

2022年05月13日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 传媒互联网新消费行业：从字节跳动到抖音 变与不变

增持（维持）

投资要点

分析师：朱珠

执业证书编号：S1050521110001

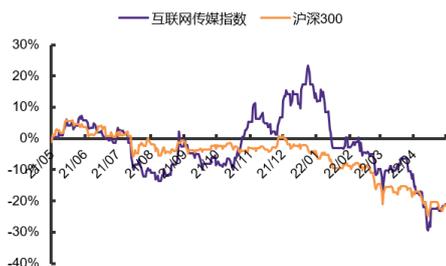
电话：021-54967577

邮箱：zhuzhu@cfsc.com.cn

## 行业相对表现

表现	1M	3M	12M
互联网传媒指数	5.9	-9.9	-21.2
沪深300	3.6	-1.4	-21.5

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

### 2020-2021年字节跳动从无边界扩张到有边界优化（保持拉升，避免僵化）

字节跳动通过渐进式创新实现主业快速增长，在夯实主业的同时也通过外延等方式切入新赛道助力后续新增长的可能性，技术并不能总会确保公司产品的竞争力与增长，其核心是来自目标一致的团队及文化。变（从字节跳动更名为抖音，组织架构调整），不变（企业文化及使命）。

### TikTok Global为字节跳动持股80%子公司（2020年估值625亿美元），后续重要篇章之一

2021年9月TikTok全球月活用户超10亿人，2022年将成为美国第三大社交平台，伴随TikTok的用户量级的进一步增长，TikTok有望成为国内企业出海的又一强渠道。TikTok在美国收入2022-2024年将分别达到59.6亿美元、87.5亿美元、110.1亿元（同比增速分别为184%、47%、26%），市占率为2.4%、3.1%、3.5%。

### 抖音集团核心商业化为广告营销与兴趣电商

2023年至2025年字节跳动（抖音）的广告营销收入增速有望逐步回暖，2022年中国互联网广告市场规模预计为7238亿元（同比增速11%），美国数字广告市场规模预计为2399亿美元（同比增加13.6%）；2022年抖音电商GMV有望超9000亿元，2022年中国直播电商市场规模有望达到2.85万亿元（同比增加46%），抖音集团的兴趣电商有望再下一城。

### 行业评级及投资策略

给予传媒互联网行业增持评级，字节跳动（抖音）产业链作为传媒互联网行业重要组成部分，2022年下半年传媒互联网板块有望在抖音集团资本化预期下带来新增量。2020-2021年字节跳动快速发展，2022年以抖音之名再战，变的是组织架构的调整与业务的优化，不变的是企业文化，2022-2023年，我们认为字节跳动（抖音）产业链红利有望持续，投资维度可看，**第一维度**关注抖音集团直接持股标的（掌阅科技）；**第二维度**关注与抖音集团主业有直接业务合作标的（蓝色光标、姚记科技、浙文互联、视觉中国等）；**第三维度**关注Pico VR硬件带来的硬件与内容新增量（歌尔股份、风语筑等），**第四维度**关注抖音集团在后续业务加码有望带来内容版权重估板块（华策影视、光线传媒、奥飞娱乐、新

经典、中信出版、吉比特等），2022年下半年及2023年伴随抖音集团的资本化进程，有望带来新增量新预期，进而给予传媒互联网行业增持评级。

## 风险提示

产业政策变化风险、推荐公司业绩不及预期的风险、红人直播等个人自身因素带来潜在风险、行业竞争风险、新技术发展不及预期的风险、隐私数据保护不及预期的风险、优质内容供给不及预期的风险、经营不达预期风险；疫情波动风险、宏观经济波动风险。

### 重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2022/5/12 股价	EPS			PE			投资评级
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
300058.SZ	蓝色光标	5.85	0.21	0.26	0.34	27.9	22.5	17.2	推荐
002605.SZ	姚记科技	15.21	1.42	1.67	2.06	10.7	9.1	7.4	推荐
300133.SZ	华策影视	4.31	0.21	0.26	0.31	20.5	16.6	13.9	推荐
603466.SH	风语筑	17.13	1.04	0.83	1.01	16.5	20.6	17.0	推荐
603096.SH	新经典	17.44	0.80	1.12	1.42	21.8	15.6	12.3	推荐
603444.SH	吉比特	323.88	20.43	22.24	26.22	15.9	14.6	12.4	推荐
600986.SH	浙文互联	4.94	0.22	0.29	0.37	22.5	17.0	13.4	推荐
000681.SZ	视觉中国	12.12	0.22	0.35	0.45	55.1	34.6	26.9	未评级
300251.SZ	光线传媒	7.07	-0.11	0.32	0.40	-64.3	22.1	17.7	未评级

资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 正文目录

1、变与不变：2020-2021年字节跳动从无边界扩张到有边界优化	5
1.1、变：从字节跳动（Byte Dance）到更名抖音（非业务分拆）	7
1.2、变与不变：字节跳动（抖音）有效的组织架构及不变的企业文化	9
1.3、TikTok是字节系后续重要篇章之一	10
1.4、字节跳动（抖音）的边界：主营收之一广告营销	14
1.5、字节跳动（抖音）的边界：抖音电商（从夯实到升级，从搜索到激发）	17
2、2022年以抖音之名再战	27
2.1、元宇宙：2022年看Pico进展	27
3、字节跳动（抖音）估值探讨	30
4、行业评级及投资策略	32
5、风险提示	33

## 图表目录

图表1：字节跳动的投资数量与金额	6
图表2：2021年字节跳动外延部分标的	7
图表3：2022年5月字节跳动更名为抖音有限公司	8
图表4：2022年字节跳动组织结构调整	9
图表5：2021字节跳动组织演进及平衡	10
图表6：2020年9月TikTok估值	11
图表7：2021年1-10月TikTok全球下载量及全球收入	11
图表8：2021年9月TikTok全球月活（左）、2021年1-11月TikTok下载量（右）	12
图表9：2021年9月TikTok全球月活（左）、2021年1-11月TikTok下载量（右）	12
图表10：2021年-2024年美国TikTok广告收入及同比增速及市占率（山）、TikTok用户规模	13
图表11：2016-2025年字节跳动广告营销收入及同比增速、占总营收比例走势	15
图表12：2018-2025年字节跳动总营收及同比增速	15
图表13：2019-2023年中国互联网广告市场规模及同比增速	16
图表14：2020-2025年美国数字广告市场规模及同比增速	17
图表15：抖音电商的购物节	18
图表16：抖音电商重要节点	18
图表17：抖音电商的使命	19
图表18：2021年中国网络直播用户及电商类直播人数	19

图表19: 抖音电商 (兴趣电商公式)	20
图表20: 2021年中国直播电商大事记	20
图表21: 2017-2022年中国直播电商交易规模及同比增速	21
图表22: 2022年618抖音电商预热及玩法	21
图表23: 2021年抖音与快手直播电商行业规模及同比增速	22
图表24: 2019年-2022年抖音与快手直播电商GMV规模及预期、市占率	22
图表25: 抖音电商达人广告报价 (上: 百万粉丝报价代表, 下: 千万粉丝报价代表)	23
图表26: 抖音电商服务商的四种类型	24
图表27: 抖音电商服务商的三个层级	24
图表28: 抖音电商服务商的流程图	25
图表29: 抖音电商之商家得四大经营阵地FACT	25
图表30: “十四五”电商发展主要指标	26
图表31: 2015-2025年电商交易额及预期	27
图表32: 字节跳动收购Pico、3月31日使用Pico可看电影《时光》	28
图表33: 2020-2025年中国VR市场出货量一体机 (万台)、同比增速	28
图表34: 2020-2025年中国VR市场出货量一体机 (万台)、同比增速	29
图表35: Pico Neo3产品成绩 (推出一周年)	29
图表36: 2020-2025年中国VR市场出货量一体机 (万台)、同比增速	30
图表37: 2021年8月字节跳动最新估值	31
图表38: 2019-2025年字节跳动、腾讯、快手三家营收及估值模型假设	31
图表39: 重点关注公司及盈利预测	32

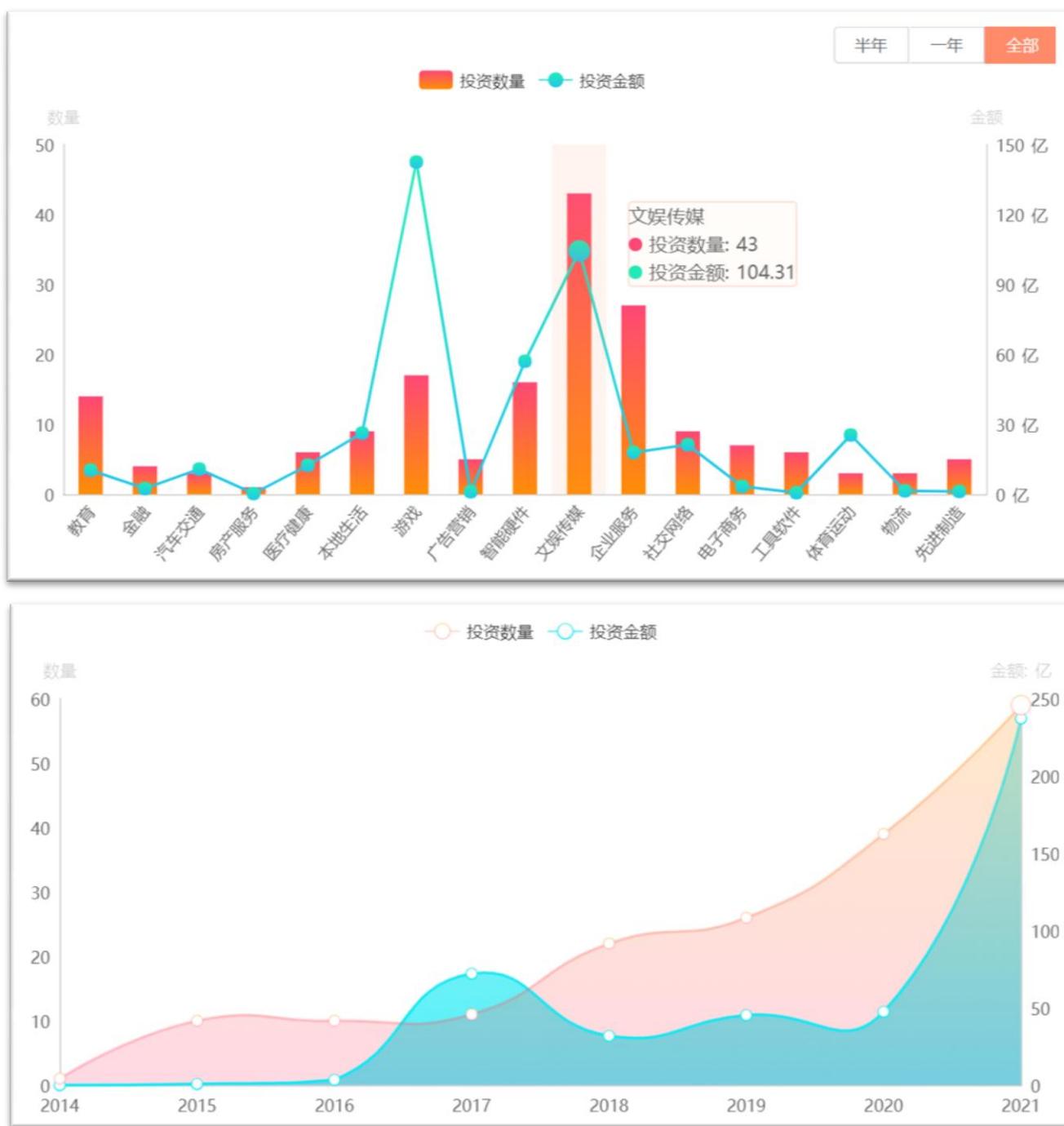
# 1、变与不变：2020-2021年字节跳动从无边界扩张到有边界优化

在《商业的本质》一书中指出，企业的本质是增长，达成该目标需要两点，第一，集中资源夯实主业；第二，将颠覆式创新改变为渐进式创新。字节跳动通过渐进式创新实现主业快速增长，在夯实主业的同时也在通过外延等方式切入新赛道助力后续新增长的可能性。字节跳动保持增长的原因如张一鸣曾指出，**技术并不能总会确保公司产品的竞争力与增长，其核心是来自目标一致的团队及文化。**我们认为企业发展过程中，不同发展阶段，也需要不同方法来管理，需要不断优化的策略来应对外部的变化，但字节跳动（抖音）其不变的核心是目标一致的团队及文化，这也是在公司组织架构调整下，不断传递出的态度。一家大型企业，从高速成长到常态化发展，不依靠单一个体来应对外部的调整，更多需要依靠整体的企业组织，保持拉升，避免僵化，来应对外部的发展。

## ➤ 字节跳动发展方向：内部看其藏在招聘中的选择，外部看其投资布局

**内部看**，2021年在字节跳动的社招中含有抖音电商（罗盘方向）、主播运营、抖音电商垂类达人运营、国际化电商解决方案及跨境类运营、电商美妆红人店运营、小说内容策略（番茄小说产品经理之英语采写编辑）、VR产品、国际支付、人群策略运营（电商增长）、穿山甲数据科学家、课程设计及合作发展（教育公益之大力教育）、国际音乐服务、剪映社区产品经理、飞书与火山的后端开发及系统集成工程师等。我们可看出在招聘中主要涉及直播电商、跨境电商、国际支付、内容、企业服务、教育、视频等方向；**外部看**，在外延中布局机器人、餐饮、物流、游戏开发、媒体、跨境电商、综合文娱、前研技术、医疗健康、企业服务等方面。**外部看**，字节跳动善用收购补充其团队基因，同时借助收购顺势进入全新的领域，比如投资物流、医疗健康（美中宜、好心情等）、智能硬件（Pico）、跨境物流综合服务商（纵腾集团）、本地生活（东方鸿鹄）、汽车交通（未来机器人）、文娱领域的校园音乐网红挖掘平台（不要音乐），以及乐A-soul等，均围绕用户或企业端需求的场景布局，字节跳动成为新晋并购王，不同与资本的无序扩张，字节跳动外延部分均围绕用户、企业场景的上下游探索。

图表 1：字节跳动的投资数量与金额



资料来源：IT 桔子、华鑫证券研究

图表 2：2021 年字节跳动外延部分标的

	公司	时间	行业	投资金额	并购方
1	沐瞳科技	2021.3	游戏	40亿美元	字节跳动
2	Manner咖啡	2021.6	餐饮	25亿美元	字节跳动
3	不要音乐	2021.7	文化传媒	战略投资	字节跳动
4	未来机器人	2021.7	汽车交通	战略投资	字节跳动
5	小鸟看看 (Pico)	2021.8	智能硬件	50亿元~90亿元	字节跳动
6	纵腾集团	2021.8	跨境物流服务商	战略投资	字节跳动
7	东方鸿鹄	2021.8	本地生活	战略投资	字节跳动
8	睿思芯科	2021.9	先进制造	A轮(数千万美元)	字节跳动
9	美中宜和医疗	2021.9	妇儿医疗平台	数亿元(战投)	字节跳动
10	未来机器人	2021.9	汽车交通	C轮投资	字节跳动

资料来源：IT 桔子、华鑫证券研究

2021年，字节跳动在《保持伸展，避免僵化》中指出，如何在10万员工遍布全球200多个城市实行可延展且有效的管理，如何抵抗组织的重力，保持企业的拉伸状态，字节跳动践行的是通过数据积累和透明来实现管理反馈和迭代，通过文化来增加共识，减少规则，抵抗组织的重力，保持拉伸状态。本篇我们也将从2020-2021年总结与2022年展望角度来看字节跳动（抖音），主要从字节跳动（抖音）的主要商业模式（营销及电商）以及TikTok三维度，看其如何从业务的夯实到业务的升级再到新业务（元宇宙Pico等）的切入，从变与不变角度看其发展趋势及方向上的边界优化。

## 1.1、变：从字节跳动 (Byte Dance) 到更名抖音 (非业务分拆)

字节跳动成立于2012年3月，目前公司的产品和服务已覆盖全球150个国家和地区、75个语种，曾在40多个国家和地区位居应用商店总榜前列。自2021年3月至2022年5月称为北京字节跳动科技有限公司，2022年5月后，更名为北京抖音信息服务有限公司，同时，抖音有限公司的曾用名也为字节跳动，北京抖音信息服务有限公司与抖音有限公司的持股人均为张一鸣与张利东。抖音有限公司旗下100%全资子公司约17家，分别为上海格物致品网络科技有限公司、小荷健康科技有限公司、北京潜龙在渊科技有限公司、北京游逸科技、天津基石科技、天津千江科技、北京字节新异科技、大力创新科技、北京

量子跃动科技、北京光锥之外科技、北京星云创迹科技、北京新港商贸、北京跳动空间科技、今日头条有限公司、江苏今日头条信息科技有限公司、北京抖音信息服务、上海图虫网络科技有限公司，全资子公司北京抖音信息服务有限公司旗下约12家全资子公司（也是抖音有限公司的全资孙公司），抖音有限公司全资子公司今日头条旗下拥有32家全资子公司（也是有限公司的全资孙公司），在子公司、孙公司之间，目前市场会称之为今日头条、抖音、字节跳动，综合的子公司、孙公司的构成可看出，自2022年5月之后，核心主体即为抖音，抖音旗下拥有今日头条、北京字节等，市场部分认为，字节跳动分拆抖音，我们从股权架构可看出，并不是子公司、孙公司的分拆，而是全公司的主体，从字节跳动更名为抖音，抖音旗下是今日头条、抖音、抖音火山版、西瓜视频、懂车帝、皮皮虾、飞书、番茄小说、巨量引擎、小荷健康、Faceu激萌、轻颜相机等产品、

图表 3：2022 年 5 月字节跳动更名为抖音有限公司



资料来源：爱企查、华鑫证券研究

## 1.2、变与不变：字节跳动（抖音）有效的组织架构及不变的企业文化

2021年11月2日，字节跳动CEO梁汝波指出，过去几年公司经历了快速发展，收购始终根据业务需要来调整组织，不断推动组织结构优化和升级。随着公司业务演化、团队成长，各业务面临不同的机遇和挑战。为了使命驱动，始终创业，保持组织灵活高效，激发创造力，公司将按照“紧密配合的业务和团队合并为业务板块，通用性中台发展为企业服务业务”的原则做出组织调整，成立六个业务板块。字节跳动面对的是创新行业，面对的现状是弹性的、灵活的，一是，面对规则，如果企业设置很多限制，员工会倾向于去遵守它，过多的规则会削弱对新机会的敏感度，二是，各种规则潜在可能会提升创新的成本，提高了试错、对创新的积极性有伤害，当行业出现较大变化时，在公司不能靠惯性前进的时候，累积的规则、流程和制度会成为较大的阻碍，会造成较大的问题。字节跳动指出，一方面面对组织规模不断成长，更加关注管理效率，确保管理可规模化，另一方面，关注管理效果，确保组织不僵化，保持弹性，探寻最优解。

字节跳动的管理机制不做一刀切，首先，注重文化建设，通过文化建设能够在公司建立更多的共识。用文化和理念引导进而达到不用依赖非常细致的规则，在文化上强调担当，强调务实敢为，强调主动推动事情往前走。把更基本的点强调好，会比建立一些细致的规则更加有效。字节跳动也有基本管理机制，比如预算管理、目标管理、序列级别、薪酬规范、绩效考核等，但所有的管理机制均不是一刀切的，均是指导性、方向性的，相关人均有空间和责任根据实际情况做出合理的决策。

图表 4：2022 年字节跳动组织结构调整

业务板块	板块负责事项
1、抖音	头条、西瓜、搜索、百科及国内垂直服务业务并入抖音。负责国内信息+服务业务整体发展，为客户提供优质内容+服务（负责人张楠）
2、大力教育	员工发展部技能及职业培训转型为职业教育业务并入大力教育，负责建立终生教育服务体系，覆盖智慧学习、成人教育、智能硬件、校园合作等，实现（负责人陈林）
3、飞书	飞书、EE、EA合并到飞书。负责提供企业协作与管理服务，整合即时沟通、在线文档、日历、音视频会议等办公协同应用，并提供OKR、招聘、绩效、合同等组织经营管理类产品（负责人谢欣）
4、火山引擎	字节跳动发展过程中累积经验、技术、平台能力开放给外部企业。负责助力企业数字化升级中实现持续增长（负责人杨震原）
5、朝夕光年	无合并事项。负责游戏研发与发行，面向全球用户与开发者，提供顶级游戏和打造玩家社群，为每位玩家带来有趣和激励人心的体验（负责人严授）
6、Tiktok	负责tiktok平台业务，也支持海外电商等延伸业务的发展（tiktok负责人周受资不再兼职字节跳动CFO）（负责人周受资）
7、Pico	2021年8月字节跳动收购中国虚拟现实设备公司Pico（小鸟看看）西瓜视频负责人任利峰、抖音综艺负责人宋秉华、抖音娱乐总监吴作敏已相继转至VR产品部门

资料来源：36kr、华鑫证券研究

➤ 抵抗组织的重力，保持拉伸

在一个大规模的、多元业务且快速发展的全球化组织里，如何做到可延展并且有效的管理，字节跳动的做法是通过文化来增加共识，减少规则；通过基本管理机制来实现管理效率；通过让管理者承担起管理职责来保证管理的有效性；通过数据积累和透明来实现管理反馈和迭代；通过工具系统来支撑这些的实现。

图表 5：2021 字节跳动组织演进及平衡



资料来源：字节跳动官方公众号、华鑫证券研究

### 1.3、TikTok是字节系后续重要篇章之一

➤ TikTok Global为字节跳动持股80%的子公司（2020年9月估值625亿美元）

2017年9月TikTok上线，其愿景是“激发创造，带来愉悦（Inspire Creativity and Bring Joy）”，2020年6-7月，从印度的禁止字节跳动旗下海外短视频TikTok，到7月美国以国家安全为由拟禁止其在美国的下载并给出时间期限，期间的谈判经历微软、甲骨文、沃尔玛等其它海外投资基金，历经波折后2020年9月20日美总统Trump口头指出已签署了同意TikTok在美国继续运营的行动指令，甲骨文及沃尔玛将持有TikTok的20%股权，TikTok也将进行Pre-IPO，融资后TikTok Global将成为字节跳动持股80%的子公司，TikTok Global的董事会包括字节跳动的创始人和字节跳动的现任董事，以及沃尔玛CEO。TikTok Global还将启动上市计划，进一步增强治理结构和透明度，TikTok与美方甲骨文、沃尔玛达成原则性共识后，为TikTok的发展扫清潜在地缘影响，2020年9月TikTok估值为625亿美元，也利好字节跳动在中国及海外的商业化发展。

图表 6: 2020 年 9 月 TikTok 估值

2020-09-19

TikTok是字节跳动旗下短视频社交平台，愿景是“激发创造，带来愉悦”，为全球用户提供短视频制作、播放、直播、社交等。日前TikTok近期将开启一轮战略融资，甲骨文和沃尔玛将在此轮融资共计投资近1000亿元（约125亿美元）。该轮融资完成后，TikTok的投后估值将达到近5000亿元（约625亿美元），同时字节跳动将继续掌握TikTok的控制权，甲骨文和沃尔玛则会分别获得TikTok12.5%和7.5%的股份。



资料来源：IT 桔子、华鑫证券研究

➢ TikTok在2021年1-10月全球下载量超32亿次，全球收入超35亿美元

据SensorTower数据显示2021年1-11月TikTok在美国下载量为6800万次，连续三年登录美国娱乐应用下载榜，YouTube与Hbo Max下载量分别为4300万次、3200万次；亚洲市场（不含中国）TikTok总下载量为1.8亿次，在中东地区TikTok的下载量为1700万次。

图表 7: 2021 年 1-10 月 TikTok 全球下载量及全球收入



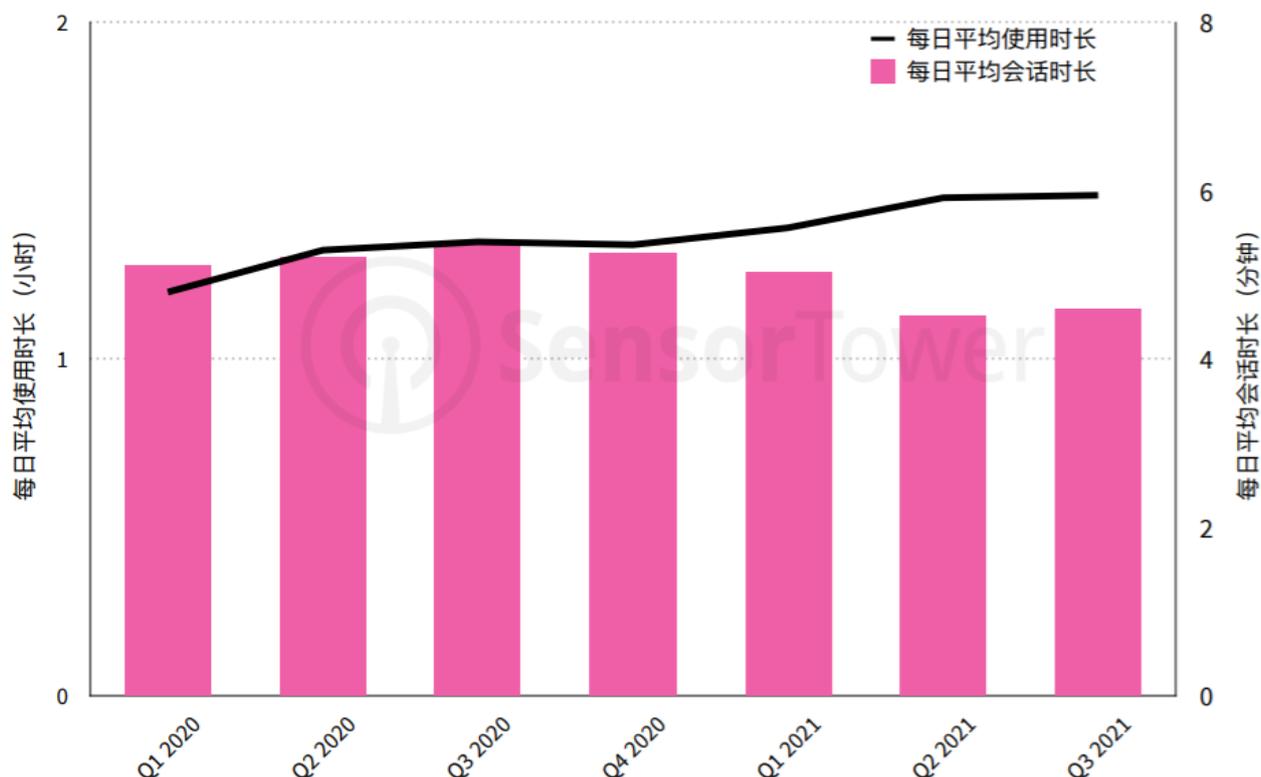
资料来源：SensorTower、华鑫证券研究

➢ 2020年一季度至2021年三季度TikTok用户每日平均使用时长持续攀升

2021年9月TikTok全球月活用户超10亿人，受新冠疫情影响，全球安卓用户每日平均使用TikTok时长自2020年显著提升，在2021年第三季度已以近1.5小时，这一趋势有望持续提高；如何充分优化用户碎片时间的使用体验将成为短视频娱乐应用核心关键之一。

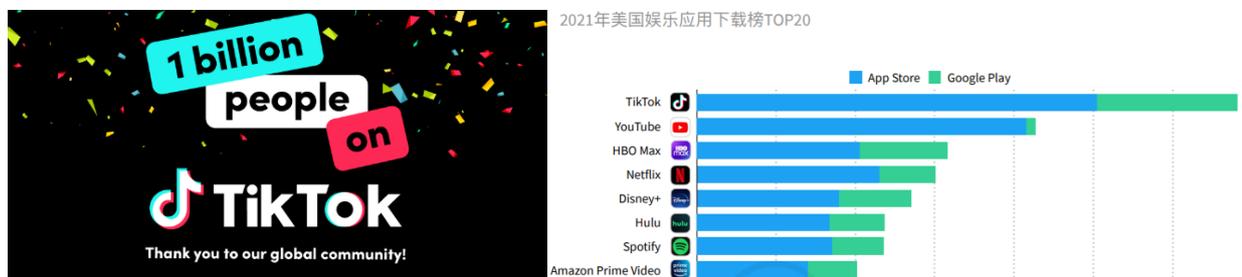
图表 8: 2021 年 9 月 TikTok 全球月活 (左)、2021 年 1-11 月 TikTok 下载量 (右)

《TikTok》全球安卓用户使用时长趋势



资料来源: SensorTower、华鑫证券研究

图表 9: 2021 年 9 月 TikTok 全球月活 (左)、2021 年 1-11 月 TikTok 下载量 (右)



资料来源: Morketing Global、SensorTower、华鑫证券研究

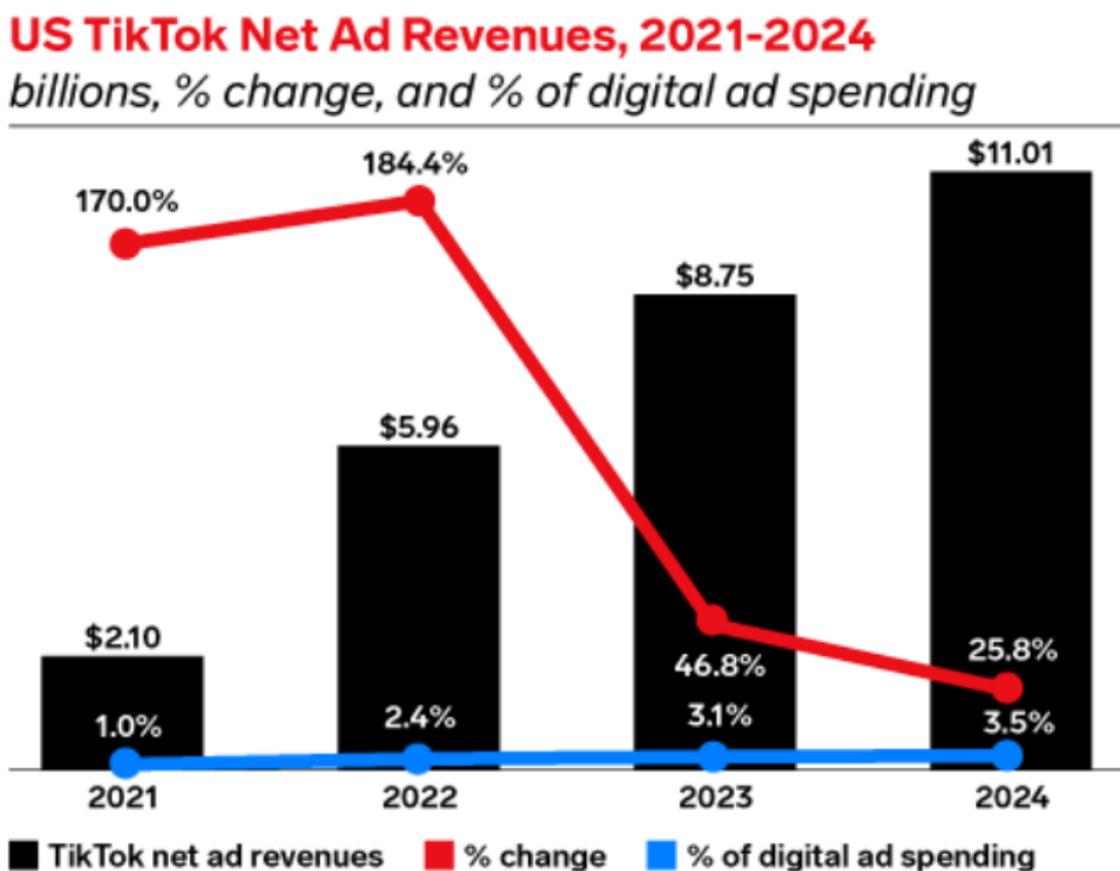
➢ TikTok在美国收入2022-2024年将分别达到59.6亿美元、87.5亿美元、110.1亿元 (同比增速分别为184%、47%、26%)，市占率为2.4%、3.1%、3.5%

2022年5月，eMarketer数据显示美国版抖音TikTok广告收入将预计在2024年超

请阅读最后一页重要免责声明

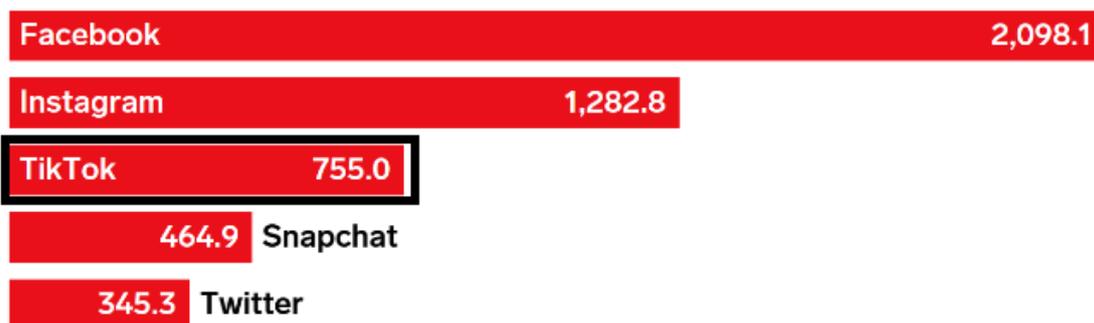
YouTube, 2024年TikTok在美国的广告收入将达到110.1亿美元, 占数字营销时长的3.5% (如下图所示)。在美国约超过40%的Z世代用户每天在TikTok上花费时间超3小时, 在2020年用户在TikTok与Facebook上花费时长分别为38.6分钟、34.6分钟, TikTok的用户时长超过Facebook (Meta Platforms); 从用户角度看, 2022年预计全球社交平台中TikTok用户规模达7.55亿元 (位列全球第三)。TikTok在美国的广告收入增速将达到184%, 在高增速下, 国内姚记科技旗下芦鸣科技拥抱字节系, 着力互联网营销。伴随TikTok的用户量级的进一步增长, TikTok有望成为国内企业出海的又一强渠道, 姚记科技旗下芦鸣科技进一步加码出海营销, 有望分享TikTok广告收入高增速下的红利。

图表 10: 2021 年-2024 年美国 TikTok 广告收入及同比增速及市占率 (山)、TikTok 用户规模



### Social Network Users Worldwide, by Platform, 2022

millions



资料来源：eMarketer、华鑫证券研究

## 1.4、字节跳动（抖音）的边界：主营收之一广告营销

- 2018年4月，今日头条将整体品牌变更为“字节跳动”，也是商业化加速的开始

在2018年期间，字节跳动的商业模式持续探索，2018年5月今日头条上线在线英语教育品牌gogokid（复刻VIPKID），2018年6月，今日头条在安卓版的APP里上线了“今日游戏”模块，并为游戏厂商流出活动宣传的广告位，正式涉足游戏分发运营，2018年7月，今日头条APP上线借贷产品“放心借”，2018年8月名为“值点”的电商APP上线（产品定位为“优质低价网上超市”），2018年10月，生活社区产品“新草”正式上线，定位为“年轻人都在逛的种草社区”（对标小红书），2018年11月今日头条正式推出“头条小程序”，提供了文章详情页、微头条、小视频、搜索、账号主页、个人中心、钱包和信息流广告位8大流量入口，与腾讯、阿里、百度展开小程序争夺赛；2019年1月，今日头条推出针对年轻人的社交产品“多闪”，与罗永浩的聊天室，王欣的马桶MT，三产品正面叫板微信，在2018年，字节跳动在其今日头条、抖音、西瓜视频等进行新商业模式探索，通过张一鸣的一系列探索，可看出商业模式框架即快速推出一款产品，快速进行市场验证，具有爆款潜力即进行资源倾斜，若无潜力高速增长后即更换。在流量换流量的模式下，2018年也是字节跳动进入流量变现的阶段（其背后与流量有关，也与其融资有关）。2018年，字节跳也正式与BAT正面交锋，2018年字节跳动集团化发展策略更加清晰，2018年抖音强势崛起下，今日头条从流量到变现，一手相对具有变现潜力的今日头条，一手快速发展的抖音，其它产品矩阵不断丰富，字节跳动的集团化战略初成，同时面对外部巨头，腾讯基于人与人的关系做内容的分发，百度基于智能算法，字节跳动的优势是将两者结合起来，一边有千人千面的算法优势做个性化推荐；另一边有庞大的社会化创作体系低成本地获取海量内容，在BAT巨头林立下，字节跳动再一次验证将颠覆式创新改变渐进式创新，取长补短，不断修正。

- 2018年内容上的监管让字节跳动提前练兵

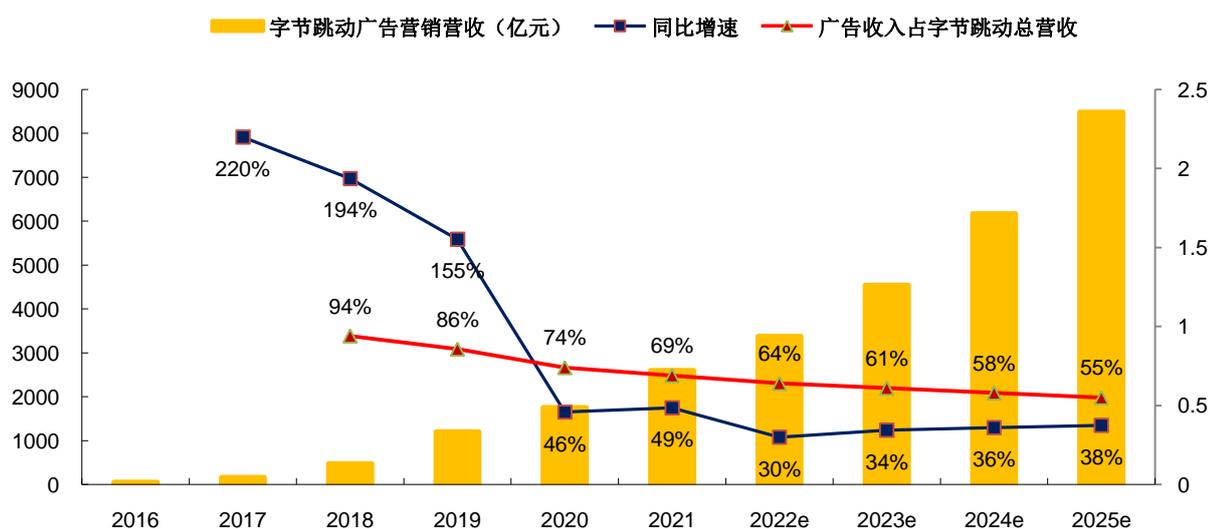
在2021年我们讨论反垄断下，回看2018年，字节跳动面对监管已造成其阶段性元气受损，2018年是内容行业的监管大年，字节跳动旗下的今日头条相关负责人在2018年1月被约谈，4月9日关部门下发指令要求各互联网应用商店从即日起暂停今日头条等新闻资讯类App下载服务三周；4月11日，广电总局责令今日头条永久关停“内涵段子”客户端软件及公众号；7月4日，抖音被监管部门要求启动广告业务的专项整改，面对外部政策监管，2018年今日头条首次对外霹雳推荐算法原理，4月头条将Slogan从“你关心的，就是头条”改为了“信息创造价值”；4月11日，张一鸣发公开信称今日头条将永久关停“内涵段子”，且反思认错，此后字节跳动上线类似产品“皮皮虾”，明确要打造成正能量娱乐社区；抖音在一系列整改后，8月再度恢复广告服务。由于外部监管也让字节跳动在2018年的pre-IP0暂停，但监管下的压力测试也为后续字节跳动面对外部事件下的应对有了较好的提前练兵。

- 字节跳动的变现模型：“做内容、造流量、卖广告、创工具、做电商新拓展”

2018年7月抖音上线“星图平台”，品牌主、MCN公司、明星达人均可进行内容交易，2018年8月今日头条在北京发布穿山甲联盟，对标百度联盟，2018年字节跳动的核心营

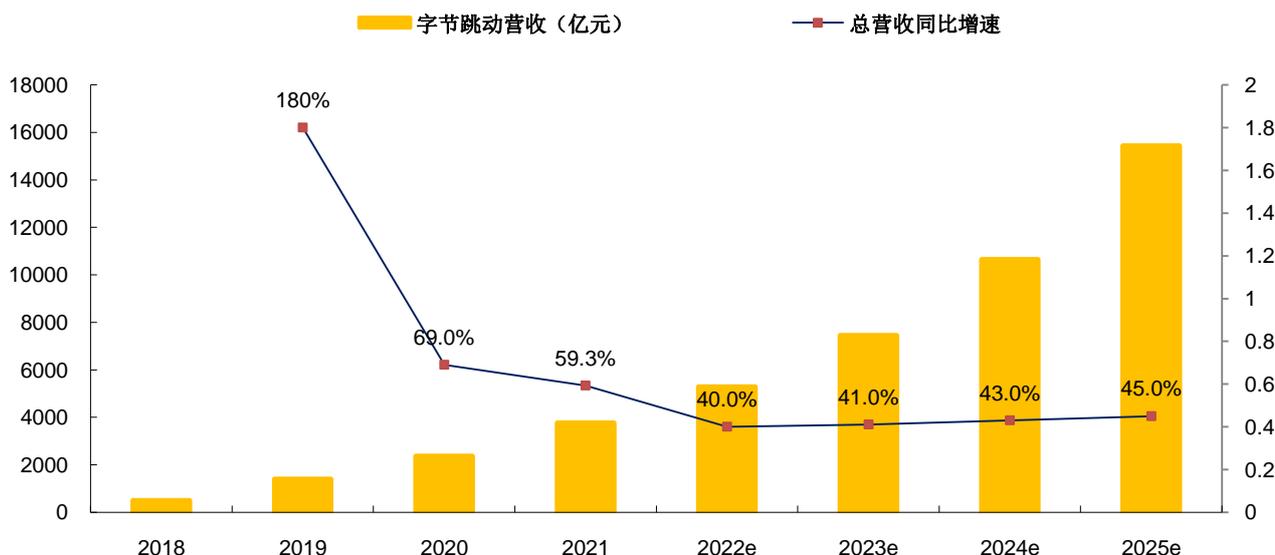
收来自今日头条贡献的广告收入，字节跳动的广告收入从2016年的50亿元增至2018年的470亿元，在2018年加码商业化变现后，2019年字节跳动广告营销收入突破千亿元达到1200亿元，2017-2019年三年增速均超在150%，广告主预算受到宏观经济波动的影响以及2020-2022年全球疫情波动影响，我们预计2022年其广告营销收入增速相对稳定在30%，2023年伴随疫情管控进展及经济复苏，我们预计字节跳动广告营销收入增速较2022年有所增加，同时2023年至2025年字节跳动的广告营销收入增速有望逐步回暖。

图表 11：2016-2025 年字节跳动广告营销收入及同比增速、占总营收比例走势



资料来源：36kr、猎云网，华鑫证券研究

图表 12：2018-2025 年字节跳动总营收及同比增速



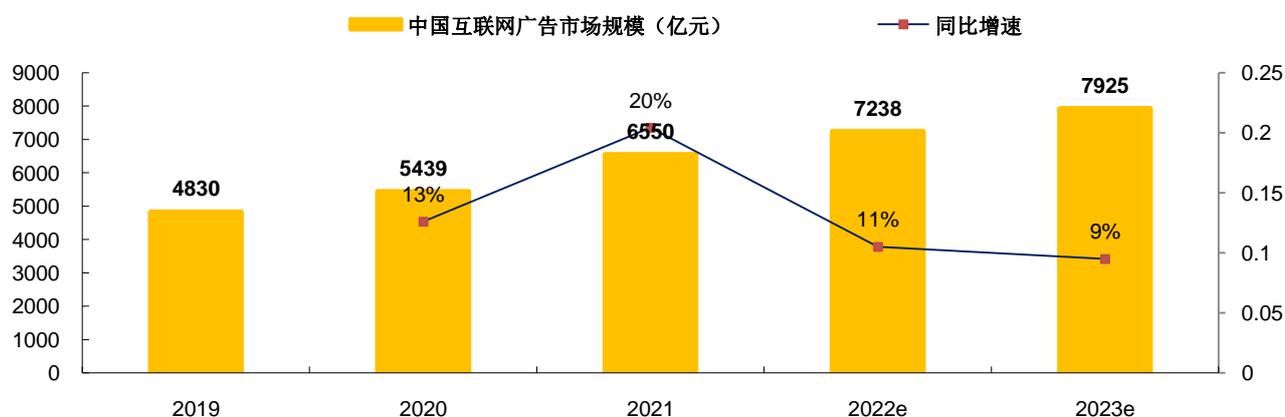
资料来源：36kr、猎云网、华鑫证券研究

- 2022年中国互联网广告市场规模预计为7238亿元（同比增速11%），美国数字广告市场规模预计为2399亿美元（同比增加13.6%）

从行业数据看，中国互联网广告市场规模预计将从2019年的4830亿元增加至2022年的7238亿元，2021年第三季度受特定行业广告主投放预算缩减营销增速，但全年仍保持增长，2022年由于3-5月疫情波动，预计也将带来季度性广告主投放缩减，但总体看全年，仍需看疫情管控进展。

消费习惯加速线上化，品牌方与渠道建立更强粘性后，推动电商类广告增长，视频平台通过高粘性 & 个性化内容推荐，也为品牌带来持续的营销触点及价值。每年618及双十一也成为重要电商节，在其前期的广告投入加码也带来增量。全球看，在苹果隐私新规发布会，用户未授权下广告平台不能在跟踪用户数据进行针对性的广告投放，广告投放精准度下降，广告主买量、变现成本将上涨。由此，广告主在预算分配上也会更加谨慎，流量质量、ROI会是广告主长期关注的重点。

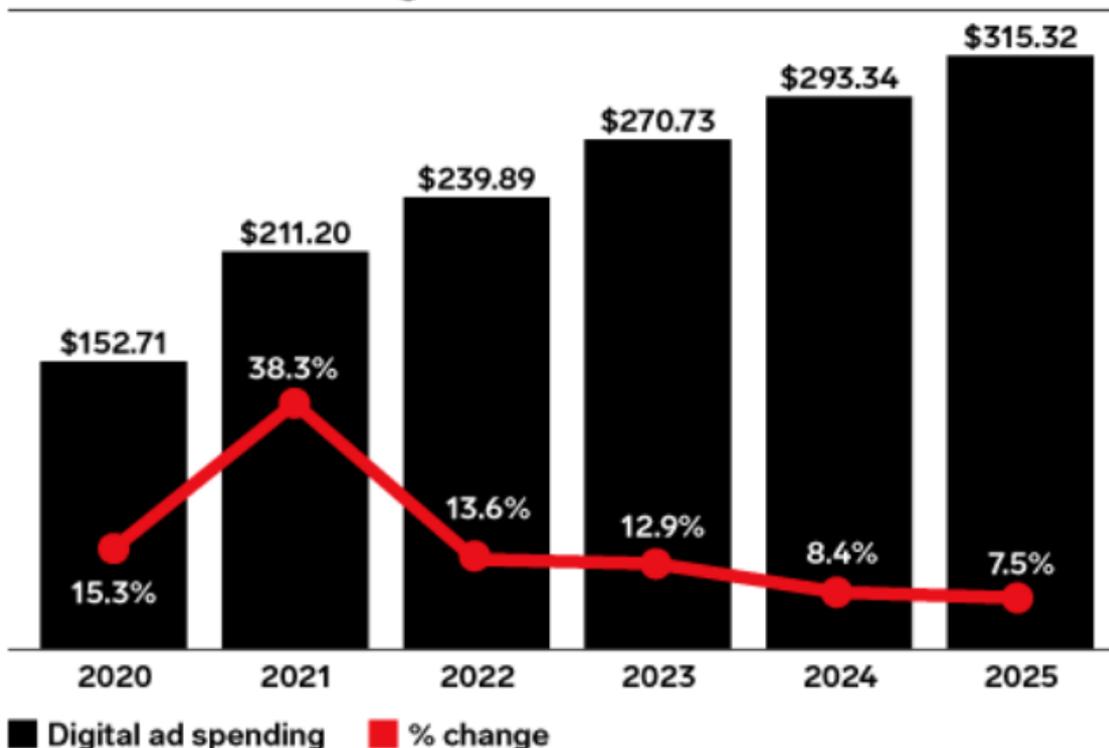
图表 13：2019-2023 年中国互联网广告市场规模及同比增速



资料来源：QM、华鑫证券研究绘制

图表 14：2020-2025 年美国数字广告市场规模及同比增速

## US Digital Ad Spending, 2020-2025 billions and % change



资料来源：eMarketer、华鑫证券研究绘制

### 1.5、字节跳动（抖音）的边界：抖音电商（从夯实到升级，从搜索到激发）

**抖音电商首秀与成长。**2020年愚人节罗永浩带货首秀，带货1.1亿，累积观看人数4800万，2020年抖音首个平台级电商大促“8月抖音奇妙好物节”总成交金额破80亿元，作为抖音平台首个购物节IP，从8月11日至18日，奇妙好物节这场狂欢盛宴持续了整整8天，活动以“达人为你挑好物”为主题，推出九大超级直播间，包括人民日报新媒体直播间，陈赫、王祖蓝、罗永浩和胡海泉在内的明星主播直播间，以及苏宁易购、小米等优质商家直播间。2020年首届年货节总成交额208亿元（看播用户量143亿，互动人次超3.2亿次）。抖音直播，是抖音面向创作者推出的功能。2018年底，抖音全面开放购物车功能，支持接入第三方电商平台，包括天猫、淘宝等。2019年，抖音逐步放开直播权限，主播开播不再有粉丝人数限制。直播和购物车打通后，该平台创作者有了更多元、更直接的变现方式。

图表 15: 抖音电商的购物节



资料来源: 巨量引擎、抖音电商、华鑫证券研究

图表 16: 抖音电商重要节点



资料来源: 巨量引擎、字节跳动官网、华鑫证券研究绘制

➤ 传统VS兴趣电商

传统货架式电商的逻辑即搜索，用户通过“意图—搜索—购买”完成消费，当消费者对自己的需求有明确的认知，即搜索，进入货架。意味消费者在进入电商搜索之前已对商品有认知、有偏好，进而形成搜索与购买。传统货架式电商中，电商处于用户购买决策链条的下游，意味经过上游各环节的流量折损后消费者人群会相对精准，但人群体量以及向上增长的空间也会相对较少。相对而言，兴趣电商的逻辑是激发，用户通过“发现—激发—购买”完成消费，它将电商平台拉到了用户购买决策链条的上游，消费

者可能并没有明确的需求，且不知道某个产品，若在浏览内容时刚好发现感兴趣的商品，激发购买意图，即可满足其需求，如抖音电商的使命“没有难卖的优价好物，让美好生活触手可得”。

图表 17：抖音电商的使命

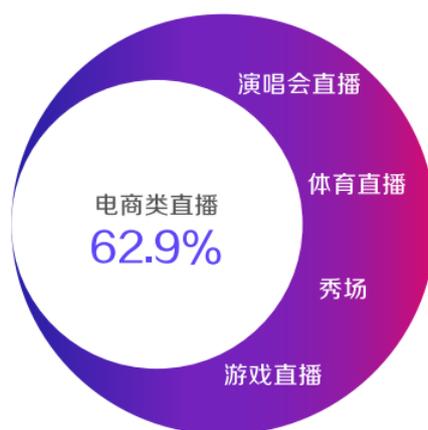


资料来源：巨量引擎、华鑫证券研究

图表 18：2021 年中国网络直播用户及电商类直播人数



网络直播用户类型分布



资料来源：巨量引擎、华鑫证券研究

图表 19：抖音电商（兴趣电商公式）

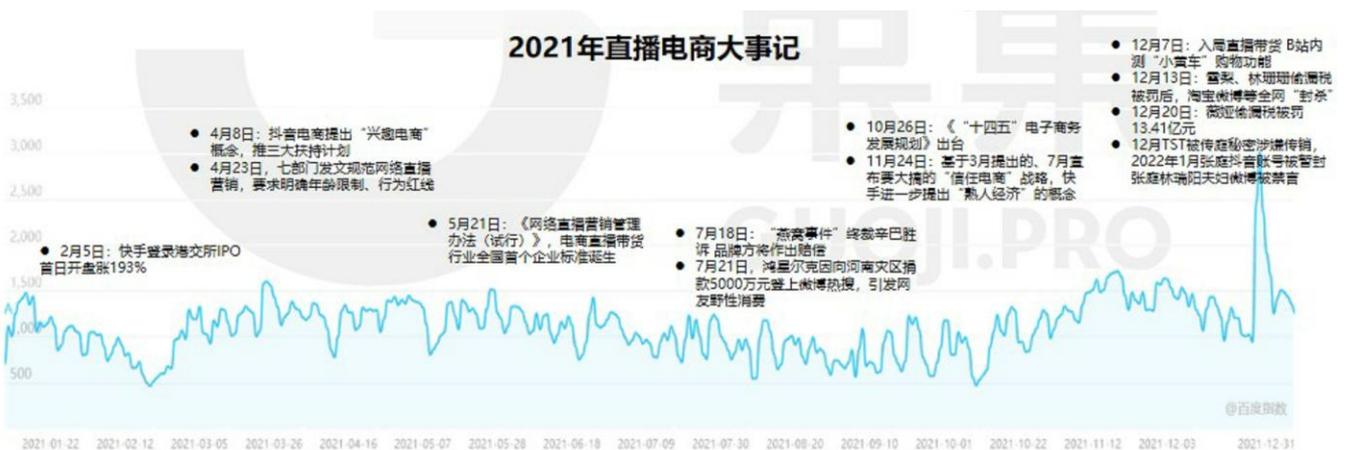


资料来源：巨量引擎、华鑫证券研究

➤ 行业数据中国直播电商市场规模：2021年品牌直播抢占流量竞争加剧，行业走向规范化发展，2022年将达2.85万亿元（同比增加46%）

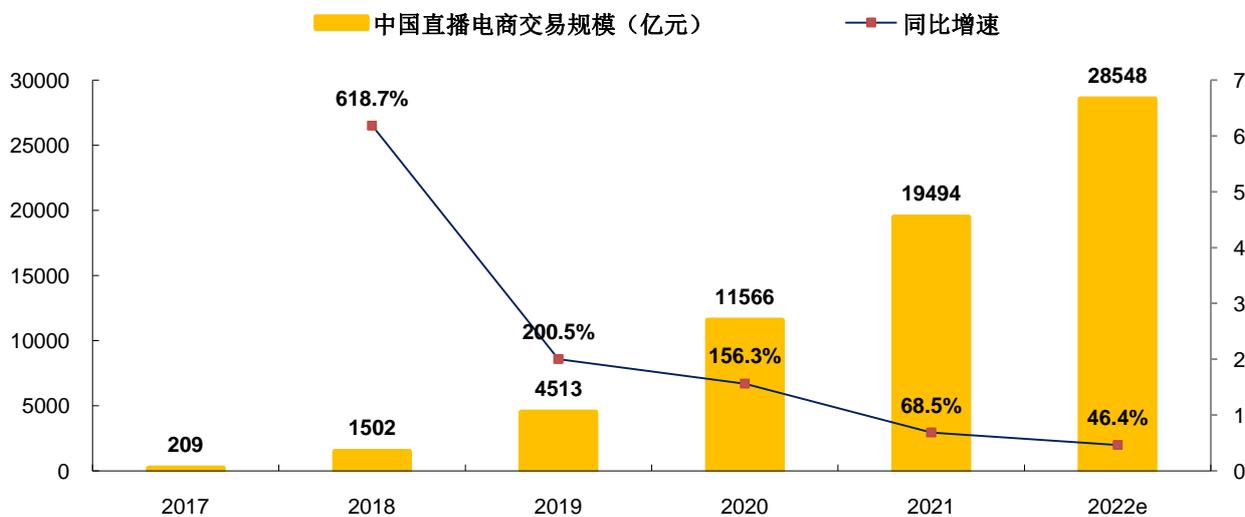
2019年中国直播电商快速成长，交易规模达到4512.9亿元（同比增加200%），2020年受疫情影响，直播电商行业快速发展，社交平台与电商融合程度不断加深，包括微博、微信、抖音、快手、小红书等平台均加快直播电商布局速度。2021年直播电商依然火热，产业链各方加码直播电商布局力度，直播电商也进入新阶段，一方面，2021年是品牌直播元年，平台闭环电商竞争激烈，抖音在兴趣电商顶层设计指引下大力扶持品牌商入驻，国际品牌、老牌国货品牌、新锐品牌同台竞技，进一步加快直播电商行业发展速度；另一方面，直播行业走向规范化发展，监管部门多次发布直播电商行业相关管理办法，对主播带货提出更加严格的要求与规范，并对主播逃税问题进行打击，2021年头部主播逃税事件后，头部主播“类垄断”格局被打破，中小主播、品牌等也获得较多发展空间。

图表 20：2021 年中国直播电商大事记



资料来源：Guoji、百度指数、华鑫证券研究

图表 21：2017-2022 年中国直播电商交易规模及同比增速



资料来源：Guoji、华鑫证券研究

- 2021年抖音+快手直播电商双妹贡献近万亿元交易规模直播电商带货热度不减  
2022年抖音与快手电商GMV均有望分别超9000亿元

2021年抖音与快手直播电商交易规模不断提升，直播电商交易规模接近万亿，2021年8月后直播电商行业规模同比增速保持较高水平，如下图，抖音的兴趣电商与快手的信任电商驱动线上直播的店铺数同比增加183%，直播销售额同比增加40%，直播电商双妹在2021年的成绩均凸显2021年直播电商市场带货的持续热度。2022年3-5月，由于一线城市疫情波动致线上直播电商物流阶段性承压，伴随2022年618的助推，阶段性的“补偿性消费”有望驱动直播电商的再次快速增长。

图表 22：2022 年 618 抖音电商预热及玩法



资料来源：抖音电商、华鑫证券研究

2022年抖音电商在关闭外链后全力构建抖音小店（2021年年底推出抖音盒子独立电商App），加速电商平台建设，抖音电商不断化解内容和电商之间的矛盾，在电商产业链中，其物流呈现短板态势，在2022年的疫情下尤为凸显，具有较好物流的京东率先打响物流派送的先锋队，其它电商的物流在疫情地区均显运力不足。从电商GMV（商品总交易总额）角度看，2022年上半年由于疫情影响，且抖音电商并未公开对外披露其GMV数据，我们从直播电商增速行业平均增速角度假设2022年抖音电商增速为35%即2022年抖音电商GMV为9450亿元，2022年由于疫情，线上电商在物流影响下，预计也将对其略有影响，目前的数据预估仍需在疫情的复工复产、物流恢复进程下不断修正。抖音电商从提出兴趣电商后也不断强调有质量的GMV是核心指标。

图表 23：2021 年抖音与快手直播电商行业规模及同比增速



资料来源：Guoji、华鑫证券研究

图表 24：2019 年-2022 年抖音与快手直播电商 GMV 规模及预期、市占率

年份	抖音电商GMV (亿元)	抖音市占率中国直播电商市场 (%)	快手电商GMV (亿元)	快手市占率 (中国直播电商市场) (%)
2019	400	9%	596	13%
2020	5000+	43%	3812	33%
2021	7000~8000	36%~41%	6800	35%
2022e	9450+	33%	9000+	32%

资料来源：wind 资讯、快手官网、今日网红、华鑫证券研究整理

\*2022 年由于疫情，线上电商在物流影响下，预计也将对其略有影响，目前的数据预估仍需在疫情的复工复产、物流恢复进程下不断修正

➤ 抖音电商重要构成：电商达人+抖音服务商（DP）百花齐放

抖音电商达人助力抖音主播，对于达人在抖音平台可获庞大的流量池以及较好赚钱效应利于留存。我们在百万粉丝以及千万粉丝的报价中也可看出抖音平台的创造就业能力。2021年抖音电商提出兴趣电商，并提出FACT模型，其中F是Field（商家自播）、A

为Alliance（达人矩阵），F与A构成稳定日常销售，C为Campaign（营销活动），T为Top KOL（头部大V）用于实现规模化得品牌引爆。商家可基于不同阶段得GMV增长需求，灵活分配四大经营阵地得运营资源、营销投放进而实现抖音电商生意得总量稳定、高效持续增长。

图表 25：抖音电商达人广告报价（上：百万粉丝报价代表，下：千万粉丝报价代表）

平台	合作政策	近3个月创建订单数	主推合作	内容分类	粉丝数(万)	预期CPM	预期播放量	平均播放量	互动率	账号性别	账号地域	男女粉丝占比	粉丝年龄分布	粉丝地域分布比例	粉丝设备分布	粉丝活跃度占比	1-20s价格(星图三方参考价仅供参考!)	20-60s价格(星图三方参考价仅供参考!)
1	抖音	91折	3	食品饮料	美食/美容	36.7	143	226,713	439276	2.2%	女	北京市	女: 52.3%	<18: 8.8% 河北: 7.3%	iphone: 41%	轻度: 22.5%	¥ 8,000	¥ 8,000
2	抖音	91折	4	美妆日化	颜值达人	60.1	180	209,586	412054	3.6%	女	广东省广州	女: 52.3%	<18: 13.0% 河北: 3.1%	iphone: 55%	轻度: 11.1%	¥ 38,000	¥ 60,000
3	抖音	91折	4	美妆日化	生活/好物	121.0	131	93,669	172174	4.5%	男	南京	女: 90.3%	<18: 4.4% 河北: 5.0%	iphone: 2%	轻度: 22.0%	¥ 22,000	¥ 55,000
4	抖音	91折	3	美妆日化	随拍/随拼	134.6	49.5	522,157	1698032	2.6%	女	北京市	女: 72.1%	<18: 27.0% 河北: 5.5%	iphone: 31%	轻度: 37.8%	¥ 20,000	¥ 30,000
5	抖音	91折	4	数码家电	才艺技能	180.5	161	142,316	502522	3.8%	女	江苏省南京	女: 81.8%	<18: 30.0% 河北: 6.2%	iphone: 1%	轻度: 47.5%	¥ 25,000	¥ 25,000
6	抖音	91折	3	数码家电	剧情搞笑	201.3	106	604,591	1559449	2.6%	男	黑龙江省哈	女: 29.4%	<18: 4.8% 河北: 6.0%	iphone: 3%	轻度: 32.1%	¥ 35,000	¥ 45,000
7	抖音	91折	3	美妆日化	美妆/美妆	229.9	76.3	482,032	1177122	6.7%	女	福建省厦门	女: 91.6%	<18: 31.0% 河北: 4.5%	iphone: 4%	轻度: 21.0%	¥ 70,000	¥ 84,000
8	抖音	91折	6	食品饮料	剧情搞笑	250.8	35.2	1,540,896	7351301	4.3%	男	NULL	女: 89.0%	<18: 48.0% 河北: 6.8%	iphone: 1%	轻度: 34.3%	¥ 38,000	¥ 68,000
9	抖音	91折	7	数码家电	旅行/旅行	252.9	90	1,334,900	3012298	2.9%	女	Chapel Hi	女: 76.8%	<18: 19.0% 河北: 4.6%	iphone: 4%	轻度: 21.0%	¥ 85,000	¥ 130,000
10	抖音	91折	6	美妆日化	美妆/美妆	268.7	131	1,299,422	4556821	2.5%	女	北京市顺义	女: 69.1%	<18: 24.0% 河北: 5.7%	iphone: 1%	轻度: 47.7%	¥ 170,000	¥ 175,000
1	抖音	91折	3	美妆日化	剧情搞笑/	1046.3	21.2	2,773,525	2564758	4.9%	女	NULL	女: 75.4%	<18: 33.4% 河北: 5.8%	iphone: 14%	轻度: 55.7%	¥ 38,700	¥ 70,000
2	抖音	91折	5	美妆日化	剧情搞笑/	1068.3	35.6	1,899,593	2984527	3.1%	女	上海市黄浦	女: 66.2%	<18: 22.1% 河北: 5.0%	iphone: 14%	轻度: 52.4%	¥ 50,000	¥ 90,000
3	抖音	91折	4	美妆日化	剧情搞笑/	1074.4	48.7	1,030,286	4084284	5.7%	男	北京市	女: 79.4%	<18: 26.8% 河北: 6.7%	iphone: 26%	轻度: 40.3%	¥ 150,000	¥ 170,000
4	抖音	91折	9	美妆日化	剧情搞笑/	1094.3	98.5	1,530,620	5502431	2.3%	女	NULL	女: 57.0%	<18: 17.4% 河北: 4.1%	iphone: 19%	轻度: 39.0%	¥ 102,400	¥ 128,000
5	抖音	91折	3	食品饮料	情感/情感	1131.9	16.7	1,479,740	1864281	3.3%	女	北京市	女: 68.4%	<18: 23.2% 河北: 5.2%	iphone: 12%	轻度: 57.6%	¥ 50,000	¥ 80,000
6	抖音	91折	10	母婴育儿	母婴亲子/	1404.7	79.7	6,954,371	5365163	2.2%	男	广东省珠海	女: 72.6%	<18: 24.3% 河北: 4.8%	iphone: 16%	轻度: 43.7%	¥ 300,000	¥ 300,000
7	抖音	91折	4	IT互联网	颜值达人/	1525.8	68	2,306,555	2006528	7.6%	女	NULL	女: 67.0%	<18: 27.9% 河北: 6.1%	iphone: 13%	轻度: 57.9%	¥ 48,000	¥ 88,000
8	抖音	91折	5	数码家电	萌宠/日常	1897.4	139.9	1,762,443	7869635	2.6%	男	四川省成都	女: 62.6%	<18: 9.8% 河北: 4.2%	iphone: 17%	轻度: 41.8%	¥ 150,000	¥ 150,000
9	抖音	91折	3	美妆日化	剧情搞笑/	2529.6	41.8	6,442,742	13172100	2.6%	男	北京市朝阳	女: 68.5%	<18: 24.1% 河北: 5.9%	iphone: 13%	轻度: 56.3%	¥ 160,000	¥ 200,000
10	抖音	91折	6	美妆日化	剧情搞笑/	3191.3	117.6	12,226,921	12460915	2.9%	男	上海市静安	女: 68.8%	<18: 12.3% 河北: 3.1%	iphone: 38%	轻度: 37.5%	¥ 600,000	¥ 640,000

资料来源：星图第三方服务商、华鑫证券研究

抖音电商服务商（简称为DP），指代为抖音电商平台，平台商家或达人提供多种电商服务，包括但不限于商家招募与培训、内容制作、抖店开设与运营、达人运营等一站式服务，并协助服务对象在抖音电商平台良性健康成长的第三方公司。抖音电商服务商根据其核心服务能力，目前主要分为四种类型：招商服务商、抖店代运营服务商、MCN机构、培训服务商。抖音电商服务商根据其综合实力分为三个层级：普通服务商，认证服务商，品牌服务商。

图表 26: 抖音电商服务商的四种类型

抖音电商服务商 (4大类)	每种类型需要的能力
1、招商服务商	拥有一定的商家或产业带商品资源, 具备招商能力
2、抖店代运营服务商	拥有抖店代运营能力, 包括商家招募、视频制作、抖店运营、店铺直播等
3、MCN机构	拥有电商达人运营、内容孵化等能力
4、培训服务商	拥有一定的讲师资源, 具备资源整合及培训能力

资料来源: 抖音电商、华鑫证券研究

图表 27: 抖音电商服务商的三个层级

抖音电商服务商 (3个层级)	每个层级需要的能力:
1、普通服务商	完成巨量百应平台入驻并通过企业资质审核的服务商, 统称为普通服务商。
2、认证服务商	通过自身核心能力输出, 绑定店铺或达人并运营, 且相关数据指标达到对应考核标准, 即有机会受邀升级为认证服务商。
3、品牌服务商	同时具备抖店代运营和达人运营服务能力的服务商, 且相关数据指标达到对应考核标准, 则有机会参加评审升级为品牌服务商, 并获得授牌。
4、培训服务商	拥有一定的讲师资源, 具备资源整合及培训能力

资料来源: 抖音电商、抖音电商、华鑫证券研究

图表 28：抖音电商服务商的流程图



资料来源：抖音电商、华鑫证券研究

图表 29：抖音电商之商家得四大经营阵地 FACT



资料来源：抖音电商、华鑫证券研究

➤ 抖音电商以内容为中心升级电商组织能力（兴趣电商）

请阅读最后一页重要免责声明

以内容激发消费者对商品得消费兴趣是抖音电商得核心价值，基于“雪球式”增长逻辑及FACT经营阵地，商家需要围绕兴趣电商，用内容连接人和货得经营逻辑，推动组织架构转型与升级，从而提升抖音电商运营效率和生意增长速度。商家可从内容、商品、达人、广告、服务五大基础维度出发，升级电商团队组织能力。抖音电商聚合平台资源，从营销产品工具、运营能力及扶持政策为商家在抖音电商平台提供全方位助力，例如品牌号与抖音小店实现“号店一体”，为商家提供“一体化”经营阵地，通过抖店app满足商家对商品、店铺、物流、服务等基础功能得运营；通过巨量百应实现商家与创作者群体得链接，上商家更好撬动抖音创作者得商业价值；通过抖音电商罗盘提供全面数据洞察，帮助电商了解店铺经营状况及优化方向，以及通过巨量千川帮助商家实现一站式得广告创意及投放动作。

➤ 抖音电商为代表的直播电商市场仍具提升空间（2025年线上零售额有望达17万亿元）

自上而下看，政策助力电商高质量发展。2021年由于监管使得反垄断与重建资本秩序成为主题，2021年也就没有互联网新风口，年度尾声第四季度元宇宙带来阶段性资本热度，同时，政策端，我们看到，2021年10月27日，商务部中央网信办发改委印发《“十四五”电子商务发展规划》的通知，商务部电商司解读其规划出台的背景主要是，电商作为数字经济中活跃的、发展势头较好的新业态新动能，是新发展格局蓝图中重要一环，也将在畅通国内大循环，促进国内国际双循环中发挥重要作用。

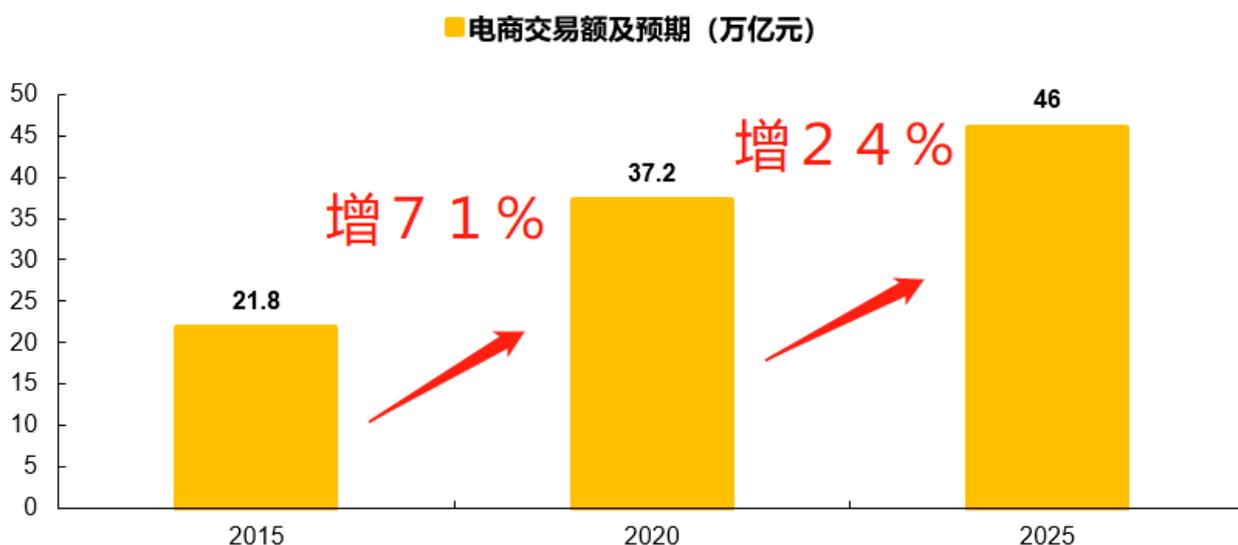
“十三五”中国电商交易额从2015年的21.8万亿元增加至2020年的37.2万亿元，线上零售额2020年达到11.8万亿元，电商成为居民消费主要渠道之一，但同时电商行业面临不规范、不充分、不平衡、平台企业垄断及不公平竞争问题较为突出。“十四五”电商发展规划的推出，进一步明确电商在国民经济中发展新使命，电商与一二三产业加速融合，全面促进产业链供应链数字化改造，成为助力传统产业转型升级和乡村振兴的重要力量。总规模端，电商交易额从2020年的37.2万亿元增加至2025年的46亿元（线上零售额从2020年的11.8万亿元增加至2025年的17万亿元）。

图表 30：“十四五”电商发展主要指标

类别	指标名称	2020年	2025年	备注
总规模	电子商务交易额（万亿元）	37.2	46	预期性
	全国网上零售额（万亿元）	11.8	17	预期性
	相关从业人数（万）	6015	7000	预期性
分领域	工业电子商务普及率（%）	63.0	73	预期性
	农村电子商务交易额（万亿元）	1.79	2.8	预期性
	跨境电子商务交易额（万亿元）	1.69	2.5	预期性

资料来源：商务部、华鑫证券研究

图表 31：2015-2025 年电商交易额及预期



资料来源：商务部、华鑫证券研究

## 2、2022年以抖音之名再战

2022年5月，字节跳动集团更名抖音集团，据香港公司网上查册中心显示，抖音集团（香港）旗下共有三位董事，分别为CEO梁汝波、张鹏、莫肇祺，梁汝波在2021年底对字节跳动业务进行改革，施行“BU化”，成立六个业务单元（Business Unit），分别为抖音、大力教育、飞书、火山引擎、朝夕光年和TikTok。2022年4月世达国际律师事务所高级合伙人高准（JulieGao）加入字节跳动，2022年5月后字节跳动集团正式更名为抖音，资本化进展再下一城。

### 2.1、元宇宙：2022年看Pico进展

元宇宙从概念到应用落地需要渐进发展完善的过程，其过程也会带来企业端估值端的波动。元宇宙产业链不会是昙花一现，基于庞大用户参与、产业链上下游联动有望助推其成为经济发展新引擎。科技向善中推动元宇宙的发展，以用户为中心，赋能Web3.0价值互联网的社会与商业价值。

2022年元宇宙推动VR的快速发展，中国Pico以及美国的Meta均将处于主导地位，2021年是AR/VR头显市场继2016年后再度爆发的一年，相较于5年前，从硬件设备、技术水平、内容生态、创作环境上来说，相较五年前已有大幅度的提升，行业生态更加健康，产业基础更为牢固。受到元宇宙概念的推动，2022年-2023年Pico VR产业链红利可期。中国VR头显有望从2021年的143万台增至2022年的297万台（同比增加108%），企业端中

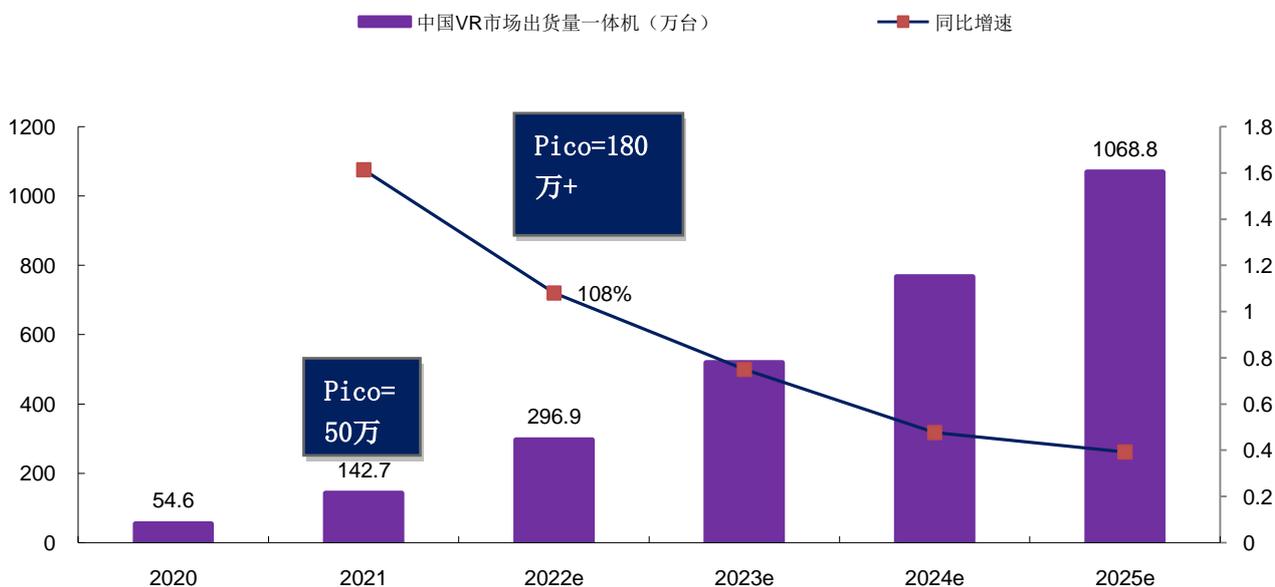
国Pico VR出货量有望从2021年50万台增至2022年180万台，消费级VR硬件快速发展助力元宇宙进展再下一城。我们认为，移动手机的普及助推移动互联网红利，下一代移动互联网有望在VRAR的硬件的发展带来新展望，元宇宙是否承接下一代价值互联网，自上而下看政策护航，自下而上看企业端的投入，中国字节跳动、腾讯、网易、百度等企业均在通过硬件、平台、算力、内容等多维度进行投入与探索，2022至2023年字节跳动产业链红利以及其旗下的Pico产业链红利可期。

图表 32：字节跳动收购 Pico、3 月 31 日使用 Pico 可看电影《时光》



资料来源：Pico-VR 微博官网，华鑫证券研究

图表 33：2020-2025 年中国 VR 市场出货量一体机（万台）、同比增速



资料来源：IDC，IT之家，华鑫证券研究

图表 34：2020-2025 年中国 VR 市场出货量一体机（万台）、同比增速

	Pico VR（万台）	全球VR出货量（万台）	Pico VR全球占比	中国VR出货量（万台）	Pico VR中国占比
2021	50.4	1120	4.5%	142.7	35%
2022E	180	1573	11.4%	296.9	60.6%
YOY+	260%	40%		108%	

资料来源：IDC、IT之家、iimedia research，华鑫证券研究

➤ Pico Neo3 一周年

2021年5月11日的第一秒，第一台Pico Neo3在京东售出。相较上一代产品，设备的定位精准度提高50%，手柄追踪精准度提升超67%。平均每位用户每天的使用时长提升了60%。2021年5月-2022年5月，Pico产研人员不断努力优化和迭代，升级了7个系统版本，更新上线了超70个重要产品功能。

Pico Neo3较受用户欢迎的娱乐应用是《多合一运动 VR》，在其运动世界里，累计运动时长达596761小时，燃脂超过8354万卡路里的卡路里；在Pico Home，用户共计播放视频超1534万次，Pico视频一经上线，即成为用户喜欢的VR视频应用；Pico组织了180天打卡返半价活动，分享在这打卡期间发生的趣事，预计有超过51%人完成了活动，将Pico融入生活；2021与2022年先锋通行证活动，让每位用户平均多体验了8款VR应用内容。

图表 35：Pico Neo3 产品成绩（推出一周年）

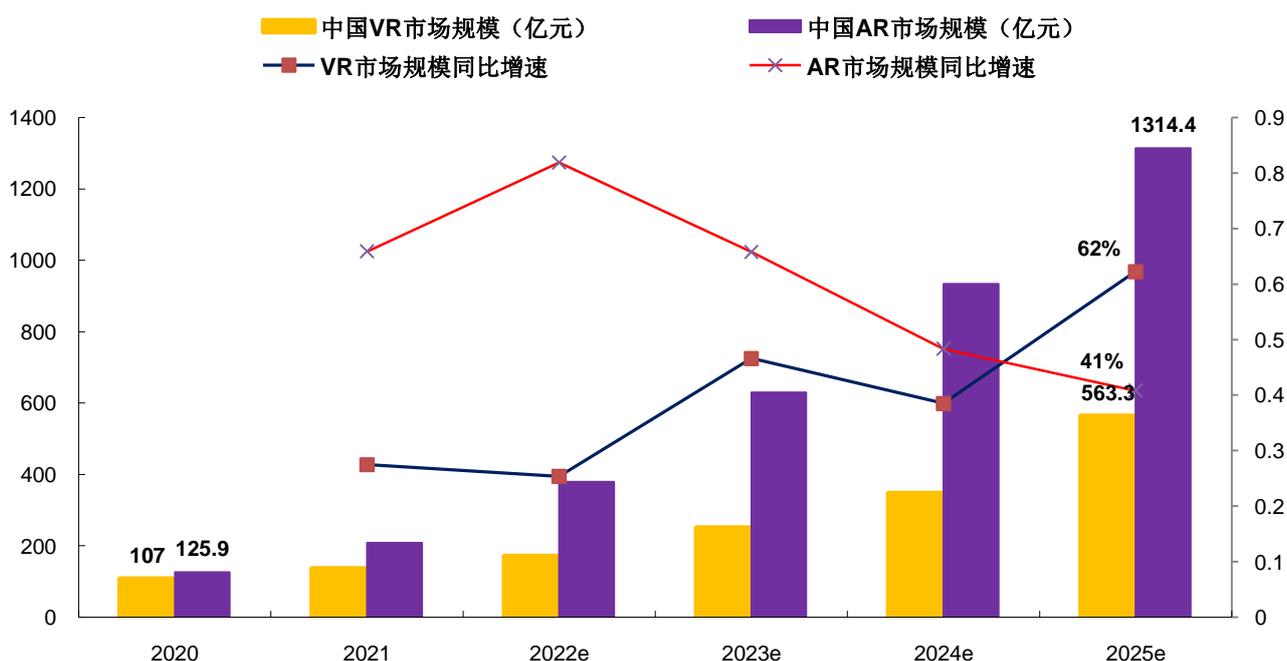


资料来源：Pico 官网，华鑫证券研究

➤ Pico电商五周年，2022-2023年看其增量

Pico从2017年开展电商业务，截至2022年，五岁的Pico电商开办了京东自营旗舰店、京东pop店、天猫官方旗舰店、天猫经销商合作、抖音官方旗舰店，即包括小米有品、得物、有赞等，带给用户更多选购Pico VR产品的渠道。预计2022年中国VR市场出货量一体机将达到297万台（同比增加108%），其中核心助推力有望来自字节跳动旗下的Pico以及华为VR硬件，预计Pico VR的出货量将超百万台。预计2025年中国VR市场规模为563亿元（同比增加62%）。

图表 36：2020-2025 年中国 VR 市场出货量一体机（万台）、同比增速



资料来源：iimedia research, 华鑫证券研究

### 3、字节跳动（抖音）估值探讨

从估值角度看，目前字节跳动是非上市企业，我们对公司的财务数据预测是基于市场公开内容，自2018年字节跳动的商业化加码后，其核心收入来自广告，我们通过移动广告市场规模以及公司占比，也倒推算出其收入的合理性，疫情后也加速了字节跳动的电商发展，2021年其兴趣电商快速发展，收入占比逐步提升，进而字节跳动的广告收入占比预计从2018年的94%占比下降至2022年的64%，预计后续电商收入贡献比例有望持续提升，目前的估值主要基于现有主业广告与电商，我们认为，基于主业的收入，从PS看字节跳动（抖音）的估值，2021年8月18日字节跳动将核心子公司1%股份售予中国政府，投后估值达4200亿美元（对应其2021年收入下的PS约为5倍），若对比腾讯控股（0700）、快手，我们可以看到2019年PS为9倍、7倍，由于2021年反垄断及2022年疫情波动影响下，腾讯与快手市值均有所影响（最新财报即2021年腾讯控股PS为6.6倍，快手为3.3倍，我们取均值5倍），基于行业格局以及后续疫情下的回暖，我们预计抖音集团营收有望从2022年的5278亿元增加至2025年的15431亿元，我们取2022年与2025年的

PS为5倍、4倍，即抖音集团市值有望从2022年的2.6万亿元增长至2025年的6.17万亿元。

图表 37：2021 年 8 月字节跳动最新估值

字节跳动是一家新闻聚合应用与娱乐视频应用研发商，公司利用人工智能技术与移动应用相结合，研发了新闻聚合平台“今日头条”、搞笑娱乐视频APP“内涵视频”、个性化推荐短视频平台“西瓜视频”、15秒原创短视频社区“火山小视频”等产品。据悉，中国政府于四月入股字节跳动的主要中国实体，并获得了董事会席位。信息显示，由三个中国国家实体拥有的网投中文（北京）科技有限公司持有北京字节跳动科技有限公司1%的股份。获得股份与董事会席位之后，政府将有机会更加详细地了解字节跳动的内部运作，并进行监管。

轮次 <b>战略投资</b>	融资金额(美元) <b>未透露</b>	股权占比 <b>1%</b>	投后估值(美元) <b>4200亿</b>
-------------------	------------------------	-------------------	--------------------------

资料来源：it 桔子，华鑫证券研究

图表 38：2019-2025 年字节跳动、腾讯、快手三家营收及估值模型假设

	字节跳动	腾讯	快手
2019年营收（亿元）	1400	3773	391.2
2019年营收对应下的PS（2019）	5	9	7
2020年营收（亿元）	2366	4821	587.8
2021年营收（亿元）16~60%	3770.0	5613	811
2022年营收（亿元）E 20~40%	5278.0	6736.16	973.40
2022年营收对应下的市值（万亿元）E 30~40% PS=5	26390.0	33680.82	2920.21
2025年营收（亿元）E	15430.9	13156.6	1977.2
2025年营收对应下的市值（万亿元）E	61723.8	52626.3	5931.68

资料来源：wind 资讯、it 桔子，华鑫证券研究

\*字节跳动的营收增速假设 2022-2025 年分别为 40%、41%、43%、45%，2022 年在疫情下略下滑，2023 年回暖

\*腾讯的收入增速假设 2022-2025 年分别为 25%（作为成熟企业，保持稳定）

\*快手的收入增速假设 2022-2025 年分别为 30%、25%、25%（短视频上市第一股，具先发优势，电商发力）

## 4、行业评级及投资策略

给予传媒互联网行业增持评级。字节跳动（抖音）产业链作为传媒互联网行业重要组成部分，2022下半年传媒互联网板块有望在抖音集团资本化预期下带来新增量。2020-2021年字节跳动快速发展，2022年以抖音之名再战，变的是组织架构的调整与业务的优化，不变的是企业文化，2022-2023年，我们认为字节跳动（抖音）产业链红利有望持续，投资维度可看，**第一维度**关注抖音集团直接持股标的（掌阅科技）；**第二维度**关注与抖音集团主业有直接业务合作标的（蓝色光标、姚记科技、浙文互联、视觉中国等）；**第三维度**关注Pico VR硬件带来的硬件与内容新增量（歌尔股份、风语筑等），**第四维度**关注抖音集团在后续业务加码有望带来内容版权重估板块（华策影视、光线传媒、视觉中国、奥飞娱乐、新经典、中信出版等），2022年下半年及2023年伴随抖音集团的资本化进程，有望带来新增量新预期，且在内容与媒介的迭代中带来产业链共赢，进而给予传媒互联网行业增持评级。

图表 39：重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2022/5/12 股价	EPS			PE			投资评级
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
300058.SZ	蓝色光标	5.85	0.21	0.26	0.34	27.9	22.5	17.2	推荐
002605.SZ	姚记科技	15.21	1.42	1.67	2.06	10.7	9.1	7.4	推荐
300133.SZ	华策影视	4.31	0.21	0.26	0.31	20.5	16.6	13.9	推荐
603466.SH	风语筑	17.13	1.04	0.83	1.01	16.5	20.6	17.0	推荐
603096.SH	新经典	17.44	0.80	1.12	1.42	21.8	15.6	12.3	推荐
603444.SH	吉比特	323.88	20.43	22.24	26.22	15.9	14.6	12.4	推荐
600986.SH	浙文互联	4.94	0.22	0.29	0.37	22.5	17.0	13.4	推荐
000681.SZ	视觉中国	12.12	0.22	0.35	0.45	55.1	34.6	26.9	未评级
300251.SZ	光线传媒	7.07	-0.11	0.32	0.40	-64.3	22.1	17.7	未评级

资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 5、风险提示

- (1) 产业政策变化风险
- (2) 推荐公司业绩不及预期的风险
- (3) 经营不达预期风险
- (4) 行业竞争风险
- (5) 新技术发展不及预期的风险
- (6) 隐私数据保护不及预期的风险
- (7) 优质内容供给不及预期的风险
- (8) 疫情波动风险
- (9) 宏观经济波动风险

## ■ 传媒新消费组简介

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021年11月加盟华鑫证券研究所，对传媒互联网新消费有长期跟踪经验。

于越：理学学士、金融硕士，拥有实业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒游戏互联网板块等。

## ■ 证券分析师承诺

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。