

# 强于大市

## 视频产业深度报告（下）

### 短视频商业前景广阔，内容营销产业趋向成熟

本篇报告为视频产业深度报告的下篇，主要研究短视频、直播行业，以及围绕其发展的MCN、内容营销等产业生态；并详细研究相关的头部上市公司：快手、天下秀、乐享集团和微博的业务情况、竞争优势、盈利预测和估值等。

#### 支撑评级的要点

- **短视频沉淀庞大流量，“两强”格局确立。**短视频碎片化、去中心化的传播特点，满足了用户对内容娱乐和社交的多样化需求。根据CNNIC数据，截至2021年12月，短视频用户规模达到9.34亿，占整体网民比例达到90.5%，沉淀了庞大的流量。抖音系和快手系APP占据了绝大多数的短视频用户流量，行业双寡头格局已经确立。微信视频号背靠庞大的流量和熟人社交分享链接，是微信内容生态、商业变现的重要延伸。
- **短视频商业前景广阔，广告和直播电商是驱动关键。**短视频主要以直播、广告和电商变现。短视频以其流量优势、多样化营销、卓越的算法效率，广告收入规模持续增长。2021年互联网媒介广告收入中，短视频广告增速达到31.5%，遥遥领先。直播电商升级了商品的展示方式，尤其加速了非标类商品的品效转化；优化供应体系，有望抢夺半确定性的消费需求。艾瑞咨询预估，2023年直播电商市场规模有望接近5万亿。
- **内容直播品类丰富，内容营销产业趋向成熟。**游戏/秀场/知识等内容直播持续丰富，但变现空间增量有限。围绕短视频、社交平台发展而来的内容营销产业正在趋向成熟。MCN的管理和变现走向专业化和精细化；撮合代理平台提升了市场匹配效率；自媒体DTC营销服务价值凸显。

#### 重点推荐

- **快手科技 (1024.HK)：**快手是全球领先的短视频平台，普惠流量分配机制下，私域生态价值凸显，广告和电商变现闭环基本完善，商业化进程提速。采用分部估值和PS估值，2022年公司合理市值预估为4404.5亿港元。首次覆盖，给予**买入**评级。
- **天下秀 (600556.SH)：**天下秀帮助品牌和红人两端解决低效匹配问题；实现红人营销全链路覆盖，在产业资源上具有规模优势和高效联动性。采用PE估值，2022年公司合理估值预计为194.5亿元。首次覆盖，给予**买入**评级。
- **乐享集团 (6988.HK)：**公司是国内领先的效果类自媒体营销服务商，顺应短视频发展趋势，与抖音/TikTok深度合作，推进海内外直播电商业务。着重加强培育自有流量，打开盈利天花板。采用PE估值，公司2022年合理估值预计为86.7亿港元。首次覆盖，给予**买入**评级。
- **微博 (9898.HK)：**微博是国内月活用户最多、话题影响力最大的社交媒体平台，拥有图文、短视频、直播等多样化的内容形式和各类型垂类话题圈；以广告变现为主要收入。采用PE估值，公司2022年合理估值预计为57.8亿美元，折合451.0亿港元。首次覆盖，给予**增持**评级。

#### 评级面临的主要风险

- 宏观经济下滑；广告主投放意愿下滑；居民消费意愿和能力下滑；行业竞争加剧；用户增长不及预期；内容和广告监管风险。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

传媒：互联网传媒

证券分析师：卢翌

(8621)20328754

yi1.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522010001

## 目录

短视频：沉淀庞大流量，挖掘变现潜力.....	7
直播：品类多样化，娱乐直播增长空间有限 .....	16
<b>MCN 产业面向专业化发展.....</b>	<b>25</b>
<b>风险提示.....</b>	<b>28</b>
快手 .....	29
天下秀.....	47
乐享集团 .....	62
微博 .....	74

## 图表目录

图表 1. 2017-2021 年中国互联网用户规模 .....	7
图表 2. 2018-2021 年短视频用户规模及网民使用率 .....	7
图表 3. 2020-2021 中国泛娱乐行业用户规模及使用率 .....	7
图表 4. 短视频使用总时长占全网总时长比例提升 .....	7
图表 5. 短视频行业产业结构 .....	8
图表 6. 中国短视频行业发展历程 .....	9
图表 7. 主要短视频 APP 月活跃用户规模 .....	9
图表 8. 中国不同媒体类型网络广告市场份额 .....	10
图表 9. 2021 年媒介广告市场规模同比增长率 .....	10
图表 10. 短视频广告营销链路 .....	10
图表 11. 典型广告形式投放费用同比增速 .....	11
图表 12. 抖音&快手广告部分及相关隐私政策 .....	12
图表 13. 不同商品展示形式下的转化率 .....	12
图表 14. 直播电商 VS 传统电商供需匹配过程 .....	12
图表 15. 消费者需求分类 .....	13
图表 16. 快手信任电商生态体系 .....	14
图表 17. TikTok、Kwai 宣传图 .....	15
图表 18. 中国在线直播行业竞争格局 .....	16
图表 19. 2020 年用户对不同类型直播观看频率 .....	16
图表 20. 2018 年-2022 年中国游戏直播整体市场规模 .....	17
图表 21. 2018 年-2022 年中国游戏直播用户规模 .....	17
图表 22. 2020.4-2022.4 中国游戏类在线直播平台月活用户情况 .....	18
图表 23. 2020 年中国游戏直播运营企业业务布局及竞争力评价 .....	18
图表 24. 中国秀场直播用户规模 .....	19
图表 25. 中国秀场直播产业链 .....	19
图表 26. 2020 年 3 月中国秀场直播平台活跃用户规模 (万) .....	20
图表 27. 2021 年中国直播用户对知识直播的认同度 .....	21
图表 28. 常驻知识类创作者&权威专家 .....	21
图表 29. 国内平台知识直播布局 .....	22
图表 30. 直播电商发展历程 .....	23
图表 31. 直播电商用户规模 (2020.3-2021.12) .....	24
图表 32. 直播电商市场规模及渗透率 (2018-2023E) .....	24
图表 33. 直播电商产业图谱 .....	24

图表 34. MCN 机构数量及同比变化.....	25
图表 35. MCN 行业市场规模及同比变化.....	25
图表 36. 中国内容型 MCN 机构运营模式.....	25
图表 37. MCN 变现形式.....	26
图表 38. 传统内容分发流程.....	26
图表 39. MCN 模式下的内容分发流程.....	26
图表 40. MCN 电商盈利模式.....	27
图表 41. 快手公司发展历程.....	30
图表 42. 快手 APP 算法推荐机制.....	31
图表 43. 快手 APP 流量分配导向机制.....	31
图表 44. 快手内容生态构成要素.....	32
图表 45. 快手双列与单列页面.....	32
图表 46. 快手的商业化发展模式.....	33
图表 47. 快手线上营销服务收入及占比.....	33
图表 48. 快手线上营销服务收入及占比.....	34
图表 49. 快手年度信息流广告收入公式.....	34
图表 50. 快手&抖音广告刊例报价单.....	35
图表 51. 磁力聚星让达人与品牌共生共赢.....	36
图表 52. 快手粉条&DOU+.....	36
图表 53. 快手电商业务 GMV.....	37
图表 54. 快手其他服务收入及占比.....	37
图表 55. 快手信任电商转化路径.....	37
图表 56. 快手直播电商模式的增长模型.....	38
图表 57. 快手供应链模式示意图.....	38
图表 58. 快手各业务收入情况.....	39
图表 59. 快手短剧宣传海报.....	40
图表 60. 快手季度销售费用变化.....	40
图表 61. 快手 APP 日活和月活数量预测.....	41
图表 62. 快手营业收入预测.....	42
图表 63. 快手收入结构预测.....	42
图表 64. 快手毛利润和毛利率预测.....	42
图表 65. 快手各费用率预测.....	43
图表 66. 快手经调整净利润预测.....	43
图表 67. 快手财务数据预测.....	43
图表 68. 可比公司估值表.....	44

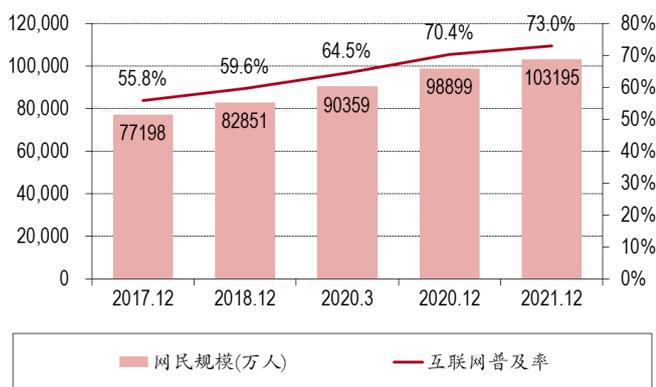
图表 69.可比公司估值表 .....	44
图表 70.可比公司估值表 .....	44
图表 71.红人新经济市场规模及增速 .....	48
图表 72.红人新经济下粉丝形式的营销路径是去中心化的 .....	48
图表 73.传统品牌和新消费品牌在目标人群等方面有很多不同 .....	49
图表 74.中国广告、互联网广告和红人广告市场规模 .....	49
图表 75.红人生态经济中服务商主要连接红人和广告主两端 .....	50
图表 76.天下秀作为红人经济平台型企业拥有覆盖全产业链的产品矩阵 .....	51
图表 77.WEIQ 红人营销平台在广告投放前中后期都提供完善的服务 .....	51
图表 78.WEIQ - 抖音推广红人推荐展示 .....	52
图表 79.热浪数据 - 小红书红人数据分析 .....	52
图表 80.热浪数据 - 抖音热门带货视频数据分析 .....	53
图表 81.克劳锐 - 自媒体价值排行榜 (母婴亲子类) .....	54
图表 82.西五街 APP .....	55
图表 83.IRED 提供的 5 种主要学习路线 .....	55
图表 84.宅猫日记天猫旗舰店和抖音号 .....	56
图表 85.虹宇宙宣传图 .....	56
图表 86.虹宇宙“京能龙湖熙上”实体地产营销 .....	57
图表 87.天下秀营业收入预测 .....	58
图表 88.天下秀分部业务收入预测 .....	58
图表 89.天下秀毛利率预测 .....	58
图表 90.天下秀各项费用率预测 .....	58
图表 91.天下秀归母净利润预测 .....	59
图表 92.天下秀应收账款周转情况 .....	59
图表 93.天下秀经营性现金流净额 .....	59
图表 94.天下秀财务数据预测 .....	59
图表 95.可比公司估值表 .....	60
图表 96.效果类营销市场规模快速扩大 .....	63
图表 97.DTC 营销市场规模迅速增长 .....	63
图表 98.乐享集团发展历程 .....	63
图表 99.乐享集团业务模式 .....	64
图表 100.2017-2021 乐享集团研发开支 .....	65
图表 101.乐享集团 9M21 覆盖营销点位仍快速增加 .....	65
图表 102.乐享集团 9M21 系统平台内拥有的产品数量 .....	65
图表 103.乐享集团收入端计费模式 .....	66

图表 104. 乐享集团海内外电商业务 GMV 快速增长 .....	67
图表 105. 国内外电商产品确认收入方式不同 .....	67
图表 106. 2022 年冬奥期间公司在影视内容和自有流量培育方面的成果显著 .....	68
图表 107. 乐享集团 2021-2023 年同比增速保持较高 .....	69
图表 108. 乐享集团电商产品营销收入占比预计逐步提升 .....	69
图表 109. 2019-2021 乐享集团毛利和毛利润情况 .....	69
图表 110. 2019-2021 乐享集团费用率 .....	70
图表 111. 2019-2021 乐享集团归母净利润情况 .....	70
图表 112. 乐享集团财务数据预测 .....	70
图表 113. 乐享集团 PE TTM 值 .....	71
图表 114. TTD PE TTM 值 .....	71
图表 115. 2017-2021 微博日活及月活数据 .....	75
图表 116. 微博在社交媒体平台中保持最大的月活量 .....	75
图表 117. 2017 年-2021Q3 微博用户始终保持较高的粘性 .....	75
图表 118. 国内典型内容平台重度用户规模变化 .....	75
图表 119. 微博 KOL 人均单日发稿数最多 .....	76
图表 120. 各内容平台头部 KOL 活跃用户数和渗透率 .....	76
图表 121. 微博视频号万粉账号种类分布 .....	77
图表 122. 微博视频号万粉账号播放规模分布 .....	77
图表 123. 2019 年-2025 年中国社交媒体平台广告收入预测 .....	77
图表 124. 社交平台广告占互联网广告比重有望继续提高 .....	77
图表 125. 2021 年 6 月中国头部社交媒体平台 .....	78
图表 126. 微博 KA 客户收入增速高于中小客户收入 .....	78
图表 127. 1H21 各品类带货内容数量平台分布 .....	79
图表 128. 1H21 各品类带货直播关联品牌数量平台分布 .....	79
图表 129. 微博营业收入及同比增速预测 .....	80
图表 130. 微博分业务营业收入预测 .....	80
图表 131. 微博毛利率及预测 .....	81
图表 132. 微博各项费用率预测 .....	81
图表 133. 微博 Non-GAAP 净利润及利润率预测 .....	81
图表 134. 微博财务数据预测 .....	81
图表 135. 可比公司估值表 .....	82

## 短视频：沉淀庞大流量，挖掘变现潜力

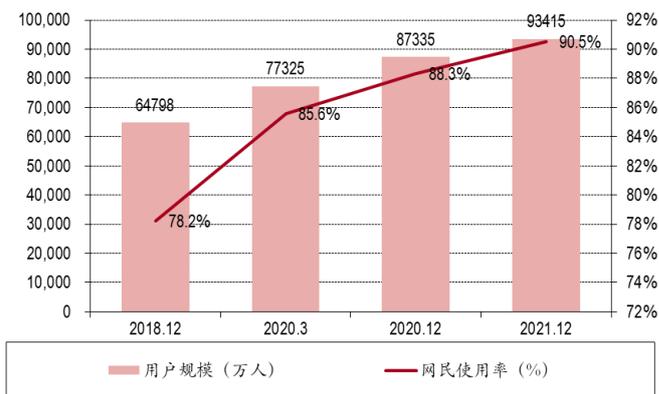
短视频用户规模逐年扩大，渗透率不断上升。随着移动互联网的发展成熟、4G技术的升级以及智能手机的普及，短视频这种新的传播形式顺应了移动互联网碎片化、去中心化传播的特点，以其丰富的内容类型和逐渐增强的社交属性，满足了用户多样化的内容和社交需求，成为互联网行业内蓬勃发展的重要产业。2016年起短视频用户规模快速增长，根据CNNIC，2021年12月短视频用户规模达到9.34亿，同比增长7%，占整体网民比例达到90.5%。短视频沉淀了庞大的互联网用户流量，增长趋势趋于缓和，但变现的效率正逐步提升。

图表 1. 2017-2021 年中国互联网用户规模



资料来源：CNNIC，中银证券

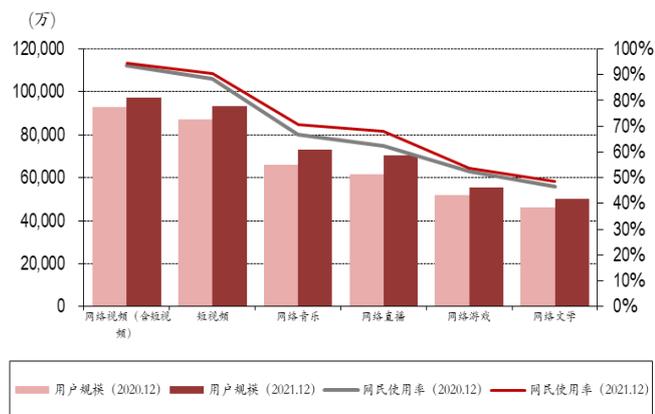
图表 2. 2018-2021 年短视频用户规模及网民使用率



资料来源：CNNIC，中银证券

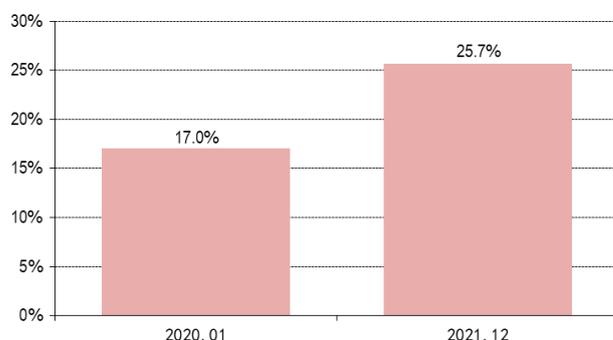
与传统的文字或图片传播方式相比，视频内容更加生动丰富，用户的实时参与和互动也更自然，适合互联网碎片化的传播趋势。根据 Questmobile 数据，2021年12月短视频行业月人均使用时长增长至53.2小时，总时长占全网总时长比例达25.7%，超过即时通讯成为用户网络时长最长的行业。2021年12月数据表明，短视频的用户数量远超音乐、直播、游戏等其他泛娱乐方式，网民使用率仍在提升，短视频已经成为人们非常重要的线上社交和娱乐方式。

图表 3. 2020-2021 中国泛娱乐行业用户规模及使用率



资料来源：CNNIC，中银证券

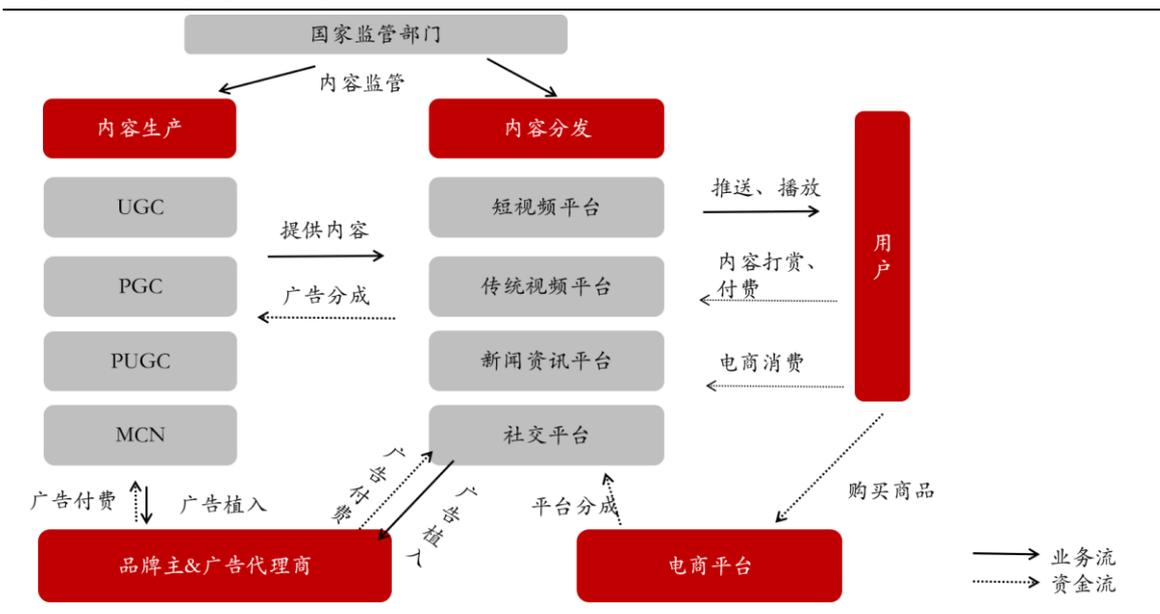
图表 4. 短视频使用总时长占全网总时长比例提升



资料来源：QuestMobile，中银证券

**短视频产业链成熟，平台端话语权最强。**短视频产业链共有三个核心端：内容生产端、平台端、衍生服务端。平台端连接内容生产与用户两个端口，集中度最高且控制内容分发与流量分配，头部短视频平台具备较完整的营销及电商体系。由于短视频去中心化程度较高，红人、内容、品牌等多端资源较为分散，给予了MCN、广告投放体系、撮合平台较好的发展机会，它们对接广告主、商家及用户，形成完整的产业生态链条。目前，我国短视频行业产业链上的各环节都发展迅速，出现头部企业并形成相对完善的布局。

图表 5. 短视频行业产业结构



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

**“两强”格局形成，视频号依赖微信生态快速发展。**短视频行业萌芽于 2011 年，快手、微视、美拍等都是早期的参与者，之后在智能手机、移动互联网、4G 技术的发展推动下，行业快速发展。2016 年抖音横空出世，强大的算法推荐机制向用户精准提供了大量优质的短视频内容，广告变现规模迅速增长。近年来，短视频行业已形成抖音+快手的“两强”竞争格局。由于内容视频化的趋势加深，微信、微博、小红书等社交平台也加入了短视频功能，进一步增强了短视频的渗透率和用户依赖。

其中较为特殊的是微信视频号，它背靠微信庞大的流量和熟人社交分享链接，是微信内容生态、商业变现的重要延伸。根据视灯数据，2021 年 12 月视频号（短视频+直播）的平均 DAU 约 5 亿，相比 2020 年 12 月增长 79%，日均使用时长也从 19 分钟增长至约 35 分钟。微信公开课数据表示，2021 年末与年初相比，视频号直播 GMV 增长超过 15 倍，其中私域占比超过 50%；视频号直播间平均客单价超过 200 元，整体复购率超过 60%。

图表 6. 中国短视频行业发展历程



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

根据 QuestMobile 的统计数据，2021 年 12 月抖音、快手两大短视频平台月活量分别为 6.72 亿、4.11 亿，其余排名前 5 的同类 APP 也均隶属于快手系或字节系，短视频行业的双寡头格局已经确立。短视频平台同时具有社交和内容属性，头部效应强于长视频、游戏等其他内容形态，但弱于社交、通讯平台，因此我们认为双寡头格局还将持续。而微信视频号，我们更倾向认为它是丰富微信内容形态、探索变现空间的新模块，由于强熟人社交属性，以及在内容运营方面并不激进，我们认为中短期内视频号难以撼动抖音和快手的地位。

图表 7. 主要短视频 APP 月活跃用户规模



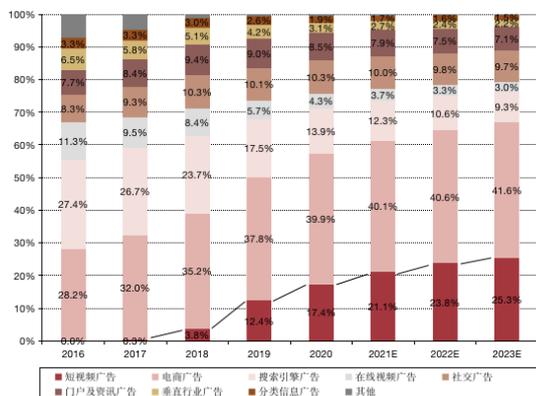
资料来源：QuestMobile，中银证券

## 广告和直播电商，驱动短视频商业变现

### 短视频具备流量和广告位类型优势，满足品效合一需求

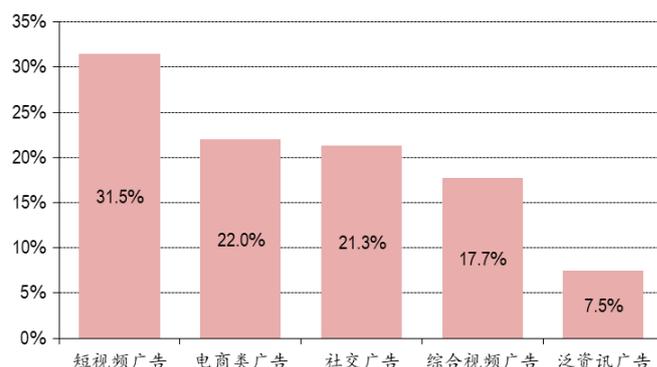
短视频广告占据网络广告市场首位，成数字营销重要渠道。在互联网广告市场细分结构里，短视频一经快速增长，便以其独有优势迅速成为广告投放新兴媒介，市场占比稳固扩张，于2020年以17.4%的市场份额超越搜索引擎广告，成为仅次于电商广告的第二大广告类型，艾瑞咨询预测未来三年市场占比不断提高，2023年达25.3%。根据QM数据，2021年媒介行业互联网广告收入中，短视频广告增速达到31.5%，遥遥领先。

图表 8.中国不同媒体类型网络广告市场份额



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

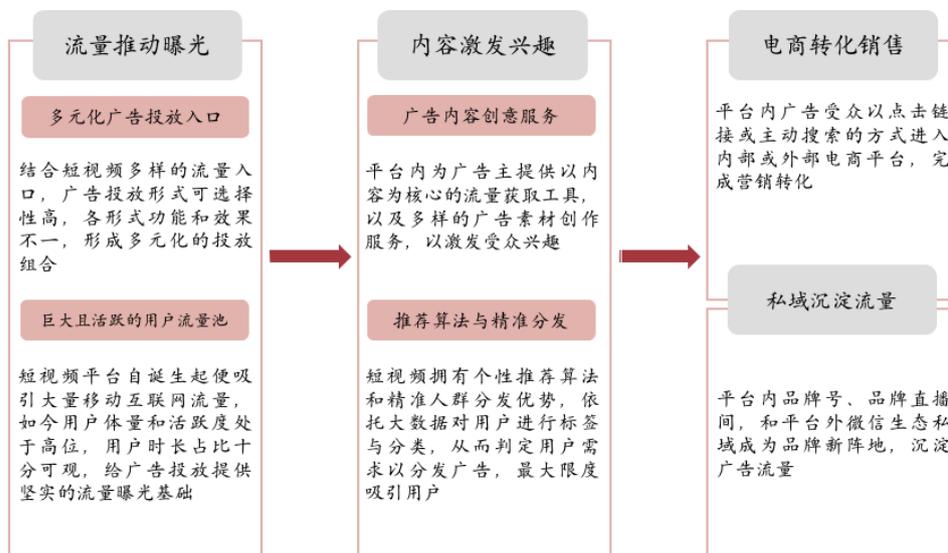
图表 9.2021 年媒介广告市场规模同比增长率



资料来源：QuestMobile，中银证券

**流量与算法双重优势，广告类型多样，具备品效合一价值。**短视频用户规模和活跃渗透率高，用户使用时间长，积累大量用户数据，一方面使广告投放具有广泛的受众，另一方面使个性化推荐算法能向受众精准推送广告，提高转化率，赋予短视频平台在广告业务上的高溢价能力。除了流量和算法优势外，短视频广告的库存形式较为多样，信息流、展示类、KOL 营销、原生账号、流量购买等丰富的广告类型，满足广告主的品牌宣传和效果目标，短视频广告具备较高的品效合一价值。

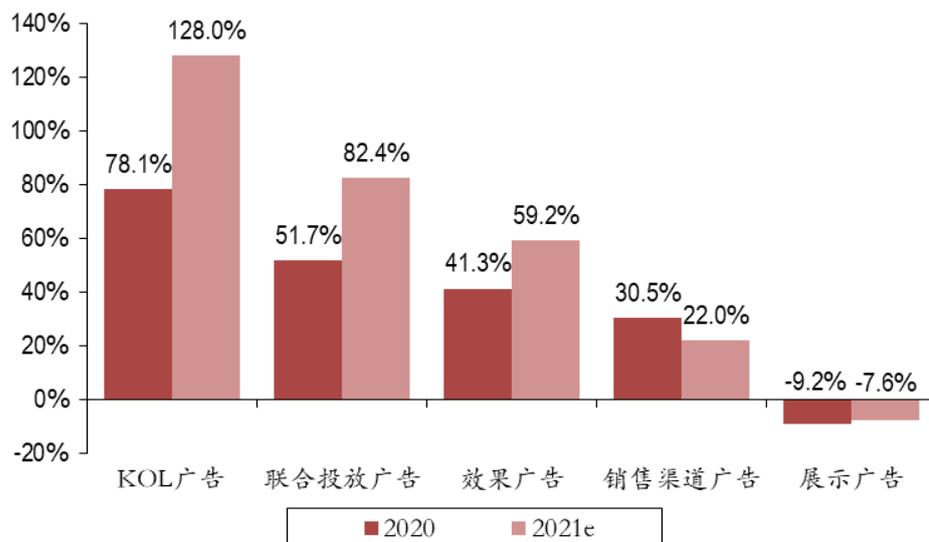
图表 10.短视频广告营销链路



资料来源：CTR《短视频全链路营销白皮书》，中银证券

短期来看，我们认为 2022 年的上半年整体消费预期较为疲软，品牌商的广告投放预算预期有所收缩；另外政策监管的常态化也使得开屏等广告形式库存位受到限制，但整体来看具备流量和广告形式优势的短视频平台广告收入仍然会较为稳定，行业整体向头部集中。根据 QM 数据，在所有互联网媒介投放广告中，KOL 广告、联合投放广告、效果广告在 2021 年的同比增速预期高于其他形式，而这三类广告正是短视频平台主要的广告形式。

图表 11. 典型广告形式投放费用同比增速



资料来源：QuestMobile，中银证券

注：1. 以上数据为基于 QuestMobile AD INSIGHT 广告洞察数据库，参照公开财报等数据进行估算。广告形式为互联网媒介投放广告，不包括直播、软植、综艺节目冠名、赞助等广告形式；2. 展示广告主要为按照曝光和时间投放计费，效果广告主要按点击计费的广告形式，KOL 广告为以 KOL 推荐并在画面中带有明确的品牌标识且为非直播的广告形式，销售渠道广告为在线上销售平台投放的广告形式，目前仍以电商广告为主，联合投放广告为广告素材包含两个或以上品牌标识的广告

**个人信息保护法的实施对广告投放 ROI 影响有限。**《个人信息保护法》尘埃落定，于 2021 年 11 月 1 日起实施。按规定，短视频类 APP 涉及收集个人信息的服务必须明确征得用户个人同意，用户有权拒绝。平台基于无法识别个人身份信息的标签画像，以及去标识化或匿名化的设备信息实现广告的有效触达。用户也可选择关闭程序化广告推送，关闭后不会再接收到个性化广告，广告数量不会变化，但个人相关程度会降低。

我们认为，关闭个性推荐的行为可能使得用户对广告的点击率通过率（CTR）有所下降，进而一定程度上影响广告商触达这部分用户的投放 ROI。但倾向于通过较为隐蔽的入口关闭个性化广告推荐的用户本身就是对广告极为敏感的，这部分用户即使不关闭个性化推荐，广告点击率也较低，因此总体来看，个保法对短视频广告投放大盘的影响有限。

图表 12 抖音&快手广告部分及相关隐私政策

隐私政策条款	隐私政策条款细分	抖音	快手
最新版本发布时间		2021年7月13日	2021年10月13日
个人信息的收集与使用	账号注册	敏感信息注册（自行选择是否授权手机号、电子邮箱） 第三方注册（经用户同意与第三方共享用户信息）	
	账号认证	敏感信息实名认证（可拒绝提供） 拒绝认证无法获得相关认证服务	
	作品发布或直播	请求授权相机、麦克风、照片、精确地理位置（可拒绝） 收集平台内因社交产生的信息（关注、浏览、评论、收藏、搜索、点赞等）	
	社交互动	请求授权手机通讯信息（可拒绝）	
个性化推荐		收集不识别个人身份的信息（可关闭）	
程序化广告推送		与广告合作方共享不识别个人身份信息（可关闭） 关闭后广告数量不会变化，只是与个人相关程度降低	

资料来源：抖音APP、快手APP

### 短视频直播电商加速品效转化，增长空间广阔

直播电商在人、货、场上都对传统电商进行了升级：

- 1) **缩短供应链，直接触达用户。**直播电商通过直播仓/前置仓缩短供应链长度，减少信息差，供货速度快、出货价格低，库存清理灵活且及时。
- 2) **商品展示方式升级，转化率更高。**直播电商采用直播这一更形象、更直观的方式，为消费者提供身临其境般的沉浸式用户体验，同时增添实时互动功能，缩短消费者反馈时间，让主播随时掌握观看用户的选择倾向，微调营销策略，进而提高转化率。

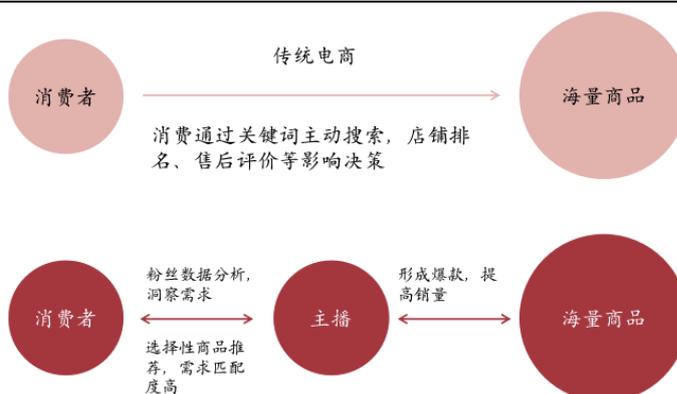
图表 13.不同商品展示形式下的转化率

展示形式	下单转化率(%)
图文	0.5
短视频	1.5
直播	4.3

资料来源：艾瑞咨询，中银证券

- 3) **基于账号粉丝的数据分析，提高供需匹配度。**传统货架式电商需要用户通过关键词搜索、店铺排名、商品评价等来寻求期望购买的商品，商家处于被动地位；直播电商可以利用大数据通过分析粉丝的兴趣习惯，投流买量更加精准，提高粉丝黏性的同时拓展品牌销量。商家或主播还能够通过短视频进行前期引流，为直播造势。

图表 14.直播电商 VS 传统电商供需匹配过程



资料来源：京东物流战略与创新研究院，中银证券

短视频平台是直播电商转化路径的重要枢纽，加速品牌效应转化。无论品牌选择达人播还是自播，要实现从消费者引流到直播间购买的转化，都要途经以短视频为代表的渠道平台。短视频以持续增长的流量优势以及算法匹配工具，帮助增强了直播带货的品效。

**直播电商未来发展：抓住非确定性需求，有望抢夺半确定性需求。** 消费者需求可分为确定性需求、半确定性需求与非确定性需求。需求确定下，消费者对购买什么种类、具有什么特征的东西十分肯定，该类需求由传统货架式电商满足；直播电商主要满足非确定性需求：买什么商品是不确定的，进了直播间，因为主播的营销才产生了购买欲望；半确定性需求目前主要由线下和综合电商平台满足，用户“边逛边买”。半确定性需求是一个很大的增量市场，直播电商未来如果做到数据结构化，打造“直播步行街”，给消费者营造线下边逛边买的体验感，有望抢夺半确定性需求。

图表 15. 消费者需求分类

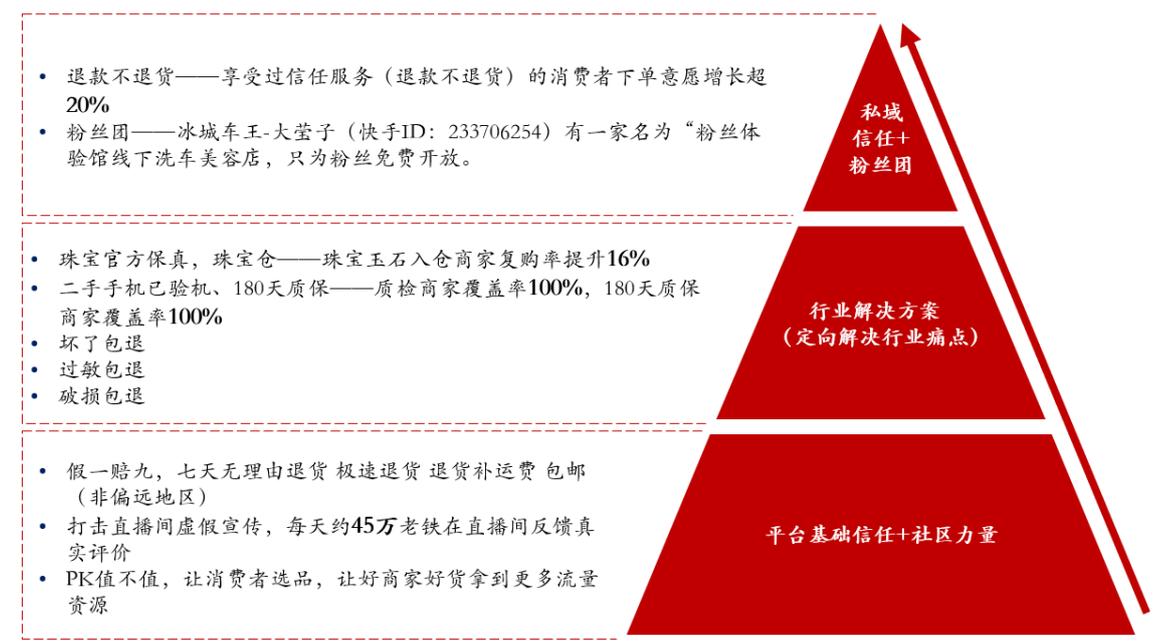


资料来源：36kr，中银证券

**建议关注快手打造“信任电商”，强化私域优势。** 短视频平台最初与第三方电商合作，消费者通过链接跳转到第三方完成消费的转化。目前各短视频 APP 均自建商城，构建直播电商闭环。快手 2021 年 GMV 超过 6800 亿元，同比增长约 78%；闭环电商“快手小店”贡献了全部 GMV 的 98.8%。各平台现阶段佣金率还较低，快手综合佣金率在 2% 左右，低于成熟电商平台的 4%-5%，直播电商的变现收入尚有较大的增长空间。

快手坚持营造去中心化、强社交的良好社区氛围，用户与主播之间建立以“极致信任”为核心，“以人带货”为模式的信任电商生态。目前快手采取“双管齐下”的战略建设信任电商：一是商家或者主播在私域与粉丝建立信任关系，满足消费者购买需求，同时 KOL 和商家实现高效变现；二是鼓励品牌创造高质量的内容，建立消费者对品牌的认知心智，将快手作为内容宣传的平台。

图表 16. 快手信任电商生态体系



资料来源：快手电商，中银证券

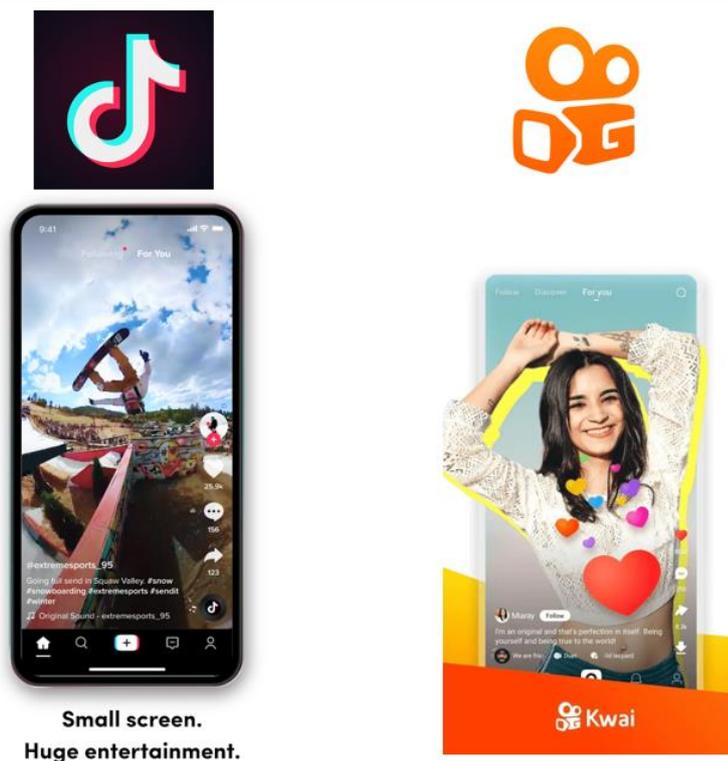
## 短视频全球化趋势明显，海外拓展空间广阔

**出海将为短视频带来新增长极。**随着国内短视频的用户数量红利被逐渐消耗，海外市场成为了短视频平台竞争的重要标的。快手较字节跳动更早开启海外布局，2017年初即率先在东南亚、俄罗斯等区域市场发力；字节跳动则在收购了 Musical.ly 之后，于2018年将 Musical.ly 并入 TikTok，TikTok 依赖强大的本地化运营能力成为了全球第一大短视频娱乐平台。

全球疫情之下，短视频应用迎来了用户流量的大增。App Annie 数据显示，2020 年全球移动端在线视频播放时长总体增长 40%，其中 TikTok 的用户使用时长同比增长高达 325%；2020 年 TikTok 在全球范围内的活跃用户数量达到 2018 年的三倍。TikTok 方面宣布，截至 2021 年 9 月，该平台在世界各地的月活跃用户数达到 10 亿。据 Cloudflare 数据，TikTok 是 2021 年全球访问量最大的互联网站点，已经超过了谷歌。TikTok 主要的变现方式是打赏和广告，Sensor Tower 数据显示，2021 年 TikTok 用户付费达到约 23 亿美元（包括国内 iOS 版本的抖音），同比增长约 77%；而且 TikTok 收入在 21Q4 创新高，达 8.2 亿美元，是 20Q4 的 3.8 亿美元的两倍还要多。

快手也正在积极开发海外业务，推出海外版平台 Kwai。主要发展重点区域是人口密度高、对短视频文化接受程度高且变现潜力高的国家和地区，例如南美、东南亚和中东市场。截至 2021 年 6 月，快手海外市场月活用户数超过 1.8 亿。2021 年 8 月，快手对海外业务进行了组织和战略的大调整：将 Kwai 中东、Kwai 拉美和东南亚市场的 Snack Video 合并为 Kwai 一款产品，形态与页面设计几乎和国内主站保持一致；同时搭建统一的产品中台与运营中台，用统一产品和统一团队拓展海外业务，提升效率。21Q3-Q4 快手开始了海外的变现尝试，主要方式为直播和广告，以打通变现模式为近期目标。

图表 17. TikTok、Kwai 宣传图

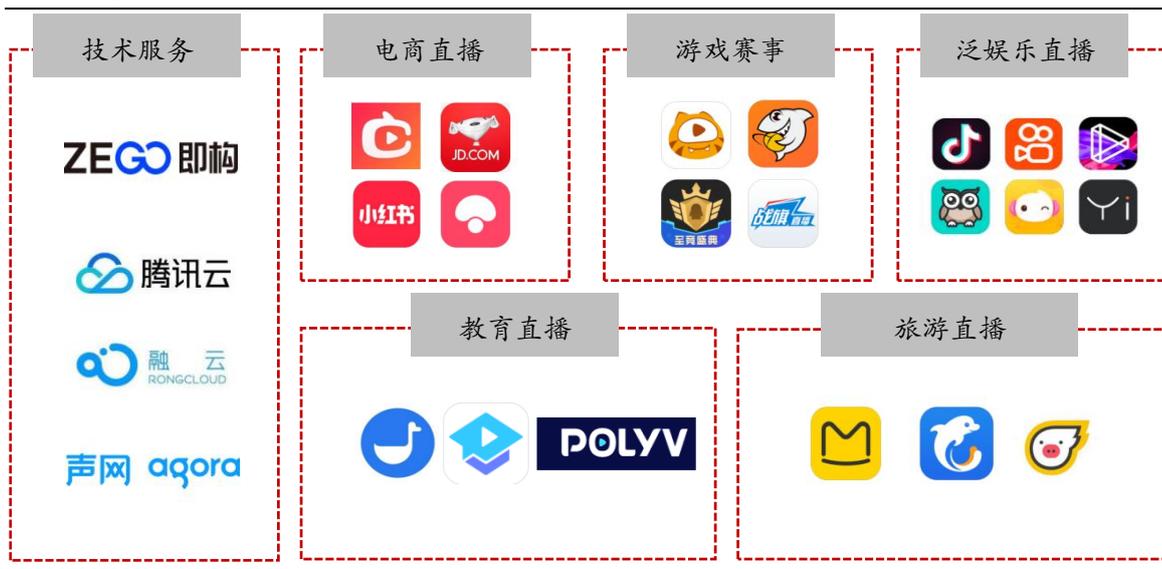


资料来源: Google Play, 中银证券

## 直播：品类多样化，娱乐直播增长空间有限

直播行业起源于2005年，历经探索期、启动期、高速发展期，目前进入了稳定发展期。根据直播的媒介、技术发展以及直播的内容品类进行分类，直播行业经历了从PC端向移动端转移，从单一品类演变成垂直品类、泛娱乐品类。目前的品类主要包括电商直播、游戏赛事、泛娱乐直播、教育直播和旅游直播等。

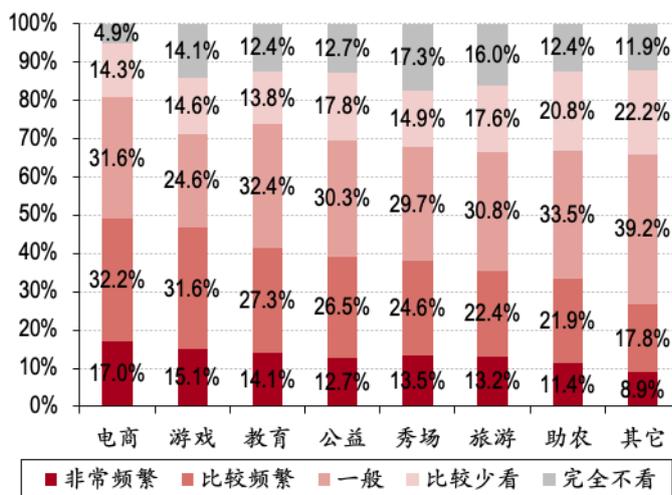
图表 18. 中国在线直播行业竞争格局



资料来源：艾媒咨询，中银证券

游戏和泛娱乐直播发展较早，已进入增长缓慢的阶段；电商直播近年来高速发展，是目前直播观看频率最高的品类；教育、知识分享、旅游等垂直品类直播依托于垂直内容平台发展。

图表 19. 2020 年用户对不同类型直播观看频率



资料来源：艾媒咨询，中银证券

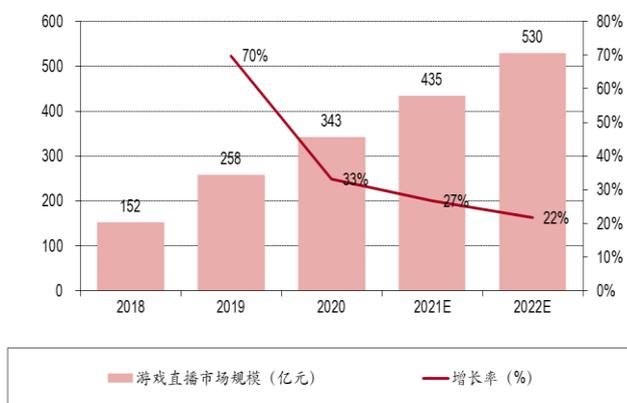
## 直播产业链的变现模式主要有五种：

- 1) 打赏：用户在平台购买虚拟物品打赏主播，平台从中分成，是直播行业特有的一种收入来源。
- 2) 广告：分为直播间广告和网站广告，通过滤镜、礼品、挂件、口播、背景等形式融入广告，广告商支付相应费用。
- 3) 游戏推广：与广告变现一致，游戏运营商与平台合作，通过增加游戏曝光度、主播配置等进行游戏推广，平台获得相应营收。
- 4) 主播会员：用户付费订阅某一主播的直播间，在直播间享有勋章、特殊显示等虚拟权益，或者获得独享内容等特权。一般出现在游戏直播和泛娱乐直播。
- 5) 平台会员：通常出现在知识传播类、教育类直播平台，会员可以观看平台所有直播内容、可高清晰度观看直播等。
- 6) 电商分成：直播电商连接商家和消费者，平台、MCN、主播与商家进行销售收入分成。

## 游戏直播竞争格局稳定

游戏直播相对秀场直播来说，对主播专业性要求更高，能够成为头部的游戏主播通常是退役的电竞职业选手，或者其直播效果、解说风格非常突出，因此游戏主播的用户集中度较高，平台对头部主播的依赖性强。为了降低对主播的依赖，游戏直播平台着力于：1) 扶持中腰部主播，开拓多种内容垂类；2) 与更多游戏厂商合作，加强平台的渠道宣传能力，使得内容生态更加繁荣；3) 加大电竞赛事版权投入，并围绕其构建内容生态，同时吸引战队和选手入驻，形成电竞 IP。

图表 20. 2018 年-2022 年中国游戏直播整体市场规模



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表 21. 2018 年-2022 年中国游戏直播用户规模

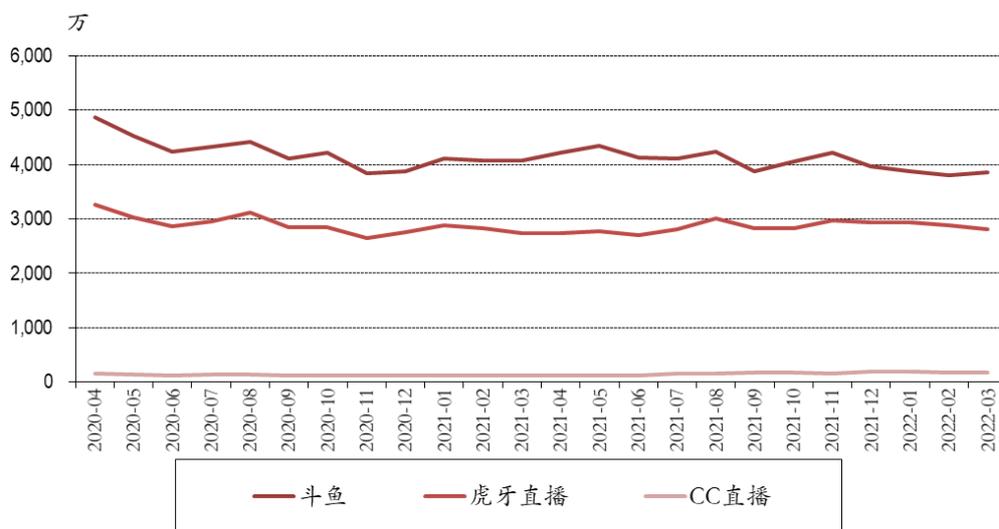


资料来源：艾瑞咨询，中银证券

2021 年虎牙和斗鱼的合并协议终止，游戏直播市场已经形成了“两强”格局，垂直平台虎牙和斗鱼凭借积累深厚的用户基础占据明显的领先优势。目前全民 TV、熊猫直播等平台倒闭，企鹅电竞、网易 CC 直播曾并列第二梯队，但企鹅电竞近期已发布退市公告，预计将于 2022 年 6 月 7 日终止运营。快手、哔哩哔哩等综合视频平台正逐步拓展游戏直播业务、参与电竞赛事、涉足电竞俱乐部等上游业务，该类平台用户体量较大，因此也对游戏直播竞争格局形成冲击。

哔哩哔哩直播与主站 PUGV、OGV 业务深度融合，游戏直播板块在弹幕讨论、二次元类型游戏上具有较强优势；2019 年哔哩哔哩以 8 亿元获得英雄联盟全球总决赛中国地区三年的独家直播版权。快手是所有游戏直播平台中拥有主播数量最多的平台，加之腾讯给予的游戏版权支持和自身游戏业务发展，在内容多元化方面具有竞争力。2020 年，快手完成收购 YTG 战队，正式进军 KPL（王者荣耀职业联赛）；此前快手多次举办各大职业赛事直播，先后拿下了 KPL、LPL、LDL、KGL、PCL、PEL 等头部电竞赛事版权。

图表 22.2020.4-2022.4 中国游戏类在线直播平台月活用户情况



资料来源: QuestMobile, 中银证券

图表 23.2020 年中国游戏直播运营企业业务布局及竞争力评价

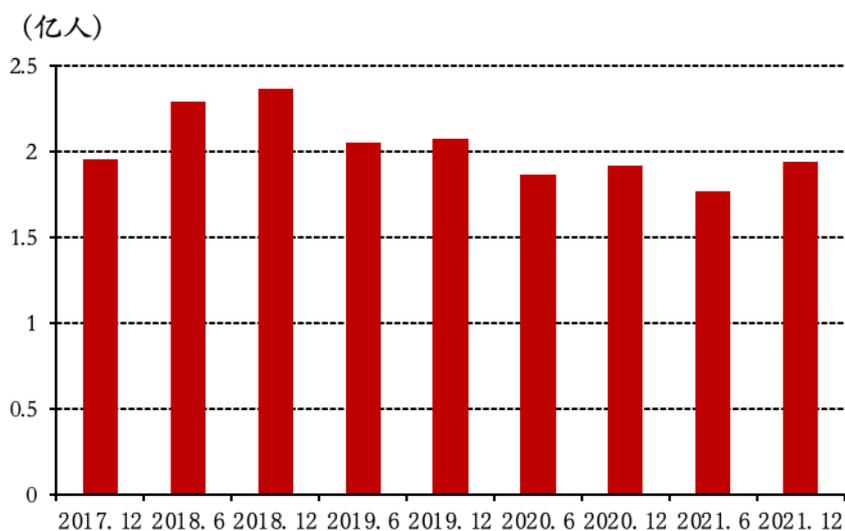
公司简称	游戏直播业务占比 (%)	主流游戏直播主播数 (人)	游戏直播业务布局简介	游戏直播业务竞争力
斗鱼直播	92.2% (直播)	1,829,608	自制手游、代理手游 (预约+下载)	★★★★★
虎牙直播	94.48% (直播)	3,217,889	代理手游 (预约+下载)	★★★★★
网易 CC	74.13% (游戏)	753	自制手游、代理手游、游戏开发	★★★★★
快手	39.95% (直播)	7,827,514	代理手游	★★★★★
YY 直播	90.35% (Bigo)	1,284	代理手游、海外 BIGO 业务、自制手游	★★★★
bilibili	40.03% (游戏)	756,424	代理手游 (预约+下载)	★★★★

资料来源: 前瞻产业研究院, 中银证券

## 秀场直播进入发展瓶颈期

秀场直播主要形式是主播进行各种形式的才艺表演 (通常为唱歌、跳舞) 以满足用户娱乐需求。在这一阶段直播主要仍以 PC 端为主, 2015 年开始随着资本涌入, 市场竞争白热化, 更多样的直播内容开始涌现, 同时直播开始由 PC 端转向移动端。2017 年后, 随着行业进一步规范, 行业格局趋于稳定, 秀场直播用户规模稳定在 2 亿左右。现阶段, 传统的秀场直播模式面临着来自短视频及其他各类直播的冲击。

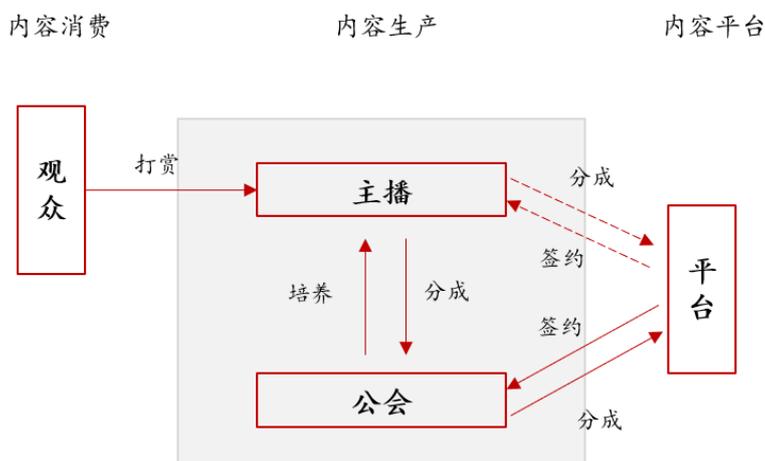
图表 24. 中国秀场直播用户规模



资料来源: CNNIC, 中银证券

秀场直播的直接变现方式为打赏, 主播可以直接签约官方平台, 或通过公会签约平台。对主播而言, 公会提供较为全面的支持和培养, 包括打造人设、定位内容类型、投放流量等; 同时对平台而言, 公会通过承担主播潜在的违规责任为平台分担了风险, 因此这一模式已成为主流。快手从 2021 年开始, 通过高分成比例、流量支持、激励措施等方式着重吸引娱乐公会入驻, 提高自身直播业务的内容竞争力和变现效率。

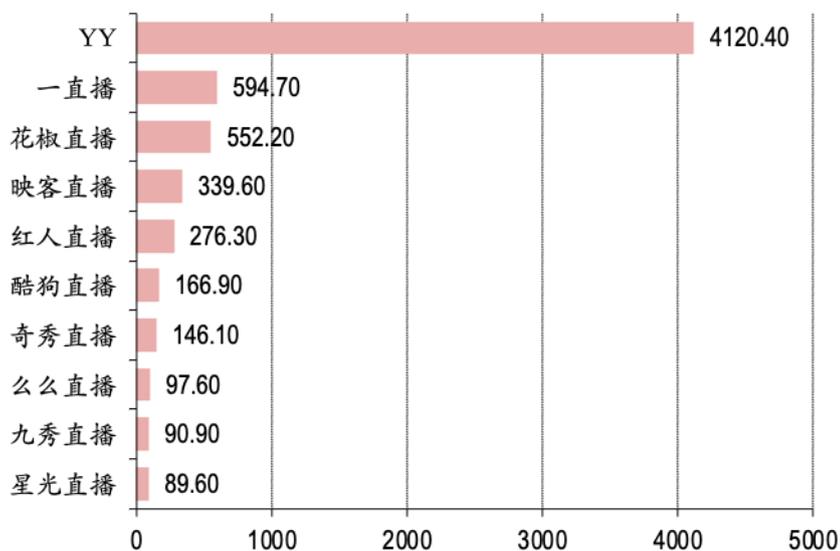
图表 25. 中国秀场直播产业链



资料来源: 艾瑞咨询, 中银证券

传统秀场直播的格局较为稳定, 以 YY 直播、映客直播、花椒直播为头部玩家, 斗鱼虎牙等以游戏直播为主的平台的秀场直播业务亦具备竞争力, 同时各短视频平台也提供了大量较为同质化的内容。

图表 26. 2020 年 3 月中国秀场直播平台活跃用户规模 (万)



资料来源: Mob 研究院, 中银证券

秀场直播作为较为成熟的直播模式, 各大平台商业模式基本一致。用户群体单一、缺乏增长空间, 同时主播的才艺形式、颜值特征同质化, 平台需要不断投入流量采买成本, 难以形成行业壁垒。由于进入发展的瓶颈期, 秀场直播相关融资案例与金额自 2016 年起断崖式下跌。

**在全方位的冲击下, 行业玩家积极探索新的模式**, 如陌陌的“直播+社交”模式。行业主播也开启多元化变现, 从单一打赏向广告、带货等多变现方式演变。我们预计秀场直播与其他各类直播形式的界限将日趋模糊, 短视频平台作为新的流量池其秀场直播垂类将迎来新的变化。

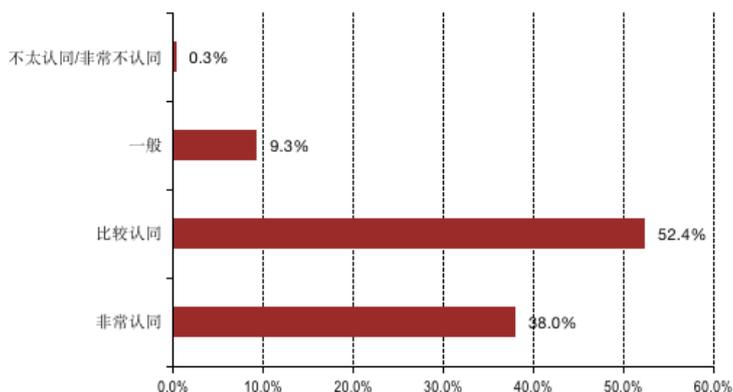
## 知识直播仍在探索稳定的变现模式

知识直播更新了传统的文字资料阅读和线下面对面传授的获取途径, 通过在线直播向平台用户推送知识或经验, 同时与用户进行实时交流与反馈, 在拓展受众群体范围、提升双向交流效率、增强场景趣味性等方面优势明显, 知识直播正成为在线直播行业图谱的重要组成部分。

**满足用户超越娱乐的知识价值需求, 认可度高。**知识直播具备专业知识、技能的价值沉淀, 为平台丰富了垂类内容, 挖掘并满足用户超越娱乐的求知需求。用户对知识直播存有高认可度, 2021 年超过 90% 用户认可知识直播, 其中 38% 持非常认同态度。

通过直播这一新颖的知识传播场景, 加上平台原有的社区互动氛围, 不仅是对该领域有强学习目的性的用户会加入直播, 还会吸引即时发生兴趣的观众, 不断拓展原有受众群体, 实现破圈。这都将提高平台用户粘性, 沉淀用户价值。

图表 27. 2021 年中国直播用户对知识直播的认同度



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

**常驻知识类创作者加空降式权威专家，保持信任感与话题度。**从知识直播的内容供给来看，主要分为两类：1) 一类是入驻平台的知识类创作者，该类创作者虽然可能不具有官方的权威性，但拥有平台用户认证的知识产出者这一身份，内容质量高，创作持续性强，与粉丝建立了信任关系，这类创作者进行的知识直播观众主要由粉丝组成，与粉丝进行互动，增强信任感。2) 另一类是平台邀请的空降式的相关领域内的专家，该类专家拥有高权威性，能打造高话题度的知识直播，活跃用户并打出知识直播这一板块的知名度。

图表 28. 常驻知识类创作者&权威专家



资料来源：抖音app，快手app，中银证券

中短视频不断加码知识直播，百度、搜狐、知乎切入知识直播赛道。短视频平台已迈入精细化运营阶段，存量的价值竞争成为重点。相较于泛娱乐，知识内容有更深厚的价值沉淀，生命力持久，更具长尾效应，长期来看能为平台带来用户价值增量。快手、抖音、B站等中短视频平台在知识直播上不断加码，丰富泛知识垂类，开辟新增长点。

百度、搜狐、知乎等非视频平台另辟蹊径，切入知识直播赛道。该类平台就娱乐或带货直播而言，相较于短视频，没有明显优势，而知识直播更符合其调性，能与平台原本生态相辅相成。

图表 29. 国内平台知识直播布局

中短视频	
跳出娱乐局限，不断加码知识直播布局，丰富泛知识垂类，开辟新增长点	
快手	疫情催化下，2020年与高校合作，推出“名校精品课”等，布局知识直播；2020-2021年持续加码，打造“快手新知播”IP，联合专业机构、知识大咖以及站内知识主播，开展垂类知识特色直播，上榜热门话题
抖音	疫情催化下，2020年与高校和企业合作，推出面向在校生或求职场人的知识直播，如“天生有才”“未来定义者”，将知识纳入直播；2020-2021不断深化知识直播布局，推出扬帆计划，主打文化艺术等领域的知识直播
b站	b站较早地以知识破圈，2019年以罗翔、李永乐为主的知识类博主迅速走红，为b站的知识直播打开局面；2020年6月知识区建成，下设科学科普、社科法律心理、人文历史、财经商业、校园学习、职业职场、设计、野生技能八个二级分区，知识直播构成其重要的生态内容
	2021年6月-9月：10000场专业知识直播，100场头部知识大咖直播，1000+中腰部知识主播，50+专业机构；
	2021年1月-10月：文化教育类直播同比增加270万场，科普类万粉主播看播次数同比增加283%
	截止2021年9月，300余位名师学者入驻b站，有接近1.83亿的人在b站学习
互联网平台	
错过娱乐和电商直播，切入知识直播赛道，平台调性与知识直播相符	
百度	百度有强大的知识搜索能力，在2020年5月明确将直播业务定性为知识直播，推出千播计划，投资智慧树，通过制作多元化知识直播节目和扶持知识主播打造出及时分享新知的直播平台
知乎	知乎作为以问答为核心的内容社区，包含科普、小说、文哲、财经等领域，其内容边界几乎无限，天然具有知识直播的土壤，直播这一手段可以推动知乎从图文向视频的转型，吸引用户，目前涵盖知识、职场、心理情感、教育四大直播内容
搜狐	2021年12月宣布正式布局知识直播，以《张朝阳的物理课》试水，目前处于主播积累阶段

资料来源：《2021 B 站创作者生态报告》、《2021 快手内容生态半年报》、《2021 年抖音直播生态报告》，中银证券

优质知识直播门槛高，商业变现较为困难。知识内容创作门槛远远高于秀场直播、游戏直播，创作者需要在某一特定行业有长期的知识、经验积累，并且以深入浅出的方式进行传播和教授。虽然目前各平台都在鼓励知识创作者入局，但内容的质量和可持续性仍需观察。

另外，知识类直播变现更为困难。品牌广告变现容易削弱知识的权威性和中立性；打赏变现不够稳定，相比秀场直播，用户对知识内容冲动打赏的意愿很低。因此，目前知识直播的变现方式主要为课程售卖、衍生商品带货。课程售卖形式要求创作者的知识体系架构非常完善，仅有少量头部专业人士可以达到。衍生商品带货（例如健身知识博主售卖服饰、护肤知识博主售卖护肤品等）由于只能局限于某一垂直商品品类，目标群体较小，销量难以提升。

## 电商直播成“兵家必争之地”

直播电商是以电商为基础，以直播为手段发展起来的一种新型商品经营销售活动，因此直播电商的发展与电商的演变和直播的出现息息相关。2016年女性电商平台蘑菇街与国内大型综合电商平台淘宝首次打造直播间，进行直播带货，直播电商开始进入萌芽期；2016-2018年两大短视频平台：抖音和快手也迅速试水、加码直播电商。从传统电商平台、内容平台、社交平台，到专业的直播服务商、MCN，直播电商产业链不断完善。

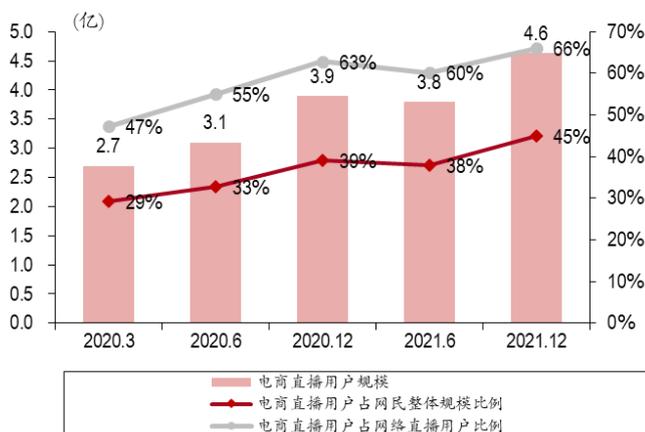
图表 30.直播电商发展历程

直播功能上线，直播电商产业链开始搭建	2016 年	1 月	快手直播上线
		3 月	蘑菇街开启直播电商（最初）
		5 月	淘宝直播正式推出
		9 月	京东直播上线
产业链参与者陆续入局，行业探索发展	2017	2 月	淘宝、天猫直播合并
		3 月	淘宝首届直播盛典，单日直播场子规模上万，单日累计观看破亿
		4 月	MCN 机构谦寻成立
		11 月	抖音上线直播功能
直播流量变现潜力被挖掘，各平台完善直播电商链路	2018	3 月	抖音试水直播电商，在账号中添加购物链接
		5 月	抖音上线店铺入口
		6 月	快手上线快手小店，打通淘宝、有赞、魔筷
		8 月	京东时尚在“京星计划”中推动直播带货
		12 月	抖音购物车功能正式开放，支持跳转淘宝
直播电商快速发展，平台构建闭环产业链，精细化运营	2019	4 月	微信直播电商试运营
		6 月	拼多多与快手打通
		7 月	京东宣布至少投入 10 亿元孵化红人成为“京品推荐官”
		11 月	淘宝双十一直播成交额 200 亿元，参与直播商家超过 50
		12 月	抖音与考拉、京东、唯品会等平台打通，支持带货，推出小程序电商
2020	5 月	快手与京东达成战略合作，打造短视频直播电商新生态	
	6 月	6.18 淘宝直播与 300 为明星合作直播带货	
	12 月	2020 年直播电商 GMV 超万亿	
2021	4 月	抖音推出“兴趣电商”概念	
	7 月	快手提出“大搞信任电商”	

资料来源：艾瑞咨询、Fastdata《2021 中国直播电商行业报告》，中银证券

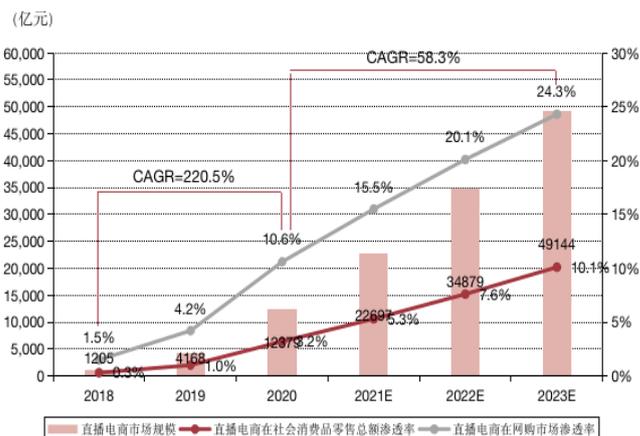
直播电商用户规模和市场规模均取得高速增长，未来增长空间广阔。根据 CNNIC，截至 2021 年 12 月，直播电商用户规模达 4.6 亿人，同比增长 7579 万人，占网络直播用户比例 66%，成为网络直播中用户体量最大的细分类别，占总体网民比例 45%。直播电商市场规模在 2018-2020 年间 CAGR 达到 220.5%，扩张迅速，艾瑞咨询预计 2020-2023 年直播电商市场 CAGR 可达 58.3%，将在 2023 年增长到近 5 万亿元；市场渗透率逐年稳固提高，2022 年预期达到 20.1%，未来提升空间广阔。

图表 31. 直播电商用户规模 (2020.3-2021.12)



资料来源: CNNIC, 中银证券

图表 32. 直播电商市场规模及渗透率 (2018-2023E)



资料来源: 艾瑞咨询, 中银证券

产业链发展完善, 渠道平台占据重要位置。上游的商品供应商、中游的直播服务商、直播辅助服务提供商、渠道平台以及下游的用户构成了直播产业链的五要素, 共同完成从商品供应、达人/商家直播到用户购买消费的转化。产业链完善度不断提高, 渠道平台的核心位置凸显。

图表 33. 直播电商产业图谱

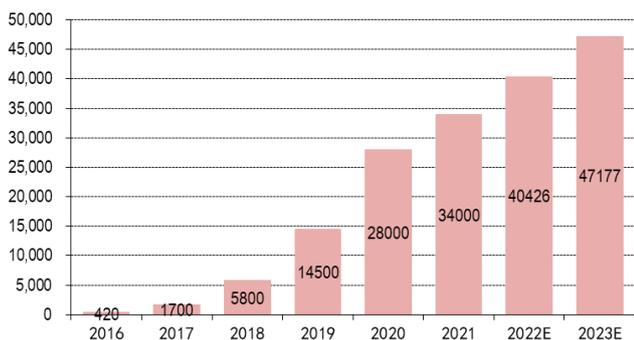


资料来源: 艾瑞咨询, 中银证券

## MCN 产业面向专业化发展

MCN 跟随短视频行业全面崛起，目前走向专业化和精细化发展，在视频产业中承担起举足轻重的角色。MCN 最早源于美国 YouTube，是一种多频道网络的产品形态，连接内容创作者和平台方，实现高效的资源对接和流量变现。2016-2021 年伴随短视频行业增长，MCN 也经历了全面崛起的阶段，从数量上来看，国内 MCN 机构由 2016 年 420 家增长至 2021 年 34000 家，2020 年同比增长率大幅回落，大量尾部机构在竞争中被淘汰，行业进入专业化和精细化的发展；市场规模 2021 年达 335 亿元，稳定扩张。

图表 34. MCN 机构数量及同比变化



资料来源：头豹研究院，中银证券

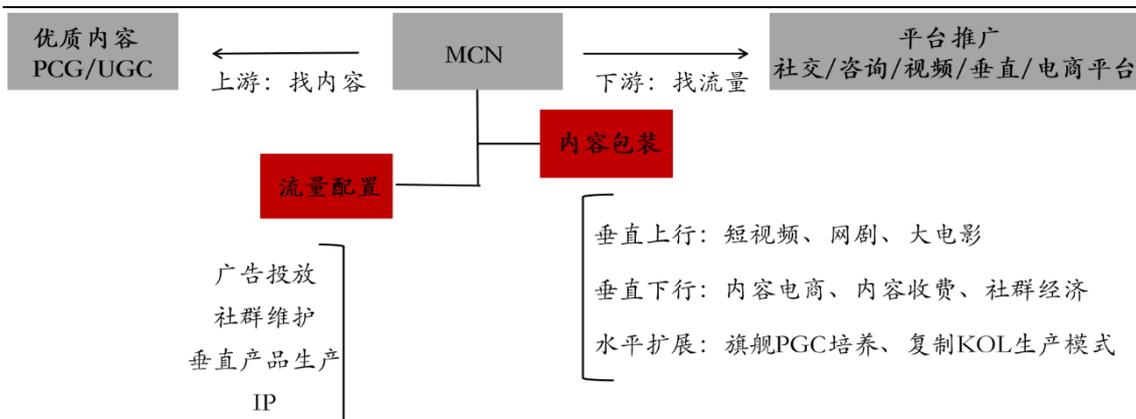
图表 35. MCN 行业市场规模及同比变化



资料来源：头豹研究院，中银证券

内容型 MCN 机构位于产业链中游，它向上整合产业链上游内容资源，向下拓宽内容分发渠道，是链接上下游的枢纽，使得内容创作者与平台方沟通更加高效。MCN 机构需要具备两大基本能力：1) 对创作者的内容输出形式进行包装，以吸引更多的受众，为商业变现提供基础；2) 流量配置，提高红人或者机构本身的影响力，并通过精准推介提升流量的变现能力。在具体运作过程中，MCN 机构首先需要寻求优质 PGC/UGC 内容创作者，再对不同类型的网红进行定制化专业技能培训，为网红提供商业化服务，针对性引流增加曝光机会。

图表 36. 中国内容型 MCN 机构运营模式



资料来源：艾媒咨询，中银证券

发展业态多元化，广告、电商为核心变现模式。中国 MCN 目前主要有 7 种发展业态，以内容生产和运营业态为基础内核，其他 5 大业态（营销业态、电商业态、经纪业态、社群/知识付费业态和 IP 授权业态）作为变现外延，组合式谋求差异化发展。

MCN 机构变现模式比较多样，与短视频平台类似，总的来说有两大方向：一是面向 B 端用户，如商业合作、流量分成、平台补贴、广告营销、IP 授权等；二是面向 C 端商家，主要通过衍生品销售、视频电商、打赏、知识付费等方式获取营收。目前广告与电商为 MCN 机构的主要收入来源。

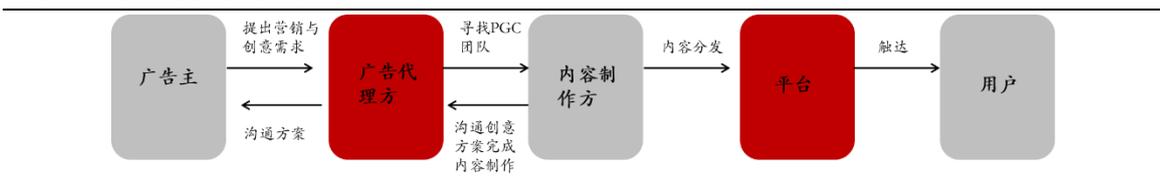
图表 37. MCN 变现形式



资料来源：艾媒咨询，中银证券

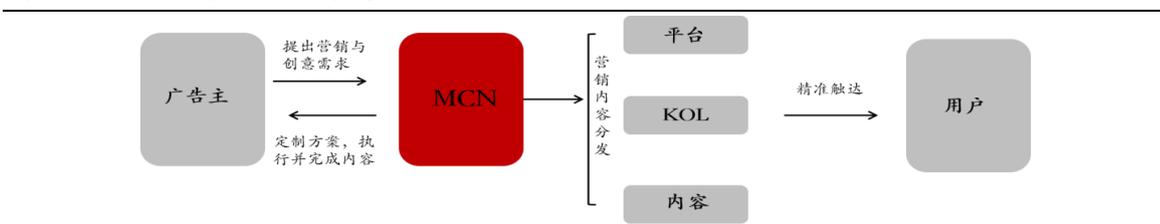
广告是 MCN 行业最为广泛的变现模式。MCN 模式出现之前，传统的广告宣传产业链以广告公司为中心，按照广告主的营销需求，创作合适的内容后，分发到不同的渠道和平台，按照方案报价。MCN 模式中，广告主可以直接找到合适的 MCN，或中小型广告主通过撮合平台找到拥有目标粉丝画像的 KOL，由 PUGC 生产者和广告主直接进行对接，既可以多点分发、提高了分发效率，更精准的内容营销还能够减少用户对广告的抵触程度。

图表 38. 传统内容分发流程



资料来源：艾媒咨询，中银证券

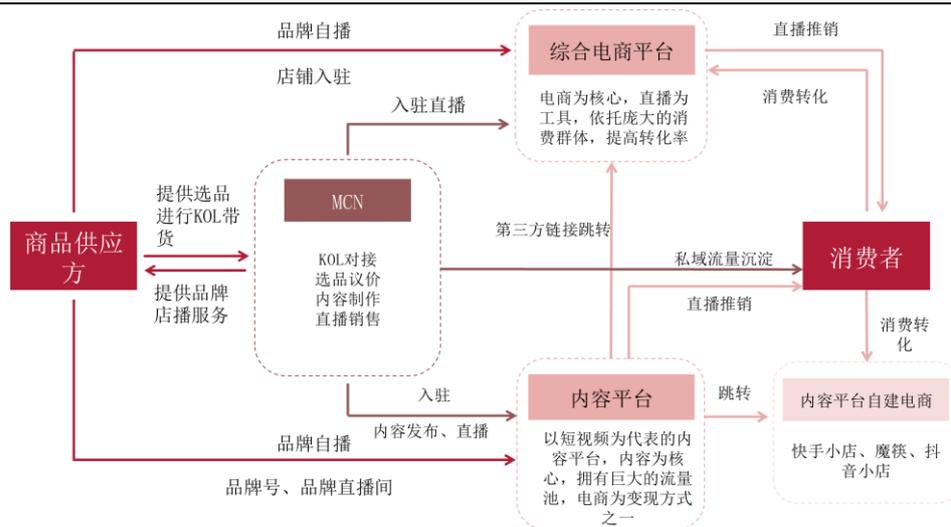
图表 39. MCN 模式下的内容分发流程



资料来源：艾媒咨询，中银证券

电商变现模式的运作更为复杂。视频带货（包括直播带货和短视频内容带货）模式下，MCN 可以批量输出主播，为品牌提供店播服务；也可以与海量的商家对接，形成 SKU 选品池，由粉丝量较大的 KOL 进行达人带货。MCN 机构在电商变现中的参与度很高，不仅要对接上游商家、提供选品供应链的支持，还要负责直播前期的引流、直播中的买量，甚至承担退换货等售后服务。除了在平台直播外，MCN 还需要配合 KOL 将购买粉丝转化为私域流量，更好地实现稳定复购。

图表 40. MCN 电商盈利模式



资料来源：艾媒咨询，中银证券

## 风险提示

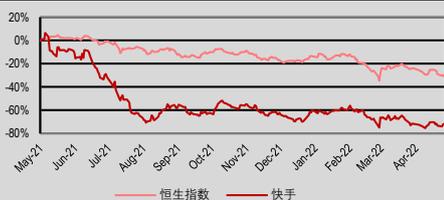
- 居民消费意愿整体低于预期：宏观经济增速放缓、疫情持续爆发，居民收入水平下滑、消费意愿低于预期将直接影响影视内容、内容电商、直播带货等文化娱乐消费，进而影响直播付费、带货电商、游戏等行业领域。
- 广告主需求持续低迷：宏观经济环境、疫情等方面的风险导致广告主投放广告的意愿降低，对广告变现行业造成不利影响。
- 用户流量增长不及预期：如果互联网整体流量增长超预期停滞，将导致行业增长出现风险。
- 游戏版号发放数量大量减少：快手涉及游戏代理发行、游戏直播和自研相关业务。若版号发放数量大量减少，将导致产品供给减少，业务收入下滑。
- 超预期的监管措施：短视频、自媒体行业主要涉及未成年人保护、内容审查、个人信息保护、广告相关法规等政策监管，如果有超过目前监管框架的政策条例出台，会对行业发展造成影响。
- 海外业务进展不及预期：行业内多家公司涉及海外业务，如果海外竞争更加激烈或出现政策合规问题，将导致进展困难。

**1024.HK**
**买入**

市场价格: 港币 68.35

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(0.06)	0.11	(0.29)	(0.70)
相对恒生指数	0.08	0.16	(0.09)	(0.40)

发行股数(百万)	4,270
总市值(港币 百万)	291,860
3个月日均交易额(港币 百万)	2,658
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
腾讯	11.97

 资料来源: 公司公告, iFIND, 中银证券  
 以 2022 年 5 月 16 日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

传媒: 互联网传媒

证券分析师: 卢翌

(8621)20328754

yi1.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522010001

# 快手

## 挖掘私域生态价值, 商业化进程提速

快手科技是全球领先的短视频平台, 普惠流量分配机制下, 私域生态价值凸显, 内容社交生态持续健康发展, 广告和电商变现闭环基本成型, 商业化进程提速。广告是公司主要的收入来源, 占比超过 50%, 电商收入比例持续上升。随着快手在广告、电商业务和海外拓展的不断深入, 收入体量将实现持续增长。行业竞争缓和, 内容运营效率提升, 将使用户流量更有效变现, 改善盈利状况。

### 支撑评级的要点

- **用户流量持续稳健增长, 私域生态充满活力。** 21Q4 快手应用平均日活用户数达到 3.23 亿, 同比增长 19.2%; 平均月活用户数据达到 5.78 亿, 同比增长 21.5%; 每位日活用户日均使用时长同比增长 32.3% 至 118.9 分钟。在普惠流量机制的分配下, 快手持续强化社交优势, 增强用户的互动性和参与度, 私域生态价值凸显。另外, 快手正在不断加强内容供给丰富度, 并进一步优化内容分发策略。
- **变现进程提速, 商业化闭环不断强化。** 快手形成了广告、电商、直播打赏三类变现模式, 通过公私域互相导流。算法系统的精进和广告运营效率的改善, 使得广告变现效率有明显的提升: 2021 年每 DAU 广告收入从 83 元增长至 138 元。信任电商模式和供应链对接系统快速发展, 2021 年平台电商交易总额达到 6800 亿元, 同比增长 78.4%。公司继续加强广告业务与电商业务协同, 实现生态系统内的闭环营销和交易。
- **海外市场是增长的新驱动力。** 截至 2021 年 6 月, 快手海外市场 MAU 超过 1.8 亿。2021 年下半年快手对海外发展策略做了调整, 更加聚焦东南亚等重点市场, 并进行组织调整和产品优化。快手已开启了海外变现的尝试, 主要模式是直播和广告。海外业务增长仍有较大空间。

### 估值

- 采用分部估值和 PS 估值对公司的广告、直播和电商业务估值, 我们认为 2022 年公司合理市值预估为 4404.5 亿港元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

### 评级面临的主要风险

- 宏观经济下滑; 消费疲软; 内容监管超预期; 数据和广告监管风险。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	58,776	81,081	97,357	120,202	141,881
变动(%)	50	38	20	23	18
调整后净利润(人民币 百万)	(7,864)	(18,852)	(7,277)	4,515	15,275
变动(%)	-	(140)	61	-	238
调整后每股收益(人民币)	(8.44)	(4.46)	(1.72)	1.07	3.61
市盈率(倍)	(6.96)	(13.18)	(34.14)	55.03	16.27
每股净资产(人民币)	(171.87)	10.67	8.95	10.02	13.63
市净率(倍)	(0.34)	5.51	6.57	5.87	4.31
每股经营性现金流(人民币)	2.46	(1.31)	1.14	4.85	7.06
每股销售收入(人民币)	63.12	19.18	23.03	28.44	33.57
市销率(倍)	0.93	3.06	2.55	2.07	1.75

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 快手：国内领先短视频平台，加速商业化进程

从 2011 年 GIF 快手成立，快手不断探索内容运营与商业变现，经历四阶段的发展，已经从一款用于 GIF 创作和分享的移动应用发展成为全球领先的内容社区和社交平台之一。

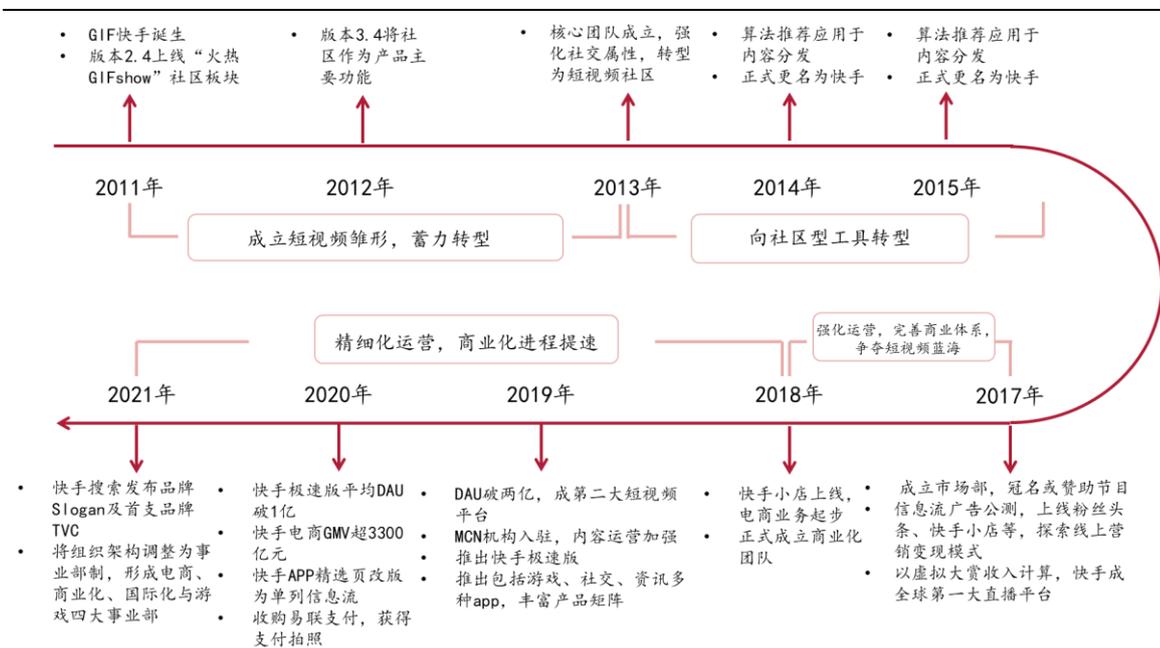
阶段一（2011—2012）：2011 年 GIF 快手成立，彼时仍是短视频剪辑工具；随后上线“火热 GIFshow”社区板块，在 2012 年将社区作为产品主要功能。

阶段二（2013—2016）：从工具型向社区型平台转型。2013 年核心团队成立，宿华将算法推荐首次应用于内容分发，强化了社交属性，GIF 正式转型为短视频社区，改名为快手。

阶段三（2017-2018）：强化运营，完善商业体系，争夺短视频蓝海。在抖音造成的市场冲击下，快手成立市场部及商业化团队，冠名或赞助各类综艺节目，抢夺短视频市场；同时进行息流广告公测，上线快手小店，完善商业体系。

阶段四（2019—）：精细化运营，商业化进程提速，进军海外市场。经历前三阶段的成长，快手的流量、内容与变现均迈向精细化运营阶段，2019 年 DAU 破两亿，成第二大短视频平台。2021 年快手用户流量仍在稳健增长，全年平均 MAU 和 DAU 分别达到 5.4 亿和 3.08 亿；变现效率持续提升，广告收入同比增长 95%，已经超过直播打赏收入，成为平台最大的收入来源，电商 GMV 超 6800 亿元。积极开拓海外市场，21Q3-Q4 开始海外变现尝试，主要方式为直播和广告，以打通变现模式为近期目标。

图表 41. 快手公司发展历程



资料来源：公司官网，快手招股说明书，新浪，中银证券

2021 年 7 月，快手进行组织架构调整，将原增长部门取消并拆分，A 站业务划归运营团队。2021 年 9 月 28 日，快手再次进行大规模组织架构调整，整合主站产品部、运营部、用户增长部等成立产运线，负责快手产品运营相关工作，由原产品负责人王剑伟负责；同时成立电商事业部、商业化事业部、国际化事业部、游戏事业部四大事业部。2021 年 10 月 29 日，宿华辞任 CEO，由程一笑接任。2022 年 1 月 17 日，金秉接任钟奕祺任职首席财务官。

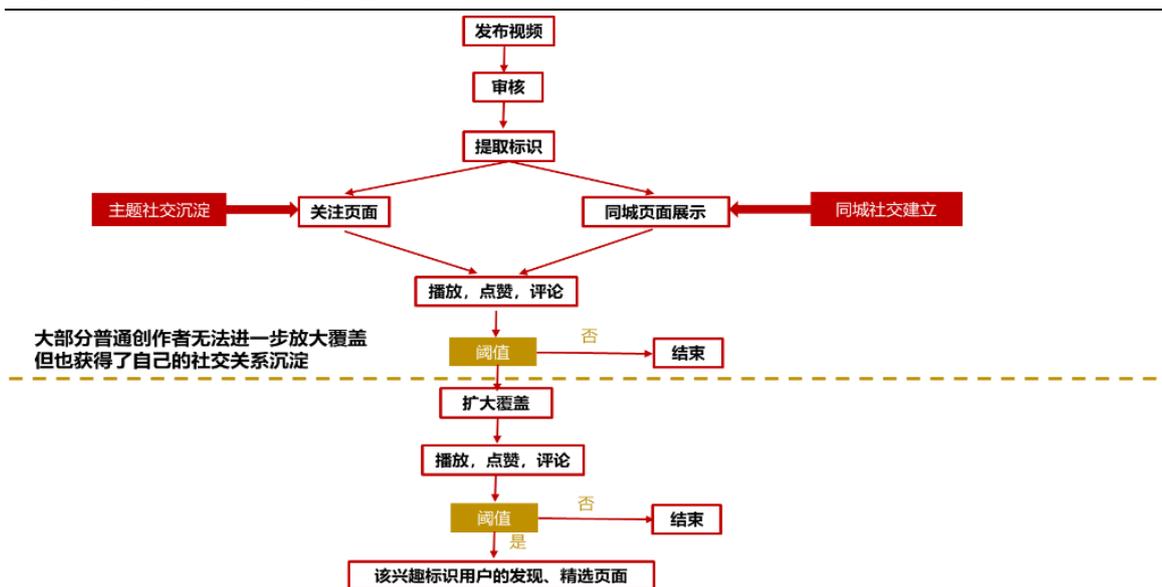
快手近期多次的组织架构大调整是基于公司规模不断扩大、变现效率需要持续提高的事实，原有职业型组织架构按照工作专业性对业务归类，管理机构和人员实行高度的专业化分工，与业务多元化发展、所处市场环境不确定性高的公司的适配度将越来越低，事业部制则可以高效且灵活地发展与开拓自己的产品和市场，稳定性与适应性强。此次调整是快手向加强业务闭环迈进的重要一步。

## 普惠流量机制，私域生态充满活力

去中心化流量分配机制，兼顾内容与公平。快手在流量分配中引入基尼系数，对热度高于设定阈值作品进行降权处理，并将流量适度让位于新的优质作品，以防止出现作品流量体量差距过大的情况。普惠中长尾用户，鼓励其进行内容创作，也激励头部用户向制作更高质量作品迈进，最终使整个内容和用户生态更为繁荣。

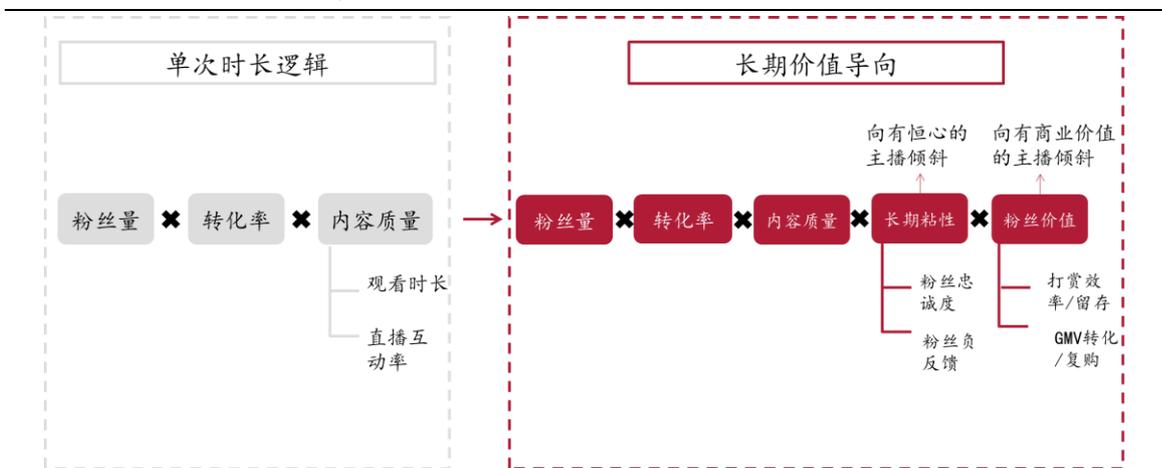
在如此算法平均和流量普惠的分发逻辑下，根据快手磁力引擎报告数据，2020年快手130亿篇原创短视频中，爆款视频占据30%流量，长尾视频占据70%流量。快手上线8.0版本后，更多地向公域流量用户匹配兴趣内容，公域流量的推荐逻辑与抖音趋同，但私域流量沉淀能力仍比抖音要强。

图表 42. 快手 APP 算法推荐机制



资料来源：知识星球，混沌大学，中银证券

图表 43. 快手 APP 流量分配导向机制

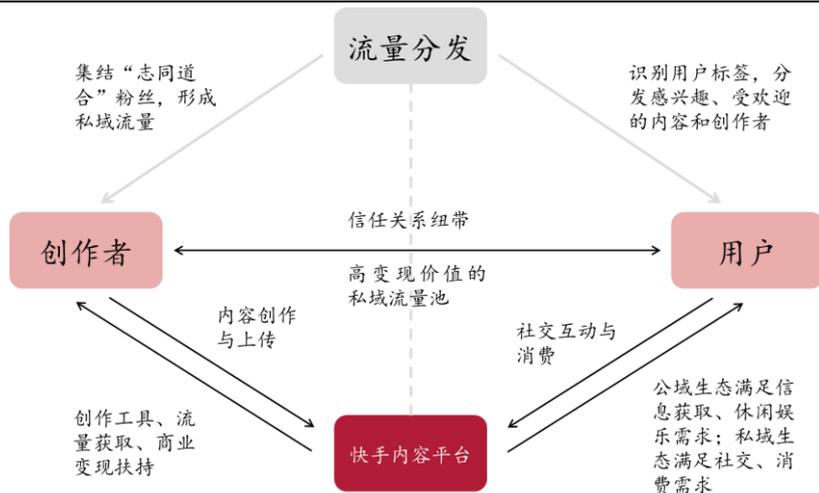


资料来源：2021 快手光合创作者大会报告，中银证券

强化信任纽带，私域生态具备高商业价值。根据快手光合创作者大会数据，2020年在日活跃用户中，有70%在承载私域流量的“关注”页面与KOL或主播进行社交联动和消费，其中平均每个用户在关注页面的时长超过20分钟。因此快手平台长尾内容流量占比大，创作者和粉丝互动深、信任纽带强。

快手已形成创作者内容创作→平台流量分发→信任关系建立与粉丝支持+平台扶持→商业变现加速→更多优质内容产出→更多粉丝的持续正循环，进而筑造出蕴含高商业价值的私域内容生态。

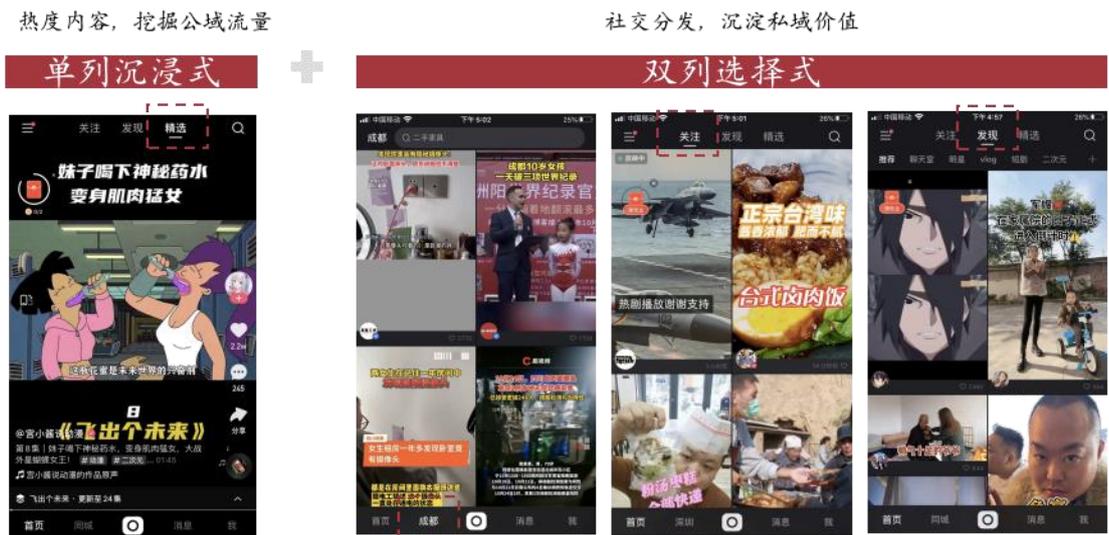
图表 44. 快手内容生态构成要素



资料来源：《2021 快手内容生态半年报》，中银证券

**单列沉浸+双列选择，公域和私域互相导流。**2020年9月，快手对UI进行升级，新增“精选”页，并采用单列上下滑动式，关注、发现、同城页依旧保留双列选择式。单列页面的内容分发以热度加权推荐算法为核心，着重提高用户对内容的新颖体验，成为创作者挖掘公域流量入口；保留双列选择式是保留了快手的社交基因，三种双列页面内容的分发具有强社交逻辑，重在维持用户粘性，守住用户留存。

图表 45. 快手双列与单列页面

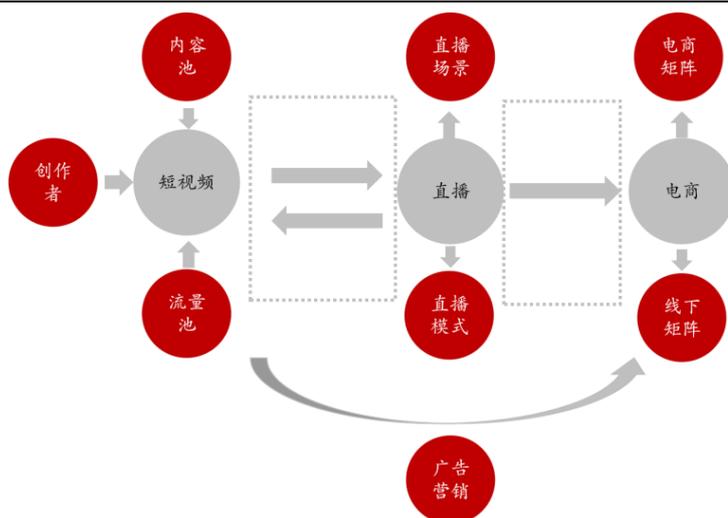


资料来源：快手APP，中银证券

### 广告与信任电商是商业化核心

快手平台上的内容生产者和粉丝有较为紧密的连接关系，在平台变现早期，收入更多来自打赏；尤其在快手流量投放体系尚未搭建的时期，主播会通过“打榜”的方式来引流用户，因此打赏抽成收入占比较大。随着商业化模式的探索加速、流量购买体系的成熟、算法技术的进步，快手的广告收入快速增长，成为收入支撑。而基于用户信任关系的直播电商加速了社交内容和消费行为的转化，也逐渐成为快手的变现核心。

图表 46.快手的商业化发展模式



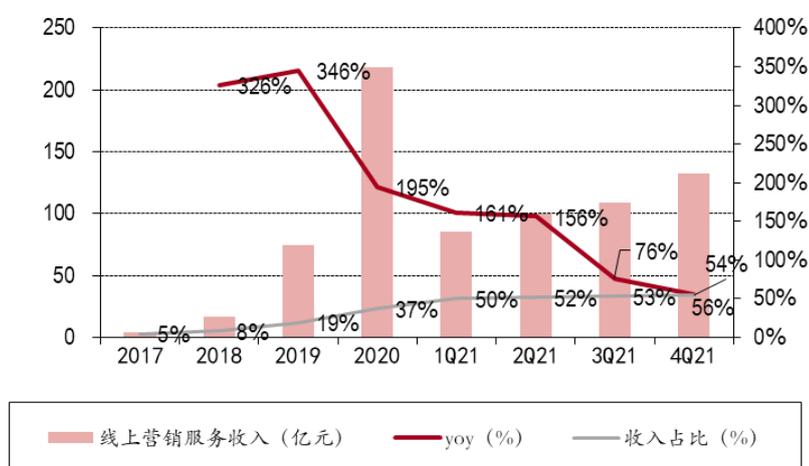
资料来源：明略科技，中银证券

### 广告业务持续发力，完善工具系统，提升变现效率

2017 年之前，直播打赏是快手主要变现途径，随着行业布局加快，短视频以其用户流量、用户使用时长及粘性优势，成为广告投放的沃土。快手调整策略，于 2017 年进行信息流广告公测，但广告体量一直较小。同年 7 月，商业化团队正式组建，引入“快手广告”和“快手商业开放平台”分别商业化公域流量和私域流量。2019 年 10 月快手将营销平台整合升级成为“磁力引擎”，延续“以人中心”的运营逻辑，同时提供流量效率和流量沉淀的价值。

广告收入占比不断提升，增速可观。自 2017 年快手开始探索广告业务，广告服务收入增速大幅提升，2020 年广告收入同比增长 195%；2021 年 Q4 在宏观环境不确定性较大的情况下，仍然保持 56% 的增速。广告收入占比也稳步提升，2021Q4 占比高达 54%，超过直播收入及其他服务收入。

图表 47.快手线上营销服务收入及占比



资料来源：公司公告，中银证券

广告生态已建成，多方位赋能商业变现。2019 年快手将营销平台升级为磁力引擎，将人、内容与流量全面打通，最大化营销增长与社交资产沉淀，至此已形成从流量曝光、流量获取到投放辅助工具，覆盖站外广告主与站内原生账号的广告生态。

磁力引擎满足了短视频平台上三大类广告需求：1) 广告主直接投放广告；2) 商家借由达人/主播制作的内容或直播形式触达用户；3) 达人/主播出于提升粉丝量和内容曝光度、撬动直播下单等目的，向平台购买公域流量，是快手生态的内循环。第一类需求在投放形式上包括标准化的开屏广告、信息流广告、搜索广告，非标准化的魔法表情、定制挑战赛、视频播放页等，以信息流广告为核心；第二类需求形式主要是内容软广和带货直播间；第三类需求可以理解为内容和直播间本身是“商品”，被投放在信息流中推送给用户。

图表 48.快手线上营销服务收入及占比



资料来源：磁力引擎官网，中银证券

从第一类需求：广告直接投放在信息流中的收入公式来看，广告加载率是影响收入的重要因子。在去中心化流量分配下，平台中长尾作品占据主要位置，相对于热度与质量，平台更看中创作者与粉丝的双向信任关系，因此社区氛围强。广告作为外来的“非社区性”内容，加载率过高可能会使用户反感，造成反效果。因此在 8.0 改版中，快手加入了推荐模式的单列信息流，扩大公域流量的广告加载空间，在用户体验与广告收入之间进行协调平衡。

图表 49.快手年度信息流广告收入公式



资料来源：快手广告，中银证券

CPM 报价仍有提升空间。从快手广告刊例报价相比抖音较低，从平台 2021 年度的报价单来看，快手开屏广告 CPM 价格范围在 220-240 元，信息流广告 CPM 价格处于 150-200 元区间；抖音信息流广告按通投与核心城市分类，通投价格区间为 160-280 元，核心/重点城市为 180-360 元。

信息流广告的实际 eCPM 与广告主竞价相关，能够触及的用户圈层越多、投放效果越准确，越能满足广告主的投放 ROI 要求，竞价价格越高。我们认为未来快手将：1) 完善数据收集和算法，提高广告触达的准确度；2) 加强公域和私域流量的互相导流，鼓励更多生态内的引流广告投放，实现有效的内循环广告闭环；3) 完善广告投放平台的功能，增加辅助投放工具、素材制作工具；4) 通过“快手联盟”补充外部流量，提高整体的流量量级，扩充流量圈层。以这些方式支撑 CPM 报价的上升。

图表 50.快手&抖音广告刊例报价单

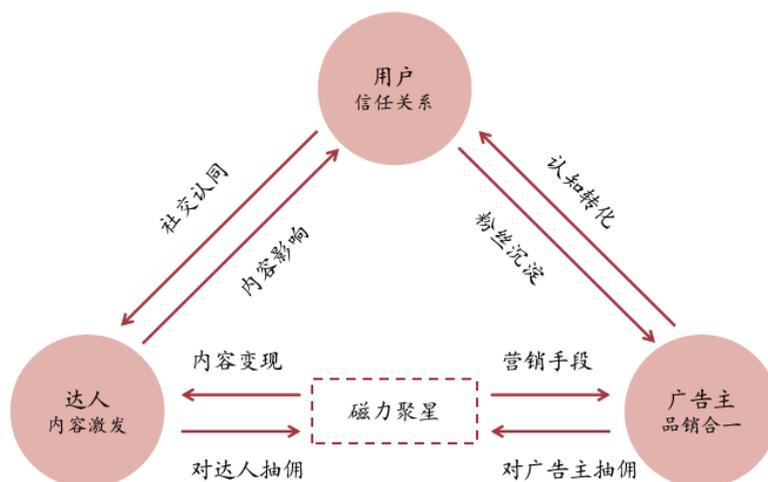
平台	产品类型	产品名称	产品位置	产品样式	售卖方式	刊例价格	售卖单位	资源级别		
快手主 app& 极速版	开屏	开屏-CPT	启动页	静态/静态全屏/视频	CPT	2,000,000	元/CPT 轮播	S		
			启动页	互动视频	CPT	2,200,000	元/CPT 轮播	S		
			启动页+信息流	EyeMax	CPT	2,200,000	元/CPT 轮播	S		
			启动页	静态/静态全屏/视频	CPM	220	元/CPM	S		
			启动页	互动视频	CPM	240	元/CPM	S		
	信息流	信息流-大屏	启动页+信息流	EyeMax	CPM	240	元/CPM	S		
			主 app: 发现页、精选页	视频	CPM	200	元/CPM	S		
			极速版: 发现页							
			发现页	图片+视频	CPM	200	元/CPM	A		
			发现页	图片+视频	CPM	150	元/CPM	A		
快手主 app	信息流-双列	首刷	发现页	图片+视频	CPM	200	元/CPM	A		
		非首刷	发现页	图片+视频	CPM	150	元/CPM	A		
		活动入口	发现页	图片	CPM	200	元/CPM	A		
	抖音	TopLive	TopLive-CPM	启动画面+推荐流	视频	CPM	通投: 280 核心城市: 360	元/CPM	—	
				推荐流	视频	CPM	通投: 160 核心城市: 200	元/CPM	—	
		信息流	推荐信息流-智能优选-CPM	推荐流	视频	CPM	通投: 200 核心城市: 260	元/CPM	—	
				推荐信息流-位置优选-CPM	视频	CPM	通投: 220 核心城市: 280	元/CPM	—	
				本地达-智能优选-CPM	视频	CPM	核心城市: 200 重点城市: 180	元/CPM	—	
		Banner	抖音品牌热榜 Banner 第二位-CPM	抖音品牌热榜汽车榜 Banner 第二位	抖音品牌热榜汽车榜 Banner 第二位	图片	CPT	200,000	元/天/轮	—
				抖音搜索页-更多 tab 内 banner-CPT	抖音搜索页-更多 tab 内 banner 第九位	图片	CPT	200,000	元/天/轮	—
详情页信息流	话题页信息流-CPT	话题页信息流 4-1	5-60s 视频	CPT	200,000-500,000	元/天	—			

资料来源: 磁力引擎, 巨量引擎, 中银证券

附注: 快手刊例使用期限为 2021 年 1 月 1 日-2021 年 3 月 31 日; 抖音刊例使用使用期限为 2021 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日

第二类需求是 KOL 主导的内容营销。快手的磁力聚星是对接品牌商与达人的双向开放平台, 一方面给品牌商提供可自由选择的多种合作达人与营销手段, 另一方面为站内创作者提供变现平台, 形成优质创作激励并增强其对平台的粘性, 整个平台的商业价值得以提升。充当中介角色的快手以抽佣形式对品牌商和达人双向收费。

图表 51. 磁力聚星让达人与品牌共生共赢

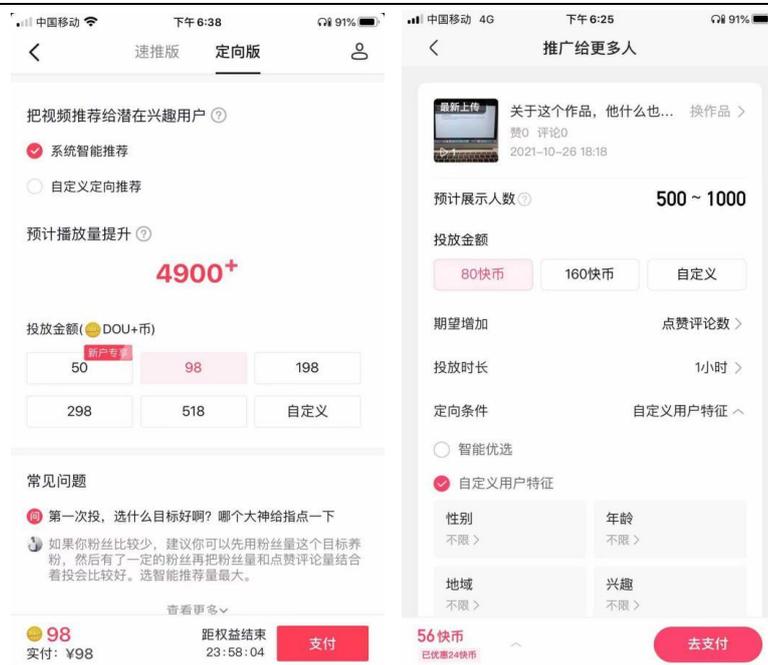


资料来源：磁力数观，中银证券

第三类需求是快手内部的商业化循环变现。快手粉条、磁力金牛为站内账号提供短视频作品和直播间的付费推广服务，既可自买，也可帮买，主要包括作品加热与直播加热。快手粉条通常用来推广短视频内容，是内容型 KOL 的涨粉工具；磁力金牛则是整合了过去信息流、小店通、快手粉条中所有投放直播带货广告的需求，主要为有电商营销诉求的客户提供综合解决方案，打通公私域流量。

以快手粉条为例，作品加热最低投放金额为 80 快币，预计展示人数 500-1000，即大约 0.08 元/次。可自由选择投放市场与定向条件，其中定向条件包括智能优选、自定义用户特征（性别、年龄、地域、兴趣）和制定达人/行业相似粉丝。对比抖音 DOU+ 产品，非新用户最低投放金额为 100 DOU+ 币，预计播放量提升至 4900 次，即大约 0.02 元/次，快手起投金额较低，但单位播放量价格较高。

图表 52. 快手粉条&DOU+

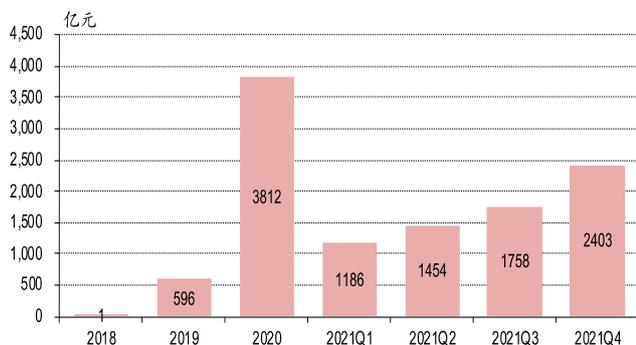


资料来源：快手 app，抖音 app，中银证券

## 直播电商加速信任经济变现

2018年8月快手开启电商业务，GMV和收入增长迅速。2020年电商GMV总额3812亿元，同比增速高达539%；2021年全年电商GMV超过6800亿元，同比增长78%。以电商服务收入为主的其他业务板块占总收入比重不断提升2021年全年达到9.2%。

图表 53. 快手电商业务 GMV



资料来源：公司公告，中银证券

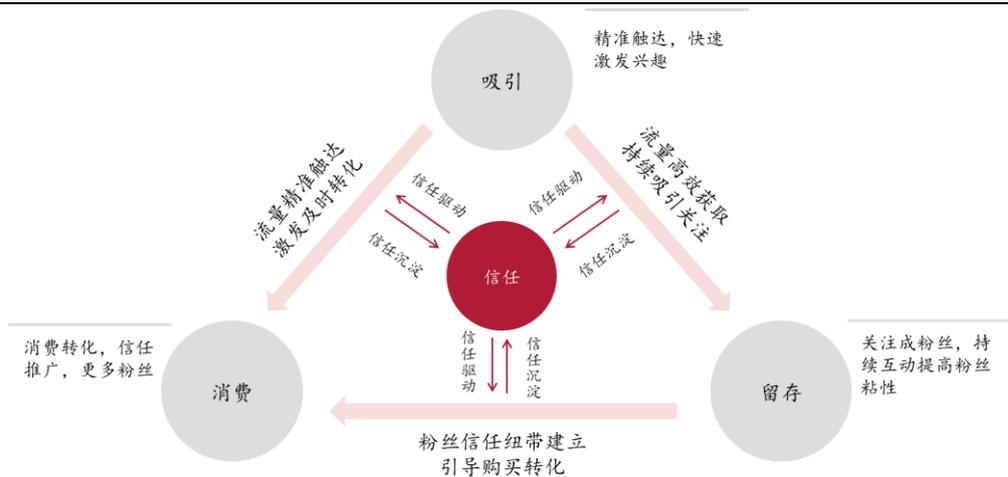
图表 54. 快手其他服务收入及占比



资料来源：公司公告，中银证券

独有信任电商生态，品效高效转化。强社区属性下，创作者与粉丝之间建立的牢固信任关系构筑信任电商生态。在快手平台的电商转化路径中，“信任”始终承担着核心驱动力的角色：推广者与粉丝的社交关系使商品信息在精准触达用户时形成吸引→用户在品牌商私域中成为粉丝→品牌与粉丝的持续互动提高粘性，构筑品牌与粉丝的信任纽带→粉丝持续经营，激发购买转化→粉丝向自身的信任社交网络推广→更多用户。

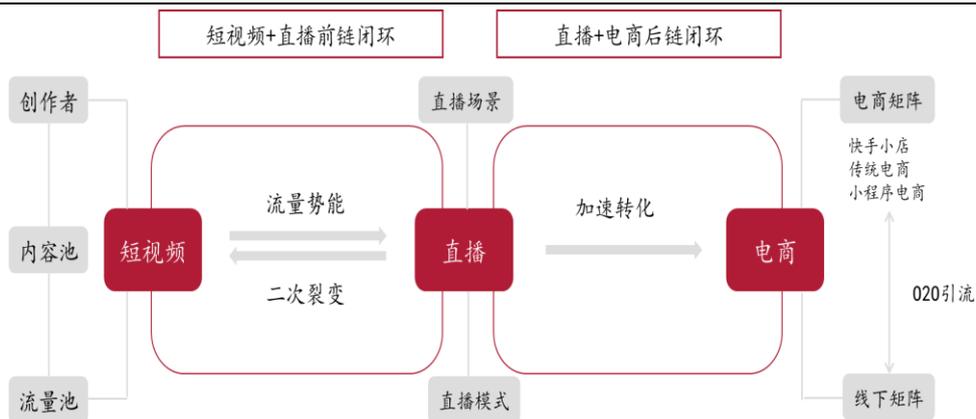
图表 55 快手信任电商转化路径



资料来源：《2021 快手电商数据报告》，中银证券

直播连接前后链闭环，是品效合一的加速器。短视频+直播形成前链闭环，短视频丰富的内容池与活跃流量池为直播造势，在全方面的直播场景——如节日促销、库存清理、新品上市，和多类型的直播模式——包括达人直播、明星带货、高管带货的加持下加速形成直播+电商的后链路闭环，用户被吸引到快手小店，完成沉淀和转化。

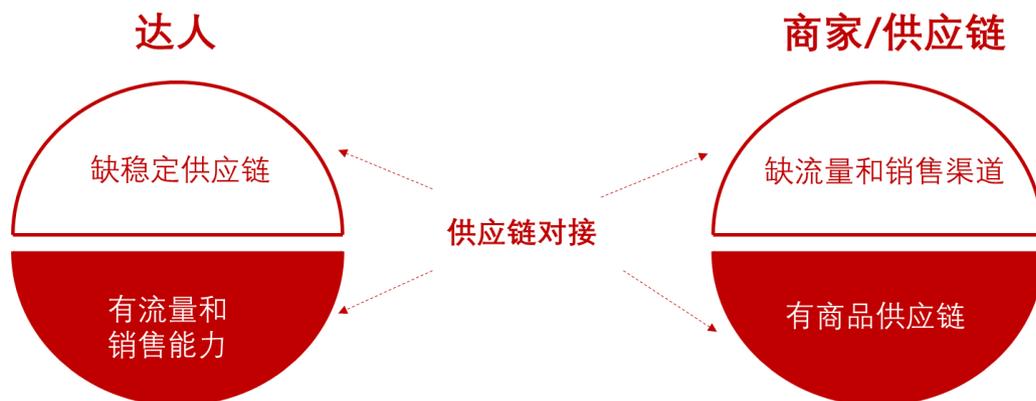
图表 56 快手直播电商模式的增长模型



资料来源：《2020 快手短视频直播电商增长宝典》，中银证券

整合供应链完成货的连接，稳稳托住直播带货生态。快手自建供应链对接系统，建立商家、达人和招商团长三方生态，达人负责直播卖货，商家负责提供商品，招商团长则主要服务商家、对接渠道。21Q4 快手将之前的商品优选平台“好物联盟”升级为“快分销”，降低商家准入门槛，提供更加精细化的主播-商品匹配服务，21Q4 有超过 30% 的 GMV 来自快分销。快手为中小达人和商家提供供应链体系对接，让直播电商业务有了坚实的拓展基础，未来平台货币化率的提升将更顺畅。

图表 57 快手供应链模式示意图



资料来源：快手好物联盟报告，中银证券

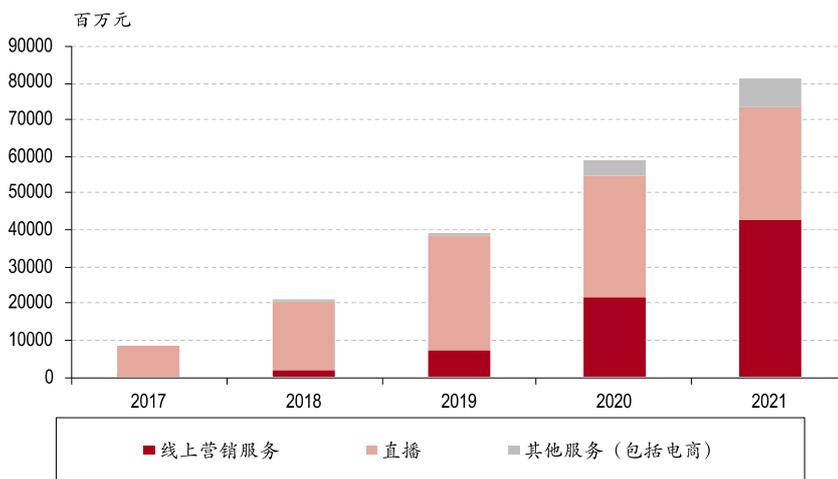
电商品类全覆盖，品牌化加速。截至 2021 年 3 月，快手电商共有 24 个一级类目，160 余个二级类目，1200 多个三级类目，覆盖范围广泛，全面适配用户消费者偏好。品牌商家加速入驻，2021 年 3 月品牌入驻数量同比增长近 450%，其中家居生活类增长 1168%，食品饮料类增长 1054%；在商品销量上，2021 年 3 月品牌商品销量增速达 807%，远远高于非品牌销量增速 293%。快手电商正加速从早期的白牌商品向主流品牌商品靠拢，这既是商家对快手电商平台营销能力的信心增强的体现，也是用户对平台内商品信任度提高的佐证。

## 用户粘性仍在增强，商业变现能力提升

收入增长迅速，营收结构发生改变。快手目前的营收结构主要分为直播打赏，广告、电商业务三个部分。2021年快手实现营业收入811亿元，其中线上营销服务收入、直播收入、其他（包括电商）收入分别为427/310/74亿元，占比52.6%/38.2%/9.2%。

2019年以前快手商业化主要依靠直播打赏，2020年以来广告收入、电商收入快速上升。与抖音相比，快手的商业化进程较慢，从广告加载率增加、匹配效率提升和销售代理团队扩充等多方面发力，广告业务仍有较大增长空间；同时受益于私域流量壁垒高、互动性强、复购率高、供应链逐渐完善等特点，电商业务的长期增长潜力可观。

图表 58.快手各业务收入情况



资料来源：公司公告，中银证券

**内容持续丰富创新，促进用户粘性加强。**从鼓励 PUGC、购买 OGC 和品类扩充入手，快手仍在不遗余力地加强内容供给的丰富度，并进一步优化内容分发策略。

快手不断投入资源扶持微短剧这一内容品类。2020年12月启动“星芒计划”；2021年10月“星芒计划”升级为“快手星芒短剧”，通过内容题材、创作扶持、商业合作三大方向为短剧创作者和机构提供帮助。截至2021年底，快手平台上线了超过10000部短剧，并孵化了多款爆款短剧。东京奥运会期间，快手作为全球首家参与奥运赛事传播的短视频直播平台，利用短视频直播开启了体育赛事传播的新路径，21Q3体育内容消费总时长同比增长150%。21Q3快手还联合效果文化推出泛知识脱口秀直播综艺，泛知识内容已经成为快手今年以来观看次数增长最快的内容之一。

21Q4快手应用平均日活用户数达到3.23亿，同比增长19.2%；平均月活用户数据达到5.78亿，同比增长21.5%；每位日活用户日均使用时长同比增长32.3%至118.9分钟。

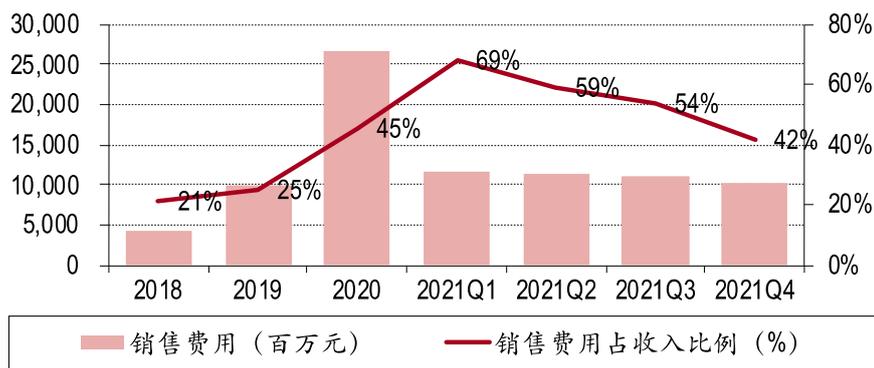
图表 59.快手短剧宣传海报



资料来源：快手短剧宣传，中银证券

获客和维系成本开始环比下滑，运营效率提升。快手国内的单个 DAU 维系成本在 21Q3 已经开始逐渐下降，单个 MAU 的获客成本环比也有所下降。海外发展更加聚焦重点市场，产品优化和内容拓展有所成效，因此海外的推广费用也有环比下降趋势。销售费用 21Q4 环比下降 7.1%，占总收入比例由 21Q1 的 69% 下降到 42%，费用改善非常明显。

图表 60.快手季度销售费用变化



资料来源：公司公告，中银证券

加大电商基础设施收入，电商业务增长空间广阔。2021 年其他服务（主要为电商）收入 74 亿元，同比增长 99.9%；21Q4 收入 24 亿元，同比增长 40.2%，环比增长 27.3%。2021 年平台电商交易总额达到 6800 亿元，同比增长 78.4%。以平台独特的社交属性发展而来的信任电商模式取得了明显的成果，21Q4 用户复购率同比提升超过 5 个百分点至 70% 左右。快手投入了更多资源和精力在电商业务的底层基础设施建设，例如“快分销”供应链、磁力金牛营销投放体系等，从而丰富货品供给、提升匹配效率，强化用户体验，帮助商家提升货品曝光。

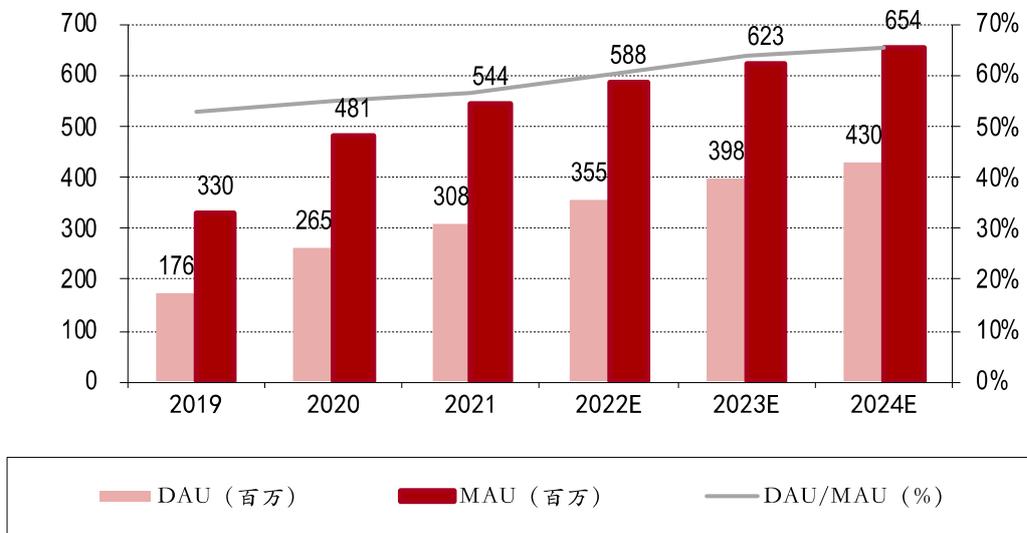
策略调整下，海外市场大有可为。截至 2021 年 6 月，快手海外市场月活用户数超过 1.8 亿。2021 年下半年快手对海外发展策略做了调整：1) 更加聚焦东南亚等重点市场；2) 进行组织调整和产品优化，将 Kwai 中东、Kwai 拉美和主打东南亚市场的 Snack Video 合并为 Kwai 一款产品，形态与页面设计几乎和国内主站保持一致。策略调整下，2021 年下半年海外市场营销费用环比下降，用户日活、月活、留存等数据环比提升。同时，快手已经在近期开启了海外变现的尝试，变现模式包括直播和广告。

伴随着快手和抖音在国内市场的竞争存量被瓜分，海外市场将成为两大短视频巨头未来竞争的热点，在策略的调整下，公司预计加大海外市场的拓展投入，未来用户增长仍有较大空间。

## 盈利预测与估值

随着内容和消费场景视频化的继续加深，短视频的用户增长仍有空间。快手作为国内 TOP2 的短视频平台，随着内容品类的扩充和私域领域壁垒的建立，用户粘性平台活跃度在未来几年仍有相当大的增长空间。2022 年预计快手平台整体流量 (DAU\*每 DAU 日均使用时长) 仍将增长 20%-30%，我们预计 2022/23/24 年的 MAU 分别达到 5.88/6.23/6.54 亿，同比增长 8%/6%/5%；DAU 分别达到 3.55/3.98/4.30 亿，同比增长 15%/12%/8%。

图表 61. 快手 APP 日活和月活数量预测



资料来源：公司公告，中银证券预测

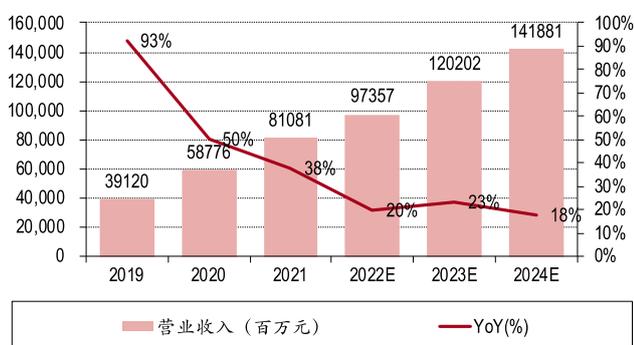
商业化方面，预计快手的直播业务将保持个位数的增速，未来两三年的增量收入将来自线上营销广告业务和电商业务。我们预计 2022/23/24 年，快手总收入分别达到 974/1202/1419 亿元，同比增长 20.1%/23.5%/18.0%。

广告业务方面，2022 年公司的目标是进一步提升自己在互联网广告市场的市占率，广告加载率有所提升，但由于宏观经济环境不确定性较大，22Q1 外部广告主预算缩减，eCPM 同比下滑；且 3 月以来全国疫情形势严峻，物流和仓储不畅，因此内循环电商广告也有一定影响。我们预计 2022/23/24 年广告收入分别为 548/694/824 亿元，同比增长 28%/27%/19%。

直播业务方面，快手加大了引进公会力度，主播的变现效率和规范性将有所提升，预计直播付费用户数将继续增长，但付费值增长较缓慢。我们预计 2022/23/24 年直播收入为 328/359/385 亿元，同比增长 6%/9%/7%。

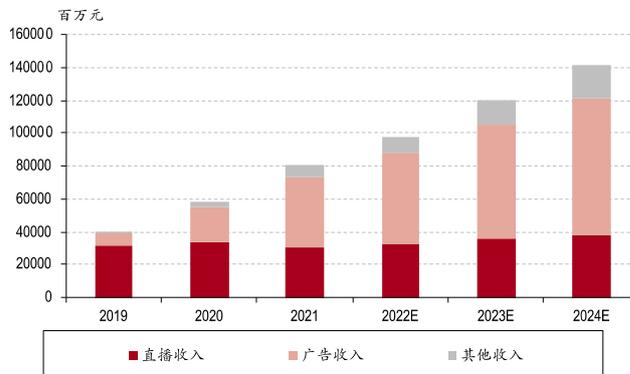
电商业务方面，2022年会着重引入更多品牌、加强服务商合作，提高复购率。2022年3-4月各地散发疫情较为严重，影响电商物流和销量，预计2022年Q1 GMV同比增长40%左右，2022年全年GMV在9000亿元以上。电商业务的货币化率提升仍将不会过于激进，主要战略为在2025年达成2万亿GMV的目标。从中长期来看，电商货币化将逐渐成为收入增长的重要驱动因素，而游戏运营和知识共享内容的流量变现也可能在未来带来增量。

图表 62. 快手营业收入预测



资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 63. 快手收入结构预测

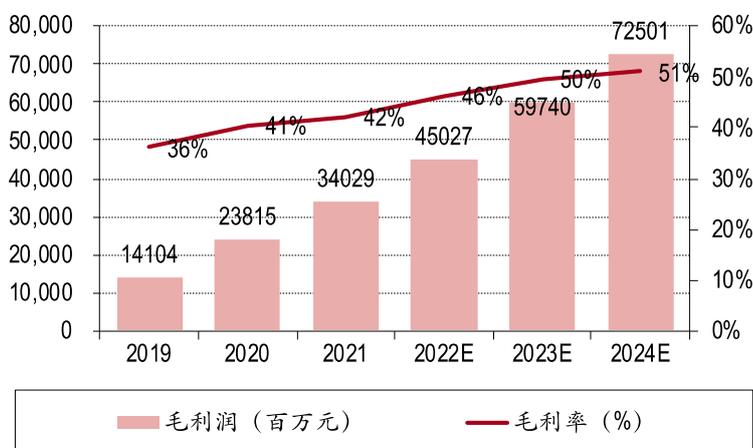


资料来源：公司公告，中银证券预测

**收入结构调整，毛利率预期稳定提升。**快手目前的营业成本主要包括流媒体直播业务的收入分成、带宽费用和服务器托管、相关有形和无形资产的折旧和摊销、职工薪酬、支付渠道费用等，其中直播业务收入分成占总成本比例最大。更多公会的加入导致直播分成有一定提升，电商业务引入服务商也会导致短时间毛利率下滑，未来服务商体系成熟后，平台将会更多依靠服务能力和供应链获得佣金。

展望未来，根据我们的估计，由于直播业务收入贡献率下降，线上营销服务收入增加和电商体系的成熟，毛利润结构有所调整，毛利率将逐步改善，预计2022/23/24年的毛利率为46.2%/49.7%/51.1%。

图表 64. 快手毛利润和毛利率预测

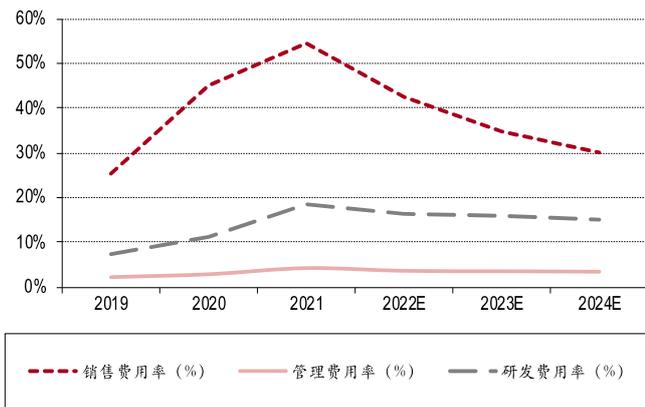


资料来源：公司公告，中银证券预测

2017年至2019年，当用户规模和收入都在高速增长时，快手能够保持相对健康的营业利润率水平。从2019年开始，随着行业竞争的加剧，公司投入的销售和营销费用在绝对金额和占总收入的比例上都有所增加；2021年开始行业格局基本形成，竞争趋缓，因此公司的营销费用率逐季下滑。

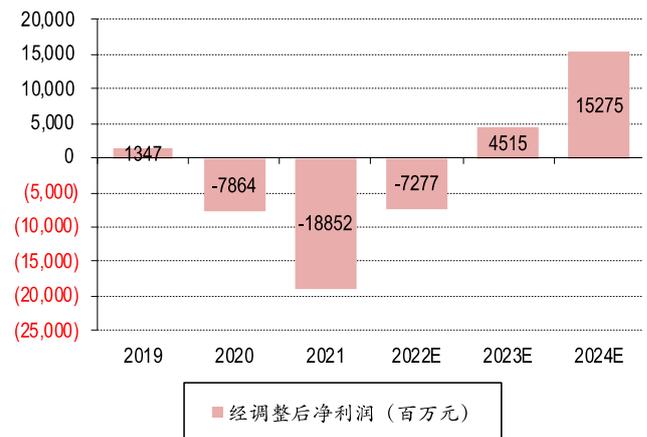
21Q4营销费用率从21Q1的68.5%下降至41.9%，预计2022年公司营销投入将继续收缩，国内更多通过内容运营保证用户拉新和留存，海外拓展更加聚焦优势地区，盈利能力增强。管理费用率保持基本稳定；研发费用率有所下降。我们预计快手2022/23/24年的销售费用率将达到42.4%/35.0%/30.0%；2022年调整后净亏损为72.77亿元，亏损率缩小至7.5%，2022Q4有望实现国内业务的盈亏平衡；2023/24年调整后净利润分别为45.15/152.75亿元。

图表 65. 快手各费用率预测



资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 66. 快手经调整净利润预测



资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 67. 快手财务数据预测

(人民币百万)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>81,081.1</b>	<b>97,356.6</b>	<b>120,201.8</b>	<b>141,880.8</b>
线上销售服务收入	42,665.8	54,819.8	69,379.9	82,423.4
直播服务收入	30,994.8	32,835.1	35,919.0	38,469.2
其他服务收入	7,420.5	9,701.7	14,902.9	20,988.3
<b>毛利润</b>	<b>34,029.3</b>	<b>45,026.9</b>	<b>59,740.3</b>	<b>72,501.1</b>
<b>毛利率(%)</b>	<b>42.0</b>	<b>46.3</b>	<b>49.7</b>	<b>51.1</b>
销售费用率(%)	54.5	42.4	35.0	30.0
管理费用率(%)	4.2	3.6	3.5	3.4
研发费用率(%)	18.5	16.5	16.0	15.0
<b>调整后净利润</b>	<b>(78,077.4)</b>	<b>(15,084.1)</b>	<b>(5,101.2)</b>	<b>3,924.2</b>

资料来源：iFind, bloomberg, 中银证券预测

## 估值

我们对快手使用分部估值，且由于公司尚未盈利，我们使用PS估值法。

娱乐直播业务方面，我们对标虎牙、斗鱼、欢聚和陌陌，四家公司2022年的平均PS值为1.90。考虑到快手平台直播的品类更为丰富、内容生态更加完善、用户粘性更强，我们给予3.80倍的PS值。2022年我们预计快手直播业务收入达到328亿元，则快手直播业务2022年的合理估值预计为1247.7亿元人民币。

图表 68. 可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (当地货币)	总市值 (当地货币, 亿元)	营业收入 (财报货币, 亿)			PS		
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
HUYA.N	虎牙	3.9	9	109.14	113.88	114.11	0.58	0.55	0.55
DOYU.O	斗鱼	1.5	5	90.65	81.04	82.06	0.35	0.39	0.39
YY.O	欢聚	39.1	28	26.19	29.28	31.14	7.19	6.43	6.05
MOMO.O	陌陌	5.1	10	297	334.2	375.9	0.23	0.20	0.18
<b>平均值</b>							<b>2.09</b>	<b>1.90</b>	<b>1.79</b>

资料来源: iFind, bloomberg, 中银证券预测

注: 收盘价时间为北京时间 5 月 16 日收盘, CNY:USD=6.79:1, CNY:HKD=0.87:1

广告业务方面, 我们对标 Meta、谷歌、Twitter 和微博, 四家公司 2022 年的平均 PS 值为 4.36。快手广告业务的成熟度和体量未达到海外互联网头部公司, 但在中国市场快手广告的增长空间较大, 我们给予平均的 PS 值。2022 年我们预计快手广告业务收入达到 548 亿元, 则快手广告业务 2022 年的合理估值预计为 2390.2 亿元人民币。

图表 69. 可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (当地货币)	总市值 (当地货币, 亿元)	营业收入 (财报货币, 亿)			PS		
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
FB.O	Meta	198.6	5,375	1179.29	1323.47	1546.42	4.56	4.06	3.48
GOOGL.O	谷歌	2,321.0	15,284	2120.71	2550.73	2948.56	7.21	5.99	5.18
TWTR.N	Twitter	40.7	311	50.77	59.92	73.18	6.13	5.19	4.25
9898.HK	微博-SW	164.0	399	22.57	23.47	25.29	2.27	2.18	2.02
<b>平均值</b>							<b>5.04</b>	<b>4.36</b>	<b>3.73</b>

资料来源: iFind, bloomberg, 中银证券预测

注: 收盘价时间为北京时间 5 月 16 日收盘, CNY:USD=6.79:1, CNY:HKD=0.87:1

电商业务方面, 我们对阿里巴巴、京东、拼多多和唯品会, 四家公司 2022 年的平均 PS 值为 1.33。快手直播电商业务 GMV 体量的天花板应小于阿里巴巴、京东、拼多多; 但直播电商相对于货架电商有差异化优势, 快手信任电商是私域流量变现的关键渠道, 且货币化率提升还有较大空间。我们给予 50% 的估值溢价, PS 估值为 2.00。2022 年我们预计快手电商业务 (约等于其他业务) 收入达到 97 亿元, 则快手电商业务 2022 年的合理估值预计为 194.1 亿元人民币。

图表 70. 可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (当地货币)	总市值 (当地货币, 亿元)	营业收入 (财报货币, 亿)			PS		
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
9988.HK	阿里巴巴	84.6	18,347	7172.89	8619.96	9799.61	2.23	1.85	1.63
9618.HK	京东-SW	200.0	6,247	9515.92	11030.34	12937.55	0.57	0.49	0.42
PDD.O	拼多多	37.7	477	147.43	176.56	221.21	3.23	2.70	2.16
VIPS.N	唯品会	8.2	54	183.59	191.1	206.51	0.29	0.28	0.26
<b>平均值</b>							<b>1.58</b>	<b>1.33</b>	<b>1.12</b>

资料来源: iFind, bloomberg, 中银证券预测

注: 收盘价时间为北京时间 5 月 16 日收盘, CNY:USD=6.79:1, CNY:HKD=0.87:1

综上, 我们预计 2022 年快手合理估值合计为 3831.9 亿元人民币, 约合 4404.5 亿港元 (CNY:HKD=0.87:1)。首次覆盖, 给予“买入”评级。

### 风险提示

- 居民消费意愿整体低于预期：宏观经济增速放缓、疫情持续爆发，居民收入水平下滑、消费意愿低于预期将直接影响影视内容、内容电商、直播带货等文化娱乐消费，进而影响公司的直播付费、电商等业务。
- 广告主需求持续低迷：宏观经济环境、疫情等方面的风险导致广告主投放广告的意愿降低，对公司的广告业务造成压力。
- 用户流量增长不及预期：快手各项业务的发展需要流量增长的支撑，如果流量增长超预期下滑，将导致公司收入增长出现风险。
- 超预期的监管措施：短视频行业主要涉及未成年人保护、内容审查、个人信息保护、广告相关法规等政策监管，如果有超过目前监管框架的政策条例出台，会对快手造成影响。
- 游戏版号发放数量大量减少：快手涉及游戏代理发行、游戏直播和自研相关业务。若版号发放数量大量减少，将导致产品供给减少，业务收入下滑。
- 公司商业化运营效率下降：快手尚未能实现盈利，目前正在提升商业化变现能力，若组织效率下滑，将导致变现进程减缓，引起市场和投资人担忧。
- 海外业务进展不及预期：公司海外业务需面临 TikTok 的竞争，如果竞争更加激烈或出现政策合规问题，将导致进展困难。

### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	58,776	81,081	97,357	120,202	141,881
营业成本	(34,961)	(47,052)	(52,330)	(60,462)	(69,380)
毛利润	23,815	34,029	45,027	59,740	72,501
销售费用	(26,615)	(44,176)	(41,244)	(42,071)	(42,564)
管理费用	(1,677)	(3,400)	(3,492)	(4,207)	(4,824)
研发费用	(6,548)	(14,956)	(16,107)	(19,232)	(21,282)
其他收入	528	(225)	400	200	200
其他损益	176	(225)	(150)	-	-
营业利润	(10,320)	(27,702)	(15,566)	(5,570)	4,031
财务收入净值	(35)	(38)	(80)	200	100
其他损益	(106,846)	(51,362)	(220)	-	-
税前损益	(117,201)	(79,103)	(15,866)	(5,370)	4,131
所得税	566	1,025	782	268	(207)
年度损益	(116,635)	(78,077)	(15,084)	(5,101)	3,924
调整后净利润	(7,864)	(18,852)	(7,277)	4,515	15,275
普通股数(摊薄, 百)	931	4227	4227	4227	4227
EPS(调整后, 摊薄)	(8.44)	(4.46)	(1.72)	1.07	3.61

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及等价物	20,392	32,612	29,591	41,989	63,730
短期定期存款	2,729	3,825	4,868	6,010	7,094
应收款项	2,428	4,450	24,339	30,050	35,470
其他流动资产	5,980	12,123	28,314	32,883	37,218
流动资产总计	31,528	53,011	87,111	110,932	143,513
固定资产	7,206	11,051	10,194	9,791	9,602
无形资产	1,248	1,172	1,122	1,072	1,022
其他非流动资产	12,165	27,282	23,624	21,905	21,097
非流动资产总计	20,619	39,505	34,940	32,768	31,721
总资产	52,147	92,515	122,051	143,700	175,234
应付账款	17,308	29,144	58,414	72,121	85,128
短期借款	2,099	3,529	4,868	6,010	7,094
其他流动负债	3,778	4,582	10,815	13,100	15,268
流动负债总计	23,185	37,256	74,097	91,231	107,490
非流动负债总计	189,012	10,164	10,135	10,135	10,135
总负债	212,197	47,419	84,232	101,366	117,626
累计损益	(172,062)	(250,172)	(265,256)	(270,358)	(266,433)
其他权益	184,073	271,026	293,917	308,634	316,060
归属于母公司权	12,012	20,854	28,660	38,276	49,627
非控制性权益	-	-	-	-	-
权益总额	(160,050)	45,096	37,819	42,333	57,608
总负债及权益	52,147	92,515	122,051	143,700	175,234

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净损益	(117,201)	(79,102)	(7,277)	4,515	15,275
折旧与摊销	4,863	6,885	12,665	10,272	9,147
运营资本变动	(3,779)	(12,554)	5,387	14,787	24,422
其他经营现金流	118,406	79,252	(5,964)	(9,075)	(19,002)
经营活动产生的现金流	2,289	(5,519)	4,810	20,498	29,842
购买固定资产净值	(5,907)	(7,758)	(8,100)	(8,100)	(8,100)
投资增加净值	3,440	(6,003)	(1,042)	(1,142)	(1,084)
其他投资现金流	(2,401)	(4,601)	-	-	-
投资活动产生的现金流	(4,867)	(18,361)	(9,142)	(9,242)	(9,184)
净增债务	(1,666)	(2,748)	1,339	1,142	1,084
净增权益	20,957	-	-	-	-
其他融资现金流	-	39,248	(28)	-	-
融资活动产生的现金流	19,290	36,500	1,311	1,142	1,084
现金变动	16,711	12,620	(3,022)	12,398	21,742
期初现金及等价物	3,996	20,392	32,612	29,591	41,989
期末现金及等价物	20,392	32,612	29,591	41,989	63,730

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 主要比率

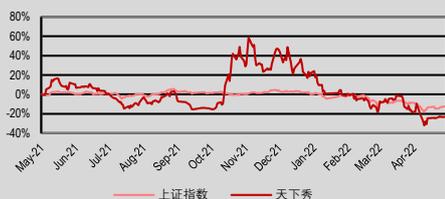
年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	50	38	20	23	18
营业利润增长率	-	(168)	44	64	-
调整后净利润增长率	-	(140)	61	-	238
<b>获利能力</b>					
毛利率	41	42	46	50	51
调整后净利率	(13)	(23)	(7)	4	11
ROE	5	(42)	(19)	11	27
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	407	51	69	71	67
净负债比率	(133)	105	223	239	204
流动比率	136	142	118	122	134
速动比率	126	133	91	95	107
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.39	1.12	0.91	0.90	0.89
应收账款周转率	33.25	23.58	6.76	4.42	4.33
应付账款周转率	2.38	2.03	1.20	0.93	0.88
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	(8.44)	(4.46)	(1.72)	1.07	3.61
每股销售收入	63.12	19.18	23.03	28.44	33.57
<b>估值比率</b>					
P/E	(6.96)	(13.18)	(34.14)	55.03	16.27
P/S	0.93	3.06	2.55	2.07	1.75

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

**600556.SH**
**买入**

价格: 人民币 7.43

板块评级: 中性

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(42.36)	(6.42)	(23.40)	(23.01)
相对上证指数	(26.98)	(2.61)	(12.09)	(10.39)

发行股数(百万)	1808
流通股(%)	59
总市值(人民币 百万)	13,432
3个月日均交易额(人民币 百万)	101
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
ShowWorld HongKong Limited	18.4

 资料来源: 公司公告, iFIND, 中银证券  
 以2022年5月16日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

传媒: 互联网传媒

证券分析师: 卢翌

(8621)20328754

yi1.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522010001

# 天下秀

## 高效连接两端市场, 红人经济领头羊

红人营销是私域流量变现的主要方式之一, 发展前景广阔, 但由于去中心化程度高, 如何高效连接多方、实现跨平台投放等是行业发展的关键。天下秀通过长期积累的大数据技术、出众的服务能力, 帮助品牌和红人两端解决信息差导致的低效匹配问题。同时不断向产业链上下游延伸, 实现红人营销全链路覆盖, 在产业资源上具有规模优势和高效的联动性。

### 支撑评级的要点

- **红人经济前景广阔, 连接平台解决跨边信息差问题。**红人营销通过对红人特征和粉丝群体的把握, 使品牌更加精准触达目标消费者, 开展精细化运营, 投放门槛低、方式灵活、私域流量沉淀好。但由于去中心化程度高, 两端市场分散, 需要解决跨边信息差问题。天下秀作为连接平台, 利用大数据技术消弭信息差, 获取高于传统广告代理的利润空间。
- **高效连接两端市场, 深入红人经济产业链。**天下秀主要业务包括红人营销平台(收入占比 95%)和红人经济生态链创新两个板块。营销平台业务主要围绕 WEIQ 平台, 根据内容创作者的类型、粉丝画像等数据, 分析广告主营销需求, 向创作者精准派发订单, 从中抽取交易佣金。公司还依托在行业资源、大数据技术和服务能力向产业链上下游探索。目前已经布局红人职业教育、新消费品牌、内容社区等方向。
- **前瞻性布局元宇宙, 围绕“虹宇宙”社区发展。**公司早在 2011 年就上线了虚拟社交平台火星微社区, 2018 年布局区块链技术后, 将其升级为 3D 虚拟生活社区“虹宇宙”。2021 年 8 月上线内测以来, 虹宇宙累计预约用户超过 40 万, 与龙湖集团、拉菲红酒等品牌开展合作, 搭建营销虚拟互动场景, 打造内容生态。自媒体数字藏品工具集“TopHolder 头号藏家”已正式接入虹宇宙, 丰富平台内 UGC 内容生态建设。

### 估值

- 我们采用 PE 估值, 天下秀具备一定的标的稀缺性, 2022 年合理估值预计为 194.5 亿元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

### 评级面临的主要风险

- 宏观经济下滑; 广告主投放预算收缩; 监管超预期; 行业竞争加剧。

### 投资摘要

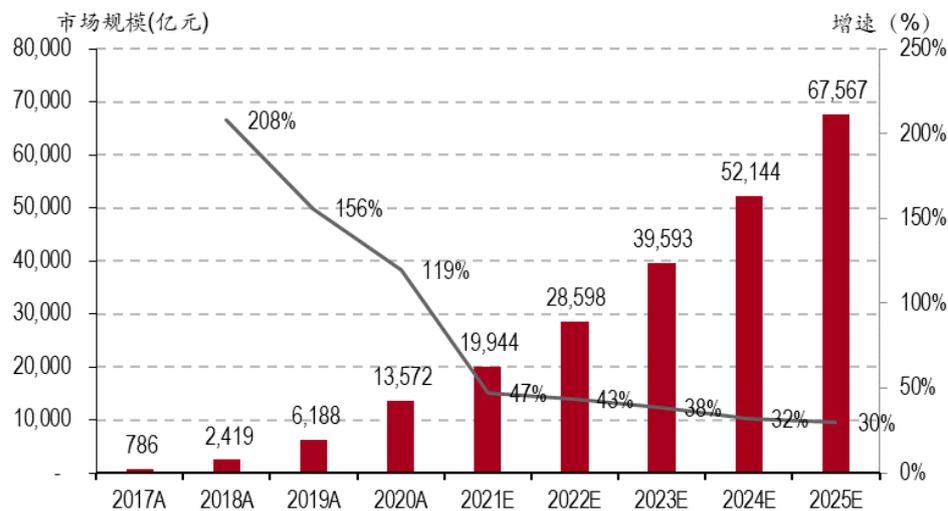
年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	3,060	4,512	5,925	7,915	10,190
变动(%)	55	47	31	34	29
归母净利润(人民币 百万)	295	354	526	747	1,010
变动(%)	14	20	48	42	35
每股收益(人民币)	0.16	0.20	0.29	0.41	0.56
市盈率(倍)	45.46	37.91	25.53	17.97	13.30
每股净资产(人民币)	1.83	2.01	2.28	2.67	3.18
市净率(倍)	4.07	3.70	3.26	2.79	2.33
每股销售收入(人民币)	1.69	2.50	3.28	4.38	5.64
市销率(倍)	4.39	2.98	2.27	1.70	1.32

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 红人经济行业迅速成长

中指研究院在《2021 中国红人新经济发展报告》报告中指出，2020 年我国红人新经济市场规模已经突破 1.3 万亿元，预期到 2025 年市场规模达到 6.7 万亿元，未来 5 年增长幅度或达 5 倍，CAGR 达到 39%；另一方面，红人经济在我国新经济(新产业、新业态、新商业模式)中的地位也不断提升，2017-2020 年，红人新经济占我国新经济比重从 0.6% 迅速提升到 8.0%，预计到 2025 年红人新经济将占到新经济比重的 20% 以上，对国民的日常生活，经济活动将产生较大的影响力。

图表 71. 红人新经济市场规模及增速

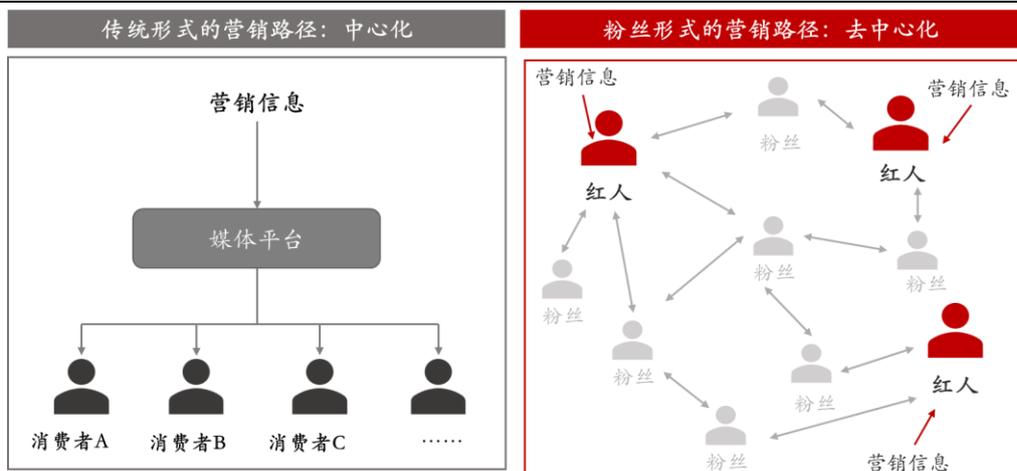


资料来源：中指研究院，中银证券

## 红人营销前景广阔

以红人作为媒介进行营销推广是红人新经济不可或缺的重要组成部分。以往的传统营销通常以大型媒体平台(电视台、门户网站、视频网站等)为传播媒介，对大众进行广泛性的广告分发；红人营销的逻辑则是去中心化的，通过对红人特征和背后粉丝群体的把握，品牌可以更加精准地触达目标消费者，并进一步开展精细化运营，投放费用门槛低、方式灵活、私域流量沉淀效果好。

图表 72. 红人新经济下粉丝形式的营销路径是去中心化的



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

尤其对于对于新消费品牌而言，已经形成了头部 KOL 引起目标人群关注，腰部 KOL 向私域粉丝讲解测评、推荐，尾部 KOL 跟随的综合营销方式。因此新品牌非常需求掌握不同层次 KOL 的数据，并针对性地给予整合营销方案。

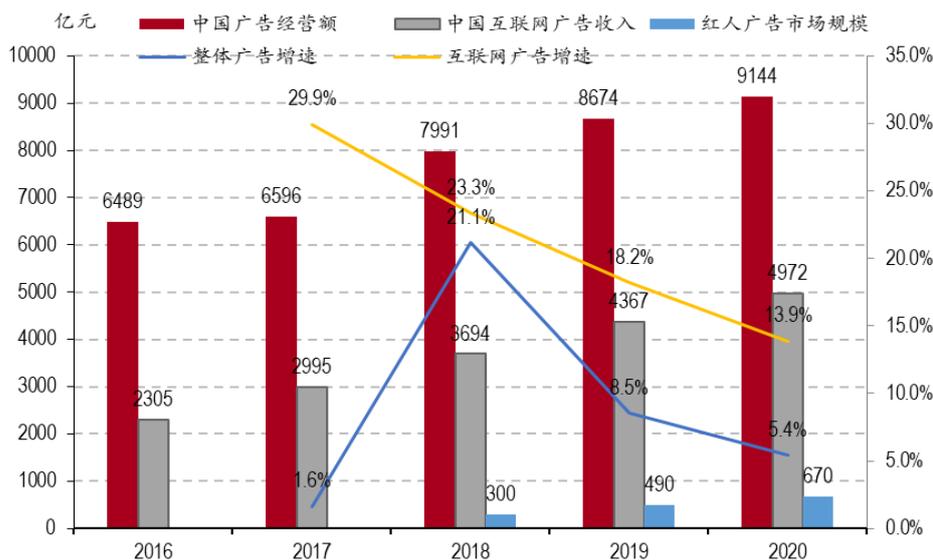
图表 73. 传统品牌和新消费品牌在目标人群等方面有很多不同

传统品牌 VS 新消费品牌		
比较项	传统品牌	新消费品牌
目标人群	基本覆盖所有人群	Z 时代、小镇青年、新中产
传播渠道	线下及电视等传统渠道	线上新媒体渠道
代言人	明星	行业红人
品牌特点	大众化、多元化、着重品牌教育等。强调颜值、差异化市场、重视消费场景、传递品牌理念等。	
产品特点	高品质产品和服务	打造网红爆品、更注重品牌价值
发展历史	10 年以上	1-6 年

资料来源：中指研究院，天下秀，中银证券

红人营销市场自 2018 年逐渐兴起后，2020 年市场规模已经达到 670 亿元，增速达到 50%；红人营销已经发展为互联网广告中增长最迅速的形式之一。根据秒针系统对品牌主的调研数据，超过 60% 的品牌主会选择将预算投在红人推广部分，且比例逐年增加。相比整个广告或互联网营销子行业来说，截至 2020 年，红人营销市场规模占互联网广告市场份额为 13%，占整个中国广告市场份额为 7.3%，总体占比依然较低。我们认为在面临消费者需求愈发细分、公域流量竞争激烈的情况下，私域的红人营销发展空间仍较大。

图表 74. 中国广告、互联网广告和红人广告市场规模



资料来源：中国市场监督管理局，中国产业信息网，克劳锐，中银证券

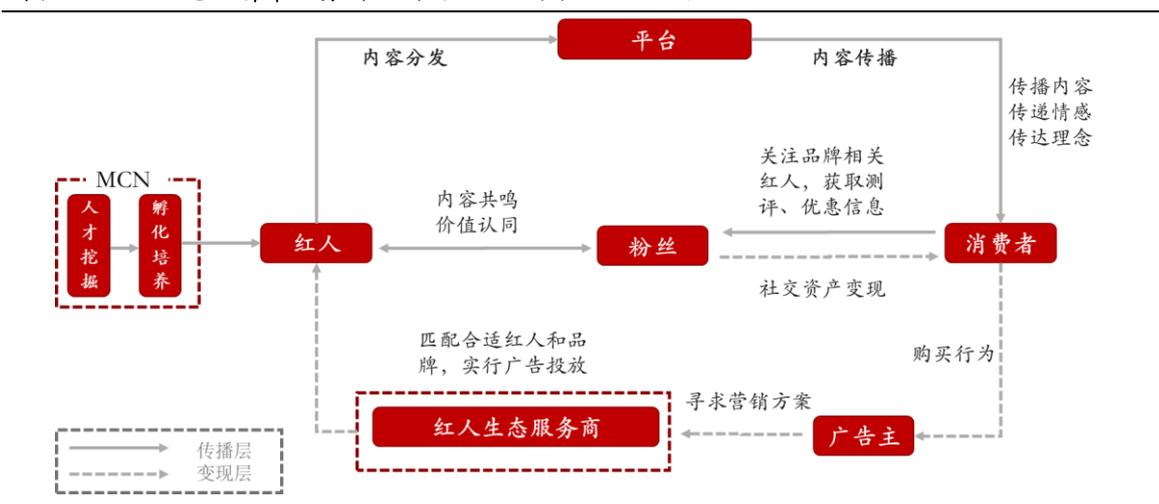
## 代理平台解决跨边信息差问题

虽然红人营销有广阔的前景，但由于去中心化的程度高，如何高效地连接多方关系、如何实现跨平台投放、匹配高质量的红人和内容生产机构等一系列问题都需要解决。

**红人营销的两端市场都比较分散，且有信息差。**MCN 机构这一端呈现明显的长尾特征，头部占有多数市场份额。根据 TOPKLOUT 克劳锐数据，2020 年 MCN 机构数量已超 21000 家，仅 1.9% 的头部 MCN 机构营收超过 5000 万元，而 90% 的 MCN 机构收入规模不到千万级。这些小型的 MCN 有很强的变现需求，但直接对接广告主的机会很少，且没有标准化的报价体系。另一端，中小品牌的竞争格局同样较分散，很多小型企业内部对于如何有效投放营销缺乏经验。

因此天下秀作为连接代理平台，可以利用自己的专业能力和大数据分析技术，消弭信息差问题，解决跨边效应带来的问题，并从中获取高于传统广告代理平台的利润空间。

图表 75. 红人生态经济中服务商主要连接红人和广告主两端



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

## 天下秀：高效连接两端的产业生态服务商

天下秀成立之初背靠新浪，其主要业务包括广告交易系统服务和营销客户代理服务。随着红人经济的快速发展，天下秀红人全产业链业务模式逐渐成熟。公司致力于通过大数据技术，精准匹配各类企业的营销需求和红人账号，帮助红人实现粉丝流量变现，同时提高企业广告投放的效率。

天下秀当前主要业务包括红人营销平台和红人经济生态链创新业务两个板块。红人生态的综合收入（以 WEIQ 平台为主）已经逐步成为天下秀的主要收入。另外，由各类新业务组成的红人经济生态链创新板块也在逐步提升对公司的收入贡献比例。

图表 76. 天下秀作为红人经济平台型企业拥有覆盖全产业链的产品矩阵



资料来源：中指研究院，天下秀，中银证券

天下秀的营销平台业务包括 WEIQ 红人营销平台、SMART 品牌定制营销服务、WEIQ-SAAS 供应商服务和热浪数据。2021 年全年，红人营销平台业务收入达到人民币 42.90 亿元，占天下秀总收入的 95%。

### WEIQ 红人营销平台

WEIQ 红人营销平台（简称 WEIQ）依托大数据技术和平台上的内容创作者行为和交易数据的积累，分析商户/广告主的营销需求，向内容创作者账号精准派发任务订单，红人用户在平台接受任务后，可以在线与商家沟通任务内容，完成内容创作及发布。WEIQ 同时负责商家的资质、信用认证，担保每一笔支付交易。目前，WEIQ 主要针对四大平台：微博、微信、抖音和小红书提供营销推广服务。

平台在帮助商户完成整个红人内容营销链路的同时，也帮助内容创作者完成对其私域流量的商业化。平台的收入核算以总额法进行，收入端为广告主的营销投入资金，最大的成本项目则是媒体资源采购，即内容创作者完成营销任务所对应的佣金。

图表 77. WEIQ 红人营销平台在广告投放前中后期都提供完善的服务



资料来源：中指研究院，天下秀，中银证券

在过去几年中，WEIQ 在红人和企业覆盖上均有快速发展。作为公司 95% 的收入来源，截止 2021 年报告期，WEIQ 拥有 192.1 万注册账户红人；其中 53.5 万为职业化红人，相比 2020 年底 29.1 万的职业红人数量上升 83.8%。在 MCN 方面，WEIQ 覆盖达到 11041 家，较 2020 年末增长了 3,550 家，全国渗透率接近一半。我们认为，在未来 2-3 年左右，技术升级和精细化运营所带来的商业化效率持续提升将使得 WEIQ 的内容创作者和 MCN 覆盖率持续提升。同时，我们预计，内容创作者和 MCN 使用 WEIQ 频次和变现效率则将稳步提升。

在需求端，截止到 2021 年，WEIQ 拥有 7,918 活跃商户，品牌客户达 799 个，活跃商户中品牌客户的留存率达到 79.6%。我们认为，WEIQ 在各类效果为主的广告营销服务市场中的市占率仍处于较低的水平，有很大发展空间。加强平台数据分析与应用、提高匹配效率与订单并行处理能力将会提升商户/广告主在 WEIQ 平台的营销效率，进一步扩大 WEIQ 的市场份额。

图表 78. WEIQ - 抖音推广红人推荐展示

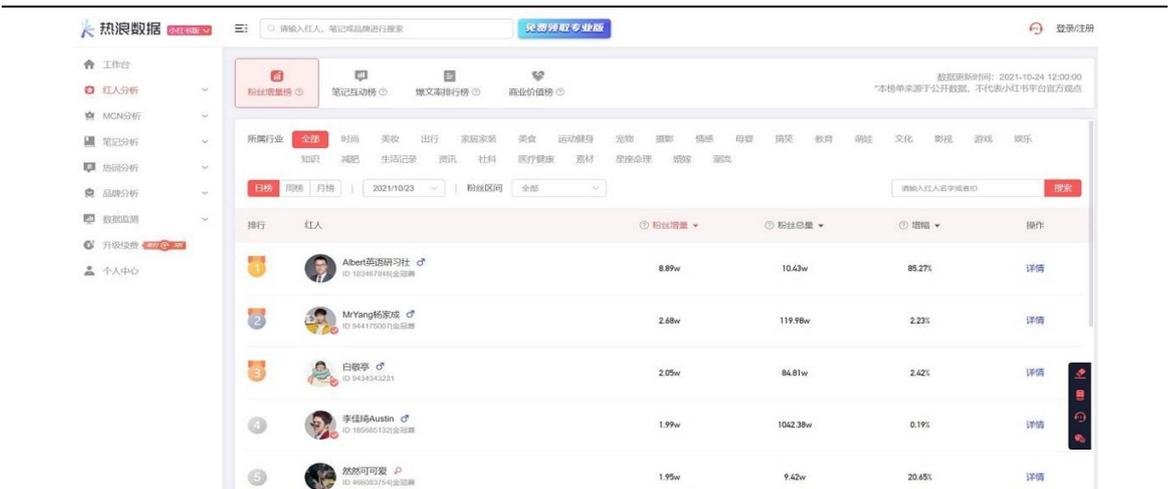


资料来源：WEIQ 红人营销平台网站，中银证券

## 热浪数据

依托于多年数据积累与技术沉淀，天下秀于 2021 年 9 月完成内测并正式推出新产品“热浪数据”。热浪数据是短视频直播电商一站式数据服务平台（短视频直播电商 SaaS），提供各垂类社会化媒体平台数据分析服务，为品牌主、中小商家、红人等内容创作者、MCN 机构提供多维度、全场景的数据支持。

图表 79. 热浪数据 - 小红书红人数据分析

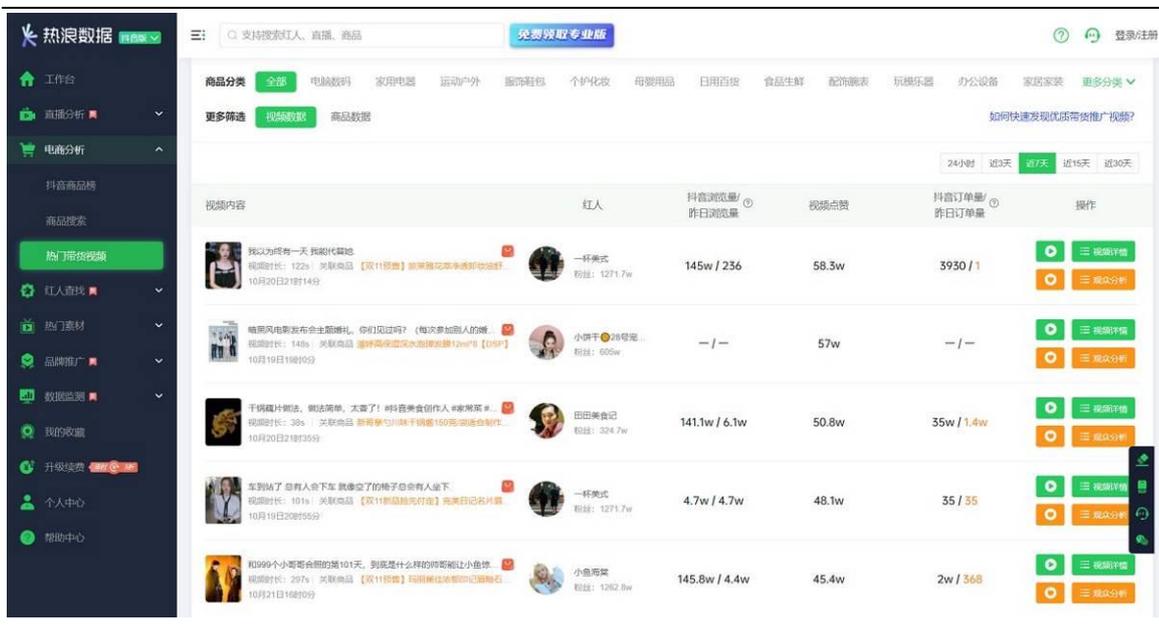


资料来源：热浪数据，中银证券

品牌或中小广告主可以通过热浪数据的直播、红人销售榜、热门视频等多维度了解红人详情；通过直播分析、电商监测跟踪营销的转化情况，实时监测销售数据；而且对竞品的人气、销售转化、流量来源保持实时掌握，最终实现精细化运营。

在数据驱动之下，热浪数据使商户/广告主可以时刻掌握最佳策略，将营销投放的效率和效果最大化。同时，热浪数据也能为内容创作提供热门素材引爆流量，助力内容创作者和MCN实现商业价值增长。目前，热浪数据主要覆盖三个主要用户和内容创作品牌：抖音、小红书和视频号。

图表 80. 热浪数据 - 抖音热门带货视频数据分析



资料来源：热浪数据，中银证券

热浪数据采用基于 SaaS 的订阅收费商业模式，除免费版外，根据红人、机构和商户用户需求提供不同版本收费服务。我们认为，此项业务本身给天下秀带来的收入虽然较为有限，但热浪数据将会使更多用户，特别是商户/广告主用户更多接触到天下秀的产品矩阵，这对于天下秀进一步拓展和巩固广告主覆盖有很大帮助。

红人经济生态链创新业务则围绕 IMSOCIAL 红人加速器、TOPKLOUT 克劳锐、西五街 APP、IRED 教育和宅猫日记新消费等展开。创新业务在 2020 年的公司总收入占比达到 3.2%，并呈现上升趋势。

### IMSOCIAL 红人加速器

IMSOCIAL 红人加速器是一个为红人等内容创业者提供服务的成长加速平台，为不同阶段的内容创作者和 MCN 提供差异化的全链路赋能加速服务，包括红人培训、内容创意运营、商业托管、IP 孵化、品牌传播、资本对接等一站式解决方案。

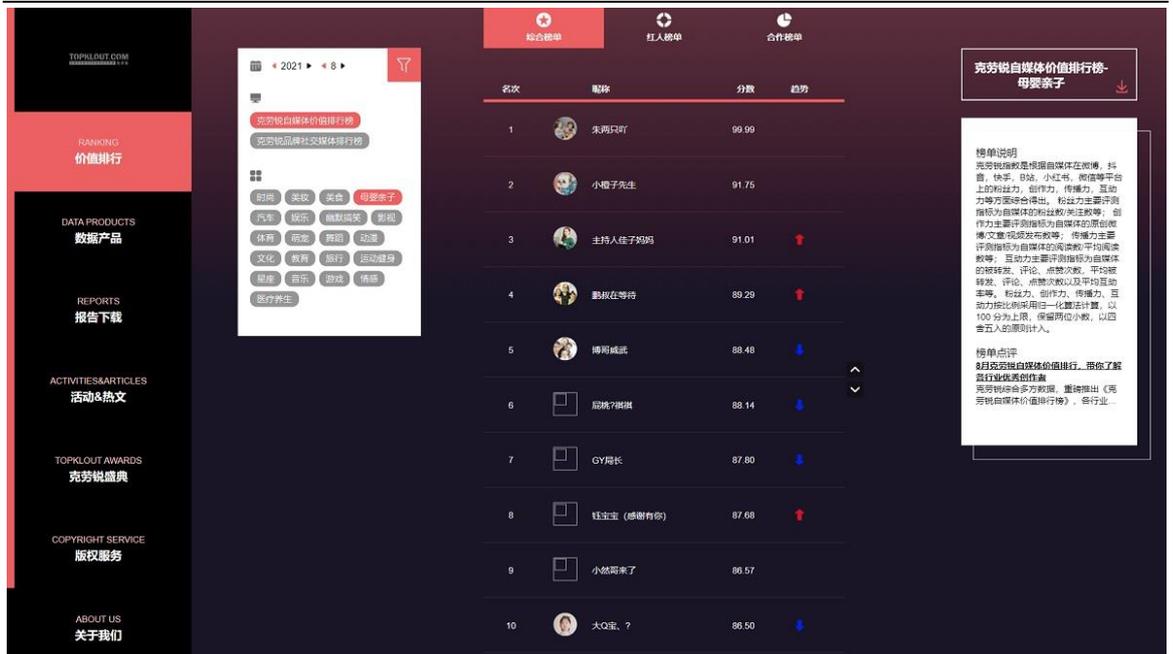
由于红人经济的快速发展，大量红人在尚未形成成熟的运营规划的情况下进入行业，这种现状给了天下秀为红人提供运营支持服务的基础。天下秀主导战略为向不同体量的红人提供差异化的增值服务，包括：

- 头部红人：人才输出，IP 加速及资本对接等服务
- 成长期红人：粉丝运营、内容创意运营、机构品牌传播等加速赋能服务
- 种子期红人：商业变现、红人孵化、人力工商等基础类型服务

## TOPKLOUT 克劳锐

TOPKLOUT 克劳锐作为红人经济生态的第三方权威评价机构，提供专业自媒体大数据价值评估体系、多维度商业价值判定、深度行业观察报告及高效的版权经纪管理等一站式综合服务，旨在发现红人价值、维护红人价值市场。天下秀依托克劳锐行业标准平台，形成了以大数据作为技术支撑的行业红人排名网（克劳锐指数）、深度行业报告及克劳锐数据产品（克劳锐指数-微信小程序、红管家 KOL 数据监测管理系统、短视频平台声量监测系统）。同时，天下秀整合行业数据，并依托主营业务形成的红人及投放平台数据库为企业提供营销 SaaS 平台服务。

图表 81. 克劳锐 - 自媒体价值排行榜（母婴亲子类）



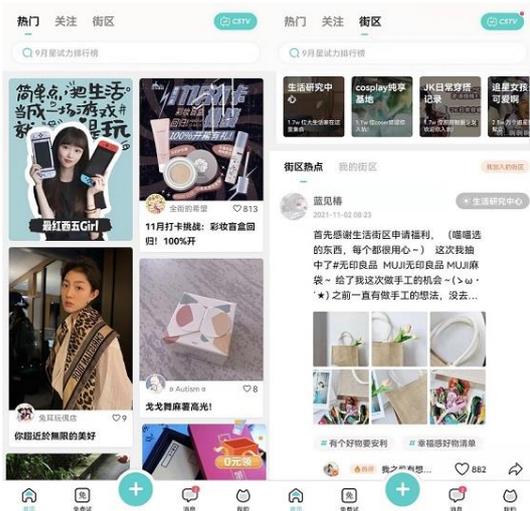
资料来源：克劳锐，中银证券

由于在红人端及营销投放端拥有行业领先的数据优势，因此天下秀能够有效整合行业数据，生成覆盖度较广，可信度较高的 KOL 及平台榜单。此类榜单能够有效吸引潜在投放客户的流量，并加深红人与公司间的合作力度，提升收入水平。

## 西五街 APP

西五街 APP 是天下秀旗下的 KOC 测评平台，致力于连接消费者与优质国货品牌，通过 KOC 的试用、测评、种草、分享等积累用户流量，创造最真实便捷的测评体验，并帮助国货形成口碑积累。西五街 APP 在国货及消费者间创造了一种闭环的营销圈，形成国货品牌宣发、KOC 测评和用户沟通并完成由 APP 内向全网各社交平台分发的闭环体系。

图表 82. 西五街 APP



资料来源: 西五街APP, 中银证券

## IRED 教育

IRED 教育作为天下秀旗下的独立教育品牌, 主要针对新媒体产业培养和孵化高素质、复合型专业人才, 力求解决 MCN 行业红人难以形成规模化, 专业化, 持续化输出能力的行业痛点。IRED 教育通过整合天下秀产业链资源, 拥有了可持续的教育内容产出能力和强大的就业资源。

图表 83. IRED 提供的 5 种主要学习路线



资料来源: IRED, 中银证券

同时, 天下秀积极开展校企合作, 与上海商学院, 四川传媒学院等多家职业院校建立长期合作关系, 双方在特色专业共建、双师型队伍建设、课程体系优化、直播基地建设等方面展开全面合作, 确保学生能在营销实践中有效结合理论知识, 形成可持续的人才培养输出体系。

## 宅猫日记等新消费品牌

基于公司成熟的红人营销、分销业务, 天下秀利用竞争优势开展新消费品牌打造, 目前旗下已拥有黄翠仙、螺元元、宅猫日记等多个新消费零食品牌, 主要涉及的 SKU 包括坚果炒货、螺蛳粉、膨化食品, 饼干等。其中, 宅猫日记已成为公司爆款产品, 销量持续在细分品类中保持头部位置。

图表 84. 宅猫日记天猫旗舰店和抖音号



资料来源：天猫，抖音，中银证券

IP化、社群化粉丝及产品核心技术是天下秀新消费产品成功的关键。天下秀着力于将产品品牌 IP 化，持续丰富品牌内涵。例如，旗下的宅猫日记零食品牌每款 SKU 配套专属的日记故事，强化消费者与产品的情感联结，提升消费者对品牌的心智认识，有效地在竞争激烈的零食赛道树立自身的竞争优势。旗下爆款产品“宅猫日记岩烧芝士脆饼干”，产品上线 9 个月单品抖音小店成交 400 万余单，连续登上“抖 in 爆款榜”饼干爆款榜第一名、薄脆饼干爆款榜第一名、饼干/膨化爆款榜第一名、脆饼爆款榜第一名。

### 虹宇宙：前瞻性布局获取先发优势，产业链生态助力成长

天下秀旗下的虹宇宙是基于区块链技术的 3D 虚拟社交软件平台。作为天下秀在元宇宙方面的布局之一，虹宇宙不仅为用户构建了集虚拟身份、虚拟形象、虚拟空间、虚拟道具、虚拟社交于一身的社交场景，同时为网络红人、创作者提供了形式多样化的综合内容平台。

图表 85. 虹宇宙宣传图



资料来源：虹宇宙官网，中银证券

在元宇宙概念未开始流行时天下秀便开始前瞻性布局相关产业。2011年虚拟社交类游戏平台火星微社区发布，标志着天下秀已开始社交领域的布局。作为虹宇宙的前身，火星微社区已具备旅行、派对、交友等功能，并创新性地引入明星互动等功能，在获取大量关注的同时也令天下秀积累了丰富的开发与运营经验，此后由于硬件、flash动画兼容问题未能迁移到移动端。此外，天下秀自2018年便布局区块链，并基于数据安全、版权保证目的应用到虹宇宙中。

目前虹宇宙发展重心为丰富内容生态，以激发用户创作并释放更多需求。相比希壤偏重工作属性，虹宇宙更注重品牌方内容联动和网红优势，目前在逛店铺、听歌等活动外虹宇宙中还在进行国家地理场景搭建等文化场景建设。预计虹宇宙初期形态将更偏向游戏属性，在内容生态丰富后逐步进入宣传阶段，并向营销类活动转化。

图表 86. 虹宇宙“京能龙湖熙上”实体地产营销



资料来源：天下秀官方微博，中银证券

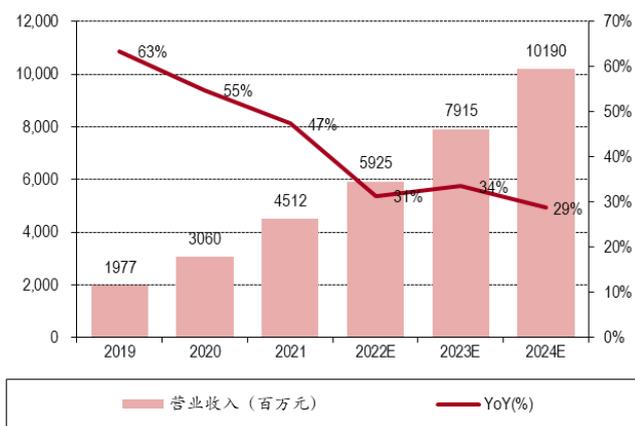
在未来，虹宇宙将会成为服务红人、品牌以及内容创造者的内容展现平台，推动新的商业变现模式。对内容创造者、品牌、网红、文化ip而言，在虹宇宙中他们可以发行数字藏品，供粉丝购买并展示。2B合作方面，目前已有龙湖地产1比1样板房看房场景，拉菲红酒1比1红酒数字藏品、虚拟庄园等，新的线上场景将高效率赋能品牌营销。天下秀本身的业务属性与龙头地位决定虹宇宙天然具备大量红人、品牌资源以及具备丰富的营销经验的运营团队，同时虹宇宙将会成为天下秀全产业链布局中面向未来打开想象空间的重要组成部分。

## 盈利预测及估值

### 盈利预测

2021年下半年由于消费增长转向较为疲软，广告主投放相较于上半年较弱，全年红人营销平台业务收入42.9亿元，同比增长44.87%，占总收入比重95%；红人经济生态链创新业务基数较小，增速达123.6%，占总收入比重5%。我们预计2022/23/24年公司总收入59.25/79.15/101.90亿元，同比增长31.3%/33.6%/28.7%。

图表 87. 天下秀营业收入预测



资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 88. 天下秀分部业务收入预测

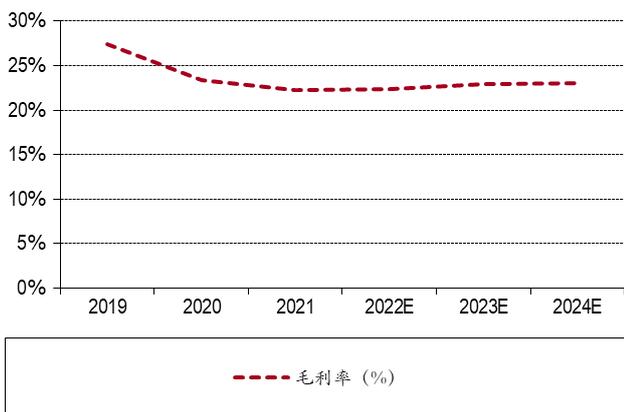


资料来源：公司公告，中银证券预测

2019-2021 年公司毛利率呈下降趋势，从 27.4% 逐渐下降到 2021 年的 22.3%，主要原因：1) 公司品牌客户占比增加，针对大品牌客户的让利较多；2) 对中腰部自媒体进行激励；3) 对部分细分品类商家有较多让利。我们预计 22/23/24 年公司毛利率基本企稳，保持在 22.4%/22.9%/23.0%。

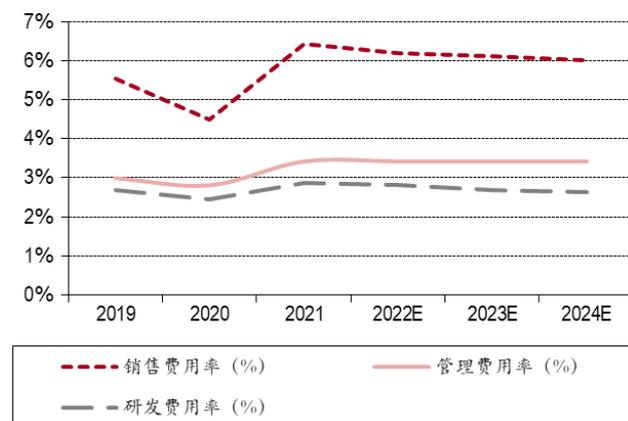
费用方面，整体相较 2020 年各项费用率有较大幅度回升，其中销售费用率上升幅度最高，2021 年销售费用率从 2020 年的 4.49% 上升到 6.42%，主要原因是业务规模持续增长以及创新业务方面加大投入。我们预计随着公司的发展，平台知名度逐渐提升，营销上的投入逐渐减少。由于公司是连接上下游的 2B 平台，形成一定的客户资源后，费用率预期将逐步降低。

图表 89. 天下秀毛利率预测



资料来源：公司公告，中银证券预测

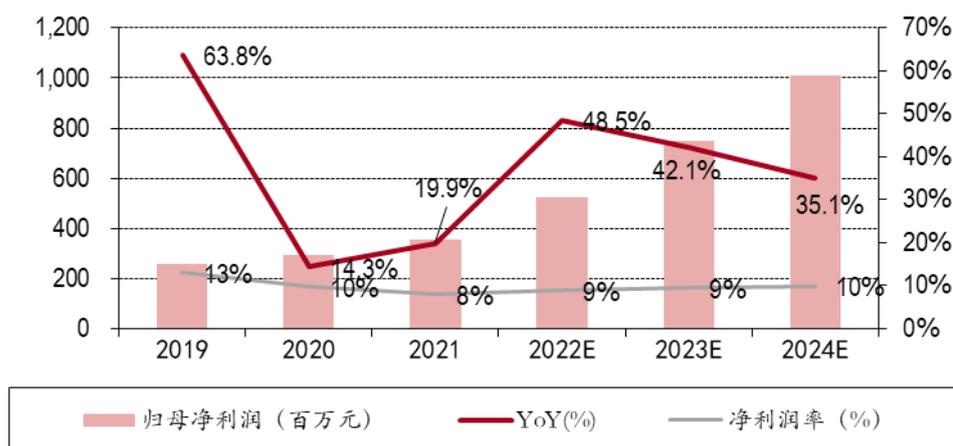
图表 90. 天下秀各项费用率预测



资料来源：公司公告，中银证券预测

近年来，随着公司业务进一步成熟，作为红人营销的基础设施平台的规模效应逐渐凸现，针对上下游（上游：广告主；下游：红人资源）双方面的议价权逐渐提升。我们预计受宏观经济与行业形势影响，2022 年公司净利润率维持在 9%，之后逐步小幅上升，于 2024 年达到 10% 左右。我们预计 2022/23/24 年归母净利润分别为 5.26/7.47/10.10 亿元，同比增长 48.5%/42.1%/35.1%。

图表 91. 天下秀归母净利润预测



资料来源：公司公告，中银证券预测

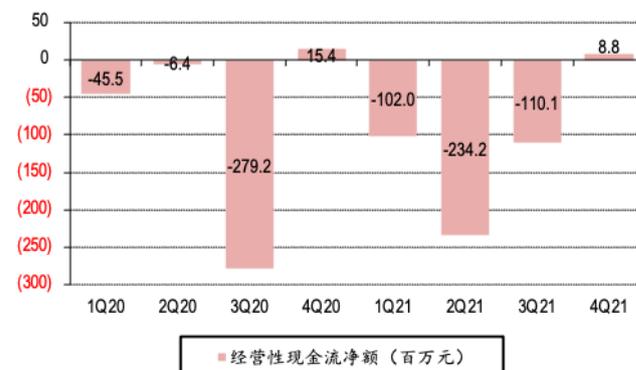
公司品牌客户销售占比提高，给予资信较好的品牌客户更长的账期，导致近几年应收账款天数呈现逐渐上升的趋势，应收账款占比同步逐渐攀升。4Q20 以来天下秀应收账款周转天数同比有所下降，但应收账款占流动资产比例有所提升。另一方面，公司预付账款持续提升，产业链上下游对公司现金流有一定挤压。

图表 92. 天下秀应收账款周转情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 93. 天下秀经营性现金流净额



资料来源：公司公告，中银证券

图表 94. 天下秀财务数据预测

(人民币百万)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,511.7	5,925.0	7,914.7	10,190.1
红人营销平台业务	4,289.7	5,558.7	7,255.3	8,877.9
红人经济生态链创新业务板块	222.0	366.3	659.4	989.1
毛利润	1,005.3	1,325.7	1,809.6	2,341.8
毛利率(%)	22.3	22.4	22.9	23.0
销售费用率(%)	6.4	6.2	6.1	6.0
管理费用率(%)	3.4	3.4	3.4	3.4
研发费用率(%)	2.9	2.8	2.7	2.6
归属于母公司净利润	354.3	526.1	747.4	1,010.0

资料来源：iFind, bloomberg, 中银证券预测

## 估值

总体来看，天下秀的业务围绕着互联网营销、短视频产业和新消费进行，未来也将持续深耕这些领域。可比公司中尚未有类似的红人营销业务，天下秀具有一定的标的稀缺性。我们选取了传统营销广告公司：蓝色光标、三人行、华扬联众，以服务费抽佣为主要收入的营销 TP 公司：壹网壹创，以及 MCN 机构相关公司：星期六，作为公司的估值参考。以 PE 进行估值。

可比公司的 2022 年 PE 平均值为 16.1 倍。对比以上公司，天下秀所在的互联网营销领域发展增速和空间大于传统广告，平台服务的稳定性高于 MCN 机构，并且公司已切入红人经济链的上下游，非单一平台型公司，元宇宙社区发展前景广阔，PE 估值应高于可比公司。我们给予天下秀 2022 年 37.0 倍的 PE 值，2022 年公司归母净利润预计为 5.26 亿元，则 2022 年合理估值预计为 194.5 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 95.可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE		
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
300058.SZ	蓝色光标	5.8	143.5	5.2	8.0	9.4	27.5	18.7	15.6
603825.SH	华扬联众	15.1	38.2	2.3	3.2	4.3	16.7	11.9	8.8
605168.SH	三人行	119.7	83.4	5.0	7.4	10.2	16.5	11.3	8.1
300792.SZ	壹网壹创	34.9	83.3	3.3	3.9	4.6	25.5	21.6	18.3
002291.SZ	星期六	13.7	124.3	(7.0)	7.3	9.8	-	16.9	12.7
平均值							21.5	16.1	12.7

资料来源：iFind, bloomberg, 中银证券预测

注：收盘价时间为北京时间 2022 年 5 月 16 日收盘

## 风险提示

- 居民消费意愿整体低于预期：宏观经济增速放缓、疫情持续爆发，居民收入水平下滑、消费意愿低于预期将直接影响自媒体内容、直播带货等文化娱乐消费，进而影响公司红人端的内容付费、带货等收入。
- 广告主需求持续低迷：宏观经济环境、疫情等方面的风险导致广告主投放广告的意愿降低，对公司获取广告业务造成压力。
- 超预期的监管措施：KOL 自媒体行业主要涉及内容审查、个人信息保护、广告相关法规等政策监管，如果有超过目前监管框架的政策条例出台，会对公司造成影响。
- 资金回款风险：公司品牌客户销售占比提高，给予资信较好的品牌客户更长的账期，导致近几年应收账款天数呈现逐渐上升的趋势，资金回款风险有所上升。
- 新业务发展不及预期：公司在元宇宙建设方面持续投入，如果新业务模式不清晰、或投入过大，将影响公司的利润增长情况。

### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,060	4,512	5,925	7,915	10,190
营业成本	(2,345)	(3,506)	(4,599)	(6,105)	(7,848)
毛利	716	1,005	1,326	1,810	2,342
营业税金及附加	(10)	(15)	(30)	(40)	(51)
销售费用	(137)	(290)	(367)	(483)	(611)
管理费用	(86)	(155)	(203)	(272)	(350)
研发费用	(75)	(129)	(167)	(213)	(268)
财务费用	9	24	28	25	22
其他损益	(8)	(4)	14	8	2
营业利润	408	437	600	835	1,085
营业外净收支	(97)	(81)	(81)	(81)	(81)
利润总额	311	356	519	754	1,005
所得税费用	(18)	(20)	(30)	(43)	(58)
净利润	293	336	489	711	947
少数股东权益	2	18	37	36	63
归属于母公司净利润	295	354	526	747	1,010
普通股数(百万)	1,808	1,808	1,808	1,808	1,808
EPS	0.16	0.20	0.29	0.41	0.56

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及等价物	2,294	1,570	1,377	1,266	1,228
短期定期存款	-	-	-	-	-
应收款项	1,502	2,412	3,231	4,359	5,668
其他流动资产	248	456	453	552	680
流动资产总计	4,044	4,438	5,062	6,177	7,576
固定资产	6	33	36	38	40
无形资产	8	19	20	20	18
其他非流动资产	174	512	567	606	631
非流动资产总计	188	565	623	664	690
总资产	4,232	5,003	5,684	6,841	8,265
应付账款	481	726	972	1,316	1,691
短期借款	-	100	100	100	100
其他流动负债	331	370	474	619	786
流动负债总计	812	1,196	1,546	2,034	2,577
长期借款及应付债券	-	-	-	-	-
其他非流动性负债	119	189	51	51	51
非流动负债总计	119	189	51	51	51
总负债	930	1,385	1,597	2,086	2,629
股东权益	1,808	1,808	1,808	1,808	1,808
少数股东权益	0	(9)	(36)	(63)	(116)
权益总额	3,302	3,626	4,123	4,818	5,753
总负债及权益	4,232	5,003	5,684	6,841	8,265

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净损益	295	354	526	747	1,010
折旧与摊销	4	47	56	73	88
运营资本变动	(1,070)	(884)	(490)	(771)	(933)
其他经营现金流	454	45	(32)	(22)	(39)
经营活动产生的现金流	(316)	(438)	59	28	126
资本开支	(16)	(144)	(49)	(52)	(53)
其他投资现金流	(272)	(100)	(167)	(25)	(25)
投资活动产生的现金流	(287)	(243)	(216)	(77)	(78)
债务融资	(18)	101	(28)	(25)	(22)
股权融资	2,099	39	39	62	84
其他融资现金流	(320)	(176)	(44)	(44)	(44)
融资活动产生的现金流	1,746	(39)	(36)	(63)	(87)
现金变动	1,134	(722)	(193)	(111)	(39)
期初现金及等价物	1,023	2,157	1,435	1,242	1,131
期末现金及等价物	2,157	1,435	1,242	1,131	1,092

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 主要比率

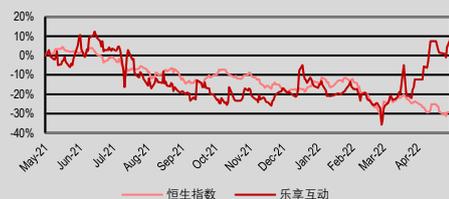
年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	55	47	31	34	29
营业利润增长率	32	7	37	39	30
归母净利润增长率	14	20	48	42	35
<b>获利能力</b>					
毛利率	23	22	22	23	23
归母净利率	10	8	9	9	10
ROE	9	10	13	16	18
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	22	28	28	30	32
净负债比率	28	38	39	43	46
流动比率	498	371	327	304	294
速动比率	468	333	298	276	268
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.72	0.90	1.04	1.16	1.23
应收账款周转率	2.04	1.87	1.83	1.82	1.80
应付账款周转率	4.88	4.83	4.73	4.64	4.64
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.16	0.20	0.29	0.41	0.56
每股销售收入	1.69	2.50	3.28	4.38	5.64
<b>估值比率</b>					
P/E	45.46	37.91	25.53	17.97	13.30
P/S	4.39	2.98	2.27	1.70	1.32

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

**6988.HK**
**买入**

价格: 港币 3.06

板块评级: 中性

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	0.20	0.24	0.29	0.09
相对恒生指数	0.35	0.29	0.48	0.38

发行股数(百万)	2,180			
总市值(港币百万)				6.671
3个月日均交易额(港币百万)		24		
净负债比率(%)				净现金
主要股东(%)				
ZZN.Ltd.				34.20

 资料来源: 公司公告, iFIND, 中银证券  
 以2022年5月16日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

传媒: 互联网传媒

证券分析师: 卢翌

(8621)20328754

yi1.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522010001

## 乐享集团

### 国内领先的自媒体效果营销服务商

乐享集团是国内效果类自媒体营销产业中的头部公司, 通过数据收集和匹配算法技术为广告客户在自媒体流量上实现自动投放、精准营销。公司顺应行业的发展趋势, 专设团队与抖音深入合作, 推进直播电商业务线; 21Q4开始布局海外电商业务, 依托 TikTok 平台投放营销信息促成 GMV 交易。除撮合交易外, 公司还加强培育自有流量, 打开盈利天花板, 主要从 KOL 资源和影视内容宣发两方面进行布局。

#### 支撑评级的要点

- **自媒体营销服务需求高涨, 乐享具备技术和先发优势。** 互联网步入去中心化分发时代, 自媒体营销需求迅速发展, DTC 效果营销通过算法系统直接匹配合适的广告素材和内容点位, 达到更有效率、更精准的投放。乐享集团是国内早期入局 DTC 营销的公司, 多年来充分进行技术积累, 目前已具备了成熟的算法技术体系, 主要在抖音和微信公众号平台进行自媒体资源与互娱类产品、电商产品的匹配撮合。
- **强化短视频领域变现, 布局海外电商业务。** 乐享顺应直播电商发展趋势, 与抖音/TikTok 平台深度合作, 加大布局海内外电商业务。2021 年国内电商产品 GMV 达到 10.41 亿港元, 同比增加 75%, 海外电商从 21Q4 正式发力, GMV 已达到 1.48 亿港元, 发展势头迅猛。未来还将布局在微信视频号上的商业化变现, 以及在快手等新平台流量生态上的投放。
- **自营流量培育, 布局品牌营销。** 乐享主要从第三方平台竞价得到流量后再精准投放营销产品, 同时持续布局自有流量的培育, 打开盈利天花板。在 1P 流量方面, 公司主要从两方面进行布局: 1) 投资 MCN 领域, 借助 KOL 运营汇聚用户流量, 再进行品牌营销的变现。2) 开展影视内容宣发业务, 掌握 IP 开发链条, 以影视 IP 培育流量。

#### 估值

- 以海外的 DSP 巨头 The Trade Desk(TTD.O)作为对比公司, 我们认为公司 2022 年合理估值预计为 86.7 亿港元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

#### 评级面临的主要风险

- 广告主投放意愿降低; 监管超预期; 竞争加剧; 海外业务受阻

#### 投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(港币百万)	924	1,396	2,402	3,662	4,867
变动(%)	72	51	72	52	33
调整后净利润(港币百万)	139	245	282	314	364
变动(%)	81	76	15	11	16
调整后每股收益(港币)	0.08	0.11	0.13	0.15	0.17
市盈率(倍)	39.32	27.07	23.45	21.07	18.18
每股净资产(港币)	1.21	1.07	1.20	1.35	1.52
市净率(倍)	2.53	2.86	2.55	2.27	2.02
每股销售收入(港币)	0.52	0.64	1.11	1.69	2.25
市销率(倍)	5.90	4.74	2.76	1.81	1.36

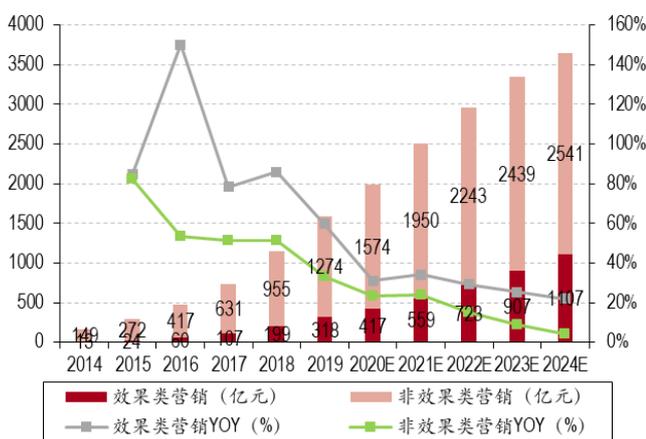
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 自媒体营销服务需求高涨，乐享紧跟发展趋势

自媒体快速发展，DTC 营销需求不断增加。互联网逐步进入去中心化分发时代，UGC/PUGC 发展迅速，微信、抖音、快手、B 站等各大自媒体平台的用户量增加，广告主在自媒体上的投放意愿和预算呈明显上升趋势。自媒体营销中效果类营销广受青睐，因其能够准确且快速地核算广告投放 ROI，补充了传统品牌广告的短板。根据弗若沙利文的预测，效果类营销在未来三年的增长率仍将保持在 20% 以上。

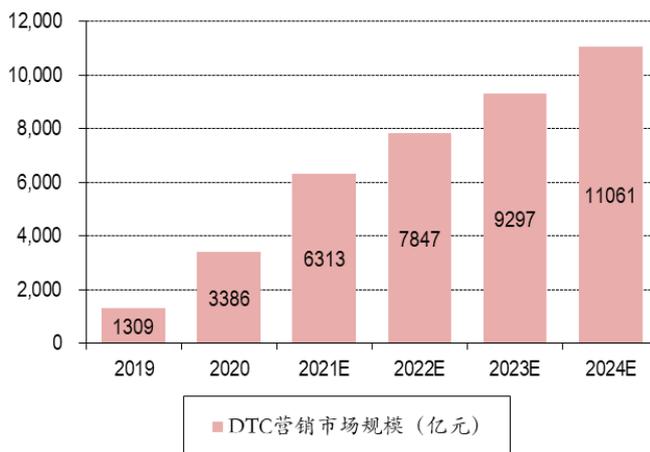
效果广告中大部分是 DTC (Direct to Consumer) 形式营销，即由算法系统匹配合适的广告素材和内容点位，直接进行投放。近年来，数据收集分析技术的不断提高以及效果优化算法的不断改善，DTC 营销服务兴起。与传统媒体相比，DTC 营销能更好地理解受众兴趣、甄别目标受众，匹配合适的广告内容。因此，更多的行业客户意识到 DTC 营销服务价值所在，需求持续增加。根据 36Kr 数据，2022 年中国 DTC 营销市场的规模将达到 7847 亿元。

图表 96. 效果类营销市场规模快速扩大



资料来源：乐享集团招股书，弗若沙利文，中银证券

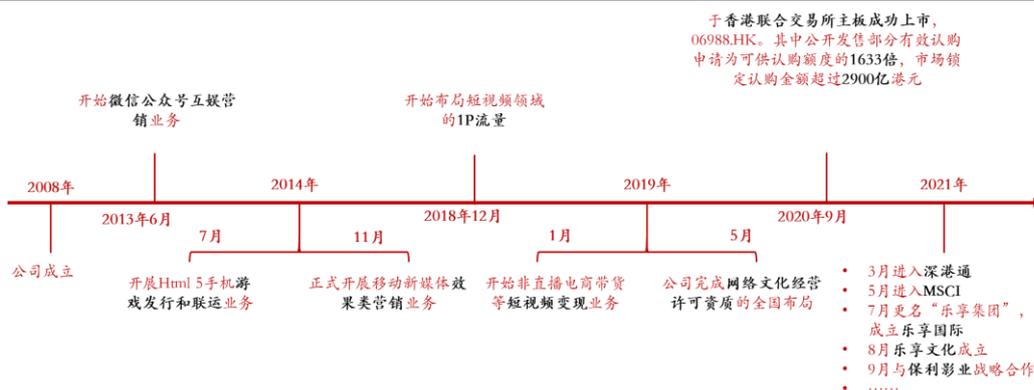
图表 97. DTC 营销市场规模迅速增长



资料来源：36Kr，克劳锐，乐享集团，中银证券

乐享集团是国内领先的效果类自媒体营销服务提供商，成立于 2008 年，起初经营数字营销服务业务。跟随互联网发展进程，不断更新业务布局：微信公众号兴起后，2013 年开始微信公众号互娱营销业务；手游需求快速增长时，2014 年开展 HTML 5 及手机游戏发行和联运业务，并正式开展移动新媒体效果类营销业务；2018 年开始布局短视频领域 1P 流量；2019 年开始短视频变现业务；2021 年开启海外电商业务。

图表 98. 乐享集团发展历程

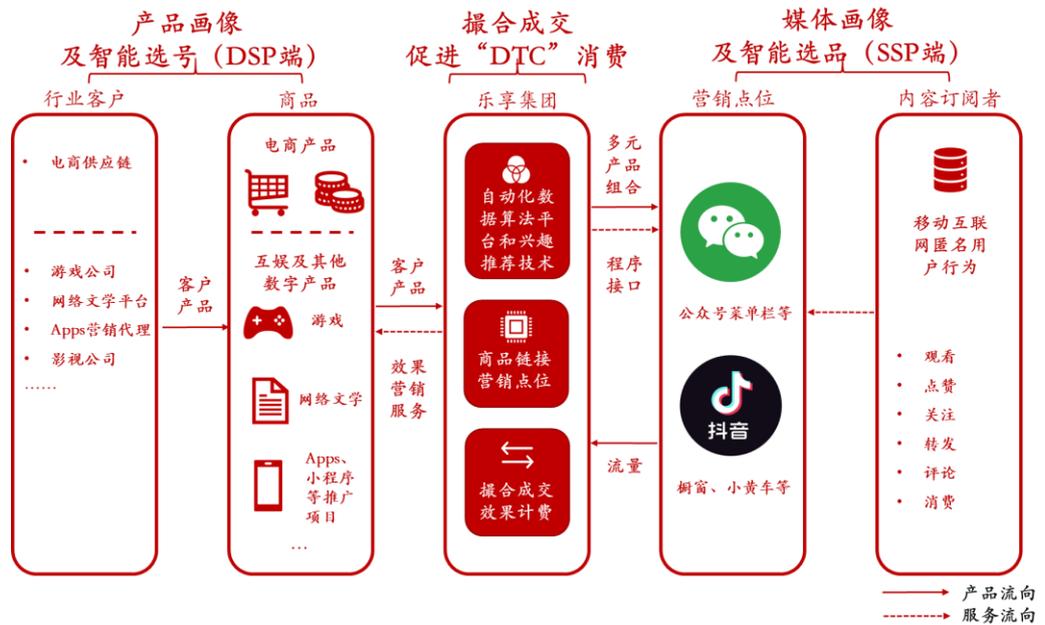


资料来源：乐享集团招股书，中银证券

乐享使用自动化数据算法平台和兴趣推荐技术，对上游客户描绘产品画像、智能选择合适的营销点位，为下游媒体资源智能匹配产品广告，达成撮合交易。基本的投放流程为：1) 广告主或代理商将宣传素材、电商产品上传至 DSP 平台；2) 乐享通过自动化数据算法推荐技术，将广告素材或电商产品匹配合适的营销点位；3) SSP 平台将点位展示给目标客户；4) 当目标客户产生点击、转发、下载等行为后，数据逆向传输向 DSP 平台。

在成本端，乐享参与第三方平台的实时竞价获取流量，价格存在波动；在收入端，乐享根据 CPA、CPS 等效果导向的计费模式向广告主收费，具体价格可与客户商定。

图表 99. 乐享集团业务模式



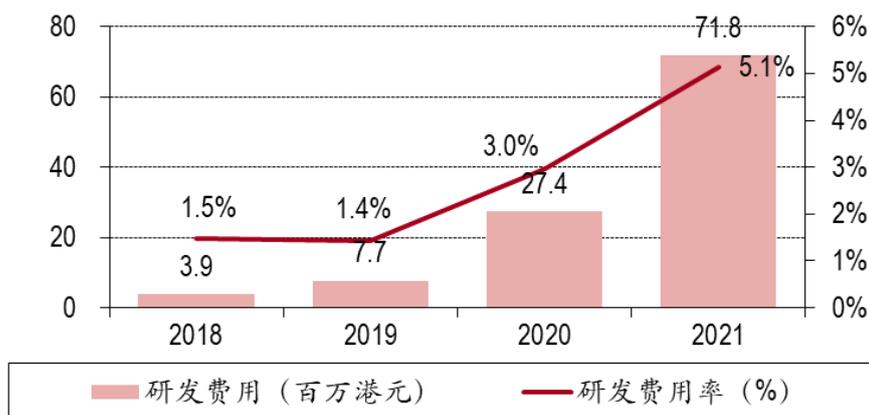
资料来源：乐享集团招股书，中银证券

## 具备技术先发优势，聚焦短视频领域变现

### 技术优势不断加深，有效覆盖中长尾流量

AI 及大数据算法为核心，具有技术先发优势和规模优势。乐享集团是国内最早入局 DTC 营销的公司之一，公司多年来充分进行技术积累，目前已具备了成熟的技术系统和算法体系，平台端的流量不断积累优化公司推荐算法，应用智能算法引擎和智能推荐耦合模型进行产品分析，在产品端分析抽取同属性产品并打包形成产品标签，媒体端进行媒体数据收集和分析并形成媒体标签，从需求和供给两端进行撮合交易。截至 2020 年末，乐享集团已经有 469968 个可变现接入点，标签库中包含 1923 个标签；2021 年末已拥有 178 套自研数据模型。随着公司研发投入的不断加大，未来还将继续优化视频内容的数据采集、数据拆分和算法建模技术。

图表 100. 2017-2021 乐享集团研发开支

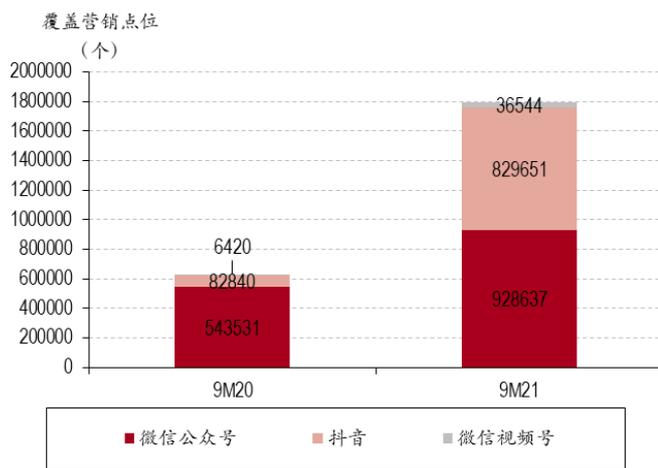


资料来源：公司公告，中银证券

流量端和行业客户积累丰富，有效覆盖中长尾流量。公司经过多年耕耘在流量端和行业内积累了丰富的资源，覆盖平台和商户难以有效顾及的中长尾流量用户。截止 2021 年 Q3 末，公司在 DSP 端拥有 1645 款互娱及其他数字产品，同比增长 68%；358 款电商产品，同比增长超过 100%。SSP 端覆盖的营销点位中，微信公众号接近 93 万个，同比增长 71%；抖音号近 83 万个，同比增长 901%；微信视频号超过 36 万个，同比增长 469%。

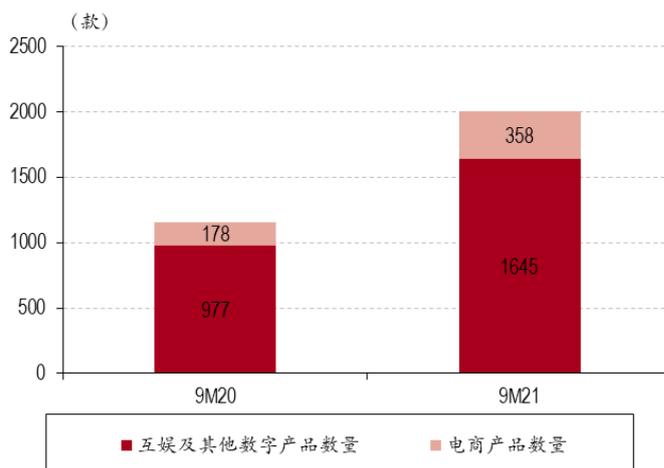
2021 年全年，互娱产品营销实现计费行为数量 4.47 亿次，同比减少 10%，主要因为下半年以来对游戏、娱乐方面的监管加强；但平均每个计费行为实现的收入达到 2.14 港元，同比提升 33%。

图表 101. 乐享集团 9M21 覆盖营销点位仍快速增加



资料来源：公司公告，中银证券

图表 102. 乐享集团 9M21 系统平台内拥有的产品数量

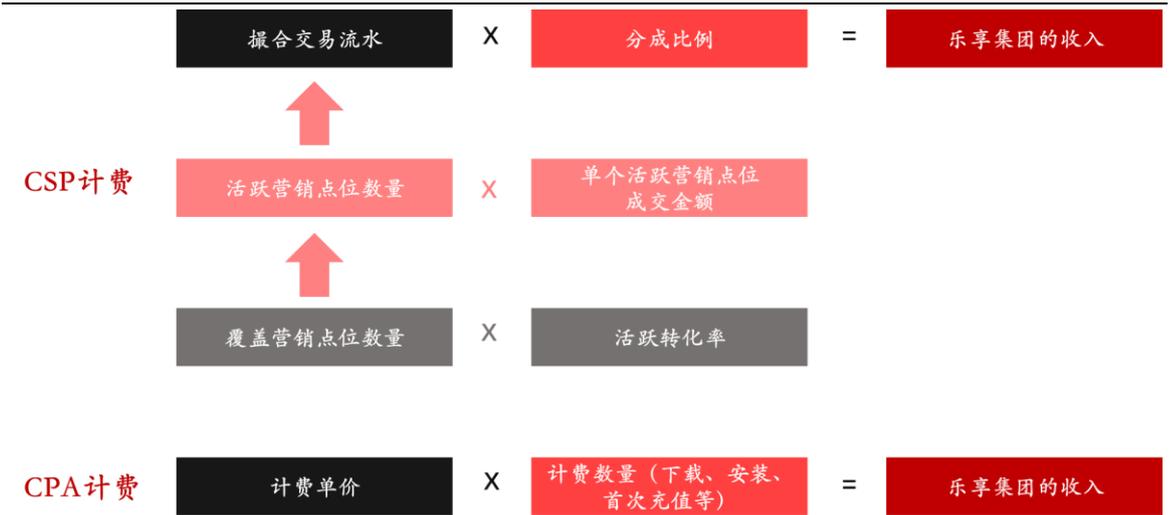


资料来源：公司公告，中银证券

结果导向计费模式，对广告主吸引更大，公司毛利更高。与传统广告公司的预算制度不同，乐享集团与平台和商户的分成以结果为导向，基于最后的成交量进行供需双方的撮合交易。收入端的主要计价模式有 CPS、CPA、CPC；成本端（购买自媒体流量）的计价模式通常为 CPM、CPT 等。

这种效果计费模式下，一方面乐享通过技术进行高效匹配，提高 DTC 营销成交量，清晰地量化投放效果，其利益与商家同向，对广告主的吸引力大。另一方面，乐享先进的算法和大数据技术能够实现较高的目标转化率，拉高公司整体毛利水平。

图表 103. 乐享集团收入端计费模式



资料来源：公司公告，中银证券

个保法对乐享实质影响有限，公司受益于反垄断措施。我们认为，当前针对信息安全、个人信息保护、算法推荐、平台反垄断及其它监管措施和政策发展趋势并不对乐享核心业务造成实质影响。乐享集团不通过应用层面的代码植入来获取个人信息，获取数据的来源主要有三个：1) 客户提供的相应用户信息，包括电商机构平台及个人博主等提供的数据；2) 平台如广点通及巨量给的人群数据包，不涉及个人隐私数据；3) 平台上产生的匿名行为数据。因此，公司仍能够保证在维持合规运营的基础上，维持算法及数据的有效力。同时，乐享作为第三方服务公司也将受益于平台反垄断机制，可以更好为客户提供跨平台商业变现的服务。

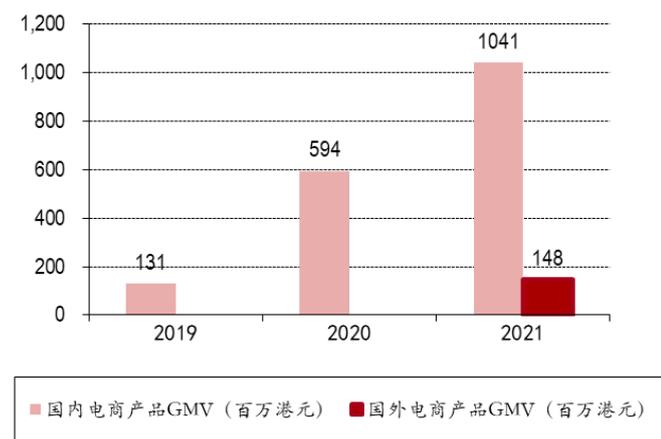
### 强化短视频领域变现，布局海外电商业务

深耕短视频领域，专设团队推进电商业务线。乐享集团作为效果类自媒体行业内的头部企业，已与抖音形成深度合作。目前头部短视频企业已经在保证头部流量的基础上，将中长尾流量市场分发给其他运营服务商，以此降低整体生态的运行成本，效果类自媒体营销公司的市场空间有一定保障。

短视频行业自 2019 年来营收结构出现显著的变化，具体体现为直播打赏分成收入占比下降，电商收入占比提升，头部短视频企业也将电商作为新的增长赛道，加大了这一领域的投入和开发。乐享集团顺应行业的发展趋势，专设团队推进电商业务线，在算法优化和与头部短视频企业合作上占据先机。21Q4 公司开始布局海外电商业务，与国内的业务模式相似，依托于 TikTok 庞大的用户流量，投放商品信息促成 GMV 交易。

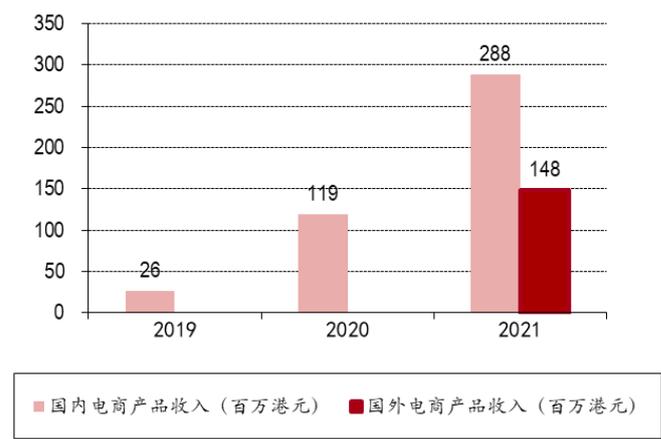
2021 年，国内电商产品 GMV 达到 10.41 亿港元，同比增加 75%，海外电商从 21Q4 才正式发力，但 GMV 已达到 1.48 亿港元，发展势头迅猛。因国内电商供应链、仓储配送等服务较完善，可以借助已有大电商平台的基础设施，因此用净额法核算收入，收入/GMV 的变现比例大约在 20%-30%，毛利率较高（2021 年为 53%）。而海外市场各区域情况差异较大，公司需要程度大量产品采购和库存工作，已总额法核算收入，毛利率较低（2021 年为 6.2%）。

图表 104. 乐享集团海内外电商业务 GMV 快速增长



资料来源：公司公告，中银证券

图表 105. 国内外电商产品确认收入方式不同



资料来源：公司公告，中银证券

除国内抖音电商业务线的持续推进，预计公司还将聚焦：1) 海外电商业务的持续扩张；2) 微信视频号商业化加速、快手等新平台流量生态的完善。

乐享对海外业务发展保持积极态度。公司基于数据模型和算法的核心竞争力在海外业务推进过程中依旧有效，主要的挑战在于各个国家的电商体系成熟程度不同，因此需要公司承担更多的前期准备工作，如锁定仓储物流伙伴、测试品类等。目前来看乐享的海外推广在东南亚、俄罗斯、北美等地模型比较成熟，境外收入水平也在稳步提升。公司计划在 2022 年继续发力海外业务，争取与境内抖音的电商业务体量相似，预计 GMV 能够达到 10 亿港元。

视频号是公司较为注重的潜在流量阵地。视频号上结合了社交的流量与短视频的形态，基于腾讯系本身的电商基础，该部分业务变现潜在能力强大。目前公司已经完成了大量粉丝行为研究，正在完善合适的推荐算法，将产品库中合适的产品与微信视频号进行对接。一旦视频号开放商业化，乐享将是第一批受益的公司。快手等其他平台在效果广告接口、流量商业化生态更加成熟后，同样具有大范围接入 DPS 服务的潜力。

### 自营流量培育，布局品牌营销

乐享目前的主要业务都是以撮合交易为主，从第三方采买流量后再对应精准投放客户的营销产品。但公司一直在持续布局自有流量的培育，增强对流量资源的掌控，打开盈利天花板。在 1P 流量方面，公司主要从两方面进行布局：1) 投资 MCN 公司影漪视界，旗下主要签约体育明星和各内容类型达人，例如短道速滑运动员王濛在 2022 年的冬奥会期间担任解说、参加综艺节目，吸引了大量粉丝。乐享将借助 KOL 运营汇聚用户流量，再进行品牌营销的变现。2) 开展影视内容宣发业务，通过影视发行合作，掌握 IP 开发链条，以影视 IP 培育流量。例如冬奥期间，公司与保利影业合作的重点剧目《冰雪之名》在省级卫视、中央卫视、在线视频平台同步开播，连续 10 天在微博热搜排名前三，播放量和播放次数接近 10 亿次。

另外，公司还参与了保利影业集团混合所有制的改革。2022 年 3 月 29 日公司公告，乐享全资子公司乐享文化、公司控股股东控制的三亚九溟将分别认购保利博艺 10%及 39%的注册资本，保利影业由原先的 100%持股比例将为 51%。未来保利博艺将围绕优质的影视综艺 IP 孵化相关的变现业务。这项混改是基于国家影视行业十四五规划，央企提供资源和资本优势，承担影视内容把控任务，乐享会提供经验、能力、资金等，配合央企的业务推进，在保利框架下开展文娱合作业务，实现双赢。

图表 106.2022 年冬奥期间公司在影视内容和自有流量培育方面的成果显著



资料来源：优酷，爱奇艺，中银证券

## 盈利预测与估值

### 盈利预测

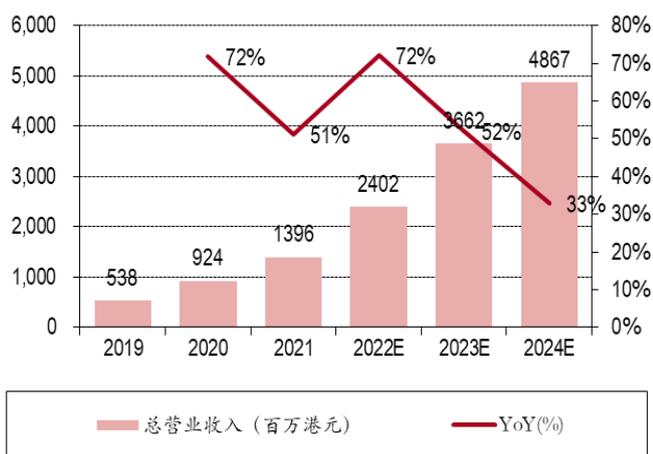
公司的收入主要来自互娱产品营销、国内电商产品营销和海外电商产品营销。2019 年后短视频产业快速发展与直播电商的兴起，促使乐享集团公司营业收入持续高速增长，由 2019 年的 5.38 亿港元增长至 2021 年 13.96 亿港元。2019 年抖音电商小黄车业务推出，2020 年公司电商产品营销业务也实现快速增长。2021 年 TikTok 全球用户高速增长，公司从 2021Q4 开始全面布局海外电商业务。2021 年互娱及其他数字产品营销业务实现营收 9.6 亿港元，同比增长 19%；国内电商产品营销业务收入 2.88 亿港元，同比增长 143%；国外电商产品营销服务收入 1.48 亿港元。

游戏行业受到版号影响，新产品投放减少，但公司今年将拓宽基于影视内容的新媒体宣传、发行、带货等新行业领域，我们预计 2022 年互娱收入中游戏和互联网应用产品增速将放缓。2023-2024 年，随着公司互娱产品调整策略落地，例如游戏版号恢复、增加高评级游戏产品的比重，提升 ARPU 后继而提高 CPS/CPA，互娱收入增速有所恢复。

国内抖音电商活跃营销点位和交易流水仍然在扩张阶段，叠加视频号商业化开放的机会，我们预计 2022 年公司国内电商产品营销 GMV 增长仍较高。公司海外 TikTok 电商的业务 21Q4 起步，预计 2022 年将在体量上有本质提升，预期海外 GMV 达到接近 10 亿港元。

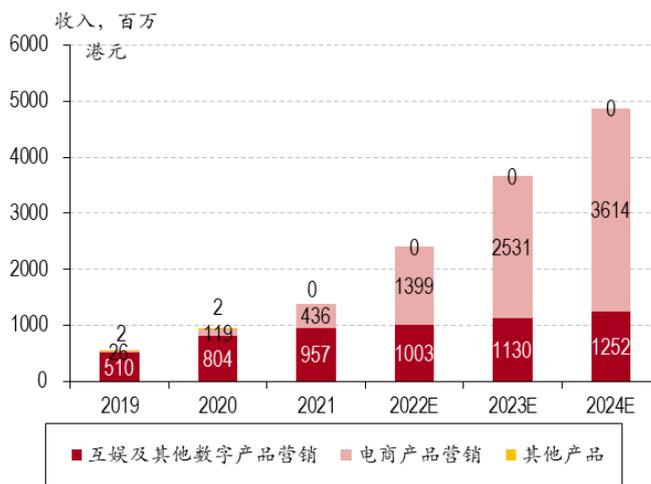
我们预计 2022/23/24 年公司总营业收入为 24.02/36.62/48.67 亿港元，同比增长 72%/52%/33%。

图表 107. 乐享集团 2021-2023 年同比增速保持较高



资料来源：公司公告，中银证券

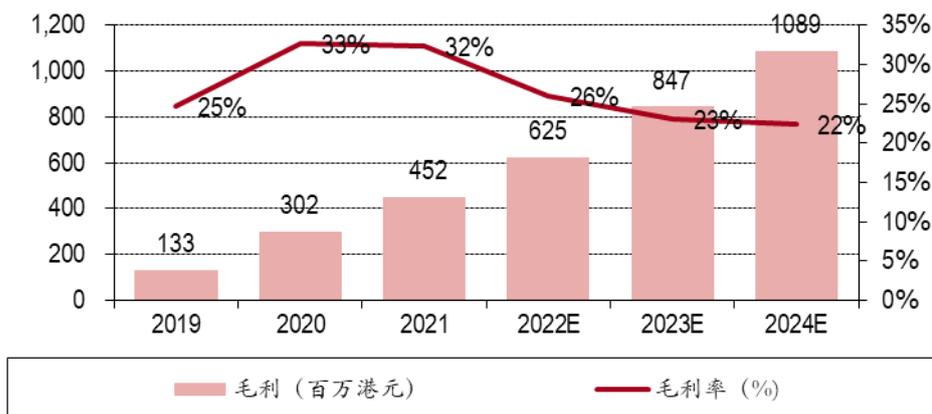
图表 108. 乐享集团电商产品营销收入占比预计逐步提升



资料来源：公司公告，中银证券

2019 年开始，由于电商产品营销的毛利率更高且收入占比不断提升，公司整体毛利率持续回升。2022 年我们预计互娱产品收入占比进一步下滑，随着 ARPU 的提升业务毛利率稳定在 30% 左右；在 618、双十一等大促时点，国内电商产品营销业务方面会有部分“以价换量”的策略，预计毛利率稳定在 60% 左右；海外电商因还在投入期且公司需要承担选品、仓储工作，2021 年毛利率为 32%，由于国外电商业务对总体毛利率有拖累，我们预计 2022/23/24 年公司毛利率达到 26.0%/23.1%/22.4%。

图表 109. 2019-2021 乐享集团毛利和毛利润情况

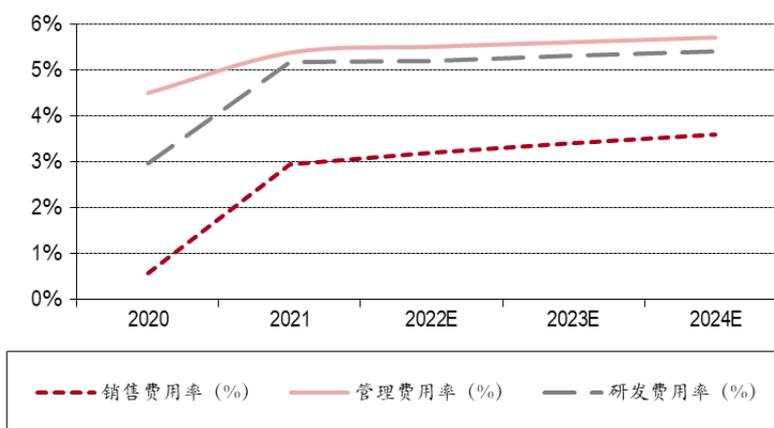


资料来源：公司公告，中银证券

管理费用在 2020 年下半年公司上市后迅速增加，主要因为员工人数和业务规模扩大所致，进入 2021 年后基本保持稳定在 4-5% 左右，预计后面也将继续保持稳定。

2021 年公司在境内电商业务上宣传和推进力度较大，例如抖音“618”活动等，因此 1H21 销售费用率快速提升；公司在短视频领域仍在投入期，销售费用率将继续缓慢上升。公司的研发投入在 2019 年后有较大提升，这与公司加大力度开发电商赛道和持续优化大数据算法技术有关，我们预计公司在模型和算法上的投入将持续。

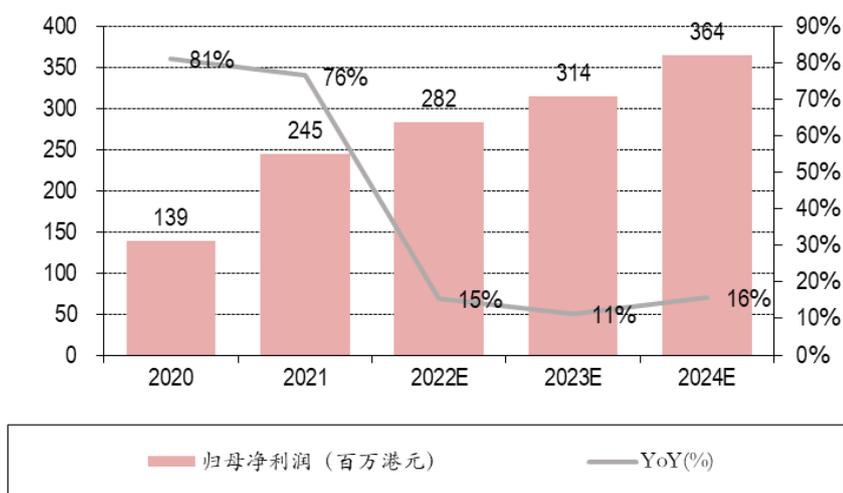
图表 110. 2019-2021 乐享集团费用率



资料来源：公司公告，中银证券预测

2021 年公司归母净利润为 2.45 亿港元，同比增长 76%。我们预计 2022/23/24 年公司归母净利润为 2.82/3.14/3.64 亿港元，同比增长 15%/11%/16%。

图表 111. 2019-2021 乐享集团归母净利润情况



资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 112. 乐享集团财务数据预测

(港元 百万)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>1,395.9</b>	<b>2,401.6</b>	<b>3,661.8</b>	<b>4,866.9</b>
互娱及其他数字产品营销	959.7	1,003.2	1,130.3	1,252.5
国内电商产品营销	288.4	437.3	609.2	731.0
国外电商产品营销	147.9	961.2	1,922.3	2,883.5
其他产品	-	-	-	-
<b>毛利润</b>	<b>451.9</b>	<b>625.1</b>	<b>847.1</b>	<b>1,089.3</b>
<b>毛利率(%)</b>	<b>32.4</b>	<b>26.0</b>	<b>23.10</b>	<b>22.4</b>
销售费用率(%)	3.0	3.2	3.4	3.6
管理费用率(%)	5.4	5.5	5.6	5.7
研发费用率(%)	5.1	5.2	5.3	5.4
<b>调整后净利润</b>	<b>244.6</b>	<b>282.5</b>	<b>314.3</b>	<b>364.2</b>

资料来源：iFind, bloomberg, 中银证券预测

## 估值

根据乐享集团的业务模式，尚未能在 A 股和港股中找到较为合适的可比公司。海外的 DSP 巨头 The Trade Desk(TTD.O)与公司业务较为相似，面向广告客户提供自动化广告交易服务，但只聚焦 DSP 端，不涉及 SSP 端。TTD 不拥有 1P 流量，所有流量都来自第三方，根据广告客户的投放要求，运用大数据和算法系统精准匹配后，帮助客户进行程序化竞价购买对应的用户流量。TTD 能够提供跨区域、跨设备、跨不同类型平台的投放方案。公司的盈利模式是从客户投放广告中抽取佣金。

TTD 在美国市场的成功有部分原因是美国互联网广告位集中度较中国低，即使 Facebook、Twitter、Youtube 等平台拥有广泛的流量基础，但线上视频平台 Hulu、Disney+ 等，线上音乐平台 Spotify，新闻媒体 WSJ、BBC 等都具备优质的流量资源，因此服务于买方（广告客户）市场的 DSP 拥有更强的议价权。但中国的互联网流量池集中度较高，主要沉淀在腾讯系、字节系和快手等公司手中，卖方市场特征明显，TTD 的纯 DSP 模式难以模仿。因此乐享需要切入 DSP 和 SSP 两端，并培育 1P 流量以增强自身竞争力和提高盈利空间。

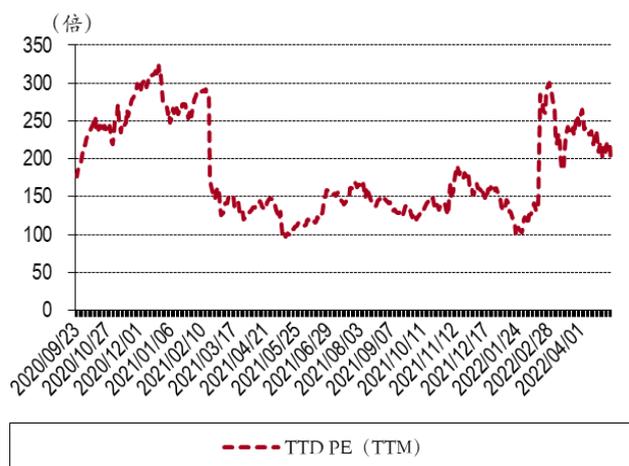
我们对比两家公司的 PE 值，乐享于 2020 年 9 月上市，上市以来相对于 TTD 的 PE 折价平均值达到 76%，2021 年底至 2022 年初，由于港股整体大盘环境较差，折价达到 88% 左右。考虑到：1) 乐享所处的互联网行业环境与 TTD 不同，乐享撮合交易业务的议价权较低；但是 2) 乐享积极适应国内流量特点，培育 1P 流量、参与影视内容制作央企的深度合作，未来盈利空间提升可期；并且 3) 海外电商业务具有广阔的发展空间；4) 以及港股流动性较差、整体风险偏好波动较大等因素，我们认为应当对比 TTD 的 PE 值给予 55% 的估值折价。根据 Yahoo Finance，2022 年 TTD 的 PE 估值为 55.83，因此乐享集团的 PE 估值应为 30.7 倍，2022 年我们预计公司归母净利润达到 2.82 亿港元，则公司 2022 年合理估值预计为 86.73 亿港元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 113. 乐享集团 PE TTM 值



资料来源: iFIND, 中银证券

图表 114. TTD PE TTM 值



资料来源: iFIND, 中银证券

#### 风险提示

- 居民消费意愿整体低于预期：宏观经济增速放缓、疫情持续爆发，居民收入水平下滑、消费意愿低于预期将直接影响自媒体内容、直播带货等文化娱乐消费，进而影响公司的收入。
- 广告主需求持续低迷：宏观经济环境、疫情等方面的风险导致广告主投放广告的意愿降低，对公司获取广告业务造成压力。
- 超预期的监管措施：KOL 自媒体行业主要涉及内容审查、个人信息保护、广告相关法规等政策监管，如果有超过目前监管框架的政策条例出台，会对公司造成影响。
- 新业务发展不及预期：公司在 1P 流量培育、影视发行方面持续投入，如果新业务变现不及预期，将影响公司的利润增长情况。
- 海外业务进展不及预期：如果公司海外业务竞争更加激烈或出现政策合规问题，将导致进展困难。

## 利润表 (港币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	924	1,396	2,402	3,662	4,867
营业成本	(622)	(944)	(1,777)	(2,815)	(3,778)
毛利	302	452	625	847	1,089
销售费用	(5)	(41)	(77)	(125)	(175)
管理费用	(42)	(75)	(132)	(205)	(277)
研发费用	(27)	(72)	(125)	(194)	(263)
其他营业费用	61	33	-	-	-
营业利润	227	263	291	323	374
财务收入净值	1	1	-	-	-
其他损益	(93)	(21)	(6)	(6)	(6)
税前损益	133	242	285	317	368
所得税	5	3	(3)	(3)	(4)
年度损益	139	245	282	314	364
归属普通股股东净利润	139	245	282	314	364
普通股股数(加权, 百万)	1,782	2,164	2,164	2,164	2,164
EPS(摊薄)	0.08	0.11	0.13	0.15	0.17

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 现金流量表 (港币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净损益	133	242	285	317	368
折旧与摊销	10	-	28	23	18
运营资本变动	(627)	-	(25)	(375)	(300)
其他经营现金流	207	(342)	285	317	368
经营活动产生的现金流	(411)	(342)	289	(35)	86
购买固定资产净值	(14)	-	(15)	(10)	(11)
投资增加净值	(6)	-	-	-	-
其他投资现金流	(1)	(79)	-	-	-
投资活动产生的现金流	(21)	(79)	(15)	(10)	(11)
净增债务	-	-	-	-	-
净增权益	1,554	-	-	-	-
其他融资现金流	(59)	(172)	13	3	9
融资活动产生的现金流	1,495	(172)	13	3	9
现金变动	1,064	(593)	287	(42)	84
期初现金及等价物	148	1,212	619	906	864
期末现金及等价物	1,212	619	906	864	948

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 资产负债表 (港币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及等价物	1,210	619	906	864	948
短期定期存款	-	5	5	5	5
应收款项	370	467	804	1,147	1,427
其他流动资产	611	1,213	1,005	1,169	1,311
流动资产总计	2,191	2,305	2,721	3,185	3,692
固定资产	20	52	46	38	34
无形资产	9	9	6	4	2
其他非流动资产	61	95	90	88	86
非流动资产总计	90	156	142	129	122
总资产	2,281	2,460	2,863	3,314	3,814
应付账款	99	123	229	362	488
短期借款	-	-	-	-	-
其他流动负债	7	15	16	17	18
流动负债总计	106	138	245	380	506
非流动负债总计	15	3	16	19	28
总负债	122	141	262	398	533
累计损益	2,159	2,318	2,601	2,915	3,279
其他权益	0	0	0	0	0
归属于母公司权益	2,159	2,318	2,601	2,915	3,279
非控制性权益	-	-	-	-	-
权益总额	2,159	2,318	2,601	2,915	3,279
总负债及权益	2,281	2,460	2,863	3,314	3,814

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 主要比率

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	72	51	72	52	33
营业利润增长率	118	16	11	11	16
归母净利润增长率	81	76	15	11	16
<b>获利能力</b>					
毛利率	33	32	26	23	22
净利率	15	18	12	9	7
ROE	6	11	11	11	11
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	5	6	9	12	14
净负债比率	6	6	10	14	16
流动比率	20.63	16.66	11.09	8.39	7.30
速动比率	20.63	16.66	11.09	8.39	7.30
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.66	0.59	0.90	1.19	1.37
应收账款周转率	3.73	3.33	3.78	3.75	3.78
应付账款周转率	8.53	8.50	10.09	9.52	8.89
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.08	0.11	0.13	0.15	0.17
每股销售收入	0.52	0.64	1.11	1.69	2.25
<b>估值比率</b>					
P/E	39.32	27.07	23.45	21.07	18.18
P/S	5.90	4.74	2.76	1.81	1.36

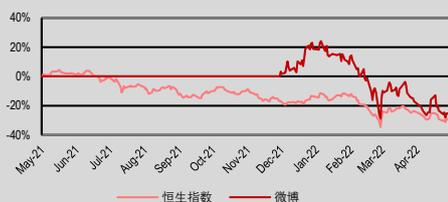
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

**9898.HK**

# 增持

价格: 港币 164.00

板块评级: 中性

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(0.33)	(0.12)	(0.32)	
相对恒生指数	(0.18)	(0.05)	(0.13)	

发行股数(百万)	243			
总市值(港币百万)	39,851			
3个月日均交易额(港币百万)			5	
净负债比率(%)				净现金
主要股东(%)				
新浪公司				40.10

 资料来源: 公司公告, iFIND, 中银证券  
 以2022年5月16日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

传媒: 互联网传媒

证券分析师: 卢翌

(8621)20328754

yi1.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522010001

## 微博

### 国内头部社交媒体平台, 优化品效广告竞争力

微博成立于2009年, 目前是国内月活用户量最多、话题影响力最大的社交媒体平台。十几年的发展, 微博平台涉及的内容已从泛娱乐进化到全社会各类型话题, 拥有各类型垂类话题圈, 积累了大量活跃用户。随着移动互联网的逐步普及, 微博从早期的文字信息流模式逐步升级为兼具文字、图片、短视频、直播等丰富内容形式的多元平台。公司的主营业务收入来自广告和增值服务, 2021年广告收入占比达到88%, 增值服务收入占比12%。

#### 支撑评级的要点

- **微博社交网络效应强, 以大众传播内容为主。**微博 MAU 由 2017 年 12 月的 3.92 亿增加至 2021 年的 5.73 亿, 四年来月活 CAGR 10%。稳定而庞大的用户基础保证了微博强大的社交网络效应。微博内容体系核心是热点推荐和转发机制, 因此容易由用户自发放大热门话题的影响力, 优势内容类型主要是影视明星、时政资讯等大众传播内容, 在垂类话题上也具备较强竞争力。
- **顺应内容视频化发展, 加大对视频号的投入。**微博于 2020 年 7 月初上线视频号, 并不断优化平台机制, 在用户增长和流量分发等方面予以支持, 截至 2021 年 12 月视频号开通用户已达到 2500 万。微博未来在视频号的发展战略: 1) 强化用户对视频社区的消费心智与访问, 促进视频内容消费规模的提升; 2) 优化视频内容推荐模型, 加强基于社交推荐的内容服务; 3) 持续打磨直播产品, 为后续连麦 IP 的推出做准备。
- **不断优化品效广告竞争力, 增值服务作为变现补充。**微博在品效合一的整合式营销上具有较强竞争力, 品牌广告主的投放方案可以结合热点话题、搜索推荐、明星 KOL、图文和视频信息流插入等多种形式, 兼具品牌宣传和目标触达两种目的。多维度的增值服务包括游戏、会员付费、直播等, 作为平台变现的补充。

#### 估值

- 我们采用 PE 估值法, 2022 年微博的合理估值预计为 57.8 亿美元, 折 451.0 亿港元。首次覆盖, 给予“**增持**”评级。

#### 评级面临的主要风险

- 行业监管超预期; 广告主投放意愿降低; 竞争加剧; 用户流量下滑

#### 投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(美元百万)	1,689	2,257	2,191	2,590	2,786
变动(%)	(4)	34	(3)	18	8
Non-GAAP 净利润(美元百万)	547	719	658	745	853
变动(%)	(14)	31	(8)	13	14
Non-GAAP 每 ADS 收益(美元)	2.34	3.13	2.86	3.24	3.70
市盈率(倍)	9.13	6.81	7.45	6.58	5.76
每 ADS 净资产(美元)	12.31	16.08	15.26	17.33	19.66
市净率(倍)	1.73	1.33	1.40	1.23	1.08
每 ADS 销售收入(美元)	7.21	9.84	9.53	11.25	12.08
市销率(倍)	2.96	2.17	2.24	1.89	1.76

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 头部社交媒体平台，用户规模庞大，内容影响力强

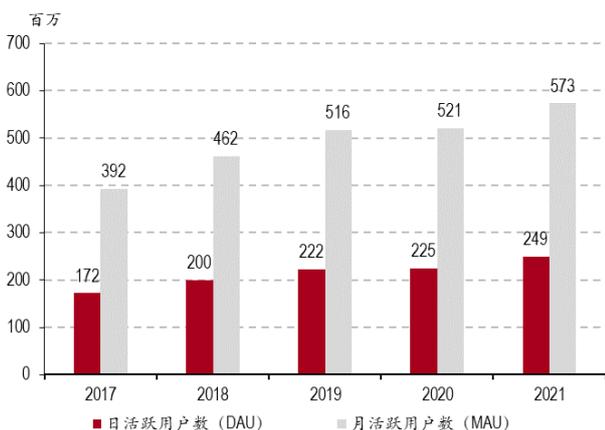
微博成立于2009年，目前仍是国内月活用户量最多、话题影响力最大的社交媒体平台。微博早期脱胎于门户网站新浪，提供PC网页端微型博客服务，通过邀请著名人士、明星的方式积累原始用户，吸引了大批粉丝的注册。十几年的发展，微博平台涉及的内容已从泛娱乐进化到全社会各类型话题，拥有各类型垂类话题圈，积累了大量忠实用户。并且随着移动互联网的逐步普及，微博从早期的文字信息流模式逐步升级为兼具文字、图片、短视频、直播等丰富内容形式的多元平台。

公司的主营业务收入来自广告和增值服务，2021年广告收入占比达到88%，增值服务收入占比12%。

## 强大的社交网络效应，丰富的内容生态

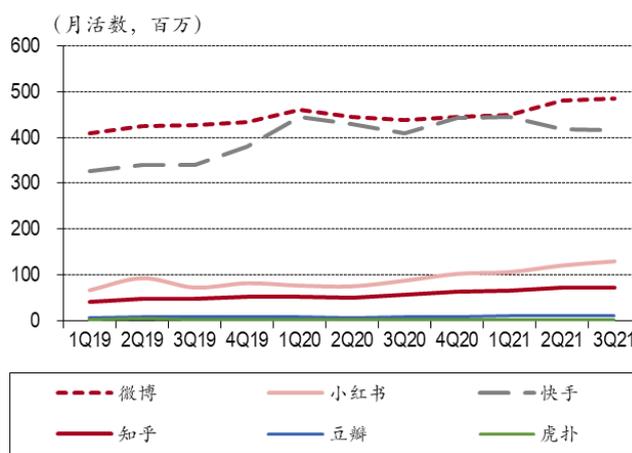
微博拥有庞大而活跃的用户群。微博的月活跃用户由2017年12月的3.92亿增加至2021年的5.73亿，2017年-2021年四年月活平均复合增长率达到10%。在所有的社交媒体平台中（除抖音），微博运营时间最长，但始终保持最大的月度用户活跃量。

图表 115. 2017-2021 微博日活及月活数据



资料来源：公司公告，中银证券

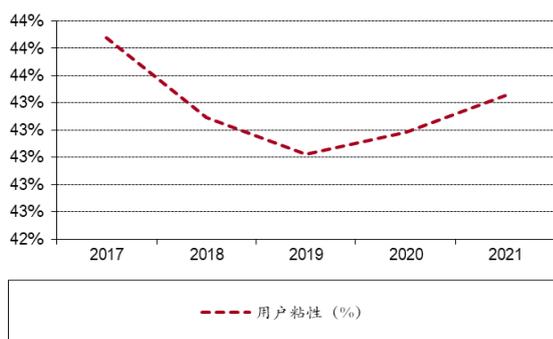
图表 116. 微博在社交媒体平台中保持最大的月活量



资料来源：QuestMobile，中银证券

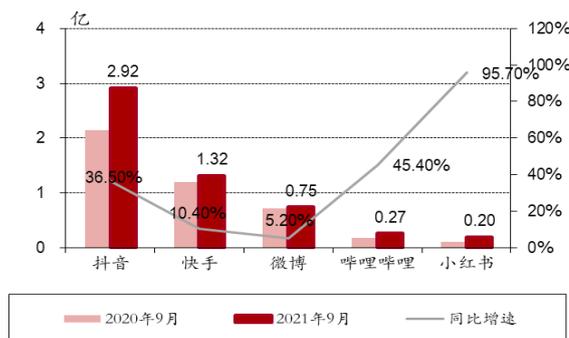
2017年至2021年微博的用户粘性（日活/月活）稳定维持在43%左右。根据QuestMobile报告，2021年9月微博的重度用户（指对平台的日均使用时长达30分钟以上的用户）规模达到0.75亿，在几大典型的内容平台中仅次于抖音和快手，超过哔哩哔哩和小红书。

图表 117. 2017 年-2021Q3 微博用户始终保持较高的粘性



资料来源：公司公告，中银证券

图表 118. 国内典型内容平台重度用户规模变化



资料来源：QuestMobile，中银证券

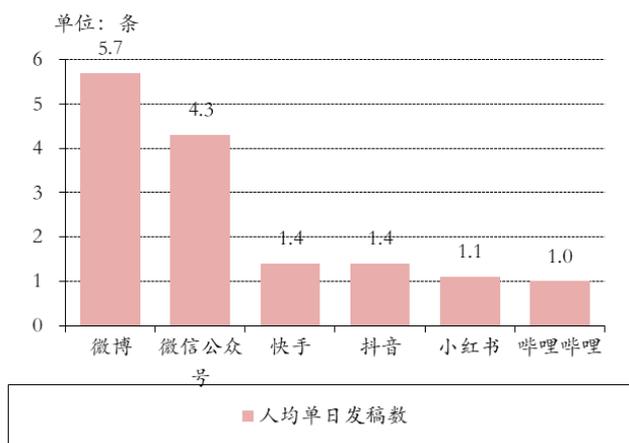
注：重度用户指对平台的日均使用时长达30分钟以上的用户

稳定而庞大的用户基础保证了微博强大的社交网络效应，再加上其内容体系核心是热点推荐（热搜榜单）和转发机制，因此容易由用户自发放大热门话题的影响力，优势内容类型主要是影视明星、时政资讯等大众传播内容。

微博经认证数量（包括明星、机构、大V、KOL等）逐年上升，2021年上半年已由2018年的370万个上涨到440万个。各类报刊、广播、电视等传统媒体基本都在微博注册账号，因此微博也已成为了社会热点话题，突发新闻的主要传播媒介，微博热搜更成为了社会舆论的主要阵地之一。根据QM数据，微博平均每个KOL单日发稿5.7条，是最为活跃的内容平台；KOL的头部化明显，TOP5%的KOL活跃用户数渗透率达到79.7%。

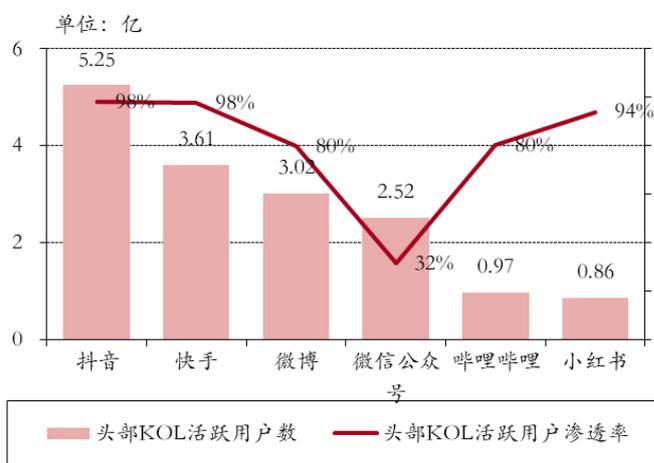
但作为媒体平台而非大众通讯工具（如微信），微博还需要通过丰富的垂类内容吸引不同圈层的用户留存下来，提高广告的变现效率。微博披露，截止2021年6月，微博拥有名人、明星与娱乐、幽默、媒体、综艺与电视节目、时尚、美妆、金融和游戏等46个垂直领域内容。其中，28个垂直领域内容在2021年6月的月浏览量均超过100亿次。微博可以根据用户喜好，进行精准内容推送，覆盖了全年龄段、全类型的人群，使其广告方案可多维度触及目标用户。

图表 119. 微博KOL人均单日发稿数最多



资料来源：QuestMobil 报告，中银证券  
注：数据时间为2021年4月

图表 120. 各内容平台头部KOL活跃用户数和渗透率

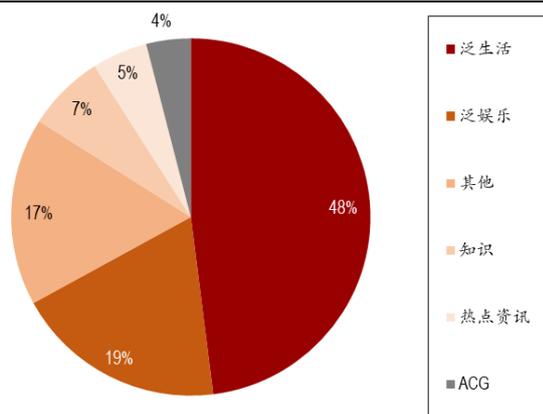


资料来源：QuestMobil 报告，中银证券  
注：头部KOL指活跃用户数排名TOP5%的KOL，数据时间为2021年4月

**应对视频化冲击，微博加大视频号扶持投入。**面对来自抖音、快手、哔哩哔哩等短中视频平台的冲击，微博于2020年7月初上线视频号，并且不断优化平台机制，在用户增长和流量分发等方面予以支持。开通视频号的博主个人主页会带有视频号勋章，此外，微博还推出了微博视频号计划，产品服务包括：专属催更区、专属主页、视频数据中心、视频管理、视频学院等。

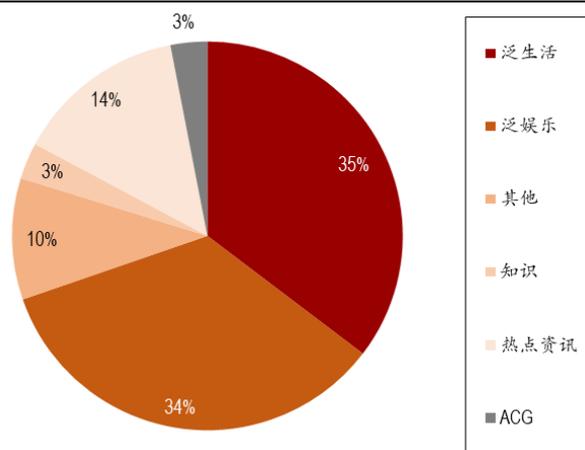
截至2020年12月，视频号开通规模超100万，其中百万粉视频号规模超过1.5万；视频号作者年内粉丝增长量超过140万；月活跃视频号作者的日均视频发布量、日均播放量同比提升均超过30%，全年总收入超过6.5亿。

图表 121. 微博视频号万粉账号种类分布



资料来源：微博 2020 视频号发展报告，中银证券

图表 122. 微博视频号万粉账号播放规模分布



资料来源：微博 2020 视频号发展报告，中银证券

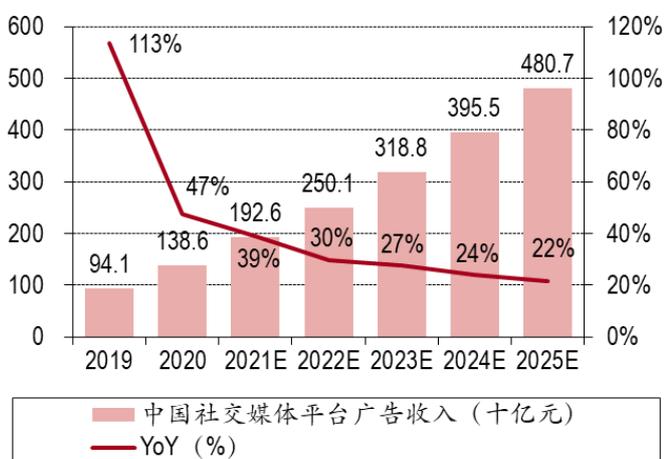
微博未来在视频号的发展战略：1) 强化用户对视频社区的消费心智与访问，促进视频内容消费规模的提升，截至 2021 年 12 月视频号开通用户已经达到 2500 万；2) 优化视频内容推荐模型，加强基于社交推荐的内容服务；3) 持续打磨直播产品，为后续连麦 IP 的推出做准备。

### 优化品效广告竞争力，增值服务补充收入来源

中国互联网广告市场正表现出对品效合一广告解决方案的偏好。传统品牌广告存在预算浪费和精准度不够的问题，效果广告发展迅速，但也面临流量价格逐渐高企、难以建立消费者心智的瓶颈。社交媒体平台具备社交和媒体两重属性，可以通过品效合一的整合营销形式，帮助广告主更高效准确地触达目标客户，同时在与用户互动时建立和提升品牌形象。

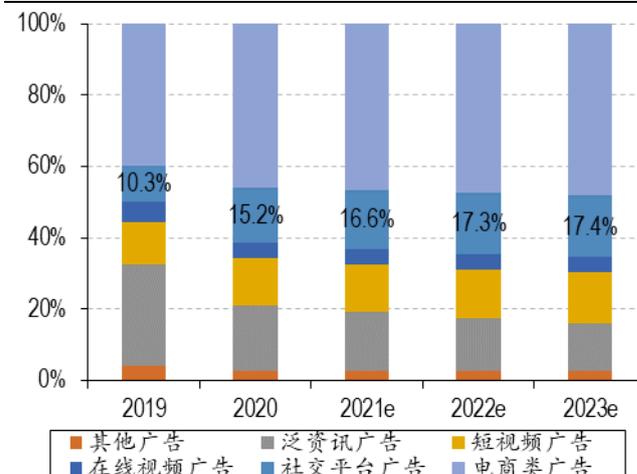
根据 QM 数据报告，预计 2022-2023 年社交广告市场规模的增长率高于其他形式的互联网媒介广告类型。社交媒体广告相较于其他互联网广告的优势在于：1) KOL 和内容关注行为帮助平台分层用户，推送精准的广告；2) 社交链路传播可形成强大的私域流量体系，有助于商家做好销售后链路服务。但其劣势在于核心广告位的 ADload 天花板较低，从平台角度看，可以拓展的空间主要为中长尾流量。

图表 123. 2019 年-2025 年中国社交媒体平台广告收入预测



资料来源：CIC，中银证券

图表 124. 社交平台广告占互联网广告比重有望继续提高



资料来源：QuestMobile 报告，中银证券

微博的月活用户量在国内社交媒体平台中首屈一指，广告收入总额远低于抖音和快手。内容信息流可插入的广告位较多，但因为微博强烈的社交属性导致关注信息流的浏览率高于兴趣流，而用户对社交关注内容中出现广告的容忍度明显低于兴趣流，AD Load 天花板较低。为保证较好的用户体验，微博不仅没有激进地拉高加载率，还非常注重用户对广告的反馈信息。

但另一方面，微博有热搜榜单、热门话题等中心化内容导向的板块，相比非常倚重算法推荐的平台，其用户信息茧房的效应较弱，品牌可以更快地获取广泛曝光度。这类广告位数量相对有限。

图表 125. 2021 年 6 月中国头部社交媒体平台

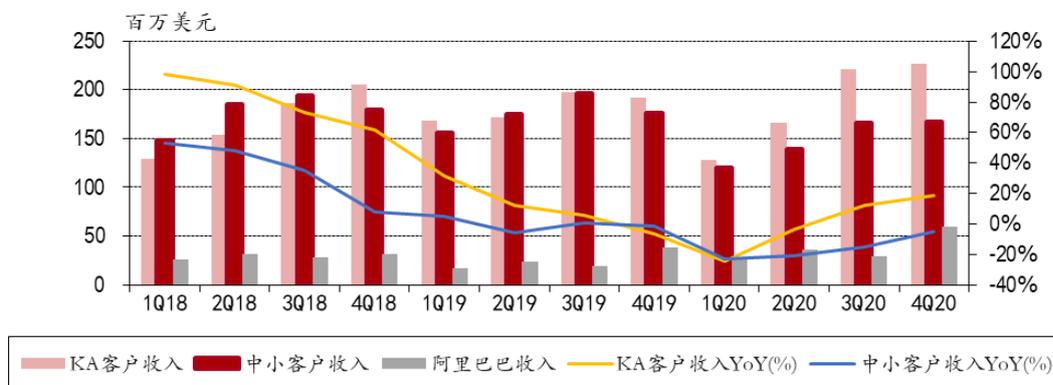
排名	平台	月活跃用户 (以百万计)	日活跃用户 (以百万计)	2020 年的收入总额 (十亿美元)	2020 年的广告收入总额 (十亿美元)
1	抖音	645	377	不适用	不适用
2	微博	566	246	1.7	1.5
3	快手	506	293	9.1	3.4
4	B 站	237	63	1.8	0.3
5	小红书	121	40	不适用	不适用

资料来源：灼识咨询，微博招股书，中银证券

**加强品效广告优势，视频号有望拉高加载率天花板。**微博在品效合一的整合式营销上仍具有较强竞争力，品牌广告主的投放方案可以结合热点话题、搜索推荐、明星 KOL、图文和视频信息流插入等多种形式，兼具品牌宣传和目标触达两种目的。微博 KA 客户（品牌广告为主）收入增速一直高于中小客户，尤其快消品（个护、美妆、食品等）、数码、电商行业对广告的贡献较大，游戏、汽车、新消费等潜力行业的开拓力度逐步加强。

微博视频号的发展带来了更多的内容消耗量、广告位空间，以及新的广告展现形式。我们认为视频号发展为微博广告业务拓展了增长空间：1) 视频号信息流更强调兴趣推送，有望能够有效拉高整个平台的广告加载率天花板；2) 以博主/作者为核心，将文字、图片内容视频化展现，从而更好地在私域领域分发内容，加强私域变现。

图表 126. 微博 KA 客户收入增速高于中小客户收入



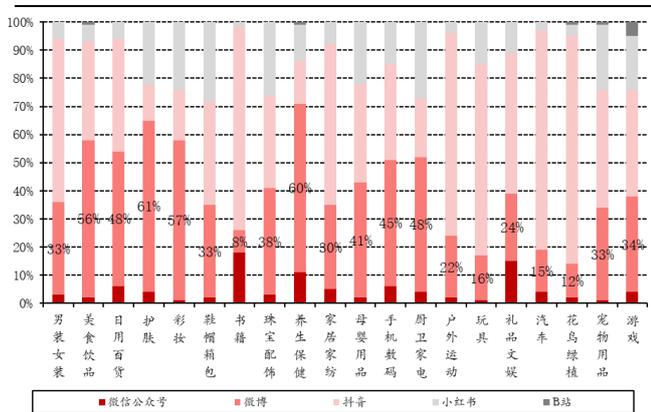
资料来源：公司公告，中银证券

微博的另一块收入来源是多维度的增值服务，其中包括游戏、会员付费、直播等；增值服务收入贡献一直维持在 10%-15% 之间。游戏业务方面，微博旗下的微游戏平台负责发行手游和 H5 游戏。2020 年 11 月收购一家互动娱乐公司后，在线游戏服务收入提升幅度较大。目前微博也投资了部门热门游戏的电竞战队，带动平台上游戏用户的活跃度，为游戏业务生态提供内容支持；并且通过圈定游戏内容的消费人群，以提高游戏广告的投放效率。

在付费服务方面，微博做了多种多样的尝试。普通的微博会员服务除了提供身份标识、勋章皮肤等个性化外观外，较为重要的一项是可以增加博主的推荐权重，即提升博文阅读量、账号曝光度等，加强引流效果，因此购买行为多发生于头部账号，中长尾普通用户较少。另外，微博在 2016 年 12 月推出“微博问答”，提问者付费提问，微博平台抽取 10%后，回答者将获得剩余的 90%；如果有围观者（围观费通常为 1 元），微博平台在抽取 10%的总围观费后，剩余的 90%将在回答者和提问者之间平分。2017 年 11 月，微博推出了“V+会员”，与由平台提供增值服务的普通会员不同，“V+会员”给予了大 V 进行粉丝变现的手段。开通此功能的大 V 可对自己的文章、图片、直播、问答等各种形式在内的内容进行打包收费。

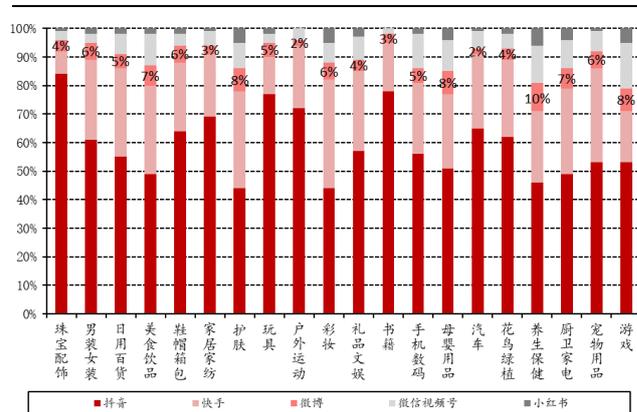
微博的直播及其他业务变现来自礼物打赏、付费直播、直播带货、电商导购等。2019 年四季度开始，微博和淘宝直播打通，淘宝主播可以将直播同步在微博账号，用户在微博端观看直播时也可以直接下单跳转淘宝购买。2020 年微博上线了“微博小店”，打造电商导购闭环和提高抽佣。但目前直播电商、电商导购都尚未对微博的收入产生显著贡献。果集数据显示，2021 年上半年各品类带货内容（不包括直播带货）关联品牌数量在几大典型平台的分布来看，大部分品类投放在微博的带货内容占比仅次于抖音；但微博在直播带货上竞争力较弱。

图表 127. 1H21 各品类带货内容数量平台分布



资料来源：果集数据，中银证券

图表 128. 1H21 各品类带货直播关联品牌数量平台分布



资料来源：果集数据，中银证券

我们认为从增值服务未来的前景来看，付费问答受制于平台整体的开放氛围和话题转发、共享机制，较难扩大规模。电商导购和直播带货的商业化潜力较大，但同时面临抖音、快手和淘宝直播的激烈竞争，变现效率提升预期较慢。

**政策环境及个人信息保护法对公司影响有限。**2021 年以来，部分行业如教育、电商、影视文娱等受到监管政策影响较大，直接影响了广告投放预算支出。教育行业广告占微博总广告业务占比不足 2%，文娱行业主要以内容合作为主，因此这些行业对公司影响较小。同时，微博积极推进多元化的广告客户及业务种类，布局新能源车广告资源，获取电商首发宣传预算；短期受影响的游戏、快消行业也正在恢复。

另一方面，新个人信息保护法对社交平台触及用户私人数据采取了更加严格的限制，开屏广告的整改也对平台的广告内容和投放形式提出了更多要求。对于新个人信息保护法提出的要求，微博一方面调整用户协议，并积极与监管部门保持高效沟通，确保业务运行始终合规。目前针对社交媒体平台及其相关领域的监管政策框架基本成型，微博已经基本做好了策略调整。

## 盈利预测和估值

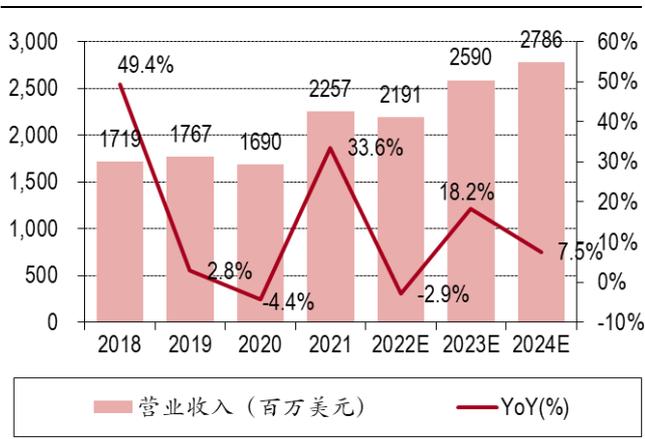
### 盈利预测

受疫情影响，客户企业 2020 年广告预算支出降低，因此公司 2020 年收入较 2019 年小幅下滑 4.4%，达到 16.89 亿美元。微博 2021 年实现收入 22.6 亿美元，受益于 7、8 月份奥运会产生的流量效应，用户数及浏览量快速上升，带来的广告推介效率的提升，2021Q3 当季度同比增长 30.4%，显示了疫情后广告投入市场较好的恢复速度。2021 年 1-9 月，公司增值服务收入同比增长 47%，主要受新游戏《斗罗大陆 2》上线推动，但直播服务收入因竞争激烈而有所下滑。2021 年 Q4，奥运会效应逐步减弱、文娱行业监管趋严，叠加消费市场转向较为疲弱，广告收入增速回落。但基于 2020 年上半年低基数效应，2021 年公司整体广告收入增速达 33%，增值服务全年收入增速达 36%。

2022 上半年广告行业需求偏弱，尽管微博相对整体行业具备更高韧性，考虑到 2021 同期广告需求全面反弹，同时下半年东京奥运会、电商节等拉动广告收入增长，我们预计 2022 年广告营销收入同比下降约 1%。增值服务方面，由于用户增长见顶、行业监管、宏观经济等多因素叠加，预计增值服务收入同比下降约 15%。

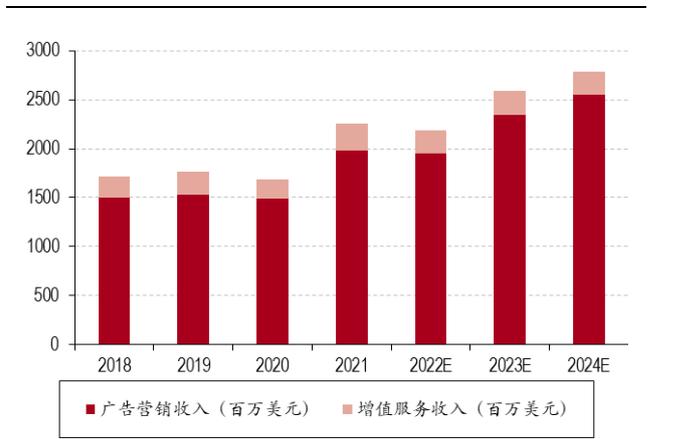
我们预计 2022/23/24 年微博营业收入为 21.91/25.90/27.86 亿美元，同比增长-2.9%/18.2%/7.5%。

图表 1. 微博营业收入及同比增速预测



资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 2. 微博分业务营业收入预测

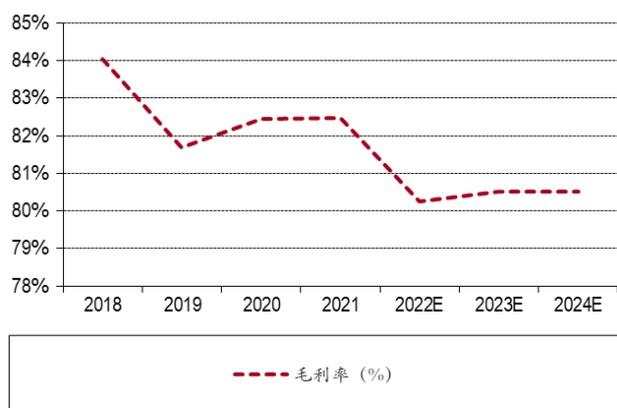


资料来源：公司公告，中银证券预测

2022 年微博推进电竞体育投资并探索电商领域，同时视频号的大力推进使得视频内容增加、清晰度要求上升，带宽及服务器折旧成本预期将上升。业务上文娱管控、财经投诉等因素导致相关较高利润率业务收缩或调整。因此我们预计 2022/23/24 年公司毛利率下滑，分别为 80.3%/80.5%/80.5%。

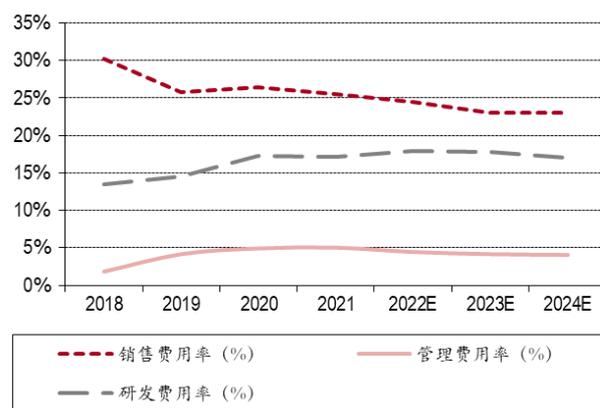
费用方面，教育行业监管实施后，市场整体用户获取成本下降，加上微博用户获取的优势，单位用户获取成本持续下降；合作渠道用户规模继续提升，渠道获客的竞争优势加强。我们预计公司销售费用率将下降；管理费用率保持稳定；研究费用方面，公司通过港股二次上市，计划在直播，视频号方面加大研发投入，预计未来研发费率或进一步上升。

图表 131. 微博毛利率及预测



资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 132. 微博各项费用率预测

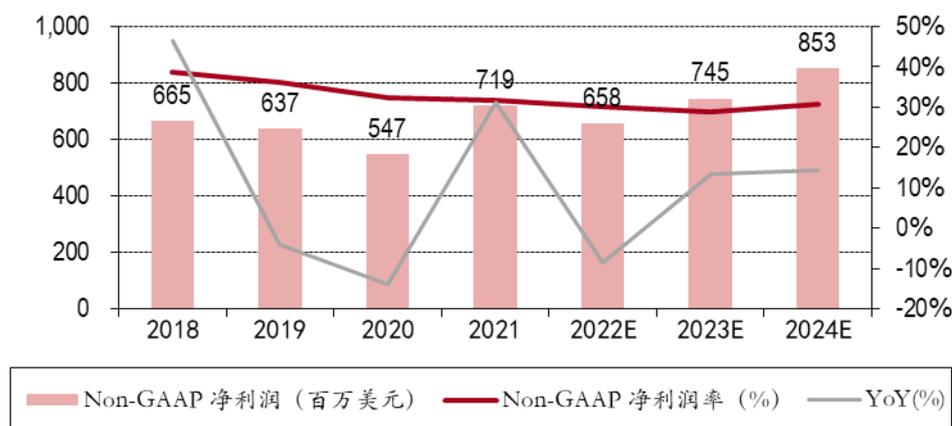


资料来源：公司公告，中银证券预测

净利润端，公司利润率自 2018 年逐步降低，受疫情影响 2020 年利润率显著降低，2021 年净利润率达 31.8%，净利润同比增加 31.2%。受宏观经济、监管政策、业务布局等影响，预计 2022 年公司净利润率将下降，净利润也将同比下降。

我们预计 2022/23/24 年微博 Non-GAAP 净利润分别为 6.58/7.45/8.53 亿美元，同比增长-8.5%/13.4%/14.4%，利润率为 33%/31%/30%。

图表 133. 微博 Non-GAAP 净利润及利润率预测



资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 134. 微博财务数据预测

(美元百万)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,257.1	2,191.0	2,590.3	2,785.7
广告及营销收入	1,980.8	1,955.1	2,341.7	2,545.5
增值服务收入	276.3	235.9	248.6	240.2
毛利润	1,861.4	1,758.4	2,085.2	2,242.5
毛利率(%)	82.5	80.3	80.5	80.5
销售费用率(%)	25.5	24.5	23.1	23.0
管理费用率(%)	5.0	4.4	4.1	4.0
研发费用率(%)	17.1	17.9	17.8	17.0
Non-GAAP 净利润	428.3	402.0	482.0	544.4

资料来源：iFind, bloomberg, 中银证券预测

## 估值

微博是中国头部的社交媒体平台，主要变现模式是广告，近 90% 的收入来源于广告。我们选取美国的头部社交平台 Facebook (Meta) 和 Twitter，以及广告收入体量排名第一且占自身收入占比超 80% 的谷歌作为可比公司。以上三家公司 2022 年的 PE 的平均值为 28.75 倍，微博的广告业务竞争力小于谷歌，业务增长动力弱于 Facebook 和 Twitter，且面临更严格的内容监管、娱乐产业规范等，我们给予 50% 的估值折价，2022 年 PE 估值为 14.38 倍。我们预计 2022 年微博 GAAP 净利润为 4.02 亿美元，则 2022 年微博的合理估值为 57.8 亿美元，折合约 451.0 亿港元 (CNY:USD=6.79:1, CNY:HKD=0.87:1)。首次覆盖，给予“**增持**”评级。

图表 135. 可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (当地货币总市值 (当地货币, 亿元)		EPS (财报货币)			PE		
		币)	亿元)	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
FB.O	Meta	198.6	5,375	13.77	12.33	14.48	14.42	16.11	13.72
GOOGL.O	谷歌	2,321.0	15,284	112.2	116.78	137.44	20.69	19.88	16.89
TWTR.N	Twitter	40.7	311	(0.28)	0.81	1.18	-	50.27	34.51
<b>平均值</b>							<b>17.56</b>	<b>28.75</b>	<b>21.70</b>

资料来源: iFind, bloomberg, 中银证券预测

注: 收盘价时间为北京时间 5 月 16 日收盘, CNY:USD=6.79:1, CNY:HKD=0.87:1

## 风险提示

- 居民消费意愿整体低于预期: 宏观经济增速放缓、疫情持续爆发, 居民收入水平下滑、消费意愿低于预期将直接影响自媒体内容、直播带货等文化娱乐消费, 进而影响公司的收入。
- 广告主需求持续低迷: 宏观经济环境、疫情等方面的风险导致广告主投放广告的意愿降低, 对公司广告业务造成压力。
- 超预期的监管措施: KOL 自媒体行业主要涉及内容审查、个人信息保护、广告相关法规等政策监管, 如果有超过目前监管框架的政策条例出台, 会对公司造成影响。

## 利润表 (美元 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,690	2,257	2,191	2,590	2,786
营业成本	(297)	(296)	(433)	(505)	(543)
<b>毛利润</b>	<b>1,393</b>	<b>1,861</b>	<b>1,758</b>	<b>2,085</b>	<b>2,242</b>
销售费用	(446)	(576)	(536)	(598)	(641)
管理费用	(83)	(113)	(97)	(107)	(113)
研发费用	(291)	(387)	(392)	(461)	(474)
<b>营业利润</b>	<b>507</b>	<b>697</b>	<b>650</b>	<b>820</b>	<b>910</b>
<b>营业利润(Non-GAAP)</b>	<b>580</b>	<b>819</b>	<b>756</b>	<b>931</b>	<b>1,039</b>
财务收入净额	44	30	(2)	(3)	(3)
投资收益净额	(175)	(176)	(160)	(224)	(248)
其他收入	0	0	0	0	0
税前损益	376	551	488	593	659
所得税	(61)	(139)	(86)	(109)	(112)
净损益	315	412	402	484	547
少数股东权益	(1)	16	0	(2)	(3)
<b>本公司持有权益</b>	<b>313</b>	<b>428</b>	<b>402</b>	<b>482</b>	<b>544</b>
<b>Non-GAAP 净利润</b>	<b>547</b>	<b>719</b>	<b>658</b>	<b>745</b>	<b>853</b>
加权平均 ADS(摊薄,百万)	234	229	230	230	231
每 ADS 收益(Non-GAAP,摊薄)	2	3	3	3	4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 资产负债表 (美元 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及等价物	1,815	2,424	2,661	2,749	2,653
短期投资	1,682	711	1,058	1,498	2,291
应收款项	492	723	564	635	667
其他流动资产	846	945	1,455	1,637	1,722
<b>流动资产总计</b>	<b>4,835</b>	<b>4,803</b>	<b>5,738</b>	<b>6,519</b>	<b>7,333</b>
固定资产	61	68	66	68	68
长期股权投资	1,179	1,208	1,408	1,608	1,808
其他非流动资产	260	1,441	888	888	888
<b>非流动资产总计</b>	<b>1,501</b>	<b>2,717</b>	<b>2,361</b>	<b>2,563</b>	<b>2,763</b>
总资产	6,335	7,520	8,099	9,082	10,096
应付账款	150	198	212	188	198
短期借款	0	0	0	0	0
其他流动负债	809	1,065	969	1,090	1,146
<b>流动负债总计</b>	<b>958</b>	<b>1,262</b>	<b>1,181</b>	<b>1,278</b>	<b>1,344</b>
长期借款	892	897	901	905	909
其他非流动负债	1,598	1,672	2,510	2,910	3,310
<b>非流动负债总计</b>	<b>2,490</b>	<b>2,569</b>	<b>3,410</b>	<b>3,814</b>	<b>4,218</b>
总负债	3,449	3,832	4,592	5,092	5,562
累计损益	2,812	3,594	3,404	3,886	4,430
其他权益	74	94	103	103	103
<b>权益总额</b>	<b>2,886</b>	<b>3,688</b>	<b>3,508</b>	<b>3,990</b>	<b>4,534</b>
<b>总负债及权益</b>	<b>6,335</b>	<b>7,520</b>	<b>8,099</b>	<b>9,082</b>	<b>10,096</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 现金流量表 (美元 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净损益	313	428	402	482	544
折旧与摊销	32	55	82	100	121
运营资本变动	116	42	(779)	(596)	(844)
其他经营现金流	280	289	83	91	109
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>742</b>	<b>814</b>	<b>(212)</b>	<b>76</b>	<b>(69)</b>
购买固定资产净值	(35)	(35)	(80)	(101)	(122)
投资增加净值	(673)	(276)	(200)	(200)	(200)
其他投资现金流	(506)	(113)	553	0	0
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(1,214)</b>	<b>(424)</b>	<b>273</b>	<b>(301)</b>	<b>(322)</b>
净增债务	740	188	841	404	404
净增权益	0	1	(74)	(88)	(106)
其他融资现金流	2	0	(592)	(2)	(3)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>742</b>	<b>189</b>	<b>176</b>	<b>313</b>	<b>295</b>
现金变动	362	609	237	88	(96)
期初现金及等价物	1,453	1,815	2,424	2,661	2,749
期末现金及等价物	1,815	2,424	2,661	2,749	2,653

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 主要比率

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	(4)	34	(3)	18	8
营业利润增长率	(12)	41	(8)	23	12
归母净利润增长率	(14)	31	(8)	13	14
<b>盈利能力</b>					
毛利率	82	82	80	81	81
净利率	19	18	18	19	20
ROE	11	12	11	12	12
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	54	51	57	56	55
净负债比率	119	104	131	128	123
流动比率	5.04	3.80	4.86	5.10	5.46
速动比率	4.16	3.06	3.63	3.82	4.18
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.30	0.33	0.28	0.30	0.29
应收账款周转率	3.70	3.72	3.40	4.32	4.28
应付账款周转率	2.15	2.28	2.11	2.52	2.82
<b>每股指标 (美元)</b>					
每股收益	2.34	3.13	2.86	3.24	3.70
每股销售收入	7.21	9.84	9.53	11.25	12.08
<b>估值比率</b>					
P/E	9.13	6.81	7.45	6.58	5.76
P/S	2.96	2.17	2.24	1.89	1.76

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371