

| 证券研究报告 |

长江证券
CHANGJIANG SECURITIES

短视频出海： 中国公司将笑傲全球？

分析师及联系人

• 聂宇霄
(8621)61118753
nieyx@cjsc.com.cn
执业证书编号：
S0490520060004

• 高超
(8621)61118739
gaochao2@cjsc.com.cn
执业证书编号：
S0490516080001

请阅读最后评级说明和重要声明

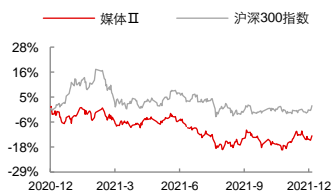
官方微信：zhituquan

报告要点

MAIN POINTS OF REPORT

报告日期 2021-12-09
 行业研究 深度报告
 评级 看好 | 维持

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

- 《解构元宇宙系列深度之五:内容研发商或迎来全新内容变现机会》2021-11-29
- 《解构元宇宙系列深度总论:现实与虚拟的交织》2021-11-28
- 《网易《永劫无间》刷新国产买断制游戏销量记录,继续看好具备强研发能力的游戏公司》2021-11-15

媒体 II

短视频出海: 中国公司将笑傲全球?

● 短视频需求具备普适性, 出海大势所趋, 中国公司竞争力强大

短视频作为互联网企业出海最成功的形式之一,其成功的底层逻辑或是因为短视频解决的需求在世界范围内都具备普适性,因此形式天然适应海外市场。国内出海的短视频产品主要来自于字节跳动、快手、欢聚时代等公司,从目前的竞争格局看,中国出海的产品占据头部地位,相较海外本土产品优势显著。

● 海外竞争格局分析: TikTok 一家独大, 新兴市场竞争激烈

海外市场因为经济、文化的复杂性,呈现出明显的地域性,竞争格局亦因此不同。若将市场按竞争格局分类,以潮流文化为主流文化的美国市场或已经迎来 TikTok 一家独大的局面,而以巴西、东南亚为代表的新兴市场因文化的多样性而更具内容的差异化空间,因此竞争更为激烈。在不同市场上,市场的增量来源并不相同,成熟市场或需更注重商业化的深耕,而新兴市场短期仍有较大的用户渗透空间。以字节跳动、快手为首的中国互联网公司采取了不同的打法,在彰显自身产品独特调性的同时适应当地市场。

● 未来竞争力分析: 内容定位+运营手段或为行业的核心竞争力

从海外发展经验来看,不同市场上,成功的短视频产品的竞争优势主要集中在两点上:

- 1) 内容定位+营销手段优势; 2) 先发优势。内容定位+运营手段决定了用户对产品的认知,因此是产品的核心竞争力。若将内容定位+运营手段再度拆解,则可落实到产品调性、产品内容、社区风格、渠道投放等具体的竞争点之上。我们认为,目前在市场上存活、并取得一定经营成绩的产品都势必在某些细分竞争点上有自己的优势,将产品打造成了更具差异化的产品。长期来看,产品主要的战略布局或都将集中在内容定位+运营手段之上,具有较高的竞争壁垒。

● 中国公司将获得海外市场大部分增量, 看好中国短视频产品长期发展

从用户角度看,以字节跳动为首的中国公司将获得海外短视频市场大部分增量。从长期来看,或因短视频产品自身具备的优势及其解决需求的普适性,其用户量天花板较高。我们认为,类比微信和抖音的用户比例,未来 TikTok 全球月活或可以达到海外主流通讯产品 Facebook+Messenger 67%的用户量级,即海外的月活跃用户数达到 17 亿人。参考国内渗透率,假设快手在拉美地区的月活渗透率可达到 40%,则其产品月活人数可达 1.76 亿人;公司海外月活中约有一半即 0.9 亿来自拉美地区,我们认为其在拉美地区的月活尚有一倍空间。

从商业化角度看,海外短视频商业化刚刚起步,广告变现潜力巨大,以 TikTok 为首的海外短视频产品可为中国公司出海提供流量及工具支撑,看好未来可能受益海外短视频渠道的公司。

风险提示:

1. 行业监管风险;
2. 海外扩张不及预期风险。
3. 渗透率不及预期风险

目录

短视频出海大势所趋，中国公司竞争力强大	5
可行性：短视频需求具备普适性，形式上天然适应出海	5
必要性：国内增长见顶，海外增量犹存	6
海外格局：中国公司及产品是海外赛道主要玩家	7
竞争格局分析：TikTok 一家独大，新兴市场竞争激烈	8
成熟市场：未来增量或来自商业化深耕及平台现有内容创作者的持续运营	9
新兴市场：增量来自竞争格局的变动及渗透空间的挖掘	16
海外本土产品打法分析：总体看与中国公司差距较大	21
未来竞争力分析：内容定位+运营手段或为行业的核心竞争力	22
产品的竞争优势主要集中在内容定位+运营手段优势及先发优势之上	22
产品的优势最终都将体现在用户留存上	23
中国公司将获得海外市场大部分增量，看好中国短视频产品未来发展	26
TikTok 未来用户体量长期有望达到 17 亿 MAU	26
TikTok 商业化空间巨大，有望成为国内企业出海强渠道	27
快手在拉美地区仍有较大用户增长空间	28

图表目录

图 1：短视频的特点及其解决的主要需求	5
图 2：短视频平台商业化路径	6
图 3：抖音月活跃用户数（单位：百万人）	7
图 4：快手月活跃用户数（单位：百万人）	7
图 5：海外互联网基建环境情况	7
图 6：TikTok 在美国发展时间线	9
图 7：TikTok 在美国发展的关键时间点	10
图 8：TikTok 在各环节上的自身优势	11
图 9：TikTok、Zynn、Lasso 产品对比	12
图 10：《Stay》各国音乐榜单排名情况	13
图 11：Facebook 北美、欧洲用户量及广告收入对应比例	13
图 12：美国电商行业增速	14
图 13：TikTok 对于电商的合作模式探索	14
图 14：TikTok 广告变现方式探索	15
图 15：TikTok 创作者激励计划	15
图 16：主要新兴市场特点简介	16
图 17：Kwai 在巴西打造内容独特性	17
图 18：近 90 天 TikTok 与 Likee 的印尼 Google Play 社交类应用排名（7.29-10.26）	18

图 19: 近 90 天 TikTok 与 Snack Video 的 Google Play 应用排名 (7.29-10.26)	18
图 20: TikTok 泼水节“Songkran Stranger”运营	19
图 21: Snack Video 泼水节“创作者学院”运营	20
图 22: Likee Star Idol 项目	21
图 23: Instagram 推出 Story 功能后, Story 的日活情况 (单位: 百万人)	22
图 24: YouTube 内置一级入口 Shorts 短视频功能示意	22
图 25: 不同市场竞争要素总结	23
图 26: 产品成长路径对应要求	24
图 27: 短视频行业竞争要素拆分	24
图 28: 海外短视频产品竞争要素对比分析	25
图 29: Zynn 各环节出现问题	25
图 30: Instagram 月活跃用户数趋势	26
图 31: TikTok 长期用户量级预测	26
图 32: 2021H1 媒介行业互联网广告收入 TOP5 (单位: 亿元)	28
图 33: 2021H1 广告主行业投放费用 TOP10 季度占比 (单位: %)	28
图 34: 《原神》TikTok 短视频大赛	28
图 35: 快手拉美地区用户量级预估	29
表 1: 海外短视频行业主要产品及其情况	8
表 2: 各产品内容创作者激励计划	8
表 3: TikTok 巴西头部用户及其粉丝数	17
表 4: TikTok 美国广告收入预测	27

短视频出海大势所趋，中国公司竞争力强大

可行性：短视频需求具备普适性，形式上天然适应出海

国内短视频产品发展的经验证明，短视频平台有能力聚集大量的用户，并享有极长的用户时长。我们认为，短视频平台能做到以上两点，或是因为它将用户的理解准入门槛和创作准入门槛降到了最低。短视频产品的几大特点或保证了这样的现象出现。

图 1：短视频的特点及其解决的主要需求



资料来源：长江证券研究所

短视频产品为什么能聚集数量庞大的用户群体？

- 短视频产品的理解门槛极低。**重视觉的视频类产品相较于图文，本就拥有较低的理解门槛；相较于长视频、中视频产品，一条短视频的平均时长在一分钟之内，信息获取的成本更低，且无需文字，因此人人都能理解。另外，由于较短的视频时长无法作为专业知识的有效载体，因此短视频平台的内容一般都以娱乐内容为主，这或再次降低了用户的理解难度。**娱乐的需求亦比学习的需求更加顺应人性。**
- 短视频产品的创作门槛极低。**若一款产品只有内容消费者而没有内容创作者，则此产品将几乎完全依靠平台自产内容生存，如长视频平台。而短视频平台能拥有超强的平台活力和用户粘性，或亦是因为其极低的创作门槛最大程度上调动了用户的创作灵感和潜力，使所有的用户都可成为平台的潜在内容创作者，这是其他的内容平台无法比拟的优势。**短视频平台的内容、用户正循环就此形成：庞大的用户群体转变成了内容创作者群体，为平台提供源源不断的创意和内容积累，因此又吸引更多用户加入平台。**
- 短视频具备强社交属性。**短视频拥有制造爆款的能力，且视频可被分享至其他的主流社交平台（国内如微信、海外如 WhatsApp）；另外，短视频拥有的“标签”特征天然具备社区特性，因此具备强社交属性。

短视频产品为什么能享有较长的用户时长？

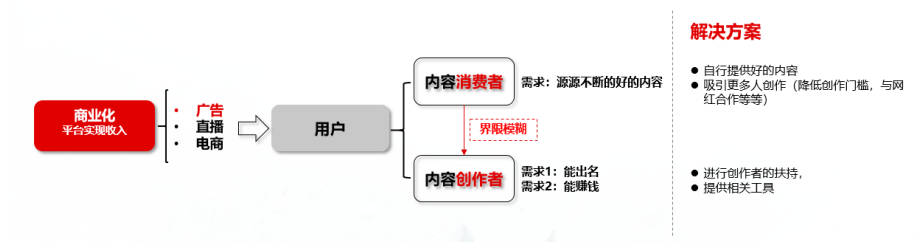
1. **短视频平台上获取信息的难度极低。**一条短视频的时长一般在一分钟以内，而较短的视频时长无法作为传递专业知识的有效载体，因此短视频平台的内容一般都以娱乐内容为主，因而适用于绝大多数用户。
2. **短视频平台上获取信息的效率极高。**一条短视频的时长一般不会超过 1 分钟，多数在 15 秒钟。用户若使用平台 1 个小时，则可观看 240 条 15 秒的短视频。如此高的信息获取效率明显优于其他内容平台，比如以图文为主的微信公众号、今日头条的平均阅读时长均超过 1 分钟，而腾讯视频等长视频平台平均的内容时长均在一个小时以上。**信息的获取亦需要成本，而短视频在获取信息的效率方面具备明显优势。**
3. **短视频的推荐算法具备“上瘾性”。**短视频平台可通过算法为每位兴趣各异的用户推荐符合其爱好的内容，让用户长时间沉浸在“正确”的内容范围内。用户在连续观看其感兴趣的内容之时就更容易停留在平台上。

因其特点，短视频平台解决的需求具备普适性，或因此天然能在形式上适应海外市场。因其极低的理解准入门槛，短视频平台可满足用户获取信息的需求和娱乐的需求；因其极低的创作准入门槛，短视频平台可满足用户的创作需求和表达的需求；因其较短的时长，短视频平台可满足用户的“杀时间”需求，更符合现在的时间碎片化趋势。

短视频产品是如何赚钱的？

短视频平台的主要变现方式分为三种：广告、直播、商业化，变现难度逐渐增加。目前海外市场上，唯有 TikTok 已经在 2020 年度开始尝试利用电商平台变现，其他平台主要依靠广告的模式实现收入。**平台依靠广告实现收入的前提是拥有足够的用户量和用户使用时长。用户对于短视频平台的需求是源源不断的好内容供给，即每次登陆都能获得新的内容。**

图 2：短视频平台商业化路径



资料来源：长江证券研究所

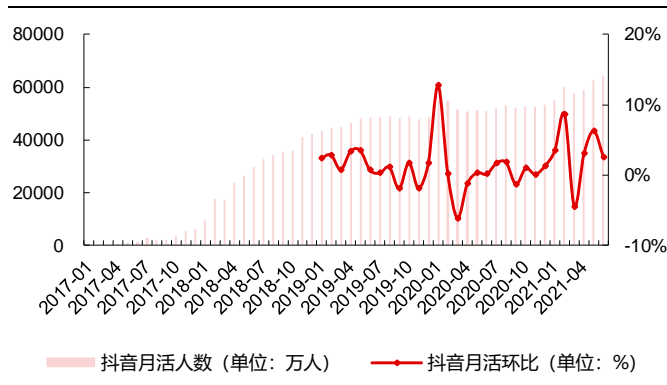
必要性：国内增长见顶，海外增量犹存

国内手机网民渗透率已基本见顶。《中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2020 年 12 月，我国手机网民规模达 9.86 亿，较 2020 年 3 月增长 8885 万，网民使用手机上网的比例达 99.7%，较 2020 年 3 月提升 0.4 个百分点。

国内短视频行业渗透率已基本见顶。《中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2020 年 12 月，我国网络视频（含短视频）用户规模达 9.27 亿，较 2020 年 3 月增长 7633 万，占网民整体的 93.7%；其中，短视频用户规模达 8.73 亿，占网民整体的 88.3%。

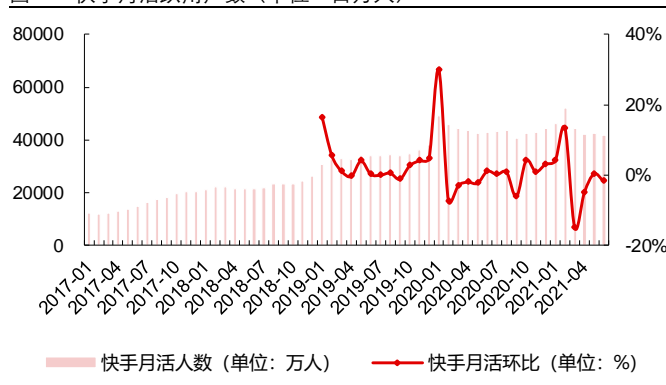
从短视频的用户增长看，国内头部短视频产品的用户增长都已见顶。Quest Mobile 数据显示，快手的月活环比增长已连续几个月保持在较低水平。

图 3: 抖音月活跃用户数 (单位: 百万人)



资料来源: Quest Mobile, 长江证券研究所

图 4: 快手月活跃用户数 (单位: 百万人)



资料来源: Quest Mobile, 长江证券研究所

从海外整体市场来看，移动互联网渗透率及使用社交媒体用户的渗透率都依然拥有渗透空间。过去 12 个月中 (2020.07-2021.07)，社交媒体使用人数增长了 13.1%；全球互联网用户平均在线时长约为 7 小时。海外市场增量犹存，因此国内短视频产品出海寻求增量或成为未来大势。

图 5: 海外互联网基建环境情况 (截至 2021 年 7 月)



过去12个月中 (2020.07-2021.07)，社交媒体使用人数增长了 **13.1%**，增长人数为**5.2亿**

全球互联网用户平均在线时长约为 **7小时**，其中使用社交媒体的时间为 **2小时24分钟**

资料来源: Datareportal, 长江证券研究所

海外格局：中国公司及产品是海外赛道主要玩家

中国公司及产品是海外赛道的主要玩家。字节、快手、欢聚时代及阿里巴巴等公司都有所布局。国内产品皆为独立产品，除印度市场外，目前各分区市场上的头部产品都是国内出海的产品。

除中国公司外，以 Facebook 为首的传统社交巨头以内置模块的形式加入赛道。如 Facebook 在短视频产品 Reels、Lasso 接连失败的情况下，将 Reels 内置进 Instagram 中，将 Instagram 作为竞争的主战场。

表 1: 海外短视频行业主要产品及其情况

所属公司	产品名称	出海时间	目标（主要）市场	产品情况	
国内公司	字节跳动	TikTok	2017 年 9 月	美国	目前为赛道龙头，用户数+使用时长均处于市场领先地位
	快手	Kwai	2017 年 5 月	南美（巴西）	主攻以巴西为首的拉美市场
		Snack Video	2018 年	东南亚	在印度市场被封禁后，Snack Video 转战东南亚
		Zynn	2020 年 5 月	美国	2021.08 宣布将停止运营，目前已无法下载
	欢聚时代	Likee	2017 年 7 月	东南亚/俄罗斯	隶属于新加坡公司 Bigo
阿里巴巴	VMate	2019 年	东南亚	主攻印度市场	
海外公司	Facebook	Lasso	2018 年 11 月	美国、墨西哥	已停运
		Instagram（内置 Reels 模块）	2020 年 8 月	无明确范围	目前为 Facebook 争抢短视频市场的主力产品
	Youtube	Youtube（内置 Shorts 模块）	2020 年 9 月	无明确范围	在产品中增加一级短视频入口
	Snapchat	Snapchat（内置 Spotlight 模块）	2020 年 11 月	无明确范围	在产品中增加一级短视频入口

资料来源：TikTok 新闻，快手公司公告，Bloomberg 新闻，欢聚时代公司公告，TechCrunch 等，长江证券研究所

表 2: 各产品内容创作者激励计划

产品	美国激励计划	全球激励计划
TikTok	已完成 2 亿美元的激励计划，预计三年内会完成 10 亿美元的激励计划	预计会完成 20 亿美元的激励计划
Youtube (Shorts)	/	2021-2022 将会完成 1 亿美元的激励计划
Instagram Reels	"Reels Summer bonus"（具体金额未公布）	/
SnapChat Spotlight	/	每天抽取头部内容的作者进行奖励

资料来源：Bloomberg Blog，YouTube，TikTok Blog，Snapchat Blog，长江证券研究所

竞争格局分析：TikTok 在成熟市场一家独大，新兴市场竞争激烈

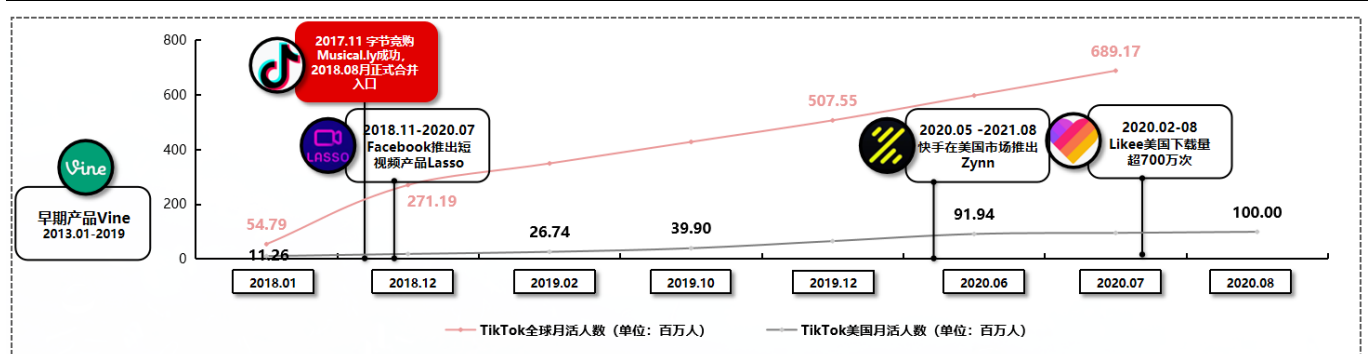
2017 年是短视频产品出海的元年。经过三四年的探索和发展，目前海外的不同市场已呈现出不同的竞争态势，这与市场本身的特性息息相关。以美国为代表的成熟市场渗透率已达一定水准，因此未来的市场增量或主要来自商业化的深耕。以东南亚、拉丁美洲为代表的新兴市场由于格局尚未稳定，因此格局的变动和持续的渗透或是新兴市场上主要的增量来源。

成熟市场：未来增量或来自商业化深耕及平台现有内容创作者的持续运营

在以美国为代表的成熟市场上，竞争格局已定，竞争终局或已经到来。

TikTok 经过几年的发展，已成为一款风靡全美乃至全世界的短视频产品。从用户量级上看，TikTok 在 2021 年 9 月宣布海外月活已破 10 亿人次。与之对比，2021Q2Facebook 全球月活近 29 亿；2021Q3Instagram 全球月活 14 亿；2021 年 5 月 SnapChat 宣布全球月活 5 亿。TikTok 已经成为全球头部的内容平台。在美国市场，随着同类产品快手 Zynn 及 Facebook Lasso 的相继下线，或标志着 TikTok 的竞争地位已基本稳固。根据 Sensor Tower 数据显示，2021 年 5 月，TikTok 美国月活人数已突破 1.3 亿。

图 6: TikTok 在美国发展时间线



资料来源：Twitter Blog，CNBC，华尔街新闻，THE VERGE，Insider，Sensor Tower，Bloomberg 新闻等，长江证券研究所

TikTok 优势：先发优势、本地化优势、国内发展经验优势

TikTok 的几大主要优势使得其在美国市场已站稳脚跟：先发优势、本地化优势、国内发展的经验优势。

1. TikTok 的先发优势：

TikTok 于 2017 年下半年在美国正式上线，彼时正是短视频出海元年，海外市场上罕见同类产品，早期短视频产品式微。同为国内出海公司的快手并未将重心放在北美地区，且当时快手依然在延续国内市场的“自然增长”战略，并未进行大量的营销。这就为 TikTok 在美国的发展提供了较为理想的发育环境。

2. TikTok 的本地化优势：

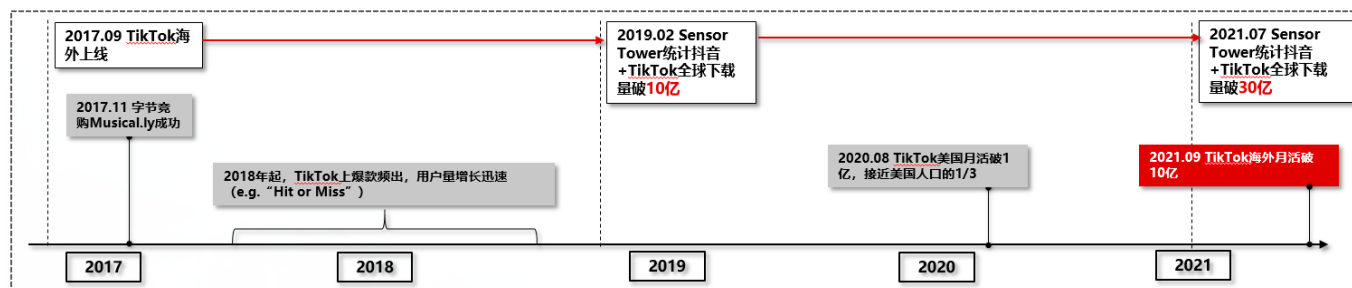
对于外来的互联网产品，在目标市场上完成产品的本地化是保证后续留存的关键。本地化的成功或是 TikTok 相较于其他出海产品最突出的优势，而收购成熟的短视频产品/社区 Musical.ly 或是 TikTok 快速完成美国本地化的主要原因。Musical.ly 是一款音乐类短视频应用，产品主打“对嘴型+唱跳表演”的 15 秒短视频，2014 年进入美国即受到青少年的喜爱。2017 年 5 月，其全球用户已超过 2 亿人，并曾在 30 多个国家（包括美国、加拿大、巴西、日本等）登顶免费应用下载榜。

2017年，TikTok以10亿美元完成对Musical.ly的收购，将其已积累的用户、内容及本地运营团队收入囊中。

3. TikTok的发展经验优势：

国内抖音的成功或为TikTok提供了其他厂商无法复制的优势。抖音与头条丰厚的广告收入为TikTok在海外的营销提供了充足的补给，而国内抖音的成功运营经验又为TikTok在海外的增长提供了坚实的运营基础。

图 7：TikTok 在美国发展的关键时间点



资料来源：Sensor Tower, Bloomberg Blog, TikTok, 36 氪, 长江证券研究所

美国市场上还存在过两款与 TikTok 正面竞争的短视频产品：Facebook 旗下的 Lasso 及快手旗下的 Zynn。这两款产品分别于 2020 年 7 月和 2021 年 8 月下架，退出了市场竞争。这两款产品的下线或标志着 TikTok 作为聚焦潮流内容的短视频产品，其竞争地位已基本稳固。

目前，美国市场为 TikTok 一家独大的局面，而 TikTok 后续的一系列战略举措（如与唱片公司合作，以扩大其音乐池储备；加速商业化进程等）或将再次扩大其竞争优势，使得其余同类产品难以破局。另外，美国文化市场本身即以潮流文化为主，以至于其余产品很难找到内容的差异化空间，因此或难以形成自身的独特性。

由于 TikTok 极强的自身优势及美国市场的特点，我们认为美国市场或已迎来竞争终局。

为什么 TikTok 能取得这样的成功

产品层面因素：TikTok 是一款优秀的产品

几乎所有的互联网产品都会经历四个时期：拉新、留存、促活、转化（商业化）。

拉新：一般指产品的冷启动时期，产品需要拉来自己的第一批用户/流量，让用户下载并使用这款产品。拉新往往需要投入大量的营销预算，用于在各渠道上发布相关广告、下载返现等。

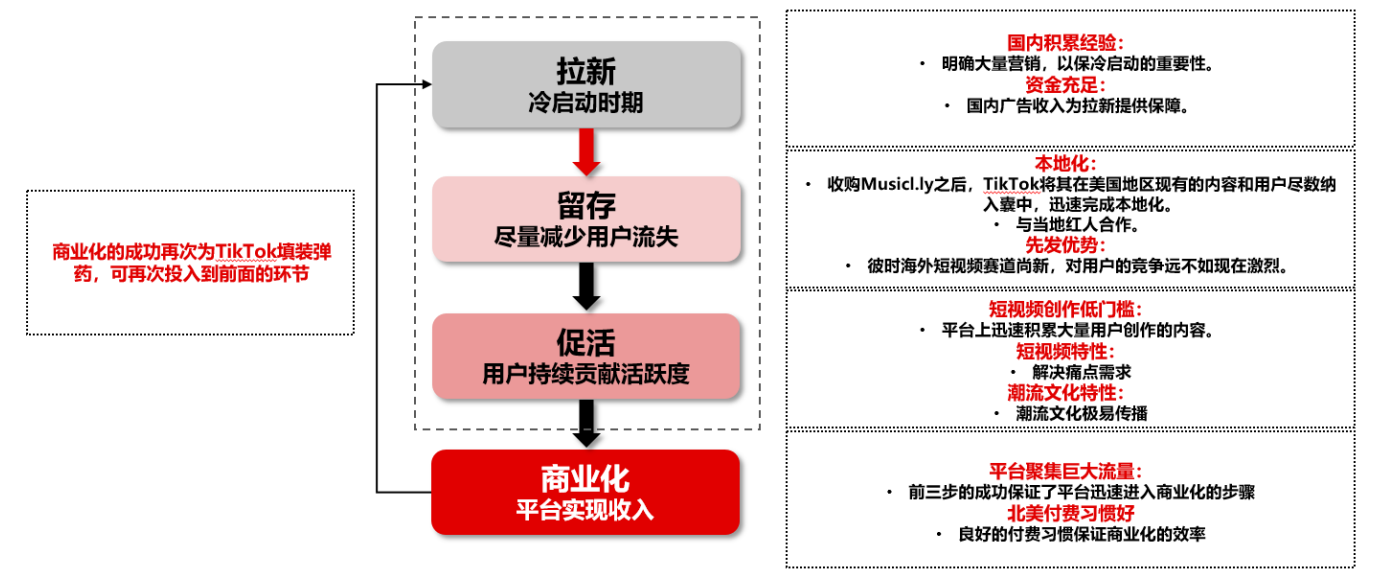
留存：将“拉新”步骤带来的流量转变成用户。留存是产品能否存活的关键步骤。

促活：将留存在平台上的用户转变为活跃用户，使他们尽可能多地使用平台，并观看平台上的内容。

商业化：将平台上的流量转化为平台的收入。常见的商业化手段有广告、直播、电商。

TikTok 在各个环节中都表现出了自己的优势，因此快速完成了从拉新到商业化的推进。

图 8：TikTok 在各环节上的自身优势



资料来源：长江证券研究所

拉新：TikTok 在完成对 Musical.ly 的收购之后，将其四年内积累的用户纳入版图，至此已基本完成了拉新。另外，抖音在国内积累的丰厚收入亦为 TikTok 在海外的营销提供了资金基础。TikTok 每到一个新市场便会进行大量的投放，如 2018 年 TikTok 专攻印度市场时，印度市场的流量几乎被买空。

留存：TikTok 在美国市场的先发优势和其优秀的本地化运营使得其顺利实现了有效的用户留存。先发优势上看，2017 年 TikTok 进入美国市场的时候并无同类产品参与竞争，市场一片蓝海；本地化优势上看，TikTok 收购的产品 Musical.ly 自 2014 年上线以来已积累大量的本地化内容，且以歌舞为主的产品调性非常符合 TikTok 自身的产品特点，这或直接使得 TikTok 完成了本地化，从而省略了其他出海产品的探索过程。同时，TikTok 在具备两项优势的情况下，依然大量投入买量，使得下载量呈爆发式增长。Sensor Tower 的数据显示，2020 年 6 月美国单市场下载达 750 万次。

促活：TikTok 迅速积累大量活跃用户，原因可能有三：1) 短视频平台的创作低门槛和理解低门槛使得用户较易参与，因此相比于其他的互联网平台更易获得活跃用户；2) 短视频产品解决的需求（娱乐的需求、分享的需求等）广泛存在；3) TikTok 主打的潮流文化天然具备易传播性。TikTok 目前已成为海外主要的社交平台之一。2021 年 9 月 27 日，TikTok 官方博客显示其海外月活已达 10 亿，远超 Snapchat 的 5 亿月活（2021 年 5 月）。Sensor Tower 显示其美国 2021 年 5 月的月活已超过 1.3 亿人。

商业化：当 TikTok 平台积累大量流量之后，平台就已经拥有了通过广告产生收入的可能，根据彭博社新闻，2021 Q4 TikTok 重要广告展示位价格将上涨至 180 万美元/天，节假日可达到 200 万美元。2021 年 10 月，TikTok 亦开始尝试与电商平台 Shopify 的合

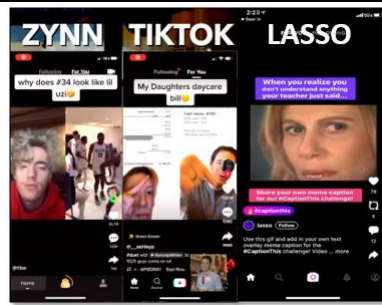
作，探寻更多的商业化路径。商业化的成功为 TikTok 的后续扩张策略（如新市场拉新、营销等）提供了资金支持，使得 TikTok 再次拉大与其他竞争对手的差距。

市场层面因素：主打流行文化，竞品的内容差异化空间较小

原因 1：市场或不再需要另一款同质化的产品

用户转换新平台具备转换成本。美国市场上 TikTok 最主要的两款竞品 Lasso 和 Zynn 发布时间皆晚于 TikTok，且未在内容上做出自己的独特性，产品形态亦极为相似。Zynn 甚至因为多条内容涉嫌抄袭 TikTok 而遭到多次投诉。这或是用户并不会在拥有 TikTok 的情况下再去选择 Lasso 或 Zynn 的原因。

图 9：TikTok、Zynn、Lasso 产品对比



资料来源：Zynn, TikTok, Lasso, 长江证券研究所

原因 2：世界范围内的潮流文化重叠度较高，差异化空间小

从内容的角度看，我们可粗略地将短视频平台内容分为两大类：**流行文化和本地文化**

流行文化 (Popular Culture): 以欧美为中心的潮流文化，涵盖了包括流行音乐、舞蹈、化妆品、电影等丰富的内容，覆盖的地理范围广，更新迭代极快。

本地文化 (Local Culture): 区域性明显，一般都受到地理环境限制，覆盖范围有限。

从传播的角度看，相较本地文化，**流行文化或是更好的商业模式**。流行文化往往具有全球性。如贾斯汀比伯的热单《Stay》在全球范围内皆受到欢迎，同时在多个国家登上了当地热门榜单。由于流行文化在世界范围内具备统一性，这或许说明了流行文化的商业模式是可以跨市场复制的——当产品在进行跨市场扩张的时候，原有的内容可以直接被新的市场所消费，并不会出现水土不服的现象。且流行文化在世界范围内的差异化空间有限，因此其竞品或难以在内容上构建自己的独特性。

图 10:《Stay》各国音乐榜单排名情况

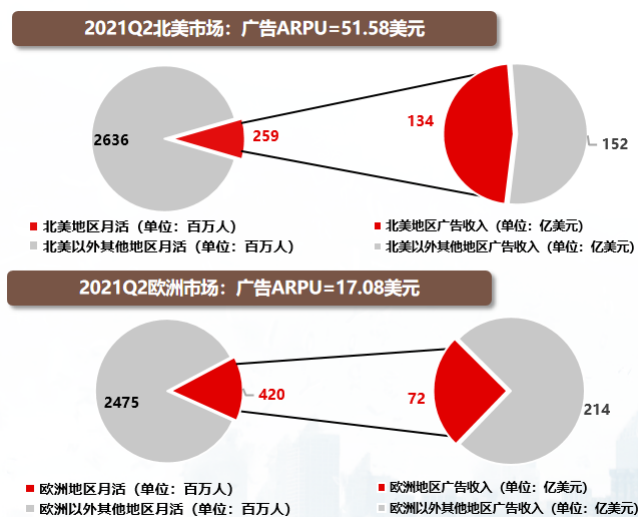


资料来源: Billboard 等榜单, 长江证券研究所

成熟市场的未来增量: TikTok 商业化+平台用户的持续运营

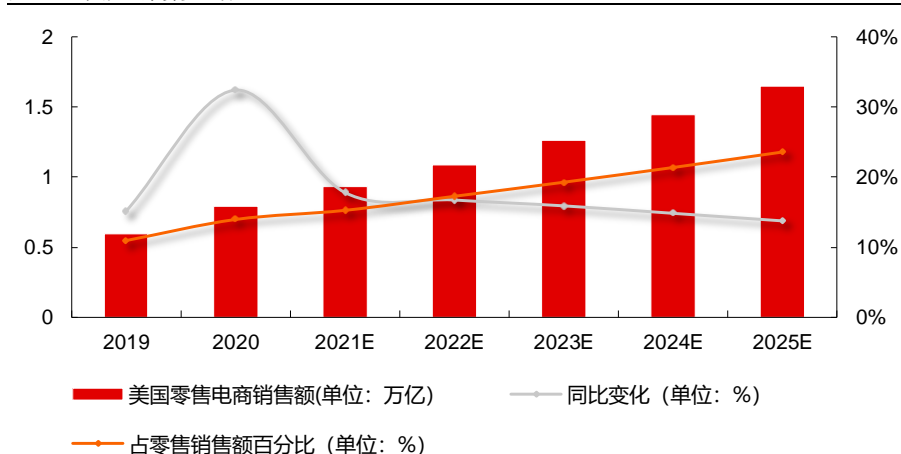
美国市场拥有极强的商业化潜力。2021Q2 数据显示, Facebook 的北美用户量占比仅有 8.9%, 但广告收入占比却为 46.8%。另外, TikTok 在美国的用户画像以女性及年轻人为主, 购买潜力较强。从电商增速来看, 美国电商行业近几年来增速均在 15%以上。

图 11: Facebook 北美、欧洲用户量及广告收入对应比例



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 12: 美国电商行业增速



资料来源: eMarketer, 长江证券研究所

TikTok 目前已经开始了自己商业化进程的探索。TikTok 很早就开始了广告业务的商业化尝试。2020 年底, TikTok 亦开始寻求与沃尔玛及 Shopify 等公司开展电商方面的合作, 并于今年开始更深入地探索合作模式。

图 13: TikTok 对于电商的合作模式探索



资料来源: Shopify 新闻, TikTok 新闻, 长江证券研究所

图 14: TikTok 广告变现方式探索



资料来源: TikTok 新闻, Walmart 新闻, 长江证券研究所

除去商业化模式的探索, TikTok 亦在平台内容创作者方面持续投入。活跃的用户、高质量的内容产出都是保证平台长期商业化潜力的重要因素。在内容创作者的资助方面, TikTok 拥有同类产品最大的投入资金量级, 亦为内容创作者提供了与品牌方的互动渠道, 将此作为内容创作者的又一创收渠道, 同时运营内容创作者和品牌方。

图 15: TikTok 创作者激励计划



资料来源: TikTok 创作者中心, TikTok 新闻, 长江证券研究所

因其在美国市场上的较高渗透率, 我们认为短期来看, 其用户量的增速将放缓, 因此商业化模式的挖掘和现有平台用户的运营或将是未来重点的突破点。

新兴市场：增量来自竞争格局的变动及渗透空间的挖掘

目前海外主要有两大新兴市场：东南亚市场和拉丁美洲市场，目前竞争格局尚未完全确定。

东南亚市场因其地缘、文化环境、基建水平等原因，一直是国内互联网公司出海的首选市场之一。从基建层面看，东南亚互联网渗透率和社交媒体渗透率较高：2021 年东南亚互联网渗透率达 69%，截至 2021 年 1 月，马来西亚、新加坡和菲律宾的互联网渗透率均已超过 80%。从人口结构看，东南亚主要国家的人口较中国更为年轻，或为社交媒体的持续渗透。

拉丁美洲市场是近几年来受到互联网大厂青睐的新兴市场之一。从互联网渗透率看，截至 2021 年 1 月，巴西互联网用户数为 1.6 亿人（渗透率 75%）；墨西哥互联网用户为 9200 万（渗透率 71%），均高于世界平均水准。从文化背景上看，拉丁美洲的主要国家之间语言环境和宗教环境皆相对统一，这使得同一产品在拉丁美洲市场各国的复制成本较低。另外，拉丁美洲市场的贫富差距较大，使得用户需要更多元化的表达渠道。

图 16：主要新兴市场特点简介



资料来源：Statista, Worldmeters, 长江证券研究所

对于新兴市场上的产品来说，如何在已经有 TikTok 存在的市场背景下打造差异性，以解决用户留存的问题最为关键。在 TikTok 目前的较大领先优势下，我们认为，其余产品都需要回答一个关键问题：自己的产品和 TikTok 有什么不同？

巴西市场：市场特性或为快手提供了内容差异化空间

巴西市场上，快手和字节跳动的产品目前几乎打成平手。2021 年 5 月初，快手的海外版 Kwai 在巴西的日活达到 2300 万人，TikTok 在巴西的日活不到 3000 万人。我们认为，快手能在巴西市场上做到比肩 TikTok 的用户量级，最大的原因或就是其利用了巴西市场的特性打造了自己的产品差异性。

TikTok 在巴西市场上依旧延续了在其他市场上的打法风格，主要通过明星、网红进行引流。

表 3: TikTok 巴西头部用户及其粉丝数 (截至 2021 年 12 月 5 日)

用户名	粉丝数 (单位: 百万人)	博主类型
Virginia	26.8	网络红人
Tirullipa	25.5	喜剧演员
Larissa Manoela	23.0	健身博主
Luara	19.7	网络红人
WinderssonNunes	18.8	喜剧演员
+a	17.5	时尚博主
Lucas Rangel	17.2	网络红人
GKAY	16.6	网络红人
Bruna Barbie	15.6	网络红人
Yasmin	15.1	网络红人

资料来源: Social Tracker, 长江证券研究所

图 17: Kwai 在巴西打造内容独特性

1. 大众的发声渠道

巴西Kwai博主: JP Venâncios



JP Venâncios 在社交媒体上展示自己在巴西乡村和奶奶及其他家人的。视频极少使用滤镜，真实展现生活。
Kwai粉丝数: 2.9M
TikTok粉丝数: 1.3M
Instagram粉丝数: 93.4K





2. 打造独家内容

巴西Kwai&美洲杯



3. 提供配套工具

Kwai在巴西市场上发布了配套的视频剪辑软件VStatus, 以降低创作门槛。

4. 可直接分享至WhatsApp

WhatsApp是巴西渗透率最高的通信软件

资料来源: Kwai, Instagram, TikTok, 长江证券研究所

而快手则延续了其在国内的风格, 给普罗大众、更多的用户提供发声的机会。比如 Kwai 平台上的头部博主之一 JP Venâncios 在平台上拥有 290 万粉丝, 而其在 TikTok 和 Instagram 上的账号分别只有 130 万和 9 万粉丝 (粉丝数截至 2021 年 12 月 9 日)。这或说明了 Kwai 的用户更欢迎像 JP Venâncios 一样的平民博主, 平台或可给予更多的平凡内容创作者发声的机会。

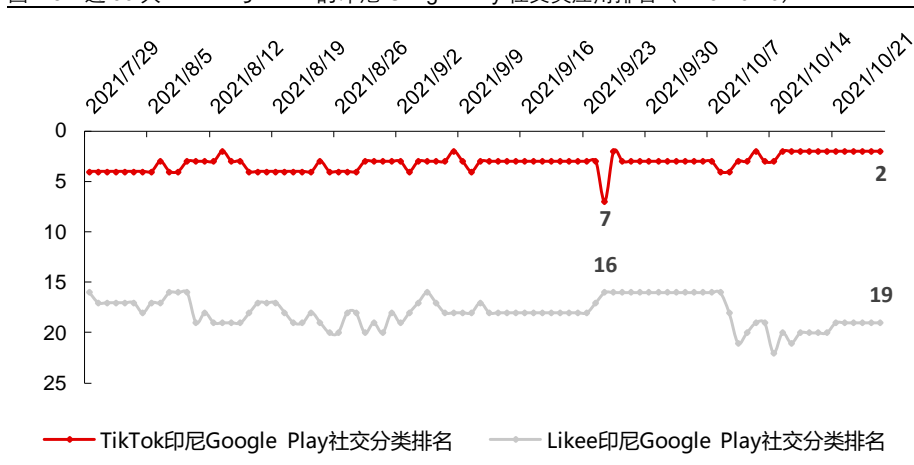
Kwai 还签约了美洲杯的独家转播权, 并同时发布了配套的剪辑产品 VStatus, 以最大程度降低用户的学习成本及使用门槛。

东南亚市场：文化环境+基建水平提供产品发育条件

东南亚属于亚洲文化圈且互联网渗透率较高，因此常常成为互联网产品出海的首选市场之一。以泰国、印度尼西亚等国家为代表的市场在经过多年的激烈竞争后，市场上头部产品依然来自于中国。

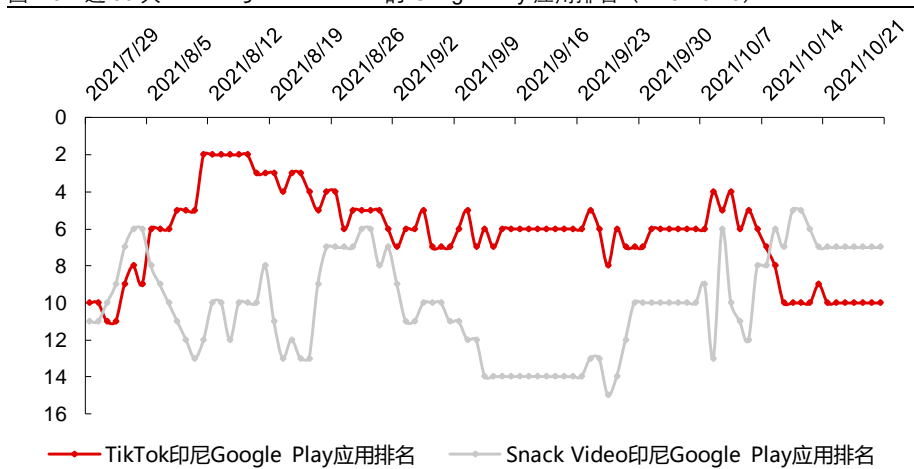
目前，在东南亚市场上，除去 TikTok 之外的主要产品有来自快手的 Snack Video 和欢聚时代旗下的 Likee。从 Sensor Tower 统计的当地 Google Play 商店排名看，Snack Video 与 TikTok 在应用排名中名次相差不远，各有胜负；Likee 与 TikTok 在社交应用分类中亦相差不远。从月活数看，快手海外整体月活在 2021 年 6 月达到 1.8 亿，Likee 为 9230 万，两款产品的渗透率目前都处于较低水平，尚有较大的渗透空间。打造产品差异性与独特性或是其获得当地用户认可的重要因素。

图 18：近 90 天 TikTok 与 Likee 的印尼 Google Play 社交类应用排名（7.29-10.26）



资料来源：Sensor Tower，长江证券研究所

图 19：近 90 天 TikTok 与 Snack Video 的 Google Play 应用排名（7.29-10.26）



资料来源：Sensor Tower，长江证券研究所

泰国：同样的泼水节，不同的表达形式

泼水节是泰国最重要的节日之一，TikTok 和 Snack Video 都借此机会开展了相关的本地化项目运营以吸引新用户，并增强现有用户的活跃度。两款产品因其完全不同的调性，使得呈现结果完全不同。

TikTok 的交互短剧“Songkran Stranger”选用头部明星马里奥，用更为时尚的短剧吸引当地年轻人，并鼓励用户拍摄视频与其饰演的角色互动。**活动六天内，电影播放量约 9400 万，超过 92000 名用户参与出境。**

图 20：TikTok 泼水节“Songkran Stranger”运营



资料来源：TikTok, adobomagazine, 长江证券研究所

Snack Video 把泼水节当成一次内容创作者培育的机会，并请来平台上出名的内容创作者（如 Kyutae Oppa, Meijimill 和 DJ.DREAMERTH）作为导师，引导更多的内容创作者。

图 21: Snack Video 泼水节“创作者学院”运营



资料来源: Snack Video, prnasia, 长江证券研究所

印尼: 本地化优势可助产品打造自品牌

新加坡 Bigo 公司旗下 (Bigo 是欢聚时代的子公司) 的短视频产品 Likee 借助其母公司 Bigo 多年的东南亚本地运营的经验, 在东南亚短视频市场占据了一席之地。在 TikTok 的较大竞争优势下, Likee 选择避其锋芒, 并不以烧钱、买量竞争, 而是将自己的平台进行品牌化打造, 同时有效吸引内容消费者和内容创作者。

Likee 自 2021 年来推出了自己平台上的造星活动——“Likee Star Idol”, 目前已经推出了三季。“Likee Star Idol”主要是在平台上通过用户投票的形式选拔优秀的、有特点的内容创作者, 为他们提供出名、打造自己作品的机会。

第一季共选出 5 位 Likeer 胜者, 他们中有歌舞达人、有肩负养家重担的励志少年等等。Likee 帮助他们完成了从素人到明星的转变, 获得了像一线明星艺人一样登上印尼顶级媒体 IDNTimes、Pobela 及 Brilio 头条专访的机会。第二季的冠军得主 Ihsan Tarore 亦是 Likee 平台内容创作者, Ihsan Tarore 后受邀在国民舞台“印尼偶像”献唱, 迎来事业新机遇。

在第三季的选拔中, Likee 首次推出了自己的偶像女团“Dreamgirls”, 她们的首支单曲《Falling in Love》在 Apple Music、Spotify 等主流音乐平台上线, 并成为印尼音乐当季爆款, 推出两周后浏览破百万。该单曲在 160 家印尼电台点播, 60 多家媒体对此进行了大篇幅报道。后续 Likee 亦通过多种渠道持续运营“Dreamgirls”, 比如售卖专辑、周边相关产品美甲礼盒, 并进行粉丝团的运营。

Likee 致力于打造自己的独家内容, 一方面可吸引用户下载自己的产品进行观看及投票, 另一方面亦可吸引用户在平台上积极创作, 如此实现内容生态的有效循环——即同时刺激生产和消费两端。

图 22: Likee Star Idol 项目



资料来源：Likee，钊域网，PRNewswire，YouTube，长江证券研究所

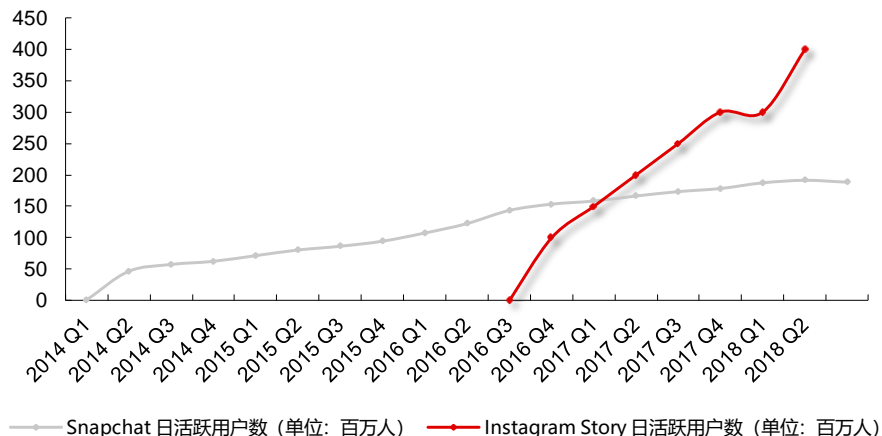
海外本土产品打法分析：总体看与中国公司差距较大

除国内玩家外，海外老牌社交巨头亦在海外短视频市场上有所动作。经历了 Lasso 的下线之后，Facebook 宣布 Instagram 将会是未来参与短视频赛道竞争的主要产品，其内置的短视频功能 Reels 已先后在多个国家试点；受到年轻人喜爱的社交产品 Snapchat 亦在现有软件中增加了短视频功能 Spotlight 的一级入口；Google 旗下 YouTube 亦加入了 Shorts 短视频功能。

我们认为，内置模块可为现有产品带来边际增量，比如丰富现有的产品体验、解决未覆盖的需求等。以 Instagram 最成功的内置功能 Story 为例，由于 Instagram 的产品调性过于强调时尚、精致，或在一定程度上限制了用户在平台上即时、随性地记录生活和表达情感。而 Story 允许用户简易、快速地发布小视频并发表，且发布的内容只会展示 24 小时，过后即焚，这或使得用户可以更加随性地记录生活。

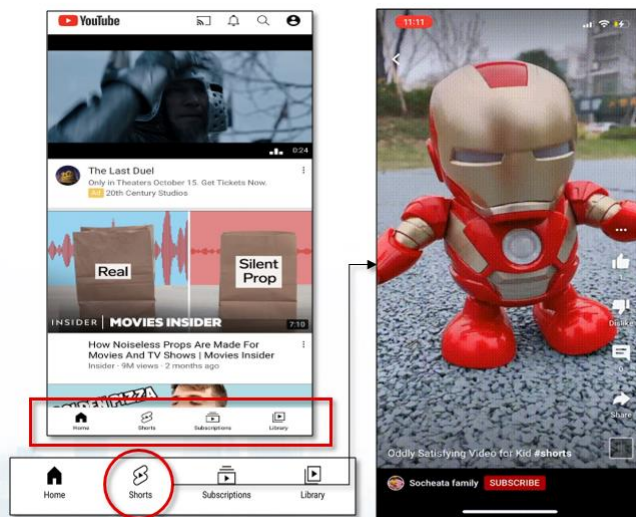
Story 功能本是由 Snapchat 最先推出的，但却是在 Instagram 上大放异彩，或正是由于其解决了 Instagram 用户在当时的需求痛点。从日活数据上看，Ins Story 增幅强劲，推出两年后单功能月活即达到 4 亿人次。我们认为，内置短视频功能能否成功，关键在于其对于现有产品本身的边际效益。

图 23: Instagram 推出 Story 功能后, Story 的日活情况 (单位: 百万人)



资料来源: Statista, mediakix, 长江证券研究所

图 24: YouTube 内置一级入口 Shorts 短视频功能示意



资料来源: YouTube, 长江证券研究所

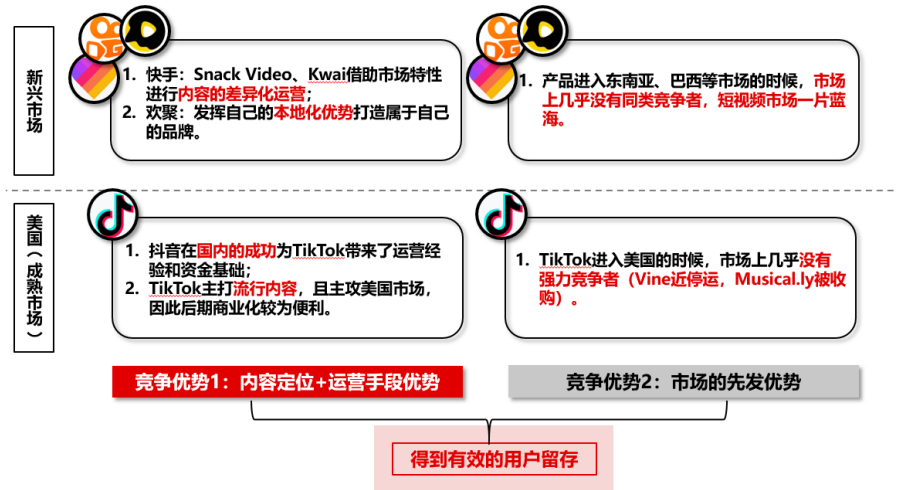
未来竞争力分析: 内容定位+运营手段或为行业的核心竞争力

产品的竞争优势主要集中在内容定位+运营手段优势及先发优势之上

市场上, 短视频产品的竞争优势可大致归成两个维度: 1) 内容定位+运营手段优势 2) 先发优势。其中内容定位+运营手段优势对于产品的长期存活尤为重要, 或为短视频产品最重要的核心竞争力。

对不同的产品来说，内容定位和运营手段的重点应各有侧重。对于快手旗下的产品 Kwai 和 Snack Video 及欢聚时代的产品 Likee 来说，如何借助市场的特性进行内容的差异化运营是重点；对于 TikTok 来说，如何持续保证平台内容的质量，以保证商业化能力是重点。

图 25：不同市场竞争要素总结



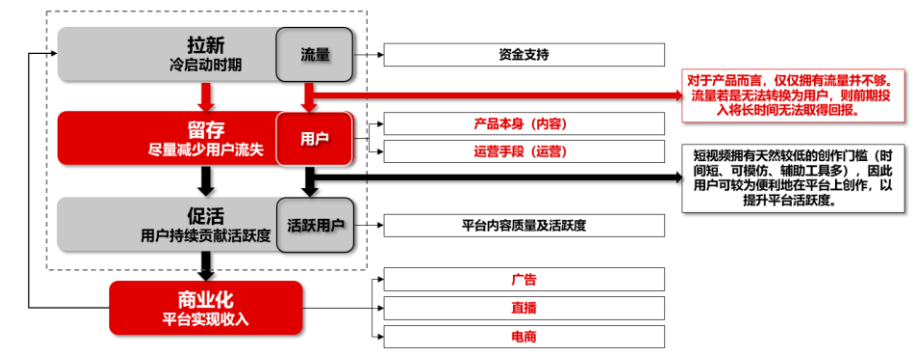
资料来源：长江证券研究所

产品的优势最终都将体现在用户留存上

用户留存是产品的生死关。前文已提及，互联网产品发展大致可分为四个步骤：拉新引来流量、留存将流量转化为用户、促活提升平台活跃度、商业化为平台带来收入。其中用户留存极为重要，它是将流量转换为用户的关键步骤。对于产品而言，仅仅拥有流量并不够，流量若是无法转换为用户，则前期投入将长时间无法取得回报。

平台需要有效的用户留存，才可能向最后的商业化推进。因此，内容定位和营销的最终目的都需要落地到用户留存上。用户留存是将流量转换为用户的关键步骤，亦是通往商业化的必经之路。另外，产品本身与营销手段或同时决定了用户留存的有效性，而用户留存的有效性直接决定了商业化模式的有效性。

图 26：产品成长路径对应要求



资料来源：长江证券研究所

若将产品本身（内容）和营销手段（运营）再度细拆，则影响其有效性的竞争要素又可分成多个维度，如产品调性、产品内容、渠道投放、内容运营等等。目前在市场上能够存活、并做出了一定成绩的产品均至少在一些竞争点上打造出了自己的独特性。如快手旗下的产品 Kwai 和 Snack Video 就是在新兴市场上借助市场特性打造内容差异化；比起重金引入明星、网红等流量要素，Likee 在印尼市场尝试自己平台上的造星活动，自引流量。而 Zynn 的失败或可归结于其在内容和运营上的双重不足。

图 27：短视频行业竞争要素拆分



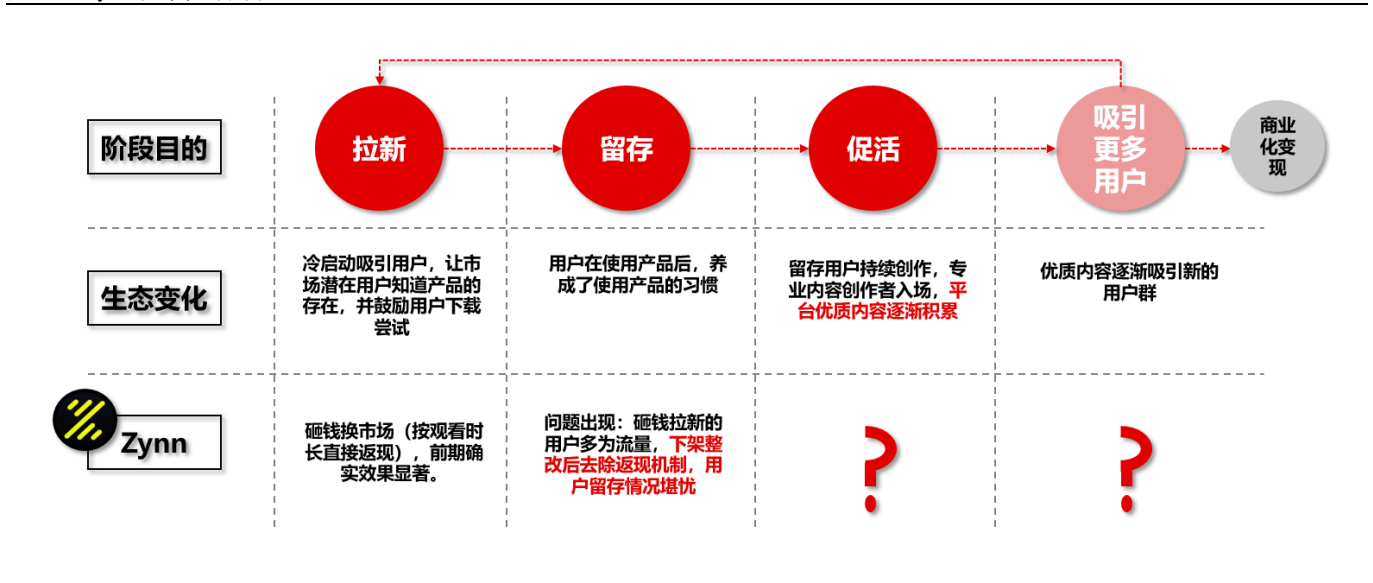
资料来源：长江证券研究所

图 28：海外短视频产品竞争要素对比分析

	TikTok	Zynn	Kwai	Snack Video	Likee	Instagram	Youtube	Snapchat
产品本身	产品调性	聚焦潮流文化以树立产品调性		两款产品主打的巴西和东南亚市场均有内容差异化空间。		目前由于体量有限，无法成为平台商业化变现的渠道。		内置的短视频功能皆为平台现有内容、调性、社区氛围的 延伸 。
	产品内容	以歌舞、分享生活为主（后期TikTok因用户数累积，平台内容逐渐丰富）	大量内容涉嫌抄袭					
运营手段	渠道投放	各渠道大量投放	大量投放+看视频返现	针对当地市场打造独家内容/配套相应的软件以降低用户的使用成本。		比起重金引入明星、网红等流量要素，Likee在印后市场尝试自己平台上的造星活动，自引流量。		自有平台即为渠道
	内容运营	头部网红+明星	并未产出独特的内容，产品不具备差异性、独特性。					
	创作者激励	美国三年预算：10亿美元 全球预算：20亿美元						Instagram: "Reels Summer bonus" (具体金额未公布) YouTube: 2021-2022将会完成1亿美元的激励计划 Snapchat: 每天抽取头部内容的作者进行现金奖励
平台相对优势	<ul style="list-style-type: none"> 先发优势 预算优势 定位优势 国内运营经验优势 	<ul style="list-style-type: none"> 预算优势 国内运营经验优势 	<ul style="list-style-type: none"> 快手海外扩张的预算亦相对充足 在巴西等市场已有一定积累 		<ul style="list-style-type: none"> 积累大量的东南亚本地化运营经验 Star Idol的成功或显示Likee已找到一条自造流量的道路。 		<ul style="list-style-type: none"> 自有庞大的用户基数&流量 平台本身已经具备大量内容 	

资料来源：长江证券研究所

图 29：Zynn 各环节出现问题



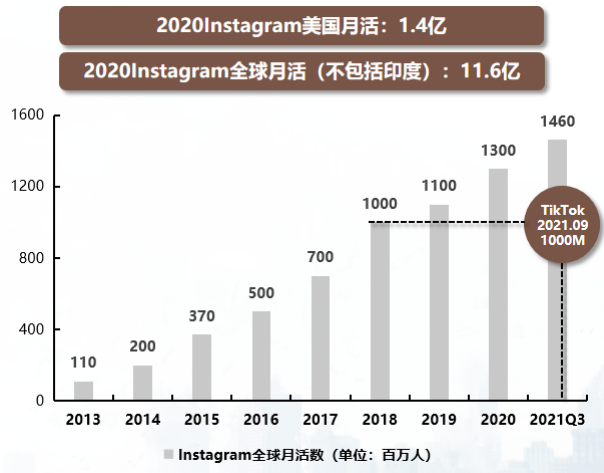
资料来源：36 氪，长江证券研究所

中国公司将获得海外市场大部分增量，看好中国短视频产品未来发展

TikTok 未来用户体量长期有望达到 17 亿 MAU

2021 年 9 月，TikTok 在全球的月活数已达 10 亿，美国月活数在 1.3 亿人左右。短期来看，与 TikTok 的用户画像及产品调性最相似的产品 Instagram 2020 年全球月活约为 11.6 亿（不包括印度），美国月活数约为 1.4 亿。我们预计，TikTok 短期的月活数将与 Instagram 达到同一水平。

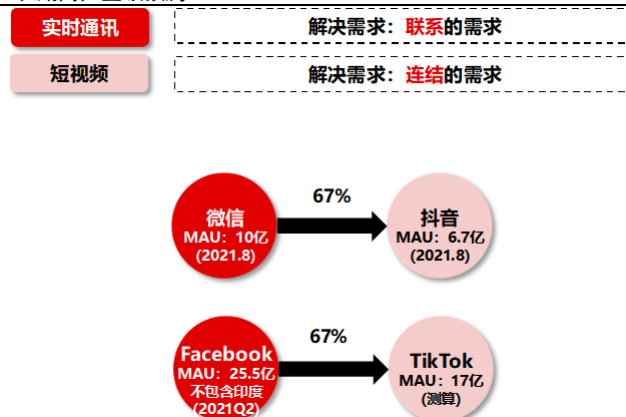
图 30: Instagram 月活跃用户数趋势



资料来源: Statista, Facebook 公司公告, 长江证券研究所

长期来看，或因短视频产品自身具备的优势及其解决需求的普适性，其用户量天花板较高。对于 TikTok，类比微信和抖音的用户比例，未来 TikTok 海外的月活跃用户数有望达到 17 亿人（假设达到 Facebook+Messenger 67% 的用户量级）。

图 31: TikTok 长期用户量级预测



资料来源: Quest Mobile, Statista, Facebook 公司公告, 长江证券研究所

TikTok 商业化空间巨大，有望成为国内企业出海强渠道

根据国内短视频的发展经验，我们预计海外短视频行业主要的变现路径将包括广告、直播和电商。以头部产品 TikTok 的商业化进程为例，目前，TikTok 的广告业务已逐渐成形，发展迅速；直播业务亦已经开启，电商业务还处于相对早期的探索阶段。

除去 TikTok 平台自身的收入，我们认为，TikTok 平台聚集的大量优质流量及平台提供的相关工具支撑都可为国内企业的出海提供帮助，帮助国内企业展开出海业务。

TikTok 美国单年广告收入测算

核心假设：

1. TikTok 单用户广告价值达到 Facebook 的水平（2020FB 北美广告全年 ARPU 为 163.86 美元），乐观估计可超越 Facebook 的水平。
2. 参考 Instagram 在美国渗透率，我们乐观假设渗透率可达到美国总人口的一半（2020 年美国人口约为 3.3 亿）。

表 4：TikTok 美国广告收入预测

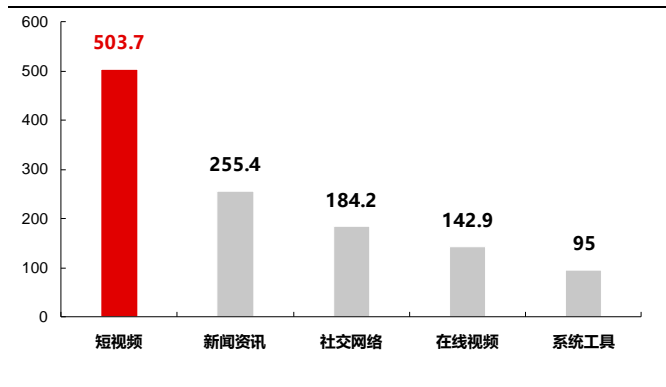
美国人口渗透率 (单位：%)	渗透率假设	单用户广告价值全年 ARPU (单位：美元)	美国广告收入 (单位：亿美元)
保守：40%	保持目前 TikTok 在美国总人口渗透率水平	保守：140	184.8
		中立：160	211.2
		乐观：180	237.6
中立：45%	与目前 Instagram 美国总人口渗透率持平	保守：140	207.9
		中立：160	237.6
		乐观：180	267.3
乐观：50%	将目前 Facebook 美国总人口渗透率折算	保守：140	231.0
		中立：160	264.0
		乐观：180	297.0

资料来源：公司公告，Statista，长江证券研究所

TikTok 有望成为游戏公司出海强渠道

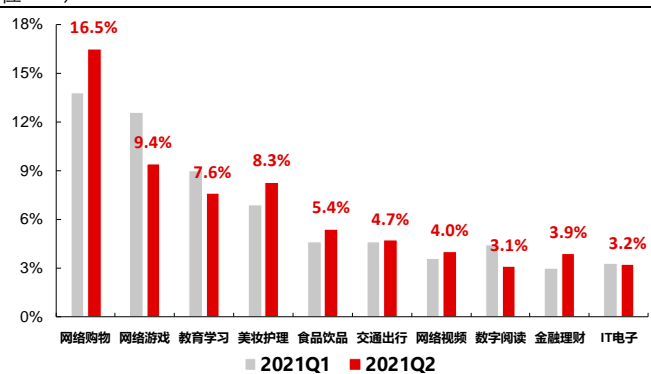
从国内经验看，短视频平台是国内广告主极为青睐的投放平台，而网络游戏广告的投放占比亦在今年上半年保持高位。TikTok 已在海外构建了约活 10 亿量级的平台，未来商业化空间巨大，有望为国内企业提供出海的宣发强渠道。如手游《原神》即于今年 3 月在 TikTok 平台上举行了新版本的短视频大赛，邀请用户创作与“风花节”相关的短视频，并奖励获奖者现金及游戏福利。我们认为，TikTok 可在未来作为更多中国公司出海的强力渠道，为其提供流量及工具支撑。

图 32: 2021H1 中国媒介行业互联网广告收入 TOP5 (单位: 亿元)



资料来源: Quest Mobile, 长江证券研究所

图 33: 2021H1 中国广告主行业投放费用 TOP10 季度占比 (单位: %)



资料来源: Quest Mobile, 长江证券研究所

图 34: 《原神》TikTok 短视频大赛

参与方式:

- 围绕“Windblume Festival”主题创作45秒以上的短视频;
- 上传作品至TikTok, 并@teyvatcurator, 再加上#GenshinImpact 和 #Genshinshorts 的标签

#genshinshorts
153.3M views



“Windblume Festival”

每个账号可上传5份短视频。通过参与比赛, 参赛者有望获得金钱奖励或游戏内福利奖励。金奖共5人, 奖励400美金。其余奖品还包括随机人物手办等。

#genshinimpact
33.3B views



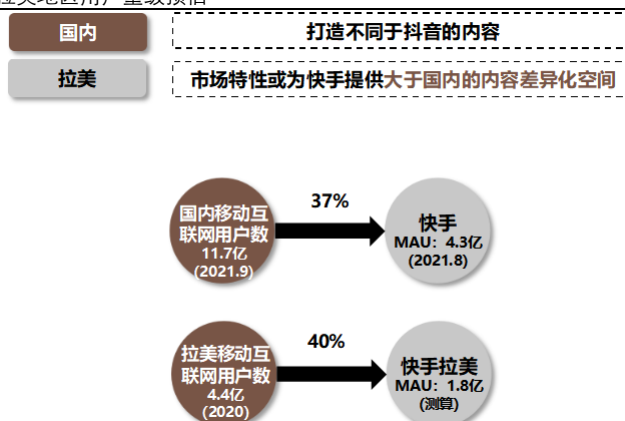
资料来源: HaYoLab, 长江证券研究所

快手在拉美地区仍有较大用户增长空间

国内市场: 根据 Quest Mobile 的数据, 截至 2021 年 9 月中国移动互联网用户规模达 11.7 亿, 快手 2021 年 8 月月活为 4.3 亿, 渗透率约为 36.8%。

拉美市场: 2020 年底, 拉美市场的移动互联网用户为 4.4 亿, 考虑拉美地区的市场特性为快手的产品提供的内容差异化空间或大于国内, 假设快手在拉美地区的月活渗透率可达 40%, 则其产品月活人数可达 1.76 亿人。2021 年 6 月, 快手海外月活为 1.8 亿人, 其中约有一半即 0.9 亿来自拉美地区, 我们认为其在拉美地区的月活尚有一倍空间。

图 35: 快手拉美地区用户量级预估



资料来源: Quest Mobile, GSMA, 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址：

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或定价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。