

研究员：沈明辉

✉ shenmh@evergrande.com

☎ 0755-81998477

联系人：刘宸

✉ liuchen@evergrande.com

今日头条：新互联网巨头的崛起之路

——新经济系列研究

文化传媒行业

专题报告

2018/8/24

1、今日头条：横跨资讯分发和短视频两大赛道，新互联网巨头雏形显现。

1) **始于资讯**：今日头条以资讯分发起家，2012年推出今日头条APP，依托“算法编辑+智能分发”，实现“信息”找“人”，迎合移动互联网时代碎片化、多场景的阅读需求，在移动新闻资讯领域直面腾讯、网易竞争，从混战中脱颖而出。

2) **兴于短视频**：2016年今日头条All in短视频，推出“抖音+火山小视频+西瓜视频”的产品矩阵，通过巨额补贴和营销投入使其在众多短视频应用中脱颖而出，头条系三大短视频APP进入行业TOP4，成功收割短视频流量红利。2018年6月抖音DAU过亿，成功登顶短视频DAU榜单。

在今日头条APP和抖音两大超级流量入口的带动下，头条系APP的总使用时长占移动互联网时长比例从2017年上半年的3.9%上升至2018年上半年的10.1%。头条系APP使用时长超过百度系、阿里系和新浪系，仅次于腾讯系位列第二，新互联网巨头雏形显现。

2、今日头条续押中了移动资讯和短视频赛道，展现出管理层卓越的战略判断能力；差异化的产品运营策略+激进的营销策略凸显出公司强大的执行力；不断迭代产品、突破竞争边界、并开始全球化布局，显示出公司蓬勃的创新力；在资讯分发和短视频领域形成先发优势，占据两大超级流量入口，成为未来继续扩张边界的基础。

3、扩张之路：多元化经营和全球化布局。

1) **多元化经营**：2018年先后推出在线教育产品gogokid，上线“今日游戏”模块和个人消费贷产品“放心借”，并且内测付费专栏，发展多元自有业务以提升流量变现效率。巨大的流量是多元业务协同的纽带，低获客成本和“精准化”产业布局是今日头条多元化经营的核心竞争力。

2) **全球化布局**：先后推出了海外版“资讯分发+短视频”产品矩阵，以“复制”国内产品线、“自建+收购”双轮驱动和算法技术输出为主要打法。今日头条海外版TopBuzz、抖音海外版Tik Tok多次登顶海外应用商店排行榜，预计Tik Tok海外月活用户已经破亿。

4、未来推演：多元化决定下限，全球化决定上限，“免费+广告”、“流量入口+多元化”和“全球流量入口”是三种可能模式。

1) **“免费+广告”模式**是基于资讯分发、短视频流量，通过广告等商业模式，提升营业收入，对标百度。

2) **“流量入口+多元化”模式**是基于流量入口延伸产业链，拓展非消耗型的流量变现手段，凭借流量、技术优势做生态圈投资，对标腾讯。

3) **“全球流量入口”模式**是海外版资讯分发和短视频APP成功打开市场，突破国内流量的“天花板”，成长为全球互联网巨头，对标Facebook。

4) 对于今日头条来说，“免费+广告”已经走通，“流量入口+多元化”成为新阶段目标，连续两次押中风口表明其具有多元化经营和跨界投资的能力，而“全球流量入口”的愿景也已经在路上。

风险提示：内容监管风险、国际化存在不确定性

目录

1 今日头条：从资讯分发到短视频，新巨头雏形显现	5
1.1 整体品牌更名“字节跳动”，今日头条再定义主营业务.....	5
1.2 管理团队：“工程师”思维+卓越的战略定位能力.....	5
1.3 发展历程：资讯分发起家，迈向“资讯分发+短视频”双轮驱动.....	5
1.3.1 2012年：今日头条APP上线，开启“算法编辑+智能分发”.....	5
1.3.2 2013年：头条号上线，转型“智能分发+内容”.....	5
1.3.3 2016、2017年：推出“抖音+火山小视频+西瓜视频”，争夺短视频赛道.....	6
1.3.4 2018年：抖音火爆全国，头条系APP使用时长仅次于腾讯系.....	6
1.4 融资与估值：融资金额“多级跳”，估值快速增长.....	7
1.5 业务布局：资讯分发+内容社区+短视频+海外.....	7
2 今日头条APP：新闻资讯+智能分发，直击碎片化阅读痛点	8
2.1 今日头条APP：互联网流量的新入口.....	8
2.2 流量聚集的“三部曲”：借势移动互联网红利，智能分发直击碎片化阅读需求，扩展“媒体/自媒体+社交”巩固流量入口.....	10
2.2.1 上线时点：踩准移动互联网的红利期.....	10
2.2.2 运营模式：打造资讯分发平台，直击碎片化、多场景阅读痛点.....	10
2.2.3 功能扩展：推出头条号、微头条和悟空问答，“媒体/自媒体+社交”构建内容生态.....	12
2.3 商业模式：基于用户画像的精准广告营销.....	13
2.3.1 互联网广告：今日头条APP的收入来源.....	13
2.3.2 今日头条APP的广告谱系：信息流广告、开屏广告与详情页广告.....	14
2.3.3 今日头条APP的广告售卖方式：CPM+CPT.....	15
2.3.4 今日头条APP广告收入估算：2018年广告收入有望超290亿.....	15
3 抖音+火山小视频+西瓜视频：多元产品矩阵进军短视频，领跑互联网新赛道	17
3.1 All in短视频，踩准短视频风口.....	17
3.2 多元产品矩阵布局“PGC+UGC+音乐”短视频.....	18
3.3 抖音如何“逆袭”短视频：瞄准细分领域+打品牌+深运营.....	19
3.3.1 借力音乐切入一、二线城市年轻群体，酷炫时尚形成差异化竞争优势.....	20
3.3.2 “明星+综艺”营销，打造品牌影响力.....	20
3.3.3 “低制作门槛+黑科技+专题活动”助力UGC短视频.....	20
3.4 抖音的商业模式：构建“信息流广告+开屏广告+KOL营销+品牌挑战赛+电商”的流量变现生态，实现多方共赢.....	21
3.4.1 流量变现生态：信息流广告+开屏广告+KOL营销+品牌挑战赛+电商.....	21
3.4.2 抖音广告收入估算：2018年广告收入有望超180亿元.....	22
3.4.3 多方共赢：兼顾商业化和用户体验，推动优质内容持续输出，提供品牌曝光载体.....	24
4 扩张之路：多元化经营+全球化布局	24
4.1 多元化经营：布局教育、游戏、金融和内容付费，不断拓展业务版图.....	24
4.1.1 多元化经营方向：教育、游戏、金融和内容付费.....	24
4.1.2 多元化经营的驱动力：流量、广告收入逐渐见顶和企业规模增长背景下的战略选择.....	26
4.1.3 多元化经营的优势：流量是产业协同的纽带，抖音为跨界布局提供信心与经验.....	27
4.2 全球化布局：推出海外版“资讯分发+短视频”产品，出海已初尝胜绩.....	27
4.2.1 全球化战略：2016年成为核心战略之一，目标未来三年海外用户过半.....	27
4.2.2 海外产品矩阵：TopBuzz、Hypstar、Musical.ly.....	28
4.2.3 出海策略：复制国内产品线，“自建+收购”双轮驱动，以算法技术输出为核心.....	29

4.2.4 海外市场成绩：TopBuzz 和 Tik Tok 已初尝胜绩	29
5 新巨头？今日头条的挑战与未来	30
5.1 挑战：内容监管、娱乐至死与全球化	30
5.1.1 内容监管：频频遭遇整改，内涵段子永久关停	30
5.1.2 娱乐至死：抖音上瘾成社会问题	31
5.1.3 全球化：海外市场能否突出重围？	31
5.2 百度、腾讯还是 Facebook：对于今日头条未来的推演	32
5.2.1 免费+广告：基于现有阵地和商业模式，对标百度	32
5.2.2 流量入口+多元化：延伸产业链，围绕生态圈投资，对标腾讯	32
5.2.3 全球流量入口：突破国内流量“天花板”，成为全球互联网巨头，对标 Facebook	32
5.3 今日头条成长为“未来的腾讯”的可能性最大	33

图表目录

图表 1: 今日头条的发展历程	6
图表 2: 头条系 APP 总使用时长仅次于腾讯系 APP.....	6
图表 3: 今日头条融资和估值情况	7
图表 4: 今日头条产品矩阵	7
图表 5: 今日头条主要产品介绍	8
图表 6: 今日头条 APP 月活跃用户 2018 月 6 月达 2.68 亿人	9
图表 7: 今日头条 APP 日活跃用户达 1.07 亿人 (单位: 亿人)	9
图表 8: 今日头条 APP 用户单日使用时长达 73.45 分钟	9
图表 9: 2011 年-2013 年手机网民规模爆炸式增长	10
图表 10: PC 时代的沉浸式阅读转变为移动时代的碎片化阅读	11
图表 11: 24-30 岁用户比例接近 60%	11
图表 12: 月收入 2000 元以下用户比例达 27.8%	11
图表 13: 地级市和乡镇农村用户比例较高	12
图表 14: 以学生、工人和服务业人员为主要职业	12
图表 15: 今日头条 APP 的平台模式聚合了大量媒体资源	12
图表 16: 2017 年中国互联网广告规模达 3884 亿元	13
图表 17: 今日头条 APP 广告类型	14
图表 18: 今日头条 APP 广告收入模型	15
图表 19: 今日头条 APP 信息流收入敏感性分析 (单位: 亿元)	16
图表 20: 今日头条 APP 详情页广告收入敏感性分析 (单位: 亿元)	16
图表 21: 今日头条 APP 轮播开屏广告收入敏感性分析 (单位: 亿元)	16
图表 22: 今日头条 All in 短视频的主要事件	17
图表 23: 2017 年下半年短视频迎来行业爆发期	18
图表 24: 2016 年下半年短视频启动次数和使用时长明显提升	18
图表 27: 抖音用户更加低龄化	20
图表 28: 抖音一、二线城市用户比例高于快手	20
图表 29: 抖音广告类型	22
图表 30: 抖音广告收入模型	22
图表 31: 抖音信息流广告收入敏感性分析 (单位: 亿元)	23
图表 32: 抖音首刷开屏广告收入敏感性分析 (单位: 亿元)	23
图表 33: 抖音开屏广告收入敏感性分析 (单位: 亿元)	23
图表 34: 抖音品牌挑战赛收入敏感性分析 (单位: 亿元)	24
图表 35: gogokid 课程设置对标在线教育龙头 VIPKID	25
图表 36: 今日头条 APP 的“今日游戏”产品	26
图表 37: 今日头条 APP 的“放心借”产品	26
图表 38: 今日头条全球化战略的主要事件	28
图表 39: 今日头条海外产品介绍	28
图表 40: 今日头条海外产品矩阵	29
图表 42: 今日头条旗下产品的内容监管事件	31
图表 43: 今日头条的未来模式	32

1 今日头条：从资讯分发到短视频，新巨头雏形显现

1.1 整体品牌更名“字节跳动”，今日头条再定义主营业务

2018年4月，今日头条将整体品牌变更为“字节跳动”，淡化了“今日头条”品牌，这意味着今日头条主营业务由以“资讯分发”为核心转向“资讯分发+短视频”双轮驱动。2012年，张一鸣创建了北京字节跳动科技有限公司，旗下有今日头条APP、内涵段子等多款产品。其中，今日头条APP的知名度最高，而且它的广告收入是公司主要的营收来源，因此“今日头条”成为了公司整体品牌。随着抖音、西瓜视频的崛起，“今日头条”品牌已难以覆盖主营业务，因此公司将整体品牌更名为“字节跳动”。考虑到习惯用法，本报告依然使用“今日头条”来指代北京字节跳动科技有限公司，“今日头条APP”指代今日头条旗下的资讯分发APP。

1.2 管理团队：“工程师”思维+卓越的战略定位能力

- 创始人带有浓厚的“工程师”思维。从个人经历来看，张一鸣曾创办和开发过IAM协同办公系统、旅游搜索网站和房产搜索网站，搜索引擎、数据挖掘和机器挖掘等技术始终贯穿其中。从产品属性来看，用户在今日头条APP上看到的新闻资讯完全由机器算法决定。从创始人偏好来看，“算法没有价值观，只要用户觉得是好的，那就是好的。”的论断让创始人张一鸣的“工程师”思维显露无疑。在关于为什么选择今日头条作为产品名字时，张一鸣回答说，今日头条名字并不好，但是测试结果显示这个名字最好。数据决定了产品的选择，而主观判断被弱化。
- 连续押中资讯分发和短视频赛道，彰显管理团队的卓越战略定位能力。从资讯分发赛道来看，个性化新闻资讯推荐功能直到2014年才开始成为移动资讯行业的主流，今日头条APP早在2012年就从智能分发切入了新闻资讯行业。从短视频赛道来看，在腾讯关闭微视且短视频无明确商业模式的背景下，今日头条推出All in短视频战略。

1.3 发展历程：资讯分发起家，迈向“资讯分发+短视频”双轮驱动

1.3.1 2012年：今日头条APP上线，开启“算法编辑+智能分发”

2012年5月，今日头条旗下的内涵段子上线，8月上线了今日头条APP。创业初期的今日头条是一家纯粹的技术公司，今日头条APP没有编辑团队，资讯的提供完全依赖于“算法编辑+智能分发”，即通过爬虫来采集媒体网站的内容，挖掘用户偏好，向用户分发个性化的新闻资讯。

1.3.2 2013年：头条号上线，转型“智能分发+内容”

2013年，今日头条APP推出了头条号功能，搭建了媒体/自媒体内容创作平台。用户数量的增加给今日头条APP的内容提出了更高的要求，今日头条在2013年适时推出了头条号，面向各类媒体和党政机关，帮助上述机构在移动端获得更多的关注。2016年1月，头条号放宽了入驻标准，允许自媒体申请头条号，自媒体开始进驻今日头条APP。截止2016年年底，头条号总数达44万，其中自媒体3万，头条号贡献了今日头条APP的70%内容。

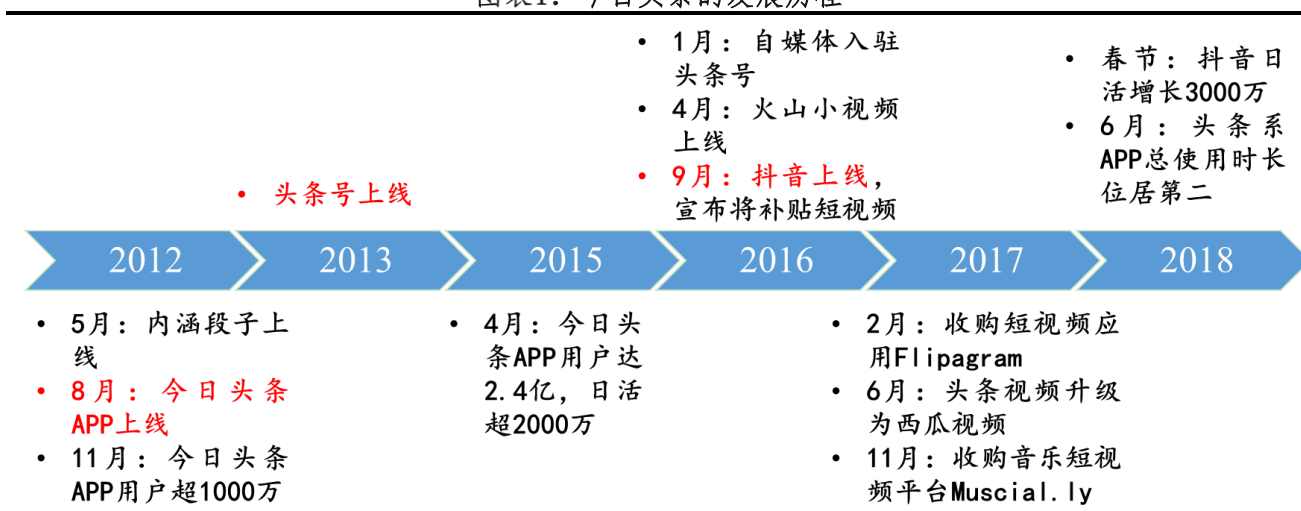
1.3.3 2016、2017年：推出“抖音+火山小视频+西瓜视频”，争夺短视频赛道

2016年4月和9月，今日头条旗下的火山小视频和抖音分别上线。同年9月，今日头条宣布All in短视频，未来将拿出10亿元补贴头条号上的短视频创作者。2017年年初，头条视频升级为西瓜视频，形成了“抖音+火山小视频+西瓜视频”的短视频产品矩阵。2017年2月和11月，今日头条分别收购了短视频应用Flipagram和音乐短视频平台Musical.ly，布局海外短视频市场。

1.3.4 2018年：抖音火爆全国，头条系APP使用时长仅次于腾讯系

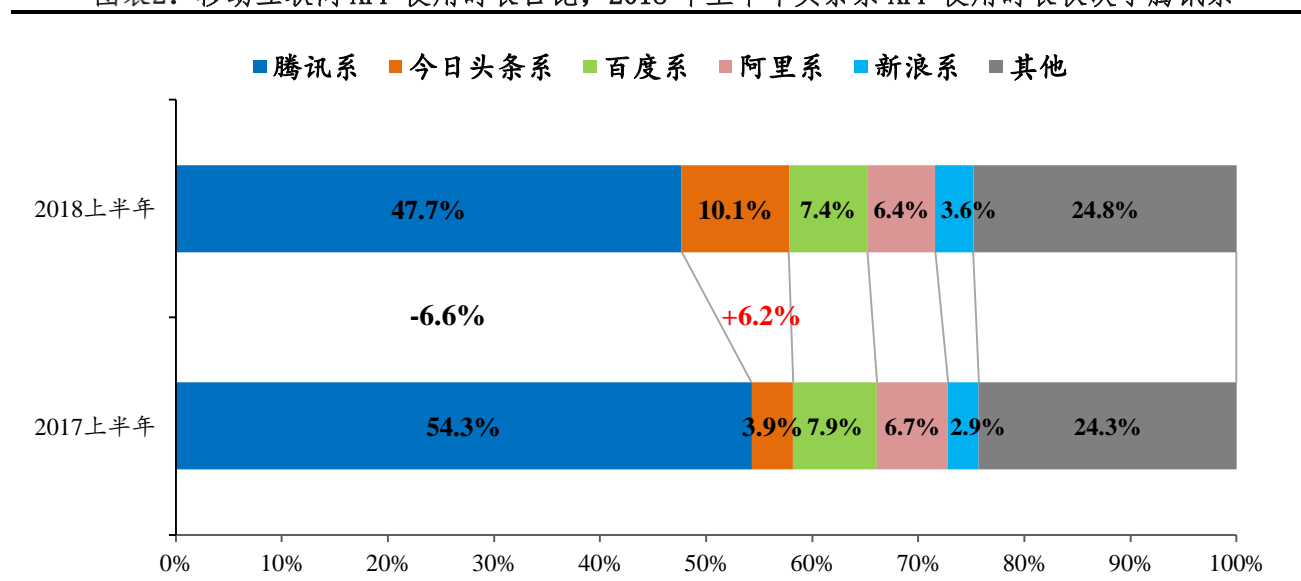
头条系APP使用时长快速增长，仅次于腾讯系。2018年春节，抖音火爆了全国，春节期间的日活跃用户增长了近3000万。在今日头条APP和抖音的带动下，头条系APP的总使用时长占比从2017年上半年的3.9%增至2018年上半年的10.1%，超过百度系、阿里系和新浪系，仅次于腾讯系位列第二。

图表1：今日头条的发展历程



资料来源：新浪科技，搜狐科技，百度百科，恒大研究院

图表2：移动互联网APP使用时长占比，2018年上半年头条系APP使用时长仅次于腾讯系



资料来源：Questmobile，恒大研究院

1.4 融资与估值：融资金额“多级跳”，估值快速增长

用户数量的激增带动了今日头条的融资与估值。从2012年7月到2016年12月，今日头条共进行了4轮融资，A轮、B轮的融资金额仅为100万和1000万美元，而2016年12月的融资额已经达到了10亿美元，估值超过100亿美元。根据华尔街见闻的报道，今日头条在2018年8月启动了新一轮融资，预计估值将达到750亿美元，这一估值将超越滴滴出行和美团，成为仅次于蚂蚁金服的国内非上市企业。

图表3：今日头条融资和估值情况

日期	级别	金额	主要投资方	估值
2012年7月	A轮	100万美元	SIG 海纳亚洲	
2013年9月	B轮	1000万美元	DST	6000万美元
2014年6月	C轮	1亿美元	红杉资本、新浪微博	5亿美元
2016年12月	D轮	10亿美元	红杉资本、建银国际	110亿美元
2018年8月				750亿美元

资料来源：新浪科技，华尔街见闻，恒大研究院

1.5 业务布局：资讯分发+内容社区+短视频+海外

今日头条战略重心的转移推动了产品的多元化，形成了“资讯分发+内容社区+短视频+海外”的核心业务矩阵：

- **资讯分发**：今日头条APP负责新闻资讯的聚合和分发，是业务体系中最重要流量入口。
- **内容社区**：头条号、悟空问答和微头条组成，搭建内容生产的平台。
- **短视频**：抖音、火山小视频、西瓜视频面向于不同的垂直细分群体。
- **海外**：推出了今日头条APP、抖音和火山小视频的海外版，即TopoBuzz、Tik Tok和Hypstar，并且收购了Flipagram和Musical.ly。

图表4：今日头条产品矩阵



资料来源：恒大研究院

图表5：今日头条主要产品介绍

类型	产品名称	上线时间	产品简介
资讯分发	今日头条	2012年8月	基于数据挖掘的资讯分发引擎，为用户提供个性化的新闻资讯
内容社区	内涵段子	2012年5月 (已关停)	含各类短视频、脑洞神评论、图片、段子、精华等多主题多体裁的社交软件和搞笑娱乐社区
	头条号	2013年	媒体/自媒体平台，帮助企业、机构、媒体和自媒体在移动端获得更多曝光和关注，生产优质内容
	悟空问答	2016年7月	为所有人服务的问答社区，2017年6月升级为悟空问答
	微头条	2017年4月	社交媒体产品，可以发布短内容，与人互动，建立粉丝关系，类似于微博
短视频	火山小视频	2016年4月	原创生活小视频社区
	抖音	2016年9月	音乐创意短视频社交软件
	西瓜视频	2017年6月	在线视频播放软件，包含搞笑、体育、纪录片、经典动画等视频。
海外	TopoBuzz	2015年8月	今日头条海外版
	Tik Tok	2017年8月	抖音海外版
	Hypstar	2017年7月	火山小视频海外版
	Flipagram	2017年2月	照片+音乐制作视频故事短片
	Muscial.ly	2017年11月	北美15秒音乐短视频
其他	gogokid	2018年5月	在线少儿英语教育平台

资料来源：新浪科技，搜狐科技，百度百科，今日头条，恒大研究院

2 今日头条 APP：新闻资讯+智能分发，直击碎片化阅读痛点

2.1 今日头条 APP：互联网流量的新入口

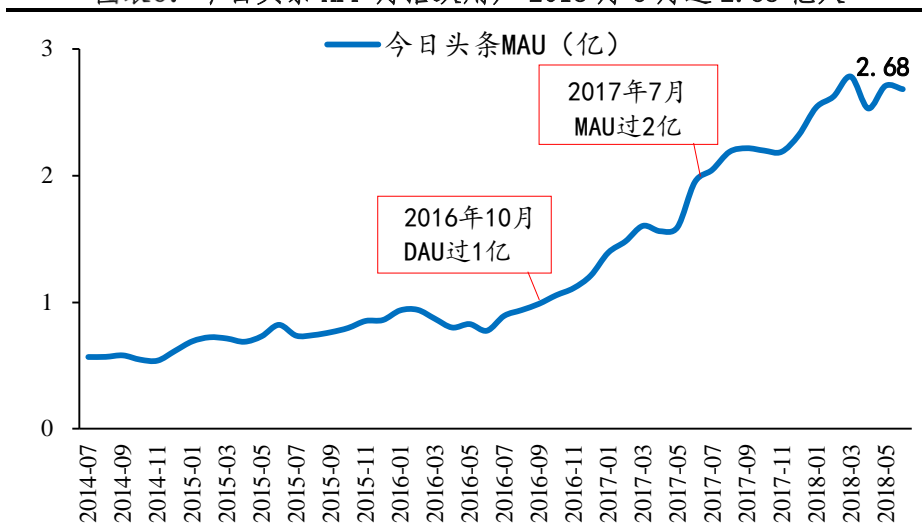
从 MAU (Monthly Active User, 即月活跃用户)、DAU (Daily Active User, 即日活跃用户) 和单日使用时长数据来看，今日头条 APP 已经成为了中国互联网流量的新入口。

● **纵向比较：**今日头条 APP 月活跃用户从 2016 年 5 月的 8288 万人增至 2018 年 6 月的 2.68 亿人。换言之，中国每 10 个人中就有约 3 个今日头条 APP 的用户。用户使用时长从 2014 年的 11.23 分钟增长至 2017 年的 73.45 分钟。

● **横向比较：**今日头条 APP 在新闻资讯类 APP 中居于第 2 名，仅次于腾讯新闻，且远远领先于同样主打资讯分发的一点资讯。2017 年 12 月的

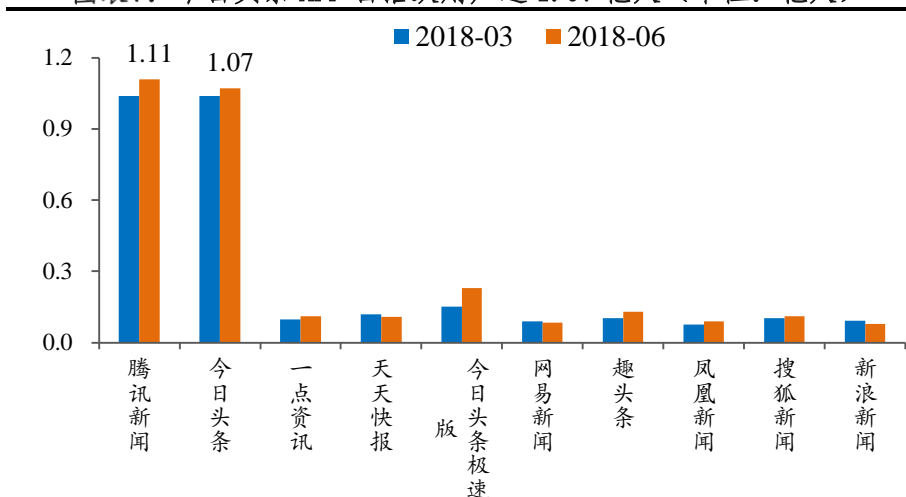
DAU 榜单，今日头条 APP 位居第 12 位，且同比增速达到 40.3%。2018 年 5 月的 App Store 排行榜，今日头条 APP 始终占据新闻类 TOP2 和总榜 TOP10 的位置。

图表6：今日头条 APP 月活跃用户 2018 月 6 月达 2.68 亿人



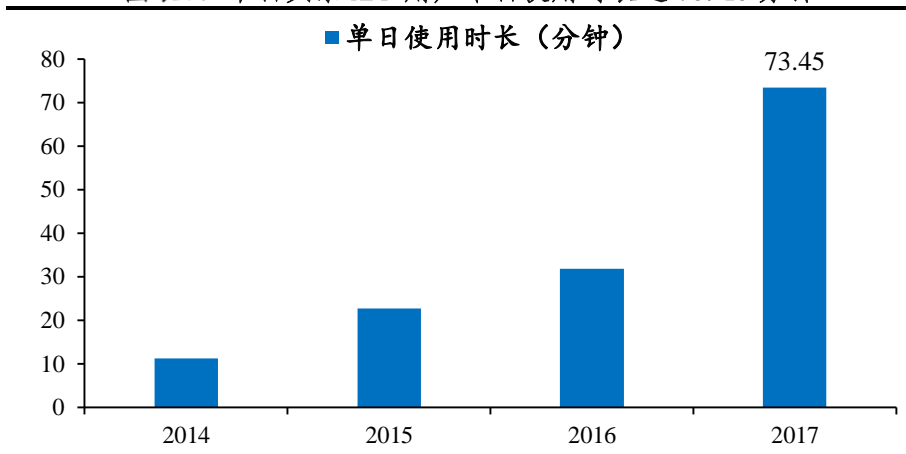
资料来源：易观，Wind，恒大研究院

图表7：今日头条 APP 日活跃用户达 1.07 亿人（单位：亿人）



资料来源：极光大数据，恒大研究院

图表8：今日头条 APP 用户单日使用时长达 73.45 分钟



资料来源：Questmobile，恒大研究院

2.2 流量聚集的“三部曲”：借势移动互联网红利，智能分发直击碎片化阅读需求，扩展“媒体/自媒体+社交”巩固流量入口

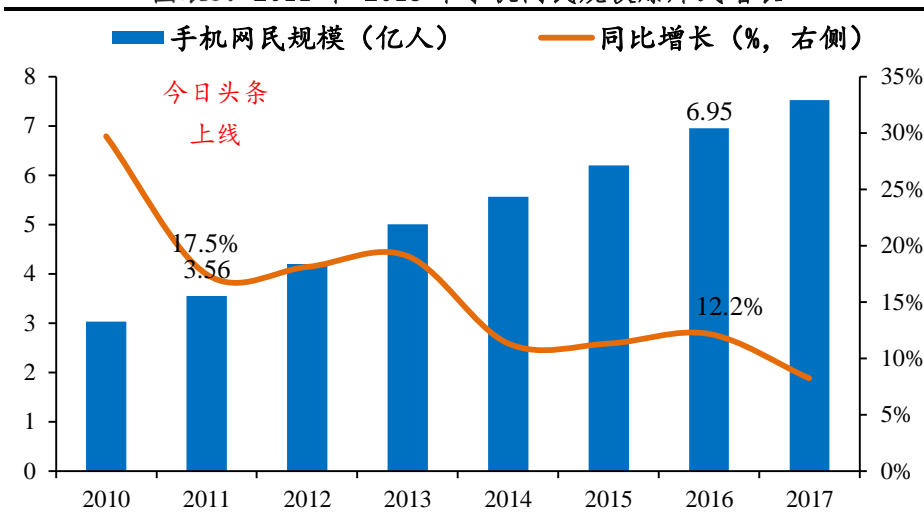
2.2.1 上线时点：踩准移动互联网的红利期

2012年8月上线的今日头条APP踩准了移动互联网大规模普及的红利期，技术周期的转变为流量聚集提供了外部环境的支持：

- **手机网民规模爆发**：中国手机网民受益3G普及，增速持续增长，2011-2013年的增速分别为17.5%、18.1%和19.1%，2011-2018年手机网民规模从3.6亿猛增到7.5亿。
- **智能手机大规模普及**：2011年开启了智能手机时代，智能手机出货量从2011年1月的568万部增长到2013年3月的4705万部，到2014年1月智能手机的市场占有率已经接近于90%。

考虑到从购置智能手机、接入移动互联网到大量装载和使用APP存在一定的时滞，2012年正是移动互联网红利期的起点，互联网流量从PC端逐渐向移动端转移。

图表9：2011年-2013年手机网民规模爆炸式增长



资料来源：Questmobile，恒大研究院

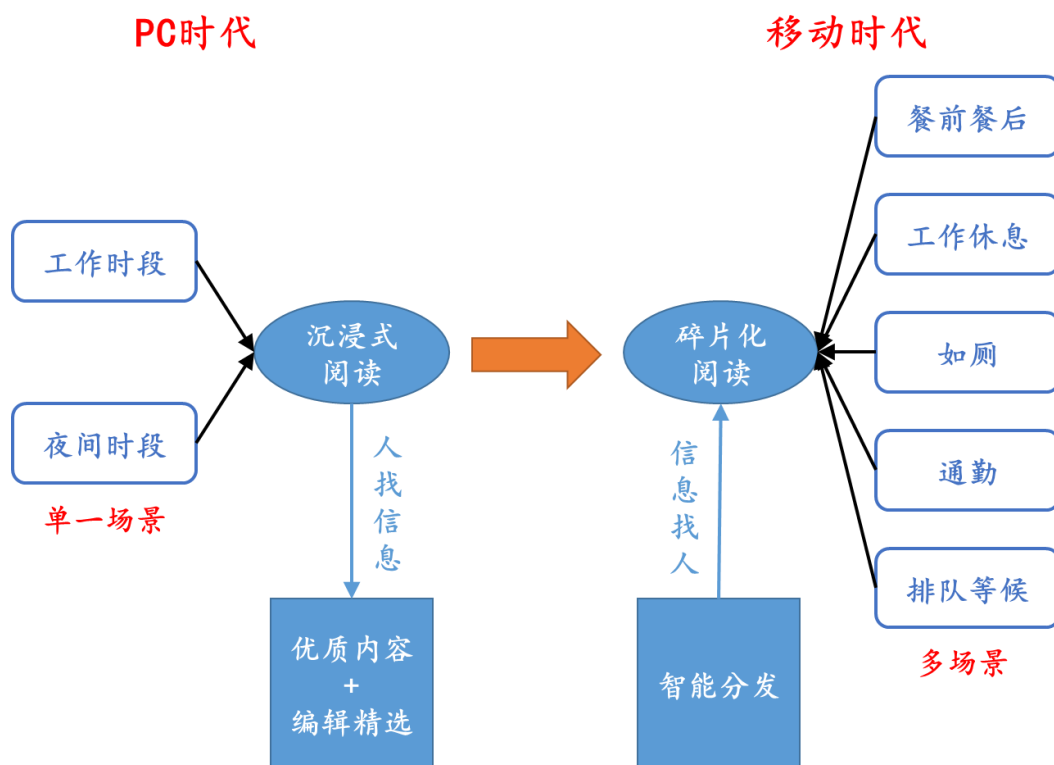
2.2.2 运营模式：打造资讯分发平台，直击碎片化、多场景阅读痛点

PC端到移动端转变孕育碎片化的阅读场景，浅阅读成为主流。移动端上网让用户突破了PC时代上网的时间和空间限制，手机用户可以随时随地接入互联网，智能手机的应用提供了更加舒适的阅读体验，餐前等待、餐后休息、工作间隙、公共交通、医院排队、如厕都成为了信息获取和内容的场景。碎片化、多场景的阅读使浅阅读成为主流，《亚马逊中国2015全民阅读调查报告》显示，利用零散时间阅读的受访者比例从2014年的29%增长到2015年的39%。

智能分发提供“千人千面”资讯信息，直击移动时代阅读需求。沉浸式阅读使编辑精选的优质内容颇受欢迎，即“人”找“信息”；浅阅读时代，用户在阅读前通常没有明确的目标，阅读兼有打发时间的功能，因而出现了“信息”找“人”的市场需求。今日头条APP的智能分发正是以上述需求为切入点，它也是最早推出新闻资讯智能分发的APP，当用户使用微博、QQ登陆今日头条APP，它的数据挖掘系统能在5秒内计算出用户

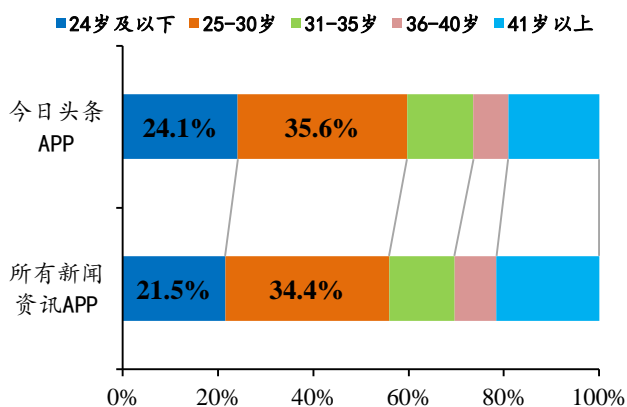
的兴趣画像，且用户的点击、阅读动作后系统会在 10 秒内更新模型，用户下拉即能为用户更新个性化信息，使用户在任何场景都能接收到有价值、符合其兴趣的信息。今日头条 APP 的用户画像也的确契合于“浅阅读”消费者特征：低收入的年轻群体，分布于地级市或乡镇，以学生、工人和服务业人员为主要职业。

图表10: PC 时代的沉浸式阅读转变为移动时代的碎片化阅读



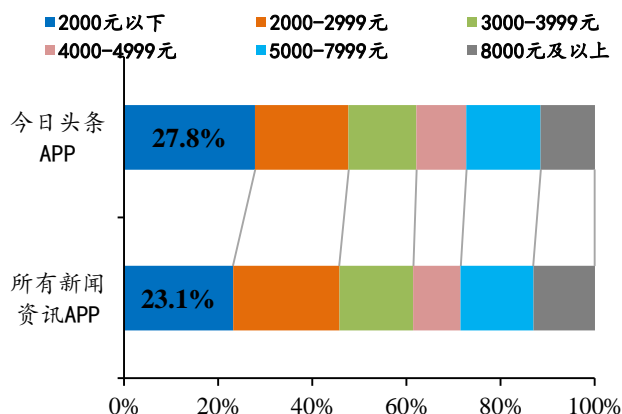
资料来源：恒大研究院

图表11: 24-30 岁用户比例接近 60%



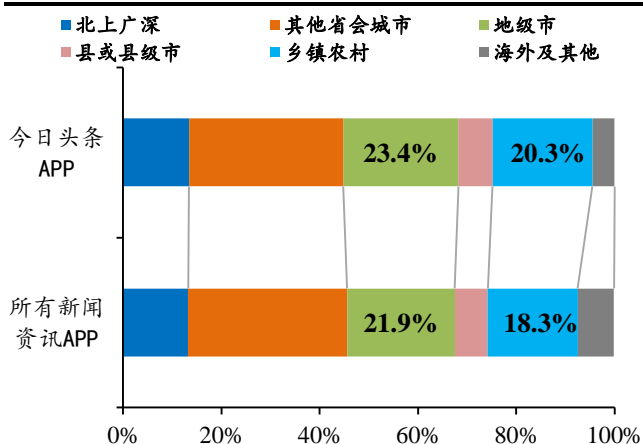
资料来源：易观，恒大研究院

图表12: 月收入 2000 元以下用户比例达 27.8%



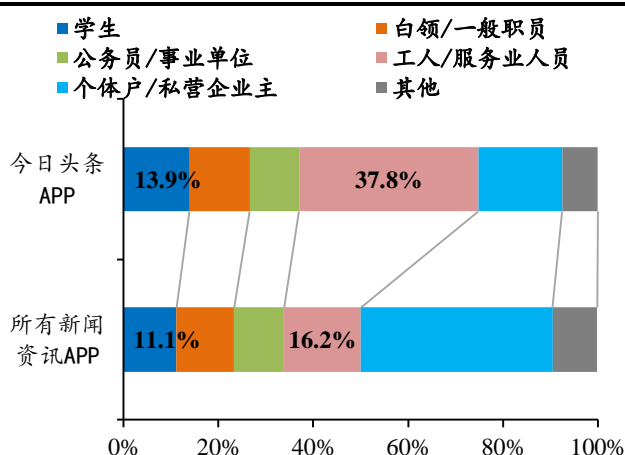
资料来源：易观，恒大研究院

图表13: 地级市和乡镇农村用户比例较高



资料来源: 易观, 恒大研究院

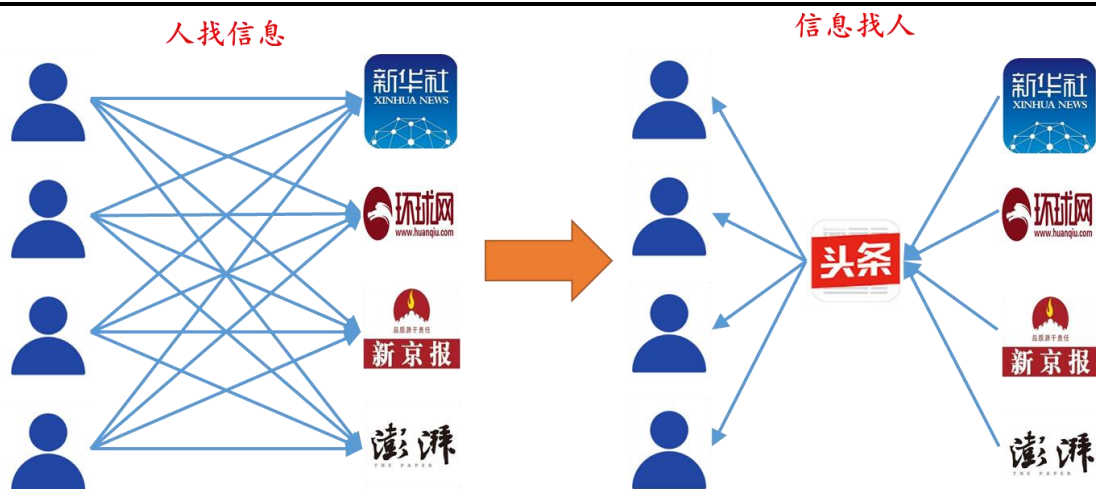
图表14: 以学生、工人和服务业人员为主要职业



资料来源: 易观, 恒大研究院

平台型媒介聚合资源, 连接“人”与“信息”打造新闻资讯领域的“搬运工”。新闻资讯的供给有碎片化的特点, 且不同媒体平台的内容也有所侧重, 如新华社提供最新、最权威的新闻, 环球网提供国际资讯, 新京报和澎湃新闻侧重于深度解读和专题评论。今日头条 APP 搭建了连接“人”和“信息”的媒介平台, 平台整合权威官媒、门户网站甚至是热门社区的内容, 进而按照兴趣标签分发信息, 形成了“信息”找“人”的模式。在抓取第三方内容的基础上, 今日头条 APP 还优化了 UI 交互, 为用户阅读提供了更优的体验。

图表15: 今日头条 APP 的平台模式聚合了大量媒体资源



资料来源: 新浪科技, 搜狐科技, 百度百科, 今日头条, 恒大研究院

2.2.3 功能扩展: 推出头条号、微头条和悟空问答, “媒体/自媒体+社交”构建内容生态

获取信息是用户使用今日头条 APP 的根本目的, 丰富、多元、优质内容的供给是留存用户的决定性因素, 对第三方媒体内容的过度依赖弱化了今日头条 APP 的竞争优势。上线初期的今日头条 APP 是纯粹的资讯分发平台, 内容的获取完全来源于第三方媒体的爬虫。随着今日头条 APP 用户规模的增加, 第三方内容“搬运工”的服务模式频频引起版权争议, 今日头条 APP 与腾讯网、搜狐网、《广州日报》、《长沙晚报》、《楚天都市报》等各类主流媒体均因内容侵权发生纠纷, 给今日头条 APP 内容的持续输出带来了不确定性。

为避免在内容供给方面受制于人，今日头条 APP 自建内容生态，先后推出了头条号、微头条和悟空问答。

- **头条号：今日头条 APP 内的媒体/自媒体平台。**头条号致力于帮助企业、政府机构、媒体和自媒体获得曝光和关注。平面媒体、互联网媒体和公司可以通过头条号扩大自身品牌影响力，垂直领域专家、意见领袖等自媒体通过智能分发系统让优质内容获得更多阅读量，党政机关单位可以使政务信息第一时间传递给用户，实现政务公开。数万家党政机关和自媒体的入驻既丰富了内容类型，也增强了内容的权威性。
- **微头条：今日头条 APP 内的社交媒体。**微头条是今日头条 APP 内的社交媒体版块，内容形式对标微博，均采用“文字+图片”的短内容。微头条与头条号账号相互打通，为明星达人和内容创作者与粉丝高频互动交流提供了平台。微头条在 2017 年今日头条创作者大会上宣布，未来一年将拿出 400 亿流量补贴创作者，平均每月会对 1000 个新用户和 1000 个老用户进行冷启动扶持。
- **悟空问答：今日头条的问答社区。**悟空问答由今日头条 APP 内的问答频道升级而来，其既有独立的 APP 和网站，用户也可通过今日头条 APP 访问。通过提问、讨论和回答，悟空问答不仅为互联网用户找到了提供答案的人，而且也生产了更多优质内容，丰富了今日头条的内容生态。

2.3 商业模式：基于用户肖像的精准广告营销

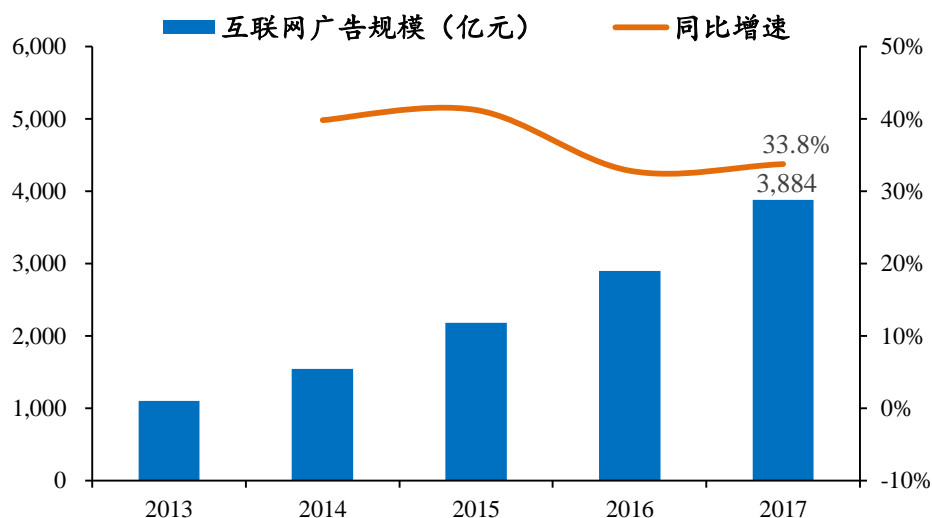
流量的聚集仅是理解互联网企业的上半场，聚集的流量最终需要转化为现金流和净利润，因此我们将研究焦点转向流量如何变现。

2.3.1 互联网广告：今日头条 APP 的收入来源

今日头条 APP 的商业模式可以直接概括为互联网广告，即通过出售广告位来获取收入。互联网广告、网络游戏、内容付费和网络购物是流量变现的主要途径，今日头条 APP 选择互联网广告可能出于以下原因：

- **互联网广告市场规模大：**2017 年中国互联网广告规模达到了 3884 亿元，远高于网络游戏和在线视频用户付费的市场规模。

图表16：2017 年中国互联网广告规模达 3884 亿元



资料来源：艾瑞，恒大研究院

- **互联网广告简单易行：**通过网络购物、网络游戏和内容付费进行流量变现的门槛较高，而互联网广告仅需设置广告位即可获取收入，流量变现形式简便、易行。
- **信息流广告与资讯分发有技术上的协同性：**广告库存多、形式原生性使信息流广告成为移动互联网时代的主流广告模式。信息流广告主要借助于大数据、DMP 标签实现精准投放，即根据用户的地域属性、人口属性和兴趣属性推送相应的广告，以提升广告投放效率。因此，广告精准投放的技术基础耦合于新闻资讯的智能分发，今日头条在数据、算法上的优势为信息流广告投放提供了支撑。

2.3.2 今日头条 APP 的广告谱系：信息流广告、开屏广告与详情页广告

- **信息流广告：**以“文字描述+图片/视频展示”的形式内嵌于新闻资讯内容流中，并且基于用户的地域、人口和兴趣属性进行精准投放。信息流广告有大图、多图和视频三种形式，位于第 3-5 条内容流位置，且随用户下拉刷新而更新。内嵌于内容流释放了广告库存，不占用屏幕空间，且广告展示具有原生性，这些优点使信息流广告成为今日头条 APP 最主要的广告形式。今日头条 APP 的信息流广告以效果广告为主，用户点击广告后 APP 页面将跳转至落地页进行后续营销，行业适用范围广。
- **开屏广告：**在启动 APP 时展示，适用于强曝光需求的品牌客户。开屏广告可到达每一个启动 APP 的用户，广告辐射范围广，曝光强度高，展现篇幅大且品质好。主要面向地产、金融、汽车、互联网、手机和快消品等营收规模较大或产品面向日常生活的广告主。
- **详情页广告：**出现于文章内容和相关阅读之间，可以关联文章内容定向投放。详情页广告可以借势文章内容强调产品功能和品牌理念，且设置文章关键词、内容和来源的定向投放，将广告精准推送给感兴趣的群体，如向汽车类文章的读者投放汽车广告、向财经新闻类文章的读者投放炒股或理财 APP。

图表17：今日头条 APP 广告类型



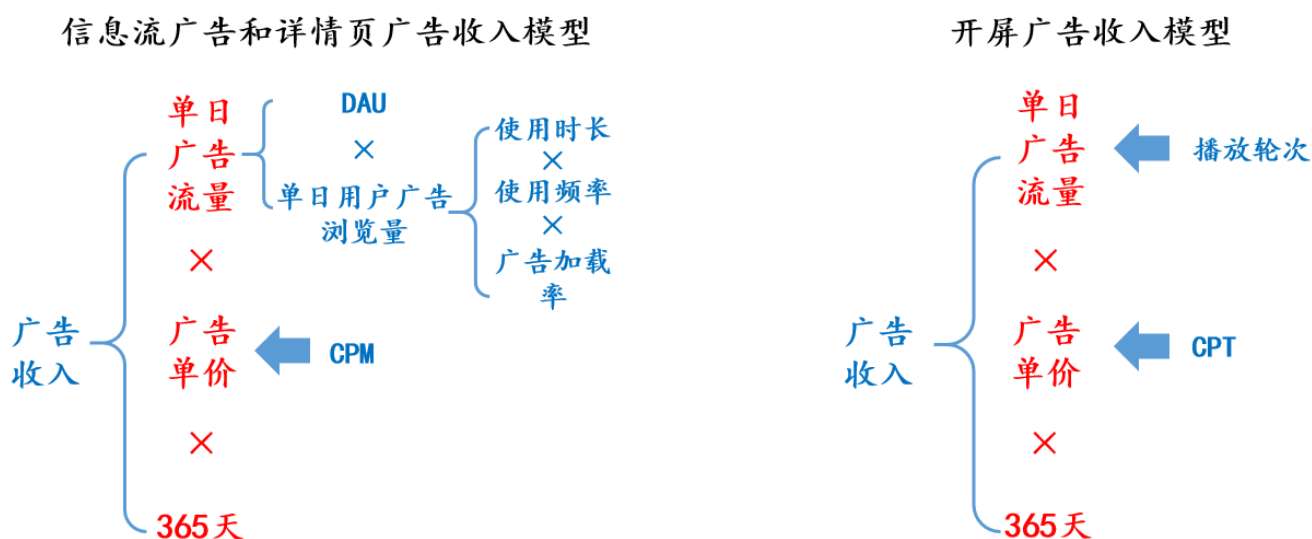
资料来源：今日头条 APP，恒大研究院

2.3.3 今日头条 APP 的广告售卖方式：CPM+CPT

- **收入空间：**对信息流广告、详情页广告和开屏广告的估算结果取中间值，2018 年今日头条 APP 广告收入预计超 290 亿元。随着国内流量红利时代的终结，流量获取难度不断增加，且用户使用时长已达 74 分钟，广告收入增速幅度将放缓。
- **信息流广告和详情页广告的售卖方式：CPM。**CPM (Cost Per Mille, 即每千人浏览成本) 以展示次数来计算广告费用，今日头条 APP 信息流广告和详情页广告以 CPM 形式售卖，即根据用户浏览次数付费。
- **开屏广告的售卖方式：CPT。**CPT (Cost Per Time, 即按时长收费) 以时间来计算广告费用，如每天投放价格。今日头条 APP 通常会设置若干轮开屏广告位，即有若干个产品广告轮流播放，开屏广告按照轮次售卖。

2.3.4 今日头条 APP 广告收入估算：2018 年广告收入有望超 290 亿

图表18：今日头条 APP 广告收入模型



资料来源：恒大研究院

● **信息流广告收入模型：**DAU×单日用户广告浏览量×CPM×365。极光大数据显示，2018 年 6 月今日头条 APP 的 DAU 为 1.07 亿。笔者测算部分数据：(1) 使用时通常每 4-5 分钟会下拉刷新一次信息流。(2) 每次刷新会出现 0-2 条广告，假设广告加载率取 1 篇。今日头条官方数据显示，今日头条 APP 单日用户使用时长为 74 分钟，因此单日用户广告浏览数为 12-18 篇。CPM 刊例价为 180 元/千次，根据投放金额不同，折扣率为 0.18-0.21，因此实际 CPM 为 32-38 元/千次。基于上述数据，2018 年今日头条 APP 信息流广告收入为 149.97-267.14 亿元，中值约 205 亿元。

图表19：今日头条 APP 信息流收入敏感性分析（单位：亿元）

		实际 CPM (元/千次)			
		32	34	36	38
单日用户广告浏览数 (篇)	12	149.97	159.34	168.72	178.09
	15	187.46	199.18	210.90	222.61
	18	224.96	239.02	253.08	267.14

资料来源：极光大数据，今日头条，恒大研究院

- **详情页广告收入模型：DAU×单日用户广告浏览量×CPM×365。**根据笔者实测：（1）通常每 10 分钟会阅读 2-3 篇资讯，74 分钟使用时长可阅读 10-25 篇资讯。（2）几乎每篇资讯均附有详情页广告，广告加载率取 1 篇。因此，单日用户广告浏览数为 10-25 篇。详情页广告的 CPM 刊例价为 60 元/千次，折扣率为 0.18-0.21，因此实际 CPM 为 10-12 元/千次。基于上述数据，2018 年今日头条 APP 详情页广告收入为 39.06-117.17 亿元，中值约 75 亿元。

图表20：今日头条 APP 详情页广告收入敏感性分析（单位：亿元）

		实际 CPM (元/千次)		
		10	11	12
单日用户广告浏览数 (篇)	10	39.06	42.96	46.87
	15	58.58	64.44	70.30
	20	78.11	85.92	93.73
	25	97.64	107.40	117.17

资料来源：恒大研究院

- **开屏广告收入模型：单日轮次×CPT×365。**首刷开屏广告 CPT 刊例价为 1100 万元/轮/天，折扣率为 0.18-0.21，首刷实际 CPT 为 200-230 万元/轮/天，因此首刷开屏广告收入为 7.3-8.4 亿元。轮播 CPT 刊例价为 280 万元，折扣率为 0.18-0.21，因此轮播实际 CPT 为 50-60 万元/轮/天。根据笔者实测，今日头条 APP 开屏广告的单日总轮次为 2-4 轮。加总首刷和轮播开屏广告收入可得今日头条开屏广告收入为 9.13-14.97 亿元，中间值约 12 亿元。

图表21：今日头条 APP 轮播开屏广告收入敏感性分析（单位：亿元）

		CPT (万元/轮/天)			
		50	53	56	60
轮播轮次 (轮)	1	1.83	1.93	2.04	2.19
	2	3.65	3.87	4.09	4.38
	3	5.48	5.80	6.13	6.57

资料来源：恒大研究院

3 抖音+火山小视频+西瓜视频：多元产品矩阵进军短视频，领跑互联网新赛道

3.1 All in 短视频，踩准短视频风口

2016年，今日头条将战略重心从资讯分发转向短视频，不仅推出了“抖音+火山小视频+西瓜视频”产品矩阵，而且拿出了巨额补贴。2016年9月，今日头条上线了抖音，并且宣布将All in短视频，拿出10亿补贴头条号上的短视频创作者。2017年5月，今日头条旗下的火山小视频宣布将拿出10亿补贴短视频内容，并且对内容达人推出养成计划，进行长期流量扶持。此外，火山小视频、抖音在2017年分别冠名了10多款综艺节目，包括头部综艺《极限挑战》和《中国有嘻哈》。

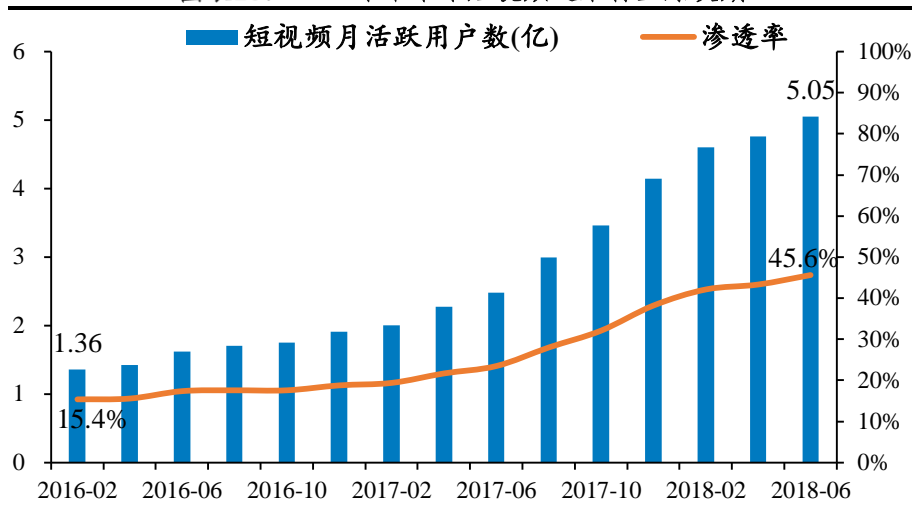
图表22：今日头条 All in 短视频的主要事件

时间	事件
2016年4月	火山小视频上线
2016年9月	抖音上线
2016年9月	张一鸣在第二届头条号创作者大会上宣布，今日头条将All in短视频，在未来12个月内拿出至少10亿元补贴头条号上的短视频创作者
2017年5月	火山小视频宣布拿出10亿补贴短视频内容
2017年11月	西瓜视频拿出20亿元鼓励高质量的短视频内容创作
2017年	火山小视频冠名《极限挑战》、《爸爸去哪儿》等11多款综艺节目；抖音冠名《中国有嘻哈》、《明星大侦探》等12款节目

资料来源：搜狐网，恒大研究院

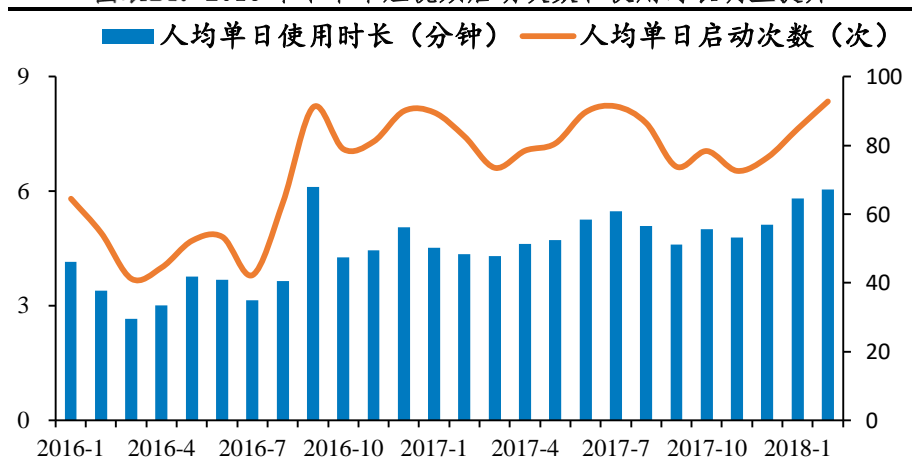
今日头条的短视频战略踩准了行业发展的风口，在群雄混战的行业窗口期精准切入，巨额的补贴计划和营销投入使其在众多短视频应用中脱颖而出，成功收割2017年6月至今的短视频流量红利。2017年下半年是短视频月活跃用户增长井喷时期，截止2018年6月短视频行业活跃用户数突破5亿，相比2017年同比增长104%。截至2018年6月，短视频应用渗透率达46%，即近半数网民成为短视频用户。

图表23：2017年下半年短视频迎来行业爆发期



资料来源：Questmobile, 恒大研究院

图表24：2016年下半年短视频启动次数和使用时长明显提升



资料来源：易观, 恒大研究院

3.2 多元产品矩阵布局“PGC+UGC+音乐”短视频

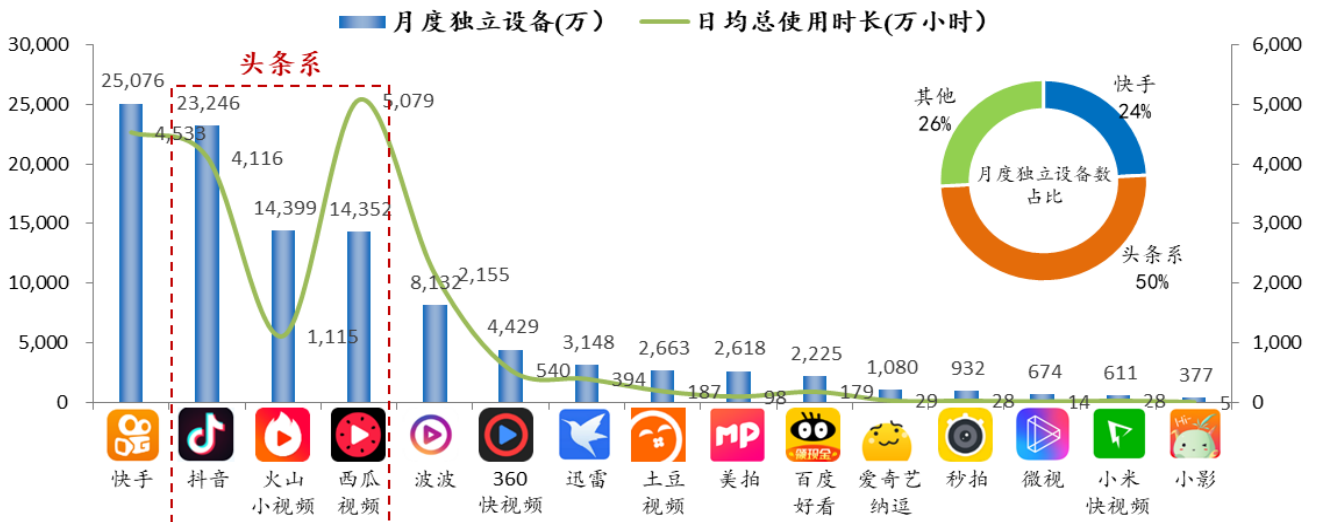
抖音、火山小视频和西瓜视频面向了国内主战场，不同产品的目标群体和内容生产方式互补，“PGC+UGC+音乐”组合形成了完整的产业布局：

- **抖音：主打“音乐+UGC”，切入垂直细分领域**（UGC为User Generated Content，用户生产内容）。抖音是一款可以拍摄音乐短视频的社交软件。与火山小视频瞄准草根、乡镇市场不同，抖音瞄准了一、二线城市。“音乐+UGC”使得抖音切入了短视频的垂直细分领域，流行音乐搭配酷炫的特技效果让抖音带有“潮”、“酷”、“时尚”的元素，切入了有个性化表达需求的年轻群体。
- **西瓜视频：主打PUGC，短视频与小视频共存**（PUGC为Professional User Generated Content，专业用户生产内容）。西瓜视频的前身是头条视频，其于2016年5月上线，2017年6月更名为西瓜视频。西瓜视频定位于PUGC视频平台，既包含了15-55秒UGC短视频，也有MCN机构制作的1-10分钟小视频，兼顾民间智慧与专业稳定。
- **火山小视频：主打UGC，对标快手**。火山小视频是一款15s原创生活短视频社区，为UGC达人分享自己最真切故事、展现自己最真实生活

提供平台。从产品定位来看，火山小视频对标了快手，记录并展现乡镇日常生活为主要打法。为了下沉草根用户，火山小视频甚至在2017年8月举办了一场农村发布会。

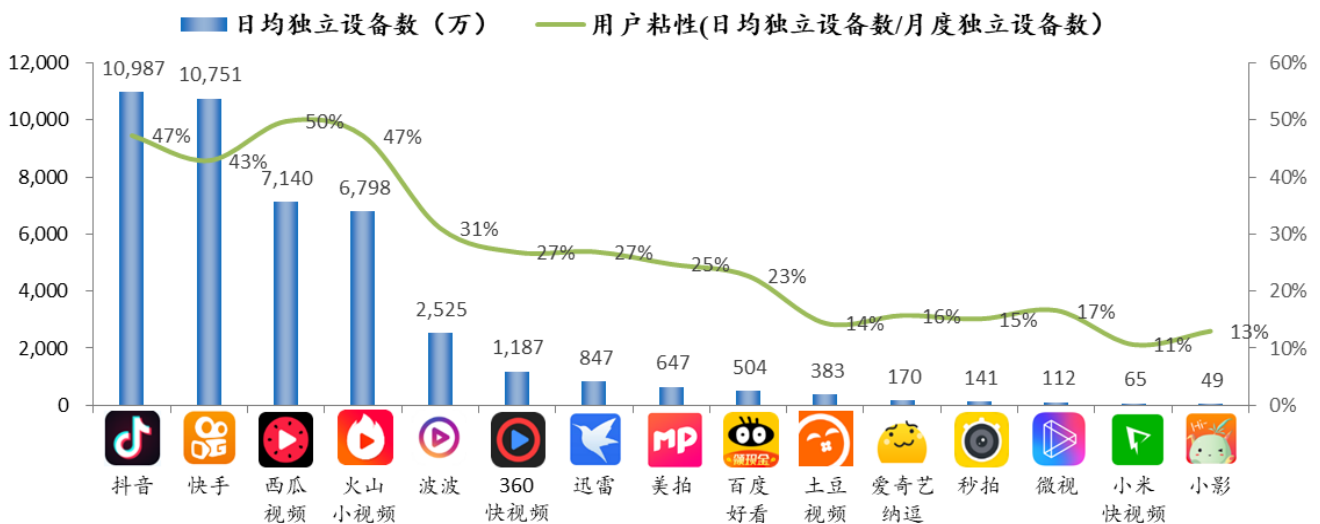
“抖音+西瓜视频+火山小视频”产品矩阵让今日头条成为了短视频赛道的领跑者。三个产品在目标人群和内容生产方式上的差异使其瞄准了不同的市场，有利于形成短视频领域的集团优势，扩大市场份额。从DAU来看，2018年6月今日头条旗下的短视频APP均进入第一梯队，其中抖音DAU过亿，超越快手位居短视频榜首。

图表25：2018年6月头条系短视频产品排名靠前



资料来源：艾瑞咨询，恒大研究院

图表26：头条系用户粘性表现最佳（2018年6月）



资料来源：艾瑞咨询，恒大研究院

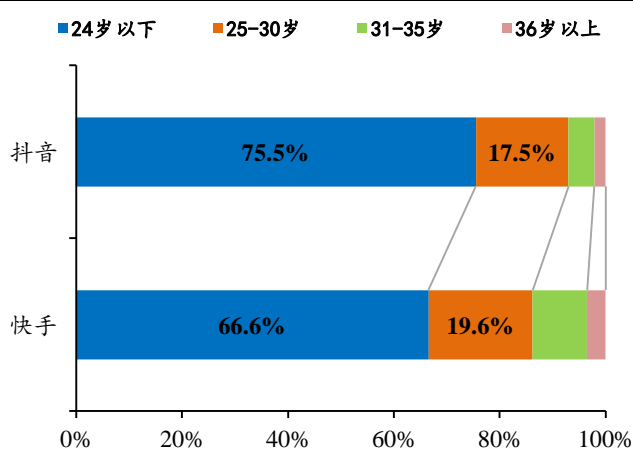
3.3 抖音如何“逆袭”短视频：瞄准细分领域+打品牌+深运营

2017年下半年快速崛起的抖音是短视频行业发展的标志，也是今日头条短视频战略的缩影，抖音如何在众多短视频APP中脱颖而出值得关注。根据抖音在2018年6月12日公布的最新数据，抖音DAU和MAU分别突破了1.5亿和3亿。

3.3.1 借力音乐切入一、二线城市年轻群体，酷炫时尚形成差异化竞争优势

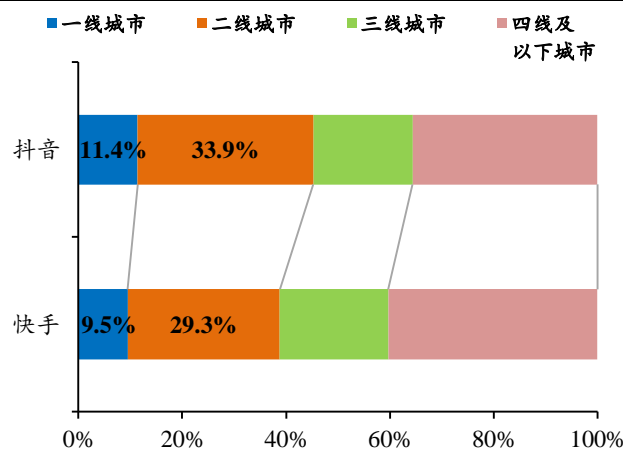
凭借“音乐+短视频”带来的炫酷时尚元素和画面冲击感，抖音成功切入一、二线城市年轻群体的市场空白。追求平等使得快手有趣且接地气，广场舞大妈和工地生活让快手打开了草根市场，却也带上了“低档次”的标签，快手很难满足都市白领丽人的短视频消费需求。抖音定位于“音乐+短视频”，全面屏的展示、代入感的音乐、俊男靓女的KOL、极富视觉冲击效果的视频以及富有创意的内容，炫酷、时尚、个性化的短视频让抖音迅速填补了一、二线城市年轻群体的市场空白。2018年1月抖音用户画像显示，与快手相比，抖音用户更加低龄化，且一、二线城市的比例接近于50%。凭借差异化的目标群体和产品定位，抖音打开了细分市场，突破了快手等短视频头部企业的围剿。

图表27：抖音用户更加低龄化



资料来源：Questmobile，恒大研究院

图表28：抖音一、二线城市用户比例高于快手



资料来源：Questmobile，恒大研究院

3.3.2 “明星+综艺”营销，打造品牌影响力

借力小岳岳微博转发，抖音获流量的“第一桶金”，开启“明星+网红”引流模式。抖音第一次进入大众视野源于小岳岳转发的视频，岳云鹏在微博转发了一条其模仿者的视频，视频下方的抖音 logo 开始被关注，抖音第二天的百度指数就从 0 蹿升至 2000。此后，抖音开始签约明星，以粉丝带动流量。吴亦凡、迪丽热巴、陈赫、Angelababy、周冬雨、关晓彤等均入驻抖音，其中吴亦凡入驻抖音 5 个小时就获得了 78 万+粉丝，迪丽热巴入驻 4 天获得 570 万+粉丝，仅发 1 个短视频就获得了 500 万+点赞。

植入《中国有嘻哈》等综艺节目，提升品牌知名度。为进行品牌营销，2017 年抖音在超过 12 款综艺节目上投放了广告。其中，抖音植入《中国有嘻哈》获得了成功。《中国有嘻哈》18-24 岁年龄段的观众比例达到了 40%，与抖音目标人群高度吻合，且抖音的音乐创意短视频也与《中国有嘻哈》高度契合，压屏、花字和口播等广告元素提升了抖音的品牌知名度。在 2018 年狗年春节，抖音和快手进行了烧钱大战，广告、冠名和赞助频频现于湖南卫视、浙江卫视、江苏卫视、北京卫视、东方卫视的节目晚会。

3.3.3 “低制作门槛+黑科技+专题活动”助力 UGC 短视频

抖音降低短视频制作门槛，为普通人的视频创作提供平台。与文字和图片内容生产不同，视频生产具有一定的难度和门槛，UGC 短视频平台或是演变为 PGC，或是陷入创意枯竭。抖音一直致力于降低短视频制作门

槛，不仅准备了音乐、滤镜、特效、美颜，而且为用户提供了创意和套路，让普通人享受到了创作乐趣。

黑科技支撑用户体验和产品功能，尬舞机助力抖音登顶。精致的美颜、滤镜和更佳的拍摄体验需要以黑科技作为支撑，抖音与今日头条内部的 AI Lab 进行合作，把人脸识别、肢体识别和 3D 渲染这些基于深度学习和图像识别的技术应用到了全景贴纸、尬舞机、AR 贴纸、3D 染发等创意中，让用户体验到了惊喜感。例如，尬舞机运用 AI Lab 开发的“人体关键点检测技术”将线下跳舞机变为手机体感游戏，引爆全网，帮助抖音登顶 App Store。

专题活动引导用户制作短视频，提升用户投入和参与程度。抖音经常发起挑战类活动，让用户拍摄和主题相关的原创视频，最后根据评论数和点赞数来获得比赛奖励和视频曝光机会。

3.4 抖音的商业模式：构建“信息流广告+开屏广告+KOL 营销+品牌挑战赛+电商”的流量变现生态，实现多方共赢

3.4.1 流量变现生态：信息流广告+开屏广告+KOL 营销+品牌挑战赛+电商

主打“音乐+短视频”的抖音具有很强的代入感，能够为产品营销提供更多的情感互动，高清大屏则能传递更加丰富的产品信息，抖音也得以构建起更加多元的流量变现形式：

- **信息流广告：**抖音在推荐频道的信息流中设置了视频广告位，用户每次打开抖音 APP 上翻刷新的第 4 个信息流会出现广告，点击可以进入落地页。抖音信息流广告可设置用户地域、年龄、性别、兴趣、手机品牌等标签的精准投放。视频信息流广告以故事或段子的形式展现，原生性更强，将用户带入了生活场景，有用户表示看了半天才发现是广告。甚至广告本身也成为了热门，如苏菲的可伸缩卫生巾“口袋魔法 S”的创意广告被点赞 30 万，评论和转发超过 5.7 万次，“了解更多”按钮点击量接近 5.6 万。
- **开屏广告：**用户在打开抖音 APP 时，APP 开屏页会出现全屏幕广告。开屏广告支持静态 3 秒、动态 4 秒和视频形式，点击会跳转至相关介绍视频或详情页。
- **KOL 营销：**抖音上的网红达人也是广告营销的重要渠道，产品和品牌可以更加自然、真实地植入 KOL 视频中，提升品牌的曝光度，带动产品的销售量。如 papi 酱一人饰演两个角色，从吐槽喜欢讲英文的段子入手，巧妙植入了鸡尾酒饮品“莫吉托”，该视频 24 小时内就获得了 6 万+个赞。
- **品牌挑战赛：**企业品牌可以借助抖音官方的号召力，发起各种创意互动活动，引导用户参与制作相关主题的短视频，提升品牌的曝光度。以美国设计师品牌 MICHAEL KORS 为例，其在抖音上发起了#城市 T 台，不服来抖#的主题挑战赛，短短一周就吸引了 3 万+用户自发制作短视频，收获了超过 2 亿播放量、850 万点赞数。
- **电商：**2018 年 5 月，抖音小范围上线了电商入口，用户可以在抖音直接链接到抖音达人的淘宝店铺进行消费。

图表29：抖音广告类型

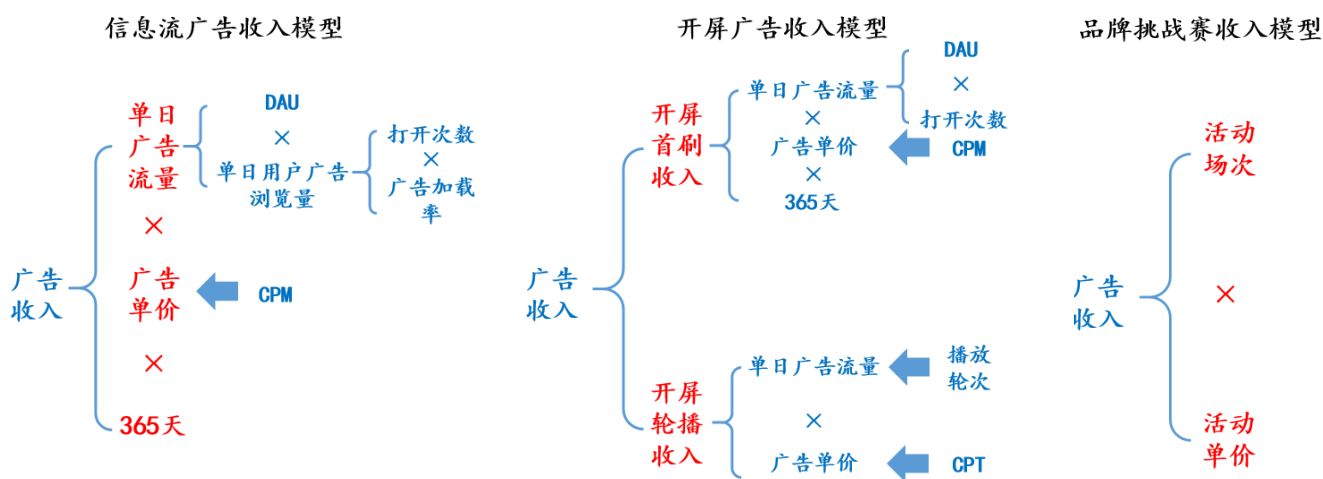


资料来源：抖音，恒大研究院

3.4.2 抖音广告收入估算：2018 年广告收入有望超 180 亿元

电商链接在 2018 年 5 月上线，目前仍然未大规模铺开，而不少 KOL 营销广告由网红直接承接，抖音平台并未获得收入分成。因此，我们估算了信息流广告、开屏广告和品牌挑战赛三种形式广告的收入。

图表30：抖音广告收入模型



资料来源：恒大研究院

●信息流广告收入模型：DAU×单日用户广告浏览量×CPM×365。2018 年 6 月抖音官方公布的 DAU 为 1.5 亿，预计 2018 年全年 DAU 均值在 1-1.6 亿区间内。易观数据显示，抖音单日人均启动次数为 5.87 次。信息流广告在打开 APP 的第 4 个视频流出现，且每次打开仅出现 1 次，广告加载率为 1 条。因此，单日用户广告浏览量为 5.87 篇。抖音信息流广告 CPM 刊例价为 240 元/千次，折扣率为 0.21-0.25，实际 CPM 为 50-60 元/千次。基于上述数据，我们推算抖音信息流广告收入为 107.13-205.68 亿元，中间值约 150 亿元。

图表31: 抖音信息流广告收入敏感性分析 (单位: 亿元)

		实际 CPM (元/千次)					
		50	52	54	56	58	60
DAU (亿)	1	107.13	111.41	115.70	119.98	124.27	128.55
	1.2	128.55	133.70	138.84	143.98	149.12	154.26
	1.4	149.98	155.98	161.98	167.98	173.98	179.97
	1.6	171.40	178.26	185.12	191.97	198.83	205.68

资料来源: 恒大研究院

●开屏广告收入模型: 首刷收入+轮播收入。首刷使用 CPM 计价, 轮播使用 CPT 计价。首刷收入可拆解为 $DAU \times \text{打开次数} \times CPM \times 365$, 其中首刷 CPM 刊例价为 200 元/千次, 折扣率为 0.21-0.24, 因此实际 CPM 为 42-48 元/千次, 可推算抖音首刷开屏广告收入为 15.33-28.03 亿元, 中间值约为 21 亿元。次轮收入可拆解为 $\text{播放轮次} \times CPT \times 365$, 其中次轮 CPT 刊例价为 200 万元/轮/天, 折扣率为 0.21-0.24, 实际 CPT 为 42-48 万元/轮/天, 单日轮播轮次为 1-3 次, 推算轮播开屏广告收入为 1.54-5.26 亿, 中间值约为 3.3 亿元。加总首刷收入和轮播收入得抖音开屏广告收入为 16.87-33.29 亿元, 中间值约 24 亿元。

图表32: 抖音首刷开屏广告收入敏感性分析 (单位: 亿元)

		实际 CPM (元/千次)			
		42	44	46	48
DAU (亿)	1	15.33	16.06	16.79	17.52
	1.2	18.40	19.27	20.15	21.02
	1.4	21.46	22.48	23.51	24.53
	1.6	24.53	25.70	26.86	28.03

资料来源: 恒大研究院

图表33: 抖音开屏广告收入敏感性分析 (单位: 亿元)

		实际 CPT (万元/轮/天)			
		42	44	46	48
轮播轮次 (次)	1	1.53	1.61	1.68	1.75
	2	3.07	3.21	3.36	3.50
	3	4.60	4.82	5.04	5.26

资料来源: 恒大研究院

● **品牌挑战赛收入模型：活动场次×活动单价。**抖音在2018年度营销峰会上透露，在半年时间里约有48个品牌发起了61场挑战赛，预计全年场次为100-140场。根据抖音销售提供的数据，品牌挑战赛最早价格为240万元/场，后来涨至400万元/场，资源包价格最高可达1000万元/场，品牌挑战赛单价均值预计为300-700万元/场。基于上述数据，我们推算品牌挑战赛收入为3-9.8亿元，中间值约6亿元。

图表34：抖音品牌挑战赛收入敏感性分析（单位：亿元）

		活动单价（万元/场）				
		300	400	500	600	700
活动场次（场）	100	3	4	5	6	7
	110	3.3	4.4	5.5	6.6	7.7
	120	3.6	4.8	6	7.2	8.4
	130	3.9	5.2	6.5	7.8	9.1
	140	4.2	5.6	7	8.4	9.8

资料来源：恒大研究院

3.4.3 多方共赢：兼顾商业化和用户体验，推动优质内容持续输出，提供品牌曝光载体

“信息流广告+开屏广告+KOL营销+品牌挑战赛+电商”的流量变现生态实现了抖音、用户、KOL和广告主的多方共赢：

- 对抖音而言，多元化的流量变现生态有利于其兼顾商业模式和用户体验的双重需求，KOL营销、品牌挑战赛让品牌活动表现得更加自然，避免出现过度依赖信息流广告而损害用户体验的情况。
- 对用户而言，富有带入感的创意广告能获得情感体验，电商链接也为消费提供了便利。
- 对KOL而言，广告是内容变现的渠道，将支撑和鼓励其进一步的内容创作，形成“优质内容-变现-优质内容”的良性循环。
- 对广告主而言，多元化的商业生态为其提供了优质的营销载体，创意视频广告、品牌挑战活动增加了广告的话题性、场景性，将品牌情感带入消费者内心，甚至让广告借势社会化传播来扩散品牌曝光度。

4 扩张之路：多元化经营+全球化布局

除了资讯分发和短视频，今日头条也在不断尝试扩张，一方面在产业链上进行拓展，延伸到在线教育、游戏等领域，另一方面则走出国门，布局海外，试图打开新市场。

4.1 多元化经营：布局教育、游戏、金融和内容付费，不断拓展业务版图

4.1.1 多元化经营方向：教育、游戏、金融和内容付费

- **教育：推出 gogokid，对标 VIPKID**

2018年5月，今日头条上线了在线英语教育品牌 gogokid。gogokid 为 4-12 岁少儿提供线上外教英语课程，对标在线教育的龙头企业 VIPKID，正式进军在线教育市场。

从 gogokid 官网来看，gogokid 的目标群体、课程体系、教师资源、教学模式和授课形式均对标了 VIPKID，甚至官网营销的主打优势也有不少相似之处。作为科技企业的教育产品，gogokid 在课程教学的过程中融入了大数据、人工智能等技术元素，如基于大数据的学生能力测评系统、学生能力与教学模式的智能匹配、人工智能阅读学生“微表情”的反馈系统和智能作业系统。

图表35: gogokid 课程设置对标在线教育龙头 VIPKID

	gogokid	VIPKID
目标群体	4-12 岁少儿	4-12 岁少儿
课程体系	参考 CCSS 和新课标开发了 8 个 Level 课程	参考 CCSS 和 CEFR 开发了 8 个 Level 课程
教师资源	100%北美师资	100%纯北美优质外教
教学模式	预习+25 分钟课程+复习	预习+25 分钟课程+作业复习
授课形式	在线授课	在线授课

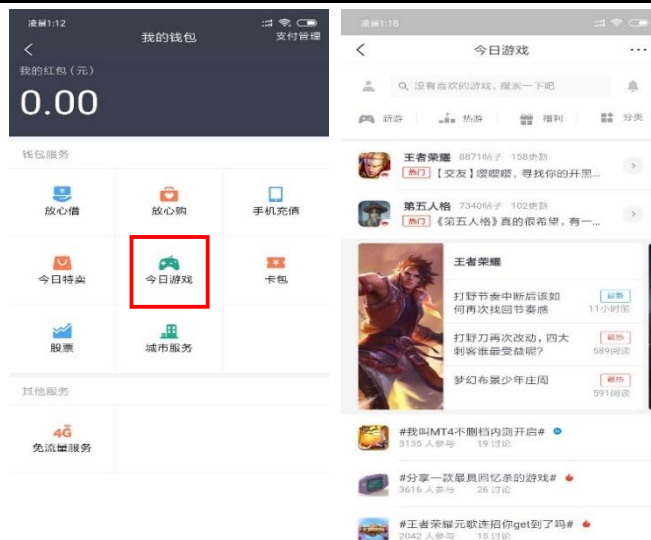
资料来源: gogokid 官网, VIPKID 官网, 恒大研究院

● **游戏：运营分发+游戏直播，进军游戏产业**

2018年6月14日，今日头条的安卓 APP 上线了“今日游戏”模块，其入口设置在“我的-我的钱包-今日游戏”里。该模块不仅包括各种手机游戏的下载链接和自媒体的游戏稿件，而且为游戏研发商的活动推广和宣传提供广告位，涉足游戏分发运营。

此外，今日头条内部正在孵化游戏直播产品，由旗下西瓜视频团队负责。今日头条在今年 5 月已经开始招募和签约手游、端游的游戏达人主播。这意味着，今日头条将进军游戏直播，与虎牙、斗鱼展开正面竞争。

图表36：今日头条 APP 的“今日游戏”产品

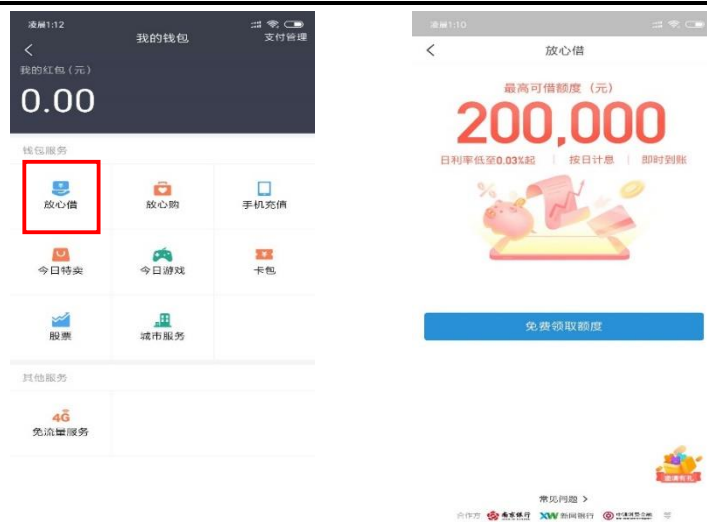


资料来源：今日头条 APP，恒大研究院

● 金融：上线“放心借”产品，进军个人消费贷业务

2018年7月，今日头条 APP 在“我的-我的钱包”入口上线了在线借贷产品“放心借”。用户可获最高20万元的贷款额度，日利率最低为0.03%。根据产品介绍，“放心借”是为个人消费借款提供的服务平台，通过智能算法为用户推荐“高额低息”的正规持牌金融机构。

图表37：今日头条 APP 的“放心借”产品



资料来源：今日头条 APP，恒大研究院

● 内容付费：内测付费专栏

2018年7月，有头条号的创作者收到了付费专栏的邀请，运营者可以通过“功能实验室-专栏”，创建付费专栏，通过今日头条 APP 进行分发，用户则可在今日头条 APP 上进行购买和订阅。付费专栏将拓展今日头条 APP 的流量变现形式，鼓励媒体/自媒体持续输出优质内容，丰富内容生态，付费的优质文章将满足沉浸式阅读的需求。

4.1.2 多元化经营的驱动力：流量、广告收入逐渐见顶和企业规模增长背景下的战略选择

- **流量见顶使头部企业延伸业务结构，以争夺存量流量，提升单位流量价值。**智能手机的市占率逼近 100%和手机网民增速逐年放缓意味着流量红利时代的终结，流量的争夺从增量转向了存量。为了维系利润和流量的高增长，今日头条势必会拓展业务版图，争夺存量市场。此外，流量见顶使企业成长要素从流量数量转向单位流量价值，业务版图自然会延伸到利润率更高的教育、游戏和金融领域。
- **今日头条 APP 广告加载率的提升空间有限，商业模式拓展需要兼顾用户体验。**今日头条 APP 的广告加载率最高接近于 15%，平均 6-7 条信息流就会出现 1 条广告，进一步增加广告数量将会损害用户体验。因此，以广告为核心的商业模式已接近极限，今日头条转向金融、游戏和教育，以兼顾用户体验和流量变现的双重目标。
- **作为横跨短视频和新闻资讯的独角兽，今日头条规模不断扩大，需要新的增长点来支撑其成长性。**随着企业规模的增长，维系高成长的难度增加，而广告收入的有限的增长空间让今日头条不得不通过业务版图的扩展来寻找新增长点，多元化成为了必然的选择。

4.1.3 多元化经营的优势：流量是产业协同的纽带，抖音为跨界布局提供信心与经验

- **流量聚集和变现形成了新闻资讯、短视频与教育、游戏等业务的协同性。**今日头条 APP 和抖音均是流量的入口，教育、游戏和金融是流量变现的工具，新闻资讯和短视频聚集的流量可以导入到教育、游戏和金融，构建起交叉补贴的商业模式，低获客成本也将成为新业务的竞争优势。
- **巨大的流量助力“精准化”产业布局。**流量聚集形成的海量数据让今日头条得以了解用户的偏好和潜在的市场需求，不仅有利于“精准”布局产业，而且能在行业爆发的风口“精准”切入。2017 年，今日头条 APP 上的教育类文章阅读总量超过 107 亿，且教育类商业合作客户量同比增加了 263%，上述数据让教育成为了今日头条跨界布局的切入点。
- **抖音为跨界产业布局提供了信心与经验。**2016 年 9 月上线的抖音在 2018 年春节成为了爆款 APP，2018 年 6 月日活跃用户超 1.5 亿，月活跃用户超 3 亿。从资讯分发到短视频领域的成功跨界为多元化经营提供了信心，产品定位、运营策略和营销传播等方面的经验将助力于今日头条的跨界布局。

4.2 全球化布局：推出海外版“资讯分发+短视频”产品，出海已初尝胜绩

4.2.1 全球化战略：2016 年成为核心战略之一，目标未来三年海外用户过半

随着国内流量见顶，进军海外市场挖掘新用户成为了中国互联网企业的必然选择。2016 年末，今日头条开始将“全球化”作为公司的核心战略之一，并且在 2018 年将公司愿景从“将信息与人进行连接，做一个懂用户的平台，从而促进创作与交流”升级为“全球创作与交流平台”，明确提出要在未来三年将海外用户比例提升至 50%。

图表38：今日头条全球化战略的主要事件

时间	场合	事件
2016年	乌镇互联网大会	张一鸣表示，全球化将是今日头条2017年的核心战略之一
2017年	2018字节跳动6周年庆	张一鸣宣布，公司的新愿景是“全球创作与交流平台”，今日头条2018年关键词是“全球化”。
2018年	对话清华大学经管学院钱颖一教授	张一鸣表示，预计3年内今日头条海外用户占比从10%增长到50%

资料来源：搜狐科技，钛媒体，恒大研究院

4.2.2 海外产品矩阵：TopBuzz、Hypstar、Musical.ly……

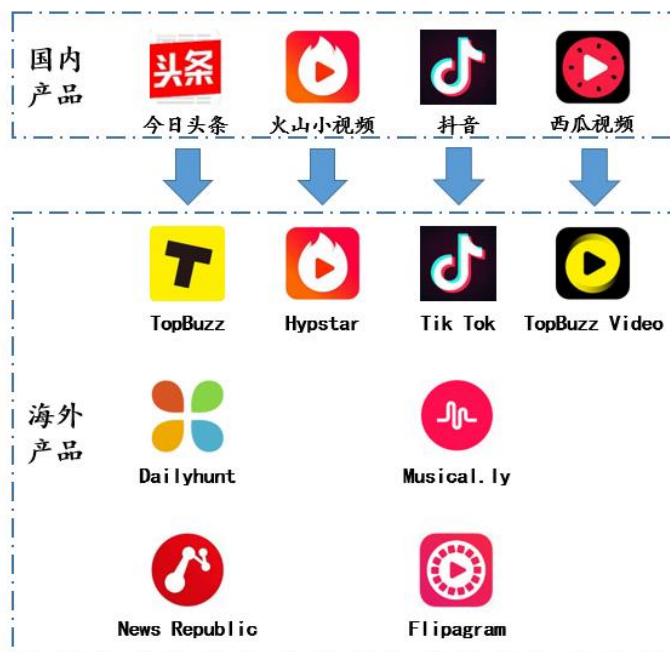
早在2015年，今日头条就开始布局海外，上线了今日头条APP的海外版TopBuzz，后续的海外产品布局伴随着今日头条的战略方向，APP从新闻资讯领域延伸到了短视频，火山小视频和抖音均推出了海外版，且接连出手收购Flipagram、Musical.ly等知名产品，形成了较为完善的产品矩阵。

图表39：今日头条海外产品介绍

类型	产品	上线时间	布局方式	产品介绍
资讯分发	TopBuzz	2015年8月	自建	今日头条海外版
	BABE	2016年12月	控股	印尼新闻推荐阅读平台
	News Republic	2017年11月	收购	全球移动新闻服务运营商
短视频	TopBuzz Video	2016年9月	自建	视频和GIF分发
	Dailyhunt	2016年10月	投资	印度最大的新闻资讯分发平台
	Flipagram	2017年2月	收购	美国短视频社交软件
	Hypstar	2017年7月	自建	火山小视频海外版
	Tik Tok	2017年8月	自建	抖音海外版
	Musical.ly	2017年11月	收购	音乐视频分享和互动社交应用

资料来源：今日头条，恒大研究院

图表40：今日头条海外产品矩阵



资料来源：恒大研究院

4.2.3 出海策略：复制国内产品线，“自建+收购”双轮驱动，以算法技术输出为核心

与国内市场的频繁跨界布局不同，今日头条在海外的布局“激进”且“保守”，一方面频频上线新产品，并且大规模并购的消息不绝于耳，另一方面仅限于新闻分发和短视频，“复制”了国内的成熟产品。今日头条的出海策略有以下特征：

- “复制”国内的产品线，减少出海的不确定性。TopBuzz、Hypstar、Tik Tok 和 TopBuzz Video 直接对应了今日头条 APP、火山小视频和抖音，将成熟的运营经营、技术能力带入了海外市场。Musical.ly、News Republic 和 Flipagram 等大手笔的海外并购同样以资讯分发和短视频作为主线。
- “自建+收购”双轮驱动，自建完善产品线，收购获取品牌和流量。出海战略的执行以“自建+收购”双轮驱动，TopBuzz、Hypstar 和 Tik Tok 由公司自行孵化，构建起了完善的产品线，而 Musical.ly、News Republic 和 Flipagram 则是海外收购产品，直接为今日头条提供了优质品牌和海外流量。以 Musical.ly 为例，其 2017 年 11 月的全球 MAU 超过 7000 万，DAU 超过 2000 万，其中北美 DAU 超过 600 万。
- 以算法技术输出为核心，实现“技术与平台全球化，内容和运营本地化”。为了克服企业出海的水土不服问题，公司以算法推荐技术输出为切入点。对于自建平台，公司雇佣本地团队，且与大量本地主流媒体和本土 KOL 合作；对于收购标的，公司以技术赋能海外品牌，Flipagram、BABE 均引入了算法推荐系统，提升内容分发和广告变现能力。

4.2.4 海外市场成绩：TopBuzz 和 Tik Tok 已初尝胜绩

从今日头条出海成绩单来看，部分产品已初尝胜绩，TopBuzz、TopBuzz Video 分获 2017 年巴西和美国年度最受欢迎应用，Tik Tok 在

2017 年末和 2018 年初分别登顶日本和泰国 App Store，并且先后在菲律宾、印度尼西亚、马来西亚等多个国家登上视频类排行榜第一。2018 年 7 月，抖音正式宣布全球月活超 5 亿，结合 6 月公布的抖音国内月活数据，预计 Tik Tok 的月活已经破亿。

图表41：今日头条出海成就

时间	产品	成就
2017 年	TopBuzz	Google Play 2017 最佳应用评选中，获得巴西年度最受欢迎应用
2017 年	TopBuzz Video	Google Play 2017 最佳应用评选中，获得美国年度最受欢迎应用
2018 年	Tik Tok	在日本、泰国、菲律宾、马来西亚、柬埔寨等国家都多次登顶当地 App Store 或 Google Play 总榜
2018 年	Musical.ly	位居美国分类榜第 4 位

资料来源：今日头条，恒大研究院

5 新巨头？今日头条的挑战与未来

连续两次踩中互联网风口让今日头条迅速成长为比肩蚂蚁金服、美团的独角兽。从其延伸产业链和全球化的扩张战略来看，独角兽显然不是其最终目标。今日头条能否从独角兽成长为新互联网巨头？它又会面临哪些挑战？

5.1 挑战：内容监管、娱乐至死与全球化

5.1.1 内容监管：频频遭遇整改，内涵段子永久关停

频频出现的不良内容使今日头条旗下产品面临监管风险，今日头条 APP 和抖音已多次遭约谈整改，内涵段子被永久关闭，抖音一度因“侮辱英烈”事件下线广告。尽管标榜“技术中立”、“算法没有价值观”，但是今日头条 APP 和以抖音为首的短视频依然是信息传播的媒介，传播正面、有价值、有营养的信息是义务也是责任。头条系产品已频频因为低俗、色情、负面价值观等原因遭遇相关部门的约谈、处罚和整改，仅 2017 年一年其就遭到国家网信办的 4 次约谈，旗下的内涵段子在 2018 年 4 月直接被国家广电总局永久关闭。

头条系产品的不良内容风险既受到自身流量获取的驱动，也有平台监管不力的原因：(1) 低俗、色情和庸俗的内容往往受到底层用户的偏爱，早期的新闻资讯 APP 均以此作为卖点，扩大产品流量。(2) 随着平台用户规模的增加，UGC 视频可能会希望通过低级庸俗的内容来博眼球，且视频内容的审核很难完全依靠人工智能，内容审核的难度明显增加，监管模式上的短板使得不良内容频现于平台。

图表42：今日头条旗下产品的内容监管事件

时间	产品	事件
2017年4月	今日头条APP	央视曝光了今日头条APP不定期向用户推送“艳俗”直播平台，其中不乏低俗不堪的画面内容
2018年4月	火山小视频	因出现大量未成年妈妈视频等低俗内容，火山小视频被央视批评，且遭各大安卓应用商店下架
2017年8月	今日头条APP	因故事频道先后登载了两部低级庸俗、对青少年身心健康有危害的网络出版物，今日头条APP遭处罚
2018年4月	内涵段子	内涵段子APP及公众号因存在导向不正、格调低俗等突出问题被广电总局永久关停
2018年7月	Tik Tok	跳舞短视频切换至遗体画面，Tik Tok在印尼遭封禁
2018年6月	抖音	抖音在搜狗搜索引擎投放的广告出现“邱少云被火烧的笑话”，抖音因此在7月初暂停广告业务

资料来源：新浪科技，搜狐科技，恒大研究院

5.1.2 娱乐至死：抖音上瘾成社会问题

“上瘾”的产品设计让部分抖音用户过度沉迷。算法分发机制和搞笑刺激的15s短视频迎合了用户的娱乐需求，为抖音带来了巨大流量，但是过度沉迷却引发了娱乐至死的问题。精准分发机制将感兴趣的短视频成千上万地推送到个体面前，一刷几个小时成为常事，缺乏自制力的人沉迷其中不能自拔。为此，抖音在今年3月推出了“时间锁”功能，帮助单日使用抖音时间过长的用户进行自我管理。

5.1.3 全球化：海外市场能否突出重围？

中国互联网企业出海鲜有成功案例，制度文化差异让今日头条的全球化战略存疑。今日头条从2016年起布局海外，试图打开新的流量市场。不过，纵观中国互联网企业的出海史，成功案例并不多见，主打硬件的小米和主打工具型APP的猎豹是为数不多的成功事例。新闻聚合和短视频均是主打内容的平台。尽管今日头条尝试用“通用技术+本地化内容”方式破局，但是其海外产品依然会在很大程度上受到文化习惯、商业模式和法律法规差异的挑战，如印度有23种主流语言，这就要求新闻聚合APP必须以多语言内容运行，海外的版权保护意识也远甚于国内，短视频应用不得不承担高额的版权费用。

5.2 百度、腾讯还是 Facebook：对于今日头条未来的推演

图表43：今日头条的未来模式

	免费+广告	流量入口+多元化	全球流量入口
对标企业	百度	腾讯	Facebook
关键点	技术+销售	多元化+投资	全球化
流量聚集范围	国内	国内	全球
商业模式	广告	游戏、广告、金融	广告

资料来源：恒大研究院

5.2.1 免费+广告：基于现有阵地和商业模式，对标百度

第一条可能路径是基于现有的商业模式，即卖更多的广告。通过扩充今日头条 APP、抖音的广告位、提升广告加载率和选择高毛利的广告主，今日头条可以提高广告收入。此路径的短期扩张风险小，且不会产生资金链压力，能够快速变现现有流量。

不过，长期来看，过度依赖广告收入可能会让今日头条陷入百度的困境。百度对于搜索引擎广告过度依赖使百度不遗余力提升广告单价，由此出现了大量虚假医疗广告。此外，固守现有阵地和商业模式最终会让今日头条为新的技术周期所淘汰。

5.2.2 流量入口+多元化：延伸产业链，围绕生态圈投资，对标腾讯

第二条可能路径是基于流量入口延伸产业链，形成更加丰富的流量变现模式，或是凭借流量、资源和技术优势围绕生态圈投资。通过资讯分发和短视频，今日头条把持了两大流量入口，流量、资源、技术、运营模式的优势为产业链拓展提供机会，产业链的延伸和多元化的经营可以满足不同群体的需求，平衡用户体验和商业化的矛盾。此外，多元化经营也可以以投资形式实现，即投资产业链上下游企业，构建协同生态服务体系。该路径的对标企业是腾讯，直播和游戏丰富了微信的流量变现模式。

腾讯的营业收入主要来源于游戏等增值服务，网络广告占比仅为17%-18%。巨大的流量和充足的现金让腾讯获得了更多投资新赛道头部企业的机会，且溢价率远低于市场，投资已经成为腾讯业务版图的重要组成部分，2017年其他收益净额占比达到了腾讯税前利润的23%，且对联营公司的投资、对联营公司的可赎回工具的投资、对合营公司的投资和可供出售的投资之和占到了总资产的49%。

5.2.3 全球流量入口：突破国内流量“天花板”，成为全球互联网巨头，对标 Facebook

第三条可能路径是全球化布局的产物，Tik Tok、Musical.ly 和 TopBuzz 等海外 APP 如能打开海外市场，今日头条将聚集全球流量，打开新的成长空间。中国的流量红利已经成为了过去时，存量竞争使得产品的用户规模极易遇到“天花板”，进军海外市场将为产品提供新的流量来源。今日头条已经布局了资讯分发和短视频领域，复制国内成熟打法让 Tik Tok 在日本大获成功。如果头条系产品能够在更多的海外地区复制国内的成功，其聚集的流量将远甚于当前的 BATJ，成为全球互联网巨头。

该路径对标企业为 Facebook。尽管 Facebook 极其依赖广告，但是其 DAU 和 MAU 达到了 14.01 亿和 21.29 亿，其中接近 90% 流量来自海外，惊人的流量使其 2017 年的营业收入超过了 400 亿美元。

5.3 今日头条成长为“未来的腾讯”的可能性最大

- 连续两次押中风口且脱颖而出表明，今日头条具有多元化经营和跨界投资的能力，今日头条成长为“未来的腾讯”的可能性最大。今日头条管理团队已连续押中资讯分发和短视频赛道，最高管理层的敏锐且精准的战略定位能力显露无疑，而且从今日头条 APP 到抖音的成功跨界表明团队战略执行力强，这些优势和经验将支撑今日头条的多元化经营。
- 产品出海的不确定性很强，但是 Opera 的逆袭表明中国互联网企业并非毫无机会，成长为全球互联网巨头的可能性次之。尽管进军海外市场面临版权、文化等挑战，但是周亚辉带领 Opera 涅槃海外表明，中国互联网企业商业模式在海外市场尤其是第三世界国家并非没有过人之处，复制国内的短视频和资讯分发打法的今日头条完全有机会打开海外市场。
- 固守现有阵地和商业模式很有可能源于多元化和全球化战略的失败，成为未来百度的可能性最小。今日头条已经在积极延伸产业链和布局海外，固守现有阵地的可能性不大，而且从抖音“信息流广告+开屏广告+KOL 营销+品牌挑战赛+电商”的变现生态来看，今日头条在不断地探索流量变现渠道，拘泥于信息流广告的可能性不大。今日头条落入第三条路径最大的可能是多元化和全球化战略实施失败，使其不得不固守现有阵地和广告营销。

恒大研究院简介

恒大研究院（恒大智库有限公司）成立于2018年1月，是恒大集团设立的科学研究机构，以“立足企业恒久发展 服务国家大局战略”为使命，追求成为国内顶级研究院，致力建成中国特色新型智库。研究院对内为集团领导决策提供研究咨询，为集团发展提供研究支持；对外建设成为杰出的经济金融市场专业研究领导者，建立与社会公众和公共政策沟通的桥梁，传递企业社会责任的品牌形象。

免责声明

本报告由恒大研究院（恒大智库有限公司）提供，仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，所提供信息均来自公开渠道。本公司尽可能保证信息的准确、完整，但不对其准确性或完整性做出保证。

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，相关的分析意见及推测可能会根据后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的信息或所表述的意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负责。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“恒大研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自引用、刊发者承担。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

行业投资评级的说明：

推荐：研究员预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：研究员预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：研究员预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

联系我们

	北京	上海	深圳
地址：	北京市朝阳区东三环中路5号财富金融中心6层607-608（100020）	上海市黄浦区黄河路21号鸿祥大厦11楼（200003）	广东省深圳市南山区海德三道1126号卓越后海中心37楼（518054）
E-mail：	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com