

产品与算法：抖音、快手的生态成因

——短视频系列报告之二

核心观点

- **抖快的价值独特性**：20/06 月短视频用户渗透率提高至 74%，用户时长约占总时长 20%，短视频行业主要用户&时长被抖快两大产品占据，抖快分别占短视频用户规模的 78%/60%，时长分别达 50%/35%以上。抖音和快手是中国目前为止最大的互联网内容平台，“大”体现在用户规模大（DAU 分别达 6 亿/3 亿）、使用时间长（人均单日使用时长约 90min），参与内容创作者群体多（快手内容创作用户达 3 亿，抖音过去一年创作者新增 1.3 亿）。抖快是头一次让这么大范围的用户参与内容创造/内容消费的平台，真正做到了记录世界多元的真实与美好，让很多人&地点&事件第一次以影像的方式被记录和大范围传播。
- **两款产品的相似&不同**：二者服务的用户需求是相似的，都是满足用户休闲娱乐、社交、信息分享、信息获取等内容消费需求的产品。抖、快的最大共性，在于技术进步下**媒介的便捷性**（生产和理解门槛都很低的短视频）和**算法的先进性**（依靠去中心化算法进行内容分发），这也是二者近两年来成为成长最快的互联网产品的核心原因之一。但两者又有不同，我们认为抖快的核心差异来源于底层价值观的不同，侧重美好 vs 强调真实普惠。这些差异造成了产品内容分发算法逻辑（重内容质量 vs 强调普惠公平）、社区运营（重运营 vs 轻运营）、产品形态（单列沉浸式 vs 双列可选择式）的差异，这些差异造就出 2 大平台不同的社区内容生态、创作者生态、用户心智及归属感、用户增长速度及商业化方式。平台生态的差异导致抖快在不同变现方式上的能力差异。
- **目前看来，重内容运营是所有追求用户/时长增长的内容平台必须选择的道路**。抖快两大产品系都在更深度运营，包括头部内容&垂类内容运营、达人运营、工具、平台活动、激励机制等。其中抖音系的运营方式非常值得行业学习。**算法+运营，都是为了社区生态增长而努力。UGC/PUGC 创作者和 OGV → 更多的用户 → 用户支持创作者+品牌方看到平台价值 → 拉升广告、电商、直播打赏等变现收入→有更多的 UGC/PUGC 创作者和 OGV →更多的用户&时长，进入持续正循环。**

投资建议与投资标的

- 我们看好抖快两个平台在基础设施、技术、算法、数据积累方面的领先优势，未来这些能力有望复用到更多场景创造价值。其次，随着抖快的发展，其生态体系的合作伙伴（服务商、MCN 机构、入驻商家）也将实现快速成长。建议关注：1. 产业中抖音、快手两个短视频平台，以及腾讯控股(00700，买入)；2. 头部电商 SaaS 服务商：中国有赞(08083，未评级)、微盟集团(02013，未评级)；3. 新流量平台营销服务商和 MCN 机构：华扬联众(603825，未评级)、天下秀(600556，未评级)、引力传媒(603598，未评级)、中广天择(603721，未评级)；4. 及时把握新流量场红利的新品牌商。

风险提示

用户数、时长增长遇到瓶颈，内容监管不力，直播电商的增速不及预期



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

行业

传媒行业

报告发布日期

2020 年 10 月 19 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

项雯倩

021-63325888*6128

xiangwenqian@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517020003

证券分析师

吴丛露

wuconglu@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520020003

证券分析师

李雨琪

021-63325888-3023

liyuqi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520050001

联系人

詹博

021-63325888*3209

zhanbo@orientsec.com.cn

相关报告

快手 9 年发展复盘，3 亿 DAU 是如何养成的——短视频系列报告之一 2020-07-10

2020H1 手游增速亮眼，下半年多款产品蓄势待发：游戏行业产品线分析报告 2020-08-19

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

序言：	5
一、产品的顶层设计：价值和价值观.....	12
二、产品功能特点：不同到趋同.....	12
2.1 产品更迭：抖音、快手主界面变化不大，双方功能趋同	12
2.2 产品界面对比：抖音沉浸 vs 快手简洁	15
三、抖快的创作者及其内容们，算法+运营的正循环	20
3.1 基于算法的内容推送，优质内容 vs 公平普惠	20
3.2 内容运营，加码内容平台发展	24
3.2.1 为什么内容平台需要创作者/内容运营？	25
3.2.2 抖音和快手不同阶段的运营特征	25
3.3 算法+运营，抖快形成了不同的创作者及内容生态	31
3.3.1 内容生态差异：抖音更消费者友好，快手更生产者友好	31
3.3.2 创作者生态的差异：涨粉难度、粉丝集中度，及粉丝价值不同	32
3.3.3 平台的视频播放总量不同：快手平均单条短视频分到的流量更少	37
四、用户：抖快增长策略不同，用户重合度在提升	39
4.1 用户增长策略：快手初期佛系后期发力，抖音成立之初就重营销和运营	39
4.2 用户画像：抖音下沉快手上行，双方差距逐渐缩小	39
4.3 用户内容偏好：抖音更偏好颜值型，快手更偏好生活类	42
五、产品矩阵	43
总结与投资建议	46
风险提示	47

图表目录

图 1：互联网内容平台产品的各个要素	8
图 2：移动互联网巨头系 APP 使用时长占比（%）	9
图 3：网民不同类型 APP 使用时长占比（%）	9
图 4：头部内容平台的 DAU 和人均单日使用时长（20/06）	10
图 5：MAU 排名 Top 600 应用的中短视频 APP 时长分布（%）	10
图 6：抖音的产品主界面（ios 环境，20/07）	15
图 7：抖音近期首页底部导航栏新增“朋友”页面强化社交功能	16
图 8：快手的产品主界面（ios 环境，8.0 版本之前，20/07）	17
图 9：快手 8.0 版本的首页界面	18
图 10：快手“精选”页面的主要内容	19
图 11：快手“发现”页和“精选”页短视频点赞中位数（抽样调查，单位：万）	20
图 12：信息平台按照用户接收信息方式的分类	21
图 13：抖音的内容分发流程	22
图 14：快手的内容分发流程	23
图 15：抖音和快手流量分发的差异	23
图 16：快手“发现”页和抖音“推荐”页抽样调查视频的点赞分位数（20/08，万）	24
图 17：抖音和快手 15 日内最热门 Top 40 短视频的点赞数（2020/8/12，万）	24
图 18：抖音和快手不同阶段的运营事件	26
图 19：抖音和快手为创作者提供了站外的内容创作工具	28
图 20：抖/快 Top100 涨粉量达人的月均涨粉量（20H1）	33
图 21：抖/快 Top500-1000 涨粉量达人的月均涨粉量(20H1)	33
图 22：抖音和快手 Top 1000 的 KOL 的数量分布及覆盖粉丝量（20/06）	34
图 23：抖音和快手的粉丝量最多的 50 个账号的属性（20/08）	34
图 24：快手头部红人家族关系图	35
图 25：抖音和快手 KOL 的性别分布（19/10）	36
图 26：抖音和快手 KOL 的年龄分布（19/10）	36
图 27：抖音和快手 KOL 的地域分布（19/10）	36
图 28：抖音和快手 KOL 的类型分布（20/06）	37
图 29：快手的视频供给数量多	38
图 30：快手发布作品用户规模大	38
图 31：快手和抖音的重合 MAU（万）及重合率（%）	40
图 32：抖音和快手用户性别分布（19/06）	40
图 33：抖音和快手用户的年龄分布（19/06）	40

图 34：抖音和快手用户城市级别分布（19/06）	41
图 35：抖音月活用户的地域分布及同比增速（20/06）	41
图 36：快手月活用户的地域分布及同比增速（20/06）	41
图 37：抖音和快手不同粉丝量级达人的赞评比（截止 19/10）	42
图 38：20H1 快手、抖音热门垂类平均单条内容互动量（万次）	42
图 39：快手 2018、20H1 重点类目短视频占比（%）	43
图 40：字节跳动的 APP 矩阵布局	44
图 41：字节系部分 APP 的月活用户（20/03，百万）	44
图 42：快手的 APP 矩阵布局	45
图 43：快手系部分 APP 的月活用户数（20/03，万）	45
表 1：短视频平台运营数据对比（2020.06）	11
表 2：抖音/快手产品的核心区别	11
表 3：抖音和快手的产品更新日志（2015-2020，部分）	13
表 4：抖音和快手页面的操作对比	19
表 5：抖音的创作者等级体系（2020 年初上线）	26
表 6：快手引进/扶持/管理 MCN 相关举措	27
表 7：快手近 2 年加大力度邀请明星入驻	27
表 8：抖音和快手部分近期创作者运营计划和活动	29
表 9：抖音和快手达人的商业化变现方式	30
表 10：抖音和快手直播用户的 DAU 及时长（20/06）	38
表 11：抖音和快手每日短视频 VV 计算（数据为假设，结论有待进一步探究验证）	39

序言：

为了把握流量趋势的新变化，我们将对快手和字节跳动两家公司展开深入研究，将从两家公司的组织架构、发展策略、产品特点和商业化变现路径等多个维度展开分析。系列报告第一篇为快手组织架构及发展策略复盘（《快手 9 年发展复盘，3 亿 DAU 是如何养成的》），我们认为公司产品团队、管理架构的组织能力会决定公司产品力的发展前景。本篇为抖快系列第二篇，我们发现产品出于对比角度分析，或能更好理解两家公司不同的价值观及产品观，方便我们后期去开展流量增长、商业化的研究，因此此篇为抖音系+快手系并行的产品对比分析报告，不单独拆分研究。

本文主要探讨了以下几个问题：

● 抖音和快手是什么？价值的特殊性体现在哪里？

均是以短视频为主要媒介，以满足用户休闲娱乐、社交、信息分享、信息获取等内容消费需求的，互联网内容平台。抖音和快手是中国目前为止最大的互联网内容平台（不考虑微信和 QQ，这二者即时通讯属性更强）。“最大”不仅体现在用户规模大（抖音/快手 DAU 分别达 6 亿/3 亿）、使用时间长（人均单日使用时长约 90min），同时体现在参与内容创作者群体的庞大：快手 19/07-20/06 期间发布过内容的用户达 3 亿，每日产出 UGC 内容 1500 万+；而抖音过去一年创作者的数量新增 1.3 亿。

互联网内容平台的核心价值在于信息的交换，信息的创作者和消费者同样重要，两个公司通过在产品研发、算法设计【黑盒算法】、平台运营等多方面的努力，创造了 2 个迄今为止国内最大的内容社区平台，头一次让极大范围的用户参与内容创造、内容消费的平台，真正做到了记录世界多元的真实与美好，让很多人、很多地点、很多事件第一次以影像的方式被记录和大范围传播。

● 我们讨论互联网内容产品的时候，一般关注哪些要素？

- 1) 社区的参与者：内容创作者、内容消费者、平台方。
- 2) 社区的内容生态：内容媒介、内容分发方式、内容类型。
- 3) 社区的商业化模式。

● 抖音和快手，作为平台方的角色是什么？

- 1) 做顶层设计：确定产品的价值（服务于哪些需求），和价值观（产品设计和运营的指导准则）。
- 2) 做产品设计：研发、设计不同的产品要素（一切设计的出发点是产品的底层价值观），含产品形态、内容分发模式、商业化模式等。
- 3) 做商业化模式的设计：为平台、为平台的内容创作者提供变现机制。
- 4) 做用户和社区内容的运营：包括社区的规则制定及执行、内容运营、创作者运营、用户运营、广告主运营。

● 抖音和快手的核心异/同？

相似之处：服务的用户需求是相似的，都是满足用户休闲娱乐、社交、信息分享、信息获取等内容消费需求的产品。此外，两个产品在内容媒介（短视频/直播）、内容类型（休闲娱乐为主）、内容形态（信息流呈现为主）、参与者互动模式（点赞/评论/打赏）方面都有相似之初。而且，两个平

台依靠算法分发内容的能力都很强。总结来看，抖、快的最大共性，在于**媒介**（生产和理解门槛都很低的**短视频**）和**技术**（依靠**算法**进行内容分发）上的**先进性**，这也是二者近两年来成为成长最快的互联网产品的核心原因之一。

不同点：由于2个产品的底层价值观和出发点的不同（一个“美好”一个“真实”），造成了产品内容分发算法逻辑的差异（重内容质量 vs 强调普惠公平）、社区运营的差异（重运营 vs 轻运营）、产品形态的差异（单列沉浸式 vs 双列可选择式），这些差异造就了2个平台不同的**社区内容生态、创作者生态、用户心智及归属感、用户增长速度、服务商生态、及变现路径**。但我们也发现，这两大超级国民产品也在互相学习，有趋同态势。

本文的核心结论：

1）从用户与时长角度，抖音和快手在中短视频内容领域已经占据绝对优势，短期内泛娱乐领域很难出现与抖快抗衡的第三款短视频应用。用户数角度，根据 QM 数据，截至 20/06，中国移动互联网月活用户中，短视频的用户达 8.52 亿，而抖音系产品（主站/极速版/火山版）的去重月活用户数为 6.67 亿（占有短视频用户的 78%），快手主站和极速版的去重用户规模约为 5.02 亿（占短视频用户的 60%）。从时长角度，根据 QM 数据，抖音系/快手系短视频产品的时长占月活前 600 应用中所有短视频时长分别达 50%/35%以上，且仍然在不断增长中（抖音系 19/06 时长占比同比增 4.3pct，20/06 时长占比同比增 2.1pct；快手系 19/06 时长占比同比增 1.8pct，20/06 时长占比同比增 4.2pct）。两个产品的背后，是长时间的算法训练积累、内容运营投入、巨大的历史内容库，我们判断，在泛娱乐场景下的短视频产品，短期内很难出现第三家。

2）产品设计、价值观宣扬上，两个产品逐渐向对方靠近。抖音、快手两个产品在成立之初，由于底层价值坚持不一样，在产品设计、运营方法、分发算法上有着非常鲜明的区别，在此基础上，两个产品的达人/内容/用户生态特征也有较大差距。但今年来，两个产品不断迭代，都有向对方靠近的趋势。

- **抖音：**早期的口号是“记录美好生活”，侧重“美好”，相比快手的重视人，抖音更重视内容。目标导向是筛选出并持续放大高质量内容，最优化用户内容消费体验，自然导致用户和时长的高增长，属性偏向流量公域可控的平台。但今年抖音的**产品改版**的一大方向就是**增加社交属性**，例如将承载熟人/半熟人社交功能的“朋友”页面放在【**底栏**】，并上线“日记”功能，日记发布内容显示在“朋友”板块内。此外，在 2020 抖音创作者大会上，可以发现**抖音产品的价值观也在发生变化**：字节跳动（中国）CEO 张楠反思，抖音在内容价值方面做得不错，但是对于人的理解还不够深刻，抖音的功能和服务、内容和算法要“**以人为核心**”，而这个价值观，和快手坚持的价值观是有相似之处的。

- **快手：**成立 9 年来坚持的价值观是“普惠公平”，早期坚持中立的态度，轻运营，流量分发更均衡，给长尾用户被看到的机会。但是无论从产品还是运营的角度，快手这两年的演进趋势是从以私域流量为核心，逐渐向公域流量占比提升的方向变化。最典型的案例就是 20 年改版更新的 8.0 版本，首页的三个 tab 之一给了单列流的【**精选**】，以及增加了【**底栏**】。【**精选**】上下滑页面无论是从页面设计还是内容分发逻辑上，都更接近抖音，而和快手最初成立坚持的价值观开始有所区别。

抖快两个产品逐渐向对方靠近，产品用户数量和时长高速增长后，产品也会想满足更多用户需求，产品、算法、价值立场的接近也会让两个产品的达人、用户重合度越来越高（至 20H1 重合用户占比已经超过 40%），两个产品也会面临更加激烈、近场的竞争。

3) 目前看来，重内容运营是所有追求用户/时长增长的内容平台必须选择的道路，抖/快都在更深度的运营，包括头部内容&垂类内容运营、达人运营、工具等。平台重视内容运营，可以帮助降低内容生产门槛、维持创作者的积极性和活跃度，引导内容方向（后文详述），从而让平台有持续足量的、高质的内容池供给，从而改善内容消费者的体验，实现用户的高增长。重内容运营这件事情，抖音成立之初就做了，目前是行业算法下内容运营的标杆，快手经历了无运营（2013-2016）→轻运营（2017-2018）→加重运营（2019-2020）的阶段。目前快手和抖音目前已经是国内用户数最多的内容平台，人均使用时长在 90 分钟左右，如果使场景有明显的延伸、满足用户更多的需求是平台实现持续增长的核心。因此可以看到，两个平台都更加精细化运营各个垂类的内容、发布了多项扶持计划、做更多平台性支持。

4) 当前的时点，我们观察到，相对抖音，快手更重视人而非内容的运行机制，用户观看直播时长更长而观看短视频时长更短，平台短视频总播放量及人均 VV 少（我们预测），头部达人涨粉速度相对慢，但粉丝价值更高。快手短视频内容的消费体验弱于抖音，但是粉丝和达人之间的情感联系更紧密，因此快手用户观看直播的比例更大、时长更长：快手 3 亿 DAU 中有 1.7 亿用户是有观看直播行为的，且根据 QM 数据，今年春节期间，抖音看直播/不看直播用户的日均时长分别为 129 分钟/89 分钟，而快手的为 120 分钟/52 分钟，不看直播占看直播用户时长比分别为 40%/70%，可看出快手用户对直播的喜爱。在快手，直播消耗了更多的时长，短视频分到的流量盘子更小，因此我们推测，快手单条短视频分到的 VV（Vedio View，视频播放量）是少于抖音的，而短视频通常是达人涨粉的方式，这也部分解释了我们观察到的快手头部达人（涨粉 Top 5000 达人）涨粉速度慢于抖音的现象。

5) 产品和运营上的差异导致了 2 个平台在不同变现方式上的能力差异（当前时点）。总结来说，抖音更适合广告流量变现（基于内容的变现），2019 年字节跳动广告收入占比 70-80%；而快手更适合直播场景下的变现（基于达人的变现）：2019 年约 70%收入来自直播打赏+带货。分析一下原因，一个内容平台的流量抓手和流量耗散可以总结为以下的公式：

流量抓手 = 买来的流量 + 优质内容吸引的流量 + 优质达人吸引的流量

流量耗散 = 扶持中长尾内容的流量 + 广告耗散的流量 + 直播耗散的流量

抖音的用户更多是因为高质量的内容（而非达人）来到平台，因此在流量耗散端，用户观看直播的行为更少，所以短视频的总 VV 数更大；此外，平台分配给中长尾内容的流量很少，用户消费体验好，可以容忍的广告加载率也会更高，因此结合来看，留给广告的 VV 数会更高。

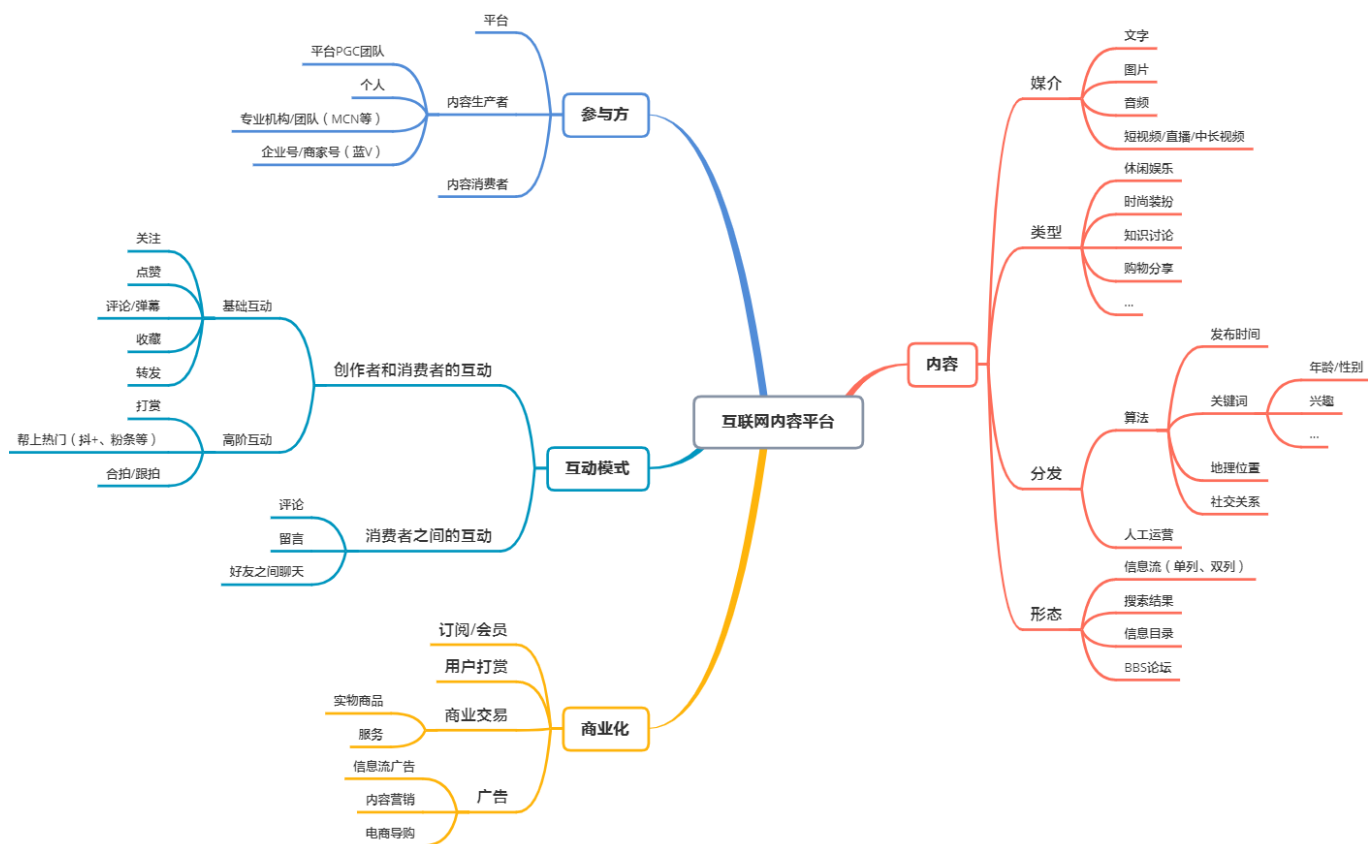
快手的用户更多是因为达人而来到平台，因此在流量耗散段，用户观看直播的行为更多，粉丝对达人的亲密度和信任感更高，因此快手更擅长由达人主导的、直播场景下的变现方式。但是快手分给

短视频的VV少，且分配了更多流量给中长尾内容，内容消费体验欠佳，用户可以容忍的广告加载率上限会低于抖音。

但以上的差异仅限于当前时点，两个平台目前的产品、算法和运营都处于快速变化中，不同模式下的变现能力也在发生重大变化。比如字节成立电商部门为一级部门，抖音今年直播打赏和带货GMV快速增长，而快手加大广告商业化，近期宣布广告收入已经超过直播成为第一大收入来源了。大家都在提供更多的功能以满足用户的需求，抓住用户多样需求=更多流量=更多可能。

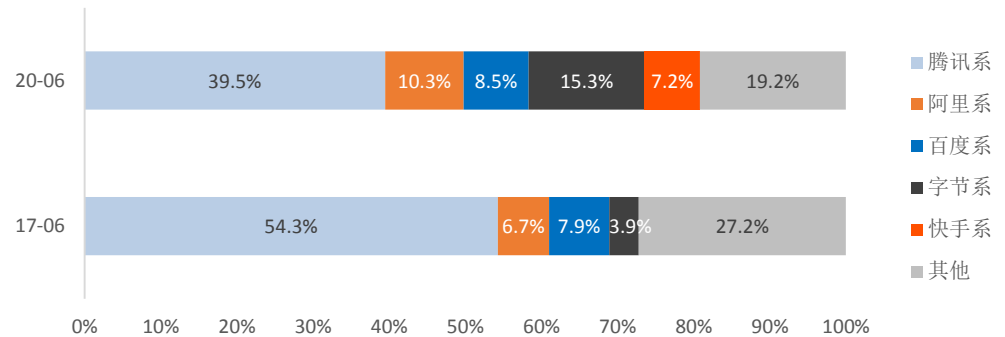
综上所述，内容平台两大超级产品系正在快速的增长、迭代，满足更多的用户需求，生长出更多的商业模式，以及其产业链的伙伴们也会继续快速成长，值得我们深度关注。此篇为我们就产品逻辑做的总结分析探讨，为探讨商业化做基本准备。◆

图 1：互联网内容平台产品的各个要素



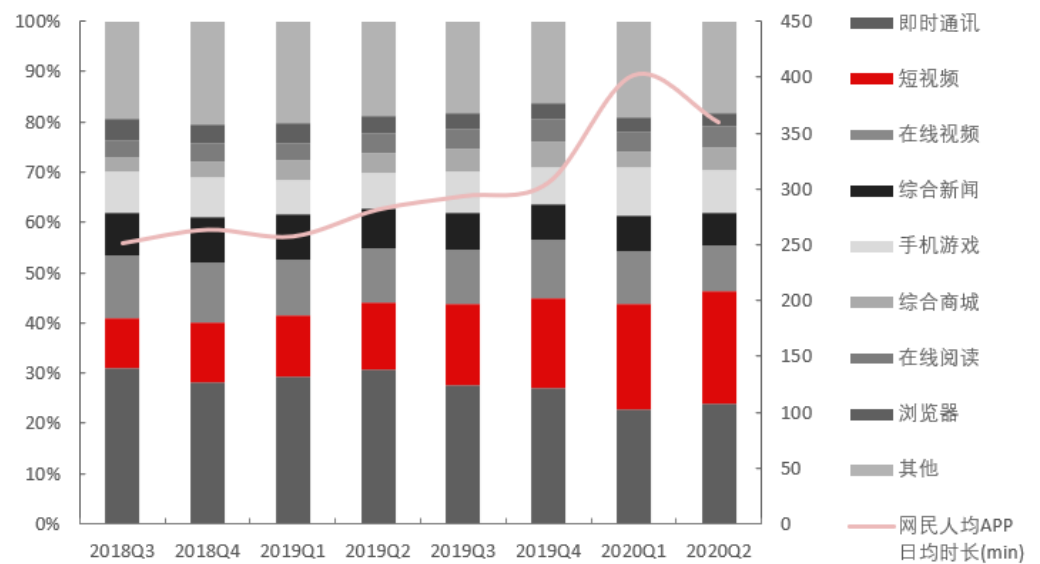
资料来源：东方证券研究所

图 2：移动互联网巨头系 APP 使用时长占比（%）



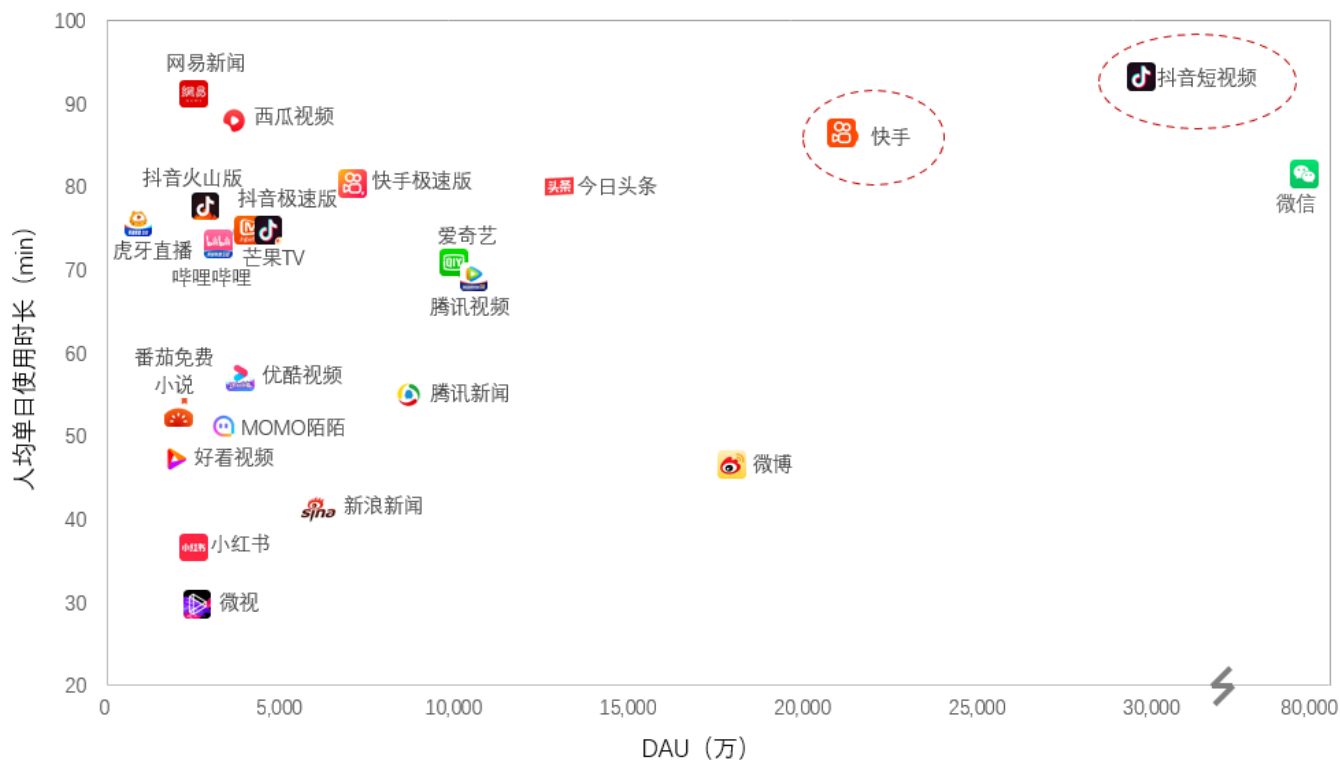
资料来源：QuestMobile, 东方证券研究所

图 3：网民不同类型 APP 使用时长占比（%）



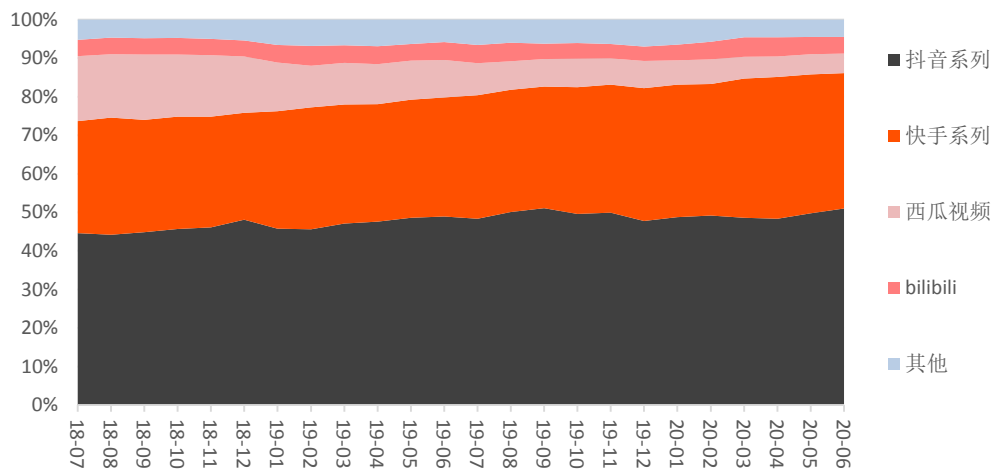
资料来源：极光大数据，东方证券研究所

图 4：头部内容平台的 DAU 和人均单日使用时长（20/06）



资料来源：QuestMobile，东方证券研究所

图 5：MAU 排名 Top 600 应用的中短视频 APP 时长分布（%）



备注：抖音系列含抖音短视频、抖音极速版、抖音火山版、火山极速版；快手系列含快手、快手极速版

资料来源：QuestMobile，东方证券研究所

表 1：短视频平台运营数据对比（2020.06）

	抖音短视频	抖音极速版	抖音火山版	快手	快手极速版
MAU（万）	51,336	8,840	7,853	42,975	12,118
yoy	5.6%	-	-25.9%	26.2%	15050%
DAU/MAU	57.5%	44.4%	36.8%	50.0%	57.9%
月人均时长（min）	1,569.5	994.3	852.0	1,162.6	1,389.8
yoy	44.9%	-	5.5%	2.2%	264.4%
人均单日时长（min）20/05	93	54	77	86	80
yoy	38.5%	-	16.5%	57.5%	48.2%
活跃用户 7 日留存率	87.2%	77.8%	65.5%	82.9%	83.0%
卸载率	6.0%	23.0%	10.3%	8.1%	13.7%

资料来源：QuestMobile，东方证券研究所

表 2：抖音/快手产品的核心区别

	抖音	快手
价值观	记录 美好 （探索时尚优质的内容）； 对内容消费者更友好	记录 真实 ，普惠公平； 对内容生产者更友好
内容运营	重人工运营（排行榜；话题挑战赛；明星入驻）	早年强调中性、淡化运营；近年开始加强运营（开始设立“精选”版块；设立排行榜；主动邀请明星入驻）
内容形态	短视频(15s、60s)，直播，图片，影集	短视频(11s、57s)，中视频(5min)，直播，图片，K 歌，文字（说说）
内容分发	<ul style="list-style-type: none"> - 相对中心化（头部内容点赞量千万级别）； - 给予内容质量更高权重，给予社交关系更低权重（粉丝看到达人新发视频概率为 10%）； - 运营干预相对大 - 用户行为重要性排序：点赞率>评论率>转发率 	<ul style="list-style-type: none"> - 相对去中心化（头部内容点赞量百万级别）； - 给予社交关系更高权重（粉丝看到达人新发视频概率为 30-40%）、注重流量分配的公平性； - 运营干预相对小（后期运营力度加大） - 用户行为重要性排序：评论率>转发率>点赞率
视频展现形式	单列沉浸式	双列选择式/单列沉浸式
对于创作者的吸引力	对优质内容生产者更友好，优质内容曝光量上限高于快手， 涨粉更容易	粉丝和达人之间情感联系、信任感更强， 单位粉丝价值更高 ，更适合做私域流量沉淀
创作者生态	粉丝头部集中度高，头部用户中明星占比更大	粉丝分布相对均衡
种子用户	时尚、高颜值的年轻人为主（抖音早期从各地艺术学院邀请用户进行内容生产）	北方方言、三四线用户为主
用户画像	高线用户比例更高，南方用户多 双方重合度在提升	更下沉，北方用户更多 双方重合度在提升
用户增速	更快	相对平稳
用户接收内容方式	被动推送	半主动选择
用户对内容的容错率	低	高

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

用户内容消费体验	看到优质内容概率更高，感受更好，使用时长易提升	看到中长尾内容概率比抖音高，体验相对欠佳
粉丝互动性 (赞评比均值)	低 (卡思数据：42:1)	高 (卡思数据：13.05:1；快手公布：4:1)
商业化变现	更适合平台主导的变现方式，如信息流广告	更适合达人主导的变现方式，例如直播打赏、带货

资料来源：抖音 APP，快手 APP，新榜，火星营销研究院，东方证券研究所

一、产品的顶层设计：价值和价值观

产品提供了什么价值？ 抖音和快手在价值创造上有相似性，都是以短视频为主要媒介的互联网内容社区，现阶段来看，主要满足用户记录生活、休闲娱乐、消磨时间、社交、信息获取的需求。

产品价值观的差异： 抖音的口号是“记录美好生活”；快手成立以来的口号是“记录世界记录你”，开屏文案为“在快手，看见每一种生活”（8.0 版本升级后变成“拥抱每一种生活”，从“观察者”变成“参与者”）。两个口号，一个侧重点在“美好”，一个强调真实。价值观的不同是流量的结果有所差异。

抖音：最初的目标用户是潮流时尚的年轻群体，刚刚上线时的口号是“让崇拜从这里开始”（18/03 之后变更为现在的口号），因此初期内容布局是往时尚酷炫方向引导，最早赞助的是《中国有嘻哈》这类以“潮”为特征的综艺。后期口号变更，产品定位从垂类音乐短视频转换为原创短视频分发平台，平台的内容类型开始扩张（更多具有生活气息、搞笑、实用的内容出现），目标人群泛化，但相比快手，抖音更强调“美好”，因此更注重内容的“优质”程度，内容分发机制利好优质内容和有能力的内容创作者（头部），社区流量分布呈现相对中心化特点。这样的内容分发机制保证用户在观看视频时看到最优质的内容，对内容消费者更友好。相对而言，抖音更侧重内容与人的连接，社交属性相对弱。

快手：快手的创始人宿华说过“让每一个人都有能力记录自己的生活，每一个人都有机会被世界看到，从而消解每一个人的孤独感，提升每一个人的幸福感。”从成立以来的产品价值观，一直是公平普惠，重视每一个“你”，“连接社会上被忽略的大多数”，产品设计、运营、内容分发算法的设计都是从这个基本价值管出发。产品特点简洁容易上手，运营理念是不打扰用户和创作者（初期不设置任何形式榜单），内容分发目的是让每个用户都有被看见的机会，不对明星/头部达人进行额外流量倾斜，且引入“基尼系数”概念对流量分配进行调控，长尾内容的曝光机会相比抖音更多，社区流量分布呈现去中心化的特点（平台可控的公域流量不多）；内容分发机制给了非头部创作者更多被看到的可能性，且整体内容生态更“接地气”降低了用户的创作心理门槛，对内容生产者更友好。相对而言，快手更重视人与人之间的连接，社交属性更强。

二、产品功能特点：不同到趋同

2.1 产品更迭：抖音、快手主界面变化不大，双方功能趋同

我们为了更好的了解两大产品区别，通过统计历年来功能更新来总结归纳：可以发现两大产品历次大部分的功能更新都是增加了内容制作的辅助工具或者各类运营活动，让内容生产变得更加容易。

但值得关注的是两个产品今年都发生了重大的变化：抖音新增【朋友】，更加强化产品的社交属性；而快手升级 8.0 版本后，首页新增上下滑【精选】页面，更重内容质量，给公域流量更高比例。可以观察到，双方功能在逐渐趋同。

抖音：上线初期就提供了丰富工具辅助内容制作，功能改版强化社交属性。抖音的产品主界面没有过大变更；通过抖音各版本的更新日志，可以看出，除了优化产品性能、修复问题，抖音的更新主要是新增各类功能、滤镜、道具、活动，让内容产出更加酷炫、有趣、好看，从而加大用户内容生产的意愿；此外，还有一些功能的优化和推出目的是强化产品的社交属性、增加用户互动。今年重要的改版是在首页增加基于互相关注关系的“朋友”页面；此外还上线陌生人社交的“连线”功能。

快手：产品界面简洁、后期加大部分内容运营力度，核心改版为 20 年 9 月 8.0 版本，认可上下滑。产品更新日志绝大多数都是“问题修复以及性能提升”和“优化用户体验”两条，除此之外，会新增滤镜、功能、活动等（类型不如抖音丰富，和产品定位有关），但是在产品页面布局和功能上在 8.0 版本之前没有大的变化。2020 年 9 月推出的 8.0 版本，我们认为对快手有阶段性质意义，首页新增“精选”页面并采用沉浸式上下滑的模式（下文详述）。代表快手认可上下滑模式，打南方城市+更快获新增用户，快手为了提升获客效率、用户停留时间所采取的办法。

表 3：抖音和快手的产品更新日志（2015-2020，部分）

时间	抖音		快手	
	版本	主要功能更新	版本	主要功能更新
2015		未上线	4.61	更换新的背景音乐；新增移除粉丝功能
			4.63	新增手机登陆、绑定；新增添加通讯录好友、微博好友
			4.67	消息增加长按删除功能；私信增加删除功能
			4.69	修复同城中看不到自己作品问题；增强同城定位准确度
			4.71	发作品的时候可以添加标签，并可以查找标签；
2016	1.0.0	A.me 上线，定位音乐短视频社区		问题修复以及性能提升； 优化用户体验
	1.1.0	可以查找通讯录好友，邀请微信、QQ 好友；提升视频清晰度		
	1.2.2	更名“抖音短视频”		
17Q1	1.3.0	视频、评论中可以@好友；首页热门支持大屏与列表模式切换		问题修复以及性能提升； 优化用户体验
	1.3.1	左滑进入用户主页		
17Q2	1.4.0	新增唯一识别身份的抖音 id；完善举报机制		问题修复以及性能提升； 优化用户体验
	1.4.2	支持分享个人主页		
	1.4.5	首页新鲜更新为“附近”，发现身边有趣的人		
17Q3	1.5.1	绑定微博账号展示在个人主页		问题修复以及性能提升； 优化用户体验
	1.5.2	支持私密发布		
	1.5.4	视频播放页长按可快速“不喜欢”，减少此类视频推荐		
17Q4	1.6.0	推出直播功能（当时直播入口较隐秘）		问题修复以及性能提升； 优化用户体验
	1.6.2	发布作品可以添加地理位置		

	1.6.4	直播间新增 弹幕 功能		
	1.6.6	尬舞机 玩法上线		
18Q1	1.6.8	有奖问答游戏“ 百万英雄 ”上线		问题修复以及性能提升； 优化用户体验
	1.7.4	新春拜年， 看视频，拿红包		
18Q2	1.7.9	支持拍照和上传 图片		问题修复以及性能提升； 优化用户体验
	1.8.3	支持 分屏合拍		
18Q3	2.3.0	推出 抖音音乐榜	5.7.8	上线 拍同框 功能
	2.5.0	抖音热搜新增 视频榜	5.8.0	新增功能：瘦身长腿、线上 K 歌、顶球游戏
	2.8.0	二维码升级，可 扫一扫加好友	5.8.8	新增 定点拍摄 功能
18Q4	2.9.0	新增 备注名 功能	5.10.0	个人页 支持发布“ 说说 ”；上线 跟拍功能 ；搜索功能优化
	3.8.0	直播粉丝团 功能引入任务体系	5.11.2	元旦活动 ：拍视频领快币，看直播抢红包
19Q1	3.9.0	地点详情页可以上传视频和照片	6.0.4	春节活动 ：瓜分 6 亿 现金
	4.2.0	上线新功能“ 随拍 ”（随拍的内容会出现在“好友”页面的置顶处，与微信朋友圈的视频动态类似）		
	4.3.1	《 春节联欢晚会 》独家 社交媒体传播平台 ；集 音符合分 5 亿 现金		
	5.2.0	随拍可以发布 纯文字内容 ；私信增加 置顶消息 功能	6.2.1	私信消息可支持撤回
	5.3.0	双击私信底部 定位未读消息 ；支持私信 免打扰		
	5.6.0	支持 第三方内容 分享进抖音		
19Q2			6.4.0	新增多种封面 样式
19Q3	7.8.0	地点 收藏 体验升级，可以 找到附近收藏的店	6.6.1	新增“ 快闪 ”功能；视频上传功能升级，相册上传视频支持多选，以及图片和视频混选
			6.8.0	优化 青少年模式
			6.8.1	新增 主播粉丝团 功能，关注主播并加入粉丝团，可获得 亲密粉丝 专属身份
19Q4	8.4.0	落实《 儿童个人信息网络保护规定 》，优化 儿童/青少年模式		
	8.5.0	评论区体验优化		
20Q1	9.6.0	春节活动 ：开启 发财中国年 ，分 20 亿	6.11.6	春节活动 ：看春晚 分 10 亿 ；“ 快手直播 ” 答题游戏
			7.1.0	侧边栏“ 关注本地疫情 ”专区支持查看疫情数据、在线问诊、媒体报道等；-侧边栏“ 在家学习 ”专区云集中国优质教育内容，全部 限时免费
20Q2	11.3.0	评论区体验优化	7.5.30	周杰伦 开通首个中文 社交媒体 账号。全网唯一，只在 快手 。 周杰伦 新歌 MV，全网同步首发。
20Q3	12.2.0	搜索发现体验优化	7.7.10	收藏 功能外显，一键收藏你感兴趣的视频。
	12.3.0	可以更加灵活地拍摄视频	7.7.30	图片编辑全新升级，支持添加丰富素材和效果 细调

12.4.0	改善视频和搜索结果的查看体验	8.0.0	<ul style="list-style-type: none"> - 多入口:满足更多内容需求 - 沉浸上下滑:新增优质内容沉浸体验,发现更大的世界 - 瀑布流:保持快手的熟悉感,看见熟悉的世界
12.5.0	观看体验优化		

资料来源：七麦数据，东方证券研究所

2.2 产品界面对比：抖音沉浸 vs 快手简洁

抖音产品界面特点：沉浸式、省去选择环节。主界面的底色为黑色。打开应用直接开始播放视频，用户不用做选择，把内容消费的成本降到最低。**APP**的默认主页为首页的“推荐”页面，由算法进行内容（短视频/直播）的推荐，首页的另外两个页面为基于地理位置进行内容推荐的“同城”页面，以及基于用户关注进行内容推荐的“关注”页面，其中“推荐”页和“关注”页均采用沉浸式单列信息流的模式，上下滑动轻易切换视频，观看过程非常流畅。

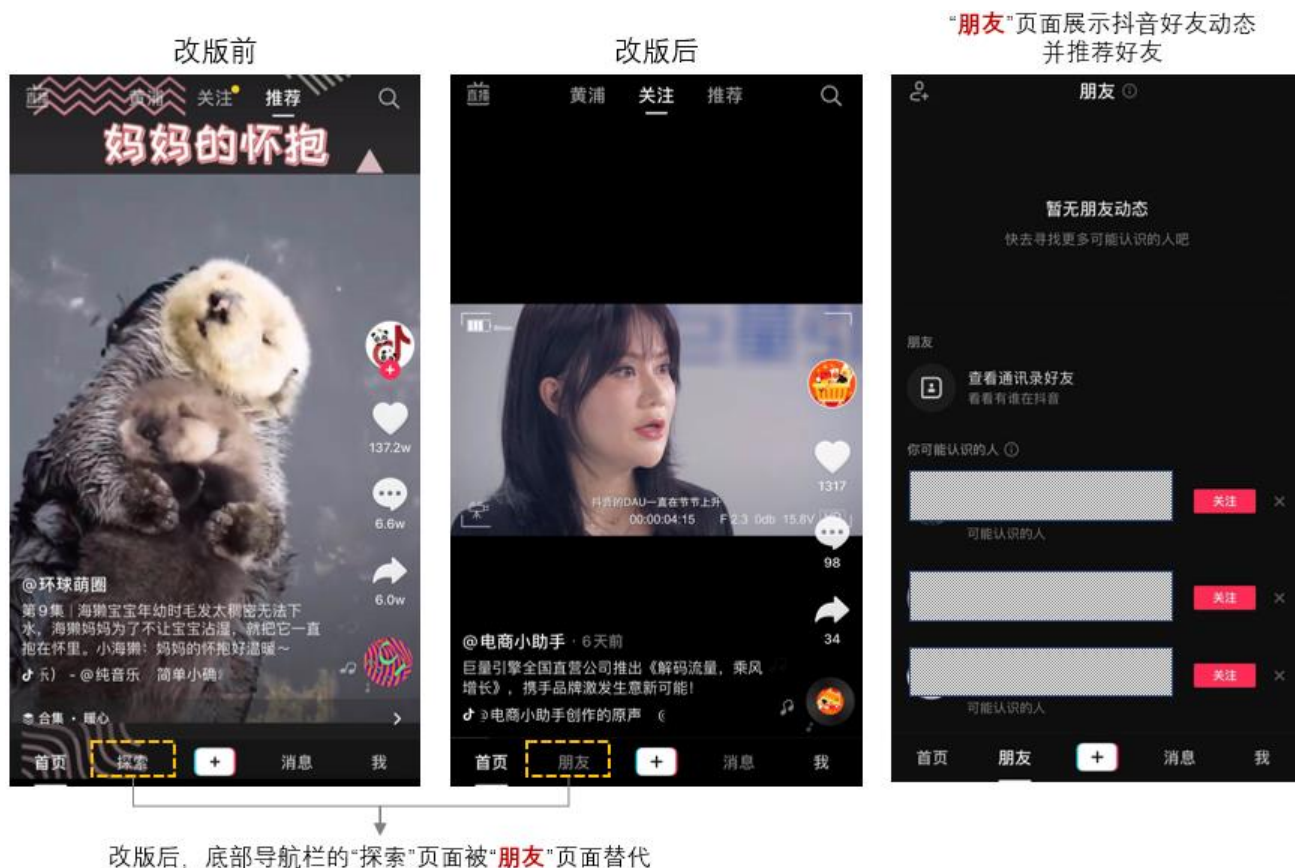
图 6：抖音的产品主界面（ios 环境，20/07）



资料来源：抖音 APP，东方证券研究所

抖音近期更新的产品功能进一步强化社交属性。近期，底部导航栏中原有的“同城”功能，被新页面“朋友”代替（熟人、半熟人社交），“朋友”页面展示的内容，是用户抖音好友的动态，该页面内会为用户进行好友推荐，推荐是基于：1）你或其他人上传的通讯录，2）你的粉丝或者你关注的人，3）与你共同好友关系的人。此外，近期抖音还上线了“日记”功能，定位“和朋友分享生活瞬间”，以每日瞬间、即拍即发、按天聚合展示为特色，日记发布后会展示在抖音的“朋友”页面，并标记为“日记”，发布一天后会被隐藏。此外，还小范围内测视频社交功能“连线”（陌生人社交），“连线”替代了原本位于视频拍摄页的“开直播”位置，用户点击该功能后，能随机匹配一位用户进行实时视频聊天，连线过程中，信息栏只展示用户头像、主页公开资料和所在城市，连线结束后，可以在连线助手中发出申请，双方都点击想继续了解之后，可以在消息列表中找到对方。此外，在私信的聊天界面中加入“视频通话”功能。

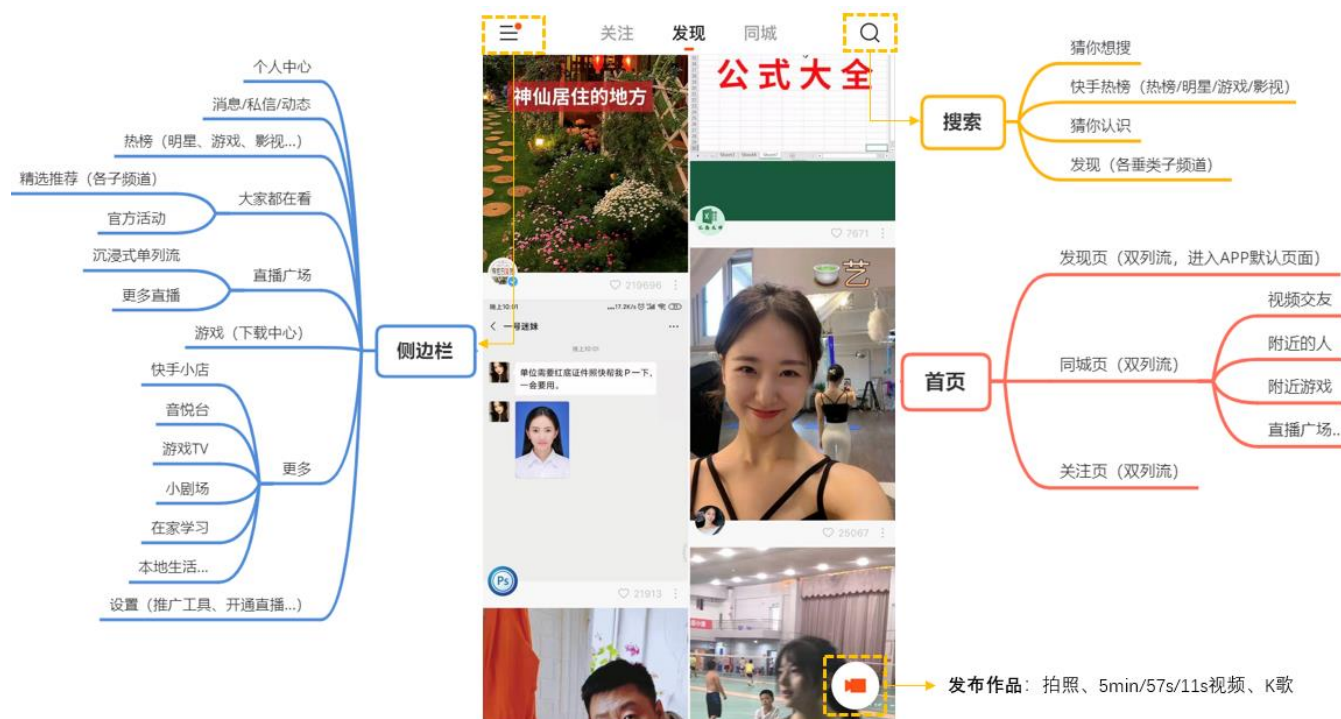
图 7：抖音近期首页底部导航栏新增“朋友”页面强化社交功能



资料来源：抖音 APP，东方证券研究所

快手在转型短视频社区后，首页没有发生过太大变化（升级到 8.0 版本之前），只有“关注”、“发现”、“同城”3 个页面，不设底部导航栏（大部分功能被隐藏到了侧边栏里），白色底色，产品界面非常简洁容易上手。首页 3 个页面的视频展现形式是双列卡片流，显示视频封面（因此快手的创作者比抖音创作者更重视视频封面的制作），需要用户进行选择、进入视频页面后才开始播放视频，多了一道“选择”的步骤，使用户的沉浸式体验没有抖音那么强。快手注重达人 and 粉丝的互动，因此在视频观看页面，上滑是进入评论区，而非切换视频，鼓励粉丝和达人进行交流。最初，快手对平台内容持中立、轻运营的态度，不设任何类型的榜单，后来随着平台规模的扩大、以及面临增长压力，开始加大内容运营力度，也在“搜索”页加入了热榜内容。在 8.0 版本之前，快手首页三个页面的访问量排序是：推荐>关注>同城。

图 8：快手的产品主界面（ios 环境，8.0 版本之前，20/07）



资料来源：快手 APP，东方证券研究所

快手升级 8.0 版本，产品界面有史 9 年以来最大变化，新增底导+精选，推出单列上下滑与双列点选并存的模式。2020 年 9 月，快手推出 8.0 版本，更新了品牌 logo 和 Slogan。同时在产品界面上也有较大的更新。主要变动包括：

- **“精选”内容给了最重要的展现位置**：首页的三大 tab 由“关注、发现、同城”，变为“关注、发现、精选”；
- 首页的“关注”和“发现”页面保留双列流的形式，新增的“精选”页面是沉浸式单列流，和抖音首页的“推荐”页面界面相似度较高；

- 首页新增**底部导航栏**，此前首页里三大 tab 之一的“同城”页面被放到底部导航栏，之前在侧边栏的“消息”和“我”个人中心页面被放到底部导航栏。

此次升级后，快手的產品设计和抖音的相似度有所提升，给予头部内容（质量好的、可运营）更大**曝光**。新增的“精选”页面展示的内容包括：系统推荐精选内容、同城内容、关注的人的内容、直播、信息流广告。相比“发现”页，“精选”页的内容展示**更加精品**（我们利用 5 个账号抽样，每个账号统计 80-150 条视频的点赞数，可以发现 5 个样本“精选页”内容的点赞数普遍大于“发现页”，见图 11）；此外，会在热点话题相关视频下方展示“**热点栏**”，点击进入可以看到快手精选的 50 条热点话题相关内容。总结来看，“精选”页给了头部优质内容更多的曝光机会，我们推测其算法推荐机制部分开始倾斜头部优质内容（和抖音的推荐机制更接近）。

图 9：快手 8.0 版本的首页界面



资料来源：快手 APP，东方证券研究所

图 10：快手“精选”页面的主要内容



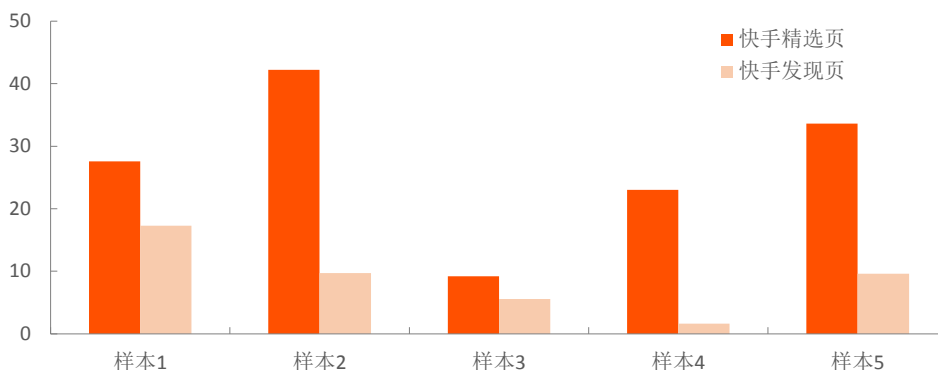
资料来源：快手 APP，东方证券研究所

表 4：抖音和快手页面的操作对比

	抖音“推荐”页	快手“精选”页面	快手“发现”页面
展示形式	单列全屏沉浸式瀑布流，一屏展示一条视频	单列全屏沉浸式瀑布流，一屏展示一条视频	双列卡片框架瀑布流，一屏展示多条视频的封面
播放视频	进入页面直接开始播放	进入页面直接开始播放	用户需要点击视频进入播放页面
上滑	切换视频	切换视频	进入评论区
下滑	切换视频	切换视频	退出视频
左滑	进入创作者页面	右侧栏展示创作者其他视频	进入创作者页面
右滑	切换 tab	切换 tab	退出视频
点赞	双击视频	双击视频	双击视频
关注	页面右侧有关注按钮	页面右侧有关注按钮	页面顶端有关注按钮
评论	点击右侧评论按钮进入评论区	点击右侧评论按钮进入评论区	上滑进入评论区
转发	播放页面右侧有转发按钮	播放页面右侧有转发按钮	播放页面顶端有转发按钮（早期不设置转发功能）
收藏	在“分享”菜单里可选收藏	在“分享”菜单里可选收藏	播放页面顶端有收藏按钮

资料来源：抖音 APP，快手 APP，东方证券研究所

图 11：快手“发现”页和“精选”页短视频点赞中位数（抽样调查，单位：万）



备注：每个样本在各页面抽样 80-150 条视频不等

资料来源：快手 APP，东方证券研究所

通过今年两家的变化，我们可以看出两大超级平台的用户红利期已接近尾声，各家都在通过更多功能去拉新+满足用户的需求，虽然底层逻辑不变，都在提供更加多元化的产品给到平台的用户。

三、抖快的创作者及其内容们，算法+运营的正循环

在内容型平台框架里，我们提出过，一个产品如何主要取决于平台生态，生态由三部分组成：内容创作者、用户、平台。

- 1) 平台如何设计基本流量分发机制，及部分引导性运营让平台正循环？
- 2) 内容创作者（明星/KOL/KOC/素人等）们是反馈机制是怎样的？
- 3) 结合以上两点，用户获得持续增长。我们本章就讨论两大平台的算法及运营逻辑，分别造就了如何的创作者生态。

3.1 基于算法的内容推送，优质内容 vs 公平普惠

我们认为两大产品成为超级现象级 APP，除了短视频为必然形式外，最重要的原因是 4G 下算法推荐能力远强于原有技术时代下的产品推荐逻辑，内容分发模式在技术下的更迭是出现两大超级 app 最根本的原因。

内容分发的方式，随着内容容量的增加及技术的升级在发生演变。随着互联网信息量的变化，以及技术的更迭，信息的分发方式不断丰富，从最早的信息门户，到搜索引擎、到基于社交关系分发、到个性化算法推荐。抖音和快手两个应用，区别于其他内容社区的核心要素，一是短视频的媒介形式，二是利用算法进行内容推荐。算法推荐涉及到的过程包括：

- **理解内容**：对内容进行抽象总结，提取关键词；
- **理解用户**：刻画用户行为——点击/点赞/评论/分享/关注/不喜欢，探索用户意图；
- **将内容和用户进行匹配**：拟合一个内容与用户匹配度的函数，设定一个目标，根据目标来匹配内容与用户。

除了相同点外，不同点在哪儿呢？为什么形成的两款不同的产品？我们认为抖音系和快手系两大产品，在理解内容、理解用户的技术上，不存在巨大差异，但是在推荐算法的目标上，两款产品是有差异的，这基于创始人给与产品的价值观。总结来看，抖音对内容的“优质程度”给予更高权重；而快手给予“分配结果的普惠公平”和“社交关系”更高权重。

图 12：信息平台按照用户接收信息方式的分类

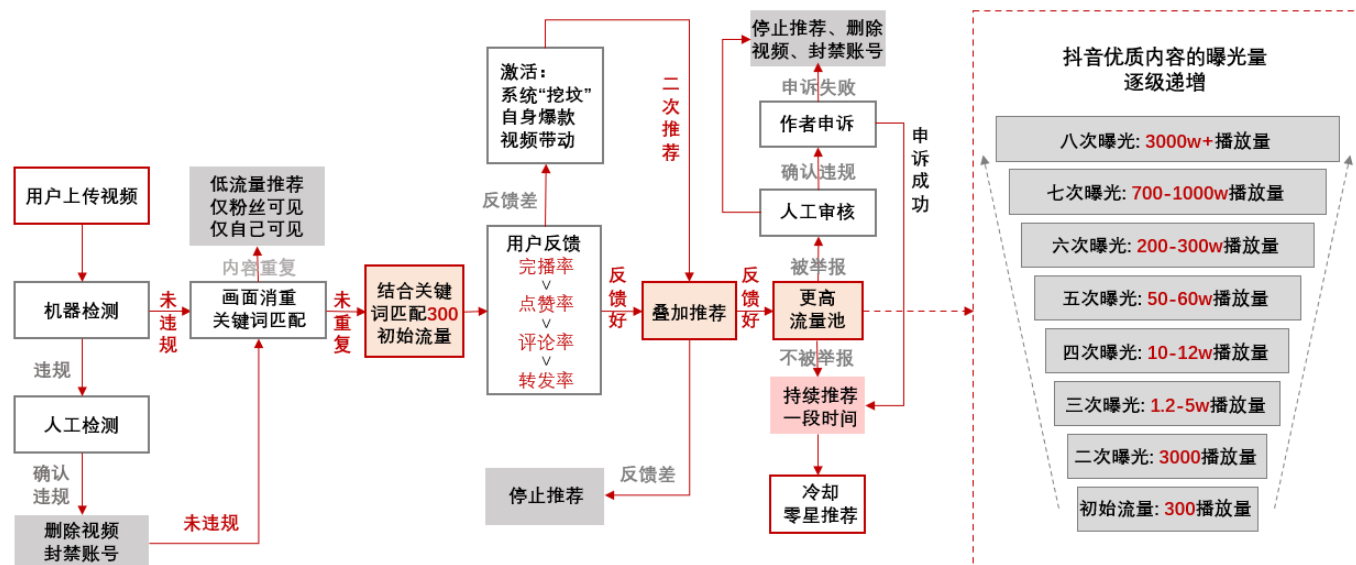
	内容平台			电商平台
	图文	中长视频	短视频	
主动	搜索引擎、知乎 公众号、小红书	爱/优/腾/Bili		淘宝/京东
半主动 (部分基于关注)	微博 微信“看一看”	Bilibili	快手 微信“视频号”	
被动	今日头条	西瓜视频	抖音	拼多多

资料来源：参考“刘言飞语”微信公众号《关于视频产品的一些思考》制作，东方证券研究所

抖音：头部精品内容占据大部分流量，内容生态贫富差距大

创作者在抖音发布内容，经过机器和人工审核后，会被分配一个初始流量池，平台会根据初始流量池的用户行为反馈数据来判断内容是否受欢迎（重要反馈指标包括，完播率>点赞量>评论量>转发量），如果反馈数据好，平台会将内容推进更大的流量池；以此类推，只要视频的数据反馈是好的，平台就会持续增加视频的内容曝光，经过多轮筛选，最后进入热门流量池的视频一定是少量的、观看体验很好的精品内容，而这些精品内容会占据平台的大部分流量，而没有被算法选中的中长尾内容曝光量就会非常少，平台的内容生态就会出现“贫富差距”大的特征。

图 13：抖音的内容分发流程

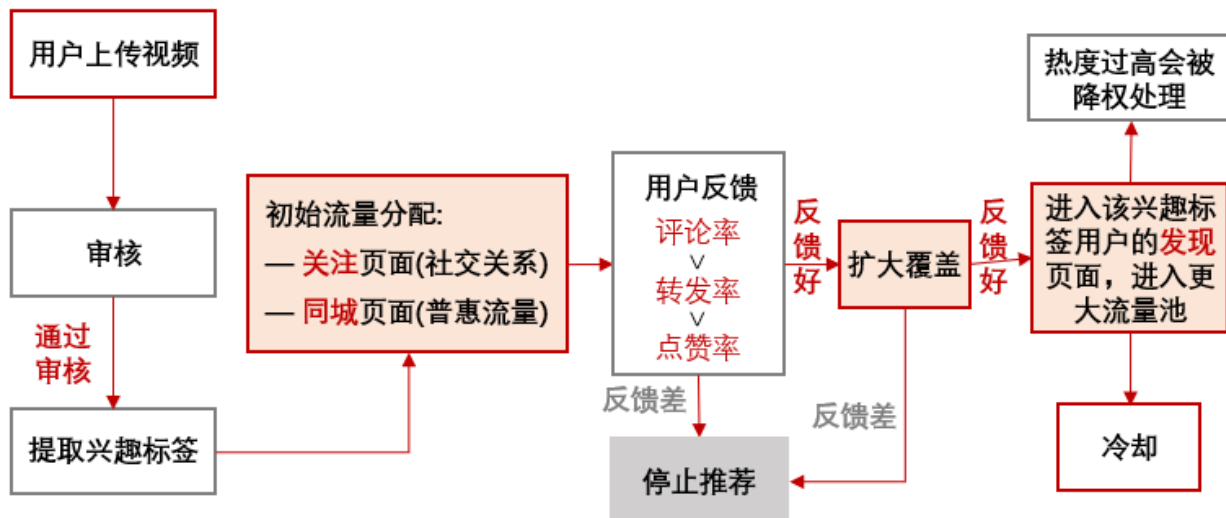


资料来源：抖音，东方证券研究所

快手：内容分发坚持普惠原则，受基尼系数调控

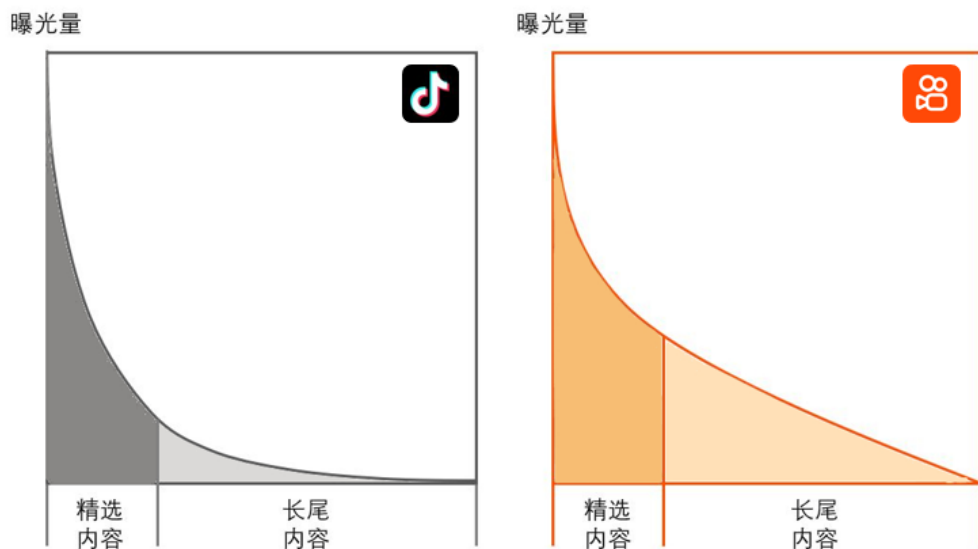
创作者在快手发布内容，初步的流程和抖音是相似的，都是经过审核之后，会被分配到一个初始流量池（一般是在首页的“关注”页面和“同城”页面），如果初始流量池的数据反馈好（和抖音最看重不同，快手更看重达人和粉丝之间的互动，因此评论率是最重要指标），就会进入更大一级的流量池，以此类推，数据反馈好的内容会出现在首页的“发现”页面。但是和抖音不一样的是，快手会引入“基尼系数调控”，要将平台的内容曝光量贫富差距控制在一定范围内，因此当视频热度达到一定阈值后，它的曝光机会将不断降低。因此不会出现抖音上少数头部精品内容占据平台大部分流量的情况，根据快手官方的报告，快手只有 30% 的流量是分配给头部热门内容的，剩下的 70% 的流量是分配给中长尾内容的。这样的生态是符合快手“公平普惠”价值观。

图 14：快手的内容分发流程



资料来源：混沌大学，东方证券研究所

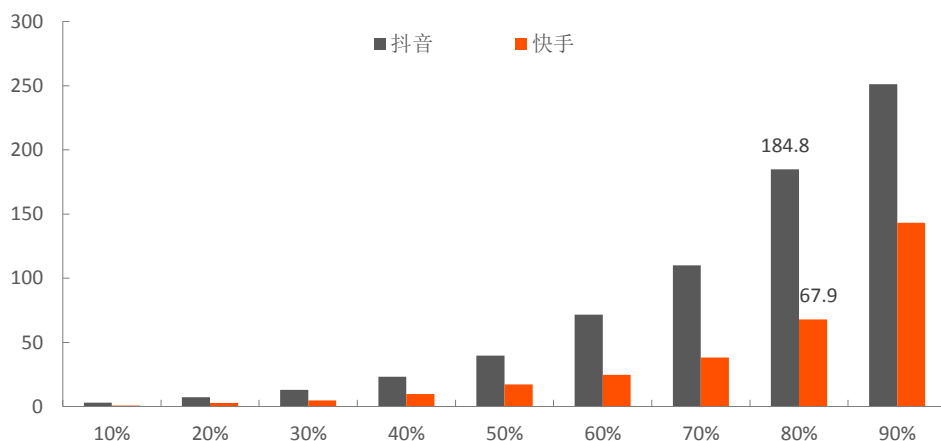
图 15：抖音和快手流量分发的差异



资料来源：东方证券研究所

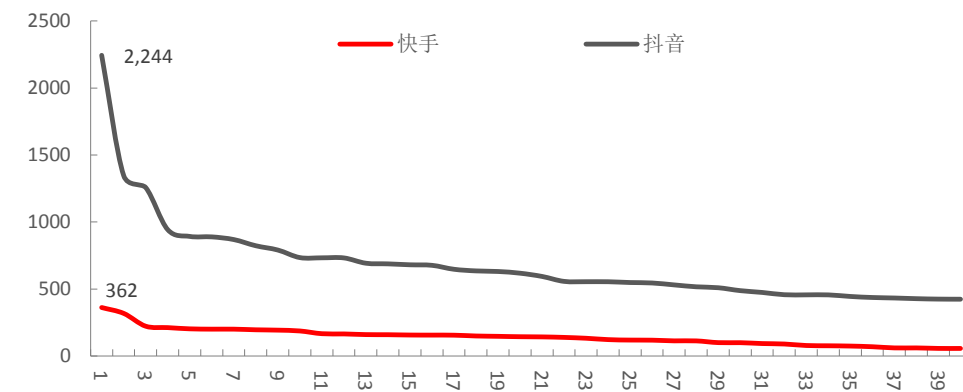
我们也可以通过数据验证两大产品的分发机制，两大结论如下：

内容消费者在抖音看到高赞优质内容的概率更大。我们分别在抖音的“推荐”页面和快手的“发现”页面分别抽取 150 条视频进行点赞数统计，结果发现：抖音和快手视频的 80%分位数分别是 185 万/68 万，意味着在这 150 条视频中，抖音有 80%的视频的点赞量在 185 万以内，而快手 80%的视频的点赞数在 68 万以内。

图 16：快手“发现”页和抖音“推荐”页抽样调查视频的点赞分位数（20/08，万）


资料来源：快手 APP，抖音 APP，东方证券研究所

抖音头部内容的流量曝光远大于快手。根据新榜的数据，抖音 15 日内最热门的 40 条视频，最热门视频的点赞量能达到 2000 万以上，第 40 名的视频点赞量也接近 500 万，且头部热门视频创作者基本有相对专业的内容生产能力（媒体号/政务号或明星）；而快手的 Top 40 热门视频中，最热门视频的点赞量不到 400 万，不到抖音的 1/6。

图 17：抖音和快手 15 日内最热门 Top 40 短视频的点赞数（2020/8/12，万）


资料来源：新榜，东方证券研究所

通过以上分析，我们可以发现，虽两大产品均基于算法推荐逻辑，但因价值观的不同会使流量分发机制有所不同，使得流量结果有所不同，抖音再此逻辑下更偏公域流量，而快手更偏私域。

3.2 内容运营，加码内容平台发展

虽两大产品都是基于算法推荐，也就是视频能够登上 feeds 流首页均基于【黑盒算法】而不是分区小编运营（这是两大产品对行业的帮助，给视频内容产业强大的助力进步）。但内容平台上的内容（及其背后的创作者们）需不需要平台来参与运营？我们通过资料整理，发现两大平台发展很大的区别可能就在对运营这件事上基本态度上。我们将在该段讨论两个问题，1）运营的方法论；2）两家公司过去是如何运营的？通过以上两点去试图探讨运营这件事对于平台及用户增长的意义。

3.2.1 为什么内容平台需要创作者/内容运营？

1) 降低创作门槛、提升内容生产积极性。创作者的积极性和活跃度是一个 UGC 内容平台最重要的指标之一。抖音是很典型的用运营+产品的手段降低内容生产门槛的案例。通过运营人员挖掘有趣、炫酷的内容话题以及创作模板，让头部明星/红人先进行创作，从而吸引更多的普通用户加入创作。抖音提供背景音乐、滤镜甚至动作模板，用户不需要去构思内容，只需要跟随模板，就可以创作出精良的、完成度很高的视频内容，即进一步降低生产有趣内容的创作门槛。

2) 引导内容方向：一个 UGC 内容为主的平台，在创作者和用户基数到了一定量级之后，单纯依靠算法是不够的。从一个大样本范围来看（比如用户数在 3 亿+），人性本身就更容易被低俗、猎奇的事物吸引，反映在用户行为上，就是这类内容的点击率、停留时间会更长，纯靠算法基于用户行为数据进行内容推荐，结果就是，低俗、博眼球的内容得到了更多的流量曝光，而大部分内容生产者追逐流量的，就会更有倾向生产这类型的内容。因此用户基数大了之后，轻内容运营的结果很有可能就是内容低俗化。所以大部分的内容平台，到了发展后期，都需要对内容创作方向进行人为引导。

3) 深挖垂类内容，拓展产品的适用场景。快手和抖音目前已经是国内用户数最多的内容平台，而且人均使用时长都接近 1.5 小时，如果内容只局限于搞笑、颜值、生活方式等泛娱乐类型，两家公司的增长将很快陷入瓶颈。时长如果要实现进一步增长，必须是使用场景有明显的延伸，通过满足用户更多的需求来实现价值的持续增长。

创作者在社区平台创作内容的驱动力可以分为，非功利性驱动（兴趣分享、个性展示、生活记录、社交），和功利性驱动，即当期的及潜在的名（流量和关注度）和利（收入）。

平台需要做的，是设定规则机制（创作者的成长体系、奖惩措施、商业化机制、内容分发机制等）、提供一系列的创作工具，并对创作者进行运营管理（招募内容创作者、引导内容创作、把握内容方向等）以保证优质创作者可以健康成长实现名利双收。

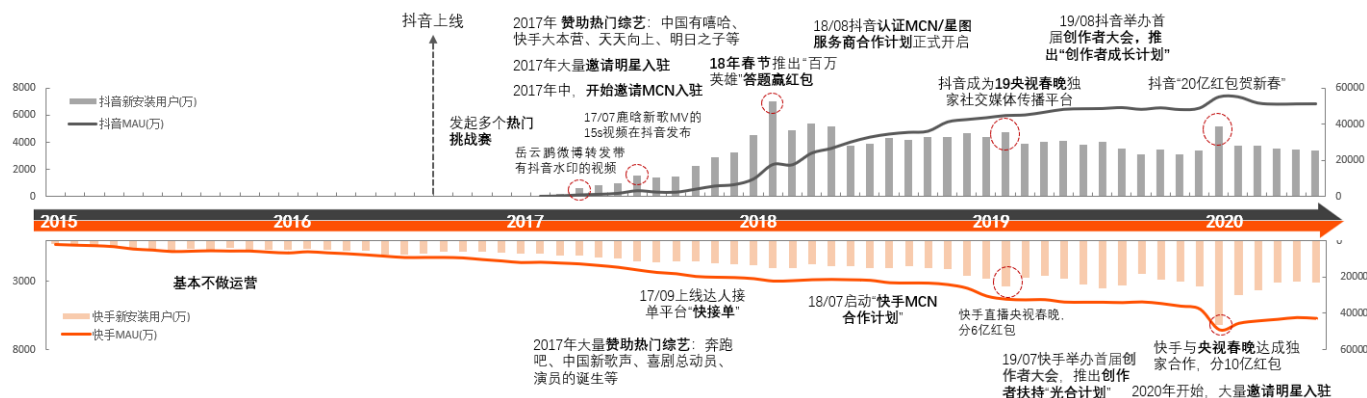
3.2.2 抖音和快手不同阶段的运营特征

我们发现，早期抖音和快手对运营的态度是不同的，抖音创立之初就很重运营，而快手在早期轻运营，到 18/19 年起才开始加大运营力度。可以发现，**重内容运营是所有追求高用户/时长增长的内容平台必须选择的道路。**

抖音：成立以来就十分重视内容创作者的主动运营和管理，特点为运营头部内容形成爆品，也易使用户们模仿裂变（进一步降低有趣内容生产的难度）。

成立之初抖音就是从抖音从各大艺术院校邀请时尚年轻人群体成为种子创作者群体，并主动联系直播平台家族公会、从美拍批量导入 KOL；并在渡过了上线以来头几个月的产品打磨期后，就开始加大力度邀请明星入驻、举办营销活动事件等，可以说抖音的冷启动过程中，平台在内容生产者侧的运营功不可没。此外，抖音还会对创作者进行分级管理，今年上线了“创作者等级体系”（针对开通了“商品分享权限”的创作者），内容质量、内容影响力、粉丝影响力和商业影响力四个因素决定达人的等级，达人内容创作能力越高，级别越高，获得的资源和扶持就会越多。

图 18：抖音和快手不同阶段的运营事件



资料来源：QuestMobile，36Kr，虎嗅，东方证券研究所

表 5：抖音的创作者等级体系（2020年初上线）

等级	升级门槛	等级权益					
		商品分享	达人榜资格	好物榜资格	专属运营	高星俱乐部	平台签约
LV1	开通权限，各维度默认为 1 分	√					
LV2	各维度均大于 2 分	√					
LV3	各维度均大于 3 分	√					
LV4	各维度均大于 4 分	√	√	√			
LV5	各维度均大于 5 分	√	√	√	√	√	√
LV6	各维度均大于 6 分	√	√	√	√	√	√
LV7	各维度均大于 7 分	√	√	√	√	√	√

影响账号等级的 4 大维度：内容质量、内容影响力、粉丝影响力、商业影响力

资料来源：抖音，东方证券研究所

快手：早期倡导轻运营，不接触内容创作者。

早年在创作者生态的建立和维护方面没有做太多人工干预，其普惠公平的价值观及区别于微博的产品定位，快手早年并没有主动邀请自带流量的明星/大 V 入驻；快手上目前的头部达人，更多是靠达人自身的营销运营、或是抱团互相引流实现粉丝积累的，比如辛巴家族、散打家族等。

近 2 年，随着短视频赛道的竞争加剧，为了实现用户数和时长的增长，快手加强在创作者方面的运营，有意识弱化抱团的“家族”达人影响力，一方面开始主动接触中小创作者，例如推出“光合计划”扶持内容创作者，并对游戏、二次元等细分领域给予重点帮助；一方面，加大力度邀请明星入驻，其中周杰伦的入驻算是快手 2020 年上半年最重要的运营项目之一；此外，平台还开始培养自己的红人，例如推出快手今年首个女团 KSGirls，近期推出“凡星达人训练营”（将平凡素人培养成红人新星的培养计划）。

表 6：快手引进/扶持/管理 MCN 相关举措

时间	计划
2018.07	<p>启动“快手 MCN 合作计划”，参与合作计划的 MCN 机构目前可以获取的扶持包括：平台的运营扶持和商业化变现支持，还可以优先体验还未全量上线的产品功能。</p> <p>入驻资质：1) 申请机构须具有合法公司资质；2) 申请机构旗下签约或自营账号必须≥ 5个。（抖音在相同时期推出 MCN 认证计划，入驻门槛稍高于快手，包括机构成立时间>1年，并要求旗下签约达人有一定粉丝量、浏览量。）</p> <p>至 2019 年中：有 600+MCN 机构入驻，将近 7000 个帐号，每周的发布量约 1.6 万篇；MCN 粉丝量 13 亿，平均周涨粉 600 万。</p>
2019.07	<p>发布了“MCN 快成长计划”，将围绕“MCN 成长”这一主题，开展“阶梯流量扶持”、“共创 IP”和“区域创作者联盟”多项举措。</p> <p>阶梯流量扶持：未来一年拿出数百亿流量对 MCN 机构进行阶梯扶持，至少覆盖机构账号 1 万个；</p> <p>共创 IP：拿出十亿专项流量扶持十个百万级 IP 帐号，并帮助机构进一步打通商业化变现路径。</p> <p>区域创作者联盟：将在全国十个重点区域打造创作者联盟，与区域头部 MCN 机构合作落地培训、交流为一体的线上线下活动。</p>
2019.08	<p>快手对 MCN 机构进行分级扶持，并公布具体分级标准。MCN 机构分为 S 战略级、A 核心级、B 内容级和 C 入驻级 4 个级别。以月为单位依据“优质账号数、账号总粉丝量、总发文量、总播放量、总涨粉数和人均视频发布数”等六个指标进行考核。</p>

资料来源：快手研究院，短视频工场，东方证券研究所

表 7：快手近 2 年加大力度邀请明星入驻

入驻时间	明星	入驻活动
2020/09	陈坤	入驻，任 快手代言人
2020/08	沈腾	入驻，9.10 直播
2020/07	王刚	入驻，9.10 参与央视新闻故宫直播
2020/07	黄龄	入驻
2020/07	张萌	入驻，9.11 与黄圣依“姐姐来了”直播
2020/07	王耀庆	入驻，7.19 直播，9.9 快手京东双百亿补贴直播
2020/06	容祖儿、钟欣桐、蔡卓妍、李克勤等英皇明星	入驻，7.5 快手 x 英皇娱乐英皇港乐季直播，7.31 快手英皇娱乐英皇港乐季总决赛直播
2020/06	张雨绮	入驻，任 快手电商代言人 ，6.16 电商直播首秀，7.30 上海国际电影节快手特邀明星荐片官（荐片《何以家》），8.8 生日直播，8.29 绮选好物直播
2020/06	关之琳	入驻，9.24 将举行生日首秀
2020/06	周杰伦	入驻，入驻当天发布直播挑战，和歌迷同框唱《说好不哭》，6.12 发布新歌《mojito》，7.26 直播首秀
2020/05	张靓颖	入驻
2020/04	郑爽	入驻，1/23 出席快手大年夜直播；6.4 官宣创新实验合伙人；6.5 直播首秀；8.21 直播带货首秀

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2020/04	黄圣依	入驻，7.3 和杨子直播，7.11 与张萌“姐姐来了”直播
2020/03	曾志伟	入驻，当晚与散打哥直播连线，7.7“曾有好货”直播带货首秀
2020/02	萧敬腾	入驻，2.26 首场线上直播音乐会
2020/01	郎朗	入驻，2.14 参与快手“明星公开课”直播，7.28“文武双全，朗朗上手——跨界高手大乱斗”直播，9.4 2020 全新专辑亚洲发布会直播
2020/01	宁静	入驻，3.7 参与李诞“诞愿人长久”直播
2020/01	黄子韬	入驻，1.17“明星真会玩”直播，6.22《冰淇淋》单曲上线
2019/12	张杰	入驻，任 快手 代言人，1.18“明星真会玩”直播，5.13 张杰新歌《爱人啊》拍同框视频
2019/12	袁娅维	入驻，12.10 直播首秀（新专辑发布会）
2019/11	马布里	入驻
2019/10	UZI	作为 首席电竞官 入驻，英雄联盟 2019 全球总决赛直播（小组赛-决战之夜）
2019/08	陈小春	入驻，8.29 与散打哥直播卖货，2020.1.5 快手个人直播首秀（快手年货节），2020.1.23 参加快手直播“快手大年夜”
2019/08	周奇	入驻
2019/07	张继科	入驻
2019/05	娄艺潇	入驻，5.10 与九天狐携手直播首秀

资料来源：虎嗅，第一财经，东方证券研究所

抖音和快手发展到今天，运营都成为了下一步增长必不可少的手段，不仅都推出了内容制作类的辅助工具（抖音的剪映、快手的快影），尤其剪映的功能非常强大；而且运营得更细致，对于不同垂类，推出了各项有针对性的创作者激励扶持计划。

图 19：抖音和快手为创作者提供了站外的内容创作工具

	抖音	快手
内容创作工具	 剪映	 快影
上线时间	2019/05	2017/01
MAU（万）20/06	6,852	1,790

资料来源：QuestMobile，东方证券研究所

近 2 年抖音和快手都持续推出创作者成长及激励计划，总结来看：

- 1) 两个平台对于创作者都有较大的扶持力度（物质激励、培训计划等）；
- 2) 都对此前渗透率较低的垂类有较大的挖掘力度，满足用户更加广泛的内容消费需求，例如**教育、知识、ACG、体育、汽车、旅游等垂类领域**都是两个平台的扶持重点。

表 8：抖音和快手部分近期创作者运营计划和活动

时间	抖音	时间	快手
2019.03	知识类：推出“ DOU 知计划 ”，号召科研机构、科研人员及其他有科普内容创作能力的机构和个人，在抖音短视频平台上进行以科普为目的的抖音运营，来积极创作、发布科普短视频。	2019.07	举办首届创作者大会，宣布“ 光合计划 ”，将拿出 百亿元流量扶持 10 万个优质生产者 ，重点扶持 美食、体育、时尚、游戏、音乐 等 20 个垂类
2019.04	抖音、西瓜及火山联合召开 2019Live 公会大会 ，抖音宣布要引进 1000 家直播公会 。	2019.07	媒体号：推出“ 媒体号 UP 计划 ”，快手平台将以内容支持、流量扶持、商业化赋能等方式服务主流媒体发展。未来一年快手将助力至少 1000 个媒体号实现私域流量变现，100 个百万粉丝级媒体号年收入过百万；在 100 个城市推动 100 个媒体号开展直播、电商或知识付费等业务。
2019.04	上线了“ Vlog10 亿流量扶持计划 ”，切入 Vlog 领域。用户可拍摄或上传>30 秒的 Vlog 视频参与该计划。抖音将选拔优秀创作者给予流量支持、抖音 Vlogger 认证等奖励。所有获奖者的流量扶持总计将达到 10 亿。	2019.07	游戏类：推出“ 百万游戏创作者扶持计划 ”，在“发现”和“同城”页每月将给予游戏内容不低于百亿次曝光量，19 年新引入不少于 500 个头部游戏内容创作者 。
2019.05	游戏类：推出了 抖音游戏 MCN 任务包、抖音游戏星群计划、抖音小游戏测试期内容扶持计划 ，三大扶持政策来发力游戏类内容。	2019.07	教育类：发布“ 教育生态合伙人计划 ”，将为参加的短视频知识生产者提供精细运营辅导，总计高达 百亿元曝光 的精准流量资源，多维度大数据分析服务，以及电商、广告、知识付费等多种商业变现场景。
2019.06	推出“ Dou 说家乡美—区域创作人扶持计划 ”，并在云南、天津、山西、山东、陕西、海南、河南、贵州 8 个省市首批上线活动。	2019.09	美食类：推出聚焦美食内容创作者的“ 美食家计划 ”，将拿出价值 10 亿元流量 对优质内容、有潜力的创作者和爆款话题进行助推，帮助创作者成长为“ 快手美食家 ”，未来一年计划 新增 300 个百万粉丝美食创作者 。
2019.08	2019 首届抖音创作者大会，推出“ 创作者成长计划 ”，将通过优化流量扶持，提供更多创作工具，更完善的服务后台等方式，在未来一年，帮助 1000 万创作者在抖音上赚到钱 。	2019.10	体育类：推出“ 快手篮球光合计划 ”，未来一年，快手篮球光合计划将聚焦篮球领域的优质创作者和内容，提供 50 亿曝光流量 扶持。
2019.09	推出直播“ 黑马计划 ”，该计划包含流量成长扶持、平台服务、变现模式等内容。	2019.11	音乐类：快手音悦台发布一项新的扶持政策：未来一年将投入 200 亿流量扶持音乐主播 ，包括冷启动流量包、任务激励包以及直播推荐位支持。
2019.11	举办“ 抖音直播创作者大会 ”，官方表示未来抖音将发力 舞蹈、美食、音乐、游戏 等多元化直播内容垂类。让创作者在抖音直播找到自己归属地，也收获平台给予的专业领域内的流量扶持。	2019.11	知识类：举办第一期 光合演讲 ；联合知乎在北京发布“ 快知计划 ”，将通过流量扶持等方式鼓励用户生产知识内容，帮扶生产优质内容的知识类型创作者。
2019.11	上线“ 创作者学院 ”发布了包括平台规则、制作、运营、涨粉、变现方法在内的官方指导课程。	2019.11	汽车类：推出“ 2020 说车人培养计划 ”，未来一年将通过精准流量扶持 1000 位专业说车人，并与超过 200 家机构进行深度汽车内容合作。

2019.11	美食类：推出“嗨吃集结汇”活动，参与用户完成对应任务，可获得流量扶持（共 10 亿流量扶持）。		二次元：举办“ACG 光合创作者大会”，推出“快手原创动漫”与“国漫扶持计划”两大项目。设立发展目标：
2020.04	dou 成长孵化营：新作者扶持计划，招募鬼畜、译制类、二次元、游戏、美食、旅行、泛知识、音乐、舞蹈、剧情等重点垂类，开展 8 周扶持，会获得官方认证、dou+ 流量扶持等奖励。	2019.12	拿出 30 亿流量扶持 1 万名二次元创作者，助力 1000 个新账号成长为优质创作者，最终出现 100 个 100 万粉丝级大号，打造 10 个有意思的优质国漫标杆。
2020.07	音乐类：宣布“抖音音乐人亿元补贴计划”向全体音乐人开放，首批签约对象将以 500 粉丝以上抖音认证音乐人或看见音乐计划参赛选手为入门槛。同时，抖音将为优质音乐人开启绿色通道，帮助音乐人直接触达音乐团队，获得定向扶持和护航。	2020.07	发布“海星计划”，针对海外达人推出亿万级流量扶持、原创保护、优质创作者认证、专属运营指导等扶持政策。
2020.08	打造教育直播 IP 活动“老师请上台”，吸引了超 500 万用户，相关短视频累积播放量 4.1 亿+；涵盖 K12、少儿英语/编程、职业教育等领域，引入学而思网校、猿辅导、作业帮等头部教培机构金牌讲师参与。	2020.07	文旅光合计划：计划将对文旅创作者进行重点培训和扶持，鼓励创作优质文旅内容，推广文旅资源
2020.09	2020 抖音创作者大会：抖音将投入价值 100 亿元流量资源，通过流量扶持升级、服务手段完善、变现渠道扩展三方面，帮助创作者在抖音赚到 800 亿元。将通过发放免费流量券的方式去扶持亲子、才艺、体育、时尚、三农等垂直领域。	2020.08	A 站将推出签约 UP 主直播分成“二八计划”与虚拟偶像“AVI 联盟计划”。

资料来源：巨量引擎，磁力引擎，亿邦动力，界面新闻，TechWeb 东方证券研究所

商业化角度，为了让平台上的创作者的内容创作获得更好的商业回报，抖音和快手均为内容创作者提供了多样化的商业变现手段，包括直播打赏、电商、接商业推广订单等，帮助创作者生态变得更好。

表 9：抖音和快手达人的商业化变现方式

	快手	抖音
直播打赏	直播获得粉丝打赏的快币收入，快币和人民币的换算是 10:1， <u>主播的提现比例是 50%</u> 。	直播获得粉丝打赏的音浪收入，音浪和人民币的换算是 10:1。 <u>主播的提现比例 30-50%</u> （个人为 30%，如果签了公会最高可提现 50%）。
电商	达人可开通“快手小店”进行带货（ <u>18/06</u> 上线快手小店），目前支持快手、有赞、魔筷、京东、淘宝平台的商品添加。 快手今年上线了“快手联盟”商品分销平台，让达人可以选择商品上架到快手小店进行销售。	达人可开通“抖音小店”进行带货（ <u>18/12</u> 购物车功能全面开放申请），目前支持抖音、淘宝、京东、考拉、唯品会、苏宁等平台的商品。（ <u>抖音近期发布公告</u> ， <u>10/09</u> 之后不支持第三方来源商品进入直播间购物车） 抖音提供“精选联盟”商品库，供达人自主选品。
商单	达人可通过“磁力聚星”平台（ <u>17/09</u> 上线）对接有推广需求（电商下单、APP 下载、品牌营销）的客户	达人可通过“巨量星图”（ <u>18/09</u> 上线）平台对接有推广需求的客户订单任务（包括品牌内容营销、POI 探店、品牌主话题投稿任务、素材制作等），完成推

	订单，达人通过制作短视频或直播完成推广任务后，可获得相应收入。 目前达人 <u>粉丝数≥10万</u> 可加入“快接单”；截至 20/06，已有 4 万达人 加入快接单。	广任务后可获得相应收入。目前达人 <u>粉丝数≥10万</u> 可入驻星图平台； 已有 12 万+达人 （含抖音、头条、西瓜等）、 400+家 MCN 入驻星图，覆盖 228 个行业 的客户
其他	“快享计划”（18/10 上线） ：开通后，会在创作者的部分作品添加后贴片广告（10s 内）和评论区上方广告，创作者获得收益。目前 <u>粉丝数>1 万</u> 达人可开通“快享计划”。	作品分成计划 ：普惠型变现工具， <u>粉丝数>5 万</u> 可开通；开通后，可在视频及评论区顶部添加广告转化组件，平台会根据添加组件的视频数量/播放量/互动量等指标，评定达人获得的视频授权收益。
创作者收入情况	18/06-19/06， 1,600 万 创作者通过快手累计获得 200 亿元+ 收入。 19/06-20/06，有 2,570 万 人在快手平台获得收入。	（20/09 公布数据）过去一年超过 2,200 万 人在抖音收入超过 417 亿元 ，未来一年希望让创作者收入达 800 亿

资料来源：磁力引擎，巨量引擎，东方证券研究所

以上所述，核心是要打造内容生态的正向循环。**基本循环逻辑为：UGC/PUGC 创作者和 OGV → 更多的用户 → 用户支持创作者+品牌方看到平台的价值 → 拉升广告等变现收入 → 有更多的 UGC/PUGC 创作者和 OGV → 更多的用户，进入持续正循环。算法+运营，都是为了社区生态增长而努力。**

3.3 算法+运营，抖快形成了不同的创作者及内容生态

算法和运营，造就了创作者和内容生态。抖音和快手虽然区别于其他内容平台的最大特点，都是擅长基于【黑盒算法】进行内容分发，但是二者的算法目标有区别，以及如前文所述，抖快在发展早期对于运营的态度也有较大的区别，过去几年算法和运营上的差异，导致了两个平台在 1) 内容生态、2) 创作者生态、3) 用户特征上均有差异，最终也影响到了两个平台在当前时点在不同商业化手段上推进程度的差异。但今年两大产品版本迭代有着重要的意义，随着抖音和快手，在产品、算法上逐渐多元化，都在互相切入。

3.3.1 内容生态差异：抖音更消费者友好，快手更生产者友好

两种内容分配机制下产生了不一样的内容生态：抖音群体性内容消费者体验好，快手群体性内容生产者体验好。

抖音：内容消费者的体验好，强调“好内容”、不强调粉丝社交关系。

- **对内容消费者**：这样的分配机制下，内容消费者的体验是非常好的，因为刷到的内容是经过大量用户检验的精品。这也是抖音用户增长更快、粘性更高的原因。而用户数增加、时长提升，进一步扩大了平台可供分配的流量池。因此抖音的用户使用时长会高于快手
- **对内容生产者**：对有优质内容生产能力的创作者也是非常友好的，因为优质内容产出的回报是很高的，但对于没有专业内容生产能力的普通用户相对不友好，因为内容产出缺乏反馈，不能满足普通用户个性展示、记录生活、社交的需求。这样的筛选机制下，平台留下，大多是可以生产优质内容的、专业性更高的创作者，符合抖音“**记录美好**”的价值观，内容呈现 PUGC 化，这也是抖音更早吸引 MCN 机构入驻的原因之一。创作者的内容生产门槛提高，意味着平

台需要在运营上投入更多精力和资源，来创造话题、提供模板维持内容池的丰富。此外，抖音的内容分发给“粉丝关注”的权重并不高，据火星营销研究院的数据，达人发新视频，其粉丝看到的概率只有 10%左右，因此粉丝量多不一定保证达人产出内容的曝光量大，达人沉淀的粉丝价值相对来说没有那么大。

快手：对广大普通内容生产者友好，内容可选没有偏好，人人可生产，关注更重要。

- **对内容消费者**，由于刷到的精品内容比例不那么高，观看体验相比抖音会差一些。内容分配上对普惠公平的坚持，是快手的用户增速慢于抖音的主要原因之一。**快手近期升级到 8.0 版本，首页的 3 个 tab 有 2 个给了偏头部的内容池（“发现”页和“精选”页）**，说明快手在用户增长的压力之下，未来也会给头部优质内容更多的流量倾斜。
- **对普通的创作者**，这样的内容分发方式，是比较友好的，因为即使内容产出不算非常精良，也不会出现作品完全无人问津的情况，普通用户产出内容的动力会更高；平台上普通作品的数量多，内容创作者的创作心理门槛会更低。19/07-20/06，在快手发布过作品的用户数高达 3 亿，这个数据验证了快手生态对普通内容生产者的友好，符合快手“记录世界记录你”的口号。此外，快手在内容分发上，给予社交关注更高的权重，据火星营销研究院的研究，达人发新视频，粉丝看到的概率有 30-40%甚至更高，粉丝对达人的情感黏性更高，相比于抖音，快手的达人更容易做私域流量沉淀、粉丝价值更大。

根据微信公众号“Louis 徐玮”里提出的流量公式：

平台流量收入 = 买来的用户流量 + 优质作品吸引的流量 + 产品和推荐带来的增值流量

平台流量支出 = 扶植中腰部作者的流量+签约类独家作者承诺的流量+广告耗散的流量

这里的“流量收入”我们可以理解成，吸引用户来到平台的要素，“流量支出”可以理解成，促使用户离开平台的要素。这个公式也可以帮助我们理解抖音和快手在广告变现能力上的差异：抖音的流量分发模式，更易产生优质爆款内容作为流量的“抓手”，平台的引流能力强；而快手把更多的资源分配给了“流量耗散型”的中腰部创作者内容，所以留给广告流量就没那么多了。

比如，平台向用户推送 10 条内容，其中 6 条是优质精品内容，2 条是普通内容，这时候有 2 条是广告内容用户的接受度是比较高的；但如果 10 条内容里，只有 2 条是优质精品内容，6 条是普通内容，这种情况下，再推送 2 条广告，用户的体验就会差很多，对平台的粘性也会下降。

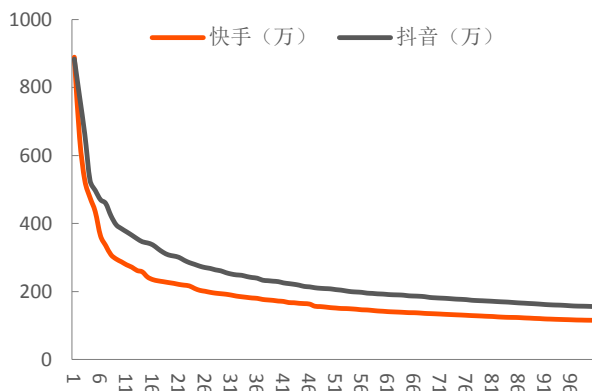
3.3.2 创作者生态的差异：涨粉难度、粉丝集中度，及粉丝价值不同

我们该章节将分析平台上的创作者们，基于不同的价值观的黑盒算法和运营逻辑下，创作者在两大平台形成了不同生存环境，包括创作者的分布（**粉丝集中度**）、**涨粉速度**、**粉丝价值**，这些也是为什么平台会有初期不同商业化模式的原因。同时，我们也会描述创作者在两大平台的画像。

- **抖音目前头部达人的涨粉速度快于快手**。两个平台达人的涨粉机制不一样：抖音会将大部分流量集中到少数头部优质内容，而且采用沉浸式单列的内容陈列方式，用户观看什么完全由平台决定，因此经过多层流量池漏斗筛选被认定为优质的内容会在短期内得到大量曝光，对应账号的涨粉速度也会非常快；**快手的流量分发更为平均，70%的流量会被分配给中长尾的内容**，内容的曝光量过高还会被限流，因此通过优质内容在短时间内急速涨粉的情况在快手发生的概率小于抖音，但是快手达人会通过直播连麦、挂帮等方式实现高粉丝账号给其他账号导流涨

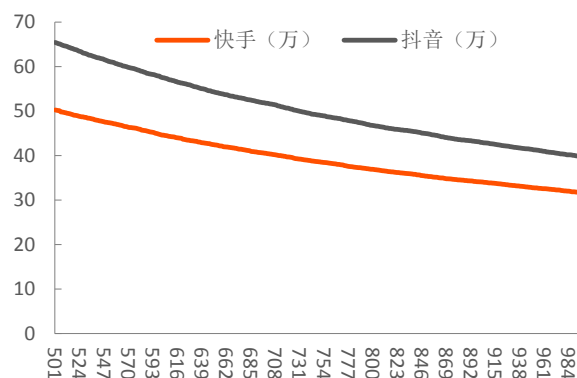
粉)。目前观察到的现象是，头部涨粉账号的粉丝增长量，抖音是高于快手的：根据小葫芦统计的数据进行计算，2020 上半年，涨粉最快的 2000 个账号的粉丝涨幅，抖音高于快手，其中前 400 账号涨粉量的差距在 35-40%，排名 500-1000 账号的差距缩窄到 25-30%（接近抖音与快手的 DAU 差距）。

图 20：抖/快 Top100 涨粉量达人的月均涨粉量（20H1）



资料来源：小葫芦，东方证券研究所

图 21：抖/快 Top500-1000 涨粉量达人的月均涨粉量(20H1)



资料来源：小葫芦，东方证券研究所

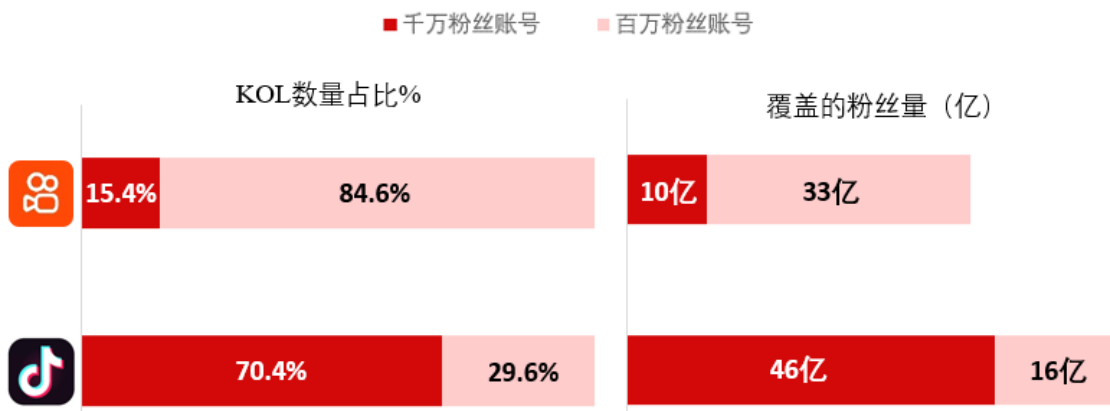
● 但快手的单位粉丝价值高于抖音。

快手达人和粉丝的情感连接及信任度相较于抖音更高，因为：第一，在双列流的内容陈列模式下，用户需要对观看什么内容或达人进行思考并做出主动选择，这个自主选择的过程一定程度上加深了粉丝与达人之间的互动感及情感沉淀；第二，快手的内容推送方式，给了“关注”更高的权重，因此粉丝刷到关注的人的概率更大，达人在粉丝页面上的曝光频率更高，且快手用户和达人之间的互动更频繁，根据快手官方公布数据，20H1 快手上内容的赞评比达到 4:1，用户的评论频率非常高，粉丝和达人之间的更高频互动也会拉近粉丝和达人之间关系。

● 创作者的粉丝集中度：抖音向头部集中，快手更均衡。

抖音的分发机制是给优质内容、优质内容产出账号不断加权，而快手会基于“基尼系数”调控流量的分发，限制流量的集中化，使得两个平台的创作者粉丝量也呈现不同的分布，根据克劳锐发布的《2020 上半年短视频内容发展盘点报告》，截至 20/06，抖音千万级粉丝量的 KOL 数量超过 700 个，而快手粉丝量过千万的账号数仅为 154 个；Top 1000 的账号的累计粉丝量（不去重），抖音为 62 亿，快手为 43 亿（比值为 1.44），而抖音、快手 6 月份的 MAU 为 5.1 亿、4.3 亿（比值为 1.19），说明抖音 Top 1000 KOL 的粉丝的渗透率高于快手，说明抖音头部账号获得的关注度高于快手的头部账号。

图 22：抖音和快手 Top 1000 的 KOL 的数量分布及覆盖粉丝量（20/06）



资料来源：克劳锐《2020 上半年短视频内容发展盘点报告》，东方证券研究所

- 从头部创作者的属性来看，抖快也有区别，抖音明星号/机构号占比大，快手草根网红占比大。

抖音明星号/机构号占比大。通过分析抖音和快手粉丝量前 50 大的账号（截至 20/08）可以发现：抖音头部账号中，媒体号和明星的占比更高（根据克劳锐的统计数据，截至 20/06，抖音 Top 1000 的 KOL 中，有 9.8%是娱乐明星，而快手该比例仅为 1.2%），抖音成立初期就开始大力邀请明星入驻，16 年 8 月上线，17 年已经有鹿晗、大张伟、岳云鹏、邓超、胡彦斌、中国有嘻哈热门选手、快乐大本营主持团等热门明星入驻，截至今年 9 月，入驻抖音的明星数量已经超过 2700 位。

图 23：抖音和快手的粉丝量最多的 50 个账号的属性（20/08）

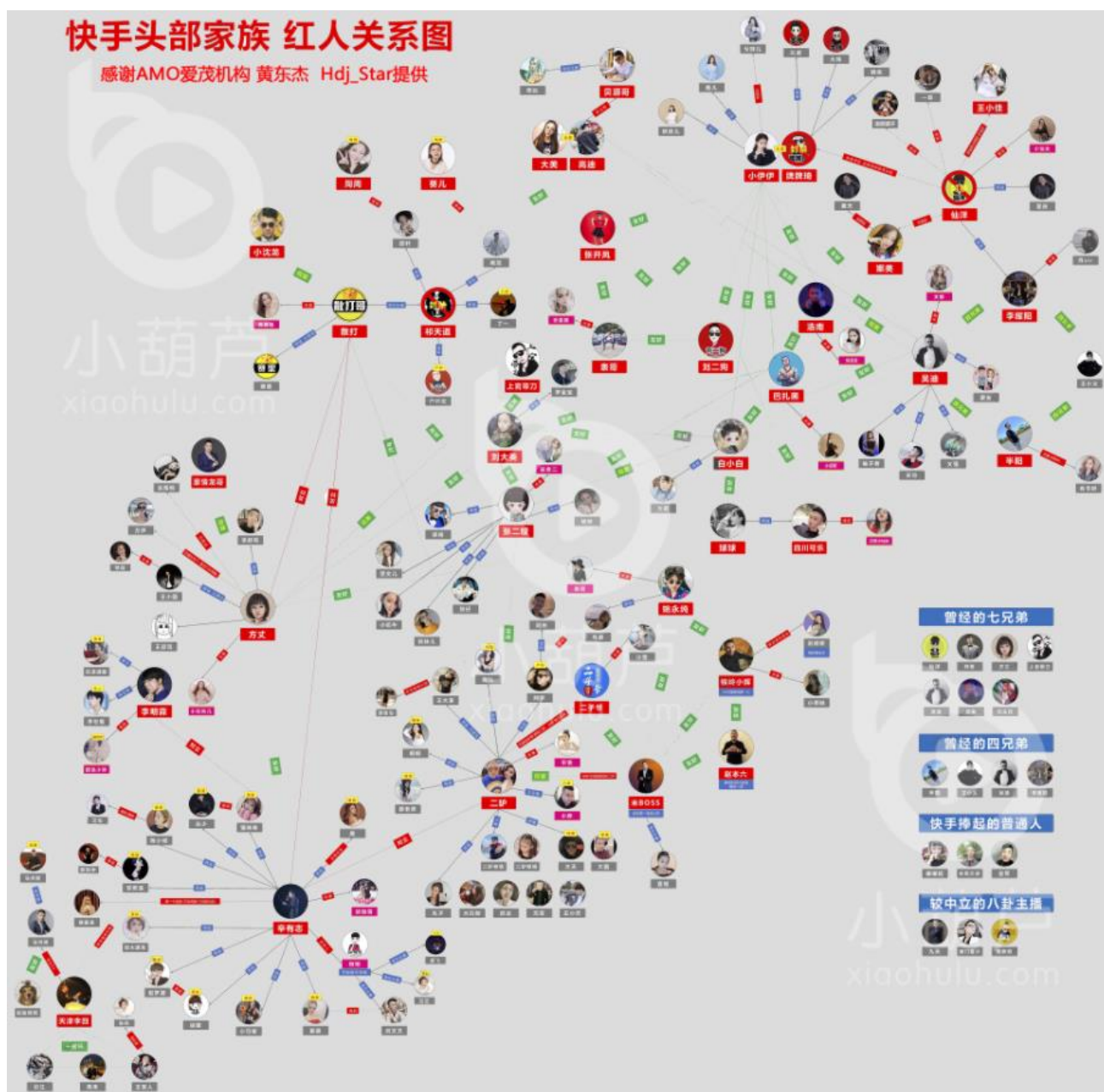


资料来源：新榜，蝉妈妈，东方证券研究所

快手头部创作者重，草根网红占比大，并形成“家族式”抱团现象。快手初期的理念是不主动接触创作者，不对流量分配进行人为干预，在这个环境下成长出了一批草根网红。快手的流量分发给了“社交关系”和“粉丝关注”更高的权重，粉丝和达人之间的情感连接更强，因此在快手的涨粉的

方式和抖音略有不同，抖音达人可以依靠创作爆款内容快速涨粉，而由于快手会对过热内容限流，依靠爆款内容迅速涨粉的效果不如在抖音好，反而和头部达人结盟，再通过连麦、挂榜等形式引流的涨粉方式更容易操作（粉丝对头部达人的信任度高，更容易听响应达人号召去关注其他账号），因此快手的头部红人会呈现“家族式”抱团现象。但近年来，快手加强创作者的管理规范，解散没有正式签约公司的家族，并推出 MCN 合作与扶持计划；并大力邀请明星入驻，其中，周杰伦的入驻是快手 20 年上半年最重要的运营事件之一。

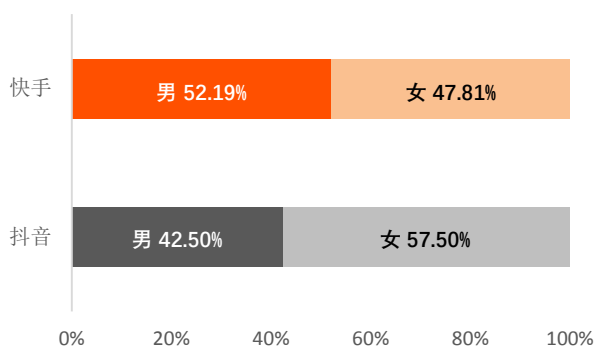
图 24：快手头部红人家族关系图



资料来源：小葫芦，东方证券研究所

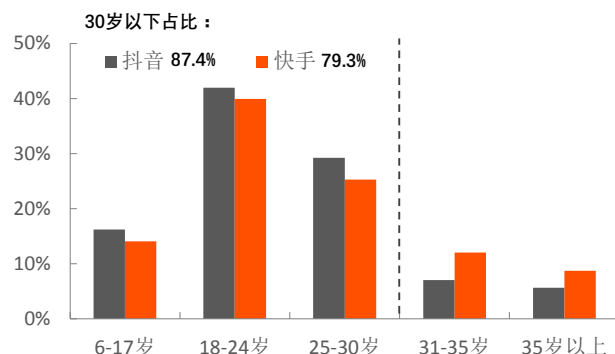
- 创作者的画像：快手男性/30 岁以上/北方/下沉创作者占比相对高，抖音女性/30 岁以下/南方/高线城市创作者占比更高。**根据卡思数据，在性别分布方面，抖音的女性创作者占比相对高（58%），快手男性创作者占比更高（52%）；从年龄分布上，两个平台的创作者都非常年轻，抖音、快手 30 岁以下的创作者数量占比分别为 87%、79%；地域分布上，抖音的创作者主要集中在一二线城市（占比 75%），且主要集中在南方城市（前 10 大城市中除了北京均是南方城市），而快手的创作者有一半来自三四线及以下城市，且分布比较分散，北方创作者比例明显高于抖音。

图 25：抖音和快手 KOL 的性别分布（19/10）



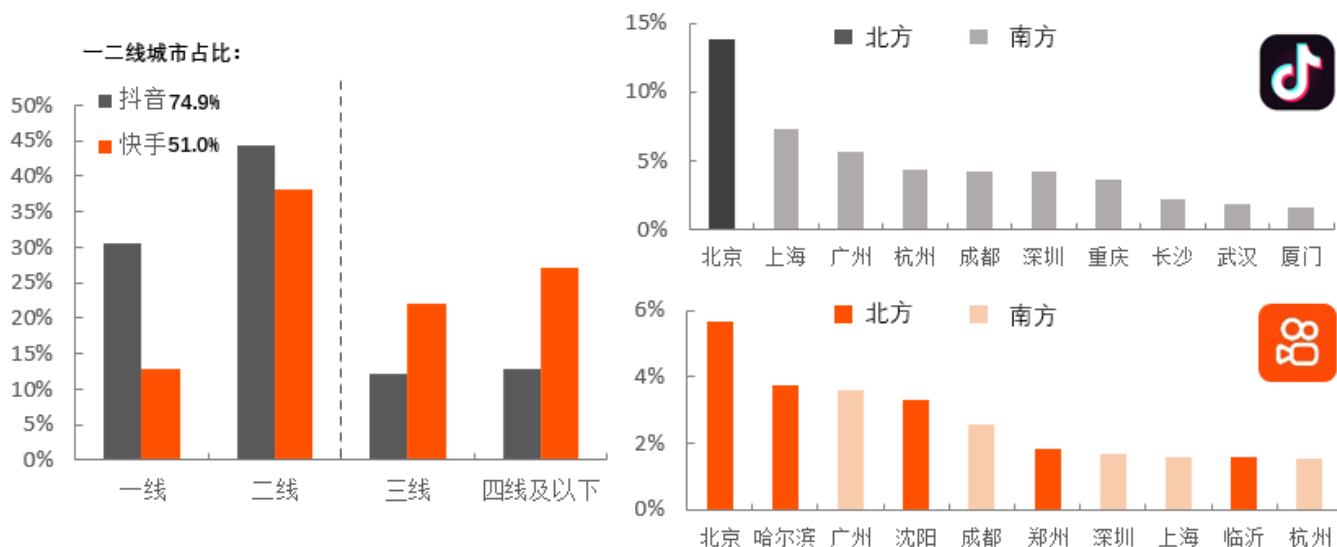
资料来源：卡思数据，东方证券研究所

图 26：抖音和快手 KOL 的年龄分布（19/10）



资料来源：卡思数据，东方证券研究所

图 27：抖音和快手 KOL 的地域分布（19/10）

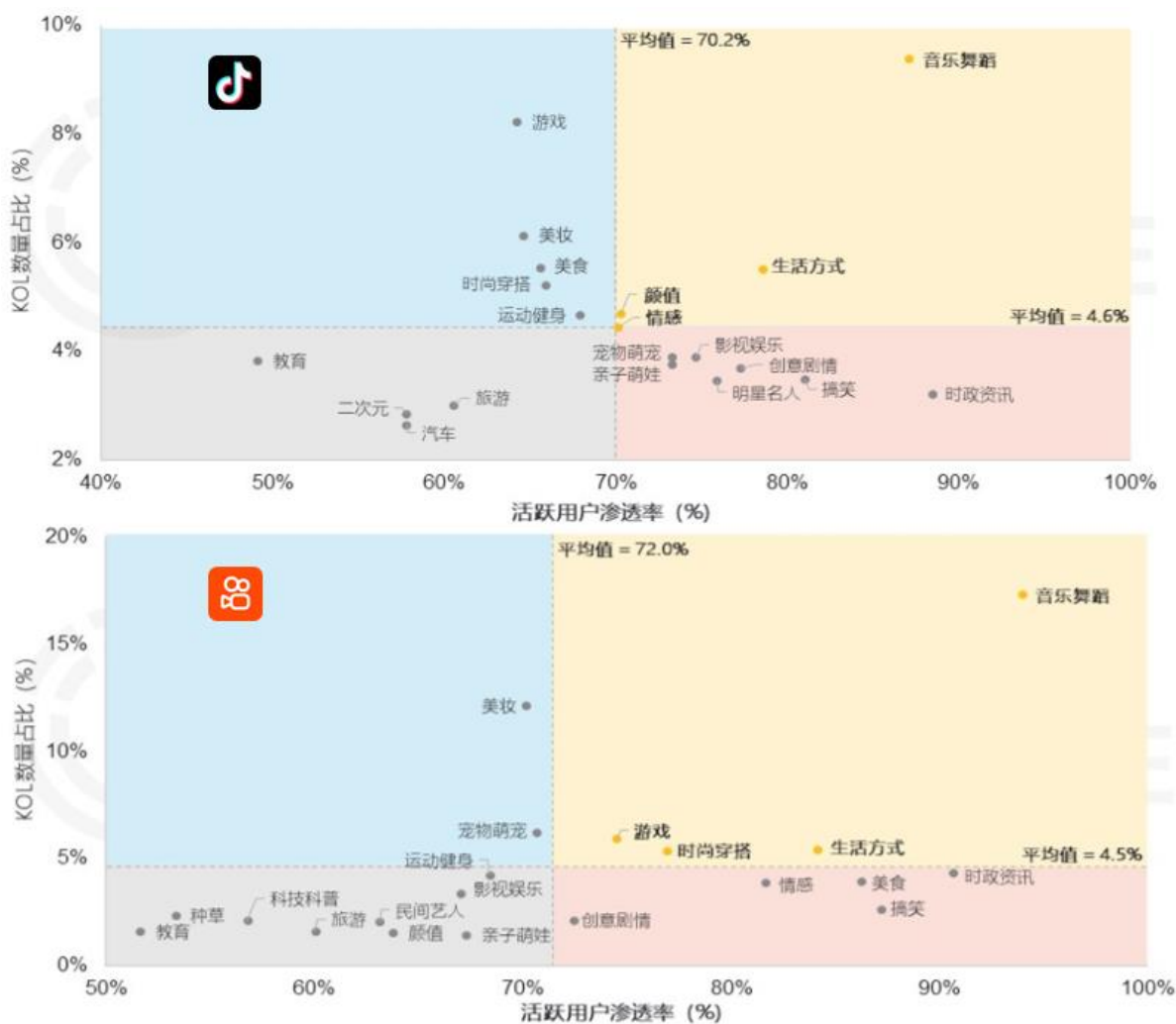


资料来源：卡思数据，东方证券研究所

但抖音、快手的达人重合度在提升，KOL 的类型趋同。随着两个平台覆盖用户重合度提升，算法和运营逻辑虽然不一样，但是有逐渐向对方靠近的趋势（抖音开始更重社交、快手开始重视中心化流量运营），两个平台的 KOL 也重合度出现提升趋势，根据卡思数据的统计，从 2018 到 2019 年，抖音和快手两个平台昵称完全相同的 KOL 数量增长了 2.67 倍，其中粉丝量超过 500 万、在两个平台的昵称完全相同的头部 KOL 数量增长了 1.75 倍（这类 KOL 多由专业 MCN 机构运营，例如“懂车侦探”、“毒角 SHOW”等）。

根据 QuestMobile 的数据，两个平台的 KOL 类型也是比较相似的，其中数量最多的都是音乐舞蹈类，其次是美妆、游戏、生活方式、时尚穿搭等，但是教育、旅游等垂类的达人都较稀缺。

图 28：抖音和快手 KOL 的类型分布（20/06）



资料来源：QuestMobile，东方证券研究所

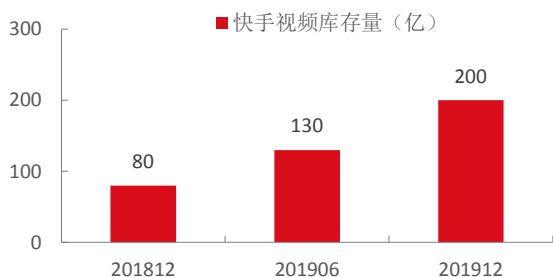
3.3.3 平台的视频播放总量不同：快手平均单条短视频分到的流量更少

内容平台的内容也存在供（内容创作）需（内容观看）关系。如前文分析，快手对创作者更友好，抖音对消费者更友好，**我们推测，快手用户的内容创作量是高于抖音的**：根据《快手内容生态报告》公布的数据，截至 19 年底，快手的视频数达 **200 亿条**，在 19/07-20/06 期间，**发布过作品的用户数达 3 亿**；抖音目前尚未公开过相关数据，只是在 9 月份举行的 2020 年抖音创作者大会中提到，过去创作者的数量增加了有 **1.3 亿左右**。

而快手的流量蛋糕（人数×人均时长）没有抖音大，再加上快手用户观看直播的比例更大（**3 亿 DAU 中有 1.7 亿用户是有观看直播行为的**），**直播消耗了较长的时长**，短视频分到的流量盘子更小，因此我们推测，快手单条短视频分到的 VV（Vedio View，视频播放量）是少于抖音的，而短视频通常是达人涨粉的方式，**这也部分解释了快手达人涨粉速度慢于抖音的现象**。

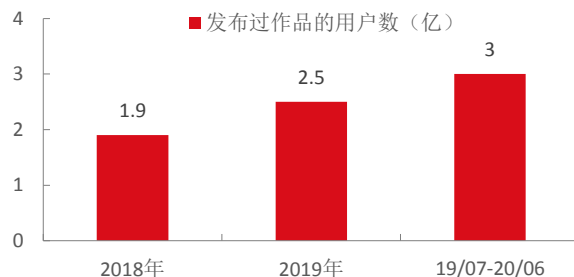
做一个简单的假设计算，假设抖音、快手用户观看直播时长占比分别为 15%、30%，在 DAU 差距 30%、人均时长相同的情况下，快手的总 VV 只有抖音的约一半，假设两个平台每天产出的内容量是一样的，那么平均来看，快手的每条短视频分到的观看量只有抖音的一半。**但目前这个结论尚没有权威数据支撑验证，有待我们进一步深入研究**。根据快手 2020 上半年公布的数据，**快手每日产出 UGC 内容 1500 万+，日均播放视频数为 1500 亿+**，目前我们尚没有抖音对应数据进行对比分析。

图 29：快手的视频供给数量多



资料来源：《快手内容生态报告》，东方证券研究所

图 30：快手发布作品用户规模大



资料来源：《快手内容生态报告》，东方证券研究所

表 10：抖音和快手直播用户的 DAU 及时长（20/06）

	抖音系		快手系	
	直播	非直播	直播	非直播
DAU			1.7 亿	
总体 DAU	6 亿		3 亿	
人均单日时长（min） （2020 年春节期间）	129	89	120	52
总体人均单日时长（min）	93		86	

资料来源：QuestMobile，《2020 快手内容生态半年报》，东方证券研究所

表 11：抖音和快手每日短视频 VV 计算（数据为假设，结论有待进一步探究验证）

	抖音	快手
DAU（亿）	6	4
人均使用时长（min）	90	90
直播占时长比重%（假设数据）	15%	30%
短视频 VV（亿次）	2754	1512

假设：每条短视频平均看 10s，不考虑切换视频的时间

资料来源：东方证券研究所假设测算

综上所述，从算法分发机制的侧重点不同+运营不同，形成了快手抖音系不同的特点，正在影响着其平台上的创作者们以及他们的变现方式，同期也带着平台不同的商业化模式的可能性。但今年的平台改版，我们也发现他们正在发掘自己的更多可能性。

四、用户：抖快增长策略不同，用户重合度在提升

4.1 用户增长策略：快手初期佛系后期发力，抖音成立之初就重营销和运营

快手从 2013 年转型短视频社区到 2016 年，主要依靠自然增长。基本没有做市场推广，只有 2016 年在 APP 应用市场做一些少量的广告投放。但是近两年用户增长策略开始变得激进，在内容端、创作者端都加强了运营，代表性的事件是在 2019 年提出“2020 年春节前实现 3 亿 DAU”的目标，通过赞助 2020 年春晚、推出快手极速版（大屏上下滑）；进入 2020 年，快手在内容运营侧继续发力，之前不主动接触明星，2020 年密集邀请明星入驻，代表性事件是周杰伦的入驻及在快手进行首场直播。

抖音在 2016 年上线，当时竞争对手的用户体量已经非常大了，所以有面对竞争压力的抖音，从成立之初就采取了激进的用户增长策略，已经在度过了初期几个月产品的打磨阶段，就大力投入营销和内容运营，除了赞助多款热门综艺以外，2017 年出现多起全网讨论的“出圈”营销事件，包括 17/03 岳云鹏转发抖音水印微博、17/07 两支传播度非常高的 H5《世界名画抖起来》和《找呀找呀找爱豆》、17/07 鹿晗的新歌 MV 登陆抖音等；此外通过各类有趣好玩的功能、挑战赛等、主题视频，激发用户的创作热情（如尬舞机、海底捞吃法、答题游戏等），实现内容和用户端的双重增长。

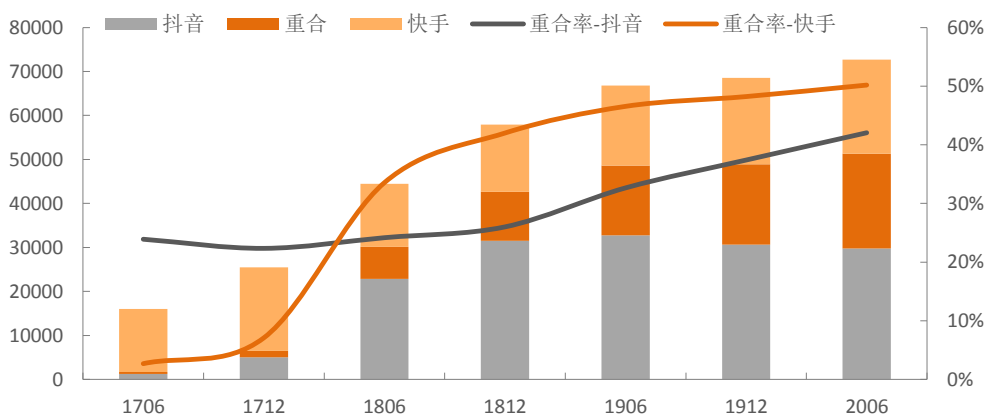
4.2 用户画像：抖音下沉快手上行，双方差距逐渐缩小

抖音：最初的目标用户是潮流、酷炫的年轻群体，平台最初的内容运营是往偏时尚内容方向布局，吸引高校年轻人进行创作，最早赞助的综艺是《中国有嘻哈》这类以“潮”为特征的节目。年轻、一二线地区、时尚人群是抖音的种子用户。之后随着用户数的增长，平台内容逐渐丰富，用户群体（覆盖区域、年龄分布）等分布更加均匀。

快手：快手最初没有刻意进行内容引导，但是其普惠的流量分发方式对当时缺乏针对性的社交、娱乐产品的下沉市场用户有极大吸引力，因此快手的种子用户是由下沉市场（尤其是北方地区）的用户构成。但是快手近年来在破圈方面做了很多努力，包括丰富各垂类的内容，推出多支品牌宣传片。目前快手的用户结构也相比成立之初更为均衡。

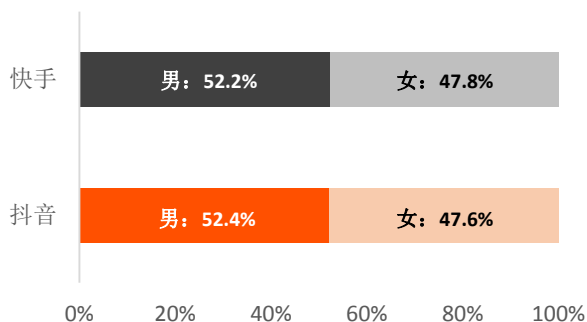
抖音和快手的用户重合度接近一半，用户分布逐步接近。到了 2020 年，两个应用的 MAU 达到 5-6 亿量级的规模，双方重合用户的比例越来越高（二者重合用户占各自的 MAU 比例，抖音的比例由 17 年中的 24% 提升到 20 年中的 42%，快手的重合率由 7.1% 提升到 50.2%），用户画像将会更加接近。根据 QuestMobile 公布的 19/06 数据，二者男女比例基本均衡，年龄分布上两个平台的用户都非常年轻（53% 左右用户在 30 岁以下）；城市级别分布方面，快手虽然下沉市场用户占比更大，但是差距和抖音已经不大，抖音、快手一二线用户的占比分别是 44.2%、41.1%，仅相差 3 个百分点；地域分布方面，“南抖音，北快手”的格局仍然维持，用户量最多的 10 个省份中，抖音的南方省份有 7 个，而快手的北方省份有 6 个。

图 31：快手和抖音的重合 MAU（万）及重合率（%）



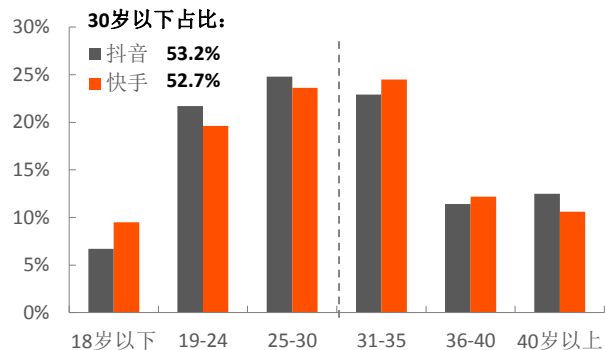
资料来源：QuestMobile，东方证券研究所

图 32：抖音和快手用户性别分布（19/06）



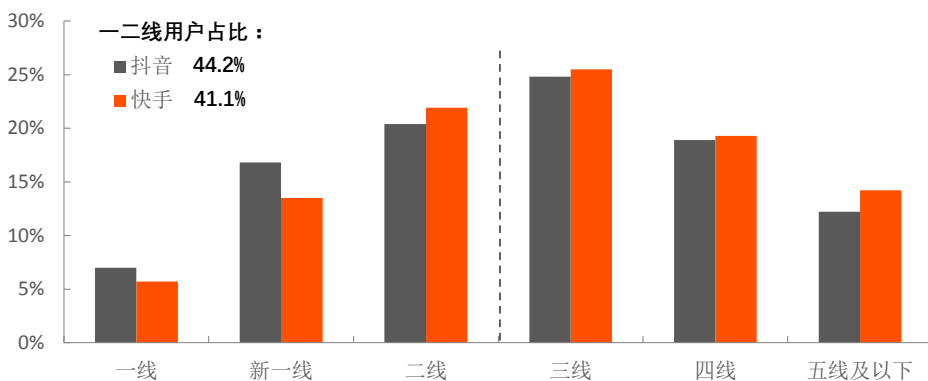
资料来源：QuestMobile，东方证券研究所

图 33：抖音和快手用户的年龄分布（19/06）



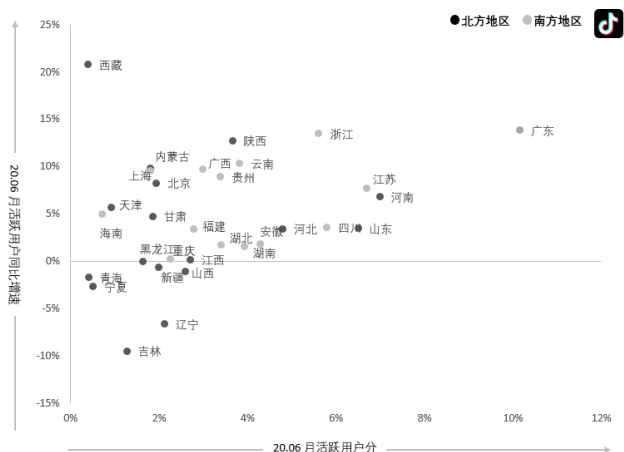
资料来源：QuestMobile，东方证券研究所

图 34：抖音和快手用户城市级别分布（19/06）



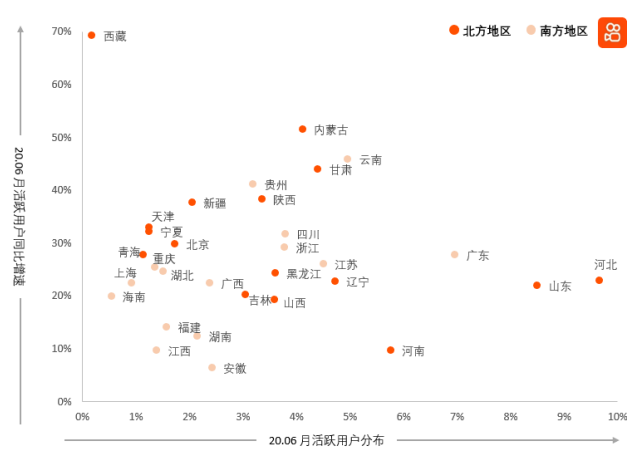
资料来源：QuestMobile，东方证券研究所

图 35：抖音月活用户的地域分布及同比增速（20/06）



资料来源：QuestMobile，东方证券研究所

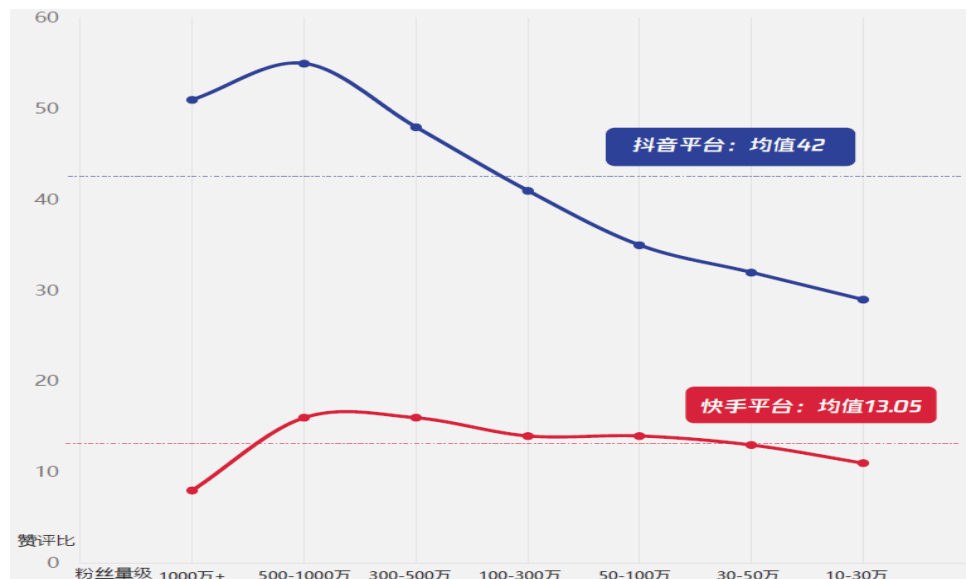
图 36：快手月活用户的地域分布及同比增速（20/06）



资料来源：QuestMobile，东方证券研究所

互动意愿：快手偏社区属性，用户互动意愿更高。赞评比（点赞数/评论数）是衡量粉丝互动性的指标，这个指标越低，说明粉丝的互动性越高（因为评论的难度要大于点赞的难度）。根据卡思数据的统计，截至 19/10，抖音达人的赞评比均值为 42:1，而快手为 13.05:1（根据快手在磁力引擎双产品发布会上公布的数据，20H1 快手的赞评比是 4:1）；分不同级别的达人来看，抖音粉丝量级在 500 万以上的达人的赞评比反而是最高的（50~60），粉丝量越低赞评比随之下降，而快手粉丝在 1000 万以上的头部达人赞评比只有 8。这个数据再一次验证了抖音平台偏媒体属性，而快手平台偏社区属性。但这样的差距在缩小，根据克劳锐的统计数据，1H20 Top 1000 的 KOL 生产的内容，抖音和快手的赞评比分别为 38:1、28:1。

图 37：抖音和快手不同粉丝量级达人的赞评比（截止 19/10）

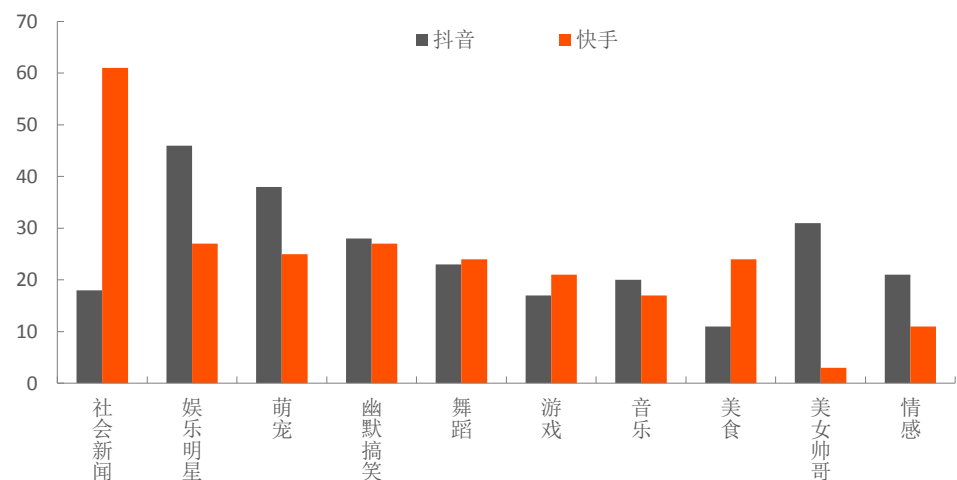


资料来源：卡思数据《2020 短视频内容营销趋势报告》，东方证券研究所

4.3 用户内容偏好：抖音更偏好颜值型，快手更偏好生活类

目前，两个平台的内容目前主要是以生活休闲娱乐为主，具体类目上略有不同。根据克劳锐发布的《2020 上半年短视频内容发展盘点报告》，抖音用户在娱乐明星、美女帅哥、情感等类型的内容互动率更高，而快手用户在社会新闻和美食等生活类内容的互动率更高。

图 38：20H1 快手、抖音热门垂类平均单条内容互动量（万次）



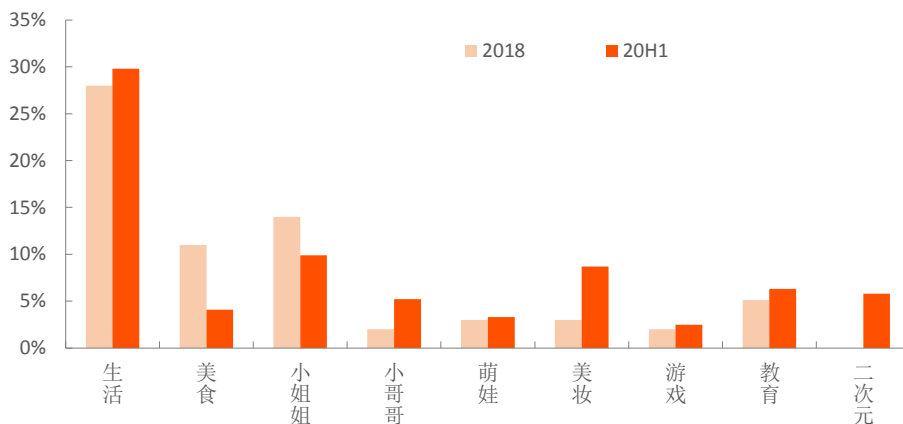
备注：互动量=评论量+点赞量

资料来源：克劳锐《2020 上半年短视频内容发展盘点报告》，东方证券研究所

两个平台都在通过运营挖掘更多垂类内容。抖音一开始就重运营，而快手起初是轻运营的，但在一个依赖算法、亿级用户的大众内容平台，轻运营的结果很有可能就是内容生态低俗化，因为人性被低俗、猎奇的事物吸引，这类内容的数据反馈好，容易得到更多曝光，追逐流量的内容生产者会更

倾向于生产这类内容，如此陷入一个负面循环，后期快手加大内容的人工运营。两个平台推出了多项针对创作者的激励和扶持计划，来丰富平台的内容类型，逐渐取得成效。根据《2020 快手内容生态报告》，此前平台较缺乏的美妆、二次元、教育类的内容占比明显提升。

图 39：快手 2018、20H1 重点类目短视频占比（%）



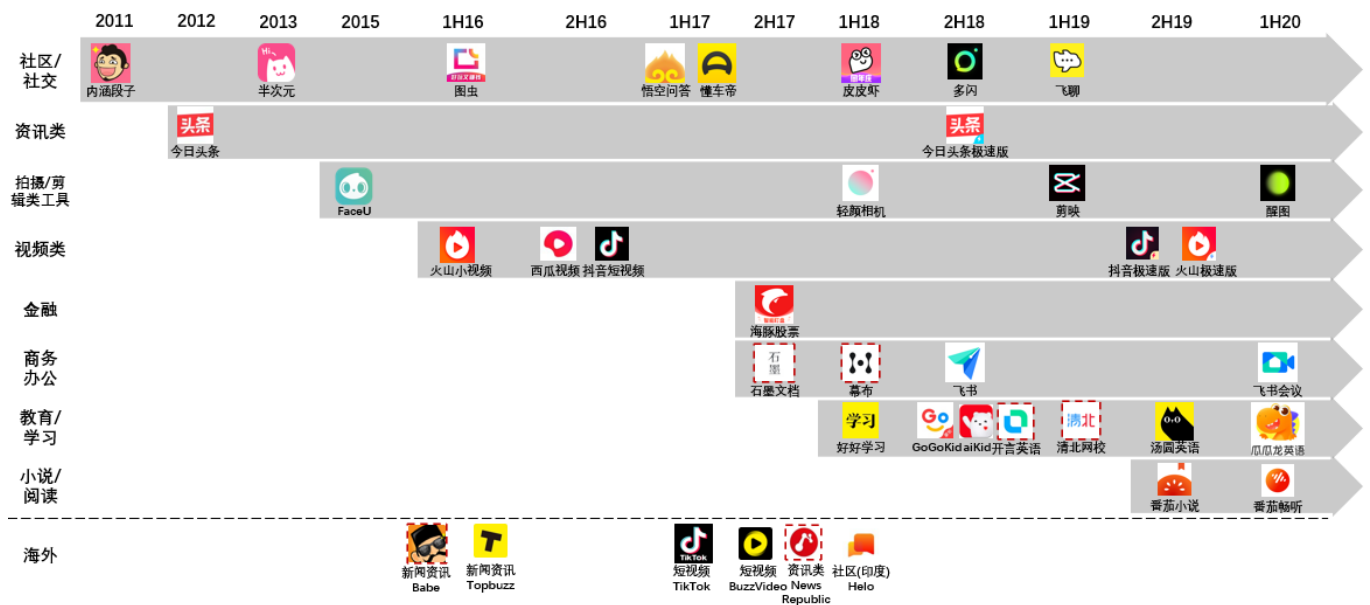
资料来源：快手内容生态报告，东方证券研究所

五、产品矩阵

字节跳动和快手两个公司都有自己的产品矩阵，但是特点不一样。

字节跳动被喻为“APP 工厂”，APP 推出更迭速度非常快，产品矩阵丰富，张一鸣曾经表示“字节跳动的核心竞争力直接来说是我们的产品，产品背后是我们的技术系统，技术系统背后是我们的团队和文化”，字节跳动有三个核心职能部门：技术、用户增长和商业化，分别负责留存、拉新和变现，每个 APP 都可以借助三个部门的能力和资源发展。这样的组织架构，实现了公司基础能力复用，字节跳动孵化新 APP 的成本较低。字节跳动做 APP 矩阵的原因，是因为内容类 APP 相较交易类 APP 的更迭速度更快、更易被颠覆，张一鸣认为单一独大的产品路径是走不通的。字节的产品矩阵，是以信息分发、社交为主的内容类产品为主，此外还有满足拍摄剪辑需求及办公需求的工具类、通讯类产品，覆盖的领域不断拓宽，包括新闻资讯、休闲娱乐、汽车、教育、商务办公等。

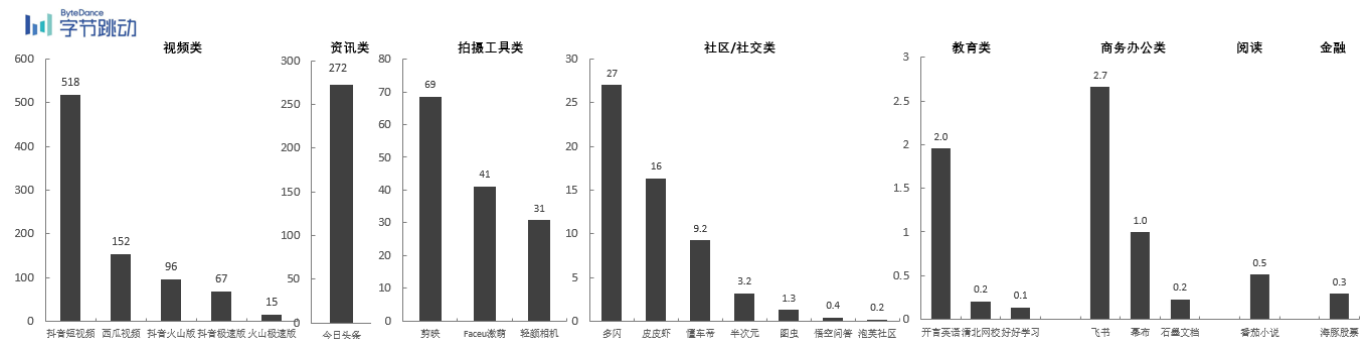
图 40：字节跳动的 APP 矩阵布局



备注：红色虚线外框为收购/投资的产品，其余为内部孵化产品

资料来源：App Annie，七麦数据，东方证券研究所

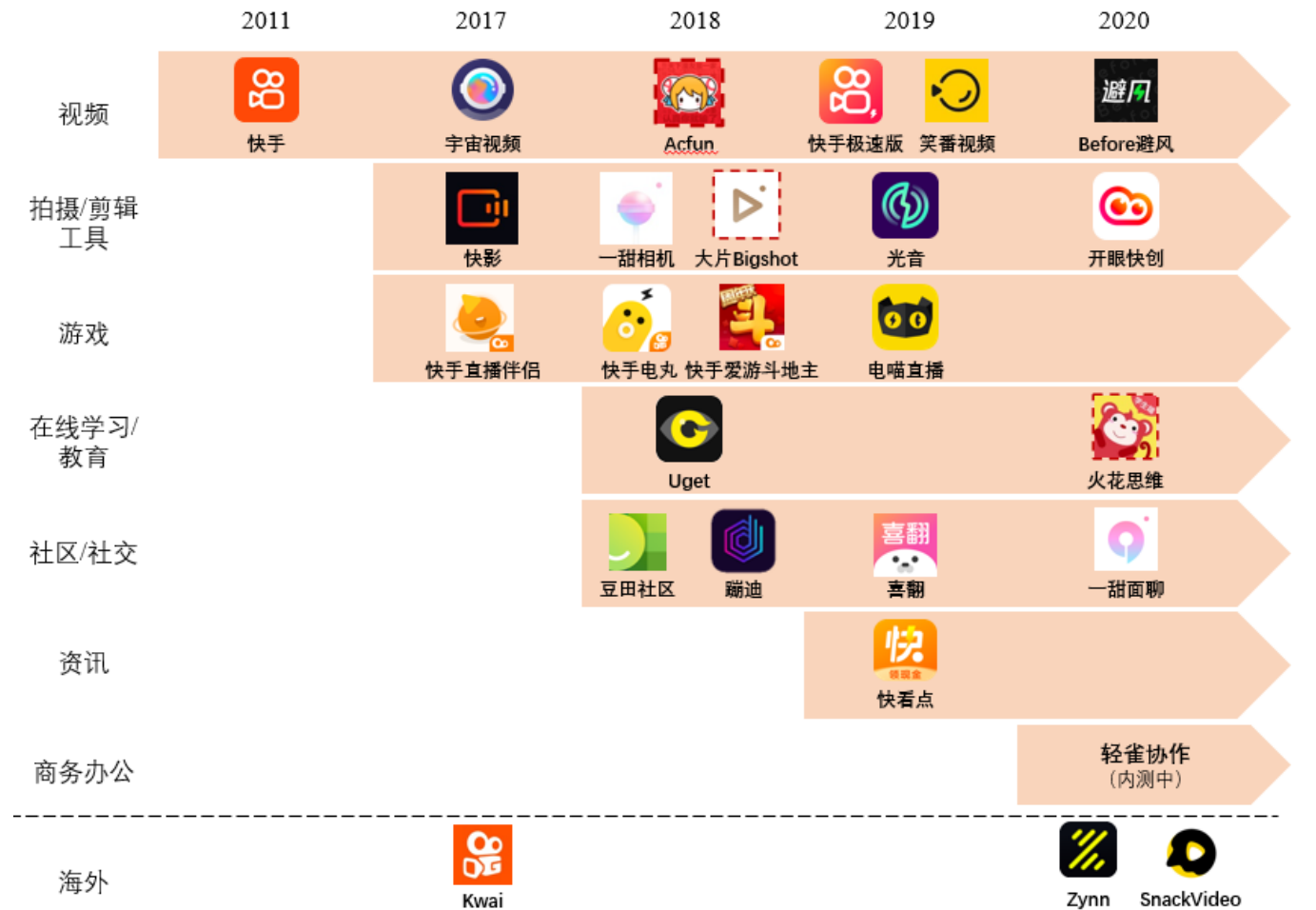
图 41：字节系部分 APP 的月活用户（20/03，百万）



资料来源：App Annie，东方证券研究所

快手在 2016 年之前，主要专注于“快手 APP”一款产品，宿华原本愿景是，希望通过一个 App 服务 10 亿用户。2017 年，公司开始逐渐丰富产品矩阵，产品的类型以视频类、社交类、游戏类为主，以及为了满足快手创作者用户的拍摄剪辑需求推出的一些工具类产品。

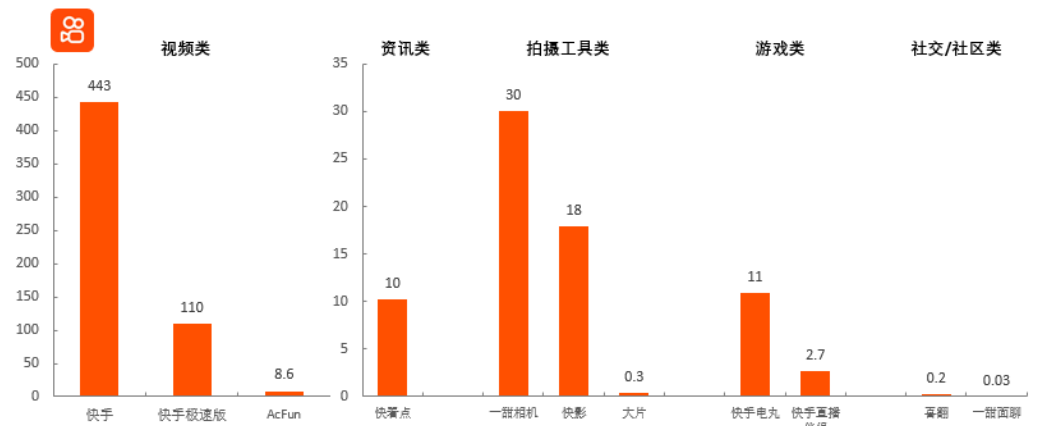
图 42：快手的 APP 矩阵布局



备注：红色虚线外框为收购/投资的产品，其余为内部孵化产品

资料来源：App Annie，七麦数据，Tech 星球，东方证券研究所

图 43：快手系部分 APP 的月活用户数（20/03，万）



资料来源：QuestMobile，东方证券研究所

总结与投资建议

媒介的可得及便捷性是历史发展的趋势，抖音+快手类的产品内容是 4G 技术下的必然发展，我们总结如下：

1) 从用户与时长角度，抖音和快手在中短视频内容平台领域已经占据绝对优势。两个产品的背后，是长时间的算法训练积累、内容运营投入、巨大的历史内容库，我们判断，短期内泛娱乐领域很难出现与抖快抗衡的第三款短视频应用，根据 QM 数据，抖音系/快手系短视频产品的时长占月活前 600 应用中所有短视频时长分别达 50%/35%以上，且仍然在不断增长中。

2) 两大产品系的相似&不同：总结来看，抖、快的最大共性，在于媒介（生产和理解门槛都很低的短视频）和技术（依靠算法进行内容分发【黑盒算法】）上的先进性，这也是二者近两年来成为成长最快的互联网产品的核心原因之一。两个产品的核心差异，我们认为来源于 2 大产品系的底层价值观和出发点的不同（一个“美好”vs 一个“真实”），造成了产品内容分发算法逻辑的差异（重内容质量 vs 强调普惠公平）、社区运营的差异（重运营 vs 轻运营）、产品形态的差异（单列上下滑沉浸式 vs 双列可选择式），这些差异造就了 2 个平台不同的社区内容生态、不同的创作者生态、不同的用户心智及归属感、不同的用户增长速度、不同的服务商生态、不同的商业化变现路径。但近两年来，两个产品不断迭代，都有向对方靠近的趋势，尤其今年的改版动作。两个产品逐渐向对方靠近，背后的重要原因是二者的用户数量和时长增长已经度过了红利期，产品、算法、价值立场的接近也会让两个产品的达人、用户重合度越来越高（至 20H1 重合用户占比已经超过 40%），两个产品也会面临更加激烈、近场的竞争。

3) 目前看来，重内容运营是所有追求用户/时长增长的内容平台必须选择的道路，抖/快都在更深度的运营，包括头部内容&垂类内容运营、达人运营、工具等。平台重视内容运营，可以帮助降低内容生产门槛、维持创作者的积极性和活跃度，引导内容方向，从而让平台有持续足量的、高质的内容池供给，从而改善内容消费者的体验，实现用户的高增长。

4) 当前的时点，我们观察到，相对抖音，快手更重视人而非内容的运行机制，用户观看直播时长更长而观看短视频时长更短，平台短视频总播放量及人均 vv 少（我们预测），头部达人涨粉速度相对慢，但粉丝价值更高。快手短视频内容的消费体验弱于抖音，但是粉丝和达人之间的情感联系更紧密，因此快手用户观看直播的比例更大、时长更长：快手 3 亿 DAU 中有 1.7 亿用户是有观看直播行为的，且根据 QM 数据，今年春节期间，抖音看直播/不看直播用户的日均时长分别为 129 分钟/89 分钟，而快手的为 120 分钟/52 分钟，不看直播占看直播用户时长比分别为 40%/70%，可看出快手用户对直播的喜爱。在快手，直播消耗了更多的时长，短视频分到的流量盘子更小，因此我们推测，快手单条短视频分到的 VV 是少于抖音的，而短视频通常是达人涨粉的方式，这也部分解释了我们观察到的快手头部达人（涨粉 Top 5000 达人）涨粉速度慢于抖音的现象。

5) 产品和运营上的差异导致了 2 个平台在不同变现方式上的能力差异（当前时点）。总结来说，抖音更适合广告流量变现（基于内容的变现），2019 年字节跳动广告收入占比 70-80%；而快手更适合直播场景下的变现（基于达人的变现）：2019 年约 70%收入来自直播打赏+带货。

综上所述，内容平台两大超级产品系正在快速的增长、迭代，满足更多的用户需求，生长出更多的商业模式，以及其产业链的伙伴们也会继续快速成长，值得我们深度关注。

投资建议：

抖音和快手是国内目前用户体量最大、时长最长的内容平台，在产品和商业化方面仍然有较大的成长空间。认为随着 5G 的普及，短视频/直播的应用范围将越来越广泛，不局限于休闲娱乐的场景，抖音和快手在基础设施、技术、算法、数据积累方面具备领先优势，服务更多用户&更多场景，商业化也随之加速。除了看好抖音和快手平台自身的发展，其生态体系里的合作伙伴（服务商、MCN 机构、入驻商家）也有望和平台一起实现快速成长。

我们建议关注：1. 产业中抖音、快手两个短视频平台，以及腾讯控股(00700，买入)；2. 头部电商 SaaS 服务商：中国有赞(08083，未评级)、微盟集团(02013，未评级)；3. 新流量平台营销服务商和 MCN 机构：华扬联众(603825，未评级)、天下秀(600556，未评级)、引力传媒(603598，未评级)、中广天择(603721，未评级)；4. 及时把握新流量场红利的新品牌商。

风险提示

用户数、时长增长遇到瓶颈：越来越多的内容媒体、电商平台开始引入直播、短视频的产品形式，行业竞争有加剧趋势；抖音、快手的用户数和人均时长已经达到较高水平，如果产品、运营端没有重大突破，用户数和使用时长的增长有陷入瓶颈的风险；

内容监管不力：随着抖音和快手的用户和内容体系的增长，如果公司的运营团队和内容监管机制的成长速度跟不上用户和内容的增长速度，会出现内容监管疏漏的风险；

直播电商的增长速度不及预期：抖音和快手在直播电商领域还处于起步阶段，如果不能持续完善相应的产品体系、引入合作伙伴，将会面临业务增速不及预期风险。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

