

私域流量撬动电商杠杆

——腾讯视频电商深度报告 2

核心观点

- 近期，腾讯微信直播电商发生多个重大变化：包括组织架构进行大规模调整，新加入小店分享员功能，加入了新的电商投流工具“全域通”，强化品牌招商等。综合微信潜在直播电商 GMV 天花板我们认为在 3.6 万亿。
- 私域：上限预期共计 1.3 万亿，主要涵盖了 1) 小程序商户 GMV 的存量转化（潜在上限 8000 亿）；2) 小店分享员带来的联盟模式增量 GMV（潜在上限 4800 亿）。我们认为视频号电商近期组织架构的变化意味着小程序 GMV 存量转化加速；而小店分享员新玩法带来的社交裂变我们认为非常适合微信调性。
- 公域：上限预期共计 2.4 万亿，其中主要包括来自于朋友圈广告推流带来的成交 0.28 万亿+视频号推流带来的 2.07 万亿。视频号 1) 视频号 DAU：用户增长依赖于内容驱动，跟创作者基数息息相关。从来源分布来看，视频号内生创作者主要来自于公众号和朋友圈创作者的转化；外源创作者主要来自于抖快平台全平台发布内容。据我们测算，生产者 MAU 可达 1.86 亿，据此撬动 6.80 亿用户 DAU。2) 视频号使用时长：泛用户摊薄时长+严肃向内容及高比例非核心用户将使得视频号平均用户时长低于抖快。不同调性产品将带来不同时长，而娱乐类内容撬动的用户时长将高于知识和生活类。视频号因为立人设属性，使得流量权重向非娱乐类内容倾斜。此外，考虑到视频号“小红点”引流会带来大量泛用户，使总体平均使用时长降低至 80min。3) 直播加载率和笔单价：广告加载率或低于抖音，笔单价或介于抖快之间。根据张小龙的预期，视频号未来期望达到的公域占比为 77%。我们预计视频号直播加载率天花板也略低于抖音的 10%（或达 8.4%）。视频号的用户城市线介于抖快之间，仅考虑视频号链路成交的稳态成交单价或介于抖快之间的 125 元。

盈利预测与投资建议

- 视频号电商 2024 年起进入快速增长通道，边际成本较低情况下将驱动利润弹性。预计 24~26 年 IFRS 归母净利润为 1708/1969/2265 亿元（原 24~26 归母净利润为 1657/1884/2180 亿元，上调游戏和视频号收入），non-IFRS 归母净利润为 2162/2511/2852 亿元。我们根据 SOTP 估值，给予目标价 397.82 港币（363.51 人民币 HKD/RMB=0.91），维持“买入”评级。
- 风险提示
创作者增长不及预期，时长增长放缓，货币化率不及预期，假设条件变动影响测算

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	554,552	609,015	685,022	774,443	840,909
同比增长(%)	-1.21%	9.82%	12.48%	13.05%	8.58%
营业利润(百万元)	100,017	152,784	222,302	264,615	304,983
同比增长(%)	-14.32%	52.76%	45.50%	19.03%	15.26%
归属母公司净利润(百万元)	188,243	115,216	170,816	196,874	226,487
同比增长(%)	-16.27%	-38.79%	48.26%	15.26%	15.04%
每股收益(元)	20.20	12.36	18.33	21.12	24.30
毛利率(%)	43.05%	48.13%	53.72%	55.80%	57.90%
净利率(%)	33.95%	18.92%	24.94%	25.42%	26.93%
净资产收益率(%)	15.14%	20.61%	25.33%	26.02%	25.68%
市盈率(倍)	17	27	18	16	14
市净率(倍)	4	4	3	3	3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级

买入（维持）	
股价（2024 年 07 月 23 日）	366.2 港元
目标价格	397.82 港元
52 周最高价/最低价	400.2/257.97 港元
总股本/流通 H 股（万股）	932,097/932,097
H 股市值（百万港币）	3,413,340
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2024 年 07 月 29 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-3.12	-3.99	11.12	10.92
相对表现	-1.66	-0.89	7.31	19.34
恒生指数	-1.46	-3.1	3.81	-8.42



证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyuzhi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135
杨妍	yangyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523030001

联系人

金沐阳	jinyinmuyang@orientsec.com.cn
-----	-------------------------------

相关报告

Q1 广告超预期增长，期待常青游戏变化及国内外重磅游戏上线：——腾讯控股（0700.HK）24Q1 季报点评	2024-05-18
小程序内容供给持续增长，视频号商业化逐渐推进：——腾讯控股（0700.HK）23Q4 季报点评	2024-04-04
小程序、视频号持续推动利润增长：——腾讯控股（0700.hk）23Q3 点评	2023-11-27
信息流广告变现稳步推进，严肃向内容引领差异化增长：——腾讯视频深度报告	2023-02-21

目录

序言	6
1 私域：有望带来 1.3 万亿 GMV	8
1.1 存量转化：组织架构调整促进小程序 GMV 转化加速，有望转化 8000 亿 GMV	8
1.2 增量私域：小店分享员潜在带来 4800 亿 GMV	9
2 DAU：增长受内容生产者驱动	11
2.1 视频号目前创作者来源：主要来自公众号+抖快	12
2.1.1 来源 1：初始生产者公众号创作者——严肃向驱动差异化竞争	12
2.1.2 来源 2：抖快迁移来的中长尾创作者	13
2.1.3 来源 3：微信原生创作者——UGC 内容丰富视频号内容生态	17
2.2 DAU 上限测算：1.86 亿创作者翘起 6.8 亿用户 DAU	18
3 时长：平台调性及核心用户比例影响用户时长	19
3.1 平台调性差异：视频号偏知识向，抖音偏娱乐向	19
3.1.1 泛娱乐：有望随着公域属性增长而提升	21
3.1.2 泛生活：朋友圈创作者导入将推动泛生活内容供给增长，但质量和平均流量被拉低	24
3.1.3 泛知识：受限于公众号创作者瓶颈占比预计先增后减	25
3.1.4 泛资讯：预计未来板块占比接近抖音水平	27
3.1.5 核心用户时长测算：视频号生态环境严肃性更强，核心用户比例较低，预计使用时长天花板为 106.2min	27
3.2 窄口径 DAU 平均时长测算：泛用户将平均时长摊薄至 80min	28
4 直播加载率：或低于抖音达 8.8%	29
4.1 直播加载率测算：公域与性别比例影响直播加载率	29
4.2 性别比例影响直播加载率	29
5 笔单价：私域成交拉高笔单价；视频号公域成交笔单价或介于抖快间	30
5.1 私域属性拉高笔单价，白牌、高客单价、非标品标签易成爆款	30
5.2 城市线分布影响笔单价	32
6 电商测算	33

6.1 天花板测算：内容电商合计上限 3.6 万亿 GMV	33
6.2 中性情景假设	34
6.3 乐观情景假设	34
6.4 悲观情景假设	35
7 盈利预测与投资建议.....	36
7.1 盈利预测.....	36
7.2 投资建议.....	38
8 风险提示	38

图表目录

图 1：微信流量大盘.....	6
图 2：2023 年 11 月移动购物行业 TOP10 全景流量规模占比分布.....	9
图 3：分销推广路径.....	10
图 4：微信社交裂变构成的联盟模式成交链路.....	11
图 5：2023 年 12 月-2024 年 4 月视频号头部视频更替率.....	13
图 6：2024 年 3 月-4 月抖音头部视频更替率.....	13
图 7：2023 年 11 月-2024 年 4 月视频号内容结构（按账号垂类划分）.....	14
图 8：2024 年 2 月-4 月抖音 TOP 100 榜单内容结构.....	14
图 9：朋友圈向视频号导流.....	18
图 10：2024 年-2026 年视频号 DAU 增长趋势预测.....	19
图 11：2022 年视频号和抖音内容类型 VV 分布.....	20
图 12：2022 年抖音和视频号内容类型生产端分布.....	20
图 13：公域、私域双重身份.....	21
图 14：公开赞、私密赞双重赞.....	21
图 15：视频号线上演唱会相关话题.....	23
图 16：2022 年视频号榜单 TOP 500 泛娱乐板块点赞占比变化.....	24
图 17：2024 年视频号榜单 TOP 500 泛娱乐板块点赞占比变化.....	24
图 18：2022 年视频号榜单 TOP 500 泛生活板块点赞占比变化.....	24
图 19：2024 年视频号榜单 TOP 500 泛生活板块点赞占比变化.....	24
图 20：视频号售卖付费课程的创作者.....	26
图 21：2022 年视频号榜单 TOP 500 泛知识板块点赞占比变化.....	26
图 22：2024 年视频号榜单 TOP 500 泛知识板块点赞占比变化.....	26
图 23：2022 年视频号榜单 TOP 500 泛资讯板块点赞占比变化.....	27
图 24：2024 年视频号榜单 TOP 500 泛资讯板块点赞占比变化.....	27
图 25：视频号内容品类预测及抖音 2023 年内内容品类占比.....	28
图 26：抖音 2022Q3 各板块播放次数/投稿数杠杆.....	28
图 27 视频号用户时长增长趋势预测.....	29
图 28：2023 年视频号电商 GMV 性别比例.....	30
图 29：2024 年 5 月 平台性别比例分布.....	30
图 30：2020 年-2026 年视频号总 VV 中电商直播 VV 占比.....	30
图 31：视频号 GMV 分布.....	31
图 32：抖音 GMV 分布.....	31
图 33：2023 年 视频号电商成交城市线分布.....	31
图 34：2023 年 行业平均客单价(元).....	31

图 35：2024 年 5 月 各平台消费能力分布	32
图 36：2024 年 5 月 各平台线上消费意愿分布	32
图 37：2023 年-2026 年综合笔单价变化趋势预测（元）	32
表 1：视频号商家技术服务费	8
表 2：2022 年视频号创作者类型分布	12
表 3：视频号与公众号有关的更新	12
表 4：2024 年 4 月视频号 TOP50 榜单创建时间小于半年的账号	14
表 5：2022 年抖快视频号账号视频点流量波动性比较（前 30 位创作者）	15
表 6：2022.7 月视频号 TOP50 榜单从其他平台迁移至视频号的中长尾账号	17
表 7：2024 年 视频号 and 抖音内容品类分类	19
表 8：公域私域 VV 比重	20
表 9：2024 年 4 月抖音视频号影视娱乐榜单 TOP 10	21
表 10：视频号及抖音视频平均 VV 测算	28
表 11：公域私域 VV 比重	29
表 12：微信电商空间上限测算（中性）	33
表 13：GMV 上限测算	34
表 14：视频号电商 GMV 中性预测	34
表 15：视频号电商 GMV 乐观预测	35
表 16：视频号电商 GMV 悲观预测	35
表 17：季度主要财务数据测算（原始报表）	36
表 18：腾讯控股估值数据	36
表 19：可比公司估值情况（A 股、港股 2024/07/23 收盘价，美股 2024/7/22 收盘价，收入及利 润单位：百万人民币）	37

序言

市场此前普遍将微信直播电商直接跟抖音、快手做对比，而我们认为这一对比逻辑有重大纰漏，忽略了微信流量的多元化——微信流量囊括了群聊、私人朋友圈等诸多私域流量；以及视频号等广泛公域。而抖快直播电商流量入口较为简单，主要为短视频。

图 1：微信流量大盘



数据来源：公众号，东方证券研究所

前序我们已经撰写了视频号报告系列 1，对于视频号流量和广告变现成长路径和天花板进行拆解。而本报告写于微信直播电商商业化加速的初期，重点放在电商 GMV 增长将为腾讯电商广告预算以及技术服务佣金带来的收入增量。我们通过拆分因子的方式，判断 GMV 增长趋势和收入天花板。其中在视频号流量通路的成交链路分析中，流量成长逻辑我们引用了自己视频号报告 1 的部分数据和推导逻辑。

• 微信直播电商 GMV 由什么因子构成？

包括私域+公域两部分。

1) 私域：主要涵盖了来自于小程序商户 GMV 的存量转化+小店分享员带来的联盟模式增量 GMV。

2) 公域：主要涵盖了视频号 GMV+腾讯在朋友圈广告推流带来的 GMV 等。（注：朋友圈有公域私域两种，私域流量指微商自己发的朋友圈，公域流量指腾讯广告获得的曝光）

其中最大的流量入口来自于视频号。

视频号带来的 GMV=下单次数*笔单价

下单次数=短视频 VV*直播加载率*转化率

短视频 VV= DAU（每日活跃用户数）*平均时长*每分钟浏览条数

综上：视频号带来的 $GMV = DAU \times \text{平均时长} \times \text{每分钟条数} \times \text{直播加载率} \times \text{转化率} \times \text{笔单价}$

计算，其中每分钟浏览条数大致稳定，而 DAU 与视频号创作者数量呈正相关；平均浏览时长和平台内容生态，以及泛用户比例有关；直播加载率和平台公私域推送的占比有关，笔单价与用户分布的城市线有关。

• **私域能为腾讯贡献多少 GMV？合计 1.3 万亿**

- 1) 小程序存量转化我们认为平台型电商小程序（例如京东、拼多多等）无法迁移到直播间。扣除平台型电商 GMV 后潜在转化天花板 8000 亿 GMV。
- 2) 小店分享员联盟模式我们认为潜在获得增量上限为 4800 亿 GMV，基于淘宝联盟从微信私域获得的成交规模约为 4800 亿 GMV。

• **公域，例如视频号能为腾讯贡献多少 GMV？视频号约为 2.07 万亿。**

在中性假设下，我们预计天花板 DAU 为 6.8 亿，Feed 流密度为 2.5 次/分钟，平均浏览时长为 79.4 分钟，直播加载率为 8.4%，转化率 0.4%，笔单价 125 元。据此计算得到未来长期视频号年收 GMV 上限达到 2.07 万亿。

1 私域：有望带来 1.3 万亿 GMV

当前我们讨论的内容电商主要以直播电商为主，视频号小店为辅。2023 年直播电商 GMV 占比超过 90%；而抖音亦是如此，直播电商是场景电商中绝对的主体，因此此处我们主要讨论直播间为落地页构成的 GMV。

1.1 存量转化：组织构架调整促进小程序 GMV 转化加速，有望转化 8000 亿 GMV

2024 年 5 月 28 日，腾讯官宣了微信电商组织构架的调整：对于视频号直播电商团队将并入到微信开放平台（小程序、公众号等）团队，原微信视频号直播电商团队转由微信开放平台负责人负责。

此前微信直播电商和小店冷启动主要依赖于微信小程序商户的存量转化：举一个具体实例，商户原本在群里运营时，发布的是小程序小商店的链接；切换后虽然也是在群里运营，但发布的是直播间或者视频号小店链接。如果将成交链路从小程序到直播间做切换，视频号直播团队将匹配赠送公域流量，使得商户 GMV 总量大盘实现增长。从而激励商户主动切换，顺利实现内容电商的供应链搭建、商户入驻的冷启动工作。

这一策略背后，我们可以看到了小程序团队微信小商店和视频号电商产生了明显的利益冲突。2023 年视频号实现 3 倍 GMV 增长，下单口径 GMV 达 3000 亿；但是其中有非常一大部分比例来自于存量小程序 GMV 的转化。

此前组织构架的利益冲突明显，而新构架下团队融合意味着视频号交易和小程序交易或能够实现深度结合，潜在获得的流量加持和存量 GMV 转化加速。

转化成交链路对于腾讯而言是有利的。原本在小程序成交只需要缴纳提现 0.6% 的微信支付手续费；切换到视频号小店或者直播间成交后除了支付手续费外，还需要额外缴纳名义价 1%~5% 不等的技术服务佣金。

表 1：视频号商家技术服务费

一级类目	费率标准	一级类目	费率标准
数码	2.0%	手机通讯	2.5%
电脑、办公	2.0%	鞋靴	5.0%
个人护理	5.0%	生鲜	2.0%
家用电器	2.0%-5.0%	酒类	5.0%
服饰内衣	5.0%	农资园艺	2%-5%
美妆护肤	4.0%	工业品	2.0%
运动户外	2.0%-5.0%	家纺	3.0%
母婴	2%-5.0%	家庭清洁/纸品	2%-5%
食品饮料	2.5%	个人护理	1.0%
生活服务	4.0%	箱包皮具	5.0%
家居日用	2%-4%	教育培训	2.0%
钟表	1%-3%	时尚首饰	2.5%
厨具	2.0%	珠宝首饰	2.5%-5.0%
玩具乐器	5.0%	出行与交通	5.0%
汽车用品	2%-5%	公益服务	2.0%
汽车	2.0%	图书	5.0%
宠物生活	2%-5%	其他	1%-2%
家具	5.0%	旅游休闲	2.0%
家装建材	2%-3%	文玩	2.0%
二手	1%-5%	膳食营养补充食品	2.0%

数据来源：微信，东方证券研究所

我们不妨测算一下潜在的存量转化上限：

小程序电商 GMV 总规模约为 3 万亿，但并不是 3 万亿都可以实现转化，例如京东、拼多多、美团优选等平台型电商的小程序 GMV 较难形成转化。

根据 Questmobile 数据，平台型电商在小程序流量前三的为京东、拼多多、美团优选。我们对这三家平台电商的小程序 GMV 进行估算（因为存在 APP 和小程序多端消费的用户，因此加总大于 100%）：

- 京东：小程序调整后流量占比 36%（调整前流量占比 42.6%），因小程序 arppu 我们认为低于 APP，因此小程序 GMV 占比我们假设比流量占比低 10%，约为 26%。京东小程序 GMV = 3.54 万亿 * 26% = 0.92 万亿
- 拼多多：小程序调整后流量占比 24%（调整前流量占比 26.2%），我们假设小程序 GMV 占比约为 14%。小程序 GMV 4.05 万亿 * 14% = 0.57 万亿
- 美团优选：小程序调整后 95%（调整前流量占比 96.4%），我们假设小程序 GMV 占比约为 85%。小程序 GMV 2550 亿 * 85% = 0.22 万亿

合计三家 1.71 万亿，估算平台型不可转化 GMV 2 万亿。3 万亿小程序电商中剩余 1 万亿我们认为是可转化的 GMV，我们假设终局 80% 成功转化，则由原有小程序私域电商带来的 GMV 上限约为 0.8 万亿。

图 2：2023 年 11 月移动购物行业 TOP10 全景流量规模占比分布



数据来源：QuestMobile，东方证券研究所

1.2 增量私域：小店分享员潜在带来 4800 亿 GMV

2024 年 5 月，微信视频号丰富了视频号小店分享员功能。商家可通过视频号小店 PC 端关联分享员的个人微信以及绑定该个人微信的企业微信。关联后分享员可以将视频号小店的主页、橱窗、商品、直播间以及短视频等转发到私域。除小店相关信息外，店铺直播开播预约链接同样可以由分享员生成专属二维码并邀请用户扫码进入。

对于商家来说，有了分享员，可以更高效地与潜在粉丝连接，从而提高转化率和曝光效果，提升销量。此外，用户通过分享员分享的部分场景进入并产生的交易，平台会根据相关政策给予商家流量券激励。

视频号小店分享员能基于分享产生的交易获取激励，通过其分享的直播预约链接成功预约的用户数也将计算入分享员成绩。

图 3：分销推广路径

视频号小店快速提销量技巧 一图看懂分享员功能

视频号小店分享员有何妙用？

转发小店的主页、橱窗、商品、直播间以及短视频等到私域
高效匹配潜在粉丝，提高转化率和曝光效果

视频号小店分享员如何设置？

第一步
登录视频号小店PC端，选择【店铺管理】-【店铺分享员】，
点击右侧【关联】按钮



第二步
店铺管理人员扫描弹出的二维码，将邀请信息发送给待录入为分享员的个人微信账号，微信账号点击确认后，该个人微信以及绑定该微信的企业微信均被关联为分享员



绑定规则

- 品牌也可以把门店导购设置为分享员
- 单个小店分享员数量上限为**2万人**
- 单个分享员可最多被**5个**小店绑定

激励规则

- 用户通过分享员分享的部分场景进入并产生的交易，平台会根据相关政策给予商家流量券激励
- 分享员可基于分享产生的交易获取激励



数据来源：公众号（微信公开课），东方证券研究所

联盟返点成交闭环有望撬动私域 GMV 增量：

微信私域而言，较容易达成的电商增量是利用用户社交裂变分销的联盟模式。可以充分发挥出广大微信用户群体的主观能动性。

此前国内也有其他大厂利用联盟模式去达成成交，以淘宝为例，**淘宝联盟**约为淘宝贡献 **6000 亿 GMV**，绝大多数流量是在微信私域裂变实现的成交，我们假设 **80% 流量入口来自于微信**，可以估算 **4800 亿 GMV** 是从微信分享通过外循环的模式达成成交的。

微信私域到淘宝的外循环链接转化，还需要复制链接等繁复的操作流程以及更长的成交链路。**微信电商闭环去做小店分享员，分享到群里的就是直播间本身或者视频号小店。其私域转化率要比淘宝外循环转化率高。**因此我们判断如果供应链等一切条件相同，分享员一定愿意选择微信内循环的成交链路去推广裂变。因此不考虑视频号小店分享员在微信内裂变放量，阿里已经利用微信流量做到了 **4800 万亿 GMV**，因此我们将此视作小店分享员模式未来潜在给视频号电商带来的增量 GMV。

图 4：微信社交裂变构成的联盟模式成交链路



数据来源：公众号（腾讯大讲堂），东方证券研究所

2 DAU：增长受内容生产者驱动

内容生产平台的 DAU/MAU 与其平台创作者数量呈正相关，因为内容生产者越多意味着平台内容越多元，内容消费者在平台上获得的体验就越丰富，因此会有更多用户愿意使用该平台。

目前类似的平台有类似的创作者杠杆：抖音快手接近 1:4；但腾讯视频号的杠杆却格外高，为 1:13，主要因小红点导流，会将非短视频用户带入其中，让同一个内容被更多的用户看到。

- 快手：根据财报数据显示 20Q4 创作者 MAU 为 1.2 亿，用户 MAU 为 4.811 亿，创作者/用户 MAU=24.9%
- 抖音：根据 Questmobile 显示 22Q2 创作者 MAU 为 1.5 亿，用户 MAU 为 6.77 亿，创作者/用户 MAU=22.2%
- 小红：根据公司生态大会数据显示 21 年底创作者 MAU 为 0.43 亿，用户 MAU 为 2 亿，创作者/用户 MAU=21.5%

- 视频号：根据 Questmobile 显示 2022Q2 有 6000 万月活创作者和 8 亿 MAU，创作者/用户 MAU=7.5%

2.1 视频号目前创作者来源：主要来自公众号+抖快

目前视频号有 6000 万月活创作者，其中①抖快占 47%，主要为全平台同步发布内容的创作者；②公众号占比 17%，主要为传统的公众号文字生产者向视频号迁移；③其他创作者占比 36%，主要是微博、B 站、小红书以及微信本身的创作者。

表 2：2022 年视频号创作者类型分布

总计	公众号	抖音	快手	其他
6000 万	17%	26%	21%	36%

数据来源：公众号（搜狐科技），东方证券研究所测算

视频号对哪类创作者具备吸引力就是判断内容生产者成长空间的关键：如果平台上位机会越大，那么对于抖快与公众号中小创作者的吸引力越大。

2.1.1 来源 1：初始生产者公众号创作者——严肃向驱动差异化竞争

可以发现公众号创作者是抖快不具备的宝贵创作者资源，也将会是视频号泛知识化的中坚力量，同时公众号创作者也有激励加入到视频号泛知识化的趋势当中：公众号已告别增长期，进入稳定期，根据西瓜数据，2021 年上半年公众号总体阅读量同比下降 17.44%，评论数减少 24.62%。因此公众号创作者自身也有寻求增长的诉求。

目前公众号创作者做增长的最好方式就是主动拥抱短视频的浪潮，因为一方面文字性内容门槛和需要分配的注意力较高，限制了公众号用户群体范围和使用场景，而视频内容更直观，摄取难度较低；另一方面公众号获取粉丝主要依靠私域裂变，获取粉丝的效率较低，若公众号创作者开通视频号，其便可以利用视频号的信息流在公域推广公众号的内容。

而腾讯做的则是打通双向流量，自 2021 年起，视频号就推出一系列更新打通公众号和视频号跳转的链路，促进微信流量的内循环。

表 3：视频号与公众号有关的更新

时间	更新内容
2021.2	视频号和公众号首页双向打通
2021.5	公众号主直播时，公众号出现直播提醒
2021.12	公众号主页绑定视频号动态
2022.1	公众号可以预约视频号直播
2022.2	支持在视频号展示公众号的身份
2022.2	公众号支持查看来自视频号直播的新增粉丝详情
2023.9	公众号文章评论区跳转视频号：支持公众号评论区留言身份切换
2024.4	视频号关注列表更新自动添加公众号作者

数据来源：公众号（见实），东方证券研究所

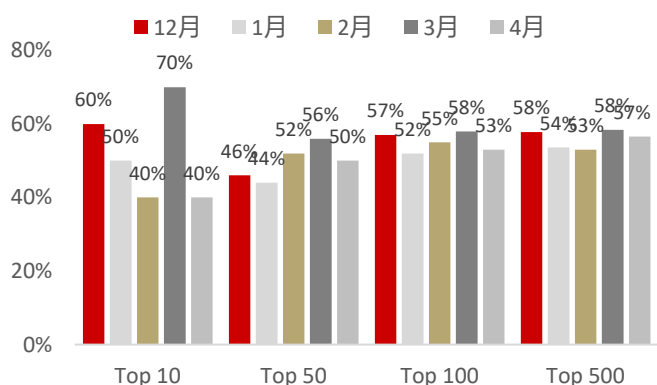
综上，我们认为公众号创作者开通视频号将成为一个普遍趋势，开通视频号的公众号将通过视频号获得更多曝光，扩大自己的粉丝群体，未开通视频号的公众号将因为文字内容的阅读频次被短视频内容挤压，获取粉丝成本逐渐升高。最终，我们预计有 **80%的公众号创作者会选择在视频号注册账号**，将公众号的内容以视频的形式搬运至视频号，目前公众号创作者大约为 2000 万，这将为视频号贡献 1600 万的月活创作者。**2022 年来看，已经转化了约 1000 万 MAU，剩余的开发空间不大。**

2.1.2 来源 2：抖快迁移来的中长尾创作者

对于新入场玩家来说，最在意的无非是流量攀升这件事。在一个成熟而固化的平台，新玩家想要攀升的可能性较小。而在视频号这样的新兴平台，新玩家上位可能性激增。

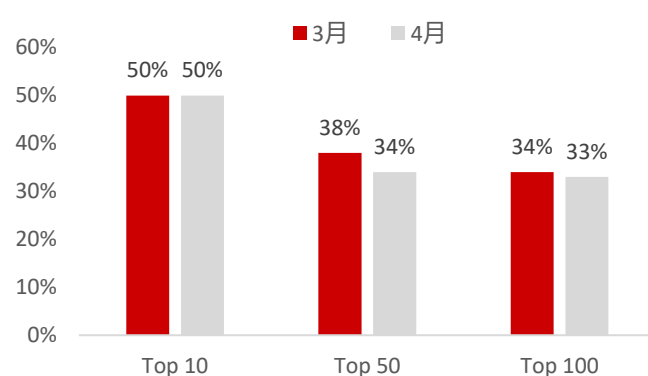
横向比较视频号月度更替率指标超抖音的 **10%-20%左右**，视频号 top50/top100/top500 月度更替率稳定在 50%左右，抖音月度更替率 top50/top100 账号月度更替率维持在 35%左右更低的水平。我们不难发现抖音“头部阶级固化”更严重。

图 5：2023 年 12 月-2024 年 4 月视频号头部视频更替率



数据来源：新视，东方证券研究所

图 6：2024 年 3 月-4 月抖音头部视频更替率

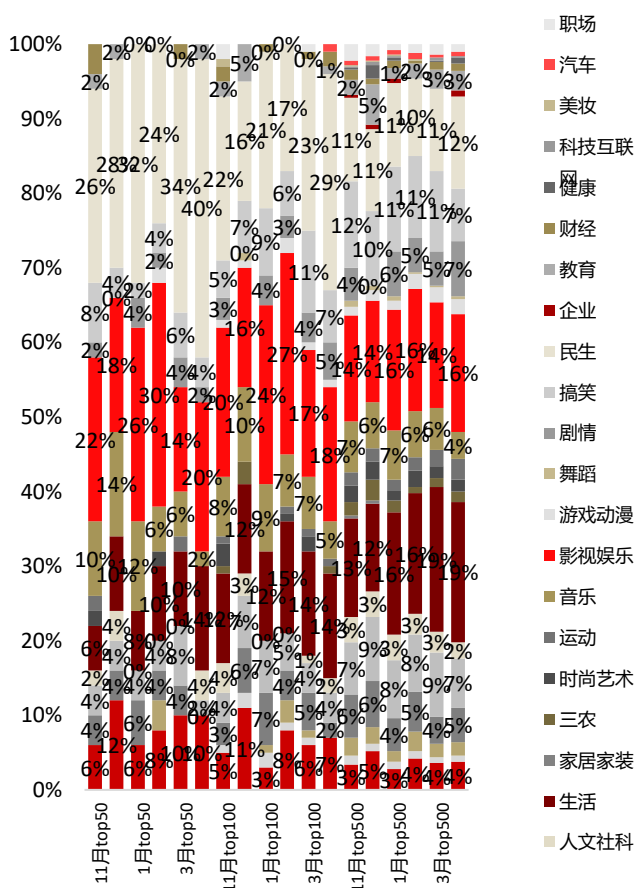


数据来源：新抖，东方证券研究所

我们认为这两个原因：

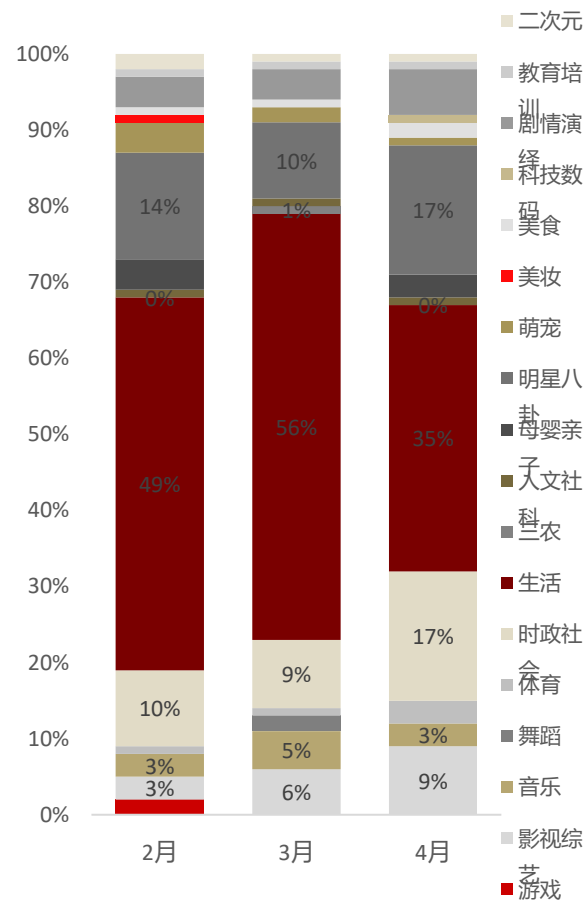
视频号仍处于发展阶段，基调未定：视频号整体环境基调仍处于探索阶段，其在用户心中的地位尚未明确，因此头部榜单的结构分布会与当期的热点事件或内容供给高度相关，波动性较大。抖音正好与其相反，大多数用户以娱乐为目的刷抖音，抖音泛娱乐的环境基调已比较稳定，再加之长时间的运营使一些账号 IP 效应明显，使得抖音结构逐渐固化。

图 7：2023 年 11 月-2024 年 4 月视频号内容结构（按账号垂类划分）



数据来源：新视，东方证券研究所（2024）

图 8：2024 年 2 月-4 月抖音 TOP 100 榜单内容结构



数据来源：新抖，东方证券研究所（2024）

除更替率高以外，视频号头部账号相比抖快会更年轻：视频号四月 TOP 50 的榜单中，创号时间小于半年的账号占比达 15 个，占 30%，而抖音四月 TOP50 榜单中创号时间小于半年的除了“电影末路狂花钱”和“电影维和防暴队”两个影视官方账号外，只有一个“张一恒”个人号。

可以看出头部账号在视频号的先发优势较弱，新账号进入视频号一样有机会将账号做大做强。这会吸引在别的平台运营的不是很好的创作者或一些新的创作者进入，在视频号成长的红利期中寻求机会，因此我们预测在短期 1~3 年内视频号的创作者仍能保持相对较快的增长趋势。

表 4：2024 年 4 月视频号 TOP50 榜单创建时间小于半年的账号

视频号	排名	创号时间
七七 i.	10	2024/2/2
极小光与新小闻	15	2023/11/25
他刘叔	20	2024/3/5
百姓事儿最大	24	2024/3/26

叶楠辰	25	2024/1/20
赵然女神课堂	34	2024/3/7
丑爸爸一家生活	38	2024/3/15
一只学霸 fafa	39	2024/2/26
爱丽知军事	40	2024/3/4
大力仑爱吃菠菜	43	2024/1/12
娱小葵	44	2023/12/4
姜姜犟犟犟	45	2024/3/31
Sy.辞别	47	2024/2/8
东方亚美娘们强	49	2023/11/5
阮老板 113	50	2024/3/2

数据来源：新视，东方证券研究所

视频号的内容分发逻辑会更加去中心化：算法推荐中如果给予人（粉丝）的权重高于内容的权重，那么创作者的数据表现会更为中心化。为了衡量算法逻辑差异，我们可以对比同一个创作者在不同平台流量的波动性。流量波动性越大，意味着创作者流量越不稳定，在平台流量分配机制中内容质量的权重会更大，而与作者自身属性相关的因素权重会越小，平台去中心化程度会更高；反之，创作者 IP 属性会占推荐主导地位，创作者流量更为中心化。

为了对比各家算法中心化程度。我们从抖音、快手和视频号中随机抽取了 100 组在各平台均有发布视频的创作者，计算他们历史发布所有视频的流量波动性（点赞数标准差/平均值），最后取 100 位创作者的平均值，结果为快手>视频号>抖音。但因为微信团队不希望用户过多关注流量数据，因此隐藏了流量上限为 10W+，因此视频号波动性表现数据偏低。实际上结论我们只能得出中心化程度：快手≈视频号>抖音。

表 5：2022 年抖快视频号账号视频点流量波动性比较（前 30 位创作者）

账号	抖音	快手	视频号
疯狂小杨哥	0.37	0.87	1.01
一禅小和尚	2.31	1.34	0.4
田一名	1.97	4.92	1.64
黄雪纯/你的纯哥/牛牛的纯纯	2.06	3.55	1.69
有文化的漫漫	0.95	2.48	3.19
卓雅的美妆日记	2.96	2.23	2.68
FERNWANG	1.45	1.52	1.1
不怕队长 Brilliant	2.64	3.19	4.01
米哥 mimi	1.6	1.42	1.74
妮妮吃不饱丫	1.19	1.21	1.3
鄙人李洋洋	1.27	2.39	2.93

c 俊武	3.57	1.79	1.21
左奕然啊	0.66	0.8	1.38
全球不知道	2.45	1.96	2.79
90 后游戏少年/游戏少年小张	2.88	2.55	2.63
陶鹿鹿 ya	0.94	1.59	1.4
超级英雄张艺杰	2.01	2.02	1.83
赵小黎	1.18	1.25	1.06
张镇辉台球教学	1.91	1.57	3.03
才不是沐沐呢/沐沐_Mercury	2.88	2.93	2.59
划水小乔	3.85	3.93	2.85
Zina 姿娜	1.91	2.21	2.23
小教程	2.75	5.19	3.21
小兵洋洋&正气父子	2.33	2.35	0.89
cococola888	1.35	1.56	1.88
一只黑珠珠	2.23	2.72	2.01
叶铭 yzy	2.28	2.26	1.74
张海柱	1.75	1.69	1.78
机灵姐弟的日常	1.42	3.25	1.44
我是子小静	1.09	1.39	1.2
...
平均值	1.81	2.14	2.07

数据来源：抖音，快手，视频号，东方证券研究所

视频号头部账号在原生平台表现平平，或者可以认为：中长尾账号更愿意迁移至视频号。

2022 年 7 月视频号 TOP 50 榜单中有 12% 的账号为抖快迁移至视频号的中长尾账号。在视频号上，这些账号月新增点赞数均在 150w~250w 之间，但在抖快上点赞量和粉丝量等数据均远低于头部账号，在抖音上，超级头部账号如人民日报有 1.6 亿粉丝，97.3 亿点赞，顶流账号如刘畊宏也有 7347.1 万粉丝，1.3 亿点赞，而这些账号普遍粉丝数在 100 万以下，点赞量也未破千万；在快手上超级头部账号的粉丝数一般在千万以上，也远远超过这些账号（截至 2022 年 7 月）。

表 6：2022.7 月视频号 TOP50 榜单从其他平台迁移至视频号的中长尾账号

视频号	排名	月新增点赞数	平台	平台发布视频数	平台粉丝数	平台赞数
Ax 阿羨搞笑	12	230.2w+	抖音	297	6.5w	47.3w
环球创意榜	14	204.2w+	抖音	329	2.6w	25.0w
何静同学	16	209.4w+	抖音	421	37.6w	350.5w
影视菇	21	158.7w+	快手	242	5.7w	-
一点英语 App	25	194.7w+	快手	661	48.6w	-
叮当睡着了	34	158.0w+	抖音	575	1.2w	167.9w

数据来源：新视，东方证券研究所

我们认为内容多平台发布的边际成本极低，不愿意多平台维护的在个人用户中可能多见，但是在中头部账号中应不多见。但为何并非所有账号都做出多平台发布的选择？

商业化基建和流量盘是生产者增长非常重要的影响因素：虽然反垄断法已经限制独家协议，但没有限制平台对于“优质内容”的扶持。当前实际情况可能是如果是独家内容或者是优先发布的内容就会被判定为**优质内容，给予流量扶持**。因此账号在腾讯直播带货等商业化变现基建还不完善的情况下，或者新增潜在流量不能对老平台冲流量扶持的情况下，就会选择不在于腾讯平台发布。

因此，**预计未来视频号的头部账号中很大一部分会是其他平台上原来的中长尾创作者**，因为相比于公众号创作者和素人创作者，他们更有视频创作的经验，也运营过短视频账号，同时比他们更有经验的创作者迁移至视频号运营的概率较低，因此其他平台上的中长尾创作者在视频号这个新环境中更有可能斩获更多流量，获得成功。

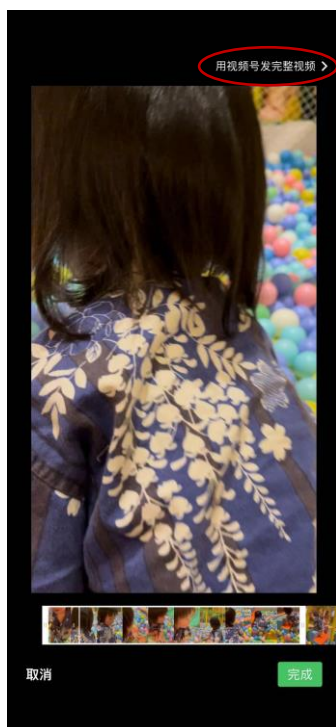
根据二八分化的原理，我们将抖快后 80%的创作者定为中长尾创作者，参考快手 2020 年的数据，我们估计抖快平台创作者将占月活用户的 25%，根据 Quest Mobile 数据，抖音中视频号用户的活跃渗透率为 70.8%，快手中视频号用户的活跃渗透率为 64.2%，用活跃渗透率来估计平台内容的相似性。

综上，估计抖音最终迁移的中长尾创作者数量为 6.7 亿（MAU）*25%（抖音 2020 年月活创作者/MAU）*80%（中长尾创作者占比）*70.8%（对抖音的活跃渗透率）=0.95 亿，快手最终迁移的中长尾创作者数量为 4 亿（MAU）*25%（快手 2020 年月活创作者/MAU）*80%（中长尾创作者占比）*64.2%（对快手的活跃渗透率）=0.51 亿。2020 年抖快重合用户规模达到 2.1 亿，占抖音 MAU39.7%，以此估计抖快创作者的重合度并进行去重，得出这部分创作者总量为 1.08 亿。

2.1.3 来源 3：微信原生创作者——UGC 内容丰富视频号内容生态

相比于抖快，视频号凭借着微信这个全中国最大的社交软件，每天都有无数视频内容在微信的私域中传播，而微信的运营团队正在尝试引导私域中的 UGC 进入视频号：**①朋友圈发布 30s 以上的视频的途径由微视改为了视频号**，微信以这种方式鼓励用户通过视频号的形式将视频内容分享至朋友圈；**②当用户通过私聊或群聊分享视频给好友时，通过视频号直接分享链接可以节省接收方下载视频的时间，也方便视频的留存以未来进行重复分享。**

图 9：朋友圈向视频号导流



数据来源：微信，东方证券研究所

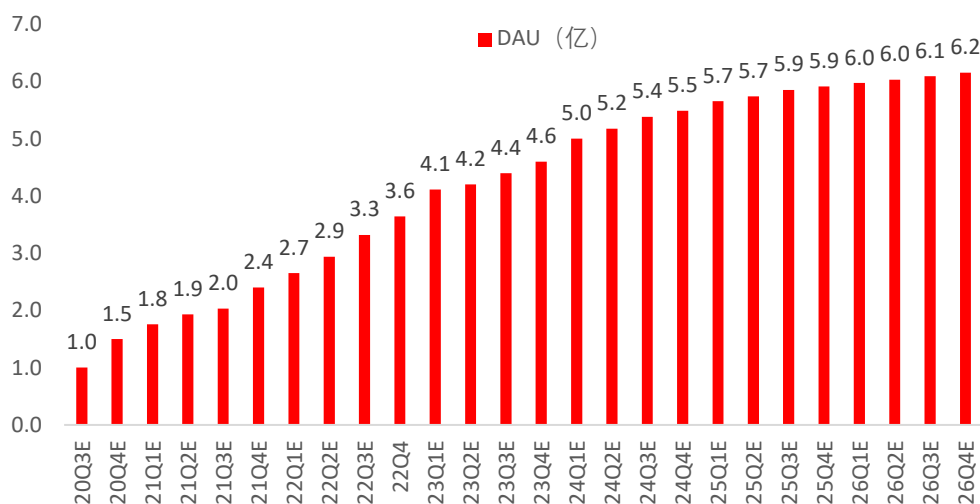
我们预计微信原生用户将为视频号带来 6200 万创作者增量。在 2021 年微信公开课上，张小龙提到每天有 10.9 亿用户打开微信，1.2 亿用户发表朋友圈，据此估计发朋友圈的用户占活跃用户的 11%。腾讯 2022 年第二季度财报显示微信月活已到达 12.99 亿，据此估计朋友圈的月活创作者数量为 1.43 亿。因为小红书的属性在一定程度上与朋友圈相似，以个人创作的 UGC 内容为主，故利用小红书视频内容的比例估算朋友圈的视频内容创作者。据统计 2022 年 5 月小红书站内视频笔记占比达到 43.33%，最终可以得出如果朋友圈的视频创作者全部选择以视频号为载体发布视频，能为视频号贡献 6200 万的创作者增量。

2.2 DAU 上限测算：1.86 亿创作者翘起 6.8 亿用户 DAU

上述三类创作者预计将成为视频号未来的主要创作者，共计 1.86 亿。对于创作者占 MAU 的比例，①快手为 25%，但我们预计视频号内容创作者的最终比例会更低，因为视频号背靠微信庞大流量池，获取流量会比抖快更简单；②视频号目前的比例为 7.5%，我们预计最终比例会更高，因为随着创作者增加其边际增量会递减，再者未来非专业创作者的占比将增长，单个创作者对流量带动的效率下降。因此，我们预计未来视频号内容创作者占月活创作者比例将落在 25%（抖快）和 7.5%（视频号目前）中间，即 16.25%。

据此，可以计算出视频号最终月活用户数量为 11.45 亿。当视频号内容生态成熟后，我们预计其用户使用的习惯频次应类似抖音快手，选取抖音、快手、抖音极速版、快手极速版 2022 年 Q1 DAU/MAU 的数据取平均，据此估计视频号未来的 DAU/MAU 将在 59.4% 左右，最终算出视频号的 DAU 天花板将在 6.80 亿左右。按照缓慢导入趋势预计视频号 DAU 在 2024/2025/2026 年 Q4 分别为 5.49 亿/5.91 亿/6.15 亿。

图 10：2024 年-2026 年视频号 DAU 增长趋势预测



数据来源：华尔街见闻公众号，东方证券研究所预测

3 时长：平台调性及核心用户比例影响用户时长

3.1 平台调性差异：视频号偏知识向，抖音偏娱乐向

创作者数量决定了短视频平台 DAU 上限，用户的使用时长和浏览深度则取决于内容品类的分布。整体而言，短视频的内容品类可以分为泛生活、泛娱乐、泛资讯和泛知识四类。

用户在不同品类的内容上每天可以消耗的时长是有所差异的：用户可以再泛娱乐内容上花费很长时间，但是在知识向的内容上可能较难达到非常高的时长。因此不同调性的产品会有不同的时长天花板。

表 7：2024 年 视频号和抖音内容品类分类

泛生活	泛娱乐	泛资讯	泛知识
旅行	电视剧	时政社会	法律
生活记录	剧情	社会时政	科普
情感	休闲娱乐	公益	医疗健康
体育	游戏		母婴
美食	二次元		教育校园
艺术	音乐		科技
动物	明星		财经
亲子	电影		医疗健康
生活家居	综艺		职场
摄影摄像	舞蹈		汽车

三农

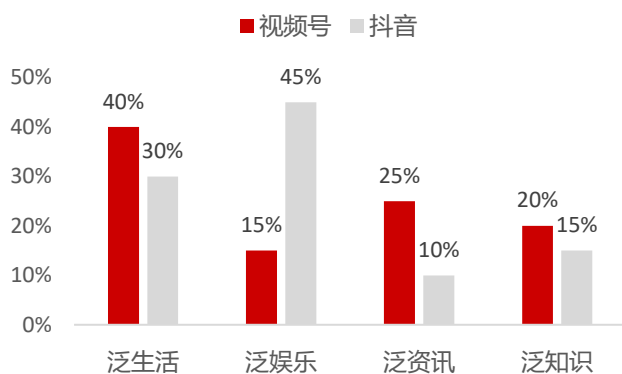
时尚

人文社科

数据来源：抖音，视频号，东方证券研究所

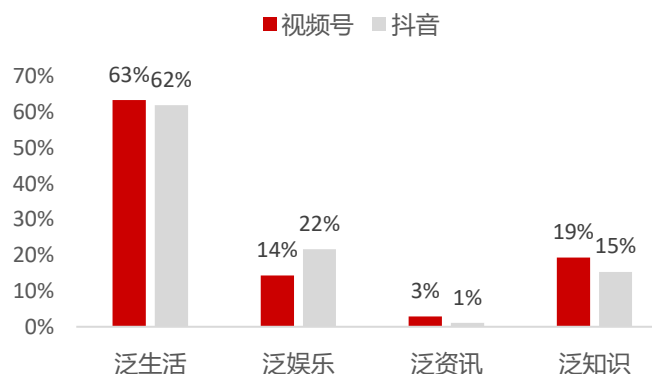
从全局 VV 结构上看，视频号和抖音内容生态的主要差别在于泛娱乐：抖音泛娱乐 VV 显著高于视频号。究其原因，我们可以从生产端和用户端分别挖掘。

图 11：2022 年视频号和抖音内容类型 VV 分布



数据来源：抖音，视频号，东方证券研究所

图 12：2022 年抖音和视频号内容类型生产端分布



数据来源：抖音，视频号，东方证券研究所

- 生产端：公众号创作者是视频号此前重要的创作者类型，他们入驻后带来的泛知识类、泛资讯类短视频成为了视频号内容丰富的来源，奠定了严肃向的基调。
- 用户端：我们不难发现，视频号 VV 私域入口占比 33%，高于抖快。因此，立人设考量使得内容体系天然严肃向。用户在微信体系内转发、点赞会选择知识型、职业性内容；对于娱乐向内容，即使喜欢点赞分享意愿相较于其他平台也较低。因此会拉低娱乐向内容在视频号体系内的裂变权重，反过来使得娱乐向内容生产者入驻意愿较低。

表 8：公域私域 VV 比重

其他	关注	朋友推荐	机器推荐
视频号 2022.12	10%	50%	40%
视频号 2024.4	10%	40%	50%
抖音	8%		92%
快手	30%		70%
视频号未来目标	8%	15%	77%

数据来源：公众号（笔记侠），东方证券研究所测算

但是公域比重偏低将带来一系列问题，例如广告、直播加载率提升困难，产品时长受到压制等。

因此另一方面，张小龙也希望提升视频号公域属性，做到关注：朋友：机器=1:2:10。为了达此目标，降低人设标签对于私密性内容的影响，视频号做出了多种改变。例如：1、公域、私域双重身份；2、公开赞、私密赞双重赞。3、2022 年末，产品端也陆续加入地理位置标签等优化改版，持续加强公域流量推荐的精准程度。

图 13：公域、私域双重身份



数据来源：微信，东方证券研究所

图 14：公开赞、私密赞双重赞



数据来源：微信，东方证券研究所

3.1.1 泛娱乐：有望随着公域属性增长而提升

就头部泛娱乐品类点赞数量而言，视频号和抖音占比相似，而泛娱乐品类的点赞量主要由影视娱乐贡献，在视频号和抖音上该垂类分别占 TOP100 总点赞量的 27.54%和 23.72%。

1) 抖音头部账号以明星为主，而视频号以二创博主为主：就 2024 年 4 月视频号和抖音影视娱乐 TOP 10 排行榜而言，视频号有 80%是二创博主，而抖音有 70%是明星。二者对时长的贡献不同：

二创博主一般会在多个平台上同步发视频，追求流量最大化，例如视频号 4 月影视娱乐 TOP 10 榜单中娱乐扒姐姐 V、摸娱少女、抓马课代表+、吃瓜小熊 ya 和飞天小娱警等二创博主在其他平台上均有同步发视频，占 TOP 10 二创博主的 62.5%，且二创博主的取材一般会与当其热点话题有关，重复率会比较高，普遍化的内容不利于用户使用时长的增长。

表 9：2024 年 4 月抖音视频号影视娱乐榜单 TOP 10

排名	视频号	抖音
1	韩国 me2day	Dear-迪丽热巴
2	猫眼电影	赵丽颖
3	娱乐扒姐姐 V	GEM 邓紫棋
4	毒舌扒姨太	与辉同行
5	摸娱少女	白鹿 my

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

6	抓马课代表+	朱铁雄
7	吃瓜小熊 ya	林更新
8	抓马刘翠花	董宇辉
9	飞天小娱警	孙艺洲
10	TOP 创意广告榜	金星

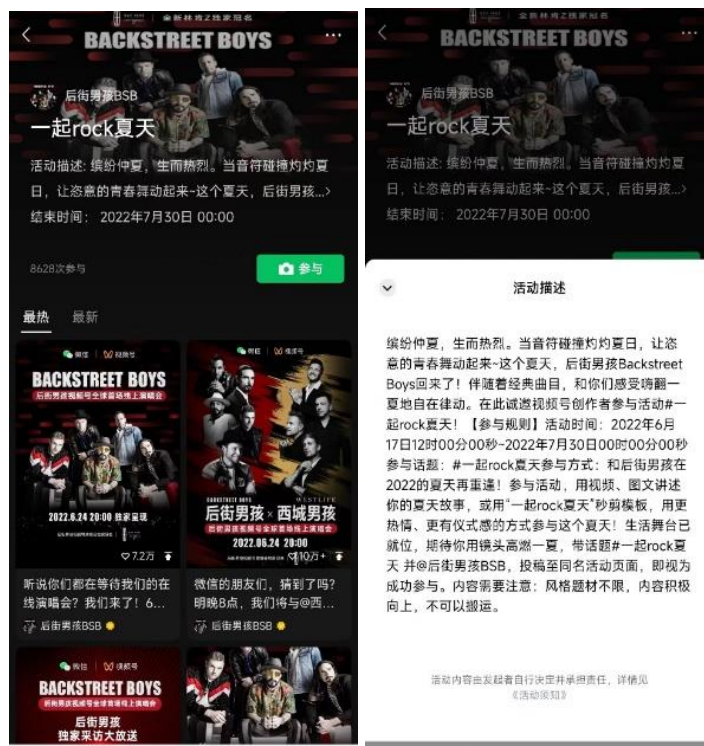
数据来源：新抖，新视，东方证券研究所

随着平台时长流量提升，和公域属性提升视频号明星入驻比例也将提升：例如 4 月抖音影视娱乐榜 TOP 10 中的 7 位明星均以抖音为主要宣传阵地，因为①明星的需求是培养巩固自己的粉丝群体，或为自己的影视音乐作品宣发，对平台变现需求不强；②明星会选择公域平台而非私域平台入驻，例如明星会选择推特而非 facebook 入驻。因此随着视频号流量崛起和公域属性占比提升，明星的入驻比例也将提升。

2) 腾讯拥有全国最大的泛娱乐资源库作为潜在协同资源：虎牙斗鱼直播、腾讯视频、腾讯音乐、腾讯动漫等 PGC 泛娱乐内容都是腾讯潜在的内容资源库。以腾讯音乐为例，视频号从 2021 年底另辟蹊径，开始举办线上演唱会，效果比较理想：2021 年 12 月 17 日邀请西城男孩线上直播演唱会最终累计观看人数超 2700 万，最高同时在线人数达 150 万，2022 年 5 月 20 日周杰伦“摩天伦 2013 演唱会”在视频号举行线上重映，吸引流量达到新高，QQ 音乐、TMElive、酷狗音乐、酷我音乐四个视频号直播间观看人次达 4775.1 万，新增 2000 万直播用户（指过去 7 天没有收看过直播的用户），留存率达到 30%。

同时，视频号还会同步开启与演唱会相关的话题，鼓励创作者以话题为主题创作视频，一方面给予了泛娱乐板块的创作者借助演唱会热度吸引更多流量的机会，另一方面利用演唱会的余热吸引用户观看相关视频，提高使用时长。

图 15：视频号线上演唱会相关话题



数据来源：视频号，东方证券研究所

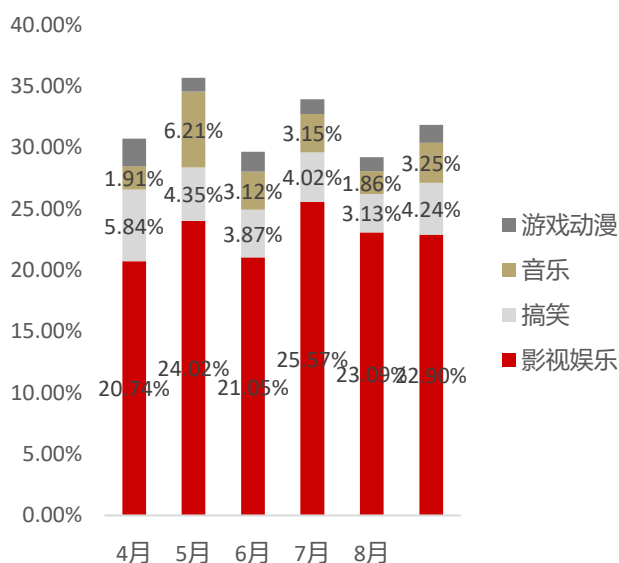
以及虎牙和腾讯也在 2024 年开启双播合作，在最后的处理结束后有望实现内容及互动在虎牙和微信直播双平台的打通，意味着微信平台多了大量的内容供给及平台抽成；虎牙主播多了大量的流量曝光和打赏；在腾讯授权大 DAU 电竞游戏给抖音的背景下虎牙也可以依赖于对于帮助主播实现收入、流量增长稳定军心，加上获得一部分抽成。

综上，预计未来视频号泛娱乐板块的主要增长点腾讯泛娱乐体系的相互协同，以及如能推动公域流量增长，饭圈体系的征地铁转移流量也不可小觑。

我们通过跟踪 Top500 点赞量占比数据来看，总体视频号 2024 年相比 2022 年娱乐类型丰富度有所提升，平均点赞占比通过下图也可以看出来 2024 年相比 2022 年有所增长。

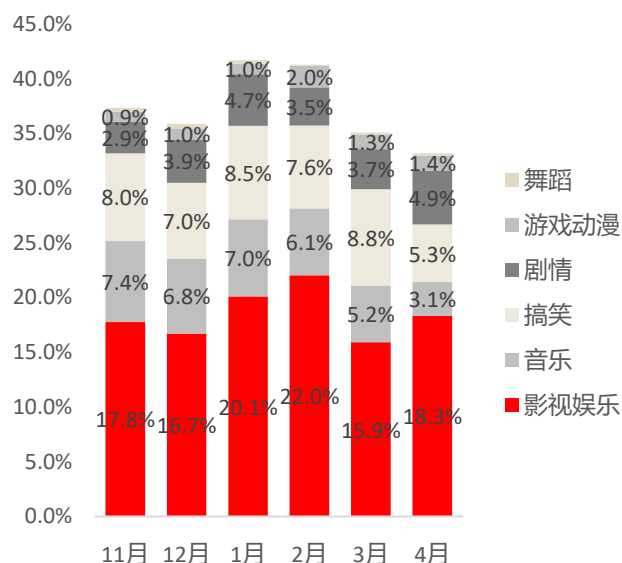
我们预计泛娱乐板块内容容量将保持增长趋势，但不超过抖音：占比或从 22Q4 的 14%提升至 17%。

图 16：2022 年视频号榜单 TOP 500 泛娱乐板块点赞占比变化



数据来源：新视，东方证券研究所

图 17：2024 年视频号榜单 TOP 500 泛娱乐板块点赞占比变化

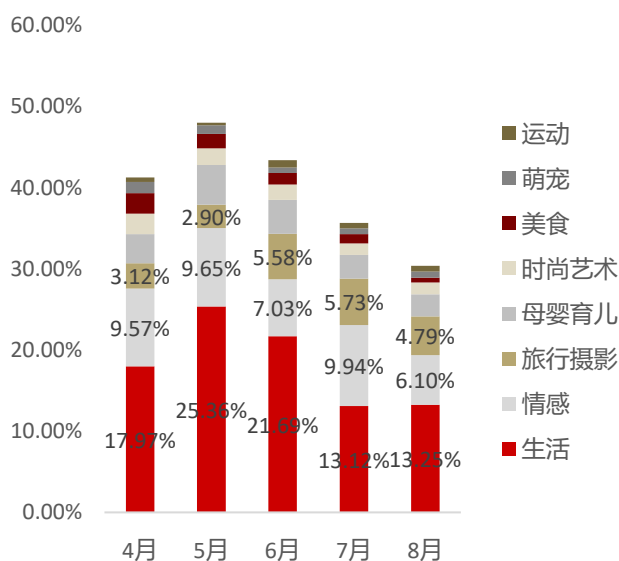


数据来源：新视，东方证券研究所

3.1.2 泛生活：朋友圈创作者导入将推动泛生活内容供给增长，但质量和平均流量被拉低

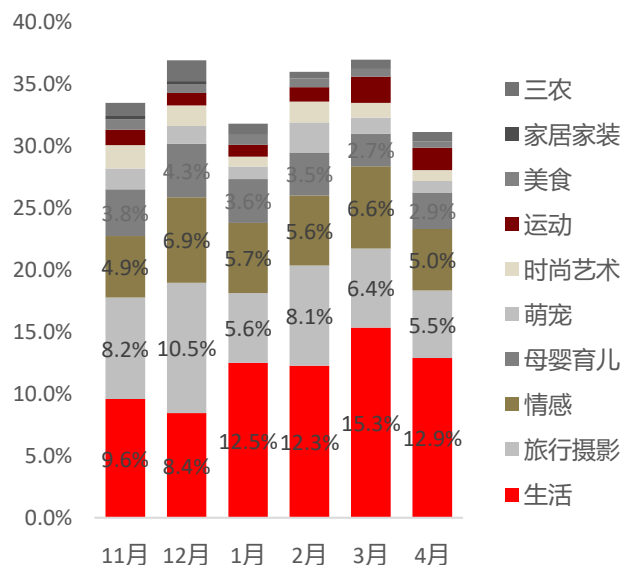
视频号头部泛生活品类的点赞量主要由生活和旅行摄影贡献，二者分别占 2024 年 4 月 TOP500 榜单总点赞量的 12.9%和 7%。

图 18：2022 年视频号榜单 TOP 500 泛生活板块点赞占比变化



数据来源：新视，东方证券研究所

图 19：2024 年视频号榜单 TOP 500 泛生活板块点赞占比变化



数据来源：新视，东方证券研究所

生活和旅行摄影内容目前在视频号中占据较高的比例，因为①朋友圈导流高效便捷，两类内容在朋友圈中具有较强的传播性，用户更愿意分享这类内容到自己的朋友圈，通过同步到视频号形式

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。

增强内容供给；但朋友圈流量导入的视频虽然供给量大，但内容普遍偏草根，因此流量较低，头部占比亦较低。②旅游业回暖促使旅游摄影供给增加，随着旅游业的逐渐复苏，人们出行的机会增长。

情感一直是视频号内容生态中占比较大的品类，因为①**情感类内容制作成本低**，其形式大多数是单人口播或者是视频/图片轮播+口播配音，视频/图片素材大多数来源于新闻、综艺、电影或电视剧的片段，在网上能轻易找到，而文案也能在小红书、喜马拉雅、网易云等平台上找到相似内容；②**情感类内容在视频号上容易起量**，在之前视频号点赞带有社交属性，而情感类的内容容易引起用户共鸣，并传递自己的价值观，点赞能满足用户立人设的需求，所以用户会更为积极地为情感类内容点赞。但是，随着平台和用户对原创内容的重视程度加深和私密赞的推出，在别的平台能找到原型的视频和文案更难被接受，情感类内容也更难以通过用户的社交推荐实现快速起量，该部分内容正在逐渐萎缩。

随着视频号的普及度增加，当用户发视频号如同发朋友圈一样成为一种习惯时，将会有6200万的微信原生创作者在视频号上分享自己的生活，推动泛生活品类视频占比增加。最终**随着微信原生创作者的入驻，预期未来泛生活生产端数量占比将有望持续增长**。我们预计**泛生活品类供给端整体占比将从63%增长至65%。**

3.1.3 泛知识：受限于公众号创作者瓶颈占比预计先增后减

视频号头部泛知识板块点赞量占比高于抖音，这是因为**视频号天生带有部分公众号的严肃属性**，基于此泛知识内容创作者自然愿意在符合视频风格的环境中进行创作，用户也更为习惯在视频号中浏览偏严肃的泛知识内容，二者共同造成视频号泛知识内容浏览量占比相对较高。

对于泛知识板块头部作者，我们发现其中**原生公众号创作者比例极低**，例如财经垂类TOP 10中只有1个创作者是原生公众号创作者，而**借助短视频销售课程的机构较多**，财经垂类TOP 10中有4个创作者在售卖付费课程。

原因是①**原生公众创作者尚处于视频媒介的探索转型阶段**，在做视频化的尝试但并未全面拥抱短视频的形式，运营的主阵地还停留在公众号；②**视频号是绝佳的网课销售平台**，知识付费机构可以通过制作知识短视频或截取正式课程片段发布在视频号上，展现付费知识的质量。

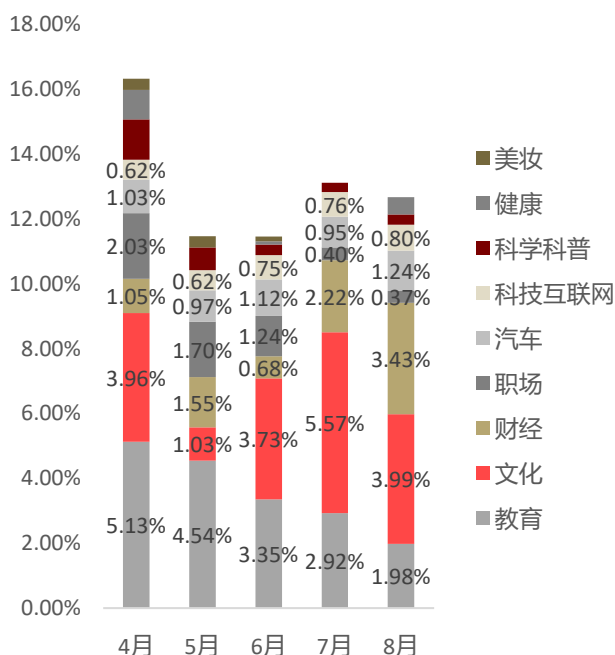
图 20：视频号售卖付费课程的创作者



数据来源：视频号，东方证券研究所

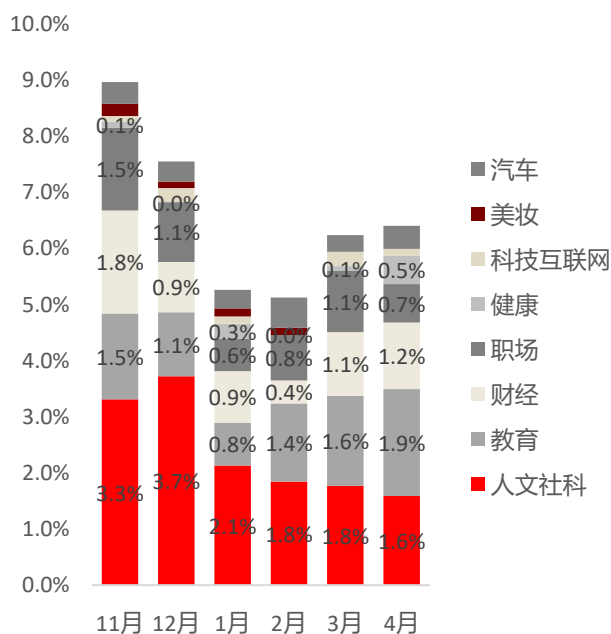
通过 2022 年头部榜单和 2024 年对比，我们可以发现泛知识比重在下降。虽然由于视频号早期发展泛知识板块的战略，但受限于公众号 2000 万创作者的瓶颈，随着转化完毕，长期来看其板块增速会低于大盘增速，表现为占比略微下降，我们预测最终泛知识板块生产端占比为 17%。

图 21：2022 年视频号榜单 TOP 500 泛知识板块点赞占比变化



数据来源：新视，东方证券研究所

图 22：2024 年视频号榜单 TOP 500 泛知识板块点赞占比变化



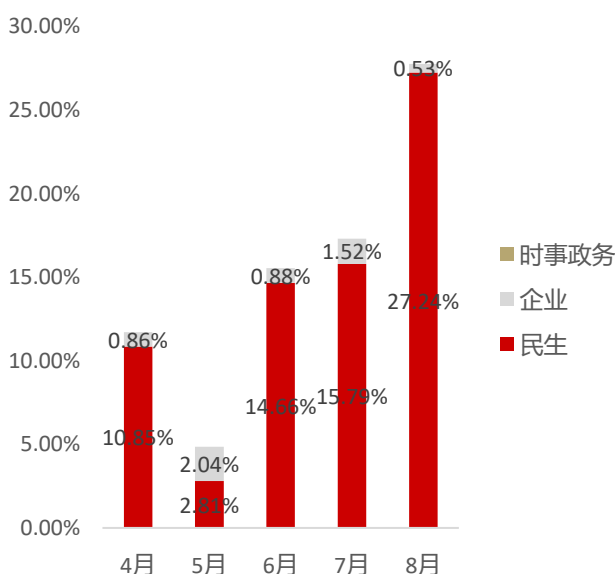
数据来源：新视，东方证券研究所

3.1.4 泛资讯：预计未来板块占比接近抖音水平

消费端：因资讯新闻多为官媒，流量较高，头部内容占比也较多。此外微信渠道容易宣发新闻，随着官媒影响力扩大，**流量端点赞量在头部占比 2024 年相较于 2022 年有所提升。**

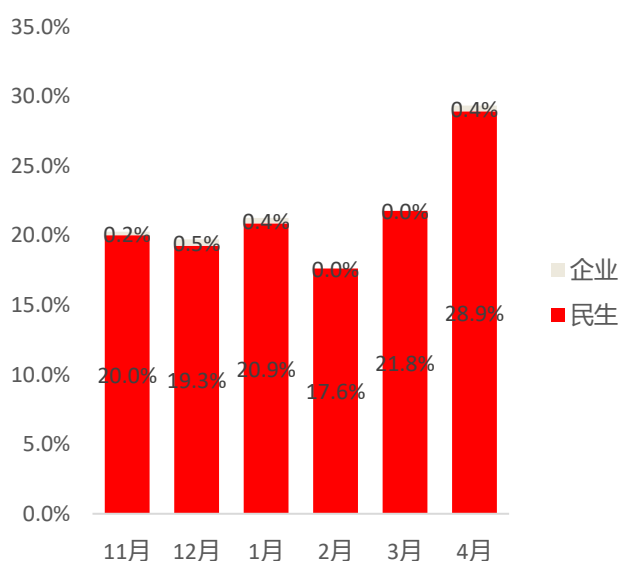
供给端：时事垂类整体来看，官媒或地方资讯类的账号运营目的是大范围的时政宣传，而没有普通账号的变现压力，因此他们更倾向于多平台同步发布视频以扩大时政的影响力，比如抖快上的官媒和地方资讯类账号基本都会在视频号开通账号同步发布内容。此外由于在**短视频平台这种自媒体平台发布时政内容需要《互联网新闻信息服务许可证》**，这给时事类账号的运营设立了门槛。因此**就时事内容丰富度而言，视频号与抖音差距并不大。因此从供给端，未来应和抖音趋同。**

图 23：2022 年视频号榜单 TOP 500 泛资讯板块点赞占比变化



数据来源：新视，东方证券研究所

图 24：2024 年视频号榜单 TOP 500 泛资讯板块点赞占比变化



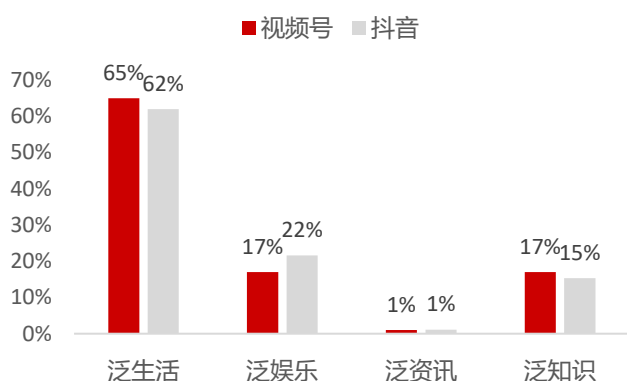
数据来源：新视，东方证券研究所

3.1.5 核心用户时长测算：视频号生态环境严肃性更强，核心用户比例较低，预计使用时长天花板为 106.2min

综上，我们预计视频号最终内容品类分布将为泛生活占比 65%，泛娱乐 17%，泛资讯 1%，泛知识 17%。

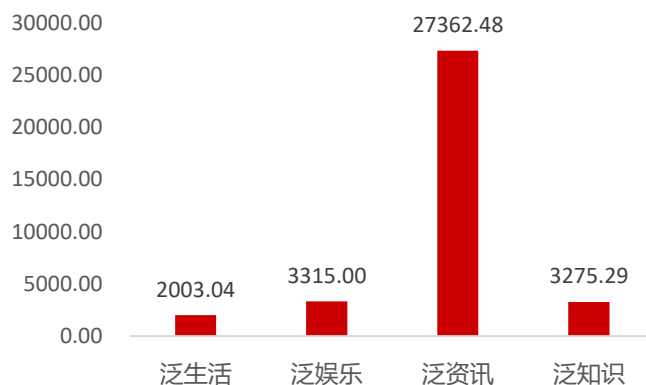
就视频制作的专业程度而言，泛资讯>泛知识>泛娱乐>泛生活，**相对于相对随拍，专业的视频制作更能吸引用户观看，体现在单个视频的平均播放次数上为泛资讯>泛娱乐>泛知识>泛生活**，其中泛娱乐大于泛生活是由于娱乐属性的加成。相比于抖音，视频号有很多视频会来自微信原生用户的随拍，UGC 占比较大，因此单个视频的平均杠杆较低，鉴于视频浏览量和用户使用时长直接挂钩，我们预测未来视频号使用时长天花板会略低于抖音。

图 25：视频号内容品类预测及抖音 2023 年内容品类占比



数据来源：抖音，视频号，东方证券研究所

图 26：抖音 2022Q3 各板块播放次数/投稿数杠杆



数据来源：抖音，东方证券研究所

我们以抖音各板块的 VV 量/投稿量作为杠杆，杠杆越高说明用户在该板块花费的使用时长越长，用视频号和抖音的内容生态占比计算其加权总 VV 量，假设用户使用时长和平台总 VV 量成正比，抖音 Q1 平均使用时长为 107.8min，据此预计视频号生态环境稳定后，**核心用户最终使用时长天花板=107.8min*2736.03/2695.87=106.2min。**

表 10：视频号及抖音视频平均 VV 测算

品类	杠杆	视频号占比	视频号平均 VV 量	抖音占比	抖音平均 VV 量
泛资讯	27362	1%	273.62	1%	273.62
泛娱乐	3315	17%	563.55	22%	729.30
泛知识	3275	17%	556.75	15%	491.25
泛生活	2003	65%	1301.95	62%	1241.86
总 VV 量			2695.87		2736.03

数据来源：抖音，东方证券研究所

3.2 窄口径 DAU 平均时长测算：泛用户将平均时长摊薄至 80min

虽然微信“小红点”导流为视频号贡献大量流量，但也会使其相比抖快会存在大量泛用户，即难以转化为存量的流量。我们认为泛用户的比重应为视频号更低的创作者杠杆相比于抖快撬动的额外用户的比重，视频号的创作者杠杆为 16.25%，抖快的创作者杠杆为 25%，据此可计算出泛用户在总用户中的比重为 35%。

由于泛用户为被“小红点”导流，仅进入观看自己感兴趣的一两个视频的“流量用户”，其平均时长相对较低，秉承保守原则，我们预计其平均使用时长为 30s。而除此之外的用户是视频号真正的核心用户，他们的平均使用时长应为前文计算出的 106.2min。

总体而言，视频号用户的平均使用时长天花板应为 65%（核心用户比重）*106.2min（核心用户平均使用时长）+35%（泛用户比重）*30min（泛用户平均使用时长）=80min，按照缓慢导入趋势，2024/2025/2026 年 Q4 视频号平均用户时长将分别为 71.5/75.3/76.9min。

图 27 视频号用户时长增长趋势预测



数据来源：公众号（山上），东方证券研究所测算

4 直播加载率：或低于抖音达 8.8%

4.1 直播加载率测算：公域与性别比例影响直播加载率

无论是广告还是直播间推流，都适合在公域（机器推荐）中做；而私域（关注+朋友推荐）中，厂商不太适合推流。

- 抖音的公域占比 92%；抖音目前的年平均直播加载率在 10%。
- 目前视频号公域入口占比约为 50%，对于视频号张小龙曾提出关注：好友推荐：机器推荐比例 1：2：10 的预想，公域大概占比 77%，因此其他条件相同，预计视频号直播电商加载率天花板大概是年均 8.4%。

表 11：公域私域 VV 比重

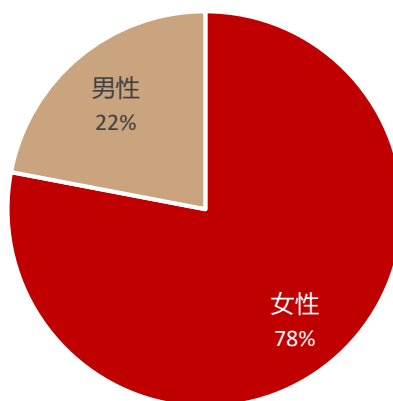
其他	关注	朋友推荐	机器推荐
视频号 2022.12	10%	50%	40%
视频号 2024.4	10%	40%	50%
抖音	8%		92%
快手	30%		70%
视频号未来目标	8%	15%	77%

数据来源：微信公开课，东方证券研究所测算

4.2 性别比例影响直播加载率

短视频平台直播加载率与女性用户占比成正比：根据微信公开课数据，2023 年女性占视频号电商 GMV 的 78%，是绝对的消费主体。女性用户对于直播电商推流的厌恶程度较低，可以加入的推流上限较高，而给男性用户能推的加载率上限则较低。

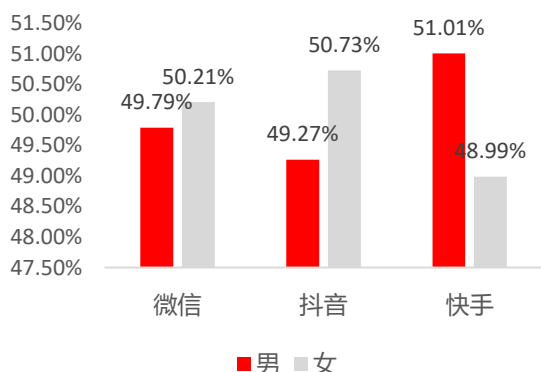
图 28：2023 年视频号电商 GMV 性别比例



数据来源：微信公开课，东方证券研究所

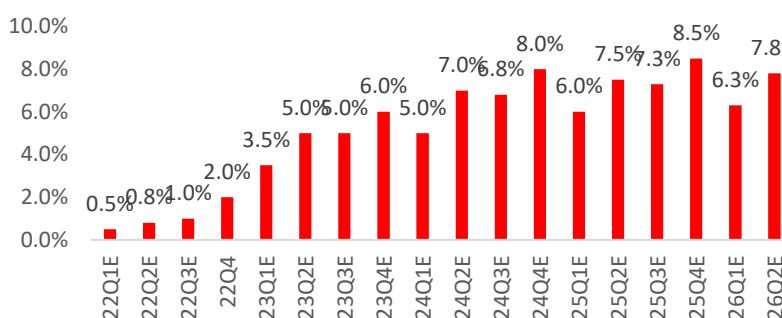
视频号未来潜在的用户肖像会越来越接近微信，根据 Questmobile 数据，微信性别比跟抖音较为相似，因此性别对于两家平台没有造成加载率差异。叠加公域比例差异影响，微信合适的直播 load 上限依然在 8.4%。

图 29：2024 年 5 月 平台性别比例分布



数据来源：questmobile，东方证券研究所

图 30：2020 年-2026 年视频号总 VV 中电商直播 VV 占比



数据来源：公众号（火旺新电商代运营），东方证券研究所

5 笔单价：私域成交拉高笔单价；视频号公域成交笔单价或介于抖快间

2023 年，根据微信公开课，视频号笔单价达 205 元，远高于抖音的 130 元，和快手的 88 元。由此引来了两个问题：

- 1、视频号笔单价为什么如此高？
- 2、笔单价稳态会在什么价格？

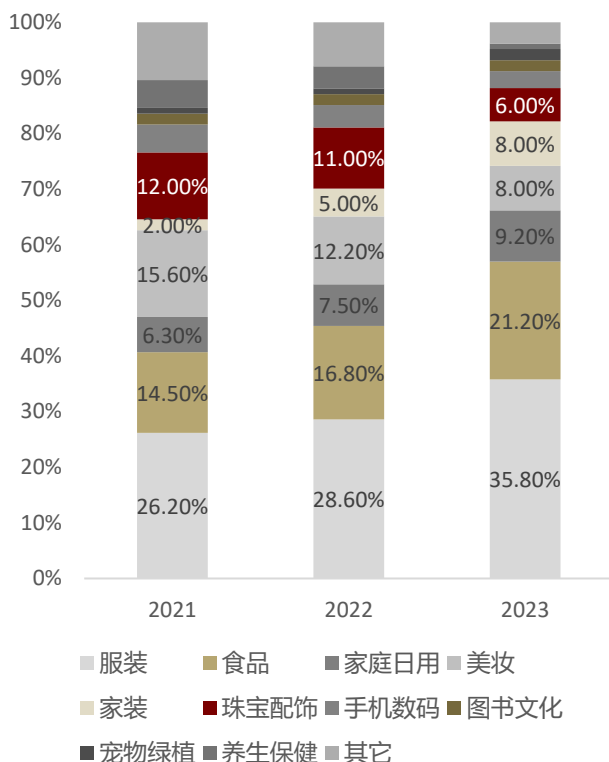
5.1 私域属性拉高笔单价，白牌、高客单价、非标品标签易成爆款

腾讯电商高笔单价背后跟私域成交属性有较大关系。根据微信公开课，2021 年直播电商私域流量占比 50%，2022 年占比 30%。相比于抖快有非常大的成交比例来自于私域属性成交，较多流量

来源于微信群等导入。这一成交链路天然具备一定的信任属性，因此高客单价的货品也能卖的相对较好。此外，**白牌、非标品**标签下，平台间无法比价，因此拼低价的压力较小。

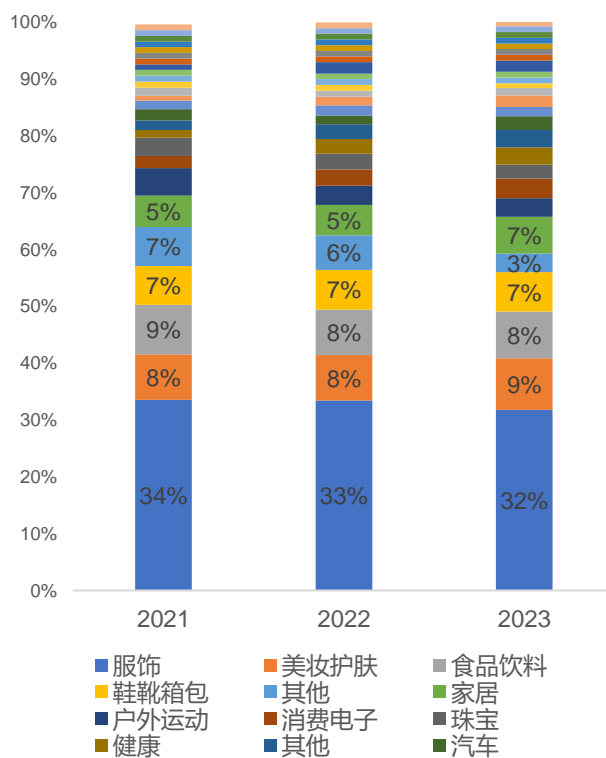
从具体品类上，视频号与抖快有差异。例如抖音前三大都分别是服饰、美妆、食品。其中美妆是标品，在抖音占比为 17%，在视频号仅 9%。

图 31：视频号 GMV 分布



数据来源：公众号（周大侠 KOL、私域电商行业分析）、东方证券研究所

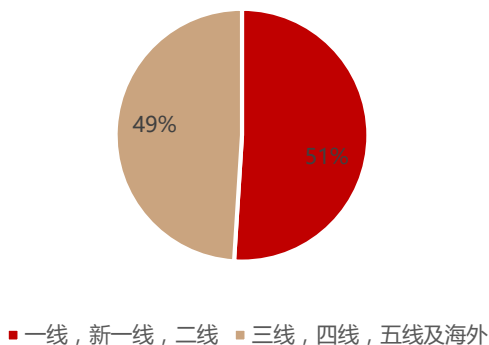
图 32：抖音 GMV 分布



数据来源：公众号（沥金）、东方证券研究所

例如，第一大品**服饰**就是典型的**非标品**（视频号 35.8% VS 抖音 27%），第二大品**食品**指的很多不是标品零食，也包括很多农产品（视频号 21.2% VS 抖音 16%），**珠宝**就是典型的**白牌、高客单价、非标品**产品（视频号 6% VS 抖音 2%），我们会发现以上**非标品**在视频号卖得更好。

图 33：2023 年视频号电商成交城市线分布



数据来源：微信公开课，东方证券研究所

图 34：2023 年行业平均客单价(元)

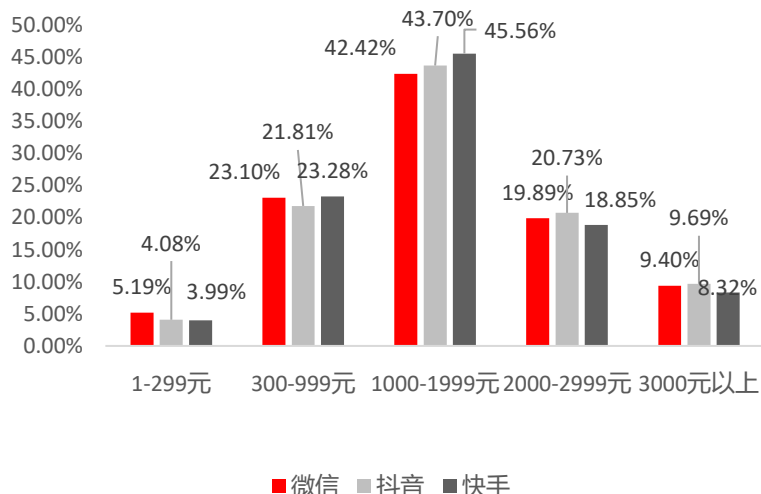
食品生鲜	160
服饰家居	172
个护美妆	100
家清日用	152
数码家电	142
宠物绿植	213
图书影音	111
母婴玩具	104

数据来源：微信公开课，东方证券研究所

5.2 城市线分布影响笔单价

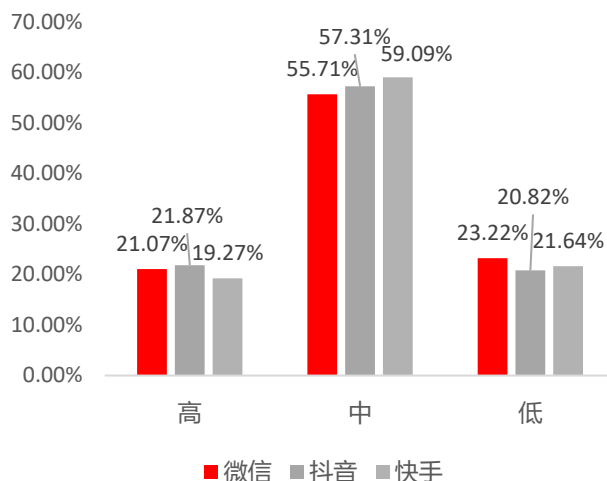
笔单价一方面与成交属性有关，另一方面与用户净值有关：抛开私域成交属性不谈，仅仅考虑来自于视频号等公域导入的成交，视频号与抖快的差异并没有那么显著。根据 Questmobile 数据，无论是从消费能力，还是消费意愿，抖音高于快手，其笔单价 2023 年约为 133 元，比快手的 88 元高；而微信用户消费能力和消费意愿介于二者之间。

图 35：2024 年 5 月 各平台消费能力分布



数据来源：questmobile，东方证券研究所

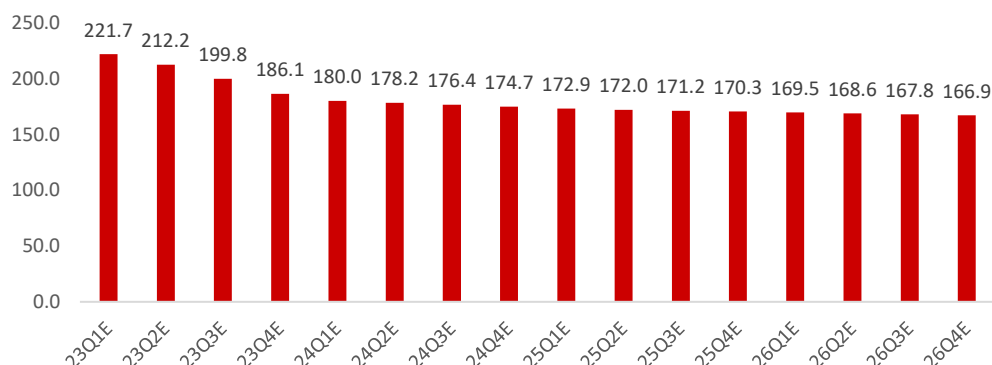
图 36：2024 年 5 月 各平台线上消费意愿分布



数据来源：微信公开课，2023 视频号电商消费者调研报告、东方证券研究所

随着电商直播间加载率持续提升，我们认为公域比重会逐渐提升。因此成交属性逐渐向视频号属性靠拢。随着视频号用户 DAU 扩大，其用户属性会向微信整体靠拢。我们终局用微信整体的城市线分布跟抖音、快手去进行对比。会发现高线城市用户比例微信介于抖快之间。因此我们判断如果仅考虑视频号的成交，笔单价稳态会介于抖快之间，例如 125 元。但以上是静态比较，因为抖音、快手笔单价过往也在增长。

图 37：2023 年-2026 年综合笔单价变化趋势预测（元）



数据来源：微信公开课，2023 视频号电商消费者调研报告、东方证券研究所

6 电商测算

6.1 天花板测算：内容电商合计上限 3.6 万亿 GMV

在中性假设下，我们预计天花板 DAU 为 6.8 亿，Feed 流密度为 2.5 次/分钟，平均浏览时长为 80 分钟，得到每天短视频曝光次数 1350 亿/天，直播加载率设定为 8.4%，转化率 0.4%，笔单价 125 元。据此计算得到来自于视频号短视频成交链路的 GMV 为 2 万亿。

货币化来看，除了 0.6% 的商户提款时需要支付的微信支付手续费外，还涉及到技术服务佣金和公域买量广告投流预算。处于谨慎角度，货币化率 take rate 我们对标快手。技术服务 take rate 1%，广告 take rate 2.6%，由此得来自于短视频通路的技术服务年收入年化上限可达 207 亿，内循环广告预算可达 538 亿元。

表 12：微信电商空间上限测算（中性）

视频号	天 VV	电商直播 VV 占比	直播电商 VV/天	电商 VV 到购买次数总月活买家的和 (亿) 转化率	平均金额	电商 GMV (亿)	技术服务 take rate	技术服务佣金 (亿)	广告 take rate	内循环电商预算 (亿)	
上限	1350	8.4%	112	0.40%	1.6	125	20692	1%	207	2.6%	538

数据来源：东方证券研究所测算

- 私域：无论存量小程序小商店迁移还是新增的小店分享员带来的联盟 GMV，流量都主要是商户和普通用户分享员的，而非腾讯主导投流，因此无法获得广告收益，这一部分成交主要获得的是技术服务佣金收入。私域 GMV 规模上限约为 1.3 万亿，构成年化 130 亿技术服务佣金收入。
- 公域：主要来自于视频号和少部分朋友圈广告。从朋友圈来看，分两种。一种是商户或者分享员主动发的朋友圈，我们归在私域成交；另一种是腾讯在朋友圈广告位为电商推流带来的成交，我们归于公域。

朋友圈直播推流 VV=7.8 亿 DAU*5（人均条数上限）*40%电商广告=15.6 亿/天

朋友圈 GMV=VV*转化率*笔单价=15.6 亿/天*0.4%*125 元*365 天=2847 亿 GMV

公域视频+朋友圈 GMV 上限为 2.3 万亿，这一部分成交货币化率较高，既能获得技术服务佣金，也能获得广告投流预算。

- 合计：不考虑微信货架电商，我们仅测算内容电商，可以看到公私域合计 GMV 上限 3.6 万亿，合计带来技术服务佣金 363 亿/年，以及广告预算 612 亿/年。

表 13：GMV 上限测算

	属性	GMV 上限（亿）	技术服务费 take rate	技术服务费收入（亿）	广告 take rate	广告预算	总和（亿）
联盟	私域	4800	1%	48	0		48
原小程序电商	私域	8000	1%	80	0		80
朋友圈	信息流	2847	1%	28	2.6%	74	102
视频号	信息流	20692	1%	207	2.6%	538	745
总和		36339		363		612	975

数据来源：东方证券研究所测算

6.2 中性情景假设

中性情境下，假设视频号从微信生态引流效果保持稳定，商业化推进使得内容量及用户时长持续上升，算法推荐的精准性稳步提升使得加载率稳定提升。

我们测算 2024/2025/2026 收入分别为 118 /259 /308 亿。

表 14：视频号电商 GMV 中性预测

	天 VV	电商直播 VV 占比	直播电商 VV/天	电商 VV 到月活买家的转化率	购买次数和（亿）	总金额（亿）	电商 GMV take rate	技术服务费 take rate	技术服务佣金（亿）	广告 take rate	内循环电商广告预算（亿）	广告佣金总和(亿)
24Q1	750.0	5.00%	37.5	0.13%	4.6	180.0	828.8	1%	4.4	1.28%	10.6	15.0
24Q2	815.1	7.00%	57.1	0.17%	9.0	178.2	1608.3	1%	8.4	1.02%	16.4	24.9
24Q3	914.9	6.80%	62.2	0.20%	11.5	176.4	2034.6	1%	10.7	1.03%	21.0	31.7
24Q4	981.7	8.00%	78.5	0.23%	16.9	174.7	2960.2	1%	15.5	1.04%	30.9	46.4
25Q1	1032.7	6.00%	62.0	0.26%	14.7	172.9	2533.1	1%	14.0	1.05%	26.7	40.6
25Q2	1059.1	7.50%	79.4	0.29%	21.3	172.0	3659.0	1%	20.2	1.07%	39.3	59.5
25Q3	1091.4	7.30%	79.7	0.33%	24.2	171.2	4134.9	1%	22.8	1.08%	44.9	67.7
25Q4	1113.5	8.50%	94.6	0.37%	32.1	170.3	5474.2	1%	30.2	1.12%	61.2	91.3
26Q1	1130.3	6.30%	71.2	0.27%	17.2	169.5	2910.6	1%	16.8	1.13%	32.8	49.7
26Q2	1147.3	7.80%	89.5	0.30%	24.4	168.6	4121.6	1%	23.9	1.15%	47.4	71.3
26Q3	1164.6	7.60%	88.5	0.34%	27.4	167.8	4592.6	1%	26.6	1.16%	53.4	80.0
26Q4	1182.1	8.80%	104.0	0.38%	36.0	166.9	6015.1	1%	34.8	1.20%	72.0	106.9

数据来源：东方证券研究所测算

6.3 乐观情景假设

乐观情境下，假设电商从微信生态引流效果超乎预期，全面打通视频号电商与各微信生态的连接，内容吸引力和算法推荐的精准性均大幅提升，商业化推进超预期，带动货币化率大幅提升。

我们测算 2024/2025/2026 收入分别为 153.4 /336.7 /400.4 亿。

表 15：视频号电商 GMV 乐观预测

	天 VV	电商直播 VV 占比	直播电商 VV/天	电商 VV 到月活买家的转化率	购买次数总和 (亿)	平均金额	电商 GMV (亿)	技术服务 take rate	技术服务佣金 (亿)	广告 take rate	内循环电商预算 (亿)	广告佣金总和(亿)
24Q1	975.0	6.50%	48.8	0.18%	6.0	234.0	1077.5	1%	5.7	1.67%	13.8	19.5
24Q2	1059.6	9.10%	74.2	0.23%	11.7	231.7	2090.8	1%	11.0	1.33%	21.4	32.3
24Q3	1189.4	8.84%	80.9	0.26%	15.0	229.3	2644.9	1%	13.9	1.34%	27.3	41.2
24Q4	1276.2	10.40%	102.1	0.30%	22.0	227.0	3848.2	1%	20.2	1.36%	40.1	60.3
25Q1	1342.5	7.80%	80.5	0.34%	19.0	224.8	3293.0	1%	18.2	1.37%	34.7	52.8
25Q2	1376.8	9.75%	103.3	0.38%	27.6	223.7	4756.7	1%	26.2	1.40%	51.1	77.3
25Q3	1418.8	9.49%	103.6	0.43%	31.4	222.5	5375.3	1%	29.6	1.41%	58.3	87.9
25Q4	1447.6	11.05%	123.0	0.48%	41.8	221.4	7116.5	1%	39.2	1.45%	79.5	118.8
26Q1	1469.4	8.19%	92.6	0.35%	22.3	220.3	3783.7	1%	21.9	1.47%	42.7	64.6
26Q2	1491.6	10.14%	116.3	0.39%	31.8	219.2	5358.1	1%	31.0	1.50%	61.7	92.7
26Q3	1514.0	9.88%	115.1	0.44%	35.6	218.1	5970.4	1%	34.6	1.51%	69.4	104.0
26Q4	1536.7	11.44%	135.2	0.49%	46.8	217.0	7819.6	1%	45.3	1.56%	93.6	138.9

数据来源：东方证券研究所测算

6.4 悲观情景假设

悲观情境下，假设电商从微信生态引流效果低于预期，视频号电商与其他生态的通路均未体现显著的引流效果，内容吸引度和算法推荐的精准性改善效率较低，用户体验不及抖音和快手，导致货币化率较低。

我们测算 2024/2025/2026 收入分别为 70.8/155.4 /184.8 亿。

表 16：视频号电商 GMV 悲观预测

	天 VV	电商直播 VV 占比	直播电商 VV/天	电商 VV 到月活买家的转化率	购买次数总和 (亿)	平均金额	电商 GMV (亿)	技术服务 take rate	技术服务佣金 (亿)	广告 take rate	内循环电商预算 (亿)	广告佣金总和 (亿)
24Q1	450.0	3.00%	22.5	0.08%	2.8	108.0	497.3	0%	2.6	0.77%	6.4	9.0
24Q2	489.0	4.20%	34.2	0.10%	5.4	106.9	965.0	0%	5.1	0.61%	9.9	14.9
24Q3	549.0	4.08%	37.3	0.12%	6.9	105.9	1220.7	0%	6.4	0.62%	12.6	19.0
24Q4	589.0	4.80%	47.1	0.14%	10.2	104.8	1776.1	0%	9.3	0.63%	18.5	27.8
25Q1	619.6	3.60%	37.2	0.16%	8.8	103.7	1519.9	0%	8.4	0.63%	16.0	24.4
25Q2	635.4	4.50%	47.7	0.18%	12.8	103.2	2195.4	0%	12.1	0.64%	23.6	35.7
25Q3	654.8	4.38%	47.8	0.20%	14.5	102.7	2480.9	0%	13.7	0.65%	26.9	40.6
25Q4	668.1	5.10%	56.8	0.22%	19.3	102.2	3284.5	0%	18.1	0.67%	36.7	54.8
26Q1	678.2	3.78%	42.7	0.16%	10.3	101.7	1746.3	0%	10.1	0.68%	19.7	29.8
26Q2	688.4	4.68%	53.7	0.18%	14.7	101.2	2473.0	0%	14.3	0.69%	28.5	42.8
26Q3	698.8	4.56%	53.1	0.20%	16.4	100.7	2755.5	0%	15.9	0.70%	32.0	48.0

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。

26Q4 709.3 5.28% 62.4 0.23% 21.6 100.2 3609.0 0% 20.9 0.72% 43.2 64.1

数据来源：东方证券研究所测算

7 盈利预测与投资建议

7.1 盈利预测

表 17：季度主要财务数据测算（原始报表）

单位：百万/%	23A	24Q1A	24Q2E	24Q3E	24Q4E	24E	25E	26E
营业收入	609,015	159,501	161,881	177,920	185,720	685,022	774,443	840,909
毛利率%	48.13%	52.58%	53.57%	53.92%	54.64%	53.72%	55.80%	57.90%
yoy	9.82%	6.34%	8.49%	15.07%	19.67%	12.48%	13.05%	8.58%
增值业务	298,375	78,629	78,432	91,153	89,563	337,778	395,558	432,979
毛利率%	54.27%	57.26%	56.55%	56.68%	56.90%	56.84%	57.11%	58.05%
yoy	3.76%	-0.89%	5.69%	20.34%	29.65%	13.21%	17.11%	9.46%
网络游戏	179,775	48,100	46,801	56,330	54,716	205,947	244,617	268,097
yoy	5.21%	-0.49%	5.14%	22.33%	33.85%	14.56%	18.78%	9.60%
社交网络	118,600	30,529	31,631	34,823	34,847	131,830	150,941	164,882
yoy	1.63%	-1.52%	6.50%	17.25%	23.57%	11.16%	14.50%	9.24%
网络广告	101,482	26,506	29,704	30,209	34,747	121,167	135,806	151,172
毛利率%	50.59%	54.78%	59.96%	59.16%	61.11%	58.96%	62.23%	64.25%
yoy	22.67%	26.44%	18.80%	17.45%	16.63%	19.40%	12.08%	11.31%
金融科技与企业服务	203,763	52,302	51,640	54,411	59,219	217,571	233,871	246,791
毛利率%	39.57%	45.60%	46.60%	47.60%	48.60%	47.16%	51.14%	55.14%
yoy	15.08%	7.39%	6.18%	4.54%	8.90%	6.78%	7.49%	5.52%
营业成本	315,906	75,631	75,166	81,988	84,239	317,024	342,288	354,050
毛利	293,109	83,870	86,715	95,932	101,481	367,999	432,155	486,858
销售费用	34,211	7,536	8,782	9,652	10,261	36,230	42,786	46,458
一般行政费用	103,525	24,809	25,901	29,098	29,659	109,467	124,753	135,417
营业利润	160,074	52,556	53,063	58,213	62,593	226,426	268,739	309,107
营业利润率%	26.28%	32.95%	32.78%	32.72%	33.70%	33.05%	34.70%	36.76%
IFRS 归母净利润	115,216	41,889	39,023	42,799	47,105	170,816	196,874	226,487
Non-IFRS 归母净利润	157,688	50,265	50,466	56,069	59,414	216,215	251,099	285,216

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 18：腾讯控股估值数据

主营业务	股权比例	估值 百万人民币	归属腾讯 百万人民币	人民币/每股	估值占比	P/S 2024E	PE 2024E
------	------	-------------	---------------	--------	------	--------------	-------------

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

泛娱乐		1,165,981	1,067,814	115	28.4%		
游戏	100%	937,517	937,517	101	24.9%		12.6x
视频	100%	20,523	20,523	2.2	0.5%	0.7x	
虎牙直播（市值估值）	47%	7,066	3,300	0.4	0.1%		
腾讯音乐（市值估值）	53%	176,882	92,863	10.0	2.5%		
阅文集团（市值估值）	57%	23,993	13,611	1.5	0.4%		
社交广告	100%	798,730	798,730	85.7	21.2%		23.7x
金融科技	100%	836,143	836,143	89.7	22.2%	1.4x	24.8x
云	100%	215,817	215,817	23.2	5.7%	5.4x	
其他	100%	30,240	30,240	3.2	0.8%	1.0x	
主营总值		3,046,911	2,948,744	316.4	78.3%		
其他总值		5,871,484	816,013	88	22%		
总值		8,918,395	3,764,757	404	100%		
折扣		-	(376,476)	(40)	-10%		
NAV		-	3,388,282	364			

数据来源：wind，东方证券研究所

表 19：可比公司估值情况（A 股、港股 2024/07/23 收盘价，美股 2024/7/22 收盘价，收入及利润单位：百万人民币）

游戏可比公司	代码	市值	营业总收入 24E	营业总收入 25E	归母净利润 24E	归母净利润 25E	PS 24E	PS 25E	PE 24E	PE 25E
三七互娱	002555.SZ	27635	19017	21079	3029	3384	1.45	1.31	9.12	8.17
完美世界	002624.SZ	14530	8956	10083	1024	1241	1.62	1.44	14.19	11.71
吉比特	603444.SH	11455	4118	4630	1085	1241	2.78	2.47	10.56	9.23
网易	9999.hk	417496	113856	126067	31719	35431	3.67	3.31	13.16	11.78
神州泰岳	300002.SZ	15728	6981	8057	1061	1235	2.25	1.95	14.82	12.74
max							3.67	3.31	14.82	12.74
min							1.45	1.31	9.12	8.17
平均值							2.22	1.96	12.64	10.91

视频可比公司

爱奇艺	IQ.O	23139	33052	35370	2735	3529	0.70	0.65	8.46	6.56
-----	------	-------	-------	-------	------	------	------	------	------	------

社交广告可比公司

FACEBOOK	meta.O	8819194	1130960	1282079	371654	432907	7.80	6.88	23.73	20.37
----------	--------	---------	---------	---------	--------	--------	------	------	-------	-------

支付可比公司估值

拉卡拉	10192	9512	6599	7360	817	992	1.44	1.29	11.64	9.59
新大陆	14015	12901	9335	10585	1257	1538	1.38	1.22	10.26	8.39
平均值							1.41	1.26	10.95	8.99

金融可比公司

东方财富	164643	163380	11790	13205	8976	10090	13.86	12.37	18.20	16.19
------	--------	--------	-------	-------	------	-------	-------	-------	-------	-------

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。

同花顺	53292	51674	4025	4617	1641	1899	12.84	11.19	31.49	27.21
平均值							13.35	11.78	24.84	21.70

云可比公司

亚马逊	14833001	13551723	4588537	5130859	354106	462998	2.95	2.64	38.27	29.27
甲骨文	2793218	2755592	413167	458535	90009	110240	6.67	6.01	30.61	25.00
赛富时	1746165	1756293	272377	299896	42665	50919	6.45	5.86	41.16	34.49
平均值							5.36	4.84	36.68	29.59

数据来源：wind，东方证券研究所

7.2 投资建议

视频号电商 2024 年起进入快速增长通道，边际成本较低情况下将驱动利润弹性。预计 24~26 年 IFRS 归母净利润为 1708/1969/2265 亿元（原 24~26 归母净利润为 1657/1884/2180 亿元，上调游戏和视频号收入），non-IFRS 归母净利润为 2162/2511/2852 亿元。我们根据 SOTP 估值，给予目标价 397.82 港币（363.51 人民币 HKD/RMB=0.91），维持“买入”评级。

8 风险提示

创作者增长不及预期风险：未来视频号重要创作者来源是公众号创作者和微信原生创作者，其转化成视频号创作者的真是情况难以预测，若视频号未做好引导和支持工作，这部分创作者很可能会流失。同时，若视频号商业化节奏缓慢，创作者难以通过运营视频号获利，会降低创作者的从其他平台的迁移率，有创作者增长不及预期的风险，造成用户增长低于预期。

时长增长放缓风险：视频号向着与主流短视频平台不同的泛生活、泛知识方向发展，最终形成的生态环境没有先例，难以判断其能支撑的用户量和用户粘性，有用户使用时长低于预期的风险。

货币化率不及预期风险：若算法提升缓慢使得投流精准程度、加载率无法提升，那么 GMV 和广告预算等都会收到影响。

假设条件变动影响测算结果：本文测算均基于笔单价，dau，加载率等一系列假设，若未来假设发生变动，测算结果将相应产生变化。

附表：财务报表预测与比率分析（标准化报表）

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	156,739	172,320	251,531	338,283	432,899	营业总收入	554,552	609,015	685,022	774,443	840,909
应收款项合计	120,919	131,904	148,366	167,733	182,129	主营业务收入	554,552	609,015	685,022	774,443	840,909
存货	2,333	456	458	494	511	其他营业收入	0	0	0	0	0
其他流动资产	150,748	3,818	3,894	4,673	5,608	营业总支出	454,535	456,231	462,721	509,828	535,925
流动资产合计	565,989	518,446	615,239	722,174	832,137	营业成本	315,806	315,906	317,024	342,288	354,050
固定资产净值	63,207	66,815	70,670	73,022	74,456	营业开支	138,729	140,325	145,697	167,539	181,875
权益性投资	252,715	261,665	313,998	313,998	323,418	营业利润	100,017	152,784	222,302	264,615	304,983
其他长期投资	432,010	461,161	474,996	546,245	628,182	净利息支出	1,393	-1,923	-4,188	-3,792	-3,827
商誉及无形资产	184,326	198,191	208,993	243,866	277,705	权益性投资损益	-43,667	-295	-5,000	-6,000	-6,000
土地使用权	18,046	17,179	17,179	17,179	17,179	其他非经营性损益	-15,684	410	6,755	5,379	5,862
其他非流动资产	61,838	53,789	64,547	71,001	78,102	非经常项目前利润	39,273	154,822	228,245	267,786	308,672
非流动资产合计	1,012,142	1,058,800	1,150,383	1,265,312	1,399,042	非经常项目损益	170,952	6,502	4,124	4,124	4,124
资产合计	1,578,131	1,577,246	1,765,622	1,987,486	2,231,179	除税前利润	210,225	161,324	232,369	271,910	312,796
应交税金	18,186	22,036	24,240	26,664	29,330	所得税	21,516	43,276	57,945	70,697	81,327
短期借贷及长期借贷到期部分	11,580	41,537	45,691	50,260	55,286	少数股东损益	466	2,832	3,608	4,339	4,982
其他流动负债	301,611	173,475	204,027	215,167	211,688	持续经营净利润	188,243	115,216	170,816	196,874	226,487
流动负债合计	434,204	352,157	412,088	457,847	495,212	非持续经营净利润	0	0	0	0	0
长期借贷	312,337	292,920	322,212	354,433	389,877	净利润	188,243	115,216	170,816	196,874	226,487
其他非流动负债	48,730	58,488	64,337	70,770	77,848	优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0
非流动负债合计	361,067	351,408	386,549	425,204	467,724	IFRS 归母净利润	188,243	115,216	170,816	196,874	226,487
负债合计	795,271	703,565	798,637	883,051	962,936	Non-IFRS 归母净利润	115,649	157,688	216,215	251,099	285,216
归属母公司股东权益	721,391	808,591	898,288	1,031,398	1,190,223	主要财务比率					
少数股东权益	61,469	65,090	68,698	73,037	78,019	会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所有者权益合计	782,860	873,681	966,986	1,104,435	1,268,243	成长能力					
负债和股东权益	1,578,131	1,577,246	1,765,622	1,987,486	2,231,179	营业收入增长率	-1.2%	9.8%	12.5%	13.1%	8.6%
现金流量表						营业利润增长率	-14.3%	52.8%	45.5%	19.0%	15.3%
单位:百万元						Non-IFRS 净利增长率	-6.6%	36.4%	37.1%	16.1%	13.6%
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E	获利能力					
经营活动现金流	146,091	221,962	279,260	270,287	304,017	毛利率	43.1%	48.1%	53.7%	55.8%	57.9%
净利润	188,243	115,216	170,816	196,874	226,487	净利率	33.9%	18.9%	24.9%	25.4%	26.9%
折旧与摊销	61,216	59,008	59,750	41,633	48,478	ROE	15.1%	20.6%	25.3%	26.0%	25.7%
营运资本变动	-18,472	19,233	45,086	27,441	24,069	ROA	7.2%	10.0%	12.9%	13.4%	13.5%
其他非现金调整	-84,896	28,505	3,608	4,339	4,982	偿债能力					
投资活动现金流	-104,871	-125,161	-152,376	-156,561	-182,209	资产负债率	50.4%	44.6%	45.2%	44.4%	43.2%
出售固定资产收到的现金	376	257	257	257	257	流动比率	130.4%	147.2%	149.3%	157.7%	168.0%
资本性支出	50,850	47,407	88,500	150,364	165,945	速动比率	129.8%	147.1%	149.2%	157.6%	167.9%
投资减少	140,783	226,332	248,965	273,862	301,248	每股指标（元）					
其他投资活动现金流量净额	-1,536	4,741	-10,758	-6,455	-7,100	每股收益	20.20	12.36	18.33	21.12	24.30
融资活动现金流	-59,953	-82,573	-67,936	-47,285	-47,899	每股经营现金流	15.67	23.81	29.96	29.00	32.62
债务净增	438	2,652	33,446	36,790	40,469	每股净资产	77.39	86.75	96.37	110.65	127.69
股本增加	995	1,070	881	881	881	估值比率					
支付的股利合计	12,952	20,983	40,000	24,645	28,543	P/E	17	27	18	16	14
其他筹资活动现金流量净额	-19,127	-21,545	-20,263	-20,312	-20,707	P/B	4	4	3	3	3

资料来源：东方证券研究所

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 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

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

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。