

# 野蛮生长窗口关闭，精耕细作迎接货币化黄金时代

2018年8月21日

## 投资要点

- ❖ **短视频是目前稀缺的高增长赛道。**截止2018年6月，短视频月活跃用户已达5.05亿，且仍在高速增长中，较上年同期已经翻倍，用户使用时长占比已达上年同期的4倍。在移动互联网流量红利行将耗尽的大背景下，短视频赛道的价值进一步凸显。
- ❖ **短视频的出现同时满足了用户对于社交网络以及社交媒体的需求，现象级产品是顺势而为。**在宏观人口背景、技术与基建发展、用户习惯变化等多重因素的作用下，快手通过填补低线人口社交网络需求，促进了短视频的爆发；短视频成本低、传播广、迭代快，符合一二线城市居民的使用习惯，未来主要的机会在于填补社交媒体需求，抖音正是契合了这一趋势，得以在用户数上反超快手。
- ❖ **短视频变现方式多样，市场空间广阔。**短视频行业上游内容生产方，中游MCN平台与下游分发平台均已发育。以广告为主体，包含直播、电商、游戏等多种变现方式的货币化渠道体系已经形成。目前短视频四大货币化渠道市场空间约为245亿元，预计到2021年可达576亿元，年复合增长率约为33%。
- ❖ **行业格局清晰，梯队已经形成。**牌照门槛抬高与资本趋于理性使得新玩家入局难度大大增加，未来出现新巨头的可能性较低。目前快手与抖音分别占据社交网络与社交媒体需求头部，地位稳固，成为MAU破两亿的国民级应用。头条系借助强运营+强技术优势形成第二梯队，旗下西瓜、火山小视频MAU均已破亿。美拍等第三梯队深耕垂直领域，MAU维持在千万量级。
- ❖ **未来巨头竞争趋势已经明确：拼运营，拼算法，拼内容。**目前，腾讯、头条、微博已经在短视频平台通过自有或参股的方式成功卡位。各头部平台争夺流量红利只能出海，国内已进入对客户存量时长的争夺。重内容、重技术、重合规促使平台进行精细化运营，深耕垂直领域，预计未来行业将加速进入货币化黄金时代。
- ❖ **风险因素：**1.移动互联网用户增速放缓、手机出货放缓，获客竞争加剧，用户渗透与城市下沉不及预期；2.海外市场拓展不及预期；3.信息流优化效果与价值提升不及预期；4.内容监管风险。
- ❖ **投资建议：**考虑到短视频行业市场空间广阔、未来头部短视频平台溢价能力有望持续提升，我们给予短视频行业“强于大市”的评级。对于独立的短视频平台，我们建议关注字节跳动。字节跳动旗下拥有三家头部短视频平台，头条系的算法优势在MCN垂直化大背景下将持续提升产品的触达能力，规避不良内容带来的政策风险，形成品牌认知与护城河。此外，头条系的精准推送技术优势将进一步发力，提升广告加载率与转化率，使广告主ROI及广告单价进一步增长，拓展头条系货币化市场空间。而对于力推短视频战略的社交平台，建议关注腾讯、微博。链接社交和资讯平台仍然是未来一段时期内短视频头部平台切入熟人和半熟人社交圈以扩大流量，增加粘性的主要形式。微博与腾讯旗下的QQ、微信作为目前最主要的三大社交资讯平台，有望分享短视频头部平台成长带来的流量红利，增厚业绩。

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价	EPS			PE (倍)			评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
腾讯控股	337.00	10.92	14.19	18.41	31	24	18	买入
微博	74.90	2.79	4.12	5.46	27	18	14	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为2018年8月17日收盘价，腾讯为港元，微博为美元



## 强于大市（首次）

### 中信证券研究部

唐思思

电话：021-20262142

邮件：tangsi@citics.com

执业证书编号：S1010517080007

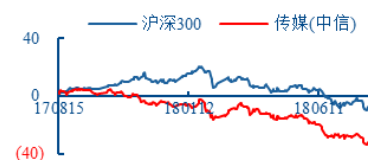
肖俨衍

电话：010-60836817

邮件：xiaoyanyan@citics.com

执业证书编号：S1010517070001

### 相对指数表现



资料来源：中信证券量化投资分析系统

### 相关研究

1. 传媒互联网行业跟踪报告—移动互联网半年度复盘：关注不同产业周期下的子赛道投资机会 ..... (2018-08-02)
2. 微博六问：护城河仍在，货币化进程不改 ..... (2018-07-18)
3. 传媒行业互联网视频专题研究报告之三—变与不变，三大视频平台的异同在哪里 ..... (2018-06-28)
4. 爱奇艺（IQ.O）投资价值分析报告—脚下的路，以及远大的前程 (2018-05-30)
5. 传媒行业 2018 年下半年投资策略—时间的纷争，掘进娱乐消费新赛道 ..... (2018-05-30)

## 目录

<b>产业概览：移动互联网时代的大风口</b>	<b>1</b>
短视频是目前稀缺的高增长赛道	1
短视频历经多年积累，一朝爆发	1
短视频产业链概览	2
<b>需求端驱动力：小镇青年开路，社交媒体跟进</b>	<b>3</b>
短视频可以满足用户社交网络与社交媒体的需求	3
短视频从填补低线人口社交网络需求起家	4
社交媒体需求崛起，短视频形式梧桐引凤	7
<b>短视频变现方式多样，市场空间广阔</b>	<b>9</b>
短视频平台商业模式清晰明了	9
短视频平台货币化形式多样	9
短视频行业市场规模测算	12
<b>行业格局逐渐清晰，梯队相对明确</b>	<b>14</b>
政策收紧+资本理性，新玩家入局成本提高	14
梯队形成：快手抖音领跑，头条系居中，美拍秒拍紧追	14
<b>发展趋势</b>	<b>23</b>
巨头全面入局，赛道竞争白热化	23
政策监管持续收紧，劣质平台加速出清	23
海外争夺增量，国内瓜分存量	23
商业变现将加速推进，短视频将迎来货币化黄金时代	25
<b>投资建议</b>	<b>25</b>
视频平台关注头条系；社交平台关注腾讯、微博	25
<b>风险因素</b>	<b>25</b>

## 插图目录

图 1: 近年主要短视频平台用户规模及增长 .....	1
图 2: 2018 年 6 月移动互联网各细分行业用户使用时长占比 .....	1
图 3: 中国大陆短视频行业时间轴 .....	2
图 4: 短视频产业链 .....	2
图 5: 近年我国户籍人口城镇化率 .....	4
图 6: 近年我国户籍人口城镇化率 .....	4
图 7: 中国互联网网民数量 .....	5
图 8: 中国手机网民数量 .....	5
图 9: 通信技术的发展是移动互联网产业的支撑 .....	5
图 10: 小镇青年与 Z 世代移动互联网使用时间分配比较 .....	7
图 11: 中国移动互联网用户使用市场情况 .....	7
图 12: 小镇青年与 Z 世代移动互联网月均使用时间比较 .....	7
图 13: 抖音录制界面 .....	8
图 14: 快手录制界面 .....	8
图 15: 近年中国互联网广告运营市场规模 .....	10
图 16: 近年互联网广告结构分布 .....	11
图 17: 抖音商品橱窗示例 .....	12
图 18: 美拍边看边买 .....	12
图 19: 全行业用户画像-性别 .....	12
图 20: 全行业用户画像-年龄 .....	12
图 21: 短视频市场投融资情况 .....	14
图 22: 短视频市场投融资分布 .....	14
图 23: 抖音日活反超快手 .....	15
图 24: 快手与抖音月活跃用户重合情况 .....	15
图 25: 第一梯队用户画像 1: 性别 .....	17
图 26: 第一梯队用户画像 2: 年龄 .....	17
图 27: 第一梯队用户画像 3: 地域分布 .....	17
图 28: 第一梯队用户画像 4: 收入 .....	18
图 29: 第一梯队用户画像 5: 学历 .....	18
图 30: 2018 年春节期间主要短视频 APP 卸载用户去向 .....	20
图 31: 2015-2017 年美图各产品 MAU .....	21
图 32: 2015-2017 美图国内外 MAU .....	21
图 33: 美图公司营收 .....	21
图 34: Tik Tok 谷歌热搜分布 .....	24

## 表格目录

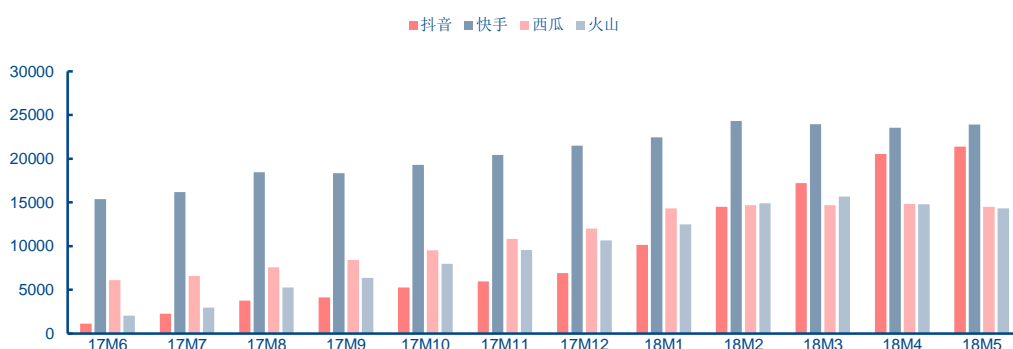
表 1: 各类内容生产商特点 .....	3
表 2: 国务院推进“提速降费”工作相关政策 .....	6
表 3: 快手 APP 特点 .....	6
表 4: 短视频行业市场空间测算 .....	13
表 5: 快手运营模式 .....	15
表 6: 抖音的运营方式 .....	16
表 7: 火山与西瓜的运营方式 .....	18
表 8: 美拍运营模式 .....	20
表 9: 秒拍运营模式 .....	22
表 10: 各主流短视频平台巨头布局情况 .....	23
表 11: 各主要平台算法特点与技术研发取向 .....	24

## 产业概览：移动互联网时代的大风口

### 短视频是目前稀缺的高增长赛道

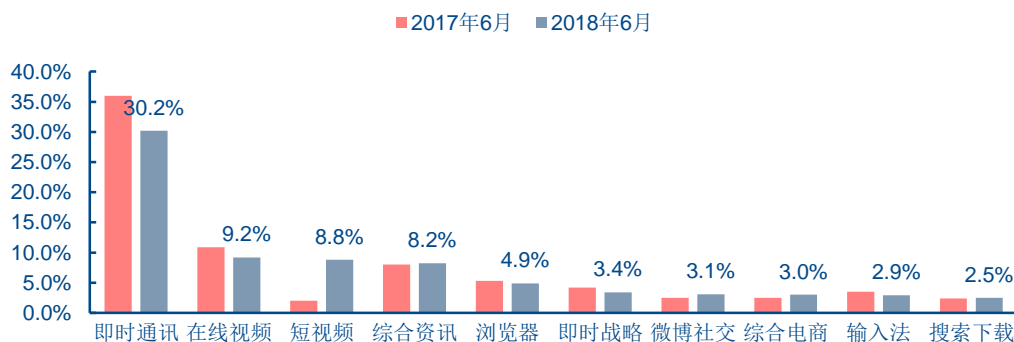
根据 QuestMobile 发布的《中国移动互联网 2018 半年大报告》，2018 年 6 月，中国短视频用户已达 5.05 亿，且仍在高速增长中，较上年同期已经翻倍，而在用户使用时长方面，短视频目前已经占据中国移动互联网总使用时长的 8.8%，而去年同期这一比例仅为 2%。短视频已经成为近两年来移动互联网最大的风口，阿里、腾讯、百度、头条等互联网巨头公司纷纷入局，卡位短视频赛道，在移动互联网人口红利消耗殆尽甚至总时长几近不增长的当下，布局短视频这个稀缺的高增长赛道显得至关重要。

图 1：近年主要短视频平台用户规模及增长（万人）



资料来源：艾瑞，中信证券研究部

图 2：2018 年 6 月移动互联网各细分行业用户使用时长占比



资料来源：QuestMobile，中信证券研究部整理

### 短视频历经多年积累，一朝爆发

2013/14 年是短视频的探索期，产品的形态相对雏形，对内容和流量都还缺乏深度理解。2013 年，快手率先从 GIF 图全面向短视频转型，此后秒拍通过深度绑定陌生人社交巨头微博开始发展壮大，腾讯也上线微视移动版并在 2014 年春节邀请百位明星齐聚拜年后下载量播放量激增。2015/16 年，短视频进入高速成长期。2015 年，快手通过个性化推荐算法和用户社区的深度运营，结合农村包围城市的打法，成功用户量破亿。同年，头条系入局，分别在 2016 年 3 月和 12 月上线了抖音和火山小视频，直接对标快手，并推出十亿补贴计划吸引优质的短视频内容生产者。也是在 2016 年，腾讯战略性放弃微视，改用投资快手的形式卡位短视频赛道。

2017 年以后，随着抖音的快速崛起和其他互联网巨头的补票上车，短视频赛道进入全面爆发阶段。尤其是抖音在用户端的全面赶超以及快速的货币化推进，无疑让其他的平台方感受到了巨大的诱惑力。时至今日，短视频赛道已经形成了快手、抖音两家独大，头条系西瓜、火山占据腰部，秒拍与微博、美拍与美图共生、其他中小平台垂直深耕的局面。而腾讯在 2018 年重启微视，百度也推出“Nani 小视频”，以期在短视频行业中分一杯羹。

图 3：中国大陆短视频行业时间轴

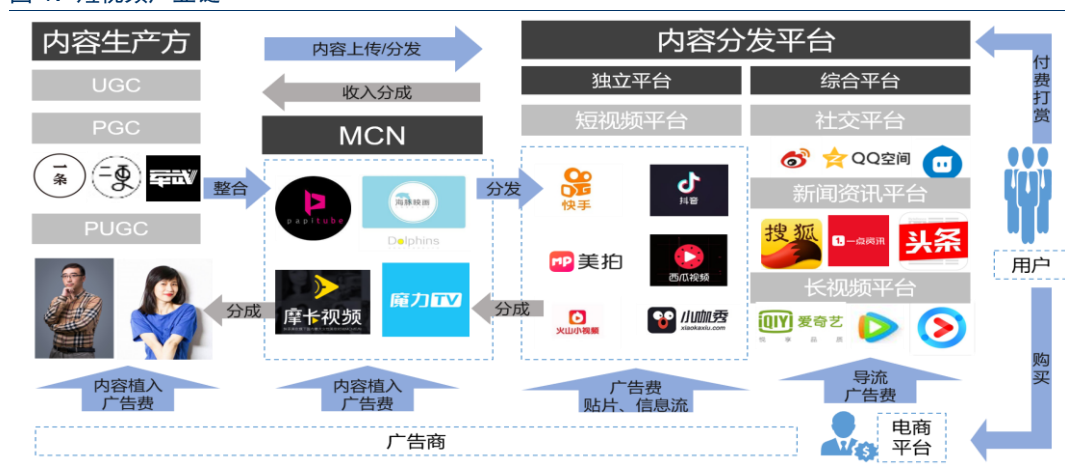


资料来源：各公司官网，中信证券研究部

## 短视频产业链概览

短视频不但成就了包括快手、抖音、美拍在内的短视频平台，也成就了一大批内容创业者或者公司，包括一条、二更、Papi 酱在内的内容生产角色获得了资本方一致的青睐，甚至传统的新闻平台方也加入了短视频大军，包括“梨视频”在内的主推严肃新闻的短视频平台也陆续成长壮大。短视频行业在资本的大力投入下，加速形成了完整的产业链条，分工明确，各司其职。上游包括内容生产方，中游为 MCN 机构，下游为短视频平台。此外，随着行业的井喷，还出现了第三方工具类服务角色，包括流量监测，拍摄工作等。

图 4：短视频产业链



资料来源：中信证券研究部

## 上游：内容生产方

内容生产方主要包括三类，其一是纯 UGC 短视频，即普通用户自己拍摄并上传的内容，往往制作相对简单，也不以盈利为目的，创作周期不固定，社交属性强；其二是 PGC 短视频，即专业机构创作的内容，往往基于相对复杂的创意策划后利用专业的工具拍摄，通常以盈利为目的，强媒体属性且可复制性强；其三是 PUGC（OGC）短视频，由专业用户创作并上传的内容，成本较低，有编排，有人气基础，商业价值高，主要靠流量盈利，兼具社交属性和媒体属性。



表 1：各类内容生产商特点

	个人	机构
非专业	UGC: 成本低，制作简单，无门槛； 商业价值低，无盈利目的； 强社交属性	
专业	OGC (PUGC): 成本较低，有编排，有人气基础； 商业价值高，主要靠流量盈利； 兼具社交属性和媒体属性	PGC: 成本较高，专业和技术要求较高； 商业价值高，主要靠内容盈利； 强媒体属性

资料来源：中信证券研究部

## 中游：MCN 机构

MCN 机构来源于 youtube 的网红经济，平台苦于对接众多的个人创作者，于是出现了专业的机构组织若干优秀的内容创作者，提供内容制作、技术支持、推广宣发、流量变现等在内的专业化服务，降低内容创作者本身的创作门槛并提升创作的成功率。

随着短视频行业的快速发展和其区别于长视频的草根特性，众多 MCN 机构应运而生，包括不少头部 KOL 从个人创作转型到 MCN 机构。MCN 机构除了聚集 KOL 以外还承担孵化的职责，而平台方也更加乐于与 MCN 机构合作。我们认为 MCN 机构是移动互联网发展的必然产物，由于移动互联网和智能手机的普及，越来越多的内容来自非专业创作者，而越来越长尾的创作者在创作成本、商业化、版权、可持续性等问题上需要更为专业的帮助。举例来说，对于 MCN 机构，可以精准把握平台的流量分发机制以及用户的需求，并结合点赞、评论、转发等用户互动数据来优化创作历程，以获得更大的流量。平台方通过和 MCN 机构合作，显著降低了自身的管理成本，并且通过 MCN 机构的帮助获取可持续的优质内容。此外，从广告主的角度来看，对于大部分品牌广告主，与 KOL 个人进行长期合作在可操作性上难度较大，但是通过与 MCN 机构合作，能实现矩阵化的投放，覆盖更多的粉丝，并且对投放效果进行专业化的跟踪。

## 下游：平台方

平台方是短视频产业链里直接面向用户的环节，因此也是最重要的一极。从平台的定位来看，可以分成两类，包括依靠短视频本身构建社区或社交关系链的独立平台，以及短视频作为工具属性依附于其他现有社交平台或者资讯平台的非独立平台。独立短视频平台包括我们熟知的抖音、快手、火山小视频、美拍等，而非独立平台包括秒拍、西瓜视频、好看视频、梨视频等。而即使是在独立短视频平台里，各自属性也差异较大，比如抖音更偏向于纯内容消费，社交关系链还较为薄弱，快手更强调用户的参与和用户个人影响力的打造，因此社交关系链较为完善，而美拍更加偏向于兴趣垂直社区等。

## 需求端驱动力：小镇青年开路，社交媒体跟进

### 短视频可以满足用户社交网络与社交媒体的需求

社交关系可以区分为强关系链和弱关系链，分别对应社交网络与社交媒体。强关系链的实质是双向关注，用户关系的拓扑结构是网状，从而实现密度较大的社交网络；弱关系链是单向的关注，即普通用户对 KOL/网红/明星的关注，用户关系拓扑结构是树状，从而形成社交媒体。

短视频这一形式，既可以成为熟人社交和半熟人社交的补充，满足社交网络需求；又可以成为 KOL/网红/明星展示自己的平台，满足社交媒体需求。

## 短视频从填补低线人口社交网络需求起家

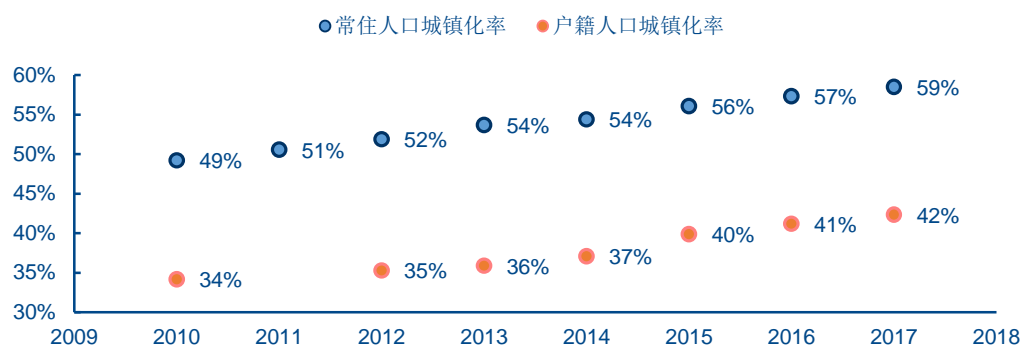
作为快手种子用户的小镇青年是短视频的开路者，其成功的核心在于以快手为代表的短视频应用填补了低线人口的社交网络需求。通过对低线地区的降维打击，避开了一二线的激烈竞争。快手的爆发，离不开多重因素的推动：小镇青年群体壮大提供最初用户基础，技术层面的进步与基础设施建设提供技术可能性，用户行为习惯的变化，短视频制作门槛的降低以及短视频平台内容生态的成熟等等。

### 宏观背景：城镇化叠加返乡潮，小镇青年初露峥嵘

近年来，户籍人口城镇化率的迅速提升以及流动人口进入下降通道使得小镇青年的基本盘逐渐扩大。快手崛起的时间段，正是上述过程加速的时间段。

农业转移人口市民化是户籍人口城镇化率的主体力量，也是小镇青年群体的基础。2014年政府工作报告中提到的“今后一个时期，着重解决好现有三个1亿人问题”，形成了这一现象发生的主要政策推手。2015年，在小城镇户籍放开的大背景下，户籍人口城镇化率迅速抬升3个百分点，相当于新增3800多万城镇户籍人口。

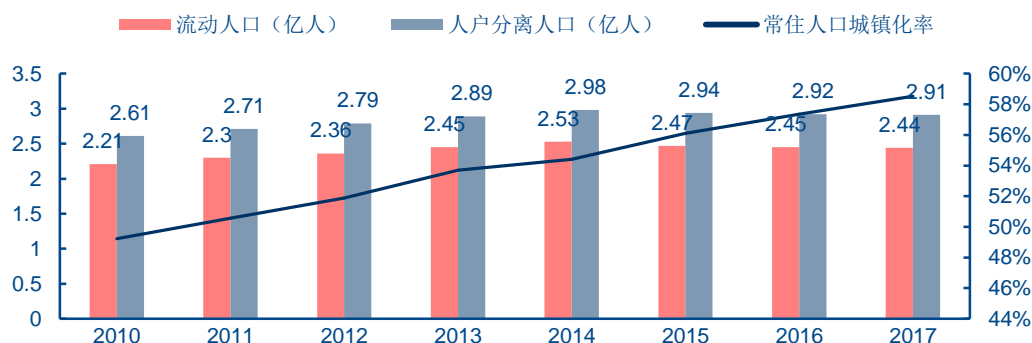
图5：近年我国户籍人口城镇化率



资料来源：国家统计局，中信证券研究部整理

流动人口减少，返乡潮带动低线地区移动互联网用户迅速增长。2015年，中国流动人口数量开始出现下降，且此后三年人户分离人口下降数量基本与流动人口下降数量相当。在常住人口城镇化率仍有提升的背景下，异地流动人口的减少和回流才是人户分离人口减少的主力。而随着4G牌照自2013年正式发放，中国移动互联网用户规模迅速扩大，大量流动在大城市的小镇青年成为互联网用户，而他们在返乡的同时也带回了移动互联网的使用习惯。

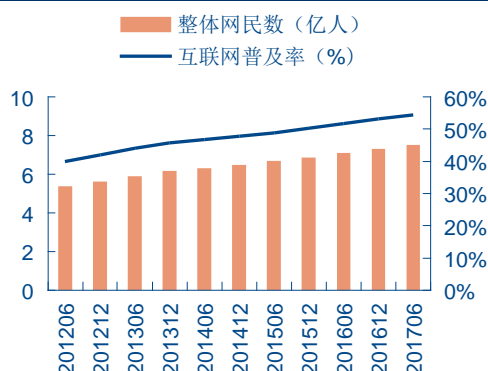
图6：近年我国户籍人口城镇化率



资料来源：国家统计局，中信证券研究部整理

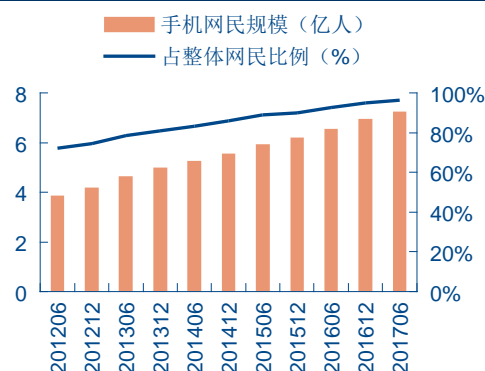


图 7：中国互联网网民数量



资料来源：CNNIC，中信证券研究部

图 8：中国手机网民数量

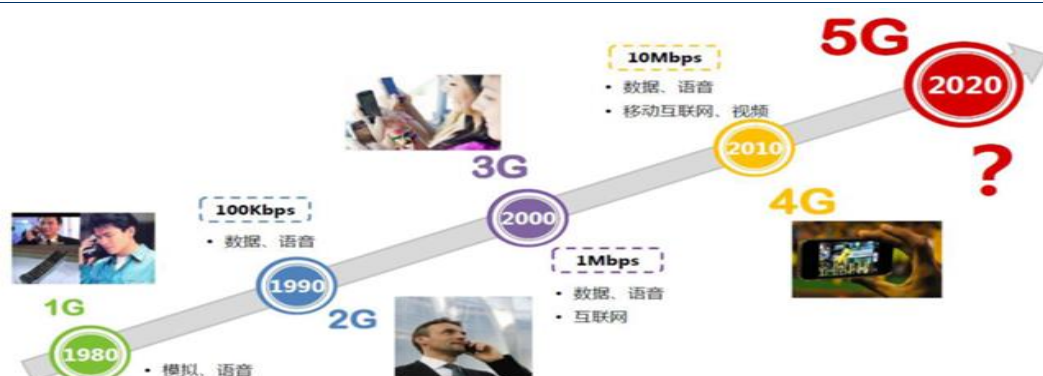


资料来源：CNNIC，中信证券研究部

### 技术与基建角度：“宽带中国”叠加“提速降费”

从技术层面来说，带宽、流量、4G 网络等为短视频的发展提供了强有力的支撑。随着 4G 网络基础设施的不断成熟，3G/4G 用户渗透率高达 81%，家庭用户宽带渗透率则高达 63%，确保用户无论身在何地都能方便不受限的接入移动互联网。而 2013 年 8 月 17 日，中国国务院发布的“宽带中国”战略实施方案则使得 4G 网络得以从中心城市向低线城市和村镇扩展。2015 年，我国新建 4G 基站超过 60 万个，4G 网络完成覆盖县城和发达乡镇，短视频得以在小镇青年生活场景中实现的技术基础形成。

图 9：通信技术的发展是移动互联网产业的支撑



资料来源：中国联通，中信证券研究部整理

**运营商提速降费、平台方和运营商深度合作推进短视频用户接受度。**2015 年以来，在国务院、工信部的推动下，三大运营商齐齐“提速降费”，平台方则联合运营商陆续推出腾讯“大王卡”、头条流量包等流量优惠套餐。种种利好使得短视频行业在用户端，尤其是移动端的接受度大幅提升。据发改委数据，流量资费已经连续 6 年快速下降，2017 年移动数据资费同比大幅下降 51.8%，与全球多个国家相比，移动流量费占人均 GNI（国民总收入）的比重和美国处于同一水平。短视频平台方或其背后生态也广泛与运营商合作，以定向流量包的形式给与用户进一步的资费优惠，例如腾讯的大王卡、头条流量包、抖音无限流量卡等。

**放眼未来，推动移动互联网进一步提速降费的政策预期明确。**在今年 3 月的政府工作会议上，国务院总理李克强表示，要加大网络提速降费力度，实现高速宽带城乡全覆盖，扩大公共场所免费上网范围，明显降低家庭宽带、企业宽带和专线使用费，取消流量漫游费，移动网络流量资费年内至少降低 30%。目前后续配套政策已渐次铺开。《扩大和升级信息消费三年行动计划（2018-2020 年）》进一步提出，到 2020 年 98%行政村实现光纤通达和 4G 网络覆盖，加快补齐发展短板，释放网络提速降费红利。

表 2：国务院推进“提速降费”工作相关政策

政策文件	发布时间	文号
《国务院办公厅关于加快高速宽带网络建设推进网络提速降费的指导意见》	2015 年 05 月 16 日	国办发〔2015〕41 号
《国务院关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见》	2015 年 11 月 19 日	国发〔2015〕66 号
《国务院办公厅关于深入实施“互联网+流通”行动计划的意见》	2016 年 04 月 15 日	国办发〔2016〕24 号
《国务院关于印发“十三五”国家信息化规划的通知》	2016 年 12 月 15 日	国发〔2016〕73 号
《国务院办公厅关于创新农村基础设施投融资体制机制的指导意见》	2017 年 02 月 06 日	国办发〔2017〕17 号
《国务院关于落实<政府工作报告>重点工作部门分工的意见》	2017 年 03 月 22 日	国发〔2017〕22 号
国务院关于进一步扩大和升级信息消费持续释放内需潜力的指导意见	2017 年 08 月 13 日	国发〔2017〕40 号
国务院关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见	2017 年 11 月 19 日	/
《国务院关于落实<政府工作报告>重点工作部门分工的意见》	2018 年 04 月 01 日	国发〔2018〕9 号
《扩大和升级信息消费三年行动计划（2018-2020 年）》	2018 年 8 月 11 日	/

资料来源：国务院，中信证券研究部整理

## 用户习惯发生变化：时间碎片化，录制简易化

从用户行为习惯的变化来说，短视频一方面契合了用户越来越碎片化的浏览习惯，同时其丰富且新奇的内容属性迅速占领了用户的心智。此外，小镇青年受教育程度相对较低，图文编辑能力相对较弱，而短视频 15 秒-2 分钟的视频制作较为简单，快手简洁明了的产品设计使得用户得以迅速适应操作，相对较慢的产品迭代速度降低了用户持续学习使用的成本，录制工具包和引导流程提升了视频制作质量。快手满足了小镇青年看视频、拍视频的主要需求，用户习惯得以养成，用户粘性得以增强。

表 3：快手 APP 特点

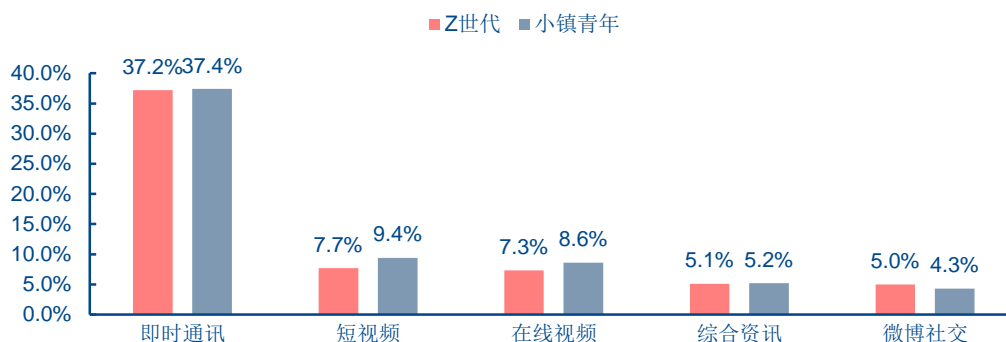
运营方式	轻运营
屏显	瀑布流，
产品迭代	较慢（月 2.22 次）
算法特点	去中心化，依赖平均算法，无人工推荐
操作特点	上滑显示评论 拍摄键使用象形符号 封面可选文字 无单独题目设置
TAB 功能	关注：用户关注的人的视频作品会显示在这里，按时间降序排列，视频封面下方显示发布时间 发现：随机推荐的视频作品，视频封面下方显示获得喜欢数 同城：基于地理位置推送的视频作品，视频封面下方显示与用户当前的距离

资料来源：中信证券研究部

## 深度绑定低线社交：短视频占领小镇青年朋友圈

通过比较小镇青年与 Z 时代两个年龄相近，地域分布相左的群体对移动互联网使用时间的分配，我们可以发现，小镇青年对短视频的依赖显著高于 Z 世代。使用短视频记录生活已经成为了小镇青年社交生活的重要组成部分，提升了小镇青年的社交表达欲望和效果，从而在熟人社会解体程度较轻的低线地区实现“病毒式”传播。

图 10：小镇青年与 Z 世代移动互联网使用时间分配比较



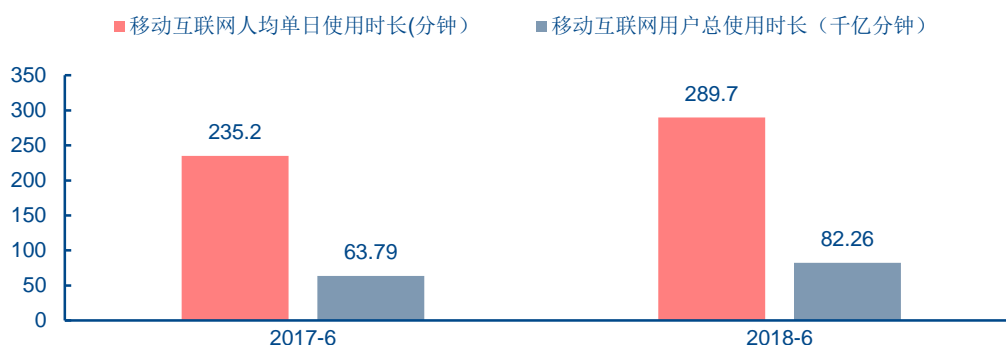
资料来源：QuestMobile，中信证券研究部整理

## 社交媒体需求崛起，短视频形式梧桐引凤

快手以社交网络的形式在低线地区大获成功，使得短视频这一形式作为一种社交工具开始深入人心。然而一二线城市用户在社交网络方面选择较多，相比之下对优质社交媒体的需求更为强烈，而短视频本来就是一种适合社交媒体的交互形式，人们只是需要一个理由开始使用它。头条系的入局终于引发了社交媒体属性更为明显的抖音、西瓜、秒拍、美拍等产品于短视频全面爆发期席卷一二线城市。

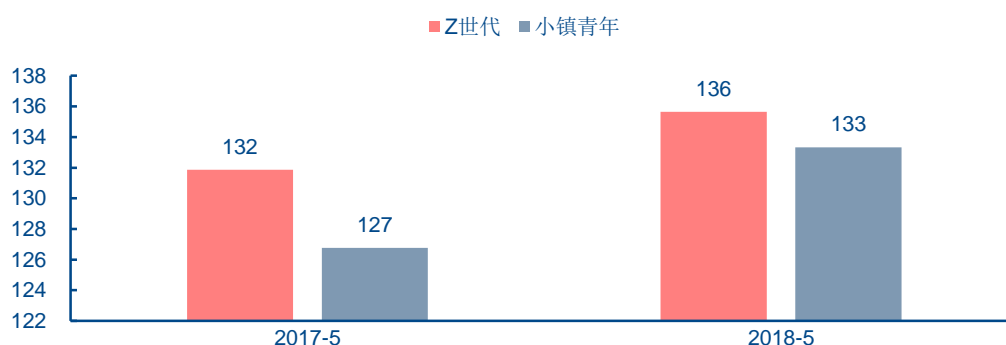
## 移动互联网下半场的用户娱乐时间大战打响

图 11：中国移动互联网用户使用市场情况



资料来源：QuestMobile，中信证券研究部整理

图 12：小镇青年与 Z 世代移动互联网月均使用时间比较（小时）



资料来源：QuestMobile，中信证券研究部整理

目前，全网单用户使用时长已近长达 5 小时，增速已落后于全网总使用时长，移动互联网赛道之间的竞争将会越来越激烈。在 18 年上半年里，即时通讯和在线视频仍然牢牢把握流量入口位置，分别位列用户使用时长第一、二位，但是下降趋势也很明显，其中即时通讯从 2017 年上半年的 36% 降低至 2018 年上半年的 30%，而在线视频从 2017 年上半年的 11% 降低至 2018 年上半年的 9%，而短视频则刚好填补了这块降低的时长，从 2017 年上半年的 2% 增长至 2018 年上半年的 9%。

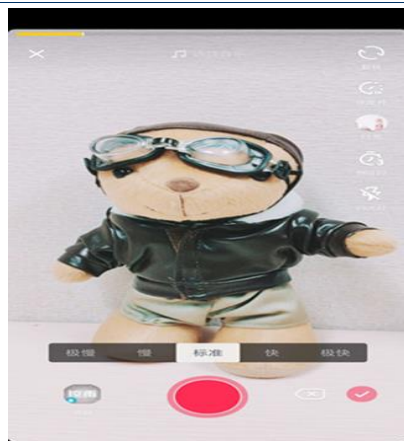
短视频更加符合一二线城市用户行为习惯变化，这使得短视频具有在一二线市场的赛道竞争中胜出的可能。根据 QuestMobile 的数据，Z 世代移动互联网人均使用时间仍显著高于小镇青年，考虑到其平均工作时长与通勤时长均显著高于小镇青年，其浏览习惯将更加碎片化；而较之低线城市更丰富的信息源使得信息泛滥问题在一二线城市更加突出，用户对新奇原创内容的渴求度也更高。

### 短视频成本低、传播广、迭代快

短视频制作成本低、传播广、迭代快的特点深度契合社交媒体中 KOL/网红/明星的需求。

短视频制作简单，平台方通过各类“一键完成 XX”的工具降低用户的使用成本。以抖音为例，为了帮助用户拍出富有节奏感以及内容新颖的内容，平台提供了形式多样的背景音乐供用户选择，在摄制过程中，屏幕的右侧有包括美颜、滤镜、倒计时、道具等在内的各种工具供选择，在录制完成之后，会有简单易操作的音乐剪辑，声音剪辑以及特效添加选项让用户一站式完成短视频的后期工作。除了提供工具以外，抖音还会在内容上引导用户，吸引草根用户去模仿或者复制一些内容，进一步降低用户的创意门槛。除抖音以外，包括快手、秒拍、小咖秀等在内的其他短视频平台也提供了类似的工具降低用户的使用门槛，进一步激发了用户的创作热情。

图 13：抖音录制界面



资料来源：抖音 APP，中信证券研究部

图 14：快手录制界面



资料来源：快手 APP，中信证券研究部

各大社交平台力推短视频战略，扩大了短视频的传播范围。短视频可以分享于主要社交平台，相比图文，明显用户的观看时长更长，用户观看时候的沉浸式体验也越强。社交网络的存在降低了传播者、受传者的操作门槛，使得短视频得以广泛传播。叠加平台运营的推动下，更容易形成热点式的“病毒式”传播。

短视频生产周期短，内容迭代快。对 KOL/网红/明星而言，更低的制作成本和更广的传播范围使得其可以更加全面、迅速的获得粉丝对视频的反馈，及时调整视频录制的内容和调性，增加 KOL/网红/明星与粉丝之间的粘性。



## 短视频成为内容创业的主要形式之一

基于上述优势，大量 OGC、PGC 开始进驻短视频平台，并由此发育出大量 MCN 机构。在 MCN 机构的参与下，内容生态愈发丰富和完善，使得短视频平台得以为用户持续提供新颖、多样、有趣的内容。MCN 机构的参与极大程度地完善了短视频产业链，促进了短视频产业的快速发展。

## 短视频变现方式多样，市场空间广阔

### 短视频平台商业模式清晰明了

在完整产业链的协同下，短视频已经迎来货币化的黄金时代，其商业模式的本质是内容带动流量进而变现：即依靠免费或补贴的内容吸引用户流量，再将流量通过广告、电商或者 C 端用户付费等方式来实现变现。

从内容的角度而言，用户近一年来在短视频上的时间消费突飞猛进，用户碎片化的消费观念、对富媒体交互形式的推崇，以及较强的社交属性，使得短视频在用户里的渗透率和粘性进一步提升。相比长视频网站，尽管电视剧、综艺、电影仍旧是用户消费的主流，但是在用户时间趋紧的环境下，越来越多的用户开始对动辄百集的电视剧感到“追剧乏力”。在短视频行业发展之初，综艺很好地填补了这种用户的诉求空白，而短视频的出现则对碎片化的时间形成了更好的填充。此外，长视频网站的观看环境更加偏个人，缺乏社交元素，而短视频内容则存在很强的分享属性，用户通过自己的社交网路分享给自己的社交关系链，从而形成传播。而从内容的成本而言，短视频显著低于长视频，但是近年来在激烈的短视频竞争格局下，平台不断的通过技术优势和补贴模式加大优质内容的产出，技术层面上不断推出新滤镜、新表情包、新玩法等，而补贴方面则包括补贴 KOL 个人或者 MCN 机构甚至签约平台自身的 KOL。

从流量的角度而言，目前短视频的流量分发机制主要分为两类，一类偏向用户的主动关注和分享来实现流量的聚合和分配，而另一类则偏向 AI 技术下根据机器判断的用户喜好去推送。主动关注关系链下，强调用户与 KOL、用户与用户之间的互动，内容更容易沉淀，KOL 自身的价值相对凸显；而在平台主掌流量分配大权的智能推荐模式下，用户更多关注的是内容本身，而非内容的生产者，内容沉淀属性较差，平台的价值相对凸显。两种不同的流量分配机制，直接影响了不同平台的产业链价值分配。

### 短视频平台货币化形式多样

从变现的角度看，由于短视频在模式上接近于信息流模式，在内容上既有新奇特吸引用户的一面，又有贴近用户生活的一面，因此目前短视频的变现集中在广告、电商、直播、游戏等渠道。

#### 广告：用户时间分配调整叠加新营销模式开拓，短视频或将成为广告主新宠

广告是短视频平台最主要的变现渠道，大量新营销模式在短视频平台出现。以抖音为例，短视频的广告变现模式包括开屏广告、信息流广告、定制挑战赛、植入广告以及贴纸广告等。

开屏广告是在应用开启时加载，展示固定时间，展示完毕后自动关闭并进入应用主页面的一种广告形式，按 CPT（展示时长）计费。由于展现在应用刚刚开启时，用户的注意力非常集中，特别适合广告主进行品牌宣传和产品推广。

信息流广告主要出现在视频推荐列表中的，是当前应用较多的广告形式。一般以 CPM（每千次曝光）或者 CPC（按照每次点击）计费。这一类型符合移动端视频观看习惯，触达率高，在单屏产品（抖音）中主要体现为视频流。

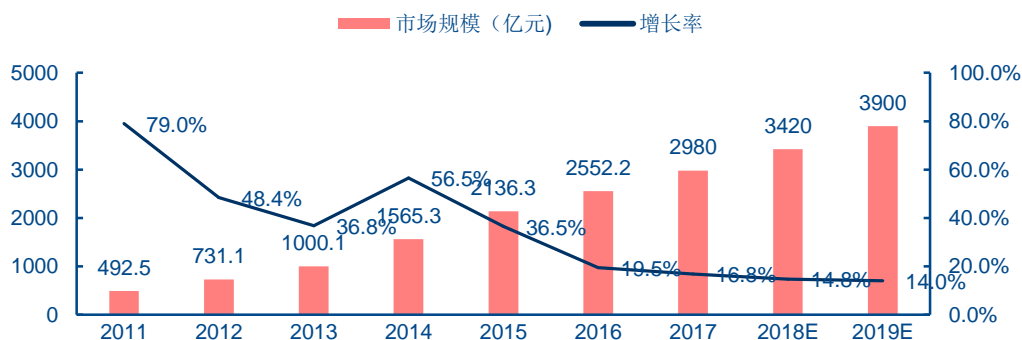
挑战赛是指平台与品牌主沟通定制站内挑战，通过活动运营和达人拍摄参与来带动用户参与挑战，完成品牌曝光。目前较为成功的案例包括“OPPO 原来你是酱紫”、“寺库给你全世界的美好”、“COCO 奶茶网红套餐”、“海底捞吃法的挑战”、“小猪佩奇手表”等，其中前两者的参与人数达 10 万人以上。

植入型广告分平台派发与后人自接两种。产出的广告称为原生品牌广告，同时也是优质的短视频。MCN、红人自接广告，一般按照粉丝数收费，且需要体要考虑内容属性、调性以及背后的人群品味，同时 IP 的成熟度也可能产生几十倍的溢价。目前抖音已经上线星图平台作为官方广告接单平台，而禁止 MCN、红人私自接受广告委托。

平台与品牌方一起合作的拍摄贴纸，包括背景、小插件、表情包等。贴纸广告使用场景原生，接受度高，互动时间长；且可以激发用户主动传播，分享传播后，触发二次使用。

随着流量红利的释放，目前互联网广告运营市场规模增速已经趋于稳定。考虑到我国宏观经济增速趋稳的大背景，我们认为未来整个互联网广告市场的规模将保持 15%左右的增速。在微观结构层面，视频广告占比逐渐提升是大势所趋。据今日头条数据，在曝光上，视频广告展示时长高于图文 1.5 倍，在互动上，视频广告点击率高于图文 17%，在转化上，在游戏，网服（互联网服务）和教育等行业，视频广告给品牌主带来了 30%-40%的提升。我们预计，未来视频广告占比将到达 30%左右，短视频广告增速将高于视频广告整体增速，预计未来三年复合增速为 20%。随着媒体对于付费会员体系的打造和流量红利的释放，未来视频广告行业的增量主要依靠广告资源创新与新的营销模式，而短视频是中国移动互联网二级细分行业总使用时长占比增长最快的行业，目前已接近 9%，用户使用时长从长视频和即时通讯向短视频迁移的趋势或仍将持续，短视频兼具媒体与社交属性使得其广告的创新性优势进一步凸显。

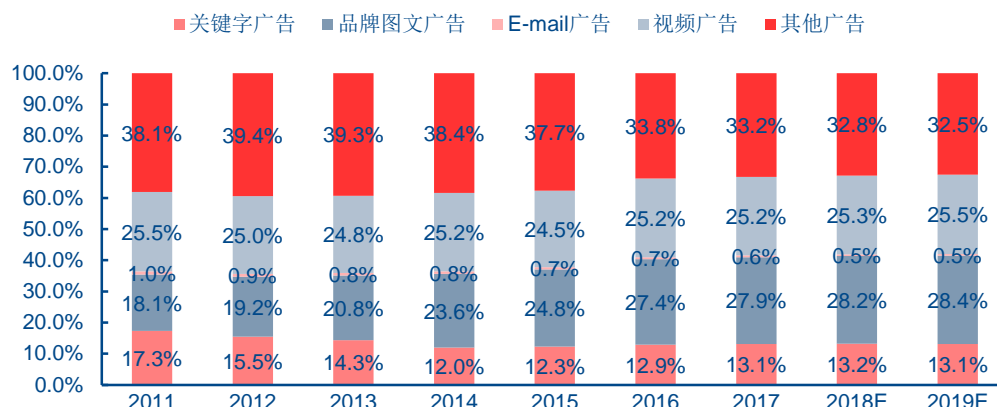
图 15：近年中国互联网广告运营市场规模



资料来源：易观数据（含预测），中信证券研究部整理



图 16：近年互联网广告结构分布



资料来源：易观数据（含预测），中信证券研究部整理

## 直播：互动途径推动平台良性发展，直播业务仍将维持高增长

短视频平台直播业务主要满足达人与粉丝的互动需求。这种需求一方面可以维系粉丝和达人的良好关系，推进平台良性发展；另一方面也为达人提供了变现渠道。目前快手、美拍、火山小视频、抖音等短视频平台先后上线了直播功能，加入泛娱乐直播赛道竞争，并有向游戏直播进军的趋势。

据中国演出娱乐行业协会网络表演分会联合“中娱智库”发布的《2017 中国网络表演（直播）发展报告》，2017 年我国直播市场整体营收规模达到 304.5 亿元，比 2016 年的 218.5 亿元增长 39%。截止 2017 年 12 月底，秀场直播、游戏直播、泛娱乐直播平台用户规模分别达到 3.12 亿、2.47 亿、3.6 亿，增速分别为 11.4%/12.3%/12.5%。目前泛娱乐直播是用户增长最快，渗透率最高的门类，但考虑到其内容相对单一，门槛较低的特点，用户付费和打赏意愿较之秀场、游戏直播可能较差，故我们给予其未来三年 30% 的年复合增速预测。

## 电商：侧重引流带货，电商平台划分势力范围

短视频平台电商市场目前分为导流带货和自营电商两种形式。

**短视频+电商**目前已经成为各大电商平台的布局重点。《京东短视频数据报告》显示，京东商品短视频的用户观看视频平均时长 51 秒，播放完成率超过 80%，家电品类测试显示，高质量视频可以将销售转化率提升 18%，有的商品转化率甚至可以翻倍。目前，抖音和美拍主要为淘宝导流，快手则联合有赞商城推出“快手小店”进行导流，入口亦支持淘宝。

据公开数据，阿里妈妈于 2016 年引入多家大型资讯媒体平台，用户总量级达到 6 亿，当年媒体分成超 100 亿，以生产电商导购内容为主的自媒体及达人的分成达 20 多亿。随着阿里对于平台内容体系的建设，加之短视频相比直播更好的留存属性和沉淀属性，我们预计短视频+电商业务将持续迸发火花。根据统计局的数据，过去 3 年电商零售总额整体复合增速在 35% 左右，而阿里中国电子商务业务过去三年收入复合增速在 45% 左右，假定短视频电商变现规模略高于电商整体交易规模的增长，我们给予其未来三年 40% 年复合增速的预测。

图 17：抖音商品橱窗示例



资料来源：抖音

图 18：美拍边看边买



资料来源：美拍

## 游戏：老铁们的新乐园，或将进军游戏联运

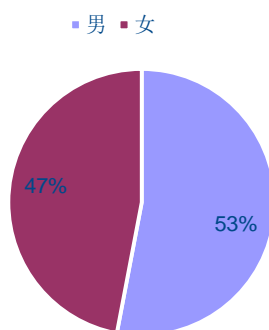
2018 年初，快手推出快手小游戏，主打游戏+社交，通过快手与微信两个入口进行引流。据 QuestMobile 数据，快手小游戏已经成为 2018 年上半年日活用户规模增速第六快的 APP，2018 年 6 月 DAU 达 778.2 万。猎豹大数据的重合度指标显示，快手小游戏用户中，有 75.3% 是快手用户，引流效果明显，预计未来这一市场将伴随平台步入快速增长期，给予其未来三年 30% 的复合增速。

此外，B 站依靠社区流量实现游戏变现的成功，可能指引短视频平台通过游戏联运进行变现。目前，游戏视频已成为短视频平台重要内容来源，社区氛围和文化已经建立；游戏厂商亦成为平台重要广告主，其生动的展现形式相比其他效果类广告优势明显。

## 短视频行业市场规模测算

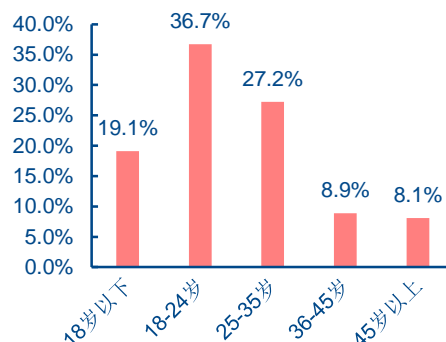
据 QuestMobile 数据，2018 年 6 月，全行业 MAU 已达到 5.05 亿。据克劳锐数据，整个短视频行业的用户画像如下图所示。

图 19：全行业用户画像-性别



资料来源：克劳瑞，中信证券研究部

图 20：全行业用户画像-年龄



资料来源：克劳瑞，中信证券研究部

广告收入方面，主要考量短视频平台的社交媒体价值。微博 2017 年度广告收入达 66.8 亿元，月活跃用户达 3.92 亿，广告收入/MAU=17.04 元；爱奇艺 2017 年度广告收入达 81.6 亿元，月活跃用户 4.63 亿，广告收入/MAU=17.62。我们认为，一方面，短视频平台用户

体量大且年龄偏年轻，广告价值大，且其 10 秒左右的视频长度类似信息流广告，加载率有望提升；另一方面，短视频平台富媒体的内容以及丰富的广告形式，得以吸引效果广告主以及品牌广告主的注意力，在整体广告市场里瓜分份额。综合考量其相较于长视频平台与社交巨头的优劣势，短视频平台目前全行业广告收入/MAU 应在 25 元左右，故此推断目前短视频平台广告收入总规模为 126 亿元。

**直播收入方面，主要考量短视频平台中有付费意愿的用户。**假定短视频平台用户中半数同时使用短视频平台的直播服务，短视频平台直播服务月活当在 2.5 亿左右，依据各主流直播平台的情况，我们推断付费用户比例约为 4%，即月付费用户规模可达 0.1 亿人。2018 年 Q1，陌陌直播服务营收 23.6 亿元人民币，直播付费用户数 440 万，增值服务营收 2.4 亿元人民币，增值服务付费用户 510 万人，月均 ARPPU 合计为 194 元；映客充值金额 11.81 亿元，平均每月付费用户数量 72.9 万人，月均 ARPPU 为 540 元；虎牙直播业务营收 7.9 亿元，付费用户数约 340 万，月均 ARPPU 为 77 元。我们认为，一方面，短视频平台直播业务仍在拓展阶段；另一方面，整体趋势上，泛娱乐直播在用户付费金额上不及秀场直播，陌生人社交直播以及电竞等专业直播。综合考量其相较于其他直播平台类型的优劣势，短视频平台目前全行业直播业务的月均 ARRPU 应在 50 元左右，故此推断目前短视频平台直播收入总规模为 60 亿元。

**电商收入方面，以电商收入分成为主。**目前龙头短视频平台尚未大规模上线自营电商，故该部分市场空间暂忽略不计。据艾瑞咨询数据，2018 年，我国移动广告市场规模约为 3698 亿元，其中电商广告收入约占 32%，总规模达 1183 亿元。我们认为，一方面短视频平台具有巨大的广告价值；另一方面短视频带货仍属于新兴的电商广告形式。综合考量其相对成熟电商广告投放平台的优劣势，推断短视频平台电商分成可占据电商广告收入的 5%，故此推断目前短视频平台电商收入总规模为 59 亿元。

**游戏收入方面，远期或可跟随 B 站模式。**目前短视频平台刚刚试水游戏，尚未进入货币化进程。如未来进入游戏联运市场，市场空间或可参考 B 站。2017 年，B 站游戏收入 20.58 亿元，游戏付费用户数 64 万，月均 ARPPU 为 268 元，付费率在 4% 左右。快手小游戏目前日活可达到快手的 7% 左右，假定 2021 年，短视频平台游戏业务的月活数可达现在短视频平台总月活数的 10%，则 2021 年月均费用用户规模可达 0.02 亿人。假定 2021 短视频平台游戏业务月均 ARRPU 可达现在 B 站的水平，则其市场规模为 64 亿元。

综上，短视频行业市场空间测算如下：

表 4：短视频行业市场空间测算

商业类型	2018 年市场规模（亿元）	2021 年预计市场规模（亿元）	年复合增速
广告	126	218	20%
直播	60	132	30%
电商	59	162	40%
游戏	/	64	30%
总计	245	576	33%

资料来源：中信证券研究部

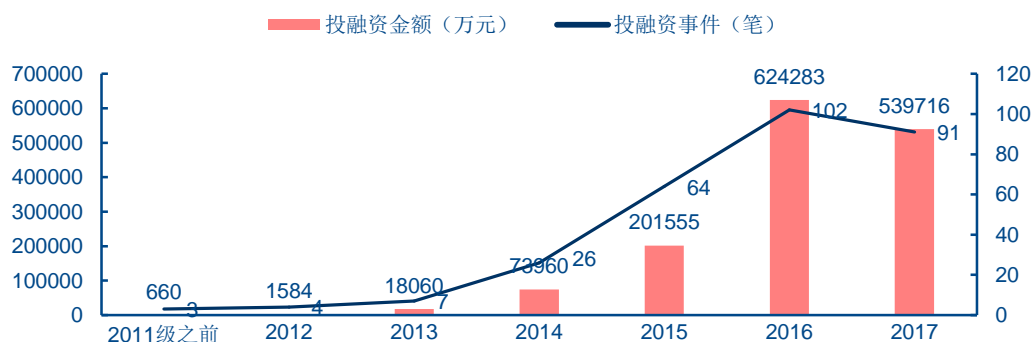
## 行业格局逐渐清晰，梯队相对明确

### 政策收紧+资本理性，新玩家入局成本提高

短视频平台资质审批已经收紧。《互联网视听节目服务管理规定》和《关于加强网络视听节目直播服务管理有关问题的通知》将新申请从事互联网视听节目服务牌照单位的条件提升为国有独资或国有控股单位，注册资本应在 1000 万元以上，进入短视频赛道的门槛抬升。

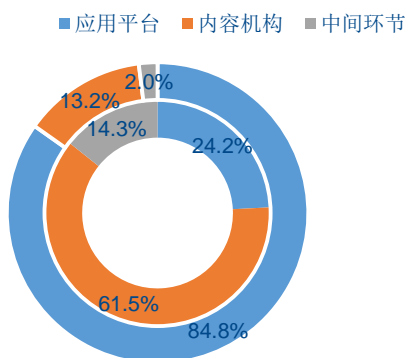
此外，目前中国短视频市场投融资已经趋于理性和冷静。经过 2016 年的高峰，老玩家已经完成数轮融资，且融资金额较大。资本对新入局玩家的扶持则在减弱，一级市场融资层面的头部马太效应已经形成，短视频平台的工作重点逐渐转向平台生态建设。

图 21：短视频市场投融资情况



资料来源：易观数据，中信证券研究部整理

图 22：短视频市场投融资分布（2017）



资料来源：易观数据，中信证券研究部整理；内环为案例数，外环为融资金额

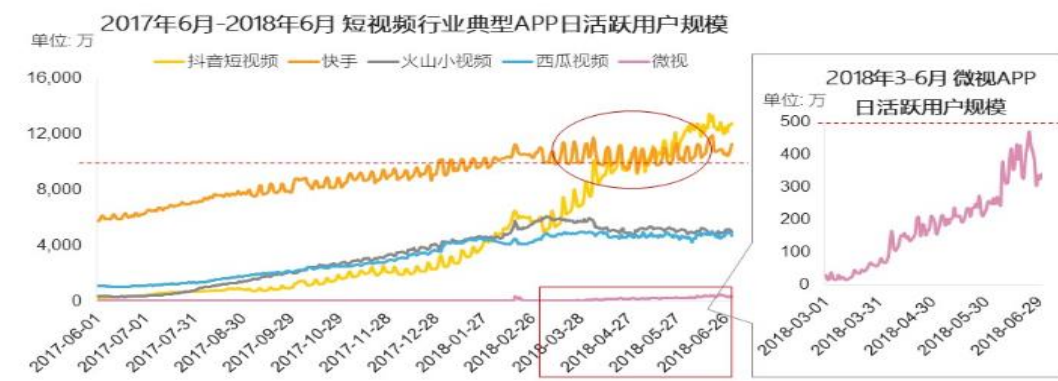
### 梯队形成：快手抖音领跑，头条系居中，美拍秒拍紧追

#### 第一梯队：媒体属性反超社交属性

短视频行业第一梯队已经确立。2018 年上半年，快手 DAU 稳定在亿级，抖音国内日活用户破 1.5 亿，已经反超快手。我们认为，这是短视社交频媒体属性发力的结果。短视频平台社交媒体化是大势所趋，快手在前期对低线地区实行降维打击的代价是牺牲了部分产品调性；而抖音已经在其一二线推广中完成了运营能力与技术的积累，未来从高线下沉的难度或低于快手向高线反攻。从二者的重合用户数据可以看到，在快手月活增长趋于停滞而抖音

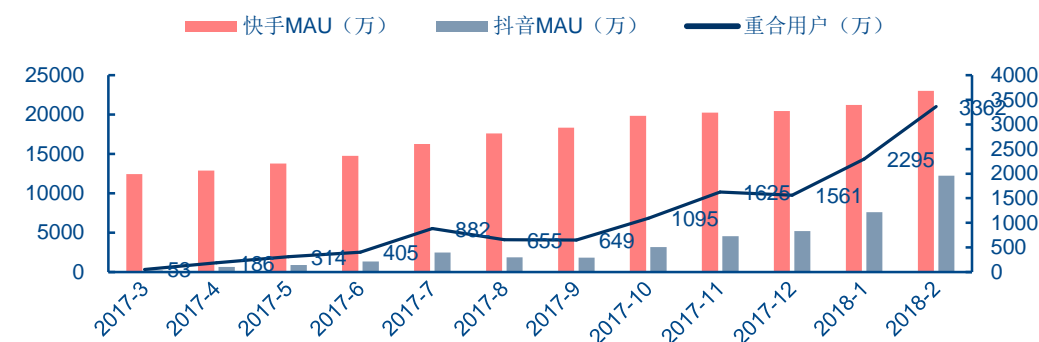
月活飞速上涨的背景下，二者的重合用户数正在快速上升，增速几乎与抖音月活上涨速度相同，这意味着越来越多的快手用户正在倒向抖音。

图 23：抖音日活反超快手



资料来源: QuestMobile

图 24：快手与抖音月活跃用户重合情况



资料来源: QuestMobile, 中信证券研究部

### 快手：成也老铁，败也老铁，低线之王的地位难以撼动

快手定位为普通人记录展示生活的平台。依据这一产品定位，我们可以判断：其一，快手社交属性强于媒体属性；其二，快手并不是专门为低线设计，“农村包围城市”是其策略而非战略；其三，快手对头部红人资源倾斜程度较低

在上述定位的基础上，快手发展出了如下运营模式。值得注意的是，快手启动了 MCN 合作计划，与其一直以来的产品定位产生了一定的冲突，或可理解为调整定位的信号。

表 5：快手运营模式

运营方式	轻运营
MCN 合作	MCN 合作计划海报已曝光
红人签约	快手音乐人计划
引流	16 年后开始有广告投放
用户画像	三四线主导，24 岁以下占 75%，且无主动调整意愿
社交属性	可导入 QQ 关系链； 底部用户天生社交圈窄，易基于地理位置产生熟人社交； UI 设计更强调社交，下滑就可看评论、及时看好友动态、强化私信功能； 互动率（评论+私信/总播放量）大于 5%

资料来源: 36 氪等, 中信证券研究部整理



**快手的竞争优势在于：背靠腾讯，深度绑定低线社交。**快手在产品设计与主流用户特点相符，用户粘性强。而背靠腾讯生态，通过微信和 QQ 进行导流，使得快手短视频与这一部分用户的熟人社交生活绑定。考虑到腾讯在短视频领域的投资主要倾向于快手，分别参与了快手的 C、D、E 轮融资，总额度不低于 15 亿美金，且快手与微视用户重合度不高，未来快手在低线地区依靠微信和 QQ 生态形成的壁垒还将进一步抬高。

**快手的竞争劣势在于：品牌调性尚有提升空间，未来或强化运营能力。**快手在低线地区和边缘群体的野蛮生长导致社区调性区别于其他平台。自转型短视频以来，快手负面新闻时有曝光，引起监管部门频频出手，红人屡遭封杀。虽然快手官方已经出手引导，还专门上线“快手正能量”板块，但受制于用户群体特征与早期口碑积累，产品调性的调整需要时间的沉淀。此外，轻运营导致快手在精耕内容方面仍需提升，除喊麦、社会摇等野蛮生长期的副产品外，其他现象级产物较少，而相比之下，抖音神曲在其运营团队的推动下，屡屡刷爆全网。随着短视频流量红利期的终结，平台需要深耕内容以争夺用户时长。

### 快手的变现方式与能力：依靠直播扭亏，试水电商与游戏

**直播业务：**据搜狐科技估算，快手直播月流水约为 5 亿，与主播五五分账再算上税费等成本，直播产生的月收入约为 2-3 亿元，直播创造的收入已让快手实现盈亏平衡。而快手庞大的小镇青年用户群体，在移动互联网小额消费的能力和意愿比较突出，具有较强的打赏意愿。据 QuestMobile 数据，22% 的小镇青年有在短视频平台进行打赏的行为，45.8% 的小镇青年付费使用在线视频 APP。

**游戏业务：**目前快手试水游戏市场的快手小游戏定位仍然为“老铁们的乐园”，目前快手小游戏日活已破千万，已经成长为头部游戏 APP 之一，并兼具社交属性。我们认为在快手老铁们移动互联网小额消费能力和腾讯旗下两大生态的加持下，游戏业务有望成为快手新的业绩增长点，未来有望进军游戏联运市场。

**广告与电商业务：**快手联合有赞推出了快手小店进军电商业务，但快手客户群体与拼多多高度重合，广告效果和带货效果或受限。

### 抖音：用户群质量较高，变现路径清晰广阔

抖音是一款可以拍短视频的音乐创意短视频社交软件，隶属于头条系，同属于头条系的短视频平台还有火山小视频，西瓜视频等。该软件于 2016 年 9 月上线，最初的模仿对象是音乐类短视频社区应用 Musical.ly。

表 6：抖音的运营方式

运营方式	重运营
MCN 合作	与 MCN 战略合作，贝壳（优卡拉 k）、大禹（野食小哥）
红人签约	签约近 2000 名红人
引流	17 年下半年起在各大平台买量
用户画像	24 岁以下占比 75%
社交属性	置顶热门评论，内容调性更易激发网友讨论； 强运营产生并留存优质 UGC，网易云音乐的逻辑； 互动率（评论+私信/总播放量）不足 2%

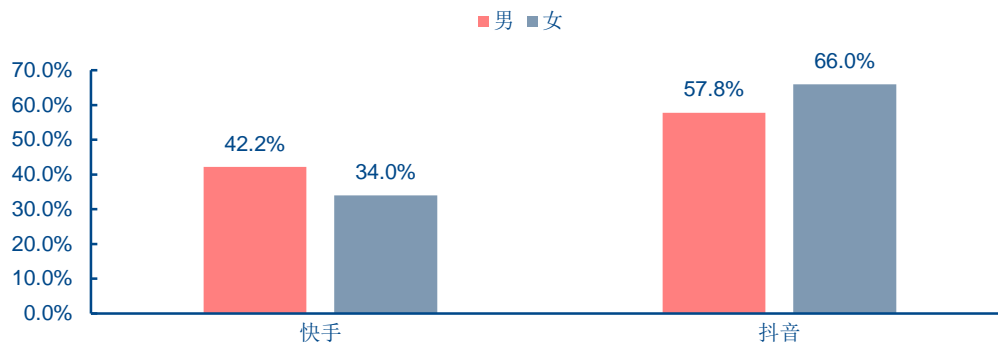
资料来源：36 氪等，中信证券研究部整理

抖音的竞争优势主要体现在两个方面：一方面是算法、运营、技术方面的优势，这使得抖音得以跻身一线短视频平台；另一方面是其沉浸式的产品设计有效拉长了用户的使用时长。抖音背后的头条系算法和强运营团队使得抖音可以牢牢把握住流量、红人、广告要素，领先的人脸检测与肢体识别技术为其拓展玩法提供无限可能。相较于快手，抖音的用户群体更加集中于一二线城市，尽管二者的用户体量相近，但从快手上经常出现的工地、乡村小饭馆等



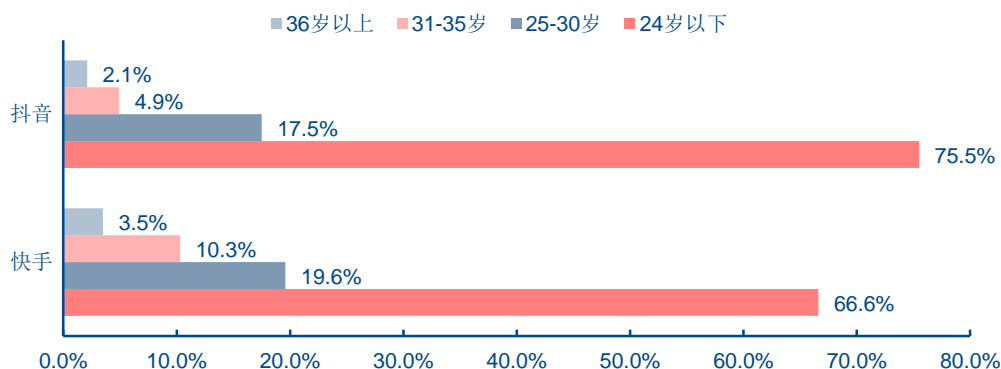
场景来看，两个产品主流用户的职业分野却可能较大：快手集中于蓝领，而抖音更集中于年轻白领和学生。

图 25：第一梯队用户画像 1：性别



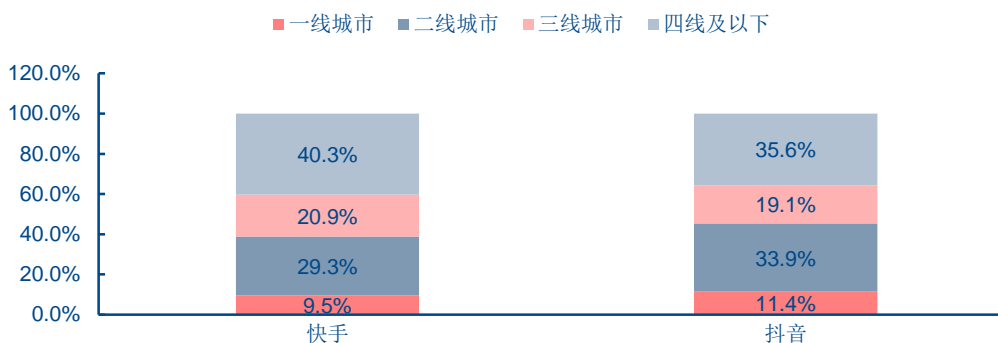
资料来源：QuestMobile，中信证券研究部

图 26：第一梯队用户画像 2：年龄



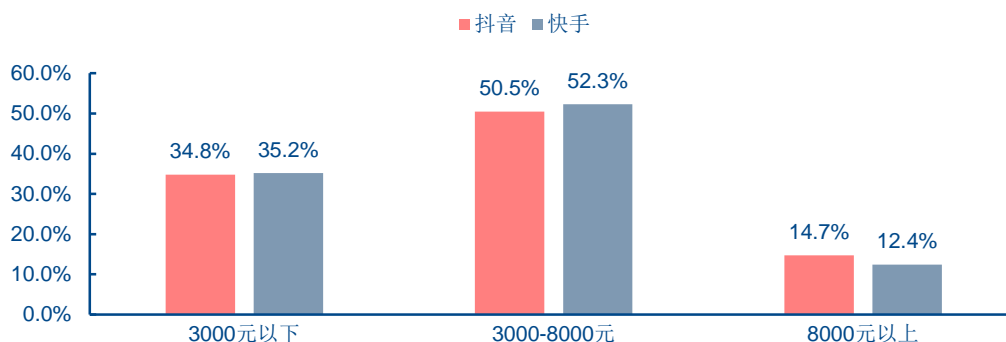
资料来源：QuestMobile，中信证券研究部

图 27：第一梯队用户画像 3：地域分布



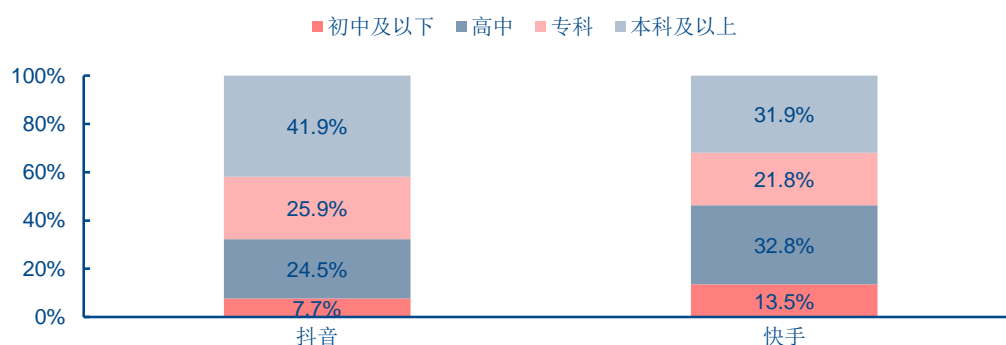
资料来源：QuestMobile，中信证券研究部

图 28：第一梯队用户画像 4：收入



资料来源：QuestMobile，中信证券研究部

图 29：第一梯队用户画像 5：学历



资料来源：QuestMobile，中信证券研究部

### 抖音的变现方式与能力：广告为本，电商强势

一方面，抖音目前对于信息流广告的投放仍然相对克制，以原生视频流广告为主，是平台优质内容的组成部分，未来成长空间巨大；另一方面，广告本身即是根据用户特征进行分发，加大投放对用户体验的伤害相对较小。

而电商业务方面，抖音购物车拥有较高的转化率，屡屡出现爆款。女性年轻客户占比较高的客群特点为其带来了高转化率的流量，视频“病毒式”传播的方式更使得其带货能力剧增。

### 第二梯队：强运营与算法的胜利

短视频平台第二梯队由同属头条系的西瓜与火山组成。具体细分上，西瓜视频是头条的亲生子，强调年轻化品牌和专业用户创作，视频数据也与今日头条打通，媒体属性强；火山小视频是由今日头条孵化的对标快手的产品，社交属性强。

表 7：火山与西瓜的运营方式

	火山	西瓜
运营方式	重运营	重运营
MCN 合作	“百万行家”计划	目前国内的 MCN 机构几乎都已入驻
红人签约	高价签约挖角	20 亿补贴计划，113 位百万网红人
引流	10 亿补贴	头条引流
用户画像	对标快手	一二线城市用户超过 49%，年龄段集中在 18-40 岁之间
社交属性	置顶热门评论，内容调性更易激发网友讨论；	强媒体属性

火山	西瓜
互动率（评论+私信/总播放量）不足 2%	置顶热门评论，有弹幕 互动率（评论+私信/总播放量）不足 1%

资料来源：36 氪等，中信证券研究部整理

### 头条系的竞争优势：算法、运营、技术

无论头条系的短视频软件面对的是小镇青年还是都市青年，其背后的团队都有深刻的头条烙印。2017 年乌镇互联网大会期间，今日头条创始人、CEO 张一鸣表达了对头条的希望：能力全面、思想开放。

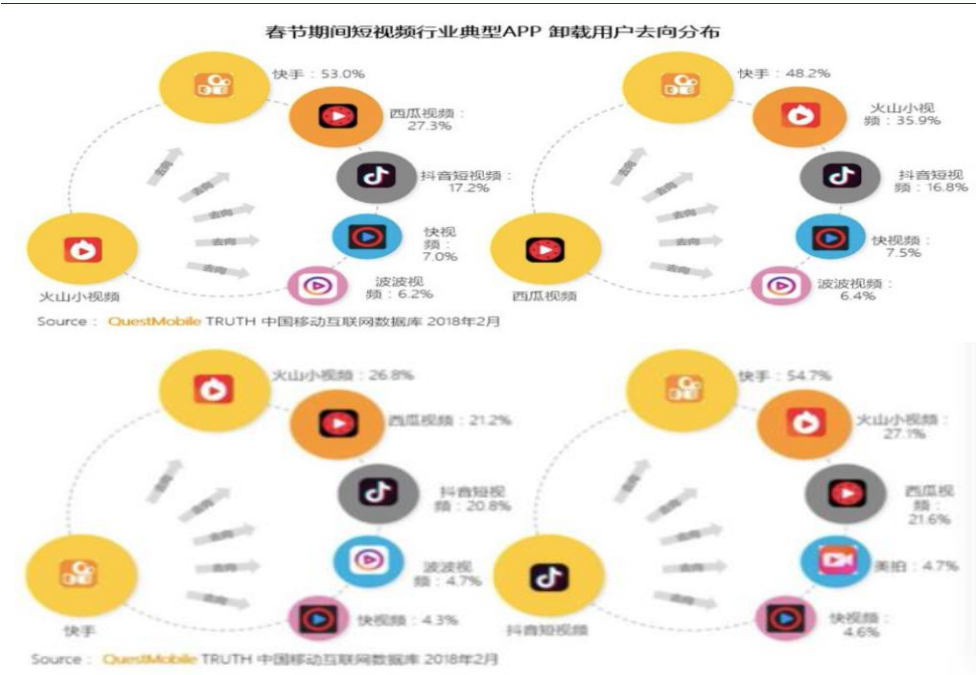
**头条系的算法原理主要使用三大维度变量，算法业界领先。**头条系内容、用户特征与环境特征三个维度的变量含几百亿原始特征和数十亿向量特征，已经可以做到实时迭代和推荐，结合其内部广告体系，使得头条系得以牢牢把控住流量。

**“财+才”堆出强运营，把控红人、广告主要素。**火山与抖音同属头条 IES 事业部，而西瓜视频亦在努力去“新闻标签”。头条系线上运营团队实力在业界领先，对推广费用往往不设预算，促使头条系得以多次推出高效玩法激活社交传播，从而进一步降低 UGC 的使用成本。此外，头条系多次赞助《极限挑战》、《爸爸去哪》等爆款综艺，通过推出合作贴纸等方法拓展客群。**而在对红人的把控方面，头条系在财力和政策上予以倾斜，分别覆盖各目标用户群。**西瓜目前已经签约了国内几乎所有主要 MCN 平台，“西瓜出品”和“3+X”计划一方面以 20 亿巨额资金补贴创作，增强内容；一方面提高平台分成，使得红人获得至少高于日常流量六倍的分成收入，并通过电商和直播拓宽红人变现渠道。火山则以重金挖角闻名，天佑出走火山事件一度对快手造成沉重打击。火苗计划从目标用户群中挖掘红人，使得每个月超过 95%上传视频的用户获得补贴。**广告方面，头条系结合技术优势，话语权强势。**凭借算法优势，西瓜视频深度植入 IP，定制化传播品牌理念；一站式对接头条号内容营销各个环节，实现流程全覆盖，议价权大大提升。

### 头条系的竞争劣势：多平台内耗，可能遭腾讯封杀

包括抖音在内的头条系面向各用户群体布局的策略一方面得以围堵快手，但另一方面也造成了多平台内耗的问题。以争抢用户最为激烈的 2018 年春节期间为例，头条系虽然是争夺快手客源的最大赢家，但其获得的客流却较为平均的流向了三大平台，但卸载头条系应用的客户却均有半数流向了快手。目前火山仍无力与快手单独对垒。全面开战的打法使得头条系目前营销费用高企，被迫维持三打一的局面。

图 30：2018 年春节期间主要短视频 APP 卸载用户去向



资料来源：QuestMobile

尽管头条系已经成为“TMD”三小巨头之一，但腾讯旗下仍然掌握着国内最重要的流量入口。2018 年 6 月 1 日，腾讯公告显示，已将“今日头条”、“抖音”的运营者北京字节跳动科技有限公司起诉至法院，理由是后者涉嫌不正当竞争行为，并对腾讯声誉造成严重影响。同时，腾讯还宣布暂停与上述两公司的合作。

目前，QQ 和微信中，西瓜、抖音的链接已多次遭到屏蔽、拦截，部分活动遭腾讯封杀。头条大战导致的遭腾讯全面封杀风险是目前头条系短视频平台发展的最大风险。此外，在监管趋严的背景下，头条系平台亦具有触雷风险。

第三梯队：老玩家的新增长极

美拍与秒拍是国内较早布局短视频的平台，分别背靠美图与新浪，作为两集团的新业务增长极。两家公司应当视为各自生态的一部分，与生态同进退。

表 8：美拍运营模式

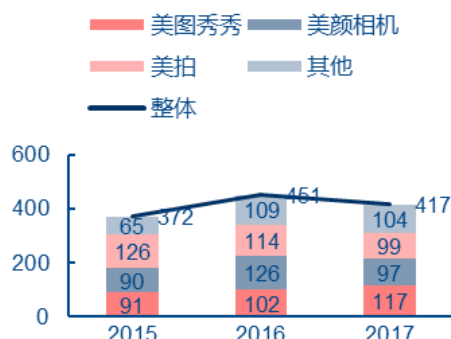
运营方式	重运营
MCN 合作	美拍大学
红人签约	美拍 M 计划
引流	美图生态
用户画像	年轻女性占 9 成以上
社交属性	社区类视频 与美图产品系列协同；内容生活化 泛知识短视频 媒体属性较强

资料来源：36 氪等，中信证券研究部整理

美拍是美图旗下产品，2014 年 5 月上线，最初定位短视频平台。2016 年之后，又搭上了直播的风口，用户迎来高速增长。美拍主打“高颜值直播+原创生活视频”，目标用户牢牢锁定年轻女性，以工具起家，进化为社交媒体，目前有进一步强化社交属性的趋势。

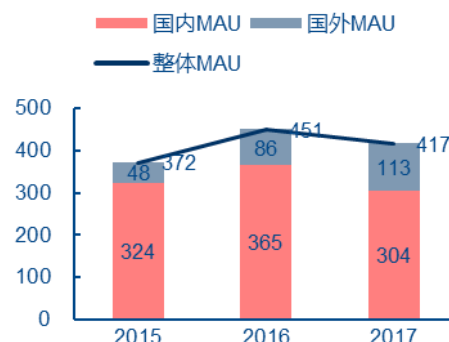
## 美拍的竞争优势：内容型工具保质量，长期口碑保体量

图 31：2015-2017 年美图各产品 MAU（百万）



资料来源：美图公司公告、中信证券研究部

图 32：2015-2017 美图国内外 MAU（百万）



资料来源：美图公司公告、中信证券研究部

根据艾瑞咨询统计，中国约 95.3% 的影像应用用户将至少一款美图应用列入其最喜爱的三款影像应用之一，而中国约 62.4% 的短视频平台用户将美拍列入其最喜爱的三款短视频平台之一。美拍及其背后的美图公司在颜值经济领域拥有绝对优势，目前国内尚未出现有力挑战者。

而随着移动互联网行业进入“内容为王”的时代，美图长期积累的技术优势与用户群体使得其在女性向影像产品方面具有持续保持高调性、高质量产品的能力。口碑的增长又进一步推动用户的增长，使得其得以深耕细分市场。

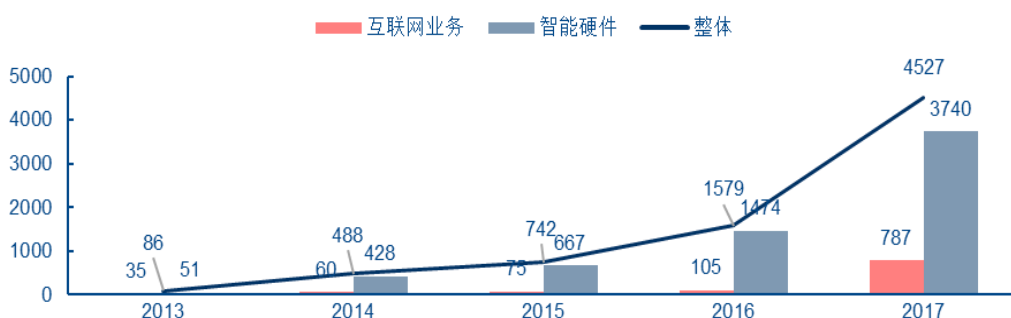
## 美拍的劣势：导流困难

美拍目前导流依然主要依靠集团内部产品，作为工具起家的企业，美图公司目前仍缺乏社交基因，无论是成为社交媒体还是社交网络，美拍都无法借助自有的生态。随着移动用户的新鲜感逐步降低，产品的衰减期提前。公司 2017 年年报显示，公司产品整体月活同比减少 7.6%，美拍同比减少 13.8%，公司核心产品美图秀秀月活用户减少更达到 23%。

## 美拍的变现方式与能力：直播带货双管齐下

美图公司年报显示，2017 年，公司互联网业务营收增长 662.2%，达 7.87 亿元；其中在线广告达 3.07 亿元，增长 4 倍；美拍直播虚拟道具等达 4.80 亿元，增长 10 倍。

图 33：美图公司营收（百万元）



资料来源：公司年报

未来增长能力上，考虑到美拍 M 计划的施行和美拍算法的升级，未来广告业务模式有向抖音靠近的趋势。直播方面，通过差异化用户内容与增强运营，上线提升交互度的新活动（如在线抓娃娃机），美拍可能受益于付费用户数量的增长与单用户付费额的提升。

秒拍可以视为微博的视频版补充，以头部大 V 引导话题与潮流为主要运营形式。目前秒拍已经成为微博主要发布短视频的形式，微博烙印明显。秒拍由炫一下（北京）科技有限公司推出，该公司旗下拥有秒拍、小咖秀、一直播等热门移动视频 APP。2013 年 8 月 新浪微博手机客户端内置秒拍应用，并从 2013 年的 B 轮融资开始连续 4 轮领投一下科技，累计金额达 1.9 亿美元。

表 9：秒拍运营模式

运营方式	重运营
MCN 合作	2000 多家 MCN 公司，拥有首个 MCN 机构的排行榜单
红人签约	入驻明星超过 3000 人，入驻网红大 V 超过 10000 人
引流	微博
用户画像	城市年轻中产
社交属性	他人作品观赏、明星引导 与微博高度相似

资料来源：36 氪等，中信证券研究部整理

### 秒拍的优势：先发卡位，微博加成，抢夺优质 MCN 资源

微博早在 2013 年已将秒拍内置于其客户端，实现资源互补，强强联合。一方面，微博大 V 获取了在短视频风口与粉丝互动的新形式；另一方面，秒拍得以引入包括一线明星在内的巨大优质流量。以 2014 年的“冰桶挑战”为例，秒拍率先在国内发起这场依托短视频的病毒营销，共获得 20 亿关注，并最终成为当年的重要社会事件之一。

秒拍依靠先发优势，发布了首个 MCN 机构排行榜单，并在超级红人节中拥有“秒拍年度最具影响力红人”榜单，增强了其对红人和 MCN 机构的吸引力。同时，微博已覆盖 55 个垂直领域，单月阅读量过百亿领域达到 25 个，又为 MCN 机构和红人提供了广阔平台。

### 秒拍的劣势：在本轮整改中遭受打击较大，重新上架时间未定

日前，国家网信办会同工信部、公安部、文化和旅游部、广电总局、全国“扫黄打非”办公室等五部门，开展网络短视频行业集中整治，依法处置了 19 家网络短视频平台。秒拍此次下架整改，被主管部门勒令“未接到通知不得上架”，而同遭整改的其他主要应用则明确永久下架或整改期限，目前秒拍团队正在整改，重新上架日期未定。

### 秒拍的变现方式与能力：广告具有超级用户触达能力

微博对 4 亿各类用户触达能力、相对精准的用户标签、娱乐资讯社交媒介属性以及热点裂变能力对于各类广告主而言价值巨大，吸引了游戏、电商、本地服务、综合品牌等各类广告主，同时广告形式多样化，包括为各类广告主提供的开屏广告与信息流广告，KOL 内容植入广告以及电商广告。

我们认为，相比其他平台，微博庞大的用户群、用户标签以及社交媒体具备的营销裂变特质保障了平台巨大的广告营销价值，在广告主预算竞争激烈的当前，依旧能够获取稳定的广告预算。秒拍作为目前微博主要的短视频形式，将从中充分受益。



## 发展趋势

### 巨头全面入局，赛道竞争白热化

目前，巨头已全面入局短视频领域，在已经形成的头部平台中，美拍背靠美图，快手背靠腾讯，秒拍背靠微博，头条系三家同时参战。此外，阿里文娱宣布土豆全面转型为短视频平台，在阿里文娱的生态助力下全力进击 PUGC 领域；百度也以“Nani 小视频”为名推出了一款短视频产品。

表 10：各主流短视频平台巨头布局情况

名称	美拍	快手	秒拍	西瓜	火山	抖音
时长	5 分钟视频; 10 秒 MV; 10 秒海报	7 秒或 17 秒	5 分钟	30 秒	15 秒	15 秒
特色	主打“高颜值直播+原创生活视频”	类 GIF 电影; 内容接地气	小剧场增加趣味性, 重分享	主打 PGC 视频, 定位搞笑娱乐, 个性化推荐的聚合类短视频平台	主打 UGC 原创生活小视频社区, 定位三四线城市。	定 UGC, 专注年轻人的 15 秒音乐短视频社区
运营思路	社区类视频; 美化颜值内涵深入人心, 与美图产品系列协同; 内容生活化, 突出舞蹈、新奇风, 用户集中在一二三线城市	社区类视频; 时间短、制作简单快速, 用户多为三四线城市, 突出世间百态	偏媒体类视频; 与微博进行独家合作, 依靠明星引流及颜值经济, 突出同城性, 但长尾效应较弱	注重平台内容生态建设。通过算法分析用户的浏览量、观看记录、停留时间等进行视频推荐;	火山小视频在农村开展发布会, 宣布用 10 亿元补贴平台内容创作者, 同时推出“火苗计划”, 开通视频打赏功能和小视频达人培训计划。	遵循音乐短视频社区的调性, 以音乐为中心进行内容类别划分, 形成平台特色; 85% 的抖音用户在 24 岁以下。
直播功能	有	有	有	有	有	有
巨头布局	美图系	腾讯系	新浪系	头条系	头条系	头条系

资料来源：各平台公开资料，中信证券研究部整理

而已经形成的头部短视频平台，在内容领域均与 MCN 展开合作，并布局电商、直播赛道。在客群领域纷纷尝试拓展客户群体，向上或向下进行渗透。目前短视频赛道竞争已全面白热化：总体趋势上，各大平台一方面将在国内深耕内容与渠道，争夺用户时间；一方面将依仗国内市场积累的经验、资本与运营能力，出海争夺流量增量。

### 政策监管持续收紧，劣质平台加速出清

内容监管在收紧。4 月以来，监管部门曾对互联网内容领域进行集中整顿，短视频行业成为整顿焦点，至 7 月下旬开始出现关停处理。目前，“哔哩哔哩”“秒拍”“56 视频”等 16 款网络短视频平台相关负责人被联合约谈，其中 12 款 App 作出应用商店下架处置，要求平台企业作出全面整改。

我们判断，作为低俗、色情、暴力、侵权的重灾区，未来对短视频的强监管将成为常态。在强监管下，行业出清将加速。未来短视频平台寄希望于通过猎奇色情内容，贴监管擦边球进行野蛮生长的通道已经彻底堵死，短视频平台在国内未来将只有深耕内容一条路可选。在这一趋势下，各大巨头将持续进行自我审查，短视频行业或将在良性环境下迎来新一波繁荣。

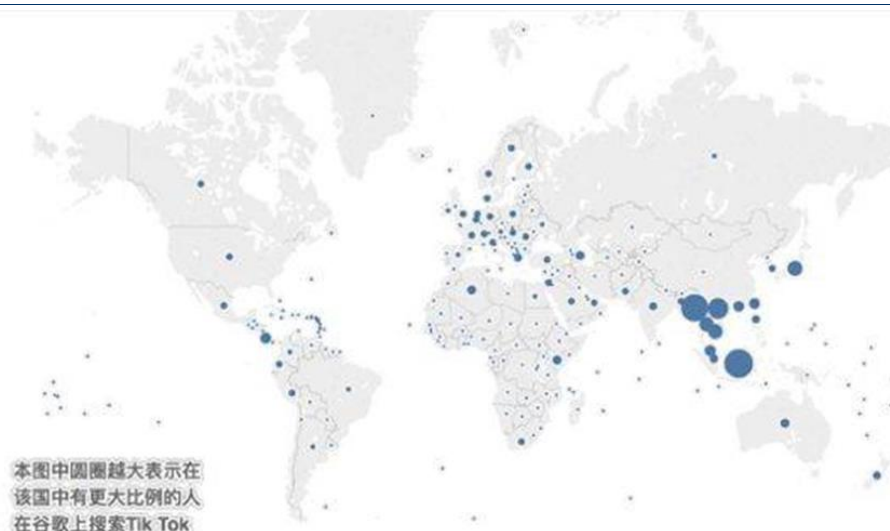
### 海外争夺增量，国内瓜分存量

#### 出海争夺流量红利

国内短视频流量红利已接近到顶，头部平台纷纷出海。短视频平台出海有发布海外版和并购两条路径，将为平台带来用户增量和版权等无形资产。以抖音和快手为例。字节跳动

2016 年就开始启动的国际化战略，目前抖音已将其并购的 Musical.ly 并入 Tik Tok，统合东亚、南亚与欧美市场布局。张一鸣表示，“希望在 3 年内，抖音全球用户占比将达到 50%”。而快手则在东北亚、东南亚形成攻势，目前已经在全球近十个国家和地区推出海外版，并且均取得了相当不俗的成绩。数据显示，近日快手海外版分别取得了土耳其总榜第二、俄罗斯双榜第一、韩国第一以及台湾地区第二的位置。不仅如此，其近期更是在东南亚接连突围，多个星期连续占据越南和菲律宾榜首。预计未来，头部平台将普遍在全球进行展业，随着对现有空白市场的争夺逐渐趋于白热化，对海外同类软件的并购潮将到来。

图 34：Tik Tok 谷歌热搜分布



资料来源：36 氪

## 运营+深耕内容争夺国内存量用户

随着各平台的全面展开，平台之间的竞争愈发激烈，并从流量的争夺转向对用户时间的争夺。未来各平台将提升平台辨识度，以精细化运营，持续更新提高用户生命周期。

随着各个平台差异化程度的提升与算法的进步，未来同一内容在不同平台进行分发的效果差异将愈发明显，全平台分发将提升 MCN 机构成本，不再有利于 MCN 机构的工业化生产。而从平台角度说，各大平台重金扶持 MCN 平台，将加速 MCN 机构在各平台间的站队，增进平台对 MCN 机构的控制力。在同一平台主导下，MCN 机构将走上深耕垂直领域的道路，成为平台在各领域的内容生产与协调版块。

此外，各平台纷纷提升研发投入，升级分发算法。2018 年 1 月，今日头条公布自身算法原理，并接受建言，改善算法。而在算法上本身具有短板的快手，则通过升级算法着力解决低俗内容问题。美拍则希望通过驱动 AI 升级，精细化深耕聚合兴趣领域，希望进一步提高自身在颜值经济细分市场的壁垒。我们认为，随着短视频平台野蛮生长期的结束，未来算法将成为短视频平台的核心竞争力之一。在强监管背景下，算法的过滤能力将与推荐分发能力同等重要。

表 11：各主要平台算法特点与技术研发取向

	快手	抖音	西瓜	火山	美拍	秒拍
先有算法	根据用户画像和内容标签进行个性化推荐；推荐力度随着热度的增加先升高再降低，曝光发布	智能分发+叠加推荐+热度加权 根据用户画像和内容标签进行个性化推荐；高热度高	据用户画像和内容标签进行个性化推荐，享有头条数据规模优势	据用户画像和内容标签进行个性化推荐，享有头条数据规模优势	只能推荐	是导入微博的兴趣标签，基于用户位置的本地新闻，用户的朋友圈推荐

快手	抖音	西瓜	火山	美拍	秒拍
较为平均，数据库已有亿级特征	曝光，根据热度决定是否进入更大的推荐池。享有头条数据规模优势。 转发量>评论量>点赞量				
技术研发取向	升级算法过滤不健康内容	继续迭代	继续迭代	继续迭代	AI 驱动升级，推进智能测肤等功能

资料来源：各平台公开资料，中信证券研究部整理

商业变现将加速推进，短视频将迎来货币化黄金时代

巨头竞争布局海内外，强运营深耕内容将使得短视频平台的用户规模继续膨胀，用户粘性持续提升。短视频平台的商业价值将在移动互联网各赛道中更快凸显。依托强大的用户与内容积累，以短视频平台为核心，触及广告、直播、电商、游戏甚至内容付费的变现渠道将迅速打通，短视频货币化进程将大大加快。

投资建议

视频平台关注头条系；社交平台关注腾讯、微博

我们认为，信息流广告仍是未来三年短视频平台货币化的主要渠道，而货币化的成功与否决定了短视频平台能否持续改善粉丝生态、深耕内容以形成品牌认知，构建深厚的护城河，在长期形成良性发展循环。考虑到短视频行业市场空间广阔、未来头部短视频平台溢价能力有望持续提升，我们给予短视频行业“强于大市”的评级。

对于独立的短视频平台，我们建议关注**字节跳动**。字节跳动旗下拥有三家头部短视频平台，变现路径清晰。头条系的算法优势在 MCN 垂直化与监管趋严的大背景下将持续提升产品的触达能力，规避不良内容带来的政策风险，形成品牌认知，加深护城河。此外，头条系的精准推送技术优势将进一步发力，提升广告加载率与转化率，使广告主 ROI 及广告单价进一步增长，拓展头条系货币化市场空间。

而对于力推短视频战略的社交平台，我们建议关注**腾讯、微博**。链接社交和资讯平台仍然是未来一段时期内短视频头部平台切入熟人和半熟人社交圈以扩大流量，增加粘性的主要形式。微博与腾讯旗下的 QQ、微信作为目前最主要的三大社交资讯平台，有望分享短视频头部平台成长带来的流量红利，并通过信息流广告的形式完成货币化，增厚业绩。

风险因素

- 1.移动互联网用户增速放缓、手机出货放缓，获客竞争加剧，用户渗透与城市下沉不及预期；
- 2.海外市场拓展不及预期；
- 3.信息流优化效果与价值提升不及预期；
- 4.内容监管风险。

## 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

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。

	评级	说明
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. 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；在欧盟由 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员）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、35 及 36 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 11 2017。

**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。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资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。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条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的内容。

## 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 2018 版权所有。保留一切权利。