

传媒行业

字节跳动复盘：移植产品运营优势跨越式出海，利用组织创新杠杆撬动垂直领域

分析师： 旷实



SAC 执证号：S0260517030002

SFC CE.no: BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师： 朱可夫



SAC 执证号：S0260518080001



0755-23942152



zhukefu@gf.com.cn

请注意，朱可夫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

1) 字节跳动历史简单复盘：抓住图文算法分发和短视频崛起两大机会，搭建第二大流量池

手握今日头条和抖音两大 App 的字节跳动目前在互联网市场上的流量、收入、影响力上跃升迅速，已经隐隐成为中国移动互联网的第四极。从公司时长分布来看，2019 年最新公司在移动互联网时长的占比达到了 11%，超过阿里巴巴和百度系成为国内互联网时长占有率的第二名。受到流量疯涨的推动，2018 年 10 月，根据 36 氪报道，字节跳动完成了一轮数额为 40 亿美金 Pre-IPO 轮融资，投前估值 750 亿美元。而我们认为，公司能够崛起的关键在于抓住了资讯分发和短视频起量两大风口，并以此作为流量底池开始进行产品的多元化矩阵运作，而除了自建之外，公司也在不断通过资本手段补全余下的互联网赛道。

2) 字节跳动成长的核心驱动力是什么？

我们认为主因有三：社交媒体和算法数据驱动的网络效应、科学的“大力出奇迹”（敏捷式开发和增长黑客）、极具效率的技术中台和扁平式开发迭代。这三者互为表里，公司的两大主力流量产品今日头条和抖音分别对应的算法驱动的增长和网络双边平台式的增长，这两类增长都极具网络效应，因此能够在前期快速起量。而公司能够在这两个赛道取得成功的背后因素在于公司能够科学的大力出奇迹，增长黑客技术卓越，迅速用资源撬动更大的杠杆。而公司的技术和运营实力在最低层是依赖于公司本身极具效率的中台设计，能够让前台业务迅速迭代。

3) 字节跳动未来将如何进一步发展？

展望未来，在流量端，字节跳动已在国内和腾讯控股在多个领域短兵相接，存量用户的争夺越来越难的情况下，出海攫取新的流量红利成为公司的最优选择。而在变现端，除了本身已经跻身第一阵营的广告业务外，商业化手段也有待进一步拓展，我们认为短期最具发展潜力的或许是游戏，而长远来看，头条将在各个垂直领域反复尝试新的解法。

风险提示：传媒行业监管收紧的风险；移动资讯行业竞争加剧、国际化出海不达预期的风险

相关研究：

2019 年度传媒行业策略：十年复盘，从“流量红利+媒介迭代”到“龙头溢价+监管轮回”

2018-12-06

传媒行业：广视点 | 从 PC 到 Mobile，互联网发生了什么？

2018-09-30

传媒行业：广视点 | 创造 101 和明星偶像的定价

2018-06-27

目录索引

一、字节跳动的发展历程复盘：抓住图文算法分发和短视频崛起两大机会，搭建第二大流量池.....	4
1.1 字节跳动：移动互联网时长占比仅次于腾讯控股占比第二，750亿美元成估值最高独角兽.....	4
1.2 APP工厂的发展历程和赛道布局：资讯、短视频迅速起量成为基石，产品矩阵多元化拓展.....	5
1.3 外部投资+收购：资本手段补全赛道矩阵.....	8
二、字节跳动的核心竞争力在哪儿？.....	10
2.1 社交媒体和算法数据驱动的网络效应.....	10
2.2 组织结构：极具效率的技术中台结构，扁平化架构驱动前台业务快速迭代.....	12
2.3 科学的“大力出奇迹”：敏捷式开发和增长黑客.....	12
三、字节跳动的未来：流量底池走向国际化；流量运营多个领域开花.....	14
3.1 国际化：TikTok 领军出海矩阵，2018 年全球化布局靓丽.....	14
3.2 游戏+直播：C端变现短期最具潜力的赛道.....	15
3.3 各个垂直领域快速出击，试错迭代：电商、教育、汽车、企业办公.....	16

图表索引

图 1: 2019 年 3 月今日头条的时长移动互联网时长占比超过 10%.....	4
图 2: 三种信息分发模式简述	6
图 3: 2018 年互联网时长增量的大部分贡献来自短视频、即时通讯和综合资讯三类媒体.....	7
图 4: 2012 年以来今日头条主要 App 的诞生时间表.....	8
图 5: 2015-2018 年字节跳动各个领域的投资情况	9
图 6: 字节跳动主要涉及的领域为图文+视频类社交媒体	10
图 7: 头条的核心护城河是数据网络效应和社交媒体平台的双边效应	11
图 8: 字节跳动的部分组织架构情况	12
图 9: 多闪在上线的头月下载量远超微信和快手	13
图 10: 今日头条海外产品矩阵	14
图 11: 2018 年 H1 美国市场上中国免费 APP TOP10.....	15
图 12: 2017-2018 年今日头条游戏行业消耗收入趋势（单位为指数）	16
表 1: 字节跳动融资历程.....	5
表 2: 2018-2019 年字节跳动游戏及直播相关布局	16
表 3: 2018-2019 年字节跳动的电商、教育、办公等垂直领域布局.....	17

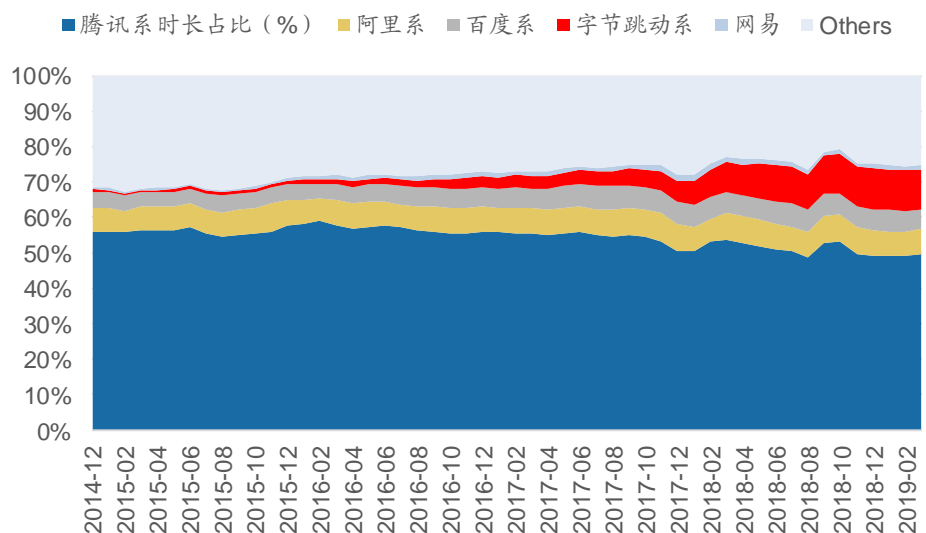
一、字节跳动的发展历程复盘：抓住图文算法分发和短视频崛起两大机会，搭建第二大流量池

字节跳动已经隐隐成为了中国互联网公司的第四极，而在线上人口红利衰退的背景下，其凭借着资讯分发和短视频领域两条腿趟出了一条前无古人后难有来者的新路，我们认为其依赖的正是强大的组织结构和算法优势快速搭建了媒体双边平台，先发优势一旦形成，加上头条“大力出奇招”式的高强度投放，领先优势往往会越来越大。而目前来看，头条已经凭借产品矩阵赢得了移动互联网超过10%的时长，未来其能够新发力的方向或许在国内主要是游戏和各个垂直领域试错；流量的拓展上则更加偏向于海外。

1.1 字节跳动：移动互联网时长占比仅次于腾讯控股占比第二，750亿美元成估值最高独角兽

手握今日头条和抖音两大App的字节跳动目前在互联网市场上风头无两，近两年其在流量、收入、影响力上跃升迅速，已经隐隐成为中国移动互联网的第四极。我们从2017年的公司时长分布来看，根据高瓴资本的统计，Top100当中腾讯控股、阿里巴巴、百度、今日头条的合计时长占比达到了77%。其中今日头条次于阿里巴巴、百度，占比约为4%-5%左右。而根据我们最新对于公司所占时长的追踪，2017H2以来头条系在线上流量的攫取上十分强劲，凭借着抖音短视频、火山小视频、和西瓜视频等产品，2019年2月份公司在移动互联网时长的占比达到了11%，超过阿里巴巴和百度系成为国内互联网时长占有率的第二名，而与此同时绝对的流量霸主腾讯控股时长占比下滑至40%出头，字节系已经接近腾讯控股的1/4左右。

图 1：2019年3月今日头条的时长移动互联网时长占比超过10%



数据来源：艾瑞指数、广发证券发展研究中心

而业务端的强劲也让字节跳动整体的估值水涨船高。2018年10月，根据多家媒体报道，字节跳动完成了一轮数额为40亿美元Pre-IPO轮的融资，投前估值750亿美元，投后估值接近800亿美元，已经是国内除了蚂蚁金服之外估值最高的互联网公

司，在全球范围内也仅仅只是次于蚂蚁金服和Uber。而今日头条于2012年成立后共进行了约8轮融资，在2012年获得海纳亚洲的300万美元天使投资后运营良好，2014年完成用户流量变现后即开始盈利。直到2016年开始为了在短视频领域和海外市场进行大规模投入，才于2016年底开始进行了多轮数额较大的融资。而跟同为TMD互联网独角兽的滴滴和美团点评不同，字节系并未有巨额的亏损，公司的主战场集中在线上，因此资产模式相较另外两家更轻，业务的毛利率也理应更高。

表 1: 字节跳动融资历程

日期	级别	估值	金额	投资方
2018-10	Pre-IPO	750 亿美元	40 亿美元	春华领投、软银、KKR、云锋基金
2017-12	战略融资	293 亿美元	未披露	未披露
2017-08	E 轮	220 亿美元	20 亿美元	General Atlantic
2016-12	D 轮	110 亿美元	10 亿美元	红杉资本、建银国际
2014-06	C 轮	5 亿美元	1 亿美元	红杉资本中国、新浪微博(新浪微创投)
2013-09	B 轮	未披露	1000 万美元	DST、海纳亚洲
2012-07	A 轮	未披露	100 万美元	SIG 海纳亚洲
2012-03	天使轮	未披露	未知	晨兴资本、顺为资本、曹毅、刘峻、周子敬

数据来源: 36Kr, 广发证券发展研究中心

1.2 App 工厂的发展历程和赛道布局: 资讯、短视频迅速起量成为基石, 产品矩阵多元化拓展

我们对字节的发展过程进行简单复盘可以发现, 其引领了算法分发图文资讯和短视频两大风口, 并藉此成为了流量巨头。

2012年, 今日头条主App诞生, 其最初slogan为“你关心的才是头条”, 主打的千人千面、算法推荐模式在2015年之后逐步席卷了整个互联网内容分发领域; 其是最早把AI结合到移动场景当中做个性化推荐的标杆产品。我们认为, PC互联网时代以来, 主要有4种信息的分发模式(搜索也算是算法的一种)

- 首先在PC时代, 门户网站主导了第一个阶段的信息内容分发, 其基本上呈现的是对“报纸”的复刻, 只是因为在网上渠道触达用户而又更强的规模效应。然后随着PC互联网上积累的内容足够多, 搜索引擎开始起到了流量分发的作用, 但此时更多是用户主动去搜索信息, 且和门户网站一起构成了PC时代的两大类信息获取方式。
- 进入移动时代后, Facebook和微信开始利用社交网络进行内容分发。好处在于此时通过好友分享, 人工地实现了“千人多面”, 内容开始去中心化, 同时在社交网络里面流动的信息能够起到社交货币的作用。但缺陷在于, 好友关系冗余将逐渐带来信息冗余, 另外部分大V的话语权过重, 导致信息的匹配效率偏低。
- 后来社交网络或者是资讯平台开始避免单一的按照时间倒叙排列内容, 而是通过算法推荐打乱信息流, 保证用户看到的是自己喜欢的内容, 迅速提高了信息匹配效率。今日头条便是这类模式的代表产品。但后期算法驱动也出现了“信

息茧房”的问题，即算法只能给我我现在喜欢的内容，但很难给我“我不知道我自己喜不喜欢，但是看完之后说不定我会喜欢”的内容。

历史证明算法模式赢得了胜利。今日头条成功后，整个互联网的主流分发模式都开始头条化，新闻资讯平台当中的天天快报、一点资讯、趣头条等均采取了算法推荐为主，而各个社交平台如微博、百度贴吧、豆瓣、知乎等也都开始用算法干预用户的信息流。今日头条借此成为了DAU超过1亿的最大的新闻资讯平台。

图 2: 三种信息分发模式简述

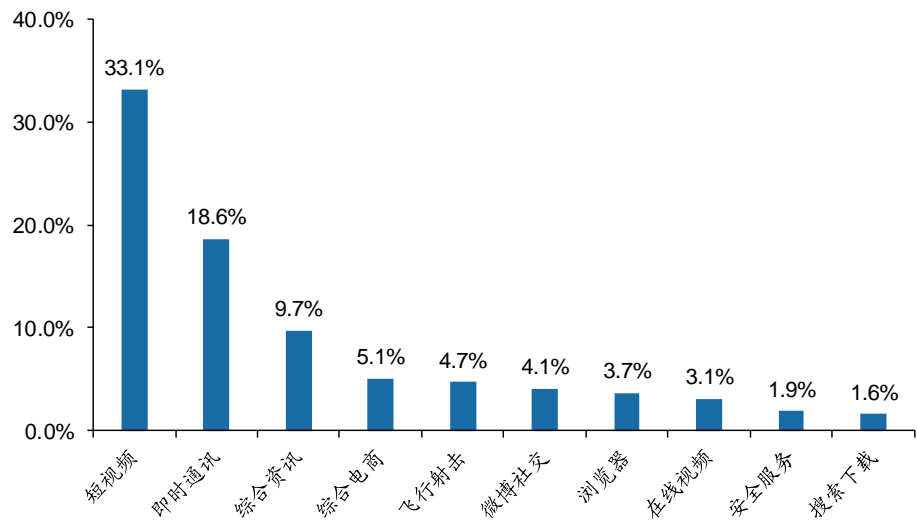
	代表App	分发机制描述	优点	缺点
编辑分发		借由专业背景知识的编辑完成从海量内容到有限展示位置的过虑和筛选。	保证内容的平均质量	<ul style="list-style-type: none"> 基于专家的判断会出现单个编辑偏差的情况 中心化的分发方式难以满足用户的个性化需求
社交分发		由内部实现分发，以人为中心，基于扩散式转发获得庞大的内容分发成效	<ul style="list-style-type: none"> 有助于内容分发去中心化 满足用户个性化需求和社交需求 	<ul style="list-style-type: none"> 稳定期大V逐渐垄断了流量和话语权 信息过载，信息获取效率下降
算法分发		借助机器推荐引擎技术，向用户推送符合其兴趣或价值偏好的特定信息。	<ul style="list-style-type: none"> 减少用户的无效阅读，提升信息分发效率 利于中长尾的内容创作者 	<ul style="list-style-type: none"> 制造信息茧房 中心化分发方式容易造成价值观缺失、内容低质化和不正当竞争

数据来源：36Kr，媒介 360，广发证券发展研究中心

而第二个风口则是短视频。2017年开始是短视频行业整体进入发展井喷期，根据Quest Mobile数据，2017年短视频行业月活规模增加了2.23亿到4.25亿人，增速达到116.5%。而之后18H1短视频用户月活规模达到5.18亿，较年初增长0.93亿。我们认为，媒介平台迭代的3个规律：高频取代低频、成本逐渐降低和内容的信息维度逐渐丰富。在短视频上都完美适用：1) 移动互联网正在逐渐变“重”，文字过渡到音频图片过渡到视频是更加丰富媒体的过程。2) 成本较低主要包括消费成本降低和生产成本降低两个部分。短视频相比长视频来说，用户消费单条的时间在0-5分钟之间，长视频在30分钟以上，单条的时间消费成本更低。3) 也正因为单位时间更短，所以短视频的消费频次更高，更能够满足人碎片化时间消费的需求。

短视频在流量上的增长超出了所有人的预计，2018年互联网时长的增长33%归功于短视频的增量，另外第二名即时通讯和第三名综合资讯分别贡献了19%和10%。而字节跳动的胜出又与本身的基因相关。其入局短视频的时间并不早，在2017年大部分人仍认为短视频需要依附在社交媒体上，第一大短视频App是依附于微博的秒拍，头条视频和快手分居第二三名。而头条随后推出了抖音、西瓜、火山小视频的短视频产品矩阵，在2018年引领了整个行业的增长，根据艾媒检测的数据，抖音月活在2018年达到了2.3亿，反超快手的月活成为了短视频第一大App，而西瓜和火山分居第三、四名。

图 3: 2018年互联网时长增量的大部分贡献来自短视频、即时通讯和综合资讯三类媒体



数据来源: 字节跳动算术中心, Quest Mobile, 广发证券发展研究中心

简单回顾字节跳动的产品推出节奏, 可以发现其可以分成3个阶段:

➤ **2012-2014年: 产品初创期:**

2012年3月, 北京字节跳动科技有限公司注册成立。8月今日头条APP上线, 通过爬虫采集各大网站的资讯, 并依靠算法完成对资讯的个性化推荐。这一阶段头条主要工作是完善用户数据、推荐算法和推荐策略, 不断迭代产品的功能, 截止2012年底, 今日头条的用户总数达到1000万, 其中日活跃用户数突破100万。随后的两年时间当中, App逐渐成熟, 完成了包括头条号(2013年)、关注、转发等形态的打磨。此时市场为一片蓝海, 市面上未出现与头条“算法编辑+智能分发”类似的资讯平台, 传统的新闻门户网站无法意识到这次革命的意义, 字节跳动因此得以完成了自己在产品方法论、算法优势等方面最重要的原始积累。

➤ **2015-2017年: 算法成熟, 产品成长期:**

2015年开始, 头条App开始加速迭代, 上线各类垂直频道, 包括短视频、汽车和问答等。而本身头条主App的商业化为公司扩张提供了资本, 根据一财科技报道, 公司收入目标从2016年的50亿元量级跃升到2017年的150亿元。同时公司出炉了相应头条号计划, 用10亿元补贴内容创作者, 这一过程又帮助头条熟悉了上游的内容创作者生态, 在打磨双边网络效应的媒体平台上迈出了关键一步。

而字节跳动本身除了在主App上发力, 更是开始孵化新的细分应用, 如懂车帝、悟空问答等。而最为人津津乐道的故事则是2016年孵化出来的三大短视频应用: 西瓜视频、火山小视频和抖音, 产品矩阵的打法初见雏形。同时随着TopBuzz和投资部分海外公司, 公司的国际化业务也开始起航。

➤ **2017年之后: 产品矩阵成熟期, 成熟打法席卷细分领域和国际市场:**

这一时期, 今日头条主App和视频产品矩阵都取得了巨大的成功。2018年抖音日活

和月活超过了快手成为短视频领域第一名，并且上升至国民应用的级别，并于2019年年初DAU突破2.5亿。今日头条主App稳居新闻资讯时长第一名，并且在日活规模上逐步赶超腾讯新闻，DAU在2019年年初突破1.5亿。

因为短视频领域验证了公司产品方法论的成功；公司开始孵化大量的垂直项目，其中包括教育领域的gogokid、社交领域的多闪、汽车领域的懂车帝、股票领域的纳镁股、图文领域的皮皮虾。而另外公司通过收购+自产的方式全面进军国际市场，如2017年公司收购美国短视频应用Flipagram、收购Musical.ly，另外将自己的短视频应用Hypstar、Tiktok正式推出海外。

图 4: 2012年以来今日头条主要App的诞生时间表



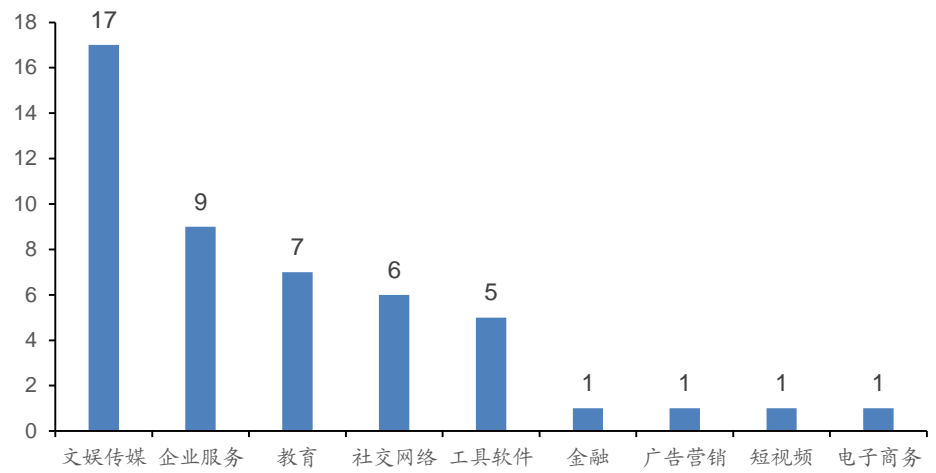
数据来源：36Kr，天眼查，广发证券发展研究中心

1.3 外部投资+收购：资本手段补全赛道矩阵

除了自产App之外，公司还通过大量的投资维护持续加深自己的竞争优势，一方面是巩固自身在内容领域的头部地位；另外一方面则是对自己未曾涉足的领域通过资本完成布局。根据IT桔子整理，字节跳动2015-2018年投资领域最多的集中在文娱传媒领域，其次为企业服务和教育。文娱传媒方面，为拓展资讯内容源头，字节跳动收购了简图、老友科技tiki、花熊等公司，并投资极客公园、新智元、机器之心、华尔街见闻、财新世界说等资讯媒体，以及快看漫画、声影动漫等原创漫画平台，游戏短视频MCN薇龙文化等项目。在自己熟悉的内容和工具领域，头条收购后的标的均表现抢眼，如3亿美金收购的Faceu，如今稳居摄影下载榜前五，团队也迭代了轻颜相机的爆款。

而当公司开始推出gogokids后（对标VIPKID，面向12岁以下学龄儿童，提供一对一外教课程。），2018年也进行了教育公司的投资，包括一起作业、晓羊科技、AIKID、学霸君B端业务等。另外公司还投资了如锤子科技、幕布等多家企业服务公司，而公司本身也于2019年初推出了自己的办公软件Lark，主要针对海外市场。

图 5: 2015-2018年字节跳动各个领域的投资情况



数据来源: IT 桔子, 艾媒咨询, 广发证券发展研究中心

二、字节跳动的核心竞争力在哪儿？

字节跳动在内容领域已经屡次证明自己，我们认为支撑起不断产出爆款App的能力有着深层次的核心竞争力做支撑，主要系社交媒体和算法数据驱动的网络效应、公司在组织架构上的卓越设计和公司对于增长的极度渴求重视。

2.1 社交媒体和算法数据驱动的网络效应

在产品端，字节系已经形成了“获取用户→商业化回笼资金→训练产品提升粘性→获取更多的用户”的正向循环。而弄清其背后的机理我们需要先界定字节跳动处于哪个赛道上。我们将目前互联网上主流的带有社交属性的产品进行分类。第一个标准是公域社交网络还是私域社交网络；第二个标准是双方是因为内容、兴趣而产生了社交关系，还是先有社交关系、然后双方交互产生内容话题。比如我们认为腾讯控股的核心竞争力在于图的右下角：基于熟人关系链的即时通讯产品，类似国外的产品包括Facebook Messenger、Whatsapp等。

而目前大部分主要带有社交属性的产品都在左上角，即基于兴趣或者内容形成了公共的社交社区。我们将这里面的产品再按照两个标准分类：第一个标准是社区当中图文为主还是视频为主；第二个标准是社区属性更重还是媒体属性更重。第一个标准上，我们发现移动互联网是在逐渐变重的，新的产品大都是以视频等更重度的内容形式为主。而第二个标准上，媒体属性较重的产品里的集中度非常高，主要就是新浪微博、头条系（头条主App和部分抖音）和腾讯系（朋友圈+公众号+天天快报等）。我们将字节跳动系产品标为红色。可以看到其主要涉及两个赛道：

第一个是在视频类的内容社区上。字节跳动推出了西瓜、火山和抖音在这个领域遥遥领先其他竞争对手。第二则是今日头条App处于社交媒体内容分发赛道上。多闪尝试开始涉足关系链为主的即时通信社交，但是目前来看并未取得较好的效果。

图 6：字节跳动主要涉及的领域为图文+视频类社交媒体



数据来源：36 氪，广发证券发展研究中心

因此对应短视频社区和图文分发赛道，我们认为字节跳动的核心竞争力有两个：1) 构建的社交媒体平台形成了内容供给和用户消费者间的双边效应；2) 算法数据驱动的网络效应保证了公司能够在任何涉及浅层内容分发的起步阶段迅速起量，移植复制算法模型。

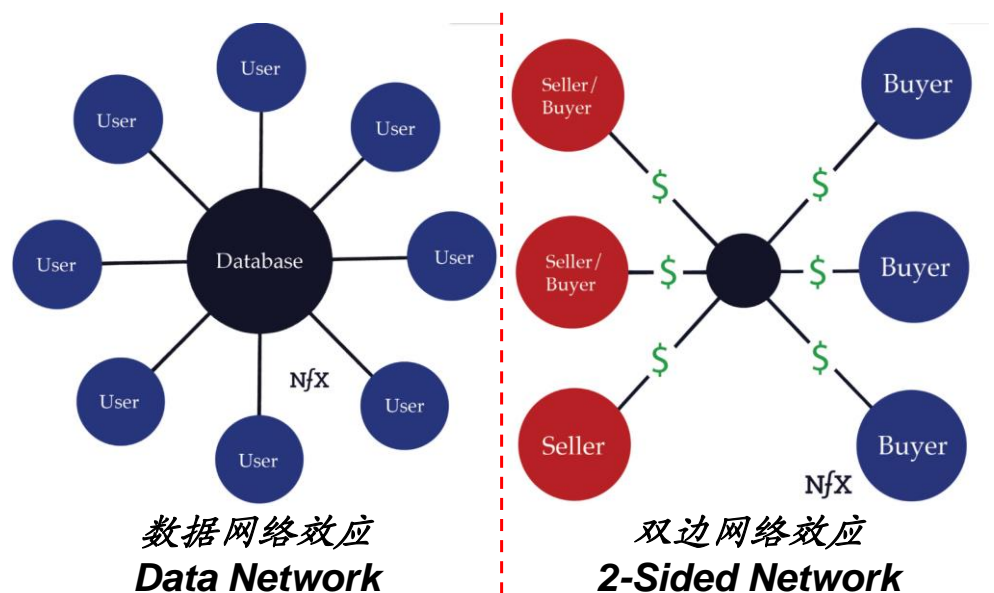
★ 算法数据驱动的网络效应：越用越好用的「千人千面」

数据越来越成为产品价值的核心，产品收集的数据越多就能越了解用户，从而产生更大的价值。今日头条之前的Slogan「你关心的才是头条」非常符合这个定义。头条基于用户的阅读数据进行颗粒度很细的分类标签，然后再给你推送个性化的内容，进一步优化算法。搜索引擎本质上也是同理。但这类网络效应的有两个缺陷：第一是因为搜集到的数据不一定能够真正产生作用。第二是随着数据挖掘更加精细，算法为用户创造的价值往往是边际递减的，比如头条知道用户喜欢「军事类」新闻并增加推送能够让用户产生很优质的阅读体验，但是如果头条细化到了解用户喜欢「军事类里面AK47相关新闻」并多推新闻，给用户带来的效用提升就不那么明显了。

★ 社交媒体平台的双边网络效应：引领潮流文化的短视频社区

双边效应平台则是公司的另一层护城河：媒体平台存在两类不同的用户：供应侧和需求侧用户。他们出于不同的原因加入网络，并且为对方提供了互补性的价值。以抖音为例，抖音是一个比较典型的社交媒体平台，用户作为供应侧，供应自己的注意力和时间，消费短视频内容，而视频创作者和平台作为需求侧，希望通过视频内容买到用户的注意力，并将之通过广告进行变现。这类护城河要比算法更宽，一旦起量就容易形成用户和创作者的双重正向增长。

图 7：头条的核心护城河是数据网络效应和社交媒体平台的双边效应



数据来源：NFX The Network Effects Manual，广发证券发展研究中心

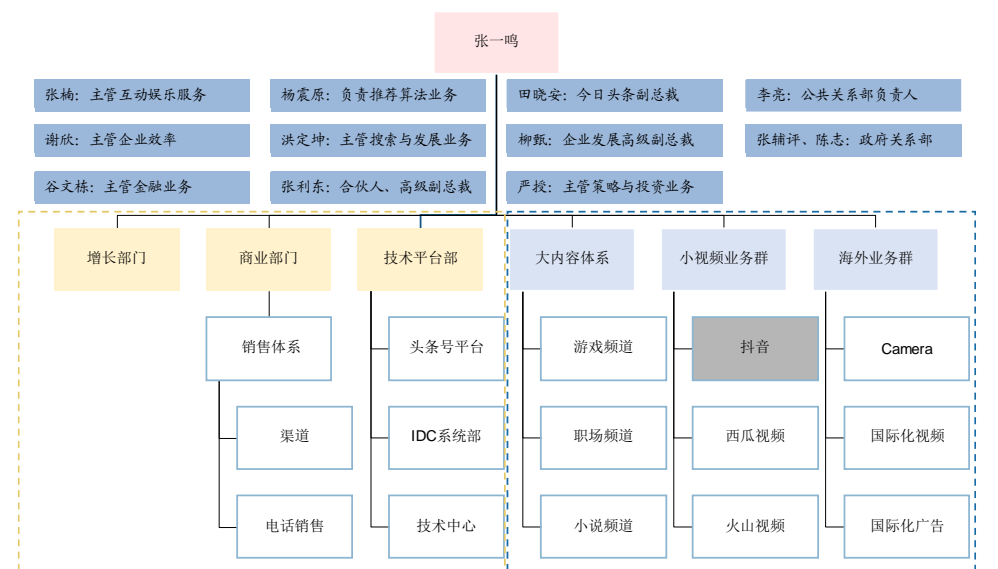
2.2 组织结构：极具效率的技术中台结构，扁平化架构驱动前台业务快速迭代

而选择视频社区和资讯分发的平台并不少，为什么是头条能够做到更好的利用算法优势和实现媒体平台的正循环增长呢？我们认为在组织结构上，字节跳动构建了此前国内互联网公司未曾达到了大中台体系，因此能够极具效率的产出各个垂直领域的App试错，快速迭代，找到最有增长前景的领域投入资源。

不同于一般互联网公司按照项目分组的方式，字节跳动旗下可以分成中台和前台两大业务条线，其中中台主要包括增长、商业和技术三个部门，增长主要对接所有产品的用户增长获取，形成了今日头条特有的、普适性的方法论，集技术团队、运营团队和产品团队一体的增长团队目前是国内最顶尖的增长黑客团队；商业化部门主要负责产品的变现工作，典型比如各个产品的广告业务，这一部门目前是公司员工最多的部门，有超过1万名员工；技术平台则分为平台、技术、垂直产品等组别，负责提供推荐、算法等策略。在这样的体系下，字节跳动的前台团队均非常小，一个产品的拉新、留存和变现由中台部门负责实现，前台部门只需要10人以下便可以组建一个小型的产品团队。大型敏捷的中台相比一般互联网公司按照项目分组的形式好处在于：1) 小前台的敏捷型更高，试错成本更低；2) 协作效率极高，保证了资源的最大化利用和成功方法论的复用；3) 容易打通数据墙，项目组不容易板结成利益山头。

而正因为大中台、小前台的管理架构，字节跳动系的员工层级非常扁平化。根据Information报道，创始人张一鸣旗下主要有14位各个业务条线的负责人各司其职；如张楠作为抖音总裁，也负责互动娱乐服务，柳甄作为企业发展高级副总裁主要负责国际化业务等。

图 8：字节跳动的部分组织架构情况



数据来源：The Information，广发证券研究与发展中心

2.3 科学的“大力出奇迹”：敏捷式开发和增长黑客

得益于赛道的精准和支撑体系的强大，字节跳动目前相对于其他互联网公司表面上最为突出的优势便是强大的用户增长能力。2019年3月14日，字节跳动创始人张一

鸣在公司7周年庆典上的内部演讲共三次提到“大力出奇迹”，而在产品上，字节系的产品往往能够通过高效率的中台和灵活的前台迅速起量，然后不断通过A/B test 迭代，找到合适的用户留存方式。因此我们从第三方的角度来看，其产品总是高居高打，前期的流量资源投入巨大。我们以多闪上线的首月为例，根据 SensorTower，其iOS下载量突破5亿，远高于微信和快手同期1-2亿下载量，而接近多闪下载量的正是头条的另一款拳头产品抖音，其下载量同样超过4亿。

图 9：多闪在上线的头月下载量远超微信和快手



数据来源：SensorTower，广发证券发展研究中心

三、字节跳动的未来：流量底池走向国际化；流量运营多个领域开花

展望未来，在流量端，字节跳动已经在国内和腾讯控股在多个领域短兵相接，存量用户的争夺越来越难的情况下，出海攫取新的流量红利成为字节跳动的最优选择。而在变现端，除了本身已经跻身第一阵营的广告外，头条的商业化形态也有待进一步拓展，我们认为短期最具发展潜力的或许是游戏领域，而长远来看，头条将在各个领域反复尝试新的解法。

3.1 国际化：TikTok 领军出海矩阵，2018 年全球布局靓丽

字节跳动的全球化布局起步于2015年，字节跳动全球化发展的核心战略是技术出海，其主要依托于AI数据挖掘技术，让多款媒体类产品出海成绩斐然。从内容形式上，头条出海的产品仍集中在内容资讯和短视频两条在国内已经被证明过的产品领域。

从时间线上，最先出海的应用是今日头条的海外版TopBuzz，另外在资讯领域公司控股收购了DailyHunt、BABE和News Republic等多款头部应用，分别打开了印度、印尼和欧美等市场。短视频方面，除了最早推出的短视频版本的TopBuzz Video外，在抖音、火山、西瓜的短视频矩阵在国内取得成功后，字节跳动在海外也通过收购和自产的方式推出了Flipagram、Hypstar、Tik Tok（后整合Musical.ly）。

图 10：今日头条海外产品矩阵

产品名称	类型	上线（或投资时间）	产品简介	图标
TopBuzz	资讯分发	2015年8月	基于数据挖掘的资讯分发引擎，为用户提供个性化新闻资讯	
TopBuzz Video	资讯分发	2016年9月	视频版Topbuzz	
Dailyhunt	内容聚合	2016年10月	投资的印度版今日头条	
BABE	资讯分发	2016年12月	控股的印尼版新闻聚合平台	
Flipagram	短视频	2017年2月	全资收购的美国短视频应用	
Hypstar	短视频	2017年7月	国际版火山小视频，原创生活的小视频社区	
Tik Tok	短视频	2017年8月	国际版抖音，音乐创意短视频社交软件	
News Republic	新闻服务	2017年11月	收购的全球移动新闻服务运营商	
Musical.ly	短视频	2017年11月	全资收购的北美15秒音乐短视频	

数据来源：新浪科技，36 氪，广发证券发展研究中心

而在出海的成绩上，字节跳动在下载量上已经傲视群雄。根据App Annie，18H1美国市场上中国免费排行榜中有三款产品来自字节跳动，分别是Musical.ly、TopBuzz、BuzzVideo，排名第一、第二和第四。而短视频领域，出海效果更是显著。2018Q1的Tik Tok全球下载量排名第一，这款抖音海外版覆盖了超过150个国家，在18H1末就已经实现了海外的MAU实现过亿，海外的MAU占比超过20%。

图 11：2018年H1美国市场上中国免费APP TOP10

	名称	类型	发行商
1	 musical.ly	短视频	今日头条
2	 TopBuzz	新闻	今日头条
3	 Emoji Phone	输入法	Color Phone Studios
4	 BuzzVideo	新闻	今日头条
5	 MAX Cleaner	工具	ONE App Ltd
6	 No.Draw	娱乐	Eyewind
7	 CM Launcher 3D	桌面	猎豹移动
8	 APUS Security	工具	Apus Group
9	 Virus Cleaner	工具	TCL
10	 Live.me	直播	猎豹移动

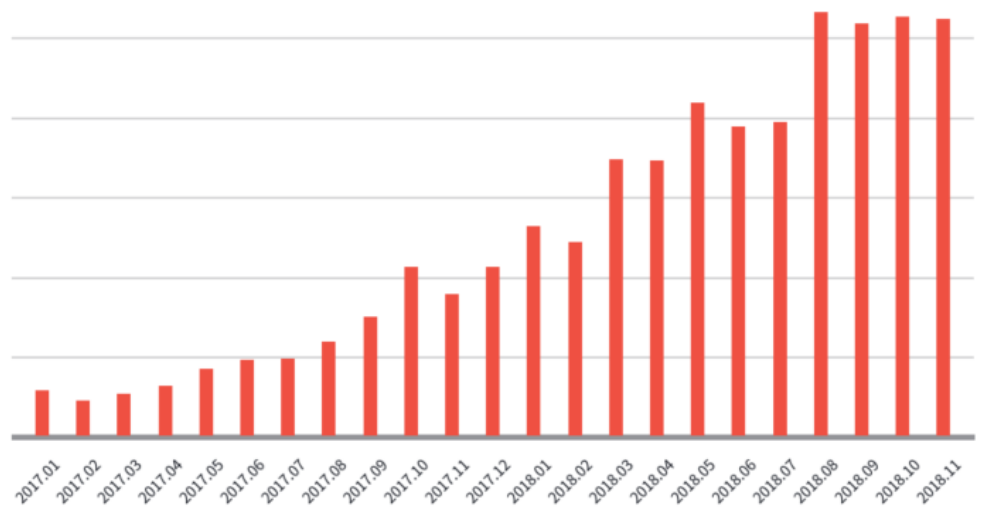
数据来源：新浪科技，36 氪，广发证券发展研究中心

值得注意的是，字节跳动在海外的成功一方面是对国内成功经验的又一次复制，另外一方面出海也带来了数据和算法上的全球化优势。字节跳动践行的是技术内核不变，内容端根据当地做出部分调整，因此本质上海外市场也是做信息的匹配推荐，海外用户给字节跳动带来了新的用户流量池，也带来了新的用户标签和相关性、环境、热度、协同等模型；另外也帮助其产品大摩了视频分析与检索技术，完善了短视频创作、审核、分发、消费等各个环节的技术漏洞；反过来加强了字节跳动的护城河。

3.2 游戏+直播：C端变现短期最具潜力的赛道

而在国内，互联网长久以来传统的C端变现方式只有广告、游戏和电商三种。字节跳动本身是游戏广告主最为青睐的平台之一，根据DataEye发布的《2018移动游戏全年买量白皮书》，今日头条和抖音两款产品贡献给移动游戏的买量总量和“TSA腾讯社交广告”不相上下；根据头条发布的游戏行业白皮书，2017年以来头条系当中的游戏行业消耗逆势呈现翻倍的增长。已经成为重要渠道的字节跳动显然不会满足于只是将流量导给其他厂商，这样在产业链条上吃的不够重，分到的份额也不够多。

图 12: 2017-2018年今日头条游戏行业消耗收入趋势 (单位为指数)



数据来源: 今日头条游戏行业白皮书, 广发证券发展研究中心

首先2018年1月, 西瓜视频上线游戏直播业务, 在随后的5-6月开始招募手游和端游的游戏主播。2018年6月14日, 今日头条的安卓APP上线了“今日游戏”模块, 包括了游戏的资讯和厂商资料, 提供游戏的活动推广和宣传提供广告位, 涉足游戏分发运营。而18H2-19Q1期间, 头条和抖音均上线了自己的小游戏。更惊人的是, 2019年3月, 字节跳动收购游戏公司上海墨鹍及上禾网络科技, 至此头条已经基本涉及了游戏研发、发行和渠道三大环节。我们认为凭借此前字节跳动在渠道端的优势, 在游戏领域切到更多的份额或许有更高的可能性。

表 2: 2018-2019年字节跳动游戏及直播相关布局

时间	事件
2018年1月	西瓜视频上线直播业务
2018年5/6月	今日头条签约主播工会、招募游戏主播
2018年6月	今日头条安卓版上线“今日游戏”
2018年7月	今日头条确定进军游戏直播, 由西瓜视频负责
2018年7月	抖音上线“抖音游戏”账号
2018年9月	今日头条上线3款小游戏
2019年2月	抖音上线首款小游戏“音跃球球”
2019年3月	字节跳动收购游戏公司上海墨鹍及上禾网络科技 字节跳动将组建新的“直播大中台”
2019年3月	

数据来源: 地歌网, 广发证券发展研究中心

3.3 各个垂直领域快速出击, 试错迭代: 电商、教育、汽车、企业办公
长远来看, 字节跳动坐拥庞大的流量池, 肯定将不断试错各个垂直领域的商业化机会:

➤ 教育

2018年5月，今日头条上线了在线英语教育品牌gogokid，主要对标VIPKID，开始进军在线教育市场。Gogokid的特色在于课程教学中融入了大数据、人工智能等技术元素，如基于大数据的学生能力测评系统、教学模式和学生能力智能匹配和智能作业系统等。

➤ 电商

2018年9月份，今日头条旗下电商平台“值点”横空出世，主要以信息流的方式呈现内容资讯，尝试集电商购物和内容资讯为一体。而此前，字节跳动系对电商的尝试主要系2016年开通了“特卖”频道；2017年上线了自有电商平台“放心购”、开通了店铺功能（头条号作者可以插入商品链接）等。后放心购分拆为“放心购3.0”和“放心购鲁班”两个产品线，前者是传统的电商业务；后者则是是电商的广告直通车业务，展示位在APP推荐页上。此外为了搭建完整的场景，今日头条APP还上线了在线借贷产品“放心借”，为个人消费消费贷款。

➤ 问答和小说

2018年7月，头条开通了付费专栏，用户则可在今日头条APP上进行购买和订阅固定作者的文章，从而鼓励媒体/自媒体持续输出优质内容，丰富内容生态。而2019年3月，字节跳动也推出了自己的免费小说应用-番茄小说，并且迅速冲上了AppStore下载排行版前十。

➤ 企业服务

2019年4月3日，字节跳动发布了企业办公套件Lark，对标钉钉或企业微信，主要在海外市场上线，而此前Lark主要在公司内部作为沟通与合作的平台。而除此之外，字节跳动投资并购了众多企业服务领域公司，比如投资了石墨文档，坚果云，收购了朝夕日历、幕布等。

表 3: 2018-2019年字节跳动的电商、教育、办公等垂直领域布局

时间	事件
2018年3月	抖音出现关联淘宝的卖货链接
2018年4月	今日头条放心购拆分为“放心购3.0”和“放心购鲁班”两条产品线
2018年5月	今日头条推出北美外教一对一品牌“gogokid”
2018年10月	今日头条上线独立电商APP“值点”
2018年12月	抖音向全平台开放购物车自助申请功能
2019年1月	今日头条放心购接入抖音
2019年1月	字节跳动收购锤子科技部分专利，探索教育领域相关硬件
2019年3月	传今日头条秘密孵化K12网校业务
2019年3月	字节跳动推出免费小说应用番茄读书
2019年4月	字节跳动推出企业办公套件Lark，针对海外市场发布

数据来源：地歌网，广发证券发展研究中心

创始人张一鸣对字节跳动气质的总结是“务实浪漫”，方向上坚持“做正确的事而不是容易的事”，方法论上要“拥抱不确定性，大力出奇迹”，要“小ego，大格局”，选定前路后就全力奔跑。在估值已经超过750亿美金的今天，无论是从创始人的心态、业务形态和公司组织形态上，字节跳动都仿若年轻创业者，当前虽然

各个垂直领域仍处于试水阶段，出海仍处于起步阶段，但对于已经在多个领域取得成功的字节跳动，我们或许有理由期待它在新的战场上再次成功，搅动PC互联网时代以来就久未改变的巨头竞争格局。

风险提示

传媒行业监管收紧风险；互联网增长低于预期；移动资讯行业竞争加剧；内容布局不达预期的风险；国际化出海不顺利的风险

广发传媒行业研究小组

旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
朱可夫：分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
叶敏婷：分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心
吴桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密性

务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。