

# 构建直播电商全新生态闭环

## ——抖音专题报告

2021年6月

姓名	陈腾曦	于健	刘雪瑞
邮箱	chentengxi@stocke.com.cn	yujian01@stocke.com.cn	liuxuerui@stocke.com.cn
电话	13916068030	15821682853	13018069312
证书编号	S1230520080010	S1230519050001	

## 1、抖音的商业模式？内容为王，以获得广告收入

- 内容是头条系商业模式的重要环节，直播、广告、电商都是基于内容开展的商业化及货币化。

## 2、算法和内容分发是核心。

- 算法推送：中心化定位，爆款机制算法，根据内容的点赞率、评论率、转发率、完播率以及关注率等指标叠加推荐，获得更大的官方精准推荐，赢得更大的曝光，快速形成爆款高热度内容。千人千面个性化推荐，将内容高效分发，叠加推荐算法推送，有效集中增加头部KOL粉丝量。

## 3、用户圈层的精准定位：

- 算法支撑下精准的信息流推送投不同用户圈层所好，从而形成强大且稳定的用户群。

## 4、字节系人力、物力与财力的支持

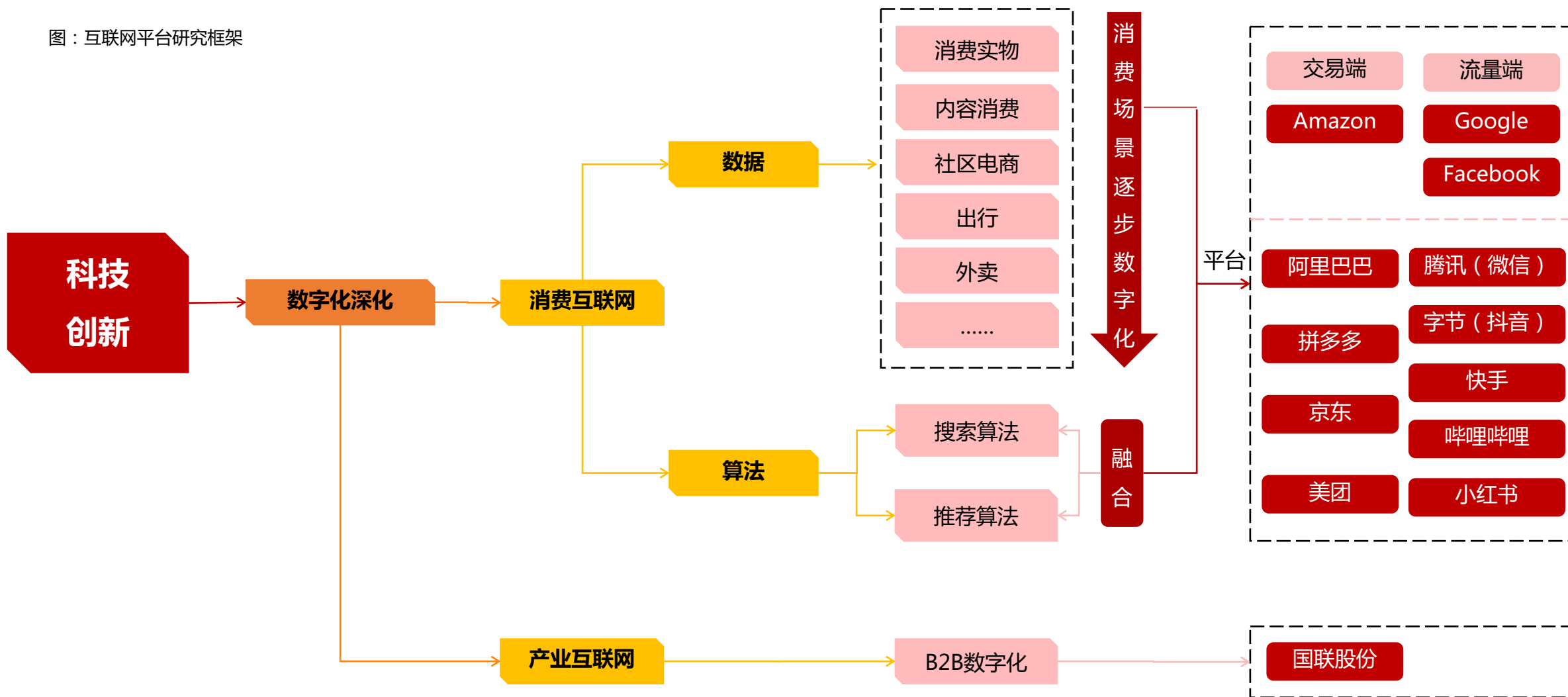
- 创业经验丰富的核心管理团队主导，头条推荐引擎框架的积淀辅以精准信息流定位。此外，国外竞争对手的收购合并使得公司框架更为完善。

## 5、记录美好生活依然围绕实质内容展开

- 无论从价值观还是算法核心，抖音始终围绕着“记录美好生活”的Slogan，在不同的用户圈层中都能将内容变现，进而展望更美好的生活。

# 产业大逻辑：数字经济时代已到来

图：互联网平台研究框架



# 目录

CONTENTS

01

## 抖音分析框架：算法、用户圈层、个性化推荐内容

抖音算法精准推送内容信息的分析框架。

02

## 技术：先进的大数据处理和推荐引擎框架，精准信息流

### 定位

字节系全方位的积淀与支持。

03

## 业务：构建电商内容生态闭环

探索个性化营销新需求，突破限制。

04

## 投资标的梳理

05

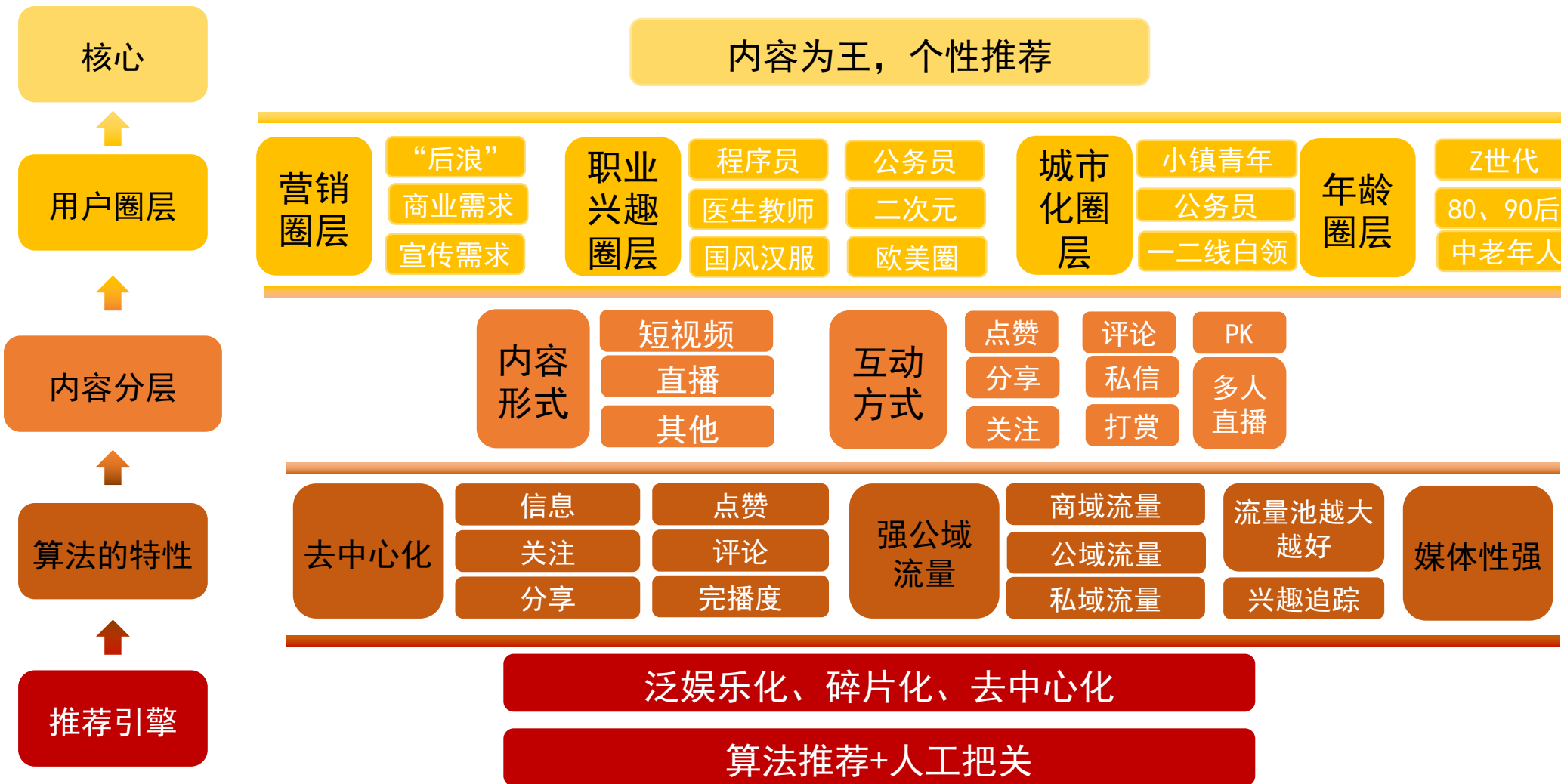
## 风险提示

# 01

## 抖音分析 框架

- 抖音的价值观
- 算法的特性
- 用户圈层
- 内容为王

图：抖音层次分析框架



资料来源：浙商证券研究所

## □ 内容为王，将内容转化为可变现的流量：

内容是头条系商业模式的重要环节，直播、广告、电商都是基于内容开展的商业化及货币化。

## □ 算法和内容分发是核心：

算法推送：中心化定位，爆款机制算法，根据内容的点赞率、评论率、转发率、完播率以及关注率等指标叠加推荐，获得更大的官方精准推荐，赢得更大的曝光，快速形成爆款高热度内容。基于用户惰性以推荐引擎替代搜索引擎，千人千面个性化推荐，将内容高效分发，叠加推荐算法推送，有效集中增加头部KOL粉丝量。

## □ 用户圈层的精准定位：

算法支撑下精准的信息流推送投不同用户圈层所好，从而形成强大且稳定的用户群。

## □ 最终愿景：记录美好生活

无论从价值观还是算法核心，抖音始终围绕着“记录美好生活”的Slogan，在不同的用户圈层中都能将内容变现，进而展望更美好的生活。

# 02

## 字节：背后强有力的支持者

- 管理团队及融资主力
- 推荐引擎比搜索引擎更强大的变现能力
- 内容分发以算法为主——头条的漏斗机制



图：字节跳动高管信息

**张一鸣**

字节跳动创始人

- 南开大学软件工程专业
- 酷讯创业团队成员，曾担任搜索团队技术负责人，负责搜索引擎研发工作
- 2008年加入海内/饭否管理团队，负责后台技术
- 2009年创立九九房，CEO，推出九九房搜索、掌上搜房、掌上买房等产品
- 2012年3月，创立字节跳动，专注在移动互联网和搜索引擎

**梁汝波**字节跳动联合创始人、现字节跳动CEO、**抖音创始人**

- 陆续担任过字节跳动产品研发负责人，飞书和效率工程负责人，集团人力资源和管理负责人等。

**张楠（抖音CEO、北京字节跳动CEO）**

2013年创业图片社区App。

2016年推出抖音、火山等产品

2018年担任抖音CEO兼字节跳动市场品牌负责人，负责抖音、火山市场品牌等工作。在激烈的竞争环境中使得抖音成为国内最受欢迎的短视频App。

**抖音电商团队核心管理层及主要职责****康泽宇 抖音电商总裁**

抖音电商负责人，责任重心转向电商业务的国际化拓展

**陈松林 抖音电商研发负责人**

携电商、GIP 团队转向互娱研发负责人李瀚汇报

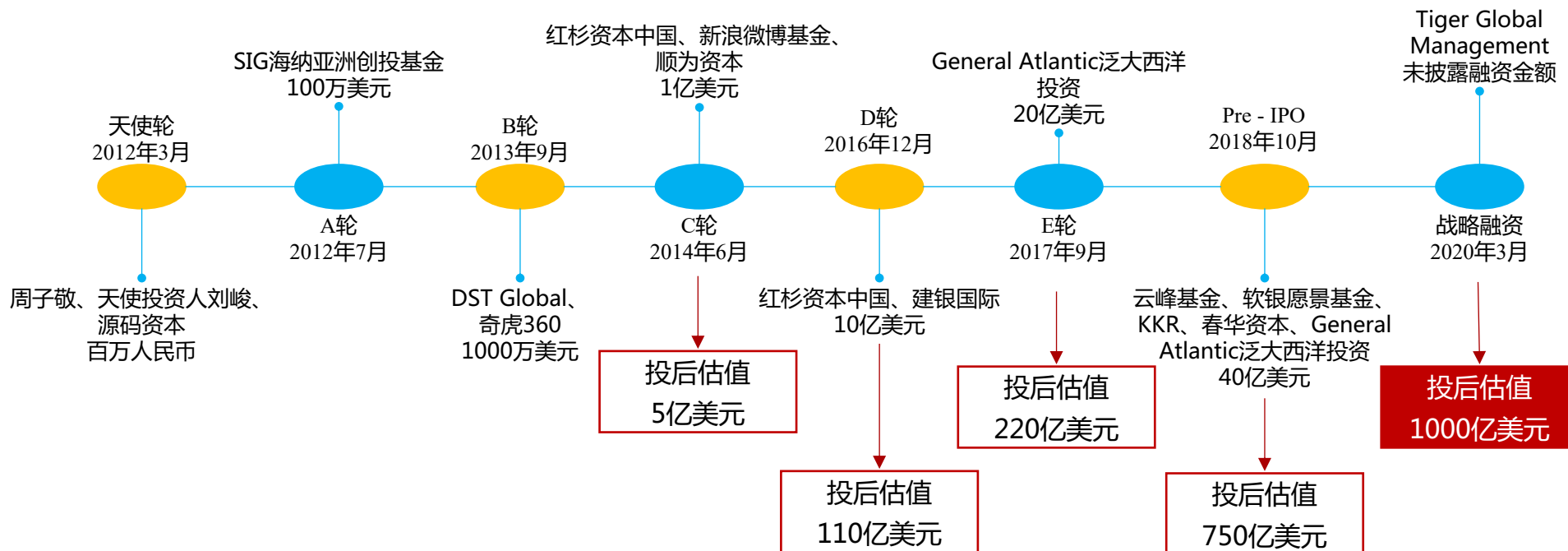
**魏雯雯 抖音电商中国区负责人**

原巨量引擎商业产品中国区负责人

**木青**

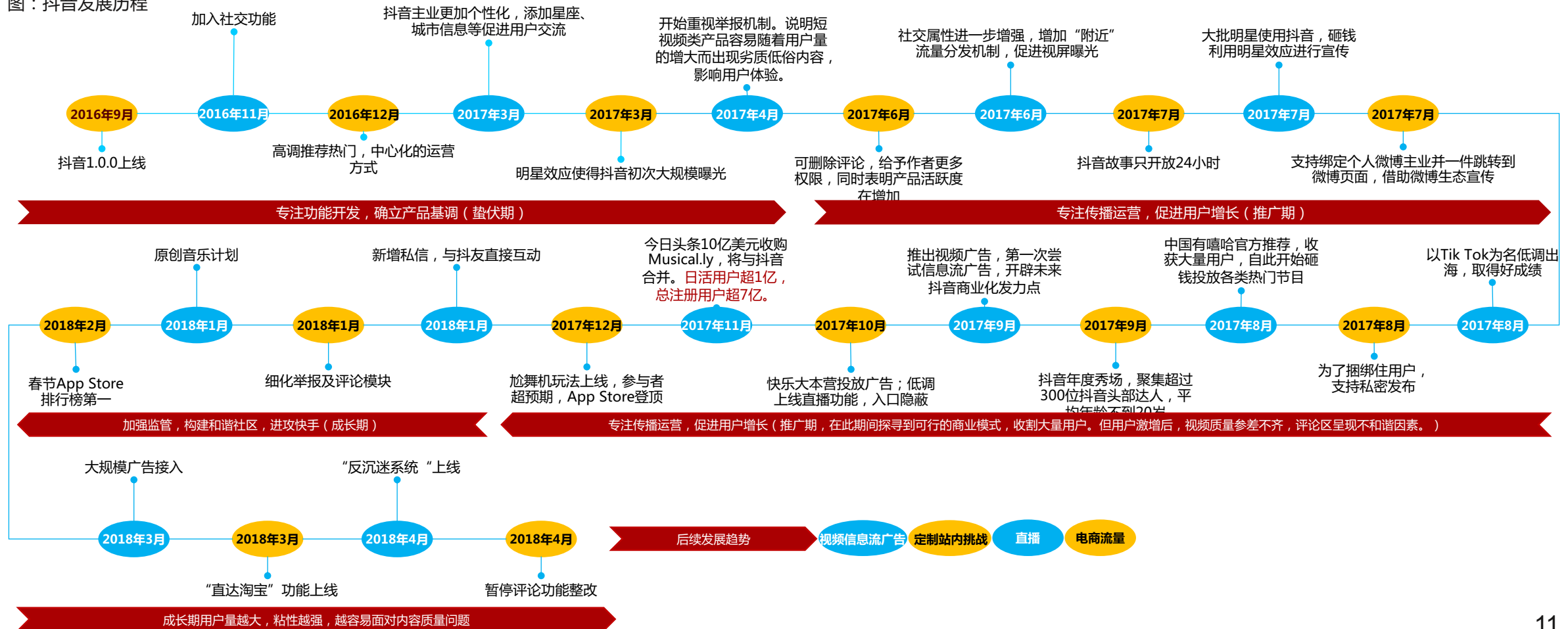
抖音电商运营总负责人

图：字节跳动融资历程



□ 抖音上线的时间正处于短视频高热度阶段，其最初定位为专注于年轻人的音乐短视频社区，上线后借助今日头条的人气及财力合并竞争对手，覆盖全球超过150个国家。

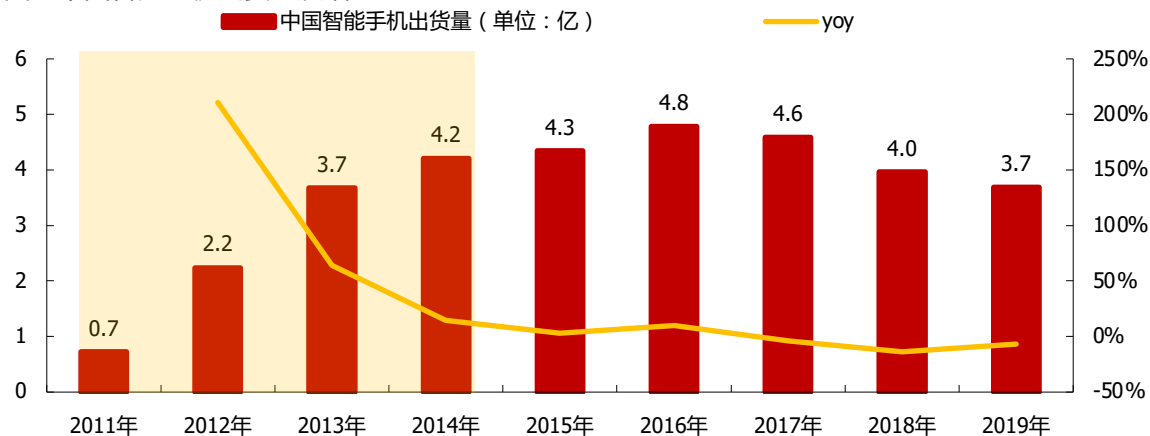
图：抖音发展历程



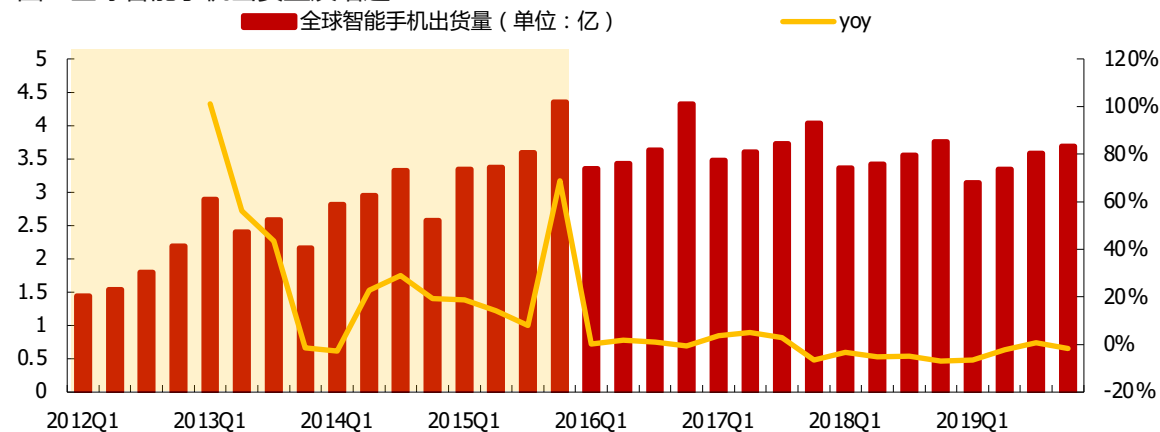
□ 资讯的移动化远高于搜索，社交和资讯一直都是用户在手机上的最大需求，搜索相对次要，字节（头条）作为推荐引擎的开创者，用其实现了个性化的信息分发，千人千面，予人所需，而抖音的推荐算法原理也与其基本一致。

□ 推荐效果=算法技术 x 兴趣获取 x 数据积累。

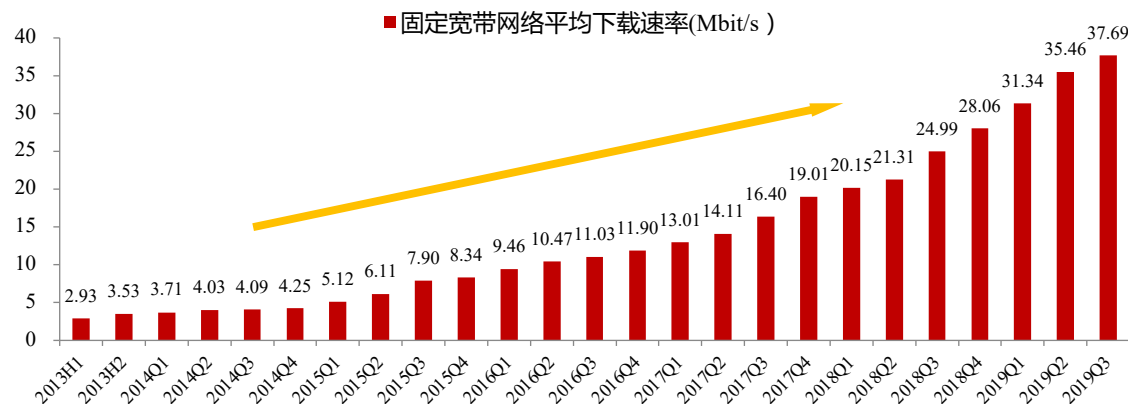
图：中国智能手机出货量及增速



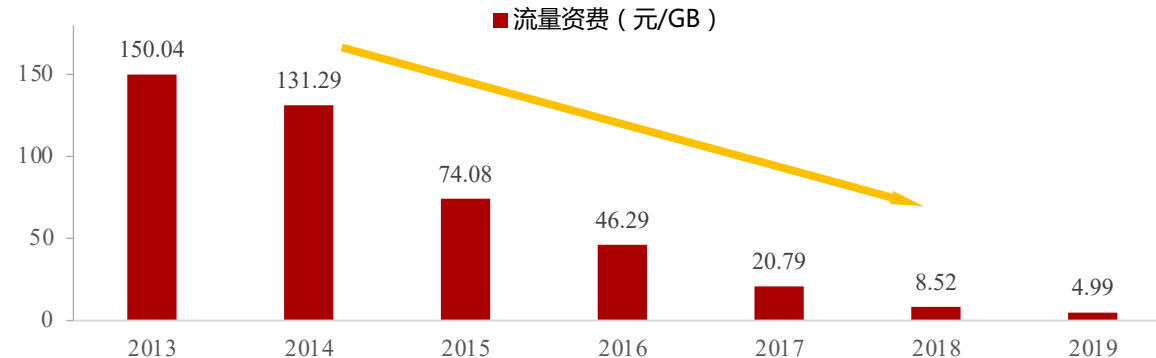
图：全球智能手机出货量及增速



图：网络提速降费是互联网营销行业爆发增长的技术支撑



图：我国流量资费变动情况

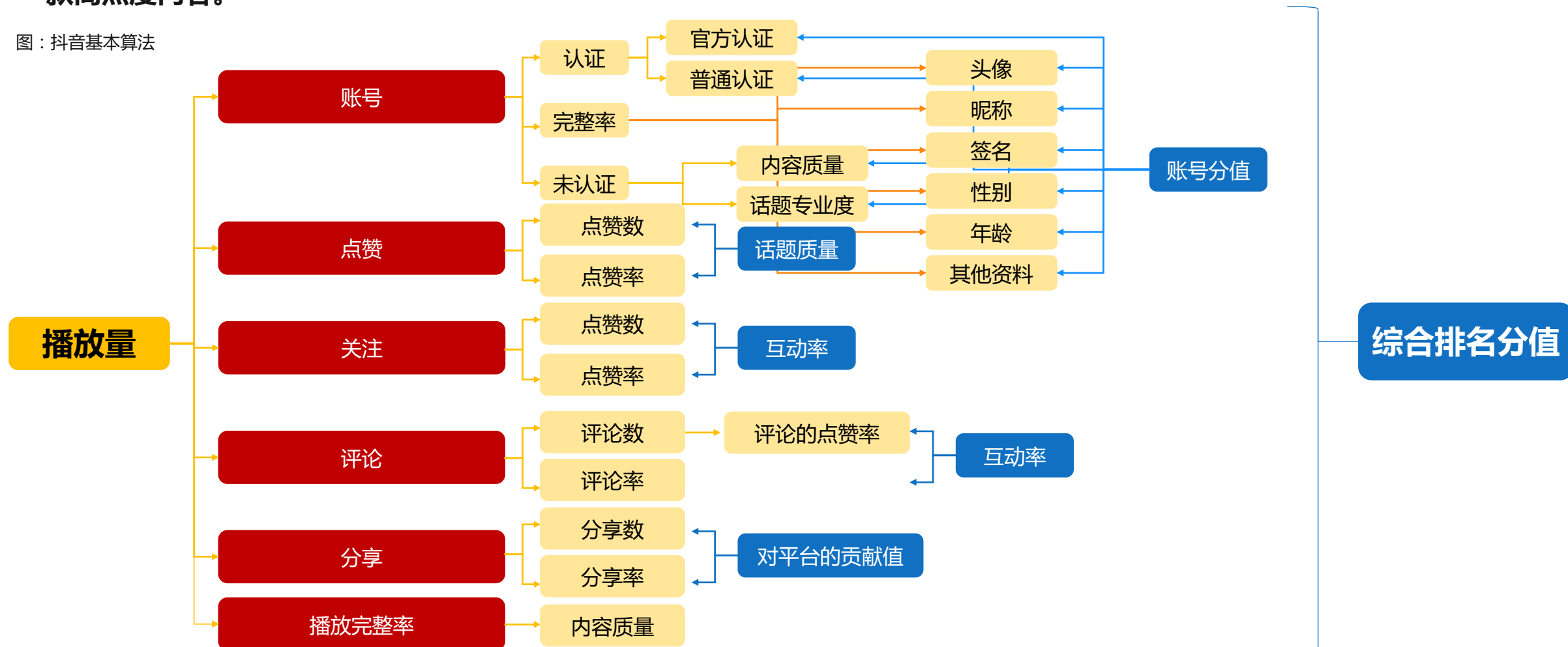


数据来源：公司公告，IDC、艾瑞咨询，工信部，《中国宽带速率状况报告》，浙商证券研究所

□ 抖音算法：漏斗机制，与今日头条的中心化推荐算法原理基本一致

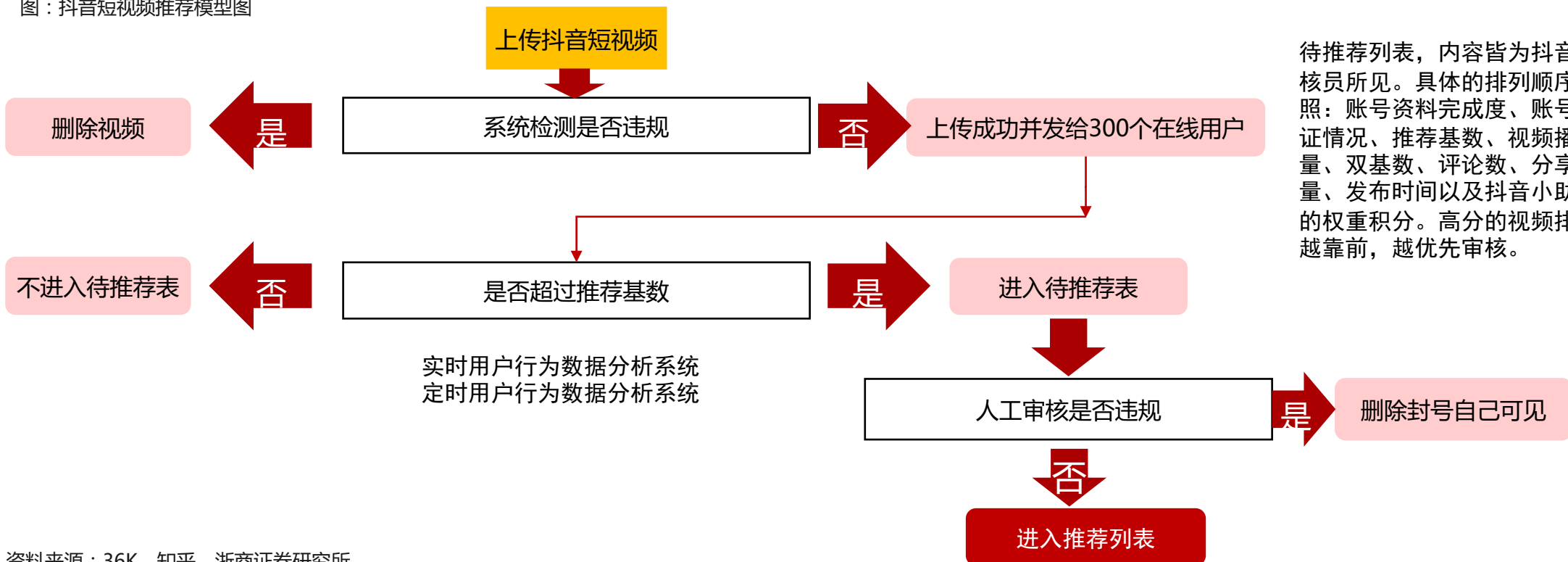
□ 抖音算法核心点：根据内容的点赞率、关注度、评论率、转发率、完播率叠加推荐，增加高播放量内容曝光次数，快速形成爆款高热度内容。

图：抖音基本算法



- 通过机器检测对视频内容进行关键词匹配后分发给200-300在线用户。根据用户对内容的反馈决定是否叠加推荐到更高流量池，对高播放量内容进行高强度曝光，同时自身爆款视频能够带动系统“挖坟”。
- 主要分为三步：（1）冷启动流量池曝光，短视频上传后，抖音会随机给每个短视频分配一个平均曝光量的冷启动流量池。比如，每个短视频通过审核发出后，平均有1000次曝光；（2）数据挑选，抖音会从这1000次曝光中，分析点赞、关注、评论、转发等各个维度的数据，从中再挑出各项指标超过10%的视频，每条再平均分配10万次曝光。然后再去看哪些是点赞、关注、转发、评论是超过10%的，再滚进下一轮更大的流量池进行推荐；（3）精品池推荐，爆款短视频诞生。

图：抖音短视频推荐模型图



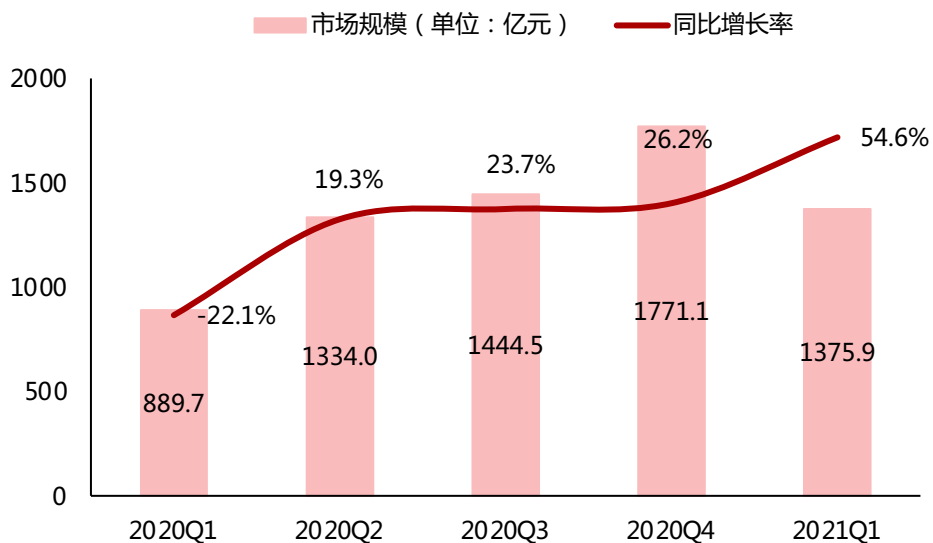
# 03

## 业务模式 拆分梳理

- **广告业务量化：收入增长的驱动力**
- **电商业务：以内容平台切入，构建生态闭环**
- **游戏业务：打破限制新发展**

- 2021Q1广告投放活跃度接近2020Q3水平，相较于2020年同期特殊情况，同比增长显著。
- 字节等国内移动互联网公司基于其核心APP用户的快速增长和市场对其应用功能的高度需求，整体覆盖率近几年持续扩大，以争夺用户使用场景、流量和市场。

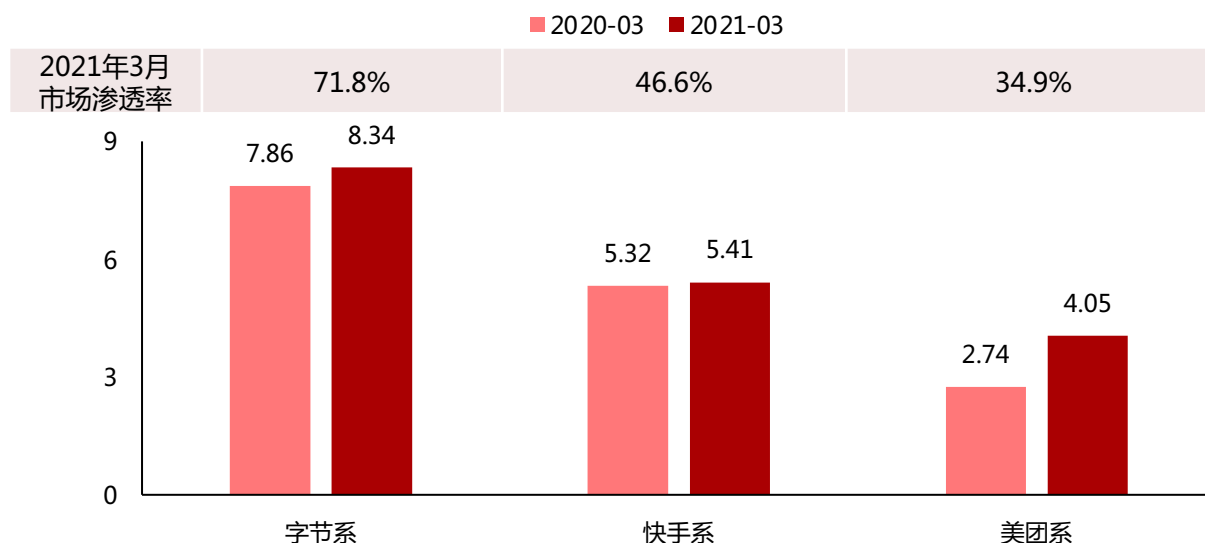
图：2020Q1-2021Q1中国互联网广告市场规模变化



注：广告形式为互联网媒介投放广告，不包括直播、软植、综艺节目冠名、赞助等广告形式，新增游戏买量广告。

数据来源：QuestMobile、浙商证券研究所

图：国内移动互联网巨头去重月活跃用户规模变化情况 (单位：亿)



注：1、各派系选取APP包含自有APP、控股公司APP；  
2、各派系选取旗下MAU≥1万的APP，渗透率=各派系旗下MAU≥1万的APP合计去重用户规模/移动互联网活跃用户规模

数据来源：QuestMobile、浙商证券研究所



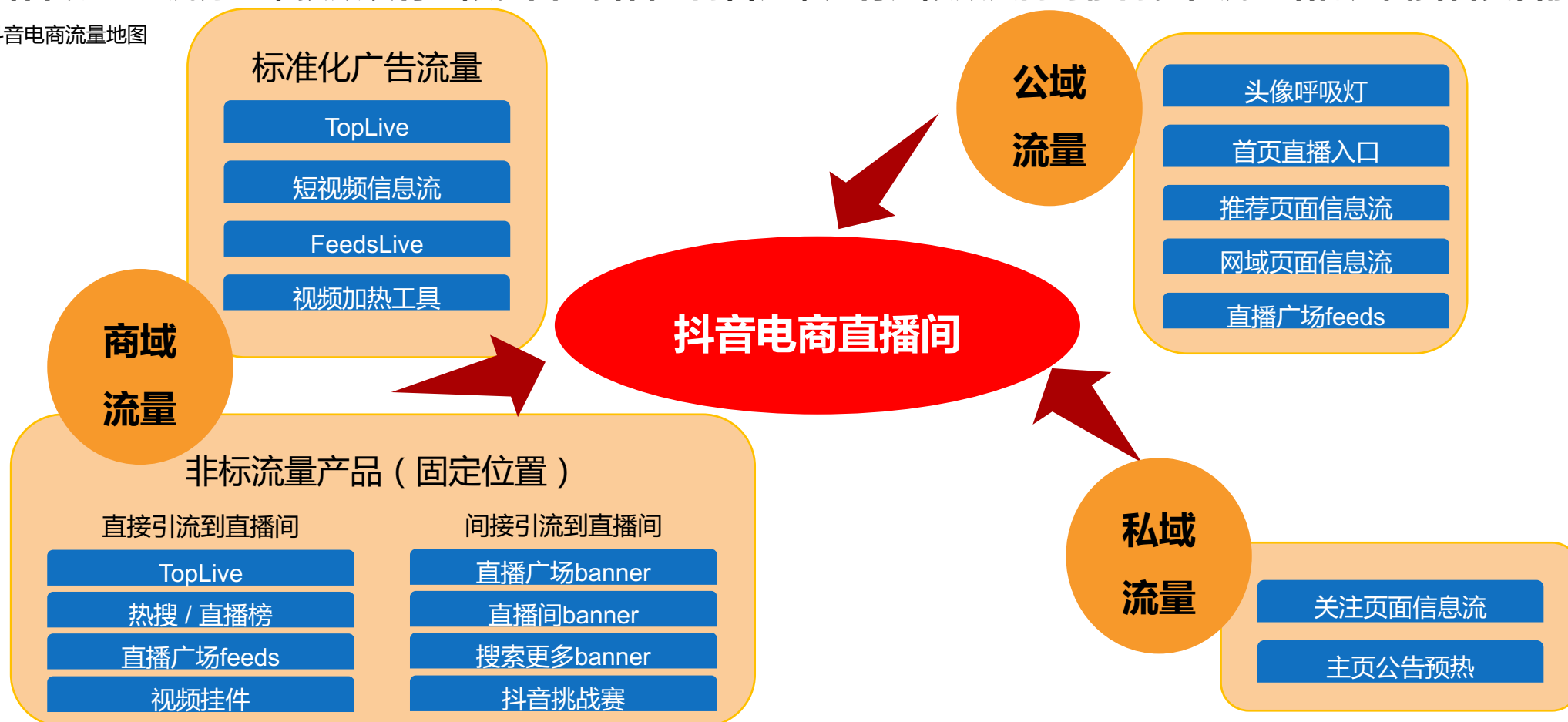
- 抖音利用自身内容平台的强属性及强运营优势。以短视频广告营销为核心，配合直播带货，为商家提供常态化内容营销和直播组合服务。
- 2020年抖音发力搭建自有电商体系，限制外部电商平台，加速形成自有电商生态闭环。

图：抖音电商产品地图



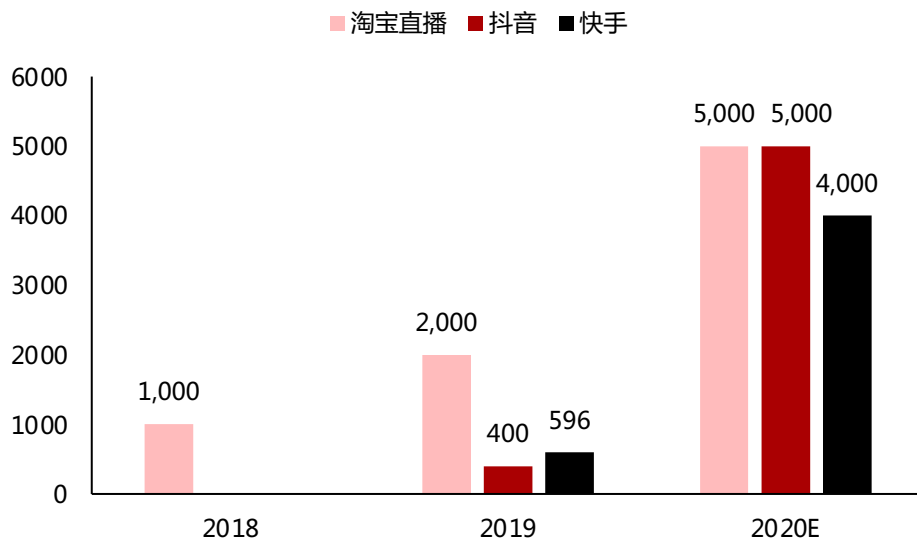
- 2020年6月，“电商”已明确成为字节跳动一级部门，成为公司重要战略方向，与抖音、今日头条并列。
- 抖音系统基于用户兴趣推荐内容，但不同频道下内容推荐逻辑和内容生态不同，直播广场为直播类内容聚合地，除电商直播外还含有其他秀场、游戏类直播等。而电商直播之所以能够获得更多的“推荐Feed流”，除了本身直播间内精细化运营的转化外，短视频引流所撬动的“直播推荐Feed流”则是电商直播间最主要的流量来源。
- 抖音以Feed流为主，投放没有上限。因此抖音上的营销，是有无限放大的可能的。在流量结构方面抖音更智能、更匹配。

图：抖音电商流量地图



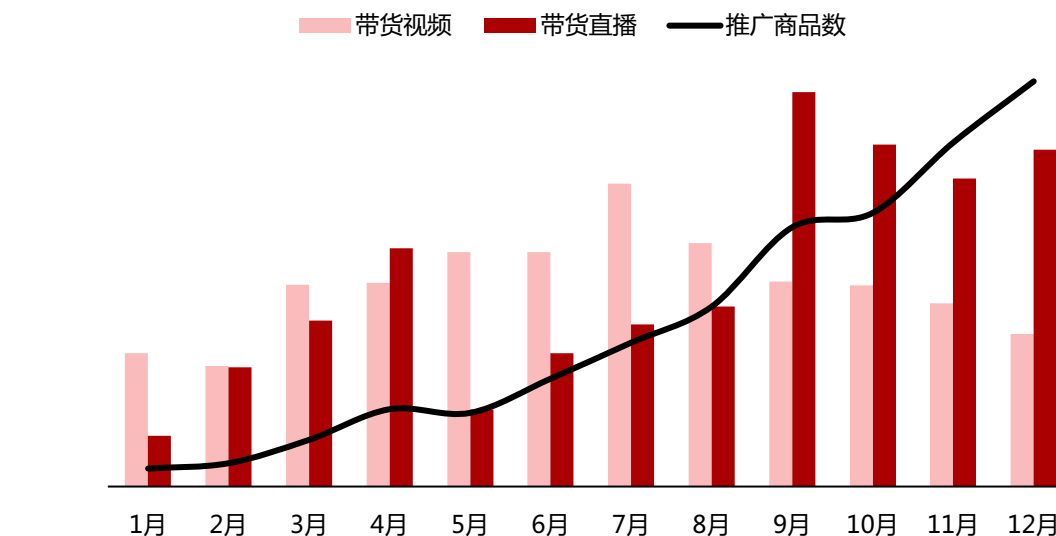
- 2019-2020年为电商行业分水岭，之前淘宝处于直播行业中遥遥领先的地位。直播电商在2019年爆发后，抖音和快手等竞争对手迎头赶上，行业中各大平台数据变化显著。
- 抖音直播带货电商布局滞后于淘宝和快手约一年时间，2020年下半年，抖音对直播电商定位逐渐明确，布局品牌店播，与竞争对手实现差异化发展。
- 增量方面，抖音的份额迅速增长，化妆品如珀莱雅的品牌直播能够做到100-200万/天。

图：淘宝直播/抖音/快手直播电商GMV估计（亿元）



数据来源：36k、晚点LatePost、快手招股书、浙商证券研究所

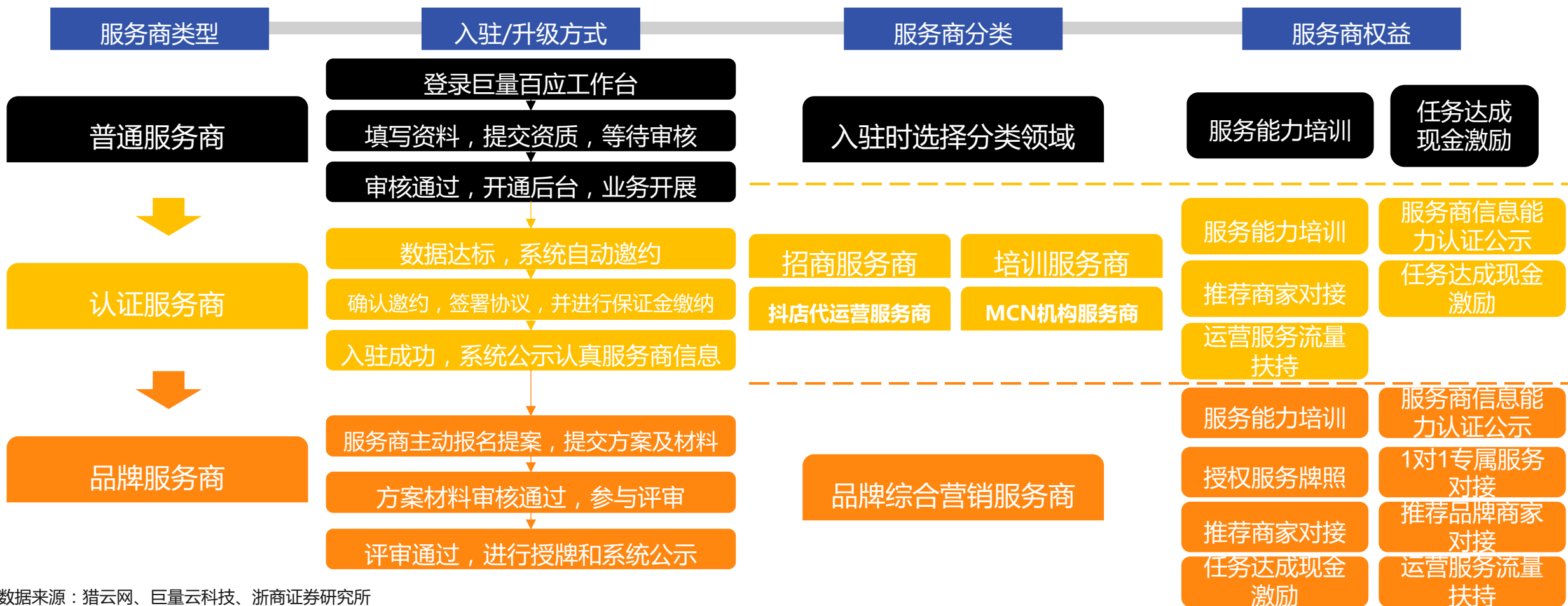
图：2020年抖音推广商品数及视频、直播带货月趋势图



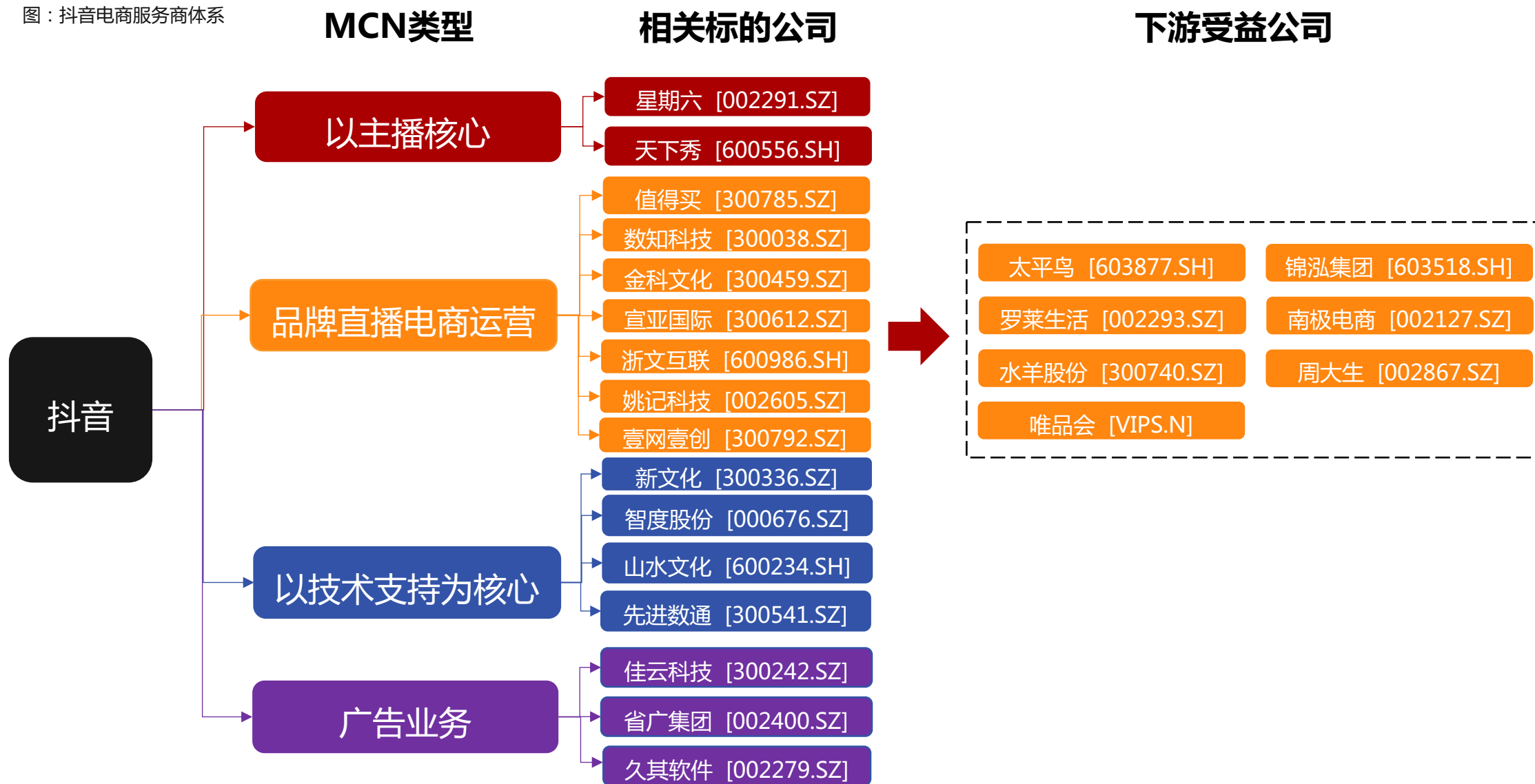
数据来源：飞瓜数据统计2020年商品抖音销量在500以上的商品数据、浙商证券研究所

- 随着抖音电商的迅速发展，「品牌+服务商」合作模式逐步完善——服务商为品牌及商家提供包括账号运营服务、店铺服务、直播服务、流量服务、培训及客服物流服务等全链路经营管理服务，结合自身优势满足品牌在抖音电商平台的个性化营销需求。
- “三大扶持计划”，发力兴趣电商。帮助1000个商家、100款优质商品实现年销破亿元，1万个优质达人年销破千万元。

图：抖音电商服务商

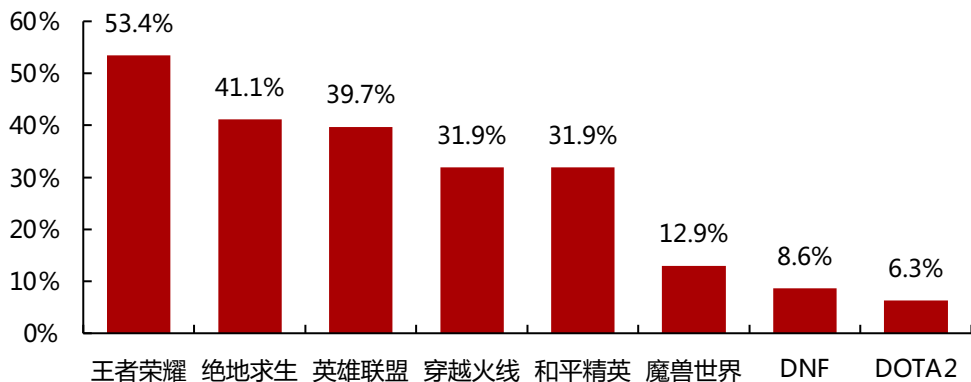


图：抖音电商服务商体系



- 腾讯对游戏版权的控制限制了字节跳动在直播、短视频方面的游戏内容来源，抖音依赖于UGC和PUGC内容，而腾讯垄断了几乎所有热门游戏的内容版权，上游版权受到限制使得抖音的游戏内容业务及游戏直播业务推进缓慢。
- 抖音：收购+组建4地8大工作室，20+代理/自研游戏在售，组成千人游戏团队

图：2019年游戏用户观看各游戏直播占比



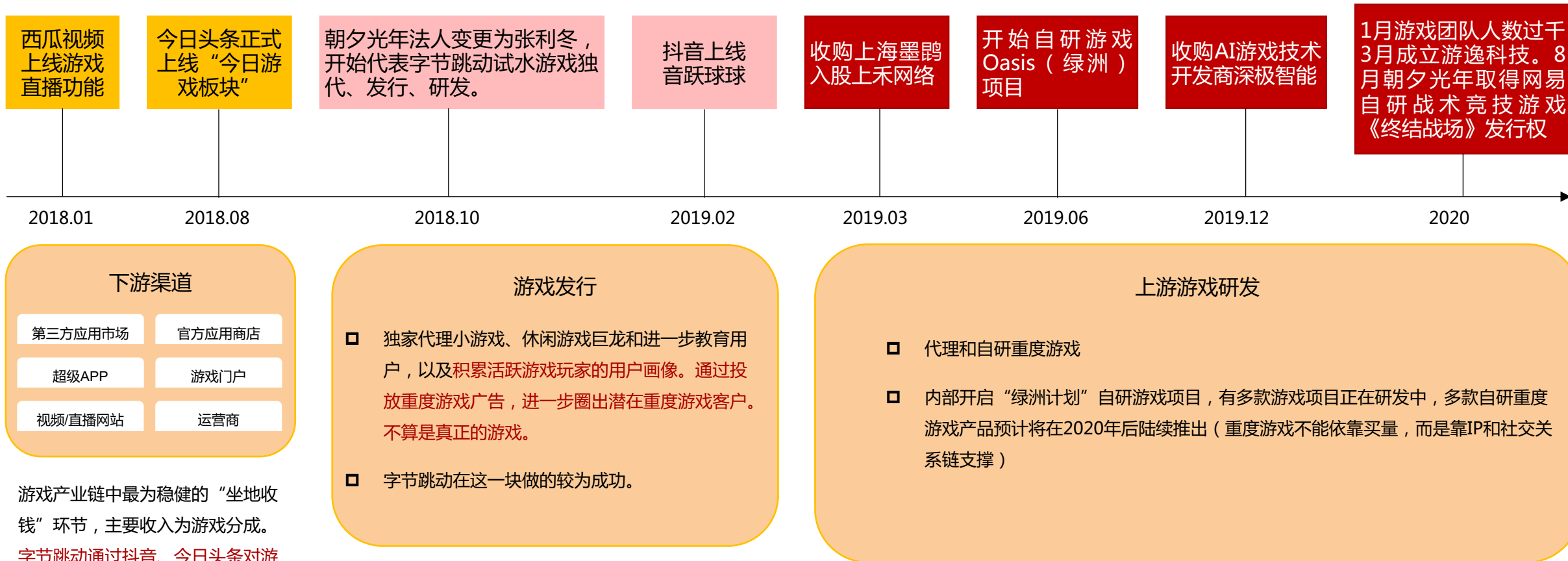
图：腾讯对字节系产品及主播游戏版权诉讼统计

2018年11月	腾讯起诉西瓜视频，申请禁止其直播《王者荣耀》
2019年3月	腾讯起诉西瓜视频及今日头条，申请禁止其直播《英雄联盟》
2019年3月	腾讯起诉西瓜视频，申请禁止其传播《王者荣耀》视频
2019年5月	腾讯起诉西瓜视频及今日头条，申请禁止其直播《英雄联盟》视频
2019年5月	腾讯起诉抖音，申请禁止其直播《王者荣耀》
2019年5月	腾讯起诉西瓜视频及今日头条，申请禁止其传播《王者荣耀》视频
2019年5月	腾讯起诉西瓜视频，申请禁止其直播《王者荣耀》
2019年5月	腾讯起诉西瓜视频及今日头条，申请禁止其直播《穿越火线》
2019年6月	腾讯起诉西瓜视频主播徐某，要求其立即停止在第三方平台直播《英雄联盟》

数据来源：艾瑞、极光大数据、36k、浙商证券研究所

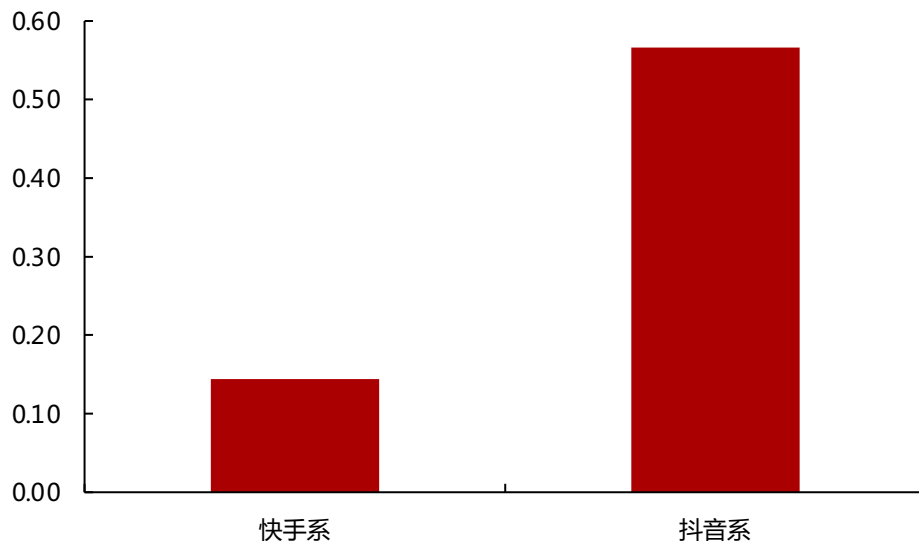
□ 从渠道到发行再到研发，不断向游戏产业上游进军，发展速度非常快。

图：字节跳动游戏业务布局情况图



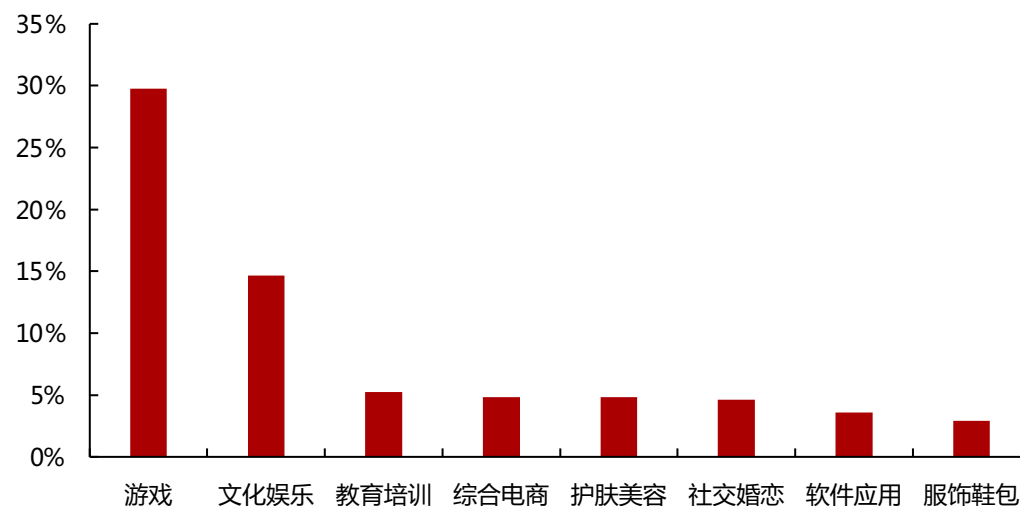
□ 据App Growing数据，游戏在抖音广告投放量占比稳定在30%左右，稳居第一。

图：2020年快手系VS抖音系单小时广告收入（元）



资料来源：公司公告、QuestMobile、浙商证券研究所

图：2021Q1抖音媒体中广告分布数（%）



资料来源：App Growing微信公众号、浙商证券研究所



□ 抖音电商产业链服务商体系中，不同MCN平台侧重类型相关投资标的梳理。

□ 以主播为核心

- 星期六 [002291.SZ]：旗下遥望网络主播培养平台。
- 天下秀 [600556.SH]：旗下WEIQ红人营销平台。

□ 以品牌直播电商运营为核心

- 值得买 [300785.SZ]：综合消费内容运营平台。
- 数知科技 [300038.SZ]：涵盖专业MCN营销平台。
- 金科文化 [300459.SZ]：专注IP打造的MCN。
- 宣亚国际 [300612.SZ]：专业整合营销传播MCN。
- 浙文互联 [600986.SH]：数据技术运营MCN。
- 姚记科技 [002605.SZ]：旗下商策科技，主营直播代运营、店铺代运营等。
- 壹网壹创 [300792.SZ]：系统解决方案供应。

□ 品牌店播下游受益公司

- 太平鸟 [603877.SH]
- 罗莱生活 [002293.SZ]
- 锦泓集团 [603518.SH]
- 南极电商 [002127.SZ]
- 水羊股份 [300740.SZ]
- 周大生 [002867.SZ]
- 唯品会 [VIPS.N]

□ 以技术支持为核心

- 新文化 [300336.SZ]：全方位综合运营公司。
- 智度股份 [000676.SZ]：国内稀缺的境外流量入口平台，Spigot“算法+大数据”驱动。
- 山水文化 [600234.SH]：巨量引擎核心代理公司。
- 先进数通 [300541.SZ]：IT技术支持。

□ 以广告业务为核心

- 佳云科技 [300242.SZ]：巨量引擎核心代理方，专注移动营销领域，整合营销及互联网营销。
- 省广集团 [002400.SZ]：广告及营销服务整体代理。
- 久其软件 [002279.SZ]：Tiktok海外广告代理。

- 1、新流量快速变迁，短视频内容平台活跃客户下滑。
- 2、直播电商流量转化不及预期。
- 3、海外政治风险。

## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>