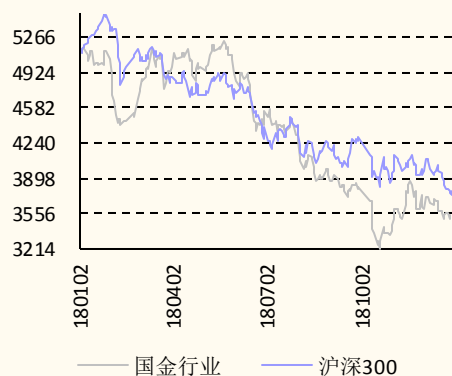


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金传播与文化指数	3535.36
沪深 300 指数	3010.65
上证指数	2493.90
深证成指	7239.79
中小板综指	7336.11



相关报告

- 1.《国务院办公厅发布两个规定文件，利好传媒行业-传媒行业点评》，2018.12.26
- 2.《游戏的未来：这个创新严重乏力的行业，到了全面洗牌的前夜》，2018.12.24
- 3.《游戏版号恢复了？只是走出了第一步而已-网络游戏行业监管政策》，2018.12.21
- 4.《游戏版号即将恢复？不要过度乐观！-网络游戏监管政策趋势点评》，2018.12.11
- 5.《全球第一游戏 IP 的兴起与没落：一切荣誉转瞬即逝，唯有变革永恒》，2018.12.7

裴培

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

姜妹

分析师 SAC 执业编号：S1130517110003
(8621)61038213
jiangshu@gjzq.com.cn

抛弃幻想，面对现实：

关于 2019 年，有两件大事必须告诉市场

行业观点

- **第一件大事：互联网流量价格开始下降了！**近十年来，“流量变贵”一直是互联网行业的主题词，掌握流量的巨头们赚的盆满钵满，“流量思维”溢出到了传统娱乐和消费行业。但是，我们的独家监测数据显示：2018 年 8 月以来，无论全网流量还是移动流量，都呈现显著的降价趋势；这种趋势贯穿了所有品类。问题主要出在需求端：广告主和终端消费者都不可避免地受到了经济周期的影响。2019 年，互联网行业的寒冬刚刚开始。
- **第二件大事：传媒娱乐行业没有“反周期性”！**有一种说法：经济下行时，消费者会把更多时间和预算花在娱乐上，造成“口红效应”。我们对美国近三十年的经济数据进行回归分析，发现按年度计算，传媒娱乐是顺周期行业；按季度计算，是非周期行业；无论怎么算，都没有什么“反周期性”！我们的监测数据显示，电商行业也是顺周期的。总而言之，2019 年对整个传媒与互联网行业最大的制约因素，依然是宏观经济！
- **监管趋严的基调不会在 2019 年突然改变：**2017 年以来，国家对互联网与传媒行业的监管逐渐趋严，更重视行业的社会影响与意识形态，这是“供给侧改革”的一部分。虽然游戏版号已经恢复、国务院出台了文化企业有利的财税政策，但是我们认为“监管趋严”的基调仍然存在。

投资建议

- 在消费需求不足、监管继续趋严的情况下，未来 5 年的互联网与传媒行业将呈现“头部集中”的格局：虽然流量价格下降有利于中小厂商，但是它们的抗风险能力更弱。**腾讯、阿里巴巴**两大巨头将以战略投资、并购等方式，加强对整个行业的控制。2019 年，受益的公司有两类：第一是“腾讯系”“阿里系”的核心成员；第二是在细分行业具备特色和用户黏性的垂直公司。
- 我们认为，以抖音为代表的短视频被投资者高估了，以**拼多多**为代表的社交电商、以**腾讯音乐**为代表的音频娱乐又被低估了。抖音、快手掀起的网红风暴，对移动音乐、直播平台等“泛娱乐产业链”产生了正面溢出效应。与此同时，微信生态系统在电商和内容分发方面的威力尚未充分被市场认识。
- 电影单银幕票房下降的趋势已经缓解；但是，电影局最新的扶持影院建设的政策，可能在 2019 年引发一波新的银幕增长，阻碍影院集中度和毛利率的上升。**IMAX** 中国这样的巨幕系统供应商可能获益较大。

风险因素：监管风险、技术替代风险、市场集中风险、估值偏高。

主要公司盈利预测

公司名称	收盘价	2018E EPS	2019E EPS	2020E EPS	2018E P/E	2019E P/E	2020E P/E
金科文化	13.13	9.80	8.37	13.13	9.80	8.37	13.13
芒果超媒	33.77	25.83	20.90	33.77	25.83	20.90	33.77
万达电影	26.62	23.13	20.06	26.62	23.13	20.06	26.62
腾讯控股	HK\$36.39	30.11	26.28	36.39	30.11	26.28	36.39
IMAX 中国	HK\$20.56	15.42	12.34	20.56	15.42	12.34	20.56

来源：Wind，国金证券研究所预测注：收盘价为 2018 年 12 月 29 日；IMAX 中国的 EPS 单位为美元

内容目录

2018 年，互联网“流量变贵”的趋势竟然结束了.....	5
2018 年底，移动流量价格已经回落至 2016 年的水平.....	5
移动流量价格下降的趋势是普遍的、同步的.....	7
移动互联网大局：头部应用尘埃落定，准头部应用尚有变数.....	8
互联网与传媒行业的存在“反周期性”吗？不一定.....	11
美国电影与游戏行业的历史数据无法证明“口红效应”.....	11
电商行业不可能独立于整体消费疲软的大势之外.....	13
传媒与互联网行业在 2019 年仍将面临“监管趋紧”的格局.....	15
新的亮点：2018 年来过什么，2019 年指望什么？.....	19
复盘“抖音浪潮”：所有人都先低估、后高估了短视频.....	19
复盘“拼多多旋风”：大部分人现在仍然低估了社交电商.....	21
展望“音频娱乐”：除了移动音乐，不要忘记有声阅读和电台.....	23
展望“B 端互联网”：商业模式冉冉升起，利润贡献还需等待.....	24
传媒与互联网行业各细分市场的发展趋势.....	27
游戏：就算 2019 年版号恢复，也不可能有爆发式增长.....	27
广告：主要行业客户需求不振，2019 年面临艰难时刻.....	29
直播：秀场直播将受经济形势影响，电竞直播方兴未艾.....	31
电影：票房进入平稳增长期，龙头集中度持续提升.....	33
视频与剧集：竞争格局将出现巨大变化，付费渗透率持续提升.....	36
投资建议.....	40
腾讯控股.....	40
阿里巴巴.....	40
百度.....	40
网易.....	41
哔哩哔哩.....	41
世纪华通.....	41
金山软件.....	42
金科文化.....	42
完美世界.....	42
万达电影.....	42
横店影视.....	43
IMAX China.....	43
芒果超媒.....	43
阅文集团.....	44
华策影视.....	44
风险提示.....	44

图表目录

图表 1: 2018 年, 移动互联网流量价格出现显著回落 (2006 年 = 100)	5
图表 2: 2018 年, 移动流量与全网流量的价格比值出现下降	6
图表 3: 2017 年三季度以来移动流量价格的同比变化趋势	6
图表 4: 全网社交与通讯流量价格同比变化趋势	7
图表 5: 全网泛电商流量价格同比变化趋势	7
图表 6: 全网流量分发与资讯流量价格同比变化趋势	7
图表 7: 全网泛娱乐内容流量价格同比变化趋势	7
图表 8: 2018 年 11 月各类应用的流量价格指数 (2017 年 11 月 = 100)	8
图表 9: 2018 年 12 月移动互联网头部应用的 MAU 和 DAU (单位: 百万) ...	9
图表 10: 2018 年 12 月移动互联网准头部应用的 MAU 和 DAU (单位: 百万)	9
图表 11: 主流互联网公司的“五个圈子”	10
图表 12: 美国电影票房与上期名义 GDP 的相关性	11
图表 13: 美国电影票房与上期居民可支配收入的相关性	11
图表 14: 美国游戏收入与上期名义 GDP 的相关性	12
图表 15: 美国游戏收入与上期居民可支配收入的相关性	12
图表 16: 从季度数据看, 美国电影票房与 GDP 增速的关系不太明显	12
图表 17: 天猫 GMV 同比增长拟合数据 (10-11 月为调整后)	13
图表 18: 2018 年 11 月天猫部分品类 GMV 同比增速	14
图表 19: 2018 年 11 月天猫分品类 GMV 比例	14
图表 20: 宝尊电商来自天猫的 GMV 同比增长拟合数据	14
图表 21: 2016 年 4 月推出的“国产移动网络游戏备案绿色通道”	15
图表 22: 2018 年以来, 主管部门对视频、短视频平台的监管行动	16
图表 23: 《电子商务法》监管要点	16
图表 24: 互联网金融的“七张牌照”	17
图表 25: “阴阳合同”引发的补税风暴	18
图表 26: 2018 年 12 月主流短视频应用的 MAU 和 DAU (单位: 百万)	19
图表 27: 四大短视频应用 (快手 + 头条系) 的 MAU 趋势 (单位: 百万)	20
图表 28: 快手、抖音网红从短视频向直播的“溢出效应”	20
图表 29: 2018 年 12 月主流社交电商应用的 MAU 和 DAU (单位: 百万) ...	21
图表 30: 2014 年以来, 电商平台获客成本大幅上升	22
图表 31: 中国有赞的注册商户和 GMV 高速增长	22
图表 32: 淘宝、京东、拼多多的 MAU 趋势 (单位: 百万)	22
图表 33: 2018 年 12 月主流音乐应用的 MAU 和 DAU (单位: 百万)	23
图表 34: 腾讯音乐的 MAU 是否受到了抖音的刺激? (单位: 百万)	23
图表 35: 2018 年 12 月主流 FM 应用的 MAU 和 DAU (单位: 百万)	24
图表 36: 在主流 FM 应用中, 喜马拉雅的 MAU 一骑绝尘 (单位: 百万)	24

图表 37: 2017 年以来上市的部分“B 端互联网公司”	25
图表 38: 老牌互联网上市公司的“B 端业务”一览	25
图表 39: 2018 年 12 月非招聘类企业应用用户 (百万)	26
图表 40: 2018 年 12 月招聘类企业应用用户 (百万)	26
图表 41: 2018 年主流手机游戏的每周全平台下载次数	27
图表 42: 2018 年腾讯、网易主要手游新作的畅销榜月均排名	28
图表 43: 中国手游市场被讨论最多的“新赛道”	29
图表 44: 全网各类型 CPM 趋势 (2007 年 = 100)	29
图表 45: 全网各类型 CPC 趋势 (2007 年 = 100)	29
图表 46: 移动互联网广告平台的广告密度和效果	30
图表 47: 移动互联网广告平台的适用场景和社区属性	31
图表 48: 四大移动直播应用的 MAU 走势 (单位: 百万)	31
图表 49: IG 战队代表中国, 第一次举起了 LOL 世界大赛冠军奖杯	32
图表 50: 2018 年 12 月移动直播应用的 MAU 和 DAU (单位: 百万)	33
图表 51: 2004-2018 年 11 月票房 (含服务费)	33
图表 52: 2004-2018 年 11 月单屏产出 (不含服务费)	33
图表 53: 2011-2018 年 10 月银幕数量及增速	34
图表 54: 2005-2018 年银幕增速&商业地产开发	34
图表 55: 电影局 12 月 14 日下发的电影院补贴政策细节	34
图表 56: 万达、横店自有银幕增速与全国银幕增速比较	35
图表 57: 2018 年 1-11 月票房 TOP10 影片	35
图表 58: 2021 年票房预测	36
图表 59: 主要视频 APP 的 MAU 变化趋势	36
图表 60: 主要视频网站 DAU/MAU 变化趋势	37
图表 61: 2018 年剧集网络播放量 TOP10	38
图表 62: 2018 年综艺节目网络播放量 TOP10	38
图表 63: 爱奇艺经营性现金流+投资性现金流 (亿元)	39
图表 64: 爱奇艺广告收入和同比	39
图表 65: 爱奇艺现金流缺口增速&内容成本增速	39

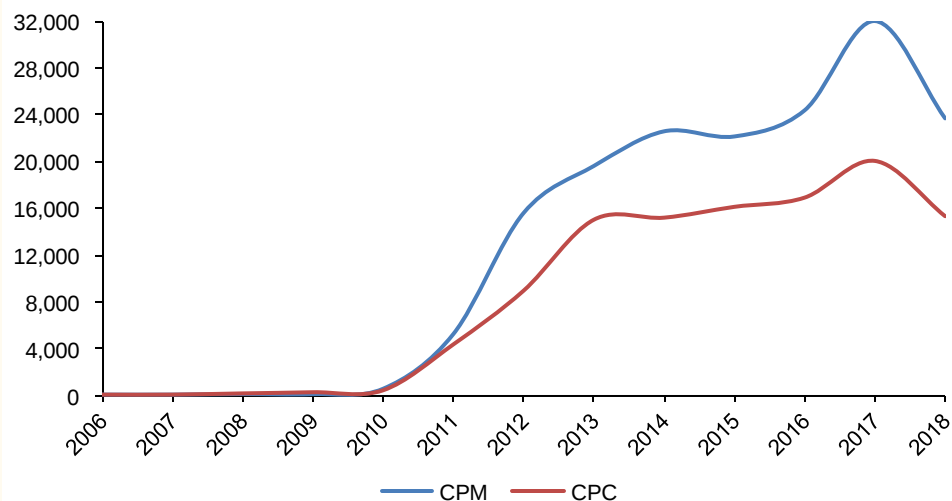
2018 年，互联网“流量变贵”的趋势竟然结束了……

- 如果要为过去 5 年的互联网行业找一个主题词，那就是“流量变贵”，尤其是移动流量变贵。2017 年，随着移动互联网“人口红利”接近尾声，流量价格加速上涨，由此导致“卖流量的”互联网巨头如鱼得水，“买流量的”中小厂商和线下企业举步维艰。互联网的头部化趋势日益明显，“流量经济学”的思维方式向传统消费和娱乐行业扩张。但是，2018 年，趋势扭转了：流量竟然开始变便宜了！这将造成什么深远的影响？

2018 年底，移动流量价格已经回落至 2016 年的水平

- 必须承认，“流量价格”是一个非常复杂的概念，因为流量有很多来源、很多用途，除了显性价格还有隐形成本。不过，有一组数据是可以跟踪的：主流移动应用的广告成交价格，分为 CPM（千人成本价）和 CPC（点击价）。现在，互联网广告的投放已经高度自动化，我们通过爬虫技术、人工智能模拟，搭配对广告代理商的草根调研，可以获得比较可靠的价格数据。我们发现：从 2006 年到 2017 年，移动互联网广告的 CPM 上涨了 320 倍，CPC 上涨了 201 倍；其中 2017 年的涨幅尤其迅猛。但是，2018 年底，这两个指标都出现了 25% 的下跌，基本回落至 2016 年下半年的水平。

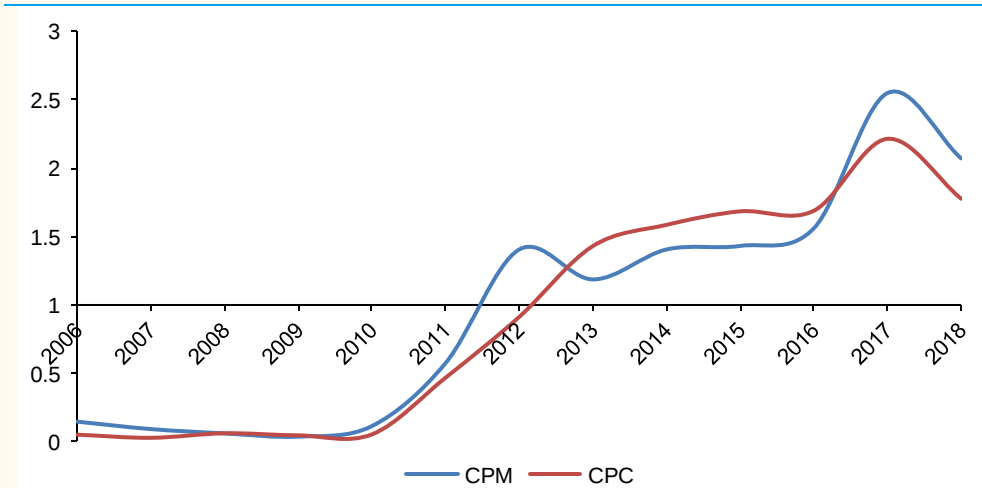
图表 1：2018 年，移动互联网流量价格出现显著回落（2006 年=100）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 不仅移动互联网流量的价格在下落，PC 互联网流量的价格也在下落，而前者的下跌速度快于后者。我们的独家监测数据显示：2012 年以前，移动流量的 CPM 和 CPC 一直低于全网流量（全网包括 PC 端和移动端之和），此后则高于全网流量；2017 年，移动流量与全网流量的价格比值达到了史无前例的 2.2-2.5 倍。这种现象并不奇怪：移动用户的使用时长高于 PC 用户，场景覆盖面广、方便进行数据分析，对广告主更有价值。到了 2018 年，移动流量价格下跌的速度也比全网流量更快，两者的价格比值回到了 2.0 倍左右。看样子，整个移动互联网行业处在重大的转折前夜。
- 2017 年，港股和中概股互联网上市公司普遍处于牛市，腾讯、阿里等头部公司股价连创新高；在一级市场，大批“独角兽”公司高歌猛进，估值节节攀升。2018 年，随着流量价格趋势的反转，互联网行业骤然遇冷，几乎所有主流上市公司的股价都深度回调。有一定规模的“独角兽”要么急于上市，要么被收购。互联网巨头裁员或控制岗位的报道，在各大媒体反复出现。总而言之，寒冬已经到来，关键在于它会持续多久？更深入地说：这一波流量价格下跌的根本原因是什么？

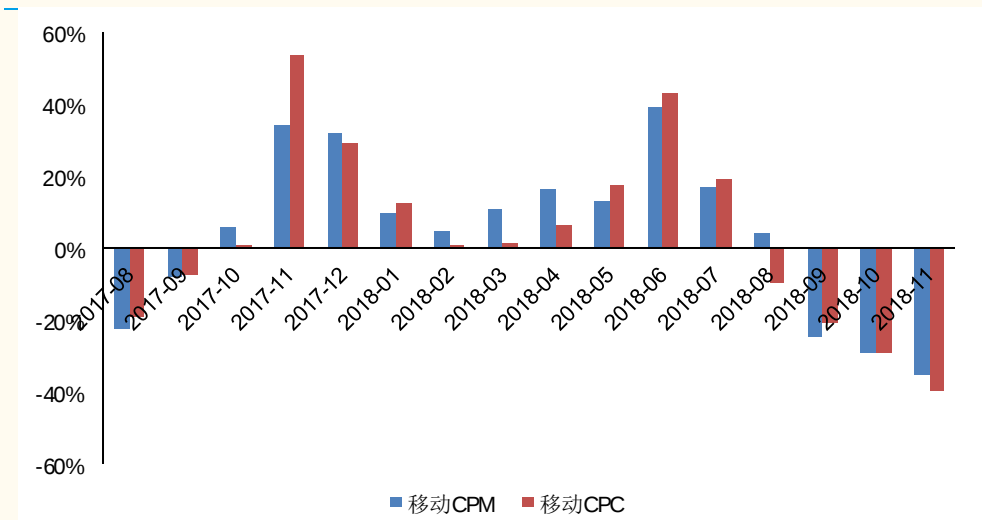
图表 2：2018 年，移动流量与全网流量的价格比值出现下降



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 从月度数据，我们可以看到：2017 年三季度，移动流量价格出现过短期的同比下跌，但是跌势很快就停止了。从当年 10 月到 2018 年 7 月，移动流量价格连续 10 个月同比上涨，再创历史新高。2018 年 8 月，移动 CPC 开始回落；9 月-11 月，移动 CPM 和 CPC 连续大幅度同比下跌，我们估计 12 月仍将同比下跌。显然，这不是季节性因素。这也不可能是短期因素，因为自 2016 年初以来，我们从未观察到移动流量价格出现如此连续、猛烈的下跌。我们认为，原因主要是需求的大幅下跌。
- 2017 年以来，在互联网广告方面开支最大的几个行业是：游戏、电商、互联网金融、汽车、快速消费品、房地产等。其中，游戏行业受到版号发放暂停的影响，下半年广告投入大幅放缓；电商行业受到了宏观经济周期的影响，“双十一”各大平台的 GMV 增速都创下历史新低；互联网金融在国家监管收紧的情况下，“野蛮生长”时代已经一去不复返；汽车、房地产更是受到经济周期的深刻影响。放眼 2019 年，只有游戏行业可能因为版号恢复而明显增加广告投放，快速消费品受到宏观经济的影响相对较弱；其他行业都不可能大幅扩张广告开支，甚至会收缩开支。

图表 3：2017 年三季度以来移动流量价格的同比变化趋势



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

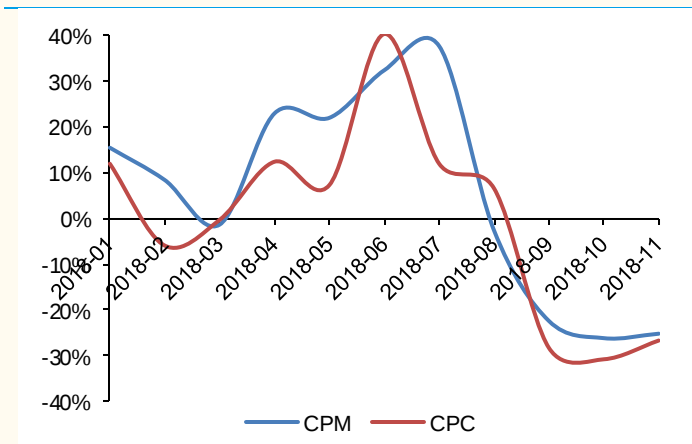
- 此外，互联网的流量价格趋势带有一定的“反身性”：互联网广告的增量主要来自互联网公司自身，尤其是新兴的创业公司。每当完成一轮融资，“独角兽”们会迅速将 VC/PE 的钱投向广告渠道以获取用户。2018 年 6 月，当行业形势还不太严酷时，知乎、马蜂窝、Boss 直聘等二线互联网公司甚

至能够承担价格昂贵的央视世界杯广告，更不要说一般的广告了。当互联网行业进入寒冬期，即使是最有前途的“独角兽”也越来越难以获得融资，而它们紧缩广告开支的行为又使得互联网寒冬进一步加剧。

移动流量价格下降的趋势是普遍的、同步的

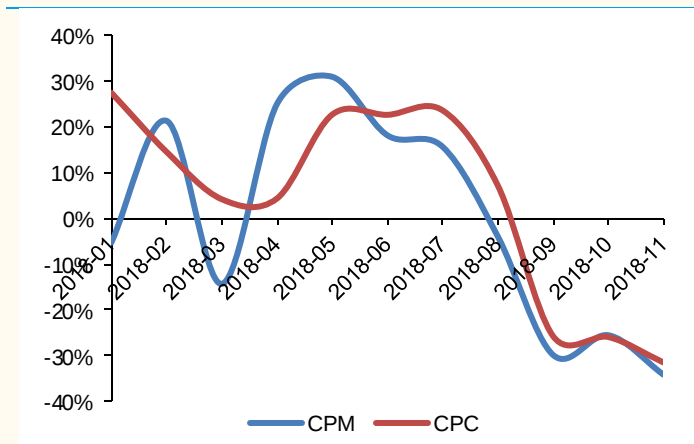
- 通过对个体应用的观察，我们发现：互联网流量价格下降的趋势是普遍的、同步的。我们将网站和移动应用划分为七大类型：社交与通讯，包括微信、QQ、微博等；泛电商，包括淘宝、京东、拼多多等；流量分发与资讯，包括百度、QQ 浏览器、今日头条等；泛娱乐内容，包括爱奇艺、腾讯视频、抖音等；生活服务与工具，包括支付宝、搜狗输入法、高德地图等；游戏与衍生，包括游戏、游戏工具、游戏资讯等。在 2018 年上半年，以上七大类型应用的流量价格并没有密切的相关性，经常出现不同方向的变化；但是，从 8-9 月开始，所有类型的流量价格都出现了显著的下降。这说明，互联网行业确实出现了结构性问题：覆巢之下，焉有完卵？

图表 4：全网社交与通讯流量价格同比变化趋势



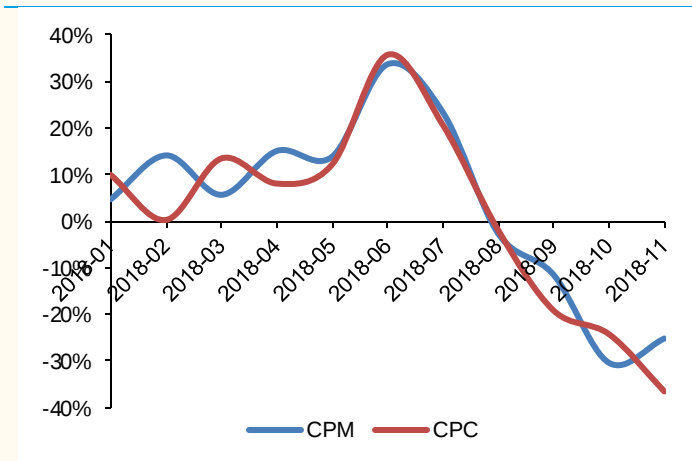
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 5：全网泛电商流量价格同比变化趋势



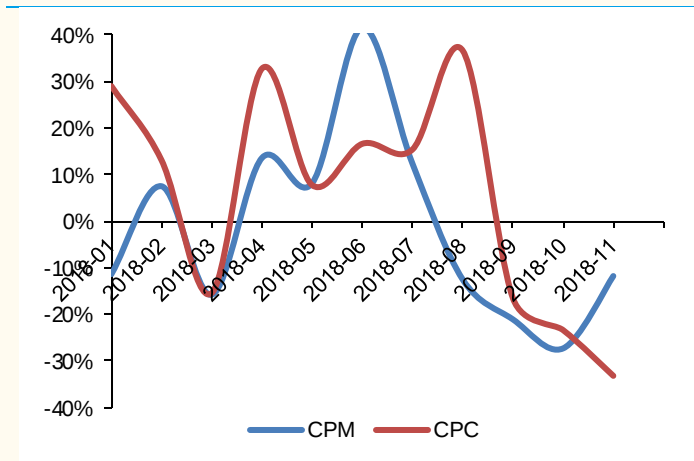
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 6：全网流量分发与资讯流量价格同比变化趋势



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 7：全网泛娱乐内容流量价格同比变化趋势

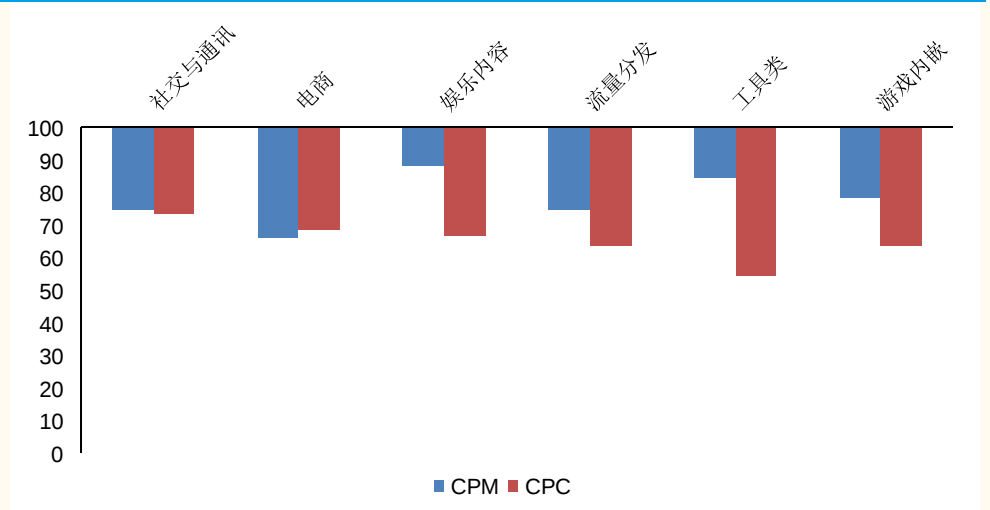


来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 以 2017 年 11 月为基数，截止 2018 年 12 月，七大类型应用的 CPM 和 CPC 均出现了两位数下滑。耐人寻味的是：CPC 的下滑幅度更大、在各类之间差异更小，而 CPM 下滑幅度更小（仅有电商类型是例外）、更参差不齐。针对这个现象，我们有几个可能的解释：CPC 受到“打击假流量”的影响较大；CPM 主要是大型品牌广告主的选择，它们受经济周期的影响较小；对效果广告的需求重点可能已经从 CPC 转向 CPA、CPL、CPS 等其他形式。无论如何，我们的监测数据可能不是衡量互联网流量价格最全面的指标，但是它具备很强的指示性。

- 有一种观点认为：在经济增速放缓的情况下，广告主会收缩效率较低的渠道开支，将预算转移到效率较高的渠道。一般来说，工具类应用的广告效率比较低，长视频类应用和游戏内嵌广告次之，而社交、电商、搜索类应用的效率比较高。但是，我们的监测数据并不支持上述结论。这可能是由于新的流量供求关系还未彻底确立，也可能是因为需求收缩过于迅猛、广告主无差别削减预算所致。总之，问题很严重。

图表 8：2018 年 11 月各类应用的流量价格指数（2017 年 11 月=100）



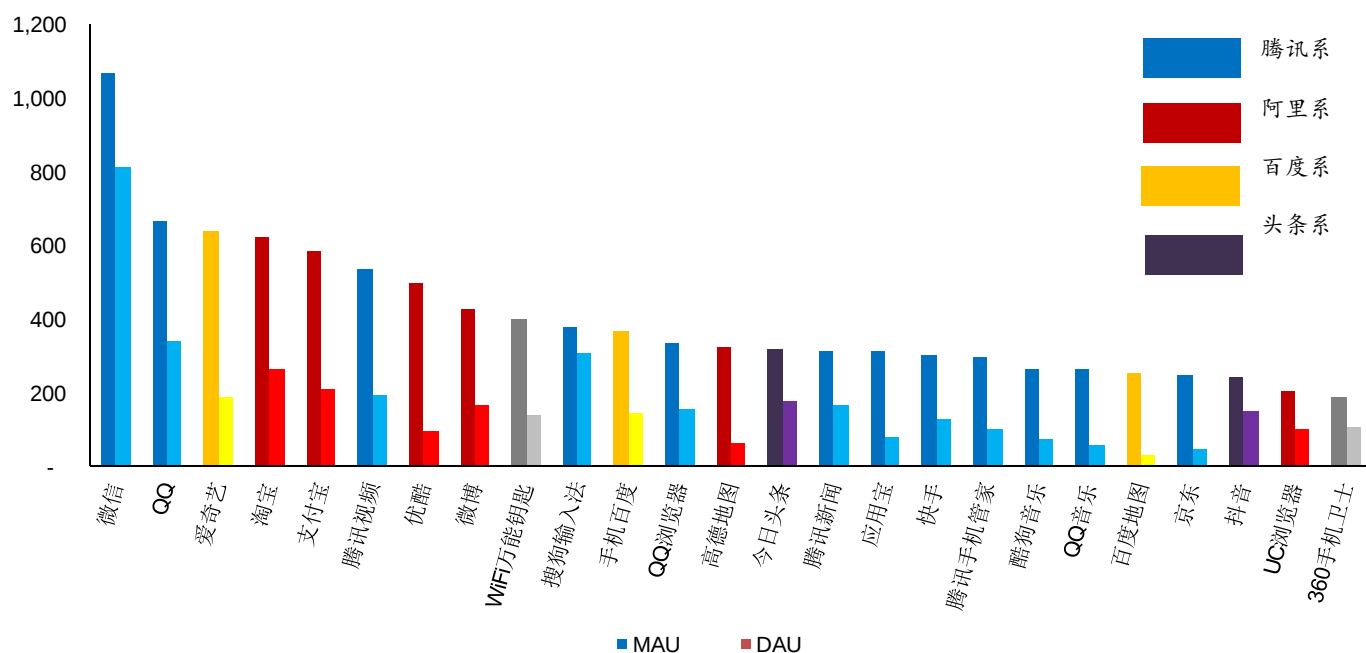
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 2017 年流量价格的疯涨，促进了互联网行业的“头部集中”；2018 年流量价格的下跌，会不会逆转这个趋势，甚至让互联网行业回到“群雄逐鹿”？我们认为，可能性不大。因为问题出在需求端——宏观经济放缓、消费需求不足、资本市场也不再提供弹药。这种情况下，“买流量的”公司虽然可以节约成本，但是收入也会面临极大的压力；“流量盈余型”和“流量亏损型”公司会同时受到经济周期的影响。反而是那些“流量盈余”程度最高的互联网巨头，具备最强的抗风险能力，穿越经济周期的可能性最大。总而言之，互联网的“马太效应”并没有消失。

移动互联网大局：头部应用尘埃落定，准头部应用尚有变数

- 我们通过自有爬虫和 AI 技术，对超过 8000 款主流移动应用的 MAU（月活用户）和 DAU（日活用户）进行每日监测。我们将 MAU 排名前 25 名的定义为“头部应用”，它们基本都有 2 亿以上的 MAU；将排名第 26-60 名的定义为“准头部应用”，它们的 MAU 在 8000 万-2 亿之间。毫无意外，在中国移动互联网普及率见顶、人口红利耗尽的今天，头部应用呈现“阶级固化”趋势，出现新面孔的频率极低。整个 2018 年，仅有抖音一款应用升入了前 25 名；在原有的头部应用中，仅有支付宝、搜狗输入法、QQ 音乐三款应用的排名有比较明显的上升。
- 在 25 款头部应用中，有 23 款属于“四大生态系统”：腾讯系、阿里系、百度系、头条系。其中，腾讯系拥有 12 款头部应用（9 款自营、3 款战略投资）覆盖面最广，在社交与通讯、长视频、内容分发、应用分发、在线音乐等品类都占据统治地位；阿里系拥有 6 款头部应用（5 款自营、1 款战略投资），以电商和支付为大本营，在长视频、社交、生活服务、内容分发等品类都拥有举足轻重的力量。相比之下，百度系只有 3 款头部应用，头条系只有 2 款，用户基数和覆盖面都远不及前两者。严格地说，现在是“TA+BT”的生态格局：腾讯阿里稳居一线，百度头条位居二线。

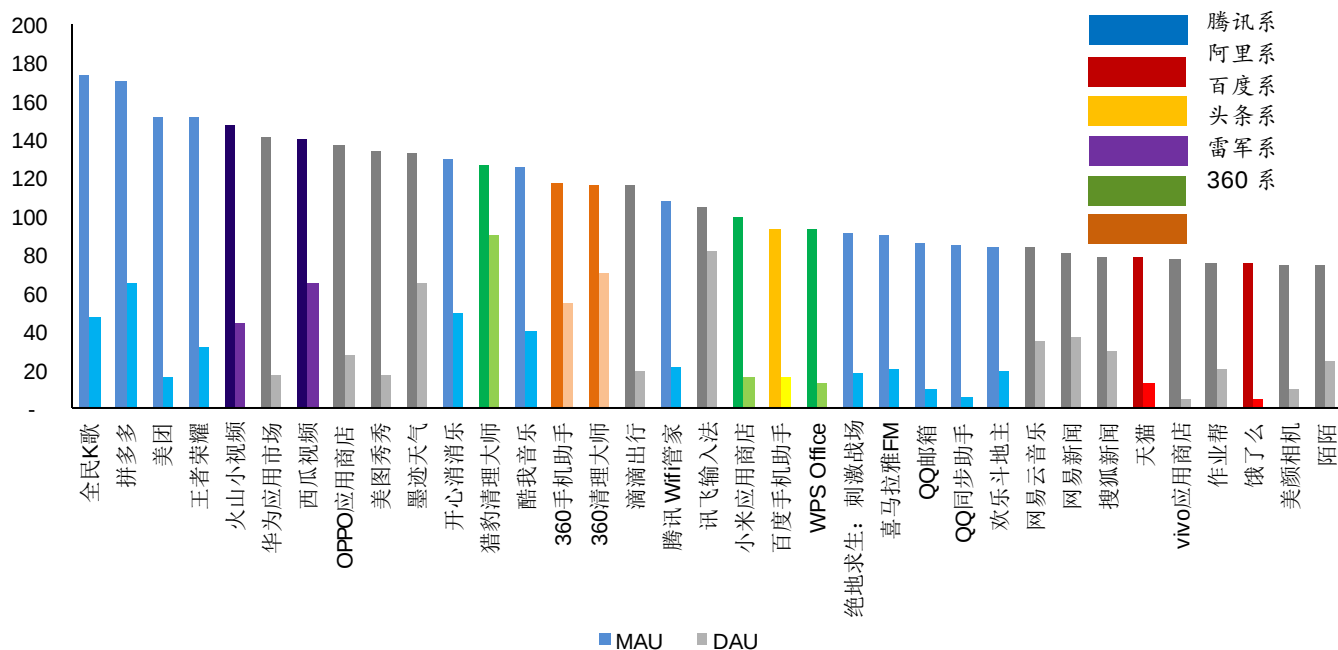
图表 9：2018 年 12 月移动互联网头部应用的 MAU 和 DAU（单位：百万）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 在准头部应用当中，还存在复杂的变数：2018 年，拼多多、火山小视频、西瓜视频、WPS Office、喜马拉雅 FM 的 MAU 上升速度很快，其中拼多多很可能在短期内升入头部应用行列。在这个生态位，除了四大生态系统，还存在“雷军系”（包括猎豹移动、小米、金山软件等）和“360 系”；甚至还能勉强划出“美图系”“网易系”，但是其整体实力已经完全无法与“TA + BT”相提并论。看起来，腾讯、阿里对准头部生态位的掌控力比较薄弱，但这只是假象——大部分准头部应用都会或早或晚地纳入腾讯或阿里的生态系统。2018 年最典型的例子是喜马拉雅 FM（接受腾讯投资）、饿了么（被阿里收购）、美团（腾讯进一步增资）。

图表 10：2018 年 12 月移动互联网准头部应用的 MAU 和 DAU（单位：百万）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 在我们的研究框架中，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。
- **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。

图表 11：主流互联网公司的“五个圈子”



来源：国金证券研究所整理

- **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。
- 在经济增长放缓、监管趋严的时代，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；其次，横跨多个行业的互联网巨头更不容易受到局部衰退和监管政策的影响，通过重新调配资源、并购整合等方式找到新增长点。

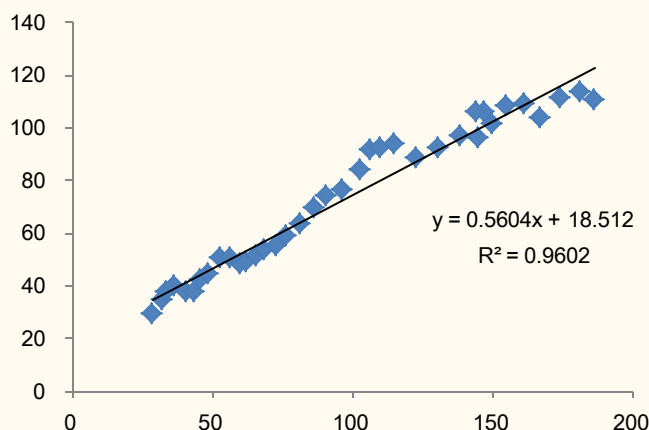
互联网与传媒行业的存在“反周期性”吗？不一定

- 提到互联网与传媒行业，尤其是其中的娱乐相关细分行业，人们往往会提到“口红效应”——在经济衰退时，消费者会将更多的时间和金钱投入娱乐活动，从而导致娱乐内容消费逆势增长，构成所谓“反周期性”。但是，通过对美国经济数据的统计分析，我们认为“口红效应”并不存在。我国对互联网与传媒行业的监管政策也趋于严格，更注重“调结构”而不是“保增长”。总而言之，“反周期性”可能是投资者的一厢情愿。

美国电影与游戏行业的历史数据无法证明“口红效应”

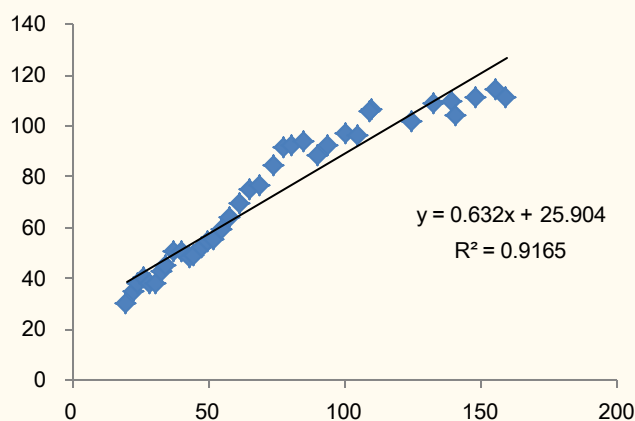
- 在传媒娱乐行业，到底存不存在“口红效应”？这个问题很难通过中国的历史数据回答，因为中国传媒娱乐行业存在时间不够长，而且经济结构的变化太快。我们认为，美国的历史数据更适合进行实证分析——时间足够长，社会环境比较稳定，数据可信度较高。我们选取了 1980-2017 年的电影票房收入以及 1996-2017 年的游戏行业收入进行分析。
- 让我们吃惊的是，如果以年度数据为基准，美国电影票房收入与名义 GDP、居民可支配收入、个人总支出等经济指标均存在强烈的正相关性。而且，电影票房收入与上一期经济指标的相关性更强，说明它存在一定的“后周期性”。无论采用当期经济指标或者上一期经济指标进行回归分析，决定系数（R-Square）均超过 0.90，说明经济指标对电影票房具备很强的决定意义。所以，电影市场不存在任何“口红效应”！

图表 12：美国电影票房与上期名义 GDP 的相关性



来源：美国国家经济分析局，BoxOfficeMojo，国金证券研究所

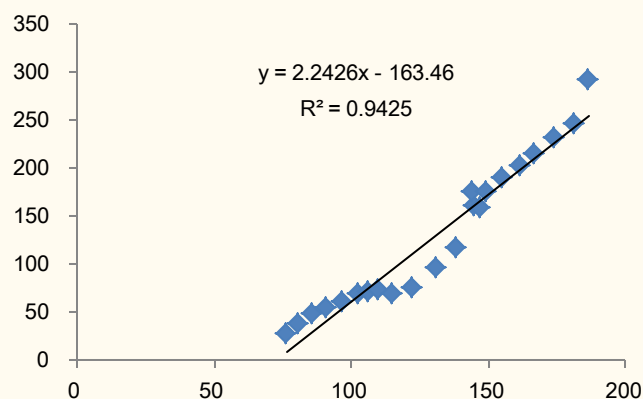
图表 13：美国电影票房与上期居民可支配收入的相关性



来源：美国国家经济分析局，BoxOfficeMojo，国金证券研究所

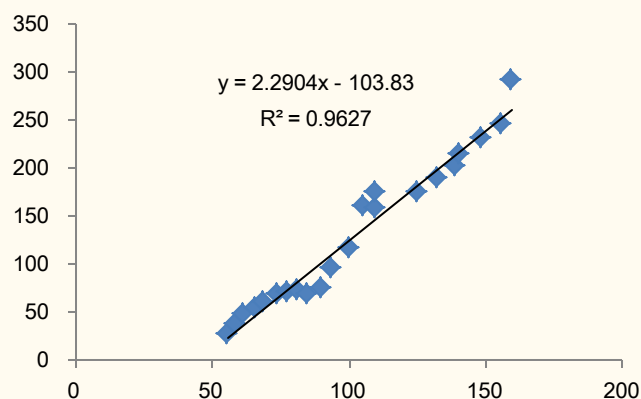
- 游戏行业的情况也差不多。美国游戏行业收入（包括主机游戏、PC 游戏和移动游戏）与名义 GDP、居民可支配收入、个人总支出等经济指标存在强烈的正相关性，相关系数和决定系数（R-Square）甚至高于电影票房收入。而且，游戏行业收入也存在一定的“后周期性”。换句话说，游戏行业的周期性比电影行业还要强，也不存在任何“口红效应”。
- 值得一提的是，对于电影行业 and 游戏行业来说，相关系数最大、最有决定意义的经济指标都是个人总支出，其次是居民可支配收入，再次才是 GDP。这在直观上很好理解，毕竟娱乐消费几乎全部来自个人支出。不过，以上任何一个经济指标的决定意义都很强，彼此没有本质性差别。我们使用的全部数据都是名义数据，并未根据价格水平进行调整。

图表 14：美国游戏收入与上期名义 GDP 的相关性



来源：美国国家经济分析局，电脑与电子游戏产业年鉴，国金证券研究所

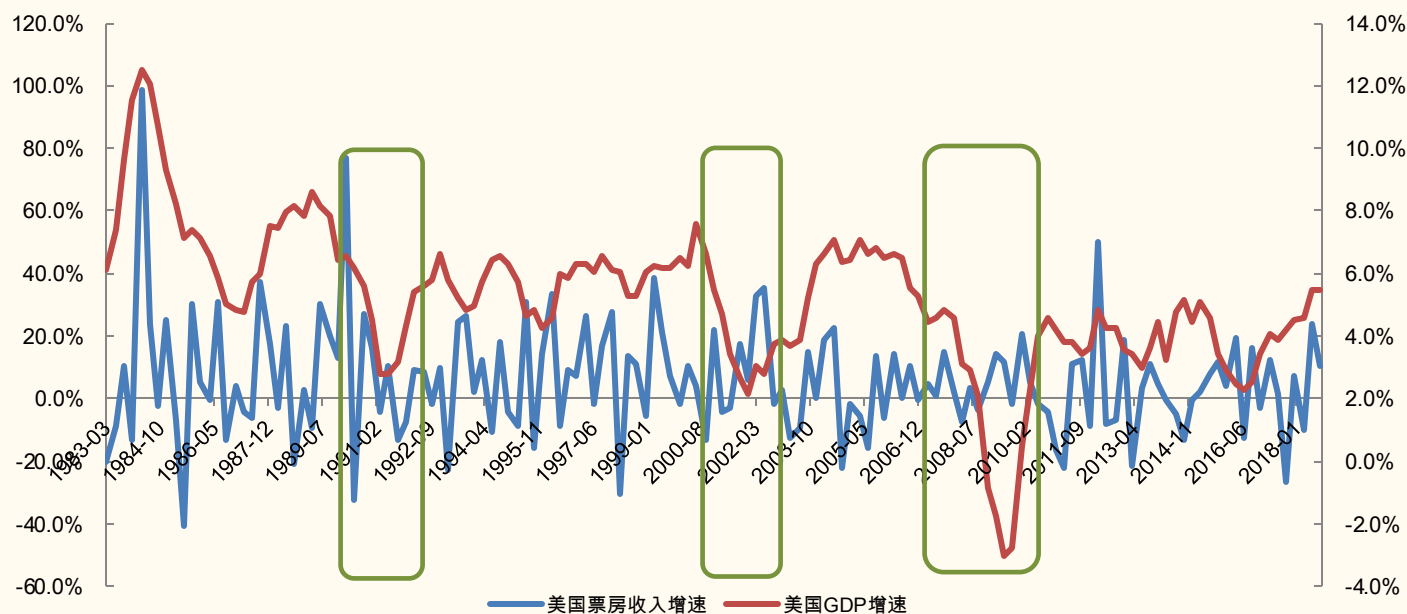
图表 15：美国游戏收入与上期居民可支配收入的相关性



来源：美国国家经济分析局，电脑与电子游戏产业年鉴，国金证券研究所

- 问题在于：美国历史上大部分的经济衰退都是以季度而不是年度为单位的。如果只使用年度数据，有可能得出“假阳性”结论：因为电影票房收入和游戏行业收入在大部分年份是增长的，名义 GDP 在大部分年份也是增长的，相关性会被夸大。所以，我们换用季度数据进行分析。奇妙的是：如果以季度为基准，电影票房收入与各项经济指标的相关系数都大幅度下降，而且决定系数（R-Square）均接近于 0。
- 近年来，美国出现过三次主要的经济衰退：1991 年，2001-2002 年，以及 2008-2009 年。在这三次衰退中，电影票房收入与 GDP 季度数据之间没有呈现明显的规律性：在 2002 年，票房收入几乎与 GDP 同时出现反弹；在 2009 年，票房收入早于 GDP 反弹，但是很快再次下滑。虽然我们没有可靠的游戏行业季度数据，但是我们相信：游戏行业可能存在类似结论。

图表 16：从季度数据看，美国电影票房与 GDP 增速的关系不太明显



来源：美国国家经济分析局，BoxOfficeMojo，国金证券研究所

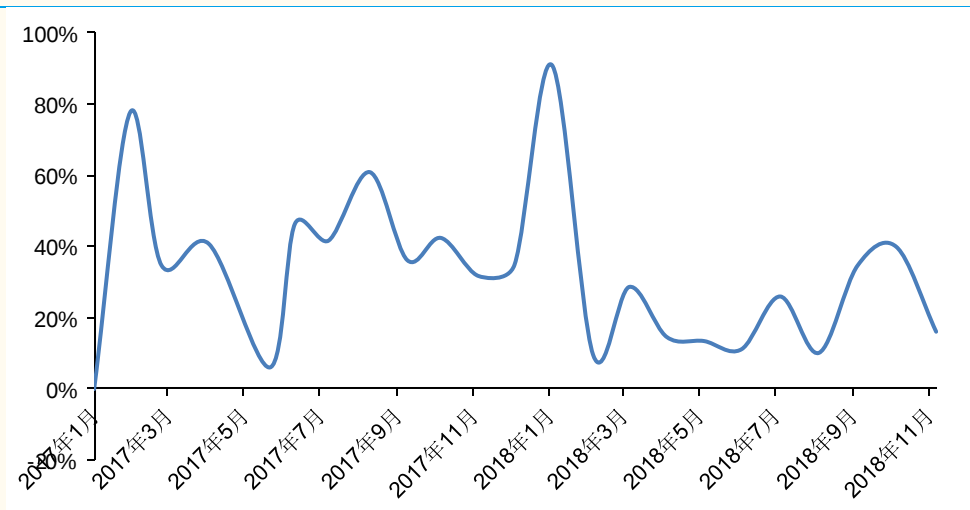
- 那么，我们是否可以认为：在一定的时间范围内，传媒娱乐行业确实存在“口红效应”呢？绝不然！因为，我们的统计分析只能说明，若以季度为单位，电影票房收入与经济指标“没有相关性”，而不是“存在负相关性”。换句话说，传媒娱乐顶多可以被视为“非周期性”行业，而非“逆周期性”行业。在经济衰退时，它可能“不下跌”，但不会“逆势上涨”。

- 最后，我们还需要回答：为何电影票房的年度数据呈现很强的周期性，季度数据却没有周期性？除了数据本身的质量问题，还有别的原因吗？我们认为，内容发行节奏是一个重要的原因。电影行业归根结底是由爆款驱动的，而在任何一个季度能否出现爆款又是高度不确定的。例如，2009 年底美国电影票房先于 GDP 复苏，就受到了《阿凡达》上映的影响。当时间轴放宽到年度时，爆款内容的不确定性降低，经济周期的影响也就凸显出来。总而言之，我们认为“口红效应”的存在无法得到证明。

电商行业不可能独立于整体消费疲软的大势之外

- 既然娱乐内容行业无法独立于经济周期之外，那么电商行业又如何呢？虽然在经济增速放缓时，居民消费倾向会受到影响，但是会不会有更多人选择价格比较低廉的网上购物呢？我们认为，除了拼多多等极少数例外，电商行业体现着较强的周期性，受到了整体消费的影响。
- 我们通过自有爬虫对天猫分品类 GMV 进行了追踪。2018 年前三季度，我们监测到的天猫单月 GMV 同比增速基本保持稳定，只有 1 月因为春节效应而出现剧烈增长。10 月，天猫 GMV 增速明显提升，我们认为受到了“双十一”预售的影响。“双十一”大规模预售是从 2017 年开始的，2018 年的预售期比前一年更长。进入 11 月，天猫修改了部分商品的展示规则，而且预售带来的销售额集中释放过于明显，对爬虫数据产生了扰动效果。在排除美妆、电器、书籍三个受“双十一”影响最大的品类之后，天猫 11 月 GMV 同比增长 16%；我们估计，整体 GMV 增长在 25-30%。

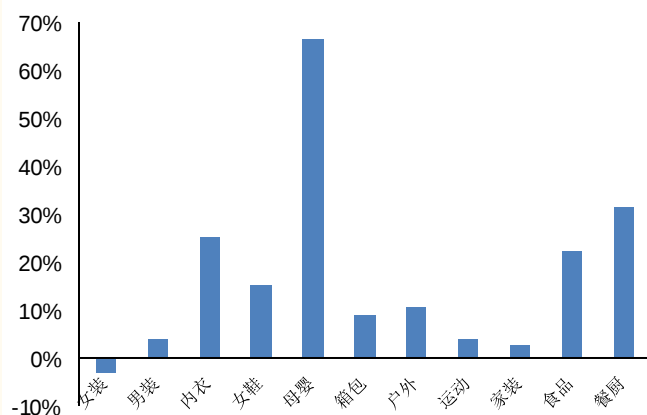
图表 17：天猫 GMV 同比增长拟合数据（10-11 月为调整后）



来源：天猫，国金证券研究创新中心，国金证券研究所

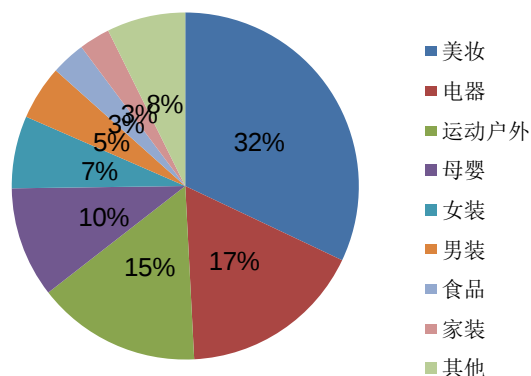
- 我们的爬虫数据显示：2018 年 11 月，天猫 GMV 增长最快的品类是书籍，同比增长 71.7 倍；其次是美妆，同比增长 9.5 倍；第三是电器（3C），同比增长 4.2 倍。这三个品类的展示规则都有更改，尤其是书籍，从而大大削弱了可比性。但是，天猫确实在美妆、电器方面举行了大量的市场活动，“双十一”预售金额最高的店铺大部分属于这两个品类。对这种促销的长期效果，我们表示怀疑。至少，在电器品类，许多消费者确实是等到“双十一”折扣最大时才下单买入，相当于将全年的预算集中到了一个月。
- 2018 年 11 月，天猫的泛服装品类（包括女装、男装、童装、内衣、鞋帽、箱包、运动等）的 GMV 增速都很一般，其中女装甚至同比下滑。这不是好兆头，因为泛服装品类在历史上为天猫贡献了约 1/3 的 GMV。母婴产品的 GMV 增速明显较高，可能受到了国家放开生育政策的持续影响。总而言之，今年“双十一”期间，只有美妆、电器、书籍、母婴四个品类的表现较好，其他品类的数据都没有什么亮点。

图表 18：2018 年 11 月天猫部分品类 GMV 同比增速



来源：天猫，国金证券研究创新中心，国金证券研究所

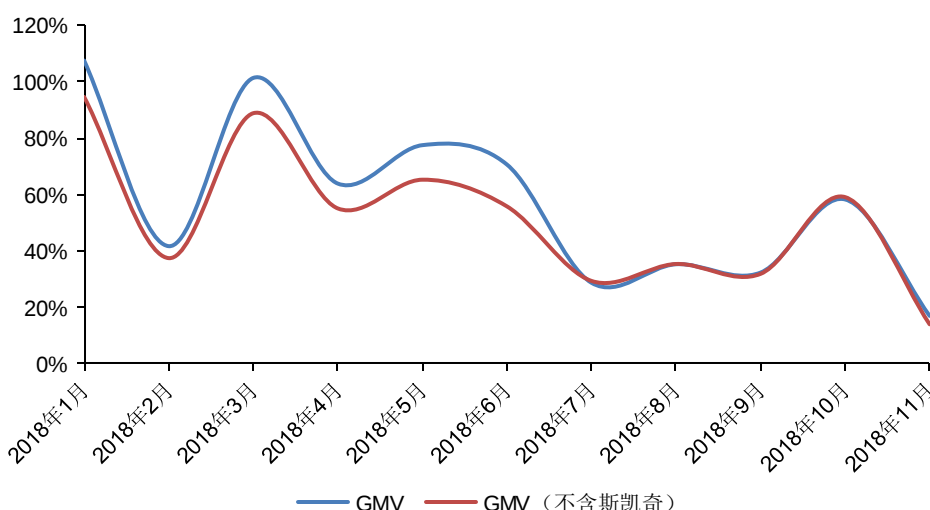
图表 19：2018 年 11 月天猫分品类 GMV 比例



来源：天猫，国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 与此同时，我们还监测了天猫平台最大的代运营商——宝尊电商旗下超过 100 个品牌旗舰店的数据。宝尊负责运营的大部分是海外品牌或国内一线品牌，是天猫平台“高端消费品”的代表。我们的数据显示：2018 年 5 月以来，宝尊来自天猫的 GMV 增速一直呈下降趋势，虽然 10 月受到双十一预售影响有所反弹，但是 11 月又开始下降。如果排除 2017 年下半年新签的重要品牌斯凯奇，GMV 增速还会进一步降低。显然，电商行业“消费升级”的进程被打断了，高端电商的增长面临着瓶颈。与其说这是某一个电商平台的问题，不如说是经济周期的作用。
- 2018 年 10 月，手机淘宝进行了大规模版本更新。新版本更强调首页信息流，大大提高了个人历史购买与搜索记录的推荐权重。结果，整个阿里电商平台的“马太效应”越发严重，大品牌更容易吸引和留住会员；在首页直接投放广告的效率似乎也有所降低。我们认为，这种变化很可能是阿里有意而为之，进一步依赖算法、迎合用户兴趣、扶持头部品牌。不过，在经济增长放缓的情况下，这种改版会导致中小品牌更加难以生存，小型经销商、白牌厂商的流量来源更是近乎枯竭。这些商家会不会逃往微信小程序、拼多多等其他平台寻求发展？我们拭目以待。

图表 20：宝尊电商来自天猫的 GMV 同比增长拟合数据



来源：天猫，国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 2018 年“双十一”表现最好的电商平台是拼多多，它没有公布 GMV，只宣布物流订单量同比增长 300%以上，我们估计 GMV 增速与此相仿或略高。这个战绩含有一些水分，例如“双十一”当日苹果手机在拼多多的 GMV

超过 15 亿元，平台提供的补贴是首要因素。无论如何，拼多多是受到经济周期影响最小的电商平台，一部分源于它的“低端”属性，一部分则源于独特的社交电商生态位。我们将在下文详细讨论拼多多代表的商业模式。

传媒与互联网行业在 2019 年仍将面临“监管趋紧”的格局

- 有投资者认为，在经济增速放缓、转型压力很大的情况下，国家应当扶持传媒互联网行业，以刺激新消费、为社会提供更多的娱乐选择。但是，我们认为这只是一厢情愿——在传媒与互联网行业，同样进行着“供给侧改革”，国家更重视它的社会影响与意识形态因素。准确的说，从 2017 年底，对传媒与互联网行业的监管就进入了“适度趋紧”的轨道。
- 2014-17 年，互联网行业享受着比较宽松的监管环境。国务院发布了“大众创业，万众创新”和“互联网+”行动指导意见，推出了一系列鼓励互联网创新的法规，还针对电子商务、“互联网+流通”、“互联网+政务”、“互联网+先进制造”等印发了专门的文件。我们必须意识到：互联网是一个新兴行业，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。随着互联网行业问题的积累、社会影响力的扩大，监管态度必然会转向严格。对于大部分细分行业都是如此。
- **网络游戏：**2014 年 7 月，国家广电总局在 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，为此后三年手游市场的爆发性增长打下了基础。2016 年，广电总局加强了对游戏版本号的管理。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宽限期。在这种宽松的审批环境下，每年中国可以有 8000-10000 款游戏上线运营。

图表 21：2016 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

- 因此，当游戏版号于 2018 年 3 月暂停发放之后，游戏行业陷入了迷茫与不安。8 月 30 日，教育部联合九部委发布的《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，限制未成年人使用时间”的政策。12 月，中宣部主管的网络游戏道德委员会成立，并对首批存在道德风险的游戏进行了评议。与此同时，腾讯、网易等游戏巨头纷纷主动加强自我审查、引进更严厉的实名认证机制。至于媒体反复传闻的“开征游戏税”，虽然并无有力证据，却也显示了游戏行业对监管风险的悲观预期。
- 2018 年 12 月 21 日，中宣部出版局副局长发表讲话称：“目前首批候审的游戏已经完成了审核，我们正在抓紧核发版号。”这被市场视为游戏版号即将恢复的积极信号，A 股游戏板块随之上涨。但是，这段讲话也提出“希

望大家耐心等待”，并未说明版号恢复的具体时间表。即使版号恢复了，在总量调控、内容审核趋紧、严格推行实名认证的情况下，游戏行业面临的监管环境仍然谈不上宽松，根本没有到乐观的时候。

- **网络视频：**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。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 22：2018 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，2018 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。而且，短视频的社区氛围更强、通过社交网络传播的速度更快，复杂程度和变化速度明显高于长视频。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。
- 2018 年 11 月，《每日经济新闻》报道：网络视听内容审查与电视台内容审查即将并轨，今后网剧、网大、网络动画片在拍摄之前均需要先提交广电备案，成片需要先审后播、一剧一审。我们认为该报道的可信度很高，这意味着网络视听内容的审核尺度将与传统电影、电视剧趋向一致。如果新规正式落地，对视频平台的内容丰富度会有负面影响，可能需要下调流量和付费会员的增长预期；不过，还需要看具体细则的落地和执行尺度。总而言之，对网络视频行业来说，2019 年的监管不太可能放宽。
- **电子商务：**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，2018 年 8 月通过的《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。
- 《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。

图表 23：《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

法律规定	对电商行业的影响
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

- 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。
- **互联网金融：**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》，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”。截止 2015 年，互联网金融的“牌照体系”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”，地方金融办发挥着较大作用。
- 2017 年开始，央行等监管机构对互联网金融的态度明显转向，最典型的案例就是年底对蚂蚁金服旗下小额贷款业务“高杠杆问题”进行的窗口指导。受此影响，蚂蚁“借呗”一度对部分账户关停。此后，蚂蚁金服、京东金融等公司纷纷表态“不做金融，只做金融机构的服务商”，严格控制资产负债表规模和风险；京东金融干脆改名“京东数字科技”。

图表 24：互联网金融的“七张牌照”

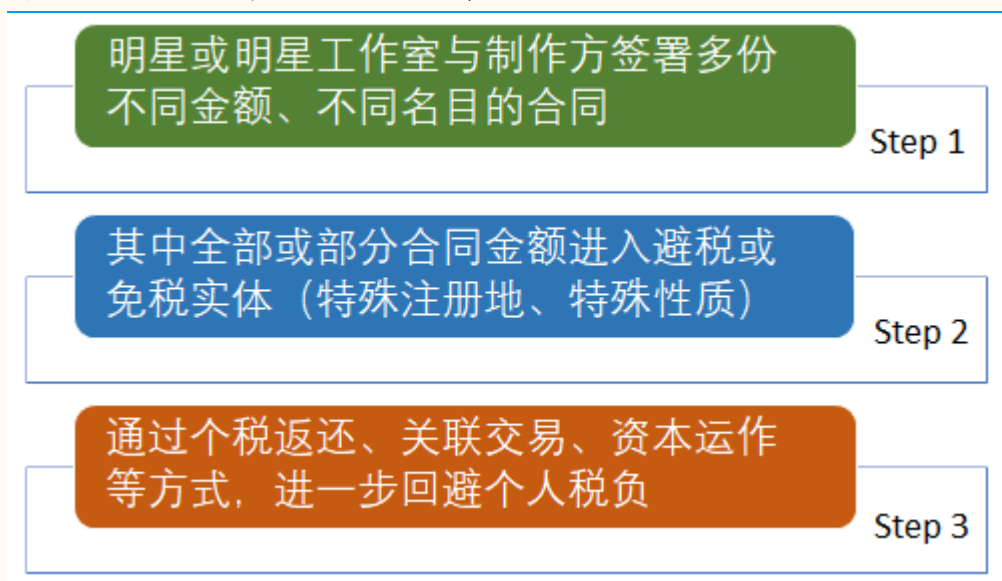
牌照类型	颁发机构	监管依据
第三方支付	央行	非金融机构支付管理办法
互联网基金销售	证监会	证券投资基金销售管理办法
互联网银行	银监会	关于促进民营银行发展指导意见
互联网保险	保监会	互联网保险业务监管暂行办法
互联网信托	银监会	关于促进互联网金融健康发展的指导意见
互联网消费金融	银监会	消费金融公司试点管理办法
网络小额贷款	银监会	关于小额贷款公司试点的指导意见

来源：Gov.cn，国金证券研究所整理

- 由于监管机构对互联网金融公司的资产负债表风险比较敏感，通过扩大杠杆来提升 ROE 变成了一条不可行的道路。结果，互联网金融业务的盈利潜力大幅下降，对互联网巨头的战略意义也变得很有限。2018 年，百度剥离了金融业务；蚂蚁金服出现了多次季度亏损；腾讯支付业务的毛利率没有提升。当然，互联网金融业务在数据积累、生态系统构建方面仍然发挥着一定的作用。然而，在监管机构日益重视消费者隐私、将数据权限收归上级的情况下，这些方面的作用可能也会缩小。
- **影视内容行业：**2018 年，影视制作公司、经纪公司、明星工作室面临的最大问题，无疑是由“阴阳合同事件”引发的“补税风暴”。在实践中，影视行业的“阴阳合同”是这样签署的：明星工作室与制作方签署多份合同，采取多种名目（演出费、宣传费、顾问费等）；其中，全部或一部分合同金额支付给明星名下的避税法人实体，从而回避增值税、所得税个；最后，通过各种手段将沉淀在法人实体中的资金返还给明星个人。
- 在“阴阳合同”曝光之后，媒体与公众反应强烈，国税总局强势介入。到了四季度，遂演变为全行业的“补税风暴”，不但涉及明星，还涉及编剧、

导演、职员、制作公司乃至发行公司等多个环节。问题的关键是：国税总局对各地推出的面向影视行业的税收优惠政策（例如新疆霍尔果斯），大部分不予承认；凡是利用过这些优惠政策的企业、工作室，不但需要补缴税款，对于今后税收负担的预期也大大提高了。

图表 25：“阴阳合同”引发的补税风暴



来源：国金证券研究所整理

- “补税风暴”的直接效果，是大幅提高了影视行业的合规成本，挫伤了从业人员的积极性。从 2018 年下半年开始，财务投资人普遍不愿意投资影视项目，制作公司的开工率大幅降低。此外，影视行业还面临着内容审核尺度偏严、题材受限的影响。大型上市公司可能在合规、过审方面较有经验，受损较小；但是整个行业受到的短期影响是不可小视的。

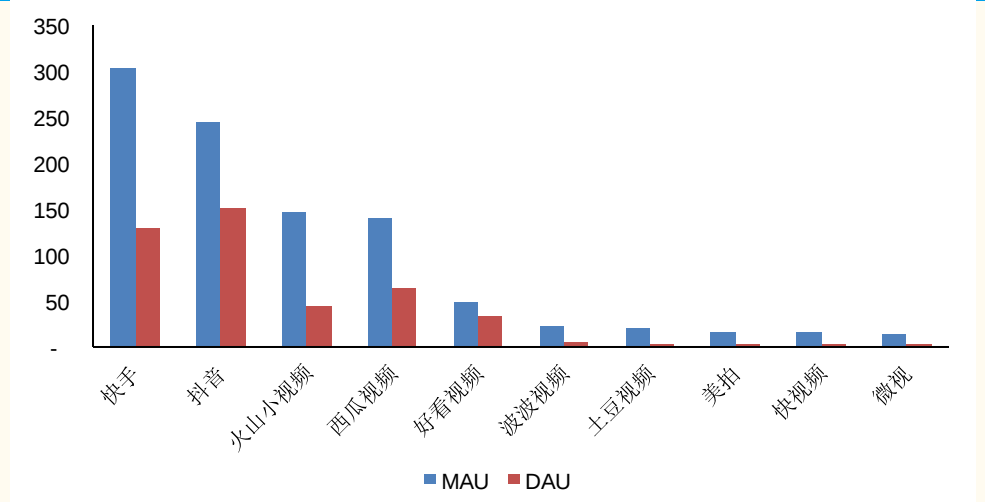
新的亮点：2018 年来过什么，2019 年指望什么？

- 2018 年，虽然互联网行业整体陷入了增长乏力、需求不足、监管趋严的困境，但是并不缺乏局部亮点：抖音、拼多多、QQ 音乐、喜马拉雅 FM……都是冉冉兴起的移动应用明星。这些神话背后的逻辑是什么？类似的神话会不会在 2019 年继续？此外，阿里、腾讯等巨头纷纷加注云计算、行业解决方案等“B 端互联网业务”，互联网的增长动力会不会从消费端转向企业端？这些问题的答案将决定 2-3 年内互联网行业的走向。

复盘“抖音浪潮”：所有人都先低估、后高估了短视频

- 2017 年下半年抖音的异军突起，将短视频的历史划分为两个时代：抖音崛起之前，所有人都低估了短视频，快手、秒拍两巨头似乎已经将市场瓜分完毕，很难想象还会有大的变数；抖音崛起之后，所有人都高估了短视频，部分投资者甚至认为抖音会成为与微信、淘宝相提并论的“刚性需求”，并推动“头条系”冲击“腾讯系”的流量基础。
- 然而，“抖音浪潮”的效果被严重高估了。我们的监测数据显示：2018 年 12 月，抖音的 MAU 为 2.44 亿，低于快手，在所有移动应用中排名第 23；抖音的 DAU 为 1.51 亿，高于快手，但是在所有移动应用中仍然只排第 13。这个用户基数虽然让人印象深刻，却还远远谈不上“刚性需求”甚至“冲击腾讯流量基础”。当然，抖音的 DAU 与 MAU 比例达到了 0.62，高于所有其他短视频应用，也高于除了微信之外的绝大部分非工具类移动应用。从这个角度看，抖音的用户黏性确实不低。

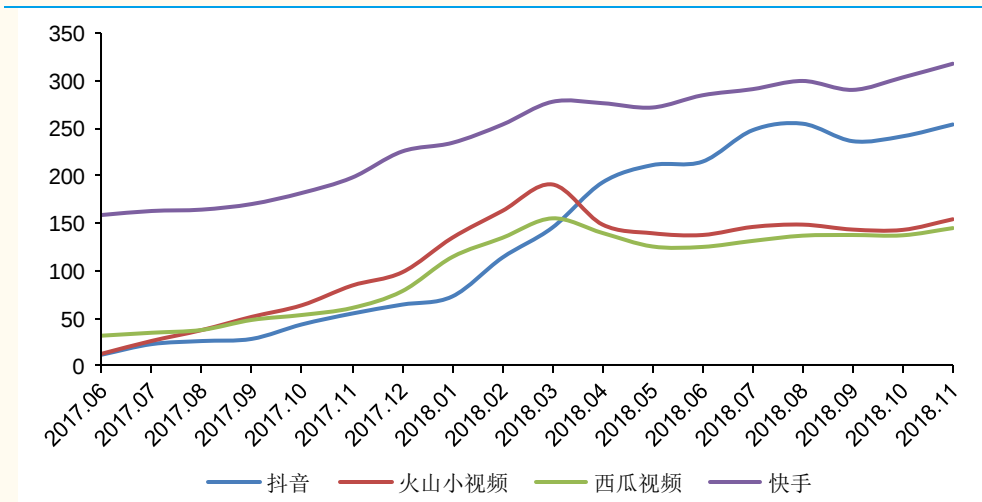
图表 26：2018 年 12 月主流短视频应用的 MAU 和 DAU（单位：百万）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 更重要的是，抖音的高速增长期已经结束了。我们的监测数据显示：抖音的 MAU 和 DAU 均在 2018 年 8 月达到最高点，然后缓慢回落，目前处于基本稳定的状态。“头条系”的另外两款短视频应用——西瓜和火山，MAU 和 DAU 都在 2018 年 2-3 月见顶回落。令人诧异的是，虽然抖音的 DAU 在 2018 年 3 月已经超过快手，但是它的 MAU 从来没有超过后者。而且，快手的 MAU 至今仍在缓慢增长之中！
- 以上数据与投资者的直观印象大相径庭，为什么？因为抖音在城市高收入群体当中更加流行，它的种子用户就是海归、名牌大学生和一线城市白领，采取“自上而下”的市场攻势，与快手的“农村包围城市”战略恰好相反。一个投资者很容易发现，自己身边的人都在刷抖音，抖音也确实符合自己的胃口，从而得出“所有人都在用抖音，根本没有人用快手”甚至“抖音可以超过微信”的错误结论——这就是“以偏概全”。

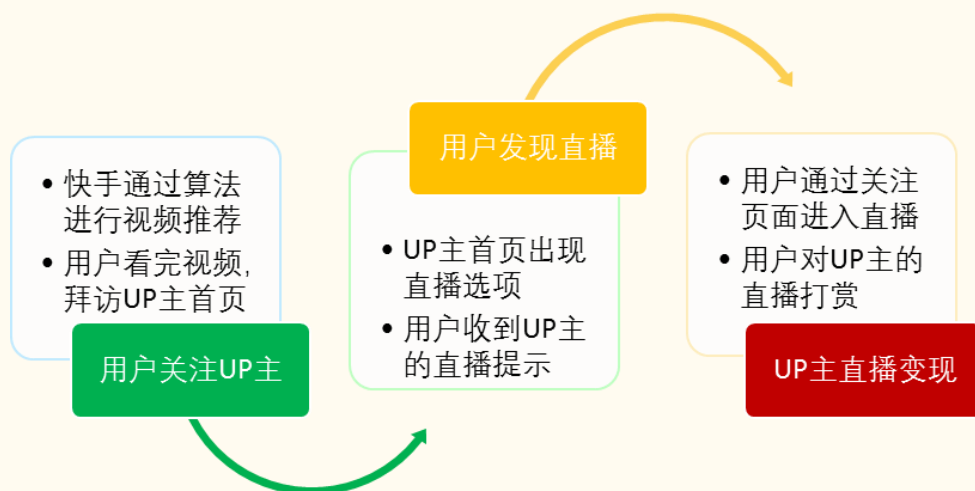
图表 27：四大短视频应用（快手+头条系）的 MAU 趋势（单位：百万）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 抖音的成功，至少有一半应归于出色的产品设计：别的短视频应用都是“传统信息流界面”，即“类微博界面”；抖音却把信息流与内容播放合二为一，用户打开第一眼就看到视频内容，通过左滑右滑的方式切换内容。这种直截了当、冲击力极强的界面，让抖音迅速打出了知名度，却也限制了它的适应面。这可以解释抖音的高 DAU/MAU 比例：喜欢的人很喜欢，不喜欢的人根本不会使用。从今以后，抖音的发展方向是进一步提高广告和电商导流的货币化率，而不是扩大用户群体。
- 抖音、快手等短视频应用的持续增长，带来了“溢出效应”：许多短视频网红转战秀场直播，顺便带去了大批粉丝，这就是 2018 年上半年陌陌、YY 等直播平台业绩表现不错的重要原因。抖音、快手也有直播功能，快手早在 2016 年就形成了 UP 主直播变现的闭环。但是，过度发展直播会破坏 UGC 社区的氛围、改变内容调性，所以短视频平台普遍对直播业务采取谨慎的态度。结果就是，抖音播下的种子在陌陌、YY 开花结果，甚至进一步溢出到腾讯音乐平台，对整个网红生态系统产生了催熟作用。

图表 28：快手、抖音网红从短视频向直播的“溢出效应”



来源：国金证券研究所整理

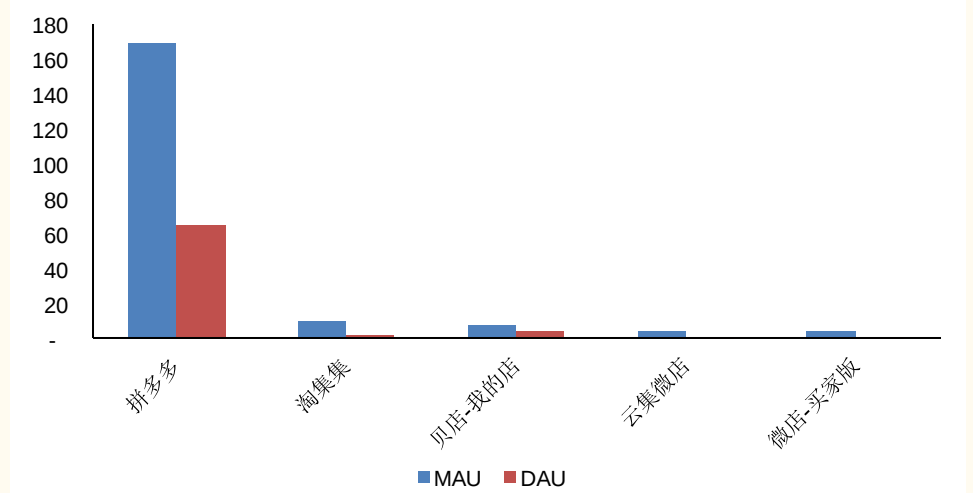
- 显然，抖音不会是短视频发展的最终产物。2018 年 9 月，腾讯推出了主打草根选秀的“Yoo 视频”，阿里推出了主打生活消费的“鹿刻”；两大巨头不约而同地指向了垂直品类短视频，不追求用户总量，而追求与自己生态系统的协同效应。Yoo 视频的战略目标是为腾讯视频、腾讯音乐的网红选秀体系输送人才和流量；鹿刻的战略目标是为阿里的“内容电商”体系提

供支持。微信 7.0 版本加入的“即刻视频”，则担负着进一步加强微信生态系统黏性、形成社交分层的重要意义。总而言之，2019 年我们大概不会看到下一个抖音，但是会看到很多垂直层面的创新。

复盘“拼多多旋风”：大部分人现在仍然低估了社交电商

- 在拼多多崛起之前，电商市场似乎已经尘埃落定：阿里、京东两巨头占据了大部分用户和 GMV，唯品会、聚美优品、当当等昔日巨头早已衰落，小红书、蘑菇街、网易考拉等只能走垂直品类的道路。然而，拼多多在短短一年之内改变了大局，积累了约 2 亿用户。这与其说是“低价”或“农村包围城市”的胜利，不如说是社交电商的胜利。
- 在拼多多之前，已经出现了微店、云集微店等社交电商应用或系统；2018 年 8 月，与拼多多定位类似的淘集集出现了，并且迅速积累了 1060 万 MAU、200 万 DAU。然而，这并不是社交电商的全部。绝大部分社交网店以公众号、小程序等方式，存在于微信生态系统；拼多多只是其中初熟的果实，而且小程序至今还是它的重要流量来源。

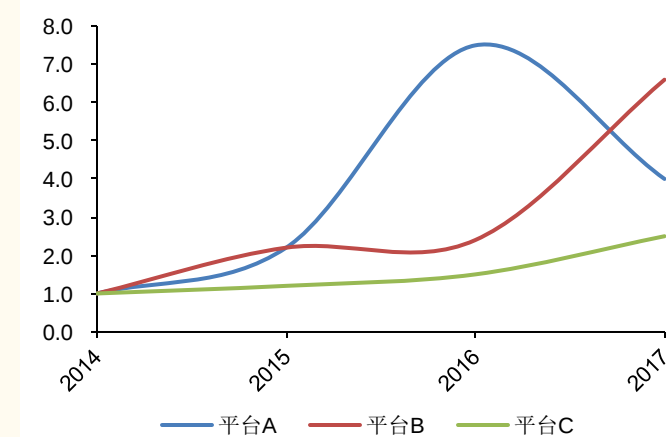
图表 29：2018 年 12 月主流社交电商应用的 MAU 和 DAU（单位：百万）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

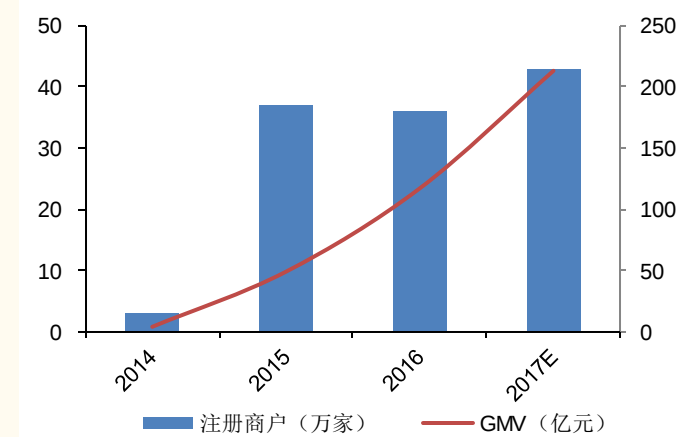
- 社交电商是一种去中心化的电商模式，它的流量分发主要基于熟人关系、兴趣圈子、内容社区等社会化媒介。社交电商不是腾讯的专利，快手、小红书都有自己的电商平台，微博、抖音也在以社会化方式向阿里的电商平台导流。这种模式的兴起，得益于它对商家的吸引力。在传统电商模式下，流量获取成本越来越高：2014-2017 年，中国主流电商平台的获客成本上升了 1-5 倍不等，这些成本最终都被转嫁给商家。阿里电商业务的货币化率近年来一直在上升，高昂的广告开支和佣金扣点都在侵蚀商家的利润。
- 何况，就算有钱，也不一定能获得流量：我们估计，阿里平台上 80% 的流量，被 20% 的商家获取了；京东就更是自营独大，第三方商家的流量获取效率很低。中心化电商平台的“马太效应”日益严重，腰部和长尾商家不得不寻找性价比更高的流量来源。对于头部商家来说，完全依靠天猫旗舰店也绝非明智之举，有必要寻找其他消费场景。在这种情况下，以微信为代表的社交电商模式可谓应运而生。
- 社交电商的潜力有多大？以微信平台 SaaS 服务商中国有赞为例，我们估计 2017 年底活跃商户超过 40 万家、付费商户约 2.4 万家，GMV 接近 200 亿元；2018 年 GMV 可能再增长一倍。2018 年二季度，微信小程序 MAU 已经突破 5 亿，构成了巨大的消费场景。除了网上购物，外卖、生活服务等 O2O 电商也是微信电商的重要组成部分。近年来微信支付的快速发展，更是让微信电商接近建立阿里那样的“闭环”生态系统。

图表 30：2014 年以来，电商平台获客成本大幅上升



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

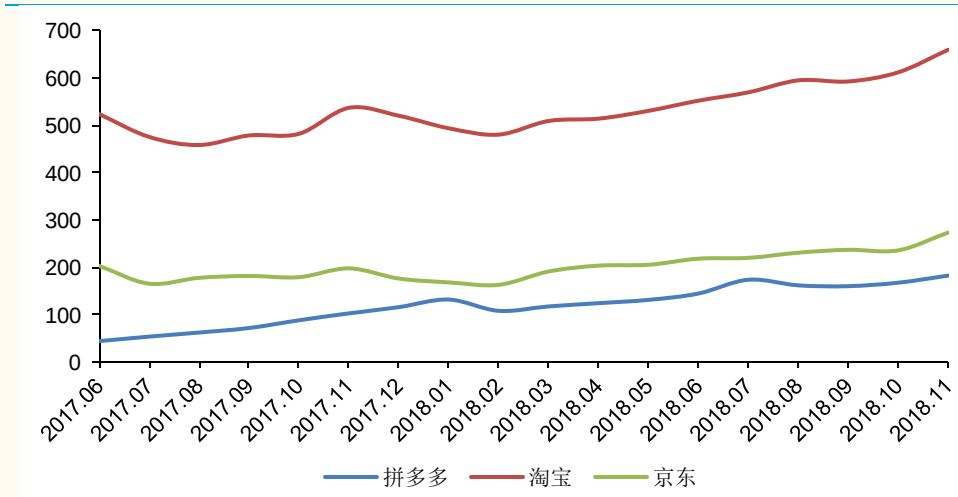
图表 31：中国有赞的注册商户和GMV 高速增长



来源：公司公告，国金证券研究所预测

- 对于商家来说，阿里平台最大的问题是流量无法私有化，想把淘宝或天猫网的用户导出到官方 App、微信公众号或其他社交媒体的难度很大。阿里电商业务的商业模式建立在流量的自我封闭循环上，因此往往被称为“流量黑洞”。微信、快手等社交电商平台的态度就开放得多，甚至鼓励商家将流量私有化。来自微信的电商流量，虽然还无法与阿里的规模相比，却可以成为商家的“自留地”，任何商家都不可能放弃它。
- 具体到拼多多，虽然现在仍然以微信为重要流量来源，但是早已走上了独立自主的“头部 App”之路。我们认为，拼多多的用户增长势头还远远没有结束，因为整个电商行业的用户还在增长。在整个 2018 年，手机淘宝的 MAU 增长了 1.2 亿，手机京东的 MAU 增长了 7500 万；相比之下，拼多多的 MAU 增长了 8000 万（不含小程序 MAU），在总量上反而不算什么。移动电商的用户渗透率本来就还有上升空间，虽然 2019 年会受到经济增速放缓的影响，但是全行业 MAU 还是可以做到温和增长的。

图表 32：淘宝、京东、拼多多的 MAU 趋势（单位：百万）



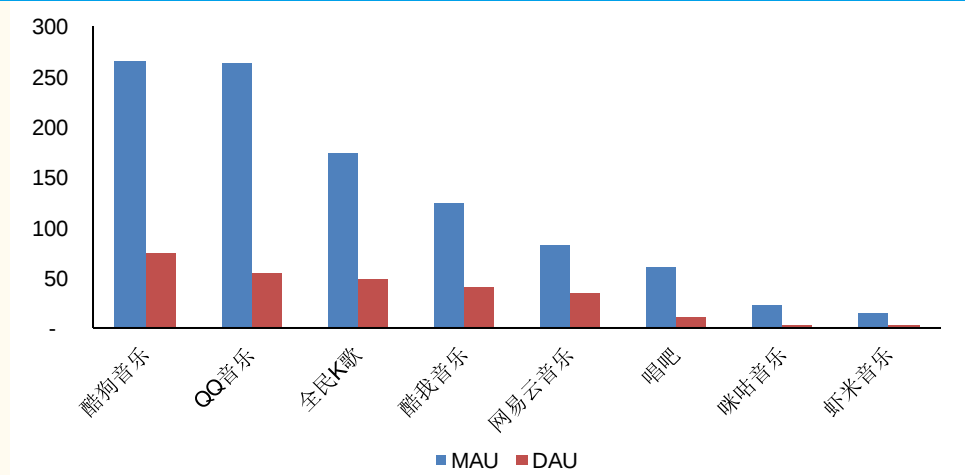
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 很多人认为拼多多的崛起是“农村包围城市”的胜利，其实阿里何尝不是如此？2016-17 年，支付宝连续冠名赞助央视春晚；2018 年，淘宝又冠名赞助春晚。“阿里系”对县级乃至乡镇级市场的开拓早已开始，拼多多只是以更快、更具社交性的方式贯彻了这一战略。在县域市场，熟人关系更加深厚，社交网络对购物的影响力更强，非常有利于社交电商的井喷式发展。总而言之，拼多多可谓天时地利人和，所有的步点都踩准了。

展望“音频娱乐”：除了移动音乐，不要忘记有声阅读和电台

- 移动音乐是一个特别容易被忽视的移动细分市场：既没有抖音那样吸引眼球，又不像拼多多那样引发话题效应。在不声不响之中，中国已经拥有四款 MAU 过亿的音乐应用：酷狗音乐、QQ 音乐、全民 K 歌、酷我音乐，它们都隶属于腾讯音乐。与长视频、短视频行业的群雄割据不同，移动音乐市场早在 2016 年就已经被腾讯基本统一；第二集团只有网易云音乐一家，而阿里、小米的音乐业务早已被边缘化。

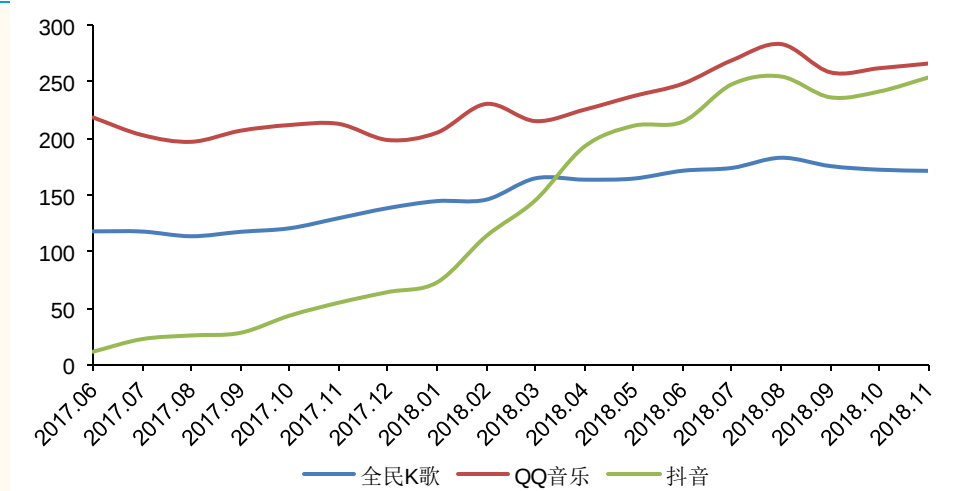
图表 33：2018 年 12 月主流音乐应用的 MAU 和 DAU（单位：百万）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 2018 年，我们观察到一个有趣的现象：QQ 音乐、全民 K 歌的 MAU 继续快速上升，尤其是 QQ 音乐的上升趋势与抖音如出一辙。与此同时，腾讯音乐旗下的另两款应用（酷狗、酷我）的 MAU 却没有什么增长。为什么？我们认为，抖音确实对移动音乐行业构成了正面刺激，就像它对直播行业的刺激一样；抖音对腾讯的内容生态体系利大于弊。此话怎讲？
- 首先，抖音带动了音乐潮流、提升了移动音乐的文化热度。QQ 音乐每个月的榜单头部，几乎都是“抖音神曲”。但是，抖音不是版权音乐网站，不提供音乐的下载播放，大量听众还是会去腾讯的音乐平台进行音乐消费。抖音赚网红流量的钱，腾讯赚持续消费的钱，各取所需。

图表 34：腾讯音乐的 MAU 是否受到了抖音的刺激？（单位：百万）



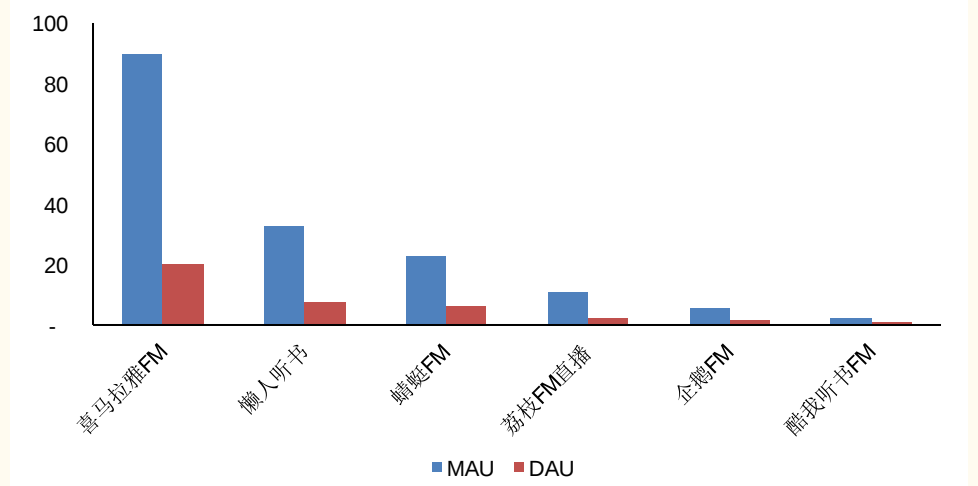
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 其次，抖音将“内容与社交融合变现”的道路推向了新的高峰；这条道路早已由微博、秒拍、快手、微信公众号等进行了探索，但是还远远谈不上穷尽。在腾讯音乐旗下，与社交应用结合最好的是 QQ 音乐和天天 K 歌，

恰恰是这两个应用在 2018 年实现了高增长。单纯的版权音乐的变现潜力是有限的，但是与 QQ 群、QQ 空间、QQ 兴趣部落、视频选秀节目等结合之后的威力却能呈现几何级数的增长。准确的说，腾讯音乐是一个“尚未定型”的综合体，它是腾讯内容生态创新的集中突破口。

- 音乐不是唯一的音频娱乐形式，有声阅读和电台（移动 FM）也是非常重要的。2018 年 12 月，喜马拉雅 FM 的 MAU 已经逼近 1 亿大关，懒人听书、蜻蜓 FM 的 MAU 都超过了 2000 万。当移动用户的视觉被全面瓜分之后，他们的听觉就成为下一个瓜分对象，这个逻辑很通顺。不过，由于人们花在听觉娱乐上的时间远远少于视觉娱乐，市场规模也会更小。

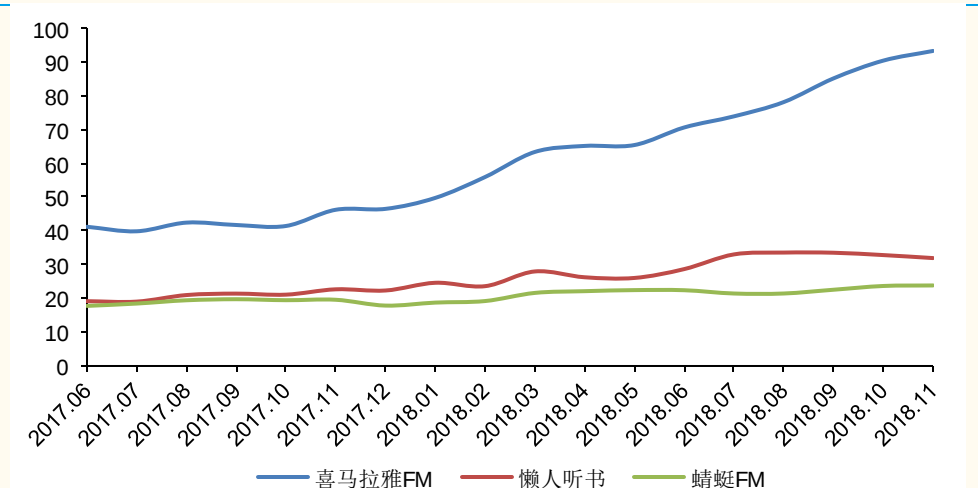
图表 35：2018 年 12 月主流 FM 应用的 MAU 和 DAU（单位：百万）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 在所有主流移动 FM 应用中，喜马拉雅的 MAU 可谓一骑绝尘，在存量和增量上都远远超过了所有竞争对手。尤其是 2018 年三季度以后，MAU 反而呈现加速上升的趋势，我们认为这离不开腾讯战略投资带来的协同效应。目前，腾讯对喜马拉雅的主要导流接口是腾讯视频，更多可能的协作方式尚未开启。在与腾讯加强合作之后，喜马拉雅的战略地位会更加稳固，移动 FM 可能像移动音乐行业一样被统一。

图表 36：在主流 FM 应用中，喜马拉雅的 MAU 一骑绝尘（单位：百万）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

展望“B 端互联网”：商业模式冉冉升起，利润贡献还需等待

- 在历史上，投资者熟知的“互联网行业”实际上是“消费互联网”——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 37：2017 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 38：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、行业解决方案	规模较大，战略上很重要
腾讯	云计算、行业解决方案	规模一般，战略上很重要
百度	IOT 操作系统	规模较小，战略上很重要
金山软件	办公软件、云计算	规模较大，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

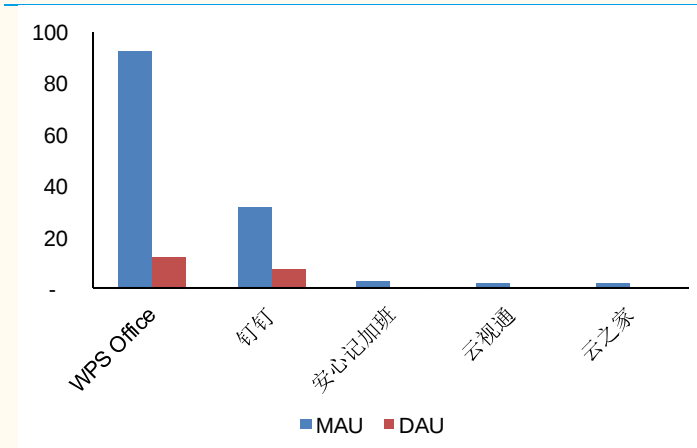
来源：公司公告，国金证券研究所

- “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”。
- 2018 年四季度，腾讯、阿里两巨头都进行了组织架构调整，不约而同地加强了云计算和行业解决方案的重要性；它们下一步必然会加强对大型企业

和政府客户的开拓。然而，对巨头们来说，B 端互联网目前的市场规模还太小、利润率太薄弱，很难支撑它们 2-3 年内的收入利润增长。因此，它们在短期内仍将依靠 C 端业务为利润中心，将 B 端业务视为成本中心。原有的 B 端行业格局，暂时不会出现根本性的变化。

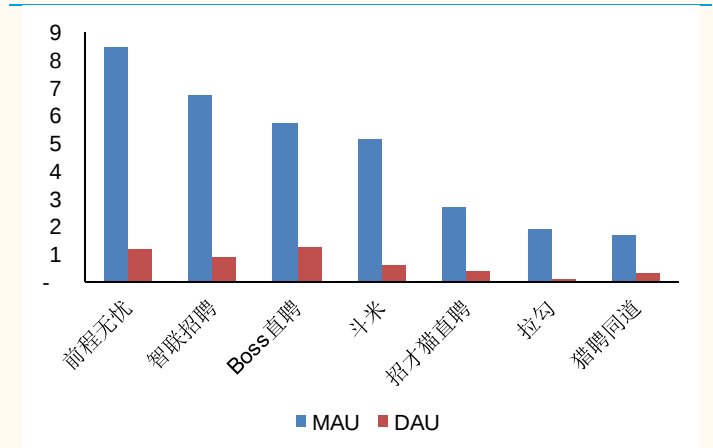
- 我们的自有监测数据显示，2018 年 12 月，数量最多、商业模式最成熟的“B 端移动应用”是招聘类应用，其中已经产生了三个上市公司。在非招聘类 B 端应用中，用户基数最大的是金山软件旗下的 WPS Office，其次是阿里巴巴旗下的钉钉。即便是所谓“头部 B 端移动应用”，其用户规模也是无法与 C 端移动应用相提并论的。不过，B 端互联网并不遵循 C 端的“流量变现”商业逻辑，单纯比拼用户规模是没有意义的。

图表 39：2018 年 12 月非招聘类企业应用用户（百万）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 40：2018 年 12 月招聘类企业应用用户（百万）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

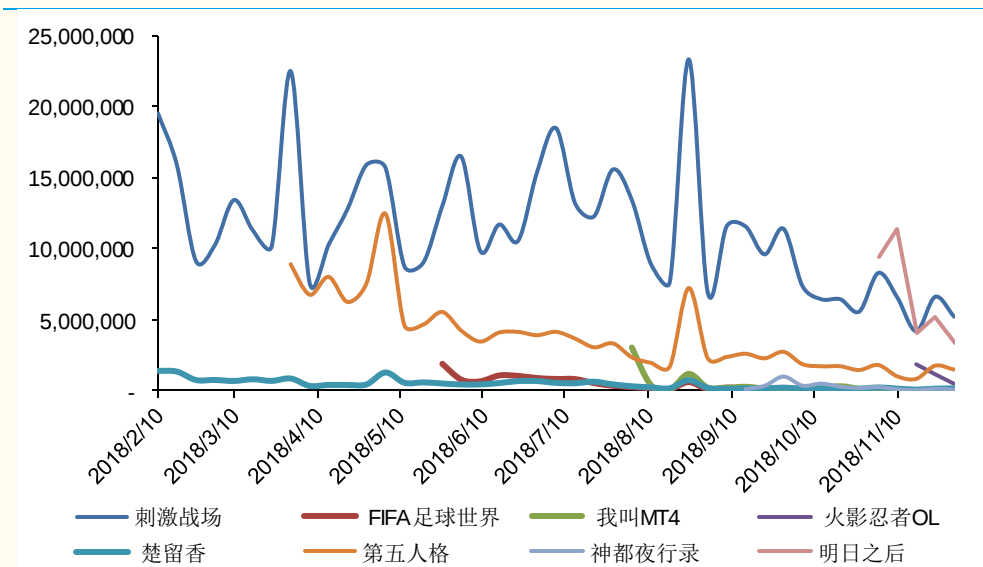
传媒与互联网行业各细分市场的发展趋势

- 2018 年，虽然互联网行业整体陷入了增长乏力、需求不足、监管趋严的困境，但是并不缺乏局部亮点：抖音、拼多多、QQ 音乐、喜马拉雅 FM……都是冉冉兴起的移动应用明星。这些神话背后的逻辑是什么？类似的神话会不会在 2019 年继续？此外，阿里、腾讯等巨头纷纷加注云计算、行业解决方案等“B 端互联网业务”，互联网的增长动力会不会从消费端转向企业端？这些问题的答案将决定 2-3 年内互联网行业的走向。

游戏：就算 2019 年版号恢复，也不可能有爆发式增长

- 中国游戏行业在 2018 年遇到的瓶颈，不能单纯归因于监管——即使游戏版号没有停发，游戏厂商也面临着市场向头部集中、产品老化、玩家审美疲劳等问题。自从 2018 年 2 月腾讯《绝地求生：刺激战场》上线以来，就霸占着全渠道下载第一名的宝座。网易的《第五人格》下载量一度逼近《刺激战场》，但是很快开始衰落；《明日之后》只有上线前两周的下载量超过了《刺激战场》。腾讯自家发行的其他游戏也无法与《刺激战场》比拟。金山软件承认，该公司新游戏的排期受到了“吃鸡”游戏的影响。无论是竞技类游戏还是 MMORPG，都在“吃鸡”的热度下瑟瑟发抖。

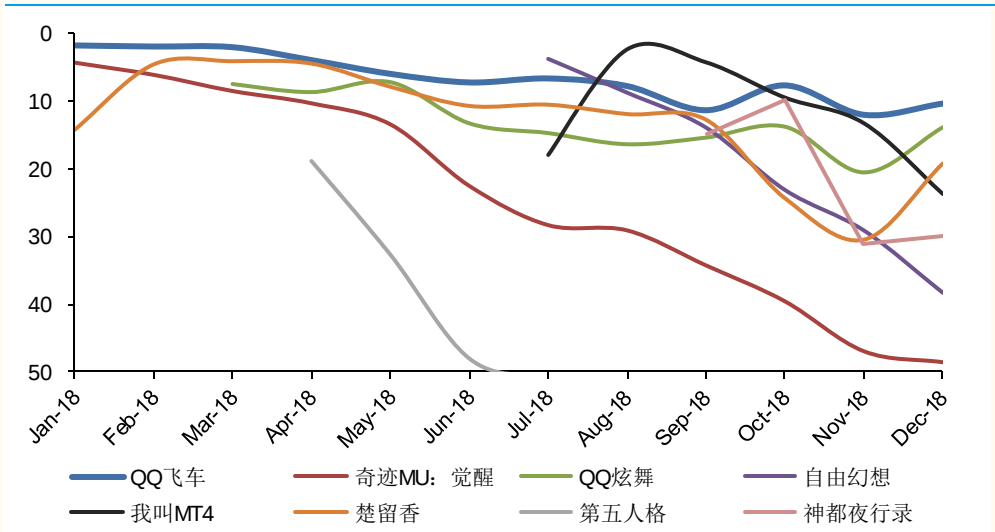
图表 41：2018 年主流手机游戏的每周全平台下载次数



来源：应用宝，PP 助手，360 应用商店，百度应用商店，91Phone，国金证券研究所监测数据

- 来自韩国的“吃鸡”玩法横扫市场，映衬了整个中国游戏行业的创新乏力。2018 年，游戏行业面临的最严峻问题还不是版号暂停，而是头部游戏生命周期的缩短。例如，在腾讯发行的新游戏中，只有《QQ 飞车》的 App Store 畅销榜排名比较稳定；《奇迹：觉醒》《QQ 炫舞》《自由幻想》《我叫 MT4》……衰减速度都很快，甚至沦为“一波流”。网易的情况也不算好，新游戏里只有《楚留香》在畅销榜前列停留了半年以上，被寄予厚望的《神都夜行录》仅仅保持了两个月的热度。
- 除了生命周期缩短，头部游戏的变现能力也在萎缩。我们估计，2018 年 3 月以后，畅销榜排名第 3-4 位的游戏，月均流水仅有 4 亿左右；排名 5-7 位的游戏只有 2-3 亿。《火影忍者 OL》《神都夜行录》等大作，如果在 2017 年发行，首月流水很可能突破 8 亿，但是我们估计实际流水均在 4 亿以下。当然，“吃鸡”游戏持续占领玩家时长，对所有其他游戏都构成了冲击；但是三季度以后，“吃鸡”的热度已经下降，头部游戏的变现能力还是没有显著恢复。其实，这就是玩家审美疲劳的体现。

图表 42：2018 年腾讯、网易主要手游新作的畅销榜月均排名



来源：App Store，国金证券研究所监测数据

- 中国手游市场在 2016 年以前是 MMORPG 的天下，在 2016 年以后是电竞游戏的天下。将热门端游 IP 移植为手游，曾经是一种胜算颇高的商业模式；但是，截止 2018 年，“端转手”接近尾声，只剩下极少数热门端游尚未转制，而且几乎都在腾讯手中。接下来呢？谁能引爆玩家的新需求？以腾讯、网易为首的主流游戏厂商，定义了几条“新赛道”——“新赛道”不等于“新品类”，多数时候是对原有品类的改革或杂糅。
- **女性向：**在《恋与制作人》红透半边天、《青蛙旅行》引爆社交网络之后，所有厂商都意识到女性可以成为游戏消费的主力军。仅仅腾讯一家就有《食物语》《如懿传》《恋世界》等女性向手游正在预约。《恋与制作人》开发商苏州叠纸的新游戏《闪耀暖暖》也被寄予厚望。但是，传统的开发人员很难理解女性玩家的行为模式，许多产品都打了哑炮。
- **硬核二次元：**广阔的“二次元”游戏市场可以分为“泛二次元”和“硬核二次元”两部分，前者的代表是《阴阳师》，后者的代表是《FGO》。日系动漫文化、强烈的小圈子属性和“中二病”的世界观，构成了“硬核二次元”的内涵。2019 年，国产自研大作《崩坏 4》将要上线，腾讯、网易、B 站都有多款日系动漫 IP 改编作品整装待发。虽然硬核二次元很难造就头部爆款产品，但是在小众细分市场具备极强的用户粘性。
- **开放世界：**在主机和 PC 端，以大地图、高自由度、高复杂度著称的“开放世界”游戏早已成为主流，《侠盗猎车手 5》《塞尔达传说》《荒野大镖客 2》都是典型的开放世界游戏。由于移动平台技术水平和存储空间的限制，我们很少看到符合开放世界标准的手游。但是，网易 11 月发布的《明日之后》已经比较符合开放世界属性，创下了仅次于“吃鸡”游戏的单月下载量纪录。腾讯也打算以《我的起源》《拉结尔》争夺这一赛道。
- **动作格斗：**由于手机触摸屏的操作复杂度有限，理论上不太适合硬核动作、射击、格斗游戏。然而，“吃鸡”能够搬上手机并获得成功，给其他需要复杂操作的游戏带来了希望。2018 年，网易推出了“硬核公平动作游戏”《流星蝴蝶剑》，腾讯也推出了“硬核格斗游戏”《魂武者》。动作及格斗游戏的节奏很快、能带来爽快感，符合当代主流玩家的需求；但是，它的操作难度与手机平台确实有冲突，这个矛盾还将持续下去。

图表 43：中国手游市场被讨论最多的“新赛道”

赛道名称	现有主要作品	待上市的主要作品
女性向	奇迹暖暖、青蛙旅行、恋与制作人、食之契约	闪耀暖暖、食物语、如懿传、恋世界
硬核二次元	火影忍者、崩坏 3、FGO、碧蓝航线、少女前线、永远的七日之都、火影忍者 OL、航海王（阿里）	航海王（腾讯）、妖精的尾巴（腾讯）、崩坏 4、一血万杰、密特拉之星
开放世界	明日之后、我的世界	我的起源、拉结尔、海岛纪元、猎手之王
动作格斗	拳皇：命运、英雄就是我、流星蝴蝶剑、魂武者、影之刃、刺客信条：本色	地下城与勇士、猎人 X 猎人
独立游戏	饥荒、纪念碑谷、蜡烛人、这是我的战争	星露谷物语、中国式家长
H5 小游戏	数量巨大	数量巨大

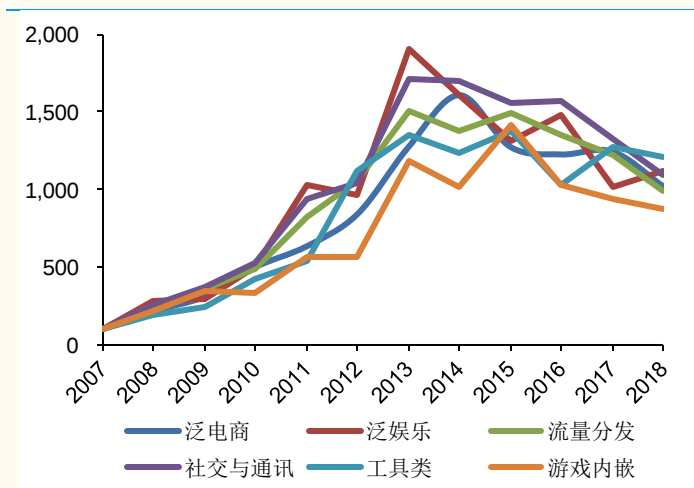
来源：国金证券研究所整理

- 对于绝大部分开发商、发行商来说，“新赛道”只是一个遥远的名词，甚至是口号。在游戏版号恢复的情况下，很多厂商希望在 2019 年继续走老路。缺乏自研能力的厂商仍然会在买量、换皮、抄袭方面投入大量精力；中等自研厂商会继续在传统 MMO、卡牌等领域下注。寻找转型方向的任务，完全由少数头部厂商和聚焦于自研的厂商承担着。中国手游行业必将迎来下一波洗牌：谁愿意创新，谁才能在新的世界有一席之地。

广告：主要行业客户需求不振，2019 年面临艰难时刻

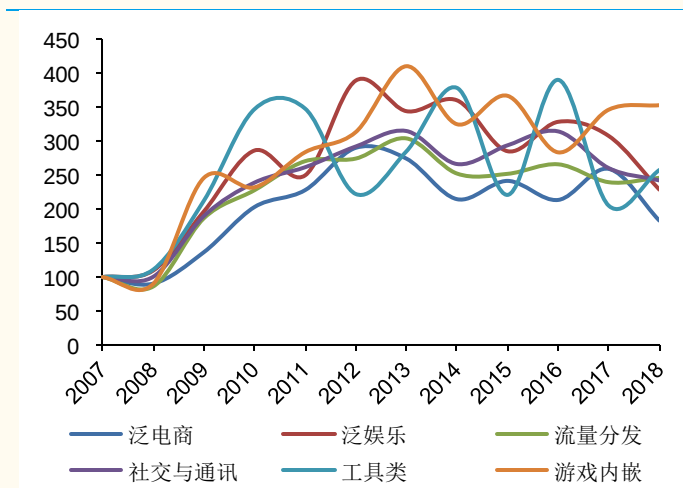
- 我们前面提到：2018 年，互联网流量价格（包括 PC 端和移动端）出现了实质性下跌，而且跌势可能持续下去。仔细研究各个品类，可以发现一些有趣的现象。首先，CPM 价格的波动幅度远高于 CPC，2007 年至今的总涨幅也高于 CPC。其次，泛电商、流量分发、社交与通讯品类的流量价格波动性相对较低，泛娱乐、工具类和游戏内嵌广告的波动性更高。在经济增速放缓，需求不足的情况下，较低的波动性意味着较小的风险。

图表 44：全网各类型 CPM 趋势（2007 年=100）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 45：全网各类型 CPC 趋势（2007 年=100）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 任何互联网广告平台的长期命运，都是由基本供需关系决定的。第一个重要因素是广告密度，或广告位的负载数量。今日头条、微博的广告负载都已经很高，淘宝（包括天猫）、视频网站、百度也不低；在这方面最克制的是微信，不但广告密度很低，而且有很多广告位尚未开辟出来。第二个重要因素是广告效果，即按照 CPC、ROI、CPA、CPS 等任何指标衡量的投

入/产出比；即使是根据 CPM 或时间定价的广告平台，也可以测算出隐含 ROI。我们认为，微信朋友圈、阿里妈妈、今日头条和百度的广告效果比较好，微博、视频网站、门户网站的效果比较差。所以，我们可以合理地推断：微信广告平台的长期潜力非常大；今日头条、淘宝、百度仍有一定的成长空间；微博、视频网站的广告业务则面临着瓶颈。

图表 46：移动互联网广告平台的广告密度和效果



来源：国金证券研究所整理

- 提到广告效果，投资者容易产生一个误区：算法是决定效果的唯一重要因素。事实上，头部互联网公司的算法技术实力相差无几，谁也不比谁弱多少；即便是二线互联网公司，近年来也大举增加算法投入，从而拉近全行业的技术差距。在长期，公司内部的协同效应、管理效率、运营人员的经验都非常重要；但是，算法确实是唯一一个可以在短期内出现重大改变的要素，所以经常被高估。我们认为，在经济增速放缓的情况下，广告主会对开支更加谨慎，对广告效果提出更高要求；除了算法之外，还有两个要素是不可忽视的，而且很难精确衡量：适用场景和社区属性。
- 所谓适用场景，就是指对行业和受众人群的适用面。垂直平台的适用场景最窄：汽车之家、易车网、懂车帝只适用于购车者和车主人，B 站只适用于二次元人群，虎扑只适用于体育爱好者，等等。但是，非垂直平台的适用场景也不一定很宽，例如长视频平台几乎只适用于以 CPM 计价的消费品牌广告。适用场景的宽度本身并没有优劣性，在一个场景内做到极致也可以吸引大量需求。不过，在所有条件等同的情况下，适用场景越宽，就意味着更多的选择。这就是阿里巴巴在已经拥有强大电商平台的情况下，还要向流量分发、娱乐内容、社交等方向扩张的原因。
- 所谓社区属性，就是平台所具备的“社交性”和“话题性”，无论它是来自强社交关系（微信）、弱社交关系（早期的微博）还是兴趣内容（今日头条、现在的微博、B 站）。腾讯旗下的微信和 QQ 无疑具备最强的社交属性，作为二次元内容社区的 B 站也不遑多让；淘宝近年来通过强化内容与互动成分，已经成为电商平台中社区性最强的了；微博的社区属性一直比较强，不过现在已经变成了典型的娱乐八卦社区；今日头条自身的社区属性有限，但是旗下的抖音等短视频应用已经形成了兴趣内容社区。相比之下，百度、浏览器、工具类应用和门户网站的社区属性就很弱。

图表 47：移动互联网广告平台的适用场景和社区属性



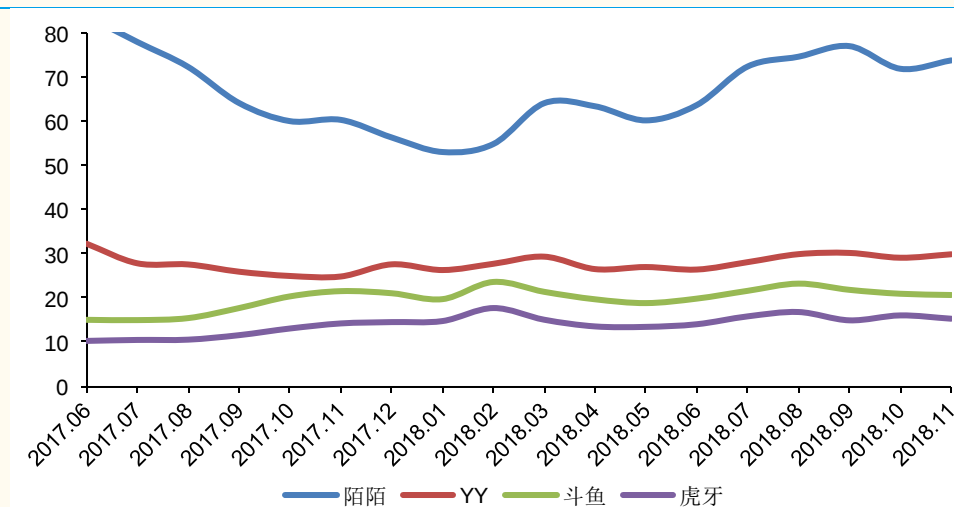
来源：国金证券研究所整理

- 所谓社区属性，就是平台所具备的“社交性”和“话题性”，无论它是来自强社交关系（微信）、弱社交关系（早期的微博）还是兴趣内容（今日头条、现在的微博、B站）。腾讯旗下的微信和QQ无疑具备最强的社交属性，作为二次元内容社区的B站也不遑多让；淘宝近年来通过强化内容与互动成分，已经成为电商平台中社区性最强的了；微博的社区属性一直比较强，不过现在已经变成了典型的娱乐八卦社区；今日头条自身的社区属性有限，但是旗下的抖音等短视频应用已经形成了兴趣内容社区。相比之下，百度、浏览器、工具类应用和门户网站的社区属性就很弱。

直播：秀场直播将受经济形势影响，电竞直播方兴未艾

- 2018年上半年，陌陌、YY、虎牙等主流直播平台的收入增长势头不错。映客成功实现了香港上市，斗鱼、花椒均在策划上市，直播一时间成为资本市场热门名词。耐人寻味的是，直播平台的用户数据谈不上好看：陌陌、YY两大秀场直播应用的MAU同比增速平平；斗鱼、虎牙两大电竞直播应用的MAU增长幅度不错，但是绝对数量不大。

图表 48：四大移动直播应用的MAU走势（单位：百万）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 既然如此，直播平台在 2018 年的高增长是怎么做出来的呢？我们上文提到，抖音、快手等短视频应用的“溢出效应”起了非常大的作用，向直播平台输送了一批优质主播和核心粉丝；他们的数量可能不大，但是活跃度很高、变现能力强。此外，经过多年的探索，秀场直播的商业运营终于走向成熟，2018 年成为 ARPU 提升之年。在经济增长放缓、却还不是很差的情况下，直播这种娱乐形式的吸引力并未下降。
- 然而，2019 年，如果经济持续低迷，而抖音、快手带来的“溢出效应”告一段落，我们很可能看到秀场直播行业的增长骤然放缓。直播的主要变现方式是打赏，打赏金额一般呈现“金字塔分布”：大部分打赏来自少部分头部“土豪”，而这些“土豪”将受到经济周期的显著影响。虽然广大普通观众所受影响可能较小，小额打赏仍会络绎不绝，但是不足以支撑整个行业的发展。我们认为，2019 年的行业亮点只有电竞直播。
- 2018 年 11 月 3 日，来自中国的 IG 战队干净利落地击溃了欧洲老牌战队 Fnatic，第一次高高举起了《英雄联盟》世界总决赛的冠军奖杯。那个晚上，中国的社交媒体被刷屏了。在几个月前的雅加达亚运会上，中国电竞代表队摘得两金一银的佳绩，获得官方媒体的多次报道。电竞赛事从未像现在这样赢得主流观众的关注，电竞直播的热度也因此大为提升。

图表 49：IG 战队代表中国，第一次举起了 LOL 世界大赛冠军奖杯



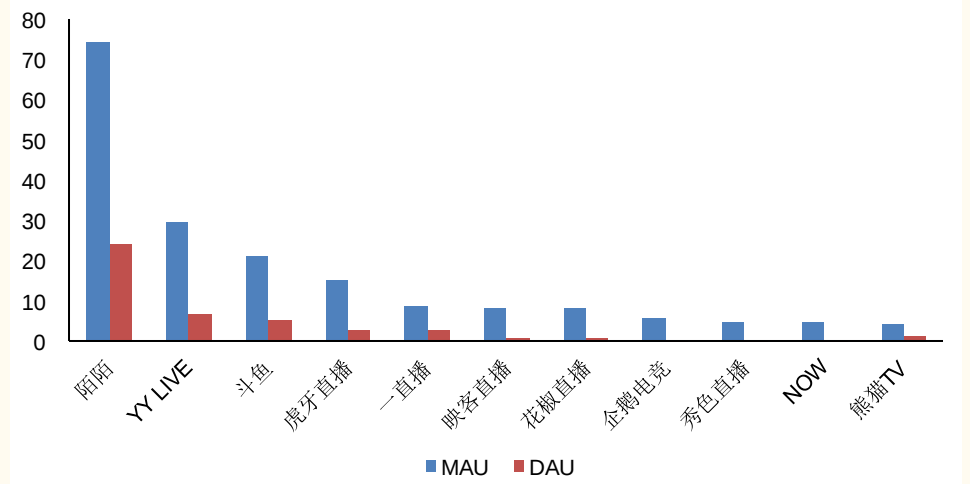
来源：英雄联盟官网，国金证券研究所

- 从 2017 年开始，电竞直播平台基本确立了以斗鱼、虎牙为第一梯队，企鹅电竞、熊猫 TV、龙珠、秀色等为第二梯队的“两超多强”局面。腾讯先后对斗鱼、虎牙进行了战略投资，将其纳入自己的电竞生态系统。2017 年初，斗鱼管理层公开宣布已经实现盈利；2017 年四季度，虎牙也在历史上首次实现盈利。至此，电竞直播全行业亏损的时代结束了。但是，我们可以说电竞直播的商业模式已经确立了吗？绝不然。
- 目前，电竞直播与秀场直播一样，以打赏为最重要的收入来源。相对于秀场直播，电竞直播往往拥有更好的用户黏性，但在交互程度上却远远落后。在秀场直播中，观众的打赏能及时得到反馈，例如打赏后唱歌、表示感谢等；热门的秀场主播往往有 90% 的时间花在与观众的互动上。电竞直播的交互性却要薄弱很多，因为主播的大部分精力花在游戏上，很难对观众的进行实时反馈。所以，电竞直播观众的打赏意愿不高。
- 为了提高商业变现水平，电竞直播平台做出了艰苦的努力：开拓广告、游戏联运等业务；与电竞俱乐部合作，共享商业活动代言、战队经纪权益等；此外就是竞猜。不涉及真实货币的竞猜能增加观众对电竞比赛的代入感，从而增加付费冲动。以虎牙为首的一批直播平台早已开展了竞猜活动。但是，竞猜业务能否大规模展开，第一取决于监管部门的态度，第二取决于

游戏厂商是否乐意对直播平台开放数据接口。我们相信，在 3-5 年之后，打赏收入占据电竞直播行业收入的比例很可能降至一半以下。然而，在此之前，整个行业还需要进行一段艰难的探索。

- 我们的自有数据显示：2018 年 12 月，移动直播市场基本实现了“头部化”。MAU 和 DAU 最高的是陌陌，但是陌陌用户只有 30% 左右观看直播，因此实际直播用户与 YY 大致相仿，两者共同占据统治地位。斗鱼、虎牙是第二梯队，其中虎牙的 MAU 看似低一大截，但是若考虑 YY 平台与虎牙共享的内容和观众，两者仍在同一量级。二线直播平台，无论秀场还是电竞，都已经被甩下很远。接下来，除了 B 站、抖音、快手等视频平台的直播功能之外，已经没有什么力量能对直播市场构成足够的扰动。

图表 50：2018 年 12 月移动直播应用的 MAU 和 DAU（单位：百万）

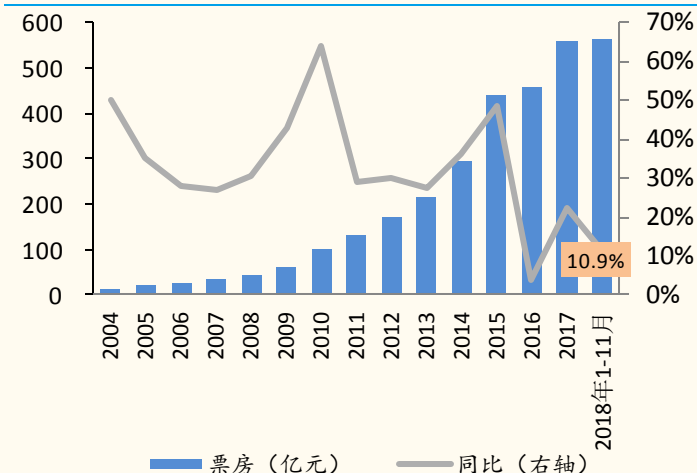


来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

电影：票房进入平稳增长期，龙头集中度持续提升

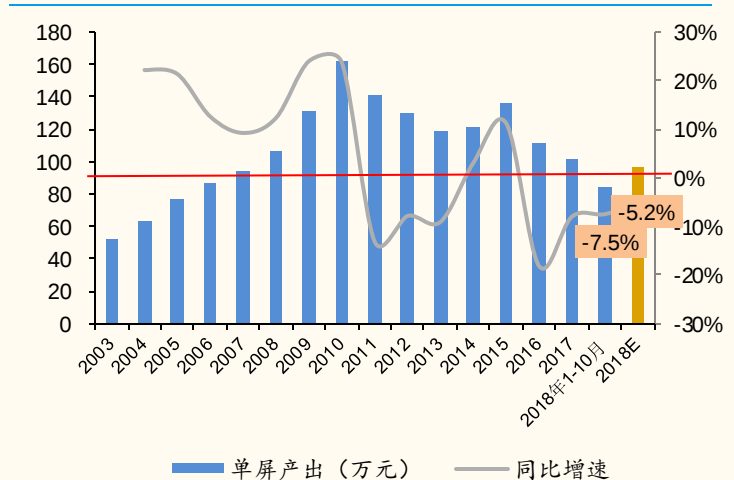
- 2018 年电影行业上市公司业绩表现平淡。前三季度整体票房增速为 13.96%（不含服务费），但是主要院线公司收入增速并没有显著跑赢大盘增长，扣非净利润增速超过大盘增速的公司数量也非常少。我们预期全年电影票房增速在 10% 左右，院线公司的业绩很难比这个水平高太多。业绩平淡的主要原因是银幕快速增长、单屏产出下滑，但下滑幅度已逐步放缓。根据我们的测算，2018 年 10 月银幕同比增速达到 18.1%，1-10 月单屏产出下滑 7.5%；2018 年的单屏产出预计下滑 5% 左右，下滑幅度逐步放缓。

图表 51：2004-2018 年 11 月票房（含服务费）



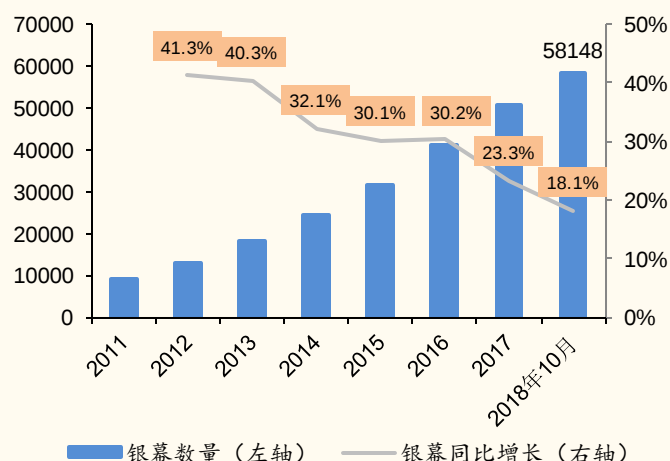
来源：广电总局、艺恩网、国金证券研究所

图表 52：2004-2018 年 11 月单屏产出（不含服务费）



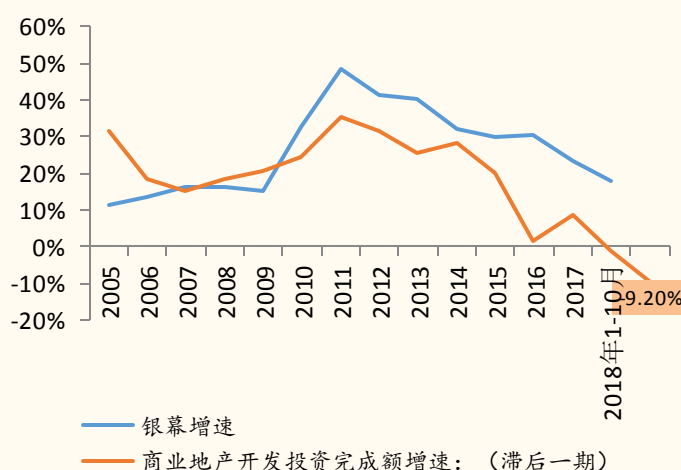
来源：艺恩数据、国金证券研究所

图表 53：2011-2018 年 10 月银幕数量及增速



来源：广电总局、中国电影网、国金证券研究所

图表 54：2005-2018 年银幕增速&商业地产开发



来源：Wind、广电总局、中国电影网、国金证券研究所

- 商业地产开发投资完成额增速在 2017 年首次出现负增长，2018 年 1-10 月累计下滑 9.2%，由于该增速滞后一年和银幕增速的关联度比较高，我们预计 2019 年的银幕增速可能放缓至 10%。但是，政策变化使情况变得更为复杂：12 月 11 日，电影局印发了《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》，提出到 2020 年，全国城市银幕总数达到 8 万块以上，给予符合规定的新建影院每家 20-50 万元的补贴；2018 年底的银幕总数约 5.9 万块，按照匀速增加计算，2019 年和 2020 年的银幕增速预计分别为 17.8%和 15.1%。如果该政策严格执行，预计 2019 年单屏产出下滑的趋势可能仍将持续。《意见》提出对乡镇影院、中西部地区县城影院以及安装巨幕、激光放映机等先进设备的影院给予重点扶持，上市公司受益的主要是三四线城市布局比较多的横店影视以及提供巨幕的 IMAX China。

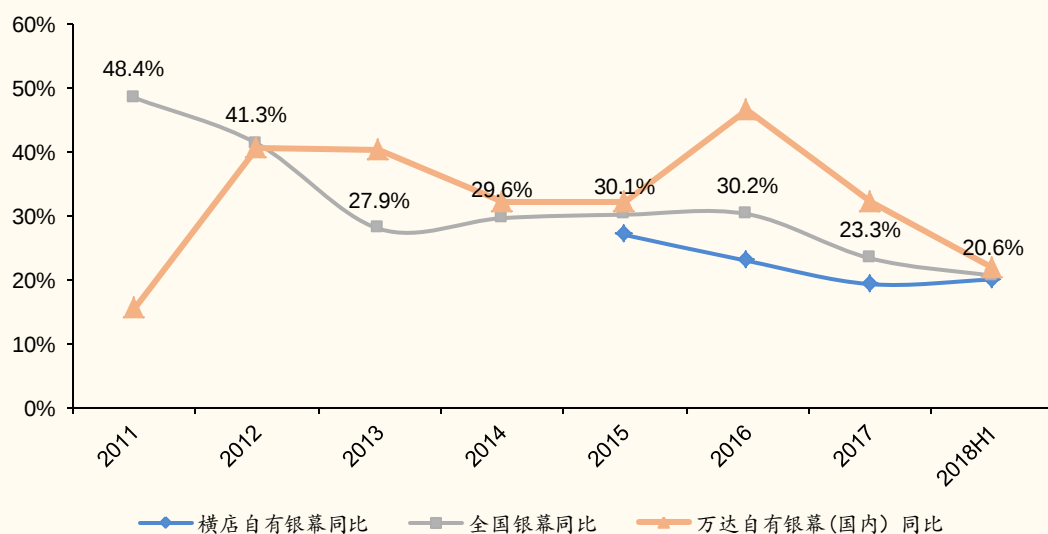
图表 55：电影局 12 月 14 日下发的电影院补贴政策细节

补贴类型	补贴金额
新建或改扩建并加入城市院线的乡镇电影院给予资助	每家不超过 30 万元。
通过国家电影事业发展专项资金资助中西部地区（含国务院规定全面比照享受西部开发政策的地区）县城（县级市）新建（改扩建）影院	每家新建影院资助不超过 30 万元，每家改扩建影院不超过 20 万元。
电影院安装巨幕系统、激光放映机等先进技术设备的	将按照设备采购支出的 20%予以资助，每家影院不超过 50 万元。

来源：电影局官网、国金证券研究所

- 2018 年 1-11 月前十大院线的市占率为 68.7%，比 2017 年全年提升了 1.06%。龙头公司如万达院线、大地院线等市占率持续提升，但提升速度并不显著。可是，前十大影投公司票房占总票房的比例与 2017 年相比却下降了 3.02%，大部分的市占率低于去年。我们认为上述数据的差异是因为国内院线多采用加盟方式进行快速扩张，资产联结影院相对较少。这实际上说明了国内的影院市场还是非常分散的。值得注意的是，万达院线 2018 年院线市占率提升 0.43%，与其他资产联结为主的影院相比提升比较显著，主要是由于其银幕增速略高于全国增速，而横店影视 2018 年的银幕增速比以往有所提升，保持了和全国同步，院线市占率也略有提升。

图表 56：万达、横店自有银幕增速与全国银幕增速比较



来源：公司公告、广电总局、国金证券研究所

- 在内容方面，2018 年国产片大放异彩。2018 年 1-11 月票房前十的影片中，国产电影占到 6 部，且票房前四均为国产片，其中两部电影豆瓣评分超过 8 分。2018 年 1-11 月，国产片占比高达 63.9%，同比增长 37.3%，进口片占比仅为 36.1%，近十年来首次出现票房负增长，同比下滑 17.4%。
- 不过，2019 年将是进口片大年！从目前公布的北美电影档期来看，2019 年将有多部超级英雄片上映，其中漫威 5 部，包括重磅电影《复仇者联盟 4》、《惊奇队长》、两部《X 战警》系列、《蜘蛛侠：英雄远征》；DC 的《沙赞》和《小丑》也值得期待。《终结者 6》、《王牌特工 3》、《星球大战 9》、《黑衣人衍生电影》、《霍伯斯与肖》（《速度与激情 8》外传）均属于知名 IP 系列。昆汀·塔伦蒂诺自编自导的《好莱坞往事》和李安的新作《双子煞星》均属于重磅作品。动画电影中《驯龙高手 3》、《玩具总动员 4》和《冰雪奇缘 2》的前作都在中国取得过不俗的票房。《精灵宝可梦：大侦探皮卡丘》和《狮子王》均属于知名动画 IP 改编的真人版电影。但是从目前的片单来看，2019 年的进口片将有强劲的增长，最直接的受益标的为进口片发行商之一的中国电影以及进口片占比较高的 IMAX China。

图表 57：2018 年 1-11 月票房 TOP10 影片

电影名称	票房(亿, 含服务费)	国产/进口	相关上市公司	豆瓣评分
红海行动	36.51	国产	博纳影业	8.3
唐人街探案 2	33.98	国产	万达电影	6.7
我不是药神	30.97	国产	北京文化/阿里影业	9.0
西虹市首富	25.47	国产	新丽传媒/阿里影业	6.6
复仇者联盟 3:无限战争	23.91	进口	华特迪士尼影业/美国漫威影业公司	8.1
捉妖记 2	22.37	国产	中国电影/猫眼/企鹅影视/淘票票/横店影业	5.0
毒液:致命守护者	17.47	进口	美国哥伦比亚影片公司/美国漫威影业公司	7.3
侏罗纪世界 2	16.96	进口	美国环球影片公司/美国传奇影片公司	6.7
前任 3:再见前任	16.45	国产	华谊兄弟	5.5
头号玩家	13.97	进口	美国华纳兄弟影片公司	8.7

来源：艺恩、豆瓣、国金证券研究所

- 2019 年国产片因供给端收缩，增速可能会有一定的压力。根据我们的草根调研，从 2018 年 Q4 开始，由于资金面紧缺，电影项目出现融资困难的情况，开机率有所减少，预计会影响到明后两年的影片供给。从月度数据来看，2018 年上半年票房基数比较高，下半年基数低，我们判断 2019 年上半年国产片的增速压力更大。尤其是 18 年春季档影片的爆发，使得 2 月

和 3 月同比分别增长 64%和 52%，2019 年春节档虽然也有不少重磅电影上映，其中《疯狂的外星人》成为票房冠军的概率比较高，但是其他电影中有系列前作大卖的作品比较少，预计很难再现 18 年春季档票房的辉煌。

- 从长期看，根据发达国家的数据，人均每年观影次数达到 4 次以后将保持相对稳定。我国 2017 年人均观影人次仅为 1.16 次，如果仅统计城镇人口的人均观影次数也只有 1.99 次。从结构来看，2017 年一线城市人均观影人次达到 3.75 次，接近发达国家水平，2018 年 1-11 月同比仅增长 4.16%；二线及以下城市的人均观影 2017 年仅为 1.03 次，提升空间还很大，2018 年 1-11 月同比增长 8.54%。从 2018 年 1-11 月的数据看，一线城市的票房占比降低至 19.2%，三线及以下城市的票房占比提升至 41.4%。我们预计到 2021 年在乐观、中性、悲观三种预期下总票房分别为 1019、898、790 亿元，以 2017 年为基准年复合增速分别为 16.2%、12.6%、9%。

图表 58：2021 年票房预测

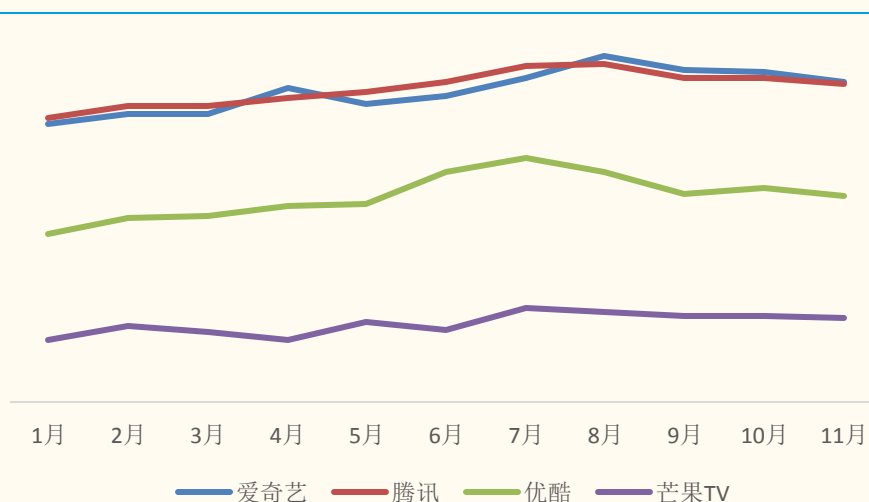
	乐观	中性	悲观
总人口（亿）	14.2	14.2	14.2
城镇人口（亿）	8.80	8.80	8.80
城镇化率	62%	62%	62%
城镇人口人均观影次数	3.0	2.7	2.5
平均票价（元，含服务费）	38.3	37.2	36.2
总观影人次（亿）	26.62	24.13	21.83
平均年复合增速	13.2%	10.5%	7.7%
总人口人均观影次数	1.9	1.7	1.5
一线城市人均观影次数	4.22（年复合增速 3%）	4.06（年复合增速 2%）	3.90（年复合增速 1%）
二线城市人均观影次数	1.86（年复合增速 14%）	1.74（年复合增速 12%）	1.56（年复合增速 8%）
票房（亿元，不含服务费）	1019	898	790
平均年复合增速	16.2%	12.6%	9.0%

来源：国金证券研究所，注：年复合增速的基准为 2017 年。

视频与剧集：竞争格局将出现巨大变化，付费渗透率持续提升

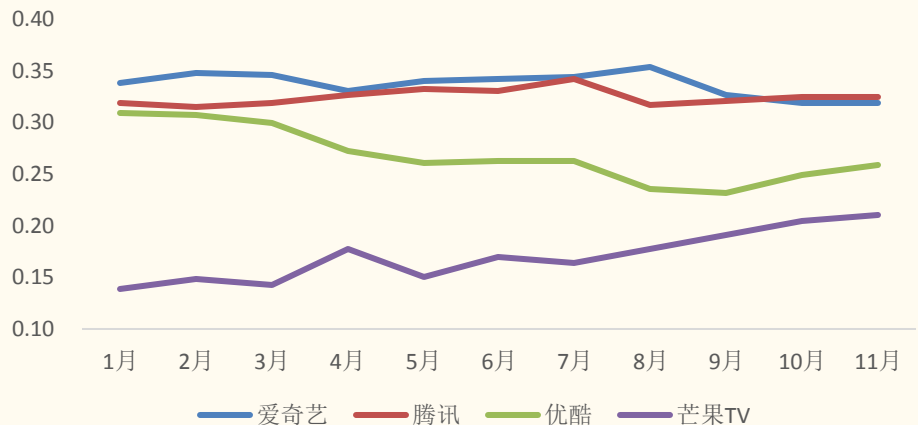
- 视频网站 2018 年竞争格局相对稳定，活跃度来看芒果 TV 提升显著。从我们监测的月活来看，四大视频网站都在波动中呈现上升趋势，竞争格局趋于稳定。目前主流视频网站的付费渗透率尚不到 20%，考虑到奈飞的付费渗透率超过 95%，我们认为国内视频网站的付费渗透率还有很大的提升空间。从 DAU/MAU 反映的活跃度来看，芒果 TV 提升显著，主要是 2018 年湖南卫视和芒果 TV 推出的综艺流量增长显著，剧集方面暑期档的新版《流星花园》也成为了同档期的爆款。

图表 59：主要视频 APP 的 MAU 变化趋势



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 60：主要视频网站DAU/MAU 变化趋势



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 2018 年剧集播放量不及 2017 年，网络剧上升趋势显著。截至 12 月 16 日，全网排名第一的《延禧攻略》累计播放量 182 亿次，而 2017 年的《楚乔传》《三生三世十里桃花》累计播放量均超过 450 亿次。主要是由于 2018 年执行限古令、多部大剧推迟播出、题材撞车等因素导致。从结构上来看，网络剧上升趋势显著，爱奇艺定制剧《延禧攻略》实现了先网后台的播出形式，《如懿传》改为纯网剧以后也获得了播放量第三的排名。

图表 61：2018 年剧集网络播放量 TOP10

排名	剧名	播放量 (亿次)	网络上线时间	网络播出平台	出品方	备注
1	延禧攻略	181.8	2018-7-19	爱奇艺	欢娱影视, 爱奇艺	先网后台
2	恋爱先生	164.4	2018-1-12	优酷+腾讯+芒果 tv	陕西文投艺达投资	电视剧
3	如懿传	161.5	2018-8-20	腾讯	新丽传媒 (阅文集团)	纯网剧
4	香蜜沉沉烬如霜	150.6	2018-8-3	优爱腾三家	完美影视、幸福蓝海、鲲池影业	电视剧
5	扶摇	144.0	2018-6-18	腾讯视频	柠萌影业	电视剧
6	谈判官	130.1	2018-2-4	优爱腾三家+芒果 tv+搜狐	华策克顿	电视剧
7	归去来	102.5	2018-5-4	优爱腾三家+芒果 tv	完美影视、儒意影业、吉翔影坊 (吉翔股份)	电视剧
8	猎毒人	93.9	2018-7-7	优爱腾三家	公安部金盾影视、爱奇艺、上海文广	电视剧
9	温暖的弦	83.6	2018-5-1	腾讯+优酷+芒果 tv	聚美影视 (聚美优品)、观达影视 (思美传媒)	电视剧
10	烈火如歌	82.5	2018-3-1	优酷	嘉行传媒、尚世影业 (东方明珠)、完美影视	纯网剧

来源：艺恩数据、国金证券研究所，注：统计截至 12 月 16 日，红字字体为上市公司。

- 2018 年头部综艺腾讯领跑，芒果 TV 整体市占率领先。在头部的自制综艺里，腾讯和爱奇艺优势显著，优酷的自制综艺相对比较弱。在播放量前十的综艺里，芒果 TV (含湖南卫视) 占据 4 部，前 20 部中占据 9 部，接近半壁江山。除了湖南卫视的老牌综艺以外，芒果 TV 出品的纯网综艺流量上升显著，《妻子的浪漫旅行》、《妈妈是超人第三季》、《勇敢的世界》、《我想和你唱第三季》等节目均有不俗的表现。

图表 62：2018 年综艺节目网络播放量 TOP10

网络播放量排名	综艺名称	累计播放量 (亿次)	出品方	播出平台	备注
1	奔跑吧 第二季	69.1	浙江卫视	腾讯+爱奇艺	电视综艺
2	明日之子 第二季	51.9	腾讯视频、哇唧唧哇、TME	腾讯视频	网络综艺
3	创造 101	51.3	腾讯视频、企鹅影视、七维动力	腾讯视频	网络综艺
4	快乐大本营 2018	42.8	湖南卫视	芒果 tv	电视综艺
5	极限挑战 第四季	36.4	东方卫视	腾讯+爱奇艺+优酷	电视综艺
6	偶像练习生	35.9	爱奇艺	爱奇艺	网络综艺
7	向往的生活 第二季	32.1	湖南卫视	爱奇艺+芒果 tv	电视综艺
8	歌手 2018	29.6	湖南卫视	优酷+芒果 tv	电视综艺
9	中餐厅 第二季	26.3	湖南卫视	芒果 TV+腾讯	电视综艺
10	王牌对王牌 第三季	25.7	浙江卫视	腾讯视频	电视综艺

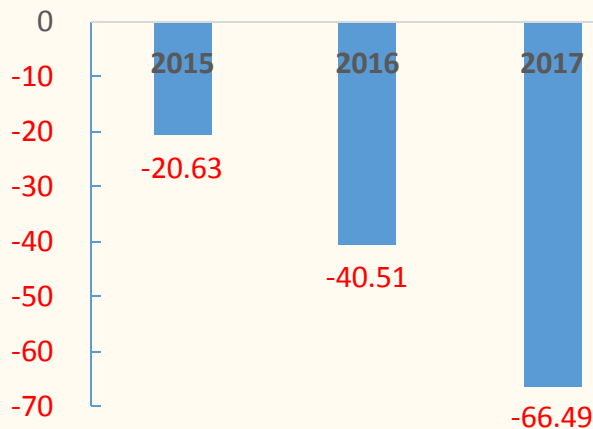
来源：艺恩数据、国金证券研究所，注：统计截至 12 月 16 日，黄色背景为芒果 TV 拥有版权的节目。

- 影视行业政策监管趋严。2018 年以来广电总局和税务总局对影视行业加强了监管，主要包括几个方面：内容监管，价值观导向控制；影视明星片酬监管；税收监管；加强对网络内容的治理力度。由于监管趋严，中小影视公司的项目播出慢、回款慢、税收补缴压力大，造成了许多影视项目开机推迟，在横店拍摄的影视项目大幅减少。我们预计 2019 年可能出现“剧荒”，造成头部剧新一轮的涨价潮。行业会出现重大的整合，龙头公司华策影视由于现金流情况相对较好，市占率有望进一步提升。
- 三大视频网站血战，爱奇艺可能在 2019 年率先出现资金危机。从下图我们可以看到爱奇艺从 2015 年开始，现金流缺口 (经营性现金流+投资性现金流) 不断扩大，2017 年为负 66.5 亿元。过去 3 年半，爱奇艺累计融资 389 亿元，平均每年融资 111 亿元，远高于奈飞 (过去 8 年平均融资 10.8

亿美元)。我们预计爱奇艺 2018 年的现金流缺口增速为 50%，达到 99.8 亿元。爱奇艺不披露季度现金流量表，但是我们根据资产负债表测算，2018 年三季度现金流缺口为 39 亿元，剔除掉投资天象互娱支付的现金（我们估算约 10.6 亿元），剩余的现金流缺口为 28.4 亿元。

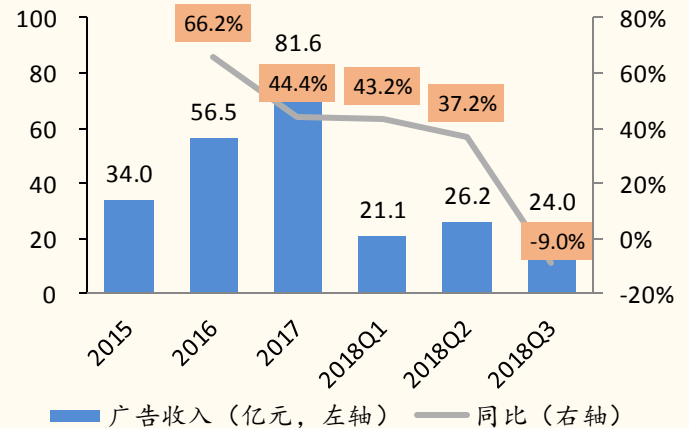
- 假设 2019 年现金流缺口不增长的情况下，爱奇艺账上的现金只够烧 4 个季度，实际上在 3 个季度内就需要启动新一轮的融资，而且每年融资额要保持 100 亿元左右的规模。参考奈飞的融资方式，爱奇艺发债融资的可能性比较大，如果百度支持力度不及预期，爱奇艺可能面临重大的资金危机。此外，爱奇艺的广告收入在 2018 年 Q3 首次出现同比和环比的负增长。视频网站的竞争格局可能会在 2019 年底发生翻天覆地的变化。

图表 63：爱奇艺经营性现金流+投资性现金流（亿元）



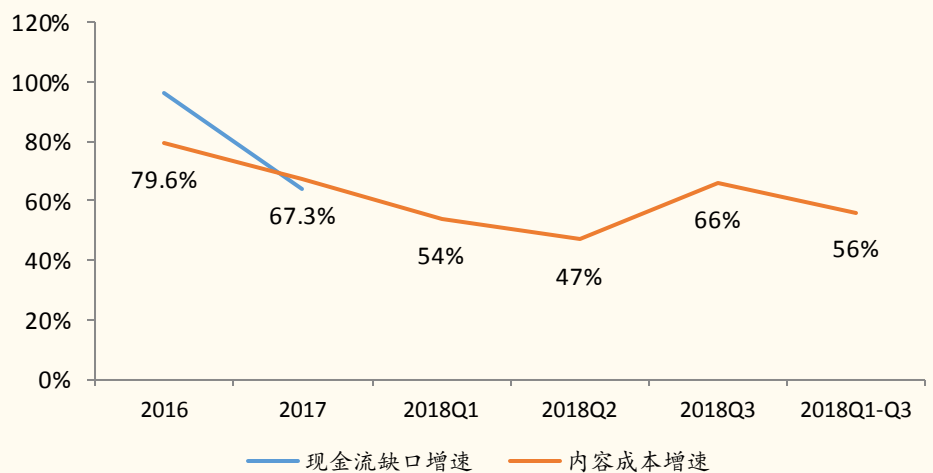
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 64：爱奇艺广告收入和同比



来源：国金证券研究创新中心，公司公告，国金证券研究所

图表 65：爱奇艺现金流缺口增速&内容成本增速



来源：公司公告，国金证券研究所，注：现金流缺口为经营性现金流+投资性现金流合计值

投资建议

- 在消费需求不足、监管继续趋严的情况下，未来 5 年的互联网与传媒行业将呈现“头部集中”的格局：虽然流量价格下降似乎让中小厂商松了一口气，但是它们的抗风险能力更弱、对监管的理解不可能很深入。以腾讯、阿里为代表的互联网巨头将以战略投资、并购、扶持新业务等方式，加强对整个行业的控制。2019 年，受益的上市公司分为两类：第一是“腾讯系”“阿里系”的核心成员；第二是在细分行业具备特色和用户黏性的垂直平台或内容公司。与过去几年一样，这仍将是大浪淘沙的一年。

腾讯控股

- 2018 年 10 月，腾讯的组织架构调整，透露了管理层的长期战略：首先，坚持以绩效导向，互动娱乐、微信等绩优事业群几乎毫发无损，而业绩贡献较低的网络媒体、移动互联网事业群被彻底分拆。其次，打破内部山头林立的格局，尤其是将各大事业群的广告业务统一为“广告营销服务线”，更好地对海量用户进行货币化。再次，加强对企业、政府等 B 端业务的投入，进一步提升基础研发投入，为今后十年做准备。
- 腾讯的“灵魂业务”是游戏。在游戏市场，腾讯在流量、产品、市场、运营等各个环节都拥有压倒性的优势，2018 年“吃鸡”大战的历程就是腾讯压倒性优势的集中体现。如果监管放松，腾讯游戏业务还有很多好牌可打：《地下城与勇士》《英雄联盟》两款热门端游尚未改编为手游；在二次元领域、女性向游戏等赛道上，腾讯的产品积累非常雄厚。从另一个角度看，在监管收紧的过程中，最先撑不下去的往往是中小厂商，它们无法负担高昂的合规成本；结果，腾讯、网易这样的超级巨头反而会因祸得福。
- 在腾讯为未来 5-10 年准备的弹药中，最有潜力、最容易被低估的是小程序。我们已经进入移动互联网的下半场：用户越来越懒惰，超级 App 日益膨胀，甚至取代了一部分应用商店和操作系统的使命。微信小程序就是在微信内部制造的轻量级生态系统，它在游戏、电商、O2O 等领域已经证明了自己的实力。最近推出的微信 7.0 版告诉我们：腾讯一直在密切关注着用户习惯的变化，它还有许多牌没有打出去，关键是如何打。

阿里巴巴

- 2018 年，阿里的核心商务业务面临着 GMV 增速放缓、货币化率短期见顶的压力。在经济下行的大背景下，阿里显然会控制货币化率，转而寻找其他增长点。然而，无论是线下零售、O2O、大文娱、云计算还是海外业务，都只能驱动收入增长，而不是利润增长。未来 1-3 年，阿里绝不能放弃在新兴领域的投资，这就使得它的短期业绩承受巨大压力。
- 在电商领域，阿里最大的威胁不是拼多多，而是经济周期：阿里的全套“新零售”战略都是基于消费升级、提升用户体验，如果消费升级的过程被暂时打断，“新零售”的逻辑就会发生变化。此外，监管环境的变化也很微妙，2017 年开始的“去杠杆化”使得蚂蚁金服的战略定位转向金融技术服务商，2019 年即将执行的《电子商务法》影响还很难评估。
- 不过，投资者也无需过度担心。在历史上，阿里最大的优势是反应速度快、执行力强。淘宝、支付宝等核心应用的迭代速度很快，运营人员极富经验；在新兴业务上，阿里从不吝惜交学费，也从不轻易放弃。关键在于，阿里的人才培养机制一直保持着顺畅运营，企业文化也保持着高度的凝聚力。在可见的未来，阿里仍将具备对环境的极强适应能力。

百度

- 2017 年以来，百度核心业务收入增长的最大动力之一是搜索首页“信息流化”带来的新增广告位和用户时长。2018 年，“凤巢”广告投放系统的升级，提升了广告的点击率，从而在不增加广告位的情况下增加了收入。与

此同时，对 O2O 和金融业务的剥离也对营业利润率起到了提振作用。然而，进入 2019 年，以上影响都会逐渐消失，百度仍然需要寻找新的增长点。与腾讯和阿里相比，百度在战略上已经落后太多。

- 虽然百度在 AI 方面投入了大量资源，技术上也确实比较领先，但是 AI 在消费层级的大规模应用还很遥远。无论是无人驾驶还是智能家居，要在未来三年内成为百度的核心业务，难度都很大。现在，百度的战略目标是做汽车和家居行业的安卓系统，通过控制基础架构来控制市场。虽然这个战略有可行性，但是诸多竞争对手肯定不会让它如愿以偿。
- 无论如何，百度在中文搜索引擎市场的地位还是不可撼动的。过去几年，超级应用内部的搜索功能对百度构成了严重的分流，但是在大部分中低端用户心目中，“有问题百度一下”仍然是最自然的想法。问题在于，百度的核心竞争力也仅此而已了——它一直不擅长开发消费者应用，从而无法形成一个真正的生态系统。它的技术实力无法转化为市场份额。

网易

- 2018 年对于网易来说可谓“先苦后甘”：风光一时的《荒野行动》败于腾讯的《刺激战场》；《楚留香》的体量尚不足以驱动新一轮业绩增长；《第五人格》只是叫好，并不叫座……到了 11 月，随着《明日之后》的上线，网易的业绩才真正企稳。2016 年以来，以《王者荣耀》为代表的移动电竞游戏成为市场主流，而网易未能抓住这波浪潮。此后，网易在二次元、开放世界方面取得了一定的成就。但是，对于网易而言，这种成功还不够，必须有下一款《梦幻西游》《阴阳师》量级的产品才能驱动增长。
- 2019 年可能是网易的产品大年：《梦幻西游 3D》已经内测，《暗黑破坏神》手游很可能上线，日本知名手游《幻兽契约》《密特拉之星》已经确定引进，还有《天谕》《神谕文明》等有一定创新性的大作。如果版号是一次性大规模放开，缺乏自有流量的网易可能面临买量成本的飙升；如果版号是逐渐分批放开，网易可以按部就班地推出精品，反而可能受益。
- 现在，网易对游戏业务的战略其实与腾讯很像：一方面，在 Steam 上寻找新玩法、新题材，进行合作、模仿或改造，《第五人格》就是范例；一方面，在海外寻找战略合作对象，对 Bungie 的投资就是范例。但是，在规模和资本实力上，网易均无法与腾讯相提并论。从长期看，网易的问题是“高不成低不就”：作为内容方而言太大了，作为生态系统而言又太小了。

哔哩哔哩

- 在安倍首相访华之后，中日关系明显回暖，2019 年必将是中日文化交流的大年，B 站必将是最大的受益者之一。除了继续引进日系二次元文化产品，近期 B 站也加大了国漫投资与开发力度，优质国漫 IP 的游戏和电商变现道路正在打开。目前，B 站有 17 款手游正在预约，但是进行过大规模内测的不多，暂时很难预测市场表现。从预约量和 IP 热度看，我们认为《一血万杰》《妃十三学园》《桃源乡》取得市场成功的希望较大。由于游戏产品储备丰富，其中只要有 1-2 个出彩的，B 站的游戏业务就将迎来较快增长。
- B 站游戏业务最大的优势是：自带流量、社区属性强，几乎不需要买量，也不太依赖渠道联运。所以，B 站游戏代理的成功率和利润率都可以高于大部分竞争对手。此外，其他厂商发行的二次元游戏经常会选择 B 站联运，例如《阴阳师》就有大量用户来自 B 站。当然，二次元游戏是一个小圈子，用户体量不会太大，但是对于现在的 B 站而言已经足够了。

世纪华通

- 只要解决版号问题，2019 年将成为“腾讯系”的大年，而即将并入世纪华通的盛大游戏是规模最大、资历最老的“腾讯系”公司。从 2015 年由腾讯代理《热血传奇》，到 2017 年发布《龙之谷》，以及 2018 年发布《传奇世界 3D》，盛大维持着每年至少由腾讯代理一款产品的节奏。2019 年，经

典 IP 续作《龙之谷世界》将由腾讯发行，新产品《七大罪》《龙枪》也很可能上线。我们相信，产品储备对盛大来说不是问题。

- 世纪华通自身的游戏业务（七酷、点点等）也可圈可点：2018 年由腾讯发行的《魔力宝贝》虽然昙花一现，但是首月表现不错；海外发行的《阿瓦隆之王》《火枪纪元》均是头部产品。世纪华通与盛大游戏整合之后，将成为 A 股最大的游戏公司，也是全国除了腾讯、网易之外最大的游戏公司。而且，除了与腾讯密切合作，公司还保留着强大的发行团队。

金山软件

- 2019 年上半年，被期待已久的《剑网 2》《剑网 3》手游均将上线。我们认为，《剑网 3》不断推迟上线的主要原因是产品尚不成熟；而且，2018 年下半年“端转手”产品的市场表现普遍不太好。西山居的研发实力不容怀疑，在历史上，《剑侠情缘》手游也出现过延期，但是上线之后的效果很好。除了由腾讯代理的《剑网》系列，西山居正在预约的手游还包括《最终幻想：勇气启示录》《少女咖啡枪 2》《猎魔军团》《黎明决战》等，涵盖了 RPG、平面射击、RTS 等多个品类。
- 在非游戏业务方面，金山 WPS Office 已经是国内用户最多、收入水平最高的 B 端移动互联网应用之一，几乎没有同一量级的竞争对手；金山云排名国内第三，虽然尚未盈利，但是在游戏、视频等行业具备举足轻重的实力。目前，金山办公正在申请 A 股上市，我们预计 2019 年内完成的可能性很大。届时，对金山软件非游戏业务的价值重估也会开始。

金科文化

- 2018 年，金科文化全面收购“汤姆猫”IP 的开发方 Outfit7。我们认为，这次并购产生了巨大的协同效应：“汤姆猫”是全球知名的儿童与合家欢游戏 IP，但是在国内缺乏推广和运营，尤其是没有开发国内安卓市场。今年以来，“汤姆猫”新游戏发行的频率明显提升。我们的自有监测数据显示，多款“汤姆猫”游戏都进入了国内游戏 MAU 排行榜的前 100 名。
- 虽然游戏版号恢复了，但是对游戏内容的审核仍会趋严，国家非常重视对未成年人的保护。“汤姆猫”系列可谓最适合青少年的“健康游戏”，监管风险远远低于重度游戏，而且具备教育意义。目前，“汤姆猫”游戏主要依靠广告而非内购收费，也在一定程度上降低了监管风险。围绕这个 IP 进行的影视作品和实体衍生品开发也在方兴未艾之中。

完美世界

- 万众瞩目的《完美世界》同名手游将于 2019 年上半年由腾讯代理。但是，完美世界不止有这一款值得期待的手游。我们认为，《笑傲江湖》《我的起源》的收入水平都可能超过《完美世界》手游。尤其是《我的起源》，是目前市场最热门也最缺乏的开放世界 MMO 类型，早已被腾讯签下。在《明日之后》取得成功后，《我的起源》非常值得期待。
- 在国风二次元方面，公司一直没有停止尝试，目前《云梦四时歌》《梦间集 2 天鹅座》都在内测阶段。我们对这两款游戏自身的期望值不高，但是它能积累宝贵的经验，帮助公司在二次元、女性向等“新赛道”上有所斩获。《云梦四时歌》还将进一步加深公司与腾讯的合作关系。

万达电影

- 万达电影是国内最大的院线公司，2018 年 1-11 月的院线市占率为 13.49%，比 2017 年提升 0.43%；市占率的提升主要是依赖资产联结（自营）影院。公司未来每年预计新增 80 家影院，增长率很可能快于全行业；非票收入仍有很大空间（主要是衍生品和广告）。我们认为在票房增速放缓的背景下，中小影院面临比较大的竞争压力，有利于龙头影院市占率的稳步提升。

- 收购整合万达影视的方案正在推进中，万达影视旗下拥有《唐人街探案》、《寻龙诀》等爆款 IP，同时电视剧和游戏业务未来也会围绕 IP 进行产业整合，发挥协同效应。公司电影项目储备丰富，2019 年预计有《熊出没 6》、《情圣 2》、《沉默的证人》、《全职高手》、《诛仙》、《鬼吹灯之天星术》等电影项目上映。从国际经验看，影视公司被大集团收购整合是大势所趋，因为电影票房收入的波动比较大，所以需要体量较大且稳定的收入来源作为后盾支持。集团多业务的整合，也有利于影视 IP 的变现和沉淀。万达电影整合完成后将成为打通电影上下游全产业链的重要龙头。

横店影视

- 横店影视的 ROE 是所有上市院线公司中最高的，主要是由于定位和运营都做到了接地气。新建影院都会带来比较大的资本开支，横店的整体定位为中档，装修和设备采购成本不高，再加上精细化的运营，使得其影院的平均回报周期在行业内处于领先水平。根据我们的测算，2017 年单影院的平均投资额，金逸影视为 3305 万元，万达为 1915 万元，横店仅为 839 万元。横店也做到了与行业平均水平接近的银幕增速，尤其是 2018 年上半年出现了加速扩张的趋势。投入少、回报快、接地气，使得横店在区域分化显著的国内环境下，走出了一条独特的运营路线。
- 横店的优势区域在于三线以下城市和城郊结合部，这是中国发展潜力最大的电影市场。万达、星美虽然也在三线城市大举扩张，基本盘却仍在一二线城市；大地比较重视三线城市，然而财力有限，在香港上市的低估值制约了资本运营潜力。虽然横店缺乏万达、中影、上影那样的全产业链布局，但是只要抓住三线以下城市这个立足点，反而具有很大的潜力。从目前电影局的政策导向来看，对乡镇以及西部地区的影院建设将给予补贴，我们预计 2019 年横店也会受益于政策的红利。

IMAX China

- 2019 年将是进口片大年，对公司形成比较大的利好。虽然近些年华语片在公司的票房占比中不断提升，但是进口片仍是公司最重要的基本盘（2018 上半年的票房占比高达 73.9%）。2018 年上映的《复仇者联盟 3》首周末狂揽 1.28 亿 IMAX 票房，创 IMAX 中国首周末票房纪录。好莱坞大片由于工业化程度高，IP 口碑效应强，3D 格式多，通过 IMAX 版本观看的需求旺盛。从 2019 年的片单来看，多部超级英雄系列大作，尤其是《复仇者联盟 4》会继续上映，预计会再次带来 IMAX 电影的火爆。
- 电影局 2018 年 12 月提出的政策目标是 2020 年达到 8 万银幕，影院建设加速有利于设备提供商。从过去 IMAX 的银幕增速来看，基本保持和行业同步的增速。我们预计 IMAX 未来的订单有比较确定性的保障。根据政策细节，今后电影院安装巨幕系统、激光放映机等先进设备的影院，将按照设备采购支出的 20% 予以资助，每家影院不超过 50 万元。我们认为该政策将对 IMAX 这样的主流巨幕系统供应商带来正面影响。

芒果超媒

- 芒果 TV 是另辟蹊径的优质视频平台，投入少效率高。和其他综合视频网站不同，芒果 TV 定位年轻都市女性，做到了精细化运营，在低成本投入下实现了高速增长和盈利。2017 年爱奇艺和快乐阳光成本相差近 10 倍（126 亿元 vs 13 亿元），现金流缺口相差 10.6 倍（66 亿元 vs 6.3 亿元），但是收入差距只有 5.16 倍，2018 年前三季度进一步缩小至 4.48 倍。
- 受益于付费渗透率提升的红利，互联网视频业务处于高速发展期。公司 2018 年前三季度广告收入增长 127.61%，会员收入增长 128.82%，付费会员增至 819 万，付费渗透率进一步提升。互联网视频的毛利率也从 17 年的 -1.1% 提升至 18H1 的 23.2%。我们认为公司的付费会员长期看可能达到 3000 万左右量级，综合毛利率有望持续提升。

- 2019 年，芒果 TV 预计推出的综艺节目有《向往的生活》、《妻子的浪漫旅行》（2 和 3）、《明星大侦探 5》、《勇敢的世界 2》、《幻乐之城 2》、《声临其境 2》、《野生厨房 2》等；预计上线的电视剧有《南烟斋笔录》、《巨匠》、《青春斗》、《海棠经雨胭脂透》、《鳄鱼与牙签鸟》、《隐秘而伟大》等。丰富的项目储备为公司的广告和会员增长打下了坚实的基础。

阅文集团

- IP 变现产业链深化布局，新丽传媒协同效应可期。新丽传媒出品的《如懿传》改为纯网剧播出以后仍获得超过 161 亿的点击，网络播放量排名第三，同时阅文集团参与投资的《斗破苍穹》、《武动乾坤》、《你和我的倾城时光》18 年上线后都取得了不俗的口碑和播放量，但因投资比例不高，对业绩影响不大。阅文集团拥有众多网文头部 IP，在收购新丽整合完成后，借助新丽传媒优良的影视剧制作能力，以及网文原作者与影视剧编剧之间更为紧密的沟通交互，预计将呈现出更多主投主控的爆款 IP 剧，对业绩的影响将逐步体现。2019 年预计开拍或上线的《庆余年》（猫腻所著）和《斗罗大陆》（唐家三少所著）均为白金作家的重磅项目，值得重点关注。
- 2019 年在线阅读业务用户规模以及付费趋势向好，自有渠道、微信读书以及腾讯视频读书频道的增量值得期待。微信 7.0 改版之后，加强了“看一看”的作用；虽然目前阅文尚未获得“看一看”的直接导流，但是将来不排除这种可能性。而且华为、OPPO 的手机预装效果也会逐步释放。

华策影视

- 2018 年对于影视行业的监管政策趋严，使得许多中小公司面临巨大的资金压力，行业洗牌加剧，集中度必然上升。华策影视由于项目播出和开机率都保持稳定的节奏，现金流情况也是上市公司中相对比较好的水平，整体来看抗风险能力更强，市占率有望进一步提升。
- 2019 年“剧荒”，能会造成头部剧新一轮的涨价潮。2018 年由于视频网站竞争格局相对稳定，头部剧涨价的趋势有所放缓，但下半年行业整体开机率不足，可能会造成 2019 年供给端的大幅收紧，2019 年涨价可能再次出现。此外，2018 年对明星片酬的监管，也使得龙头影视公司的成本压力有所缓解，我们预计毛利率的提升可能会在 2019 年逐步体现。

风险提示

- 对于任何传媒与互联网行业公司而言，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。
- 对于游戏公司而言，产品风险不可避免，任何产品都有失败的可能性；即使产品成功，仍然有发行推广成本过高而导致亏损的风险。
- 对于影视公司而言，产品风险很大，尤其是电影公司；传统影视公司还要面临被互联网视频内容替代的风险。
- 对于广告公司而言，线上广告公司在大数据时代面临数据分析技术不达标而被抛弃的风险，线下广告公司一直有失去市场份额的风险。
- 对于社交媒体公司而言，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。

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