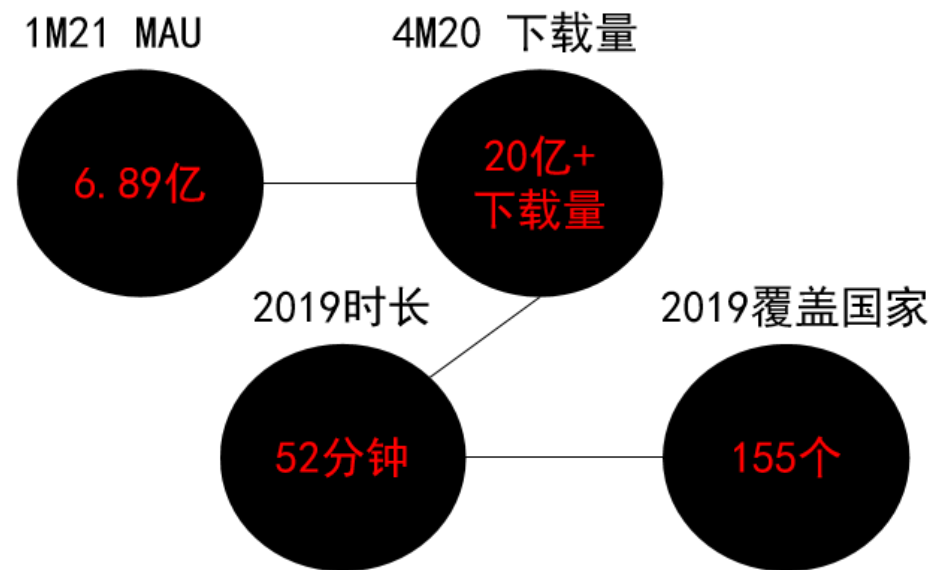


2.4 业务出海为短视频带来新增长极

TikTok珠玉在前，快手迎头赶上

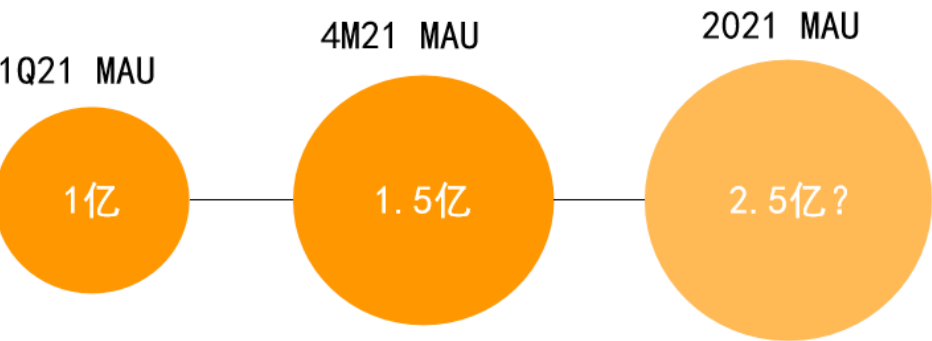
抖音的海外业务TikTok取得了极其出色的成绩，2M19下载量突破10亿，4M20下载量突破20亿，1M21MAU达到6.89亿，19年用户时长达到52分钟。
快手20年开始加大海外业务推广投入，1Q21海外营销费率达15%，1Q21MAU达到1亿，4M21MAU达到1.5亿，预期21年末MAU达到2.5亿-3亿，海外业务将成为其新增长极。

图13: TikTok海外运营数据



资料来源: DataReportal, Sensor Tower, business of apps, Apptrace, 光大证券研究所

图14: 快手海外MAU规模



资料来源: 快手, 光大证券研究所调研

3. 行业进入成熟期，巨头们开始挖掘行业“新升级”



光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

- ▣ 3.1 平台间供需两端差异减小
- ▣ 3.2 内容端：巨头们各有深耕垂类，开始发掘内容新升级
- ▣ 3.3 流量端：公域向私域进化

3.1.1 创作者间竞争仍激烈，各平台互相渗透

短视频三强各有大本营，向对方腹地渗透

1) 抖音创作群体主要集中在南方高线城市，下沉市场快速崛起。根据巨量算数数据，2020年城镇创作者占比44%，新增1.3亿创作者，且三线城市创作者数量增速达到117%，远高于超一线的74%，地域级差的鸿沟正逐渐消解。

2) 快手创作者主要集中在北方低线城市，开始向高线城市渗透。根据快手大数据研究院数据，7M19-6M20快手视频发布者共3亿，多来自河北、广东、山东、云南和辽宁。21年4月，快手与上海市政府新闻办公室达成战略合作，正发力高线城市。

3) 视频号各线城市创作者比例分布相对均衡，多集中于南方地区。新一线城市视频号创作者占比最高，达26.3%，创作者所属城市TOP5均为南方地区，分别为广州、深圳、杭州、成都和长沙。

图15：2020抖音创作者人数占比

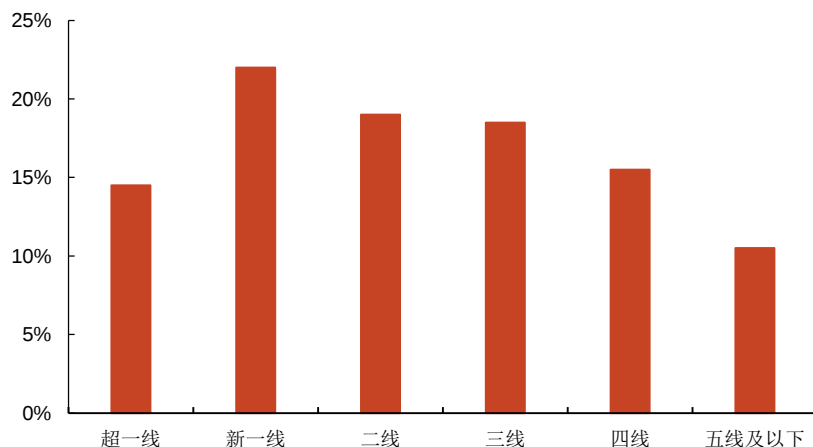


图16：7M19快手创作者人数占比

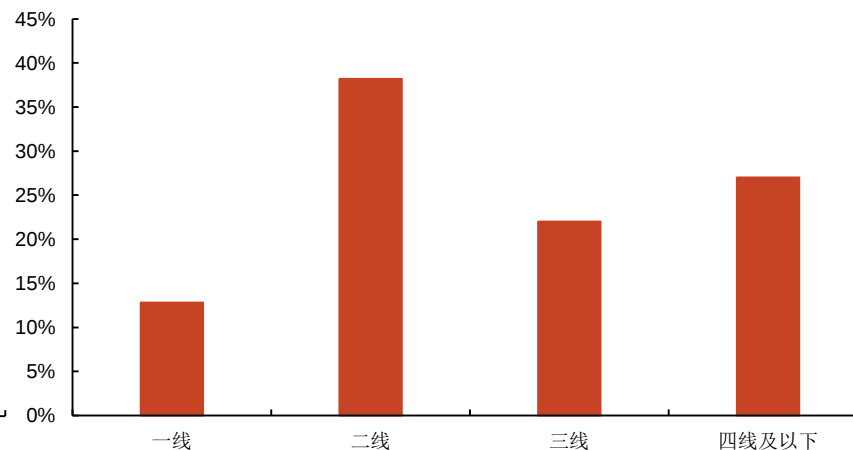
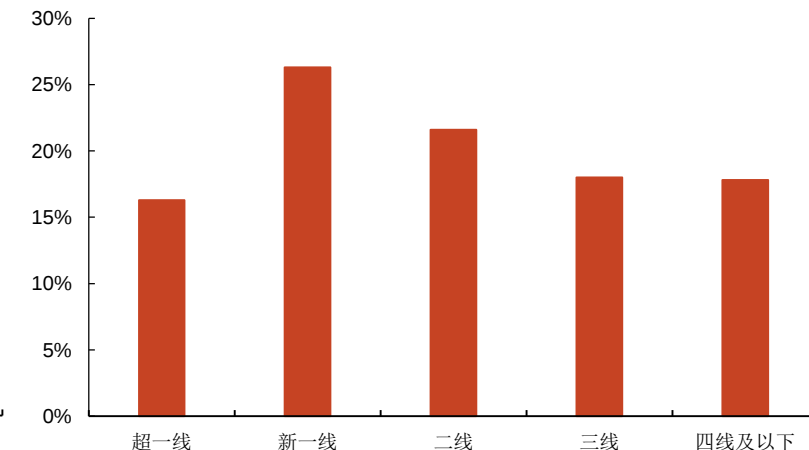


图17：4M21视频号创作者人数占比

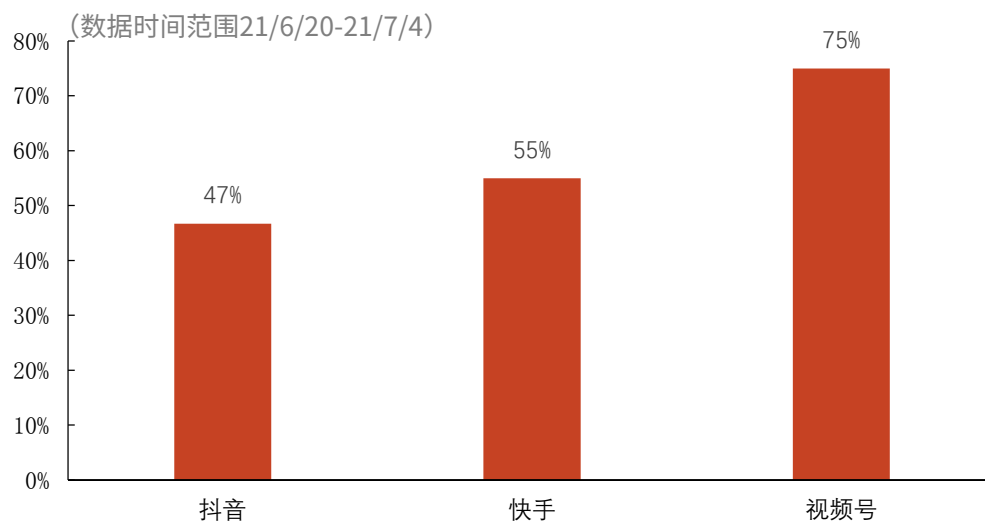


3.1.1 创作者间竞争仍激烈，各平台互相渗透

创作者竞争激烈，抖快头部相对固定

- 1) 抖音、快手相比视频号更加成熟，前十账号更替率较低，但头部创作者的竞争依然激烈。根据新榜榜单，2021年6月20日-7月4日，抖音、快手、视频号TOP10账号更替率分别为47%，55%，75%，短视频三强整体竞争仍激烈，其中，抖音、快手相对视频号头部账号更稳定。
- 2) 视频号创作者保持活跃，新生力量不断涌现。根据视灯榜单，21年5月视频号TOP500整体更替率60%，环比增加3pct，竞争持续且加剧。

图18：抖音、快手和视频号榜单TOP10更替率



资料来源：新榜，光大证券研究所

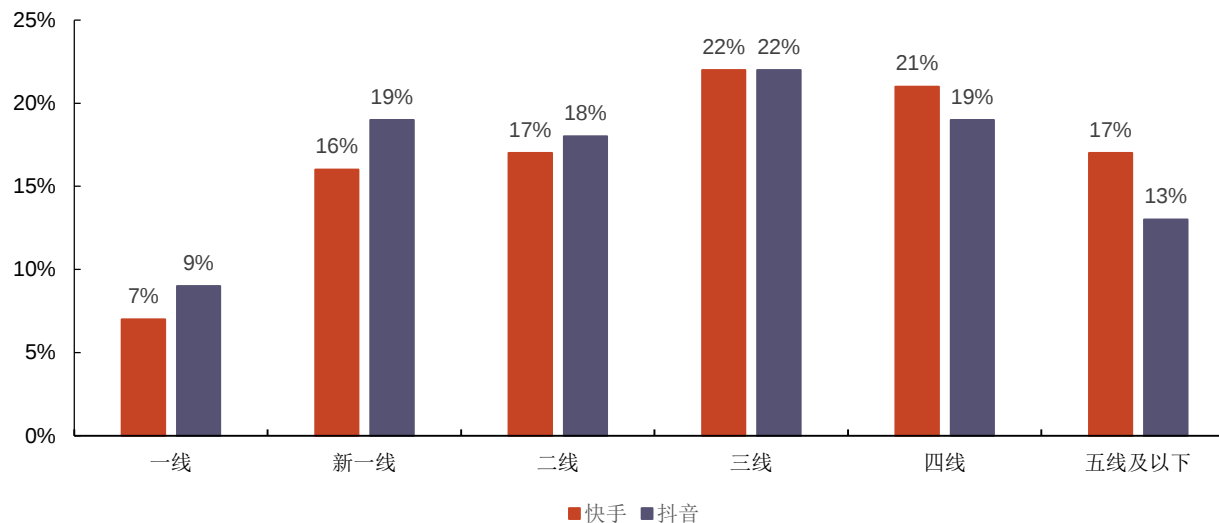
3.1.2 消费者差异化减小，银发人群是增长点

抖音快手用户重叠度高，城市等级分布差异缩小

1) 至2020年12月，抖音、快手的用户城市等级分布仍保持抖音高线、快手低线的结构，但差异已然缩小。抖音最初的目标客群是潮流的年轻群体，快手最初则聚焦“五环外”，但随着用户增长，抖音、快手逐渐改革理念推崇“多元表达”，用户群体开始向对方的领地渗透。根据极光数据，2018年-2020年，快手一线城市及新一线城市用户占比逐年提高；另一方面抖音四线城市及五线以下城市用户占比同样逐年提高。

2) 抖音下沉快手上移，二者用户重合度将继续升高。根据极光数据，截至20年12月，抖音快手重合用户占比（重合用户/目标应用用户）分别提升至50%/80%左右，随着视频号的入局，我们预计，三大短视频平台的重合度还将继续升高。

图19：20年12月快手抖音城市等级结构对比



3.1.2 消费者差异化减小，银发人群是增长点

短视频用户及年龄结构正在逐渐扩张，银发人群用户是新增长点

- 1) 抖快用户年龄结构仍较年轻，高龄短视频用户群正在增加。根据艾媒咨询数据，快手、抖音24岁以下用户群比例皆为50%，高于24岁-40岁及40岁以上的用户群比例。同时根据CSM数据,短视频40岁以上用户比例从18年的28%提升至20年的33%，是短视频平台重要的潜在用户增量。
- 2) 相较于用户画像更年轻的抖快，内嵌于全民级app的微信的视频号承载着更多潜在的中老年用户流量。20年5月银发人群活跃APP Top10中，微信以76.3%的活跃渗透率稳居首位，远超抖音的36%，视频号无需单独下载且背靠微信强社交关系的优势明显。

图20：11M20抖音快手用户年龄分布

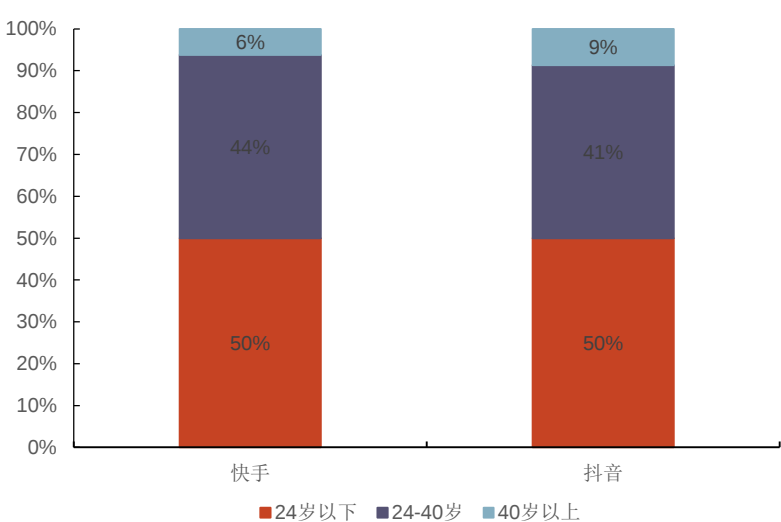


图21：短视频高龄用户人群比例变化

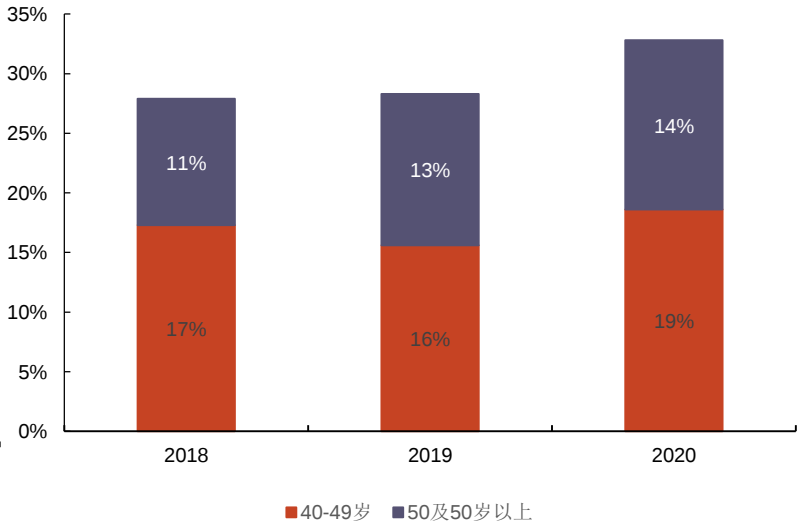
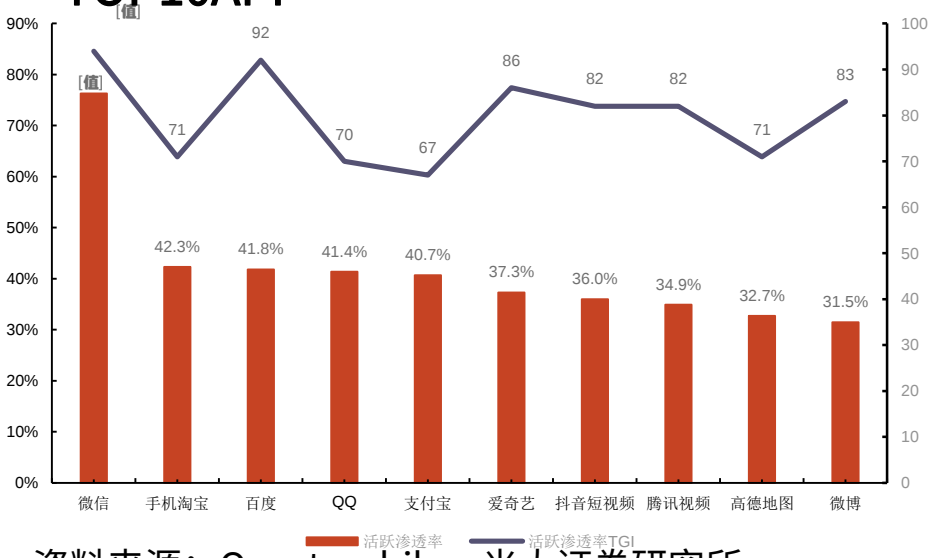


图22：5M20银发人群活跃渗透率TOP10APP



资料来源：Questmobile，光大证券研究所
注：活跃渗透率TGI是用于反映运营情况的统计指标，为目标人群在APP是活跃渗透率/该APP活跃渗透率

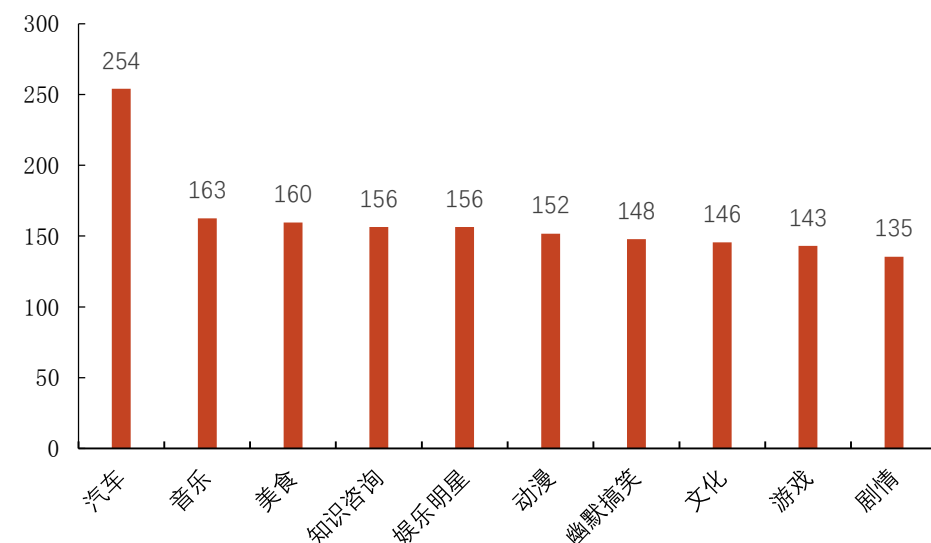
3.2.1 短视频三强深耕垂类各有不同

抖音，从娱乐生活出发，记录美好生活

根据克劳锐数据，抖音涨粉快的账号多分布于幽默搞笑、游戏、美女帅哥、明星等垂类，泛娱乐内容受关注度整体较高。对于涨粉量而言，汽车类账户涨粉量最大，3Q20汽车类KOL平均涨粉254万。

图23：抖音2020年Q3部分垂类KOL平均涨粉量

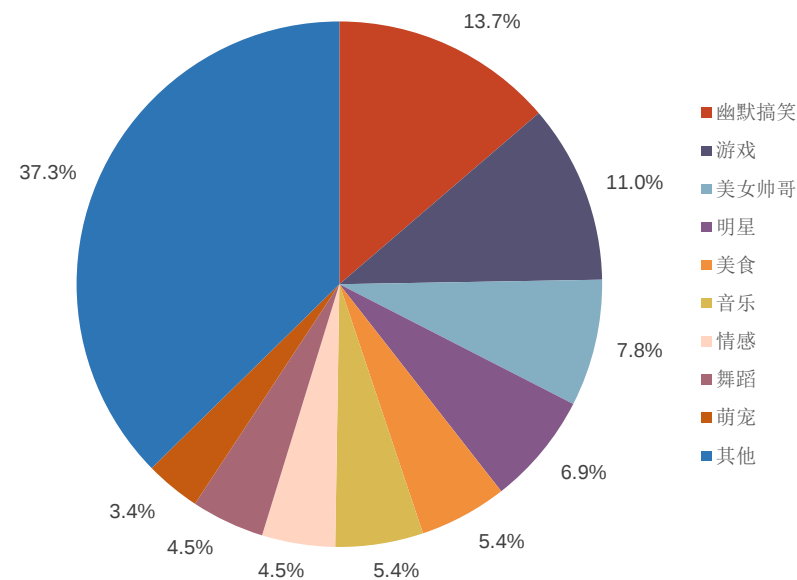
(单位：万)



资料来源：克劳锐，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

图24：抖音2020Q3涨粉量TOP-1000 KOL所属垂类占比



资料来源：克劳锐，光大证券研究所

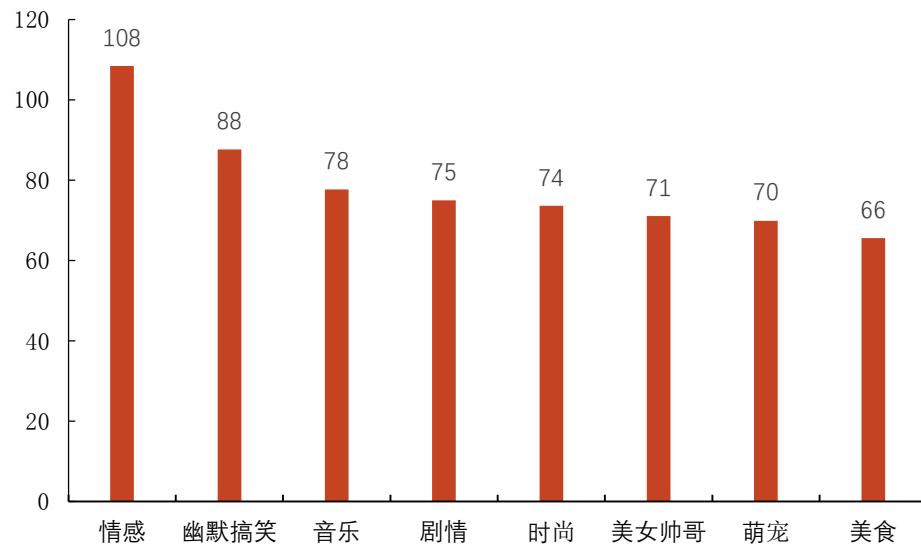
3.2.1 短视频三强深耕垂类各有不同

快手，记录生活真实百态，覆盖垂类多元化

- 1) 根据快手2020内容生态半年报，2020年上半年视频数量占比前五的类别分别是生活、美女帅哥、美妆、教育和三农，其中记录生活的视频作品占比达29.8%。
- 2) 根据克劳锐数据，3Q20快手涨粉快的账号多分布于游戏、幽默搞笑、美食、音乐等垂类，与抖音差异化较小。对于涨粉量而言，情感、幽默搞笑、音乐垂类的KOL平均涨粉名列前茅。

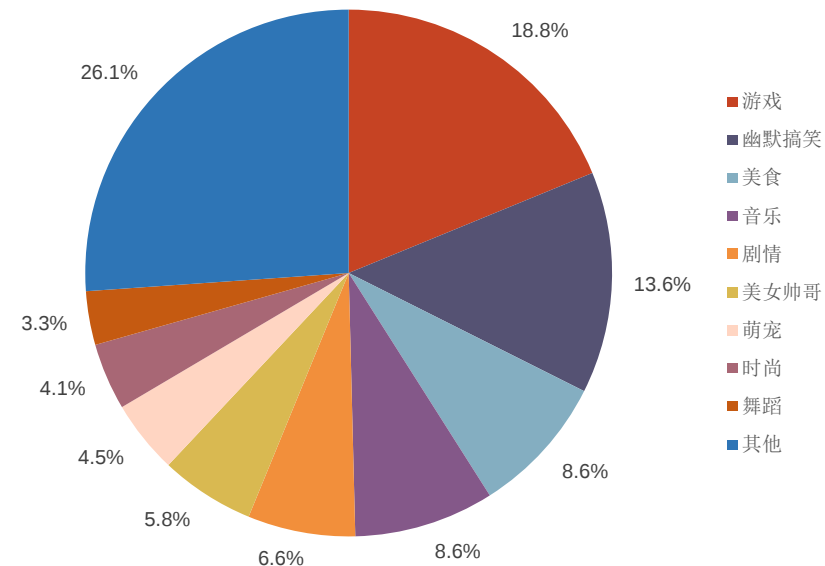
图25：快手2020年Q3部分垂类KOL平均涨粉量

(单位：万)



资料来源：克劳锐，光大证券研究所

图26：快手2020Q3涨粉量TOP-1000 KOL所属垂类占比



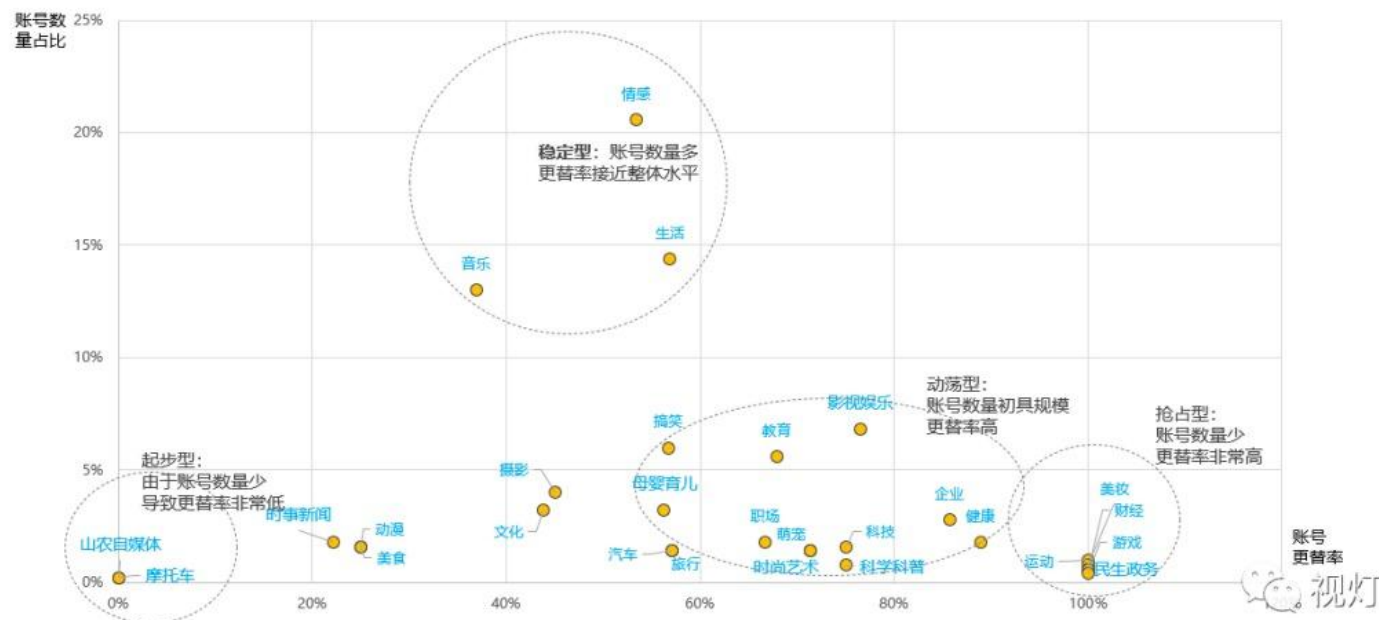
资料来源：克劳锐，光大证券研究所

3.2.1 短视频三强深耕垂类各有不同

视频号，情感、生活、音乐是重心

相比幽默娱乐、游戏和帅哥美女，情感、生活和音乐是视频号的重心。视频号的点赞和收藏比抖快更容易直接被链接给用户的“熟人”，用户与娱乐类内容互动的动机被削弱，更多关注更具有深度与广度的内容。根据视灯数据，2021年4月，情感、生活、音乐三类账号为TOP500账号中占比最高的垂类，且更替率较为稳定。

图27：视频号TOP500账号类别分布及更替率



3.2.2 长视频、短视频和直播的边界逐渐模糊

长短视频目标都是占据受众的注意力、时间和心智，但优势各有不同，两者的边界相互渗透。

图28：长视频、短视频和直播的边界逐渐模糊

说唱新世代



为歌而赞



长视频开始争夺“短”“价值

腾讯视频和爱奇艺，不断进行流量扶持PGC和UGC内容；同时布局信息流的商业化。B站大力补贴UP主的短视频。

向往的生活



短视频纷纷布局“长”“内容

短视频网站自制综艺成趋势，抖音花巨资打造长视频综艺《为歌而赞》；试图打造出PK《青春有你》的头部综艺。

B站的《说唱新世代》已更早一步成功。

头部主播也在尝试把直播“综艺化”

在湖南卫视，薇娅将直播间搬到了《向往的生活》拍摄地，与节目嘉宾一起帮助销售云南当地滞销的果干、水果生鲜类产品，当晚上架的商品全部售罄。

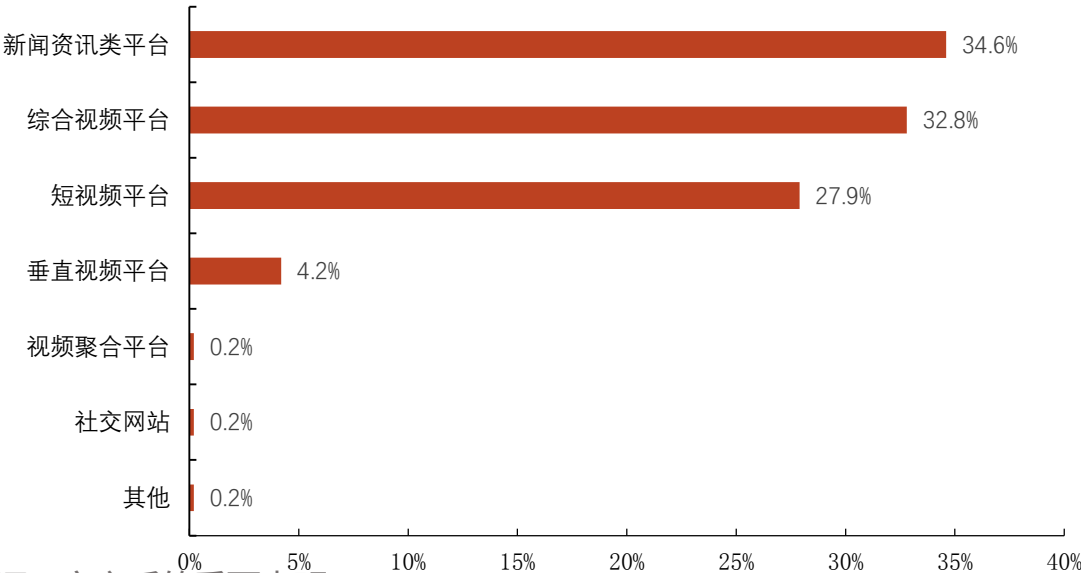
3.2.3 短视频侵权弊病反成视频号优势点

短视频侵权问题严重

2019年1月至2020年10月，12426版权监测中心对作品量超过1000万件短视频作品进行检测，累计监测到3009.52万条侵权短视频，涉及点击量高达2.72万亿次，经济损失2.72亿元人民币。其中独家原创作者被侵权率高达92.9%，非独家作者被侵权率为65.7%。

侵权链接主要来源于新闻资讯类平台、综合视频平台和短视频平台三类网络平台，疑似侵权链接占比95.3%。在原创横屏短视频中，平均被侵权较多的类别是：教育、搞笑、影视类等。在原创竖屏小视频中，二次元、剧情及才艺类被侵权量占比较大，分别为34.1%、19.7%和9.3%。

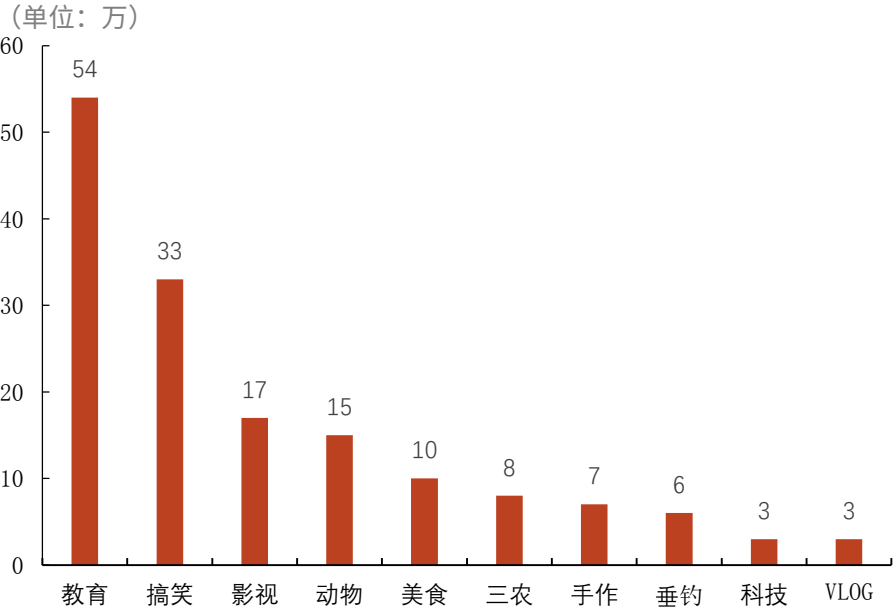
图29：短视频侵权平台类别构成



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：12426版权检测中心，光大证券研究所

图30：横屏短视频平均被侵权量



资料来源：12426版权检测中心，光大证券研究所

3.2.3 短视频侵权弊病反成视频号优势点

□ 视频号版权保护占据相对优势

- 1) 相对于其他大型平台而言，腾讯系对于作品版权问题更加看重，不仅在各类市场的版权评分上均取得4分以上的良好成绩，并且拥有方便“一键式”维权系统，大大加强维权体系。
- 2) 视频号作为腾讯体系内的一员，可以从腾讯影业、腾讯动漫、阅文集团、腾讯视频等兄弟单位获取充足版权支持。2021年4月，腾讯视频等73家单位发布声明将对影视剪辑短视频发起维权行动，抖快等平台或将统一购买视频版权，毛利率承压。

表1：2019年BAT等平台版权保护评分一览

所属系	影视综	短视频/自媒体	游戏	电商图片	漫画、衍生品	体育	文学	音乐	知识付费
腾讯	5	4	5	4	4	4	5	5	4
阿里	4	3	2	5	4	4	3	3	2
百度	5	3	2	2	2	3	3	2	3
字节跳动	3	5	2	3	2	2	2	3	3

表2：各平台版权保护体系建设概览

所属系	版权保护系统
腾讯	微信原创保护、企鹅号“一键维权”
阿里	蚂蚁区块链版权保护平台、千里眼盗版监测系统
百度	百度号等打造图文、短视频版权保护全链路服务
字节跳动	Content ID视频版权保护系统，西瓜视频版权保护平台

3.2.4 “精专业化蓝海”——短视频平台新进化

需求端：工作/学习等知识性需求上扬

1) “放松休闲”、“获取信息”仍是用户观看短视频强驱动，但集中度下降，基于工作、学习需要观看短视频的用户增加。短视频已成为大众化应用，内容功能不再局限于娱乐、信息获取，根据CSM数据，“放松休闲”、“获取信息”动因的用户选择比例分别从19年的75%、58%大幅下滑至20年的64%、48%，同时，工作学习需要动因的用户选择比例上升5%至14%，学习技能常识动因的用户选择比例近似维持不变。

2) 用户工作学习需要较少被满足，知识性短视频需求仍有上升空间。根据CSM数据，用户的“工作学习需要”在短视频平台“基本及完全满足”的比例为72%，相对于“放松休闲”的80%，仍有较大提升空间。

图31：19-20用户消费短视频动机变动

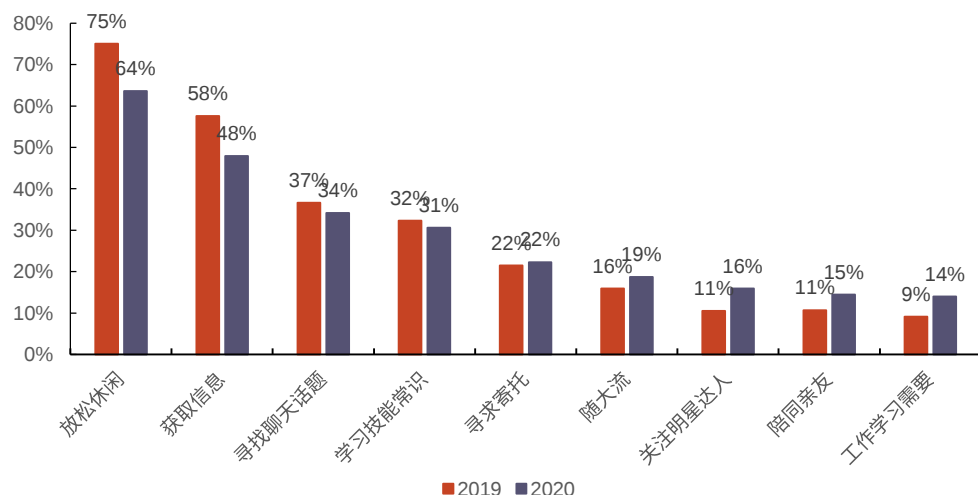
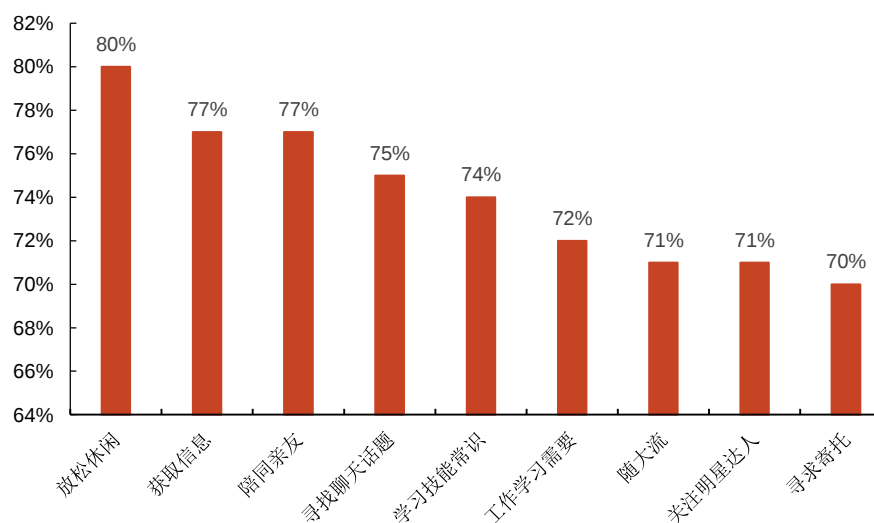


图32：1H20用户消费短视频动机“基本及完全满足”比例



3.2.4 “精专业化蓝海”——短视频平台新进化

供给端：抖音快手从不同切口切入知识性短视频

1) 快手“新知新职计划”，为职场人赋能，助力泛知识内容加速。快手泛知识内容快速崛起，根据第一财经商业数据中心数据，21年4月，快手泛知识作者规模增速高于快手创作者整体59pct，收入规模增速高于快手创作者整体84pct，粉丝增速高于快手创作者整体28pct。21年4月，快手推出“新知新职计划”，目标让100个新知分享官、1000个二创达人、10000个新职人累计获取1亿粉丝，为当代寻求副业的职场人持续赋能，推动泛知识内容发展。

2) 从“DOU知计划”到“萌知计划”，抖音一直在挖掘优质的科研机构、科普专业人士、知识内容创作者，这些动作使得抖音短视频的内容，不仅“有趣”，而且“有用”。“萌知计划”上线3个月，官方扶持的青少年内容创作者近2000人，产出了4万个青少年知识视频，视频累计播放近百亿。

图33：快手泛知识创作者人数趋势

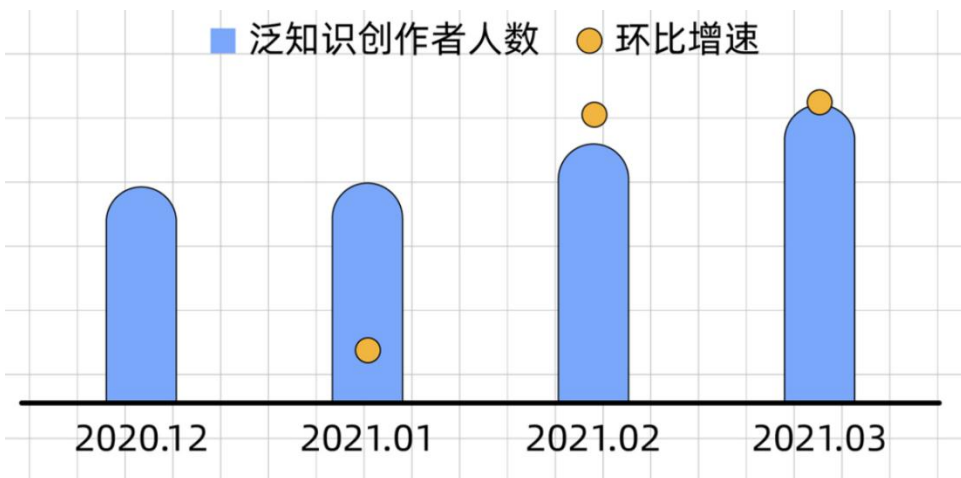
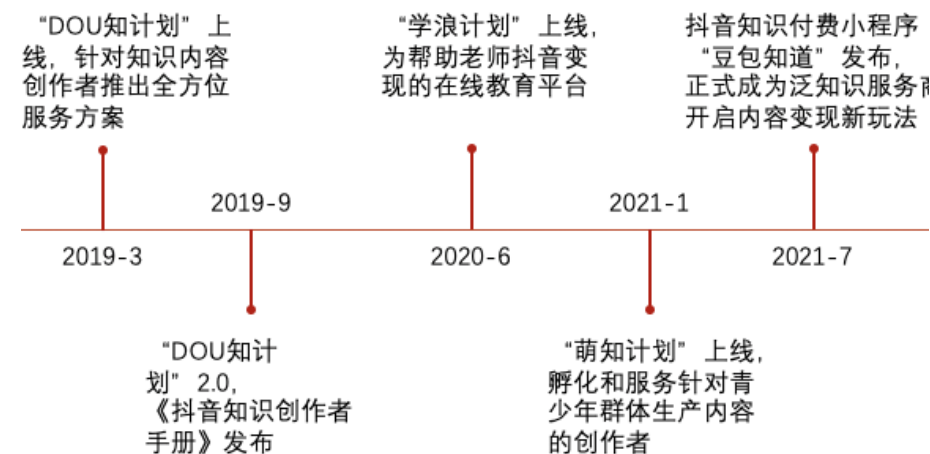


图34：抖音知识领域布局时间线



3.2.5 视频搜索——短视频平台新战场

短视频场景下，用户搜索需求旺盛

- 1) 独立搜索平台优势仍然存在，短视频搜索迅速拉近差距。根据极光数据，68.7%的用户会通过短视频平台进行搜索，成为使用率第二位的搜索平台，与独立搜索平台的71.5%使用率差距较小。
- 2) 短视频平台加码视频搜索，用户量级可观。21年2月，北京字节跳动CEO张楠在个人社交平台透露，抖音视频搜索的月活用户已超过5.5亿；快手21年一季度财报公布，快手搜索MAU超过2.5亿，抖快均表示接下来一年将大力投入视频搜索，用户量有望继续升级。微信视频号具备微信“搜一搜”的算法和用户积累，增长潜力巨大。

图35：12M20搜索平台使用率比较

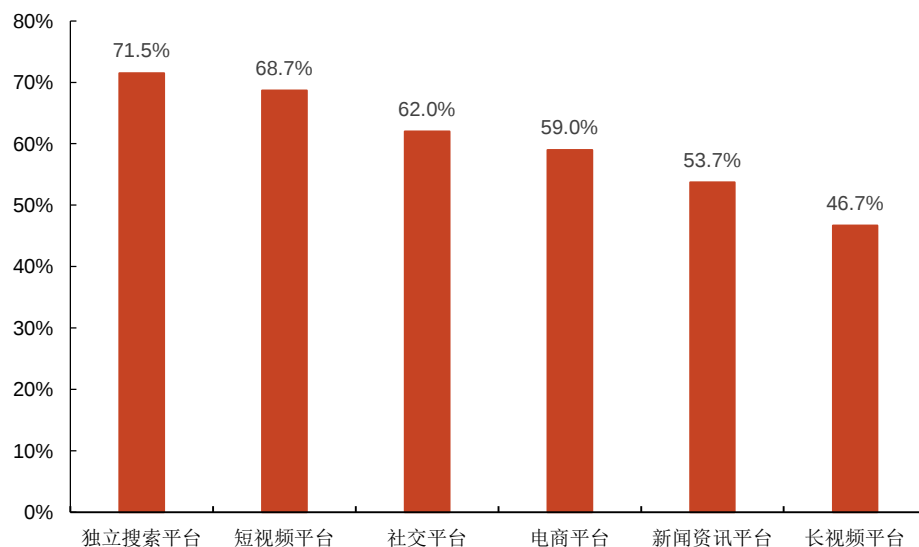
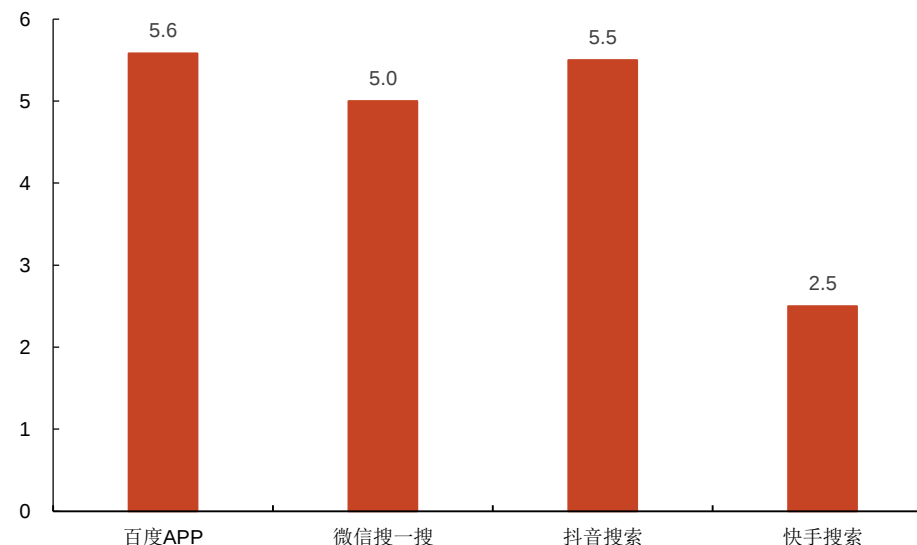


图36：1Q21搜索平台MAU比较

(单位：亿)



3.2.5 视频搜索——短视频平台新战场

视频搜索的价值——生态促活&广告增量

- 1) 搜索是用户主动获取信息的行为，做好搜索能促活平台内流量，与推荐互补。以抖音为例，4Q20“看”与“搜”的联动在抖音有明显体现：43.6%的用户表示在抖音上，看过推荐内容后，会对感兴趣的内容或领域进行搜索；91.4%的用户在搜索后会进行互动（点赞/转发/分享）。
- 2) 搜索是广告曝光、转化的重要增量，是生态内营销的重要一环。根据巨量引擎数据，4Q20搜索广告能够触达12%-14%的信息流广告外客户；信息流广告触达后，搜索广告进一步触达，能带来24%的转化增量。随着视频搜索算法的进一步完善，视频搜索呈现的广告越来越能够匹配用户需要，我们认为搜索带来的广告增量还将进一步提高。

图37：4Q20“看”与“搜”联动示意图

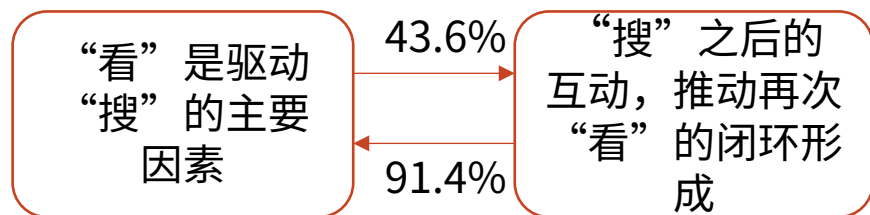
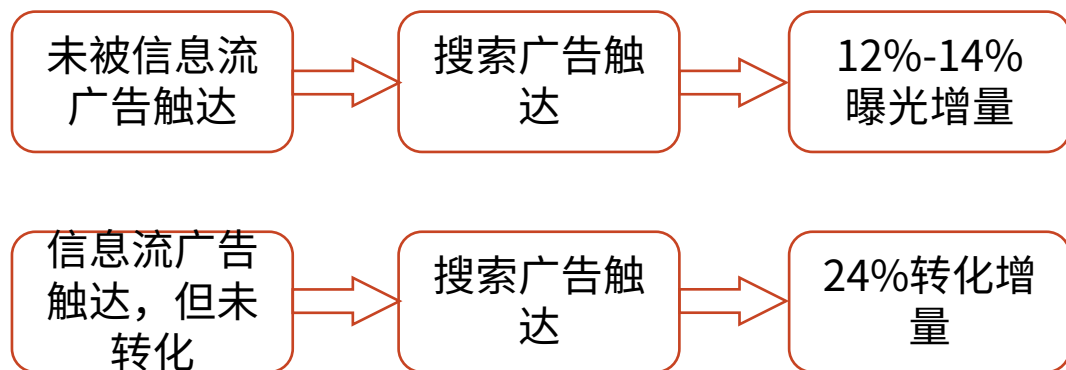


图38：4Q20搜索带来广告曝光、触达示意图



3.3.1 短视频推动公域向私域的转变，“内容+私域经营”赋能电商变现效果



抖音快手等内容平台的商家可通过电商SaaS自建交易平台，绕过主流电商渠道实现与消费者直接对接交易，进行私域流量经营。



相比淘宝推行流量购买等利于头部商家的流量分配逻辑，抖音遵从热度的爆款推荐逻辑、快手流量分配中心化的趋势，主要靠用户自身的社交网络进行私域流量分配的微信，给予中小商家更多的主动权，满足商户在对客户控制力上的需求，天然适合做私域电商。

图39：内容电商产业链

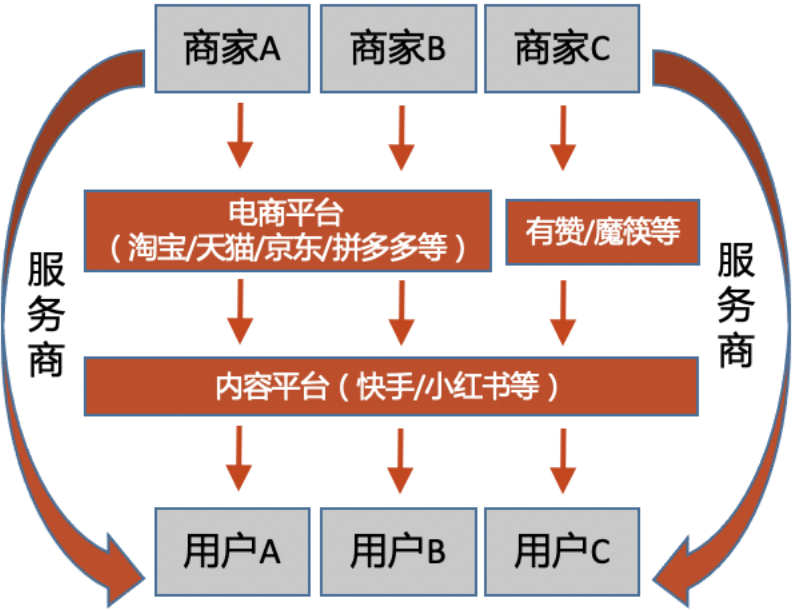
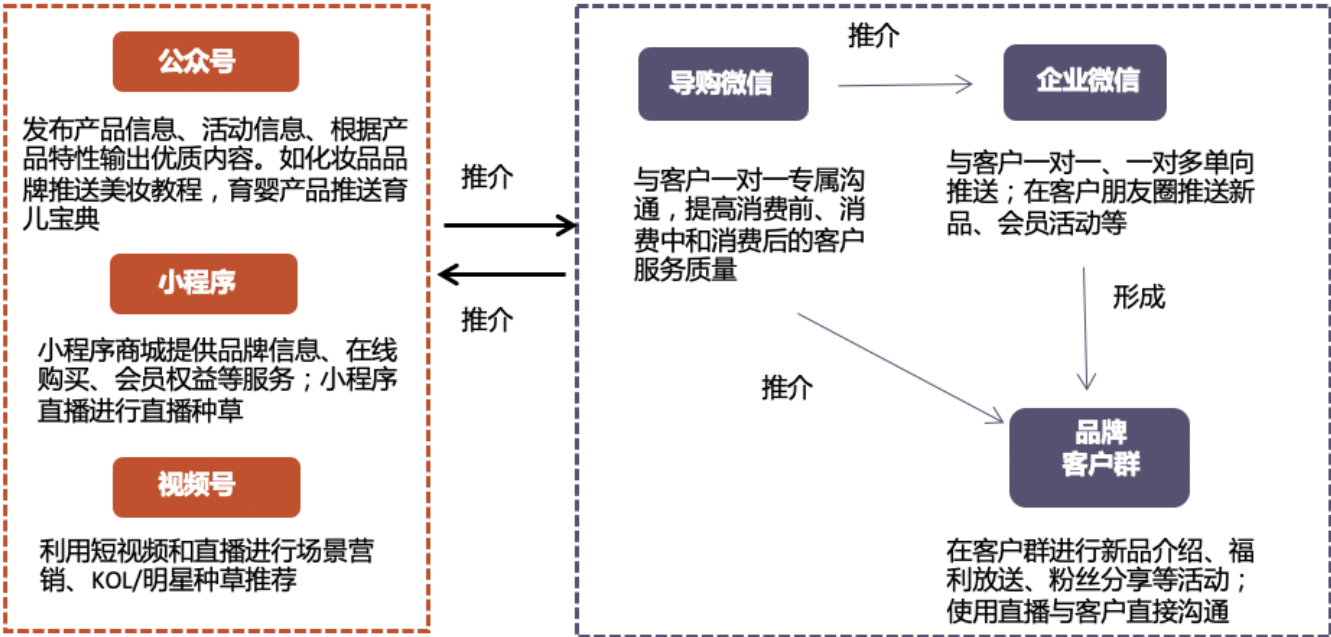


图40：商户在微信生态对私域流量的运营控制

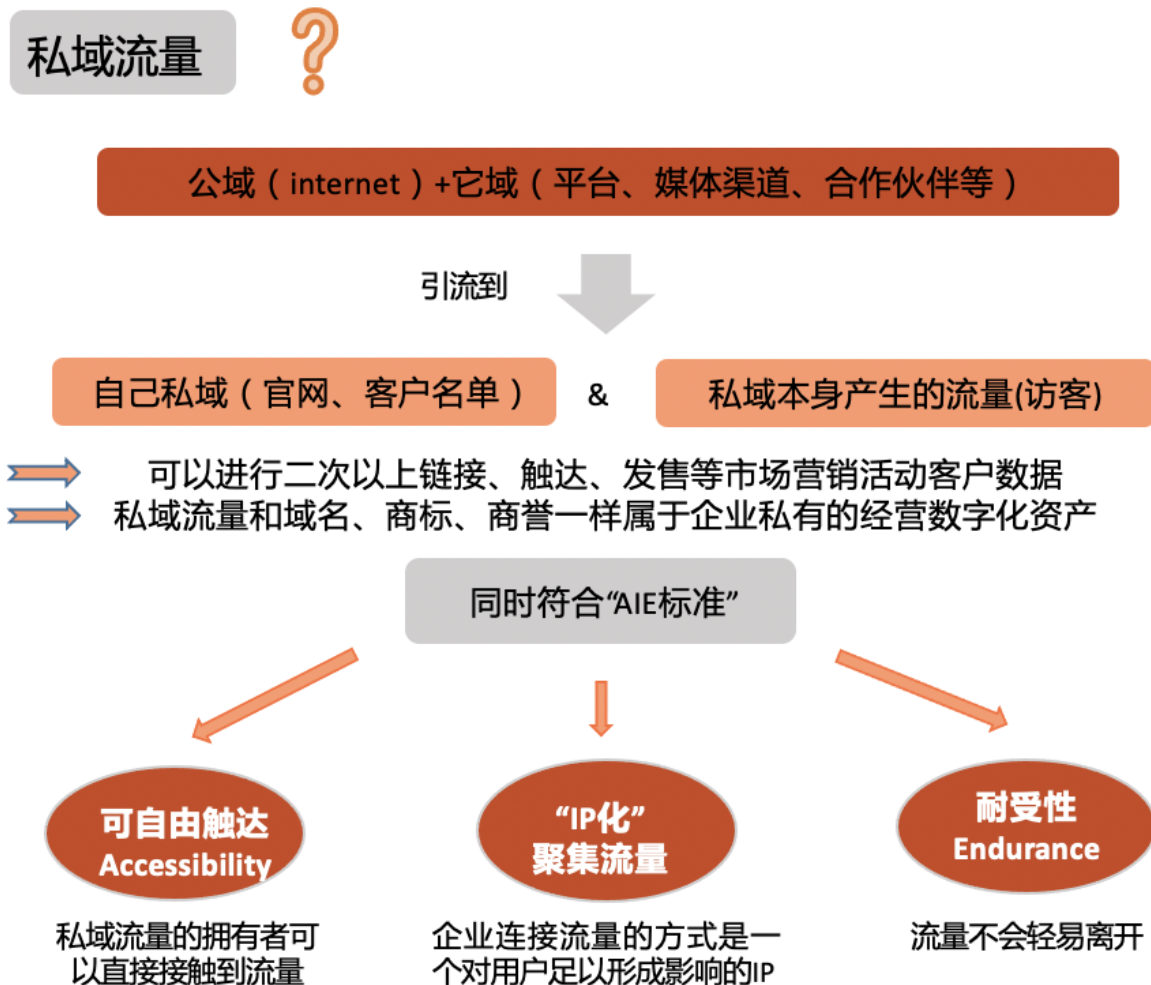


3.3.2 私域流量是可自由触达的、以“IP化”方式聚集、具有耐受性的流量

❑ 私域流量是可自由触达的、以“IP化”方式聚集、具有耐受性的流量。可以进行二次以上链接、触达、发售等市场营销活动客户数据，属于企业的数字化资产。

❑ 私域流量拥有两种引流途径：公域引流和私域自拓。公域平台流量巨大，可以通过广告、官方号、直播、KOL推荐等方式向私域引流；私域存量在微信生态工具的加持下，通过拉新、激活，形成裂变增量，最终转化为私域存量。

❑ 私域流量经营可促成并提高电商变现。经营私域流量以扩大电商收入服务，可从流量、转化率、客单价、复购频次入手。基础是保证产品质量和购物体验，同时可与服务商合作，在前端实现规模化效应，后端具备传统电商商家的服务能力。



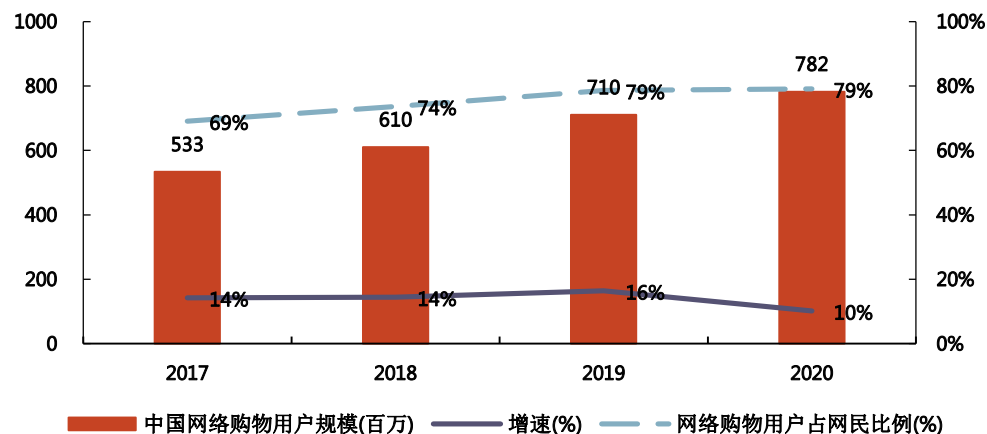
3.3.3 公域流量四大痛点

❑ 流量红利殆尽，传统电商遇瓶颈。2019.3至2021.3中国移动互联网月活跃用户规模增幅下滑8pct至2%，互联网流量增速放缓；流量红利的逐步消失进一步推高中心化电商平台获客成本，传统电商发展受阻。

❑ 中心化平台抽佣较高，商户利润空间被挤压。多数传统中心化平台根据成交额收取一定的技术服务费或交易费，其货币化率总体高于非中心化电商平台货币化率。如淘宝系、京东、拼多多等中心化平台的货币化率均显著高于有赞等去中心化平台，商户的利润端的空间受挤压较大。

图41：中国网络购物用户规模、增速及占网民比例

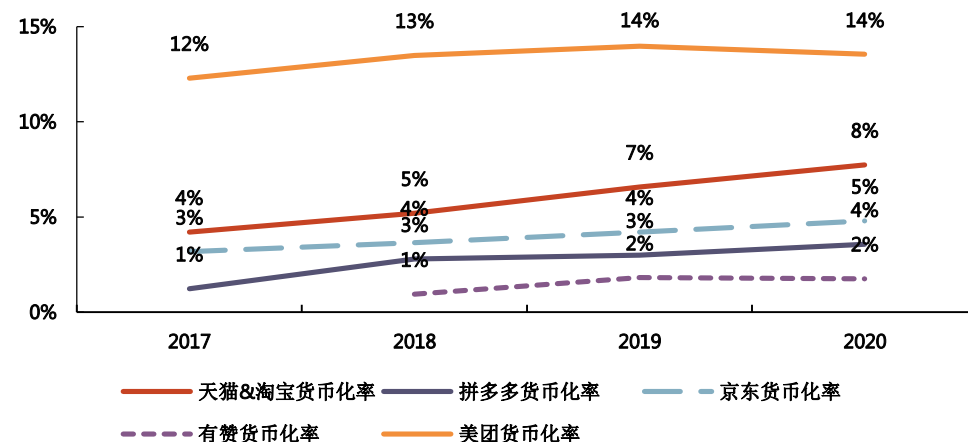
(单位:百万)



❑ 中心化电商获客成本不断上升，商户成本端压力加重。代表性中心化电商平台如阿里、拼多多、美团获客成本在2017-2020年不断上升，加重了平台上商户的成本负担。

❑ 公域流量粘性差，留存差，控制难度大。公域流量代表性平台信息获取方式、沟通渠道与算法逻辑导致平台赋予商家的控制力较弱，用户忠诚度较低。如在淘宝、天猫平台上，用户信息获取以搜索为主，商家对用户管理较为被动，控制力不足，同时阶层流动性高，总体而言粉丝价值低。

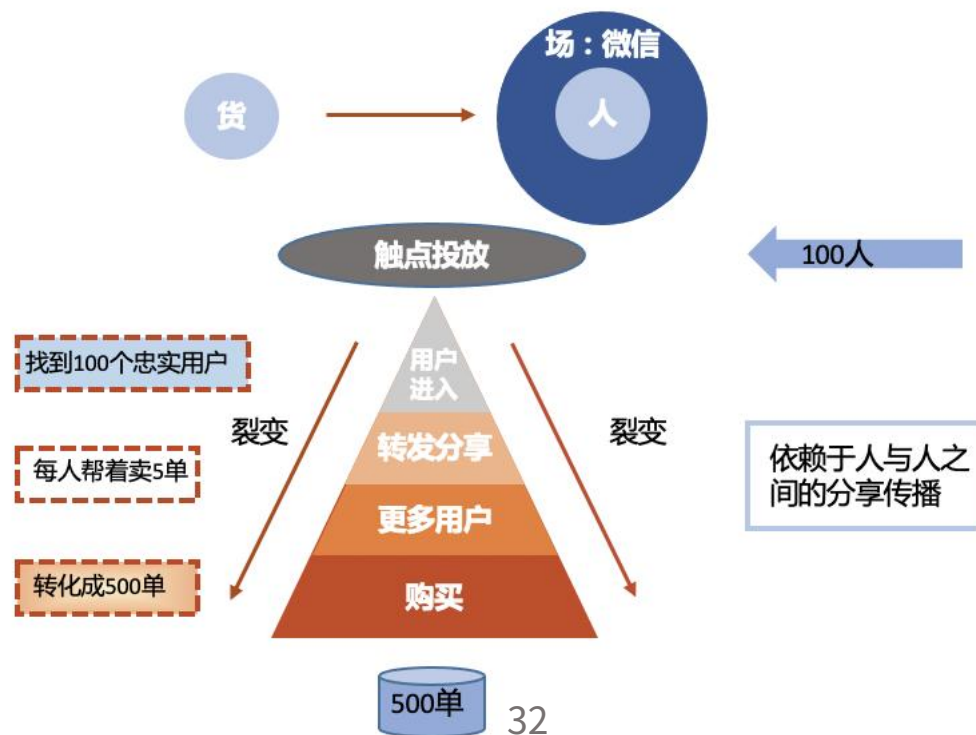
图42：中心化电商平台货币化率vs非中心化电商平台货币化率



3.3.4 私域双端优势：成本可控性强，收入快速增长

- ❑ 用户沉淀+重复利用，私域流量成本可控性强。私域流量经由个人微信号、社群、企业微信等进行运营管理，流量完全归属于商户和个人，可实现对用户的直接触达与重复利用，使用户沉淀效果达到最佳，成本可控性强。
- ❑ 营销裂变，拓展拉新，变漏斗型转化效果为发散型转化效果，带来收入快速增长。在社交电商模式下，私域平台实现了“货找人”，通过社交分享传播，私域流量进行了裂变，使从用户进入、转发分享，到更多用户购买与分享的过程中流量池不断扩大，转化效果不断提高，最终留存远远超过初始的触点投放量，从而给商家收入带来快速增长。

图43：私域流量营销裂变效果



4. 广告、电商推动货币化，商业场景多元化

- ▣ 4.1 短视频广告规模随广告市场规模同步扩大
- ▣ 4.2 直播电商空间广阔，品牌自播成热门
- ▣ 4.3 直播打赏行业见顶
- ▣ 4.4 短视频进军本地生活服务

4.1.1 短视频广告规模保持增长

短视频广告市场规模保持扩张

短视频广告规模随中国广告市场规模同步扩大。互联网广告市场对整体广告市场的占比以及短视频广告市场对互联网广告市场占比也在逐年地稳步提升，分别由2018年的51%和11%提升至2020年的59%和13%。根据QuestMobile预计，21-22年二者份额占比将会分别稳定在60%和13%左右，短视频广告市场将会占据中国广告市场8%的份额，预计2022年达到867亿元人民币。

图44：18-22年互联网广告市场份额占比变化

(单位：亿元人民币)

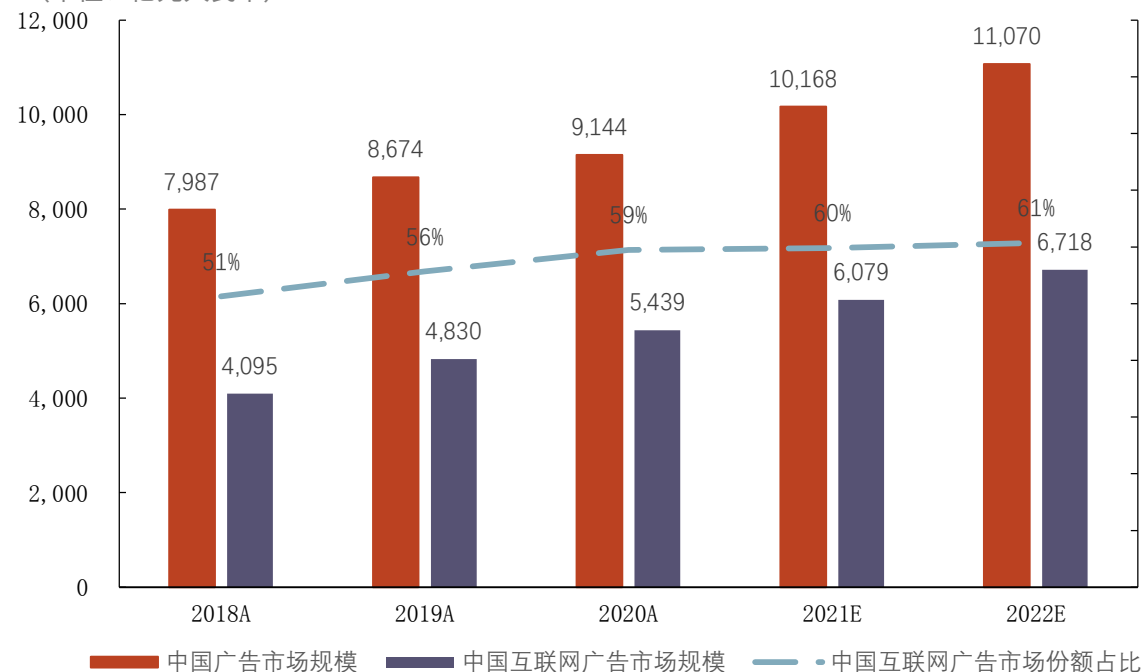
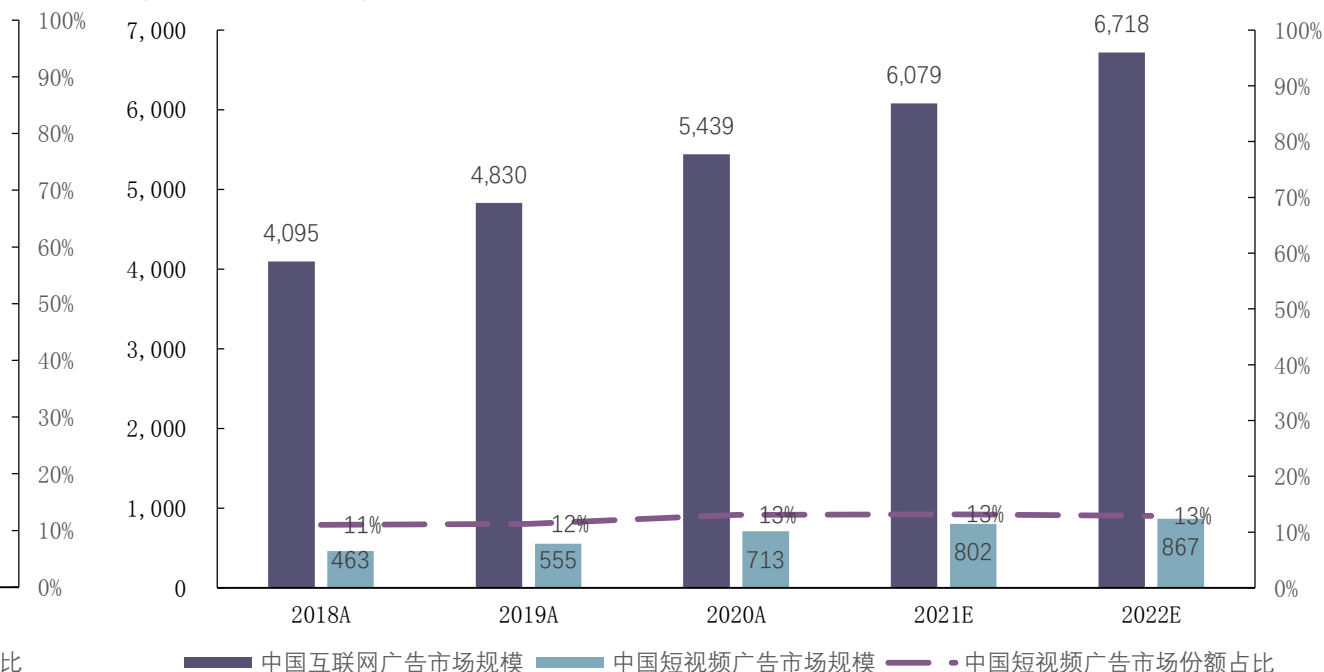


图45：18-22年短视频广告市场占互联网广告市场份额变化

(单位：亿元人民币)



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：QuestMobile预测，光大证券研究所

资料来源：QuestMobile预测，光大证券研究所

4.1.2 关注手游买量市场压力

☐ 手游买量市场表现不佳

手游买量市场份额逐渐减少。手游作为国内买量市场大头，受限于疫情，苹果AppStore、字节跳动旗下广告流量联盟平台穿山甲对于“版号政策”的持续高压，以及大厂入局和主流投放平台日趋头部化带来的买量成本的提升，20年上半年国内手游买量市场新增率进一步降低，跌破20%防线，在泛娱乐买量APP中的比重也由原本的93%降至83%。

图46：泛娱乐买量APP细分类型分布对比

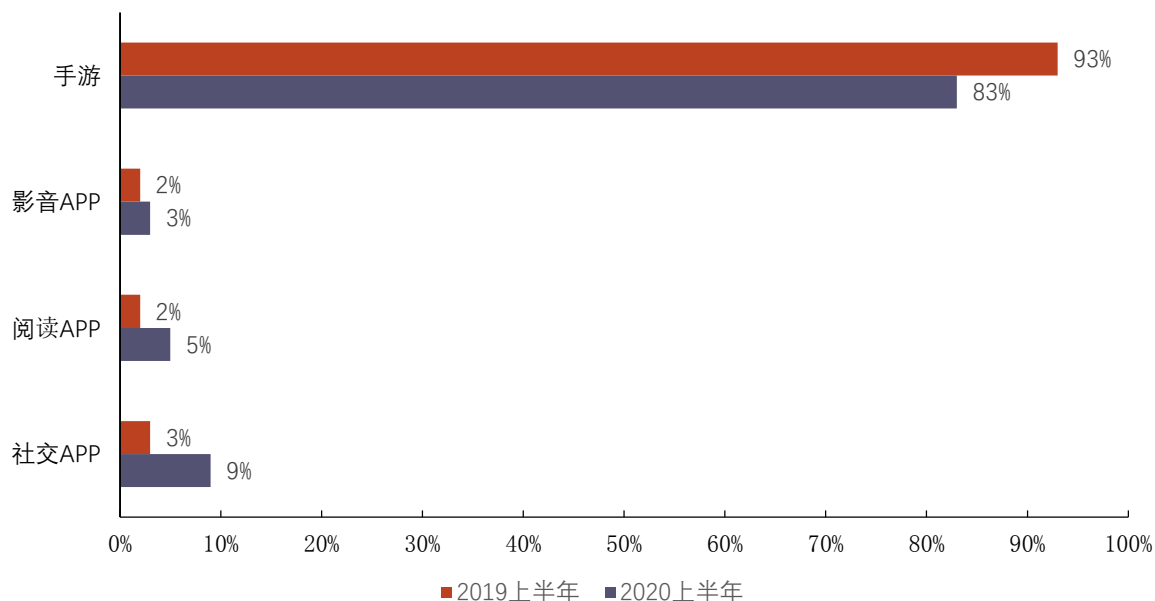
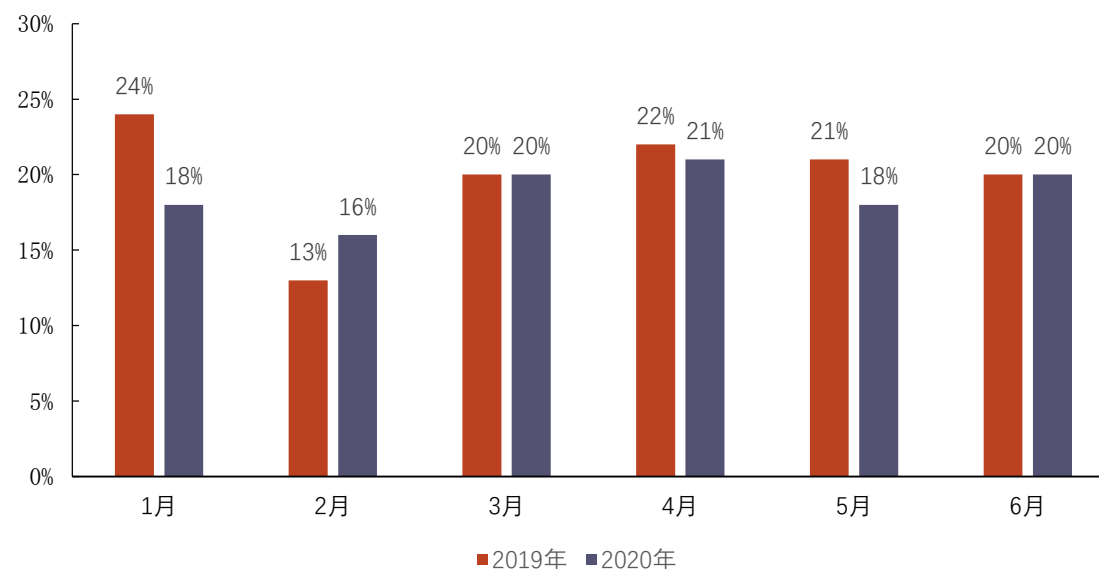


图47：2019/2020上半年手游买量新增率对比



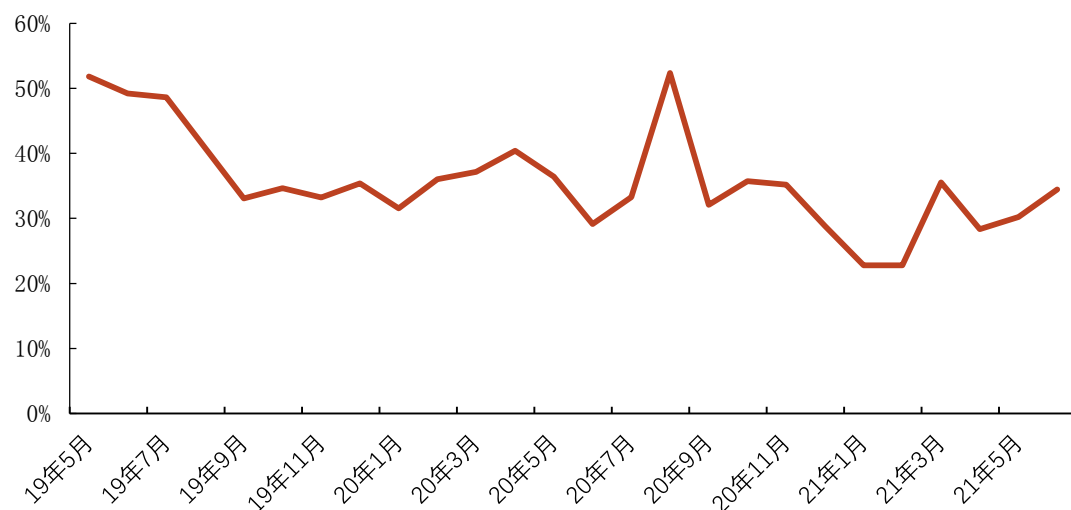
4.1.2 关注手游买量市场压力

短视频恐受手游买量下沉波及

手游广告在短视频投放力度逐年降低。2019年手游广告市场整体预算规模超过600亿，占据整体APP推广广告40%份额，而到了2021上半年占比降至30%左右，以短视频为主的手游广告在短视频投放量逐渐减少，抖音快手等短视频平台恐受手游买量低迷波及。

手游投放媒体逐渐由短视频转向浏览器。手游投放的各个媒体仅浏览器媒体投放占比有所增加，从14%增至18%，反映疫情过后用户消费在其他媒体上的时间有所降低，因此广告更加侧重于用户更多日常使用的浏览器媒体上。手游买量渠道向浏览器转移将对短视频平台造成不小的冲击。

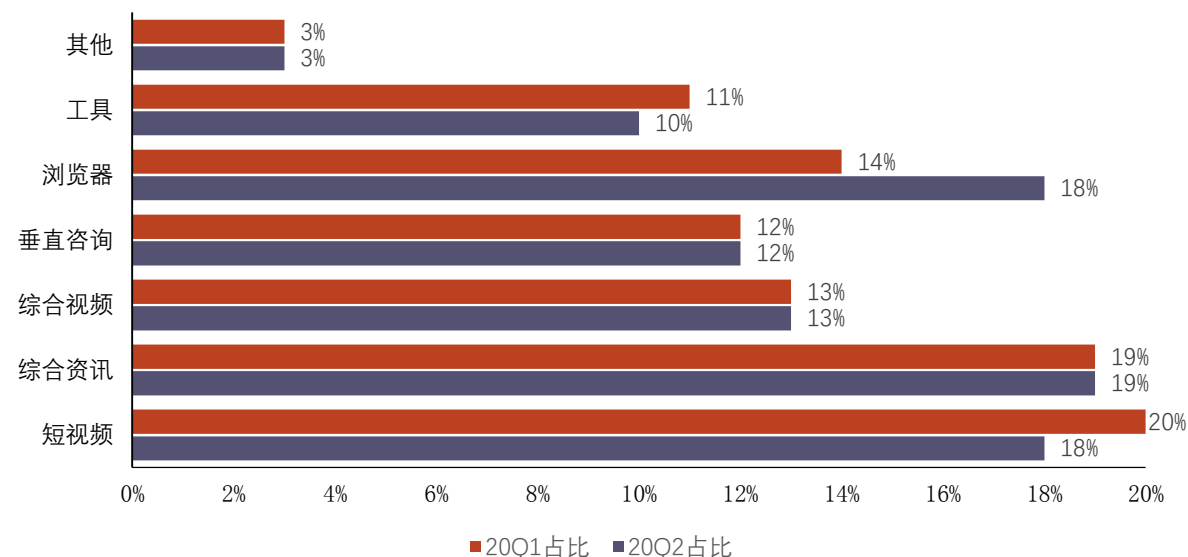
图48：2019年下半年-2021年上半年手游广告投放金额（估算）占整体APP推广广告占比



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：App Growing广告情报追踪，光大证券研究所

图49：20Q1/Q2手游广告投放媒体渠道类型对比



36

资料来源：热云数据Adinsight，光大证券研究所

4.2.1 直播电商空间广阔

测算方式

我们可以看到，通过以下三种测算方式，均能体现出直播电商中长期增长空间广阔，直播电商在整体零售电商市场中的渗透率将持续提升。将三种方式测算结果平均，在2022年，直播电商市场规模预计将达到30,741亿元人民币。

表3：三种测算方式下的直播电商市场规模预测

	公式	直播电商市场规模预测（亿元人民币）		
		2020E	2021E	2022E
方式1	零售电商规模*直播电商渗透率	12,299	20,514	31,017
方式2	零售市场规模*线上化率*直播电商渗透率	10,500	19,950	31,835
方式3	直播电商市场规模=直播用户数*直播电商用户渗透率*ARPU	10,119	17,953	29,372

资料来源：艾瑞咨询、KPMG与阿里研究院预测，光大证券研究所

图50：测算方式1

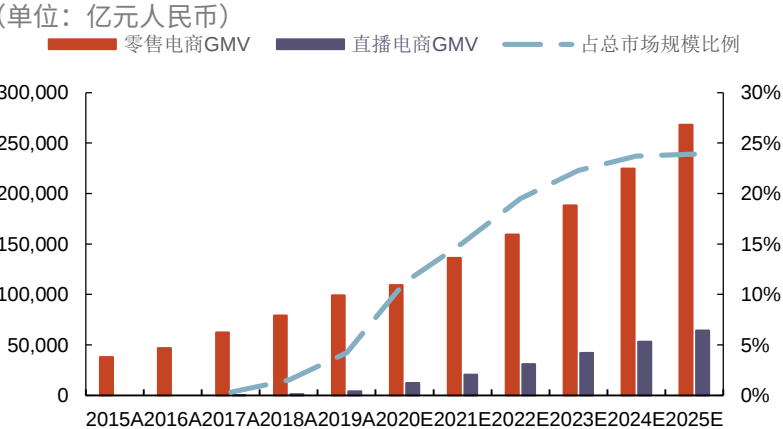


图51：测算方式2

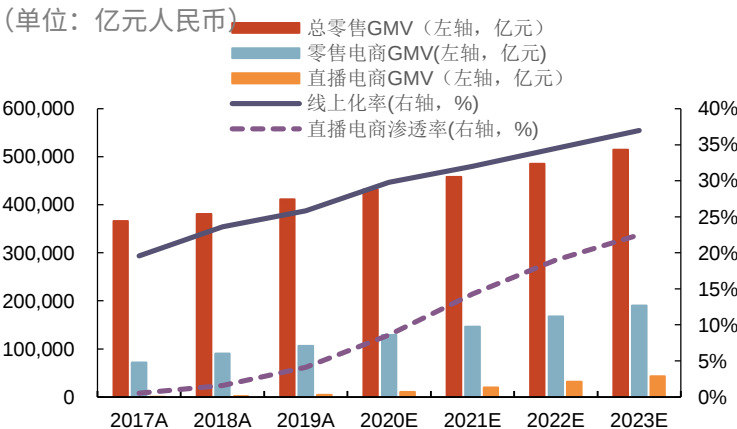
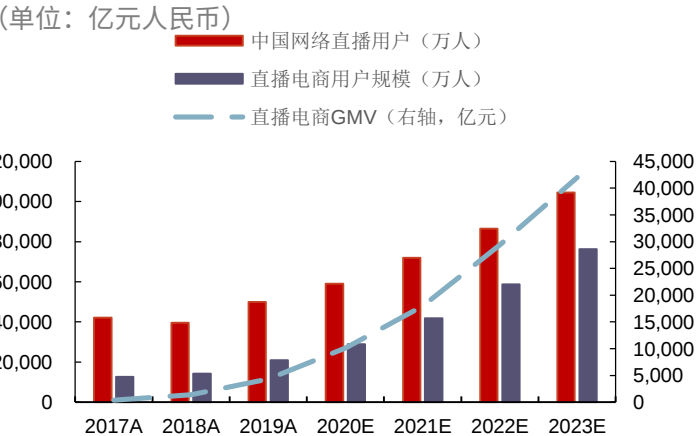


图52：测算方式3



请务必参阅正文之后的重要声明
资料来源：艾瑞咨询预测，光大证券研究所

资料来源：KPMG与阿里研究院预测，光大证券研究所

资料来源：艾瑞咨询预测，光大证券研究所

4.2.2 直播电商相对于传统电商四大优势

1、供应链优势

- 1) 供应链简化，提升运营效率。
- 2) 供应链柔韧性及敏感度提升。

图53：传统电商与直播电商供应链对比



资料来源：京东物流战略与创新研究院，光大证券研究所整理

表4：供应链对比

	代表主播	内容平台	上新频率	每次上新款式数量
传统服装供应链	NA	NA	2-3次/年	NA
网红图文供应链	张大奕、雪梨等	微博	1-2次/月	<100款
直播/短视频网红供应链	薇娅、烈儿宝贝等	淘宝	3-4次/月	300款以上

请务必参阅正文之后的重要声明
资料来源：京东物流战略与创新研究院，光大证券研究所整理

2、信息密度提升，内容多样化

- 1) 相比于传统电商，直播电商对于产品信息密度提升。
- 2) 未来5G商用快速落地，进一步拓宽直播内容范畴。

表5：传统电商与直播电商对比

	传统电商	直播电商
传播媒介	文字、图片。	直播、短视频。
互动形式	用户通过图文了解产品，互动以评论、回复为主。	实时向用户介绍，针对直播间用户提问及时回答。
流量转化	通过海量商品吸引客户，借助图文吸引流量促进转化。	共域+私域流量，通过直播互动提高转化效率。
依附平台	淘宝、京东、微博、小红书等。	淘宝直播、抖音、快手等。
决策效率	搜索引擎模式，考察图文、关键词等内容，决策时间较长。	主播精选产品，跟随主播购买，缩短决策链。

38
资料来源：京东物流战略与创新研究院，光大证券研究所整理

4.2.2 直播电商相对于传统电商四大优势

3、用户体验优势

- 1) 拓展下沉市场用户。
- 2) 电商直播泛娱乐化及社交化提升用户体验度。
- 3) 价格优势促进用户购买行为。

图54：19年双十一购物决策因素

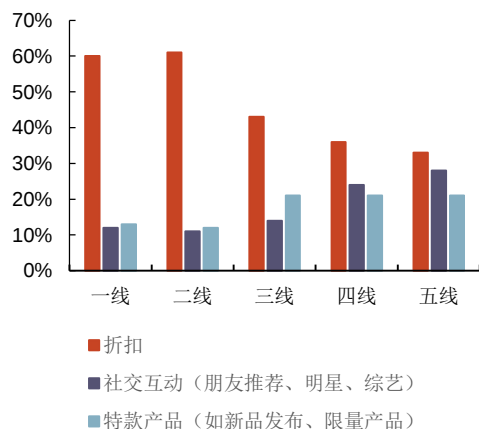
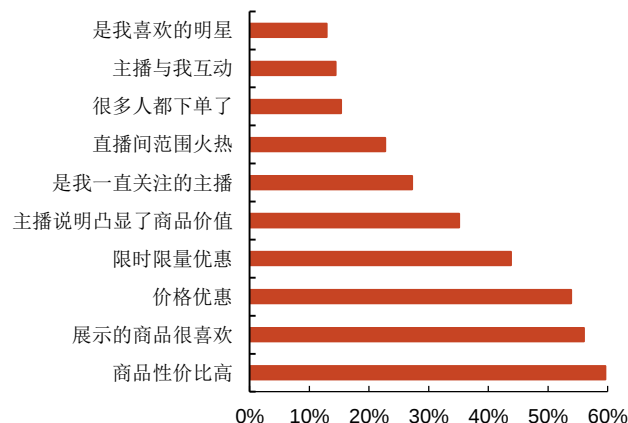


图55：20年直播购物的原因



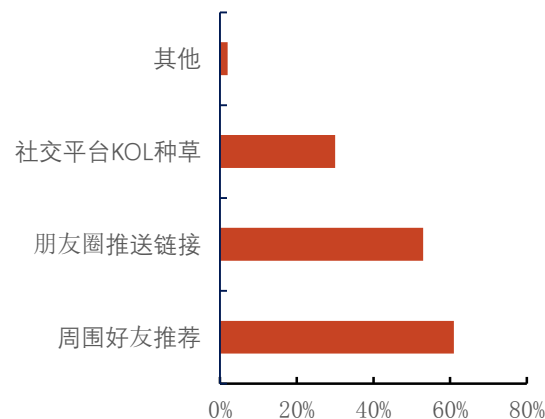
资料来源：麦肯锡《2019年中国数字消费者趋势报告》，光大证券研究所

资料来源：《2020年京东物流战略与创新研究院报告》，光大证券研究所

4、拓宽传统电商需求与供给层次

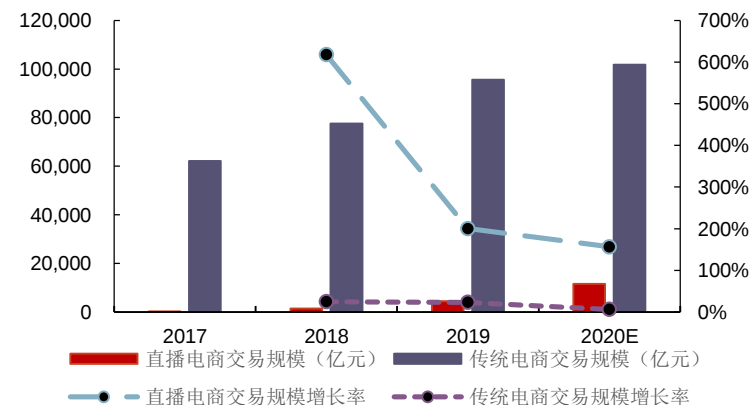
- 1) 发现用户非计划性需求。
- 2) 非标产品更为受益。
- 3) 随着直播电商大众化，一些新兴品类崭露头角。

图56：19年非计划性购物需求主要因素



资料来源：尼尔森《2019泛社交电商深度研究报告》，光大证券研究所

图57：17-20直播电商传统电商规模增速对比



资料来源：《2020年天猫双十一商家直播报告》，光大证券研究所

4.2.3 品牌自播为商家更佳选择，616自播节抢眼

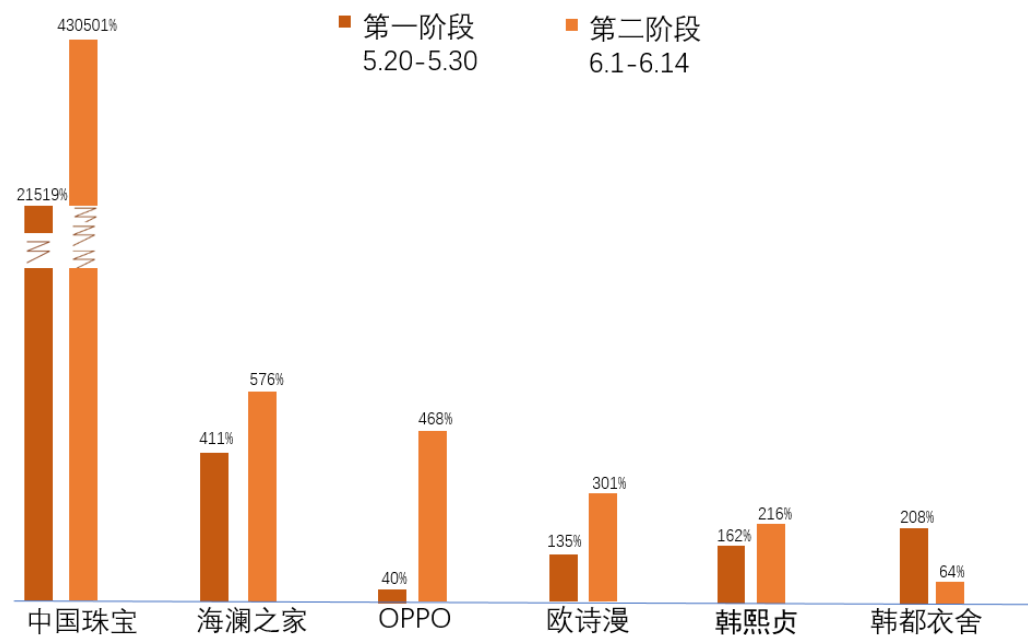
拒绝流量蚕食利润，品牌自播或为更佳选择

品牌自播有如下优势：1) 长期来说品牌自播提高粉丝转化率，培养粉丝忠诚度，且品牌可以自如的控制各种组合玩法，增加获利机会。2) 品牌自播在节省了达人流量的蚕食的同时，又可以规避达人品控的风险。3) 固定的受众群体也更容易促进行为和直接与品牌沟通反馈。

快手616品牌自播节后，参与品牌整体GMV环比活动前增长148%

2021年616自播节中，部分已经培养了成熟自播方法的品牌GMV环比增长迅猛，其中中国珠宝在这次品牌自播的第一阶段、GMV环比增长高达21519%，第二阶段中、更达到了430501%。

图58：21年快手616自播节GMV环比增长



4.3 内外生因素下直播打赏业务天花板已现

外生阻力：政策约束加大，直播打赏模式或将转型

2020年11月12日国家广播电视总局发出的《关于加强网络秀场直播和电商直播管理的通知》规定：

- 第一，未经平台批准，主播不得变更其直播间所提供节目的类别；
- 第二，未成年或未实名登记的用户不得打赏；
- 第三，平台亦要限制每次、每日及每月的虚拟打赏金额上限。若用户的虚拟打赏已达到每日/每月上限，平台须暂停该用户当日或当月的虚拟打赏功能。

图59：直播打赏行业规模预测

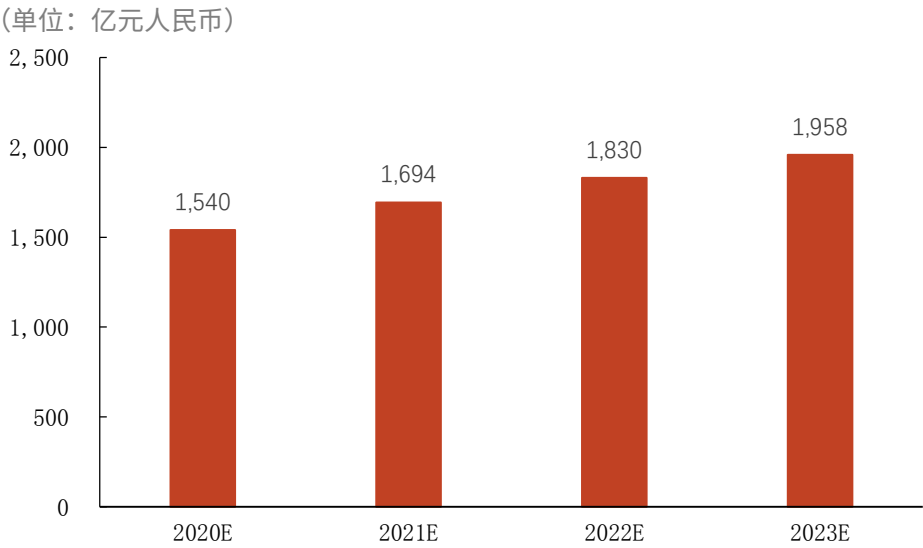


表6：直播行业相关政策梳理

发布时间	相关政策	政策内容
2016年9月2日	《关于加强网络视听节目直播服务管理有关问题的通知》	对直播内容进行限制，重大政治、军事、经济、社会体育及文化活动直播需进行多级报备。
2016年11月4日	《互联网直播服务规定》	设立平台审查直播内容、根据互联网直播内容类别、用户规模及其他情况，进行分类及分级管理，为图文视频、音频加上标识或为平台发布标识信息等强制规范性内容。
2016年12月2日	《网络表演经营活动管理办法》	从事网络表演经营活动的网络表演经营单位应当按照《互联网文化规定》，向省级文化行政部门申请ICB许可证。
2020年11月12日	《关于加强网络秀场直播和电商直播管理的通知》	列明直播业务有关实名登记、用户虚拟打赏消费限额未成年用户虚拟打赏限制、直播审核人员资格、内容标签及其他方面的规定。

请务必参阅正文之后的重要声明
资料来源：艾瑞咨询预测，光大证券研究所

41 资料来源：光大证券研究所根据广电总局、国家互联网信息办公室、文化部等公开信息或网站内容整理

4.3 内外生因素下直播打赏业务天花板已现

内生阻力一：直播付费用户渗透率见顶，月均ARPU减速

直播打赏收入=用户数*用户付费率*ARPU

- 1) 短视频赛道竞争加剧，吃用户增长红利的时代已经过去。
- 2) 直播付费率遇瓶颈，月均ARPU自 19 年以来连续两年下滑。

内生阻力二：商业化加速下的公域流量分配机制分流明显

直播打赏者=普通用户角度+商家或其他主播

- 1) 直播平台加大公域流量经营后，导致以私域流量维系的关注和互动的权重下降，内容推荐中心化程度提升，主播与用户的长期信任纽带的建立难度提升。
- 2) 公域流量的分流效应更为显著。多种满足主播和商家增流需求的工具出现，以小店通为主的买量工具迅速进入商家和主播视野，削弱直播打赏的增长动力。

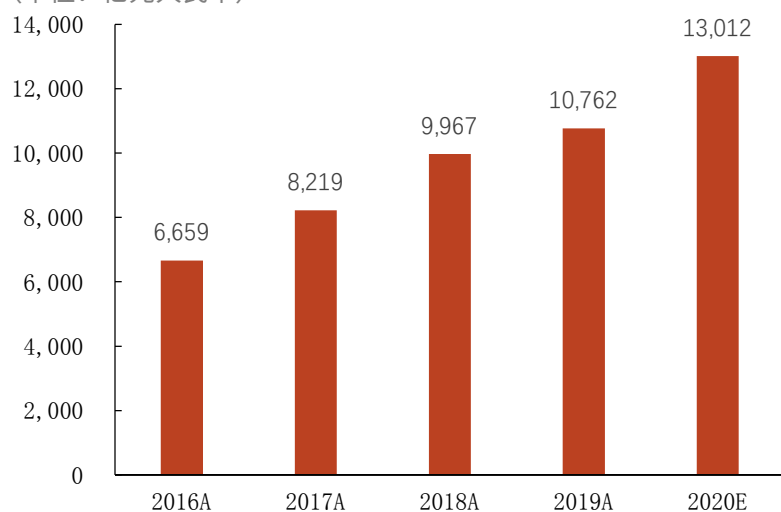
4.4 短视频新赛道——抖快进军本地生活

数字化和疫情催生本地生活服务业加速发展

对于抖音快手等线上短视频行业来说，本地生活服务行业存在巨大的商业空间。受数字化影响，生活服务业模式由线下向线上加速发展，根据德勤预测，2019年生活服务行业交易线上渗透率突破20%，根据艾媒数据预测，2020年生活服务平台市场规模突破13,000亿元人民币。同时，受新冠疫情影响，消费者使用意愿也将更偏向综合性电商平台等线上服务模式。

图60：16-20本地生活O2O市场规模

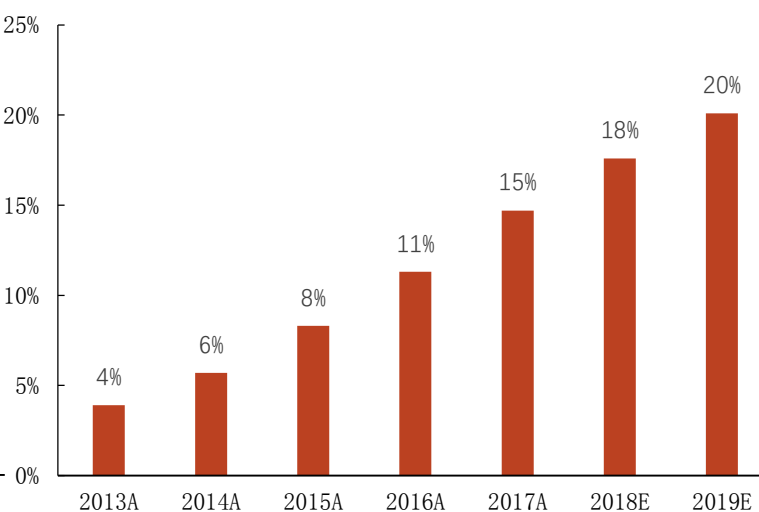
(单位：亿元人民币)



资料来源：艾媒数据中心预测，光大证券研究所

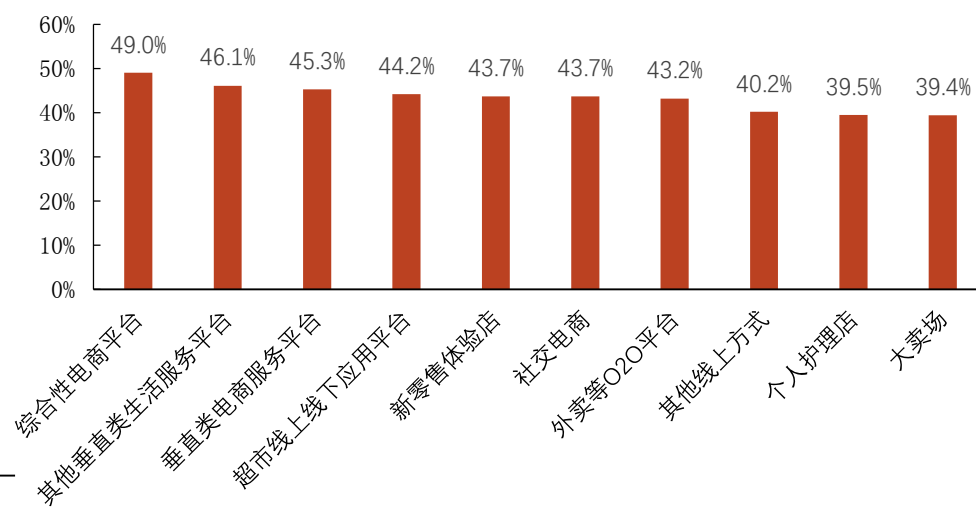
请务必参阅正文之后的重要声明

图61：13-19生活服务交易线上渗透率



资料来源：德勤《数字化生活服务市场生态展望》预测，光大证券研究所

图62：20年疫情后消费使用意愿增加渠道TOP10



资料来源：CTR、网易定位《2020新冠疫情消费者行为态度影响与趋势报告》，光大证券研究所

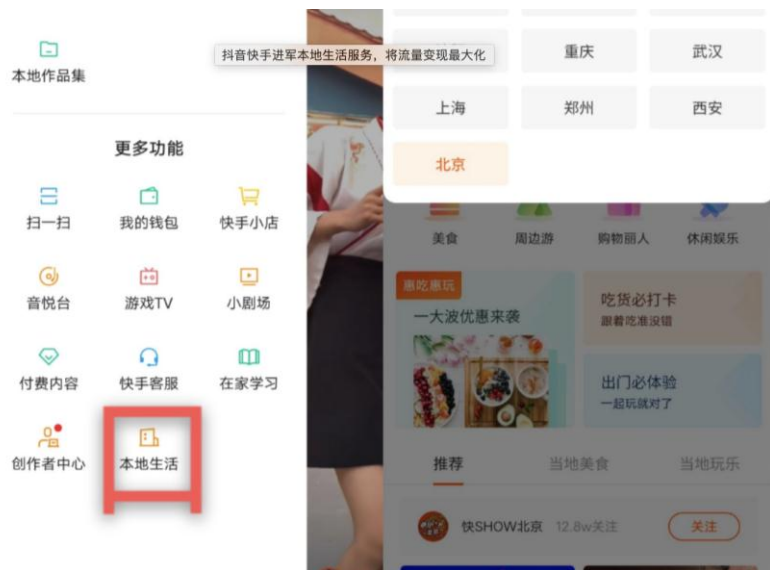
4.4 短视频新赛道——抖快进军本地生活

抖音快手纷纷入场本地生活行业

抖音在2018年成立POI团队，在2020年升级企业号，推出团购功能、达人探店任务、酒店预订、门票预订按钮，并推出我和我的家乡、心动餐厅、城市大玩家等活动，鼓励用户拍摄各类探店视频。

快手在2019年上线本地生活板块，有美食、周边游、购物丽人、休闲娱乐四大分类以及惠吃惠玩、吃货必打卡、出门必打卡三大体验区。2020年快手与同程艺龙达成战略合作，与去哪儿网等OTA平台达成本地旅游业务合作，逐步搭建本地生活的产品供应链基础。

图63：快手本地生活功能上线



资料来源：快手，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

图64：抖音新增功能



资料来源：抖音，光大证券研究所

4.4 短视频新赛道——抖快进军本地生活

抖音对接品牌，快手注重私域

抖音更趋向于和品牌企业共同打通线上到线下的场景。而快手则是通过用户自身拓展身边经济。

抖音的三个方向：一是通过达人探店内容引流，二是基于POI（兴趣点）搭建起完整的本地吃喝玩乐地图，三是以优惠团购的形式打通消费。达人探店内容是抖音之于商家的核心吸引力。在种草环节抖音充分利用了短视频的优势，用达人探店类视频让餐饮、景点、酒店得到更生动的展示。利用公域流量，凭借“抖inCity城市美好生活节”，带动了百余品牌参与，使其成为连接全国各大座城市的品牌营销大事件。

对于快手而言，《2019快手商户经营现状研究报告》显示，快手平台的中小型商家，约占整个平台商户80%的比例。用户比例决定了快手的客户群体以中小型商家为主体，更适合私域流量。快手平台的用户B端以中小型商家为主，C端则是老铁经济。快手本地生活瞄准的领域更多是汽车、房产、法律、健身等美团还未深厚布局的领域。快手在其中的作用，是通过“内容专区”、“活动专区”等方式向各领域的职人主播引流，并提供直播间、小店等线上交易场景。

建议关注投资标的：

微盟集团：TSO三位一体打造全链路营销闭环

腾讯控股：视频号盘活微信生态存量、带来增量

快手科技：依托于公+私域流量打出强粘性和高转化

建议关注公司：

有赞科技：专注SaaS产品，优化客户结构

5.1.1 有赞&微盟：互联网巨头入局中游，各SaaS企业发力拓展智慧零售，赛程初期参与者众多

- 短视频大盘流量见顶，而私域流量可反复触达，诸多短视频创作者开始经营私域，私域的精细化服务需求崛起，有赞、微盟因此受益。
- 两家互联网巨头入局SaaS产业链上游，有赞、微盟既拥有与其合作的机遇，也面临较大的竞争。
- 各SaaS企业纷纷发力新零售，专注打造差异化的SaaS新零售业务服务。初期市场竞争相对较大，SaaS服务带给商家的性价比成为决定性因素，有赞、微盟优劣势共存。

表7：腾讯、阿里SaaS计划及各企业SaaS业务差异

平台	SaaS计划或业务	与有赞微盟的合作或竞争
腾讯	2019年10月“千帆计划”，为企业提供全方位的、一站式SaaS服务。覆盖办公协同、人事管理、工商财税等。包括“一云多端”项目，即腾讯云为企业SaaS提供底层技术，并链接腾讯会议、企业微信等C端平台	微盟成为千帆计划首届理事会成员；有赞成为首批进入“SaaS甄选”的SaaS服务商；腾讯小程序商城成本更低，拥有价格优势，但功能基础，有赞和微盟提供的产品与服务更专业、更全面
阿里	2019年7月“SaaS生态战略”，募集10家一级SaaS合作伙伴，通过阿里云SaaS加速器与合作伙伴共建SaaS生态，为合作伙伴提供应用开发、集成、上云、售卖的全链路解决方案	微盟收购餐饮SaaS服务商雅座，阿里收购餐饮SaaS公司客如云；阿里控股高鑫零售，占据线下渠道资源，微盟收购海鼎布局线下市场；有赞接入支付宝小程序，丰富流量与资源
微店	主要利用微信私域提供线上营销解决方案，对于线下门店主推分销，实现线下触达，线上复购	与有赞微盟的微信私域营销工具重合，但微店在品牌商家、中小商家更具优势
点点客	利用多种营销工具主打用户裂变与分销，如拼团、送礼、推客佣金。其中针对线下门店主推“到店功能”，从线上引流客户到线下	微盟线下零售业务更成熟，但点点客更适合中小商家（医药、餐饮行业居多）
微订	打造同城服务的O2O移动商城，为门店提供外卖、点餐、跑腿代购平台	同城移动服务业务并非微盟有赞核心优势
人人商城	主要利用线上营销平台对门店进行“线上用券，线下核销；线上下单，到店自提”的分销，从线上引流客户到线下	有赞微盟线上营销业务更成熟
美团	从智能收银出发，通过收购软件开发商、营销服务商等形成“美团智慧餐厅”，为餐饮企业提供线上到线下前中后台的配套服务	有赞微盟智慧餐饮业务规模小，美团餐饮SaaS面向入驻美团的餐饮商家，涵盖大型、中型、小型及茶饮餐饮企业

5.1.2 有赞&微盟：线上线下差异化竞争

■ SaaS产品衔接线下与线上，帮助私域流量价值的实现。有赞与微盟在SaaS领域进行差异化竞争。

图65：有赞的商家解决方案增值服务围绕电商展开

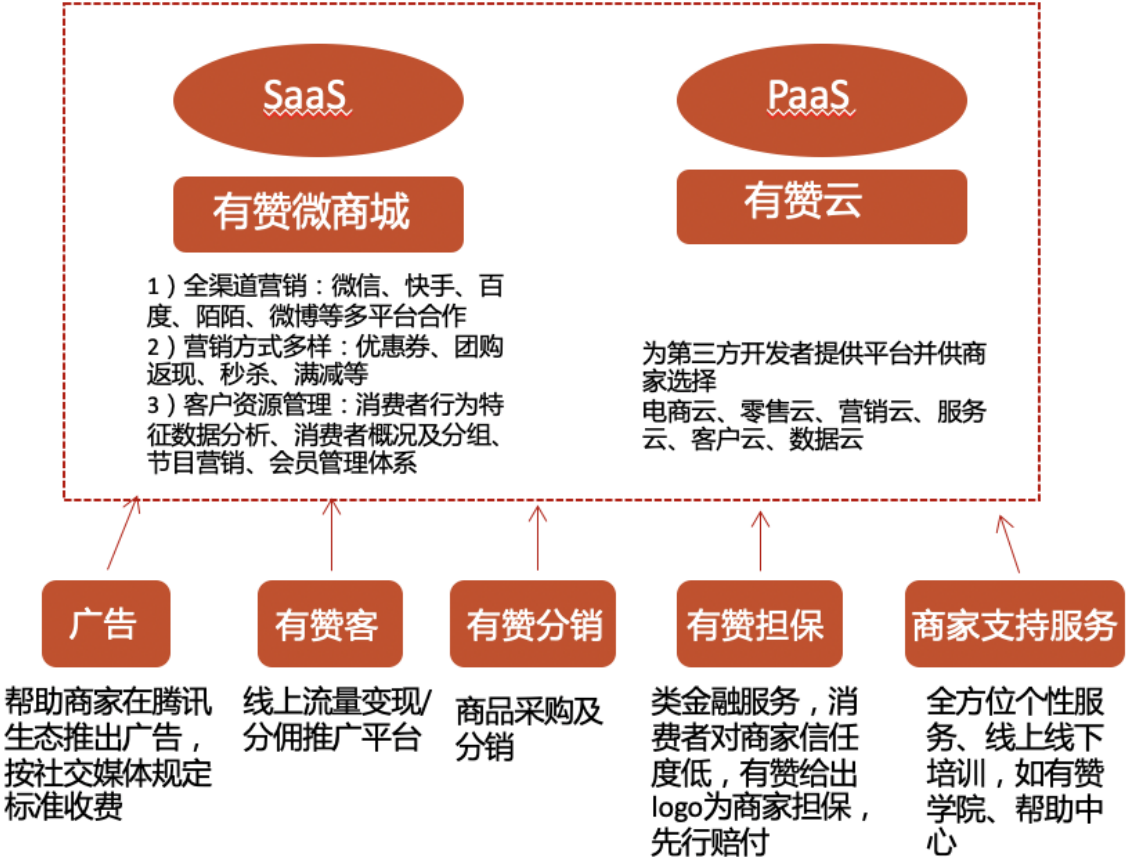
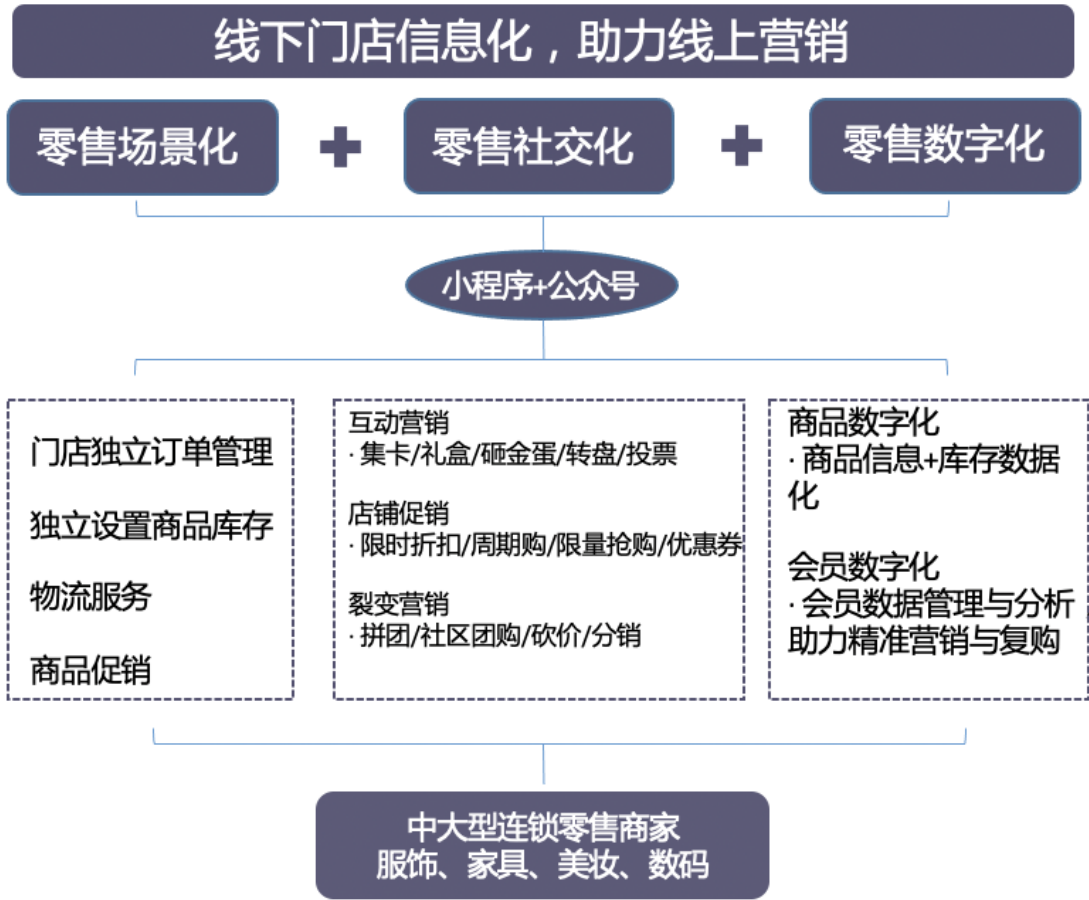


图66：微盟线下智慧零售为重要看点



5.2.1 关注投资标的：微盟集团

公司业务：微盟是国内云端商业服务龙头公司，依托微信生态布局为商家提供开店工具和运营支持，近年来业务高速成长，为数字商业和数字媒介。数字商业由订阅解决方案和商家解决方案组成，订阅解决方案包括微商城、智慧零售、智慧餐饮、营销云和销售云等，微商城目前占SaaS收入比例最高，智慧零售增速较高，是公司重点推进的业务；商家解决方案业务和数字媒介都是帮助广告主进行广告投放，前者由广告主自己制定广告投放计划并承担物料成本，后者由广告主与微盟约定销售效果，微盟可能承担额外成本。

推荐逻辑：TSO三位一体打造全链路营销闭环，将流量获取、SaaS服务和私域运营赋能打通，缩短交易转化路径，助力商家品牌双赢，实现单客价值最大化；微盟挖掘大客业务的潜力增强，有望提升用户黏性、降低大中型客户流失率，贡献较高业绩增长；并购项目协同效应持续显现，助力打造数字化智慧商业闭环；深耕大客户服务，已形成一定技术壁垒；公司计划根据运营服务向大客户进行GMV抽成，贡献新的业绩增长；在快手抖音等内容社交平台高速发展背景下，广告主通过新兴互联网社区进行内容营销的需求提升，微盟与腾讯深度绑定，广告投放业务有望进一步增长。我们维持此前的盈利预测，维持“买入”评级。

风险提示：客户拓展不及预期；业务升级与拓展不及预期；行业竞争加剧；SaaS概念的市场认知度较低；内容平台流量自用。

图67：SaaS付费商户数持续增长

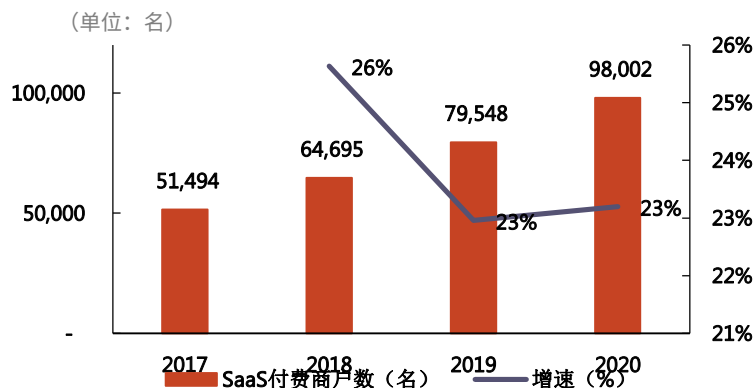


图68：精准营销广告主数量强劲增长

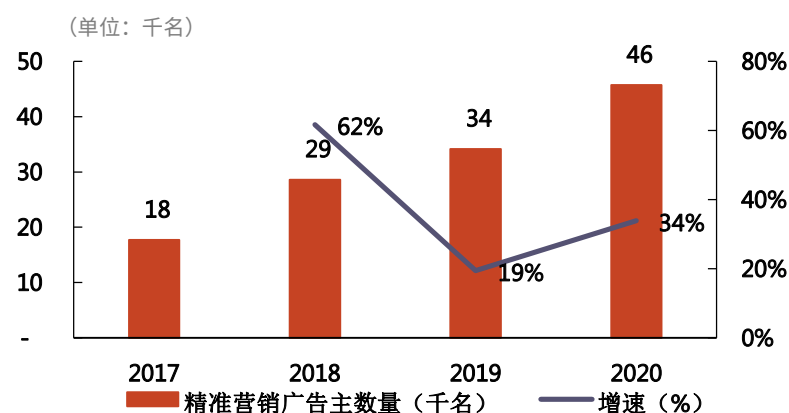


图69：微盟部分合作品牌



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：微盟集团公司公告

资料来源：微盟集团公司公告

资料来源：微盟集团公司官网

5.2.2 关注投资标的：腾讯控股

公司业务：公司增值服务收入包括网络游戏收入和社交网络收入，网络游戏方面具备行业领先的精品手游打造能力，《王者荣耀》《和平精英》等老牌游戏贡献稳定收入，头部地位稳固，腾讯视频定位向综合性平台扩展，腾讯音乐壁垒深厚。广告业务包含社交及其他广告收入与媒体广告收入。金融科技与企业服务收入目前受到监管侧压力，但支付业务受影响较小，企业微信连通视频号，加速融入微信生态体系。

推荐逻辑：公司核心游戏业务未来仍会保持增长，多元化产品打造全产业链“超级数字场景”；广告链路逐步完整，广告业务随着广告位的提升和算法的优化将带来持续的快速增长，会员订阅业务保持快速增长，金融科技与云未来将恢复至较高增速，公司商业化/货币化速度加快，视频号/小程序/小商店将使微信生态的商业价值逐步体现，产业互联网ToB 业务持续生长。视频号与小程序生态日益繁荣，商业化空间提升且步伐加快。视频号打通微信公域与私域流量，作为流量中心环节盘活存量、带来增量；视频内容生态的持续丰富提升腾讯的广告、支付以及电商业务天花板，将带来公司收入新的增长极。我们维持此前的盈利预测，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济增速下行，监管政策收紧，游戏表现不达预期。

表8：腾讯公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿人民币元）	3,773	4,821	5,952	7,121	8,442
营业收入增长率	21%	28%	23%	20%	19%
Non-IFRS净利润（亿人民币元）	943.5	1,227.4	1,529.7	1,855.4	2,232.4
净利润增长率	22%	30%	25%	21%	20%
EPS（元）	9.77	12.66	15.72	19.03	22.85
P/E	46	35	28	23	19

5.2.3 关注投资标的：快手科技

公司业务：线上营销业务为广告合作方提供广告投放服务，已成为收入增长的主要引擎，其中效果广告占比大，品牌广告是重要发展领域。直播打赏收入贡献逐渐降低。其他服务收入包括电商收入，在更新与升级电商基础设施和整合供应链下电商收入不断增长。

推荐逻辑：快手兼具私域社交+公域媒体两种产品特点，依托于“老铁经济”和私域流量的强粘性和高转化的同时,积极开发公域提高商业化变现效率,公司广告及直播电商业务商业化变现潜力正逐步释放。直播内容持续丰富，中长尾主播受扶持，与CBA合作深耕体育直播垂直类目，“超级播”活动探索新直播形式，“蓝海计划”为中长尾主播打开上升渠道；在线营销的小店通、磁力聚星等营销产品持续升级，全方位覆盖商家营销需求，打造完整营销链路，驱动收入高速增长；电商业务供给链资源持续整合，加速闭环建设和供应链整合，打造全方位商业生态。我们维持此前的盈利预测，维持“买入”评级。

风险提示：抖音及微信号使竞争加剧；商业化影响用户体验可能造成用户流失；电商货币化率不及预期提示。

表9：快手科技盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿人民币元）	391.2	587.8	913.0	1,330	1,806.7
营业收入增长率	93%	50%	55%	46%	36%
Non-IFRS净利润（亿人民币元）	10.3	-79.5	-145.1	-38.4	16.7
P/S	12	8	5	4	3

资料来源：wind，光大证券研究所测算，股价截止2021-07-20，汇率1港币=0.8342人民币

5.3 关注公司：有赞科技

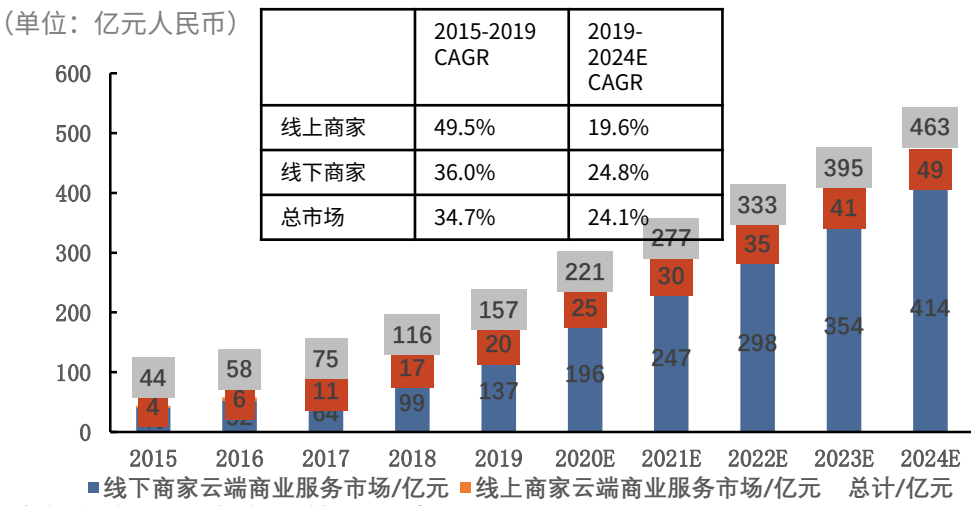


公司业务：有赞科技主要是订阅解决方案和商家解决方案两块业务，订阅解决方案包括SaaS产品带来的固定认购费的，以及PaaS产品和云服务费带来的可变收入，有赞微商城是SaaS服务的核心，提供全行业全场景的电商解决方案。商家解决方案围绕订阅用户开展，包括有赞分销、有赞担保、有赞客等增值服务业务以及比较小的一部分广告业务。有赞科技上市后，业务内容都将是比较纯正的云端商业服务，公司专注SaaS产品及增值服务的精细化运营，将享受云端商业服务高速发展红利；大客化目标优化客户结构，以头腰部商家为目标商家，客户结构、客户续约率有望得到改善；与微信合作关系不断加强，微信生态支撑有赞科技业务长期增长，各类SaaS产品与微信生态工具相连，受益于微信平台的巨大流量池，为商户提供跨渠道的营销解决方案；微信视频号将给电商带来新一轮的交易额增长，有望推动有赞科技商家经营业绩的提升。



风险提示：客户拓展不及预期；业务升级与拓展不及预期；行业竞争加剧；SaaS概念的市场认知度较低；内容平台流量自用。

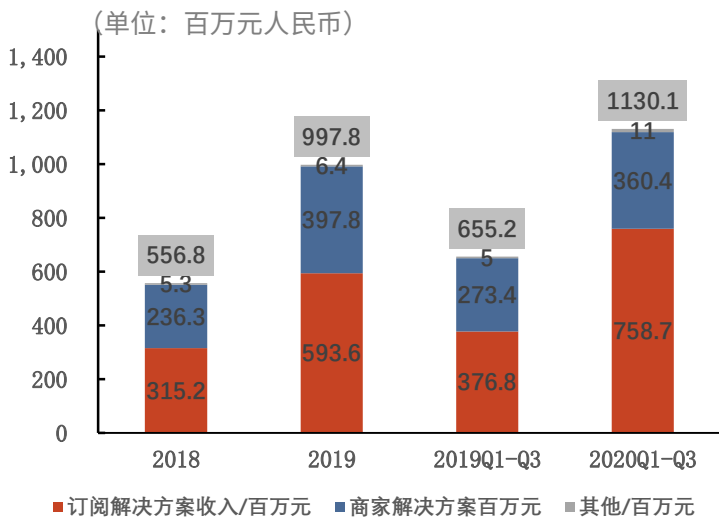
图70：中国云端商业服务市场规模以及面向线上、线下商家中国云端行业服务市场规模复合年增长率



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：有赞科技招股书

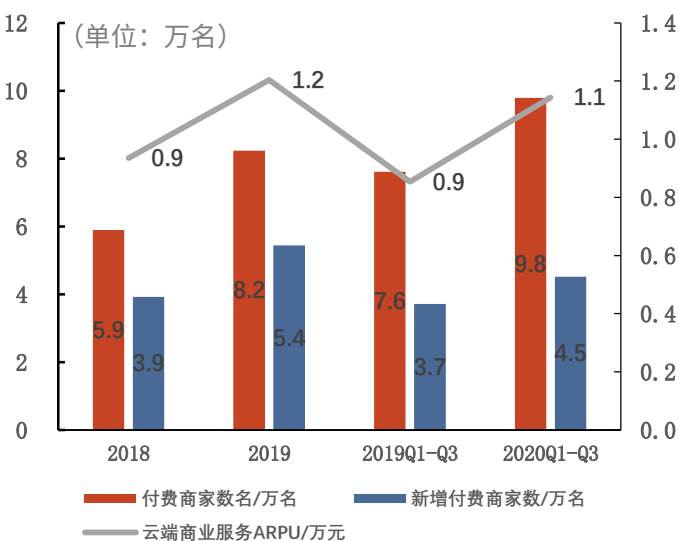
图71：有赞科技业务收入结构



52

资料来源：有赞科技招股书

图72：有赞科技商家数量及ARPU



资料来源：有赞科技招股书

- ❑ 竞争加剧风险：随着互联网流量增长放缓与微信视频号的崛起，国内的短视频赛道竞争可能加剧。
- ❑ 互联网监管：国内互联网行业进入反垄断周期，互联网平台若滥用垄断地位实施垄断行为，可能受此类监管影响。
- ❑ 版权风险：相关单位发布声明将对影视剪辑短视频发起维权行动，影视剪辑类短视频或面临版权诉讼的法律风险。
- ❑ 数据隐私风险：在用户数据使用和隐私保护上，全球的政策风向趋严。若互联网公司对用户隐私数据不合理利用，则可能引发法律和舆论风险。

衷心 感谢

光大证券研究所



互联网传媒研究团队

分析师：付天姿

 执业证书编号：S0930517400002

 电话：021-52523692

 邮件：futz@ebcn.com

联系人：王凯



 电话：021-52523852

 邮件：wangkai8@ebcn.com

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。