

证券研究报告·行业动态报告

短视频下半年展望： 流量持续增长、广告/电商复苏，视频号加速商业化

分析师：杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

010-85156448

SAC执证编号：S1440519060002

SFC中央编号：BQI330

研究助理：杨晓玮

yangxiaowei@csc.com.cn

发布日期：2022年7月28日

要点

- 1、用户&内容端：持续布局各垂类内容，看好下半年流量增长
- 1) 二季度淡季下用户稳健。据QuestMobile，一季度春节/冬奥效应下，抖音/快手DAU(含极速版)达历史新高5.68/3.45亿，主站时长110min；二季度淡季用户表现依然稳健，抖音/快手DAU环比分别仅变化1.2%/-3%，时长环比下降2.7%、2.8%，预计二季度快手流量仍有约40%的增长。
- 2) 内容垂类持续布局：用户对补贴敏感变低，加强内容提时长/粘性：1) 影视二创，抖音爱奇艺合作，短视频版权担忧进一步减弱；2) 体育&游戏，快手/抖音获欧冠/东亚杯等版权；3) 明星矩阵，快手举办成龙/周杰伦独家活动，有望进一步提升用户活跃度与粘性；快手新业务快招工与房产经纪，本质是将直播形式的高效率不断延伸至新领域，同时解决B端用户（房地产企业、用工企业）与C端用户的信息匹配问题。长期看可通过向B端、C端收取佣金，以及广告方式进行变现。
- 3) 7月用户依然稳健，看好下半年流量增长。据QuestMobile，抖音/快手(含极速版)7月前三周DAU稳健，分别为5.6/3.4亿，抖音同比增长约15%，快手保持正增长。抖音/快手主站时长108min/111min，快手增速高于抖音。
- 2、商业化端：看好下半年短视频广告、直播电商疫后恢复
- 1) 广告：短视频广告一季度韧性较强，预计下半年恢复超行业。快手一季度广告增长32.6%，高于京东/拼多多/美团20-30%的增长，也高于腾讯/百度/爱奇艺同比下降17.6%、6%、30.2%。这反映当前互联网广告的三个趋势：广告主更注重投放ROI、用户更习惯线上购买商品服务、流量向短视频/直播电商倾斜，我们认为这三个趋势将在下半年延续，短视频广告预计仍有超越行业的增长。
- 4-6月游戏/应用买量恢复，618美妆/母婴在短视频投放较多。4月版号重启，据Dataeye，上半年游戏日均投放素材同增76%；据QuestMobile，618期间美妆品类在短视频的投放占比15.2%，为第三大渠道，母婴品类在短视频投放占比40.3%，为第一大渠道。随着三季度暑期大众娱乐消费回暖，预计游戏/应用/商家品牌等的营销需求随之复苏，看好短视频广告三四季度恢复。
- 2) 电商：618直播电商份额增长明显，关注下半年双11等大促表现。据星图数据，今年618直播电商GMV同比增速124%，远高于传统电商的0.7%。其中快手6月GMV增速约30%，关注快手持续的电商基建，包括供应链（快品牌战略/产业带合作）、消费者体验（小店信任卡）等。预计下半年随双11等大促节点到来，叠加经济消费的复苏，看好下半年抖音、快手直播电商份额的持续提升。

要点

- **3) 直播：新政影响有限，快手二季度直播收入预计保持增长。**直播新政“高高举起，轻轻落下”，既没有出现市场担忧的1万元限额，最终榜单的呈现也有了较好的应对措施。快手直播为高付费率、低ARPPU，测算政策影响在5%左右，我们预计快手二季度直播仍有10%增长，预计全年直播收入保持5-8%增速。
- **3、视频号：原生信息流广告推出，潜在变现空间较大**
- **1) 视频号今年7月推原生信息流广告、开放小店申请，商业化加速。**据QuestMobile，抖音/快手6月DAU分别5.8亿、3.3亿，用户时长超100min；视频号当前DAU约3亿，用户时长约30min，DAU与快手相当，时长仍有空间。
- **2) 预计中期视频号广告有望贡献300亿左右收入增量。**以中长期5亿DAU、40min时长为视频号广告收入测算基础。预计加载率4%，CPM为35元，得到视频号年收入测算在300亿左右，对腾讯整体广告收入的带动比例在30%左右。
- **3) 小程序交易规模提升，有望带动视频号的投放需求。**预计中期小程序交易额在2-3万亿，假设视频号在小程序交易方面的货币化率较保守，预计在0.2%-1%之间，测算依托小程序交易额的货币化空间约125亿。
- **我们预计，二季度快手流量端仍有近40%的增长，收入端增长7-8%，降本增效持续，调整后净利润预计亏损30.9亿，对应调整后净利率为-15%，环比继续收窄，看好快手下半年国内业务的盈利转正。**
- **风险提示：用户增长缓慢或流失风险；宏观经济承压风险；疫情反复风险；广告主预算缩减风险；短视频政策监管风险**

第一章

用户与内容端：二季度用户表现稳健，垂类内容持续加强

第二章

商业化端：广告、电商疫情后逐步恢复，直播保持稳健

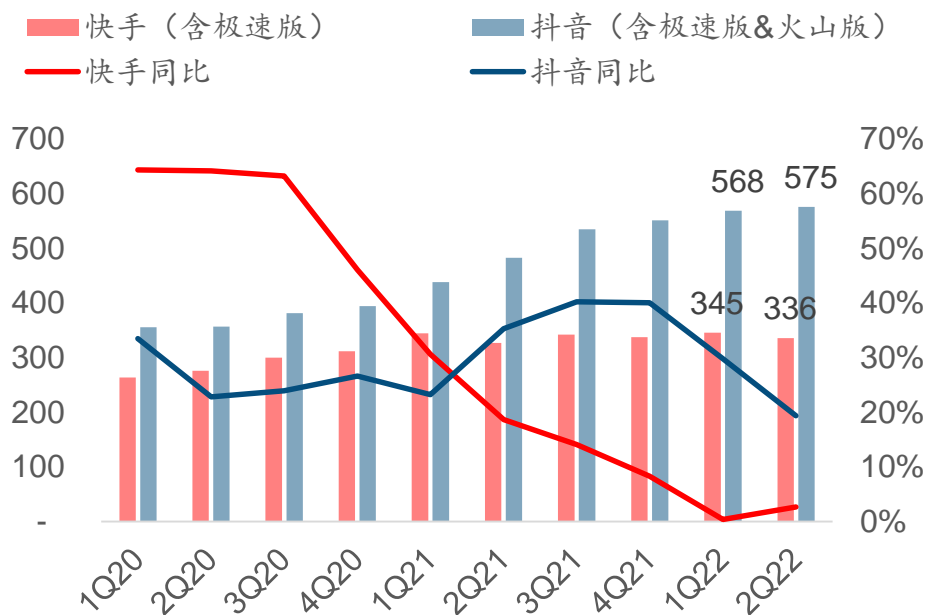
第三章

视频号：正式开启信息流广告，微信广告潜在空间较大

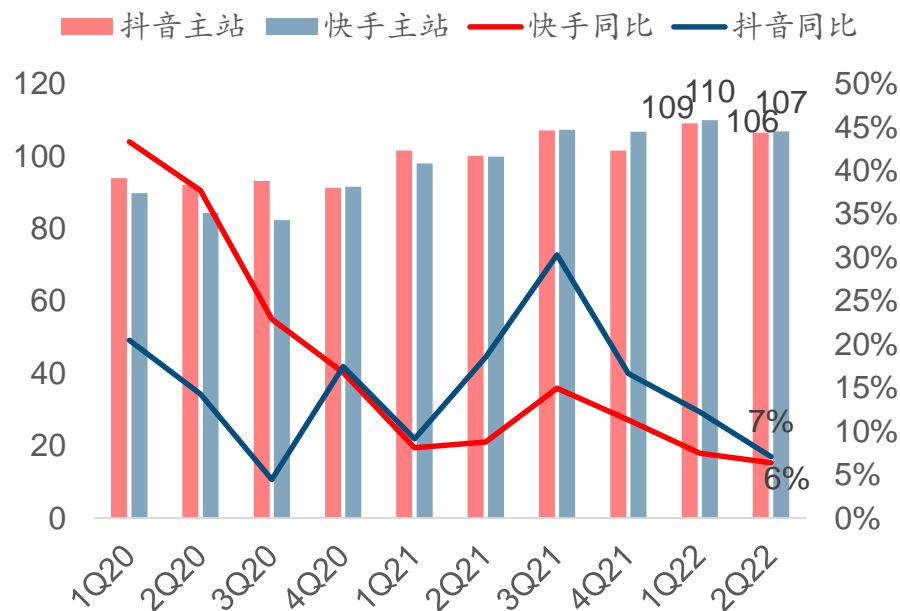
1 用户端：DAU、时长在1Q22迎来高峰，2Q22淡季下依然稳健

- **春节&冬奥带动一季度用户表现佳。**据QuestMobile，今年一季度抖音、快手DAU分别为5.68亿、3.45亿均达到历史新高（包含极速版、火山版），其中抖音同比增速为30%。从时长来看，抖音与快手主站均在110min水平，主要是春节、冬奥活动对用户表现有推动作用。
- **二季度通常为用户淡季，但抖快用户表现保持稳定。**二季度通常是用户淡季，二季度抖音、快手DAU、时长虽环比有小幅下滑，但整体表现仍然稳健。二季度抖音、快手DAU分别为5.75亿、3.36亿，环比分别变化1.2%、-3%。抖音、快手主站时长分别为106、107min，环比分别下降2.7%、2.8%。

图：抖音、快手2Q22DAU环比Q1高峰保持稳定（单位：百万）



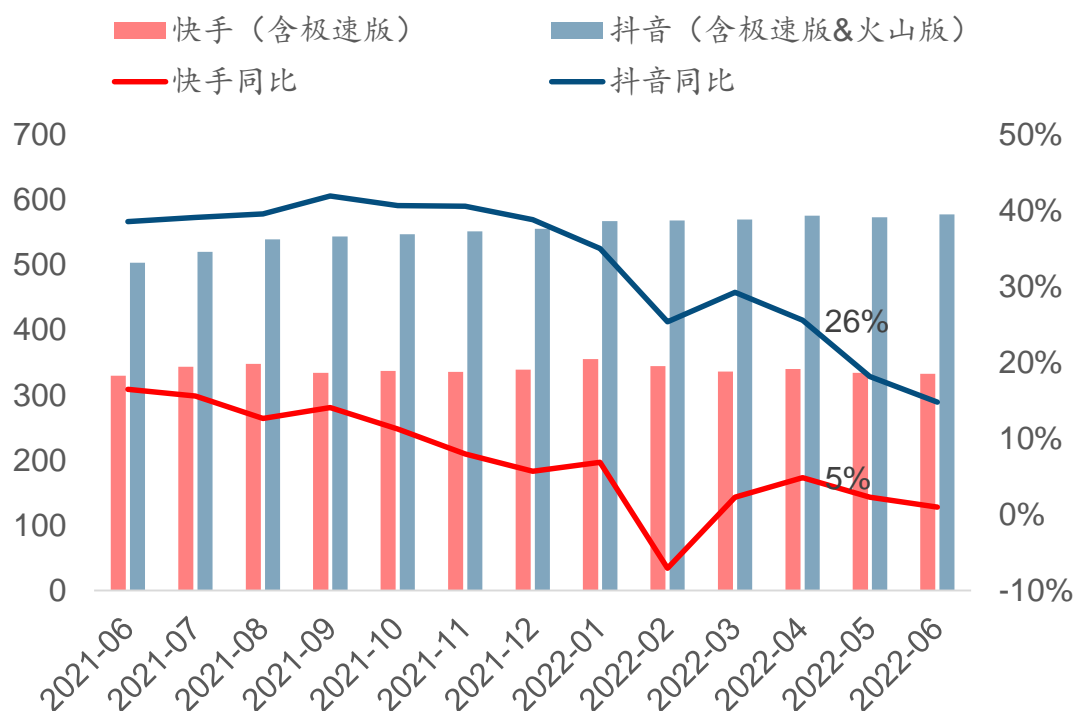
图：抖音、快手2Q22用户时长环比Q1高峰保持稳定（单位：百万）



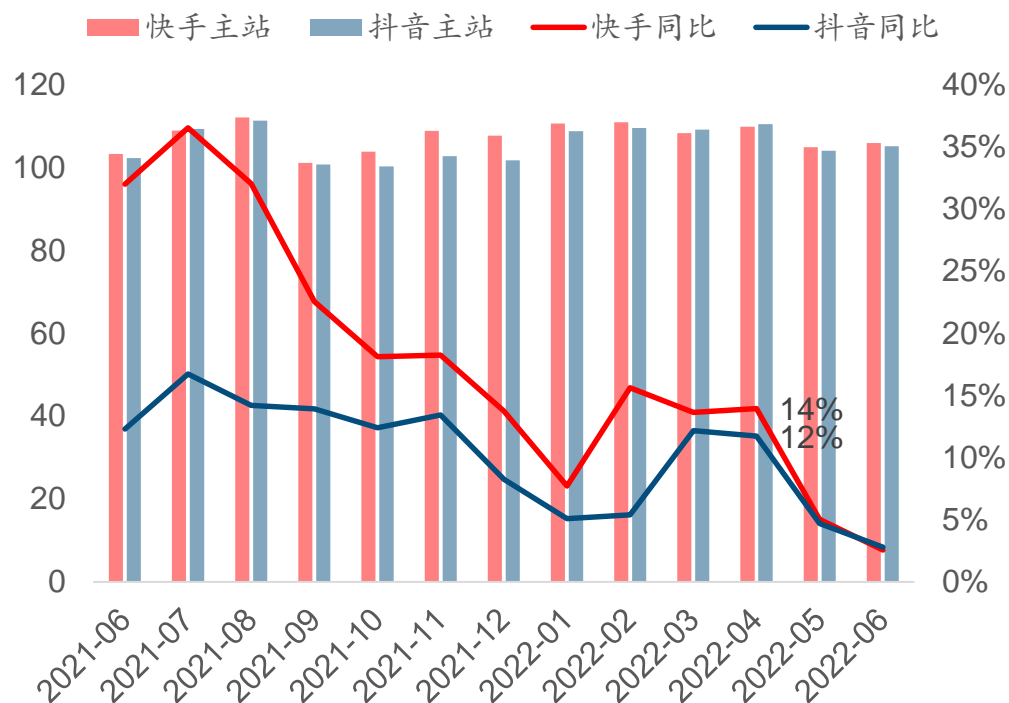
1 用户端：分月度看，4月防疫政策促用户留存，5-6月稍有回落

- **4月上海/沈阳疫情推动居家时长提升，短视频表现较好。**4月上海、北京和沈阳等城市疫情散发，防控政策推动用户居家时长提升，抖音、快手4月DAU与时长有较好的表现，分别同比增长26%、5%，主站时长分别同比提升14%、12%。
- **5-6月DAU稳定，时长略有下降。**5月全国疫情逐步向好，大众逐步回顾正常的工作与学习节奏，5-6月抖音、快手DAU基本保持稳定，时长环比略有降低，进入104-105min区间。

图：抖音、快手4-6月DAU情况（单位：百万）



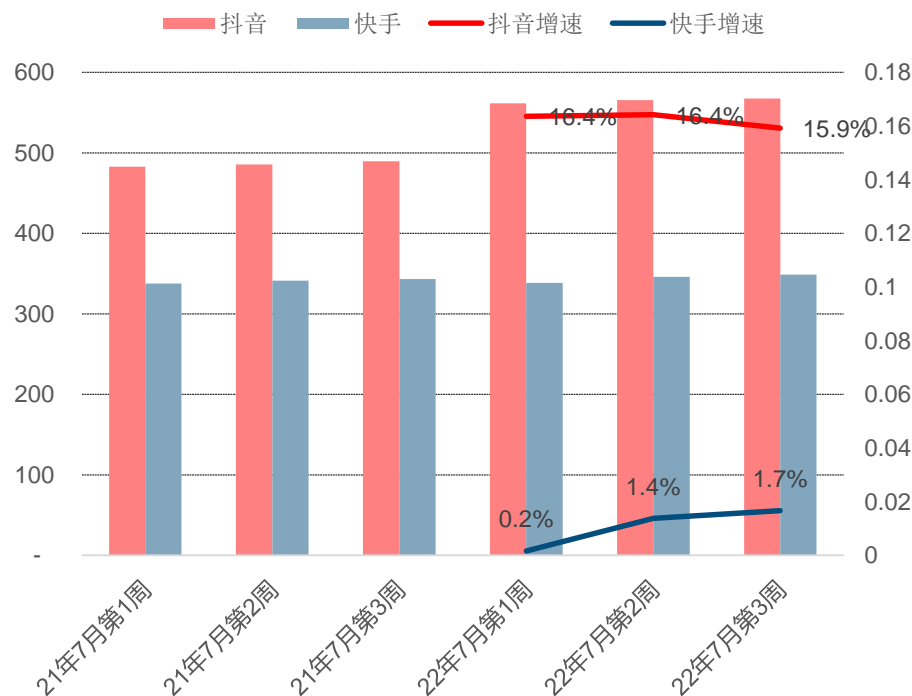
图：抖音、快手4-6月用户时长情况（单位：百万）



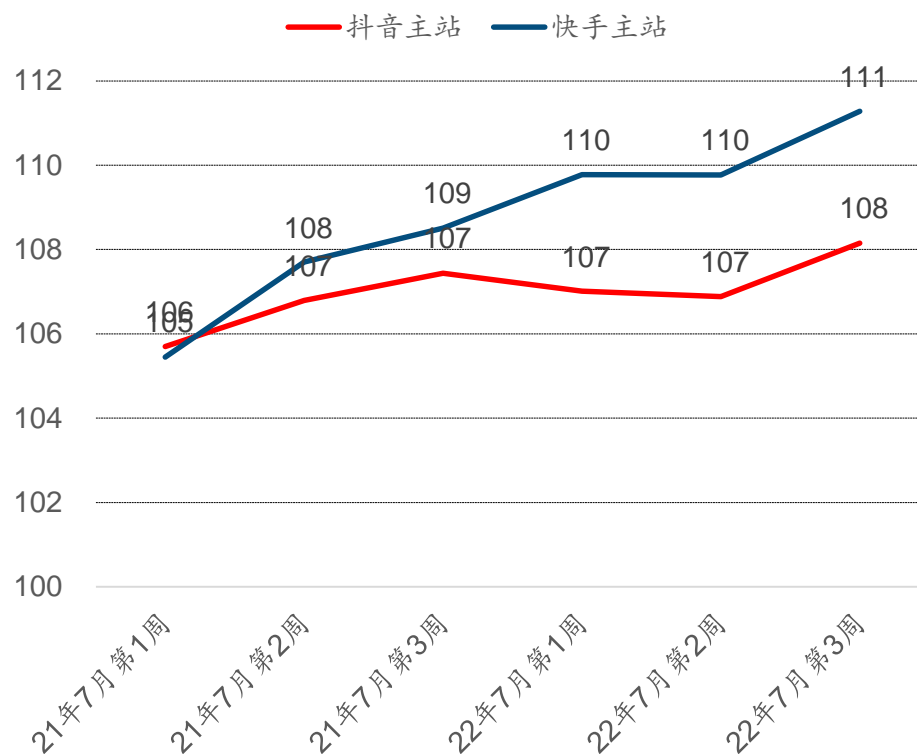
1 用户端：7月前三周用户表现稳定，看好下半年流量增长

- 据QuestMobile，抖音与快手（含极速版）7月前三周DAU保持稳健，分别为5.6/3.4亿，其中抖音同比增长约15%，快手也保持同比正增长。从时长来看，抖音与快手主站分别约108min、111min，其中快手保持约5%同比增长，看好下半年短视频行业的流量持续增长。

图：抖音、快手22年7月前三周DAU情况（包含极速版，百万）



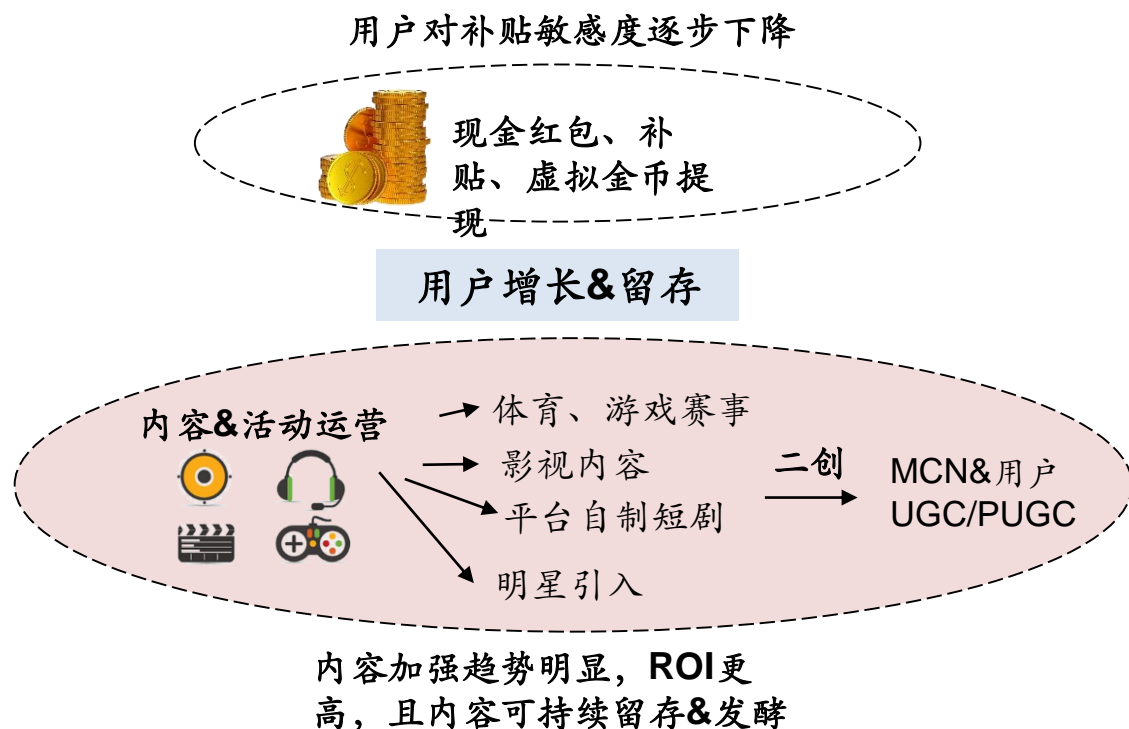
图：抖音、快手主站22年7月前三周用户时长情况 (min)



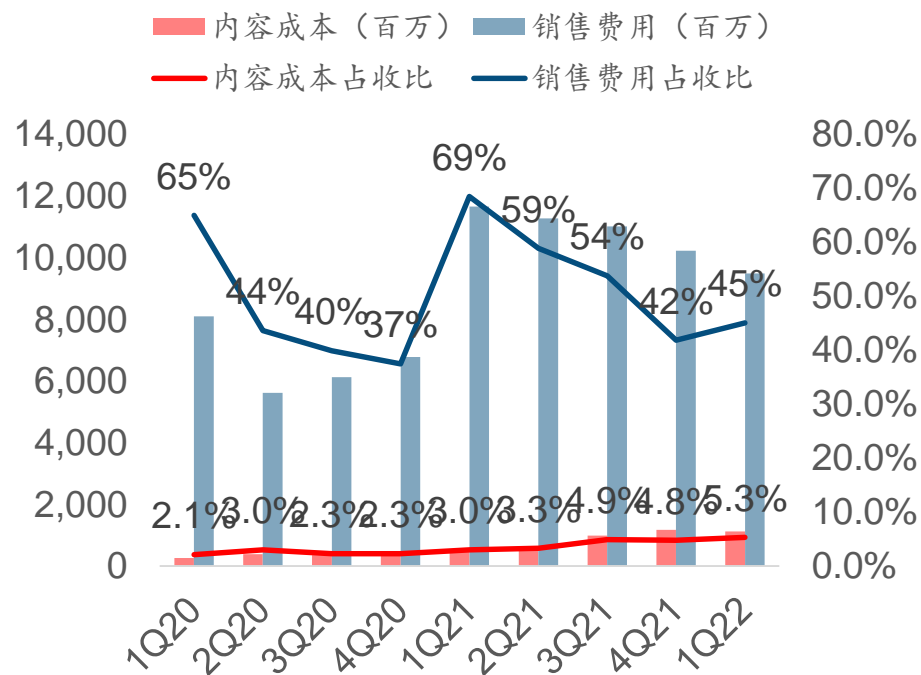
2 内容端：补贴ROI下降，内容端布局持续加强

- 短视频用户对补贴敏感度下降，平台内容布局持续加强。上半年，短视频平台持续加码内容运营，包括体育、游戏赛事、影视版权内容、平台自制剧集及明星资源的引入，我们认为这一方面能够丰富内容供给，另一方面是降本增效的体现，相较红包等一次性费用，内容是可留存与发酵的资产，在实现用户拉新与留存的同时，ROI更高。
- 以快手为例，内容成本远低于销售费用，用户拉新&留存ROI更高。以快手为例，每个季度的内容成本约10亿，占收比在5%左右，而销售费用约100亿，占收比约45%，内容成本远低于销售费用且同时有增强用户粘性的功能。

图：短视频平台用户增长&留存策略及变化趋势



图：快手内容成本远低于销售费用



2 内容端：平台重视垂类内容，同时也是广告招商窗口

- 内容运营背后，既为用户留存，也是招商窗口。短视频主要商业模式是信息流广告，随平台内容投入运营的扩张，短视频也更加像长视频，通过各类活动与内容进行广告招商。以快手为例，其将在2022年推出娱乐、盛典、体育、互动、次元、新知、汽车旅游等15个垂类的100个活动或系列内容，以吸引各行各业的品牌与商家进行广告投放。

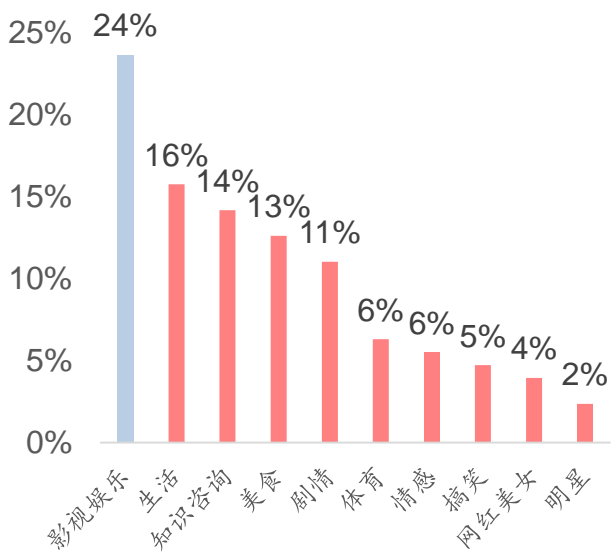
图：快手2022年主要活动、内容运营分类，共15个垂类约100个内容与活动

全民娱乐	全民盛典	新兴文化	美食萌宠	汽车旅游	节点大促
超nice大会第二季	2023 CNY	快手短剧	百味厨房	北京车展	新市井年货节
11点睡吧 第二季	五一十一暑期用膳	快手中剧集	育儿大咖说	新车上市云发布	新市井女神节
生生如夏花	快手一千零一夜	次元文化	听妈妈的话	青春中国自驾之旅	616实在购物节
开拍吧，兰桂坊	快手新市井之城	55开黑节	快手年夜饭	快show福利大篷车	116品质购物节
岳努力越幸运 第二季	快手新市井中国节	快手传奇杯	517吃货节	豪横购车季	品牌狂欢
喜剧大学	国货发光	KPL王者荣耀职业联赛	美食大富翁	618/818购车节	超品日
我的妈呀	一排成名第二季	KPL和平精英职业联赛	深夜吃点啥	双11购车节	真新日
小宝打工记	全民体育	KEI快手国际邀请赛	快手有名厨	旅行奇遇记	平台支持
心动挑战	玩6 NBA季后赛	传统文化	美食定制话题	三农教育	品牌力量计划
我为家乡代言	卡塔尔世界杯	新市井匠人		幸福乡村带头人	快意计划
兄弟，欢迎来我家	快看欧冠	新知文化		高考毕业季	
悠游味之旅	全民互动	新知大会		快手高考季	
新市井焕新老店计划	快手挑战赛	财经科技峰会		美妆时尚	
快手爱计划	直播PK赛	新华社@每一个你		快手告“白”季	
我和我的师傅	品牌直播间	快手新知青年探索行动			
明星单元剧	AR集卡	科学营养师			
影视综宣发	快看人间	狂野行动			

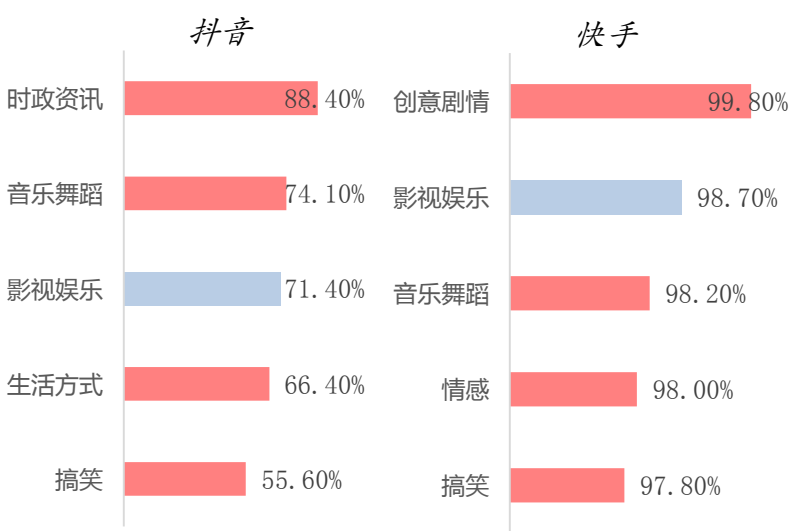
2.1 内容端：持续加强各垂类布局，提粘性/时长（1）—影视二创类内容

- 近期抖音宣布与爱奇艺达成版权合作，抖音、西瓜视频、今日头条用户可使用爱奇艺的长视频内容进行二次创作，我们认为会进一步增加短视频的用户粘性&时长，以及丰富内容供给度。
- 影视二创是短视频重要的内容品类，提升用户粘性。据知瓜数据21年8月抖音涨粉大于100万的账号最多来自影视娱乐类；据QuestMobile，22年4月，影视娱乐内容位列抖音、快手用户活跃渗透率内容品类的第3、2名。
- 21年以来长视频平台等多方对未授权的二创维权，市场一度担忧短视频内容受影响。如21年4月爱奇艺、腾讯视频等长视频平台，与华策、慈文等50余家影视公司呼吁短视频平台和公众账号生产运营者提升版权保护意识；21年12月网络视听节目服务协会发布《网络短视频内容审核标准细则(2021)》，明确不得播出未经授权自行剪切、改编电影、电视剧、网络影视剧等各类视听节目及片段的短视频内容。

图：影视类账号涨粉速度快，吸引用户关注程度高
(2021.8抖音涨粉大于100万的账号行业分布情况)



图：抖音、快手用户活跃渗透率TOP5类型当中
影视类靠前 (2022.04)



表：长视频平台、影视公司、艺人、
行业协会均进行倡议和维权行动

时间	类型	具体内容
2021/4/9	长视频&影视公司发布联合声明、进行维权行动	爱奇艺、腾讯视频等长视频平台，以及华策、慈文等50余家影视公司、影视行业协会发布联合声明，呼吁短视频平台和公众账号生产运营者提升版权保护意识
2021/4/23	艺人&影视公司发布联合倡议书	迪丽热巴、肖战等500多名艺人以及逾70家影视传媒公司发布联合倡议书针对短视频侵权现象发布具体的维权行动建议和指南，倡导短视频平台积极参与版权内容合规治理。
2021/12/15	中国网络视听节目服务协会发布《网络短视频内容审核标准细则(2021)》	明确不得播出未经授权自行剪切、改编电影、电视剧、网络影视剧等各类视听节目及片段的短视频内容

资料来源：知瓜数据，QuestMobile，网络视听节目服务协会，中信建投

2.1 内容端：持续加强各垂类布局，提粘性/时长（1）—影视二创类内容

- 获取爱奇艺的版权，对抖音的创作者而言，可以更便利、合规地创作出3分钟以上的视频内容。抖音21年向粉丝数超1000人的创作者开通3-5分钟视频的上传权限，快手也在19年7月内测57秒至10分钟的长视频。
- 长视频也从二创获得导流与版权收入。据《2021中国网络视听发展研究报告》，超60%的用户因在短视频平台刷到相关精彩片段前往观看长视频节目，如抖音平台<隐秘的角落>有关视频播放量49亿，爱奇艺正片视频播放量也超10亿；此外更加规范的合作也会带来增量版权收入。
- 影视二创版权合作，本质上仍是对用户时长的延展。短视频购买长视频内容的二创权益趋势明显，今年3月抖音已与搜狐视频合作，获得《法医秦明》《匆匆那年》等二创版权；6月快手也与乐视视频达成二创合作。预计未来中、短视频平台将更多购买长视频内容二创权益。
- 我们认为，当前短视频平台内容供给与时长已不短，快手上市时月均视频上传量已超过11亿，而版权合作将给平台带来更多内容，普通用户也拥有创作素材，进一步充实内容供给，提升用户时长。

表：各短视频平台放宽时长限制，方便用户上传更长的视频

时间	具体内容
抖音	19年3月，抖音对部分知识科普类内容开放5分钟长视频权限，4月向用户全面开放了1分钟视频的拍摄权限，8月抖音宣布将逐步开放15分钟的视频发布能力。21年向粉丝数超1000人的创作者开通3-5分钟视频的上传权限
快手	19年7月内测57秒至10分钟的长视频
视频号	2021年9月，微信视频号新版本支持用户上传1小时以内视频，此前最高为30分钟。

图：短视频与长视频平台的版权合作走向常规



2.2 内容端：持续加强各垂类布局，提粘性/时长（2）——体育/游戏赛事

- **快手&抖音持续加码体育赛事版权。**上半年快手获得了欧冠、东亚杯、ESLCSGO等体育与电竞赛事版权。当前，快手体育已覆盖足球、篮球、搏击、斯诺克等40多个体育类目，和意甲、美国NFL职业橄榄球赛事达成合作，与NBA、CBA、美洲杯、世界斯诺克赛事达成版权协议。抖音方面，上半年获得东亚杯、卡塔尔世界杯等赛事版权。
- **积极引入赛事运动员，直播+二创放大影响力。**类似此前抖音与东京奥运会的乒乓球、女排、跳水、游泳等多个运动品类的热门运动员签约入驻平台，快手也积极引入赛事运动入驻，目前，快手已有15支中超球队入驻，足球明星C罗、切尔西、AC米兰、罗马、，以及美洲杯官方、卡塔尔世界杯组委会、意甲联赛等国际足坛知名球队、赛事机构和联赛也均已入驻快手，预计将通过直播、二创等形式形成较好的互动和共振。

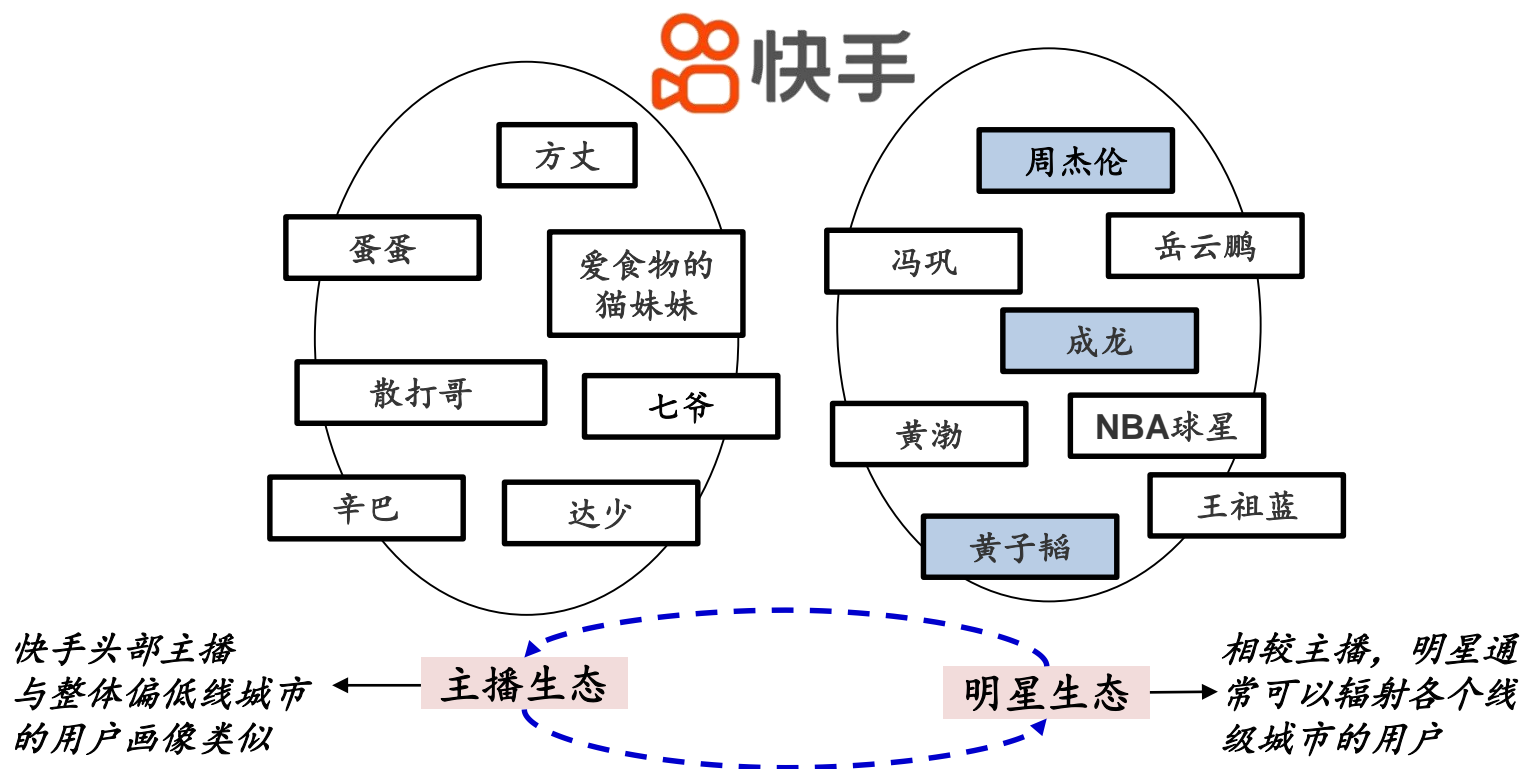
表：抖音、快手22年上半年在体育、游戏垂类的内容布局

平台	类型	时间	名称	具体内容
快手	体育	22年2月	欧冠	成为2021/2022赛季UEFA欧冠联赛（欧冠）官方直播及短视频平台，同时获得欧冠联赛直播以及短视频二次创作的授权。
		22年7月	东亚杯	官方直播及短视频平台，同时获得直播以及短视频二创的授权
	电竞	22年5月	ESLCSGO	把CSGO列入重点自制赛事中，同时会对合作方、创作者开放更具竞争力的资源和政策扶持，快速完善CSGO的内容生态
抖音	体育	22年6月	东亚杯	今日头条、抖音、西瓜视频全程直播赛事
		22年6月	卡塔尔世界杯	持权转播商

2.3 内容端：持续加强各垂类布局，提粘性/时长（3）——明星的用户辐射范围更广

- 主播与用户画像有趋同性，当前快手主播多延续YY时期风格。当前快手头部主播如散打哥、蛋蛋等，与目前快手整体偏低线城市用户画像类似；类似B站头部主播罗翔、何同学等，与平台高线城市Z世代用户的画像趋同。
- 如果普通的主播有城市层级之分，而明星矩阵则是不分领域，可以较好地吸引高线城市用户。如快手引入成龙，其粉丝辐射范围较广。近期，周杰伦新专辑在快手进行一系列独家活动，有望丰富快手用户画像、提升活跃度。7月18日周杰伦在快手进行独家直播，累计超1.1亿人观看，总互动量超4.5亿。

图：快手PUGV内容生态



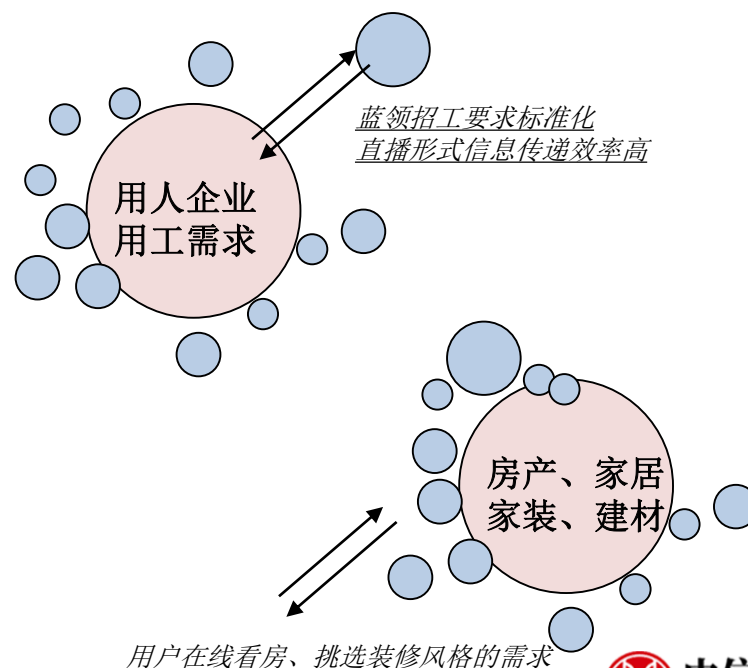
2.4 内容端：持续加强各垂类布局，提粘性/时长（4）——快招工与房产经纪

- 快手蓝领招聘平台“快招工”月活超1亿。截至今年一季度快招工月活超过1亿，近期辛选集团和快手快招工合作，奇瑞、沃尔沃等公司通过直播形式发布超过10万个岗位。据CIC Report，我国蓝领群体在线招聘的市场规模在21年为323亿，预计到25年超过1000亿，根据QuestMobile，快手当前三线/四线/五线及以下城市的用户占比分别为26.4%/20.5%/24.5%，合计超过70%，这其中有大量的潜在蓝领人群，看好快招工业务的发展。
- 快手进入房产经纪领域。快手今年4月成立房地产业务中心，2022年计划在长春、天津、沈阳、沧州、郑州等30多个城市和地区联动房产主播和开发商，一方面疫情加速用户线上（VR）看房需求，另外也帮助开发商导流。
- 我们认为不论是直播招工或是直播卖房，本质是进一步将直播这种形式的高效率延伸至新领域，同时解决B端用户（房地产企业、用工企业）与C端用户的信息匹配问题。长期来看，快招工、房产经纪业务可以通过向B端、C端收取佣金，以及广告等方式进行变现。

图：招工信息上架快手直播的“小黄车”



图：快招工、房产经纪业务模式



图：快手理想家业务图谱，涉及房产、家装等四个方向



第一章

用户与内容端：二季度用户表现稳健，垂类内容持续加强

第二章

商业化端：广告、电商疫情后逐步恢复，直播保持稳健

第三章

视频号：正式开启信息流广告，微信广告潜在空间较大

1 广告：Q1短视频广告表现韧性，流量增长预计继续驱动下半年表现

- 电商平台、短视频平台广告一季度韧性较强。如京东/拼多多/美团一季度广告营销收入增速都在20-30%，快手一季度广告增长32.6%，而腾讯、百度、爱奇艺等平台的广告营销收入阶段性承压，一季度分别同比下降17.6%、6%、30.2%。我们认为背后主要是广告主端更加注重投放ROI、用户端更加习惯在线上进行商品与服务，以及流量向短视频与直播电商倾斜的趋势，这一趋势将继续在下半年延续，预计短视频广告仍有超越行业的增长。
- 以快手为例，一季度总流量驱动广告营销收入增长。快手一季度广告单价（eCPM约15-16元）同比环比均有一定降低，但总流量（日活*时长）增长强劲，同比增长51%，其中DAU、时长分别增长17%与29%。虽然广告单价在宏观经济背景下有一定压力，但总流量驱动的广告展示次数提升，仍然推动广告营销收入增长。

表：一季度各互联网公司广告营销收入同比增速情况

领域	公司/业务	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
电商&本地生活服务广告	传统电商					
	阿里巴巴	40.0%	13.7%	3.4%	-1.0%	0.3%
	京东	48.2%	35.1%	35.1%	27.2%	25.2%
	拼多多	156.9%	63.6%	39.4%	18.5%	28.7%
	直播					
	快手（电商内循环）	219.8%	100.5%	86.1%	35.7%	47.7%
	美团整体	97.8%	66.9%	41.7%	35.0%	23.9%
本地生活	美团餐饮外卖	138.4%	53.9%	35.2%	32.0%	20.4%
	美团到店及酒旅	75.7%	73.2%	42.4%	31.0%	22.6%
	美团新业务及其他	170.7%	164.5%	173.0%	304.4%	101.1%
非电商广告	搜索					
	百度	27.0%	17.8%	4.2%	0.1%	-6.4%
	媒体					
	腾讯整体	23.2%	23.1%	5.4%	-12.7%	-17.6%
	腾讯社交及其他广告	27.0%	28.0%	7.0%	-10.0%	-15.0%
	腾讯媒体广告	7.0%	0.0%	-4.0%	-25.0%	-30.0%
	微博	41.6%	47.5%	29.0%	21.5%	9.5%
	短视					
	快手（外循环部分）	142.5%	190.8%	72.7%	65.9%	23.2%
	中视					
	哔哩哔哩	233.5%	201.0%	110.2%	119.8%	45.6%
长视	爱奇艺	24.7%	15.1%	-9.8%	-10.5%	-30.2%
	知识					
	知乎	-	-	-	-	1.7%

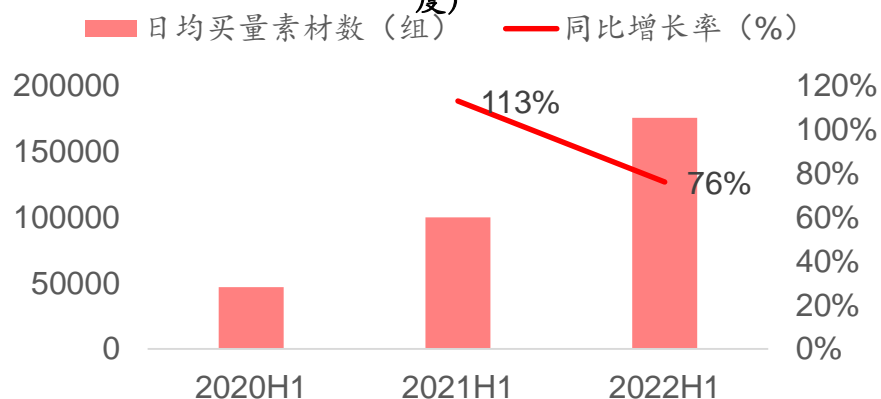
表：快手总流量、广告收入及量价拆分

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
广告收入（百万）	8,558	9,962	10,909	13,236	11,351
YoY	161%	156%	76%	56%	33%
短视频流量占比	84%	84%	84%	84%	83%
短视频VV（十亿秒）	133,010	142,172	174,691	174,366	198,367
每条短视频平均时长（秒）	20	20	20	20	20
Ad Load	5.00%	5.50%	6.50%	7.80%	7.20%
广告展示次数	332526	390974	567745	680026	714121
eCPM（元/千展示）	25	25	19.5	19.5	15.5

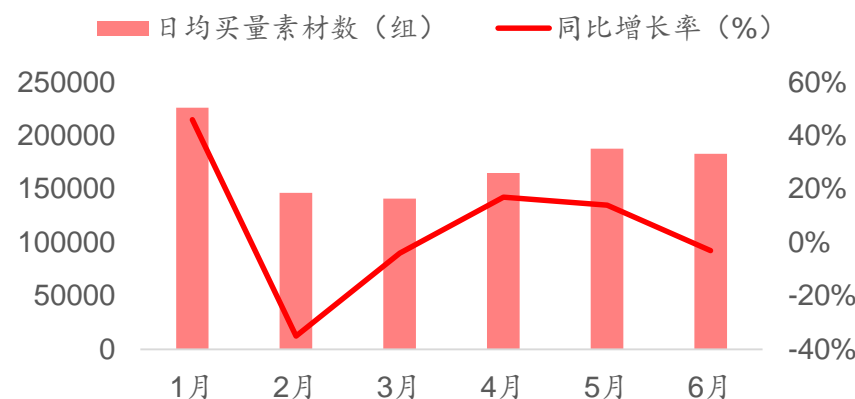
1.1 广告（1）游戏&应用：版号放开/互联网政策落地，抖快6月投放恢复至3月

- **4月游戏版号恢复发放，游戏买量恢复明显。**4月国内游戏版号重启发放，供给端的恢复带动买量大盘有明显提升。据Dataeye，上半年游戏大盘日均买量素材数同比增长76%。渠道分布方面，游戏买量素材投放渠道前三名分别为巨量引擎、腾讯广告与快手，短视频仍是投放最多的渠道。
- **应用APP在抖音快手的投放，6月有明显回暖。**除游戏外，应用APP投放素材也明显回暖。据热云数据，抖音+快手应用APP投放素材在6月明显提升至935万，基本回到一季度2/3月的水平。

图：游戏大盘日均买量素材数及同比增长率（半年度）



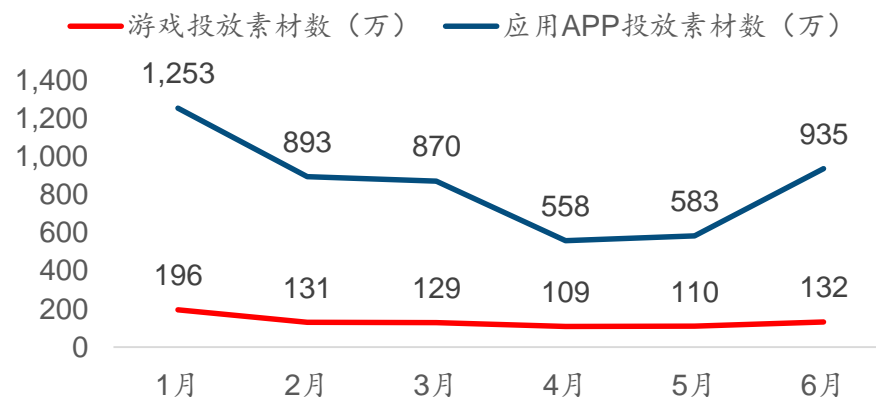
图：游戏大盘日均买量素材数及同比增长率（月度）



图：游戏买量投放渠道市场占比

2022年第一、二季度买量投放媒体渠道市场占比			
	1Q22	2Q22	环比变化
巨量引擎	61.70%	74%	12%
腾讯广告	23.90%	17.90%	-6%
快手	4.90%	3.00%	-2%
阿里汇川	2.50%	0.70%	-2%
糗事百科	2.40%	0.20%	-2%
百度推广	1.50%	2.10%	1%
虎扑	1.10%	0.20%	-1%
爱奇艺	0.70%	0.80%	0%
网易新闻	0.60%	0.20%	0%

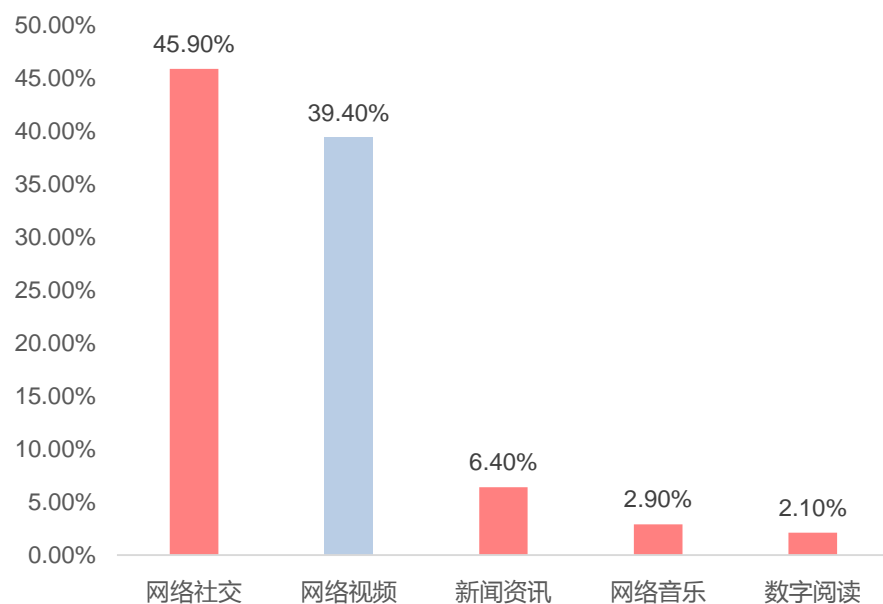
图：抖音+快手游戏、应用APP投放素材数趋势



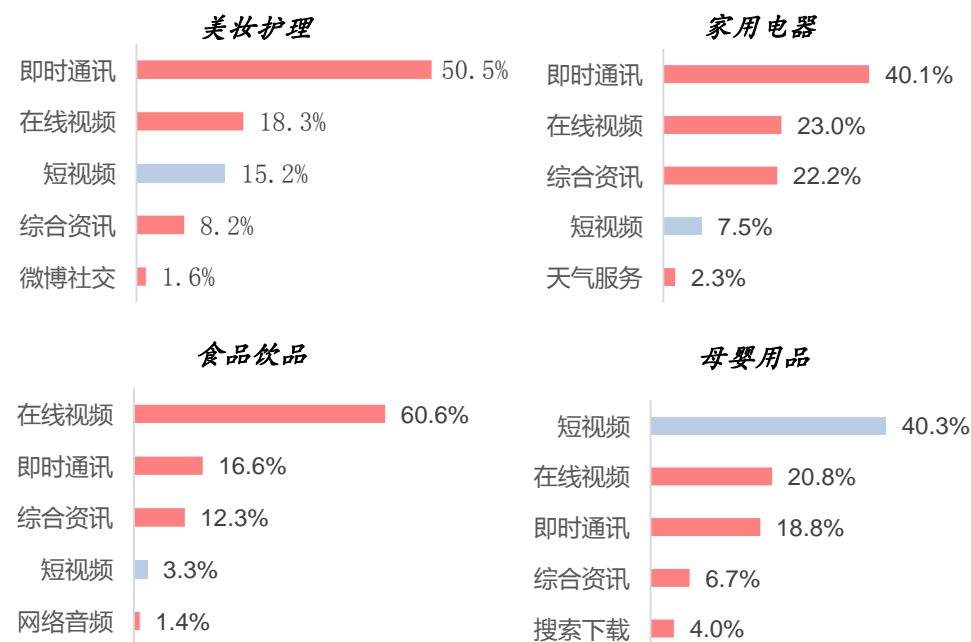
1.2 广告（2） 电商：618大促期间，母婴用品、美妆护理多投放短视频渠道

- **618期间短视频是仅次于网络社交的第二大广告素材投放媒介。**根据QuestMobile，今年618期间，618的素材广告投放费用占比TOP5的媒介分别为网络社交、网络视频、新闻资讯、网络音乐和数字阅读。
- **母婴用品、美妆护理多投放短视频渠道。**从典型的行业来看，美妆护理行业中，短视频投放占比为15.2%，位列第三；家用电器行业中，短视频投放占比为7.5%，位列第四；食品饮料行业中，短视频投放占比为3.3%，位列第四；母婴用品行业中，短视频投放占比为40.3%，位列第一。

图：2022年618期间618素材广告投放费用占比TOP5媒介行业



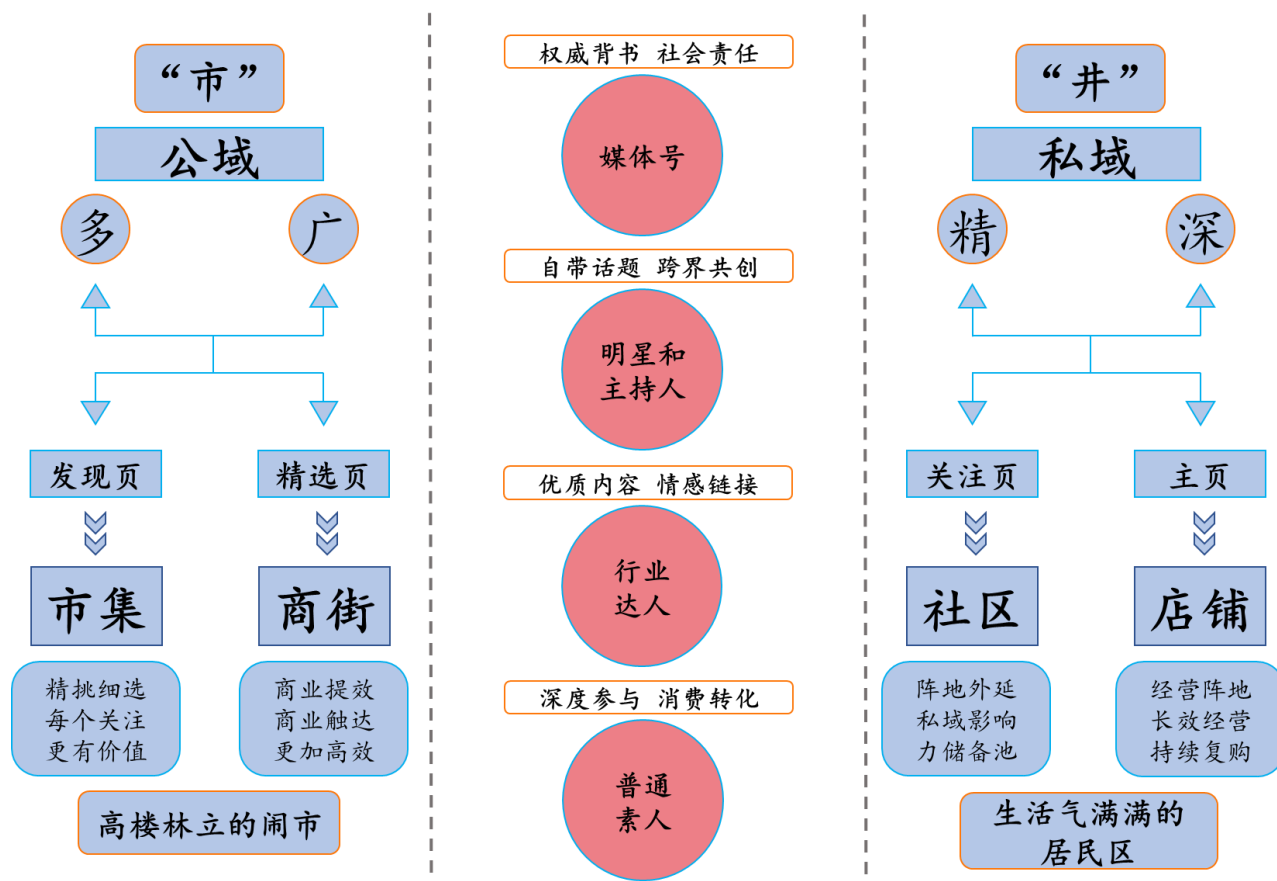
图：2022年618期间典型行业618广告投放费用占比Top5媒介行业



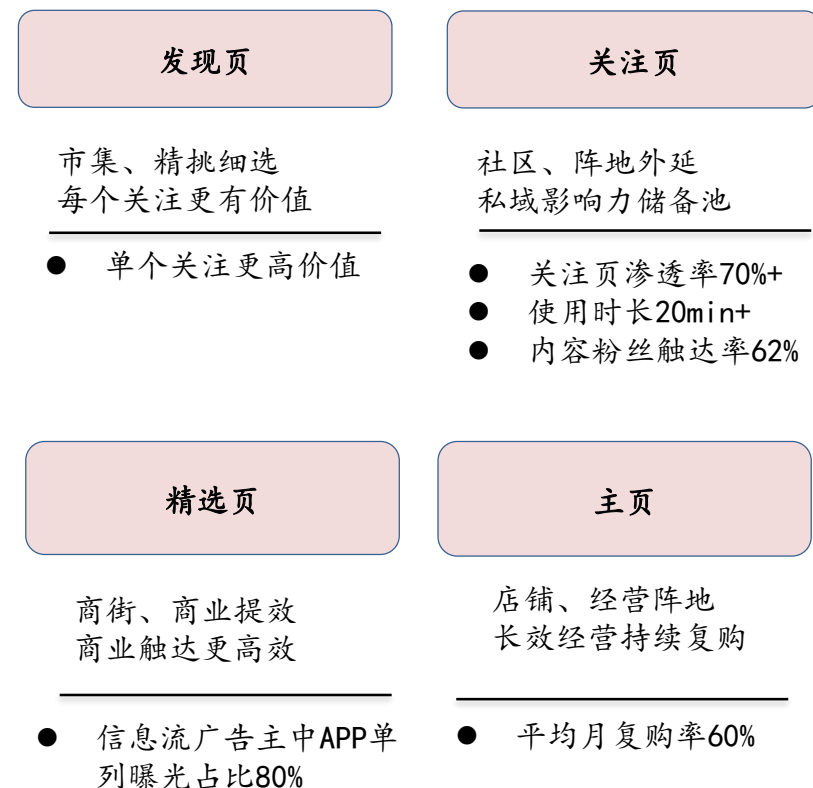
1.3 快手：新市井愿景展开，内循环广告占比有望长期提升

- 在外部环境波动之下，内循环广告确定性更高。21年10月快手首次提出“新市井商业”，22年5月发布“新市井电商”定位。我们认为快手的新市井图景主要是为品牌、商家、达人提供多层次的营销组合，包括公域的发现页与精选页，以及私域的关注页与店铺主页。
- 预计二季度快手内循环广告占比进一步提升至40%。2021年快手内循环广告占比约为30%，今年一季度为35%，预计二季度在疫情、经济消费疲软之下外循环广告进一步承压，预计二季度内循环广告占比将达到40%。

图：快手新市井生态愿景及架构



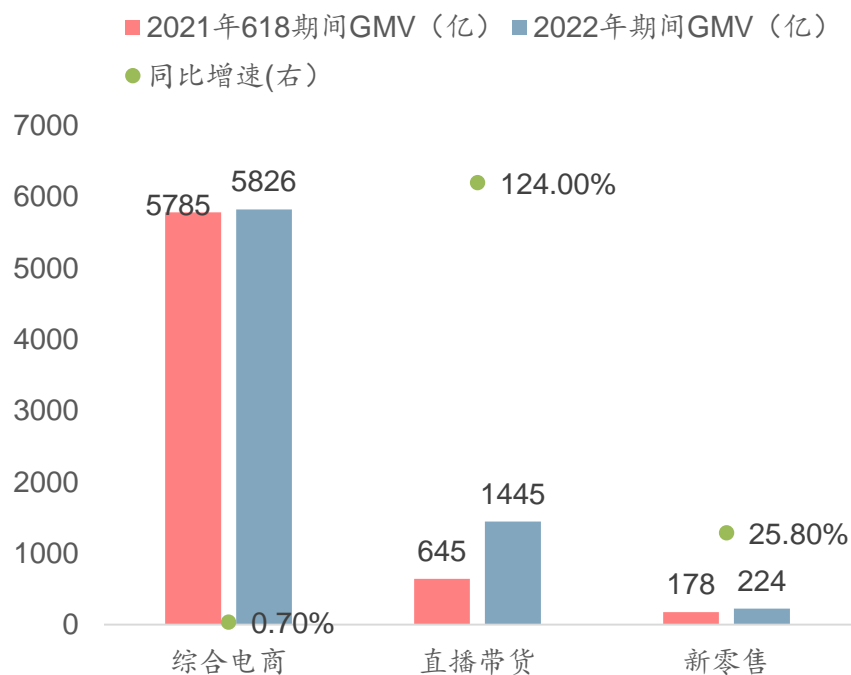
图：快手新市井生态之下广告投放选择



2 电商：直播电商持续获取份额，护肤、彩妆、零食是Top3品类

- 618期间淘系头部主播缺失，直播电商迎份额增长。据星图数据，今年618大促全网交易总额为6959亿元，同比增长8.2%，其中淘宝、京东等综合电商平台的GMV同比增速为0.7%，抖音、快手等直播电商平台GMV的同比增速为124%，增速高于大盘，占全网交易总额比重由11%提升至21%，直播电商份额正在不断增长。
- 护肤、休闲零食与彩妆成为抖快618期间销售额最高的品类。据QuestMobile，618期间快手和抖音销售额最高的品类均为护肤（占比30-37%）、休闲零食（占比10-17%）、彩妆（7-8%）。此外，厨房小电器、美容美体、方便速食、酒饮等品类占比平均在5%左右。

图：618期间全网交易总额及不同平台的交易总额



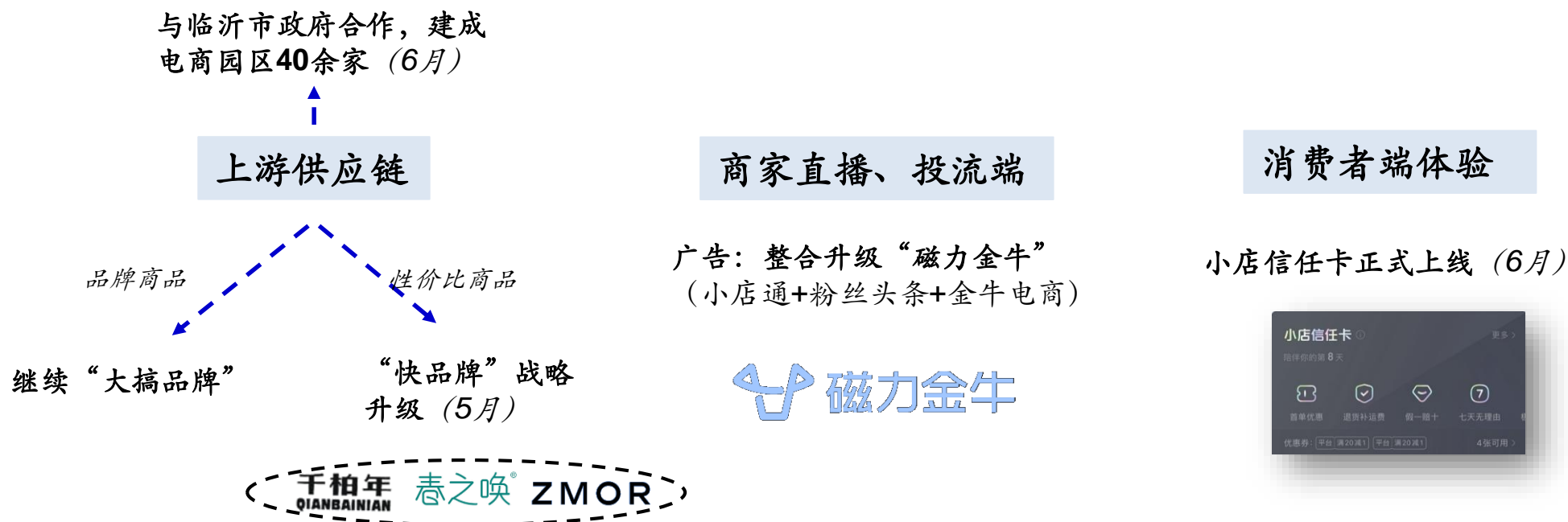
图：618期间全网交易总额及不同平台的交易总额



2.1 快手电商：持续升级电商基础设施端，快品牌战略升级

- **上游供应链侧，升级“快品牌战略”**。今年616实在购物节（5月20日-6月19日）期间品牌方面，品牌商家、快品牌GMV同比去年616分别增长515%、198%。快品牌具备三个特征：1）直播间与货并重，主播直播间本身也是品牌；2）高性价比；3）强私域与复购，快手提出将在年内扶持500个以上的快品牌。此外，快手也与临沂市政府战略合作，临沂市目前建成电商园区40余家，诞生易心优选等服务商26家，合作将继续延续快品牌战略。
- **商家投流端，正式推出“磁力金牛”**。磁力金牛整合了此前快手的小店通、粉丝头条与金牛电商，为品牌和商家提供了一站式的投流平台，操作更急简便与可视化。近期磁力金牛的“代理商”体系全面升级为“服务商”体系，进一步加强了服务商的角色。
- **下游消费者端，正式上线“小店信任卡”**。小店信任卡是快手面向一部分高信用值用户的权益保障，去年618期间首次测试，当前已正式上线，包含退款不退货、退货补运费、假一赔十和七天无理由等权益。

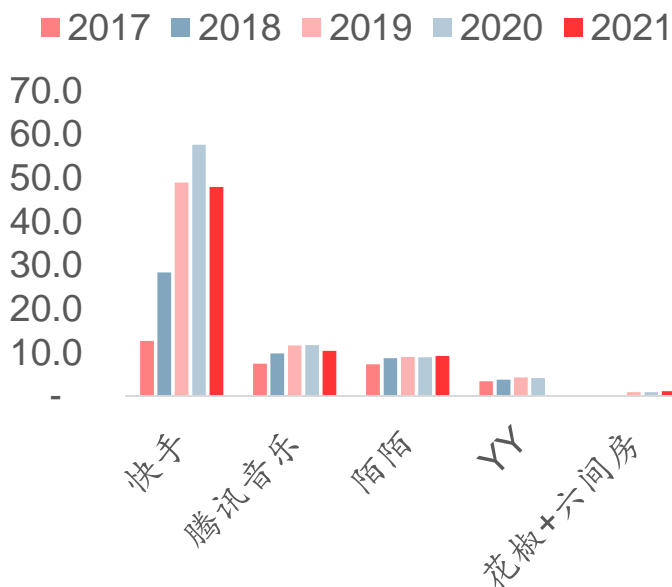
图：快手2022年上半年不断加强电商生态的基础设施



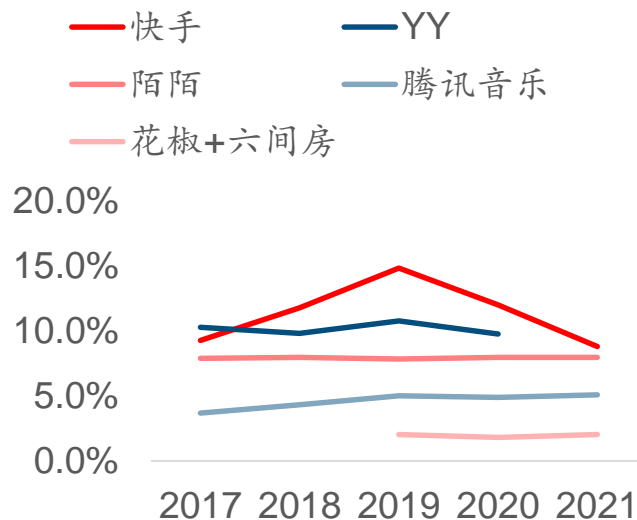
3 直播：新政温和落地，抖音、快手预计影响有限

- 6月1日，快手直播针对5月初网信办的直播新政发布整改公告，要去禁止以打赏额度做唯一依据对主播和用户进行排名；6月7日起，取消PK惩罚功能，高峰时代连麦PK次数不超过2次。从我们的观察来看，另一家短视频平台抖音在此轮整改后，仍保留用户排名，但是隐去打赏额，最新的排名综合考量用户互动、打赏额等多个因子，快手的整改大概率参考抖音。
- 从新政落地可以看到：①5.7直播新政“高高举起，轻轻落下”：既没有出现市场担忧的1万元限额，在最终榜单的呈现上，平台也有了较好的应对措施。这与4.29/5.17两次会议对平台经济规范健康发展的思路一脉相承。②保留用户榜单，但是增加与主播互动等因素，一方面规避了单一打赏金额排名，也照顾到直播间用户习惯。
- 对快手而言影响甚微：①由于其高付费率、低ARPPU的健康直播氛围，政策影响预计仅在5%左右；②快手Q1直播收入78.4亿（YoY+8.2%），超出市场预期，打赏用户数达5649万（YoY+7.8%）
- 我们预计二季度快手直播收入同增10%，主要由MPU增长推动，预计5200万付费用户，同比增长约17%。

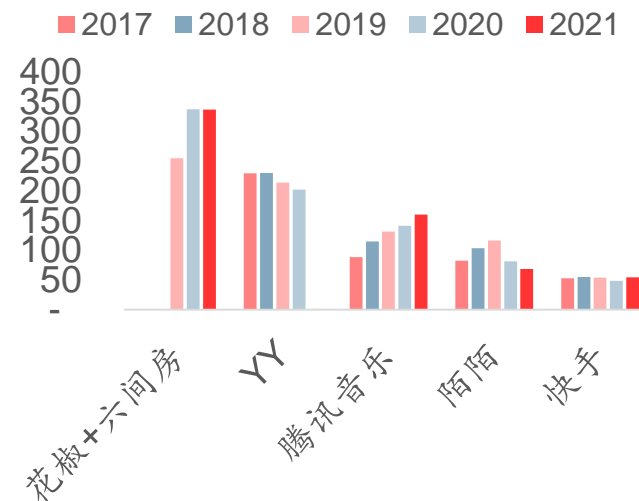
图：快手直播付费用户数量多



图：快手直播付费渗透率率高



图：快手直播ARPPU低



4 快手二季度亏损预计进一步收窄，看好三、四季度国内经营转正

- **1、用户端：**Q2预计DAU环比持平，同比增长18%；时长环比略有下滑，预计为124min左右。总体看，Q2总流量同比增长37%
- **2、收入端：**1) 广告：Q2预计同比增长7%-8%，其中内循环占比进一步提升至40%（Q1为35%），测算内循环增长约43%，外循环降低约8%。预计eCPM约15元与Q1持平，加载率7%-8%；2) 电商：Q2预计小幅增长。GMV增长24-25%，预计616推动6月GMV同比增长30%+。预计ASP保持90元左右，主要是新增买家用户数推动。take rate预计1.1%，低于去年同期的1.4%；3) 直播：Q2预计同增10%，主要由MPU增长推动，预计5200万付费用户，同比增长约17%，ARPPU约51元，同比降低5-6%。
- **3、成本费用端：**1) 毛利率：Q2预计42.3%，主要来自广告联盟&直播业务分成的控制、带宽服务器的规模效应。2) 销售费用率：Q2绝对值预计91亿，占收比44%；国内单用户拉新&维系成本继续降低；海外费用占比10%，预计Q2为9亿环比降低（Q1预计9.5亿）
- **3) 管理&研发费用：**Q2预计合计45-46亿，环比略有增长，Q2业绩考核期SBC增加发放
- **调整后净利润预计亏损30.9亿，对应调整后净利率为-15%，环比继续收窄。**

单位：百万 (元)、分钟	2Q21	1Q22	2Q22E	2Q22同比	2Q22环比
用户数据					
DAU	293.20	345.50	345.50	17.8%	0.0%
MAU	506.20	597.90	582.13	15.0%	-2.6%
时长	106.90	128.10	124.00	16.0%	-3.2%
总流量	31,343.08	44,258.55	42,842.00	36.7%	-3.2%
业务收入					
广告收入	9,962.30	11,351.47	10,659.66	7.0%	-6.1%
电商收入	1,983.10	1,873.24	2,035.57	2.6%	8.7%
GMV	145,397.80	175,075.60	181,747.25	25.0%	3.8%
货币化率	1.4%	1.1%	1.1%	-0.24pct	0.05pct
直播收入	7,193.43	7,841.97	7,912.77	10.0%	0.9%
付费用户	44.50	56.49	52.00	16.9%	-7.9%
ARPPU	53.89	46.28	50.72	-5.9%	9.6%
总收入	19,138.83	21,066.68	20,608.00	7.7%	-2.2%
财务概况					
毛利率%	43.8%	41.7%	42.3%	-1.51pct	0.61pct
销售费用	11,269.80	9,488.36	9,067.52	-19.5%	-4.4%
销售费用率%	58.9%	45.0%	44.0%	-14.88pct	-1.04pct
管理费用	864.16	871.45	857.29	-0.8%	-1.6%
管理费用率%	4.5%	4.1%	4.2%	-0.36pct	0.02pct
研发费用	3,911.34	3,522.78	3,709.44	-5.2%	5.3%
研发费用率%	20.4%	16.7%	18.0%	-2.44pct	1.28pct
经营利润	(7,215.38)	(5,643.37)	(4,654.39)	35.5%	17.5%
经营利润率%	-37.7%	-26.8%	-22.6%	15.11pct	4.2pct
调整后净利润	(4,770.47)	(3,722.27)	(3,091.2)	35.2%	17.0%
调整后净利率%	-24.9%	-17.7%	-15.0%	9.93pct	2.67pct

第一章

用户与内容端：二季度用户表现稳健，垂类内容持续加强

第二章

商业化端：广告、电商疫情后逐步恢复，直播保持稳健

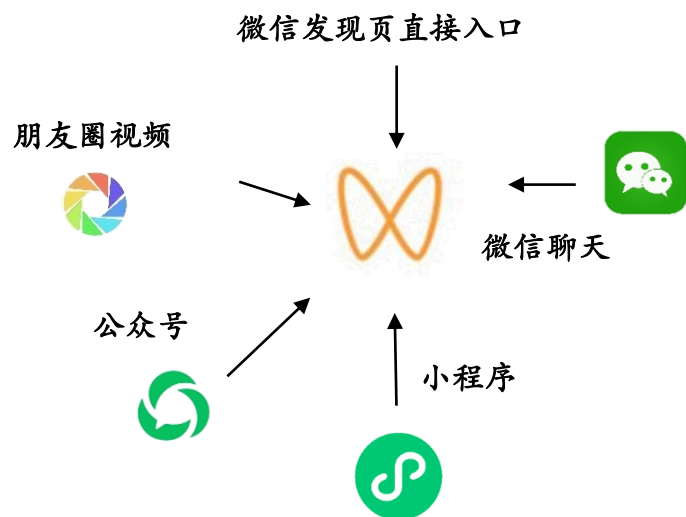
第三章

视频号：正式开启信息流广告，微信广告潜在空间较大

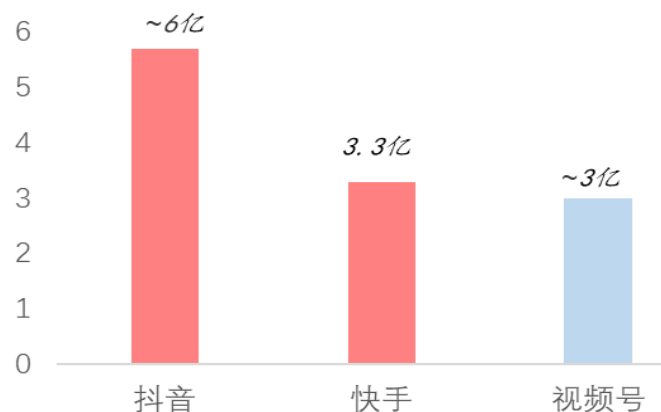
1 视频号：DAU/时长增长迅速，22年商业化明显加速

- 微信视频号2020年推出，21年丰富功能，22年7月推出原生信息流广告。微信视频号是2020年1月推出、内嵌于微信发现页内的短视频平台，用户可从发现页、微信聊天界面、朋友圈、公众号、小程序等渠道进入视频号。21年视频号共更新59项，包括打通企业微信、新设直播入口、购物车直达购买页、直播预约推广等。22年7月推出原生信息流广告，商业化正式加速。
- 视频号DAU增长快体量与快手相近，时长较抖快仍有差距。根据QuestMobile，截至22年6月，抖音（主站+极速版+火山版）、快手（主站+极速版）的DAU分别为5.8亿、3.3亿，主站的用户时长均超过100min；而当前视频号的DAU约为3亿，用户时长约30min（窄口径），用户体量与快手相当，但时长与抖快相比仍有较大的提升空间。

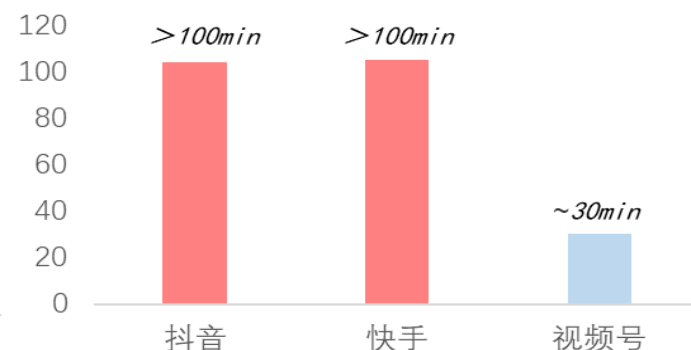
图：视频号的流量入口



图：主要短视频APP月均DAU（亿）



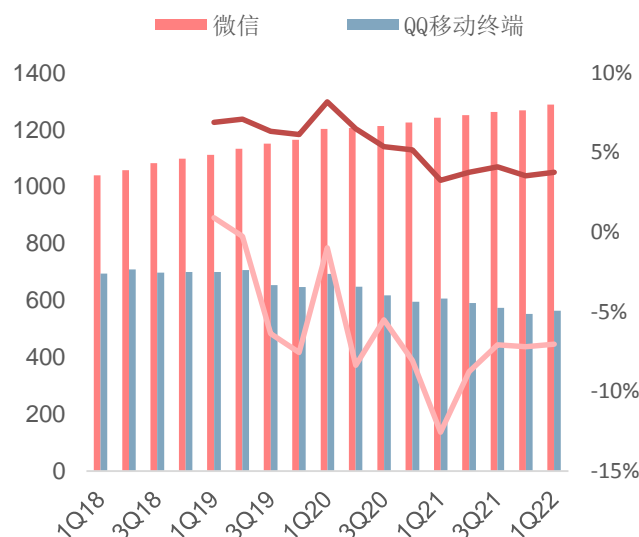
图：主要短视频APP单DAU时长（min）



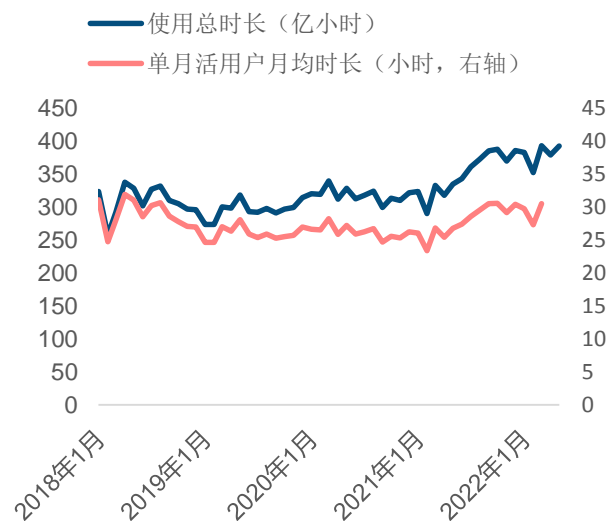
2 视频号：有望为微信提升用户活跃度与粘性

- 微信、QQ增速放缓，视频号有望提升活跃度。1Q22微信及Wechat的MAU为12.88亿，同比增长3.8%，同比增速由2019年的6%以上逐步放缓；QQ的MAU下降明显，自3Q19以来持续下降，1Q22为5.64亿，同比下降7%。视频号相较朋友圈、公众号以图文为主的差异化视频内容供给，有望提升用户粘性与时长。
- 视频号账号、微信账号体系独立，提升普通用户创作意愿。据体验，普通用户的视频号账号与原微信账号是两个账号体系，用户可以创作者身份运营视频号账号，一定程度上能实现从私域的社交圈向公域的公开广场拓展。

图：微信&QQ MAU增速放缓明显



图：微信单用户使用时长保持稳定



图：用户可以选择微信账号或视频号账号私信



3 算法：社交分发助力冷启动，当前算法以点赞、完播率等直接反馈为主

- 初期基于社交分发，实现首批用户冷启动。视频号依托微信的熟人社交圈，初期以“朋友赞过”作为特色分发，开始首批用户的冷启动。但这种分发方式容易造成用户的隐私泄露，视频号也推出“私密赞”功能，使用户的点赞对微信好友不可见，进一步增强用户在视频号内互动的意愿。
- 当前视频号分发机制多元，以用户点赞、完播率等直接反馈为主。目前，视频号的分发机制包括朋友（社交分发）、推荐（以用户的点赞、完播率、转发、评论和收藏等用户反馈为参考）、位置（基于地域分发）和关注（私域流量分发）。我们认为以其中推荐页的点赞、完播率等用户直接反馈为主，推荐精准度将进一步提升。

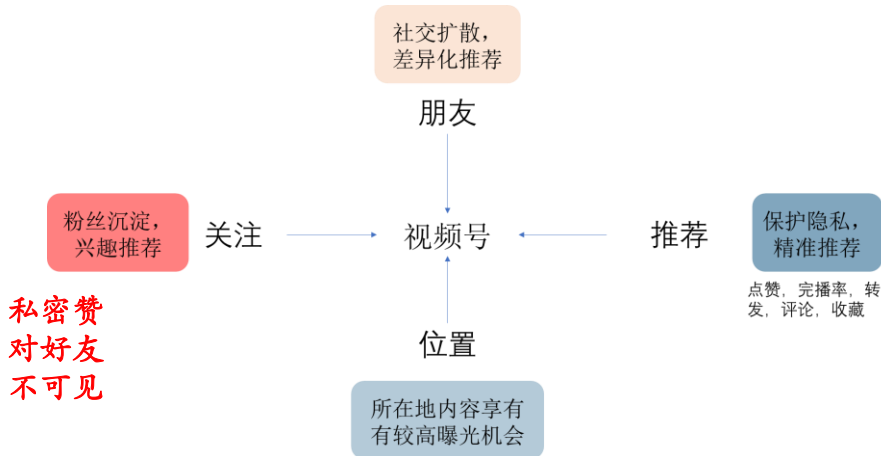
图：视频号、抖音、快手分发机制对比

对比方面	视频号	抖音	快手
算法概览	算法推荐&社交分发	优质内容更多曝光	用户反馈与平台调控
中心化程度	低	高，平台决定内容分发	较低
社交关系权重	高	低	较高
运营干预	小	大，重人工运营	小，后期加强运营
赞评转权重	点赞率>评论率>转发率	点赞率>评论率>转发率	评论率>转发率>点赞率

图：视频号私密赞



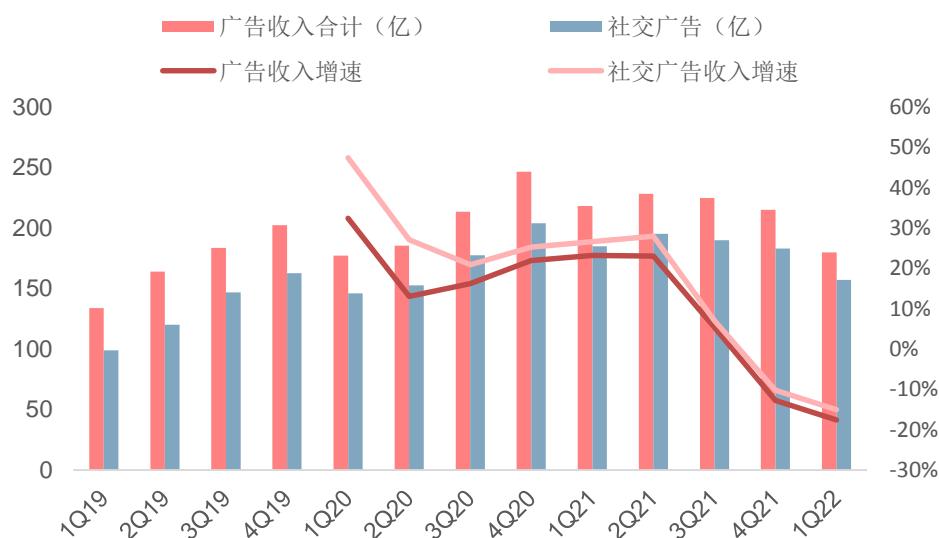
图：视频号内容分发机制









4 商业化尚在初期，有望为腾讯广告贡献增量

- 腾讯社交广告收入3Q21以来增速下降，亟待新的增长机会。受疫情、监管及宏观经济增速放缓的影响，腾讯的广告收入尤其社交广告收入增速在近几季度明显放缓，4Q21/1Q22均呈负增长，1Q22社交广告收入及整体广告收入同比分别下降15.0%/17.6%。
- 参照抖音、快手，我们认为视频号潜在的商业化空间不小。当前国内三大短视频平台所处商业化阶段不同：
 - ①对于抖音，母公司字节跳动21年在国内广告市场的份额已超20%，国内商业化程度较高；
 - ②对于快手，当前商业化程度与抖音相比较低，且仍在亏损，主要目标是加大商业化程度与实现盈利；
 - ③视频号目前虽然未大规模商业化，但用户潜力较大，DAU位列行业第三，也已尝试广告、直播、电商等多种变现方式。我们认为，随着变现方式尤其信息流广告的开发，视频号有望为腾讯广告收入增长提供新驱动力。

图：腾讯广告收入增速明显放缓



图：视频号仍在商业化初期，潜在空间较大

			
日活跃用户	6亿	3.4亿	3亿
用户时长	120min+	120min+	60min
广告收入 (2021)	~2500亿	427亿	-
单日活广告收入 (元/人/天)	1.5元	0.5元	-
商业化程度 (以广告为主)			
当前盈利情况	盈利 Margin约20%	亏损 2Q22Margin为-18%	-
未来发展目标	发展海外/下一代互联网 盈利保持稳定	加大商业化程度 实现盈利	加大商业化程度
对应国内主业竞争程度变化	从激进到平稳	从烧钱到降本增效	启动商业化

4.1 视频号广告：原生信息流为主，互选、直播推广等多种广告形态

7月18日，微信视频号原生广告上线，当前视频号广告有四种形态：

- 1、原生信息流广告：即单列沉浸式的信息流广告，与抖音/快手类似，点击广告组件可以唤起小程序/推广页/H5
- 2、互选广告：广告主和流量主双向互选、自由达成合作的投放模式，类似抖音的巨量星图与快手的磁力聚星
- 3、视频号直播推广：主要在朋友圈、公众号、小程序场景，进行视频号直播间、视频号直播预约的推广
- 4、视频号动态推广：在朋友圈、公众号、小程序投放，上滑可以展示广告主的更多视频。

图：视频号广告四种产品形式

广告产品	原生信息流广告	互选广告	视频号直播推广	视频号动态推广
产品简介	单列信息流广告，点击广告组件可以唤起小程序/推广页/H5	广告主和流量主双向互选、自由达成合作的投放模式	推广视频号直播间、视频号直播预约	在朋友圈、公众号、小程序投放，上滑展示广告主更多视频
样式				
抖音/快手的类似广告形态	单列信息流广告	抖音-巨量星图 快手-磁力聚星	-	-
呈现场景	视频号内容中	视频号内容中	朋友圈、公众号、小程序等	朋友圈、公众号、小程序等

4.2 视频号广告量价展望：CPM或低于朋友圈，广告库存或高于公众号、小程序

- 微信各类广告的CPM与DAU相关，朋友圈广告单价较高。据微信广告，微信广告体系下朋友圈广告CPM最高，以核心城市视频素材为例，朋友圈广告CPM为180元，平均高出公众号/小程序4-5倍，主要是朋友圈日活用户、打开次数与时长都远高于公众号、小程序。
- 视频号CPM或低于视频号，但广告库存高于公众号、小程序。从微信内各流量入口的渗透率来看，预计21年视频号约3亿的日活，渗透率为27%，视频号CPM大概率低于朋友圈，但随日活渗透率提升，视频号CPM有望超过公众号&小程序。从广告库存角度，公众号/小程序可插入广告的位置相对有限（21年公众号原创文章2289万，阅读总数3799万），而视频号的库存随用户日活、时长、Ad load的提升而提升，预计库存预计远高于公众号与小程序。

图：微信广告体系下，朋友圈广告CPM最高，公众号、小程序单价较低

广告样式		朋友圈	公众号		小程序		支付页面
		信息流	文章底部	文章中部	插屏	banner	订单详情页
核心城市CPM（元）	图片	150	35	25	70	25	45
	视频	180	40	25	70	25	45
重点城市CPM（元）	图片	100	30	20	65	20	35
	视频	120	35	20	65	20	40
其他城市CPM（元）	图片	50	25	15	60	15	30
	视频	60	30	15	60	15	35
单次投放门槛（元）		50000	1000	1000	1000	1000	1000

图：视频号日活渗透率有望超过公众号

流量入口	2020年DAU（亿）	2021年（亿，测算）
微信	10.8	11.2
朋友圈	7.8	8.1
朋友圈渗透率	72%	72%
公众号	3.6	3.7
公众号渗透率	33%	33%
小程序	4	4.5
公众号渗透率	37%	40%
视频号		3.0
公众号渗透率		27%

4.3 中期测算：视频号有望为腾讯社交广告带来约300亿收入增量

- 我们以中长期5亿DAU、40min时长，为视频号广告收入测算基础。
- 假设短视频流量占比为90%（10%为直播）、每条短视频平均时长约20s，广告加载率为4%
- 参考小程序、公众号广告的投放价位，预计视频号CPM为35元/千次展示，得到视频号年收入测算约276亿。作敏感性分析，若eCPM在25-45元之间、广告加载率在3%-5%之间，则视频号信息流广告收入预计在148-443亿之间，则对腾讯整体广告收入的带动比例在17%-50%（以2021年收入为基准）。

图：中期视频号信息流广告收入测算（亿）

时长（min）	40
DAU（百万）	500
总流量（亿分钟/日）	200
短视频流量占比	90%
短视频VV（亿分钟/日）	180
每条短视频平均时长（秒）	20
Ad Load	4%
广告展示次数（亿次/日）	21.6
eCPM（元/千次展示）	35
信息流广告收入（亿元/日）	0.8
信息流广告收入（亿元/年）	275.9

图：中期视频号信息流广告收入敏感性测试（亿）

eCPM（元/千次展示） 广告加载率	25	30	35	40	45
3.0%	148	177	207	237	266
3.5%	172	207	241	276	310
4.0%	197	237	276	315	355
4.5%	222	266	310	355	399
5.0%	246	296	345	394	443

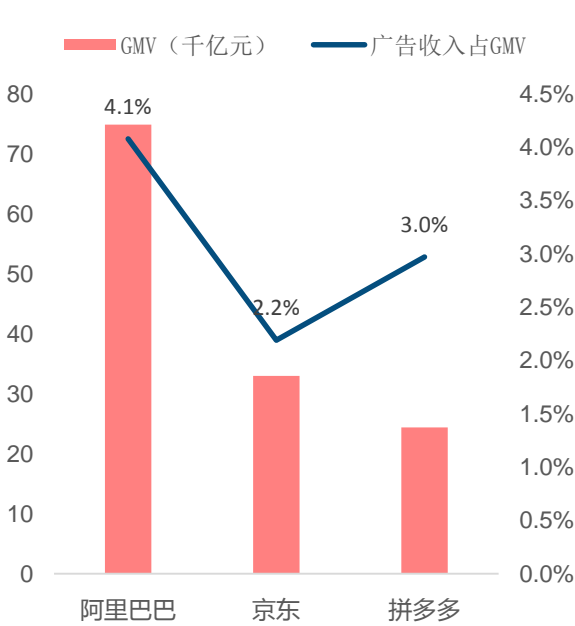
4.4 电商：小程序交易量快速提升，长期有望带动视频号投放需求

- 视频号已为促成小程序交易起到了较好效果。据阿拉丁研究院，通过品牌自播，商家能较好带动自有小程序的交易额提升，如2021年8月泡泡玛特视频号直播首秀实现超2500万元的GMV。
- 小程序交易规模的提升，有望带动视频号的投放需求。据微信公开课，2020年小程序交易额约1.6万亿，预计21年小程序交易额约2万亿。我们假设中期小程序交易额在2-3万亿。主要电商平台广告收入占GMV比值在3%左右，考虑到视频号广告加载率的限制，假设视频号在小程序交易方面的货币化率较为保守，预计在0.2%-1%之间，则测算依托小程序交易额的货币化空间约125亿。

图：2021年部分视频号直播促成小程序交易的案例

小程序	成就
雅戈尔会员商城	11月5日至6日，视频号直播带动雅戈尔会员商城小程序GMV超2000万元，直播间直接成交近1600万元
泡泡玛特	8月14日视频号直播首秀GMV突破2500万元
凯喜雅生活馆	11月6日直播间单场GMV破1200万元
EP雅莹	11月1日至9日，视频号直播带动小程序GMV超720万元，直播间成交GMV超220万元
攀登读书	11月12日“双十一宠粉节”直播GMV206万元，双十一期间直播带货GMV累计810万元
十点读书	6月15日至18日，十点读书超长直播76小时，GMV2200万元

图：2021年国内主要电商平台广告收入占GMV比重



图：小程序交易额货币化空间敏感性测算

小程序交易额(亿) \ 视频号货币化率	20000	23000	25000	27000	30000
0.20%	40	46	50	54	60
0.30%	60	69	75	81	90
0.50%	100	115	125	135	150
0.70%	140	161	175	189	210
1.00%	200	230	250	270	300

资料来源：阿拉丁研究院，中信建投（注：阿里巴巴2021年GMV为截至2021年3月底的12个月内累计GMV）

风险提示

- 用户增长缓慢或流失风险；宏观经济承压风险；疫情反复风险；广告主预算缩减风险；短视频政策监管风险。

分析师介绍

杨艾莉：传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019年4月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获2019年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第一名；2020年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第二名；2020年新浪金麒麟评选传媒行业新锐分析师第二名。

杨晓玮：研究助理，yangxiaowei@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 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，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B
座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔
2106室
电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心
B座22层
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk