消费升级与娱乐研究中心

字节跳动专题分析报告

行业专题研究报告

本报告的主要看点：

1. 对字节跳动（头条系）的业务与战略方向进行了全面而深入的分析。
2. 字节跳动究竟应该跟谁对标？成长空间到底有多大？我们对市面上常见的观点进行了核对与辩驳。
3. 对其他互联网公司（尤其是 BAT）受到字节跳动崛起的影响进行了研究。

裴培 分析师 SAC 执业编号：S1130517060002
peipei@gjzq.com.cn

关于字节跳动的神话与现实

基本结论

- **字节跳动，百度的“威力加强版”：**虽然媒体热衷于炒作“头腾大战”，字节跳动最贴切的对标其实是百度。它具备百度巅峰期的优点（技术领先、销售强势），又避免了导致百度衰落的缺点（不重视用户体验、执行力低下），从而最大限度的蚕食了百度的蛋糕。字节跳动的崛起史就是百度的坍塌史，而且这个过程还在持续；当然，微博、快手也从这个过程中受益了。
- **抖音崛起的意义与承载的野心：**抖音的爆红是偶然，字节跳动短视频业务的崛起是必然。这个过程体现了字节跳动的活力和执行力，也是“求变”的结果：与今日头条相比，抖音取消信息流界面、强化关注机制、鼓励经营“私有流量”，从而取得了更大的成功。在收购 Musical.ly 之后，TikTok（抖音海外版）承载了字节跳动出海的野心，但是弱点和强项同样明显。
- **战略进攻方向是搜索、直播、电商带货：**与外界想象的相反，字节跳动没有把主要资源投入社交和游戏，不急于与腾讯死磕。今日头条的重点是发展搜索功能、攻入百度的核心领地，在流量见顶的情况下提高变现效率。抖音的重点是发展直播，以及由此而来的电商带货模式。如果势头理想，抖音甚至可能加码自营电商，但是现阶段还是以向淘宝导流为主。

投资建议

- **百度**一直是字节跳动崛起过程中最大的“受伤者”，它的“信息分发”大本营被今日头条、抖音冲的七零八落。2016 年以来，百度是在通过学习字节跳动实现自身进化。面对今日头条在搜索方面的冲击，百度没有什么良好的应对措施，除非对组织架构和决策模式进行彻底改造。
- 抖音的崛起给**腾讯控股**敲响了警钟，但是两家的竞争关系被严重夸大了。错过短视频赛道固然可惜，但并不是致命伤；只要游戏这个“现金牛”维持强势、微信这个战略支点未见松动，下一代消费者仍然会属于腾讯。此外，收购快手无疑可以解决腾讯面临的问题，但是难度会很大。
- 目前，**阿里巴巴**与字节跳动关系比较融洽，后者能为前者输送至关重要的的网红、原创内容流量。如果抖音电商做大，或许会试图降低对淘宝的依赖度，但是这在短期内不会发生。阿里需要加强与字节跳动的合作，以便节约宝贵的资源，投向新零售、2B 业务、海外等战略方向。
- 抖音、快手纷纷押注网红带货模式，给了**中国有赞**这样的去中心化电商服务商绝佳的机遇；快手小店最重要的合作伙伴之一就是有赞，微信小程序也是有赞、微盟的天下。**哔哩哔哩**在与阿里合作之后，尝试网红带货，第一个季度就收获颇丰；抖音擅长的变现模式，完全可以在 B 站得到复制。

风险提示：监管风险，技术变革风险，流量红利耗尽，用户习惯变迁。

内容目录

字节跳动，百度的替代者与“威力加强版”.....4
字节跳动的崛起史，就是百度的衰落史.....4
继承百度的最大优点，而避免它的最大缺点.....6
“百度遗产争夺战”的受益者不止有字节跳动.....8
抖音的“非偶然崛起”，以及字节跳动的“升级”.....10
抖音的崛起是偶然吗？既偶然，又不偶然.....10
抖音的成功，恰恰是因为它“不是很像今日头条”.....12
字节跳动的海外野心，一大半系于 TikTok.....14
战略进攻方向：搜索、直播、网红带货.....16
今日头条的未来，要看搜索功能的强化.....16
从短视频到直播，抖音和快手共同的进化论.....19
电商带货，浩浩荡荡，抖音能否稳立潮头？.....21
面对字节跳动的崛起，互联网巨头应该如何应对？.....24
百度：为什么受伤的总是我？.....24
快手：抖音是个好对手，鹿死谁手不好说.....26
腾讯：在现实中，“头腾大战”没那么严重.....27
阿里巴巴：现在是合作愉快的伙伴，以后又如何呢？.....28
风险提示.....30

图表目录

图表 1：字节跳动更像 BAT 里的哪家公司？.....4
图表 2：字节跳动的崛起史，就是百度的彷徨与衰落史.....5
图表 3：确认有百度工作经历的字节跳动高层或重要员工.....6
图表 4：百度各类员工所占比例（2018 年底）.....7
图表 5：字节跳动各类员工所占比例（估算）.....7
图表 6：今日头条 App 首页信息流.....8
图表 7：百度 App 首页信息流.....8
图表 8：今日头条与新浪微博的产品异同.....9
图表 9：今日头条也有“关注机制”，但是重要性不高.....9
图表 10：头条号，中国最早的自媒体聚合平台之一.....10
图表 11：抖音上线之前，市场主流的短视频应用.....10
图表 12：字节跳动旗下三款短视频 App 的对比.....11
图表 13：抖音的成功，有一半是源于杰出的产品设计.....12
图表 14：抖音的“单页信息流”模式非常适合广告变现.....13
图表 15：抖音的“关注”功能，远比今日头条的更重要.....13
图表 16：腾讯为微视导流的效果还算不错，可惜太晚了（单位：万）.....14

图表 17：Musical.ly 历史大事表 15
图表 18：TikTok 在美国和印度的 App Store 免费榜排名 15
图表 19：TikTok 在国际上的主要竞争对手的 MAU（百万） 16
图表 20：今日头条 App 的流量已经接近天花板 17
图表 21：向百度发起全面进攻的今日头条搜索功能 18
图表 22：今日头条 vs 百度每日搜索请求数量估计（单位：百万） 19
图表 23：网络直播巨头的直播收入规模（单位：人民币百万元） 19
图表 24：抖音直播间一瞥 20
图表 25：快手直播间一瞥 20
图表 26：抖音、快手、B 站直播功能与定位对比 21
图表 27：快手小店，短视频平台做电商的一个伟大创举 22
图表 28：抖音电商，目前还是以向淘宝导流为主 23
图表 29：几大直播带货平台的特色 23
图表 30：百度在移动时代的历史可谓“产品和运营双失败”的记录 25
图表 31：西瓜视频进军原创网综，与长视频平台正面对抗 25
图表 32：快手与抖音 MAU 趋势对比（单位：百万） 26
图表 33：快手 App 用户的年龄分布 27
图表 34：快手用户占比最高的省份 27
图表 35：腾讯旗下 App 与竞争对手 App 的“95 后指数”对比 27
图表 36：微信小程序 MAU（单位：百万） 28
图表 37：MAU 超过 100 万的微信小程序数量 28
图表 38：抖音电商支持的是“平台精选商品或淘宝客商品” 29
图表 39：要知道，中国最早的直播电商带货平台是淘宝直播 30

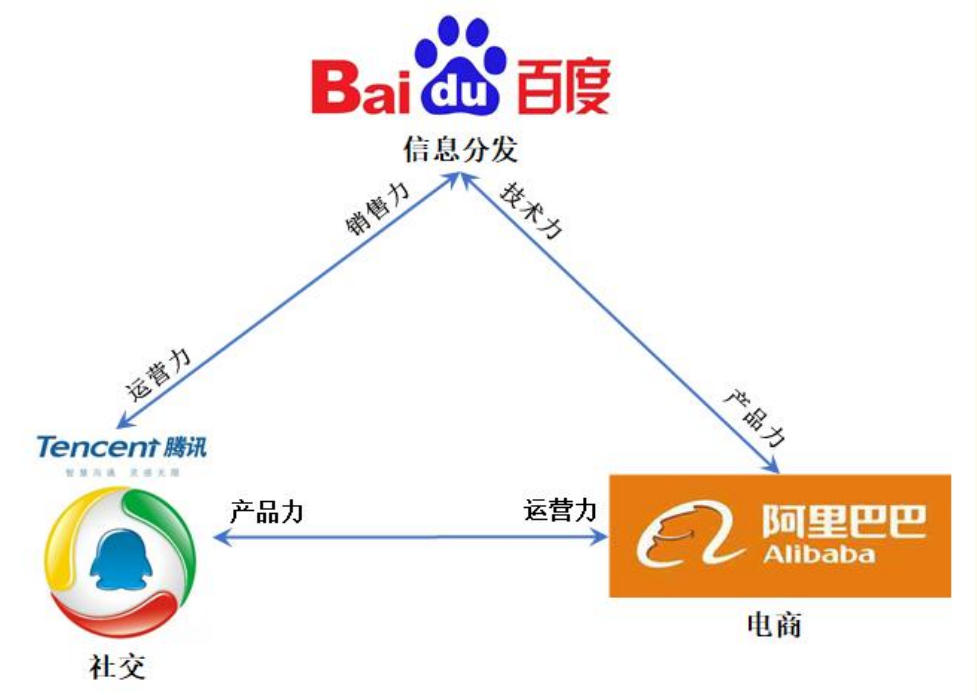
字节跳动，百度的替代者与“威力加强版”

- 互联网行业之外的人经常认为，字节跳动是腾讯的挑战者，与腾讯发生了直接的冲突。然而，无论从历史还是现实看，字节跳动最好的对标都是百度——不是现在陷入困境的百度，而是巅峰期的、甚至是“威力加强版”的百度。在技术和销售端，字节跳动与百度如出一辙、青出于蓝；在产品和运营端，它做到了后者的“遗志”。在 2013 年以来的“百度遗产争夺战”中，字节跳动还轻松地击溃了微博，成为庞大遗产的“首席继承人”。

字节跳动的崛起史，就是百度的衰落史

- 在字节跳动崛起之前，中国互联网行业是“BAT”的天下——百度、阿里巴巴、腾讯三大生态系统各自占据了一片领地。其中，腾讯的大本营是社交，阿里的大本营是电商，以上都毫无疑义。那么，百度的大本营又是什么呢？这个问题恐怕就没那么容易回答了。
- 有人会说：百度的大本营是搜索。这话只对了一半——搜索是一种“功能”，是用来实现需求的，而不是需求本身。就像腾讯以“即时通信”功能来满足用户的社交需求，我们总不能说腾讯是一家“即时通信”公司。事实上，自从成立之日起，百度的大本营一直是“信息分发”：让用户高效地获得自己需要的信息，也让信息发布者高效地接触到目标读者。严格地说，在 PC 时代，百度的主要竞争对手是门户网站，并且几乎取得了完胜。显然，搜索引擎是一种更先进、更高效、适用范围更广的信息分发模式。
- 在“BAT”时代，三巨头的核心竞争力各自不同：作为社交及娱乐巨头的腾讯，产品能力最重要，运营能力其次，故而浸透着“产品经理文化”；作为电商巨头的阿里，运营能力最重要，产品能力其次，故而浸透着“执行力文化”。而百度呢？它的核心竞争力在于技术和销售。没有技术，就无法高效地捕捉用户需求、向其输送信息，也无法提高广告变现效率；没有销售，就无法拉到足够的广告客户。所以，百度浸透着两种有些矛盾的文化：既是严谨创新的技术导向，又是激进的销售导向。

图表 1：字节跳动更像 BAT 里的哪家公司？



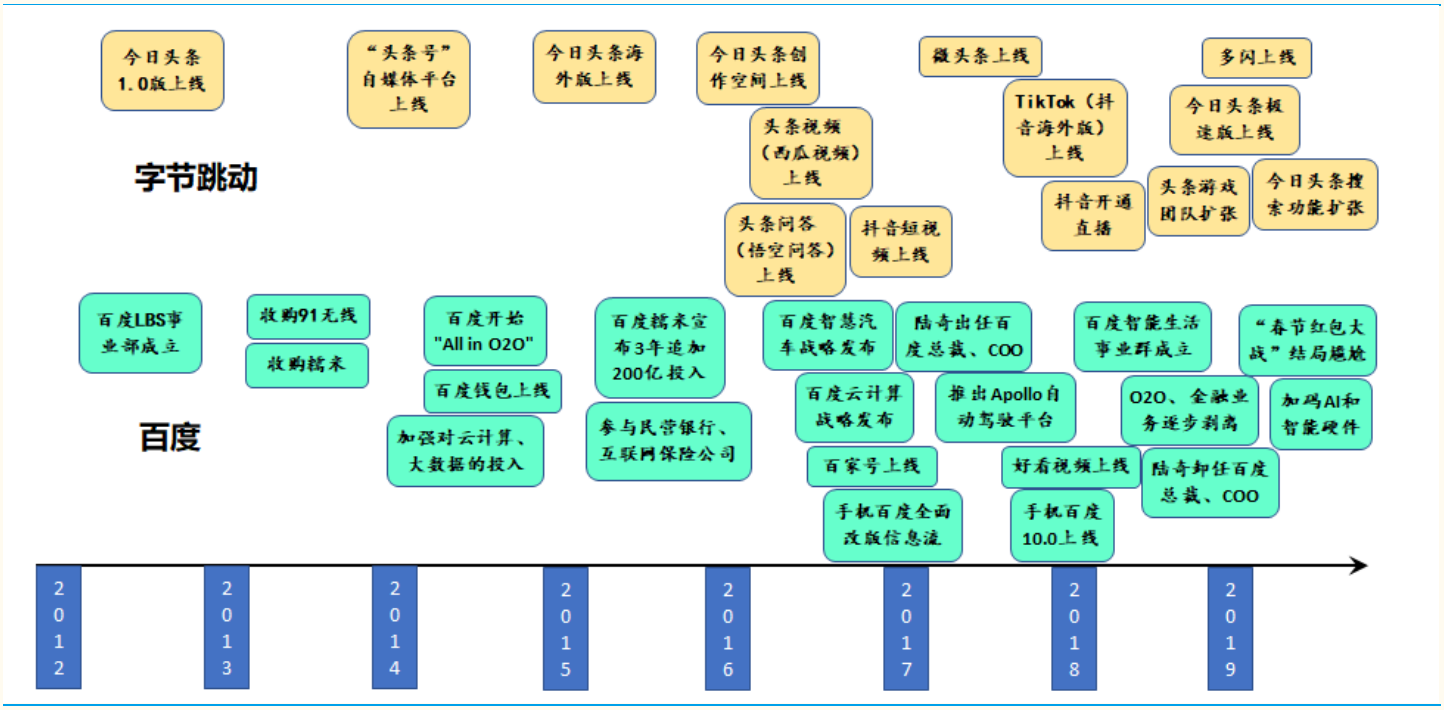
来源：国金证券研究所整理

- 进入移动互联网时代之后，百度面临着两大难题：首先，由于移动 App 的崛起，传统的网页模式式微，基于爬虫技术的搜索引擎逐渐被边缘化，用

户也习惯于使用超级 App（例如微信、微博）内部的搜索功能；其次，随着用户的不断成熟，对用户体验的需求不断提升，这就对百度的产品和运营能力提出了更高要求，可是百度一直未能达到这些要求。所以，在移动时代，百度的流量基础和变现模式都不断坍塌，给字节跳动这样的竞争对手留出了大片空间。不过，这个坍塌过程非常漫长。

- **2012-13 年：初始阶段，百度加码移动业务。**字节跳动成立于 2012 年 3 月，主力产品今日头条于当年 8 月上线。当时，百度刚刚决定加强移动布局，已经是“BAT”中动作最慢的一个了。2013 年，百度豪掷 19 亿美元收购 91 无线，获得了重要的移动流量入口；可惜，此后几年 91 无线每况愈下，并未发挥什么战略作用。同一年，百度收购糯米，进军 O2O。这段时间，微博、微信先后崛起，今日头条只是诸多新兴 App 当中的一个。
- **2014-15 年：百度 All in O2O，头条野蛮生长。**2014 年初，“头条号”自媒体平台上线，今日头条开始产生原创内容，对垂直信息的覆盖也在加强。与此同时，百度确定了“All in O2O”的战略，加码团购、外卖、电影票、金融业务；它还加强了对云计算、大数据、AI 的投入。四面出击的百度，没有聚焦于移动端的信息分发产品，从而几乎完全错过了信息流媒体、自媒体的热潮。在此期间，今日头条成长为中国最热门的信息流 App 之一，建立了完整的广告销售体系，还初次涉足海外市场。

图表 2：字节跳动的崛起史，就是百度的仿徨与衰落史



来源：公司官网，公司新闻，国金证券研究所整理

- **2016-17 年：百度陷入困境，字节跳动全面升级。**O2O 和金融业务在消耗了数百亿资金后，仍然未能达到预期的效果，从 2017 年开始陆续被剥离出来。但是，百度又扑上了另一场旷日持久的豪赌：智慧汽车。与此同时，字节跳动把赌注下到了短视频，先后推出火山、西瓜、抖音三个短视频 App，取得了巨大的成功；从此，“头条系”生态系统逐渐成型。面对搜索业务的逐渐衰落，百度于 2016 年推出百家号，将手机百度全面改版为信息流；2017 年推出了好看视频。由此可见，百度已经成为了字节跳动的模仿和追随者。然而，“魏则西事件”对百度的品牌形象和变现造成了沉重的打击，即便是陆奇出任 COO，也无法彻底扭转不利局势。
- **2018 年以来：字节跳动仍在持续侵蚀百度领地。**手机百度的信息流化是一针强心剂，可是管不了一辈子，百度仍然面临着用户基础坍塌、广告主流失的困境。百度的短视频、直播业务也没有做好。随着陆奇的卸任，百度再次失去了方向，决策效率和执行力日益低下，只有寄希望于智慧汽车、

智慧家居的愿景。此时，字节跳动的估值早已超过百度，并且攻入了百度的核心搜索领域，在 AI、大数据等领域也投入重兵。

- 为什么百度在移动互联网时代失败了，而字节跳动这个后来者胜出了？简而言之，字节跳动是一个“威力加强版”和“年轻版”的百度，能够继承后者的最大优点，却避免它的最大缺点。虽然媒体热衷于炒作“头腾大战”，视字节跳动为腾讯帝国的颠覆者，但是至少在现阶段，字节跳动仍然可以继续吃掉百度的遗产，而不是去与腾讯“刺刀见红”。

继承百度的最大优点，而避免它的最大缺点

- 字节跳动从来没有公开过高管的完整名单和履历，但是许多国内外媒体有过报道，在 LinkedIn 等求职网站上也能找到部分业务骨干的简历。从公开信息，我们可以确认：头条至少有 3-4 位高层员工曾任职于百度，其中包括推荐算法、搜索、今日头条 App 等重要业务负责人。我们估计，在中基层员工中，曾任职于百度的比例不小。信息分发，最重要的是技术（算法）和销售（商业化），而百度在这两个方面都是“黄埔军校”。

图表 3：确认有百度工作经历的字节跳动高层或重要员工

姓名	分管业务	百度工作经历
杨震原	推荐算法	2005-2014 年任职于百度，负责搜索架构，曾任搜索部副总监
洪定坤	搜索与发展业务	2008-2013 年任职于百度贴吧，此后短暂任职于小米
朱文佳	今日头条 App	曾任百度搜索部门首席架构师，最迟于 2016 年加入字节跳动
朱时雨	商业化战略发展	2007-2012 年任职于百度商业分析部，2012-17 年任职于新浪战略发展部
康泽宇	海外产品	2010-2017 年在百度任研发工程师

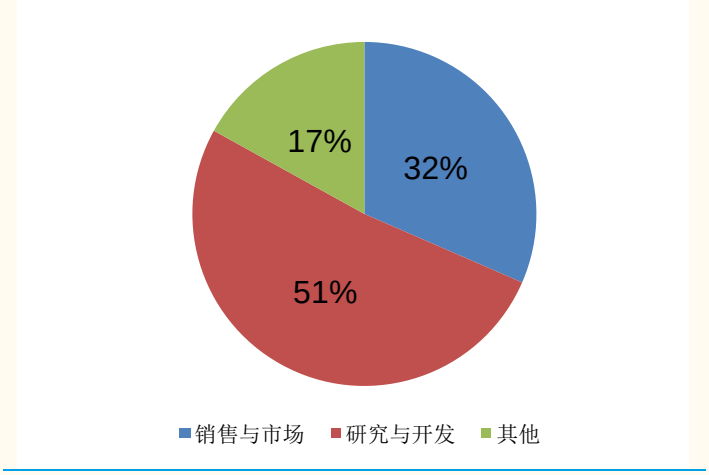
来源：The Information, 36 氪，钛媒体，国金证券研究所整理

- 百度的员工为什么纷纷选择加入字节跳动？首先，在移动互联网时代，百度的战略地位衰落、执行力薄弱，大批员工当然会另求出路；字节跳动是由技术人员创立的公司，带着浓厚的“极客文化”，对研发人员具备独特的吸引力。其次，字节跳动成立晚、崛起快，没有“大公司病”，组织结构扁平，具备广阔的空间，正适合年轻人闯荡。再次，字节跳动给予员工的待遇很慷慨，竞争对手都承认“从字节跳动挖人极其困难”。

- 你可能会不理解：为什么百度的员工来到字节跳动之后，能够发挥更大的作用、创造更大的事业？因为，百度一直是个“矛盾的公司”：一边是严谨的技术人员，一边是激进的销售人员；它没有取得平衡，而是反复摇摆，有时候由技术说了算，有时候由销售说了算。而且，百度缺乏一块重要拼图，那就是对“用户体验”的感知，导致技术优势永远无法转化为优质产品。在字节跳动，上述问题至少目前不存在。以张一鸣为首的年轻、精力充沛的创始团队，对业务的掌控能力也远胜于李彦宏。

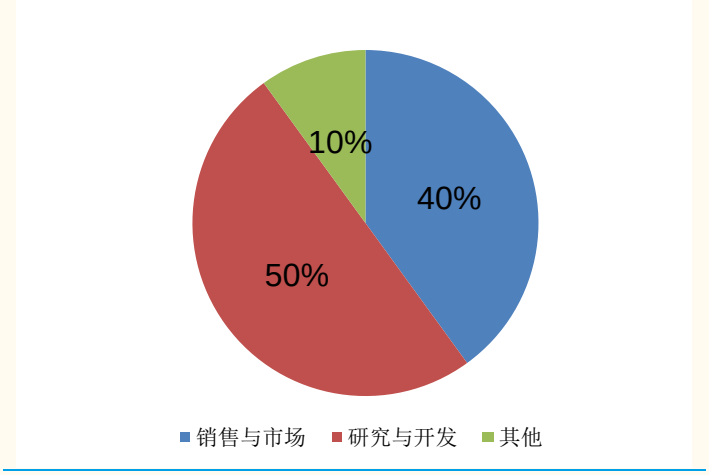
- 字节跳动与百度的相似之处，可以从人员结构上窥见一斑。2018 年底，根据年报，百度拥有约 4.2 万员工，其中 51%是研究与开发人员，32%是市场与销售人员。字节跳动没有公布员工详情，但是我们估计总数也在 4 万人左右。从官方网站和第三方招聘网站的招聘启事和求职信息，我们可以合理地估计：字节跳动的研发人员占比约 50%，市场与销售人员占比约 40%。两家公司的人员结构如出一辙。

图表 4：百度各类员工所占比例（2018 年底）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：字节跳动各类员工所占比例（估算）



来源：公司招聘官网，国金证券研究所估算

- 在 PC 时代，百度依靠搜索业务的高壁垒、不可替代性，建立了庞大的流量基础和广告主体系。但是，在移动时代，搜索业务逐渐被边缘化，百度没有及时拿出应对措施。反而是字节跳动清醒地意识到：“信息分发”这门生意没有衰落，只是实现方式从“搜索”转向了“基于算法的信息流”。要命的是，在今日头条崛起初期，并没有直接吃掉百度的基本盘，只是吃掉了增量市场，结果百度的应对非常迟缓，“温水煮青蛙”。
- 最迟到 2016 年，情况已经很明显：今日头条成为了超级 App，它的用户基数还比不上百度，但是用户黏性有过之；百度甚至不算一个真正的超级 App，只是用户偶尔访问的“中转站”。2013-16 年，出现了很多信息流媒体 App，但是今日头条对手机百度的冲击最大，因为它们的目标用户极其相似：都是男性占多数，都是以二线以下城市为主，平均年龄都不小（30 岁以上）。在广告主类型上，两者的重叠度也越来越高！
- 2016 年下半年，百度不得不对移动 App 进行全面改造，其核心就是“学习今日头条”：信息流成为重中之重，搜索反而退居次要位置；产品定位从“百度一下，你就知道”变成了“有事搜一搜，没事看一看”；在信息流构成当中，视频所占比例不断提升。对比一下现在的百度和今日头条 App，除了配色不同，你简直分不清谁是谁。差不多同时，百度又推出了好看视频，以对标“头条系短视频三剑客”——火山、西瓜、抖音。

图表 6：今日头条 App 首页信息流

来源：今日头条，国金证券研究所

图表 7：百度 App 首页信息流

来源：手机百度，国金证券研究所

- 百度“向字节跳动学习”的一系列举措，产生了短暂效果：2017-18 年，手机百度的用户基数和时长大幅上升，广告收入维持增长。随着 O2O 业务的剥离，百度似乎终于要聚焦于核心业务——信息分发，它仍有能力与字节跳动一战。然而，陆奇的卸任、管理层的动荡，促使中层骨干持续流失；很多老用户并不赞成手机百度转型信息流，从而流失掉了；百度对用户体验的掌控仍然很弱，也就不可能开发出新的杀手级 App。在 2019 年的春节红包大战失败之后，形势很明显：“旧百度”不可能战胜“新百度”。现在，字节跳动的对标变成了腾讯，实际上仍然在蚕食百度日益狭窄的领土。

“百度遗产争夺战”的受益者不止有字节跳动

- 百度失其鹿，天下共逐之。在漫长的“百度衰落期”，很多巨头和独角兽试图瓜分其遗产：浏览器，例如 QQ 浏览器、UC 浏览器；手机安全助手，例如 360、猎豹移动；与今日头条类似的信息流 App，例如一点资讯、腾讯新闻；甚至手机应用商店，都在侵吞百度留下的“信息分发”空白地。字节跳动当然是最大的受益者，但是还有一个容易被忽视的受益者：新浪微博。至少，它至今还是今日头条最大的对标产品。
- 在 PC 时代，新浪等“四大门户网站”一度是最主流的信息分发渠道，但是很快被百度搜索引擎架空，沦为无足轻重的平台。微博诞生之后，新浪敏锐地捕捉到了机会，最早、最彻底地投入了资源；移动互联网的崛起，给微博带去了前所未有的战略机遇。在成立初期，微博的定位是“社交媒体”；2012 年以后，它的定位越来越偏向于“信息流媒体”，即与今日头条直接对标。要知道，当今日头条上线时，微博已经三周年了！
- 新浪微博与今日头条最大的区别是：前者脱胎于大众媒体、带着鲜明的“媒体基因”，后者则带着鲜明的“技术基因”；前者是从社交媒体逐渐转向信息流媒体、算法重要性不断增强，后者则从一开始就是以算法为核心的“兴趣阅读媒体”；前者以娱乐八卦为核心内容，后者的内容则几乎涵盖一切品类。而且，整个新浪体系根植于一二线城市，在低线城市的地推、

销售覆盖都不足，而这恰好是今日头条的强项。结果，微博还是走上了门户网站的老路，聚焦于重大突发事件，变现效率不高。

图表 8：今日头条与新浪微博的产品异同

	今日头条	新浪微博
上线时间	2012 年 8 月	2009 年 8 月
产品定位	信息流媒体	社交媒体 逐渐转向信息流媒体
信息分发逻辑	算法推荐	社交关注链 逐渐转向算法推荐
信息来源	第三方转载 自媒体	公众人物 自媒体
核心用户画像	30 岁以上居多 男性居多 二线以下城市居多	30 岁以下居多 女性居多 二线以上城市居多
核心信息	多种多样	重大突发事件 娱乐八卦
技术水平	较高	较低
变现效率	很高	很低

来源：今日头条，新浪微博，国金证券研究所整理

- 今日头条取胜的关键在于“算法导向”，但是这也埋下了隐忧：用户看到的内容主要由算法主导，内容创作者难以积累粉丝、经营“私有流量”。虽然今日头条也有“关注机制”和专门的“关注页面”，但是重要性不高。事实上，基于算法的信息流，本来就更有利于提高平台的话语权、降低内容创作者的话语权，而内容创作者肯定不希望看到这一点。所以，娱乐明星等公众人物会更青睐微博，在那里可以更高效地触及粉丝；自媒体则会更青睐微信公众号，在那里能更好地经营“私有流量”。如果要进一步发展壮大，字节跳动必须解决“算法推荐”与“私有流量”之间的矛盾。

图表 9：今日头条也有“关注机制”，但是重要性不高

来源：今日头条，国金证券研究所

- 其实，字节跳动早在 2014 年初就注意到了自媒体的重要性，推出了“头条号”自媒体平台。看起来，“头条号”不过是对“微信公众号”的仿效；然而，“头条号”的杀手锏在于能够面向字节跳动旗下的多个媒体渠道进行智能化推送，并允许自媒体分享由此产生的广告收入。此后，这个模式被网易号、阿里“大鱼号”、百度“百家号”、腾讯“企鹅号”、凤凰“大风号”纷纷仿效。2016 年底，“头条号”不惜以高额底薪，从微博、知乎大肆争

抢头部原创作者；其他自媒体聚合平台的动作都没有这么坚决。“头条号”的崛起，使字节跳动拥有了自己的原创内容，完全依靠转载。

- 在“头条号”的发展过程中，字节跳动逐渐意识到：自媒体也好，明星网红也好，都希望进一步加强粉丝关注机制、获得稳定的流量，而不是受制于平台。在 KOL（意见领袖）越来越重要的时代，字节跳动必须找到一个平衡：既不破坏平台的主导权，又满足 KOL 的诉求。这个平衡的关键在于，将用户看到的内容在“关注对象”和“算法推荐对象”之间实现精确而公平的分配。在抖音的崛起过程中，这种微妙的分配机制发挥了巨大的作用——这也是我们将在下一个章节讲述的故事。

图表 10：头条号，中国最早的自媒体聚合平台之一

来源：今日头条，国金证券研究所

抖音的“非偶然崛起”，以及字节跳动的“升级”

- 2015 年，字节跳动全面加码短视频；2016 年，它一口气推出了三款短视频 App，其中就包括红极一时的抖音。从那以后，抖音成为了字节跳动用户、收入和估值的最大增长引擎。也正是抖音，让字节跳动升级为了一个真正的“生态系统”。抖音的崛起是必然还是偶然？它还能火多久？在字节跳动的战略版图中，它将扮演什么角色？仅仅描绘抖音的崛起历程，当然很容易；要就此做出深入分析，就没那么容易了。

抖音的崛起是偶然吗？既偶然，又不偶然

- 2015 年，字节跳动确定以短视频为下一步的战略进攻方向。当时，短视频战场已经比较拥挤：一下科技旗下的秒拍被全面嵌入微博客户端，小咖秀获得了大批明星网红的认可；快手根植于三线以下城市乃至乡镇，不声不响地实现“农村包围城市”；微视定位于“8 秒短视频”，拥有腾讯系的社交流量支援。到了 2016 年，一下科技和快手分别占据了短视频行业的高端和低端，陌陌、YY 等直播巨头和爱奇艺、B 站等长视频巨头也纷纷进军短视频，留给字节跳动的空间似乎不多了。

图表 11：抖音上线之前，市场主流的短视频应用

产品名称	母公司	内容定位	特色
秒拍	一下科技	PGC/OGC	与新浪微博深度绑定
小咖秀	一下科技	UGC	搞怪、音乐视频
快手	快手	PUGC	主打草根用户、野蛮生长，腾讯战略投资

产品名称	母公司	内容定位	特色
头条视频	字节跳动	PUGC	与秒拍定位有些类似
微视	腾讯	UGC	8 秒短视频，动态贴图

来源：公司官网，App Store，国金证券研究所整理

- 然而，在看似已经尘埃落定的短视频市场上，存在着一个明显的突破口，那就是一下科技。虽然秒拍的用户基数很大，但是三分之二的用户来自微博，缺乏自有流量入口；它的定位偏向于 PGC/OGC，是明星网红的舞台，对草根内容创作者谈不上友好；由于严重依赖微博入口，也就谈不上什么先进的算法推荐。至于小咖秀，其音乐、搞笑视频玩法很有特色，但还是没有摆脱秒拍的市场定位。说到底，一下科技受到微博的影响太深，浸透着“媒体基因”“明星基因”，实属外强中干。

- 2016 年 4-9 月，字节跳动先后推出了三款短视频 App：火山小视频，对标是快手，以下沉市场的 UGC 为主；头条视频（西瓜视频），对标是秒拍，与今日头条深度绑定，以 PGC/OGC 为主；抖音，对标是小咖秀，种子用户是大城市白领、海归、大学生，囊括了 UGC/PGC。其实，抖音还有一个对标，就是 2014 年上线、发源于中国、却在美国大红大紫的 Music.ly。如果你使用过早期版本的抖音，就会发现其界面、内容、调性与 Music.ly 如出一辙。后来，Music.ly 果然被字节跳动收归麾下。

- 在上线初期，字节跳动对三款短视频 App 没有明显的资源倾斜；头条视频由于获得了今日头条的流量输送，崛起的甚至更快一些。但是，从 2017 年开始，每隔几个月，抖音的流量都会剧烈攀升：大学生、大城市白领率先爱上了这款 App，然后在长假或寒暑假回家探亲时，将它带到了自己的老家，带给了不同年龄段、不同收入层次的用户。这是中国互联网历史上的一个转折点：此前，互联网头部应用“农村包围城市”的成功案例很多，“一线城市下沉全国”的成功案例不多。但是抖音做到了。

图表 12：字节跳动旗下三款短视频App 的对比

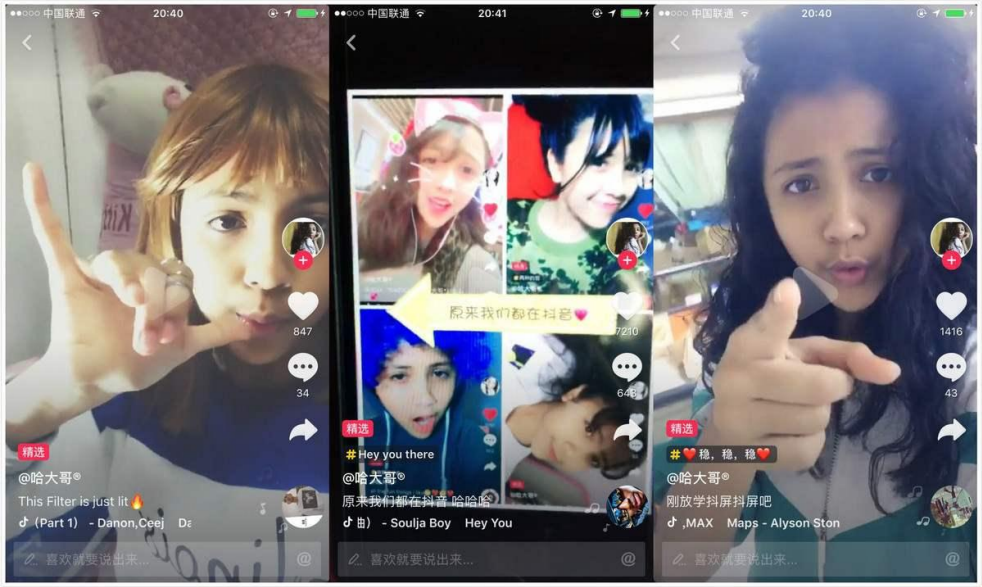
	抖音	西瓜视频	火山小视频
上线时间	2016 年 9 月	2016 年 5 月	2016 年 4 月
对标产品	小咖秀，Musical.ly	秒拍	快手
内容基础	PUGC	PGC/OGC	UGC
早期目标用户	一二线城市白领 海归、大学生	今日头条用户 OGC 观众	直播观众 下沉市场用户
社交属性	较强	较弱	较弱
内容长度	很短	较长	较短

来源：公司官网，App Store，国金证券研究所

- 抖音的成功，有一半应归功于杰出的产品设计，另一半则归功于有针对性的市场运营。在抖音上线前，绝大部分短视频 App 采用“类微博式”界面，也就是照搬图文信息流，以缩略图的方式显示视频，再加上几个关键词标签或一段描述。这种方式历史悠久，适用面很广，但是对短视频来说不一定是最佳选择。抖音则砍掉了“信息流”界面，直接以播放界面取而代之——用户打开抖音 App，立即就会看到视频内容，以上下左右滑动的方式进行选择。这个思路并非抖音的首创，但是也非常大胆。

- 在发布初期，抖音市场推广团队的骨干来自 4A 公司，他们巧妙地营造了“潮人、有趣的人、时尚达人都在抖音”的形象，勾起了年轻人的新鲜感。为什么选择大城市白领、大学生和海归为种子用户？因为他们同时也是潮人内容创作者，可以为抖音提供宝贵的早期内容。在进入上升通道之后，抖音又通过赞助节目、创意广告等方式，打出高效率的营销组合拳。由于内容略显同质化、地推力度不足，抖音至今仍以一二线城市及女性用户为主，但是这已经足够成就一个超级 App 了。

图表 13：抖音的成功，有一半是源于杰出的产品设计



来源：抖音，国金证券研究所整理

- 抖音这个产品的崛起，带有一定的偶然性；但是，字节跳动在短视频方面的布局成功，就没那么偶然了。如果抖音没有成功，或许就是火山、西瓜取得成功（这两个产品的表现也不差），又或许是下一个创新产品取得成功。在字节跳动的探索过程中，BAT 的动作非常迟缓：百度一如既往地不擅长消费者产品，阿里大文娱的战略重点指向长视频，腾讯则以为入股快手就算占领了这个市场。如果不是抖音崛起，BAT 可能会继续沉睡下去。

抖音的成功，恰恰是因为它“不是很像今日头条”

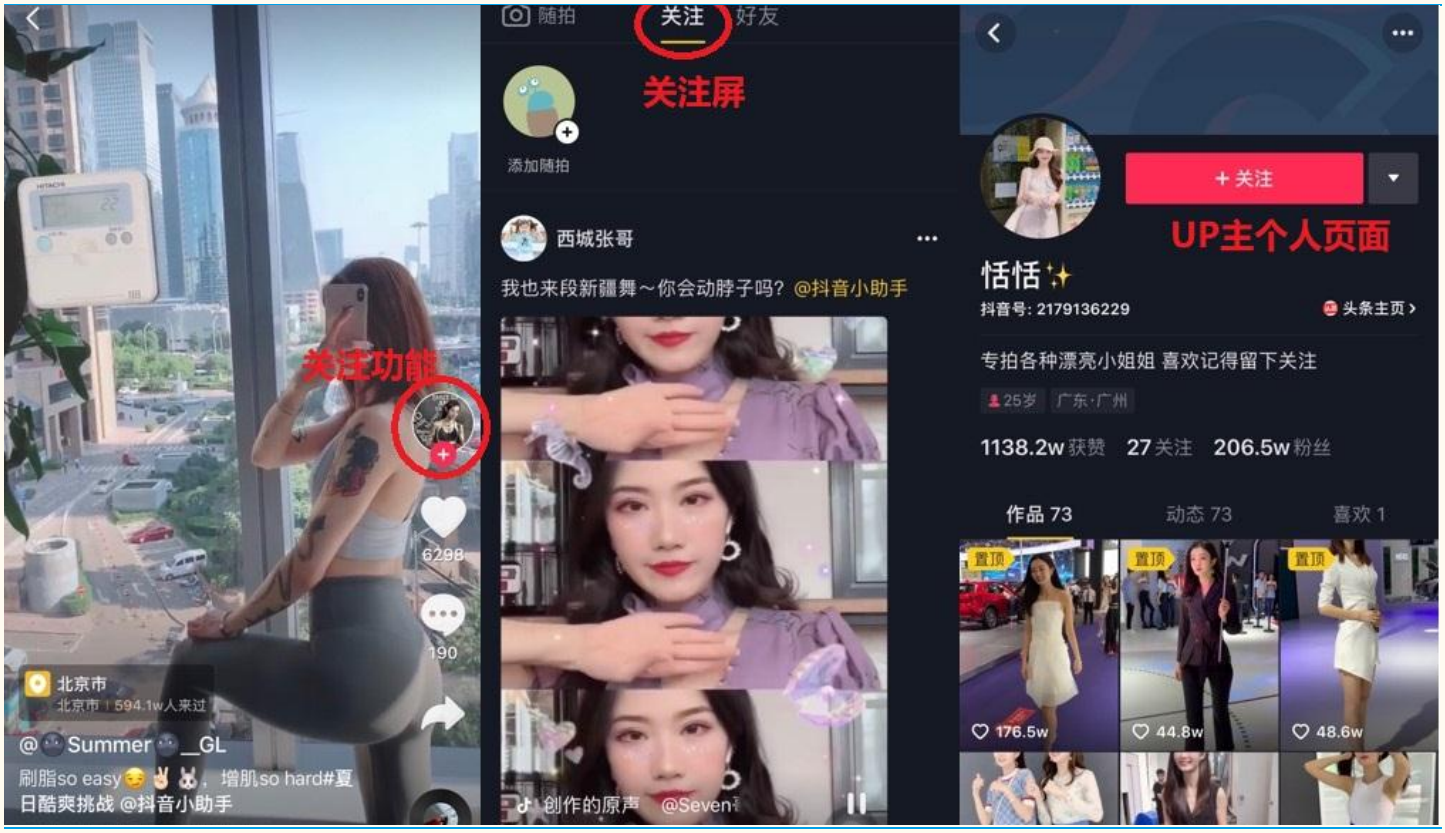
- 移动互联网的超级 App，即便出自同一家公司，产品和运营思路也不会是完全相似的。微信不像 QQ，新浪微博不像新浪新闻，抖音也不像今日头条。简而言之，抖音对今日头条的成功经验进行了全面扬弃：继承了优秀的算法、以兴趣推荐为核心的产品思路；以一二线城市而非低线城市为大本营；取消了传统信息流，代之以所谓“单页信息流”（播放界面）；强化了关注机制，使得明星网红等 KOL 更乐意以抖音为大本营。
- 抖音的广告变现发展速度极快。我们估计，2018 年它的广告收入即已突破 100 亿元，2019 年有可能突破 400 亿元。相比之下，新浪微博 2018 年的广告收入仅有约 100 亿元，我们估计快手的广告收入仅有 20-40 亿元。为什么抖音的广告变现能力这么强？这就是“播放界面与信息流合一”的巨大威力：在微博、快手，广告内容夹杂在信息流界面之中，用户必须点开观看；在抖音，用户在“上下滑动”的过程中，不知不觉就看到了广告。
- 聚焦于一二线城市高消费人群的策略，促进了抖音的广告变现能力。虽然人们都说“互联网行业是得低端者得天下”，但是没有品牌广告主愿意被贴上“低端”的标签。所以，快手的广告变现之路远比抖音更难。比起同样扎根于一二线城市的微博，抖音的内容调性和算法精准性都明显更强，而且大批流量还没有被广告“洗过”，当然更受广告主欢迎。

图表 14：抖音的“单页信息流”模式非常适合广告变现

来源：锐力传播，国金证券研究所整理

- 抖音的可持续发展，在于优质原创内容，尤其在于吸引原创作者（UP 主）。无论是草根作者(UGC)还是专业作者、明星网红(PGC/OGC)，都希望在抖音上获得自己的粉丝，或曰“私有流量”。因此，抖音必须赋予创作者经营粉丝的足够空间，例如设立“关注屏”、加强 UP 主个人页面功能等。有趣的是，这也是微博、快手近年来在做的事情：让内容信息流在“算法推荐”和“主动关注”之间取得平衡。算法的地位越重要，推送就越精准，但是创作者经营粉丝的难度就越高。抖音取得了不错的平衡，但是平心而论，它的“流量私有化程度”仍然不如微信公众号、微博、快手等。

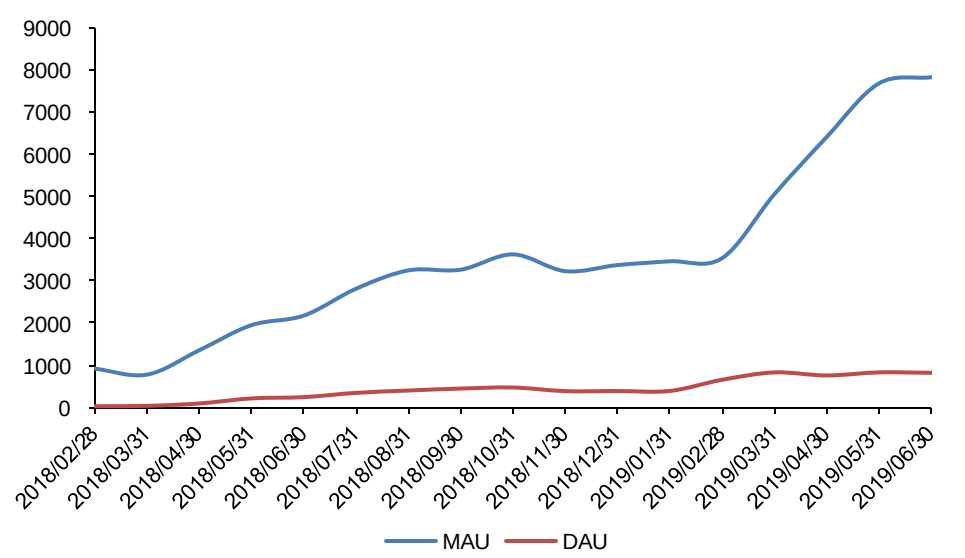
图表 15：抖音的“关注”功能，远比今日头条的更重要



来源：抖音，国金证券研究所整理

- 在短视频发展的早期，明星网红等 KOL（意见领袖）大多以微博、秒拍为大本营；秒拍实质上是附属于微博的。可惜，微博的“大众媒体”色彩太强，过于注重突发新闻事件，导致流量越来越向头部集中，话题也越来越趋向于同质化的娱乐八卦。于是，垂直 KOL 纷纷到抖音、小红书谋求出路。等到抖音羽翼丰满之后，即便是头部 KOL，也无法忽视它了。抖音的高端市场定位特别受到 MCN（多渠道发行商）的欢迎，故而能从 MCN 获得源源不断的新鲜血液。相比之下，快手几乎没有 MCN 的参与。
- 随着抖音的崛起，BAT 做出了一系列反应：百度至今还在推广好看视频，阿里推出了鹿刻，腾讯推出了微视、Yoo 视频等。其中，百度的失败是必然的，而阿里并未投入足够的资源；最可惜、也最令外界不解的，是腾讯在短视频领域并未取得突破。微视失败的原因是什么？一言以蔽之：资源给的太晚，产品没有特色，市场推广不力。
- 在抖音刚刚兴起之时，腾讯曾有一个追上来的机会：微视全面抄袭抖音的功能，同时用微信、QQ 全面向其导流。虽然这个方法堪称无底线，但是肯定能发挥作用。然而，腾讯一直等到 2018 年初才重新向微视投入资源，2018 年 9 月才通过微信向微视导流。微视一直缺乏产品特色：既不像抖音那么“潮”，又不像快手那么“真”，还不像秒拍自带明星网红资源。微信的导流确实大幅提升了微视的 MAU，但是 DAU 仍然极低——由此可见，大部分用户都是被诱导安装的，没有什么黏性。

图表 16：腾讯为微视导流的效果还算不错，可惜太晚了（单位：万）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 此时此刻，抖音最大的竞争对手仍然是快手。我们估计，快手的 MAU 已经于 2018 年二季度被抖音超越，但是差距一直在 25%以内。这两个超级 App 的定位差别，可以从宣传词窥见一斑：抖音是“发现美好生活”，快手则是“看见每一种生活”。随着流量红利的耗尽，抖音和快手都在进军对方的领地，快手的商业模式创新步伐甚至更大。我们将在后续章节探讨两家之间的微妙关系。至少在 3-5 年内，这场战争不会结束。

字节跳动的海外野心，一大半系于 TikTok

- 2014 年 8 月，一款由中国团队开发的、名为 Musical.ly 的音乐短视频 App 在中国和美国同时上线。由于种种原因，这款 App 在中国未能获得关注，但是在美国迅速走红。2015 年 7 月，Musical.ly 首次登上美国 iOS 免费榜第一；截止 2016 年 2 月，它已经登上过至少 30 个国家和地区的 iOS 免费榜第一。一开始，Musical.ly 曾被国内媒体称为“美国的小咖秀”，不过它很快就远远超过了小咖秀的高度，还开设了附属的直播平台；它的产品和运营模式，得到了抖音的全面学习吸收。

- 2017 年，中国互联网巨头纷纷出海，关于 Musical.ly 将被收购的传闻不胫而走，快手和字节跳动是两个大热门。2017 年 10 月，字节跳动笑到最后，收购了 Musical.ly；2018 年 8 月，Musical.ly 在全球范围内并入 TikTok（抖音海外版），成为了字节跳动出海的重要立足点。毫不夸张地说，没有 Musical.ly 带来的巨大用户基础，就没有 TikTok 的今天。

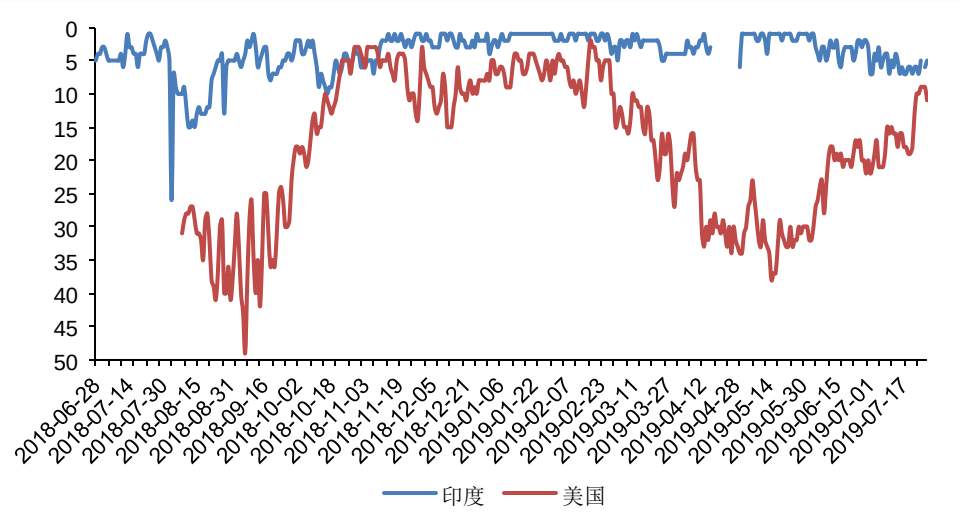
图表 17：Musical.ly 历史大事表

时间	事件
2014 年 8 月	Musical.ly 同时在中国和美国市场上线
2015 年 7 月	Musical.ly 登上美国 iOS 免费榜第一名
2016 年 2 月	Musical.ly 累计登上了超过 30 个国家和地区的 iOS 免费榜第一名
2016 年 5 月	Musical.ly 全球下载量突破 7000 万次，每日新增视频超过 1000 万条
2016 年 7 月	Musical.ly 旗下的直播平台 Live.ly 上线
2017 年 4 月	Musical.ly 与 Apple Music 签署版权合作协议
2017 年 10 月	字节跳动收购 Musical.ly
2018 年 8 月	在全球范围内，Musical.ly 与 TikTok 合并

来源：Wikipedia, Wall Street Journal, 国金证券研究所

- Musical.ly 已经登陆过全球大部分国家和地区，建立了一定的品牌和本地化运营经验，这就给 TikTok 节约了大量时间。但是，在吸收 Muscial.ly 之后，TikTok 的发展并非一帆风顺：2018 年四季度，在强大的广告宣传攻势之下，它在美国的下载量激增，多次占据 iOS 免费榜第一；但是，2019 年一季度，它的排名大幅下降，直至新一轮宣传攻势开始。在印度市场，TikTok 的免费榜排名就要稳定的多，只有一次短暂的下架。
- 在全球，TikTok 最大、最危险的竞争对手无疑是 YouTube，它的 MAU 超过 20 亿，涵盖了长视频、短视频、直播领域，内容生态系统堪称第一，还有母公司 Google 的资源支持。相比之下，TikTok 的 MAU 只有约 2.5 亿，只是 YouTube 的一个新兴竞品，远谈不上取而代之。所以，在 YouTube 根深叶茂的发达国家，TikTok 的地位不算稳固；而在 YouTube 尚未来得及经营，或者水土不服的发展中国家，TikTok 的机会就很大了。

图表 18：TikTok 在美国和印度的 App Store 免费榜排名



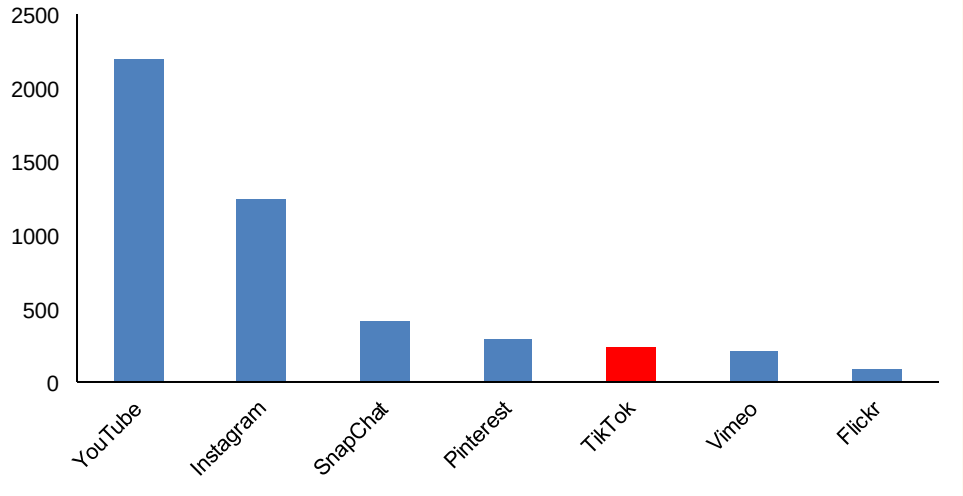
来源：App Store, 国金证券研究所

- 不过，TikTok 的竞争对手绝非只有 YouTube。Instagram、SnapChat 以及 Pinterest 等应用，曾经以图文分享为主，现在也加入了大量视频内容；尤其是 SnapChat 的“故事模式”，现在是非常流行的短视频发布平台。还有定位于“无广告、创意、高清视频社区”的 Vimeo，在原创视频圈子里非

常流行，只是在移动端的覆盖面不足。此外，Facebook 也在大力扶持短视频 PUGC，与 TikTok 隐然构成了竞争关系。

- 与除了 YouTube 和 Vimeo 之外的所有竞争对手相比，TikTok 最大的优势是：诞生于视频社交时代，完全为短视频而生，没有历史包袱。Instagram、SnapChat 等毕竟是图文社交的产物，更类似于中国的微博、微信朋友圈，短视频内容只是副产品。但是，这也是 TikTok 的天然软肋：定位过于鲜明，很难横向扩张，注定只能成为垂直细分市场的翘楚。

图表 19：TikTok 在国际上的主要竞争对手的MAU（百万）



来源：公司公告，公司新闻，国金证券研究所估算

- 字节跳动的海外版图，还包括今日头条海外版、News Republic 等多款产品；TikTok 只是其中用户基数最大、增长最迅猛的。字节跳动的目标，当然不是依靠 TikTok 单独打天下，而是以它为海外业务的支点，伺机为其他业务赋能：社交、游戏、直播、长视频……如果 TikTok 不能更上一层楼，那么新业务的扩张就无从谈起。海外扩张是一场艰苦的战役，虽然 TikTok 本身具备较强的广告变现能力，但是我们估计 1-2 年之内，字节跳动在海外的总投入将超过总产出；收获的时间尚未到来。

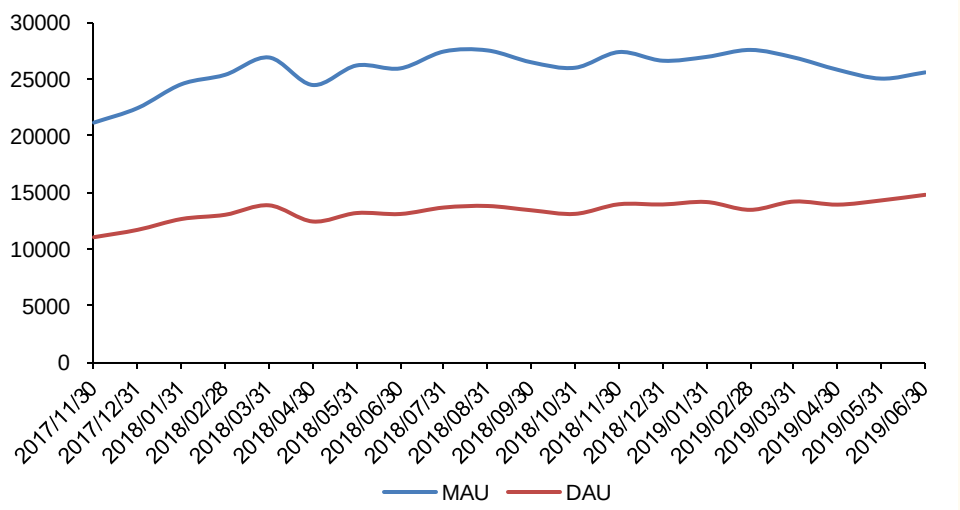
战略进攻方向：搜索、直播、网红带货

- 2018 年以来，媒体反复炒作“头腾大战”，投资界也预期字节跳动下一步一定会进攻游戏、社交，威胁腾讯的核心领地。然而，我们并不赞成以上预期：字节跳动有更合适、更高效的战略进攻方向，那就是搜索、直播、网红带货。通过搜索，它进一步蚕食百度日益缩水的基本盘；通过直播和网红带货，它学习快手的先行经验，同时对传统直播及电商导购平台构成冲击。至于游戏和社交，在现阶段是很不重要的方向。

今日头条的未来，要看搜索功能的强化

- 当抖音的用户基数和时长还在增长时，今日头条的流量却已经见顶。我们的监测数据显示，从 2018 年三季度以来，今日头条 App 的 MAU 和 DAU 均已经进入环比停滞的阶段。这个 App 已经开发了绝大部分目标用户人群，内容类型已经很丰富，Adload（广告负载率）也已经很高，接下来该去哪里寻找新的收入增长点呢？有人认为，是游戏发行或联运，这将入侵腾讯的基本盘；有人认为，是搜索，这将入侵百度的基本盘。

图表 20：今日头条 App 的流量已经接近天花板



来源：今日头条，国金证券研究所

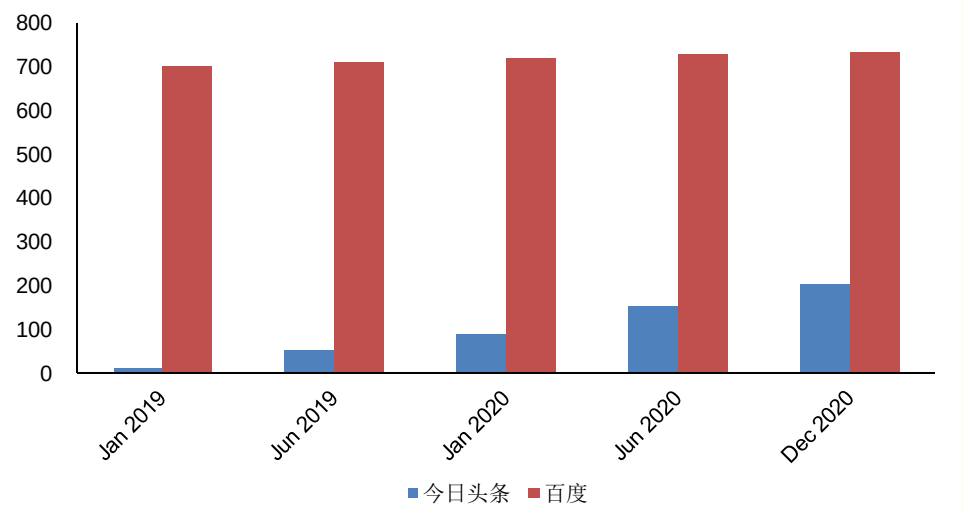
- 首先，我们必须认识到：今日头条历史上就有过游戏联运的尝试，而且百度、阿里、微博等大型流量平台几乎都做过游戏联运。然而，“联运”只是游戏生意当中的一个环节，而且是技术含量不高的环节：“联运方”并不真正负责运营，只是将流量导入游戏罢了。在当前的中国，硬核联盟旗下的手机应用商店（华为、OPPO、vivo 等）是最大的联运渠道。如果今日头条真要把游戏联运生意做大，那么在与腾讯正面冲突之前，它会先与安卓手机厂商产生竞争，这实属没有必要，而且性价比较低。
- 游戏发行（独代）则是完全不同的生意，发行商将负责游戏的档期、市场推广、运营，乃至部分产品工作。问题在于，今日头条要到哪里去找优质产品呢？如果依靠自研，那么没有 3-5 年是不可能拿出标杆产品的；如果依靠第三方 CP，目前优质 CP 除了“腾讯系”，就只剩下网易和垂直品类（二次元、女性向等）了。对于今日头条的收入体量而言，只有超级爆款游戏才能推动增长，其他产品没有太大意义。当然，今日头条可以投入大量资源扶持自己的 CP——但是这些资源花在别处可能更有效。
- 有人认为，今日头条是最大的游戏买量广告渠道之一，自己做游戏发行是水到渠成。然而，正因为游戏广告变现效率高，自己做发行才缺乏实际意义——同样的流量位，拿来卖广告很可能更赚钱。对于 SLG、传奇系 MMO 等热门买量品类来说，发行商的利润早已非常微薄，反而是买量渠道赚的盆满钵满。既然如此，今日头条何必亲自上阵做发行？
- 搜索则是一个完全不同的故事。今日头条 App 早已具备搜索功能，只是使用率有限，而且尚未展开变现。既然手机百度能够进军信息流，为何今日头条不能加码搜索？百度核心搜索业务的觊觎者可不少，例如微信的“搜一搜”功能就一直在强化。要让搜索功能更进一步，今日头条需要做三件事情：第一是加强技术水平，第二是增加可搜索的内容，第三是引导用户使用习惯。其中，前两件事情都不难做到。

图表 21：向百度发起全面进攻的今日头条搜索功能

来源：今日头条，国金证券研究所

- 在技术方面，字节跳动本来就有雄厚储备，也不缺乏对技术人才的吸引力。既然能在信息流推送算法上取得成功，在搜索算法上取得成功也只是时间问题。在可搜索内容方面，“头条系”自身的内容已经非常庞大，而且从 2019 年二季度开始，从今日头条的搜索入口也可以搜到站外内容。反观百度，由于自媒体发展不力、贴吧等内容平台的衰落，搜索覆盖内容反而呈现缩小的趋势。剩下的问题，无非就是引导用户的使用习惯了。
- 虽然百度衰落已久，但是数以亿计的用户还是习惯了“有问题百度一下”。至于今日头条，在用户心目中仍然是“看东西”而不是“搜东西”的地方。我们估计，目前百度每日处理的搜索请求在 6-7 亿次之间，而今日头条仅为 0.2-0.3 亿次。今日头条必须巧妙地诱导用户使用搜索功能，又不能影响传统信息流功能。如果今日头条的 1.4 亿 DAU（日活用户）平均每人每天使用 1.5 次搜索功能，就意味着每日 2.1 亿次搜索请求，接近百度的三分之一。我们认为，今日头条有可能在 2020 年底完成这个目标。在那以后，如何进一步拉近与百度的差距，则是一个更难的难题。

图表 22：今日头条 vs 百度每日搜索请求数量估计（单位：百万）



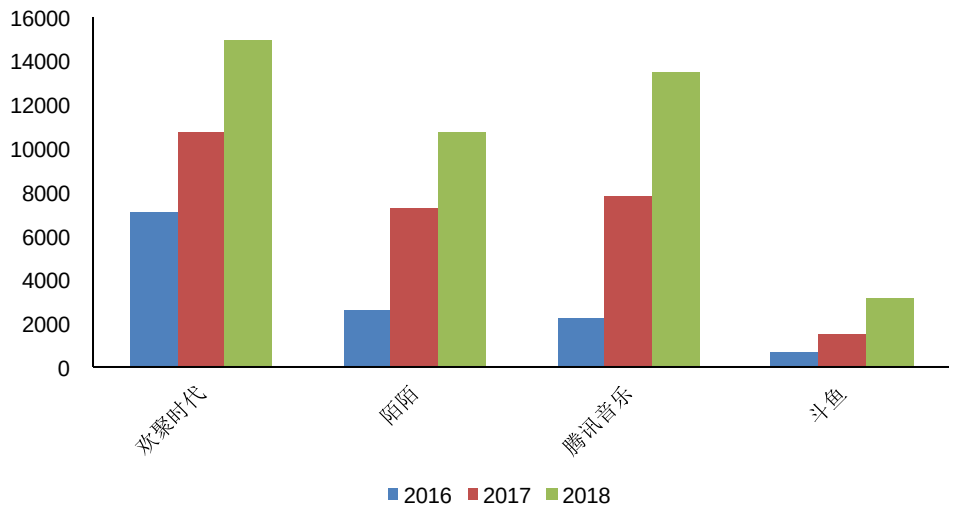
来源：国金证券研究所估算

- 搜索业务能够提供更多广告位，天然具备较强的转化效果。通过扶持原创内容（包括但不限于头条号）、与其他内容平台进行资源置换，今日头条的搜索业务能够触及更多内容、吸引更多广告主。 这样，不但可以解决收入问题，还可以解决流量问题：虽然用户基数不会增加，但是用户花在今日头条的时间会增加。除非百度彻底改组搜索业务，否则它不太可能做出有力的反抗。换句话说，字节跳动将继续侵蚀百度的基本盘。

从短视频到直播，抖音和快手共同的进化论

- 网络直播是一门很赚钱的业务。有多赚钱？2018 年，欢聚时代（含虎牙）、腾讯音乐、陌陌三个综合性直播平台的直播收入均超过 100 亿元，游戏直播巨头斗鱼的直播收入超过 30 亿元。虽然无法与游戏、长视频行业的规模相提并论，但是直播还是堪称互联网娱乐形式当中吸金能力较强的一种。而且，直播还能消耗大量用户时间、提升用户黏性。

图表 23：网络直播巨头的直播收入规模（单位：人民币百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

注：欢聚时代的直播收入包括虎牙，腾讯音乐的直播收入包括全民 K 歌的社交会员收入。

- 从短视频这种娱乐形式诞生之日起，它与直播就密不可分：一下科技在推出秒拍、小咖秀的同时，也推出了一直播（后来出售给微博）；陌陌、YY 都有短视频功能，也都推出了短视频子应用；B 站早就开通了直播功能；

快手于 2017 年上线直播功能，并且大力推广。在理论上，抖音做直播乃是水到渠成，它的许多潮人 UP 主天然就适合做直播。

- 与快手相比，抖音做直播有一个劣势：它没有传统“信息流”界面，用户应该怎么发现直播内容？而且，抖音的杀手锏是算法推荐，直播恰恰不适合算法推荐——内容是实时产生的，而且持续时间有限，算法能够发挥的作用有限。所以，当快手直播做的风生水起之时，抖音还在比较保守地尝试。它在播放页面加入了“LIVE”（直播）图标，并且通过 LBS 等方式提高算法精度。到了 2019 年，抖音直播已经比较完善，积累了一批人气主播，也基本具备了主流直播 App 的所有功能。

图表 24：抖音直播间一瞥

来源：抖音，国金证券研究所

图表 25：快手直播间一瞥

来源：快手，国金证券研究所

- 我们估计，目前抖音的直播用户规模已经名列全国前茅——它的 2 亿多 DAU 当中，只要有一半点击过“直播”图标，就会带来超过 1 亿的直播 DAU，远远超过陌陌或 YY 的水平！然而，在变现能力上，我们对抖音直

播不太乐观：众所周知，直播的主要收入来源是打赏，而打赏的用户主要是“中年土豪”，打赏的内容主要是秀场直播。抖音的用户整体比较年轻，直播内容以泛娱乐为主，所以付费比例注定不会很高。

- 除了做秀场，游戏直播似乎也是一条道路。2018 年，西瓜视频就曾经在游戏直播方面投入重兵，却因腾讯的一纸起诉而遭遇禁令。由于字节跳动与腾讯关系紧张，腾讯显然会限制前者旗下的平台直播自己的游戏内容，这是一个非常巨大的打击。现在，抖音上偶尔还能看到《王者荣耀》等腾讯游戏的直播，但是如果腾讯提出禁止，这些内容的消失只是时间问题。总而言之，游戏直播不太可能成为抖音和西瓜的突破口。
- 回顾历史，我们会发现：抖音已经是中国网络直播行业的“第三代平台”了：第一代是 PC 时代崛起的 9158、YY Live、六间房；第二代是移动直播初期崛起的陌陌、映客、花椒、虎牙、斗鱼等；第三代是在移动直播发展趋于成熟之后，从短视频平台分化出来的直播功能，包括抖音、快手、B 站等。在这三家平台当中，B 站做的是“佛系直播”，以游戏和泛娱乐为主，几乎不碰秀场；抖音、快手都是横跨秀场、泛娱乐、游戏三大品类。2019 年，快手大举加码游戏直播，大有颠覆斗鱼和虎牙、夺取行业冠军宝座之势。相比之下，抖音倒是堪称低调了。

图表 26：抖音、快手、B 站直播功能与定位对比

	抖音	快手	B 站
重视程度	很高	很高	一般
用户画像	二线以上城市，年轻白领，女性为主	三线以下及乡镇，年龄偏大，男性为主	年轻群体为主，男女比例比较平衡
直播内容	秀场、泛娱乐、游戏	秀场、泛娱乐、游戏	泛娱乐、游戏
公会参与程度	较多	较少	很少
流量红利	很大	较大	一般
粉丝黏性	较高	一般	较高
外部流量来源	今日头条	微信、QQ、微博	微信、QQ、微博

来源：公司官网，国金证券研究所整理

- 与抖音相比，快手做直播有两个不可忽视的优势。第一，它的用户以男性为主、年龄偏大，非常有利于直播打赏；虽然大批用户处于低线城市，其中却不缺乏“土豪”。第二，它是“腾讯系”投资对象，可以名正言顺地利用微信、QQ 导流，抖音则被腾讯封杀，只能通过下载视频再上传的方式“曲线传播”。快手的用户画像，不利于品牌广告变现而有利于直播变现；抖音则恰恰相反。然而，对于抖音而言，直播除了打赏，还有另一种前途无量的变现方式，这就是下文将要提到的电商带货。

电商带货，浩浩荡荡，抖音能否稳立潮头？

- 2016 年，淘宝直播上线，并于 2018 年获得手机淘宝首页流量位，DAU 达到千万级别，带货能力不断提升。2017 年，快手直播从上线之日起，就开始了网红带货之路。2018 年，快手小店推出，并接入多个电商平台或服务商。同年，阿里巴巴入股小红书，小红书多个品类的商品笔记与淘宝全面对接。2019 年，B 站开始电商带货，李佳琦引爆了抖音，微信公众号也开通了电商带货功能，“网红带货”的潮流已经不可逆转。
- 近年来，中国零售电商市场趋于饱和，导流越来越困难，消费者越来越挑剔。在这种情况下，利用明星网红、草根大 V 等 KOL 背书，以内容经济、粉丝经济为基础的“网红带货”模式愈发重要。如果你有粉丝，带货吧；如果你有内容调性，带货吧；如果你有用户黏性，带货吧！关键是找到适合自己带的货。虽然自建供应链和品控是一个艰难的任务，但是如果能与淘宝、拼多多等电商平台合作，或者找到足够多的品牌合作伙伴，这些都不是问题。至于物流问题，也可以放心交给第三方快递公司去解决。
- 2018 年，快手小店的推出，可谓网红带货历史上划时代的一幕。任何符合条件的 UP 主均可申请开通快手小店，接入魔筷、有赞、淘宝（2019 年新

增拼多多）的货源。快手设立了“卖货助手”，指导 UP 主高效带货，带货方式可以是直播或短视频。大部分人没有料到快手也可以做电商带货：它的用户消费能力较低，大部分在低线城市乃至乡镇，而且内容光怪陆离、带着“蛮荒”感，缺乏精致的调性。然而，“蛮荒”也是一种调性，低线城市的消费需求也不容小看！对于白牌标品、低毛利率商品、去库存商品来说，快手和拼多多一样，都是重要的出货渠道。

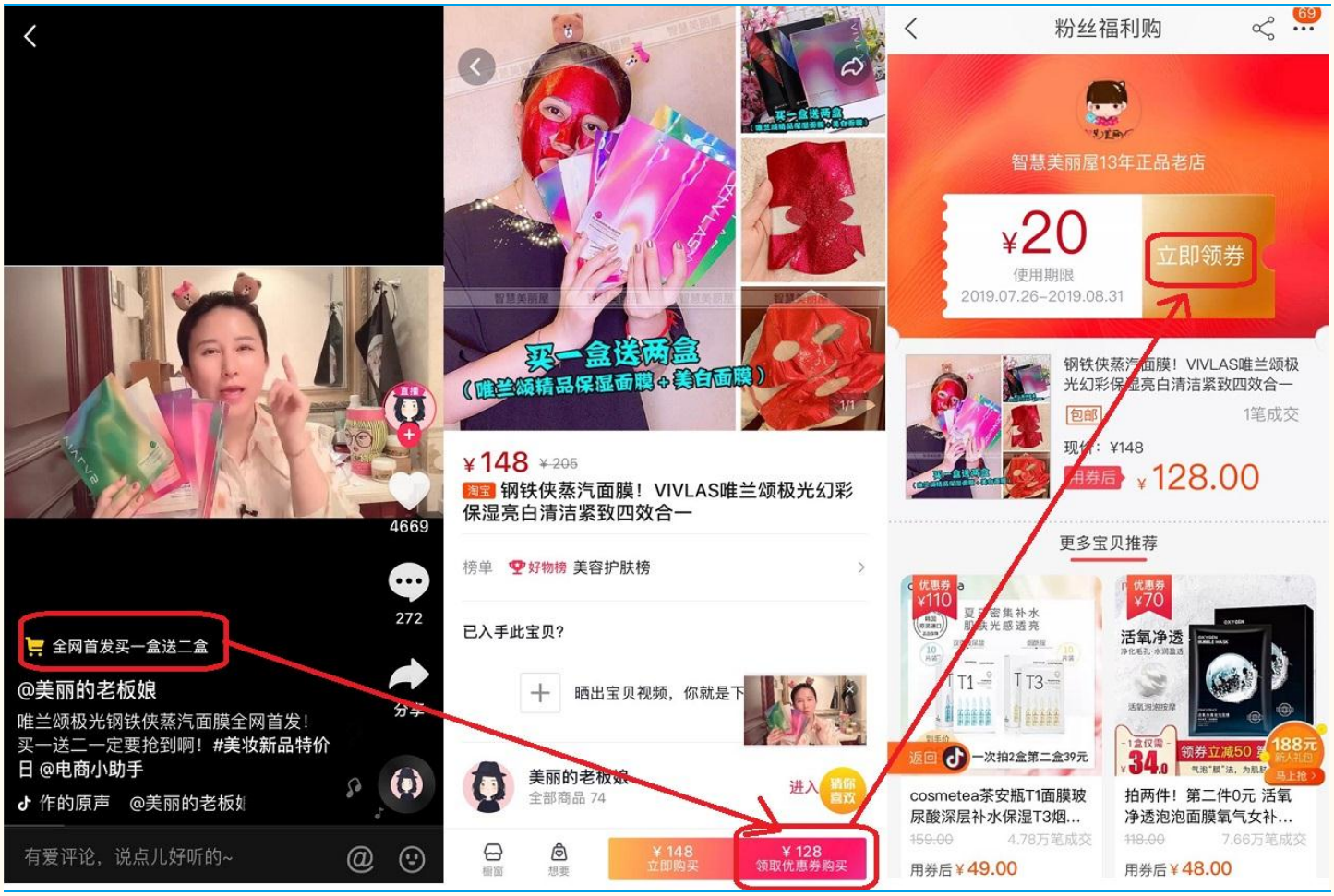
图表 27：快手小店，短视频平台做电商的一个伟大创举

来源：快手，国金证券研究所

- 我们估计，快手电商带货的 GMV，2018 年约为 30-50 亿元，2019 年将突破 300 亿元。既然快手做得到，用户消费能力更强、调性更高的抖音当然也能做到。所以，2019 年，李佳琦引爆了抖音电商，“老爸评测”等知名自媒体也纷纷杀入。迄今为止，抖音的电商带货还只洗了美妆一个品类的流量，其他品类的标杆还没有出头呢！当然，字节跳动擅长的是广告，电商并非所长；虽然网红带货也是一种广告，但是毕竟与电商紧密结合。在这片不熟悉的处女地，抖音还是在走一步、看一步。
- 电商带货的首要问题是：货从哪里来？在现阶段，抖音的大部分货源仍然是淘宝或天猫，毕竟“阿里系”电商的商品丰富度、品控、物流都是最好的。在大部分情况下，用户点击“购买商品”之后，会跳转到手机淘宝完成交易行为。但是，在少数情况下，交易也可以在抖音内部完成。现在，抖音 App 有购物车、橱窗，但是大部分商品的 SKU 仍然来自淘宝。今后，抖音会不会发展自营电商，或者自主引进品牌合作方？这是小红书走过的道路，但是小红书的电商业务不算成功。
- 问题的关键在于：抖音（乃至整个字节跳动）到底要与阿里巴巴建立什么样的关系？现在，字节跳动与腾讯的关系比较紧张，与百度的关系也不算融洽；看起来，与阿里合作是字节跳动的理性选择。可是，这种合作应该进展到什么地步呢？抖音的电商带货能力，难道只能为阿里一家所用吗？我们的监测数据显示，除了阿里，京东、拼多多也在抖音投放了大量广告。

作为方兴未艾的短视频与直播流量入口，抖音没有必要这么早站队。如果抖音决定开设自己的电商业务，又有谁能阻止呢？

图表 28：抖音电商，目前还是以向淘宝导流为主



来源：抖音，国金证券研究所

- 让我们对比一下目前最热门的网红带货平台。淘宝直播自从 2018 年 3 月获得淘宝首页流量位以来，DAU 扶摇直上，在服装、美妆、美食等品类尤其热门；然而，淘宝对直播带货的审核非常严格，货物需要审核，直播内容也需要审核，还有地理位置的限制。快手的直播带货则可谓“野蛮生长”，审核机制宽松，几乎没有 MCN 参与，聚焦于低线城市的去库存需求。抖音直播的 DAU 也很高，审核比较严格，除了美妆之外的品类迄今仍有待开发。2019 年，微信也加入了网红带货的战局，不但可以通过直播带货，也可以在公众号内加入商品返佣广告，是一股不可小视的力量。
- 随着规模的扩大、内容的日趋庞杂，网红带货模式的“天然缺陷”也暴露出来了：商品质量良莠不齐，推荐内容与商品经常不符，甚至频繁出现“黑货”。说到底，“网红带货”就是 KOL 以自身信誉背书，向用户推荐商品。理论上，大部分 KOL 都不希望透支信誉，而是希望推荐质量好、符合自身调性的商品，实现可持续发展 。但是，希望“捞一把就跑”的 KOL 大有人在，更不要说那些有组织、有套路的“营销大号”。当年的电视购物也曾风靡一时，也是因为商品良莠不齐而饱受诟病。在长期，如果网红带货平台不能解决上述问题，就可能非常迅速地迎来衰落。

图表 29：几大直播带货平台的特色

名称	淘宝直播	快手直播	抖音直播	微信直播
带货开启时间	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
商品来源	淘宝/天猫	魔筷/有赞/淘宝/	淘宝/天猫为主	微信小程序

名称	淘宝直播	快手直播	抖音直播	微信直播
		拼多多/快手		
DAU 估算	3000 万以上	1 亿以上	1 亿以上	不明
流量来源	手机淘宝第一屏	快手信息流	抖音播放页面	微信公众号
MCN 参与度	较高	几乎没有	较高	一般
审核机制	非常严格	宽松	比较严格	严格
热门品类	服装/美妆/美食/珠宝	低毛利率/去库存商品	美妆	尚待观察

来源：公司官网，国金证券研究所整理

- 无论如何，目前是抖音进行网红带货变现的最佳时机，对品牌商、网红和抖音来说是三赢的局面。微信直播并未获得微信一级入口的导流，引爆话题的能力有限；快手太偏向中低端；小红书缺乏直接转化消费的闭环能力。与它们相比，抖音的优势非常明显。早在 2018 年，阿里、拼多多就都是抖音的重要广告主；从电商品牌广告到电商带货，是水到渠成的事情。如果有一天，抖音进化为一个独立电商平台，我们也不会奇怪。

面对字节跳动的崛起，互联网巨头应该如何应对？

- 对于百度而言，字节跳动的攻势都打在软肋，而且还在愈演愈烈，它几乎没有招架之力。对于快手而言，抖音的崛起是一个意外，但是并未损害它的基本盘，双方尚未进入“最终决战”的阶段。对于腾讯而言，字节跳动并未构成伤筋动骨的影响，但是敲响了警钟，指出了它业务中的薄弱环节。对于阿里巴巴而言，字节跳动目前是合作愉快的伙伴，但是网红带货模式的崛起，对淘宝/天猫而言，既是机遇，又是潜在威胁。

百度：为什么受伤的总是我？

- 在发展初期，字节跳动是“年轻版”的百度；到了今天，字节跳动早已进化为“威力加强版”的百度。它做到了百度巅峰期曾经做到的一切，又避免了百度的大部分缺点。手机百度 App 已经沦为今日头条的追随者，好看视频远远追不上抖音，百度直播也发展不顺；如果今日头条搜索功能真的壮大起来，百度将陷入“核心领地全部沦陷”的困境。
- 百度从来不缺乏流量和技术实力，但是缺乏对用户体验的感知，而且内部决策效率低下，无法开发出“杀手级”的消费应用。在搜索方面，它尚有一定的产品优势；问题在于，过于激进的变现严重影响了品牌形象，这又是一个运营问题。在 AI 时代，百度企图利用技术基因进军智能驾驶、智能家居，问题在于：如何让技术在消费端“落地”呢？如果百度连手机屏幕上的用户习惯都无法掌握，它怎么可能掌握汽车里、客厅里的用户习惯？

图表 30：百度在移动时代的历史可谓“产品和运营双失败”的记录

来源：公司官网，国金证券研究所

- 在移动互联网时代，百度唯一取得重大成功的产品是长视频平台——爱奇艺。讽刺的是，爱奇艺的崛起恰恰是因为它与母公司实现了分开管理。虽然财务资源比不上腾讯视频、优酷两个老对手，爱奇艺仍然依靠强大的“内容基因”，维持着市场优势。不过，字节跳动现在好像也要碰一碰爱奇艺的领地（当然也是腾讯、优酷的领地）了。
- 在字节跳动旗下的三款短视频 App 当中，抖音最成功，西瓜、火山也没闲着。2018 年以来，西瓜视频向长视频进军的态势愈发明显：在首页增设了“放映厅”一级入口，提供海量电影、电视剧、综艺、动漫内容。西瓜视频还进军原创网综，学习爱奇艺和芒果 TV 的自制内容战略。照此发展下去，本来已经进入稳态的长视频市场，又会增添新的变数。

图表 31：西瓜视频进军原创网综，与长视频平台正面对抗

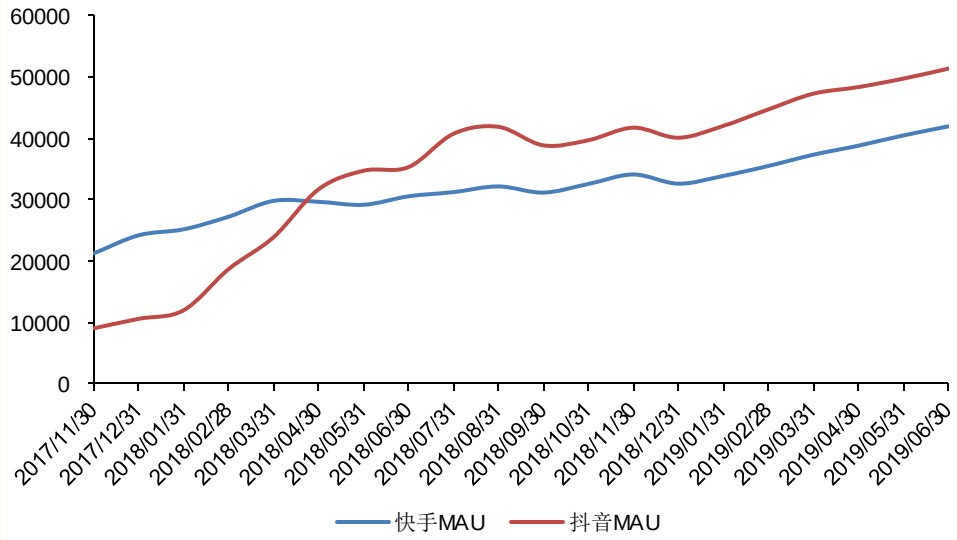
来源：公司官网，国金证券研究所

- 我们必须指出：百度并不是没有自保、甚至翻盘取胜的可能。在陆奇担任 COO 的短暂时期，员工、合作伙伴和投资者都看到了新气象、新希望，只是希望没有来得及成为现实。百度应该重新建立职业经理人体制，提高执行力，赋予业务人员更高的自主权。即便到了今天，只要做出上述改变，百度仍然有能力与字节跳动一战——问题在于，它会改变吗？

快手：抖音是个好对手，鹿死谁手不好说

- 在抖音崛起之前，快手是当之无愧的中国第一短视频 App，它的“农村包围城市”的发展道路、“真实蛮荒”的内容风格，曾经被大批投资人和媒体视为教科书。抖音的横空出世，让快手一时被抢去了风头。我们的监测数据显示，2018 年二季度，抖音的 MAU 超过了快手。但是，快手并没有衰落，两家的 MAU 差距一直稳定在 25%以内。
- 抖音有大量 MCN，快手几乎没有 MCN；抖音有很多品牌广告，快手则少了很多；抖音在一二线城市根深叶茂，快手则在低线城市静水流深；抖音的女性用户占多数，快手的男性用户占多数……这一切差别，都可以归结到两家的宣传词：“发现美好生活”的是抖音，“看见每一种生活”的是快手。世上有人喜欢“潮”，就会有人喜欢“真”，所以两家都有生存空间。

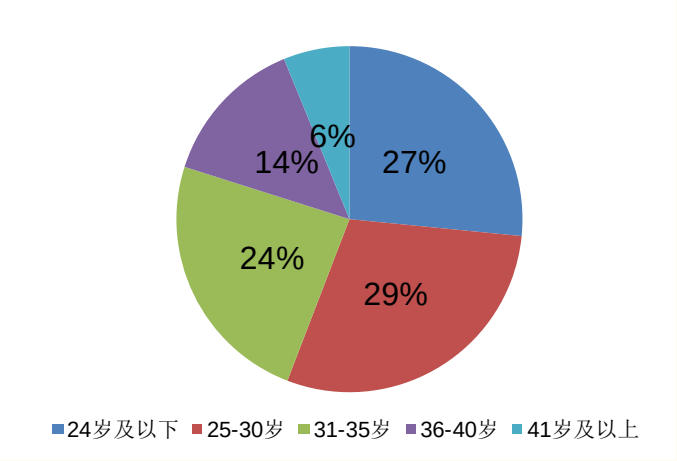
图表 32：快手与抖音 MAU 趋势对比（单位：百万）



来源：公司官网，国金证券研究所

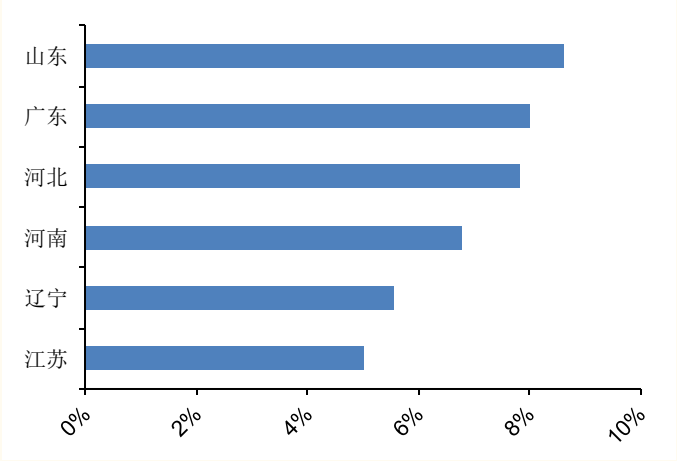
- 然而，经过几年发展，快手和抖音都将自己的“基本盘”占领完毕，从垂直应用上升为全民应用，内容复杂度激增，不可避免地攻入了对方的领地。我们的数据显示：快手固然有 33%的用户年龄在 35 岁以上，但是用户主体仍然是年轻人；快手用户占比最高的 6 个省份，有 4 个位于北方，却也有广东、江苏两个南方省份。无论是“北快手、南抖音”，还是“男快手、女抖音”，或者“中年快手、青年抖音”，这些刻板印象都正在飞快地过时。在 PGC/OGC 方面，快手正在悄悄赶上来。
- 在互联网独角兽当中，快手的胆魄和反应速度居于领先水平。2017 年开通直播、2018 年开设快手小店、2019 年加码游戏直播，外界都不太看好，但是快手都做起来了。目前，快手的广告负载率(Adload)低于大部分竞争对手，电商带货还处于野蛮生长阶段，未来可以说还有巨大的空间。抖音固然在产品定位和变现方面胜过快手一筹，但是在总体战略和执行力上，并不一定比快手有明显的优势。

图表 33：快手 App 用户的年龄分布



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 34：快手用户占比最高的省份



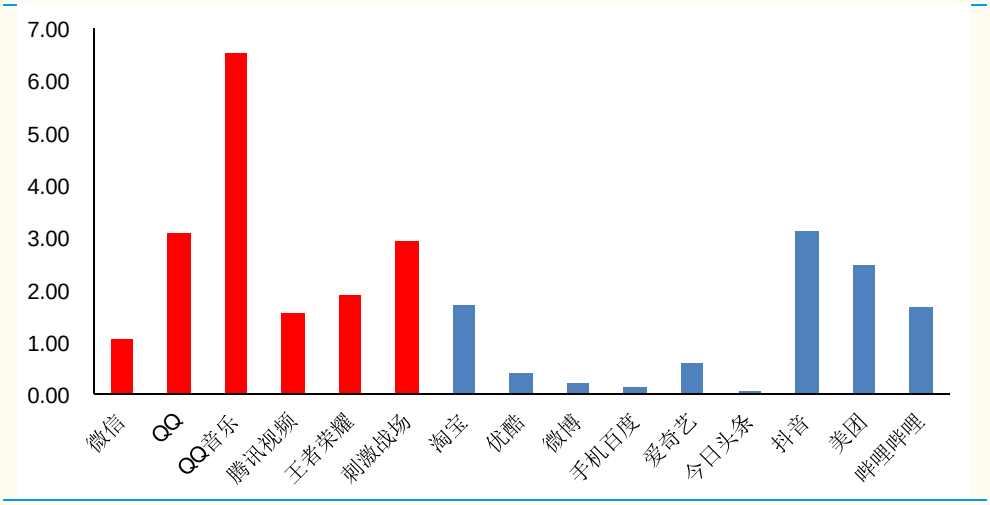
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 2019 年 7 月 30 日，多家媒体报道“腾讯可能收购快手”，快手随即官方辟谣。虽然快手在现阶段选择出售的可能性很低，但是如果真的被收购，倒是为腾讯解决了短视频领域的大问题。从 2017 年开始，腾讯就是快手的战略投资者，在流量和内容上对快手有一些帮助。无论两家的关系能否更进一步，腾讯对快手的依赖程度都很高，这也是快手的一个战略优势。

腾讯：在现实中，“头腾大战”没那么严重

- 对于腾讯这种重量级的互联网巨头来说，错过短视频这个细分赛道并不是原则性问题——在历史上，它曾经错过了电商、微博、搜索等多个重要赛道，但还是维持了全局优势。重要的问题是跟上时代发展、理解下一代消费者的需求。现在，95 后群体普遍已经进入大学甚至踏入社会；00 后群体已经或即将成年。所有互联网巨头都在争夺他们，腾讯做好准备了吗？
- 2018 年 12 月，我们利用自有监测数据对 95 后用户的互联网使用习惯进行了深入研究。我们发明了“95 后指数”：以 95 后用户的日均使用时长，除以全部用户的日均使用时长。我们的数据显示：虽然微信的“95 后指数”较低，但是 QQ、QQ 音乐、腾讯视频的“95 后指数”都很高，在同类应用中处于领先水平，更不用说游戏 App 了。抖音当然也很吸引年轻用户，但是其“95 后指数”没有明显超过 QQ。

图表 35：腾讯旗下 App 与竞争对手 App 的“95 后指数”对比



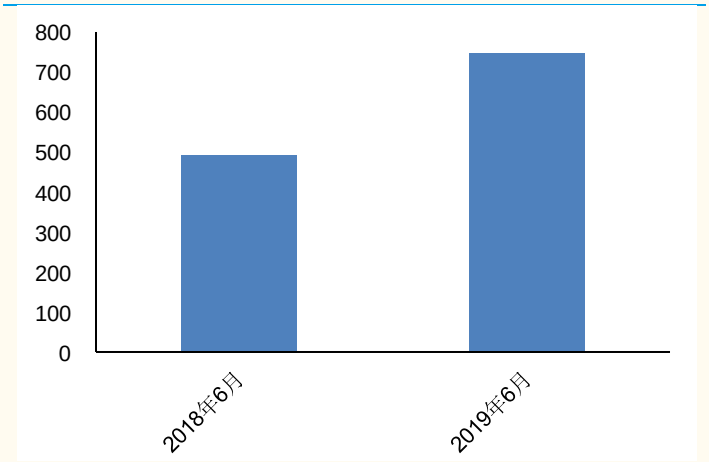
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 抖音的崛起给腾讯敲响了警钟：为什么腾讯在短视频方面的执行力这么差？为什么微视始终扶不上墙？为什么随后推出的锅盖视频（Yoo 视频）等垂

直 App 也没有成功？其实，有一个显而易见的原因：腾讯的短视频业务是由 OMG（现已并入 PCG）牵头的，OMG 在近年来简直就是失败的代名词——腾讯新闻、天天快报均惨败于今日头条，微视惨败于抖音和快手，企鹅影视的成功案例不多，腾讯视频消耗了巨大资源却没有超过爱奇艺。用腾讯最弱的事业群，去打字节跳动最强的团队，岂不难哉？

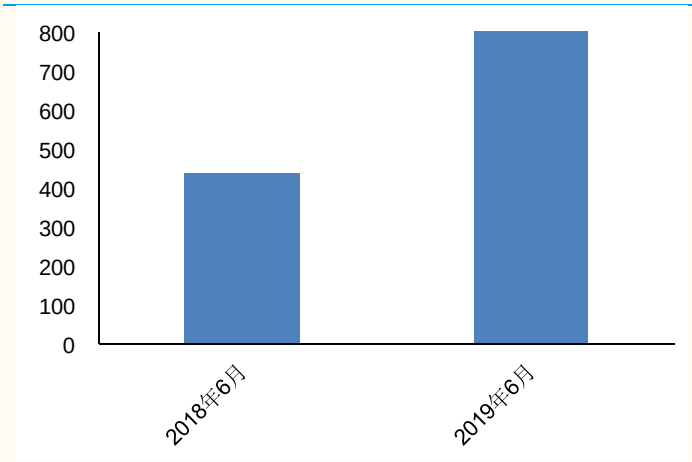
- 我们永远不会知道，如果当初是微信或 QQ 团队去负责微视，或者收购外来团队负责短视频业务，腾讯能不能打赢短视频之战。不过，腾讯显然在吸收教训：2018 年 10 月的业务结构重组，一半是为了强化 2B 业务，一半则是为了激活老朽的 OMG 和 MIG。不幸中的万幸是，腾讯早已战略投资快手，即便快手不愿被收购，它也是腾讯的重要支点。
- 过去几年，腾讯最大的成就皆与微信有关：微信支付的市场份额（按交易笔数计算）跃居第一，金融科技业务初具规模，微信小程序成为了游戏、电商、O2O、媒体等行业共同的新兴流量平台。2019 年 6 月，微信小程序 MAU 达到 7.45 亿，用户渗透率突破 70%；MAU 超过 100 万的微信小程序数量达到 883 个。微信 7.0 版强化了浮窗功能、引进了“一物一码”，从而进一步拓宽了小程序的使用范围。现在，微信隐然有从“超级 App”进化为“移动操作系统”之势，这就是腾讯最高的竞争壁垒。

图表 36：微信小程序 MAU（单位：百万）



来源：QuestMobile, 国金证券研究所

图表 37：MAU 超过 100 万的微信小程序数量



来源：QuestMobile, 国金证券研究所

- 无论如何，“头腾大战”的激烈程度被媒体严重高估了。字节跳动分得清轻重缓急，不会将宝贵的实力投入与腾讯的消耗战。在社交领域，多闪的对标不是微信或 QQ，而是 SnapChat，而且并未投入很多资源；对游戏业务，字节跳动没有赋予很高的优先级，还处于整合流量、寻找标杆产品的阶段。只要微信和 QQ 的大本营不被攻破、游戏这只现金牛保持健康，腾讯就可以在战略上立于不败之地；它不会是字节跳动优先进攻的目标。

阿里巴巴：现在是合作愉快的伙伴，以后又如何呢？

- 在网红带货模式崛起的初期，阿里巴巴是乐见其成的，甚至亲自带了一波节奏——2016 年上线的淘宝直播，堪称直播带货的滥觞。阿里在抖音、微博投入大量广告预算，入股了小红书，并且很乐意看到抖音、快手电商向淘宝输送流量。当腾讯、百度因为字节跳动的崛起而受到冲击之时，阿里似乎成了最大的受益者，至少在业务层面合作愉快。
- 不过，正如我们在上文提到的：社交平台或内容平台往往不甘于做电商平台的“导流渠道”，而是想方设法地涉足电商业务本身。快手小店的商品来源有魔筷、有赞、淘宝、拼多多和快手商品；抖音电商既支持分享淘宝商品，也支持“平台精选商品”；小红书开设了 B2C 商城。我们估计，目前网红带货的交易行为绝大部分仍然在淘宝完成，可是今后呢？

图表 38：抖音电商支持的是“平台精选商品或淘宝客商品”

来源：抖音，国金证券研究所

- 毫无疑问，淘宝/天猫电商平台的优势很大：商品齐全，品牌众多，运营得力，品控做得好，物流等基础设施发达。抖音、快手若想复制一个淘宝，在任何时间都是不可能的任务；它们只能在部分品类、部分品牌尝试自选商品。但是，抖音、快手还有一个选择，即更多地依靠有赞、微盟这样的去中心化电商服务商，降低对淘宝的依赖度。微信小程序讲的也是“去中心化电商”的故事，阿里显然不可能赞成这股潮流。
- 在现阶段，字节跳动可以带给阿里很多帮助，尤其是阿里最需要的原创内容流量、“有调性的”社区流量。淘宝直播固然有大量用户，但是用户毕竟都来自淘宝 App 内部。所以，阿里不但重视与字节跳动的关系，还入股哔哩哔哩，并且始终不肯放弃大文娱业务。反过来，阿里也可以带给字节跳动大量广告及带货收入，但是这些收入不是不可替代的。在两者的合作关系中，字节跳动处于左右逢源、游刃有余的地位。

图表 39：要知道，中国最早的直播电商带货平台是淘宝直播

来源：手机淘宝，国金证券研究所

- 阿里有许多战略进攻方向：新零售（包括 O2O）；云计算和 AI；2B 业务；海外业务……它们都要消耗大量资源，而且都不可一蹴而就。所以，在核心电商这个“现金牛”业务上，阿里会更加重视与字节跳动的合作关系，从而节约宝贵的自有资源。与此同时，阿里从来不会过度依赖任何一个合作伙伴——微博、小红书、B 站，甚至“腾讯系”的快手，皆可以部分分担字节跳动的导流作用，赋予阿里更大的自由选择空间。

风险提示

- 对于任何传媒与互联网行业的公司而言，监管风险都是至关重要的。
- 技术变革导致的被替代风险也很重要。
- 由于流量红利耗尽导致的马太效应，中小型互联网公司还要面临被大公司夺取市场份额的风险。
- 对于消费互联网公司来说，用户使用习惯的变迁是最大的风险，快速的产品迭代又会带来更高的产品风险。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH