



跳动在飞轮上的字节

投资要点

- **飞轮效应是字节跳动公司无边界扩张的底层模型。**今日头条作为飞轮的底盘，西瓜视频和火山小视频作为第二层飞轮，抖音作为第三层飞轮，多层飞轮算法共享、用户相互引流、实现 APP 的深度打通。底层飞轮今日头条实现算法优化和用户积淀，与延伸出的其他飞轮共享用户标签和核心算法，延伸飞轮在各自的细分领域吸引新用户，通过算法带来的粘性实现留存，继而变现，多层飞轮构筑起头条系产品强大的护城河。
- **第一层飞轮，以基于算法的图文分发为核心业务：**头条是字节跳动的第一款产品，充分享受了移动互联网初期的红利，最初定位为基于人工智能算法的内容推荐产品，核心就是通过算法精准匹配用户需求。今日头条依托强大的算法为每一位用户提供个性化定制，以不同于传统新闻资讯类 APP 的“千人千面”姿态迅速占领市场，这是头条系扩张的底盘。
- **第二层飞轮，以基于算法的视频分发为延伸应用：**西瓜视频、火山小视频作为第二层飞轮占领不同细分市场，内部资源共享，相互导流构筑竞争壁垒，与底层飞轮共同实现高速转动。西瓜视频脱胎于头条视频，PGC、UGC 双管齐下布局横屏短视频领域；火山小视频直接对标快手，通过强大的算法和资金投入吸引用户入驻，深入三四线城市。两款应用凭借高度的拉新能力和用户粘性在短视频、小视频领域占领市场，与底层飞轮形成紧密的协同效应。
- **第三层飞轮，以基于算法的双边网络效应为基础：**抖音以冷启动方式蓄力，对细分市场用户画像精准捕捉，以爆发式的增长接过今日头条的接力棒，进化为字节跳动的第三层飞轮。抖音在成长过程中使用的多种产品及运营手段，几乎都已经在头条实践过，头条实现了抖音的培育，而抖音将算法应用的更加极致。抖音依靠现象级的营销内容和头条引流，在亿级规模的用户积累之后具备强大的流量变现能力，成为字节跳动的中坚力量。
- **第四层飞轮加速演绎，为字节跳动开辟全新疆域：**头条系 APP 成长路径像流水线一样贯穿始终，由核心向外围不断扩展的飞轮模型是工厂的核心，资源共享的算法和用户流量是基础。目前在 APP 工厂孵化中的还有悟空问答、图虫、懂车帝以及最新推出的社交软件“多闪”，每一款都有成为下一层飞轮的能力，依托强大的共享资源实现快速成长，与其他飞轮共同转动。与此同时，字节跳动也在不断推出现有产品的海外版，收购关联标的以布局海外市场，以此来维持飞轮的强大生命力。
- **风险提示：**产品受到同类竞品抢占市场导致用户流失；新产品的孵化或海外布局发展不及预期；政策监管方向或发生变动，导致核心产品运营数据下降。

西南证券研究发展中心

分析师：刘言

执业证号：S1250515070002

电话：023-67791663

邮箱：liuyan@swsc.com.cn

联系人：陈杭

电话：021-68415309

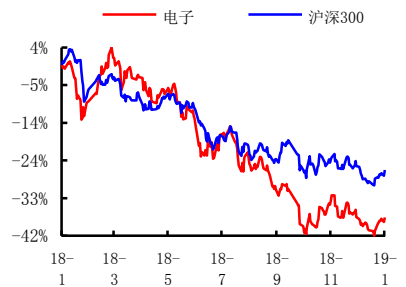
邮箱：chenhang@swsc.com.cn

联系人：李少青

电话：021-68415309

邮箱：lisq@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	229
行业总市值(亿元)	23,928.90
流通市值(亿元)	23,850.23
行业市盈率 TTM	22.69
沪深 300 市盈率 TTM	10.5

相关研究

1. 全球科技行业专题报告：2C+2B+2T | 复盘 20 年+展望 20 年 (2018-12-30)
2. 半导体设备行业报告：ASML 独领风骚，上微电寻国产光刻星火 (2018-12-10)
3. 电子行业 2019 年投资策略：科技基建，设备先行 (2018-11-18)
4. 半导体行业专题报告：景气来临，设备先行 (2018-09-06)

目 录

1 字节跳动，飞轮模型驱动的 APP 工厂	1
2 头条筑基，底层飞轮完成用户沉淀	2
2.1 算法为戟，头条突破传统桎梏	2
2.2 对标腾讯新闻，机器算法对抗社交引流	3
3 西瓜火山，第二层飞轮互通算法应用	5
3.1 借力头条，资源共享协同发展	5
3.2 西瓜多元并重，火山深入敌方	6
4 抖音接力，第三层飞轮演绎算法极致	8
4.1 蓄力启动，精准画像打造全民爆款	8
4.2 对标微视，先发优势实现商业变现	9
5 多点开花，第四层飞轮开辟全新疆域	11
5.1 试水社交，联动抖音突破巨头垄断	11
5.2 布局海外，双管齐下占领市场蓝海	12
6 风险提示	12

图 目 录

图 1: 字节跳动的飞轮	1
图 2: 字节跳动产品发展路径	1
图 3: 今日头条活跃用户与行业渗透率	2
图 4: 今日头条使用时长与使用时长渗透率	2
图 5: 今日头条大规模推荐模型	3
图 6: 今日头条核心业务逻辑	3
图 7: 短视频市场规模预测	5
图 8: 短视频月活用户数和渗透率	5
图 9: 今日头条短视频战略布局	5
图 10: 2018 年 6 月各平台月度独立设备数	6
图 11: 2018 春节期间快手与火山小视频卸载用户去向	7
图 12: 抖音迎来高速增长时期	8
图 13: 抖音用户性别分布	8
图 14: 抖音用户年龄段分布	8
图 15: 抖音 2018 年 7 月 IOS 用户评价情况	9
图 16: 微视 2018 年 5-7 月 IOS 用户评价情况	9
图 17: 2018 年 6 月-7 月短视频 APP 市场渗透率	10
图 18: 多闪 APP 界面	11
图 19: 今日头条短视频全球布局	12

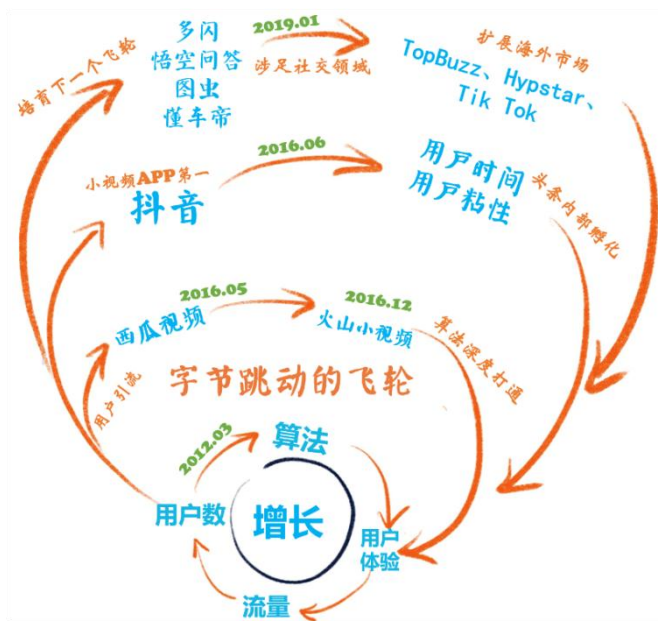
表 目 录

表 1: 2018 上半年中国综合资讯类 APP 排行榜	4
表 2: 今日头条与腾讯新闻 SOWT 分析	4
表 3: CPV 模式与传统 CPM 模式对比	7

1 字节跳动，飞轮模型驱动的 APP 工厂

字节跳动成立于 2012 年 3 月，旗下有今日头条、抖音、火山小视频、西瓜视频等产品，目前估值达到 750 亿美元，已成为全球最大、估值最高的独角兽企业。我们总结其打造爆款 APP 之路，发现它的思路是以算法为核心，从底层飞轮向外围飞轮扩展，多层飞轮算法共享，用户资源互通，共同驱动头条系产品快速占领细分市场。

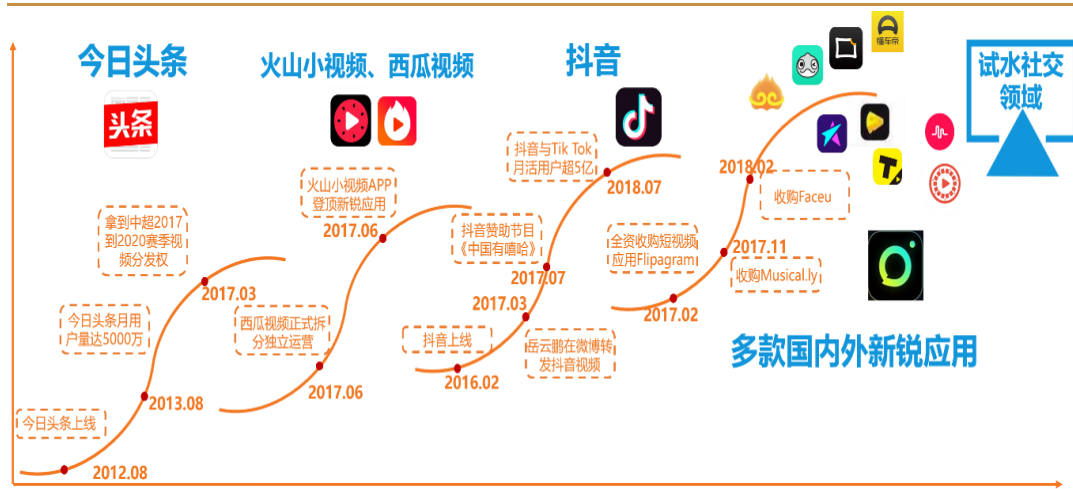
图 1：字节跳动的飞轮



数据来源：西南证券

字节跳动以今日头条 APP 为起点，形成初始的用户沉淀和算法模型，内部孵化出火山小视频、西瓜视频和抖音三款 APP，快速占领短视频、小视频领域，现阶段兼有多款不同类型的 APP 占领国内外市场，并试图在社交方面打破垄断局面，占据一席之地。

图 2：字节跳动产品发展路径



数据来源：西南证券

2 头条筑基，底层飞轮完成用户沉淀

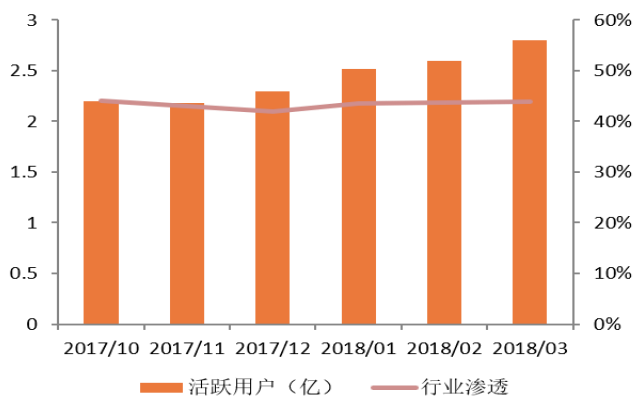
今日头条是字节跳动初期最核心、最关键的产品。如果把头条系产品比作一支军队，那么今日头条是大本营，抖音是异军突起的冲锋队，西瓜视频是重剑无锋的主力军，火山小视频是深入敌方的游击队，在字节跳动体系中，今日头条始终扮演着重要的核心母亲角色，也是初期实现客户积累和算法探索的底层飞轮。

2.1 算法为戟，头条突破传统桎梏

今日头条诞生时间与移动互联网大发展的时间相吻合，充分享受了移动互联网初期的红利。2012年8月，今日头条问世，最初定位为基于数据挖掘的智能推荐内容产品，声称“不做新闻生产者，只做新闻搬运工”，由此可见头条的核心就是通过算法精准匹配用户需求，做“千人千面”的资讯分发。这样不走寻常路的APP另辟蹊径，在2012年末达到了日活100万的战绩。

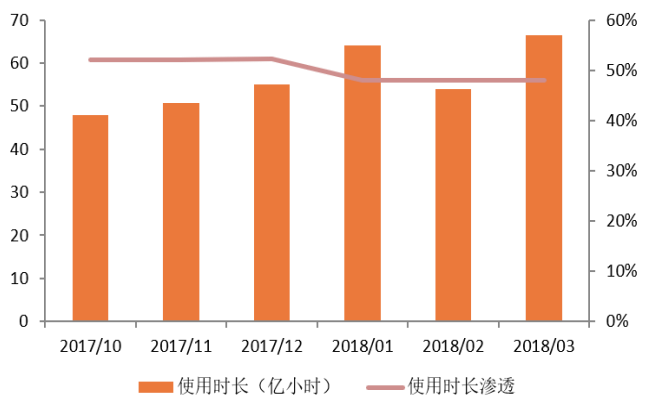
从2013年到2015年，头条进行了产品迭代和其他功能的内置，2015年上半年，今日头条发展成为全国第二大客户端，仅次于腾讯新闻。2015年9月开始，今日头条推出头条号，并通过千人万元、百群万元等计划来催化媒体入驻头条，进而实现了从内容分发扩展至内容创作。今日头条以精准的信息流原生广告为核心收入之一，目前发展成为信息流广告的头号玩家。截至2018年3月，今日头条APP在应用全网排行12，资讯类和综合资讯类排行均位列第1，其活跃用户达到2.8亿，使用时长达66亿小时，行业渗透率和使用时长渗透率均在40%以上。

图3：今日头条活跃用户与行业渗透率



数据来源：易观千帆，西南证券整理

图4：今日头条使用时长与使用时长渗透率



数据来源：易观千帆，西南证券整理

算法是驱动底层飞轮转动的核心，通过算法推荐优质内容，提高用户使用体验，进而实现用户的留存和变现。作为一个没有采编人员，本身不生产内容的APP，今日头条很大程度上靠机器算法来运转。当用户使用第三方如微博、QQ等账号登录今日头条时，它能在几秒钟之内对用户进行综合分析，精准找到用户的兴趣所在并推荐相关内容，每次操作后都会进行用户模型的更新，随着使用次数的增加，算法可以越来越了解用户。

基于精心设计的机器学习引擎和大数据处理架构，今日头条能实现特定用户的个性化推荐。今日头条可以快速完成文章提取、挖掘、消重、分类，计算出新用户兴趣分配并更新用户模型。算法核心理念就是投票，喜欢哪一篇文章就把票投给这篇文章，统计得到结果很可

能是在这个人群下最好的文章。头条的推荐并不是机器给用户推荐，而是用户之间互相推荐。这样的操作需要基于大量的用户行为数据挖掘与分析，今日头条给每位用户打上各种标签，当文章包含标签关键词时，系统会自动推荐给具有这些标签的用户。个性化推荐的过程，实际上就是不断匹配标签的过程。

图 5：今日头条大规模推荐模型



数据来源：今日头条，西南证券整理

今日头条的机器推荐算法和文章内容审核机器人已经做到了业界的领先地位，其采用大量的 AI 代替人工的运营，为早期的今日头条节省了很多人力。今日头条喜欢利用技术解决问题，公司创立初期，技术人员的人员比例就在公司占了很大比例，而技术驱动也成为了未来这家公司的基因。事实上，“今日头条”这个名字也是通过数据测试反馈而得到的，作为信息分发平台，却拥有权威新闻客户端的名字，这本身就是吸引流量的一个关键。

图 6：今日头条核心业务逻辑



数据来源：人和友到，西南证券整理

2.2 对标腾讯新闻，机器算法对抗社交引流

2018 年 3 月份数据显示，在新闻资讯领域，今日头条以 24.2% 的渗透率位列第一，腾讯新闻以 24.1% 的渗透率位列第二。而 2018 上半年中国 APP 排行榜中综合资讯类榜单里，腾讯新闻以 2.69 亿月活人数位居第一，今日头条则以 2.4 亿人次位居第二，可见在资讯领域，腾讯新闻和今日头条一直处于竞争激烈、难分伯仲的境地。腾讯新闻依托垄断式的社交网络引流，内容注重专业性和严谨性，而头条依托强大的算法为每一位用户提供个性化定制，内容偏向娱乐化和大众化。

表 1：2018 上半年中国综合资讯类 APP 排行榜

排名	应用	六月月活人数（万）
1	腾讯新闻	26904.99
2	今日头条	24224.09
3	网易新闻	7473.60
4	搜狐新闻	6278.68
5	趣头条	4434.78
6	新浪新闻	4068.29
7	天天快报	3715.86
8	一点资讯	3311.49
9	凤凰新闻	3267.25
10	ZAKER	1089.45

数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

与传统移动资讯 APP 不同，今日头条通过数据分析和推荐算法给用户推送新闻，新闻内容没有经过编辑的整理，而是根据用户画像及行为进行筛选，每一位用户看到的新闻都是独一无二的。今日头条精准捕捉用户画像，每一次刷新都会推送新内容，**通过用户对新闻的反馈完善用户画像，源源不断的内容达到占据用户时间，获得用户粘性的目的。**

腾讯新闻的优势则在于腾讯在社交领域得天独厚的垄断式地位，腾讯新闻不仅有自身的客户端，还拥有微信和 QQ 的流量入口，目前微信和 QQ 的日活人数达到了 10 亿和 3 亿人次，这两款用户粘性极高的全民 APP 每天都会定时推送腾讯新闻，保证了腾讯新闻可以覆盖更多的用户。

腾讯新闻在内容上更专业，内容较严谨，新闻类型更加偏向于时事政治财经等，能够为用户提供有深度的内容。而今日头条的内容相对更加偏向娱乐化，更贴近生活，因此能做到领域向三四线城市或者乡镇区域下沉，用户以低收入年轻群体为主，粘性较大。

表 2：今日头条与腾讯新闻 SOWT 分析

产品名称	今日头条	腾讯新闻
优势	基于数据分析的推荐引擎，预测用户阅读兴趣，实现内容的精准推送，增强用户粘性，抢占个性化资源市场	权威性、专业性更强，作为腾讯系产品，拥有巨大的流量导入优势
劣势	新闻来源多样，质量参差不齐，由于体量巨大，难以保证内容质量	个性化推荐不精确，社交属性弱，用户参与度不高，不够活跃
机会	头条号、短视频、百万英雄等系列模块提高用户粘性，增加流量	腾讯系其他产品具有强大的导流能力
威胁	来自一点资讯、天天快报等同类产品的威胁，壁垒不高	由于生活节奏加快，获取资讯方式的时间将越来越碎片化，对于今日头条等类聚合类资讯平台更有利

数据来源：PMCAFF，西南证券整理

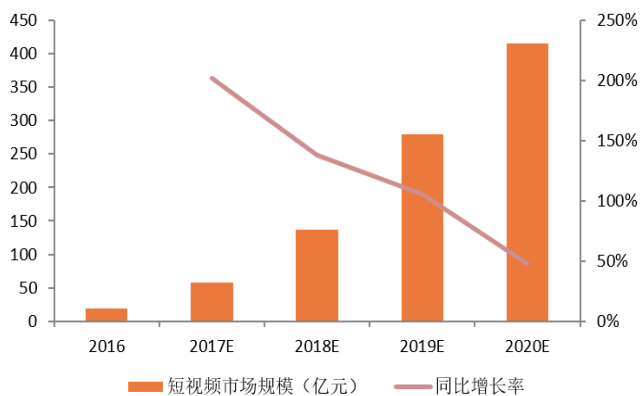
3 西瓜火山，第二层飞轮互通算法应用

西瓜视频属于兼顾 PGC 和 UGC 和短视频 APP，火山小视频属于直接对标快手的 UGC 小视频 APP，两者均由今日头条主 APP 孵化而来，运营成熟后内置于今日头条 APP 中，构成了字节跳动的第二层飞轮，与今日头条算法共享、用户相互引流，实现了紧密的协同效应。

3.1 借力头条，资源共享协同发展

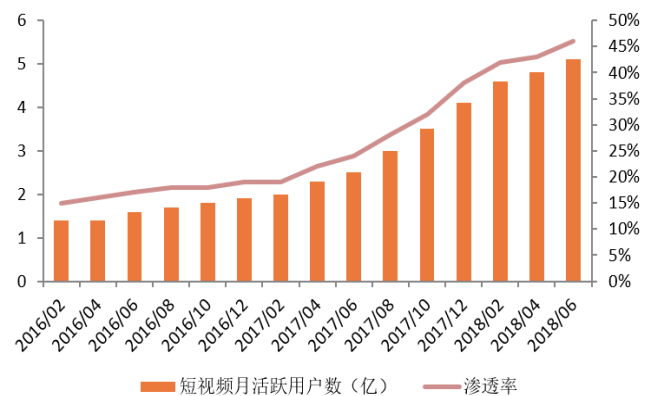
流量资费下调、wifi 普及率提高、碎片化时间消费等共同促成了短视频和小视频类 APP 的兴起，2016 年短视频市场总规模约 19 亿元，预期到 2020 年将达到 415.5 亿元，年均复合增长率 116%，与此同时，短视频月活用户数和渗透率也实现了快速增长。截至 2018 年 6 月，短视频用户渗透率已经达到 46%，月活用户数也增长至 5.1 亿。

图 7：短视频市场规模预测



数据来源：36 氪，西南证券整理

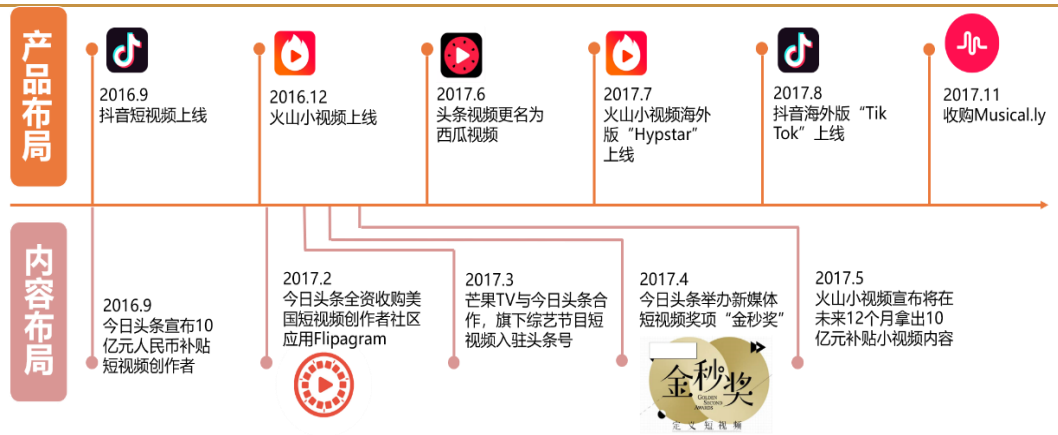
图 8：短视频月活用户数和渗透率



数据来源：36 氪，西南证券整理

2016 年 9 月，今日头条开始全面布局短视频、小视频领域。从产品矩阵上看，今日头条采取多产品战略，以旗下的西瓜视频、火山小视频和抖音三个 APP 占领不同短视频细分市场，根据用户画像的区别瞄准不同群体投放，通过内部资源共享相互引流建筑竞争壁垒，在短视频和小视频领域达到了领先地位。2017 年以来进军海外市场，火山小视频和抖音先后上线海外版应用。

图 9：今日头条短视频战略布局

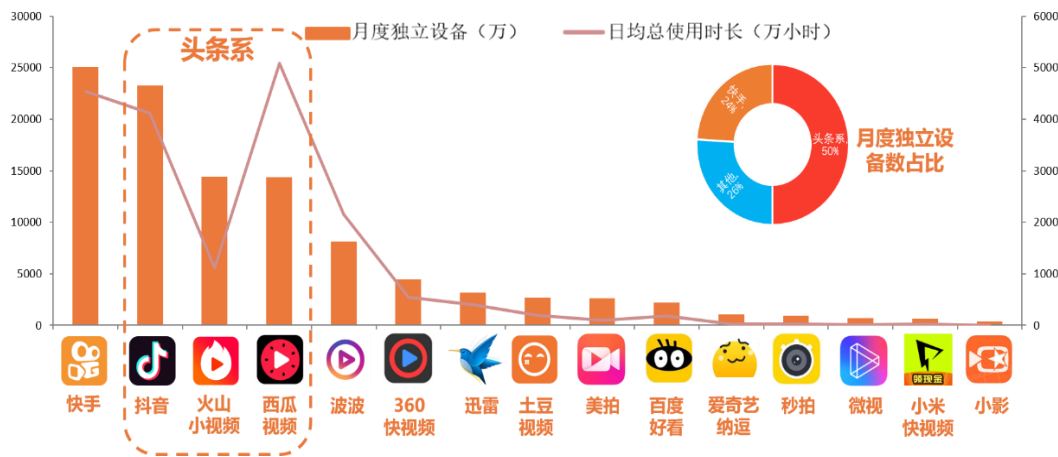


数据来源：报告学苑，西南证券整理

2016年5月，头条视频以独立APP形式上线，2017年6月更名为西瓜视频。西瓜视频以PGC短视频内容为主，通过算法分析用户的观看记录、停留时间等进行视频推荐。西瓜视频帮助内容生产者迅速成长并产出优质视频，同时也帮助短视频创业者实现商业变现。火山小视频于2016年12月上线，是用户自己上传内容，分享记录生活的UGC平台，火山定位三四线城市用户，直接对标同类型APP快手，试图以“农村包围城市”的战略开辟小视频的疆域，在小视频龙头快手的市场中分一杯羹。

西瓜视频前身是头条视频，今日头条作为底层飞轮积累了最初的用户资源，并形成了完善的算法机制，西瓜视频通过头条引流，逐步提高用户流量，产品成熟后便作为一个独立品牌来运营，通过西瓜视频的独立，二者可以实现用户的相互引流，共同用户的标签直接共享。根据2018年6月各平台月度独立设备数，拥有抖音、火山小视频、西瓜视频的头条系在下载设备数量方面占比达到50%。字节跳动旗下产品凭借着高于快手的用户粘性和头条系强大的导流功能，很可能现在已经超过快手成为行业老大。

图 10：2018 年 6 月各平台月度独立设备数



数据来源：36 氪，西南证券整理

西瓜视频和火山小视频是字节跳动的第二层飞轮，由底层飞轮今日头条带动，算法体系借力于头条，与头条共享由算法驱动的分发体系，推荐的内容是根据用户的一系列行为基于机器学习呈现的结果，每一次点击、观看时长、进度条拖动、上滑、下滑都成为算法模型的输入变量。这两层飞轮共同转动，吸引更多的用户流量，有效提升了用户体验度和用户粘性，飞轮之间的协同效应显著。

西瓜视频、火山小视频与今日头条深度打通，能够有效利用今日头条积累的算法模型和数据，用户画像更精准、分发模型更完善。算法在消费效率上是高效的，而关系分发可以解决生产者的社交资产问题，建立起长效的内容生产激励机制。

3.2 西瓜多元并重，火山深入敌方

在诸多短视频类 APP 中，西瓜视频算是一个“异类”，它兼顾了 PGC 居多的横屏短视频和 UGC 居多的竖屏小视频，短视频内容大多由进驻西瓜视频的 MCN 机构产出，而小视频内容主要由抖音的第三层飞轮和火山小视频第二层飞轮驱动，抖音、火山负责生产，西瓜视频仅负责分发。可以说，西瓜视频兼具了算法分发和关系分发。

西瓜视频作为第二层飞轮的一部分，与底层飞轮今日头条的变现体系和算法保持了高度的一致，它借力于底层飞轮成熟的广告客户群，同时也共享其的算法。西瓜视频是国内首个推出 CPV 结算（视频播放 7 秒进行结算的视频广告模式）的 APP，体现了对西瓜视频对广告算法的自信。

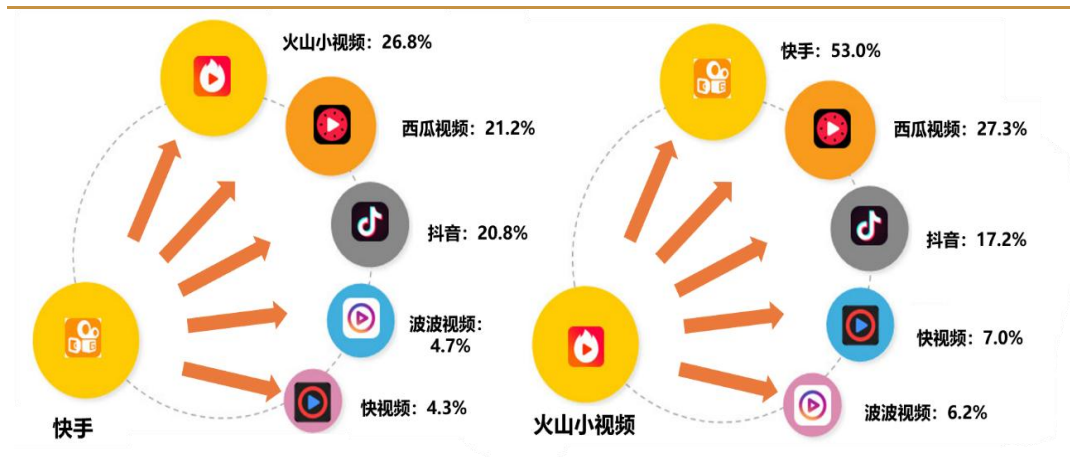
表 3: CPV 模式与传统 CPM 模式对比

对比项目	CPV	CPM
计费方式	按有效播放次数计费	按展现计费
出现位置	目前仅在推荐频道	不限频道
偏重效果	内容宣传，有效播放	曝光

数据来源：人人都是产品经理，西南证券整理

火山小视频直接对标快手，试图从小视频领域的龙头中抢占市场，两者的用户画像也十分相似，QuestMobile 数据显示，2018 春节期间快手卸载用户主要流向火山小视频、西瓜视频、抖音短视频，而火山小视频卸载用户主要流向快手，其次是字节跳动的两款短视频产品，头条系的三款产品互补优势明显。

图 11: 2018 春节期间快手与火山小视频卸载用户去向



数据来源：QuestMobile，西南证券整理

与快手不同的是，火山预留了重要位置给直播，具备更强的社交属性，直播互动氛围比较轻松、友善。通过将附近的直播推荐给用户，让用户之间有去中心化、平等的交流。为了更快地扩展市场，火山小视频还注重对用户进行内容补贴，用户可以通过积累火力值变现，2017 年 8 月，火山小视频在农村开展发布会，宣布用 10 亿元补贴平台内容创作者，同时推出“火苗计划”，开通视频打赏功能和小视频达人培训计划，扶持平台内容生态。

与其他竞争对手相比，快手的发展一直相对克制。在其业务模式上而言，快手相对更单一，UGC 短视频与直播仍然是其核心业务，在商业化上也不那么激进。快手希望为用户提供一个更加纯粹的平台，并将不对用户进行运营，以及对平台进行多度商业化的开发。

4 抖音接力，第三层飞轮演绎算法极致

今日头条增速最快的时候，内部已经开始尝试更多的内容分发的可能性。所以当头条流量见顶时，抖音以爆发式的增长接过头条的接力棒，迅速进化为字节跳动的第三层飞轮。抖音在成长过程中使用的多种产品及运营手段，几乎都已经在头条实践过。可以说底层飞轮今日头条实现了抖音的培育，而第三层飞轮抖音将底层飞轮应用的更加极致。

4.1 蓄力启动，精准画像打造全民爆款

抖音产品采用了冷启动的方式蓄力，正式出现在大众视线之前，已经完成了网红大V的培育和内容的完善，到2017年三月份由岳云鹏在微博进行宣传，通过中国有嘻哈进行推广。在完成内容多样化建设和大力宣传后，于春节期间数据暴涨，成为持续霸榜的小视频APP。到2018年6月，抖音的日均活跃用户已经突破1.5亿，月活用户超过3亿。

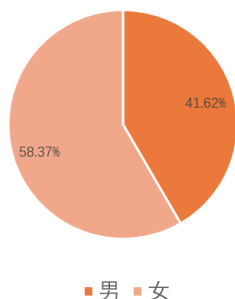
图 12：抖音迎来高速增长时期



数据来源：中国娱乐播报，西南证券整理

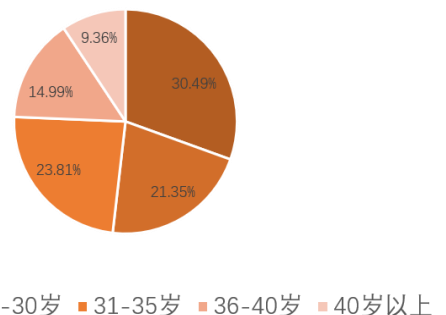
抖音用户女性比男性更多，美颜功能、表情道具等与时俱进的功能都备受青睐。从年龄段分布来看，24岁以下比例最高，这个群体大多是学生，他们有时间也有精力去刷抖音，同时他们也是抖音创意内容的生产者。24岁到35岁的年轻人的比例也非常高，他们作为中等以及中高消费者的主体，占据了用户80%的比例，这部分人有一定收入，消费能力更强。

图 13：抖音用户性别分布



数据来源：易观万象，西南证券整理

图 14：抖音用户年龄段分布



数据来源：易观万象，西南证券整理

抖音对推荐的内容严格控制曝光比例，而快手强调用户兴趣扩散的随机性，所以快手有一部分流量是低效率的，用户会下沉至三四线城市的农村地区。抖音对于内容的控制更为严格，即使要投放下沉的内容，也投放的较少。

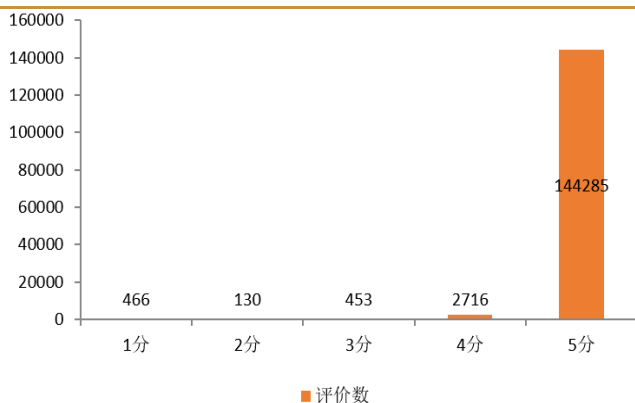
在这一点上，抖音的人为控制痕迹过重也受到了诟病，在一定程度上，抖音短视频开启了欲望的潘多拉魔盒，精准的算法将人的欲望无限放大，正向的反馈机制、流畅的页面设计和不断更迭的面部美化功能让抖音成为了消磨国民时间的一大利器，当然，单从内容对用户的吸引能力来说，**抖音的算法更为有力地进行了用户留存。**

4.2 对标微视，先发优势实现商业变现

抖音与快手的用户画像有所区别，加之字节跳动系产品将火山小视频作为快手的直接对标 APP，所以我们将抖音与微视进行对标。为对抗抖音短视频，腾讯对本已经雪藏的微视内容进行大刀阔斧的改版，升级了 Logo 和产品 Slogan，重新让微视回归大众视线。腾讯还投资了梨视频和罐头视频，可见**腾讯高度重视并全面布局短视频生态链。**

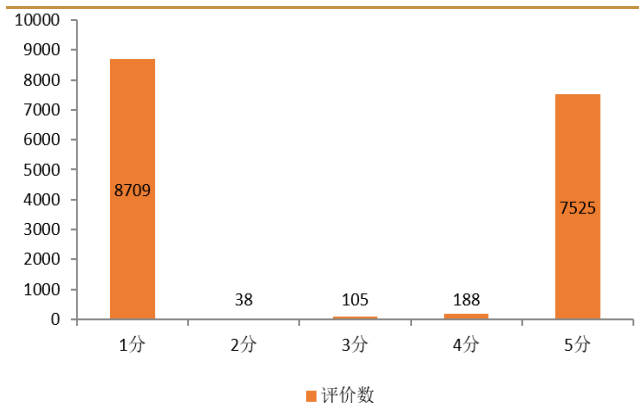
腾讯投入大量资金再度扶持微视，但通过用户评价来看似乎并不尽如人意，抖音在 iOS7 月份收到 148050 份评价，其中大部分都是好评。微视在 iOS 上 3 个月共收到 16565 份评价，呈现出严重的两极分化，评一星的人数甚至高于评五星的，其中差评第一条就是“抄袭抖音”，可以看出微视对标抖音并没有取得预期的效果。

图 15: 抖音 2018 年 7 月 IOS 用户评价情况



数据来源: 简书, 西南证券整理

图 16: 微视 2018 年 5-7 月 IOS 用户评价情况



数据来源: 简书, 西南证券整理

腾讯的优势在于社交网络的引流。腾讯在流量资源方面远远超过头条，影响用户下载短视频 APP 的因素中占比最大的是社交网络和熟人推荐，QQ 空间使用者为年轻群体，与短视频用户画像相符，获得 QQ 空间流量支持的微视或能实现快速增量。微信、腾讯动漫等腾讯旗下的文娱产业也会为微视提供流量入口，微视在流量入口上有独一无二的优势。

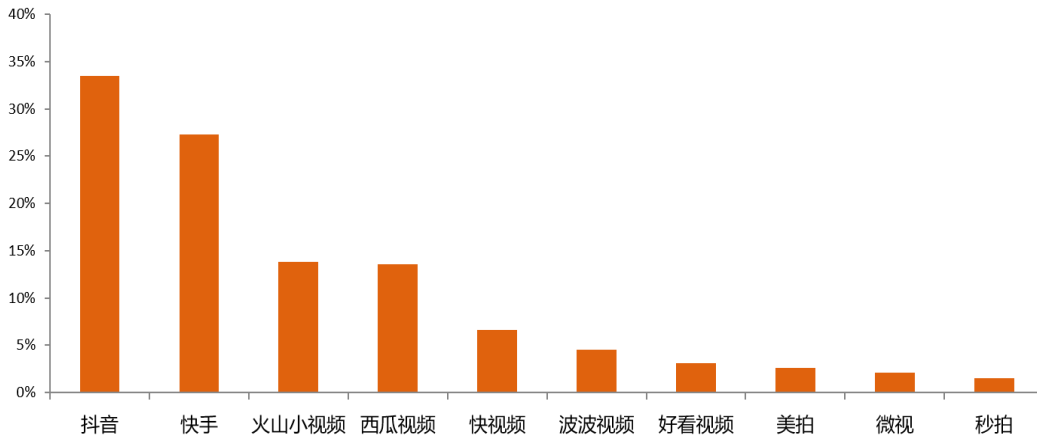
抖音的优势在于字节跳动系产品共通的算法。通过算法不断推送给喜欢某个内容的人群，人群又不断生产类似内容，在某些内容反馈足够优质的时候进行全量推荐，顺势而为打造热点并引爆流行，通过接连不断的爆点维持用户粘性和 APP 热度。

2018 年 6 月-7 月短视频 APP 市场渗透率数据显示，抖音以 33.5% 市场渗透率的绝对优势位列第一，而微视则以 2.1% 的成绩占据第九。在猎豹大数据统计的 2018 年二季度中国市场 APP 排行榜中，2018 年 6 月最后一周，抖音以 14.6% 的周活跃渗透率和 107.2 的周打开

次数占据第二名，而腾讯微视的这两项数据分别为 0.4% 和 16.8，仅占据短视频类 APP 排行的第八名。

从以上数据来看微视与抖音的差距甚远。2018 年 7 月 16 日，抖音全球月活跃用户超 5 亿，抖音的两款产品 TikTok 和 Muscal.ly 共覆盖了全球超过 150 个国家和地区，在全球 40 多个国家应用商店排名第一。可见抖音依托强大的先发优势占得先机，相比之下微视则显得龌龊而行，缺乏核心竞争力。

图 17：2018 年 6 月-7 月短视频 APP 市场渗透率



数据来源：企鹅智库，西南证券整理

依托现象级的营销内容和今日头条引流，抖音完成了拉新和留存阶段，在亿级规模的用户规模之上开始着力于变现环节，推出了商品橱窗等功能，网络红人可以借助抖音平台直接售卖商品，目前抖音的创作者可通过创意广告+电商变现两种方式变现。用户对创意类广告接受程度高，抖音曾举办的年度营销峰会有 900 多家品牌商到场，俨然已成为品牌营销的重要渠道。

虽然随时可以调动腾讯集团的文娱资源，但微视始终有后出手的不利。创作者有变现的诉求，但通过补贴来吸引创作者不是长久之计。如果平台用户数量少、粘性低，当补贴结束之后没有探索出其他的变现路径，微视想通过流量优势突围恐怕难以如愿。微视背后的产业链更为完整，可与腾讯游戏、综艺等文娱产业联动，有为创作者提供多元化变现方式的可能。

5 多点开花，第四层飞轮开辟全新疆域

5.1 试水社交，联动抖音突破巨头垄断

纵观头条系 APP 的成长历程，我们会发现张一鸣在字节跳动系帝国中打造了一个 APP 工厂。工厂有流水线一样的操作方式，由核心向外围不断扩展的飞轮模型是工厂的核心，资源共享的算法和用户流量是基础，在这样的算法和用户流量基础之上孵化出大量的 APP，再通过拉新能力和用户留存能力选取出其中的佼佼者，实现快速的成长和变现。所以抖音的崛起绝不是偶然，目前在 APP 工厂孵化中的还有悟空问答、图虫、懂车帝等等，每一款都有成为下一层飞轮的能力，依托强大的共享资源实现快速成长。

许多互联网公司都曾试图在社交领域分一杯羹，人人网、微博、来往、易信、米聊、映客、子弹短信这些软件分别代表着人人、新浪、阿里、网易、小米、网易、锤子手机等公司的意志，但均未动摇腾讯的社交根基。而字节跳动的野心也不止于新闻资讯和短视频，公司于 2019 年 1 月 15 日举行“年轻‘视’代”的社交产品说明会，推出一款 5G 时代的视频社交产品“多闪”，试图突破现有社交领域腾讯垄断的局面。

截至 2019 年 1 月，抖音日活突破 2.5 亿，月活突破 5 亿，具有强大的引流能力。庞大的抖音用户群体正在产生新的社交需求，而这些需求目前并没有被很好地满足，多闪的推出就是基于此。多闪只能使用抖音号登陆，随拍随发有 72 小时时效，过时就转为“私人状态”；取消了公开的点赞和评论，即时通讯也完全图片化视频化；多闪中的“世界”功能直接对标微信朋友圈。通过这些功能，多闪 APP 做到了无压力记录分享生活、不错过一条关心的人的动态、与最亲密的人互动形式更丰富。

图 18：多闪 APP 界面



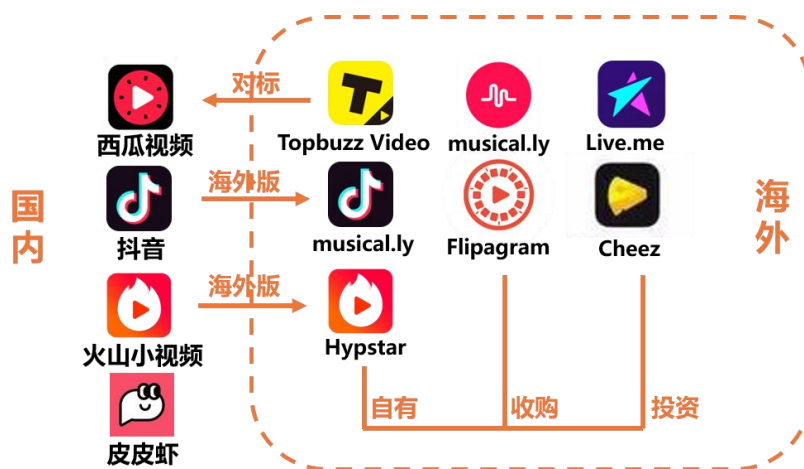
数据来源：泡泡网，西南证券整理

多闪 APP 与字节跳动的第三层飞轮抖音有千丝万缕的联系，产品的开发是基于抖音用户的社交需求，用户来源直接通过抖音引流，与当时今日头条孵化抖音如出一辙。社交领域的产品具有天然的壁垒，因此想要突破腾讯的垄断绝非易事，但字节跳动从短视频入手，借力于第三层飞轮抖音的引流和字节跳动核心的算法，瞄准了社交领域的空缺，因此这款 APP 有望成为今年社交领域的一匹黑马。

5.2 布局海外，双管齐下占领市场蓝海

头条系 APP 也在布局海外市场中有明确的发展规划。一方面，不断推出现有产品的海外版，包括今日头条海外版 TopBuzz、TopBuzz Video，火山小视频海外版 Hypstar 和抖音短视频海外版 Tik Tok 等。另一方面，收购关联标的以布局海外，2016 年 10 月，投资印度最大内容聚合平台 Dailyhunt；2016 年底控股印尼新闻推荐阅读平台 BABE；2017 年 2 月，全资收购美国短视频应用 Flipagram；11 月收购全球移动新闻服务运营商 News Republic、音乐视频分享和互动社交应用 Musical.ly。截至 2018 年 2 月，今日头条 App 已在北美、巴西、日本、东南亚等地区拥有超过 1000 万海外用户。Musical.ly 全球每天的活跃用户数超过 2000 万，北美的活跃用户占主流。

图 19：今日头条短视频全球布局



数据来源：猎豹大数据，西南证券整理

字节跳动旗下的每一款产品从诞生开始都以算法为核心，依托底层飞轮的孵化实现快速拉新，凭借贯穿始终的强大算法提高用户的体验度，保持用户粘性，最后通过成熟的商业模式变现。字节跳动在移动互联网的风口下瞄准资讯分发和短视频、小视频领域并实现快速崛起，与腾讯和阿里并行成为三大巨头，未来有望持续快速成长。

6 风险提示

产品受到同类竞品抢占市场导致用户流失；新产品的孵化或海外布局发展不及预期；政策监管方向或发生变动，导致核心产品运营数据下降。

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn