

字节跳动深度研究报告

算法时代的 APP 工厂

推荐（首次）

- ❖ 字节跳动向我们展现了，一家真正的国家化的互联网公司到底是什么样子的，而他真正的潜力正是来自于没有国界壁垒的 APP 生产工厂。在中国互联网发展二十年的历程中，从腾讯到阿里巴巴，做大的消费互联网企业都在努力寻求着海外的扩张，以突破国内用户的增长天花板。但是社交与内容面临文化出海的壁垒，电商与交易面临本地化基础设施与线下链接的壁垒。而字节跳动，凭借着“短视频”这个产品一举打破了国内互联网公司 copy from America 的传统路径。跨越式的发展表面上来自于创新性产品“短视频”的抢跑，但是本质上，我们应该问的问题是：这是一家什么样的公司？
- ❖ 组织架构与产品矩阵是字节跳动区别于其他互联网公司的两大核心。而这两大核心因素又是相互决定的。字节的矩阵化产品排布的背后，深层次的是以算法和技术为核心快速迭代的数据架构与组织架构。字节矩阵化的产品排布和信息流为核心的业务对系统的可拓展性和性能有非常高的要求。矩阵中不同的产品例如今日头条、抖音、飞书（企业服务类）、gogokid(教育类)的业务模型截然不同，同时规模性非常大，因此，字节的基础架构与组织架构全部围绕一个主题：如何在系统稳定的前提下，提升系统的可控性，同时有降低系统成本。
- ❖ 字节跳动是移动互联网时代典型的“后进者”，崛起于移动互联网 C 端红利的衰退时期。因此，无论从用户时长上，还是收入上，字节跳动得到的就是 BAT 失去的。字节 VS 腾讯的战场是最本质上用户粘性的争夺，两大巨头的 battle 从广告到游戏，从 2C 扩展到 2B。字节 VS 阿里巴巴则暂时相对缓和，流量洼地威胁到淘宝，但暂时合作大于竞争。预计字节 VS 百度未来在搜索领域必有一战。字节跳动天然具有做搜索的基础和需求，但短期无法挑战百度地位，但我们看好抖音带来的视频搜索机会。
- ❖ 短视频魔力从何而来，作为内容领域的创新品类，跨越了地域与文化的限制。为何在移动互联网流量已经枯竭的大背景下，短视频还会有横扫全球的魔力？我们认为主要原因有二：1、作为完全创新的产品，海外市场长期以来并未出现相似的产品。2、短视频解决了 youtube 与 FB 都未解决的问题——效率的极致提升。从需求端去看，是用户对内容消费效率的提升，从供给端去看，是成本效率的极致提升。而短视频的未来，在于海外广阔的待开发的市场空间，也预示着字节跳动的未来。
- ❖ 风险提示：互联网增速下滑、信息流广告竞争、用户增长不及预期。

华创证券研究所

证券分析师：耿琛

电话：0755-82755859

邮箱：gengchen@hcyjs.com

执业编号：S0360517100004

联系人：靳相宜

电话：010-66500831

邮箱：jinxiangyi@hcyjs.com

目 录

一、真正的国际化互联网公司：在流程中寻找共识，在链接中达成共识.....	5
（一）组织架构——在流程中寻找共识.....	5
1、“大中台小前台”驱动的轻型 APP 工厂，支持业务的快速迭代.....	5
2、存储、计算、研发体系这三大基础设施构成产品矩阵的底盘.....	6
（二）产品矩阵——在链接中达成共识.....	7
（三）历史发展.....	8
1、利用资本手段补齐互联网全赛道.....	8
2、产品历史发展的节点.....	9
二、与 BAT 巨头的战役.....	11
（一）字节 VS 腾讯——最根本的 battle : 用户的争夺从 2C 到 2B.....	11
1、“字腾之战”本质上是用户粘性的争夺.....	11
2、核心业务的争夺：游戏与广告.....	12
2.1 广告：品效合一，共同进攻.....	12
2.2 游戏——对中长尾的代理做大了游戏蛋糕，未来进入自研不可避免.....	14
3、toB 业务：飞书.....	16
（二）字节 VS 阿里：流量洼地威胁到淘宝，但暂时合作大于竞争.....	16
内容电商化与电商内容化的大趋势下，抖音开始对淘宝造成威胁.....	17
（三）字节 VS 百度——搜索行业未来必有一战.....	17
三、短视频——内容领域的创新品类，跨越了地域与文化的限制.....	21
（一）抖音+tiktok 统治全球.....	21
（二）短视频为什么能够在如此短的时间内横扫全球.....	22
1、海外市场长期以来并没有类似的产品.....	22
2、短视频解决了 youtube 与 FB 都未解决的问题——效率的极致提升.....	22
2.1 从需求端去看，用户对内容消费效率的提升.....	22
2.2 从供给端去看：成本效率的提升、制作效率的提升.....	25
（三）短视频的未来：海外市场空间广阔.....	26
四、风险提示.....	28

图表目录

图表 1	字节跳动与阿里巴巴组织架构对比	6
图表 2	字节跳动核心高管简介	6
图表 3	字节跳动产品矩阵	7
图表 4	字节跳动主要产品定位	7
图表 5	2019 年 3 月移动互联网头部应用渗透率	8
图表 6	字节跳动融资历程	8
图表 7	字节跳动近一年对外投资情况	9
图表 8	今日头条 APP 近年 MAU 变化情况	10
图表 9	字节跳动主要产品近一年月独立设备数（万台）变化情况	10
图表 10	字节跳动产品发展历程	11
图表 11	移动互联网巨头系 APP 使用时长占比变化	12
图表 12	2019 年 6 月用户月使用时长同比增长前五行业	12
图表 13	前五大互联网公司广告收入占比	12
图表 14	腾讯与字节跳动广告收入与占比	13
图表 15	各个社交媒体 Ad load 统计	13
图表 16	泛娱乐典型行业月活跃用户数（亿）	14
图表 17	泛娱乐典型行业月人均使用时长（小时）	14
图表 18	百度人员结构	14
图表 19	字节跳动人员结构	14
图表 20	2019 年进入 ios 游戏免费榜前十的字节跳动代理游戏情况	15
图表 21	字节跳动游戏领域投资情况	15
图表 22	朝夕光年游戏领域大事件	15
图表 23	飞书与企业微信主要功能对比	16
图表 24	2019 年 1 月全国搜索引擎市场份额移动端占比	18
图表 25	垂直领域搜索产品梳理	18
图表 26	字节跳动搜索领域大事件	19
图表 27	头条搜索产品矩阵 VS 百度搜索产品矩阵	19
图表 28	基于不同媒介的搜索发展情况	20
图表 29	百度识图网页页面	21
图表 30	百度识图搜索结果	21
图表 31	2019 年前十一个月 App Store 应用下载榜	22
图表 32	触宝大数据 2019Q1 北美地区社交类 APP 榜单	22

图表 33	哔哩哔哩—《淮秀帮》配音视频	23
图表 34	爱奇艺—《淮秀帮》配音视频	23
图表 35	2019Q3 短视频 APP 月活跃用户数（亿）	24
图表 36	18Q2-19Q2 短视频 APP 月活跃用户数（亿）	24
图表 37	18Q2-19Q2 抖音和快手独占用户比例（%）	24
图表 38	短视频用户性别分布	25
图表 39	短视频用户年龄分布	25
图表 40	爱奇艺历年内容成本及占收比	25
图表 41	B 站历年内容成本及占收比	25
图表 42	全球广告及互联网广告收入情况（亿美元）	26
图表 43	美国数字广告市场占比	27
图表 44	全球 MAU 同比增速变动情况（%）	27
图表 45	全球 ARPU 同比增速变动情况（%）	27
图表 46	Facebook 视频领域布局	28

一、真正的国际化互联网公司：在流程中寻找共识，在链接中达成共识

字节跳动向我们展现了，一家真正的国家化的互联网公司到底是什么样子的，而他真正的潜力正是来自于没有国界壁垒的 APP 生产工厂。在中国互联网发展二十年的历程中，从腾讯到阿里巴巴，做大的消费互联网企业都在努力寻求着海外的扩张，以突破国内用户的增长天花板。但是社交与内容面临文化出海的壁垒，电商与交易面临本地化基础设施与线下链接的壁垒。而字节跳动，凭借着“短视频”这个产品一举打破了国内互联网公司 copy from America 的传统路径，截止 2019 年 11 月，字节跳动旗下所有 APP 国内 DAU 超过 6 亿，海外市场 Tiktok（抖音海外版）MAU 超过 5 亿，成为了真正意义上的国际化产品。跨越式的发展表面上来自于创新性产品“短视频”的抢跑，但是本质上，我们应该问的问题是：这是一家什么样的公司？

字节跳动有限公司由张一鸣创立于 2012 年 3 月，成立之初便立志于通过推荐算法改变信息的分发方式：由门户网站的编辑分发模式，升级到基于大数据、机器学习的个性化分发模式。公司围绕“inspire creativity and enrich life”的使命和愿景，目前已构建起以今日头条为核心的通用信息平台 and 以抖音和 Tiktok 为核心的视频社交平台两大产品矩阵。同时，公司基于两大平台和平台运营能力不断探索搜索、游戏、电商等垂直领域的增长潜力。目前，公司正稳步推进国际化进程，以短视频应用 Tiktok 为首的产品和服务已覆盖全球 150 个国家和地区、75 个语种，在 40 多个国家和地区位居应用商店总榜前列。

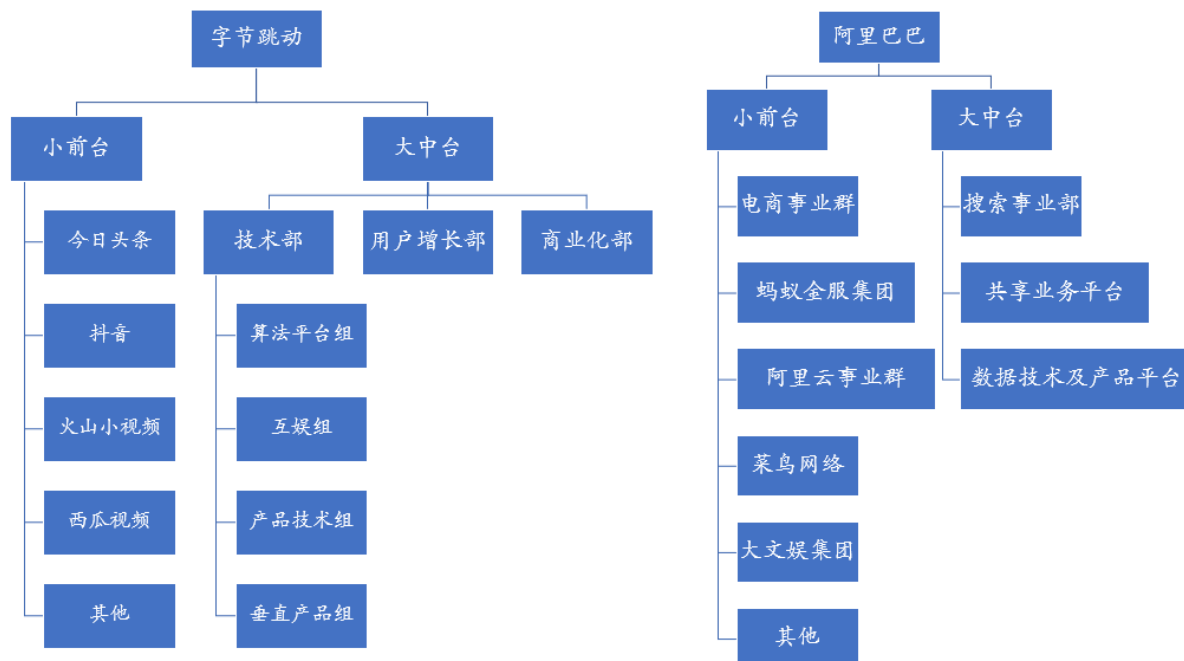
组织架构与产品矩阵是字节跳动区别于其他互联网公司的两大核心。而这两大核心因素又是相互决定的。区别于腾讯的产品决定资源，阿里巴巴的 GMV 决定资源，**决定字节跳动资源流动的是数据，字节的整体原则就是将所有的指标进行 Byte 的量化。**如果我们去单看字节跳动的产品矩阵思维，会发现他并不符合移动互联网成功的历史经验——成功的 APP 产品，从微信 QQ 到微博淘宝，都是聚焦在一个产品获得成功，产品矩阵会分散流量，争夺资源，对内部组织形式和管理带来极大的挑战。**字节的矩阵化产品排布的背后，深层次的是以算法和技术为核心快速迭代的数据架构与组织架构。**字节矩阵化的产品排布和信息流为核心的业务对系统的可拓展性和性能有非常高的要求。矩阵中不同的产品例如今日头条、抖音、飞书（企业服务类）、gogokid（教育类）的业务模型截然不同，同时规模性非常大，因此，**字节的基础架构与组织架构全部围绕一个主题：如何在系统稳定的前提下，提升系统的可控性，同时有降低系统成本。**

（一）组织架构——在流程中寻找共识

1、“大中台小前台”驱动的轻型 APP 工厂，支持业务的快速迭代

在组织架构方面，和腾讯不同，字节跳动没有按业务线划分、前中台一体的事业部/群，而是类似阿里巴巴，在开发不同的业务过程中逐步构建起以大中台为支撑，轻量前台快速试错的体系，成功支持了抖音等 APP 用户的快速增长。在前台方面，字节跳动单个产品的人员配置往往为几人至十几人，相比于阿里巴巴更为轻量化，从而能够以更敏捷的速度在不同的领域不断试错，寻找增长空间，继而在产品做出起色后集中资源重点突破。这是字节跳动在今日头条用户数增长逐步进入瓶颈后能够在抖音等应用上再次实现快速增长的核心原因之一。

图表 1 字节跳动与阿里巴巴组织架构对比



资料来源：蓝洞商业、The Information、公司公告、华创证券

在中台方面，与通过推荐算法分发内容的产品特点相适应，字节跳动设置有技术、用户增长（User growth）和商业化三个部门，分别负责留存、拉新和变现，向前台输出通用的技术、运营等解决方案，降低单个产品的成本。技术部门包括算法平台组，互娱组和产品技术组等。其中算法平台组负责提供各个产品线通用的算法推荐技术。用户增长（User growth）部门负责在各个产品线配合下完善全平台所有产品的增长策略。商业化部门为销售导向部门，通过接入广告主等方式实现产品用户流量的变现。

字节的管理层以扁平的领导团队方式组织，包括 CEO 张一鸣和其直接领导的 15 名高管：

图表 2 字节跳动核心高管简介

	职位	履历
张一鸣	创始人和 CEO	曾创立九九房、参与创立饭否
朱文佳	以今日头条为核心的通用信息平台负责人	原百度搜索部主任架构师
张楠	以抖音为核心的视频社交平台负责人	历任西瓜视频 CEO、抖音总经理
陈林	新兴业务负责人	原今日头条 CEO，先后担任多款核心产品的产品经理
杨震原	推荐算法业务负责人	原百度搜索部副总监
张利东	商业化部门负责人	原京华时报社委副总裁兼广告中心主任

资料来源：The Information、华创证券

此外还有谢欣、谷文栋、洪定坤、田晓安、柳甄、华巍、严授、李亮、张辅平和陈志峰。

2、存储、计算、研发体系这三大基础设施构成产品矩阵的底盘

字节跳动在 2018 年开启了基础架构 2.0 的演进，确定基础架构必须先于业务发展，在这个逻辑的指导下，整合后的基础架构提供了横跨离线在线的存储、计算、研发体系这三大基础设施，成为支撑今日头条、抖音、飞书等所有字节产品线的共同底座。

（二）产品矩阵——在链接中达成共识

字节跳动围绕“inspire creativity and enrich life”的使命和愿景，以推荐算法为工具、内容平台为载体，构建起以通用信息平台和视频社交平台两大平台为主的产品矩阵。

图表 3 字节跳动产品矩阵



资料来源：公司官网、华创证券

通用信息平台以今日头条 APP 为核心，包括先后从今日头条主 APP 分拆成为独立 APP 的西瓜视频（原头条视频）和微头条、今日头条 APP 内的悟空问答、搞笑内容平台皮皮虾等不同形式的内容社区。

社交短视频平台以抖音（国内）和 Tiktok（国外）为核心，此外还包括对标快手、面向下沉市场的火山小视频等，覆盖不同年龄、不同个性特点的短视频消费群体。

两大平台相互协同，构建起极强的用户规模有粘性。除此之外，字节还向各个垂直领域进行扩张。在垂直社区领域，2017 年 8 月上线汽车媒体与服务平台懂车帝，通过推荐算法帮助用户寻找感兴趣的汽车内容；在教育领域，2018 年推出专注 4-12 岁少儿的北美外教 1 对 1 英语教育平台 GoGoKid 英语；在企业服务领域，基于自身积累推出企业办公套件 Lark（海外）/飞书（国内）。此外，还运营有清颜相机等手机拍照软件。

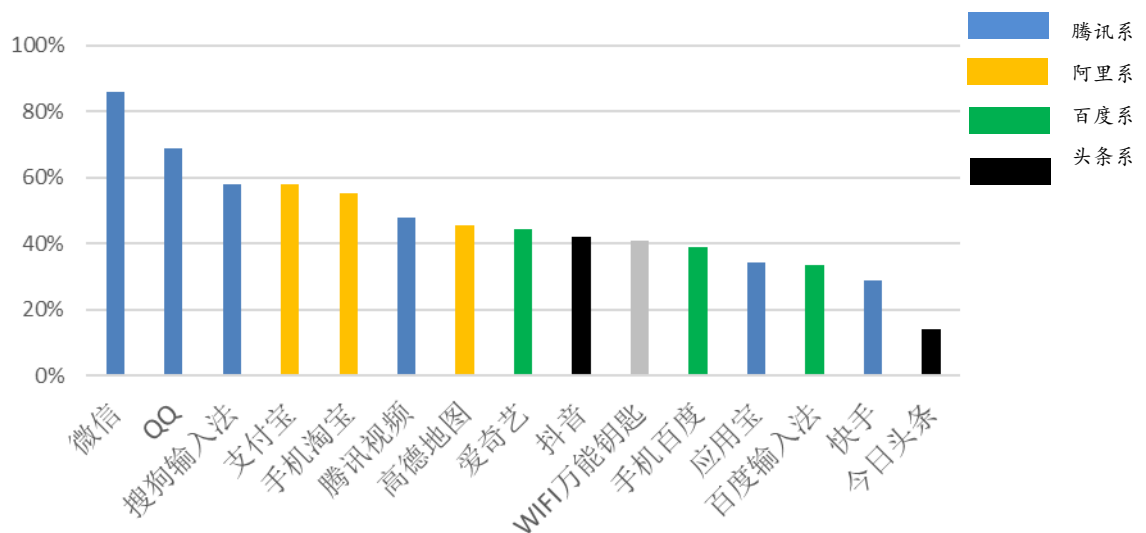
图表 4 字节跳动主要产品定位

	产品	定位	对标/目标用户
通用信息平台	今日头条	以新闻资讯为主的综合内容平台	腾讯新闻、网易新闻等
	西瓜视频	长视频 PUGC 平台	
	微头条	短内容社交平台	微博
	悟空问答	内容问答平台	知乎
	皮皮虾	搞笑内容平台	
社交短视频平台	抖音	音乐短视频 UGC 社交平台	一二线城市年轻人群体，以女性为主

	产品	定位	对标/目标用户
垂直领域	火山小视频	短视频 UGC 社交平台	快手/三四线城市为主的下沉市场
	懂车帝	汽车媒体与服务平台	汽车之家
	GoGoKid 英语	在线直播英语教育平台	vipkid
	清颜相机	手机拍照软件	美图秀秀
	Lark/飞书	企业办公套件	钉钉、企业微信

资料来源：公司官网、华创证券

图表 5 2019 年 3 月移动互联网头部应用渗透率



资料来源：极光大数据，华创证券

(三) 历史发展

1、利用资本手段补齐互联网全赛道

字节跳动成立于 2012 年，并于同年获得海纳亚洲数百万美元 A 轮融资。2014 年，在完成由红杉资本领投的 C 轮融资后估值超过 5 亿美元。2018 年 10 月，字节跳动完成最新一轮 Pre-IPO 融资，估值达 750 亿美元。回顾字节的收购历史，会发现公司以通用信息平台和视频社交平台为基础，利用融资不断自建强化流量池基础，而在教育、企业服务、游戏等其他领域，则通过不断的资本收购去补齐互联网的全赛道布局。

图表 6 字节跳动融资历程

日期	级别	估值	融资额	投资方
2018.10	Pre-IPO	750 亿美元	40 亿美元	春华资本、软银、KKR、云锋基金
2017.12	战略投资	-	-	-
2017.09	E 轮	220 亿美元	20 亿美元	General Atlantic、H Capital
2016 年底	D 轮	110 亿美元	10 亿美元	红杉资本中国、建银国际

日期	级别	估值	融资额	投资方
2014.06	C 轮	5 亿美元	1 亿美元	红杉资本中国、新浪微博、源码资本
2013.05	B 轮	6000 万美元	1000 万美元	DST
2012 年底	A+轮	-	100 万美元	海纳亚洲
2012.02	A 轮	-	数百万美元	海纳亚洲
2012	天使轮	-	-	海纳亚洲、刘峻、周子敬

资料来源：36Kr、虎嗅、公司官网、华创证券

字节跳动根据业务协同和垂直领域探索两条思路进行对外投资并购。2018 年以前，字节的投资领域以协助构建内容生态为主，先后投资了图片社区图虫网、东方 IC，资讯媒体财新说、极客公园、新智元、机器之心等各类内容生产机构及微聚信息、今日互联等广告营销服务代理商。2018 年以后，字节跳动提高了对垂直领域的重视程度，在游戏、教育等领域加快布局。在游戏领域，收购上海墨鹍、深极智能，入股上禾网络；教育领域入股极课大数据、HnR 新升力、清北网校等。

图表 7 字节跳动近一年对外投资情况

时间	事件
2019.12	战略投资主营免费网文创作、IP 开发商 吾里文化
2019.12	收购 AI 游戏技术开发商 深极智能
2019.12	入股中小学大数据精准教学服务平台 极课大数据
2019.1	战略投资育儿教育服务商 HnR 新升力
2019.9	投资互联网资讯服务商 36Kr
2019.8	控股房产交易平台 幸福里
2019.8	投资智能客服机器人研发商 零犀科技
2019.8	收购互动百科
2019.6	入股体育内容社区 虎扑体育
2019.5	收购教育直播平台 清北网校
2019.4	收购高压压缩存储和高性能检索技术公司 奇简软件
2019.4	入股校园社交软件 summer 校园
2019.4	并购动画制作公司 GeoGIF
2019.3	入股艺人服务公司 泰洋川禾
2019.3	入股手游研发商 上禾网络
2019.3	并购手游研发商 上海墨鹍

资料来源：IT 桔子，全天候科技、华创证券

2、产品历史发展的节点

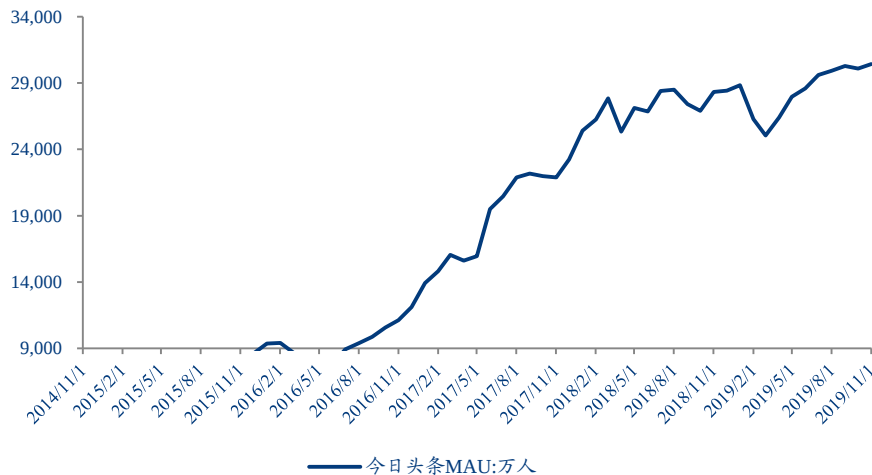
纵观字节跳动整个产品发展历史，三款头部产品以矩阵化的模式依次为公司贡献了连续性的用户增长。从图文为主的今日头条到海外短视频 tiktok，字节的战略是：凭借极低的试错成本不断进行新方向的尝试，看准风口，批量生产 APP，多产品同时推进，胜出者获得全平台资源。可以看到，字节成功抓住了过去 3 年中飞驰出来的两大快车：算法推荐与短视频。

阶段一：抓紧信息流图文的洪流，今日头条的崛起

字节跳动通用信息平台的核心产品今日头条 APP 上线于 2012 年 8 月。经过多年的发展，截至 2019 年第三季度，

今日头条月活跃人数（MAU）已达 3.03 亿。头条的用户在年龄结构上在 35 岁以下为主，其中男性多于女性。地域上在东部沿海一线城市的用户居多。

图表 8 今日头条 APP 近年 MAU 变化情况

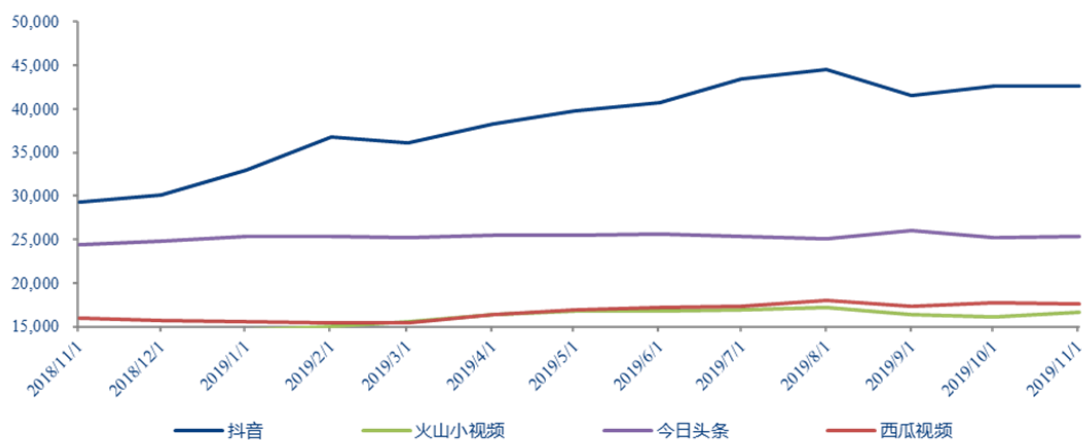


资料来源: Wind、华创证券

阶段二: All in 短视频, 抖音凭借春晚红包完美出圈

在短视频社交平台方面, 字节跳动于 2016 年相继推出火山小视频、头条视频和抖音短视频。2017 年 6 月, 头条视频改名西瓜视频, 正式从今日头条 APP 分拆为独立 APP。截至 2019 年 6 月, 公司短视频产品用户数仍然保持较高增速: 抖音月活跃人数已达 4.86 亿, 相比 2018 年 6 月增加 2.89 亿, 实现翻倍增长; 此外, 火山小视频、西瓜视频和抖音短视频三款应用总月活跃人数达 5.88 亿, 在短视频领域继续保持对快手、微视等竞品的领先地位。

图表 9 字节跳动主要产品近一年月独立设备数 (万台) 变化情况



资料来源: 艾瑞咨询、华创证券

2019 年年初, 抖音成为 2019 年中央电视台《春节联欢晚会》的独家社交媒体传播平台, 并上线“美好音符年”红

包活动:1月28日-2月4日期间,用户可通过抖音参与“集音符,分现金”活动,分享总计5亿元的现金红包。活动过后,抖音2月月活跃人数突破一亿,相比一月接近翻番。此后持续保持增长势头,至2018年7月突破2亿人。

图表 10 字节跳动产品发展历程



资料来源: 华创证券整理

阶段三: Tiktok 对海外的统治

抖音海外版 TikTok 于 2017 年 8 月正式上线。凭借良好的用户体验和强大的推荐算法技术,2018 年一季度,据美国调查公司 Sensor Tower 数据显示, Tik Tok 是全球下载量最大的 iPhone 应用。同年 8 月,字节跳动将 musical.ly 合并至 TikTok,合并后的 Tiktok 在 2018 年整年下载量达 6.6 亿次,同比增长达四倍,位列苹果应用商店之首和谷歌 play 应用商店第四。截至 2019 年 6 月, Tiktok 全球月活跃用户超过 5 亿,覆盖北美、欧洲、日本、印度等主要海外市场。

二、与 BAT 巨头的战役

字节跳动是移动互联网时代典型的“后进者”,崛起于移动互联网 C 端红利的衰退时期。整个移动互联网 C 端的规模可看作三个核心变量的乘积:活跃用户数、单用户使用时长、移动流量单价。纵观 2018 年全年,三个核心变量增长均放缓,标志着中国移动互联网步入存量市场。 2018 年可以称为中国互联网 C 端的式微之年。消费互联网 C 端历经十五年的高速发展,随着人口红利的结束, C 端流量总量遭遇天花板。而抖音的崛起,正是在这一年。因此,无论从用户时长上,还是收入上,字节跳动得到的就是 BAT 失去的。

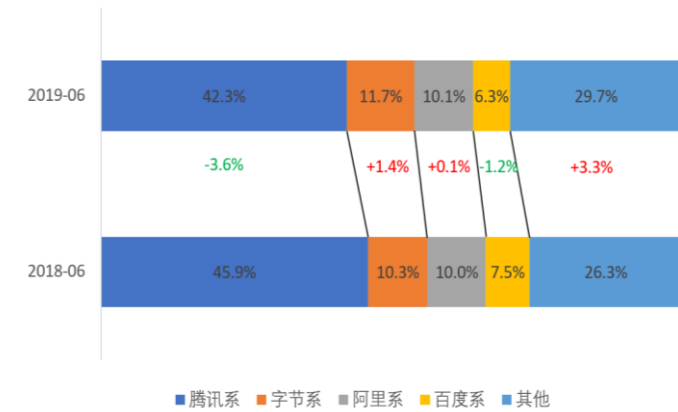
(一) 字节 VS 腾讯——最根本的 battle :用户的争夺从 2C 到 2B

1、“字腾之战”本质上是用户粘性的争夺

从 2018 年到 2019 年,在 C 端流量见顶、用户使用时长停滞增长的大背景下,短视频的崛起成为唯一的亮点。字节跳动在短视频赛道大放异彩,侵蚀了布局短视频不利的腾讯系的用户使用时长。从 2019 年的时长占比变化来看,可以看到,腾讯系、字节系、阿里系、百度系的时长争夺中,腾讯同比下降 3.6%,而字节跳动全系产品同比增长 1.4%。在所有用户时长品类中,短视频一枝独秀,同比增长 65%。截止 2019 年 10 月,根据 Questmobile 统计数据显示,

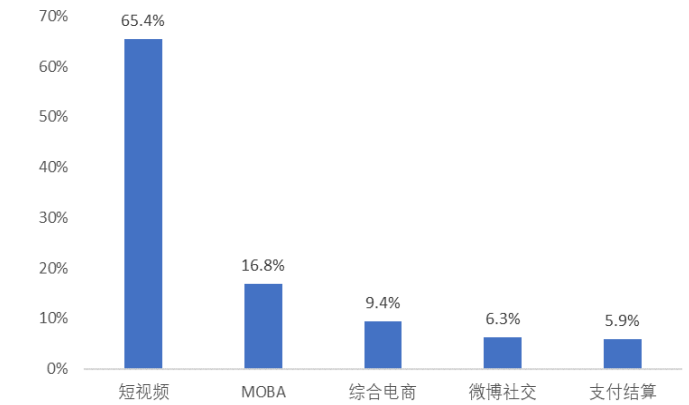
日均使用时长排名 TOP4 的产品中，微信以 80 分钟排名第一，第二到第三名皆被字节跳动系产品包揽，分别为：西瓜视频、抖音、今日头条，日均时长皆大于 60 分钟。

图表 11 移动互联网巨头系 APP 使用时长占比变化



资料来源: Questmobile, 华创证券

图表 12 2019 年 6 月用户月使用时长同比增长前五行业



资料来源: Questmobile, 华创证券

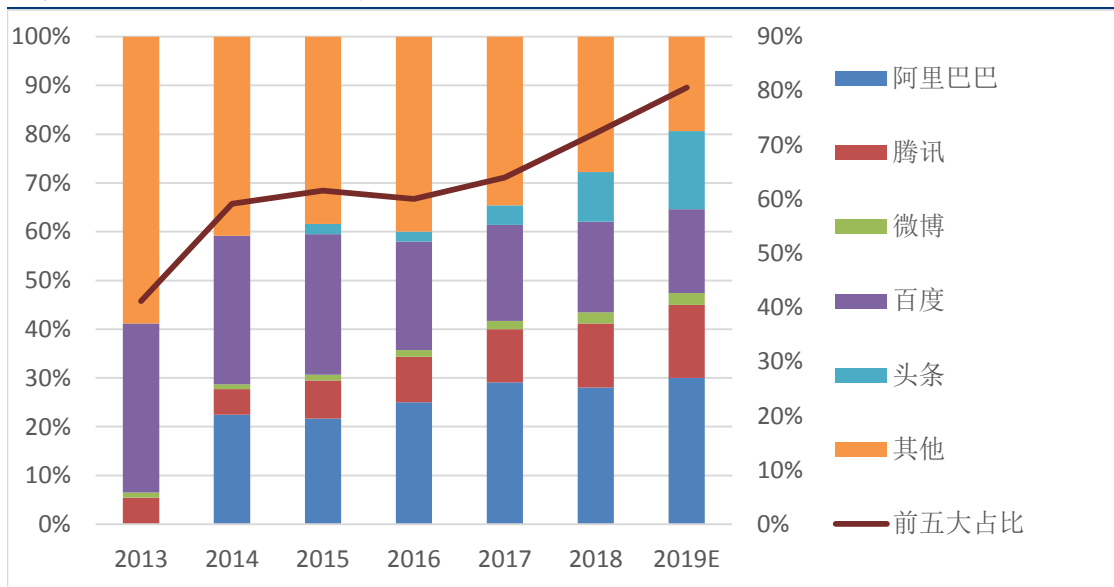
2、核心业务的争夺：游戏与广告

用户体量与粘性的焦灼，反映在商业模式上，就是游戏与广告收入的争夺。

2.1 广告：品效合一，共同进击

相比腾讯，广告是字节跳动的核心收入来源。我们预测，2019 年字节跳动广告营收将超过腾讯与百度，占互联网广告大盘比重超过 15%，而这一占比料将在 2020 年进一步提升。字节如此进击的广告收入来自于三方面

图表 13 前五大互联网公司广告收入占比

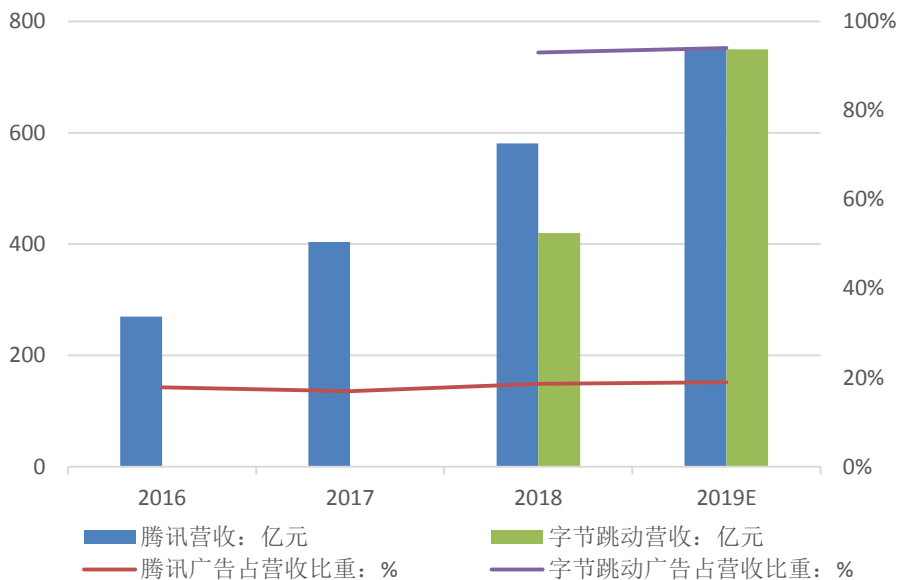


资料来源: 公司公告, 华创证券

1. 中心化流量形成高曝光流量池结合信息流的强转化率，造成品效合一的突出广告效果。

抖音的流量结构，与其他短视频相比，呈现出极度的中心化趋势。根据海马云大数据《2018 抖音研究报告》显示，抖音 2.7%的头部视频，拥有 80%以上用户的关注和参与；粉丝数超过 1 万的头部用户仅为 4.7%，整体用户覆盖率却高达 97.7%。

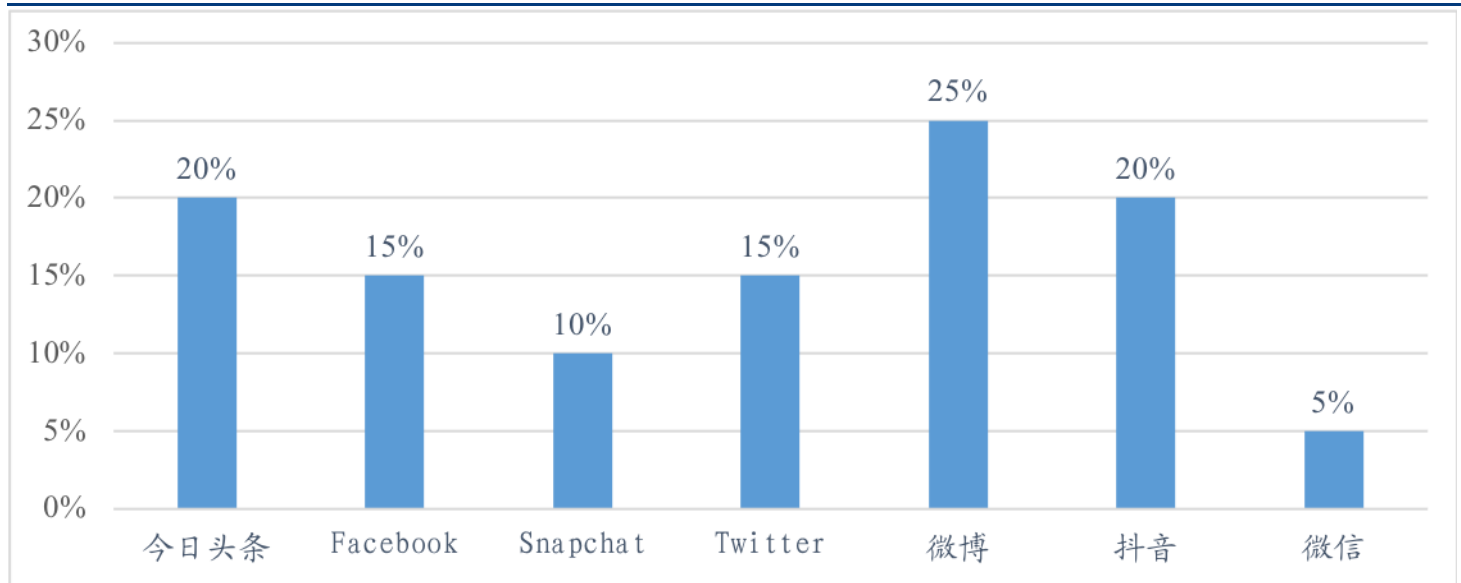
图表 14 腾讯与字节跳动广告收入与占比



资料来源: 公司公告、华创证券整理

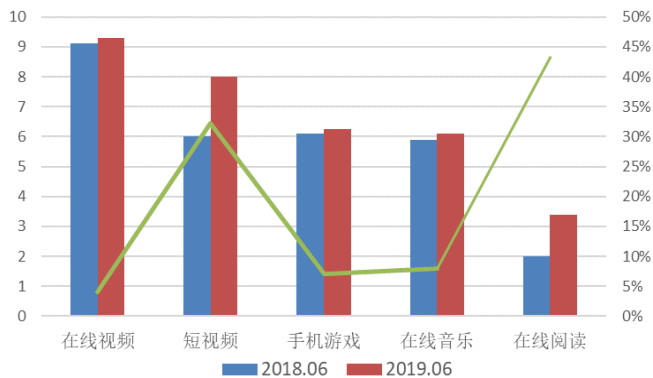
2. 短视频社交媒体相对即时通讯社交媒体具有更高的广告加载率，库存大幅提升，形成流量的洼地。

图表 15 各个社交媒体 Ad load 统计



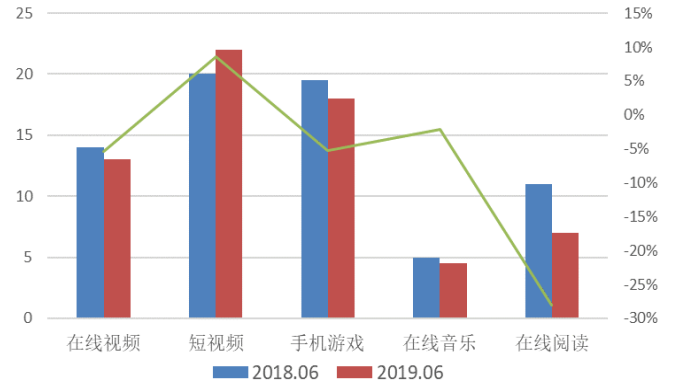
资料来源: 华创证券整理

图表 16 泛娱乐典型行业月活跃用户数（亿）



资料来源: Questmobile, 华创证券

图表 17 泛娱乐典型行业月人均使用时长（小时）

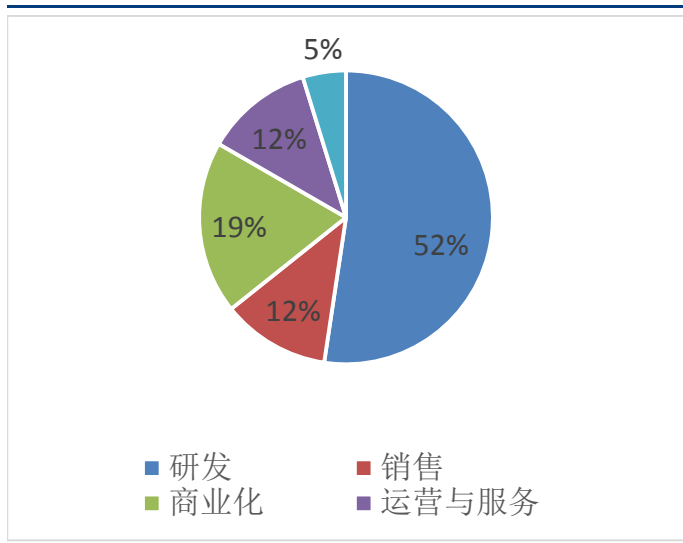


资料来源: Questmobile, 华创证券

3. 进击的商业化团队架构，庞大的销售队伍。

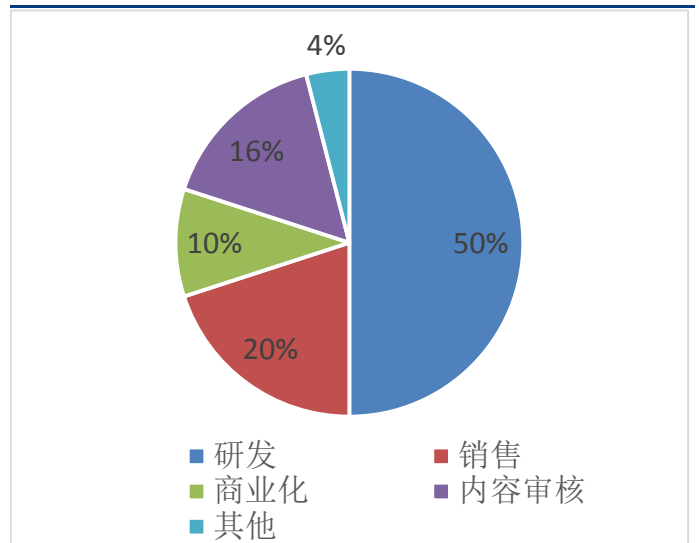
字节跳动拥有庞大的销售团队与商业化团队。在头部互联网公司中，字节跳动的人数占比超过 BAT 等同行，

图表 18 百度人员结构



资料来源: 公司财报, 华创证券

图表 19 字节跳动人员结构



资料来源: 拉勾网、猎聘、华创证券测算

2.2 游戏——对中长尾的代理做大了游戏蛋糕，未来进入自研不可避免

游戏是流量变现的绝佳渠道之一，目前字节跳动依靠流量平台优势切入代理游戏，已经形成了成熟的商业盈利模式。但其目标显然不止于此，在运营代理游戏时也不断通过并购和内生研发双管齐下发力自研游戏，效仿腾讯构建完整的游戏产业链。字节跳动游戏业务目前由商业化部负责人张利东和战投部负责人严授两人领导，其中张利东负责小游戏/休闲游戏代理、发行和运营等业务，通过平台引流帮助开发商变现；严授负责中重度游戏研发业务。

在游戏代理方面，通过将抖音积累的庞大流量池转化为游戏渠道，字节跳动近一年来代理超休闲游戏的成功已对腾讯形成压力。2019 年 2 月，字节跳动代理的游戏《消灭病毒》上线，标志着其代理超休闲小游戏的开始。在代理《消灭病毒》的过程中，抖音 APP 通过信息流广告+KOL 广告+话题等多种手段为游戏引流。在流量加持下，该产品在 iOS 游戏免费榜 TOP10 保持了超过九十天，成为年初休闲游戏领域的爆款。此后，2019 年 4 月上线的《全民漂移》同样通过以抖音相关话题#全民漂移 3D#、#全民漂移时代#等为入口导流，最终这款游戏在 iOS 游戏免费榜 TOP10 保持了长达 115 天。

图表 20 2019 年进入 ios 游戏免费榜前十的字节跳动代理游戏情况

游戏名	上线日期	TOP10 天数
我飞刀玩得贼 6	2019.01	48
消灭病毒	2019.02	96
猫千杯	2019.03	13
全民漂移	2019.04	115
炮打方块	2019.04	15
皮皮虾传奇	2019.04	15
音悦球球	2019.06	69
我功夫特牛	2019.09	31

资料来源：手游那点事，华创证券

研发团队是游戏领域（尤其是中重度游戏领域）的核心竞争力，字节跳动自 2018 年起加快组建研发团队。2018 年 10 月，字节跳动合伙人、高级副总裁张利东接管子公司朝夕光年，以其为“桥头堡”布局自研游戏。2019 年 3 月，字节跳动 1.1 亿收购三七互娱子公司上海墨鹍并将其划入朝夕光年。上海墨鹍擅长 MMO 品类手游的研发，已上线产品包括《全民无双》、《决战武林》、《择天记》等，其中 IP 手游《择天记》2018 年 1 月上线，最高月流水近两亿。同月，朝夕光年收购上禾网络 45.19% 股份。目前该公司已推出了 MOBA 游戏《极限对决》和围绕《如懿传》影视剧 IP 开发的《如懿传》两款手游。两家公司都曾推出过具有一定影响力的手游产品，拥有丰富的研发经验和成熟的研发团队。

从 2019 年成功发行的这些产品来看，字节跳动已经跑通了基于自身的、从流量到产品、再到变现的一套游戏发行逻辑。从产品的挑选和把控、到测试调优数据、到上线引流、再到大规模买量导量、游戏实现商业化等等方面，字节跳动都已经具备了 know-how 的能力。

图表 21 字节跳动游戏领域投资情况

并购/入股公司	类型
上海墨鹍	手游研发商，擅长 MMO 品类的研发，曾推出 IP 手游《择天记》
上禾网络	手游研发商，已开发《极限对决》《如懿传》两款手游

资料来源：华创证券整理

朝夕光年作为字节跳动自研游戏的主要平台，近一年已通过《音跃球球》和《战争艺术：自走棋》验证游戏研发和运营能力。2019 年 2 月，朝夕光年在抖音 APP 上推出自研小游戏《音跃球球》，和同时期字节跳动代理的游戏《消灭病毒》一样，依靠抖音几亿月活跃用户带来的巨大流量和自身过硬的产品质量一鸣惊人，并且在 6 月 App 版本上线以后连续三月稳居 iOS 免费榜前列，更在 9 月份的 iOS 游戏下载榜中冲上 TOP2。此外，2019 年 8 月朝夕光年接收英雄互娱运营的游戏《战争艺术：赤潮》并改名为《战争艺术：自走棋》，一月后游戏即名列 iOS 免费榜 TOP10，展现出朝夕光年极强的游戏运营能力。

图表 22 朝夕光年游戏领域大事件

时间	朝夕光年游戏领域大事件
2018.12	发布休闲游戏《方糖便利店》和《小心点》
2019.2	在抖音 APP 上线《音跃球球》
2019.6	《音跃球球》App 版本上线并连续三月稳居 iOS 免费榜前列
2019.8	接收英雄互娱《战争艺术：赤潮》并改名为《战争艺术：自走棋》，一月后游戏冲上 iOS 免费榜 TOP10

资料来源：36Kr，华创证券

3. toB 业务：飞书

与 C 端类似,在 B 端,具有即时通讯功能的企业协作办公软件将会是一大流量入口,因而企业协作软件飞书/Lark 是字节跳动 B 端领域战略的重中之重。其中, Lark 针对海外市场, 飞书服务国内市场企业用户。 2016 年字节跳动内部为了办公沟通需要开始自研飞书 APP 原型。2017 年 7 月 飞书 1.0 版上线, 3 个月后字节跳动在内部全面推广飞书。2019 年 1 月份字节推出飞书 2.0 版, 新版增加了语音通话、在线文档等重要功能; 4 月, 飞书国际版 Lark 率先在海外市场发布, 与 Google G Suite、Slack 等产品展开竞争; 6 月飞书 3.0 版发布, 推出了云盘和音视频会议等新功能。6 月, 飞书在国内低调上线。

飞书的特色在于在线文档协同等功能整合和专注于提升效率的产品设计, 从而能够为企业用户提供差异化的服务。飞书主要功能包括即时通讯、日历共享和文档协作。其特色在于将即时沟通、日历、在线文档、云盘和工作台深度整合, 通过开放兼容的平台, 让成员在一处即可实现高效的沟通和流畅的协作, 从而全方位提升企业效率。此外, 由于飞书/Lark 脱胎于字节跳动内部为了提高效率而自研的办公协作产品, 其产品设计受到字节跳动的管理模式和张一鸣的组织思想的深刻影响, 举例来说, 由于字节跳动用 OKR 考核模式对员工进行管理, 因此在飞书上, 没有打卡考勤功能, 而且任何员工可以看到任何同事的 OKR, 以及基本信息和汇报关系。

图表 23 飞书与企业微信主要功能对比



资料来源：飞书官网、企业微信官网、华创证券

相对于风头正盛的阿里钉钉和企业微信, 飞书立足于服务垂直市场避其锋芒。阿里钉钉上线于 2014 年, 截至 2019 年 6 月已拥有超过两亿注册用户。腾讯的企业微信不仅目前正服务 80% 的中国 500 强企业, 还不断尝试实现与个人微信多种形式的互通, 在分享个人微信 11 亿用户的同时, 帮助企业更好地连接 C 端消费者。而飞书作为一款最初为提升效率而生的企业协作应用, 有针对性地推出了面向互联网、高科技、教育、零售和专业服务五大行业的行业解决方案, 立足于自身专注提高在线办公效率的产品特点, 通过解决具有高效文档协作需求的行业所面临的痛点, 从而避开与阿里钉钉和企业微信的全面竞争, 在细分行业获得一席之地。

(二) 字节 VS 阿里：流量洼地威胁到淘宝, 但暂时合作大于竞争

相比于与腾讯明确的争夺, 阿里巴巴的与字节跳动的赛道相对隔离。但是随着直播带货的兴起, 抖音凭借较高的转化率与便宜的流量极大的引起了淘宝的警惕。但我们认为, 直播电商 GMV 发展虽快, 但将很快面临天花板, 内容平台相较电商的履约能力建设, 所需要的时间还较长。因此, 目前字节系与阿里巴巴的合作大于竞争。

内容电商化与电商内容化的大趋势下，抖音开始对淘宝造成威胁

全网流量焦虑中，内容电商化与电商内容化的大趋势下，直播带货成为一块洼地，有效促进电商转化率和成交额的方式，提升流量的变现效率；直播的体验解决了图文的信息差和购物体验尚未被完全线上化的困扰，提高了商品展示效能，是搜索式向体验式购物的跨越。直播解决了电商一直缺乏的用户信任问题，无论是快手老铁还是李佳琦带货，都基于中心化平台电商所缺乏的人际信任。根据淘宝官方公布数据，预售首日淘宝直播引导成交同比增长了 15 倍，有 1.7 万品牌在线直播，“双十一”当天淘宝直播带动成交额超 200 亿元，2019 年全年电商直播 GMV 预计将超过 2000 亿元，

作为天猫淘宝平台唯一的流量卖家，需要流量的淘宝商户只能从阿里巴巴手里购买流量，阿里巴巴迅速成为仅次于 Google 和 Facebook 的全球第三大广告平台。纵观阿里巴巴集团中的核心零售收入板块，广告收入（即在线营销服务收入）占比始终在 50% 以上。抖音切入短视频与直播带货领域，凭借较低的流量单价与较高的转化率对淘宝造成了较大的威胁。

图表 1 淘宝直播头部主播双十一当天成交额（万）

1	薇娅viya 百万豪礼任性送！...	45433万 热度
2	李佳琦Austin 11月11号晚20点，记...	34920万 热度
3	陈洁kiki 一年一度双11狂欢盛...	5056万 热度
4	水冰月SailorMoon 双十一重磅回馈独家...	2578万 热度
5	烈儿宝贝 双11超级福利放送~...	1701万 热度

图表 2 抖音直播播主销量达人榜上榜次数 TOP20

上榜次数排名	KOL名称	内容类型	粉丝量 (万)
TOP 01	悠悠	种草开箱	19.9
TOP 02	牛肉哥严选	种草开箱	522.9
TOP 03	李佳琦Austin	美妆 种草测评	3,237.90
TOP 04	老爸评测	生活百科	1,368.60
TOP 05	钟文泽	科技 3C数码	40.4
TOP 06	陈三废gg	搞笑 整蛊	1,350.50
TOP 07	武纤	穿搭时尚 小哥哥	230
TOP 08	晓晓-zhu	种草开箱	45.3
TOP 09	豆豆_Babe	美妆 小姐姐	564.2
TOP 10	辛多威水果果园	农林牧渔	43.4
TOP 11	韩国媳妇大璐璐	美食 小姐姐	196.9
TOP 12	破产姐妹	剧情段子	911.8
TOP 13	陈婷mm	搞笑 整蛊	814.2
TOP 14	常熟市王孟杰服装商行	穿搭时尚	293.6
TOP 15	张贝贝ibell	穿搭时尚 小姐姐	54.9
TOP 16	叁佰的日常穿搭	穿搭时尚 小哥哥	116.5
TOP 17	于子校好物分享(美食)四季食堂	美食 种草开箱	8.7
TOP 18	露光好物	运动健身	31.8
TOP 19	潘雨润PanYR_	美妆 小姐姐	93.2
TOP 20	李亚男	美妆 明星	393.6

资料来源：Questmobile 《2019 直播+X 洞察报告》，华创证券

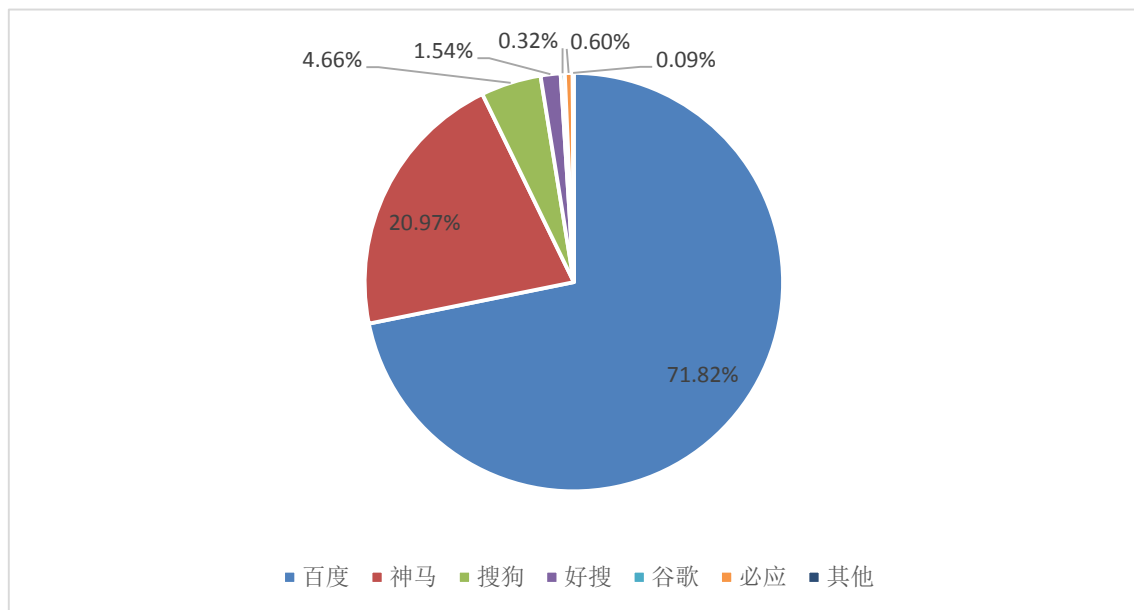
资料来源：卡思数据，华创证券

（三）字节 VS 百度——搜索行业未来必有一战

1、移动互联网时代流量分发去中心化，垂直社区搜索产品崛起

移动互联网时代搜索引擎失去了流量分发的核心功能，流量分发渠道逐渐去中心化。在传统的 PC 时代，以百度和 google 为首的搜索引擎是人们进入垂直领域网站获取内容的主要入口，然而随着移动互联网时代的到来和百度的掉队，搜索引擎在互联网领域流量分发的核心功能正在衰退。2017 年四季度以来，百度移动端收入与 DAU 增长持续放缓，移动端使用时长显著落后于微信、手机淘宝、手机 QQ、UC 浏览器、今日头条等巨头 APP。从市占来看，根据 Statcounter 数据，截至 2019 年 5 月，百度在国内搜索引擎市场份额由 70% 左右下滑至 65%，下滑情况严重。

图表 24 2019 年 1 月全国搜索引擎市场份额移动端占比



资料来源：艾瑞咨询《2018 年中国网络广告市场年度监测报告》，华创证券

与此同时，垂直领域的搜索产品逐渐崛起。2011 年成立的知乎，凭借结构化、专业和友善的社区氛围，聚集了互联网科技、商业、影视、时尚、文化等领域最具创造力的人群，产生了大量的优质专业的内容。截至 2019 年 1 月，知乎已拥有超过 2.2 亿用户，共产出 1.3 亿个回答，以知乎专业内容为基础的知乎搜索极大取代了百度在专业领域的搜索。2017 年微信上线搜一搜看一看，搜索项目包括朋友圈、文章、公众号、小说和表情等。搜索的结果页则会出现 QQ 音乐、搜狗百科、微信朋友圈、腾讯新闻、知乎以及各个微信公众号里的内容。2018 年阿里健康宣布启动权威医学智库“医知鹿”，用户可以通过医知鹿查询各种医学知识。医知鹿从患者视角出发，将教科书式的医学知识和治疗方案解读成患者易懂、实用的内容。

图表 25 垂直领域搜索产品梳理

平台	搜索产品	上线时间	主要搜索内容主题
头条	头条搜索	2019.8	新闻资讯，娱乐热点
知乎	知乎搜索	2011.1	知识经验，观点见解
阿里健康	医知鹿	2018.5	疾病知识，防止措施，药物作用
微信	搜一搜&看一看	2017.5	朋友圈信息，公众号文章

资料来源：华创证券整理

2、字节跳动天然具有做搜索的基础和需求，但短期无法挑战百度地位

字节跳动作为内容平台，沉淀的大量内容可以作为搜索产品的信息来源。今日头条上线七年多以来，已经构建

起了头条号、微头条、悟空问答等多种内容形式共存，以用户创作为主的内容生态平台。三亿每月活跃用户源源不断产生的海量信息流和优质内容为搜索产品提供了搜索源泉。

今日头条作为一个信息分发平台，需要搜索产品帮助提高分发效率，形成生态闭环。搜索是信息分发的一种基础形式，其作用在于：用户在头条上看到一个内容，经常会想要了解更多相关信息，通过搜索，用户能够更精准地找到自己想要的信息。因此，搜索业务能够弥补推荐算法在信息分发上的不足之处，帮助头条构建多类型相互协同的信息分发机制，更好地促进用户与信息的连接，实现更高效的信息分发。此外，以搜索体系作为支撑，字节跳动可以形成“推荐算法推荐（信息找人）+用户搜索（人找信息）”主被动一体的信息连接生态闭环，从而将更多的流量留存在头条系产品内，保证头条信息流的未来增长。CEO 张一鸣甚至认为：“如果没有搜索场景的拓展和优质内容，头条的增长空间可能只剩 4000 万 DAU”。

基于以上逻辑，近一年来字节跳动在搜索领域动作频频。据 36Kr 报道，2018 年末前 360 搜索总经理吴凯加入字节跳动任搜索业务负责人，开始搭建搜索团队。2019 年 3 月，站外搜索功能在今日头条 APP 正式上线。7 月 31 日，“字节跳动招聘”公众号发布“字节跳动搜索部门”招聘信息，正式宣告字节跳动进入全网搜索领域。紧接着八月份，字节跳动完成收购互动百科，进一步丰富搜索信息池。

图表 26 字节跳动搜索领域大事件

时间	事件
2018	前 360 搜索总经理吴凯加入字节跳动任搜索业务负责人
2019.1	今日头条上线“帐号内搜索”功能。用户可以搜索站外的内容
2019.3	正式上线站外搜索的功能
2019.4	百度以字节跳动盗用其搜索为由发起诉讼，要求字节跳动立即停止侵权，赔偿相关经济损失及合理支出共计人民币 9000 万元，并连续 30 天在其 APP 及网站首页道歉
2019.7	字节跳动在其“字节跳动招聘”公众号上正式对外为“字节跳动搜索部门”招聘员工
2019.8	字节跳动全资收购互动百科

资料来源：华创证券整理

字节跳动原先在内容生态获取流量上与百度存在潜在的竞争关系，现在正式进入全网搜索领域之后，开始与百度的核心业务—搜索引擎展开竞争。今日头条拥有巨量的信息流和相当庞大的用户体量，在上线了搜索功能之后是否会在未来替代百度在搜索引擎领域的地位呢？**我们的回答是：不能。**原因在于：

1、目前两者的搜索量级不同，百度每日能够达到 15 亿次以上，字节全系搜索请求只能达到日均 2 亿次，两者量级相差巨大。主要原因在于字节主打推荐新闻资讯和娱乐热点，主力用户尚未形成搜索习惯，这在短期内很难实现飞跃式增长。

2、搜索需要用户的使用场景，带来相对的转化率截然不同。不同于今日头条用户主要搜索的新闻娱乐主题，百度的应用场景除了百科之外，主要为医疗、汽车、旅游等指向性明确的领域。百度搜索的明确细分领域能够大幅提升搜索结果广告的转化率，这是今日头条难以实现的。

3、搜索功能需要过硬的搜索质量、检索能力、站内的内容和搜索产品的能力等进行支持。而短期内今日头条在技术和内容积累上难以进行突破。

图表 27 头条搜索产品矩阵 VS 百度搜索产品矩阵

搜索产品	字节跳动	百度
搜索	头条搜索	百度搜索
贴吧	飞聊	百度贴吧

搜索产品	字节跳动	百度
问答	悟空问答	百度知道
图片搜索	灵犬反低俗助手	百度识图
百科	互动百科	百度百科

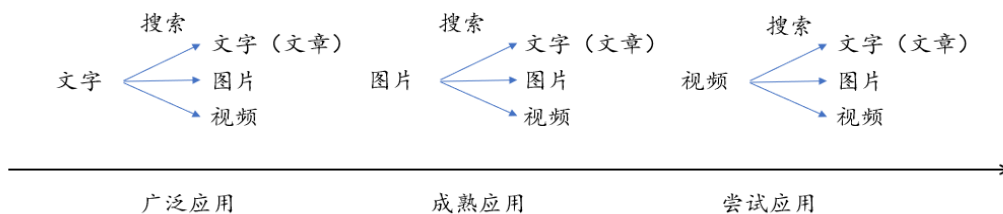
资料来源：华创证券整理

字节跳动搜索业务的变现模式与百度类似，但盈利模式却迥然不同。两者都是向广告主收取用户搜索关键词时出现的广告位的使用费，字节跳动在搜索广告上延续了其信息流广告的竞价模式：广告主出价越高，其广告会获得更高的用户匹配度，而非百度出价越高，广告出现的位置越靠前的模式，从而避免了竞价排名模式带来的容易误导用户等一系列弊端。

3、 视频搜索有望成为未来趋势，字节跳动基于抖音探索搜索可能性

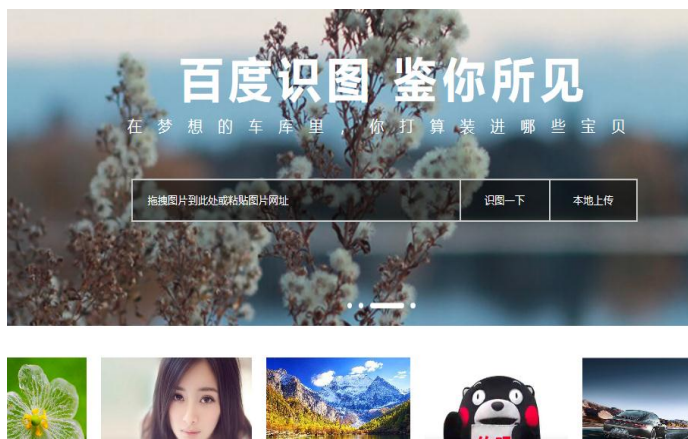
随着计算力的提升，依靠大数据和深度学习分析的图片搜索趋于成熟，视频搜索潜力巨大。在图片搜索方面，以百度旗下百度识图为代表的以图搜图应用已经较为成熟，用户可以通过图片搜索图片来源和相似图片等文字、图片内容。此外，百度旗下爱奇艺 APP 在 2018 年上线了以图搜剧（视频）功能，用户可以上传图片搜索平台内图片所属的（或相关的）电视剧、电影等视频。随着 5G 逐渐应用，视频在互联网内容里占据越来越重要的地位，以视频为媒介的搜索需求将逐渐增加。

图表 28 基于不同媒介的搜索发展情况



资料来源：华创证券整理

图表 29 百度识图网页页面



资料来源：百度识图

图表 30 百度识图搜索结果



资料来源：百度识图

字节跳动拥有丰富短视频资源，上线测试以视频搜视频功能，有望在视频搜索领域占得先机。以视频搜视频，是将一条视频里的每一帧画面与视频库里其他视频的每一帧进行比对，从而挑选出相似度较高的视频反馈给用户。抖音短视频时间短（多为 15 秒），具有数量有限的背景音乐，可以通过背景音乐缩小比对所需视频库，降低视频比对所需的计算量，适用于移动端 APP 大规模应用。

三、短视频——内容领域的创新品类，跨越了地域与文化的限制

（一）抖音+tiktok 统治全球

抖音于 2016 年 9 月上线，截至 2019 年 6 月，根据字节跳动公布的数据，其国内用户 DAU 已超过 3.2 亿。抖音海外版 TikTok 于 2017 年 8 月正式上线，截至 2019 年 6 月，其全球月活跃用户超过 5 亿。2019 年 11 月，根据 Sensor Tower 数据，当月 TikTok 安装量将近 6700 万，其中印度、巴西和美国市场分别贡献 43.9%、8.1%和 6.4%份额。此外截至当月，TikTok 在 iOS App Store 和 Google Play Store 的总下载量已经超过 15 亿。2019 年 12 月 3 日，苹果在“年度精选 app 和游戏”发布会上，公布了 2019 年前十一个月 App Store 中下载最多的应用和游戏，TikTok 位列 iPhone 免费榜第四、iPad 免费榜第九。

图表 31 2019 年前十一个月 App Store 应用下载榜

免费iPhone应用	免费iPad应用
YouTube: Watch, Listen, Stream	YouTube: Watch, Listen, Stream
Instagram	Netflix
Snapchat	Amazon Prime Video
TikTok – Make Your Day	Google Chrome
Messenger	Hulu: Watch TV Shows & Movies
Gmail – Email by Google	Messenger
Netflix	Gmail – Email by Google
Facebook	Facebook
Google Maps – Transit & Food	TikTok – Make Your Day
Amazon – Shopping made easy	Calculator

资料来源：苹果、华创证券

图表 32 触宝大数据 2019Q1 北美地区社交类 APP 榜单

排名	APP名称	开发者公司	周活跃率	周人均打开次数	周人均使用时长 (min)
1	 Facebook	Facebook	50.81%	73.82	213.04
2	 Instagram	Instagram	16.90%	38.68	86.51
3	 Facebook Lite	Facebook	6.66%	50.01	112.23
4	 Snapchat	Snap Inc	5.06%	45.49	63.94
5	 TikTok	musical.ly	3.58%	19.09	93.19
6	 Pinterest	Pinterest	1.99%	11.64	38.68
7	 TextNow	TextNow, Inc.	0.73%	52.91	62.96
8	 LinkedIn	LinkedIn	0.67%	8.88	13.48
9	 Google+	Google LLC	0.41%	5.35	9.45
10	 Status Saver	LaZy GeNiOuZ InC.	0.35%	3.85	4.47

资料来源：触宝大数据、华创证券

(二) 短视频为什么能够在如此短的时间内横扫全球

1、海外市场长期以来并没有类似的产品

海外市场很早便有短视频应用推出：早在 2011 年，一款定位于“与朋友即时分享视频”的短视频社交应用 Socialcam 在北美上线并一度成为 App Store 排名第一的免费应用，被认为是“视频版的 Instagram”。2012 年 2 月，短视频应用 Viddy 得益于与 Facebook 时间轴(Timeline)功能进行整合，用户基数猛增到千万级别。用户能够通过 Viddy 给短片添加滤镜、配上音乐，最终剪辑成 15 秒短片，然后可以发布至推特、Facebook 等社交应用。

早期的短视频应用由于技术不成熟，用户增长往往昙花一现，因而随着技术的进步，短视频领域增长的拐点到来之时，巨头们没有对短视频应用产生足够的重视。2016 年，社交通讯巨头 Facebook 希望收购短视频应用 Musical.ly 完善自身产品矩阵，但却被字节跳动捷足先登。因此从 2018 年起 Tiktok 月活跃用户爆发式增长时，巨头们发现自己竟然没有一款可以对标的产品与之竞争。

2、短视频解决了 youtube 与 FB 都未解决的问题——效率的极致提升

无论从创作者的供给端还是广告商、用户的需求端，短视频是效率的极致体现。它够短，够简便，极大的降低了创作者的门槛，同时也降低了受众的观看门槛，极度间断的内容便于机器的理解，在内容创作和推荐方面都极大提高了效率。同时在需求端，极大的提升了广告的转化效率与货币化率。

2.1 从需求端去看，用户对内容消费效率的提升

用户在消费的过程中，会在潜意识里对其内容进行区别。对于传统的长视频，长视频的本质，是叙事的功能。在一个完整的长视频里，用户下意识渴望得到一个完整且高质量的信息池，而非像短视频一样碎片化的信息，因而用户对长视频的要求就会更高，对传统长视频内容质量的期待值高于对短视频的期待值。造成这一期待值区别的原因可以归结为以下几个方面。

第一， 观看场景不同

短视频在时长上一般不超过 15 分钟，鉴于这一短时长的天然优势，用户可以在更多的场景下观看短视频，如排队等候、茶余饭后等，充分利用其碎片化的时间消费短视频内容。然而，长视频往往要求用户腾出完整的时间段观看其内容，其时长通常 1-2 小时，甚至更长，用户往往会在一个较长的空闲时间段，才去打开一段长视频。在完整的不间断的条件下，用户才能更好的深入理解长视频的内容。

第二， 短视频有社区和社交的概念，而长视频是内容的纯粹消费概念

短视频相较于长视频而言，给用户提供了一个用于社交的平台，不同群体的青少年以及成年人都能在短视频领域找寻属于自己的社区，这一特色是短视频独有的。而在长视频领域，用户仅仅是对其内容进行纯粹的消费，不会想要通过该平台去交友。因而，用户对长视频的内容质量就存在更高的期待值。而在前端成本趋于降低，导致视频行业内容质量普遍存在下滑趋势的大背景下，因为用户对长视频与短视频内容质量的期待值存在差异，因此长视频行业受这一冲击的影响显著大于短视频行业，用户在内容质量上，对短视频的包容性更大。

对比同一段出现在哔哩哔哩和爱奇艺两个平台的淮秀帮配音视频，其在哔哩哔哩平台上的点赞量、播放量、评论转发量都显著高于爱奇艺，由此可见，短视频所提供的社交和社区的功能优势显著。

图表 33 哔哩哔哩—《淮秀帮》配音视频



资料来源：哔哩哔哩、华创证券

图表 34 爱奇艺—《淮秀帮》配音视频

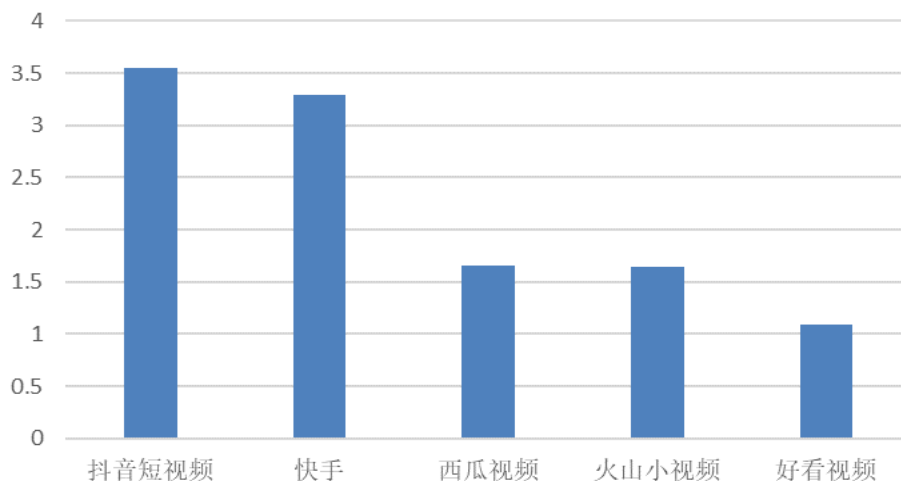


资料来源：爱奇艺、华创证券

第三，对比长视频，短视频有明显的区隔度

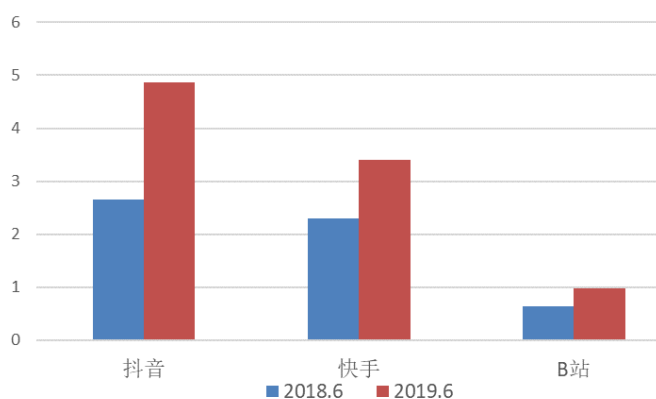
bilibili, 快手、抖音各自保持着相当比例的独占用户，区隔度比爱、优、腾三个平台更为明显。据 Questmobile 统计，截至 2019 年 6 月，抖音、快手、B 站月活用户数分别达 4.86 亿、3.41 亿、0.98 亿。三家去重后，短视频用户规模超 8.2 亿，同比增速超 32%，与在线视频用户规模仅相差 1.4 亿；基本涵盖了所有短视频用户。B 站是一个极具多元化的平台，提供格式多样能够满足各个年龄段的视频内容，但其首要受众仍然是对二次元感兴趣的群体。抖音用户明显以女性及一二线城市用户为主，而快手用户则主要以三线以下城市，男性用户居多。

图表 35 2019Q3 短视频 APP 月活跃用户数（亿）



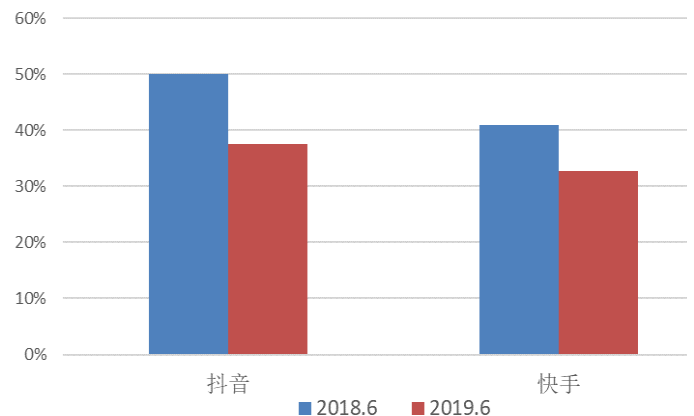
资料来源：Questmobile、华创证券

图表 36 18Q2-19Q2 短视频 APP 月活跃用户数（亿）



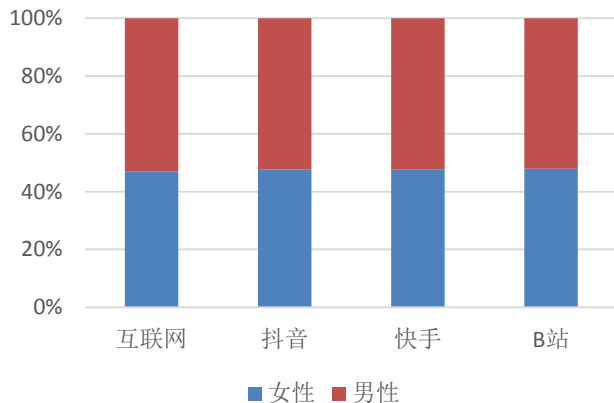
资料来源：Questmobile、华创证券

图表 37 18Q2-19Q2 抖音和快手独占用户比例（%）



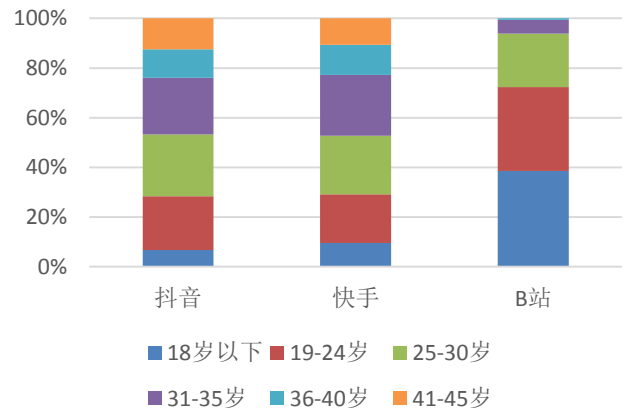
资料来源：Questmobile、华创证券

图表 38 短视频用户性别分布



资料来源: Questmobile、华创证券

图表 39 短视频用户年龄分布



资料来源: Questmobile、华创证券

2.2 从供给端去看：成本效率的提升、制作效率的提升

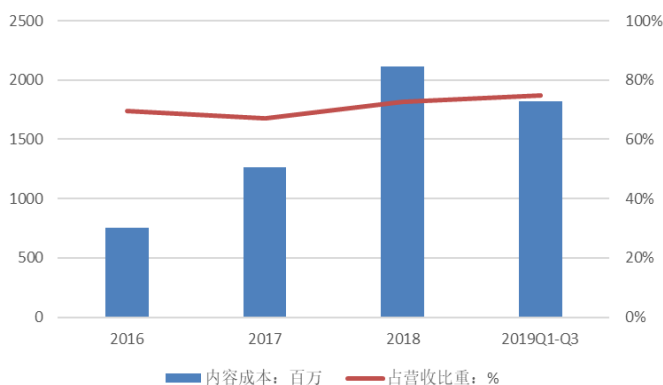
第一，创作者效率的提升：降低了制作门槛

长视频大多由专业的制作团队完成，其视频质量处于相对较高的水平，内容更精美完整。而相较于长视频而言，**短视频的制作过程被大幅简化，短视频可以提供现成的滤镜与音效，放权给用户供其自行拍摄。**由此可见，制作短视频并不需要像制作长视频一样要求高水平的制作团队，不需要专业的设备和专业的演员等，短视频的制作门槛被显著降低，制作效率大幅提升。目前字节跳动全平台日均上传视频量超过 6000 万条，大大超过 youtube 等同类专业视频网站。

第二，PCG 到 UCG：内容成本大幅降低

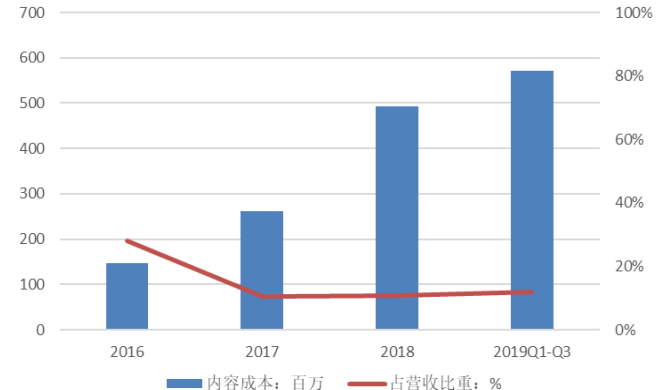
在传统的长视频行业，其成本主要是版权剧目的购买，需要投入大额的固定资金。而在短视频行业，视频制作放权给用户，由用户生产内容，免去了高额的购买剧目的成本，短视频成本主要是广告分成和内容激励，内容激励体现在当视频的点击量较高是，用户可以直接得到分成，同时也可以以流量激励的方式，使该高点击量视频得到短视频平台的进一步推广。从成本端的角度而言，长视频的成本效率低于短视频的成本效率，即成本效率的提升推进了短视频发展的进程。

图表 40 爱奇艺历年内容成本及占收比



资料来源: 公司财报、华创证券

图表 41 B 站历年内容成本及占收比

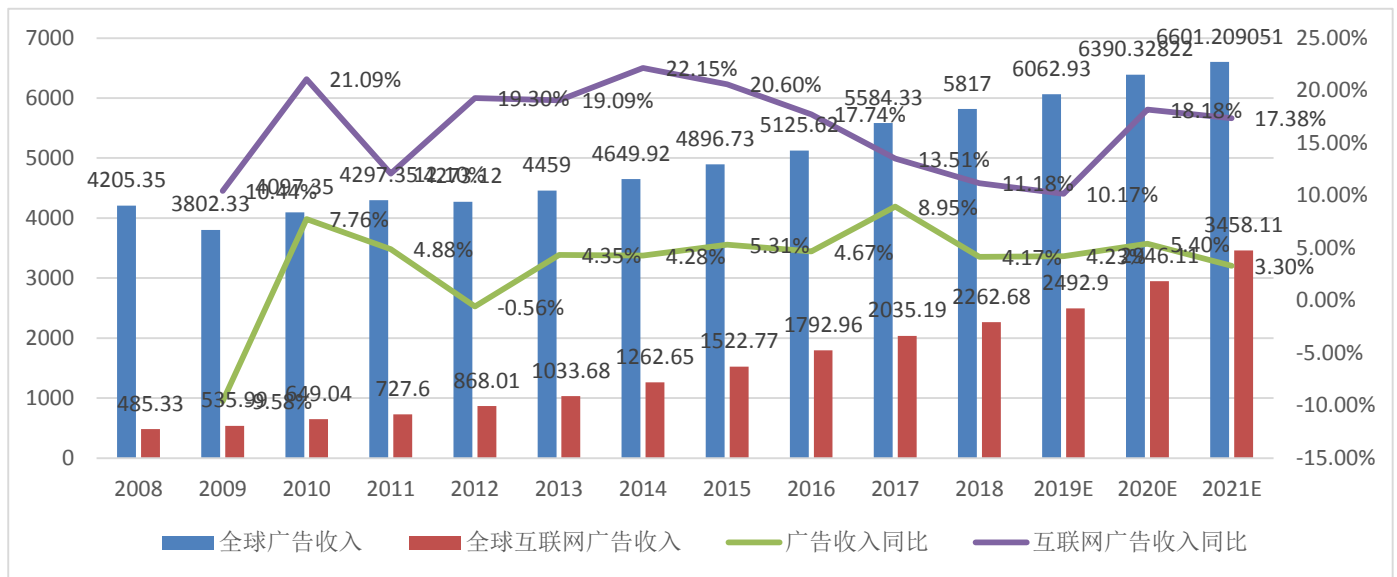


资料来源: 公司财报、华创证券

（三）短视频的未来：海外市场空间广阔

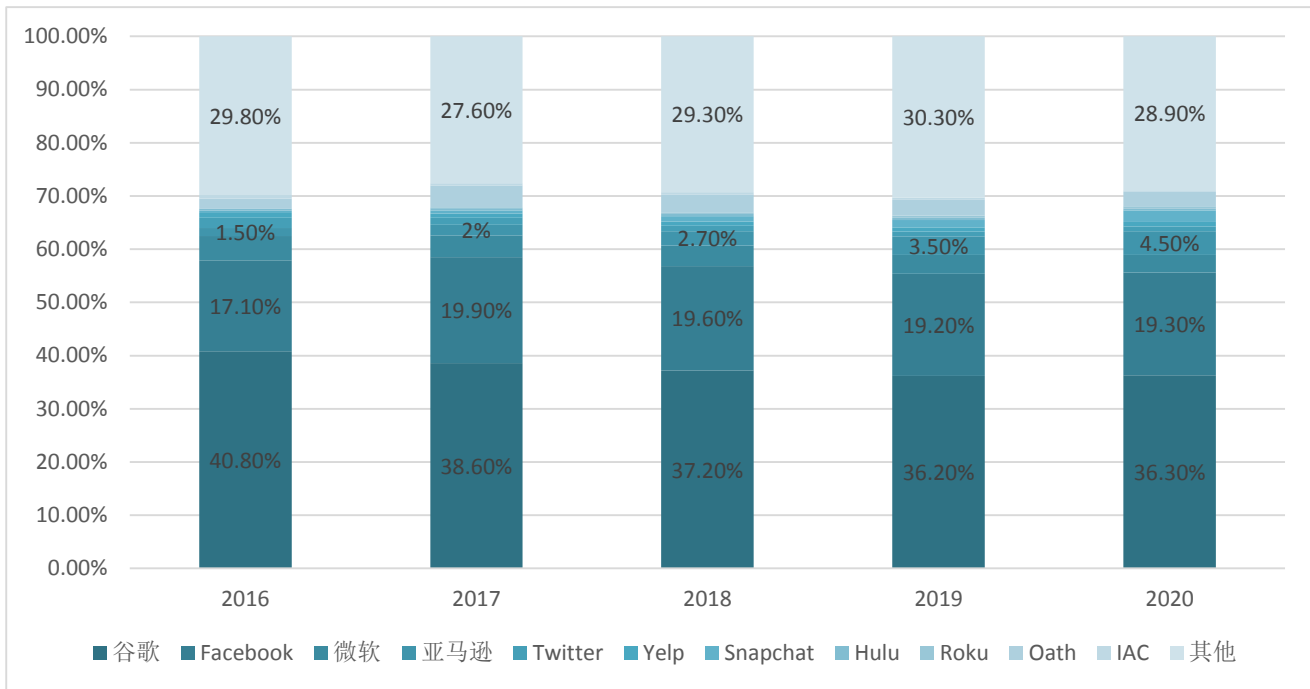
Tiktok 与 FB 未来的争夺，北美日韩市场等成熟市场留给 tiktok 变现空间还有多大？目前全球的数字广告市场增速较为稳健，预计到 2021 年将达到 6600 亿美元以上，维持 18% 的同比增速。我们认为，竞争对手 Facebook 等 stories 推出视频化不利，以及 Facebook 流量红利接近尾声。Tiktok 在海外的货币化尚处于刚刚初始阶段。

图表 42 全球广告及互联网广告收入情况（亿美元）



资料来源：eMarketer，华创证券

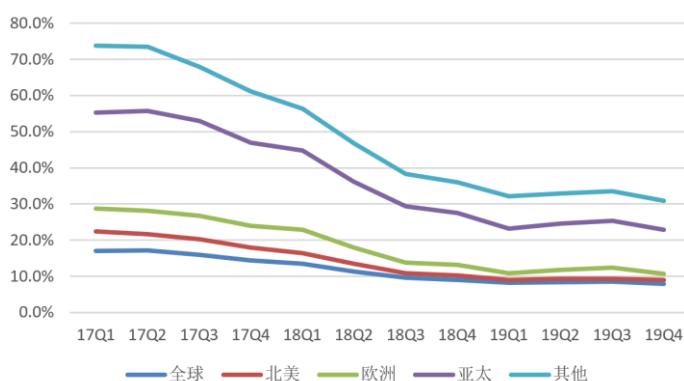
图表 43 美国数字广告市场占比



资料来源: eMarketer, 华创证券

截至目前,随着产品矩阵逐渐稳定,以及海外市场开发达到一个成熟阶段,目前 Facebook 新用户挖掘与积累进入瓶颈期,流量红利接近尾声:一是 Facebook 的核心市场北美和欧洲,其用户数与渗透率都已经进入了增长的瓶颈期。二是随着主要的海外拓展计划均已完成为进入末期,海外市场的发展同样迎来瓶颈期,由于欧洲市场已经转化为其核心市场,而亚太与其他国家和地区经过前期的高速增长期,用户增长率也已出现下滑,且随着 Facebook 产品矩阵在全球的一体化程度越来越高,各项新功能的上线会快速被市场吸收,不会带来滞后的驱动效应。

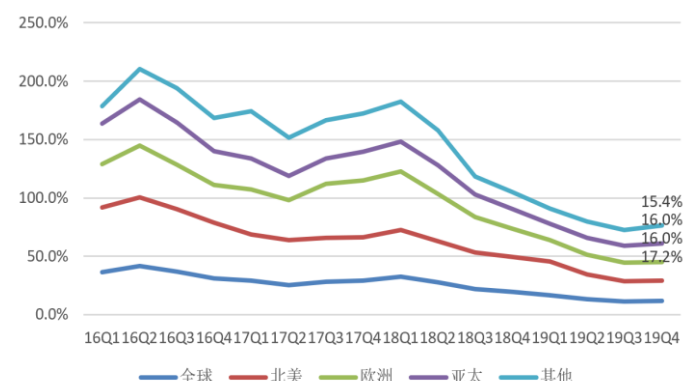
图表 44 全球 MAU 同比增速变动情况 (%)



资料来源: 公司公告, 华创证券

今年以来,FB 专注于视频化的进程,但进展并不顺利,推出独立的 Lasso 短视频应用对标 Tic Tok、Facebook Watch 与 IGTV 覆盖不同需求的长视频用户。

图表 45 全球 ARPU 同比增速变动情况 (%)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 46 Facebook 视频领域布局

产品名称	功能名称	上线时间	作用
Facebook	Watch	2018 年 08 月	对标 Youtube，增强社交性，会推送好友影片和官方热门影片。
	Live	2015 年 08 月	视频直播
Instagram	IGTV	2018 年 06 月	对标 Youtube，独立竖屏长视频应用
	Stories	2017 年 01 月	对标 Snapchat Stories，阅后即焚视频
Lasso	独立应用	2019 年 11 月	独立短视频应用

资料来源：公司官网、华创证券

四、风险提示：

互联网增速下滑、信息流广告竞争、用户增长不及预期等。

电子&海外科技组团队介绍

TMT 大组组长、首席电子分析师：耿琛

美国新墨西哥大学计算机硕士。曾任新加坡国立大计算机学院研究员，中投证券、中泰证券研究所电子分析师。2016 年新财富电子行业第五名团队核心成员，2017 年加入华创证券研究所。

研究员：靳相宜

北京大学、英国伦敦大学学院双硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500