

# 新经济下半场，谋局消费互联网增长赛道

## ——2019年互联网行业策略报告



### 核心观点

- **全球消费互联网整体进入深水区。**因出现全球性流量红利衰退+全球性互联网监管趋严，国内外互联网公司18年股价大多跑输指数。相比海外，虽国内互联网用户数高位，但时长增长明显快于海外，主要因短视频增长较为明显。国内18年9月移动互联网用户平均4.13小时/天，yoy+26%（高于全球平均3.3小时，yoy+6%水平，2017）。移动互联网下半场，投资机会细分化，垂直行业龙头公司兼具流量成长空间和货币化空间（18年陆续上市）。
- **美国互联网下半场的变革在哪里？**我们通过研究美国几大互联网行业，结论如下：**1) 从渗透率角度看**，美国除新闻聚合及电商渗透率低于我国外，其他行业渗透率与国内较一致，**全球互联网发展程度整体相近；2) 美国互联网巨头也在垂直行业里寻找媒介及形式变化带来的新机会。**如电商行业：渗透率虽仍有空间（美国13%vs中国21%），但“社交+数据”推荐模式已崛起，基于内容的电商链接/点击率数据均有明显提升；社交网络行业：Youtube渗透率已超越Facebook成为美国互联网用户渗透率最高的社交网络，UGC+中短视频为社交主流方式。**总而言之，各行业视频内容化趋势越来越明显。**
- **中国消费互联网短中期：看好游戏边际改善带来的游戏及直播行业机会。**中短期行业受益于市场对版号恢复预期增强，叠加部分游戏公司经过1-2年产品打磨，进入新一轮产品周期。行业在“**业绩、估值**”双底部后，或随着版号和产品周期开启，迎来估值修复及业绩改善。同期游戏直播有望受益。
- **中国消费互联网中长期：看好内容消费变迁（5G下全民视频时代）及商业改造（服务业互联网化）两大赛道。****1) 互联网内容消费领域，全民视频化趋势已来。**纵观整个内容消费变迁（2G-4G），内容演变形式越来越富媒体化（文字-图文-视频），用户参与度越来越强（浏览-转发-Pick），产品形态推动内容生态演进（PGC-PUGC）。我们判断基于移动端的全民视频时代即将到来（5G），基于流量稳定性&互动形式&竞争格局三维度考虑，行业层面我们依次看好UGC视频社区>短视频>长视频；**2) 电子商务行业，服务电商或成为后移动互联网时代最后的大流量入口，**服务电商或将会形成新零售体系，包括外卖、商超、生鲜、甚至商超等等，10万亿级市场规模的流量有待挖掘。此外实物电商中基于电商、内容、社交相结合的社交电商也值得关注。

### 投资建议与投资标的

- 预判中国互联网发展趋势，我们归纳四条投资主线，按投资时间依次排序：**1) 短中期，看好游戏政策边际改善带来的游戏及直播行业机会，**建议关注：腾讯控股(0700, 未评级)、网易 (NTES, 未评级)、吉比特(603444, 未评级)、游族网络(002174, 未评级)、虎牙 (HUYA, 未评级)；**2) 中长期：看好内容消费领域中内容视频化+UGC崛起下的机会，**建议关注：bilibili (BILI, 未评级)、字节跳动、快手；**3) 中长期：电商中的社交电商及服务电商，**建议关注：拼多多 (PDD, 未评级)，美团点评 (3690, 未评级)；**4) A股其他优质标的，**建议关注：视觉中国(000681, 未评级)、分众传媒(002027, 买入)。

### 风险提示

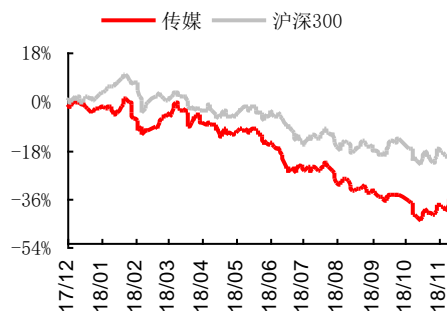
- 行业增速放缓、行业竞争加剧、行业监管趋严

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。  
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国/A股  
行业 传媒  
报告发布日期 2018年12月03日

### 行业表现



资料来源：WIND

证券分析师 项雯倩  
021-63325888\*6128  
xiangwenqian@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860517020003

联系人 高博文  
021-63325888-6089  
gaobowen@orientsec.com.cn

## 目 录

<b>1. 18 年互联网行业市场表现与基本面回顾 .....</b>	<b>6</b>
1.1. 市场表现：国内外互联网巨头股价承压 .....	6
1.2. 资本化进程：国内互联网独角兽集体上市 .....	10
1.3. 基本面：全球消费互联网下半场，国内时长增长快于海外 .....	11
<b>2. 美国互联网趋势：下半场变革在哪？ .....</b>	<b>12</b>
2.1. 电商行业：渗透率仍有空间，社交+数据引领推荐模式 .....	13
2.2. 社交网络：UGC+中短视频为社交主流方式 .....	15
2.3. 流媒体：渗透率高位，对有线电视仍有蚕食空间 .....	17
<b>3. 中国互联网趋势：来自内容消费变迁及商业改造的机会 .....</b>	<b>19</b>
3.1. 游戏及直播：新一轮产品周期在即，短期看好游戏及直播 .....	20
3.1.1 游戏行业：版号恢复预期增强，关注游戏公司新一轮产品周期 .....	20
3.1.2 直播行业：游戏直播有望受益于新游推动 .....	22
3.2. 互联网内容消费：5G 将推动新的内容周期，全民视频时代值得期待 .....	23
3.2.1 互联网内容生态变迁及总结 .....	23
3.2.1 短视频：用户行为视频化，全行业第三流量高地 .....	24
3.2.2 UGC 视频社区：以中短视频为表达形式的年轻一代文化社群 .....	28
3.2.3 长视频：传统刚需，用户数持续增长，付费意识崛起 .....	29
3.3. 电子商务行业：社交电商裂变、服务电商崛起 .....	31
3.3.1 传统电商：流量红利衰退下，社交电商的崛起 .....	31
3.3.2 服务电商：后互联网时代的流量红利，外卖万亿市场先行 .....	33
<b>4. 投资策略及投资建议 .....</b>	<b>36</b>
4.1 游戏 & 直播 .....	36
4.2 内容消费领域：视频行业 .....	37
4.3 电商行业 .....	38
4.4 其他优质标的 .....	39
<b>风险提示 .....</b>	<b>40</b>

## 图表目录

图 1: 全球互联网巨头 FANNG 2018 年市场表现 .....	6
图 2: 美股互联网巨头营收增速 (%) .....	7
图 3: 美股互联网巨头用户数情况 (百万) .....	7
表 1: 18 年全球互联网监管新闻.....	7
图 4: 中国互联网巨头市场表现.....	8
图 5: 中国互联网巨头核心业务收入增速.....	8
图 6: 互联网垂直领域月活用户数 (万) .....	8
图 7: 互联网公司静态 trailing 12months ARPU 值 (元/月) .....	8
表 2: 18 年中国互联网监管新闻.....	9
图 8: 2017-2018 年第三季度全球互联网投资情况 (亿美元) .....	10
图 9: 2017-2018 年第三季度中国互联网投资情况 (亿美元) .....	10
表 3: 18-19 年已上市与计划上市互联网公司 .....	10
图 10: 全球互联网用户数 (十亿) .....	11
图 11: 全球数字媒体花费时长 (小时/人) .....	11
图 12: 中国移动花联网月活及日使用时长 (亿小时) .....	12
图 13: 中国移动互联网使用时长占比.....	12
图 14: 美国互联网细分领域渗透率 .....	12
图 15: 美国互联网细分领域渗透率 .....	13
图 16: 美国电商销售额及增速 (十亿美元) .....	13
图 17: 中美电商行业渗透率 (%) .....	13
图 18: 美国产品搜索模式占比 .....	14
图 19: 社交媒体推动购买.....	14
图 20: 相关电商网站的社交/信息流链接 .....	14
图 21: Facebook 电商点击通过率.....	14
图 22: 美国商业驱动变革.....	15
图 23: 美国成年用户社交网络使用情况 (18 岁以上) .....	16
图 24: 美国年轻用户社交网络使用情况 (12 岁至 17 岁) .....	16
图 25: 美国社交方式变革.....	16
图 26: YouTube 广告净收入 (2015-2018, 亿美元) .....	17
图 27: Instagram 广告收入 (2015-2018, 亿美元) .....	17
图 28: 北美流媒体视频巨头市场份额一览 (2017) .....	18
图 29: Netflix 美国流媒体业务用户数 (单位: 百万) .....	18
图 30: Netflix 美国流媒体业务 ARPU 值及内容摊销 .....	18
图 31: 中国互联网细分领域渗透率 .....	19

图 32: 中国移动游戏市场实际销售收入 (亿)	20
图 33: 移动游戏腾讯、网易市占率 (手游收入/季度行业收入)	20
图 34: 进入过 IOS 日畅销榜 TOP 200 游戏数量情况	21
表 4: 18 年第四季度部分重点新品列表 (部分产品延期)	22
图 35: 中国直播月活用户数及渗透率 (百万)	22
图 36: 中国直播行业市场规模 (百万人民币)	22
图 37: 直播平台月活用户数 (万)	23
图 38: 游戏直播平台用户数与重磅电竞游戏崛起相关	23
图 39: 基于时代与通信技术发展的内容形态变革	24
图 40: 短视频行业 APP 月度活跃用户规模	24
图 41: 中国移动互联网使用时长占比 (%)	25
图 42: 视频行业用户月总时长统计	25
图 43: 用户内容消费时长占比 (2016)	25
图 44: 用户内容消费时长占比 (2018)	25
图 45: 短视频具有很强社交属性 (以抖音为例)	26
图 46: 抖音 TOP 100 营销类头部视频	26
图 47: 中国移动互联网使用时长占比 (%)	27
图 48: 视频行业用户月总时长统计	27
表 5: 短视频核心玩家及数据统计	27
图 49: B 站内容生态体系	28
图 50: B 站对不同级别 Up 主扶持计划	28
图 51: B 站各分区累计播放量占比情况	29
图 52: 18Q2 B 站频道播放量排名	29
图 53: B 站用户年龄结构 (2016)	29
图 54: B 站用户入站时平均年龄结构	29
图 55: 长视频网站月活用户数	30
图 56: 腾讯爱奇艺付费用户数	30
图 57: 爱奇艺业务拆分 (百万)	30
表 6: 中国线上零售品类分析	31
图 58: 阿里、京东、拼多多活跃买家数 (前 12 个月)	32
图 59: 阿里、京东、拼多多 GMV (十亿)	32
图 60: 阿里、京东、拼多多收入/GMV	32
图 61: 阿里、京东、拼多多单用户获客成本 (元/月活)	32
图 62: 网购少女购物驱动因素	33
图 63: 网购少女日常购物分享渠道	33
图 64: 中国、日本、美国食品消费总额及人均消费额	34

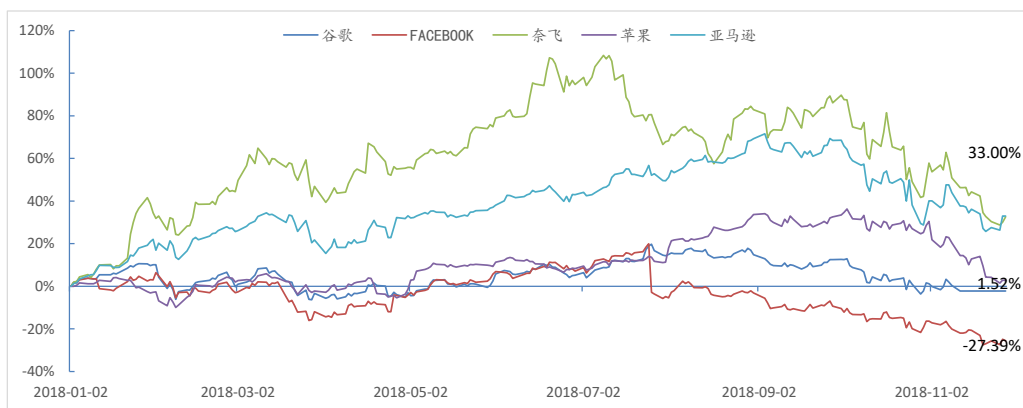
图 65：中国食品消费趋势图 .....	34
图 66：中国食品消费分布图（2017 年） .....	34
图 67：日本食品消费分布图（2015 年） .....	34
图 68：美团点评外卖业务 GTV（十亿）及变现率 .....	35
图 69：美团点评餐饮外卖交易笔数（百万） .....	35
图 70：中国餐饮外卖行业竞争态势（交易金额计） .....	35
图 71：中国餐饮外卖行业竞争态势（订单数计，亿） .....	35

## 1. 18 年互联网行业市场表现与基本面回顾

### 1.1. 市场表现：国内外互联网巨头股价承压

**多因素推动移动互联网进入深水区，互联网龙头业绩股价承压。**截止 2018 年 11 月 28 日，纳斯达克指数累计涨幅 18.9%，互联网龙头股价表现分化，其中 **互联网渗透率仍有空间**的流媒体巨头 Netflix 和电商巨头 Amazon 分别增长 32.6%/33.0%，**互联网渗透率处于高位**的搜索巨头 Google 和社交巨头 Facebook 分别下跌 2.2%和 25.6%。一方面，互联网巨头股价压力在于营收/用户数增速放缓；另一方面，各国政府加强互联网监管也造成一定影响。

图 1：全球互联网巨头 FANNG 2018 年市场表现

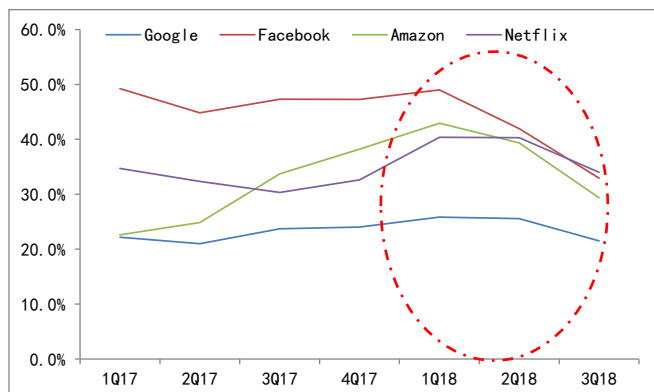


资料来源：wind，东方证券研究所

**美股互联网巨头“FANG”营收增速放缓，社交、搜索等用户数增长放缓，电商、流媒体仍有空间。**

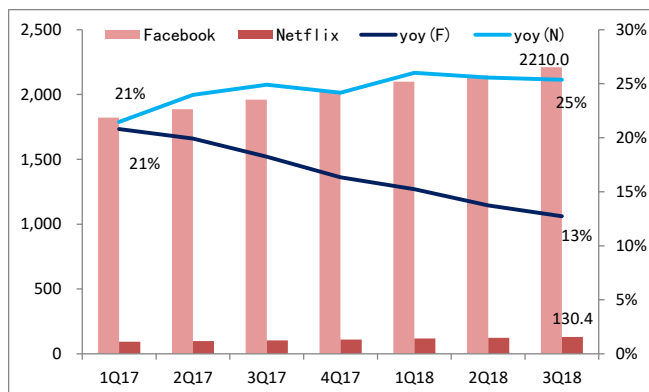
1) FANG 除 Netflix 外，营收增速放缓。截止 18FYQ3，Google/Facebook/Amazon 收入增速分别同降 2.2%/14.4%/4.4%至 21.5%/ 32.9%/ 29.3%，Netflix 收入增速同升 3.6%至 34.0%，巨头营收整体增速放缓；2) 用户数方面，社交饱和，长视频增长空间明显，18Q3 Facebook 全球月活用户数已达到 22.1 亿，考虑到微信 10.8 亿用户，二者基本覆盖全部社交媒体用户（全球社交媒体用户数 32 亿），增速逐步放缓；18Q3 Netflix 全球付费用户数 1.3 亿，仅占全球付费电视用户 9.69 亿（Digital TV Research 统计）的 13.4%，增速强劲。可以看到，由于渗透差异，巨头营收/用户数增速出现分化。

图 2：美股互联网巨头营收增速（%）



资料来源：wind，东方证券研究所

图 3：美股互联网巨头用户数情况（百万）



资料来源：wind，东方证券研究所

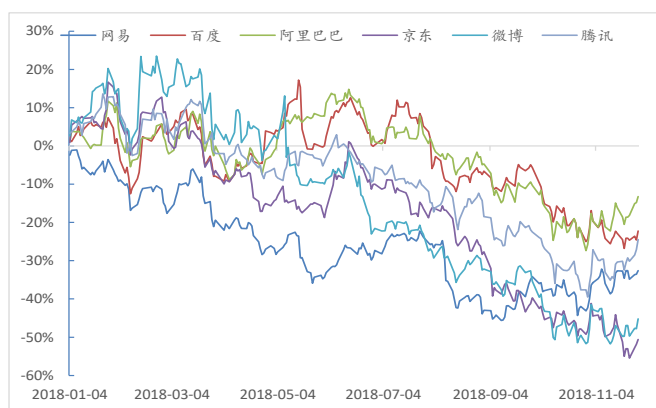
**全球互联网监管趋严，进一步增加不确定性。** 今年以来全球互联网监管趋严，年初 Facebook 涉嫌 5000 万用户信息泄露，公司 CEO 被要求出席美国、欧洲听证会，对相关问题进行解释，未来互联网行业数据监管可能趋严。Google 因将搜索引擎与 Chrome 捆绑在遭到欧盟反垄断裁定，罚金预计 43 亿欧元，此后 Google 宣布将欧洲手机将不再强制预装 11 个 Google 应用，未来可能对 Google 广告收入造成一定影响。此外，英国秋季预算拟针对大型科技公司征收新的税项，芝加哥将对娱乐服务（包括线上娱乐）征收 9% 的娱乐税。可以看到，全球互联网监管日趋严格，在流量红利衰退、营收增速放缓的大情况下，数据、竞争以及税负方面的监管都将对行业产生不利影响。

表 1：18 年全球互联网监管新闻

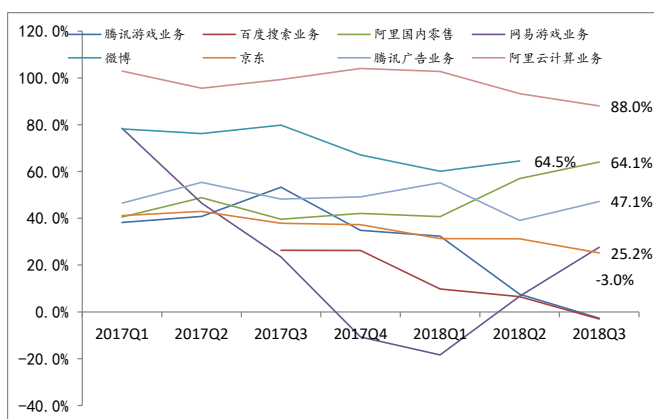
公司	相关事件
Facebook	Facebook 上超过 5000 万用户信息数据被“Cambridge Analytica”泄露，涉嫌 2016 年大选中针对目标受众推送广告，从而影响大选结果。互联网公司数据监管或趋严。
Google	Google 被欧盟裁定反垄断（将搜索引擎和 Chrome 捆绑在操作系统），反垄断罚金预计金额 43 亿欧元。
大型科技公司	英国秋季预算案提出，从 2020 年开始对大型科技公司征收新的税项，多个国家正在研究新税项事项。
Netflix 等娱乐科技公司	芝加哥将从 11 月 14 日起，针对 PlayStation、流媒体、直播内容、音乐征收 9% 的娱乐税。

资料来源：美国纽约时报，腾讯科技，东方证券研究所

**国内互联网龙头受到增长放缓和政策监管的双重压力，股价承压。**截止 2018 年 11 月 28 日，受宏观经济增速下行影响，美国纳斯达克指数上升 18.9%，互联网巨头呈现不同程度下跌，腾讯/阿里/百度累计跌幅分别达 24.5%/13.2%/22.3%，京东/网易/微博分别下跌 50.6%/32.6%/45.2%。这主要由于两个方面，其一，互联网巨头部分核心业务，如游戏、搜索等，**进入成熟期增速放缓明显**，其中 17Q1 至 18Q3，腾讯/网易游戏业务增速从 38.2%/78.5% 下降至 -2.7%/27.6%，百度搜索广告增长基本停滞；其二，**用户规模触顶**，电商、社交网络用户数处于高位，其中京东截止 18Q3 过去 12 个月活跃用户数 3.05 亿，环比下滑 2.7%；微博月活用户数高达 4.46 亿，渗透率处于高位。

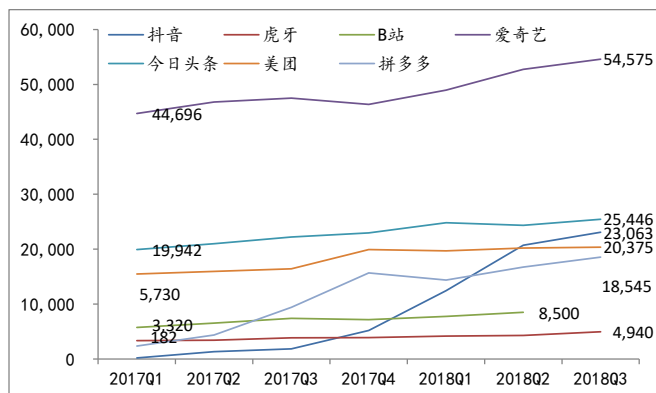
**图 4：中国互联网巨头市场表现**


资料来源：wind，东方证券研究所

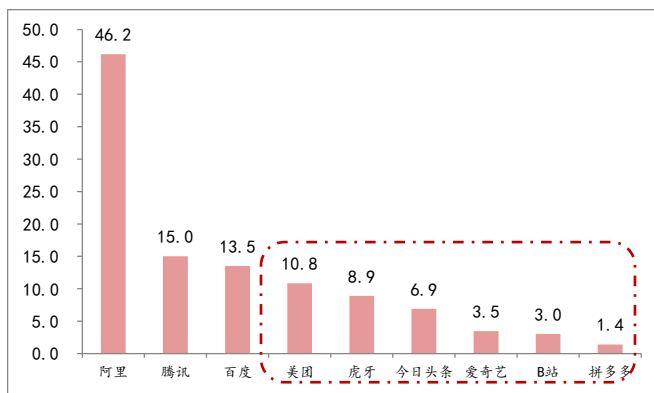
**图 5：中国互联网巨头核心业务收入增速**


资料来源：wind，东方证券研究所

**结构性机会：互联网垂直领域流量快速增长，ARPU 值具有潜力。**一方面，互联网垂直领域月活用户数仍有增长空间，截止 18Q3 虎牙/B 站/抖音移动端月活 4940 万/8500 万/2.3 亿，均保持较高增速，仍有一定增长空间。另一方面，相比于 BAT 等互联网公司，垂直领域互联网公司的 ARPU 值仍处于较低位置（位于 3-10 元/月之间），货币化变现程度不高，未来货币化仍有增长空间。

**图 6：互联网垂直领域月活用户数（万）**


资料来源：公司财报，Questmobile，东方证券研究所

**图 7：互联网公司静态 trailing 12months ARPU 值（元/月）**


资料来源：公司财报，东方证券研究所（腾讯系产品为微信+QQ 合计用户数）

**国内互联网监管趋严，对产业产生一定抑制。**随着互联网行业发展至中后期，政府对互联网内容规范趋于严格，**游戏行业**，版号自今年3月起暂停审批，持续8个月行业无新品获得版号，按照每月审批量1000计，本年较去年同期约减少8000款游戏供给，此外，诸如像《绝地求生》等爆款游戏由于缺乏版号无法收费变现，也抑制行业市场规模增长。**电商行业**，新电商法加大征税力度，对于平台出现售假、侵权等行为采取连带责任，加大平台运营成本和监管力度。**视频行业**，短视频方面，由于侵权、违规等原因，部分短视频/直播平台遭遇下架，与以往“内容”与“平台”分离不同，平台正逐步承担“连带责任”；长视频方面，广电总局进一步对综艺内容严格把控，线上线内容审批趋同，视频平台内容审核压力及运营成本增加。**广告行业**，网信办加大对自媒体行业整顿，约谈微信、微博等自媒体平台；广告内容进行清理，P2P等类型广告遭遇严查。随着国内互联网行业日趋成熟，监管越发严格。

**表 2：18 年中国互联网监管新闻**

影响公司	相关事件
腾讯、网易等游戏巨头	自今年3月起版号审批暂停，截至目前持续8个月行业无新产品获得版号，8月，新闻出版署又出台“游戏总量调控”政策。一方面，新品减少，行业增速承压，另一方面，像《绝地求生》等游戏因为无版号无法变现，对龙头公司业绩压力增大。
阿里、京东、网易等电商巨头	新《电商法》将自然人、法人和非法人组织纳入市场主体登记范围，依法纳税。电商平台将承担售假、侵权、侵害消费者等不法行为的连带责任。
短视频/直播等内容应用	今年抖音、B站、快手、秒拍、斗鱼等短视频及直播平台都遭到数周至几个月甚至永久下架，互联网内容审查趋严，平台逐步承担“连带责任”。
爱奇艺、腾讯视频等流媒体	广电总局发布《进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》，偶像养成类节目、影视明星子女参与的综艺娱乐和真人秀节目也将受到严格控制。减少由影视明星参与的娱乐游戏、真人秀、唱歌类选拔等节目的播出量。《通知》将影响长视频平台综艺类冠名广告收入，随着付费用户比率提升，冠名收入成为广告的重要组成部分。
腾讯、微博、今日头条等	国家网信办针对自媒体账号存在一系列乱象问题，开展集中清理整治专项行动。国家网信办依法约谈微信、微博等自媒体平台，对其主体责任缺失，疏于管理，放任野蛮生长，造成种种乱象，剔除严重警告。
爱奇艺、腾讯视频等流媒体	网络电影、网络剧、网络动画片将于明年2月开始由节目制作公司备案，不再通过播放平台进行备案。节目规划备案提交后，在未取得规划备案号前，不得进行拍摄。 <b>视频网站“自审自播”转为与传统电视剧一样先申后播，行业告别“野蛮生长模式”。</b>

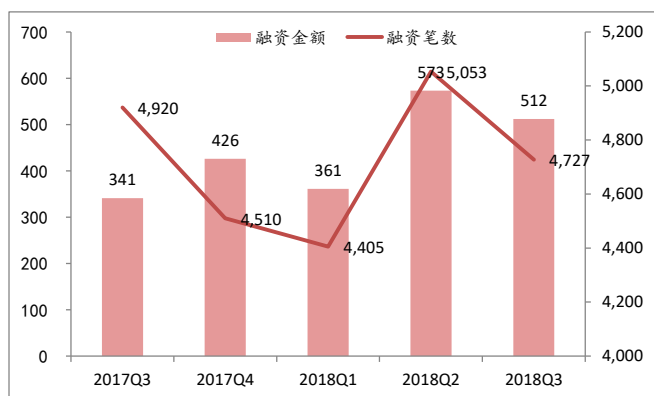
资料来源：腾讯科技、凤凰财经、东方证券研究所

综上所述，国内海外互联网行业股价表现欠佳，主要由于随着互联网普及率提高，互联网巨头传统业务面临瓶颈，增速放缓；各国加大对互联网行业监管力度，互联网运营成本上升。**垂直细分领域仍有流量增长空间，且货币化程度低，值得关注。**

## 1.2. 资本化进程：国内互联网独角兽集体上市

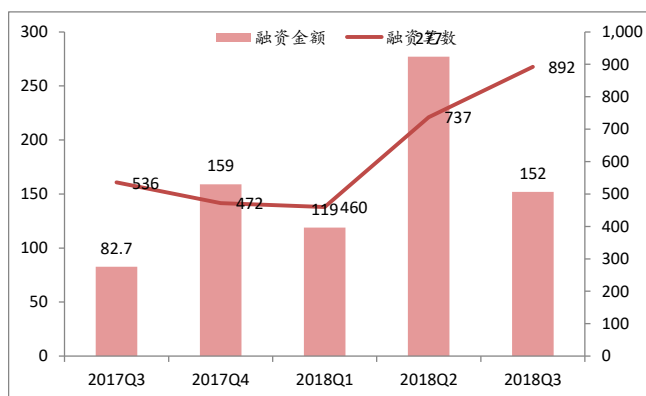
**国内互联网投融资活跃度持续增长，投资金额略有下降。**根据中国信通院《2018年第三季度互联网投融资运行情况》报告显示，2018年第三季度全球互联网投融资金额达到512亿美元，随着全球资本市场活跃度有所下降，投资金额环比下降10.6%，同比上升50.1%；融资笔数4727件，有所回落。而同期，2018年第三季度中国互联网投融资案例数量持续增长，笔数达到892件，环比增长21%，同比增长66.4%，**由于互联网公司集中上市，大额融资需求下降，投资额度大幅回落**，融资金额达152亿美元，环比下降45.1%，同比上升83.8%。其中早期融资占比77.4%（天使轮融资占比49.6%，A轮融资占比27.8%），B轮融资占比14.2%。

图 8：2017-2018 年第三季度全球互联网投资情况（亿美元）



资料来源：中国信通院，东方证券研究所

图 9：2017-2018 年第三季度中国互联网投资情况（亿美元）



资料来源：中国信通院，东方证券研究所

**垂直行业巨头集中上市，兼具成长性和空间。**根据我们统计，2018年上市的国内互联网公司超过10家，其中包含爱奇艺、小米、拼多多、美团点评等估值超过100亿美元的垂直行业独角兽，整体看，新兴互联网上市公司普遍保持着50%+的增速。随着进入移动互联网下半场，互联网行业投资机会细分化，垂直行业龙头公司兼具高增速和成长空间。

表 3：18-19 年已上市与计划上市互联网公司

公司名称	上市时间	领域	估值 (亿美元)	2018E 营收 (亿人民币)	2018E 增速
哔哩哔哩	2018/3/28	二次元/PUGC 视频	39	41	67.5%
爱奇艺	2018/3/29	长视频平台	143	250	44.0%
虎牙	2018/5/11	游戏直播	35	46	109.0%
优信二手车	2018/6/27	二手车交易平台	16	17	86.0%
猎聘网	2018/6/29	互联网招聘	19	13	55.2%
小米	2018/7/9	智能手机	373	1770	54.4%
映客	2018/7/12	泛娱乐直播	6	46	17.9%
拼多多	2018/7/26	社交电商	211	107	515.1%
猫眼电影	2018/9/3	在线票务	29	-	103.5%

趣头条	2018/9/14	资讯分发	15	—	540.0%
美团点评	2018/9/20	本地生活 O2O	404	624	83.9%
今日头条	—	资讯/短视频	750	450	233.0%

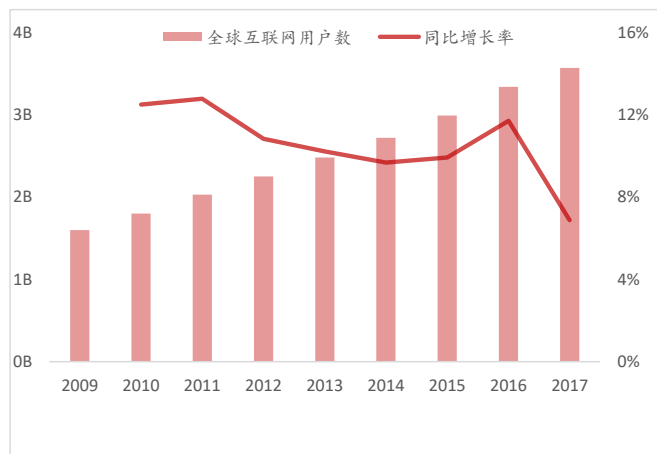
资料来源：wind, IT 橘子、东方证券研究所（截止 2018,11,15）

由于互联网独角兽集体上市，一级市场融资金额出现短暂回落，融资数量仍保持较高增长。互联网垂直细分领域独角兽上市，部分垂直领域具有自然流量增长，为资本市场提供更多选择空间，值得重点关注。

### 1.3. 基本面：全球消费互联网下半场，国内时长增长快于海外

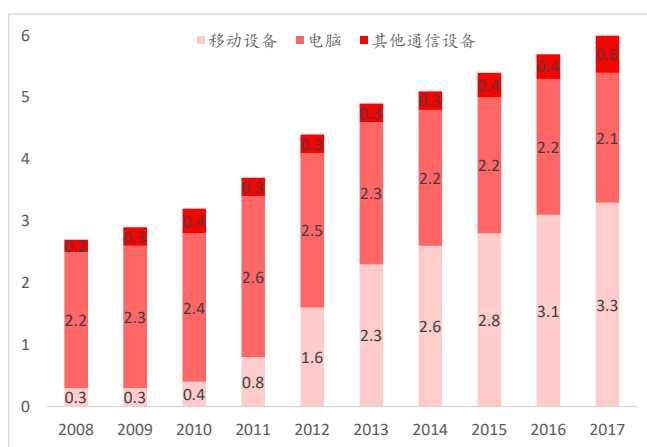
用户数方面，2017 年全球互联网用户数达 35.7 亿，同增回落至 6.9%，互联网渗透率逐步达到高位，增速逐步放缓；用户时长方面，2017 年全球互联网用户每日数字媒体花费时长 6 小时，同比增长 5%，其中移动端占据 3.3 小时，PC 端占据 2.1 小时，用户整体时长亦趋于饱和。

图 10：全球互联网用户数（十亿）



资料来源：KPCB，东方证券研究所

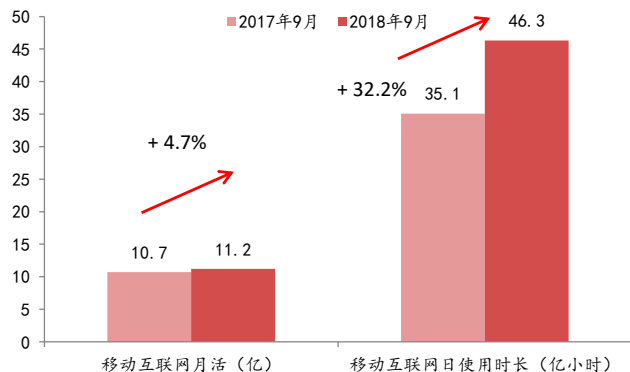
图 11：全球数字媒体花费时长（小时/人）



资料来源：KPCB，东方证券研究所

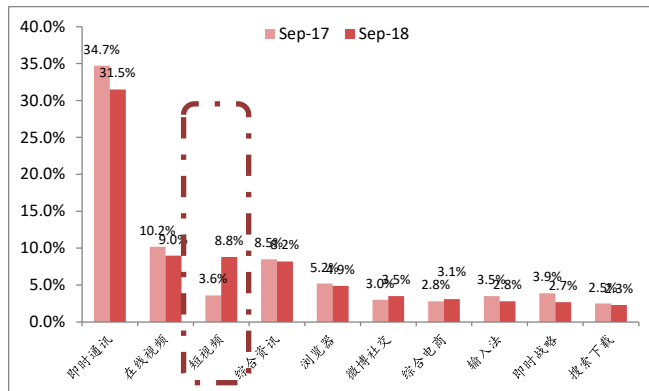
国内互联网用户数高位，时长增长明显快于海外，短视频增长较为明显。截止 2018 年 9 月，中国移动互联网月活用户规模 11.2 亿，同增 4.7%，用户增长逐步至天花板；9 月平均每月活用户移动互联网每日时长 4.13 小时，较 17 年同期增长 26%（高于全球平均 3.3 小时水平），时长仍有明显增长，主要受益于短视频渗透率及时长提高。根据 Questmobile 数据显示，18 年 9 月即时通讯类/在线视频/综合资讯总时长占比均出现下滑，分别较同期下滑 3.2%/1.2%/0.2% 至 31.5%/9%/8.2%，仅短视频时长占比大幅提升，由去年同期提升 5.2% 至 8.8%。

图 12：中国移动花联网月活及日使用时长（亿小时）



资料来源：Questmobile，东方证券研究所

图 13：中国移动互联网使用时长占比

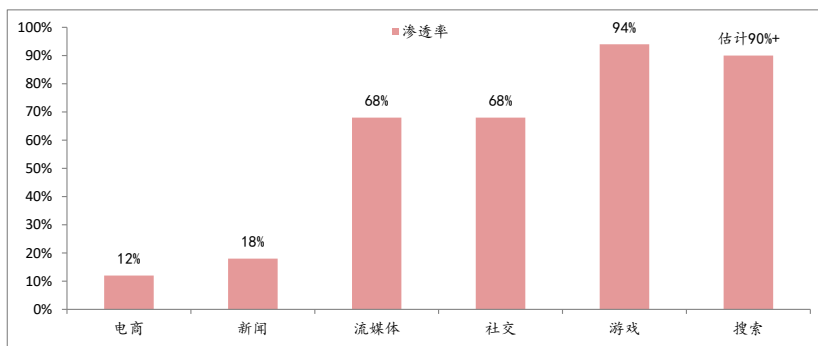


资料来源：Questmonile，东方证券研究所

## 2. 美国互联网趋势：下半场变革在哪？

我们该段主要想通过研究美国几大互联网行业，寻找其投资逻辑以及它们发展的新方向。大概结论如下：**1) 从渗透率角度看**，美国除新闻聚合 APP 渗透率（活跃 APP 数占比）和电商渗透率（零售总额占比）低于我国外，**其他行业渗透率与国内较一致，全球互联网发展程度整体相近**；**2) 美国互联网巨头也在垂直行业里寻找媒介及形式的变化带来的新机会**（既技术变化推动内容形式变迁）。比如美国社交网络的渗透率已高达 68%（以传统社交网络 Facebook 渗透率计），而以图片/短视频为代表的新兴社交模式正在快速发展。我们该章将从美国电商、社交、长视频三个子领域去讲述。

图 14：美国互联网细分领域渗透率

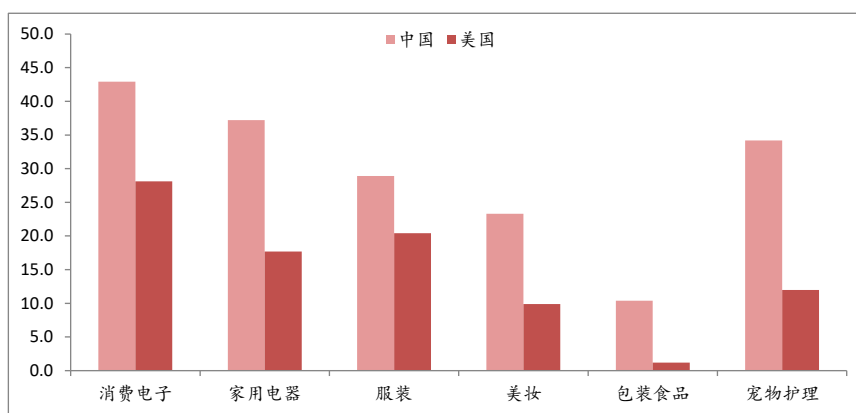


资料来源：猎豹移动，NewZoo，Pew Research Center，东方证券研究所（渗透率标准不同，不具有可比性）

## 2.1. 电商行业：渗透率仍有空间，社交+数据引领推荐模式

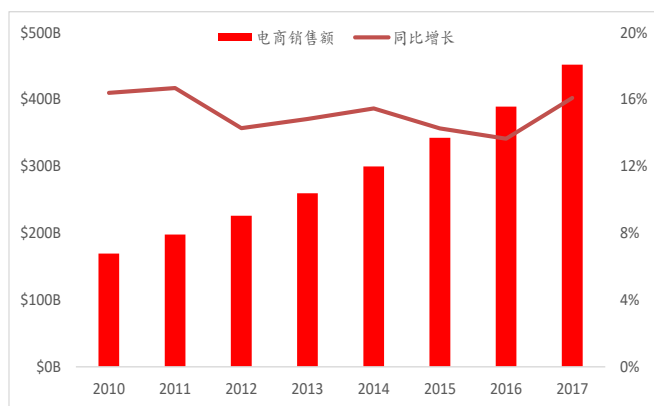
**美国电商渗透率仍处于低位，未来有较大增长空间。**2017 年美国电商销售额 452 亿美元，增长 16.1%，占美国零售额的 13%。根据欧睿数据显示，从细分品类来看，消费电子产品，美国线上渗透率 28.1%（较中国低 14.8%），家用电器，美国线上渗透率 17.7%（较中国低 19.5%），服装与鞋，美国线上渗透率 20.4%（较中国低 8.4%），不同品类上，美国电商仍具备较大增长空间。

图 15：美国互联网细分领域渗透率



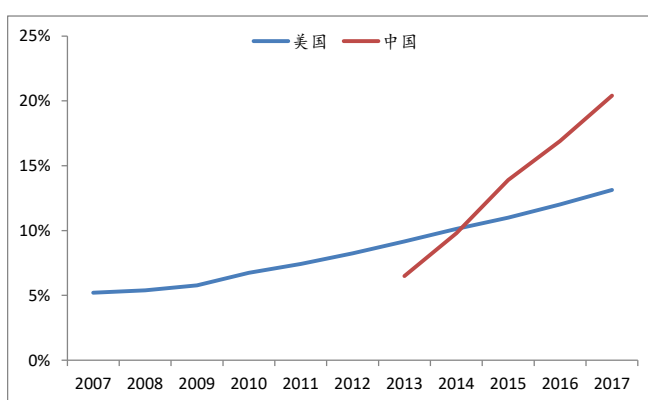
资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

图 16：美国电商销售额及增速（十亿美元）



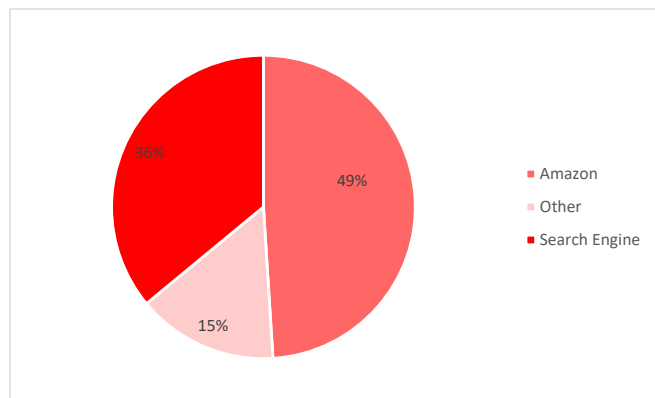
资料来源：KPCB，东方证券研究所

图 17：中美电商行业渗透率 (%)

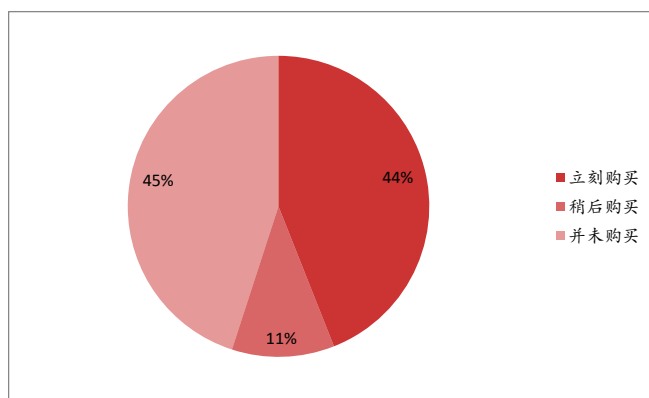


资料来源：KPCB，东方证券研究所

**电商正从“搜索模式”转向“推荐模式”。**根据 KPCB 调查显示，在商品搜索中，亚马逊占据着 49% 的市场份额，其他搜索引擎占据着 36%，传统电商以搜索模式为主。而社交媒体正推动购买模式改变，内容流&社交电商正在快速增长，在一项关于 1000 名美国成年消费者调查中显示，44% 的消费者在社交媒体发现/推荐商品后立刻购买，11% 的消费者会选择稍后购买，而 45% 的消费者并未购买。

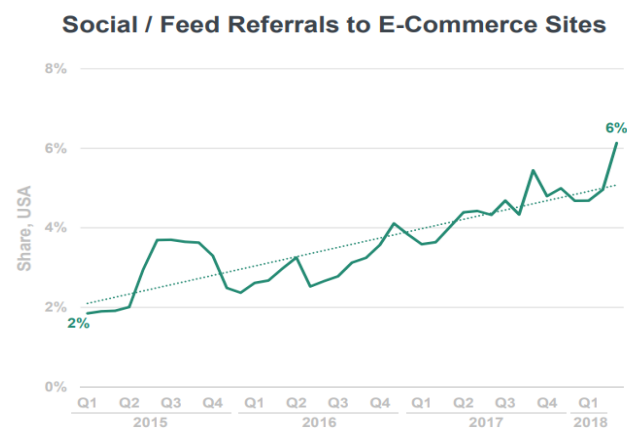
**图 18：美国产品搜索模式占比**


资料来源：KPCB，东方证券研究所（数据来自 2000 名成年消费者调查）

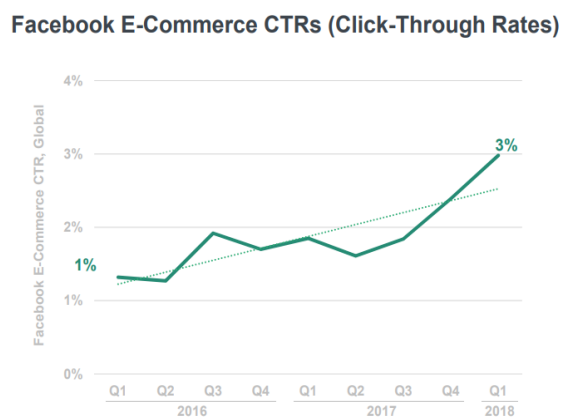
**图 19：社交媒体推动购买**


资料来源：KPCB，东方证券研究所（数据来自 1000 名成年消费者调查）

**社交/信息流中电商链接增加，电商点击率稳步提高。**根据 Adobe Digital Insight 统计，从 2015 年至 2018 年，社交/信息流之中的电商链接占比从 2% 增长至 6%。另一方面，社交中电商广告的点击率有着显著提高，根据 Facebook Benchmarking Data 统计，从 2016 年第一季度到 2018 年第一季度，Facebook 上电商广告点击率从 1% 上升至 3%。通过数据手段，将社交数据与购买相联系，进一步提高购买转化率。

**图 20：相关电商网站的社交/信息流链接**


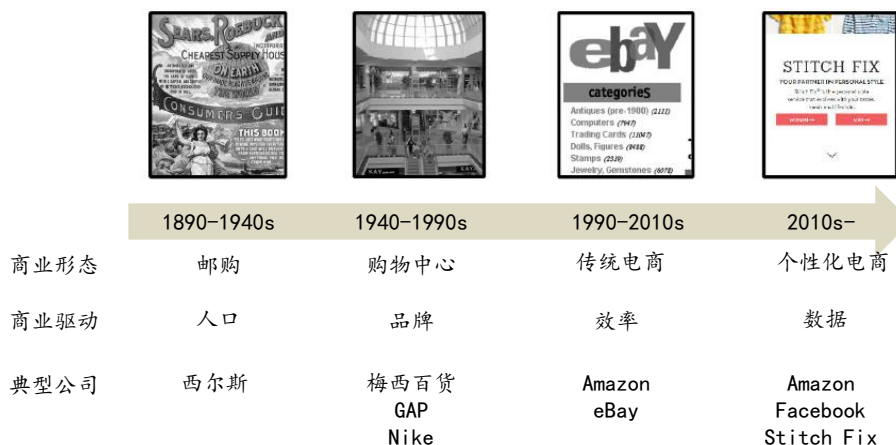
资料来源：Adobe Digital Insight，东方证券研究所

**图 21：Facebook 电商点击通过率**


资料来源：Facebook Benchmarking Data，东方证券研究所

纵观美国商业变迁，商业形态驱动从“人口”->“品牌”->“效率”->“数据”。以“数据”为驱动的算法推荐模式正逐步崛起，传统电商正逐步向个性化电商迈进。数据价值体现，除了传统的 Amazon 外，Facebook 也将在整个电商变革进程中越发重要。

图 22：美国商业驱动变革

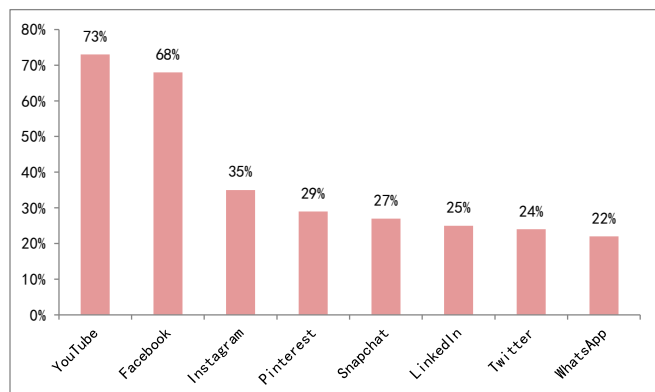


资料来源：东方证券研究所

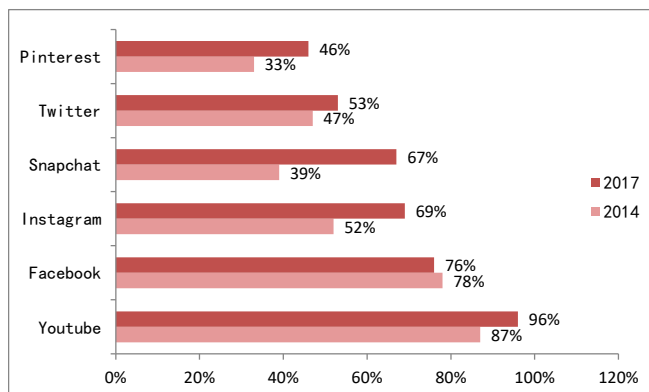
整体上看，美国电商行业仍有较大渗透空间，个性化电商/社交电商逐步崛起。在美国，“搜索模式”正逐步被“推荐模式”所取代，以数据为驱动算法推荐正崛起，在用户基本需求满足的情况下，推荐可以激发用户购买意愿，具有更为明显的效果。国内内容电商崛起，与海外电商发展趋势有异曲同工之处。

## 2.2. 社交网络：UGC+中短视频为社交主流方式

Youtube 超越 Facebook 成为美国互联网用户渗透率最高的社交网络。成年用户方面，根据 Pew Research Center 数据显示，Youtube 的渗透率高达 73%，高于排名第二位的 Facebook 的 68%。年轻用户方面，根据 Forrester 统计，2017 年 Youtube 亦已 96% 渗透率位列使用最多的社交网络，较 2014 年上升 9%，复盘来看，2014-2017 年渗透率增长最快的是图片社交工具 Instagram 和 Snapchat，分别增长 17% 和 28%（文字到图片逻辑）。越来越多的年轻用户使用 Youtube、Instagram 和 Snapchat，现在，越来越多的青少年社交采用中短视频类型，由用户产生更多的内容，青少年社交媒体数据反映了用户行为的转变以及消费者对社交网络的态度，社交网络正从“文字到图片”，从“图片到短视频”，“PUGC 到 UGC”，更为简单的创作方式、丰富的表现形式。

**图 23：美国成年用户社交网络使用情况（18 岁以上）**


资料来源：Pew Research Center，东方证券研究所

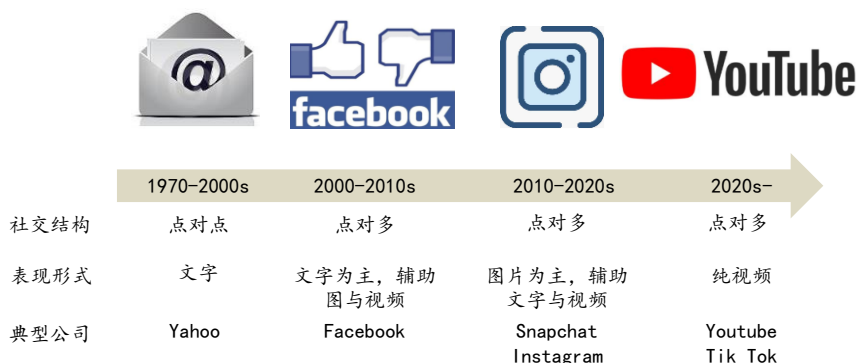
**图 44：美国年轻用户社交网络使用情况（12 岁至 17 岁）**


资料来源：Forrester，东方证券研究所

短视频以成为 Facebook 主方式。Facebook 也在对媒介进行快速迭代，适应更多用户的需求。根据 Facebook 全球市场解决方案副总裁 Carolyn Everson 披露，**短视频已经消耗 Facebook 50% 的移动端流量，未来三年这一数字将达到 75%**。基于社交媒体的在线短视频有三个特点：1) 用户主导，拥有充分的选择控制权；2) 用讲故事的方式链接社群；3) 不同长短的短视频满足不同的需求。Facebook 的短视频战略体现在两方面：其一，其收购的 Instagram 拥有 5 亿用户，以及 200 万广告主，在 Instagram 开放视频制作功能后，有 2.5 亿用户使用功能，类似 GIF 的 Boomerang 占总量的四分之一；其二，Facebook 本身也启动了 watch 功能，允许用户追随自己喜欢的视频节目。

**“从文字到图片，从图片到短视频，从 PUGC 到 UGC”，创作更为简单，表达形式更为丰富。**

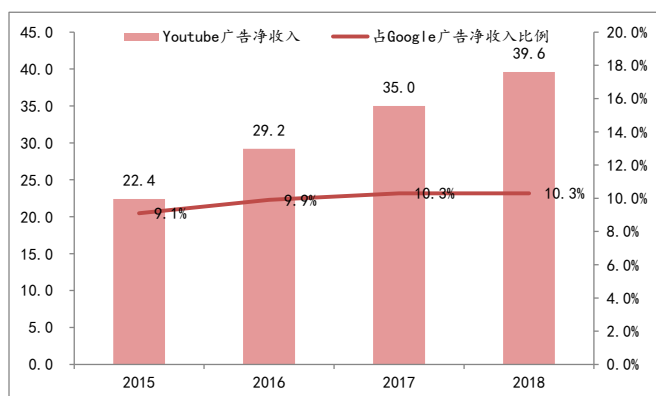
以 Vlog 为例（视频博客形式），最早诞生于 Youtube 上，通过视频语言记录生活，视频长度位于 1 分钟-10 分钟之间。截止 2018 年 9 月，可以在 Youtube 上搜索到 1.42 亿条 vlog 相关内容，其中被誉为 Vlog 教父的 Casey Neistat 拥有 900 万粉丝，累计播放量达 10 亿。社交网络变革也与 4G 兴起相关，随着 5G 落地视频化社交将得到进一步发展。

**图 25：美国社交方式变革**


资料来源：东方证券研究所

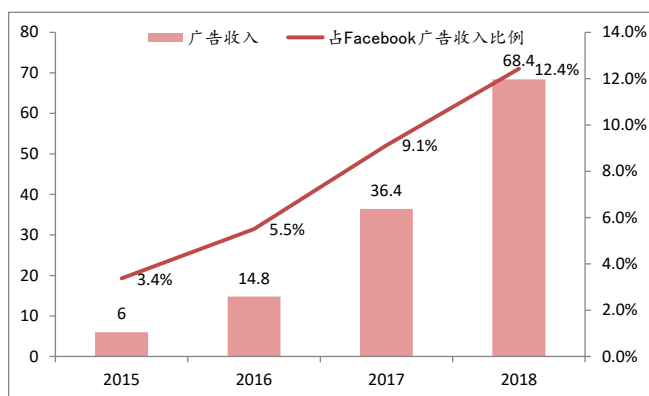
**图片/视频型社交媒体商业模式成熟，图/视频信息流和贴片广告形式具有更大承载力。**根据 eMarketer 估计，Youtube 以“**可跳跃式前贴片广告**”为主，2018 年广告业务净收入 39.6 亿美元（考虑给予内容提供者分成，全口径收入 88 亿美元），占据 Google 广告收入的 10.3%。Instagram 以“**图/视频信息流广告**”为主，2018 年广告业务收入 68.4 亿美元，占 Facebook 广告收入的 12.4%。与传统的图文社交媒体相比，Instagram 和 Youtube 的商业化能力并不逊色，随着图片/视频社交的发展，增长可期。

图 26: YouTube 广告净收入 (2015-2018, 亿美元)



资料来源: eMarketer, 东方证券研究所 (净收入, 剔除 TAC、CAC 等分成)

图 27: Instagram 广告收入 (2015-2018, 亿美元)



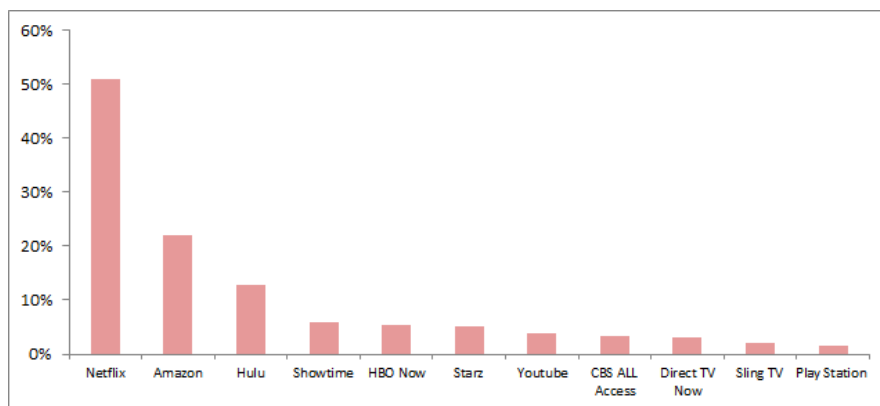
资料来源: eMarketer, 东方证券研究所

**对未来的想法及启示:** 海外社交形式正从文字转向图片、视频，Instagram、Youtube 等社交社区类深受年轻用户喜爱。尤其美国传统 DV 文化影响下，海外 UGC 平台发展比国内先进很多。我国人口流量红利+产品速度优势下，国内短视频快速兴起，相比于海外 Youtube、Facebook watch 等视频，抖音、快手为代表的短视频形态更为成熟，短视频平台发展领先于海外，但仍需要时间培养 UGC 文化及内容创作，**无论如何，我们相信“短视频+社交”模式有望在 5G 时代进一步提升。****但由于“数据分发下的同质化、中心化都是不可避免的问题”，个性记录、圈层突破或将成为短视频下一个爆发点。**

### 2.3. 流媒体：渗透率高位，对有线电视仍有蚕食空间

由于有线电视和流媒体账户都是供家庭使用，可以提供给 3-4 人，按照美国 3 亿人口计算，**有线电视和 Netflix (流媒体龙头) 的普及率均近 60% 以上**，由此可以推断，不少用户即订阅了有线电视也订阅了 Netflix 等流媒体业务。相比之下，流媒体在体育等内容方面仍较为薄弱，**随着自身内容的丰富** (如 Espn 上线流媒体业务)，**可以继续蚕食有线电视网用户 (独占)，为涨价提供空间。**

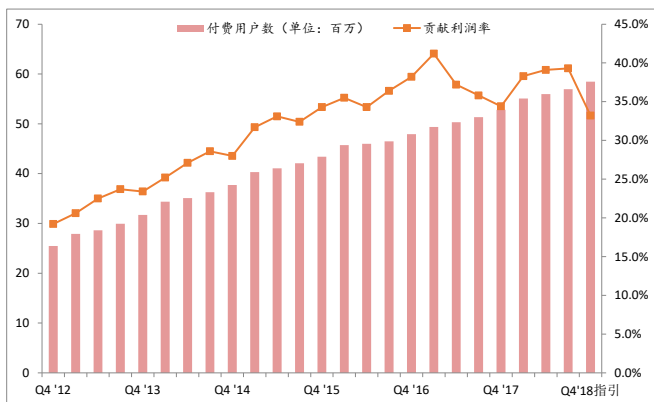
图 28：北美流媒体视频巨头市场份额一览（2017）



资料来源：Sandvine，东方证券研究所

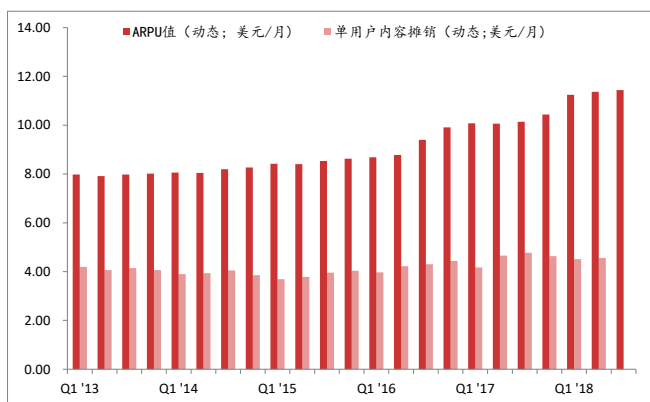
尽管诸如 Amazon、Facebook 等互联网巨头纷纷跨界进入流媒体领域，Netflix 仍然保持美国流媒体霸主地位。以 Netflix 为例，截止 18Q3 国内流媒体业务付费用户数达 5700 万，单用户 ARPU 值仅 11.44 美元/月，保持着持续高增长，贡献利润率达 39.3%。随着流媒体业务内容的丰富，其对有线电视的蚕食，将从用户数变为用户时长，最后演变成用户价值。

图 29：Netflix 美国流媒体业务用户数（单位：百万）



资料来源：公司财报，东方证券研究所

图 30：Netflix 美国流媒体业务 ARPU 值及内容摊销



资料来源：公司财报，东方证券研究所

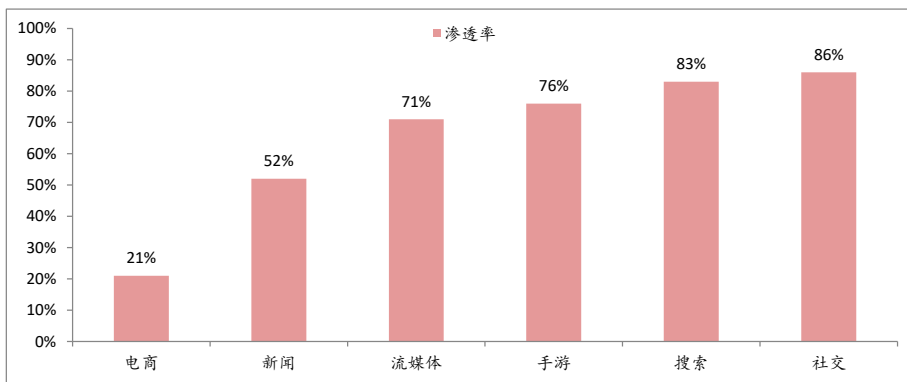
美国是有线电视最发达的国家，有线电视仍占据着美国居民大量时间。我们认为，海外流媒体的发展将分为两个阶段，第一阶段是**渗透率的提升**，目前美国流媒体渗透率已达到 60%（与有线电视相近），流媒体以性价比取胜；第二阶段是**时间的提升**，流媒体将进一步侵占有线电视时长，（我们可以看到 Netflix、Amazon 在艾美奖表现不逊于 HBO），流媒体凭借优质内容，将进一步争夺客厅市场。

**总结：**通过对美国互联网核心板块分析，海外与国内移动互联网渗透率接近，国内移动互联网用户日均时长超过全球。**美国互联网发展中的一些新趋势，可能会对国内发展有所启发：**1) 电商行业：“社交+数据”推荐模式崛起，基于内容的电商链接/点击率数据均有明显提升；2) 社交网络：中短视频成为新的社交形式和自我表达方式，UGC 内容持续增长；3) 流媒体视频：从争夺用户到争夺时长，从性价比到内容为王，流媒体在渗透率高位后仍有巨大价值提升空间。

### 3. 中国互联网趋势：来自内容消费变迁及商业改造的机会

我们基于两个维度去思考中国互联网发展趋势：互联网上内容消费的变迁，互联网对商业的改造(商品+服务，尤其服务)。1) 内容消费变迁带来的机会？随着互联网发展，最先成熟的是**娱乐内容线上化消费**（内容的获取方式有所改变），从新闻到图文再到综合信息流/视频，整体渗透率随着时间轴依次提升，这部分主要是“前端/流通”的改变，内容的生产形式并未发生明显的改变（PGC 主导），PUGC/UGC 内容亦逐步蓬勃发展；2) 另一方面，是互联网对商业的改变，从商品到餐饮再到周边服务，前端、后端都有变化，随着快递、众包等的发展，互联网对传统商业的推动进入加速阶段。

图 31：中国互联网细分领域渗透率



资料来源：极光大数据，艾瑞咨询，东方证券研究所（渗透率标准不同，不具有可比性，除电商外均为 APP 渗透率）

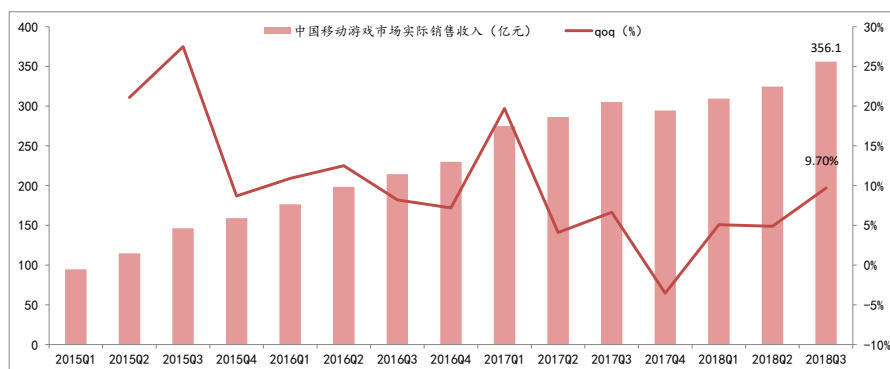
我们从三个维度看好中国互联网发展趋势：其一，**游戏及直播**，中短期受益于政策监管边际改善，版号恢复预期增强，部分游戏公司迎来新一轮产品周期；其二，**互联网内容消费**，5G 推动移动互联网内容消费形式越来越富媒体化，产品形态推动内容生态演进，用户参与度越来越强，看好具有长期流量红利的短视频和泛二次元兴趣社区；其三，**社交电商与服务电商**，传统电商流量红利衰退，社交电商重构商业形态，推动扁平化趋势，服务电商崛起，线上线下结合共同打造电商下半场。

### 3.1. 游戏及直播：新一轮产品周期在即，短期看好游戏及直播

#### 3.1.1 游戏行业：版号恢复预期增强，关注游戏公司新一轮产品周期

**现状：移动游戏渗透率高位，版号致行业增速承压。**截止 2018 年 6 月，中国游戏用户规模达 5.3 亿，渗透率处于高位，中国游戏市场收入 1050 亿，占据全球市场的 26.1%，市场份额全球第一，其中移动游戏占比超 60%。自今年 3 月以来，因国内政府机构改革等原因，游戏行业版号暂停，按照平均每月 1000 版号的审批量计，游戏行业供给逐步缩减，行业环比增速放缓至 5%-10%。

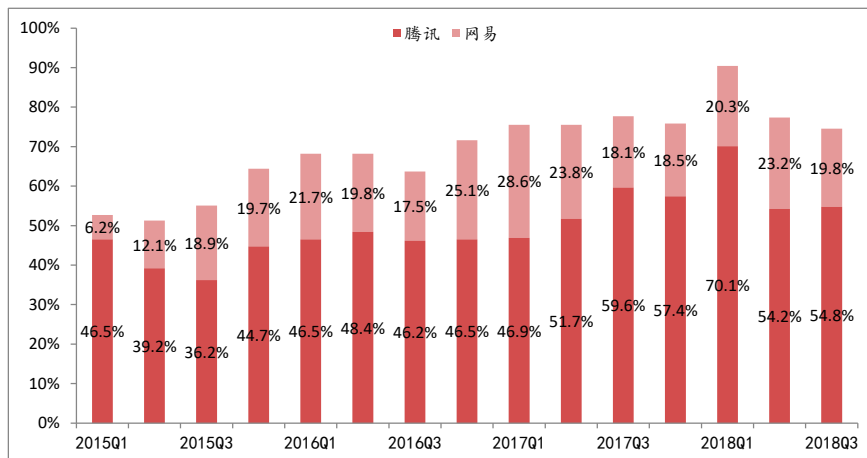
图 32：中国移动游戏市场实际销售收入（亿）



资料来源：伽马数据，东方证券研究所

**公司层面：版号对腾讯、网易影响相对较小，部分上市公司受产品限制对业绩影响明显。**整体上看，手游行业集中度仍保持在高位，腾讯、网易占据着 70% 的市场份额，年推出游戏数量在 20 款以上，受到版号影响较小。而对于部分上市游戏公司，年推出游戏数量较少，版号暂停导致新游延期上线，业绩进一步承压。截止 18 年前三季度，A 股游戏公司营收增速合计 6.9%，版号影响较为明显。

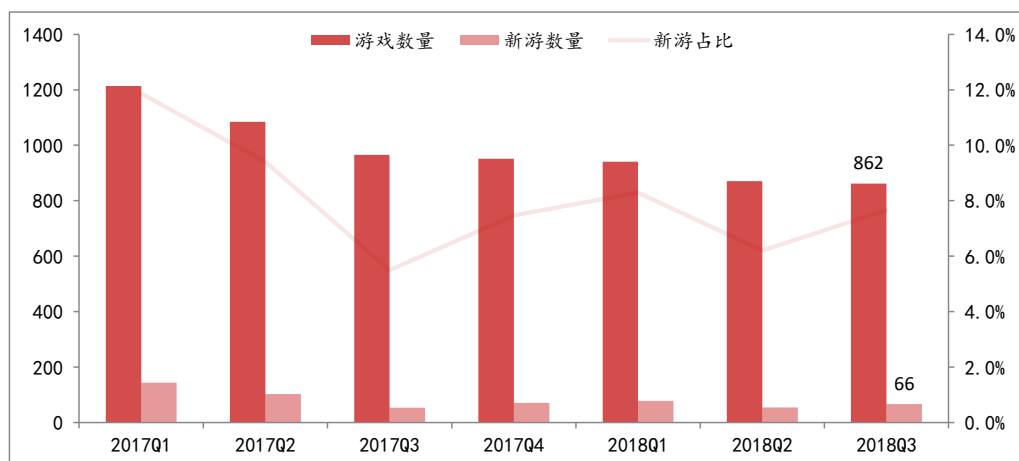
图 33：移动游戏腾讯、网易市占率（手游收入/季度行业收入）



资料来源：伽马数据，东方证券研究所

**游戏结构层面：从新游戏进入榜单数量也可以看出，版号暂停致新游贡献收入降低。**根据伽马数据统计，进入过 IOS 日畅销榜 TOP 200 游戏数量从 2017 年第一季度的 1214 款下降至 2018 年第三季度的 862 款，下降幅度达 29%；其中新游数量亦从 144 款下降至 66 款，下降幅度达 54%。畅销榜榜单日益固化，一方面，进入 TOP 200 游戏总数出现下降；另一方面，进入 TOP 200 中新游戏的数量和占比都出现大幅下降。版号暂停审批致游戏行业承压。

图 34：进入过 IOS 日畅销榜 TOP 200 游戏数量情况



资料来源：伽马数据，东方证券研究所

**由于缺乏新品，行业增速明显放缓；版号进一步抑制行业估值，我们认为政策监管最严时刻已经到来，未来有望迎来边际改善。**A 股游戏行业增速明显放缓，18 年三季度实现营业收入 331.5 亿，同增 8.4%，归母净利润 47.8 亿，同降 4.9%。估值方面，动漫游戏板块动态市盈率接近 22X，其中根据 wind 一致预期，A 股游戏龙头公司（如完美世界、三七互娱、吉比特、游族网络等）18PE 不足 15X。我们认为，尽管整体移动游戏流量红利衰退，行业回复正常增速；但版号暂停推动行业供给侧改革，大量中小企业出清，行业步入“**业绩、估值**”双底部，随着版号和产品周期，估值和业绩将迎来明显改善。

根据我们筛选重点新品手游列表（根据 IP 知名度与公司排名）共 10 款，其中 5 款手游版号并未查到，或延期到明年发行。此外，《绝地求生》等因未拿到版号，迟迟未进行商业化变现，版号恢复后亦对市场有较强支撑。**市场对版号恢复预期增强，部分游戏公司经过 1-2 年产品打磨，进入一轮产品周期。**

从预计上线游戏流水对整体公司弹性角度+产品质量角度，我们建议关注：哔哩哔哩（BILI，未评级）——《星之轨迹》、吉比特（603444，未评级）、游族网络（002174，未评级）——《权利的游戏》等。

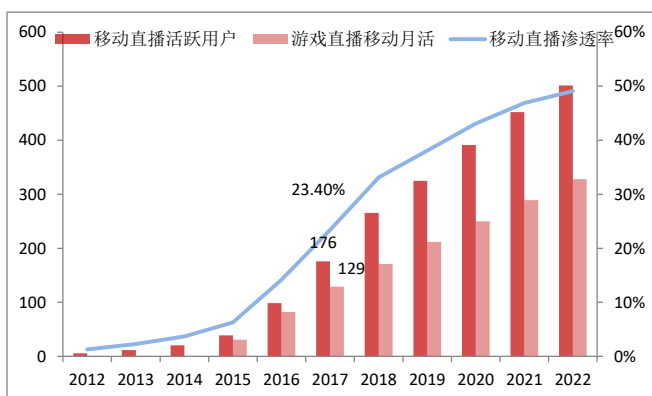
**表 4：18 年第四季度部分重点新品列表（部分产品延期）**

序号	游戏名称	游戏企业	预计上线时间	关注理由	版号
1	《仙剑情缘 2》	腾讯游戏	11 月	西山居端游 IP	新广出审[2017]9477 号
2	《火影忍者 OL》	腾讯游戏	11 月	火影 IP	新广出审[2017]5565 号
3	《天涯明月刀》	腾讯游戏	Q4	TOP 端游 IP	未查到
4	《狐妖小红娘》	腾讯游戏	Q4	TOP 国漫 IP	未查到
5	《明日之后》	网易	Q4	生存手游	新广出审[2018]1700 号
6	《轩辕剑》	网易	Q4	知名单机 IP	未查到
7	《完美世界》	完美世界	Q4	TOP 端游 IP	新广出审[2016]870 号
8	《绿色征途》	英雄互娱	12 月初	征途改编	未查到
9	《权力的游戏》	游族网络	11 月初首测	史诗电视剧 IP	未查到
10	《仙剑奇侠传》	掌趣科技	11 下旬	知名单机 IP	新广出审[2017]10137 号

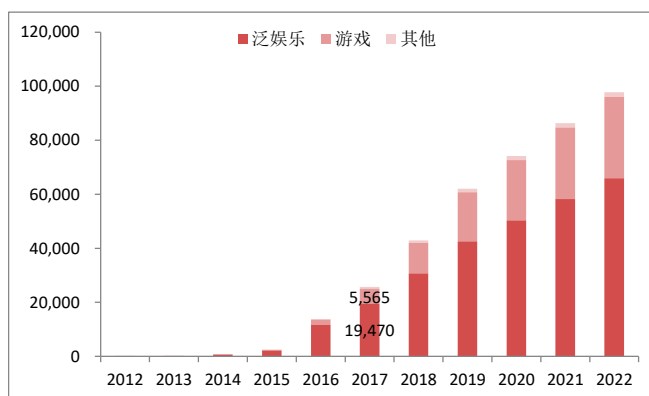
资料来源：伽马数据，游戏工委，东方证券研究所

### 3.1.2 直播行业：游戏直播有望受益于新游推动

长期来看，移动直播仍具有较大增长潜力。2017 年，移动直播月活跃用户数达 1.76 亿，互联网渗透率约 23.4%，其中游戏直播移动月活用户数 1.29 亿，**渗透率约 23.3%**（以手游用户 5.5 亿计），未来仍有较大增长空间。根据弗若斯特沙利文预测，直播行业市场规模 250 亿，其中泛娱乐直播 195 亿，占比 78%，未来 5 年复合增速 28%，游戏直播 56 亿，占比 22%，**未来 5 年复合增速 40%**。

**图 35：中国直播月活用户数及渗透率（百万）**


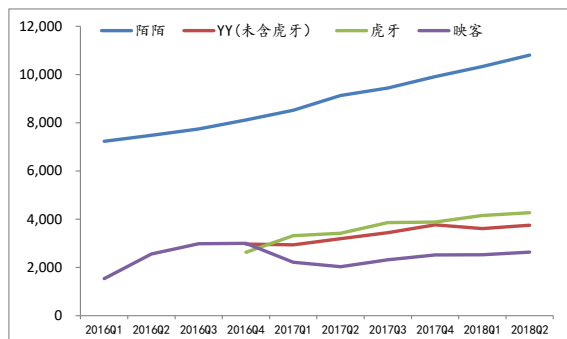
资料来源：弗若斯特沙利文，东方证券研究所

**图 36：中国直播行业市场规模（百万人民币）**


资料来源：弗若斯特沙利文，东方证券研究所

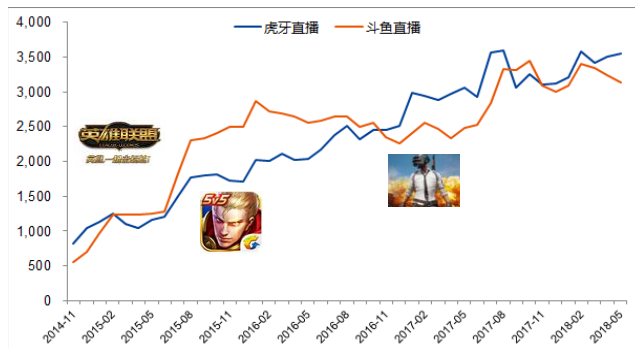
游戏（尤其是电竞游戏）是游戏直播用户数增长的重要催化剂。游戏（尤其是电竞类游戏）与游戏直播具有天然的联系和互动，目前游戏直播用户渗透率仅为 23%（以手游用户 5.5 亿计），约 70% 是 Z 时代用户，未来存在着较大增长空间，以打赏为主的变现模式也有望多样化。随着“百团大战”结束，直播平台步入寡头垄断格局，未来将逐步加码 PGC 内容（综艺、电竞等），夯实自身壁垒和护城河。

图 37：直播平台月活用户数（万）



资料来源：公司财报，东方证券研究所

图 38：游戏直播平台用户数与重磅电竞游戏崛起相关



资料来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

**版号解禁将进一步推动新游数量上升，或推动游戏直播用户数增长。**此外，长期来看游戏直播用户数相比于游戏用户数仍有巨大增长潜力。**建议关注：**头部游戏直播平台，虎牙（HUYA，未评级）。

## 3.2. 互联网内容消费: 5G 将推动新的内容周期，全民视频时代值得期待

### 3.2.1 互联网内容生态变迁及总结

基于时代发展与技术变革，思考内容消费发展脉络，如果我们把移动互联网放在时间轴上，把现有互联网分成 3 个阶段：**1) 2G 时代是新闻的崛起（阶段 1）**，从门户网站到博客，用户获取信息的方式发生改变，但交互仍然是单一的浏览模式；**2) 3G 时代是图文爆发、内容创作时代的开幕（阶段 2）**；2009 年微博上线揭开“人人创作的时代”（博客门槛较高、创作者不超过 10 万），2011 年美图秀秀开启“全民 P 图的时代”，从博客到自媒体，内容创作出现井喷，3G 时代末期以头条为代表的综合信息流席卷内容产业；**3) 4G 时代是基于视频的内容爆发**，首先是长视频的崛起，从“电视台独播-台网联播-网络独播”，带动内容上游蓬勃发展。其次 4G 时代出现了基于视频内容创作形态的新演变，如直播，虎牙/映客/斗鱼都是 14 年左右出现；最后到近几年的短视频平台发展，如抖音/快手。

与上文对应，我们从用户行为角度总结三个阶段，1) 2G 时代用户只能被动接受信息，以浏览为主要行为动作；2) 3G 时代更多是转发，点赞等行为的产生；3) 随着 14 年 4G 的到来+移动支付的兴起，打赏、礼物等用户形态出现（直播&14 年左右），以及目前 4G 深水期，更多的 pick 行为出现，选自己的喜欢的素人，让他/她成为全民 idol。纵观整个内容消费的变迁，内容演变形式越来越富媒体化，产品形态推动内容生态演进，用户参与度越来越强。

随着 19 年 5G 试用，2020 年 5G 商用，新的周期可能到来，我们相信也将会带来新变化的公司（比如 3G 之于微博，4G 之于直播等），大的历史周期总会带来适应内容生态的公司，或许，5G 可能是手机上最后的周期，之后设备可能发生革命。历史上产品逐步从 PGC 到 PUGC，目前全民的 UGC 时代还没有到来，随着技术进步，我们认为全民视频的时代可能即将到来，全面看好视频时代。我们下文将从短视频、UGC 视频社区、长视频三个维度进行探讨，寻找投资机会。

图 39：基于时代与通信技术发展的内容形态变革



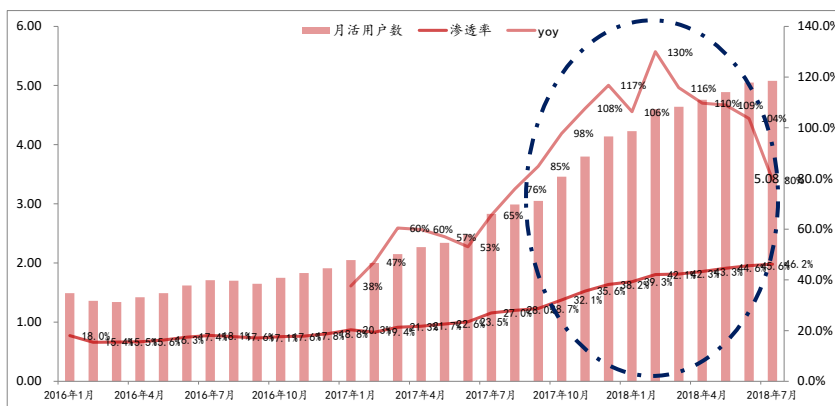
资料来源：腾讯、东方证券研究所

### 3.2.1 短视频：用户行为视频化，全行业第三流量高地

现状：用户量+用户时长同时快速爆发，全行业第二流量高地，全民短视频时代到来。

- 1) 用户流量爆发，17 年是短视频爆发元年，18 年快速增长，根据 QM 数据统计，可以发现短视频用户数于 17 年下半年开始快速爆发（主要系产品抖音+火山+西瓜发力），整体短视频 MAU 同比增长速度从 17 年上半年平均增速 53%—一路上行至最高点 18 年 2 月同比增速 130%，截止 7 月，同比增速虽有下滑，但仍保持同比增速达 80% 的高增速，MAU 达 5.08 亿（同比增幅远超在线视频（25%）和直播（游戏直播 24%，娱乐直播 2%）。短视频在整个移动互联网渗透率已达 46.2%，全民短视频时代已到来。

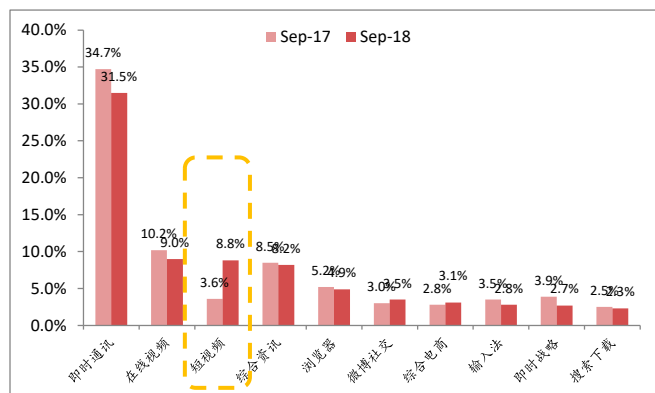
图 40：短视频行业 APP 月度活跃用户规模



资料来源：Questmobile，东方证券研究所

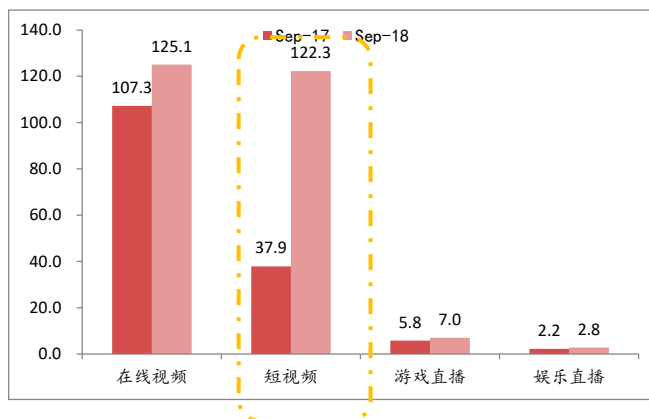
2)用户总时长同期快速增长，预期短期可超过长视频总时长。除用户数外，短视频用户使用时长也跃升为移动互联网细分行业第三。2018年9月，短视频用户使用时长在移动互联网用户使用总时长占比达8.8%，已排到所有细分行业的第三名，仅次于即时通讯(31.5%)和长视频(9.0%)。短视频总时长超过长视频，预期在短期内是可实现的。

图 41：中国移动互联网使用时长占比 (%)



资料来源：Questmobile，东方证券研究所

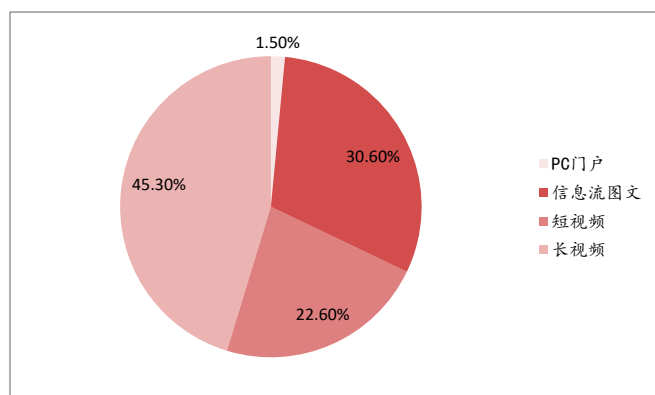
图 42：视频行业用户月总时长统计



资料来源：Questmobile，东方证券研究所

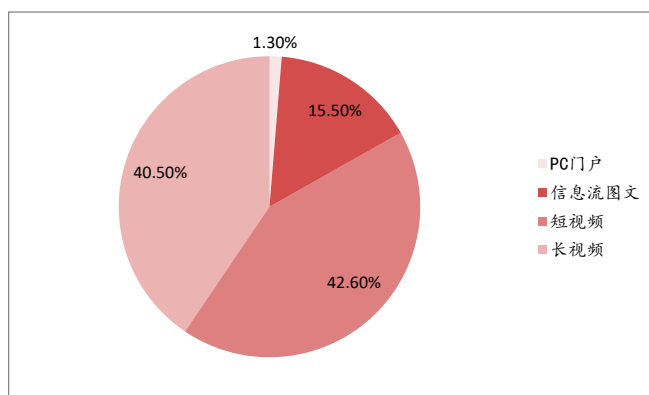
3)单用户时长角度，2018年短视频消费时长已超过长视频。视频类中短视频是最简化+碎片化，UGC上手难度小，符合用户内容消费行为。根据腾讯统计，2018年短视频内容消费时长已达42.6%，首次超过长视频时长(40.5%)，短视频替代了图文+部分长视频需求。具体数据来看，从16年到18年，短视频在用户内容消费时长的占比从22.6%上升至42.6%，挤压了信息流图文(2年时长占比下滑15%)和长视频(2年时长占比下滑5%)的时长。

图 43：用户内容消费时长占比 (2016)



资料来源：腾讯全球合作伙伴大会，东方证券研究所

图 44：用户内容消费时长占比 (2018)

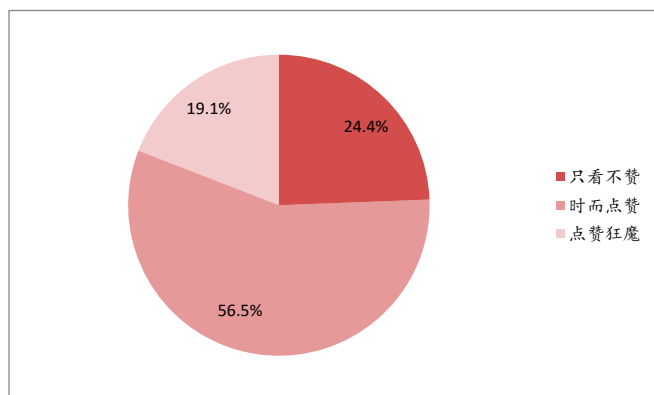


资料来源：腾讯全球合作伙伴大会，东方证券研究所

用户行为视频化是必然趋势，短视频快速增长我们认为有以下三点：第一，短视频符合“视频多样化”趋势，内容演变形势的富媒体化，新闻、社交、营销等方方面面都可以与短视频相结合；第二，短视频迎合“碎片化”时间，更好地填充用户的碎片化时间，积少成多，第三，短视频也是 UGC 时代的加速器，每个人都可以更好地 记录美好生活 (No.1 受欢迎类型)、有趣搞笑 (No.2 受欢迎类型)、炫技创意 (No.3 受欢迎类型)，实现个性化与社交的进一步演变。

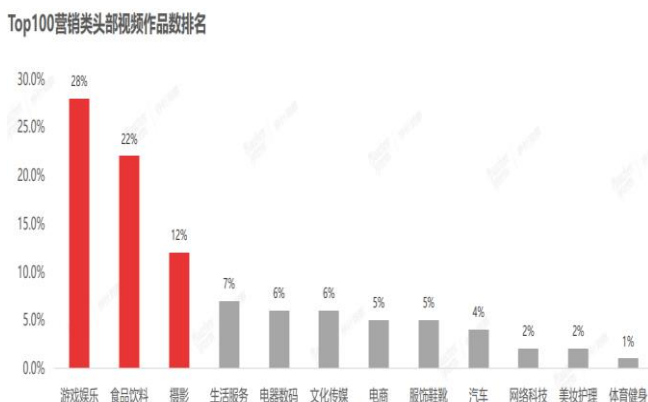
内容消费视频化时代已到来，产品内容+变现模式已逐步渗透。除了短视频自身平台值得重点关注外（此处不多展开），更重要的是，我们认为短视频作为媒介形式，将对全行业都有明显影响，在互联网内容/产品变现模式上均产生重要贡献：1) 内容：将会对原有垂直领域做出迭代，短视频+游戏/社交/电商，持续改变垂直内容领域；2) 变现模式：短视频在营销领域具有广阔的前景。不像长视频一样，用户的选择和喜好极为同质化，短视频中，用户的喜爱是千人千面的，内容的标准也是多重标准的，将进一步实现 内容的精准分发和 营销的精准推荐。越来越多的广告主选择以短视频作为新的营销、互动手段，并加以信息流形式更好的传达给消费者。我们认为这一趋势随着 5G 时代到来，进一步加强。

图 45：短视频具有很强社交属性（以抖音为例）



资料来源：海马云大数据，东方证券研究所（点赞狂魔：点赞量超过 1000）

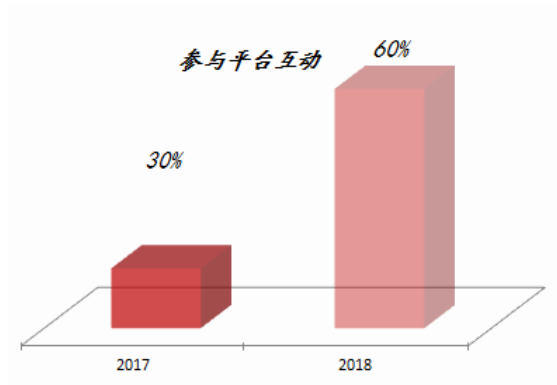
图 46：抖音 TOP 100 营销类头部视频



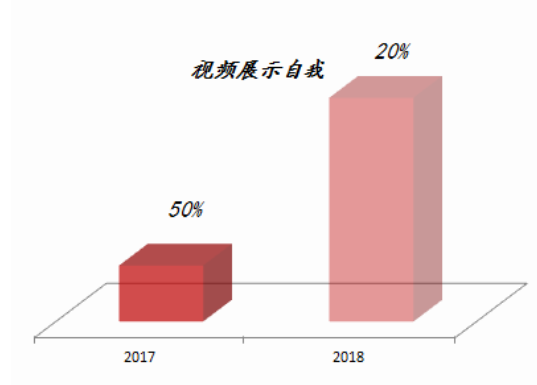
资料来源：秒针洞察，东方证券研究所

我们的展望，还有什么新的期待？短视频带动用户参与内容的态度发生变化，或将形成新的内容消费模式。

我们认为短视频的形式会带动用户与内容之间产生更强的联系，更多用户会参与进来，大大提升了产品的互动性，根据腾讯分析，18 年 60% 的用户在短视频平台互动（较去年同期提升 1 倍），20% 的用户在社交平台用视频展示自我（较去年同期大幅提升 4 倍）。点赞已成常态，pick 代入感才是 Z 时代所更喜欢的，用户的自我意识正在觉醒。我们判断 UGC 还在爆发的前夜，随着 5g 的到来，UGC 会快速增长，其应用也将更加广泛多元。内容消费短视频化趋势下，建议关注短视频平台及短视频内容分发的公司：字节跳动、快手、腾讯控股(0700，未评级)。

**图 47：中国移动互联网使用时长占比 (%)**


资料来源：腾讯分析，东方证券研究所

**图 48：视频行业用户月总时长统计**


资料来源：腾讯分析，东方证券研究所

**表 5：短视频核心玩家及数据统计**

国内	表现	海外	表现
抖音	截止 2018 年 7 月，抖音月活用户数超 5 亿。预计 18 年收入 70-80 亿。	抖音海外	全球覆盖超过 150 个国家和地区，在 40 多个国家应用商店排名前列，是全球增速最快的短视频应用，18Q1 TikTok APP Store 全球下载量 4580 万次，超过 Facebook、Instagram、Youtube 成为全球下载量最高应用。
百度信息流	截止 2018 年 9 月，好看视频日活用户数 1200 万，成为增长最快的短视频。	Facebook	短视频已经消耗 Facebook 50% 的移动端流量，未来三年这一数字将达到 75%，在 Instagram 开放视频制作功能后，有 2.5 亿用户使用功能，类似 GIF 的 Boomerang 占总量的四分之一。
小红书	26% 抖音红人入驻，30% 美拍红人入驻，短视频形式推动内容电商。		
微博	早在 13 年与秒拍合作上线短视频功能，17 年上线 15 秒短视频，主打 Vlog。18 年微博成立 30 亿基金扶持优质内容 MCN，6 月上线“爱动小视频”APP。		
陌陌	2016 年上线短视频功能，主要为社交服务。今年 7 月陌陌推出“谁说”、“超有梗”两款短视频 APP，坚定短视频领域决心。		

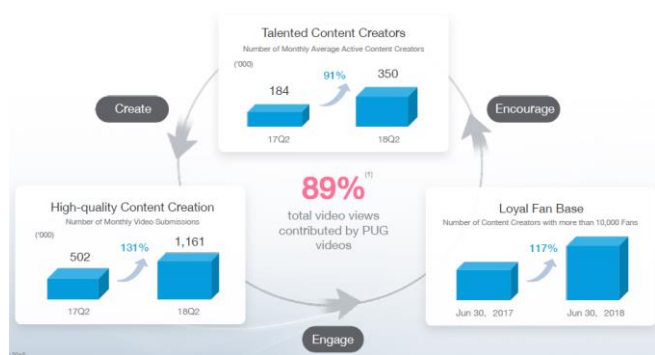
资料来源：App Annie，腾讯科技等公开资料整理，东方证券研究所

### 3.2.2 UGC 视频社区：以中短视频为表达形式的年轻一代文化社群

以 B 站为代表，国内泛二次元社区是 基于 UGC/PUGC 为主的中端视频内容生态的社区，这与 PGC 内容的高度集中不同，整体 内容生态更为长尾、与粉丝的互动更为短平快、内容也更容易进化。

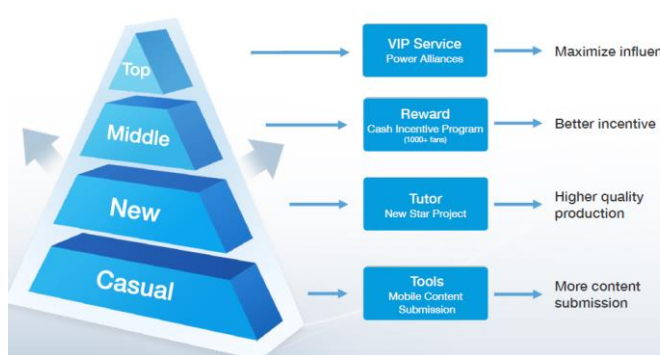
从播放量/时长上看，以 UGC/PUGC 为主的内容生产和消费。B 站 89% 的视频播放量来自于 PUGC 视频（专业用户生产内容），平均播放时长约 5-10 分钟为主。从 Up 主数量上看，依赖于海量 Up 主进行内容创作。截止 2018Q2，B 站月度活跃内容创作者 35 万（同比增长 91%），月均新增视频 116 万（同比增长 131%），其中万粉以上 Up 主数量增长 117%。

图 49：B 站内容生态体系



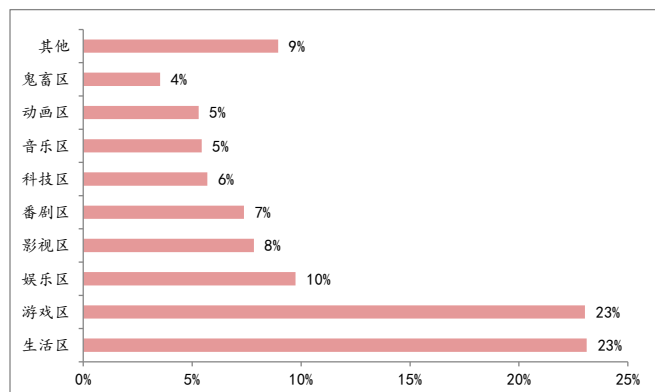
资料来源：哔哩哔哩，东方证券研究所

图 50：B 站对不同级别 Up 主扶持计划



资料来源：哔哩哔哩，东方证券研究所

按照前五大分区，B 站上前五大分区分别是生活（23%）、游戏（23%）、娱乐（10%）、影视（8%）、番剧（7%），以游戏、生活、娱乐为主（占据 50% 以上的播放量）。与海外核心二次元文化不同，国内的二次元文化是泛化及世俗化的，其核心是一种思考及表达方式，来源于二次元又回归生活。此外，分区播放量的排列是用户自然选择的结果，泛二次元兴趣社区都有着强大的进化能力和正反馈——用户发现喜欢的视频类型而订阅 Up 主，Up 主创作用户喜欢的视频类型。

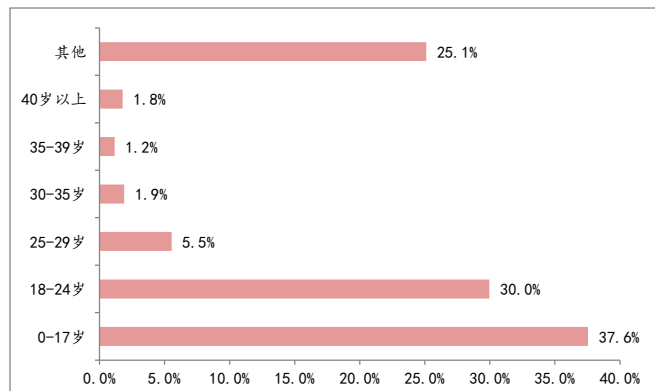
**图 51：B 站各分区累计播放量占比情况**


资料来源：哔哩哔哩，东方证券研究所（截止 2018.10）

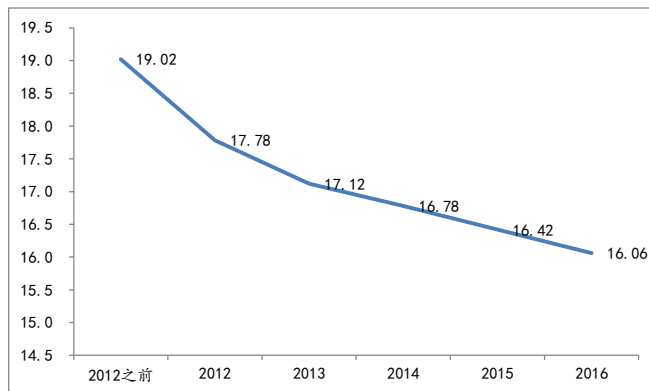
**图 52：18Q2 B 站频道播放量排名**


资料来源：哔哩哔哩，东方证券研究所

泛二次元兴趣社区用户年龄结构更为年轻，并且年轻化趋势愈发明显。UGC 内容崛起，未来有望成为主流的内容消费形式和互动方式，满足了新时代年轻人的自我表现和自我实现，以 UP 主为核心的粉丝互动构成新兴社交方式。可以看到泛二次元兴趣社区是年轻一代的文化和社交选择，未来具有广阔的空间。 建议关注：哔哩哔哩（BILI，未评级）

**图 53：B 站用户年龄结构（2016）**


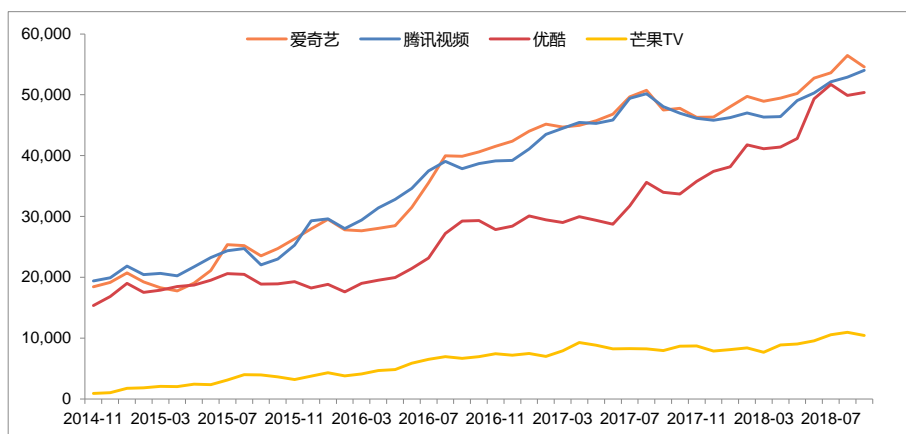
资料来源：哔哩哔哩，东方证券研究所

**图 54：B 站用户入站时平均年龄结构**


资料来源：知乎，东方证券研究所

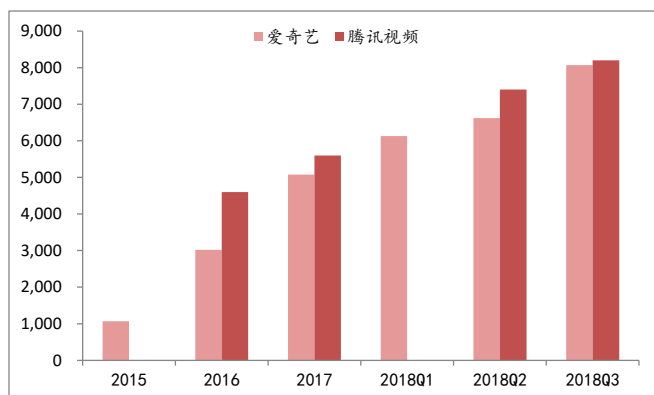
### 3.2.3 长视频：传统刚需，用户数持续增长，付费意识崛起

长视频具有两大趋势：用户数持续转化和付费意识觉醒。 相比于传统的有线电视，移动互联网时代下的长视频具有“客厅娱乐”所不具备的即时性、可选性，正在逐步替代有线电视成为人们娱乐消费的主体之一，占据整体互联网消费时长的 10%。截止 2018 年 9 月，三大视频网站的月活用户数均已超过 5 亿，构成互联网重要的流量入口。

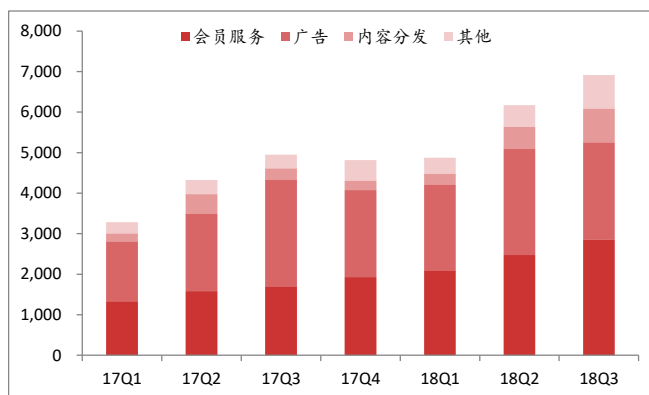
**图 55：长视频网站月活用户数**


资料来源：Questmobile，东方证券研究所

付费意识觉醒，长视频会员可以享有“抢先看”、免贴片广告等特权，越来越为用户接受。截止 2018 年 Q3 爱奇艺和腾讯视频会员数均超 8000 万，付费率超过 15%，呈现大幅上升情况。与此同时，长视频营收保持高增长，爱奇艺季度营收增速保持在 40% 以上，其中会员服务占比超过 40%。

**图 56：腾讯爱奇艺付费用户数**


资料来源：公司财报，东方证券研究所

**图 57：爱奇艺业务拆分 (百万)**


资料来源：公司财报，东方证券研究所

作为 PGC 内容的聚集地，长视频具有短视频、中短视频不具备的优良制作和集群效应，是互联网娱乐内容消费的重要组成。长期来看，长视频仍将逐步蚕食有线电视和电影的时长和市场份额。但我们认为，目前国内长视频格局为“腾讯&爱奇艺&优酷”三足鼎立，竞争将演变为“**内容战&资本战**”，无法向海外 Netflix 一样享受“价值提升红利”，而长视频作为 BAT 用户数及时长必争之地，各方均将加大投入，格局或长期保持三足鼎立。此外，线上线下视频内容监管趋同，行业处于政策困境初期，予以观望。

综上所述，在互联网内容消费领域，我们认为随着后期 5G 普及，基于移动端的全民视频的时代即将到来。短视频、UGC 视频社区、长视频三个领域均有各自特点，但基于流量稳定性&互动形式（是否深度互动=粘性）&竞争格局三个维度考虑，行业层面我们依次看好 UGC 视频社区>短视频>长视频，当然我们也期待有新的平台及模式出现。

### 3.3. 电子商务行业：社交电商裂变、服务电商崛起

电子商务行业我们分成以下两部分讨论：1) 传统实物电商的变化在哪儿？；2) 服务电商的机会有多大？

#### 3.3.1 传统电商：流量红利衰退下，社交电商的崛起

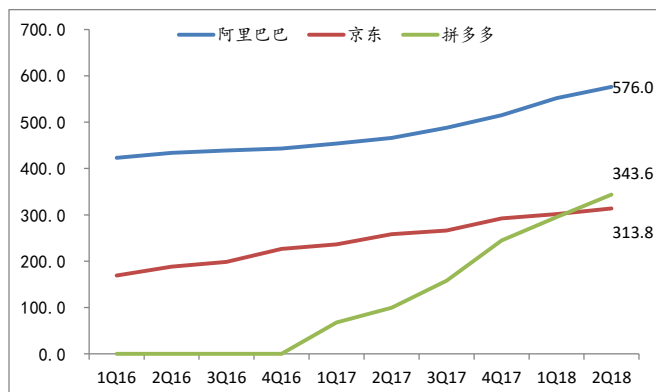
从品类上看，传统电商已经发展到中后期。根据欧睿数据统计，服装、电子产品的线上渗透率分别达到 37%/47%，增速正逐步放缓，但服装和 3C 产品在中国商品零售占比比较低，仅 15%。从商品零售占比来看，快消品 10.1 万亿 (31%)、汽车 7.4 万亿 (23%)、其他 (医药等) 9.2 万亿 (28%)，渗透率分别占 12%、7%、25%，线上化难度较高。传统电商渗透率已处于较高水平，服务类电商仍有空间。

表 6：中国线上零售品类分析

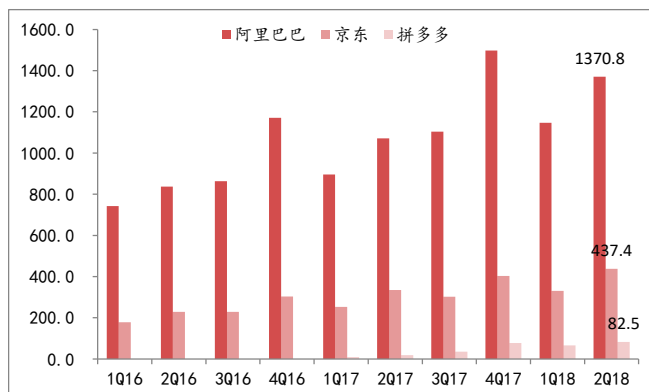
	衣服	电子产品	家电	快消品	在线服务
特征	低客单价 高佣金率	高客单价 低频低佣金率	高客单价 低频率+服务	低客单价 高频率低佣金率	共享单车 线上订票等
线上+线下 市场规模 (2017 年)	2.6 万亿	1.3 万亿	0.9 万亿	10.1 万亿	1.7 万亿
中国商品零售 占比%	8%	4%	3%	31%	N/A
线上 市场规模 (2017 年)	1.3 万亿	6380 亿	2640 亿	8660 亿	1.7 万亿
中国线上 GMV 占比%	18%	9%	4%	12%	24%
线上渗透率 (2017 年)	37%	47%	27%	8%	N/A
线上+线下 增速 (14-17 年)	6%	7%	6%	6%	43%
线上 增速 (14-17 年)	30%	22%	38%	41%	43%

资料来源：Euromonitor，艾瑞咨询，东方证券研究所

社交电商的崛起，改变传统电商模式。截止 18Q2，以前 12 个月活跃买家数计，拼多多活跃买家数达 3.44 亿，仅用 1 年半时间就超过了京东。按照 18Q2 单季度来看，阿里巴巴 GMV 1.37 万亿，京东 4374 亿，拼多多 825 亿。

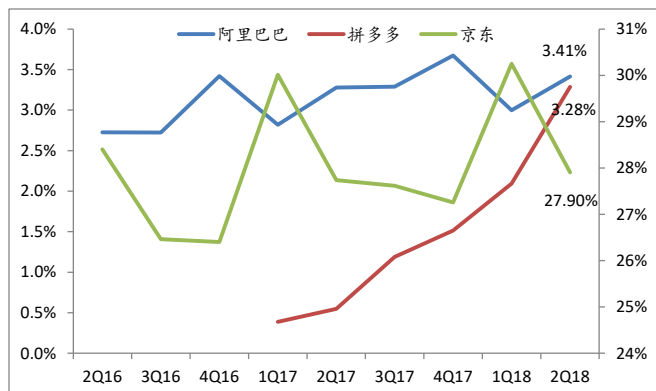
**图 58：阿里、京东、拼多多活跃买家数（前 12 个月）**


资料来源：公司财报，东方证券研究所

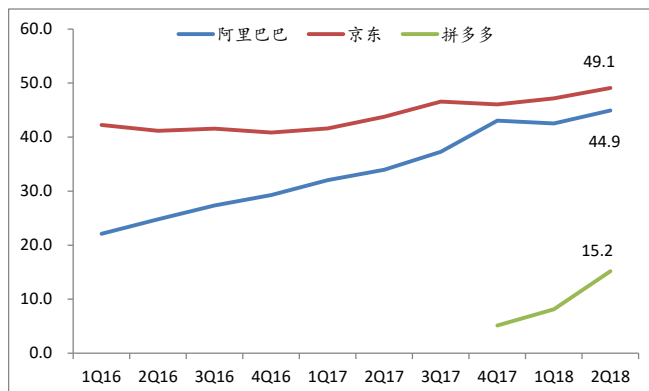
**图 59：阿里、京东、拼多多 GMV（十亿）**


资料来源：公司财报，东方证券研究所

**从“搜索”到“拼团”，获客方式正在改变。**传统电商平台覆盖用户触顶，随着商品品类渗透率高位、用户流量红利衰退，获客成本显著提高，以阿里来看，从 16Q1 至 18Q2 单用户获客成本翻倍至 44.9 元/月活（均以前 12 月计），如果只考虑新增用户，获客成本更为高昂。从主动搜索到被动拼团，一方面，拼多多通过低价获客方式（15 元/月活），将电商渗透率进一步向三四线城市渗透；另一方面，亲友推荐拼团也改变了购买的方式，激发用户的新需求。

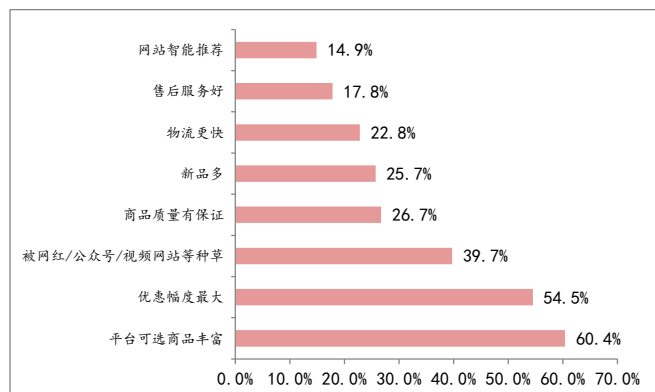
**图 60：阿里、京东、拼多多收入/GMV**


资料来源：公司财报，东方证券研究所（京东自营，变现率较高）

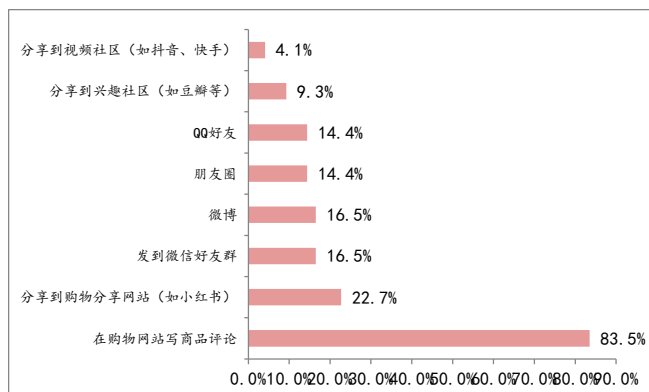
**图 61：阿里、京东、拼多多单用户获客成本（元/月活）**


资料来源：公司财报，东方证券研究所

**电商、内容、社交相结合，KOL 种草成为驱动网购重要因素，分享趋于多元化。**根据 Questmobile 统计，被 KOL 种草成为网购第三大驱动因素，占比达 39.7%，仅次于传统电商平台的商品丰富和优惠力度大。网购少女购物分享意愿强烈，除了传统的商品评论外，小红书等内容社区、朋友圈社交媒体都成为了重要的分享渠道。**建议关注：拼多多（PDD，未评级）。**

**图 62：网购少女购物驱动因素**


资料来源：Questmobile，东方证券研究所

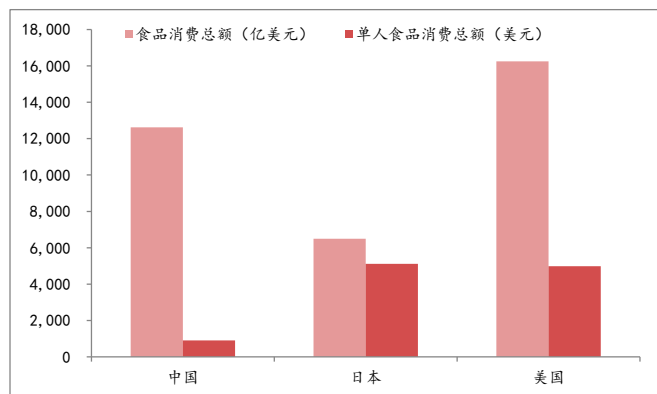
**图 63：网购少女日常购物分享渠道**


资料来源：Questmobile，东方证券研究所

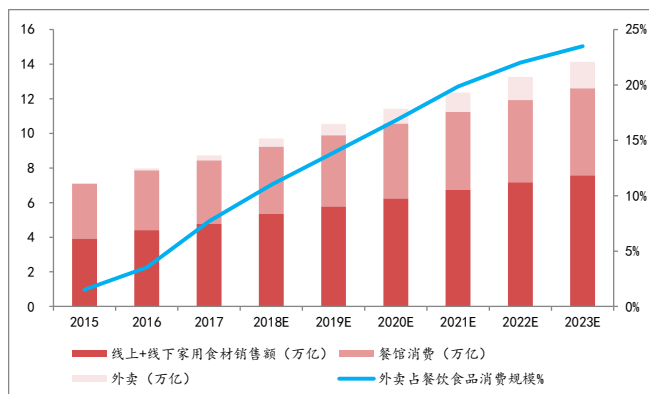
### 3.3.2 服务电商：后互联网时代的流量红利，外卖万亿市场先行

我们认为服务电商或将成为后移动互联网时代最后的大流量入口，逻辑如下：1) 市场空间大；2) 目前外卖、生鲜渗透率均低，根据数据可得，外卖对标美日仍有较大增长空间；3) 消费习惯已慢慢形成，外卖用户流量持续增长（用户数，商家数等）。我们认为，除了外卖，服务电商或将会形成新零售体，包括药店、商超、生鲜等等，想象空间巨大。互联网后时代也许是链接线下的时代，线上流量已经溢满，线下有待挖掘。

**1、市场空间大，10 万亿级市场规模的流量值得挖掘。**根据统计局数据，我国食品零售及服务行业规模 2017 年达 8.74 万亿（既食品消费总额，包括餐馆、超市菜市场），其中餐饮食品消费规模（外卖+餐馆）达 3.96 万亿，非餐饮食品消费规模（线上+线下家用食材销售规模）达 4.77 万亿。这巨大的市场规模如何转化成流量池是值得期待的。此外，**中国服务电商仍有较大增长空间和自然流量增长**。2017 年，中国单人食品消费额约 913 美元，低于日本人均 5,123 美元和美国人均 4,988 美元的水平，与人均 GDP 比率分别为 10%、13%、8%，随经济增长，国内食品饮料人均消费额仍有较大增长空间。因外卖难度小（生鲜涉及到冷链运输等其他环节），是服务电商先行市场。我们也陆续看见，类似盒马生鲜这类做生鲜线上化的企业也在快速扩张着。

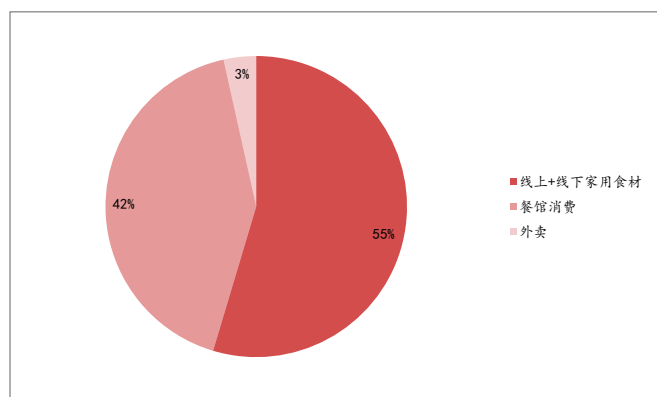
**图 64：中国、日本、美国食品消费总额及人均消费额**


资料来源：饮食安心财团，美国劳工部，东方证券研究所

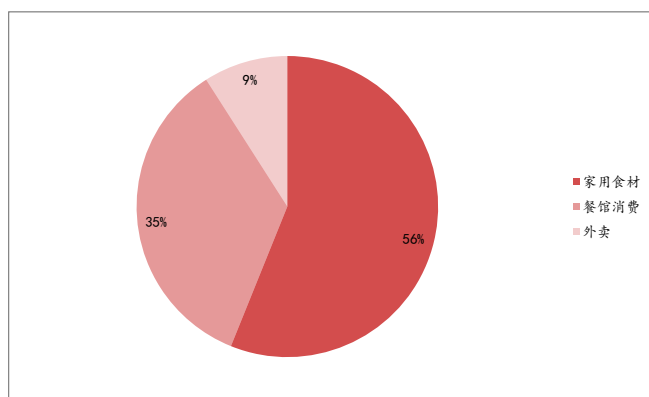
**图 65：中国食品消费趋势图**


资料来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

**2. 目前外卖、生鲜渗透率均低，渗透率提升为必然趋势。** 以外卖行业为例，2017 年国内外卖市场 3050 亿，占餐饮市场比重 7.7%，渗透率仍处于低位，远低于日本/美国的 20.6%/23.3%（2015 年）。参照日本等成熟市场，我们预测未来 5-10 年，国内外卖市场渗透率将达到 21%，市场规模有望达到 1-1.5 万亿。另一个角度数据，相比于日本人均外卖 110 次/年，外卖平台 TOP 10% 的用户已经达到 98 笔/年的交易频次，未来渗透率和交互频次均有较大增长空间，并且外卖普及的速度也将远快于日本等国。（日本 1975 年外卖萌芽，至 1990 年外卖渗透率超 8%，到 2011 年外卖渗透率保持在 20% 水平）。此外，生鲜同理，但可行难度大于外卖。

**图 66：中国食品消费分布图（2017 年）**


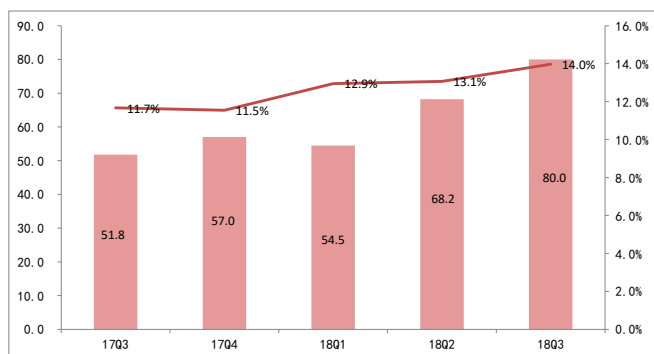
资料来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

**图 67：日本食品消费分布图（2015 年）**


资料来源：饮食安心财团，东方证券研究所

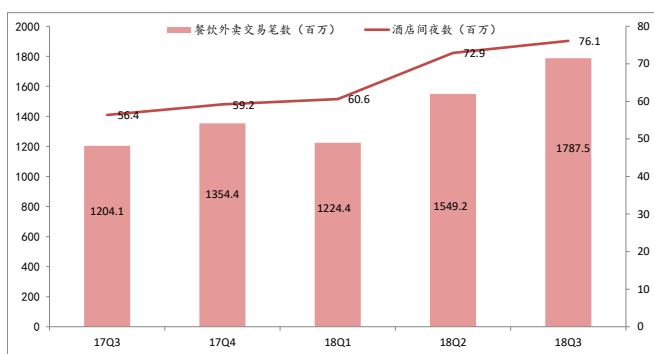
**3、消费者已逐步接受，平台数据保持增长。**我们以美团为例（生活服务平台 top1），通过数据发现，消费者/商家习惯已慢慢形成，外卖平台给两边提供了价值及效率，①**商家端**：截止 18 年 9 月，美团平台上活跃商家达 550 万，较去年同期增长 44%，预计占中国生活服务商家在线总数量的 91%（较 17 年提升 7 个百分点），既线上商家认可此模式；②**用户端**：截止 18 年 9 月止 12 个月，平台年度交易用户数同比增加 30%至 3.82 亿，**同期**，18 年 Q3 外卖交易订单总数 17.88 亿（日均订单 1943 万），同比增长 48%，越来越多的用户认可该模式；在移动互联网后期，成为为数不多仍有自然流量大幅增长的垂直领域，而随着线下运力的形成，其与生鲜、药品等相结合仍能提供广泛新增流量。

图 68：美团点评外卖业务 GTV（十亿）及变现率



资料来源：美团点评，东方证券研究所

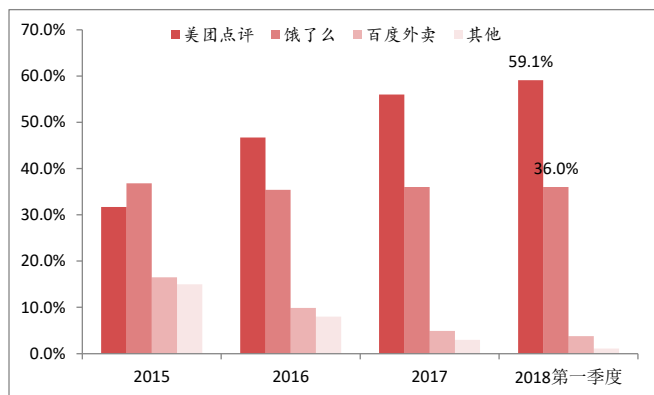
图 69：美团点评餐饮外卖交易笔数（百万）



资料来源：美团点评，东方证券研究所

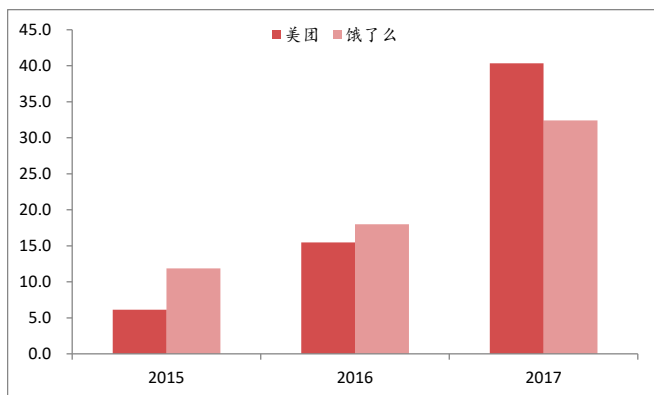
**4、虽然美团、饿了么两家外卖市场竞争格局“四六开”，但我们认为外卖市场仅是一部分，我们看好生活平台链接药店、超市、生鲜等多种新零售场景。**以交易金额计（2017 年总市场 2046 亿），2018 年一季度美团外卖以 59.1% 市场份额位列第一，饿了么以 36% 市场份额位列第二。尽管竞争较为激烈，我们认为就如王兴所说，新零售市场空间广阔，二者都有长远发展空间，欢迎良性竞争。

图 70：中国餐饮外卖行业竞争态势（交易金额计）



资料来源：美团点评招股说明书，东方证券研究所

图 71：中国餐饮外卖行业竞争态势（订单数计，亿）



资料来源：美团点评财报，东方证券研究所

**服务电商成为新流量入口，阿里系与腾讯系聚焦。**综上所述，服务电商成为互联网后期的重要流量入口，阿里系饿了么与腾讯系美团点评两强争霸格局不变，双方将与阿里&腾讯体系的零售、金融等业务实现良好协同效应，成为互联网后半场的重要阵地。**建议关注：**美团点评（3690，未评级），饿了么。

## 4. 投资策略及投资建议

预判中国互联网发展趋势，我们归纳三条投资主线，按投资时间依次排序：1) 短中期来看，**游戏、直播行业将受益于政策边际改善及新一轮产品周期**，建议关注：腾讯控股(0700，未评级)、网易（NTES，未评级）、吉比特(603444，未评级)、游族网络(002174，未评级)、虎牙（HUYA，未评级）；2) **内容消费领域，看好内容视频化及 UGC 崛起下的机会**，建议关注：bilibili（BILI，未评级）、字节跳动（未上市）、快手（未上市）；3) **电商中的社交电商及服务电商**，建议关注：拼多多（PDD，未评级），美团点评（3690，未评级）；4) **此外建议关注 A 股其他优质标的**，建议关注：视觉中国(000681，未评级)、分众传媒(002027，买入)。

### 4.1 游戏 & 直播

版号恢复预期增强，行业有望迎来利空出清。目前行业公募持股比例低，市场关注度逐步提高。投资逻辑：1) **进入新一轮产品周期**，19 年业绩增长确定性强的公司，**建议关注：**腾讯控股(0700，未评级)、吉比特(603444，未评级)、游族网络(002174，未评级)——《权力的游戏》等；2) **研发能力强，出海带来公司新增长**，**建议关注：**网易（NTES，未评级）；3) **电竞推动游戏直播持续发展**，**建议关注：**虎牙（HUYA，未评级）。

腾讯控股(0700，未评级)

**全球收入最高的游戏公司，并且收购 Supercell、Roit 等多家知名游戏公司。**腾讯端游手游市占率国内第一。公司运营 CF、LOL、DNF 等多款知名端游，《王者荣耀》等爆款手游。未来，腾讯有望受益于游戏行业政策监管放松，《绝地求生》等手游变现提振公司业绩。

**研发、运营、渠道三位一体。**渠道上，旗下应用宝覆盖活跃设备超 2 亿台、微信活跃用户超 10 亿，卡位手游流量入口；研发上，公司拥有《王者荣耀》、《乱世王者》、《穿越火线》等多款爆款游戏；运营上，公司内测量大，产品成功率高。公司持续享受行业规模扩大红利，并且产品多元化，受益于手游中重度化。

**深耕消费互联网，进军产业互联网。**腾讯在夯实消费互联网地位的同时，逐步加码医疗、金融、工业、云等众多产业互联网领域，在智慧零售、医疗、智慧城市等领域扮演好数字化助手角色。

**19 年展望：**游戏政策有望迎来边际改善，公司作为游戏行业绝对龙头公司有望受益于行业边际复苏，旗下游戏储备丰富（包括 DNF、天涯明月刀等多款重磅游戏），版号放开或对业绩具有提振。

网易 (NTES, 未评级)

**世界级游戏龙头，以“精品”、“态度”等作出全方位、差异化的互联网服务。**公司手握网易邮箱亿级账户资源，由“门户网站+游戏+音乐+工具”主要业态不断向其他工具渗透，形成精品化产品矩阵。

**聚焦精品研发，高质量高产出。**公司爆款打造、持续运营能力远超同行，在游戏业务上与腾讯差异化布局。公司研发投入 30 余亿，人才储备积累超过十年，大型工作室数量是腾讯 3 倍，足见研发实力强劲。

**出海成绩斐然，与暴雪强强联合。**凭借出色研发实力，网易手游出海成绩显著提升，《荒野行动》持续登陆日本畅销榜榜首，出海有望长远提升网易游戏业务流水。此外，暴雪开启 IP 手游化进程，网易成为其重要合作伙伴，参与《暗黑破坏神》等游戏联合研发及中国区运营，暴雪强大 IP 有望助力网易手游业务再发展。

吉比特(603444, 未评级)

**主打精品战略，业绩平稳。**公司上市以来，全面贯彻精品化战略，其核心产品《问道》长期保持畅销榜 TOP 20-40 水平，流水稳定。18H1 公司实现营业收入 7.78 亿，同增 8%，实现归母净利润 3.25 亿，同增 11.9%，营收和利润水平稳定。

**公司管理机制灵活，无商誉质押风险。**公司是 A 股游戏公司中管理机制最灵活的企业之一，推动游戏具备创新性和游戏性。此外，公司在手现金充足，并无大额商誉账面

**19 年展望：公司新品集中上线，贡献较大业绩弹性。**公司目前储备《贪婪洞窟》、《原理守护者》、《永不言弃：黑洞》、《奇葩格斗家》等多款手游，预计上线后将取得良好市场表现。公司重磅产品 M68 项目有望 2019 年下半年上线，提供较大业绩弹性。

游族网络(002174, 未评级)

**版号恢复预期增强，行业有望迎来利空出清。**目前行业公募持股比例低，市场关注度逐步提高。公司秉持“全球化、精品化、大 IP”战略，集手游研发、发行、运营一体化。2017 年公司营收 32.4 亿，归母净利润 6.6 亿，海外收入占比超 60%。《天使纪元》、《狂暴之翼》、《少年三国志》等游戏均有良好表现，生命周期长。

**19 年是公司产品的爆发期，**储备产品包括《权力的游戏》、《山海镜花》、《少年三国志 2》。目前公司手游月流水约 2.5 亿+，页游月流水 8000 万+，业绩弹性大。《权力的游戏》为史诗级 IP，SLG 品类国内外接受程度高，产品确定性高。目前《权力的游戏》审批和回复均已完成，版号放开后可以第一时间获得版号。

## 4.2 内容消费领域：视频行业

随着 19 年 5G 试用，2020 年 5G 商用，新的周期可能到来，我们相信也将会带来新变化的公司（比如 3G 之于微博，4G 之于直播等），大的历史周期总会带来适应内容生态的公司，或许，5G 可能是手机上最后的周期，之后设备可能发生革命。历史上产品逐步从 PGC 到 PUGC，目前全民的

UGC 时代还没有到来，随着技术进步，我们认为全民视频的时代可能即将到来，全面看好视频时代。

哔哩哔哩 (BILI, 未评级)

**Bilibili 有望成为国内最主流、最年轻的“亚文化”聚集地。**18 年暑期 B 站用户超 9800 万，其中 82% 是“Z 世代” (90s-00s) 用户，活跃用户平均在线时长 85 分钟/天，是中国所有在线视频平台中平均每台花费时间、平均访问量最高的视频网站/APP，注册用户 12 月留存率高达 80%，也是黏性最强的在线娱乐平台。

**B 站通过以下三点构建自我稳态三角模型，形成具备自我迭代且分散化的社区文化：**1) “去中心化”的 Up 主生态；2) 专业化的核心二次元人群；3) 泛兴趣社区构造，整个社区的稳固并不依赖于某几个头部 Up 主、也不依赖于新番，其粉丝的粘性度决定了护城河是极深的，并且在二次元衍生下形成了多维度的兴趣社群。

**信息流业务和游戏业务推动公司营收增长。**受版号暂停影响，公司多款核心游戏推迟发行，业绩承压，随着版号放开，游戏业务有望迎来爆发式增长。作为中短视频发源地，信息流广告业务具有极大潜力。

### 4.3 电商行业

传统电商建议关注内容电商，通过内容吸引用户，社交+内容相结合，推荐商品提高转化率；此外重点关注服务电商，生活服务平台或将成为互联网后半场为数不多的大流量池，并且随着社会化运力形成，服务电商将与新零售结合，成为线上线下融合的重要组成部分。

美团点评 (3690, 未评级)

**国内外卖市场有望达到 1-1.5 万亿规模，渗透率超 20%；线上化、平台化成主流。**对比日本外卖市场，经过近 40 多年的发展，外卖业务占食品饮料总支出比率达 9%，人均年外卖次数约 110 次。国内外卖行业即将步入爆发期，外卖渗透率有望达到 21%，市场规模超万亿。美团占据近 60% 外卖市场份额，有望受益行业高增长。

**供给、流量、履约三方面构建美团护城河。**1) 供给端，美团拥有大众点评和团购到店业务，线下地推能力更强，供给端占优。截止 2018 年 6 月，美团商家数达 510 万且独家客户占比高。2) 流量端，美团占据优势，内部流量，美团定位综合性服务平台有利于流量协同和沉淀；外部流量，微信 10 亿 MAUs 导流能力也大于阿里系。3) 履约端，美团以“代理为主，众包为辅”，日活骑手 53 万，超过竞争对手饿了么。

**链接线上线下生活服务，成为新零售排头兵。**美团是国内最大综合性生活服务平台，覆盖用户全生活场景，通过链接线上线下，打通新零售入口。随着服务电商崛起，未来流量及收入均有较大增长潜力。

## 4.4 其他优质标的

A 股其他领域也存在着具有广阔市场空间的细分行业及龙头公司。**生活圈媒体**：具备覆盖主流消费人群、抗干扰程度高、与传统品牌广告相比性价比高等特点，建议关注：分众传媒(002027，买入)。

**图片行业**：“两微一抖”带动企业社交媒体营销需求，随着内容向图片/视频端加码，图片版权行业持续受益，建议关注：视觉中国(000681，未评级)。

分众传媒(002027，买入)

**生活圈广告因属于品牌广告垂直领域，受宏观经济增速放缓影响较小**：1) 生活圈媒体覆盖城市主流消费人群，依旧是互联网新品、传统消费品消费升级的重要推广渠道；2) 抗干扰程度高，由于行为及环境的特殊性，电梯空间中广告的抵触程度低，传达效果更好；3) 与互联网广告成本相比，楼宇广告仍有性价比。

**公司大力加速扩屏战略，进一步夯实龙头地位**。截止 2018 年 7 月末，公司覆盖约 300 多个城市生活圈。其中自营楼宇媒体在售点位共约 216.7 万台(包括楼宇屏幕及框架屏幕,3 月末 159.9 万台)；加盟电梯电视媒体约 1.1 万台(与 3 月末持平)，外购合作电梯海报媒体超过 17.4 万(3 月末 22.4 万媒体版位)；影院合作签约影院超 1900 家，合作院线 38 家，银幕超过 12,600 块(3 月末 11,800 块)。

**与阿里强强联合，推动广告业务长期发展**。阿里与城市生活圈媒介有很强的协同性，分众为线下优质流量池。1) 阿里之前流量池以线上及效果广告为主，随着阿里的客户越来越品牌化，阿里需要展示类广告的媒介加入，可双方有望围绕技术发展和智能营销进行更多的探索，通过线上线下数据打通与联动的方式尽可能提升双方广告转化率，更好服务平台上的商家；2) 分众低线城市快速扩张计划或将帮助阿里拉新，带来新流量。双方在低线城市扩张需求一致。

视觉中国(000681，未评级)

**政策、需求双驱动，图片版权市场空间广阔**。**政策端**，近年来，随着国家对知识产权重视，在政策和机制层面加强版权保护，关于图片版权诉讼数量和胜诉率都有明显提升。**需求端**，社交媒体发展带来企业宣传形式的变革，此外微信、抖音(企业蓝 V)都成为重要企业宣传渠道，新增需求带动图片视频等素材的应用。

**平台型轻资产商业模式，高端图片库视觉中国一家独大，微利图片库对市场冲击有限**。根据国外图片行业经验，创意类图片占据图片库 80% 市场。高端图片领域，视觉中国一家独大，市占率超 50%，平台型轻资产模式带来明显的规模效应和高图片周转，对摄影师吸引力大。此外，公司视觉中国在中国在内容、技术、数量方面都积累相当大优势，夯实自身壁垒。

**企业级图片业务推动营收持续增长，收入带动议价能力提升，盈利能力增强**。2017 年公司营业总收入 8.15 亿，其中视觉内容与服务 5.84 亿，3 年复合增速 22%。核心图片业务中，企业客户、媒体、广告营销及互联网平台客户收入占比分别为 41%、29%、19%、11%。2018 年上半年，公司合作客户总数同比增长 48%，其中企业客户数实现了 76% 的高速同比增长。收入驱动净利增长，2017 年归母净利润 2.9 亿，3 年复合增速 27%。

## 风险提示

- 行业增速放缓

随着移动互联网人口及时间红利触顶，时长竞争转为存量竞争，可能会导致行业增长低于预期。

- 行业竞争加剧

不同视频形态开始相互渗透，短视频、长视频、直播界限模糊，可能导致行业竞争加剧。

- 行业监管趋严

娱乐内容制造、广告、游戏等行业监管趋严，可能造成行业运营成本增加。

## 信息披露

---

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有分众传媒(002027)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

