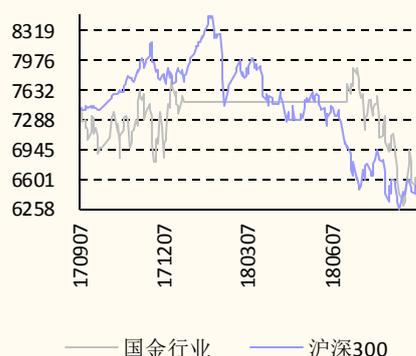


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金其他互联网指数	6612.11
沪深300指数	3298.14
上证指数	2704.34
深证成指	8402.51
中小板综指	8606.38



## 相关报告

- 1.《网联正式上线：第三方支付清算环节进入规范化运作-互联网金融》，2018.7.1
- 2.《第三方支付移动支付：市场规模达到120万亿，还有哪些新玩法》，2018.3.6
- 3.《腾讯VS网易的2017年：腾讯谈笑平天下，网易无语对桔棋》，2017.12.12
- 4.《互联网的下一个风口在哪里？让腾讯全球合作伙伴大会告诉我们》，2017.11.13

裴培

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

## 中国互联网行业将进入“监管趋严”时代 在监管新常态下寻找新增长

## 行业观点

- **互联网行业将进入“监管趋严”时代：**2014年以来，在“互联网+”和“大众创业、万众创新”等国家政策的加持下，互联网行业享受了几年的“监管宽松”时期。主管部门鼓励增长、简政放权、实行“适度监管”，刺激了整个互联网行业的创新。然而，从2017年下半年起，我们观察到国家政策重点转变，监管环境趋严，更重视社会影响和风险控制，以法规、文件、窗口指导等方式加强管理。可以说，互联网行业将进入“监管趋严”时期。
- **游戏、视频行业监管风险仍在积累之中：**2018年3月下旬起，游戏版本号暂停发放；8月底，新闻出版署又出台了“游戏总量调控”政策，而且这个政策很可能是8月才制订的。这说明，游戏行业面临的监管风险仍在累积。视频行业也是如此，今年几乎所有主流短视频应用都遭到广电总局约谈或行政处罚，长视频平台也面临更严格的内容、功能审核。
- **互联网没有独立于监管的“法外之地”：**部分投资者认为，互联网监管的重点仅限于泛娱乐内容领域，不涉及其他细分行业。然而，国家对互联网金融、电商行业的监管也在趋严，说明互联网行业没有“法外之地”。主管部门仍在出台扶持互联网发展的政策，但是重点在于“用互联网推动传统行业的发展”。投资者必须严肃重视、理解当前的政策导向。

## 投资建议

- **互联网的头部集中态势更加明显：**我们将互联网行业的投资评级从“买入”下调至“增持”，以反映监管趋严带来的影响。在任何细分行业，头部公司的抗风险能力都更强，对政策的理解也更深。从直播行业的经验看，监管趋严会在短期抑制全行业增长，在长期促进头部公司的规范化、可持续增长，加快行业整合。我们认为，**腾讯控股、阿里巴巴**这两个仅有的“霸主”公司将在长期受益；各个行业的垂直龙头也将比中小公司的地位更好。
- **聚焦“B端互联网”商业模式：**过去，中国互联网的主流是C端（消费者）生意，无论是直接（收费、自营电商）还是间接（广告、佣金）模式；近年来，随着企业需求的提高、付费习惯的培养，B端互联网的崛起势头明显。主营中高端人才招聘的**有才天下猎聘**、主营微信电商技术服务的**中国有赞**和**微盟**都是其中的佼佼者。B端互联网公司也会受到监管环境的影响，但是缓冲空间大、直接受损小，是投资者应对风险的较佳选择。
- **互联网出海的重要意义不断提高：**腾讯、阿里、今日头条等互联网巨头都拥有庞大的海外业务和海外战略投资。游戏行业本来就存在许多“出海型”上市公司，今年全行业都更加重视出海的战略意义。电商出海也在如火如荼的发展。互联网出海有两层意义：第一是以海外市场弥补国内市场遇到的问题，第二是响应国家“一带一路”“文化输出”号召、争取政策支持。

## 风险提示

- 监管风险，技术革新风险，海外扩张伴随的风险，估值风险。

## 内容目录

互联网行业正在进入“监管趋严”的时代.....	3
互联网行业过去几年面临着比较宽松的监管环境.....	3
各部委出台的配套措施和“简政放权”行为.....	4
“扶持互联网”不等于“扶持消费互联网公司”.....	5
互联网监管“新常态”：严格执行政策，重视社会影响.....	7
游戏行业：监管风险还在积累，尚未释放完毕.....	7
视频行业：监管行动反复发生，范围越来越大.....	8
直播行业：监管风险提前释放，不确定性在电竞.....	8
电商行业：绝不是独立于监管风险的“世外桃源”.....	9
监管趋严的时代，互联网投资者去哪里找增长？.....	11
总体趋势：互联网资源进一步向头部集中.....	11
B端互联网生意：冉冉升起，瓜熟蒂落的模式.....	12
互联网出海：承载“一带一路”与“文化输出”使命.....	13
投资建议.....	15
头部公司.....	15
B端互联网公司.....	15
出海型公司.....	15
风险提示.....	16

## 图表目录

图表 1：“大众创业，万众创新”与“互联网+”政策时间表.....	3
图表 2：互联网金融的“七张牌照”.....	4
图表 3：2016年4月推出的“国产移动网络游戏备案绿色通道”.....	5
图表 4：“互联网+先进制造业”指导意见中的六个关键工程.....	6
图表 5：《绝地求生之刺激战场》迄今未取得版本号.....	7
图表 6：2018年以来，主管部门对视频、短视频平台的监管行动.....	8
图表 7：中国代表队在雅加达亚运会摘得 LOL、AOV 项目金牌.....	9
图表 8：《电子商务法》监管要点.....	9
图表 9：主流互联网公司的“五个圈子”.....	11
图表 10：2017年以来上市的部分“B端互联网公司”.....	12
图表 11：老牌互联网上市公司的“B端业务”一览.....	13
图表 12：《王者荣耀海外版》包括超人、蝙蝠侠等欧美动漫人物.....	13
图表 13：阿里巴巴控股的东南亚最大电商平台 Lazada.....	14

## 互联网行业正在进入“监管趋严”的时代

- 自从 2014 年下半年以来，国家领导人在多个场合发表了支持互联网行业发展、支持互联网创业的号召，各级主管部门出台了許多政策文件。在这一时期，互联网行业经历了比较宽松的监管环境，在一定程度上促进了业绩增长。但是，今年以来，我们看到监管环境变化，互联网行业正在进入“监管趋严”的时代，规范化运作、注重社会影响成为政策重点。

### 互联网行业过去几年面临着比较宽松的监管环境

- 2014 年 9 月，李克强总理在夏季达沃斯论坛上首次提出了“大众创业，万众创新”。当年 11 月，首届世界互联网大会在乌镇举行，李克强发表重要讲话，指出互联网是“大众创业，万众创新”的新工具。2015 年 3 月，《政府工作报告》首次写入了“互联网+”和“大众创业，万众创新”两个概念，马化腾在当年两会提出了将“互联网+”提升到国家战略层面的提案。很快，国务院推出了一系列鼓励互联网行业创新的法规、通知，并且由国家发改委牵头建立了两个部际联席会议机制。
- 2015 年 7 月，国务院发布了“互联网+”行动指导意见，提出了十一项重点行动、七项保障支持。2017 年 1 月，中办、国办联合印发了《关于促进移动互联网健康有序发展的意见》，充分肯定了移动互联网对我国经济、民生和安全的重要作用，要求充分发挥我国移动互联网的优势。在细分行业方面，国务院出台了促进电子商务行业发展的方案，印发了“互联网+流通”“互联网+政务”“互联网+先进制造业”“互联网+医疗健康”等多个指导意见。可以说，2015-17 年，互联网行业的监管环境比较宽松。

**图表 1：“大众创业，万众创新”与“互联网+”政策时间表**

时间	事件
2014 年 9 月	李克强在夏季达沃斯论坛上首次提出“大众创业，万众创新”。
2014 年 11 月	首届世界互联网大会在乌镇举行，来自 100 多个国家/地区的代表出席，李克强指出互联网是“大众创业，万众创新”的新工具。
2015 年 3 月	《政府工作报告》首次写入“互联网+”和“大众创业，万众创新”，并提出制订“互联网+行动计划”。
2015 年 5 月	国务院印发《关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》，提出加速电子商务与制造业融合、推动服务业升级转型。
2015 年 6 月	国务院印发《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》，将大众创业、万众创新视为“发展的动力之源”，同一
2015 年 7 月	国务院印发《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》，提出了十一项重点行动、七项保障支持，几乎涵盖所有互联网细分行业。
2015 年 12 月	在第二届世界互联网大会上，中国“互联网+”联盟成立。
2016 年 4 月	国务院办公厅印发《关于深入实施“互联网+流通”行动计划的意见》，此前商务部已经发布了“互联网+流通”行动计划。
2016 年 5 月	国务院印发《关于建设大众创业万众创新示范基地的实施意见》，要求“加快发展新经济、培育发展新动能、打造发展新引擎”。
2016 年 9 月	国务院印发《关于加快推进“互联网+政务服务”工作的指导意见》，提出把简政放权、放管结合、优化服务改革推向纵深。
2017 年 1 月	中央办公厅、国务院办公厅印发《关于促进移动互联网健康有序发展的意见》，要求充分发挥移动互联网优势、缩小数字鸿沟。
2017 年 7 月	国务院印发《关于强化实施创新驱动发展战略进一步推进大众创业万众创新深入发展的意见》，优化创新创业生态环境
2017 年 11 月	国务院印发《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》，提出 2025 年基本形成国际竞争力。
2018 年 4 月	国务院印发《关于促进“互联网+医疗健康”发展的指导意见》。
2018 年 6 月	国务院办公厅印发《进一步深化“互联网+政务服务”推进政务服务“一网、一门、一次”改革实施方案》

来源：新华网，人民网，国金证券研究所

- 进入 2018 年，国家仍然在发布与“互联网+”相关的文件和公报，部际联席会议仍然按期举行，对互联网行业的各项优惠政策也没有停止。但是政策重点发生了一些转变：更强调“互联网行业对传统行业的推动作用”，而不是单纯促进互联网行业自身的增长。我国经济已经进入供给侧改革时期，“调结构”是当前的重中之重，互联网行业当然也需要“调结构”。这种变化是正常的，是行业发展成熟之后的必由之路。
- 互联网是一个新兴行业，普遍存在“摸着石头过河”的现象，监管部门一直在“保增长”和“调结构”之间寻找平衡。我们认为，2014-17 年，监管部门更重视互联网对整体经济的促进作用，将焦点放在“保增长”一边；今年以来，监管部门更重视互联网行业的社会影响、合法合规，将焦点放在“调结构”这边。从长期看，互联网行业不是“法外之地”，有序监管是实现可持续发展的必要条件；但是从短期看，监管环境趋严肯定会对业绩增长有一些抑制作用，使行业进入自己的“供给侧改革”时期。

### 各部委出台的配套措施和“简政放权”行为

- 在“大众创业，万众创新”和“互联网+”两大政策的推动下，国家各部委纷纷出台配套措施，扶持互联网行业发展，鼓励创新业态、创业公司做大做强。毫不夸张地说，如果没有各部委、各地地方政府的积极配合，过去几年互联网行业的增长速度不会这么快，许多“独角兽公司”根本不会诞生。我们以互联网金融和网络游戏两个行业作为案例。
- **互联网金融：**在线支付、在线消费金融、P2P、在线金融产品分销、众筹等互联网金融业态，早在 2013 年以前就发展起来了。2014 年，“互联网金融”首次被写入《政府工作报告》；央行副行长李东荣在当年“两会”上表示，互联网金融是新生事物，要发挥它的正面作用。2015 年 7 月，央行等十部门发布了《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，明确表示“支持互联网企业依法合规设立互联网支付机构、网络借贷平台、股权众筹融资平台、网络金融产品销售平台，鼓励电子商务企业在符合金融法律法规规定的条件下自建和完善线上金融服务体系”。
- 截止 2015 年，互联网金融的“牌照体系”已经基本健全，“一行三会”分别监管七张牌照。在执行过程中，央行强调“简政放权，适度监管”，对互联网公司的金融创新采取鼓励方针；地方金融办在监管中发挥着较大作用，它们对本地注册的互联网金融企业的态度一般比较友好。

图表 2：互联网金融的“七张牌照”

牌照类型	颁发机构	监管依据
第三方支付	央行	非金融机构支付管理办法
互联网基金销售	证监会	证券投资基金销售管理办法
互联网银行	银监会	关于促进民营银行发展指导意见
互联网保险	保监会	互联网保险业务监管暂行办法
互联网信托	银监会	关于促进互联网金融健康发展的指导意见
互联网消费金融	银监会	消费金融公司试点管理办法
网络小额贷款	银监会	关于小额贷款公司试点的指导意见

来源：Gov.cn, 国金证券研究所整理

- 然而，从 2017 年开始，在央行的“去杠杆”要求下，互联网金融行业面临的监管压力明显增加，尤其以消费金融、小额贷款等行业最为严重。2017-18 年，蚂蚁金服、京东金融等大型企业纷纷表态：将重心从“金融服务”转向“金融技术服务”，严格控制资产负债表规模和风险。可以说，互联网金融的监管已经从宽松转向严格。
- **网络游戏：**在国务院关于互联网行业的文件里，没有明确出现过游戏行业；但是，国务院倡导的“简政放权”“创业便利化”，本身就是对游戏行业最大的扶持。在历史上，中国的游戏行业监管呈现“职权不清、政出多门”的态势，2009 年新闻出版署和文化部关于《魔兽世界》审批权限的争执令人记忆犹新。2014 年 7 月，国家广电总局副局长孙寿山在 ChinaJoy 大会

上宣布了游戏行业的三大“简政放权”政策：扩大游戏企业属地管理试点、简化网络游戏审批流程、简化移动游戏网上出版管理办法。

- 2016年，广电总局加强了对游戏版本号的管理，要求无版本号的游戏一律不得开展商业运营。但是，在执行过程中，文化部、广电总局都采取了高效务实的态度，国产手游获得了“备案绿色通道”，没有版本号的游戏也被设立了一定的宽限期。在取得版本号之前，部分游戏可以以“不删档测试”等名义提前开始免费运营，《绝地求生之刺激战场》就是例子。

图表 3：2016 年 4 月推出的“国产移动网络游戏备案绿色通道”

来源：全国文化市场技术服务平台，国金证券研究所

- 2018年，游戏行业面临的监管风云突变：游戏版本号于3月28日以后暂停发放，至今尚未恢复；文化部的游戏备案通道一度关闭；8月30日的《综合防控儿童青少年近视实施方案》提出了“网络游戏总量调控”政策。虽然在2017年，《王者荣耀》等热门游戏就引发过舆论争议，但是监管政策并未实质性变化；现在，监管趋严已经成为事实。

### “扶持互联网”不等于“扶持消费互联网公司”

- 从政策文件看，国家对互联网的扶持并没有结束：2018年的政府工作报告提到“互联网+”7次之多，创下历史纪录；今年以来，国务院发布了“互联网+政务”“互联网+医疗健康”两个指导意见，再加上去年11月的“互联网+先进制造业”指导意见，可以说“互联网+”在国家经济战略中还占据着一席之地。然而，国家“扶持互联网”不等于扶持我们所熟知的互联网行业——归根结底，互联网上市公司大部分是消费互联网公司，而国家现阶段的政策重点在于“让互联网给传统产业赋能”。
- 以2017年11月发布的《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》为例，文件列举了六个具有重要意义的工程，全部围绕通信技术、关键设备、工业应用和信息安全等领域，完全没有提到与消费互联网行业的联系，甚至没有提及电子商务、物流等领域。在讨论对工业互联网的金融支持时，也完全没有提及互联网金融的支持作用。
- 无独有偶，在2018年4月发布的《关于促进“互联网+医疗健康”发展的指导意见》中，只提到了“允许依托医疗机构发展互联网医院”“支持医疗卫生机构、符合条件的第三方机构搭建互联网信息平台”“鼓励医疗卫生机构与互联网企业合作”，重点在于鼓励医疗行业的“互联网化”，而不在于鼓励互联网行业进军医疗健康行业。

**图表 4：“互联网+先进制造业”指导意见中的六个关键工程**

工程名称	重点
工业互联网基础设施升级改造	组织实施工业企业内网、外网和标识解析体系的建设升级。支持工业企业以 IPv6、工业无源光网络、工业无线等技术改造内网，以 IPv6、软件定义网络以及新型蜂窝移动通信技术改造外网。
工业互联网平台建设及推广工程	从工业互联网平台供给侧和需求侧发力，开展四方面建设：工业互联网平台培育、工业互联网平台试验验证、百万家企业上云、百万工业 APP 培育。
标准研制及试验验证工程	开发通用需求、体系架构、测试评估等总体性标准；开发网络与数字化互联接口、标识解析、工业互联网平台、安全等基础共性标准；面向重点行业的工业互联网应用，开发行业应用导则、特定技术标准和管理规范。组织相关标准的试验验证。
关键技术产业化工程	推进工业互联网新型网络互联、标识解析等新兴前沿技术，搭建技术测试验证系统，支持技术、产品试验验证。加快工业互联网关键设备产业化，研发推广关键智能网联装备，开发工业大数据软件。
工业互联网集成创新应用工程	以先导性应用为引领，组织开展创新应用示范，逐步探索工业互联网的实施路径与应用模式。
区域创新示范建设工程	开展工业互联网创新中心建设、工业互联网产业示范基地建设。
安全保障能力提升工程	推动国家级工业互联网安全技术能力提升。引导企业提升自身工业互联网安全防护能力。

来源：Gov.cn，国金证券研究所

- 总而言之，我们认为：国家仍然在扶持“互联网”的发展，但是侧重于互联网对传统行业尤其是制造业、民生行业的升级改造，而不是鼓励消费互联网行业的扩张。从资本市场的角度看，“工业互联网”属于通信、电子和软件行业，而非一般意义上的互联网行业。对于现有互联网巨头而言，制造业、信息安全、民生领域不是其强项，它们的业务集中在消费者（C 端）而不是商业组织（B 端），不会是现阶段国家政策的主要受益者。

## 互联网监管“新常态”：严格执行政策，重视社会影响

- 互联网行业的规模已经很大，任何一个细分市场都具备举足轻重的经济和社会意义。2018年以来，国家主管部门越来越重视互联网的“社会影响”和意识形态作用；这种重视，不一定以新政策、新文件的形式体现，也可以是对原有政策的强化执行。在这种情况下，互联网公司普遍开始加强自我审核、自我控制，以免触碰监管底线造成实质性损失。

### 游戏行业：监管风险还在积累，尚未释放完毕

- 2018年8月15日，新浪、搜狐等门户网站援引了彭博关于“中国网络游戏审批暂停”的报道。在当天的腾讯第二季度分析师电话会议上，腾讯高层明确表示：游戏版本号将在不久的将来恢复发放，而且广电总局已经推出了“绿色通道”机制，允许部分游戏在没有版本号的情况下开始收费。此后，金山软件、游族网络等公司管理层也在财报电话会议中表达了类似的观点。游戏行业的监管风险似乎正在化解。
- 然而，“网络游戏总量调控”政策的提出，让整个游戏行业措手不及。事实上，在8月2日发表的《综合防控儿童青少年近视实施方案》征求意见稿中，并没有限制网络游戏的说法；在8月30日公布的正式稿中，却增加了“限制新增运营游戏数量，限制未成年人使用时间”的政策。这说明，“总量调控”政策是8月以后才制订出来的，主管部门对游戏行业的态度没有松动，反而呈现继续收紧的态势。

图表 5：《绝地求生之刺激战场》迄今未取得版本号



来源：游戏官网，国金证券研究所

- 8月31日，《南方都市报》又报道了“开征35%游戏税”的说法，但是很快遭到了GameLook等专业媒体的辟谣。这种缺乏依据的传闻能够引发市场恐慌，说明投资者和游戏业界人士对监管风险的预期已经很高。我们认为，“游戏税”不太可能在近期推出，因为主管部门的思路并非“分享游戏行业的利润”，而是“控制游戏的社会影响”。
- 面对仍在积累的监管风险，游戏行业也在主动应对。在今年的ChinaJoy大会上，腾讯、网易等主流游戏公司强调两个战略方向：第一是游戏出海，让游戏成为中国的“文化名片”；第二是功能性游戏，包括教育类、实用类、历史文化类，让游戏发挥直接的社会效益。游戏出海确实成为了今年的一大亮点，腾讯的《绝地求生之刺激战场》《王者荣耀海外版》、网易的《荒野行动》均在海外取得佳绩；但是，要依靠海外市场弥补国内监管趋紧造成的负面影响，在短期还是做不到的。

### 视频行业：监管行动反复发生，范围越来越大

- 包括长视频、短视频在内的网络视频行业，2018 年成为监管行动的焦点。火山、快手、抖音、西瓜、秒拍……几乎所有主流短视频应用都遭到了广电总局的约谈或行政处罚；在长视频应用中，B 站受到批评之后下架一个月。爱奇艺、腾讯、优酷等三大视频平台虽然没有受到处罚，但是也面临着节目审核趋严、选秀节目被严格监管、冠名及赞助强化管理等限制。
- 视频行业面临的监管压力不是暂时的，而是持续的。快手、火山、抖音等短视频应用，今年以来都被广电总局约谈过不止一次；长视频平台的内容审核越来越严，与电视内容的审核尺度几乎已无差别。监管风险爆发的形式包括：通报批评；罚款；暂停部分功能；下架部分内容；强化内容审核；暂时下架整个应用，等等。

图表 6：2018 年以来，主管部门对视频、短视频平台的监管行动

时间	事件
2018 年 2 月	部分 2017 年上映的网剧、网综在视频平台暂时下架，原因不明。
2018 年 3 月	广电总局发文，禁止非法拼接改编视听节目、加强网上片花管理、加强视听节目冠名及赞助管理。
2018 年 4 月	广电总局约谈火山小视频、快手，并发出通报批评。
2018 年 4 月	广电总局责成今日头条关闭内涵段子应用，今日头条应用暂时下架，抖音应用一度关闭评论区。
2018 年 7 月	广电总局发文，严防视频网站出现影响青少年身心健康的内容，对偶像选秀类节目要严格评估、确保导向正确。
2018 年 7 月	抖音主动内部整改，暂停广告功能。
2018 年 7 月	哔哩哔哩、秒拍、56 视频等加强整改，应用下架一个月。
2018 年 8 月	广电总局对快手、抖音、火山、西瓜视频进行约谈和行政处罚。

来源：广电总局官网，国金证券研究所整理

- 总体看来，今年广电总局对短视频行业的监管更严，因为长视频行业已经在过去几年中受到了几轮监管行动的洗礼，而短视频行业一直处于比较宽松的环境。所以，我们看到主流短视频应用轮流被约谈或处分，而长视频应用只是对部分内容做了处理。短视频行业的复杂程度和变化速度也明显高于长视频行业，对监管措施提出了更高的要求。
- 无论如何，视频行业所面临的监管环境，仍然比传统电影电视媒体宽松：网络视听节目暂不需要获得放映许可证（龙标），以内部审核为主；短视频也是基本依靠平台内部审核；不符合监管要求的内容，往往可以在修改之后重新上线。这说明，主管部门并不希望“扼杀”网络视频行业的创新能力，只是希望对网络视频的社会影响力施加较强的控制。

### 直播行业：监管风险提前释放，不确定性在电竞

- 今年以来，网络直播行业反而成为了受监管影响最小的互联网细分行业。陌陌、YY 等直播龙头企业的收入和利润增速并未明显减缓，虎牙、映客实现了上市，斗鱼、花椒也有上市计划。我们认为，这是因为直播行业早已提前释放了监管风险，实现了规范化运营。
- 2014-16 年，广电总局对直播行业进行了多次清理整顿，主要是打击色情及低俗内容、打击非法经营直播平台。从那以后，各大直播平台都建立了严格的内容管制，包括管理员巡视、定期截图、事后追责，对不合规的广告、赌博等行为严厉打击。结果，直播平台出现了头部集中的趋势；秀场直播以陌陌、YY、映客、花椒、9158、六间房等为主，电竞直播以斗鱼、虎牙、熊猫、企鹅电竞、B 站等为主。
- 直播行业的经验，给其他互联网细分行业带来了一个启示：严格监管很可能导致头部集中，用户、资源进一步被少数大公司占据。监管不一定会“摧毁”一个行业，反而可能成为市场整合的推动力。在这种整合完成之后，少数头部公司可能享受更长、更稳定的业绩增长期。以上现象完全有可能发生在游戏、视频、电商等行业。

- 进入 2018 年，电竞直播成为了直播行业的焦点。中国代表队在雅加达亚运会上摘得 LOL、AOV 两个表演项目的金牌，引发了官方媒体的喝彩。目前，电竞直播的处境非常微妙：一方面，游戏行业仍在面临严峻的监管风险，作为游戏传播方式的电竞直播不可能不受到影响；另一方面，电竞已经成为“为国争光”、输出中国文化的重要手段，主管部门似乎应该予以优待。在可见的未来，以上矛盾仍然会存在下去。

图表 7：中国代表队在雅加达亚运会摘得 LOL、AOV 项目金牌



来源：东方体育，国金证券研究所

- 对于电竞直播行业而言，还有一个现实的监管问题：是否可以大规模进行竞猜活动？与体育赛事一样，电竞赛事也是竞猜的热门标的，但是电竞直播平台普遍不敢展开大规模竞猜活动。在理论上，如果不涉及真实金钱兑换，电竞竞猜有可能获得批准，这样将大幅度提高电竞直播平台的活跃度。无论如何，主管部门现在尚未就此问题明确表态。

### 电商行业：绝不是独立于监管风险的“世外桃源”

- 部分投资者和媒体认为：在互联网细分行业中，电商行业受到的监管风险较小，因为它与文化内容和意识形态无关。然而，8 月 31 日通过的《电子商务法》说明：电商行业绝不是“世外桃源”，主管部门非常重视电商行业的合规和自律，今后的监管只会越来越严。

图表 8：《电子商务法》监管要点

法律规定	对电商行业的影响
自然人网店依法办理登记	个体经营者需要进一步规范化，淘宝、微信公众号、拼多多等小商户密集的平台可能受到影响。
明确电商经营者的纳税义务	天猫、京东第三方等 B2C 平台基本不受影响，严格意义上的 C2C 平台和网店受影响较大。
商家侵权，平台承担连带责任	强制提出电商平台的监督义务，侵犯知识产权的商品难以存活，平台合规成本提升。
规范跨境电商发展	跨境电商平台面临更规范、更严格的税收、通关、检验和支付管理，告别野蛮生长时代。

来源：Gov.cn，国金证券研究所整理

- 《电子商务法》的监管要点包括：自然人网店纳入监管范围，这将对淘宝、微信公众号/小程序、拼多多等自然人商户密集的电商平台造成较大压力；明确电商经营者的纳税义务，对于 C2C 平台来说影响很大，因为中小网店尚未全面纳入税务体系；电商平台要为商家侵权承担连带责任，这给平台

的知识产权保护提出了很高的要求；规范跨境电商发展，跨境电商平台在税收、海关、检验等环节将面临更高的合规成本。

- 理论上，中国电商行业早已进入“品牌时代”：京东以自营电商和大型第三方为主，阿里巴巴的收入驱动力是品牌化的天猫平台。但是，在阿里旗下的淘宝平台，以及近年来兴起的拼多多、微信电商系统，仍然存在数量庞大的个体和中小企业商家；即便是中高端品牌，也不仅仅需要天猫或京东旗舰店，还需要数量庞大的小型分销网店。在宏观经济增速放缓的条件下，它们能否承受高昂的合规成本，还是个未知数。
- 电商行业和互联网金融行业是密不可分的：后者为前者提供支付手段和信贷资源，以促进前者的消费金额增长。2017年以来，在央行的“去杠杆”政策压力下，互联网金融公司纷纷缩小资产负债表，表示今后将向“金融技术服务商”转型。这样，电商消费者可用的信贷资源规模很可能缩小，成本也可能变高。从长期看，蚂蚁金服、京东金融等互联网金融公司将为电商消费者对接传统金融机构的资源，实现新的供需平衡；但是，这个转型过程不会是一蹴而就的。
- 此外，中国电商行业正在进入“社交电商”和“内容电商”的时代——拼多多的崛起证明了前者，阿里巴巴重磅投资文化娱乐产业则象征着后者。电商不是一个孤立的行业，它与游戏、社交、视频、资讯等互联网业态的关联程度越来越高。在淘宝平台内部，就存在着淘宝直播、淘宝头条、微淘群等大量“泛内容”功能。既然如此，电商行业也就暴露于内容产业面临的监管风险之下，投资者应该严肃对待这一风险。

## 监管趋严的时代，互联网投资者去哪里找增长？

- 监管环境趋严，并不意味着互联网行业缺乏投资机会。互联网市场的规模足够庞大，总能找到一些投资亮点。我们认为，未来几个季度，投资者应该关注如下趋势：监管风险上升导致的“头部集中”趋势；方兴未艾的“B端”（面向商家）互联网商业模式；互联网出海。尤其是后两个趋势，将在未来持续创造新的“独角兽”公司。

### 总体趋势：互联网资源进一步向头部集中

- 在 2017 年 9 月的深度报告《移动互联网下半场的生存之道》中，我们将主流互联网公司划分为“五个圈子”，以用户基数为横轴，用户黏性为纵轴。用户基数的衡量标准是 MAU（月活）、DAU（日活）、注册用户等；用户黏性的衡量标准是月均使用频率、使用时间、付费用户占比、竞争对手的替代性等。我们划分的“五个圈子”如下：
  - **霸主**：用户基数和用户黏性均达到最高水平，目前仅有腾讯、阿里巴巴两家。它们都拥有庞大、完整的生态系统，不但通过旗下各应用提供服务，还以战略投资的方式渗透到互联网的每个角落。
  - **潜在霸主**：用户基数和用户黏性很强，仅次于“霸主”，而且有成为“霸主”的可能性，典型的例子有蚂蚁金服、今日头条、微博、美团、快手等。不过，大部分“潜在霸主”已经投靠了某个“霸主”——蚂蚁金服、微博是“阿里系”成员，美团、快手是“腾讯系”成员。只有今日头条尚未接受来自“霸主”的投资，有自成一系的可能性。

图表 9：主流互联网公司的“五个圈子”



来源：国金证券研究所整理

- **昔日霸主**：用户基数庞大，但是用户黏性不足，主要是 PC 互联网时代崛起的“上一代霸主”，因为没有充分适应移动互联网的环境而跌落。典型的例子有百度、奇虎 360 等。“昔日霸主”可以以转型、并购等方式找到新的活力，但是道路非常漫长。
- **局部霸主**：在某一细分市场有很高的用户渗透率和用户黏性，但是用户总量有限，很难迈出原有市场。例如，RPG 游戏领域的网易、二次元领域的 B 站、数字阅读领域的阅文、陌生人社交领域的陌陌，以及各种垂直电商应用，都是典型的“局部霸主”。它们的增长，要么依靠进一步发掘现有市场的用户和变现，要么依靠横向扩张。

- **迷惘者：**有一些用户基数和用户黏性，但是都不够高，而且缺乏进一步上升的空间。这种公司，要么是从更高的层级滑落的，要么是在创业上升的过程中未能找准定位，陷入“迷惘”的状态。典型的例子有唯品会、搜狐、美图等。如果找到正确的定位，“迷惘者”可能崛起；它们也可以通过接受“霸主”或“潜在霸主”投资的方式，进入更大的生态系统。
- 在监管环境趋严的时代，我们预计行业资源和用户将进一步向头部集中，以“霸主”为核心的生态系统的掌控力将进一步增强。逻辑很简单：首先，在任何一个行业，头部公司的抗风险能力、对监管的理解能力都是最强的，例如腾讯、网易受到游戏监管的影响肯定小于中小公司。其次，横跨多个行业的互联网巨头更不容易受到某一垂直行业监管的影响，通过重新调配资源、并购整合等方式找到新增长点。
- 未来几年，我们可能看到直播行业的历史在整个互联网行业重演：监管行动对全行业造成了短期的抑制作用，但是中小企业出局的速度更快，导致大企业的市场份额攀升；在监管尺度稳定下来之后，大企业继续享受规范化、可持续的增长。这样看来，腾讯、阿里巴巴两巨头仍将是受益的，而各个细分市场的龙头公司也比中小公司地位更好。

### B 端互联网生意：冉冉升起，瓜熟蒂落的模式

- 投资者熟知的“互联网行业”，实际上是“消费互联网行业”——绝大部分互联网上市公司都是从消费者获利，无论是以直接的（收费、自营电商）还是间接的（广告、佣金）方式。互联网公司做的是 C 端（消费客户）生意，而将 B 端（商业客户）留给了软件、通信等公司。
- 2017 年以来，以上局面出现了微妙的变化，“B 端互联网公司”纷纷上市：人才招聘行业的猎聘、微信电商 SaaS 领域的有赞和微盟、互联网数据服务领域的极光数据……这些公司不仅是从商业客户收费，而且并不严格依赖“流量变现”模式。例如，对猎聘这样的中高端招聘平台来说，流量（个人用户）与商务客户（雇主、猎头）的地位同等重要；对有赞、微盟这样的电商技术服务和运营商来说，流量属于客户，它们自身并不占有流量。我们不能简单地以互联网“流量思维”去判断这种公司。

图表 10：2017 年以来上市的部分“B 端互联网公司”

名称	代码	市值（9月5日）	主营业务
有才天下猎聘	6100 HK	132 亿港元	中高端人才招聘
中国有赞	8083 HK	81 亿港元	微信电商 SaaS
微盟	待上市	待上市	微信电商 SaaS
极光数据	JG US	10 亿美元	互联网大数据服务

来源：Wind, 国金证券研究所

- “B 端互联网公司”的崛起，是一个商业模式上的进步：过去，投资者和企业家都认为，中国的 B 端生意很难做，远远没有 C 端生意那样的规模效应和可复制性。现在，中国企业用户对高水平、信息化服务的需求越来越高，付费意愿也越来越强。在宏观经济增速减缓的情况下，企业用户反而更需要提高自身效率，“B 端互联网”的机遇也更大。
- 在传统互联网公司中，“B 端业务”的地位也在不断提高：阿里云已经成为阿里巴巴增长最快的业务板块；腾讯云虽然规模较小，但是得到了腾讯管理层的高度重视；百度希望通过开发 IOT（智能家居、汽车等物联网）操作系统，将广大 OEM 硬件商转化为自己的客户。前程无忧的主要收入来源本来就是企业用户，与猎聘网类似；58 同城、携程均有一定规模的企业服务业务，而且战略地位很重要；搜狗有大量收入来自为腾讯提供的搜索技术支持；宝尊电商的主要收入来自电商品牌的代运营服务费。今后，传统互联网公司的“B 端化”趋势仍将持续。

图表 11：老牌互联网上市公司的“B 端业务”一览

公司名称	主要 B 端业务	B 端收入规模及重要性
阿里巴巴	云计算	规模较大，战略上很重要
腾讯	云计算	规模一般，战略上较重要
百度	IOT 操作系统	规模较小，战略上很重要
前程无忧	人才招聘	主要收入来源
58 同城	蓝领招聘和商户服务	规模较大，战略上很重要
搜狗	为腾讯提供搜索技术支持	规模较大，战略上很重要
宝尊电商	品牌电商代运营	主要收入来源
携程	企业商旅服务	规模一般，战略上较重要

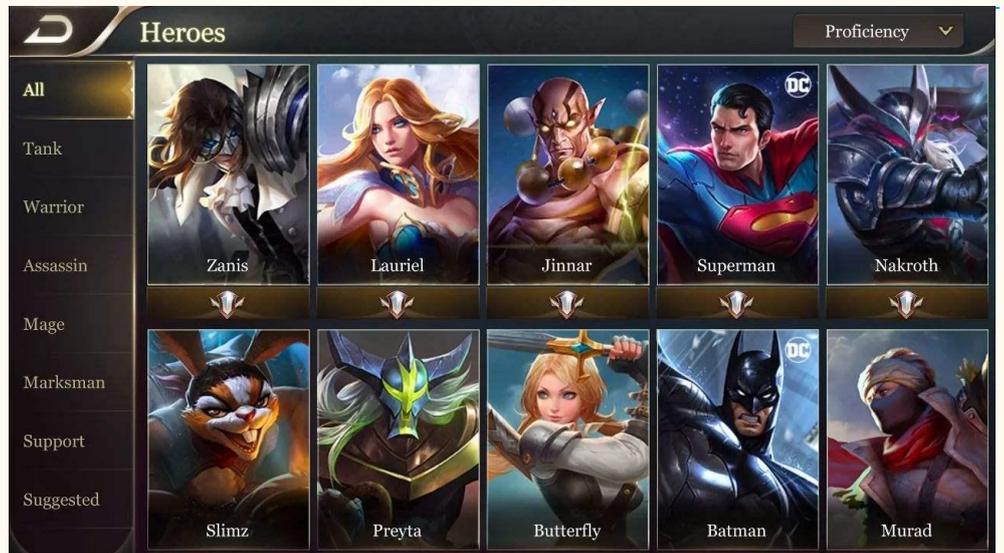
来源：公司公告，国金证券研究所

- “B 端互联网公司”对监管不是免疫的，但是拥有一定的缓冲空间。例如，电商行业监管的趋严会影响一些网店的销售额，这种影响不会立即、完整地传导到技术支持和代运营商；游戏行业确实受到了监管的很大影响，但是游戏公司购买数据服务的意愿反而可能提高。我们认为，在互联网整体监管风险尚未充分释放的情况下，“B 端互联网”商业模式的优势比较明显，可以成为投资者的“避风港”。

### 互联网出海：承载“一带一路”与“文化输出”使命

- 在今年 8 月的 ChinaJoy 大会上，腾讯、网易、完美世界、盛大游戏等主流游戏公司的管理层不约而同地将“游戏出海”列为主题发言的重点，提出将游戏打造为中国的“文化名片”。《王者荣耀海外版》入选了雅加达亚运会表演项目，《荒野行动》《绝地求生之刺激战场》分别在日本和欧美市场取得了不错的战绩。开拓海外市场，不会受到国内监管行动的影响，而且符合主管部门的“文化输出”“软实力输出”方针。

图表 12：《王者荣耀海外版》包括超人、蝙蝠侠等欧美动漫人物



来源：游戏官网，国金证券研究所

- 2017 年以前，中国的游戏出海产业已经非常发达，IGG、智明星通、昆仑万维、游族网络等公司都拥有庞大的海外手游和页游业务。但是，当时中国游戏出海呈现“局部化”“碎片化”的局面：在地理上，以东南亚及部分欧美国家为主；在类型上，以 SLG、ARPG、休闲等为主；腾讯、网易等游戏巨头在出海方面投入的资源不多。2017 年以后，情况有了天翻地覆的变化，网易提出了 2020 年海外收入占游戏收入 1/3 的宏伟目标，腾讯也在产品、市场等各个环节加强海外投入。海外市场不再是“国内市场的补充”，而是“游戏行业最重要的增长引擎”。

- 电商行业的出海势头同样不可阻挡。2018年3月，蚂蚁金服董事长彭蕾卸任，转任阿里巴巴控股的东南亚最大电商平台 Lazada CEO，阿里同时向 Lazada 增资 20 亿美元。此外，阿里在印度市场也早已形成与亚马逊正面对抗的局面。电商出海，尤其是向东南亚、南亚等发展中地区的出海，无疑符合国家的“一带一路”战略。我们相信，虽然其他电商平台的海外扩张速度略慢于阿里，但是也会在海外倾注更多的资源。

图表 13：阿里巴巴控股的东南亚最大电商平台 Lazada



来源：公司官网，国金证券研究所

- 互联网金融行业同样如此：2017 年以前，支付宝和微信支付在海外的主战场还限于“中国游客”和“海外华人”群体，现在则已经深入本地。以香港为例，微信支付、支付宝都与多家银行建立了关联关系，支付宝还与长江和记实业达成合作，并开设无人零售店。我们预计，蚂蚁金服、腾讯等互联网金融巨头会将触角进一步伸向东南亚、日韩乃至欧美市场。
- 互联网出海可以达到两层目的：第一，中国互联网公司在部分海外市场拥有商业模式、技术和财力上的优势，可以以海外收入的增长弥补国内市场遇到的问题；第二，主管部门在鼓励“一带一路”和“文化输出”，出海是响应国家号召，有助于争取政策支持。我们预计，中国产生谷歌、亚马逊、Facebook 这样的全球性互联网巨头只是时间问题。

## 投资建议

- 在互联网行业面临的整体监管环境趋严的情况下，我们认为有必要调低整个互联网行业的短期和中期增长预期。因此，我们将互联网行业的投资评级从“买入”下调至“增持”。我们建议投资者关注三类公司：头部公司；B端互联网公司；互联网出海型公司。

### 头部公司

- **腾讯控股**和**阿里巴巴**作为中国互联网行业仅有的“霸主”公司，固然会受到监管环境趋严的影响，但是相对于其他竞争对手仍然处于较有利的地位。以游戏行业为例，腾讯对政策的理解、处理监管风险的经验以及版本号储备，必然强于大部分中小型游戏公司。在电商行业，阿里巴巴的合规、税务和知识产权保护经验，也强于大部分同类电商平台。当监管风暴席卷整个行业时，规模较小、运作不规范的对手首先出局，腾讯、阿里巴巴这样的头部公司的市场份额反而会进一步提高。
- 从收入角度看，腾讯主要依靠游戏，阿里主要依靠电商广告和佣金；但是，两大生态系统的触角早已渗透到所有互联网细分行业。腾讯的长视频、数字阅读、版权音乐业务在国内名列前茅，近年来移动支付业务发展迅猛，还通过战略投资在电竞直播、短视频、电商领域取得立足点。阿里在文化娱乐领域投入巨大，拥有庞大的长视频、直播、内容分发业务，云计算业务吸引了大量企业客户，也是蚂蚁金服的战略合作伙伴。任何细分行业的监管政策，都不太可能动摇腾讯、阿里帝国的根基。

### B端互联网公司

- **有才天下猎聘**是近年来涌现的“B端互联网”商业模式的代表：聚焦于中高端人才招聘，主要向用人单位收费，建立B+H+C（雇主、猎头、人才）的铁三角。相对于前程无忧、智联招聘等竞争对手，猎聘网的核心优势是只做中高端、确立清晰的用户画像，并且在AI等研发领域加大投入。目前，猎聘也在发展面向个人用户的收费模式，但是我们预计可见的未来仍将以企业客户付费为主。除了固定的年费，猎聘还通过闭环服务等方式，收取更高的增值费用。宏观经济的放缓虽然会影响整体劳动需求，但是对猎聘所在的中高端市场，至少现阶段的影响是非常微弱的。
- **中国有赞**是第一家主营微信电商技术服务的上市公司，目前主要收入来源是SaaS，正在向增值服务、消费金融和线下领域扩张。2017年微信小程序异军突起，给电商和O2O商家带来了新的流量和场景，它们都需要功能强大、可靠、易用的技术平台。此外，微信电商的社交和LBS属性，也伴生了无穷无尽的增值服务、金融服务需求。在美国，主营电商SaaS的Shopify和主营线下零售SaaS的Square都是有赞的对标公司。2018年6月，有赞“迈出”微信生态系统，与快手电商平台签署战略合作协议，从而进一步打开了潜在用户的空间。

### 出海型公司

- 在游戏行业，**IGG**、**指尖悦动**、**第七大道**、**游莱互动**等都是出海为主的公司，并且正在从“局部出海”向“全球出海”迈进；**完美世界**、**中文传媒**、**游族网络**、**昆仑万维**等来自海外收入的体量也不小。**网易**在历史上不以出海为主，但是2018年通过《荒野行动》《第五人格》成功进军了日本和北美市场。在电商领域，**阿里巴巴**进军东南亚、南亚和欧美市场的经验最丰富、战略最坚决；**腾讯**通过投资**Sea (Garena)**，在东南亚电商市场拥有举足轻重的地位；**小米集团**在印度市场的存在也不可小视，虽然目前以硬件销售为主，今后也可能开展更丰富的电商服务。

### 风险提示

- 互联网行业面临的监管风险仍然呈现上升趋势，尚未充分释放。
- 技术革新可能对现有互联网公司带来巨大的冲击。
- 海外扩张伴随着合规、整合和企业文化方面的复杂风险。
- 经过 2017 年的互联网行业整体上涨，目前许多公司的估值仍然偏高。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**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,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,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