

互联网的下半场，流量从哪来到哪去？

写在前面的话，流量从哪来？到哪里去？

互联网大部分赛道的渗透率都已经很高了，拉新变得异常的艰难和昂贵，而且对很多行业来说流量争夺是一个不进则退的存量博弈，我们在之前的报告中有分析各家互联网公司的获客成本，很多垂直类行业的小公司的拉新成本过高，甚至都无法回本。在这种大背景下，如何在避开陷阱的同时寻找到黑马，是大家一直思考的问题。就像头条系这匹黑马就是在这样的大环境下诞生的。我们在调研各家公司中，在聊到销售费用结构时候往往都有一个必问题：“您感觉现在还有哪里能给您平台带来流量？”

电商和新零售核心在于供应链优化，本地生活服务侧重线上线下场景结合

电商的成功起于流量，落脚在技术、供应链和运营。零售行业模式变革推送物流配送模式大变化，通过订单协同、仓配协同和技术赋能等提高配送效率是关键。到家、到店和出行业务等本地生活服务聚焦日常生活需求和服务消费场景，本质是把人或商品（服务）从一个地方运到另一个地方。

广告导流收入仍为“互联网精神消费品”平台主要流量变现渠道。趣头条、什么值得买依托电商发展广告、导流业务，实现流量变现。下沉市场流量红利促进趣头条快速低成本扩张。广告收入占趣头条2019Q1收入的97%。字节跳动2019年广告收入预计845.5亿元，广告营收有望超过腾讯。

游戏、视频、音乐和阅读探索内容付费模式

1) 游戏市场目前道具付费是主流，未来随云游戏到来将更加多样化。2) 内容付费成为视频平台的主要变现模式是行业大趋势。3) 国内音乐平台未来付费会员将继续增长趋势。4) 数字阅读方面IP产业链的“源头层”网络文学未来仍有相当大的变现潜力。

传统行业的颠覆与更新——互联网券商&互联网医疗

互联网券商的核心竞争力体现在用户思维和技术赋能，港美股市场为互联网券商优质赛道。互联网医疗政策和产业充满机遇。随着医疗数据量的积累和5G、AI等新技术的落地，互联网医疗行业的发展将为解决医疗行业痛点提供新的思路。

消费级IoT 软件服务变现可期，汽车将下一个移动终端

消费级IoT目前主要靠硬件创收，软件变现或为消费物联网的发展趋势，语音购物等存在发展潜力。车联网将汽车变为下一个移动终端，数据成为各方争夺核心。

海外研究

陈萌

chenmeng@csc.com.cn

021-68821600-818

执业证书编号：S1440515080001

港股从业资格证书：BMV926

发布日期：2019年08月29日

市场表现



相关研究报告

目录

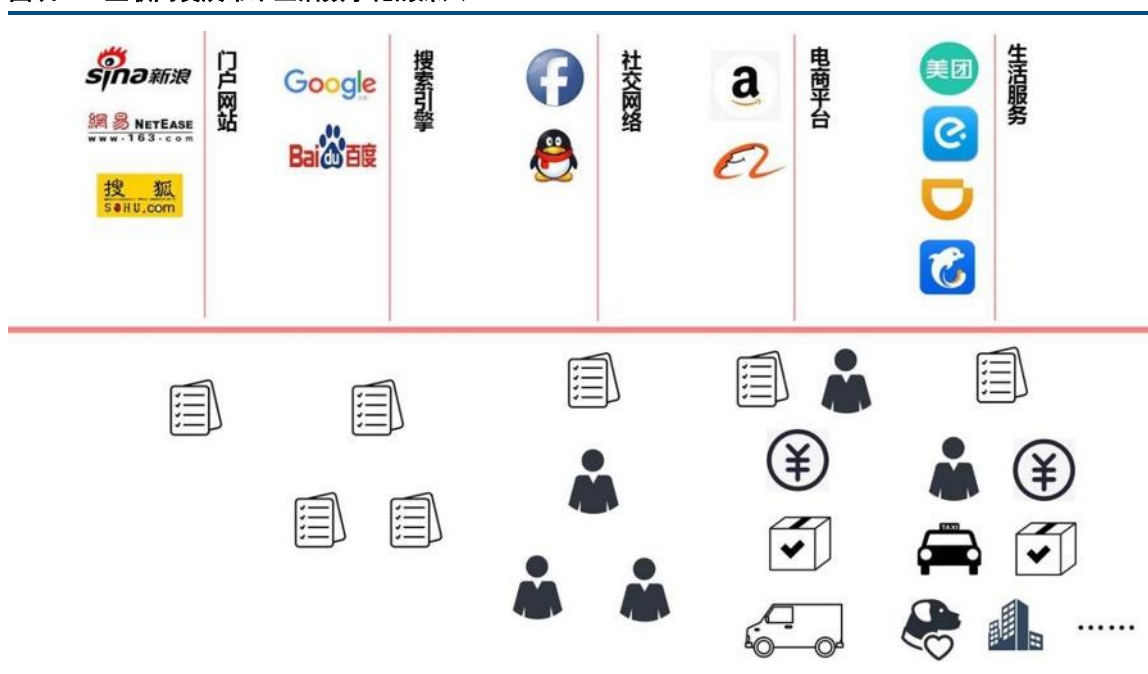
一、终极问题：流量从哪里来，到哪里去？——数字化仍在继续，互联网从未止步	1
二、供应链角度看，仍然有很多待挖掘的空间	4
2.1 电商与新零售：流量加持，供应链优化成为成败关键	4
2.2 本地生活：紧密连接消费者与商家，线上线下服务场景相结合	12
2.2.1 到家业务：对本地生活市场的渗透率有望继续提升，多个细分领域竞争激烈	13
2.2.2 出行服务：巨头企业面面观	25
2.2.3 到店业务：步入数字化红利时代	28
三、广告主的销售费用给我们贡献了哪些丰富的互联网精神消费品？变现渠道是否通畅？	34
3.1 从趣头条说起，我们可以从一个人身上直接和间接薅到哪些羊毛？	38
3.2 字节跳动：总营收飞速增长，广告收入 2019 年有望达 845.5 亿元	43
四、其他变现的角度看，为内容单独付费到底难不难？	45
4.1 游戏	45
4.1.1 黑暗散去，供给回到正轨	45
4.1.2 “用户找游戏”取代“游戏找用户”	47
4.1.3 游戏出海高歌猛进，爆款是撬动市场的关键	50
4.1.4 改变正在路上，云游戏近在眼前	51
4.2 在线视频	53
4.2.1 活跃用户趋于饱和，会员付费市场潜力可观	53
4.2.2 行业由非理性采购版权内容，过渡为深耕自制，形成差异化竞争格局	56
4.2.3 短期盈利不佳，中期靠提升付费率，长期靠提高价格	57
4.3 音乐	61
4.3.1 全球音乐市场回暖，流媒体占比持续提升	61
4.3.2 在线音乐付费率稳步提升，消费端数字化仍需开拓	63
4.4 阅读	64
4.4.1 用户时长受挤压，增长遇瓶颈	64
4.4.2 免费阅读与网文出海兴起	66
4.4.3 网文 IP 潜力巨大，有待深挖	67
五、传统行业的颠覆与更新——互联网券商&互联网医疗	71
5.1 互联网券商：富途+老虎，开启互联网券商新时代	71
5.1.1 用户思维与技术共舞	71
5.1.2 港美股市场：互联网券商优质赛道	73
5.1.3 一体两翼，多元化发展正当时	76
5.1.4 富途&老虎，开启互联网券商新时代	77
5.2 互联网医疗：平安好医生，互联网医疗独角兽	80
5.2.1 政策面：在线诊疗政策逐步落地，行业定位逐步清晰	81
5.2.2 产业端：覆盖诊前/中/后，“看病”及“卖药”为主要变现途径	82
5.2.3 平安好医生：全球规模最大的互联网医疗健康平台	84
六、物联网：靠硬件还是靠软件？聊聊物联网的变现	86
6.1 消费级 IoT 以智能音箱、家居为主，软件服务变现短期较难实现	86

6.2 车联网将汽车变为下一个移动终端	92
七、核心覆盖标的当前时点投资建议	103
八、风险提示	106

一、终极问题：流量从哪里来，到哪里去？——数字化仍在继续，互联网从未止步

随着数字化进程的深入，互联网连接与转化越来越多的内容并产生更多的价值。在互联网的技术处理中，纯文本是最简单的，接着是图片，进而是视频，最后是涉及物理世界复杂系统和实时交互的内容。从互联网公司崛起的先后可以看到，互联网的转化能力在不断的提高。三大门户网站是将媒体内容数字化并展示；搜索引擎实现了网上信息的整合及连接；QQ 实现了用户之间的双向连接，并涉及了用户个人信息及聊天内容的数字化；淘宝实现了商品信息的数字化，同时涉及了支付、物流等内容；而以外卖和网约车为代表的生活服务领域，则涉及线下搜索、产品供应、实时寻路等更加具体化的内容。

图表1：互联网发展带来生活数字化的深入

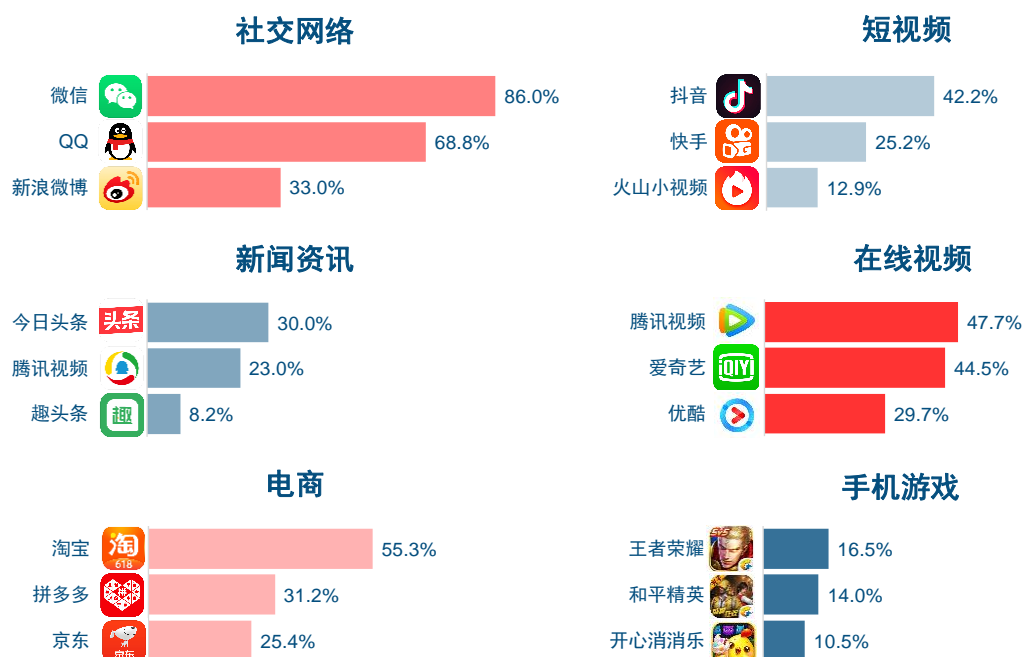


资料来源：中信建投证券研究发展部

互联网的改造目前进展到什么程度了呢？我们认为，互联网所带来的改造尚有巨大空间，更多的生活环节和子行业将会开启数字化进程。张小龙在年初的微信公开课上讲到：“过去几年，我们更多地是做线上生活的事，接下来，我们希望能做一些新的尝试，探索线下的精彩生活。”而王兴解释其“上天、入地、全球化”中的“入地”时曾提到：“大家吃到一盒饭，上游有无数事，从种地、采摘、捕捞，到运输、仓储、零售。互联网率先改变了外卖订餐，接着上游的各个环节也一定会被改造。我们相信凡是还没有被互联网改变的产业，都将被改变，只是先后顺序不一样。越靠近消费者，越敏感，越先被改变。下半场的机会是入地，不光做 to C，还要到各个行业里，改造其整个链条。”

我们也注意到，毕竟人口基数摆在那里，可以新增的连接人口越来越少，表现在大部分赛道的渗透率都已经很高了，拉新变得异常的艰难和昂贵，而且对很多行业来说流量争夺是一个不进则退的存量博弈，我们在之前的报告中有分析各家互联网公司的获客成本，很多垂直类行业的小公司的拉新成本过高，甚至都无法回本。

在这种大背景下，如何在避开陷阱的同时找到黑马，是大家一直思考的问题。就像头条系这匹黑马就是在这样的大环境下诞生的。我们在调研各家公司中，在聊到销售费用结构时候往往都有一个必问题：“您感觉现在还有哪里能给您平台带来流量？”

图表2：互联网不同赛道应用迥异的渗透率


$$\text{渗透率} = \frac{\text{安装有目标 App 的活跃设备数}}{\text{活跃设备总数}}$$

资料来源：极光大数据，中信建投证券研究发展部

我们梳理了中国主流互联网公司（包括非上市）的市值（最近一轮融资的估值水平）、收入、MAU、ARPU、单用户估值等情况。具体测算和统计口径的假设见备注。通过这个梳理，可以比较清晰地看到中国主流互联网公司的估值框架。我们认为高频应用用户 ARPU 值相对较高，但用户粘性较强的应用市场才会给予更高估值。

图表3：中国主流互联网上市/非上市公司用户价值

领域	货币	相关业务市值	相关业务收入	活跃用户	单活跃用户价值	活跃用户	当前 P/S 估值
	人民币	(亿元)	(TTM, 亿元)	(百万人)	(元)	ARPU (元)	
电商	阿里巴巴	32,015	3,234	654.0	4,895.20	494.50	9.90
	京东	3,142	700	305.0	1,030.12	229.44	4.49
	拼多多	1,728	163	418.0	413.41	38.95	10.61
游戏	腾讯控股	12,192	1,276	400.0	3,048.12	319.00	9.56
	网易	1,276	433	50.0	2,552.36	865.58	2.95
	完美世界	213	54	10.0	2,134.52	538.93	3.96
视频	爱奇艺	951	271	504.0	188.67	53.78	3.51
	腾讯视频	860	180	482.8	178.13	37.28	4.78

	芒果 TV	132	32	222.9	59.19	14.46	4.09
音乐	腾讯音乐	476	55	644.0	73.96	8.60	8.60
文学	阅文集团	287	50	213.5	134.21	23.60	5.69
	掌阅科技	61	19	120.0	50.63	15.72	3.22
直播	陌陌	496	144	114.4	433.93	125.83	3.45
	欢聚时代	349	173	113.7	306.99	152.07	2.02
	虎牙	309	55	123.8	249.93	44.02	5.68
	斗鱼	225	45	159.2	141.40	28.12	5.03
短视频	快手	1,720	220	367.0	468.64	59.95	7.82
	抖音	2,064	200	500.0	412.78	40.00	10.32

资料来源：中信建投证券研究发展部

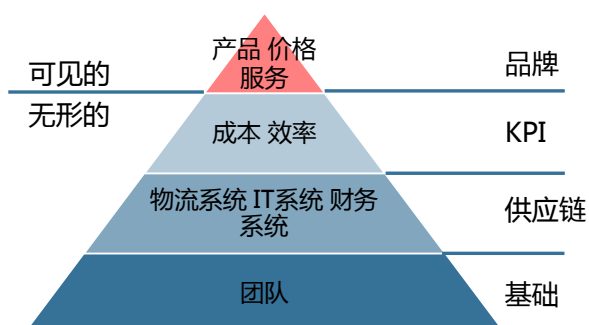
*注：1) 数据截至2019年7月28日，1美元 = 6.8796人民币；2) 相关业务市值 = 相关业务占收入比（可为100%）×公司总市值；3) 收入如果公司有披露则为TTM数据，否则为2018财年数据；4) 阿里巴巴电商业务收入为核心商务与菜鸟物流服务收入；5) 由于自营模式收入占比较高，京东电商业务收入以毛利润代替；6) 游戏公司活跃用户为估算；7) 腾讯视频市值按照预测收入给予4倍P/S估值；8) 快手根据最新一轮融资对应公司估值250亿美元；9) 抖音估值按照市场预估为300亿美元；10) 单活跃用户价值 = 相关业务市值 / 活跃用户。

二、供应链角度看，仍然有很多待挖掘的空间

2.1 电商与新零售：流量加持，供应链优化成为成败关键

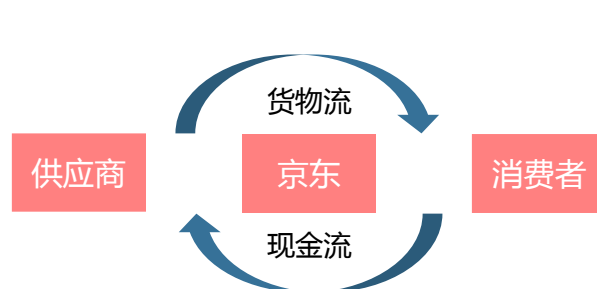
电商的成功起于流量，落脚在技术、供应链、运营。供应链是支撑整个体系运转的基础，电商与供应商的协同型供应链可以降低缺货风险，提高存货周转率。电商对物流的要求是多品种、小批量、多批次、短周期，所以需要现代化的立体仓储设备，自动化、智能化的分拣设备和机器人也开始部署在分拣中心。一条完整的供应链包含了生产、渠道、消费者，电商作为渠道沟通了上游的生产和下游的消费者。对一个电商而言，消费者可见的产品、价格、服务等仅仅是整个体系的一小部分。支撑整个体系运转的是物流系统、IT 系统、财务系统等供应链。对于电商行业在供应链上主要考虑的有库存管理、物流配送、供应商协同。对于特殊品类比如生鲜电商，还需要升级为冷链配送。

图表4： 电商的三角



资料来源：电子商务研究中心，中信建投证券研究发展部

图表5： 京东的供应链



资料来源：京东技术，中信建投证券研究发展部

云计算助力，解决峰值时候的大业务负荷。因为刚开始阿里有很多业务形态，产生了很多集群，不同集群之间的运维体系差异较大、各个板块无法互用、资源整体弹性能力不足，因此“双 11”无法借用别的集群的资源。2013 年以前，阿里采购了大量服务器以支撑双 11 流量高峰。但是高峰过去后，长时间低效运行产生很大的资源浪费。从阿里业务 6 个月峰值数据表可以看到“双 11”和“双 12”出现了显著的交易峰值，而平时的日常交易峰值都较低。所以阿里通过云化架构提高整体技术效率和全局资源的弹性复用能力。例如将不做双 11 的集群把资源贡献出来给双 11 的交易使用。

图表6： 阿里业务六个月峰值数据表，“双 11”“双 12”出现明显峰值，红线为服务器的日常处理能力



资料来源：阿里技术，中信建投证券研究发展部

物流上云，实现弹性运转。电商的业务存在峰值，对应下游的快递公司也同样存在峰值。双 11 期间的快递

单量是日常的 3-8 倍，这要求快递公司的系统能够弹性扩容。此外在大量订单涌入的情况下，快递公司还需要将包裹的各个状态的流转信息及时回传，保障消费者可以在第一时间得知包裹的最新状态。物流云可以实现弹性部署，当业务流量增长时，使用台云服务器可以在几分钟内完成扩容，轻松应对，搭配负载均衡，实现水平扩容。另外物流云还可以将发货方、收货方、快递员的请求被负载均衡分发到应用服务器集群进行处理，负载均衡（SLB）能消除单点故障，保证服务的高可用。另外物流云还可以提供地址解析服务、装箱服务、车辆路径规划服务等一系列的服务，帮助物流公司更高效、准确、稳定地提供服务。

图表7： 阿里巴巴物流云架构

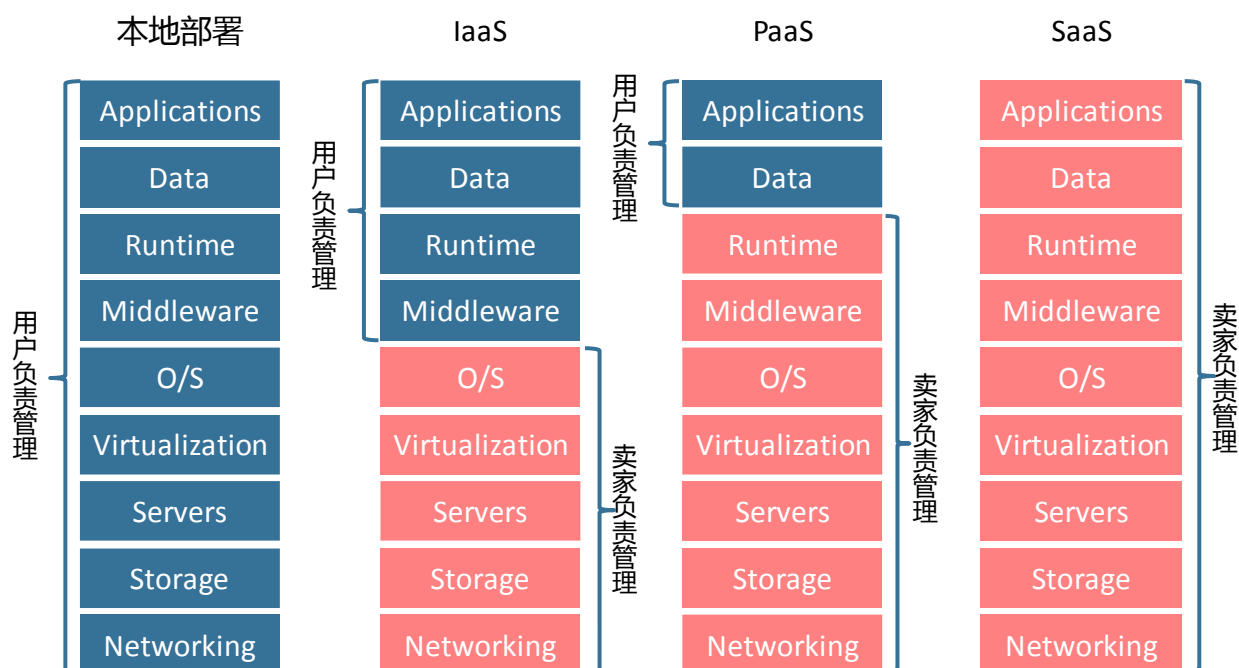


资料来源：菜鸟网络，中信建投证券研究发展部

云计算让算力跟电力一样成为一种公共资源。云计算是一种基于互联网的计算方式，通过这种方式，共享的软硬件资源和信息可以按需求提供给计算机各种终端和其他设备。那为什么要做云计算呢？在没有云计算的时候，想成立一家互联网公司，首先要采购大量的服务器等设备。等到平台所需算力不足的时候，又需要再次扩容服务器，重新部署。用户需要为短暂尖峰的需求而购买大量资源，但是平时大部分资源被闲置。这就好比跟电力一样，在 19 世纪末、20 世纪初的时候，美国还没有公共电网，这时候要建一个纺织厂，需要先自己建一个发电厂。很多时候发电厂的建造成本比普通的工厂的建造成本都贵，而且万一工厂要扩张，首先要扩建发电厂，万一工厂倒闭，发电厂也被废弃。这导致建厂的门槛较高，资源的利用率较低。之后人们将电厂联合起来，组成标准化的电网，工厂只需要接入电网，就能获得所需的电力，门槛大大降低，而且扩容也比较灵活。云计算也是类似，用户不需要因为短暂尖峰的需求就购买大量的资源，仅需提升租借量，需求降低时便退租。比如 Instagram、Dropbox 等公司刚开始都直接采用亚马逊云服务（AWS），降低了创业的门槛。云计算具有超大规模、虚拟化、高可靠性、通用性、高可扩展性等特点。

云计算可以分为三种服务模式：软件即服务（SaaS）、平台即服务（PaaS）、基础设施即服务（IaaS）。SaaS 服务模式，消费者使用应用程序，但不掌握操作系统、硬件或者网络基础架构。PaaS 服务模式下消费者使用主机操作应用程序，但并不掌控操作系统、硬件或运作的网络基础架构。IaaS 服务模式下消费者掌控操作系统、存储空间、已部署的应用程序及网络组件（如防火墙、负载均衡器等），但并不掌控云基础架构。

图表8：云计算的三种服务模式：SaaS、PaaS、IaaS



资料来源：中信建投证券研究发展部

阿里云成立于2009年，至今已经服务了200多个国家和地区的超过230万个客户。阿里云的诞生的一个重要原因是随着阿里巴巴业务的快速增长，传统的数据库无法支持业务的扩展。2011年7月阿里云上线，开始对外提供云计算服务。2013年9月余额宝全部核心系统迁移至阿里云，天弘基金成为中国最大规模货币基金。2015年1月，12306将车票查询业务部署在阿里云上，为春运高峰分流了75%的流量。阿里云的技术完善，也支撑了阿里巴巴的进一步发展，2015年11月阿里云支撑了“双11”912亿元的交易额，每秒交易创建峰值达14万笔。

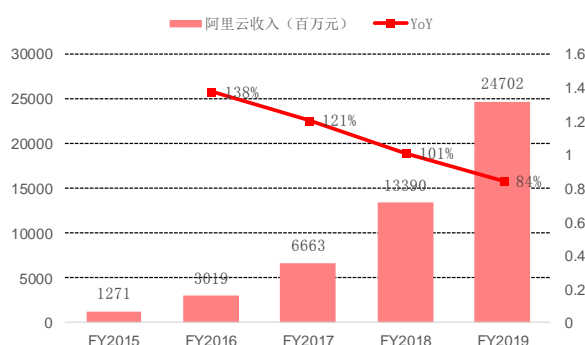
图表9：阿里云发展历程



资料来源：中信建投证券研究发展部

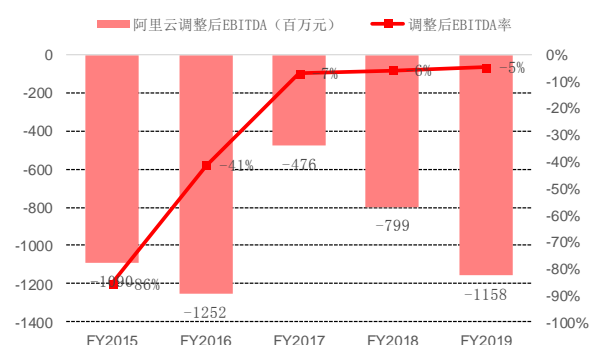
阿里云产品持续降价释放技术红利，但是阿里云营业收入快速增长，亏损不断收窄。我们梳理了2014年至今年阿里云产品已经多次下调了产品价格。比如2014年11月云服务器和数据库产品降价，最高降幅20%。2015年年内连续6次降价，云服务器最高降幅25%。2017年核心产品降价，云数据库最高降幅35%，ECS最高降幅31%。但是即使产品多次降价，阿里云的营业收入却快速增长，从FY2015的12.71亿元增长到FY2019的247.02亿元，增长了近20倍。另一方面阿里云的亏损在不断收窄，调整后EBITDA利润率从FY2015的-86%增加到FY2019的-5%。我们认为随着阿里云规模的不断扩大，规模成本下降，所以亏损能够不断缩窄。而阿里云产品降价能吸引更多的用户上云，提高阿里云的渗透率。

图表10： 阿里云营业收入



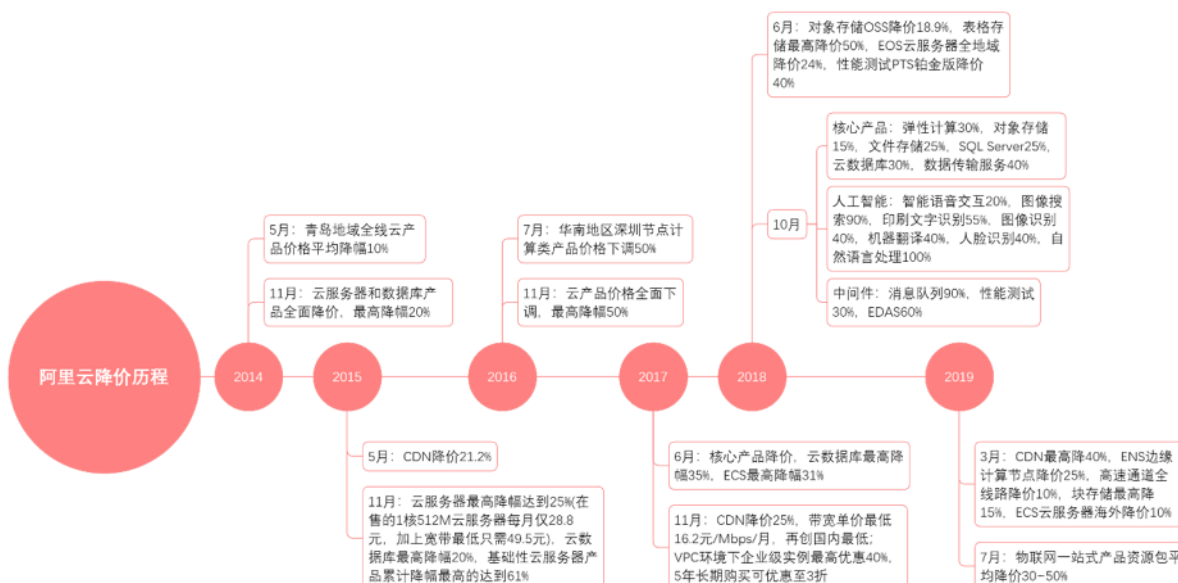
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表11： 阿里云调整后 EBITDA



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表12： 阿里云产品降价梳理

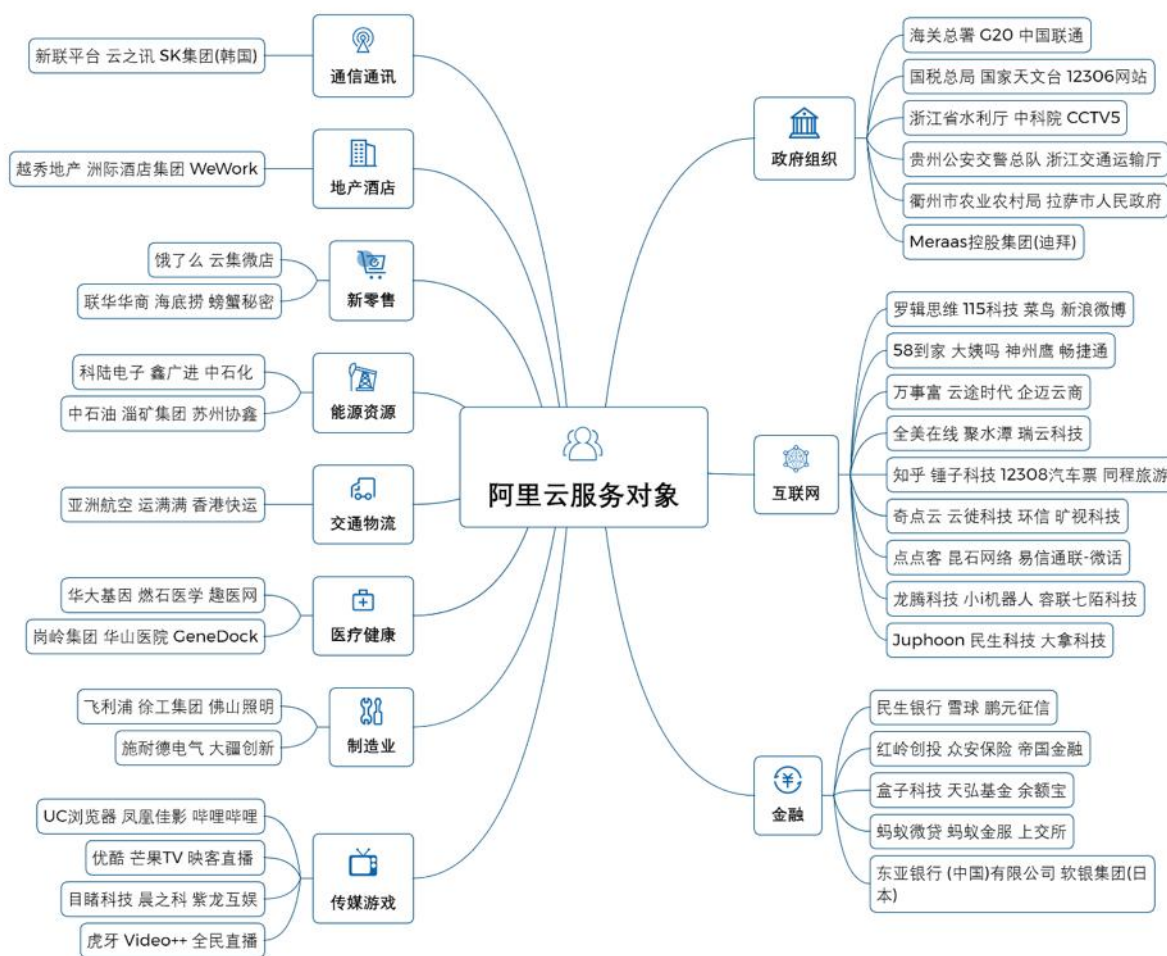


资料来源：阿里云官网，云栖社区，中信建投证券研究发展部

阿里云客户涵盖政府、金融、零售、互联网等多个领域，在传统行业的大企业上也不断取得突破。阿里云早期用户大部分是小型创业公司、阿里系互联网公司，随着云计算快速发展，云正从互联网行业向制造、政府、

金融、交通、医疗健康、教育等传统行业渗透。比如 2015 年 1 月，12306 将车票查询业务部署在阿里云上，为春运高峰分流了 75% 的流量。2017 年 9 月出于部署新业务更加快速灵活、减少 IT 运维成本的考虑，飞利浦中国关闭在苏州的数据中心，将中国区业务整体迁移至阿里云上。与 2016 年相比，飞利浦中国在 IT 运维方面成本缩减了 54%。

图表13： 阿里云的部分客户梳理



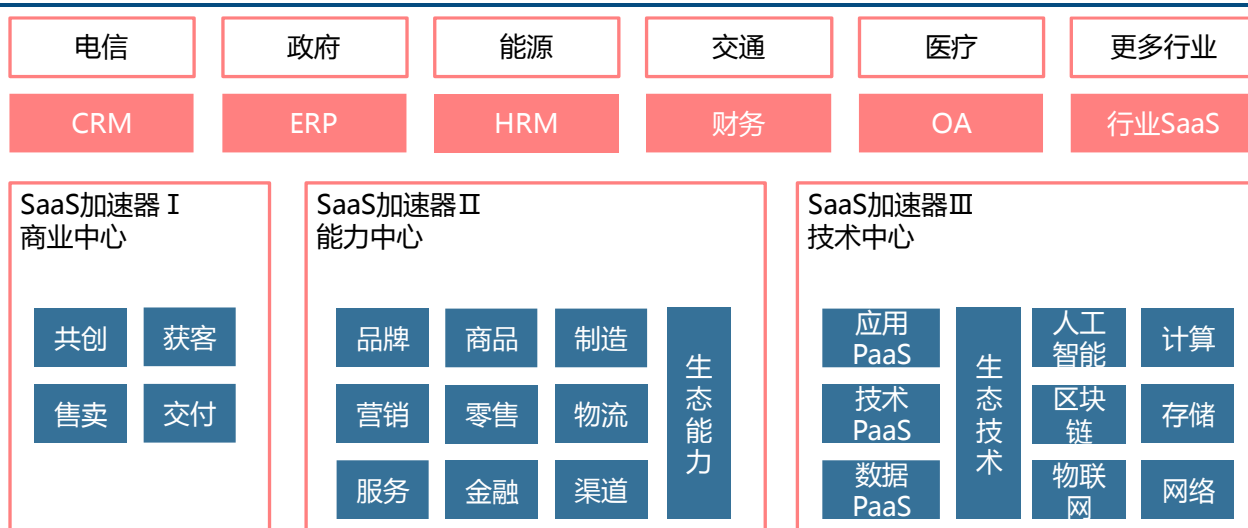
资料来源：阿里云官网，云栖社区，中信建投证券研究发展部

阿里云提出“被集成”生态战略，不断扩大合作伙伴。2019年3月21日，阿里云北京峰会上公布了“被集成”生态战略。到7月26日的阿里云上海峰会，阿里云已经发布了100多款联合解决方案，覆盖新零售、数字政府、新金融等20多个行业大类、1000多种应用场景，支持的8000多家合作伙伴服务的客户超过30万。西门子、SAP、金蝶、用友、明源等国内外知名软件开发商与阿里云的合作不断加深。全球SaaS龙头，Salesforce也宣布集成阿里云向企业客户提供服务和支持。

为了更好的被集成，阿里云还推出了SaaS加速器的平台战略，为合作伙伴提供全链路的解决方案，提升开发效率。阿里云的SaaS加速器包含三个部分：商业中心、能力中心、技术中心。其中商业中心为合作伙伴提供商业化助力，包括获客、售卖、交付等。能力中心开放阿里巴巴的业务能力，包括物流、零售、营销、制造等。

技术中心开放阿里巴巴的技术红利，提供 SaaS 应用快速开发和上云能力。

图表14： 阿里云推出 SaaS 加速器的平台战略



资料来源：阿里云官网，中信建投证券研究发展部

云计算帮助厂商数字化升级，实现更精准高效的生产销售。以蒙牛为例，阿里云的技术团队和蒙牛那边计划调度的、负责销量、负责奶源调配的团队一起，建立了更完善的预测模型，将天气、产地、舆情等诸多因素考虑在模型中，帮助蒙牛实现了数据打通和集成。根据蒙牛的数据新的模型使得牛奶排产的年预测准确率达到 97.8%，月度提升了 5%，效率提升了 30%；人工规划的效率提升度是 70%，原来几个小时的计算，现在几分钟就算出来了，原奶的调拨成本也下降了 9%。

图表15： 阿里云帮助蒙牛更精准的生产销售牛奶

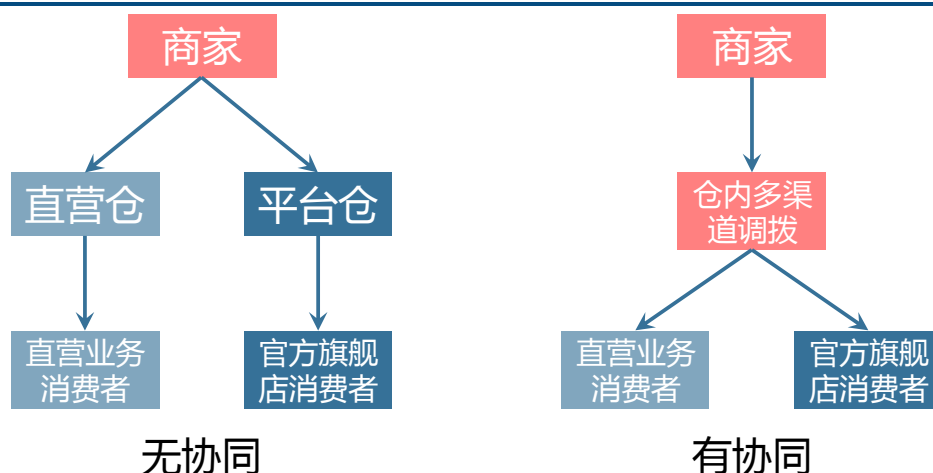


资料来源：阿里云，中信建投证券研究发展部

与供应商订单协同和仓配协同减少两地送货，提高配送效率。订单协同和仓配协同是指在商家同时拥有自

营官网和天猫旗舰店的情况下，之前没有协同的工作模式会导致商家两地送货，成本较高。简单来说就是对应直营业务和旗舰店业务分别设立了对应的仓，两个平台上的订单分别从对应的仓库发货，这样会导致仓储重复建设，或两地送货的问题。举例来说如果 A 地客户在旗舰店下单购买了商品，但是旗舰店的仓库在 B 地，A 地的仓库为直营仓。无协同情况下，就需要从 B 地发货，效率较低。在实现订单协同和商家仓协同之后，不同平台上的订单被汇总，统一协调，不同平台上的订单都会从就近的仓库发货。订单协同和仓配协同提高了配送效率，比如雀巢的当日达、次日达占比从 30% 提升到了 70%，跨仓发货比从 60% 降低到 10%，运货成本和操作成本都大大降低。

图表16： 菜鸟的 ERP 订单协同和商家仓协同



资料来源：菜鸟，中信建投证券研究发展部

技术赋能提升行业效率，快递行业朝信息化、集成化、自动化方向发展。GPS 定位跟踪技术提升了快递企业对车辆的定位跟踪，增强其货物配送路线规划、信息查询等能力，推动了快递企业提升网络及车队的营运效率和准确性。电子面单、手持终端、无线录入设备的普及，缩短了操作时间，提高了快递的信息化水平。自动化分拣、无线传输、射频技术、影像监控等技术提高了分拣的效率和准确率。

图表17： 手持终端



资料来源：顺丰，中信建投证券研究发展部

图表18： 电子面单

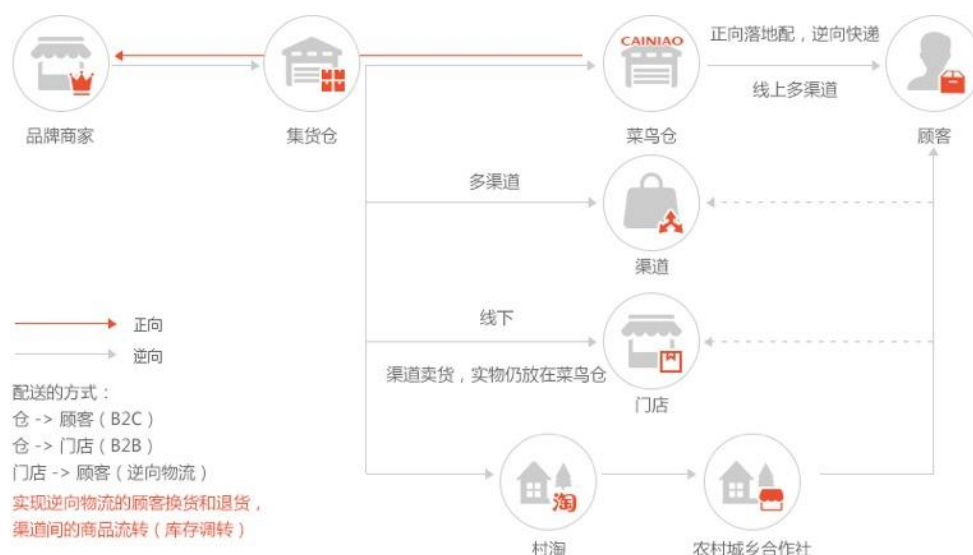


资料来源：圆通，中信建投证券研究发展部

菜鸟网络构建仓配、数据平台，提升物流效率和服务品质。菜鸟网络科技有限公司成立于 2013 年 5 月 28

日，由阿里巴巴集团、银泰集团联合复星集团、富春控股、三通一达等共同组建，我们认为其目的是为了提升天猫、淘宝的快递配送效率，抗衡京东。菜鸟的主要工作有两项：构建全国的仓配网络（即：中国智能物流骨干网）、物流大数据。通过大数据分析，菜鸟入驻商家可以根据消费者的疏密，将货物存放在菜鸟的分布在全国的仓配网络，实现就近配送。菜鸟网络的仓储面积（峰值）已经达到 1000 多万平米。

图表19： 商家入驻菜鸟网络，实现库存统一，数据统一



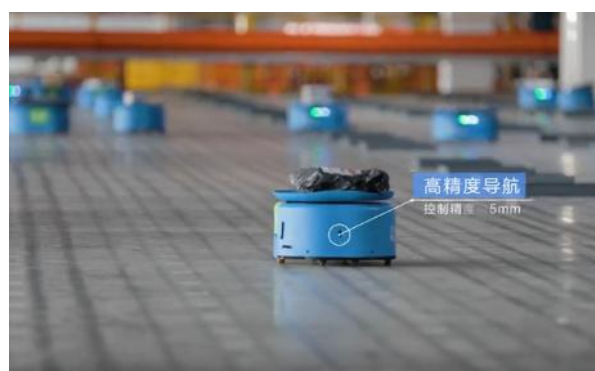
资料来源：菜鸟，中信建投证券研究发展部

图表20： 菜鸟柔性自动化仓储系统



资料来源：菜鸟，中信建投证券研究发展部

图表21： 菜鸟自动化拣选机器人

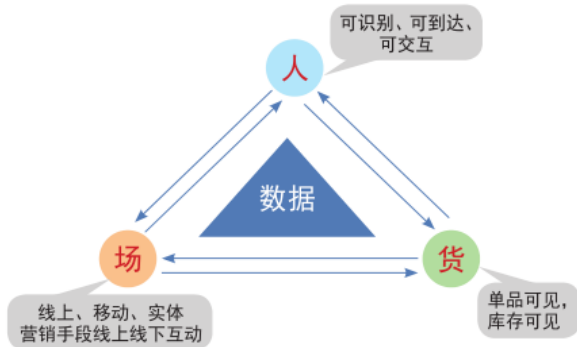


资料来源：菜鸟，中信建投证券研究发展部

线上流量红利减退、获客成本攀升，线上交易额占社会零售消费总额渗透率仍然较低，且线下传统零售效率低有较大被改造提升空间，因此互联网巨头纷纷进入传统线下零售市场，希望提升在整体零售市场市占率。新零售通过数据驱动实现“三流”融合。从工厂到消费者，中间的供应链环节包含了物流、信息流和资金流。从传统的线下零售环节来看，一手交钱一手交货的模式只有有限的资金流和有限的物流，信息被淹没。在新零售的场景下，客户通过移动支付、在线下单，企业通过物流配送，实现物流、信息流和资金流的统一与融合。此外，通过数字化的仓储管理，可以实时进行库存管理，实现拣选路径优化、预先送货、商品进库指导等功能。

客户线上下单后，可以从距离客户最近的门店配送，最快实现一两小时内送货上门。线上线上不再对立，顾客可以选择最方便的方式购物，而不管是线上还是线上下单，“三流”都被完整地保存下来，并进入系统完整进一步的优化配置。

图表22：新零售下“人、货、场”将在线化、数据化



资料来源：互联网经济，中信建投证券研究发展部

图表23：传感器和物联网提升门店消费体验



资料来源：麦肯锡，中信建投证券研究发展部

零售行业的模式变革与物流配送模式的变化。在传统的线下零售阶段，产品从工厂发出，需要通过经销商、直营店或加盟店，最终通过零售门店销售，这是物流 1.0 时代。随后，电子商务兴起，线下零售与线上零售共存，但是二者并不连通，形成多仓独立库存，表现在顾客线上下单后，商家要从电商仓发货，调拨周期较长。新零售打通了线上、线下库存，既丰富了线上 SKU，又盘活了线下库存，同时距离买家更近，时效更快，有些甚至能做到在门店覆盖范围内实现当日配送。

图表24：零售行业的模式变革推动物流配送的变化

物流1.0 1990s-2010s	物流2.0 2010s-2015s	物流3.0：新零售 2016s
<ul style="list-style-type: none"> 线下经销商、直营店、加盟店 由企业直接将产品配送到零售门店进行陈列销售 	<ul style="list-style-type: none"> 线下经销商、直营店、加盟店 线上垂直电商平台，多仓独立库存，调拨周期长 	<ul style="list-style-type: none"> 全渠道供应链 线上线下一盘货，库存共享 门店发货，配送时间大幅缩短

资料来源：顺丰集团，中信建投证券研究发展部

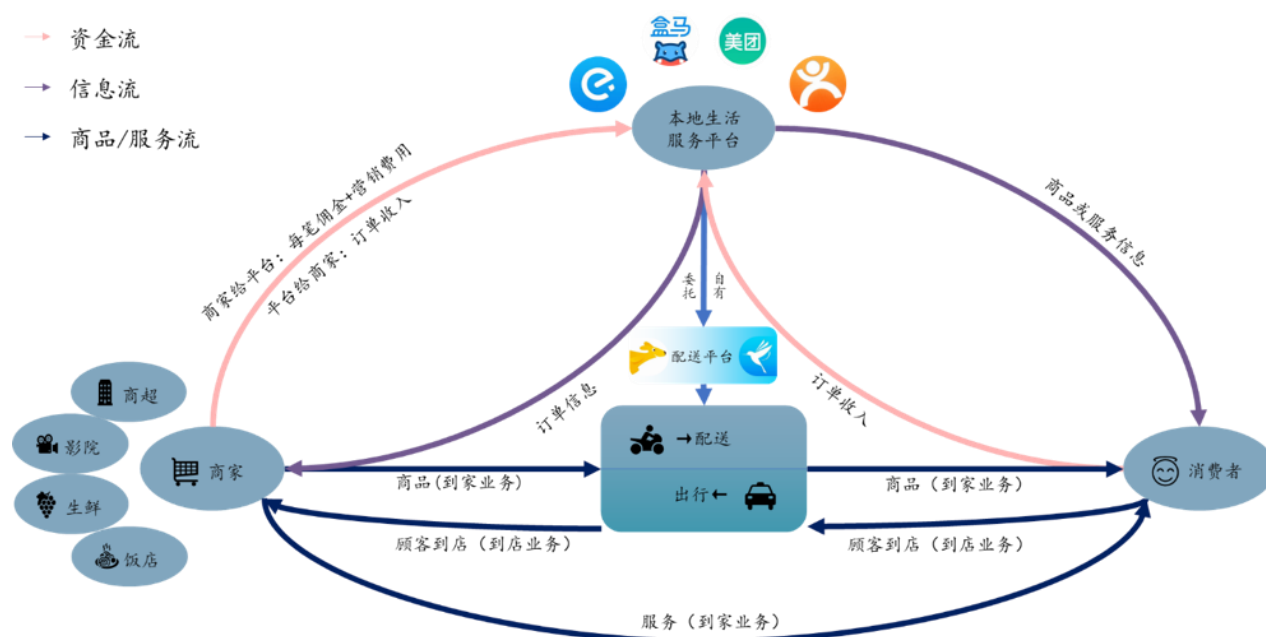
2.2 本地生活：紧密连接消费者与商家，线上线下服务场景相结合

本地生活服务行业，聚焦本地日常生活需求与服务消费场景，如社区服务、生活配送、同城跑腿、餐饮到店团购、美容洗护、酒店民宿、电影/票务、休闲娱乐、智慧出行等。根据易观千帆数据，2019 上半年中国本地生活服务市场的线上交易规模达到 9159.8 亿元人民币，环比 2018H2 增长 6.0%，行业规模保持稳定。多因素推动行业稳定增长。首先是通信技术、物联网、智能硬件、即时物流等基础设施和服务的不断发展完善；其次，用户消费需求的升级，既包括消费端对即时性消费越来越高的要求，也包括用户不断养成的 O2O 消费习惯。

本地生活服务，提供服务的是本地商家（商家是商品/服务流的起点），接受服务并付费的是消费者（消费

者是资金流的起点之一)，而本地生活服务平台扮演的角色，就是拉近服务提供者与接收者的距离（物理距离和信息距离），为服务交易的达成提供便利（本地生活服务平台是信息流的起点）。无论是外卖、生鲜、送药、跑腿购这些“服务到人”的到家业务，还是团购代金券消费、医美 O2O 这种“人找服务”的到店业务，抑或是对接人和交通工具资源的出行业务，他们都有一个核心本质，就是在一定地域范围内把人或商品（含服务）从一个地方运到另一个地方，满足消费者所需的生活需求。

图表25：本地生活服务业态全景



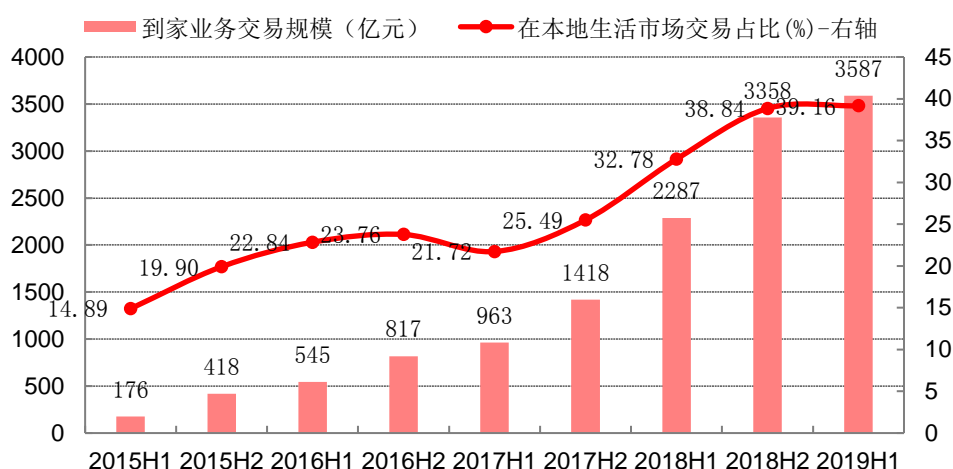
资料来源：中信建投证券研究发展部

2.2.1 到家业务：对本地生活市场的渗透率有望继续提升，多个细分领域竞争激烈

到家业务主要分为实物商品到家和服务到家两类，覆盖餐饮外卖、商超宅配、美容上门、家政上门等领域。其中，“实物商品到家”，即餐饮外卖、零售商品的即时配送为主。而即时配送业务中，目前规模最大的主流业务是餐饮外卖。

近几年到店业务最大的发展趋势是：到家业务占本地生活服务中的渗透率持续提升。尤其是 2017 年之后，占本地生活服务市场的渗透率已经从 20% 左右提升至 40%。到家业务对本地生活市场的渗透率有望继续提升。

图表26：到家业务交易规模在本地生活市场占比越来越高

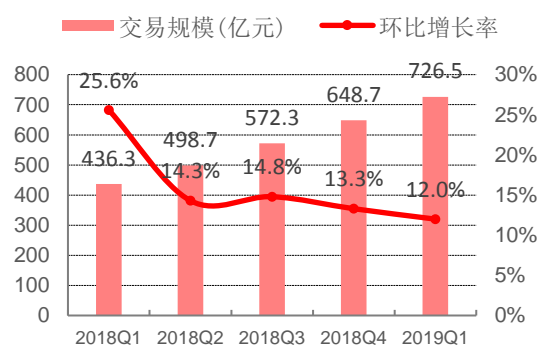


资料来源：中信建投证券研究发展部

即时配送行业是 O2O 业务模式的主要实现场景。作为新零售的基础设施，即时配送是最接近消费者的一环，其重要性日益凸显。当前，国内最大的即时配送运力平台日均订单均已达到千万级。伴随着即时配送高速发展的是零售形态的变化，商流与物流互相促进，互相改变。这一业态已经对末端配送和消费者的生活形态产生了深远影响，并将继续改造我们的生活圈。

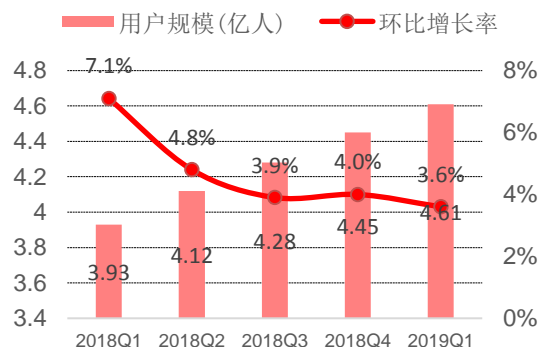
数据研究机构比达 (BigData-Research) 发布的《2019 年第 1 季度中国即时配送市场研究报告》显示，2019 年 Q1 我国即时配送市场交易规模达到 726.5 亿元，环比增长 12.0%；用户规模为 4.61 亿人，环比增长 3.6%。

图表27：即时配送市场交易规模 2019Q1 突破 700 亿元



资料来源：比达咨询，中信建投证券研究发展部

图表28：即时配送用户已有 4.6 亿人，稳定增长

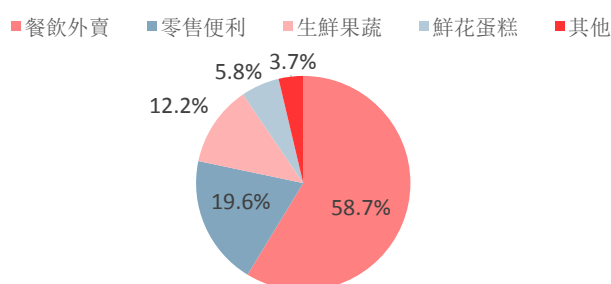


资料来源：比达咨询，中信建投证券研究发展部

即时配送的服务模式大致分为 B2C 和 C2C，并以 B2C 为主，占比 77.8%。而 C2C 则占比 22.2%，目前充当着新零售物流体系的补充角色。2019 年 Q1 同城 B2C 即时配送市场中，餐饮外卖品类订单量最高，占比达 58.7%，较 2018 年下降 6.2%，主要因为生鲜果蔬、零售便利等领域的配送服务发展迅速。

即时配送业务中，目前规模最大的主流业务是餐饮外卖；近期增长最迅速、受资本追捧、潜力极大的的是新零售中的生鲜配送；发展历程曲折，但受关注度高的送药上门（医药 O2O）业务。因此，我们围绕即时配送行业以及它的这三个细分领域具体展开梳理。

图表29：即时配送市场各品类订单中，餐饮外卖占比过半



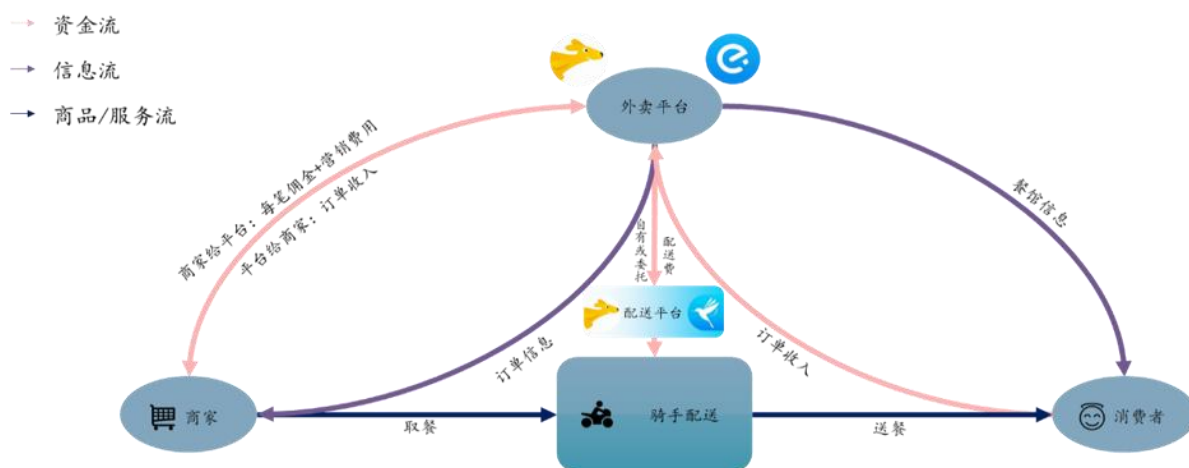
资料来源：比达咨询，中信建投证券研究发展部

2.2.1.1 餐饮外卖行业：双寡头竞争市场，美团优势逐渐扩大

人们对足不出户就能享受美食这种便利的追求，或者是生活节奏快、无暇烹饪或外出吃饭的无奈，各种各样的原因催生了“餐饮到家”的巨大需求。

用户在平台上获取商家信息挑选后下单付费，平台向商家传递订单信息，并将扣除提成、营销费后的订单金额交给商家，再利用自营的配送或委托到第三方配送平台进行配送。这就是全景图中餐饮外卖的部分。在整个价值链里，平台创造的核心价值有两个：信息上的匹配，和物理意义上商品的位移。以下是本地生活服务全景图在到家业务-餐饮外卖情境下的具体展开

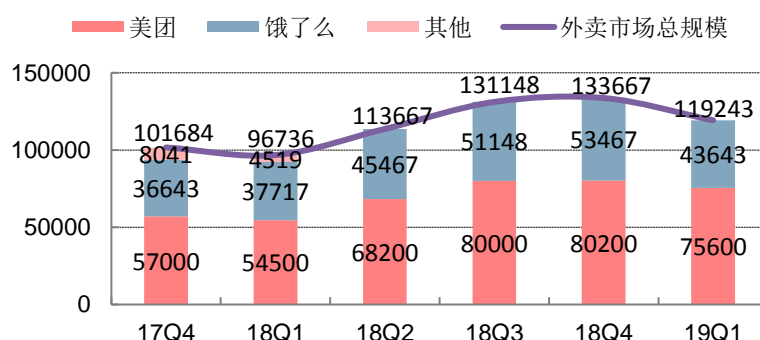
图表30：本地生活服务-餐饮外卖业态模式



资料来源：中信建投证券研究发展部

外卖市场的高速发展，是即时配送订单最重要的增长推动力。无论是从营收还是用户数来看，从2015年到2019年，外卖市场一直保持两位数以上增长率的迅猛发展趋势。目前，外卖市场已经进入了饿了么和美团双寡头竞争。下图展示了近几个季度中国在线外卖市场的规模，自18Q2起，因为其他品类的外卖营收占比已经极其微小，因此外卖市场我们主要以美团和饿了么两家为主体进行拆分。

图表31：过去四个季度，中国在线外卖市场规模均超过 1000 亿元（百万元）

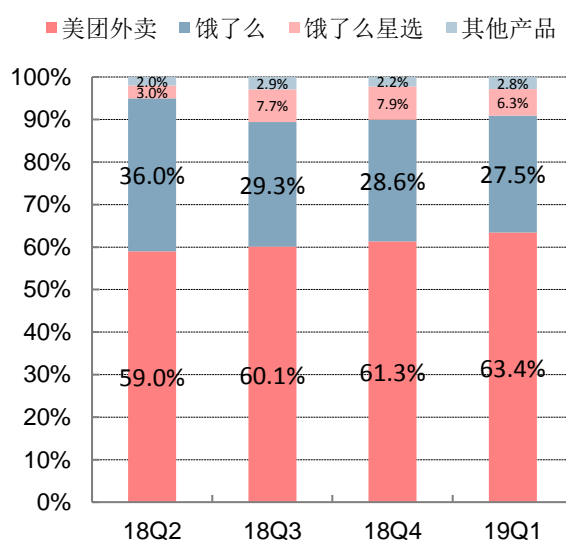


资料来源：美团财报，中信建投证券研究发展部

外卖市场两强争霸格局已成，美团正扩大优势。2017 年 8 月饿了么收购百度外卖，2018 年 4 月阿里巴巴联合蚂蚁金服以 95 亿美元收购饿了么，市场形成两强争霸局面。

根据 Trustdata 数据显示，当前中国餐饮外卖行业的领导者是美团点评，美团外卖的市场份额从 2015 年的 31.7% 增至 2019 年 Q1 的 63.4%，持续挤压饿了么和其他外卖平台的生存空间。饿了么及饿了么星选占据剩余的大部分市场，整个市场基本被两家头部企业瓜分，尾部企业将逐步退出市场。

图表32：美团占据在线外卖市场绝对份额



资料来源：Trustdata，中信建投证券研究发展部

(1) 竞争策略

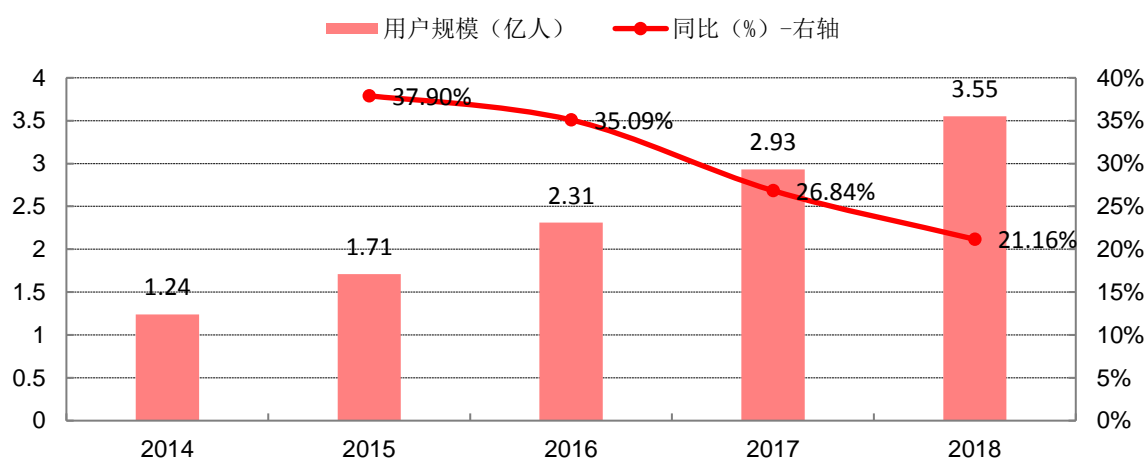
美团补贴更为克制，发力外卖供给端改造。当前美团的每单外卖补贴政策比饿了么稍显克制。价格补贴作为行业早期获客的一种阶段性营销手段，在行业发展成熟阶段，在用户的使用习惯和对平台的忠诚度均更为成熟时，补贴的边际效用递减。当今用户已不再仅仅是追求便宜、简单、快捷，而是更希望能够在平台上享受到安全、高质量的服务，价格已非平台消费的最主要因素。

当前，外卖供给端的改造也是美团重要的发力点。美团高级副总裁兼到家事业群总裁王莆中在 2019 美团外卖产业大会上宣布美团将投入 110 亿元，帮助商户进行数字化升级，主要用于行业大营销计划、全面数字化升级、深入供应链服务和先锋商户奖励政策等 4 个方面。美团还将结合公司优势，向餐饮商户提供综合的营销、配送、IT、供应链、经营、金融六大服务，满足不同类型商家的数字化升级需求，实现全链路的经营效率优化。

饿了么则布局即时配送，与“美团配送”直接交火。在即时配送领域已经巨头林立的时刻，饿了么宣布蜂鸟即时配送品牌独立，未来三年将建 2 万个全数字化即配站。阿里巴巴集团合伙人、阿里本地生活服务公司总裁王磊在蜂鸟即配智慧配送行业战略峰会上公开表示，本地即时配送体系已经成为阿里新零售的关键基础设施之一。在部分业内人士看来，即时配送将满足阿里旗下的盒马鲜生等业务需求。

而美团点评早在五月就宣布推出新品牌“美团配送”。美团配送针对便利店、传统商超、近场零售、写字楼等不同场景，形成了 4 种运力网络模式，不同的运力网络模式，结合“超脑”即时配送系统以及无人配送车等智能装备，满足不同的配送场景和不同商家的需求，提升配送效率，降低物流成本。饿了么将在即时配送市场上再与美团直接交火。再加上达达、点我达等“搅局者”，**即时配送市场将是一片红海。**

图表33： 2018 中国即时配送用户规模为 3.55 亿人，同比增长超过 20%



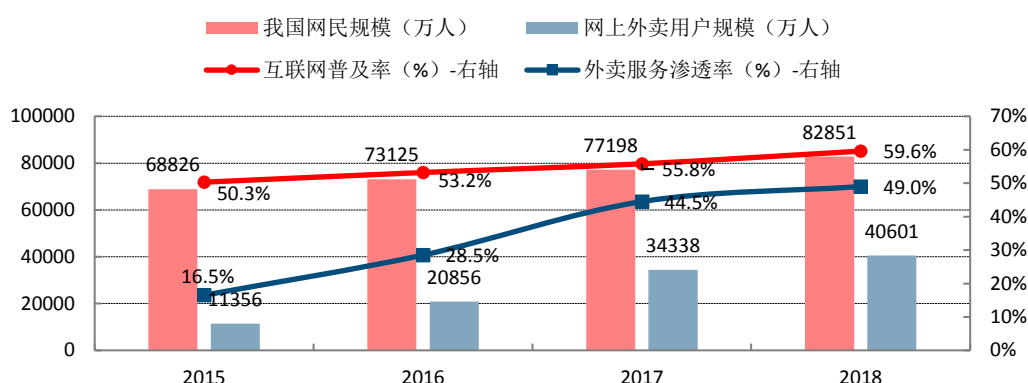
资料来源：《中国餐饮行业报告 2018》，中信建投证券研究发展部

(2) 增长空间

餐饮外卖市场的增长空间仍然很大。预计 3 年后将要接近万亿规模以上。下面将从宏观和微观两个方面对餐饮外卖市场的增长空间进行具体分析。

自下而上分析，由于外卖 $GTV = \text{人均订单量} * \text{客单价} * \text{用户数}$ ，我们将分别从以上三个方面考量外卖市场的规模和发展趋势。

图表34： 外卖服务在网民中的渗透率逐渐赶上互联网普及率

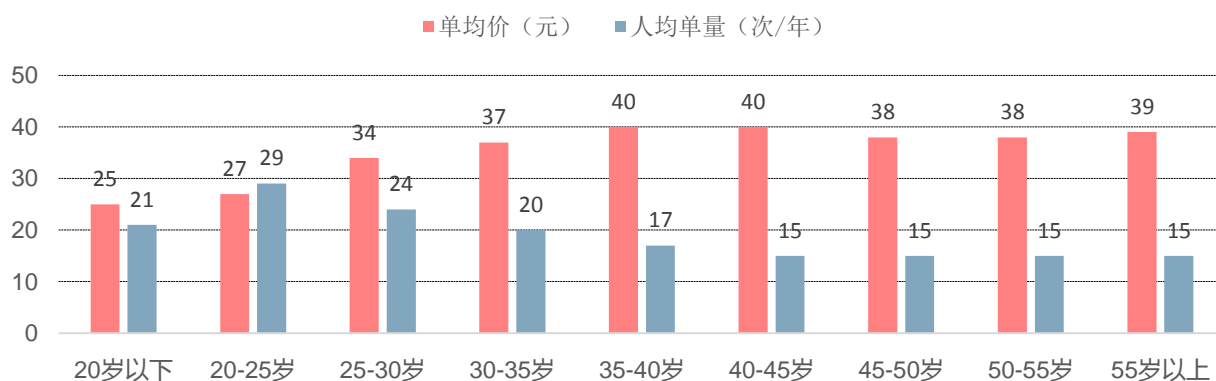


资料来源: CNNIC, 中信建投证券研究发展部

从订单量来看, 订单频次仍有提升空间, 非刚需外卖占比提升推动订单分布合理化。2016-2018 年各时段的外卖订单量均有超过 1 倍的显著增长, 外卖订单量的提升潜力巨大。以美团为例, 2018 年美团外卖人均年交易 21.10 次, 假设按照人均月消费 2-4 次来计算, 有望达到 24-48 次, 人均外卖笔数和订单量总数仍有翻倍空间。同时, 外卖消费时段延长, 2017 年非正餐时段外卖订单占比进一步提高, 早餐和夜宵分别上升 2%, 正餐时间段即午晚餐订单占比下降 4%, 外卖订单分布趋于合理, 人们生活品质提高。随着外卖习惯的养成, 预期未来非正餐时段订单量会继续提升。

用户规模方面, 外卖市场在一二线城市的用户红利已经步入尾声, 未来新客主要集中于高龄用户和三线及以下城市用户。至 2018 年底, 中国在线外卖用户数达到 4 亿, 用户规模增速显著放缓。从用户年龄结构来看, 以美团为例, 目前 20-30 岁人群为外卖助力消费群体, 贡献了 65% 的订单量。30 岁以上群体订单量占比不足 30%, 但客单价普遍在 40 元左右, 远高于 30 岁以下群体, 该部分中老年用户仍有较大的发掘空间。从地区结构来看, 三四线城市的外卖订单量占比显著提升, 外卖用户下沉趋势明显。16-17 年三四线城市订单量提升 40%, 订单量占比高达 34%, 预期三四线城市将成为外卖产业新的增长极。目前低线城市在线餐饮渗透率仍有较大增长空间, 为外卖产业发展提供契机。加之三四线城市的生活成本较低, 消费升级趋势显著, 随着人均可支配收入持续增长和外卖配送基础设施的不断完善, 低线城市市场仍有持续开拓的潜力。

图表35： 美团不同年龄段单均价、人均单量对比, 35 岁以上客单价更高。但下单频率较低



资料来源: 中国餐饮报告 2018, 中信建投证券研究发展部

从客单价来看，外卖客单价继续提升，但增速有所放缓。客单价方面，根据美团点评的业务数据，2016、2017、2018 年美团平均客单价分别为 37.03 元、41.84 元和 44.23 元，17-18 环比增长仅为 5.7%。2019Q1 美团外卖客单价首次突破 45 元，达 45.47 元。鉴于当前外卖客单价已经基数较高，我们认为外卖的客单价增速有望放缓。

因而，外卖市场未来增长的重要驱动力在于用户购买频率。2018 年中国外卖用户数已经突破 4 亿，我们保守假设按照未来三年外卖用户复合增长仅为 10% 计算，预计 2020 年中国外卖用户数约为 5.3 亿人。我们对客单价和购买频率进行影响因子分析：

图表36：我国在线外卖行业客单价与用户购买频率折扣率敏感性分析

我国在线外卖行业市场规模 (亿元)	用户购买频率(次/年)			
	30	35	40	45
46	7314	8533	9752	10971
47.5	7553	88113	10070	11329
49	7791	9090	10388	11687
50.5	8030	9368	10706	12044

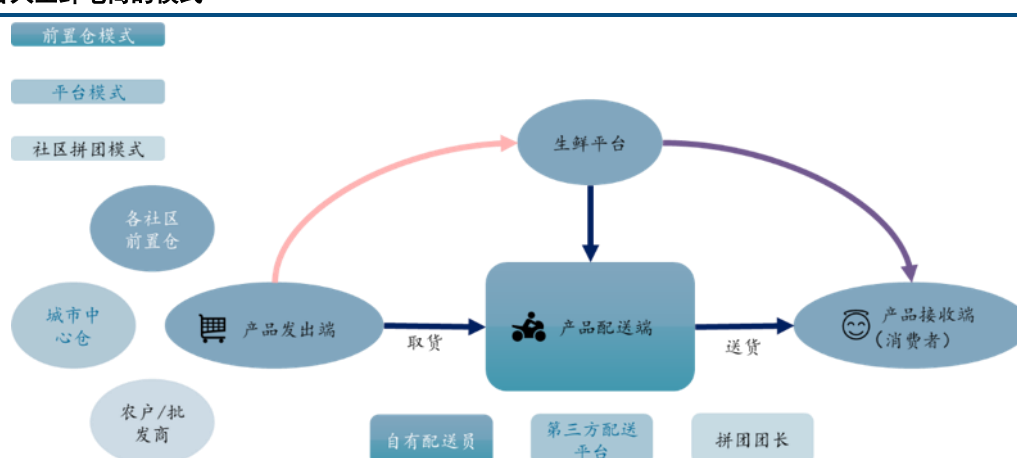
资料来源：中信建投研究发展部

自上而下分析，根据国家统计局数据，我国餐饮市场 2018 年收入 42175.9 亿元，同比增长 9.4%，2018 年外卖交易规模 4752.18 亿元，餐饮市场互联网渗透率为 11.3%。按照过往规律，每年餐饮业营收增长率约高于 GDP 增长率 1 个百分点以上。我们保守假设中国餐饮规模增速未来三年复合增速为 8%，若外卖渗透率提升至 18%，则外卖市场规模也很有可能在 3 年后达到约 9563 亿元的规模。

2.2.1.2 生鲜到家：潜力惊人的市场，跑步入局的电商

生鲜到家业务，在图中的体现，和餐饮有一定相似之处，本质上也是“生鲜产品找人”的过程。和外卖有所不同的是，它的运营方式极其多样化，这种多样性万变不离其宗，还是根植于业态图谱的骨干，其所有变化只是发货端、配送端的角色扮演者不同而已：

图表37：各大生鲜电商的模式

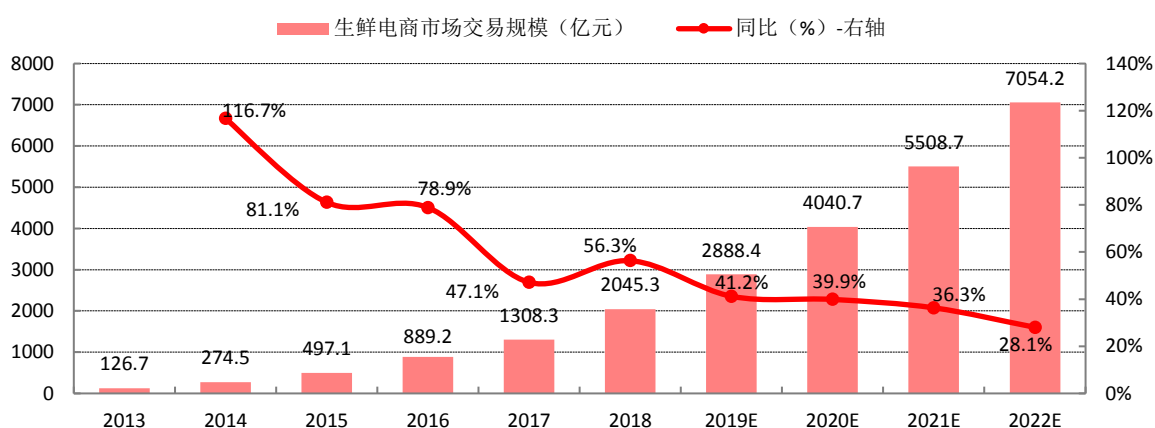


资料来源：中信建投证券研究发展部

(1) 市场概览

中国生鲜电商市场发展迅速，2018 年中国生鲜电商市场交易规模突破 2000 亿元。艾瑞咨询预计，未来 2 年中国生鲜电商行业仍会保持年均 35% 以上的增长率。2016-2017 年市场迎来洗牌期，大量中小型生鲜电商退出市场，市场环境遇冷；但与此同时，阿里京东等电商巨头入局，不断加码供应链及物流等基础建设投资，并带来了线上线下融合的新零售模式，使得生鲜电商市场备受关注。

图表38： 中国生鲜电商市场交易规模已超过 2000 亿元



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

生鲜市场在中国的市场规模约为 5 万亿，以其他品类平均 20% 的线上渗透率来计算的话，生鲜到家的市场预期将会有 1 万亿的规模。

生鲜市场其庞大的市场规模吸引了众多玩家投身其中，作为渗透率低、市场潜力巨大的生鲜电商行业竞争更为激烈。巨大的市场空间催生了多种多样的商业模式。天猫、京东等电商巨无霸选择在自平台中开设生鲜频道，套用传统网购的模式，属于综合生鲜电商。而每日优鲜、盒马鲜生、兴盛优选等商家则专注于生鲜产品，推动前置仓模式、“超市+餐饮”、“到店+到家”一体化、社区拼团等新模式不断入局。从目前的格局来看，综合电商流量丰富、经营规模占优，而垂直电商更好地把握供应链和客户需求，消费者体验好，二者各有优劣，还没有什么模式能够称霸整个生鲜电商市场。

图表39： 生鲜电商市场商业模式一览

商业模式	传统生鲜电商		新型生鲜电商			
	综合	垂直	到家	前置仓模式	到店+到家	社区拼团
特点	通过互联网销售，然后通过自建或第三方物流配送， 类似一般的网购		和超市、便利店等合作，平台配送人员从商超便利店提货送货到家， 类似餐饮外卖	在用户聚居区域附近建设集仓储、分拣、配送为一体的网	到店消费+线上购物+即时配送，类似前面几种模式的综合	团购平台：物流/售后 团长：社区运营 用户：社区内自提
代表厂商	天猫生鲜 京东生鲜	天天果园	京东到家 美团、饿了么	每日优鲜 叮咚买菜	盒马鲜生 7 Fresh	兴盛优选 食享会

资料来源：艾瑞咨询，中信建投研究发展部

天猫生鲜和京东生鲜代表了传统电商巨头，他们在自己的综合电商平台开设生鲜频道，继续套用传统网购的点对点模式。这些平台大多流量丰富，而且有大平台的品牌优势，但是他们的主要问题是配送时间较长，商品损耗率高；第三方商家入驻+自营这种混杂的货源也给品控带来了一定的困难。

在这条赛道上，代表性的有平台模式、前置仓模式和社区拼团模式。其中，平台模式和社区拼团模式都是轻资产模式，而前置仓模式是重资产模式。平台模式的主要玩家是外卖平台饿了么、美团，以及“跨界搅局者”京东到家，基本上是套用了外卖餐饮的模式去卖生鲜产品。社区拼团是比较新的模式，平台依托微信生态（群、公众号、小程序）等线上社群，在每个社区发展团长，由团长得到平台的授权和资源支持，作为平台分销代理和分销节点负责预售统计、接货，然后让用户去团长处提货。这种轻运营模式省去了仓储、店面的成本，易于快速复制扩张，并能够深度挖掘社区场景流量，但仍然有传统生鲜电商的部分缺点。前置仓模式则是目前生鲜电商龙头每日优鲜走通的模式，前期供应链和仓储投入较大，但前置仓建成后，可以大大缩短配送链条，配送时间可短至一小时，大大改善用户体验。

（2）市场趋势

市场集中度高，头部效应明显。根据艾瑞咨询的数据，2018年中国生鲜电商CR5占比63.1%，集中度较高，头部效应明显。2018年中国垂直生鲜电商市场CR5占比37.6%，较上一年增加了12.5%，市场集中度快速提升，垂直生鲜电商市场也已呈现出向头部集聚的趋势。目前，主要玩家为京东生鲜、天猫生鲜，以及垂直电商平台每日优鲜、盒马鲜生、叮咚买菜等。

供应链为王，阿里京东等电商巨头入局，不断加码物流、店面等投资。生鲜保质期短、高损耗的特点决定品类本身对供应链的要求极高。阿里京东等传统互联网巨头，背靠雄厚的公司实力和电商时代构建的物流体系，通过加码物流、铺开店面等投资，强势介入生鲜电商。

阿里饿了么宣布蜂鸟即时配送品牌独立，未来三年将建2万个全数字化即配站。蜂鸟融入阿里经济体的一年多里，本地即时配送体系已经成为阿里新零售的关键基础设施之一。蜂鸟末端配送体系对于强调配送时效性的盒马鲜生来讲无疑是最有效的补充。2019年，盒马扩店的速度还在加快，据盒马人士透露，“平均每3天一家”。在2019年5月15日发布的阿里最新财报显示，阿里营业成本达到556.1亿元，同比上涨71%，主要原因

是并表饿了么及对新零售等自营业务的大量投入。

京东生鲜则在 2018 年初开始布局前置仓，面积在 80-200 平米不等，仓内 SKU 数则在 300-600 之间，基于前置仓京东可以实现“1 小时达”服务，最先覆盖了北京 5 环内绝大部分区域，不过京东前置仓从规模到 SKU 数量，都还相对较小，而且这与京东物流“干线-支线-末端”三级体系矛盾。京东将基于达达以及前置仓重新构建物流体系，同时与沃尔玛、永辉、步步高、天天果园、钱大妈等合作伙伴进一步联动，以实现更快速的物流体验。

“菜市场”成新“战场”，买菜业务野蛮扩张。1 月中旬，美团上线“美团买菜”App，3 月 26 日已启动了北京市场的测试，将为附近 1.5 公里以内的居民提供“手机买菜”服务，美团买菜提供新鲜蔬菜、水果、肉禽蛋、米面粮油、水产海鲜等一日三餐所需食材，其在社区内设立集仓储、分拣、配送于一体的“便民服务站”，这一模式跟每日优鲜“前置仓”如出一辙。几乎同时，盒马鲜生在上海开了一家“菜市场”，取名盒马菜市；3 月 30 日，饿了么和叮咚买菜战略合作，后者买菜业务已进全国 100 城。

（3）案例分析：每日优鲜的成长之路

每日优鲜是最成功的垂直生鲜电商平台之一。作为“前置仓”模式的首创者，每日优鲜成立后短短两年便迅速成为生鲜电商 MAU 第一，营收年同比增长 527%，迅速成长为 10 亿美元估值的行业独角兽，不到三年即实现一线城市整体盈利。为什么每日优鲜目前能够引领生鲜电商行业变革？这与每日优鲜充足的资金和创新的运营模式有关。下表是每日优鲜的发展和融资历程。每日优鲜业务版图的扩张，是有充足的资金来源作为后盾的。在数笔融资背后，腾讯的身影屡次显现。

图表40：每日优鲜发展历程

产品发展	融资历程
2014 年 11 月，每日优鲜成立	2014 年 12 月，天使轮：光信资本、元璟资本，500 万美元
2015 年 4 月，微信商城正式上线	2015 年 5 月，A 轮：腾讯等，1000 万美元
2015 年 11 月，正式上线 2 小时极速达服务	2015 年 10 月，B 轮：腾讯等，2 亿元
2016 年 3 月，每日优鲜 APP 正式上线	2016 年 4 月，B+轮：远翼投资等，2.3 亿元
2016 年 12 月，每日优鲜 MAU 稳居生鲜电商 No.1，营收年同比增长 527%	2017 年 3 月，C 轮：Tiger Global、元生资本、Jeneration Capital、腾讯、联想创投等，2.3 亿美元，步入独角兽行列
2017 年 11 月，每日优鲜极速达服务提速至会员 1 小时送达	2017 年 12 月，D 轮：Jeneration Capital 等，1 亿美元
2018 年 4 月，每日优鲜投资孵化的专业精选社交电商每日一淘上线	2017 年 12 月每日优鲜便利购获得腾讯、鼎晖领投的 2 亿美元
2019 年 2 月，每日优鲜前置仓 2.0 版上线	融资生态链基金，三生创投成立
2019 年 3 月，小红杯咖啡业务上线	2018 年 8 月，每日优鲜获得高盛、腾讯、Jeneration Capital、Davis Selected Advisers 领投的 4.5 亿美元融资
2019 年 5 月，优鲜超市业务上线	
2019 年 6 月，每日优鲜携手腾讯智慧零售，启动“智鲜千亿计划”	2018 年 11 月，每日一淘获得元生资本、DCM 领投的 1 亿美元融资

资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

融资的充足对生鲜电商十分关键。生鲜业务毛利率很低，很难通过业务本身获得大额利润。同时，生鲜电商作为一种新渠道模式，还需要补贴消费者、基础设施投资、流程优化探索等投资，融资能力是至关重要的。尤其每日优鲜首创的“城市中心+前置仓”模式，是一种重资产的运营模式。目前，每日优鲜已在全国 20 个主要城市建立起“城市分选中心+社区前置仓”的冷链物流体系，在全国开设有 1500 个前置仓。这些前置仓都需要大量的前期投入。

当前期投入完成后，前置仓模式的优越开始显现。前置仓大大缩短了仓库到用户的配送距离，每日优鲜推出的“一小时达”大大改善了用户体验。同时，减少了配送过程中生鲜产品的损耗，能够提供更优质的产品，赢得了消费者的信任。

每日优鲜的“社交+会员”营销策略，也是它快速吸引流量获得成功的关键因素之一。其策略有些类似拼多多依托微信生态进行引流的模式。以社交生态吸引流量，用社交软件上的分享领红包促进用户的黏性，然后以会员制、较高的会员特权维持用户的稳定性，收集消费者偏好，精准用户画像，实现更有效的营销推广。

每日优鲜推动生鲜零售价值链变革，继续受腾讯大力支持。每日优鲜联手腾讯在上海召开主题为“鲜到千亿，智在必得”的战略合作发布会。依托腾讯智慧零售“全触点零售”的能力支持，每日优鲜正式启动“智慧营销”“智慧物流”“智慧供应链”三位一体的“智鲜千亿计划”，加速推动生鲜零售全价值链的数字化、智能化，计划在三年内成长为千亿规模的生鲜零售平台，为更多消费者提供更极致的生鲜购买体验。

2.2.1.3 送药到家：寒潮过后，热度再起

医药 O2O 历经 2015 年以来的“寒冬”后，部分企业已经倒在前行的路上。据不完全统计，2015 年高峰期有 13 家公司或药店开展涉及医药 O2O 的项目，但是目前已有 7 家停止运营，送药服务的“低频次”、“高成本”、“最后一公里”等成为生存的主要难题。从 15 年寒潮一路走来的医药 O2O 企业，业务成熟、运营稳定、规模尚可的老兵，仅有快方送药和叮当快药两家。但是，除了这些垂直领域的 O2O 商家，“无所不在”的京东和阿里，其实也早早埋伏于医药 O2O 行业的战场。

医药是一种典型的低频，但是又不可或缺的产品服务。送药到家更多的是解决一些紧急情形下对药品的需求问题。这个时候，接单、配送的效率，“正确的药能多快送到病患口中”，就成了医药 O2O 平台的生存关键之一。当然，在竞争中，也并非没有其他的破局之道：

“医药 O2O”不是药品快递，需要挖掘用户需求场景。“药给力”是最早站在医药 O2O 起跑线的公司，但是因为其未能将自身转变为一个服务商的角色，而是简单地“销售而销售”。江苏百佳惠苏禾大药房董事长徐郁平则认为，“药给力”只是单纯的快递角色扮演，而未真正地起到医药 O2O 的作用。“单纯的送药 APP 只是在解决送药问题，缺乏应用场景，也未能挖掘出用户更深层次的需求。”

反观在医药 O2O 寒潮中生存下来的叮当快药，其为自己的定位是“家庭健康掌门人”，不仅深度挖掘慢病复诊类高粘性药物需求，而且通过即时医诊咨询、如儿童夜间用药需求、上班族眼睛干涩、熬夜护理需求、女性生理期护理需求、户外场景、预约服务等，满足用户的个性化需求。

图表41： 叮当快药解决用户个性化场景需求



资料来源：叮当快药，中信建投证券研究发展部

电商巨头积极布局，综合+垂直混合竞争。虽然屡次受挫，但阿里健康一直看好医药 O2O 的发展方向，一直未曾放弃。早在 2016 年 5 月，阿里健康就成功联合甘肃德生堂、江苏百佳惠苏禾、新疆百草堂等 65 家连锁药店，成立“中国医药 O2O 先锋联盟”。近期，阿里健康还希望通过投资入股漱玉平民、华人健康、贵州一树等区域连锁药房，打通医药新零售全产业链。

在最后一公里配送方面，阿里健康也是频频发力，继今年 8 月阿里健康在杭州推出白天 30 分钟、夜间 1 小时送达的 7×24 小时全天候“急送药”服务后，阿里健康又与饿了么蜂鸟联手，在双十一之际升级北京、广州、深圳、重庆、成都等 20 多个城市、数千家线下药店的药品配送能力，其中北京、广州、深圳将延续杭州 7×24 小时的全天候“急送药”服务。

京东则依靠京东到家进行医药 O2O 布局，据了解，在 2015 年，京东到家就已经涉足医药健康领域，2016 年 4 月，京东到家与众包物流平台“达达”合并后，借助达达的众包配送模式，开始开展医药物流的布局。据京东到家医药健康负责人李志棠介绍，快消品要以提高消费者购买频次为方向，而医药流通的核心点在于用户体验和商品质量，准时、隐私、安全是其重点。目前，京东到家已在北京、天津、上海等城市开通 24 小时送药服务，其中 90% 的订单能够实现 30 分钟送达。

电商巨头参与进行行业竞争中来，对于垂直化医药 O2O 平台也不一定完全是坏消息。电商平台自带的巨大流量，可以教育消费者养成消费习惯，促使更多消费者从线下传统药店购药转变为线上购药，虽然在竞争中垂直平台没有大流量，但专业是他们的核心竞争力。

构建医+诊+药闭环健康生态。南方医药经济研究所曾指出，只有将医药电商纳入到互联网医疗体系中，医药电商才可能快速发展，只有“互联网+医疗+医药”，行业才能形成安全有效的电商闭环。

在此方面，阿里健康亦早有布局。2015 年 4 月，阿里健康与华康移动医疗达成战略合作，为用户提供远程医生提问、预约挂号等服务；2016 年 3 月，阿里健康增资华润万东，布局互联网医学影像，而这次增资，其实是在 2015 年，阿里健康与江苏鱼跃科技制订的战略合作框架协议下的进一步行动。

叮当快药也意识到，仅是送药并不能解决家庭用药全部问题，于是很快组建了快医、快检团队。今年 6 月，叮当快药与腾讯企鹅医生、医联展开深度合作，用户可共享来自医联 50 万认证医生资源，在线进行问诊。另外，叮当快药也已经推出医药科普、慢病管理及医护到家检测业务。

图表42：叮当快药全时全域健康生态布局



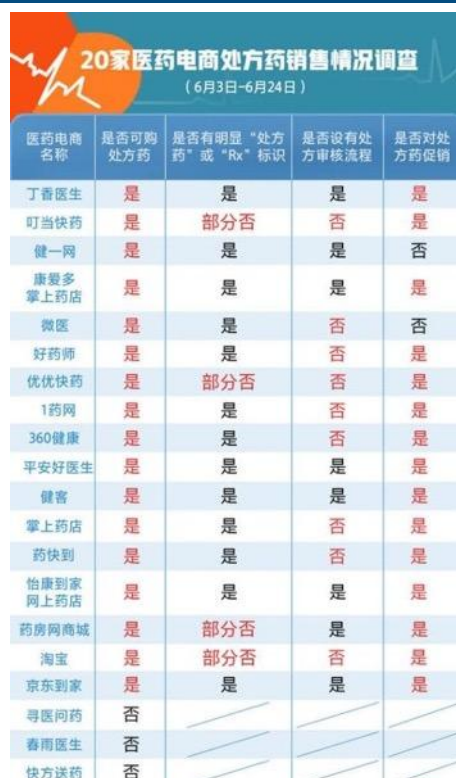
资料来源：叮当快药，中信建投证券研究发展部

但是，风险依旧存在。

处方药违规销售易触犯监管红线。2005年《互联网药品交易服务审批暂行规定》明确，向个人消费者提供互联网药品交易服务的企业，只能在网上销售本企业经营的处方药。尽管网售处方药政策一波三折，到目前，网售处方药仍是不被政策所允许。

但是优优快药、叮当快药、淘宝等网上药店，屡屡被曝出涉嫌违规销售处方药。据人民网报道，近日，记者对20家网上药店和提供药品交易服务的第三方平台进行了调查，结果不容乐观：

图表43：2019 医药电商处方药销售调查



医药电商名称	是否可购处方药	是否有明显“处方药”或“Rx”标识	是否设有处方审核流程	是否对处方药促销
丁香医生	是	是	是	是
叮当快药	是	部分否	否	是
健一网	是	是	是	否
康爱多掌上药店	是	是	是	是
微医	是	是	否	否
好药师	是	是	否	是
优优快药	是	部分否	否	是
1药网	是	是	否	是
360健康	是	是	否	是
平安好医生	是	是	是	是
健客	是	是	是	是
掌上药店	是	是	否	是
药快到	是	是	否	是
怡康到家网上药店	是	是	是	是
药房网商城	是	部分否	是	是
淘宝	是	部分否	否	是
京东到家	是	是	是	是
寻医问药	否			
春雨医生	否			
快方送药	否			

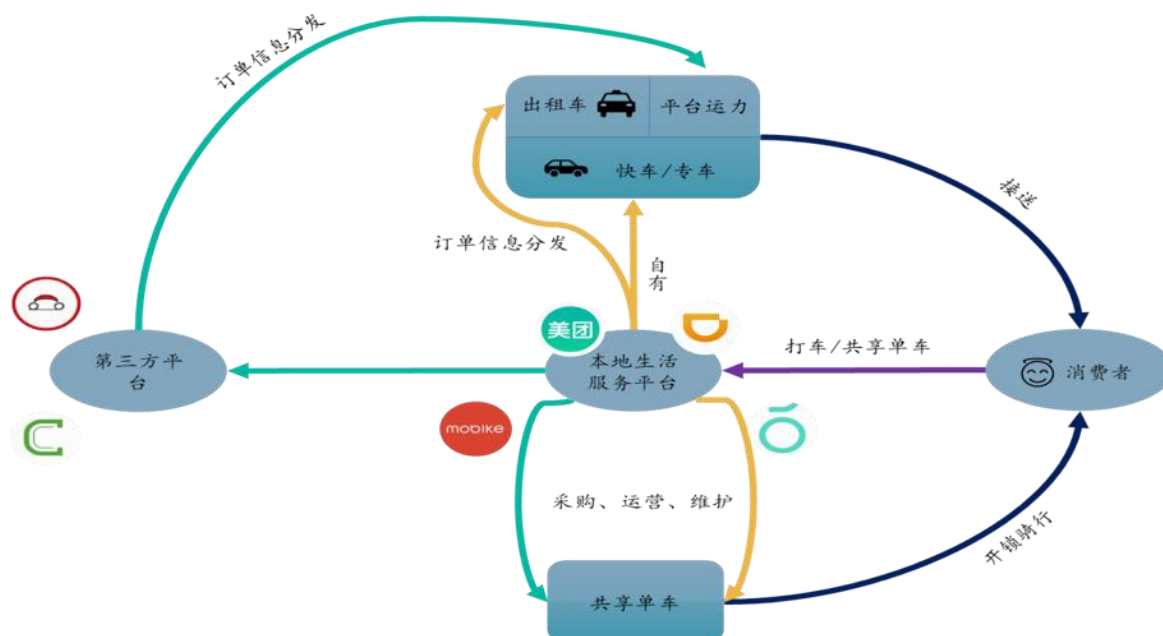
资料来源：腾讯网，中信建投证券研究发展部

送药服务属于低频次消费且送药时间较自主购买更长，需求空间仍有待观察。医药消费不似生鲜、日用品等频繁，属于低频此消费。且送药时间相对自主购买较长，以北京为例，据不完全统计，北京零售药店总数约5000家，大部分区域患者买药可以做到步行10分钟以内，但目前多数送药O2O的时间为1个小时，远超自己外出购买耗费的时间部分。且很多医药店铺企业等都开通了医药配送服务。平台同质化严重，需求疲软导致利润空间不足，因为营收乏力又无法采用烧钱换流量的策略，这些都加速了医药O2O平台的倒下。

2.2.2 出行服务：巨头企业面面观

用户每天有各种各样的需求需要被满足，而由于满足这些需求的地点不同，由此产生了“把人从一个地方运到另一个地方”的业态。

图表44：本地生活服务-出行行业模式



资料来源：中信建投证券研究发展部

2.2.2.1 滴滴：安全风波影响较大，出行龙头加速产业链布局

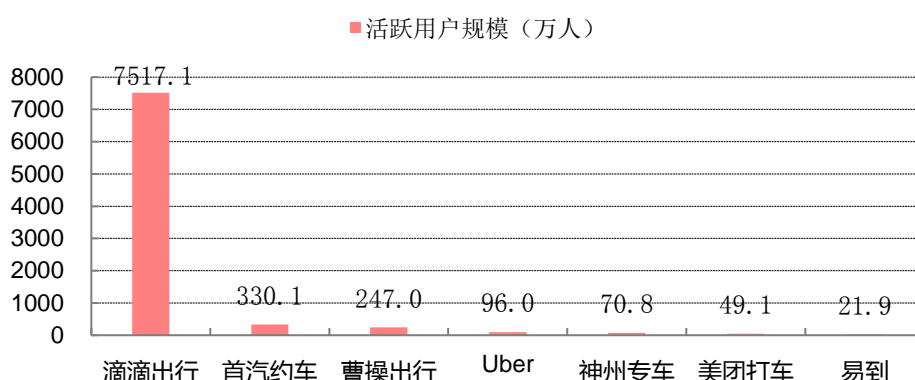
对于出行行业来讲，2018年是一个不平静的一年。据36氪等媒体报道，从滴滴内部财务流传出来的数据显示滴滴2018年亏损109亿元，司机补贴113亿元。滴滴自2018年以来风波不断，亏损、裁员、处罚，看起来前途多舛。补贴支出高企当然是亏损的显性原因，但是客单流失、业务布局扩张太快，以及安全事件给滴滴带来的挫折，可能才是滴滴亏损的主因。

去年5月和8月两起顺风车黑天鹅事件，让滴滴遭遇重大挫折。从顺风车业务的关停，延伸到舆论层面的持续负面，乃至监管层面的全线收紧，都让这家成立6年未曾盈利的公司，背负了更加沉重负担。

滴滴正在加速向出行产业链渗透。主机厂方面，滴滴牵手大众入局电动车和自动驾驶。共享出行方面，投资ofo失败后又孵化自主品牌青桔单车，继续坚守共享单车行业。同时，在印度、新加坡、北非、巴西等新兴市场国家以及欧美发达国家持续投资多个网约车平台（如OlaCabs、Grab、Lyft等）。

当前，滴滴仍然在网约车出行渗透率竞争中占有绝对优势。根据极光大数据网约车平台数据，滴滴出行渗透率为14.7%排名第一，而位居第二的嘀嗒出行渗透率仅为1.9%。在活跃用户规模方面，滴滴更是拥有7517万活跃用户，相对其他网约车平台占据绝对优势。

图表45： 2019年5月网约车市场主流平台乘客端活跃用户规模，滴滴依然远超行业对手



资料来源：易观，中信建投证券研究发展部

高额度的补贴，某种程度上也是一种竞争壁垒。以北京为例，城区内美团聚合平台上其他出行服务提供商给出的价格普遍比滴滴出行高。补贴大战，不仅滴滴在亏损，首汽约车、曹操出行等平台也在连年亏损。数据显示，2015年，首汽约车营收777.53万元，净亏损5872.18万元；2016年营收3.78亿元，净亏损猛增至8.81亿元；2017年前4个月，首汽约车营收2.99亿元，净亏损4.5亿元。看似亏损额度比滴滴少得多，但如果考虑营收和市占率规模，其实平摊到每单上，烧钱力度与滴滴相仿，但仍然无法攫取和滴滴一样高的市占率。面对亏损压力，首汽约车已经采取自营改承包、取消司机协议工资、消减油补等方式来试图扭转目前的亏损状况。

滴滴正在持续完善其超级APP的定位。最早，滴滴公司于2012年9月9日上线出租车叫车软件“滴滴打车”，并于2014年8月推出滴滴专车，后来更是相继上线企业出行、快车、专车、代驾，以及公交、共享单车业务，甚至还有金融服务的功能。原有的滴滴打车APP也进化成为一个涵盖多种出行方式、拥有数亿用户的“超级APP”，目前用户只需下载一个APP，就能在其中找到适合不同场景需求的出行方式。

2.2.2.2 美团：美团打车轻资产模式“重新出发”，打造聚合平台

2017年2月，美团上线打车业务，开始正式涉足出行行业，通过烧钱的模式与滴滴在南京、上海两座城市正面交锋。2017年，美团的网约车司机成本尚未2.9亿元，2018则飙升至44.6亿元。美团上市后，出于对财务数据和股价、投资者信息的考虑，才停止了打车业务的巨额支出。但是上市半年后的，美团打车“重新出发”，该走轻资产模式，推出聚合模式，接入首汽约车、曹操出行、神州专车等出行服务商，用户可一键呼叫不同平台车辆。

美团聚合模式类似于高德模式，对接首汽、神州、曹操等第三方出行服务提供商，高效服务用户。美团这种通过对接具体出行服务商赚取流量费的方式，比起滴滴自营网约车平台，显然是更加“轻资产”化，可以减轻美团打车业务给美团的财务带来的压力。实质上，现在网约车竞争格局中，美团和高德不仅作为首汽、曹操、神州等平台 and 用户连接的纽带，同时也是这些平台联合起来，共同对抗滴滴、蚕食其市场份额的纽带。

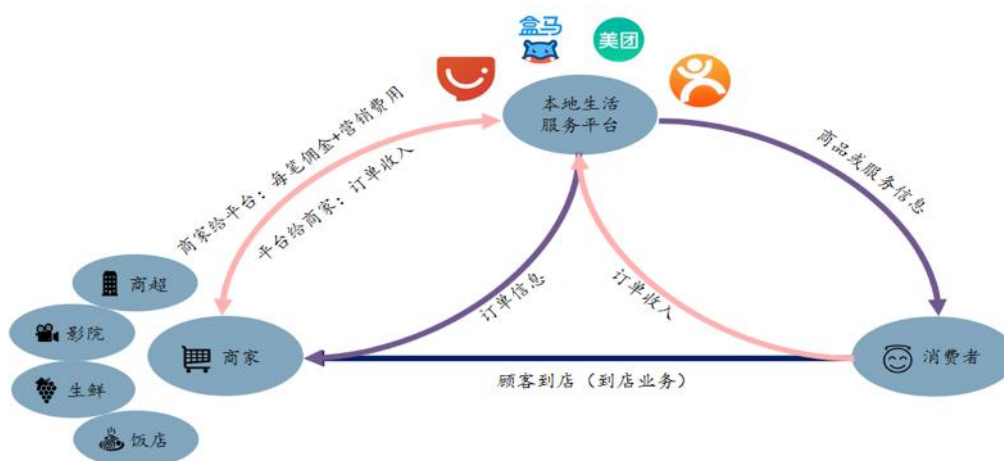
美团上线打车业务，是对美团本地生活服务生态圈“出行”这一品类的完善。如果用户要打车去某个餐厅用餐，还可以在美团App中任一餐饮商家页面，直接点击打车按钮一键呼叫多种车型。系统会识别用户所在位置及商家地址信息，自动填写起止地址，实现一键叫车直达商家目的地，便捷高效。据悉，酒店旅游、休闲娱乐等其他品类商家也将会陆续接入此功能，以进一步提升吃喝玩乐行一站式的生活服务体验。

2.2.3 到店业务：步入数字化红利时代

2.2.3.1 到店市场规模持续加速，数字化势头明显

到店行业一般指消费者通过线上获取门店信息和优惠，然后到线下门店完成消费的行业，主要有到店餐饮及到店综合两大市场。本地生活服务到店行业已进入发展期，行业规模持续增长。截止至 2018 年 8 月，到店餐饮/服务 APP 用户规模近 5 亿人，安装渗透率为 45.2%。

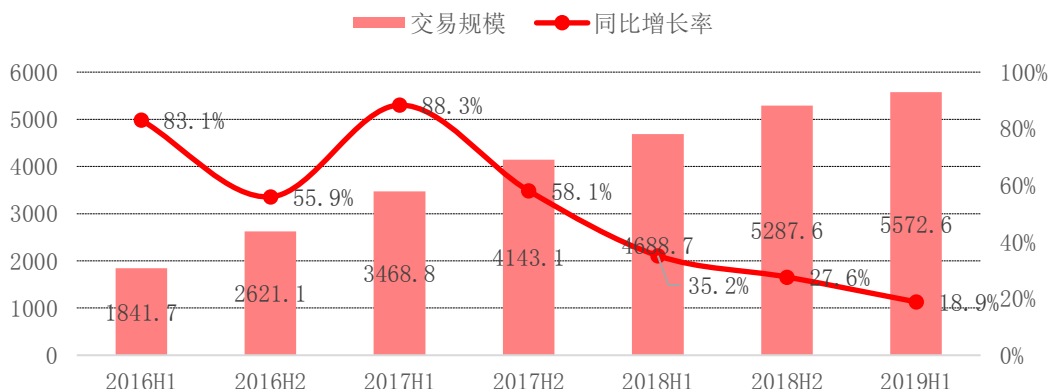
图表46： 到店业务全景



资料来源：前瞻产业研究院，中信建投证券研究发展部

到店业务市场规模涵盖本地餐饮/住宿、电影/演出、商超便利店、休闲娱乐、社区等商业领域的到店结算交易支付额。2019 上半年，中国到店业务市场交易规模达 5572.6 亿元，同比增长 18.9%，同比增速主要来自生活服务商家加速线上化。口碑、饿了么并入阿里新零售后，在阿里生态协同下市场覆盖快速扩张。到店业务在本地生活市场继续占据主导地位，占 60.8%，比重略微有所下滑。

图表47： 中国到店业务市场交易规模，但近年来同比增速有所下滑（亿元）

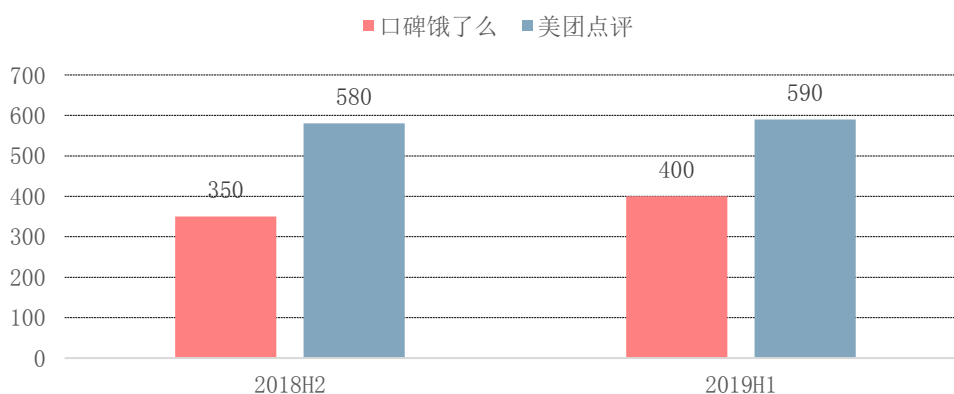


资料来源：易观数据，中信建投证券研究发展部

O2O 平台模式是到店业务的主要商业模式。到店餐饮/服务平台为消费者和商家搭建了一个链接平台，使得消费者在消费前可以获得更多的店铺信息、优惠、评价，服务产品推荐和消费优惠，同时也为商家引流顾客、提高曝光度、提供精准营销等服务，成为商家从线上到线下的销售渠道。**到店餐饮/服务平台的主要盈利来源是商家的平台佣金抽成和增值服务的收入，如广告、精准营销等。**

本地生活服务市场进入数字化红利时代，商户赋能成竞争焦点。例如，2019 年 1 月口碑和饿了么宣布进行数字化升级“3 个 100 万”：未来一年将赋能 100 万本地生活服务商家实现数字化升级，为 100 万商家新上线连接互联网，推动 100 万新就业。近年来，商家的线上化率大幅提升，平台活跃商户数稳定上涨，截止 2019 年 6 月，美团点评活跃商户数达 590 万家，口碑饿了么平台活跃商户数达 400 万家。

图表48：本地生活服务平台中口碑饿了么的活跃商户数逐渐赶上美团点评（单位：万）



资料来源：易观数据，中信建投证券研究发展部

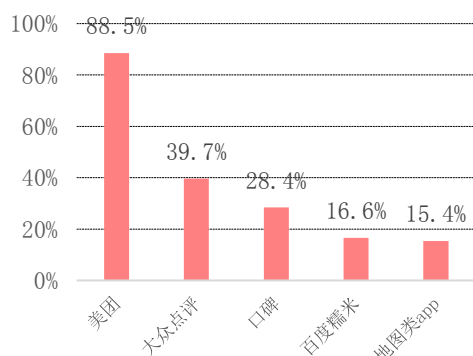
通过数字化升级，平台帮助商家实现线上线下一体的数字化产品和服务体系，赋能商家实现营销、交易、管理于一体的全链路数字化升级：平台持续协助商家引流、拉新、增加销售额和降低成本；通过团购等营销方式，为用户提供优惠，以此引导用户通过在线购券、在线下单支付等完成商家的线上转化；同时帮助其在流量、会员管理、精准化营销、数据化运营等方面进行提升改进，提高自身造血能力。随着数字化程度提升，商家的营销、交易、管理活动的线上完成率提升，平台将拥有更多的商家，为商家更多的服务，平台的佣金抽成和增长服务收入将进一步增长。随着本地生活服务市场从“流量红利”的时代转变到“数字化红利”的时代，数字化升级是突破瓶颈的有效路径，这意味着“数字化+生态圈”已是行业竞争新维度。而数字化赋能商户是玩家践行的第一步。

2.2.3.2 到店餐饮-美团口碑形成两强争霸格局

美团点评稳定扩张，全面巩固龙头地位

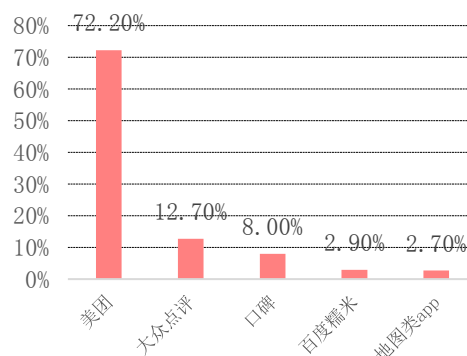
到店餐饮是指消费者在线下餐饮门店进行的消费，内容涉及店铺查询、菜品推荐、团购优惠、在线点单、线下支付等。根据极光大数据显示，到店餐饮行业规模持续扩张，2018 年 app 用户接近 5 亿。2018 年 8 月 APP 安装渗透率为 45.2%。极光大数据显示，美团和大众点评均跻身一线应用 2019Q1 渗透率分别为 32.5% 和 10.9%。在到店餐饮行业，97.2% 的消费者知道美团，94.3% 的消费者使用过美团，72.2% 的消费者将美团作为首选，均位列行业首位。

图表49： 2018 年到店餐饮 App 使用率美团系绝对领先



资料来源：极光大数据，中信建投证券研究发展部

图表50： 2018 到店餐饮 App 用户首选美团

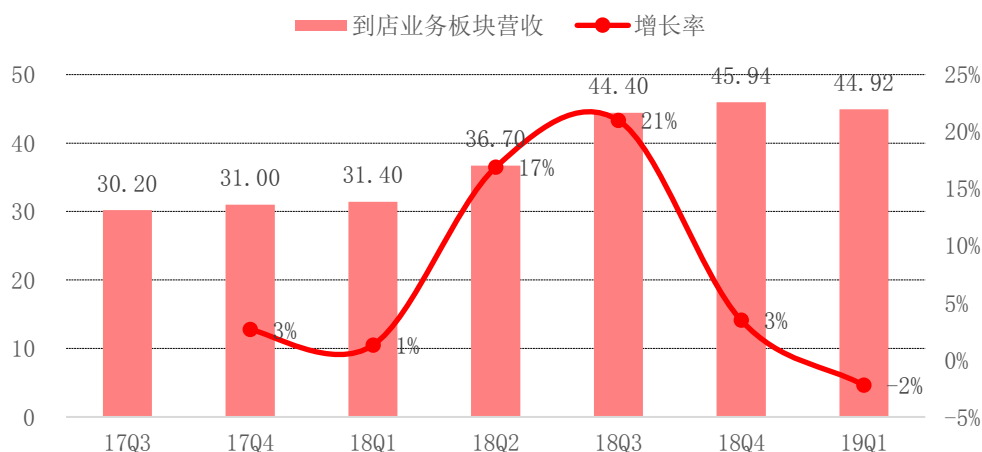


资料来源：极光大数据，中信建投证券研究发展部

收购大众点评后，美团在到店餐饮行业占据领导地位。如今已经牢牢占据了本地到店餐饮服务在消费者的认知高地，美团点评在到店餐饮市场占有率独占鳌头；UGC 内容(包括深度点评、评级详情、照片和视频)能有效帮助消费者做出判断，为商家带来更多新用户，以此形成的壁垒更是在短期内难以超越的护城河。

美团到店业务主要分为到店餐饮、酒店旅行、综合到店服务等三大业务板块。到店业务收入主要由佣金及营销收入组成。到店业务佣金主要指商家在美团平台上售出的代金券、优惠券及订票产生的佣金收入。而营销收入指美团平台通过其流量平台提供给商家的在线营销服务，客户仅当消费者点击平台上客户的链接或实现厘定数量的用户浏览相关信息时，才会向公司付款。

图表51： 美团到店业务板块 2018 年营收增长明显（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

口碑饿了么合并，阿里成立本地生活服务公司

阿里巴巴旗下的口碑平台，专注于到店业务，帮助商家管理与经营线下线上流量；饿了么获得阿里巴巴与蚂蚁金服投资，继续专注于外卖业务，与美点评竞争胶着。2018 年 10 月，阿里本地生活服务公司成立，合并饿了么和口碑两大业务，并和老股东软银等投资超过 30 亿美金。据易观发布的数据显示，饿了么市场份额达 43.9%，增速行业领先。饿了么口碑完成第一阶段的整合，产品、运营、团队、架构都作出新的部署。

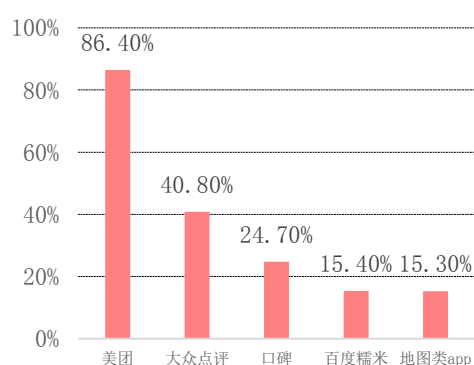
随着本地生活服务市场从“流量红利”时代转变到“数字化红利”时代，“数字化+生态圈”已成行业竞争新维度。其利用阿里集团优势，给商户提供差异化的服务。前不久推出了以“全套数字化升级方案”和“切实降低服务费率”为核心的商家扶持政策，意在带动本地生活服务商家实现数字化升级，并推动新就业。如今，饿了么口碑已建成“全链路数字化体系”，涵盖了餐饮业从选址、供应链，到预定、排队、叫号、扫码点单、即时配送，再到支付、评价等等环节。

下沉三四线城市成为今年饿了么最核心的策略。2019年1月，阿里本地生活服务公司总裁王磊曾表示，“2019年阿里要帮助100万传统线下商家——尤其是中低线城市的商家——连接上互联网，让整个商业的数字化覆盖度更高”。2019年年初饿了么有90多个直营城市，口碑是40多个，还远不及美团的规模，饿了么从前并没有把三四线城市作为重点，造成市场份额较低，因此只要提升三四线城市的渗透率，就是用户巨大的增量。

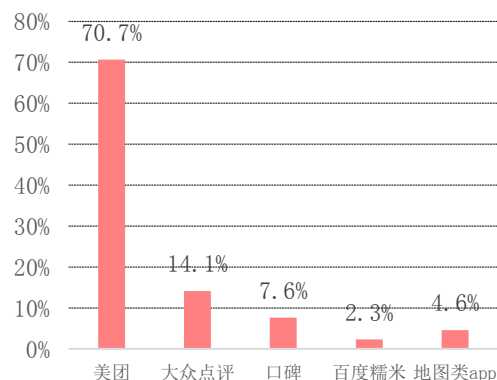
2.2.3.3 到店垂直领域特色发展，空间巨大

到店服务是指消费者到线下服务门店完成的消费，其内容包括门店查询、在线预约、团购优惠等，如医美丽人服务、教育培训、宠物医美等。在到店服务领域，美团依然占据最高的使用率和首选占比。到店服务与到店餐饮的市场格局非常类似，美团显著高于其它App，大众点评第二。

图表52：2018年到店服务App使用率美团系依然领先



图表53：2018到店服务App用户依然首选美团



资料来源：极光大数据，中信建投证券研究发展部

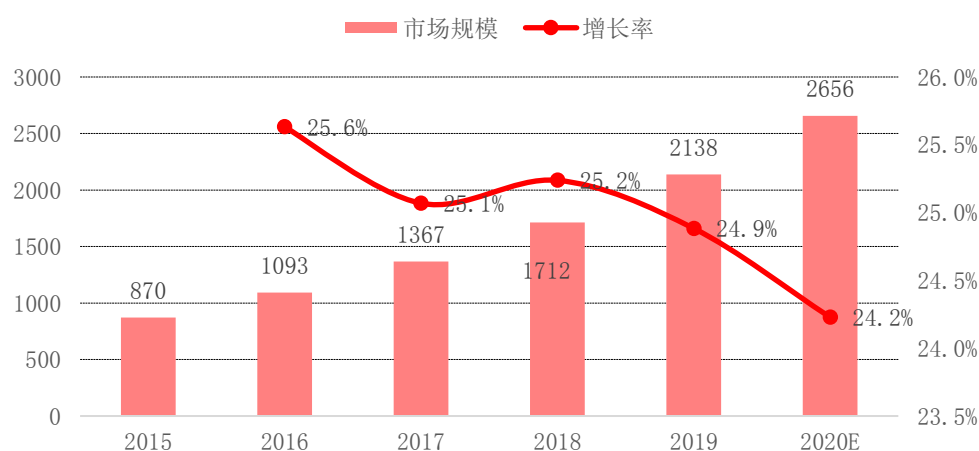
资料来源：极光大数据，中信建投证券研究发展部

根据极光大数据调查显示，到店服务各细分领域中，用户对休闲娱乐类门店的参与度最高，达84.1%；而医美类门店、教育培训类门店以及婚庆类门店仍然有很大的发展空间。

医美行业：

医美服务是一种可选择的医疗服务，旨在通过提升用户外观进而提升用户内心幸福感和生活质量。

中国医美行业高速发展，拥有巨大想象空间。根据德勤中国医美行业O2O市场分析报告数据，自2006年以来，医美行业的投资规模和投资笔数呈指数级增长，十余年来年复合增长率达52.6%，预示医美行业进入高速发展期。中国医疗美容市场2018年规模达到1,712亿人民币，2015-2018年中国医疗美容市场的复合增长率约为25.0%。2018年至2022年期间，预计将以20.1%的年化复合增长率增长，2022年全年预计将达4,810亿人民币。考虑到潜在的医美需求和庞大的人口基数，中国医美市场拥有巨大想象空间。

图表54： 中国医美行业市场拥有巨大想象空间（单位：亿元）


资料来源：中国产业研究院，中信建投证券研究发展部

针对医美产业链各主体的需求，以及消费者差异化的消费需求，医美 O2O 的应用从产业链下游开始，逐步向上游拓展，最终实现服务闭环。

图表55： 主要医美平台信息一览

平台	成立时间	业务	简介
新氧	2013.11	社区+电商+线上咨询+ 云诊所标准	模式类似“天猫”，是国内最早从 C 端社区运营切入的医美平台
更美	2013.08	社区+电商+ToB 咨询	从公立医院切入，后期以民营医院为主，主打低价医美促销策略
悦美	2011.06	咨询+社区+电商+线下治疗场所	价医美提供定制化咨询服务和 To B 咨询，商业模式是收取引流佣金促销策略
美呗	2011.03	一对一咨询+电商+社区	定位中高端，偏重外科整形， 提供全程顾问咨询

资料来源：36kr，中信建投证券研究发展部

医美平台通过建立线上社区，增加医美商家透明度。 医美行业不同于餐饮行业（这一家不好吃就去另一家吃，误选商家对消费者的伤害较低），医美行业对精准选择商家的要求极高，而当今营销策略又过于琳琅满目，用户要想“看透”一个商家，最好的方式也许是通过社区分享和用户实名制评论和社区分享。使用过某商家服务的用户的好评能建立未使用该服务的用户的信任，而社区里爱美达人推荐的精选医美项目能引起消费者极大的关注。通过社交内容和社区分享，用户能更高效的选择商家，再通过线上预定，再到线下商家消费，最后在社区评论分享，如此形成良性循环，为产业实现增值。

图表56：新氧商业模式



资料来源：新氧招股书，中信建投证券研究发展部

不止于线上营销，医美平台布局线下实体。通过布局线下诊所来拓宽盈利模式。“全科+健康管理型”模式通过在各地开办线下诊所或者医院，与医生签约，与保险机构合作等方式提供医疗、健康管理服务，构建 HMO 体系（健康维护组织，是指一种在收取固定预付费用后，为特定地区主动参保人群提供全面医疗服务的体系，这一健康管理体系在美国取得了巨大的成功）。“零售型”模式的典型代表是医药新零售。随着医生多点执业开放，医生集团也开始做线下诊所生意。

图表57：医美平台线下实体商业模式

商业模式	全科+健康管理型	零售型	医生集团	
			自建型	共享型
特点	设有内科、外科、妇科、儿科等全科科室，并提供备孕计划、抗癌计划以及健康管理服务 通过与外部保险公司合作的方式形成自己的保险体系，将保险业务与健康管理服务相结合，构建 HMO 体系	医药新零售通过将线上用药咨询和跟踪、慢病管理、保健预防等服务与线下一对一的服务相结合以实现	与商业健康险合作，与合作的保险机构互做引流，开拓市场 布局全科和健康管理服务，打造“金字塔式”的医生分层培养模式，构成其未来分级诊疗的各级人才基础，搭建 HMO 体系	以租赁为形式，将空间转租给其他医疗机构，并为入驻机构提供检验、病理、超声和医学影像的医技科室、药房、手术室等共享服务
代表平台	丁香诊所（丁香园） 微医全科中心（微医）	悦美好医（悦美网）	博德嘉联门诊部（博德嘉联医生集团）	思俊外科诊所（张强医生集团）

资料来源：IT 桔子，中信建投研究发展部

三、广告主的销售费用给我们贡献了哪些丰富的互联网精神消费品？

变现渠道是否通畅？

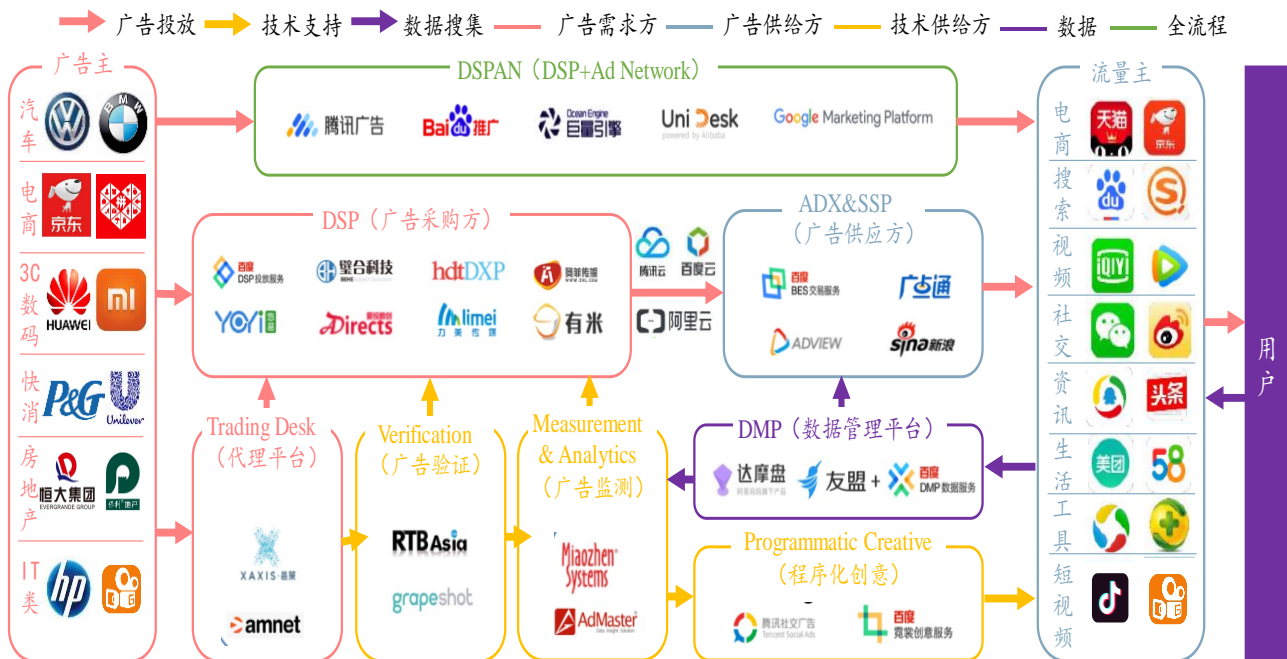
梳理互联网广告产业链发展历程，除了流量增长为互联网广告带来红利之外，真正让互联网广告有别于传统广告在于技术的赋能，让广告投放从广告位选择转变到目标受众选择，而核心关键之处在于数据管理。

目标受众选择是互联网广告核心竞争力。尽管最早互联网广告可追溯到 1997 年，但互联网广告高速发展主要在 2012 年以后，除了移动互联网普及带来流量红利之外，还在于互联网广告形成的“DSP-ADX-DMP”三位一体的程序化购买流程，广告投放从过去广告位选择转变到目标受众选择，这一方面让互联网广告相对于传统媒体广告，让广告效果具有可视化以及实现精准投放；另一方面通过广告交换平台，将大量中小流量主与中小广告主连接进来，为广告市场带来增量空间。

在产业链中，技术决定了利益分配机制。根据 Warc 的数据显示，广告主支出的 60% 将被中间环节收取，而这中间环节主要包括了 Trading Desk（代理平台）、DSP（广告采购方）、ADX（广告供应方）、DMP（数据管理平台）等等，其中技术核心在于数据管理平台，DMP 收入占到了产业链整体的 25%，目前 BATJ 均建立了自身 DMP。此外由于流量以太效应的影响，BATJ 开始建立自身的广告联盟，实现了产业链一体化，换句话说，就是互联网巨头将其他中小流量主整合到自身广告交易平台，同时为广告主提供相应的数据服务和人工智能竞价服务等。在这个利益体系中，相对比较成熟的百度一般可以分到广告支出的 40%-70% 左右，而腾讯和字节跳动处于起步阶段，尚未参与利益分成机制。总的来说，BATJ 的由于自身流量、数据、技术等优势，未来仍将在互联网广告占据主导地位。

广告主广告投放预算主要有两个层面的考量：一个是宏观经济环境和行业政策环境影响下广告主整体预算投放，通过分析我们发行广告投放整体与 PMI 具有较大的相关性，此外行业政策也会影响到部分广告主广告投放，如对金融类、医药类广告审核等；另一个是流量主供给将影响广告主预算的分配，这些年互联网广告之所以获得广告主更多的预算倾斜，核心在于移动互联网用户增加和用户时长增加所带来供给增加所导致，根据 QuestMobile 数据，移动互联网用户数量有见顶趋势，人均用户时长仅存部分空间，可以预见未来随着人均用户时长见顶，互联网广告增速也将与放缓。

图表58：互联网广告产业链



资料来源：中信建投研究发展部

当前，宏观经济环境下行压力增大，叠加政策管制趋严，广告整体行业承压，互联网广告分化显现：搜索广告压力陡增，以电商为代表的垂直平台增长势头依旧，而新兴领域短视频广告持续崛起，成为互联网广告一颗新星。

政策趋严之下，金融、地产、游戏、医药等行业广告投放受限制，搜索广告首当其冲，增长幅度落后于互联网广告整体；而社交广告由于行业普适属性，也不能幸免于难，增长速度开始回落；以电商为代表的平台类广，如阿里巴巴等，则依托更具针对性的用户，ROI 较好，增长势头依旧；

而短视频广告作为新兴领域，在用户红利持续释放之下，高速发展，成为互联网广告重要的一部分，最核心便是短视频流量红利和信息流视频广告。根据艾瑞咨询，2019 年短视频广告将增长 140%，达到 328 亿市场规模。究其原因一方面在于短视频平台具有“全民创造，记录生活”，在全民参与创作下，内容丰富，吸引大量用户，从而带来新一波流量红利；另一方面，与在线视频广告给人显著的负面影响相比，短视频广告以信息流视频广告形式穿插于其中，通过富有创意的短视频以及相对较短的时长能够最大限度降低广告负面影响，甚至能够引起用户的兴起和共鸣，提高转化率，因此短视频广告快速兴起。可以预见，随着短视频用户数持续增长，短视频广告会获得更多的广告预算。

图表59： 16家互联网公司 2015-2019Q1 广告营收和增速

单位：亿元	行业分类	2015	2016	2017	2018	2018 市场份 额	2019Q1	2019Q2	2019Q1 同比增长 率	2019Q2 同比增长 率
阿里巴巴	电商消费	499	713	1084	1386	36%	301	420	31%	27%
百度(含爱奇艺)	搜索+信息流	640	645	731	819	21%	177	192	3%	-9%
百度	搜索+信息流	606	589	650	726	19%	155	170	3%	-8%
爱奇艺	娱乐	34	57	82	93	2%	21	22	0%	-16%
腾讯	社交+媒体	175	270	404	581	15%	134	164	25%	16%
今日头条	媒体+娱乐	30	60	150	470	12%	-	-	-	-
新浪(含微博)	社交+媒体	48	58	89	119	3%	26	30	12%	3%
小米	手机厂商	18	38	56	101	3%	23	25	22%	0%
美团	生活消费	4	25	47	94	2%	29	36	91%	73%
搜狐	媒体+搜索	70	69	75	83	2%	19	12	6%	-44%
58同城	生活消费	24	44	60	83	2%	19	27	30%	24%
汽车之家	汽车	35	60	62	72	2%	16	23	25%	24%
趣头条	媒体+阅读	3	6	5	30	1%	11	-	373%	-
网易	媒体+娱乐	18	22	24	25	1%	4	6	-5%	-8%
凤凰新媒体	媒体	12	12	14	12	0%	2	3	-11%	3%
陌陌	社交	2	4	5	5	0%	1	1	-32%	-47%
B站	社交+娱乐	0	1	2	5	0%	1	2	60%	76%
广告总营收	整体	1579	2026	2808	3884	100%	763	941	22%	9%

资料来源：各公司财报，中信建投研究发展部，注：2019Q1 同比增长率不包含今日头条，阿里巴巴数据为财报调整后且只考虑了电商数据

回顾过去4年的互联网广告发展，头部集中化的趋势日益凸显，并将继续加强。BATJ 占到整个互联网广告80%以上的市场份额，且分属于不同领域。

我们分别对这四家公司广告业务进行分析和预测：

阿里巴巴占据电商广告高地，独占互联网广告龙头。阿里巴巴2019财年（截至2019年3月31日）的广告收入为1656亿元，其中90%的广告收入来自于核心电商广告收入，主要为帮助商家在淘宝和天猫上投放广告，由于阿里服务对象主要为电商，因此阿里广告业务具有黏性高且不易受其他行业政策影响。阿里的电商广告类型主要有两种，P4P广告（淘宝直通车）和展示广告（智钻），我们分别以CPC和CPM几家方式来计算这两种广告收入，假设用户使用时长和浏览习惯不变情况下，其增长核心驱动来自于用户增加和价格上升，短期内我们认为淘宝和天猫平台持续开拓下沉市场，用户将持续增加，而价格随着阿里技术和服务等的发展，有小幅增长，进而进一步推动广告收入增长，因此我们预计阿里巴巴2020财年广告收入为2064.65亿元，其中核心电商广告收入为1816.89亿元。不过考虑到流量红利已经接近顶部，因此我们认为长期影响阿里广告收入的是价格的增长。

百度广告以搜索广告为主，信息流广告为辅。百度（不含爱奇艺）2018年广告收入为726亿元，目前百度广告形式主要为搜索广告，搜索广告由于舆论以及广告投放技术天花板明显，其增长势头落后于互联网广告整体增长，因此百度近年来开始发展搜索界面的信息流广告。我们假设搜索广告市场由搜索引擎市场份额决定，

根据 Statcounter 数据，我们预计百度在搜索引擎市场份额将从 71% 下降到 66%，因此预计 2019 年百度广告收入为 705.21 亿元，其中我们还根据百度的 DAU、点击率和用户时长等估算百度信息流广告收入为 183.96 亿元，占总收入的 19.74%。未来百度自身增长我们认为主要取决于百度自身能否协同自身的产品矩阵，开拓新的广告形式来带动自身广告业务的增长。

爱奇艺 2018 年广告收入为 93 亿元，广告收入可以分为框内广告、重点页广告和自制综艺广告赞助费，我们认为 2019 年“限古令”等政策持续发酵，同时考虑到会员人数的持续增加，预计 2019 年非会员人数使用总时长将下降 10%，同时考虑到 2019 年自制综艺与 2018 年自制综艺类似，广告赞助费不会发生太大变化，预计 2019 年爱奇艺广告收入为 89.33 亿元。

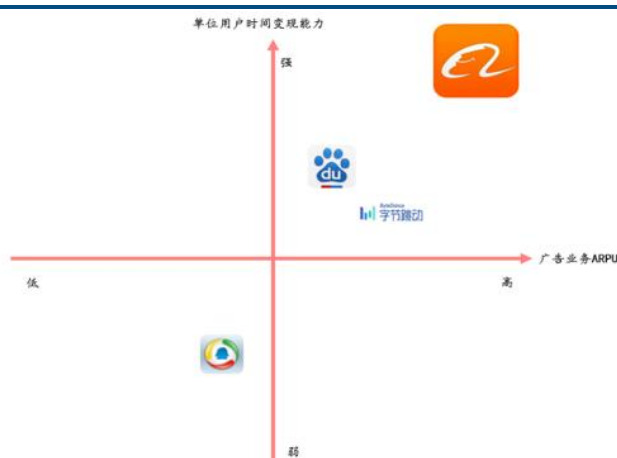
腾讯广告坐拥产品矩阵，资源融合，坐拥流量宝座。腾讯 2018 年广告收入为 581 亿元，主要可分为媒体广告和社交广告，媒体广告腾讯主要依靠腾讯视频和腾讯新闻，对于腾讯视频，我们假设在价格不变的情况下，其核心影响因素在于用户时长，考虑到 2019 年新剧集产出减少，同时腾讯自制综艺也没有明显变化情况下，我们预计腾讯视频的总使用时长将下滑 7%。而对于腾讯新闻，我们认为总体保持相对稳定，因此预计媒体广告 2019 年收入为 172 亿元；而在社交广告领域，腾讯则是依托微信和 QQ 两大社交平台，坐拥 11 亿用户，广告类型主要为信息流广告，目前社交广告收入主要来自于微信。对于社交广告，**我们假设流量红利已达到顶点，则短期内主要增长因素来自于广告浓度的提高，目前腾讯整体广告浓度仅为字节跳动和 Facebook 一半，具有较大的增长空间**，我们认为 2019 年随着微信推出朋友圈第三条广告以及 QQ 看点等信息流广告广告浓度的提高，预计 2019 年社交广告为 548 亿元，预计 2019 年腾讯广告收入为 720 亿元。

从长期来看，由于微信社交属性，广告浓度提升不能完全达到字节跳动等的水平，但是考虑到腾讯拥有最多用户的社交平台，结合各产品矩阵，能够从多方面搜索分析用户行为习惯，为广告主提供更精准的投放服务，未来广告价格提升或是腾讯广告收入提高的另一大关键因素

字节跳动算法加持下，冉冉升起的媒体娱乐巨头。字节跳动 2018 年广告收入为 470 亿元左右，作为互联网巨头新秀，其增长速度超乎想象，主要收入来自于今日头条和抖音，今日头条主要依托算法推荐机制，通过持续推送用户感兴趣的内容获取用户关注，而抖音除了算法加持之外，还依靠短视频这种具有“全民创造，记录生活”特点媒介形式收获大量关注，目前两者广告形式主要为信息流广告和展示页广告。**我们认为今日头条和抖音模式发展相对成熟，因此假设用户的使用习惯不变，则头条系广告收入驱动因素来自于用户数量增长和人均用户使用时长**，考虑到今日头条和抖音仍处于高速发展期，用户数量将持续增加，同时考虑到传统媒体受政策影响导致用户时长减少，短视频将获得更多用户时长，因此我们预计在 DAU 和日均人使用时长持续增加的情况下，预计 2019 年字节跳动的广告收入将达到 894 亿元，从而超过百度和腾讯。

此外我们从广告变现能力角度对这四家公司进行比较分析，我们主要从广告业务 ARPU 和单位用户时间变现能力进行分析，**认为阿里巴巴为变现能力最优的第一象限，腾讯则位居变现能力最弱的第三象限，百度和字节跳动分列之间，百度在单位用户时长具有相对优势，字节跳动则在广告业务 ARPU 具备相对优势。**

图表60： 几大互联网公司广告业务变现能力



资料来源：, 中信建投证券研究发展部（注：图标大小代表营收规模）

3.1 从趣头条说起，我们可以从一个人身上直接和间接薅到哪些羊毛？

趣头条通过现金奖励老客拉新和使用，通过这种忠诚度奖励来增加活跃用户数。趣头条的用户数增长迅猛，从2016年6月推出到2019年3月，MAU已经达到1.11亿。收入方面主要是广告，广告收入占2018年收入的93%，2019Q1收入的97%。

图表61： 趣头条老客参与阅读获得奖励



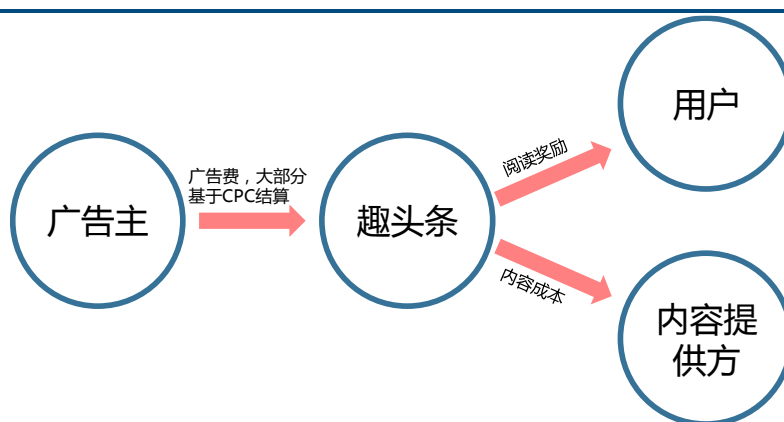
资料来源：趣头条APP，中信建投证券研究发展部

图表62： 趣头条老客拉新获得奖励



资料来源：趣头条APP，中信建投证券研究发展部

趣头条的商业模式是通过流量变现来盈利。广告主进驻趣头条的广告平台，充值后投放广告，然后根据 CPC 来结算。趣头条将广告收入的一部分作为阅读奖励发给用户，用于留存用户。另一部分作为内容成本支付给内容提供方。从用户画像来看，根据趣头条的数据，趣头条用户 70% 来自低线城市，60% 为女性用户，50% 年龄低于 40 岁，而且跟竞品（新闻类 APP）的用户重合度都低于 25%。**这使得趣头条成为互联网向低线城市渗透的先头部队。随着阿里巴巴、京东、腾讯等向低线城市扩张，很多都选择与趣头条合作。**在趣头条早期因为广告主有限，他们主要依赖第三方广告投放。百度贡献的收入分别占趣头条 2016、2017、2018 年收入的 69.9%、43.7%、4.2%。随着影响力的提升，广告主数量增加，特别是跟阿里巴巴合作后，电商的广告占比增加。根据 2019Q1 电话会议披露，来自阿里系的广告收入占比同比增加了 70%，另外双方还在尝试将趣头条的积分兑换成淘宝的优惠券，进而降低趣头条的阅读奖励成本的同时提高用户的消费欲望。

图表63： 趣头条的商业模式


资料来源：中信建投证券研究发展部

从用户的获客、维系成本来看，2019Q1 日活跃用户人均日贡献收入为 0.33 元，日活跃用户人均日维系成本为 0.17 元，新安装用户平均获取成本为 6.21 元。贡献的收入和维系成本在 2019Q1 都出现了环比下降，主要原因是一季度是经营的淡季，由于春节效应，用户阅读新闻的时间减少。但同时我们也看到 2019Q1 和 2018Q1 的获客成本和维系成本同比并没有上升，在移动互联网流量红利消退的今天，这样的成绩确实非常难得，也从一个角度证明了“社交裂变+现金奖励”的策略在低线城市扩张的有效性。

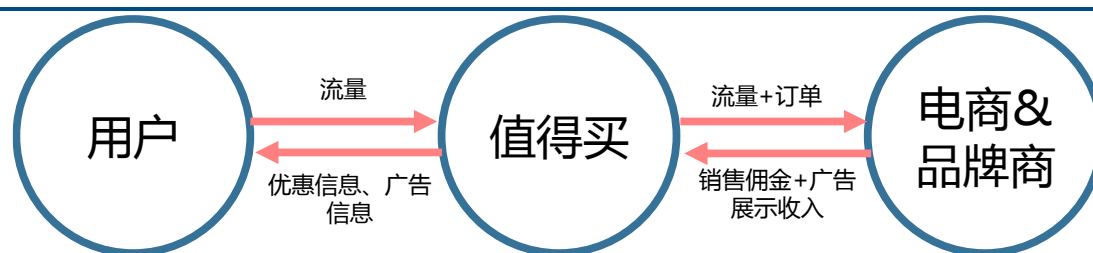
图表64： 趣头条用户维系成本和新客获取成本拆分

	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
净收入（百万元）	252.2	236.4	481.4	977.3	1327	1118.8
老客维系费用（百万元）	126.1	192.3	245.8	481	563.3	580.8
新客获取费用（百万元）	95.9	153.5	204.7	532.2	746.9	675.3
日活跃用户（百万）	9.5	12.9	12.6	21.3	30.9	37.5
新安装用户（百万）	26.8	24.7	35.1	78.8	113.6	108.7
日活跃用户人均日贡献收入（元）	0.29	0.23	0.42	0.5	0.47	0.33
日活跃用户人均日维系成本（元）	0.14	0.19	0.21	0.25	0.2	0.17
新安装用户平均获取成本（元）	3.58	6.21	5.83	6.75	6.57	6.21

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

由于趣头条的广告主中电商的占比增加，我们可以跟值得买公司进行对比。当然两个平台的用户画像存在

巨大差别。值得买公司主要通过什么值得买网站（www.smzdm.com）及相应的移动客户端为电商、品牌商提供信息推广服务，主要分为电商导购佣金收入和广告展示收入。电商导购佣金是指通过值得买的网站和 APP 发布电商、品牌商的优惠信息，将用户引流过去，根据用户的实际成交额获得一定比例的收入。广告占比收入是通过在公司网站或移动客户端为电商、品牌商等提供广告展示位等营销服务，向电商、品牌商等获取的收入。值得买的主要客户有阿里巴巴、京东、亚马逊等电商平台，还有耐克、Visa、戴森、DELL、雅诗兰黛、华为等品牌商。

图表65： 值得买的商业模式


资料来源：中信建投证券研究发展部

值得买的电商导购业务交易次数和平均交易单价都在快速增加。电商导购交易次数从 2016 年的 3251.37 万次上升到 2018 年的 6047.38 万次，平均单次交易金额从 2016 年的 105.05 元上升到 2018 年的 168.88 元。但是信息推广服务的佣金率却从 2016 年的 2.86% 下降到 2018 年的 0.98%。主要原因是国内电商旗下联盟平台的佣金率低于国外第三方联盟平台的佣金率。阿里巴巴、京东、亚马逊等电商旗下联盟平台的佣金比例在 1.5%-4% 左右，国外第三方联盟平台客户 CJ、Rakuten Marketing LLC 等的佣金比例集中在 6%-10% 之间。随着国内电商平台导购占比的提升，特别是家用电器和电脑数码类产品（因为毛利率较低，所以佣金比例主要集中在 1.5%-3.5% 之间）的比例的提升，值得买的信息推广服务佣金率降低。

图表66： 值得买电商导购业务交易次数、平均交易金额

项目	2016 年	2017 年	2018 年
电商导购交易次数（万次）	3251.37	4114.31	6047.38
平均单次交易金额（元）	105.05	149.07	168.88
月平均活跃用户数（万）	1862.17	2401.99	2654.43
电商导购交易额（万元）	341556.4	613320.2	1021281.5
电商导购佣金收入（万元）	9778.9	8930.14	10046.47
电商导购佣金率	2.86%	1.46%	0.98%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

广告展示收入方面，值得买的广告展示以焦点图广告、App 端信息流广告、App 端浮层广告、App 端通栏广告、网站端顶部通栏广告、各类矩形广告为主，计费模式主要以按天计价为主。以 2018 年为例，广告位的单位时长平均展示价格在 1.2-5.5 万元/天。其中最贵的是 App 端浮层广告，单价为 5.28 万元/天，广告位个数仅有 2 个。价格较低的是网页端的各类矩形广告，单价为 1.24 万元/天。

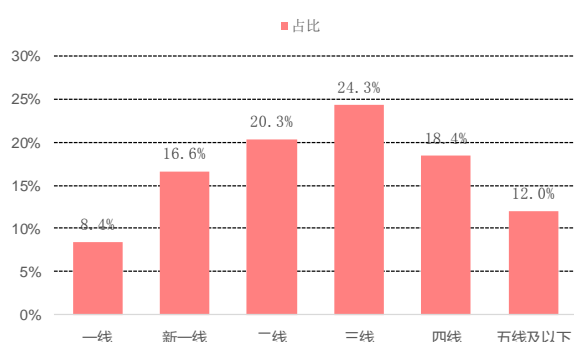
图表67：值得买广告业务主要经营指标（2018年）

	单位时长平均展示价 格（万元/天）	广告位个数 （个）	可展示天数总和 （天）	实际展示天数总和 （天）	广告位售出 比例
焦点图广告	3.47	10	3,650	1,452	39.78%
App 端信息流广告	2.23	14-26	7,318	4,133	56.48%
App 端浮层广告	5.28	2	730	122	16.71%
App 端通栏广告	2.46	7-10	3,107	1,305	42.00%
网站端顶部通栏广告	1.79	4	1,460	413	28.29%
各类矩形广告	1.24	12	4,380	1,310	29.91%

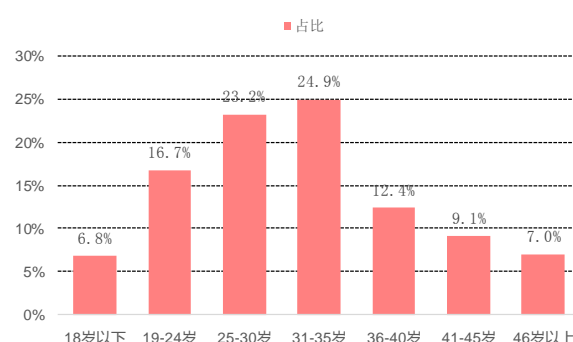
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

我们认为趣头条、值得买都在依托电商发展广告、导流业务，实现流量的变现。2016、2017、2018年，来自阿里巴巴的销售额（包括导购佣金、广告展示收入等）占值得买收入的 27.49%、25.81%和 19.48%。如果仅看导购收入，2016、2017、2018年，来自阿里巴巴的导购收入占值得买导购收入的 51.50%、67.41%和 83.96%。随着电商流量竞争加剧，巨头们还将维持较高的销售费用支出，多渠道（比如值得买、趣头条）、多方式（比如优惠券、赞助等）的来持续获得流量。那从这个角度考虑，趣头条和值得买的收入端是会增加的。但是成本端，分两个角度考虑。如果像趣头条那样相对激进的获取新用户（3年内1亿 MAU），那么销售费用（获客、维系）的成本占比较高，至少短期盈利比较难。如果像值得买那样扩张的相对慢一点（9年2600万 MAU，最近三年新增800万 MAU），销售费用的占比控制在27%左右，现在就有19%的归母净利率。但是导购类网站的业务模式，可能用户数存在较低的天花板。假设单个导购类平台的用户数超过了阿里巴巴，用户第一选择是通过导购平台进入不同的电商平台，那很可能这个导购平台就被电商巨头封杀了。所以导购类平台可能就保持小而美的状态，从电商巨头那里分一杯羹。

趣头条的快速、低成本的扩张还有一个主要原因是吃到了下沉市场的流量红利。下沉用户的定义是三线及以下城市的移动网民，非下沉用户的定义是二线及以上城市的移动网民。根据 QuestMobile 的数据，目前下沉市场用户占移动互联网用户的比例为 54.7%，超过了一半。年龄分布方面，主要为 19-35 岁，属于小镇青年。这个年龄段的人普遍已经接受了互联网的浪潮，对新事物、新玩法的接受度比较高。

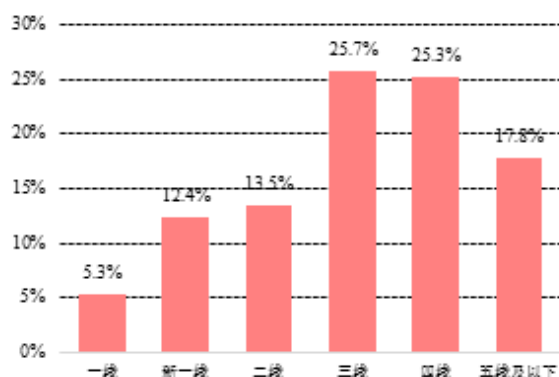
图表68：中国移动互联网活跃用户二三线城市规模最大


资料来源：QuestMobile，中信建投证券研究发展部

图表69：下沉市场用户年龄分布，青年及中年人居多


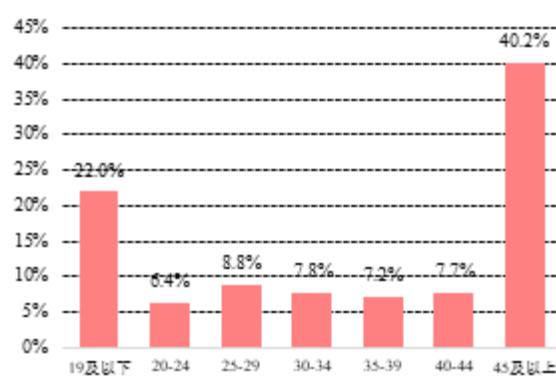
资料来源：QuestMobile，中信建投证券研究发展部

图表70： 人口分布来看，三四线城市才是主力



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

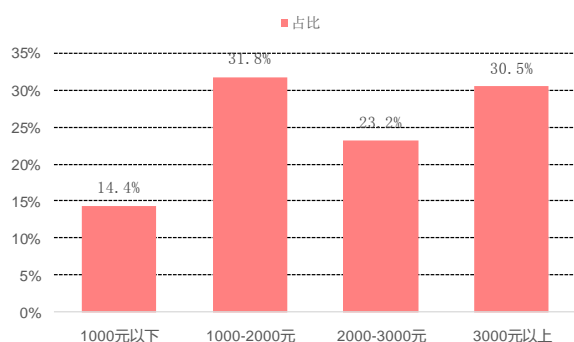
图表71： 对比人口结构，45岁以上人群互联网渗透较低



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

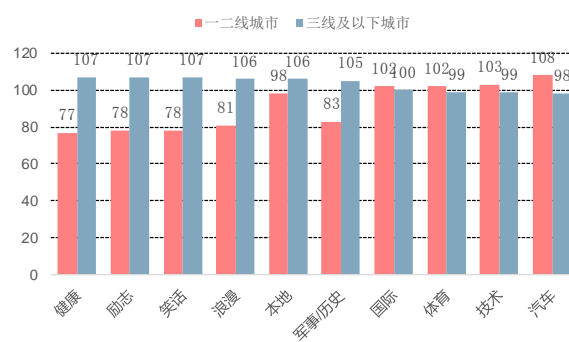
收入方面，根据下沉市场的终端价格分布在 1000-2000 元，所以整体消费能力偏弱。这也是为什么下沉市场用户对现金奖励、价格等比较敏感。关注的内容方面，下沉市场用户与一二线城市用户的关注内容有比较大的差异。下沉市场的用户更关注健康、励志、笑话、情感等偏娱乐类的内容，而一二线城市的用户更关注技术、汽车等内容。

图表72： 下沉市场终端（手机）市场千元机占比减小



资料来源：QuestMobile，中信建投证券研究发展部

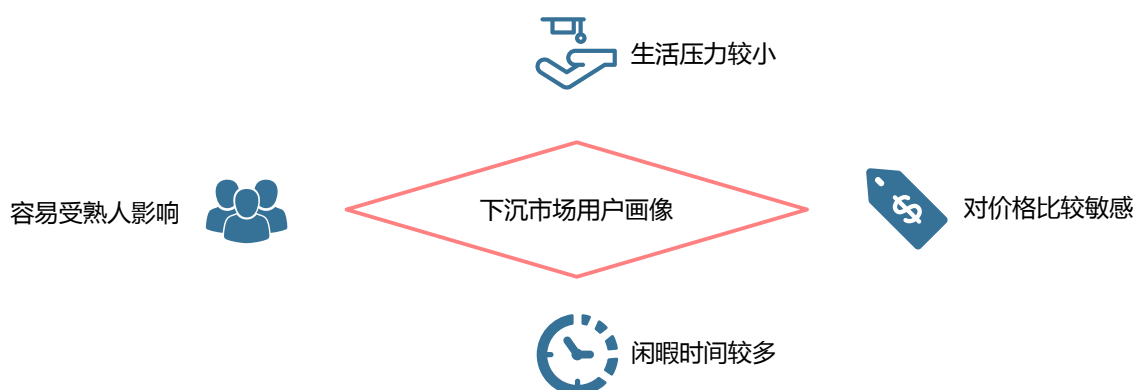
图表73： 下沉市场用户感兴趣内容 TGI 指数



资料来源：QuestMobile，中信建投证券研究发展部

下沉用户的典型画像是生活压力较小；工作时间较短，闲暇时间较多；容易被熟人圈影响决策；对产品的价格敏感。这使得下沉市场的用户对消磨时间有更大的需求，对内容的偏好上更偏好娱乐类内容。趣头条针对这些用户特征，推出了对应的策略。比如针对对价格敏感和容易被熟人圈影响，推出了现金奖励拉新+社交裂变。针对闲暇时间较多，推出了根据阅读时长来进行积分奖励。同时内容上也更侧重于娱乐性，符合下沉市场用户的喜好。我们认为后续趣头条应该考虑更灵活多样的变现，以及成本控制。比如用户可以选择将趣头条的积分兑换成淘宝的优惠券（或者依旧以现金提现），进而降低趣头条的阅读奖励成本的同时提高用户的消费欲望。

图表74： 下沉市场用户画像



资料来源：中信建投证券研究发展部

3.2 字节跳动：总营收飞速增长，广告收入 2019 年有望达 845.5 亿元

按照广告投放平台来划分，字节跳动的广告产品可分为在今日头条、抖音、西瓜视频、火山小视频、懂车帝、穿山甲以及海外推广平台上的投放广告。按照广告类型进行划分，主要的广告类型是：开屏广告、信息流广告、详情页广告等。根据不同平台的特性也有一些定制类型的广告，比如今日头条有详情页广告，火山小视频有定制贴纸广告等。

图表75： 字节跳动广告投放平台及其支持广告类型

广告投放平台	平台支持的广告类型	收费形式
今日头条	开屏广告，支持静态、动态、视频等广告样式	CPT, CPM, GD
	信息流广告，支持组图、视频、微动、全景、轮播等广告样式	CPM, CPT, CPV
	详情页广告，支持小图、大图、组图、视频等广告样式	CPM
抖音短视频	开屏广告，支持静态、动态、视频等展现形式	CPT, CPM
	信息流广告，支持原生、单页等广告样式	CPM
	抖音挑战赛，依托于抖音挑战赛形式，实现品牌推广诉求，营销方式新颖，全新玩法+全新资源，吸引用户主动参与，完成品牌曝光	
	抖音企业认证，为企业提供了身份认证、营销转化、用户管理、数据分析等多项专属权益，从内容分发与商业营销助力企业在抖音内形成完整营销闭环	
西瓜视频	开屏广告，支持静态、动态、视频等展现形式	CPT, CPM
	信息流广告，支持大图，视频，魔法卡等展现形式	CPM
	后贴片广告，是在视频播放完成后展示的定制贴片广告，支持图片、视频等广告样式	CPT, CPM
火山小视频	开屏广告、信息流广告	CPT, CPM
	定制贴纸广告，是在小视频下方贴纸栏展示的定制贴片广告	
懂车帝	开屏广告、信息流广告	
穿山甲	信息流广告、激励视频广告	CPC, CPM
	开屏联播广告，联合巨量引擎内外 100+顶级媒体，在开屏位置打造的一站式曝光类产	CPT, CPM, CPC

请参阅最后一页的重要声明

品

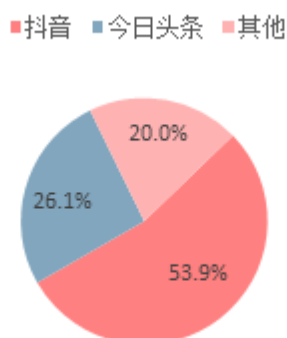
TikTok 广告类型与抖音相似

资料来源：巨量引擎，中信建投研究发展部

据彭博社、界面等多家媒体报道，字节跳动在 2017 年、2018 年总营收分别约为 150、500 亿元。界面等媒体报道 2019 年公司内部收入目标为 1000 亿元。

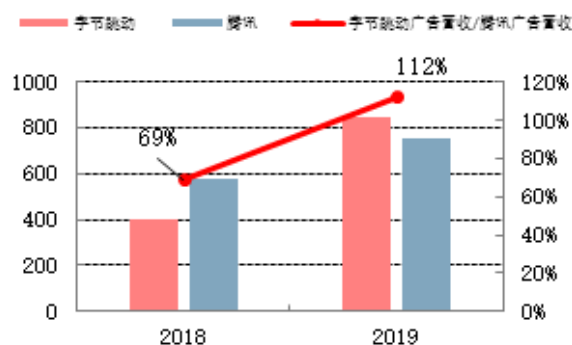
抖音广告类型主要有两种：信息流广告和开屏广告；今日头条广告类型主要有三种：信息流广告、详情页广告和开屏广告。在综合考虑抖音和今日头条 DAU、用户平均使用时长、广告加载率、广告刊例价、刊例价折扣率等因素后，我们估计 2019 年抖音广告收入为 455.8 亿元，今日头条广告收入为 220.6 亿元，字节跳动总广告收入约为 845.5 亿元。

图表76：字节跳动广告收入占比预测，抖音占比过半



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表77：字节跳动 2019 年广告收入有望超过腾讯（亿元）



资料来源：彭博，中信建投证券研究发展部

腾讯 2018 年广告营收为 581 亿元。据彭博一致性预测，腾讯 2019 年营业总收入为 3964 亿元，预计广告营收占比约 19%，腾讯 2019 年广告营收预计约为 753 亿元。

预计字节跳动 2019 年广告营收有望超过腾讯。2018 年字节跳动总营收约 500 亿元，2019 年广告收入预计约为 845.5 亿元，广告营收届时有望超过腾讯。

四、其他变现的角度看，为内容单独付费到底难不难？

对于数字内容而言，除了广告之外，直接为内容单独付费也是常见的变现方式。其中，内容直接购买、会员付费以及道具付费等是常见的内容付费方式。在国内市场游戏、音乐、视频以及阅读几种主要的数字内容根据其自身内容特性及发展环境，分别走出了不同的内容付费路径。

在 2008 年之前主机游戏主要靠硬件售卖及内容买断收费，而 PC 网游则大多通过时长收费来变现。而后道具收费开始成为主流，网游纷纷走上了“Free to play, pay to win”的道路。这一模式一直延续到了手游阶段并形成了众多成熟的付费系统。并且随着国产游戏出海浪潮的兴起，慢慢改变着全球游戏的收费方式，海外厂商在主机端也逐步增加了道具付费的内容。未来随着云游戏的到来，游戏付费的模式将更加多样化，会员订阅、单品购买、道具内购以及直播互动付费等多种方式会共同出现在游戏市场。而对于当前的移动游戏市场而言，供给侧的回归、游戏用户对于内容质量要求的上升以及产业链重心迁移等都是非常值得关注的趋势。

在线视频内容的传统变现模式主要是广告赞助和内容付费。2015 年之前主要通过应用层（开屏广告为主）、内容层（贴片、中插）广告进行变现，但天花板较低，2016 年异军突起的信息流广告为行业注入一股新鲜的广告变现活力。但随着各平台对内容采买端的加大投入以及对会员体系的逐步细化、升级与完善，会员付费收入贡献快速上升，付费率也从 2014 年的 2.7% 显著提升到接近 20%，大有超越广告收入贡献之势。2019 年上半年，内容红利头部收割者爱奇艺，其会员服务业务收入全面超越了广告业务，成为内容付费市场的有力标杆。未来，随着新时代用户群体视听娱乐偏好基础与消费习惯的支撑，以及 5G/超高清技术赋能下内容本身的精品化、定制化、多元化，内容付费成为视频平台的主要变现模式是行业大趋势。

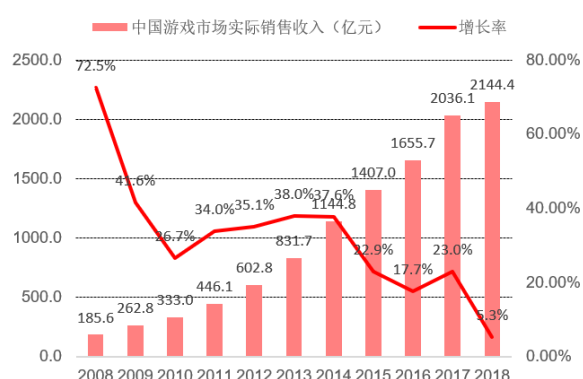
音乐内容较长的生命周期使得数字音乐平台的上游往往会选择“计件付费”，这使得在线音乐业务很难有规模效应。国内音乐平台虽然在音乐播放的付费率方面与海外有着较大的差距，主要是由于“下载付费”与“播放付费”的差别所致。2019 年上半年，腾讯音乐开始通过周杰伦等热门歌手逐步推广“播放付费”，以带来在线音乐付费率的快速增长。据调研了解，2019 年 Q2 腾讯音乐在线音乐的付费用户或已达到 3200 万，环比有了显著的提高。我们预计，在未来几年内音乐付费会员的增长趋势仍将继续。

数字阅读的主要变现模式为付费阅读以及 IP 授权。由于用户增速放缓、用户时长被其他娱乐方式挤压以及免费阅读兴起等因素的影响，数字阅读行业的增速迅速放缓。以行业龙头阅文集团为例，费率也从 2017 年上半年的巅峰 6% 降至 2018 年的 5.1%。不过我们认为当前对网络文学的 IP 价值开发仍然处于初级阶段，作为 IP 产业链的“源头层”网络文学未来仍有相当大的变现潜力。

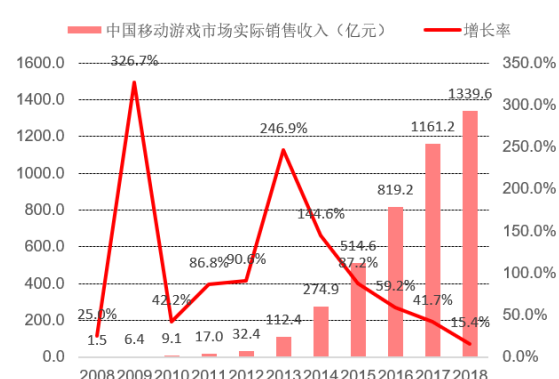
4.1 游戏

4.1.1 黑暗散去，供给回到正轨

2018 年游戏行业整体增速出现了快速回落。根据中国音数协游戏工委&伽马数据联合发布的《2018 年中国游戏产业报告》显示，2018 年中国自主研发游戏实际销售收入为 2144.4 亿元，同比增速从 2017 年的 23.0% 下降到了 5.3%。其中作为近几年主要增长动力的移动游戏市场 2018 年实际销售总额为 1339.6 亿元，同比增速从 2017 年的 41.7% 快速下降到 15.4%。

图表78： 游戏历年销售收入增速已降至个位数


资料来源：伽马数据，中信建投证券研究发展部

图表79： 移动游戏历年销售收入增速相较整体游戏更快


资料来源：伽马数据，中信建投证券研究发展部

2018年游戏行业增速的快速回落一方面移动互联网人口红利消失、端转手节奏放缓、一级市场游戏投资热度下降等因素影响，另一方面三月开始并持续了大半年的版号暂定事件也是主要原因。游戏版号的审批颁发需要由文化部进行备案，并由国家新闻出版广电总局进行核发。2018年3月13日，国务院机构改革方案提请十三届全国人大一次会议审议。根据该方案，改革后，国家旅游局与文化部合并，组建文化和旅游部。不再保留原文化部、国家旅游局。而在国家新闻出版广电总局广播电视管理职责的基础上组建国家广播电视总局，作为国务院直属机构。不再保留国家新闻出版广电总局。“国家新闻出版广电总局”被裁撤为三个独立部门，国家广播电视总局、国家新闻出版署（国家版权局）、国家电影局。其中国家新闻出版署（国家版权局）、国家电影局由从国务院直属划归到中宣部直管。一系列的主管部门调整使得国内游戏版号审批从2018年三月开始进入暂停状态。

12月21日，中宣部版权局副局长冯士新在中国游戏产业年会上讲话：“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。同时，由于申报的游戏存量比较大，存量消化还需要一段时间，我们会继续努力工作，也希望大家保持耐心。”市场才终于看到版号放开的迹象，12月29日游戏行业迎来了自3月份后的第一批过审版号。

9个多月的版号冻结期，给游戏行业带来了多方面的影响。其中最显著的一点是，在没有版号的情况下CP不敢轻易立项，大IP、大制作的产品无法及时投入市场，使得新上线好产品不足影响了市场的增速。西山居的《指尖江湖》，完美世界的《云梦四时歌》、《完美世界》，游族网络的《权利的游戏：凛冬将至》等众多原定于2018年上线的产品档期纷纷延后。

即使是腾讯、网易这样产品储备丰富的行业龙头公司，在2018年年底时也明显受到了版号政策的影响。回溯2017年Q1到2018年Q3的几个季度，腾讯平均保持了每季度7个以上的产品，并且一大半的产品是5星以上的。2018年Q4虽然腾讯推出的产品总量还是维持了相应量级，但是质量较好的只有《火影忍者OL》和《红警OL》两款。而到了2019年Q1公司只上了《完美世界》一款手游产品，并且上线时间还是在3月份。

2019年4月份开始游戏市场逐步从版号事件的影响中走了出来。仍然以腾讯为例，仅2019年Q2腾讯就上线了《一起来捉妖》、《云梦四时歌》、《剑网三：指尖江湖》、《和平精英》、《拉结尔》等大作，其中《和平精英》及《剑网三：指尖江湖》是6星级的产品，而《云梦四时歌》、《拉结尔》等产品也是5星以上评级。

而第三、第四季度其 pipeline 上还有《跑跑卡丁车》、《权力的游戏：凛冬将至》、《龙族幻想》、《荒野乱斗》、《一人之下》、《剑歌行》等众多值得期待的产品。我们认为，2019 年下半年国内游戏市场将彻底摆脱版号暂停事件的负面影响，供给将回到正轨，移动游戏全年增速将回到 20% 以上。

图表80： 2019 下半年腾讯 pipeline 部分重点产品

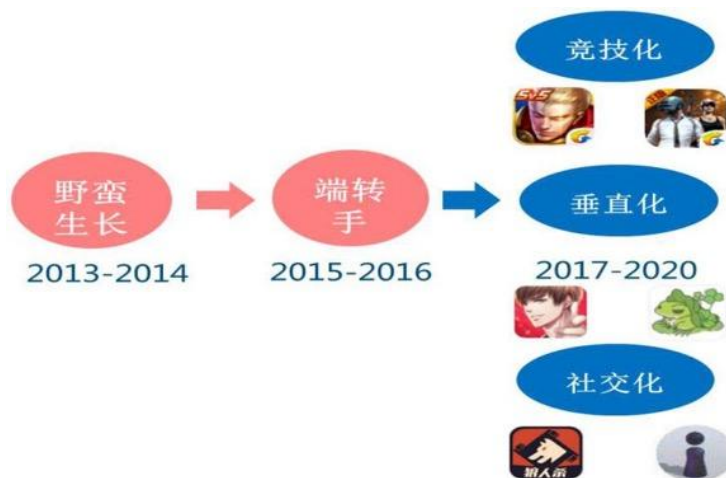


资料来源：中信建投证券研究发展部

4.1.2 “用户找游戏”取代“游戏找用户”

回顾手游市场快速发展的这几年，其增长动力持续发生着变化。2013-2014 年手游市场处于野蛮生长阶段支撑其增长的主要动力是智能手机带来的大量游戏新用户，在这个阶段最受益的是创业小公司。2015-2016 年手游市场的主题是“端转手，重度化”，该阶段增长的主要动力来源于 PC 端硬核用户的转移以及上一阶段中新游戏用户从轻度游戏向重度游戏转化的需求，这一阶段最受益的是网易、盛大、金山、畅游等端游时代走过来的老牌厂商。2017-2018 年“竞技化，垂直化”成为市场增长的主要动力，一方面《王者荣耀》、《荒野行动》、《刺激战场》等竞技类产品成为市场的主旋律，另一方面《恋与制作人》、《青蛙旅行》等产品的爆红反应了女性玩家群体付费力的崛起。

图表81： 手游市场发展驱动力



资料来源： 中信建投证券研究发展部

在 2013-2014 年手游市场早期，CP 厂商和渠道都较为零散，一款游戏的发行可能要跟大大小小上百个渠道进行沟通，发行商的重要性相对较高。在这个时期，360、UC、应用宝、百度、小米是安卓五大渠道，豌豆荚、91 助手、安智、机峰、应用汇等众多第三方渠道也十分活跃，北京是非常重要的流量大本营。

2015 年开始随着腾讯加大微信和手游对游戏产品的导流，华为、OPPO、vivo、联想、魅族、金立等硬核联盟的崛起，游戏渠道变得越来越集中。“渠道重心南迁”成为一个显著的现象，而背后实际上是“渠道集中化”的趋势。在这个过程中，渠道集中度快速提升，同时“联运”方式的出现使得渠道更多地参与到手游的研发测试中对产品有了更多话语权。

2018 年初的草根调研数据显示，硬核联盟加上小米占国内安卓渠道 60% 以上的市场份额，而应用宝在微信和手 Q 的支持下独自占有了 25%-30% 的份额，渠道的集中化可见一斑。在这个过程中渠道在产业链中的重要性不断上升，盛大、掌趣、畅游、金山、完美等二线厂商纷纷投奔腾讯一定程度上就是受此驱动。

图表82： 新兴安卓渠道硬核联盟



资料来源： 中信建投证券研究发展部

而在 2016-2019 年这段时间里，游戏用户群体发生了两个显著的变化：一是移动互联网新用户的人口红利快速递减；二是大量的“小白”用户成为了老用户。“小白”用户由于对游戏了解较少，往往不知道什么样的游戏适合自己，同时对各种类型的游戏都抱有新鲜感。所以更容易通过广告或者应用商店推荐去选择玩一款游戏。而老用户对游戏品质显然更加挑剔，他们更愿意自己去寻找游戏而不是被动接受广告推荐，因此产品质量的重要性开始加强，产业链重心开始向研发端靠拢。自 2018 年 12 月游戏版号恢复审批至今，获得版号的新游戏约为 1100 款，而 2017 年全年获得版号的游戏有近一万款。2017-2018 年一级市场寒冬与政策事件同时作用于移动游戏产业，大量的小型 CP 退出市场，使得市场出现“产品慌”，精品游戏及有实力的厂商话语权进一步增强。“找不到好的产品”这是发行人员在过去这一年半时间内最大的感慨。而在这一环境下，发行和渠道开始更加重视好的 CP 方，产业链重心向研发端倾斜的趋势得到了加速。

图表83： 移动游戏产业链重心迁移



资料来源：中信建投证券研究发展部

无论是海外还是国内，这一趋势都在不断得到印证。2018 年 Google 最难受的事情就是《堡垒之夜》没有通过 Google Play 发行，直接自己官网下载就跑到全球 5000 多万 DAU 了。后来多方博弈 Google 主动去找 Epic 谈合作，当时对接负责人同时也负责大中华区的 Google Play 对接。

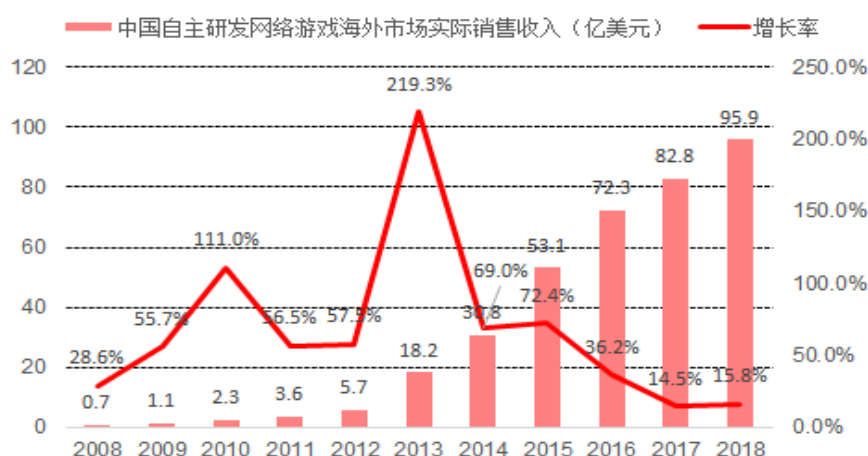
根据 GameLook 报道，腾讯近期与国内各大安卓渠道摊牌，要求新游戏按 3:7 分成，其中已知被腾讯拿出来与各大渠道谈判的产品、就包括了最近刚刚发布的《剑网 3：指尖江湖》以及《跑跑卡丁车》。这是产业链重心迁移，研发端话语权加大的所产生的现象。

过去几年国内手游市场一直按苹果 3:7、安卓 5:5 的方式进行分层，考虑到安卓约占手游市场总流水的六层左右，腾讯内部应用宝占安卓渠道接近 30%，若所有外部安卓渠道都能上调 20% 的分层比例，则将给腾讯带来 8%（60%*20%*70%）左右的流水增量。当然这只是一个理论极限值，目前只有新发的现象级大作才有机会协商提高分层比例。按照当前腾讯新老游戏流水比以及新游戏中 5 星以上产品的流水占比，我们认为在未来两年安卓渠道分层上调大约能给腾讯带来 1%-3% 左右的收入增量，手游 Operating Margin 约得到 2.5%-10% 的提高，增厚公司 EPS 约 0.8%-2.5%。

4.1.3 游戏出海高歌猛进，爆款是撬动市场的关键

经历国内市场精品化转型的严酷竞争后，“不出海，便出局”早已不再是一句夸张的玩笑话，而是成为许多游戏厂商奉行的圭臬。《2018 年中国游戏产业报告》显示 2018 年中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入达 95.9 亿美元，同比增长 15.8%，海外游戏市场已成为了中国游戏企业重要的收入来源。在渠道上，中国游戏企业除了与脸书、谷歌商店等多个海外渠道建立了长期稳定的合作关系外，还背靠华为、小米等手机企业，在软件预装与应用商店内均能对产品的推广提供助力。

图表84： 中国自主研发游戏出海收入逐年增长



资料来源：伽马数据，中信建投证券研究发展部

游戏出海市场在过去几年一直保持了较快的发展，但背后的增长逻辑也发生着变化。国内游戏厂商海外市场发行往往遵循着港澳台—东南亚—韩国欧洲—日本北美的路径，这也恰恰反应了移动游戏出海的大趋势。2017 年之前，游戏出海的主要驱动力为“二线游戏厂商为求生存被迫出海”，而 2017 年底随着《荒野行动》、《PUBG mobile》等国内大厂产品席卷全球，游戏出海正式进入“全产业文化输出”的阶段。国内企业在日本及北美两个海外的主要市场进一步打开局面。

7 月 10 日，市场研究机构 Sensor Tower 发布《2019 年 Q2 中国手游发行商 App Store 和 Google Play 收入排行榜》。其中腾讯、网易及莉莉丝分别位列榜单的前三位，而 6 月份，中国手游海外收入 Top 30 榜单中，三家公司旗下的《PUBG mobile》、《荒野行动》以及《万国觉醒》也恰好占据榜单前三。

在这批本已云集中国头部游戏企业 TOP30 的名单中，莉莉丝、紫龙游戏、鹰角网络等几家值得重点关注。通过《万国觉醒》莉莉丝季度收入环比大增 70%、跻身前三；紫龙游戏去年才发力海外、今年已进入 TOP10；而鹰角网络则仅靠一款产品、2 个月收入、就空降到了榜单第 13 名。

图表85： 2019年6月中国手游海外收入前30

1	PUBG Mobile 腾讯	-	16	放置奇兵 卓杭网络	▲
2	荒野行动 网易	-	17	Be The King 创想互动	▼
3	万国觉醒 莉莉丝	▲	18	列王的纷争 智明星通	▼
4	王国纪元 IGG	▼	19	苏丹的游戏 梦加网络 & 点触科技	▼
5	梦幻模拟战 紫龙游戏	▲	20	新三国志 英雄互娱 & Aigame	▼
6	火枪纪元 FunPlus	▼	21	碧蓝航线 Yostar	-
7	黑道风云 友塔网络	▼	22	明日之后 网易 & 心动网络	▼
8	消消庄园 时空幻境	★	23	QQ飞车 Garena & VNG	▼
9	阿瓦隆之王 FunPlus	▼	24	第五人格 网易 & 心动网络	▼
10	无尽对决 沐瞳科技	▼	25	战火与秩序 壳木软件	▲
11	AFK Arena 莉莉丝	▲	26	王者荣耀 腾讯	▼
12	弓箭传说 海彼网络	★	27	叫我万岁爷 点触科技	▲
13	风之大陆 紫龙游戏	▼	28	奇迹暖暖 Nikki Games & 智明星通	▲
14	末日孤城 龙创悦动	▼	29	城堡争霸 IGG	▲
15	仙境传说RO 心动网络 & GungHo	▲	30	Mu Origin 2 Webzen & Gamemov	▲

资料来源: Ssensor Tower, 中信建投证券研究发展部

爆款撬动出海的通行做法,也间接加速了精品至上格局的形成。事实上,不只是腾讯、网易,包括莉莉丝、IGG、FunPlus等排名前列的厂商,旗下海外在运营产品数量并不多,而是更在注重质量,强调长线运营、不做一波流,得以长久站稳脚跟。在日本、北美等海外成熟市场纳入国内企业出海的主要市场后,因为要与本土及其他成熟市场出海产品进行直接竞争,产品的质量变得更为重要。精品化长线运营才能立足脚跟并获得长期的丰厚回报。

4.1.4 改变正在路上,云游戏近在眼前

今年以来,“云游戏”成为一个时常出现在耳边的词汇。那么云游戏到底只是一个热炒的概念,还是一个真正值得大家重视的产业展业发展趋势呢?我们认为,云游戏至少有以下两方面的重要价值:(1)重塑游戏产业链结构;(2)为AR、VR的爆发完成关键一环。

图表86: Google发布云游戏战略



资料来源: 中信建投证券研究发展部

重塑游戏产业链结构

在《游戏市场的魂与魄》报告中，我们对小游戏的市场空间进行了探讨，小游戏能够通过微信、支付宝、抖音、快手、百度、爱奇艺等超级 APP 快速触达用户，其覆盖的用户体量大于当前手游市场的用户总量。而其缺点是 H5 的技术框架拥有自身的限制，在这个技术背景下小游戏更多的是基于创意的轻度游戏，而无法做高渲染、强表现的重度产品。

随着 5G 网络的铺开，云游戏的到来或许会改变这一切。上文我们提到了腾讯与渠道商谈新的分层模式的事件，但是对于当前的安卓渠道商而言“产业中心迁移带来的话语权降低”或许只是接下来几年他们要面临的第一个小问题而已。在云游戏快速切入市场后，移动游戏的分发格局或将再次迎来重构。云游戏解决了小游戏无法提供高品质内容的缺陷，却继承了其无需下载快速触达的优势。这使用户发现和鉴别内容的效率得到了较大的提高。

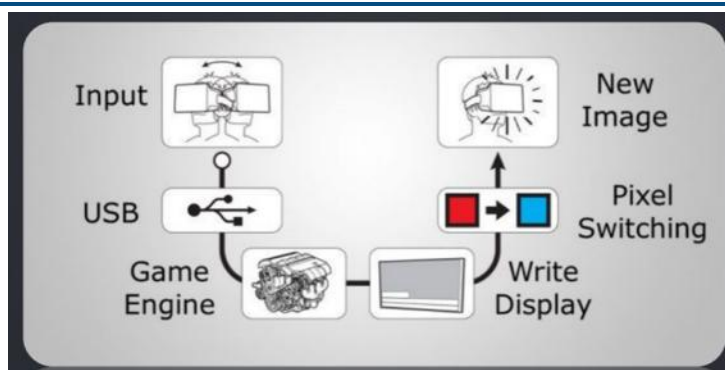
我们看到手机厂商、运营商、超级 App 在小游戏、云游戏技术方面都在积极做储备、也在运营模式上做储备。核心是如果未来游戏内容通过云游戏的方式触达用户，无论轻度还是重度游戏都能即点即玩，那么今天提供游戏下载的应用商店会不会受到头条、抖音、B 站、微博、朋友圈、斗鱼甚至视频网站、小说站的挑战甚至替代？或许正如 Google Stadia 发布会说的，云游戏下整个互联网都将成为你的应用商店。

为 AR、VR 的爆发完成关键一环

VR 与 AR 技术曾在 2015-2016 年受到市场追捧，作为其主要商业化路线之一，AR 与 VR 向对应的游戏生态也曾受到重点关注。然而过去两年其商业化的落地却进展甚缓，优质内容缺乏和设备普及率不高是其主要因素，而其本质上则是技术发展尚未成熟导致的设备及内容生产成本过高所致。对比主流的三大 VR 设备 PS VR、Oculus rift 和 HTC VIVE，表面上 PS VR 的价格大于其他两家，但是实际上后者需要配上超级电脑才能正常游戏。而一台能够支撑 VR 游戏正常效果的超级电脑成本就需要两三万元人民币，这使得 VR 设备和 VR 游戏很难达到良好的普及率。2018 年 VR 设备全球销量仅为 800 万台。

我们认为，云游戏与 VR 游戏的关系应当是“先有云游戏再有 VR”。VR 技术带来的核心提高是空间感的塑造以及沉浸感的提升，这要求设备的运动成像延迟必须足够的低，理论上要达到 20ms 以内否则用户就容易产生眩晕感。而这背后需要的是强大的计算能力的支持，在原有的游戏架构中本地的计算量承载需求使得设备价格高企，难以普及。5G 到来后，通过云游戏的架构可以把计算放在云端，这就完成了 VR 爆发的关键一环。

图表87： VR 体验需要较高的运动成像能力



资料来源：小米 VR，中信建投证券研究发展部

4.2 在线视频

4.2.1 活跃用户趋于饱和，会员付费市场潜力可观

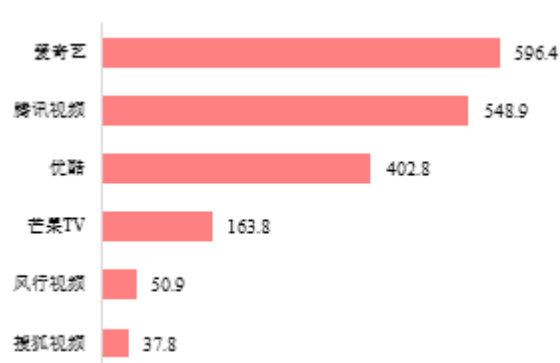
中国在线视频行业市场潜力可观，预计 2020 年市场规模将突破 1500 亿元。根据艾瑞咨询数据，在线视频行业市场从 2017 年的 726 亿元预计增长至 2020 年的 1566 亿元。2019 年 6 月，爱奇艺、腾讯视频、优酷（以下简称“爱腾优”）月独立设备数远超行业其他平台。其中爱奇艺月独立设备 5.96 亿台，为在线视频 App 中第一名，腾讯视频紧随其后，月独立设备数也接近 5.5 亿。

图表88：中国在线视频行业保持快速增长（单位：亿元）



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

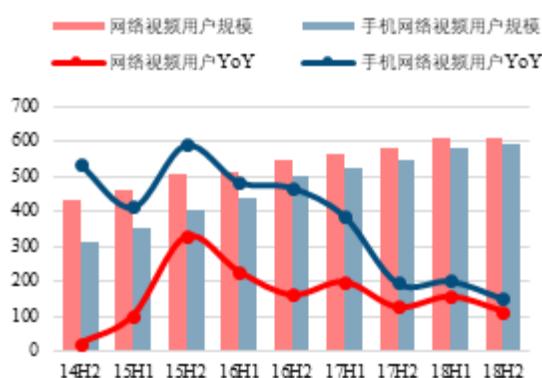
图表89：6月在线视频 App 月度独立设备（单位：百万台）



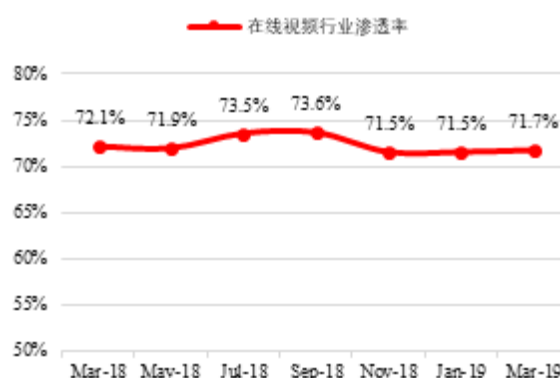
资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

网络视频用户增长放缓，头部平台月活规模接近天花板。根据中国互联网络信息中心（CNNIC）的数据，截至 2018 年 12 月，网络视频用户规模达 6.12 亿，较 2017 年底增加 3309 万，占网民整体的 73.9%；手机网络视频用户规模达 5.90 亿，较 2017 年底增加 4101 万，占手机网民的 72.2%。网络视频用户规模的同比增速已经下降到近年来的低点。我们认为，随着网民数量趋于稳定，网络视频行业的渗透率向 80% 的上限迈进，网络视频用户规模也将趋于稳定。

图表90：手机用户占网络视频用户绝大多数（单位：百万人）



图表91：中国在线视频行业渗透率趋于稳定



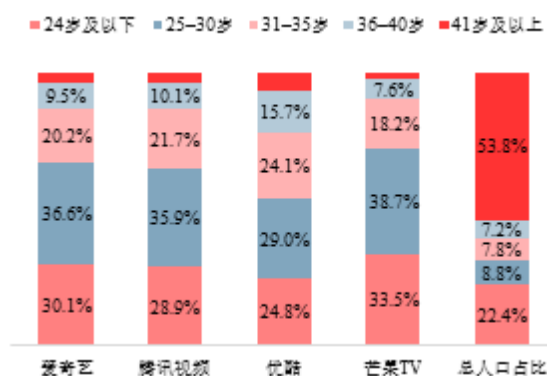
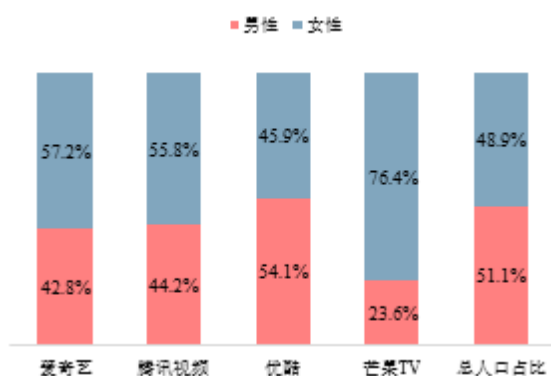
资料来源: CNNIC, 中信建投证券研究发展部

资料来源: 极光大数据, 中信建投证券研究发展部

爱腾优用户画像相似, 年轻女性成芒果 TV 消费主体。爱奇艺及腾讯视频活跃用户中女性占 55% 以上, 优酷的男性用户较多, 且 30 岁以上的用户占比其他平台大。芒果 TV 的用户画像具有明显特征, 女性用户占比 76.4%, 30 岁以下用户占比 72.2%。爱腾优的内容布局全面, 而芒果 TV 内容布局更年轻、更女性化。另外, 与总人口各年龄层比例对比, 我们发现过了不惑之年的人群基本不是在线视频平台的用户, 一种解释是中老年人依然习惯于看电视, 用大屏进行内容消费, 因此这也是在线视频平台待攻克的潜在市场。

图表92: 各视频平台最新用户性别分布, 女性较多

图表93: 各视频平台用户最新年龄分布, 年轻用户居多



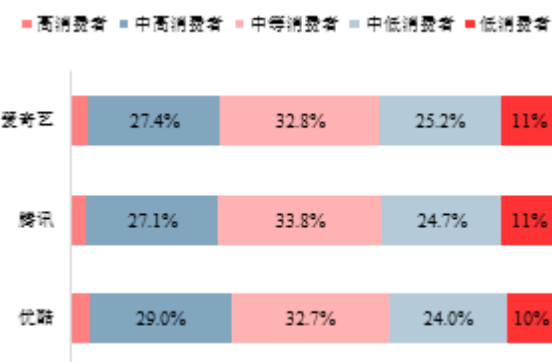
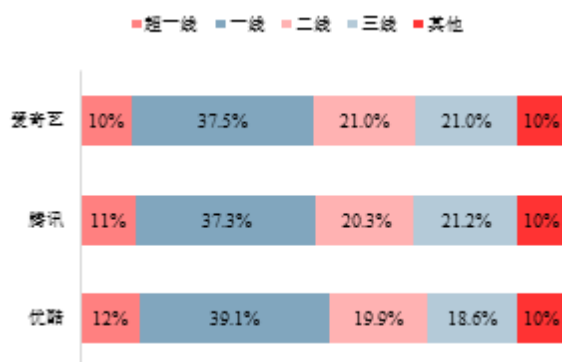
资料来源: 艾瑞咨询, 国家统计局, 中信建投证券研究发展部

资料来源: 艾瑞咨询, 国家统计局, 中信建投证券研究发展部

中产阶级是付费主力军。据易观 2019 年 5 月的数据, 三大视频网站中, 一线城市的活跃付费用户占比普遍最高, 反映出一线城市付费用户消费能力强, 对文化娱乐消费需求高。同时数据显示, 各平台的付费用户主力军是中等消费者, 占比均达 30% 以上, 说明追求高性价比的中产阶级仍是付费主力, 高消费者付费比例个位数, 具备较大的引导付费空间。

图表94: 活跃付费用户城际分布, 一线城市付费意愿强

图表95: 活跃付费用户消费能力分布, 中高等消费者居多



资料来源: 易观, 中信建投证券研究发展部

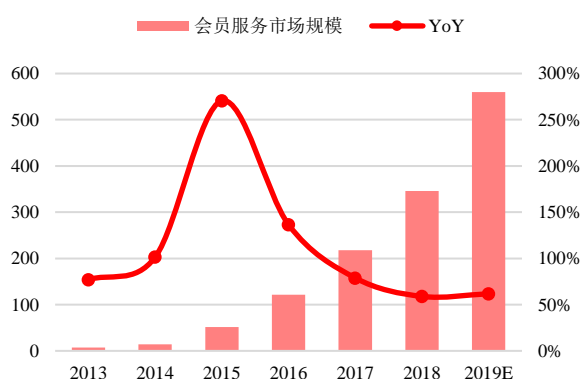
资料来源: 易观, 中信建投证券研究发展部

会员付费市场潜力可观, 付费率和 ARPU 的提升是盈利关键。据比达咨询, 2017 年中国在线视频会员付费市场规模已达到 121 亿元, 2012 - 2016 年年复合增长率为 159%。目前在线视频行业处于人口红利期末期, 行

业用户规模增速减缓，付费率的提升将是行业会员收入增长的关键因素。与 2012 年相比，2016 年付费率已显著提升至 13.2%。

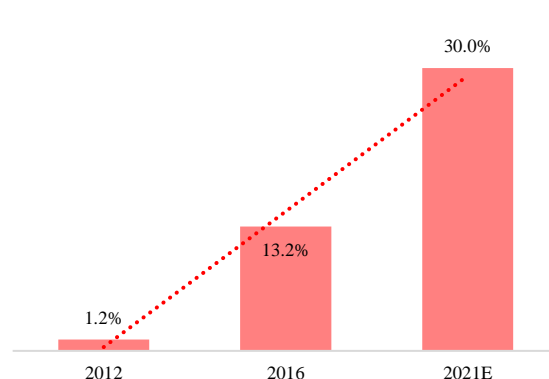
参考美国视频网站奈飞（Netflix）订阅用户，2019 年一季度美国国内付费会员数为 6023 万。假设平均每个家庭有一个奈飞订阅账户，对比全国 1.28 亿家庭数量(2018 年 Statista 数据)，计算出奈飞美国渗透率为 47.2%。预计中国在线视频行业付费率在三年内有望上升至 30%，长期市场成熟后达到奈飞的水平。

图表96：中国在线视频会员付费市场规模（单位：亿元）



资料来源：比达咨询，中信建投证券研究发展部

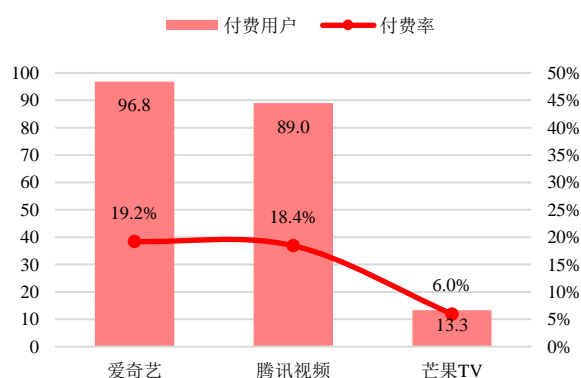
图表97：中国在线视频行业付费率三年后有望达到 30%



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

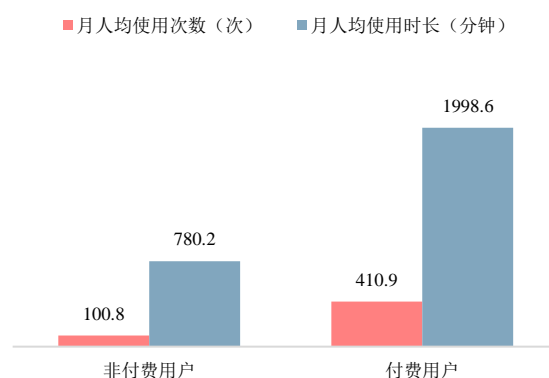
高付费率与高用户粘性相互促进，构建良性循环。据各视频平台最新公布的付费用户数据，爱奇艺 2019 年 6 月已超过 1 亿，腾讯视频 2019 年一季度为 8900 万，芒果 TV 同期的付费会员为 1331 万。爱奇艺、腾讯视频的付费率近 20%，芒果 TV 的付费率相对较低。据 QuestMobile，在月使用次数和时长方面，付费用户的粘性都显著高于非付费用户。

图表98：2019Q1 各视频平台付费情况（单位：百万人）



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

图表99：付费用户的视频平台黏性比非付费用户强

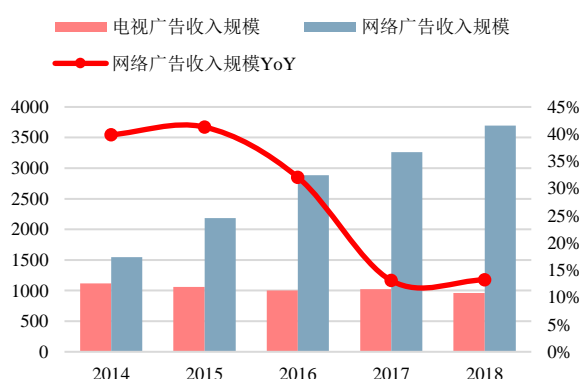


资料来源：QuestMobile，中信建投证券研究发展部

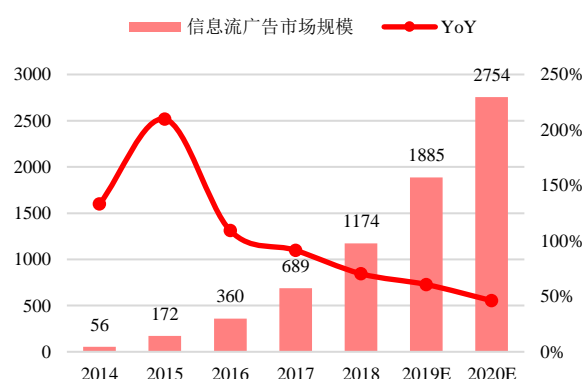
在线视频广告市场持续迅猛增长，信息流广告望成新驱动力。根据艾瑞咨询数据，2013 - 2018 年间，国内广告投放逐渐从线下转移到线上，年复合增长率高达 27.3%，并于 2018 年达到 3694 亿元的收入规模，预计 2022 年在线视频平台的广告收入规模将超越传统电视台的广告收入规模。众多广告形式中，信息流以其干扰小、个

性化、变现快等优点迅速成为流媒体新宠。2016年爆发的信息流广告市场规模已达689亿元，2020年有望超过2000亿元。

图表100：中国网络广告收入依然有增长（单位：亿元）



图表101：中国信息流广告市场增长保持强劲（单位：亿元）



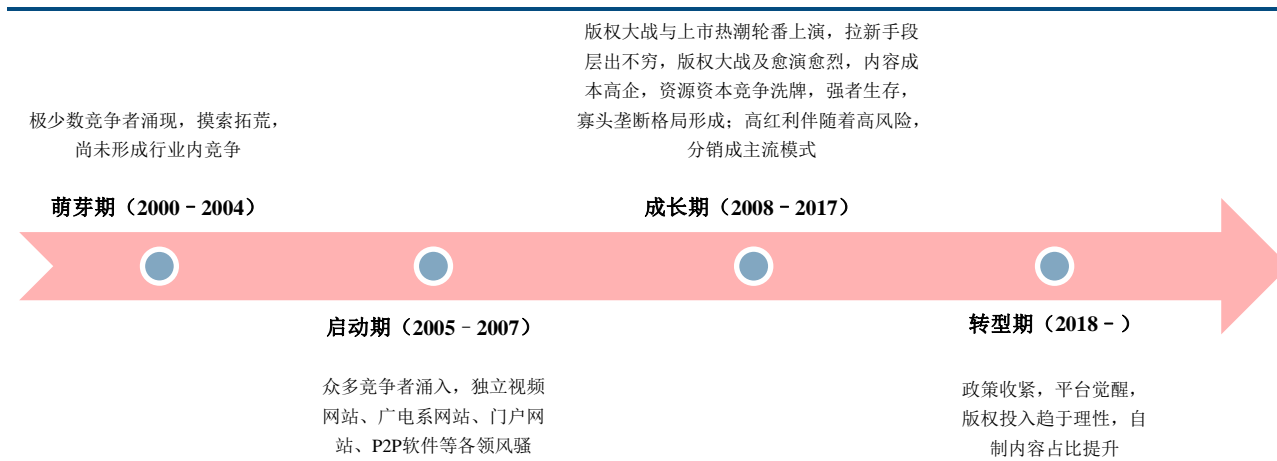
资料来源：艾瑞咨询，前瞻产业研究院，中信建投证券研究发展部

资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

4.2.2 行业由非理性采购版权内容，过渡为深耕自制，形成差异化竞争格局

以爱腾优为首的寡头领跑在线视频行业。从2005年第一批视频网站上线，到2009年近600家视频网站群雄逐鹿，再到如今优胜劣汰、适者生存的寡头竞争格局，我国在线视频行业经过多次洗牌后目前已形成基本明朗的以爱腾优为首的寡头竞争格局。

图表102：在线视频行业发展历程



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

通过对爱腾优2019年内容布局进行对比，三大视频网站在头部版权竞争暂未快速消减，同时自制剧、自制综艺成重点。优质内容投入不会轻易减少，因为头部内容能吸引新用户，拉动付费率，但高内容成本不具可持续性，构建增强用户粘性的可持续的盈利模式关键在于加强对自制独播的内容及中长尾内容的投入。

完善会员服务体系，打造全新广告业态，是当前主要变现途径。伴随着消费升级，付费逐渐变为消费刚需，除却跳广告的最基础权益，用户愈加愿意为会员的其他权益付费，因此会员服务并不必然与广告收入此消彼长，

平台反而可以通过利用高粘性付费用户的意愿权益去植入靶向性更明确、趣味性更强的广告，实现平台会员收入与广告收入的双赢模式。

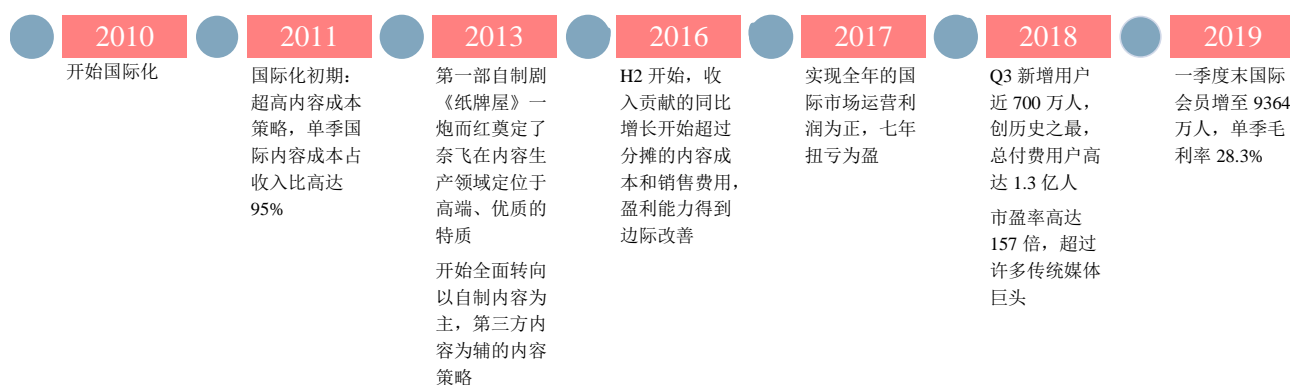
综上，随着用户数量增长减缓，在线视频平台的竞争逐渐由头部内容竞争，转移到独家内容、中长尾内容、用户体验的竞争。

4.2.3 短期盈利不佳，中期靠提升付费率，长期靠提高价格

奈飞：创纪录用户增长背后是优质内容的胜利

- **国际化初期，在内容方面大力投入。**美国内容行业版权保护体系完善，消费者付费意识高，奈飞作为美国在线视频龙头，其营业收入全部来自于会员费收入，但优质内容依然是收入的关键驱动因素。当奈飞在2011年拓展国际用户时，加大版权投入，早期最高季度国际流媒体内容成本（以国际流媒体版块营业成本来近似）占收入比甚至接近150%。相比之下，国内流媒体的内容成本占收入比稳定在50-60%之间。

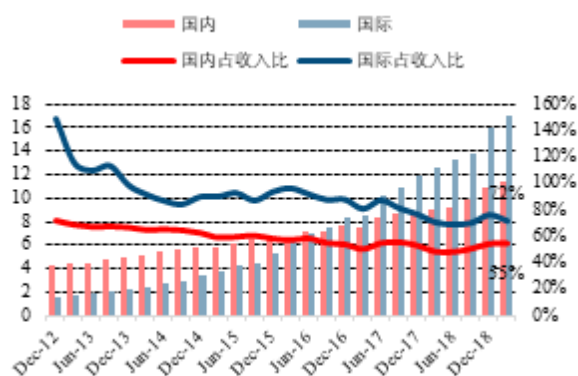
图表103：奈飞国际化关键节点：七年扭亏为盈



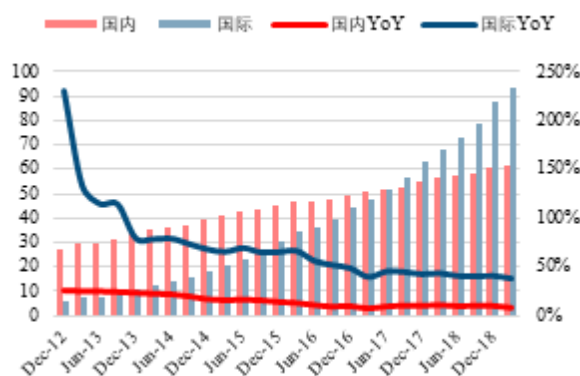
资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

持续高内容成本成效初显：国际会员数量9年内翻近100倍。2011年中至2019年初，奈飞国际会员数量从96.7万人增长到9364万人，年复合增长率达到66.2%，而国内会员同期年复合增长率仅12.3%，并且绝对数量上已被国际会员超过。

图表104：奈飞流媒体运营成本占收入60%左右（亿美元） 图表105：奈飞国际会员数量赶超国内（单位：百万人）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

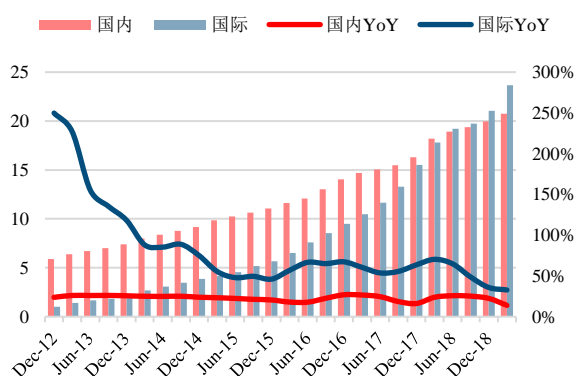


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

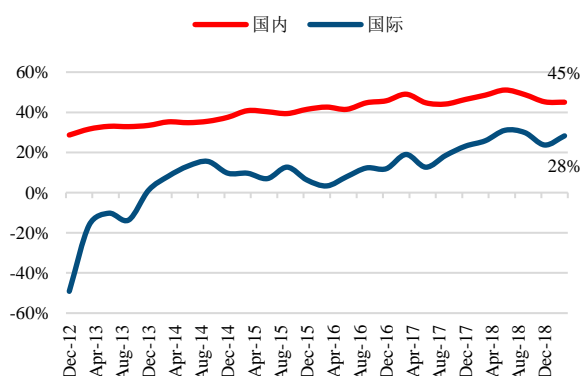
持续高内容成本成效初显：收入增长显著，单季毛利率长期上升。国际流媒体业务的收入增长显著，并且单季毛利率快速稳定增长且呈长期上升趋势，从2013Q4的1.2%提升到2019Q1的28.3%，收入增速显著快于国内业务，盈利能力有望复制美国国内业务的成长历程。

图表106：奈飞国内外流媒体收入增速逐渐趋同（亿美元）

图表107：奈飞国际流媒体业务毛利率逐渐向国内靠拢



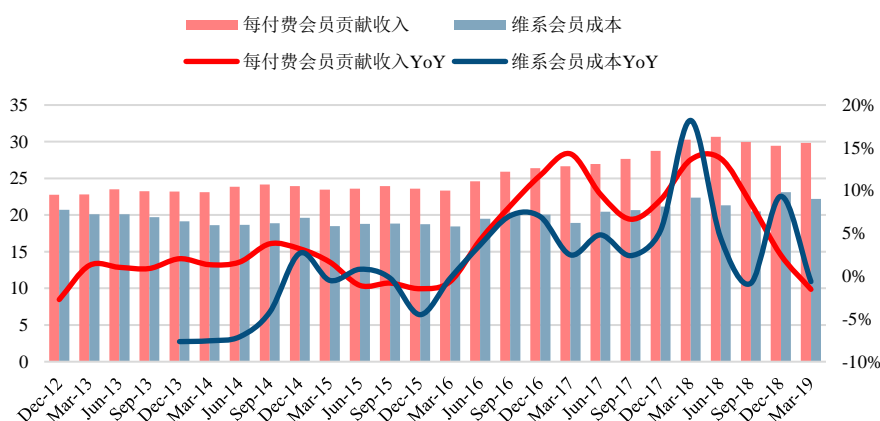
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

- **国际化中期：内容策略成盈利核心驱动因素。**2013年第一部自制剧《纸牌屋》一炮而红，奠定了奈飞在内容生产领域的基础，奈飞开始转向以自制内容为特色的策略。此后公司凭借持续精品内容产出，使得用户数量激增、粘性增强，付费率也显著提高。从2016年下半年开始，自制策略成效显著，收入贡献的同比增长开始超过分摊的内容成本和销售费用，高内容投入产生更加高速的收入增长。优质内容投入加之优质自制剧集使奈飞盈利能力得到边际改善，2017年实现全年的国际市场运营利润为正。

图表108：2017年开始奈飞每会员季度贡献收入增速超过维系会员成本，盈利能力出现拐点（单位：元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

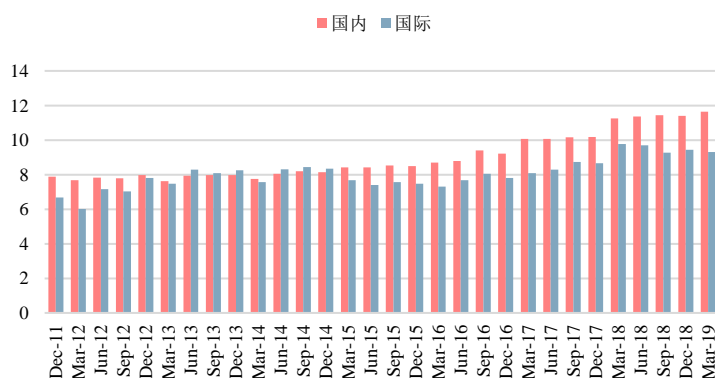
- **国际化成熟期：审时度势，提价增收。**在内容投入持续不减、自制能力一贯增强的良好声誉下，奈飞审时度势，对美国本土用户进行了四次提价。除了2011年拆分DVD租赁和流媒体业务、分开单独收费带来了用户的明显流失之外，后面几次纯流媒体业务的提价由于提价策略的巧妙设计并未导致流量损失。例如奈飞在拆分流媒体业务之后的第三年（2014年5月）通知即将提价，但只对新用户执行，给予了老用户两年的“缓冲期”，真正的全面提价在2016年下半年实施。后续提价一般间隔1-2年，并且幅度逐渐加大，然而彼时国内业务已经进入相对成熟期，用户的需求价格弹性较小，几乎不受提价影响。至此奈飞近乎达到了提价盈利的成熟阶段。

图表109：奈飞会员付费套餐一览表（单位：美元/月，首月免费，随时取消）

套餐类型	2013年6月	2014年5月	2015年10月	2017年11月	2019年2月
基础（同时1台设备，标清）		7.99	7.99	7.99	8.99
标准（同时2台设备，高清）	7.99	8.99	9.99	10.99	12.99
高级（同时4台设备，超高清）	11.99	11.99	11.99	13.99	15.99
最大提价幅度		12.5%	11.1%	16.7%	18.2%

资料来源：Netflix 官网，公开资料整理，中信建投证券研究发展部

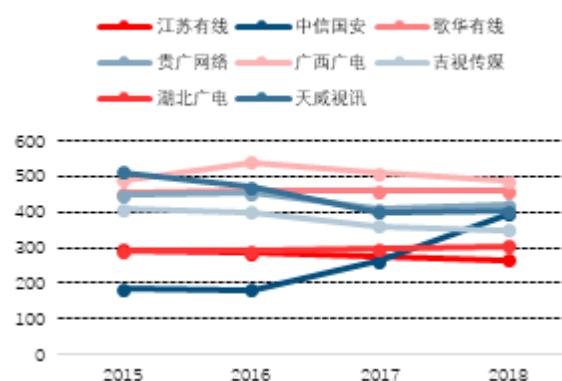
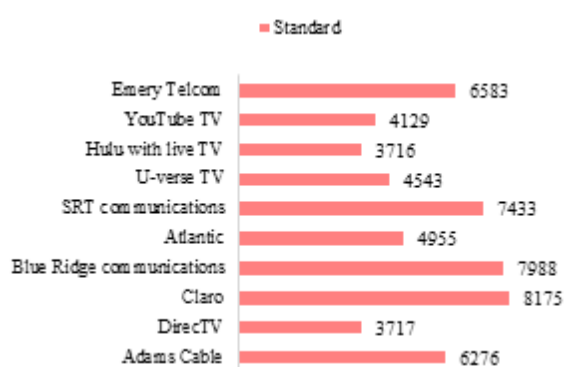
图表110：随着不断提价，国内 ARPU 值已超过国外 25%



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

从提价角度来看，美国主流电视服务提供商收取的费用在 500 美元/年（3400 元人民币/年）左右，我们以奈飞最新 8.99 美元/月测算奈飞的年费（如果一年付费 12 月）接近 108 美元，远未达到电视服务商的收费上限。国内有线电视服务收费普遍在 300-400 元/年这个区间，对比爱奇艺 198 元的年费水平，我们认为爱奇艺长期至少还有一倍的提价空间，随着其内容库的不断扩充，爱奇艺提供的服务价值有望与传统有线电视服务比肩。

图表111：美国有线电视标准套餐收费水平（人民币元/年） 图表112：中国有线电视收费水平（人民币元/年）

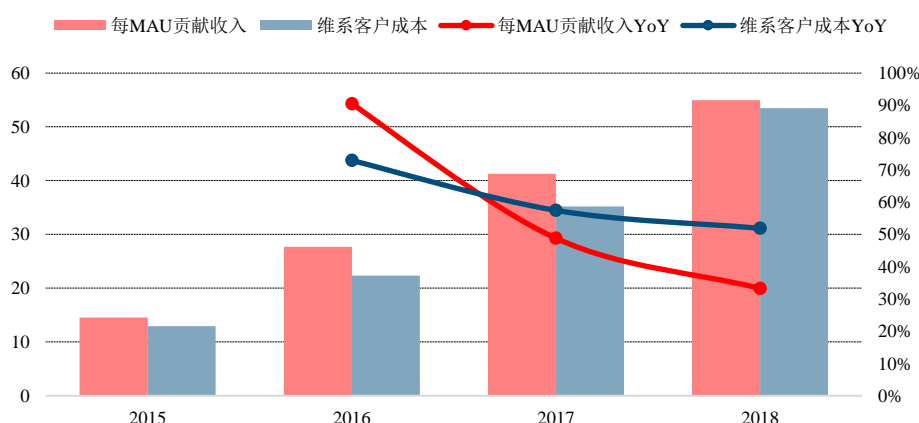


资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

国内视频平台：短期盈利困难，中期依靠付费率提升，长期依靠提价。目前我国网络视频行业的渗透率向 80% 的上限迈进，用户增长放缓，头部平台月活规模接近天花板，同时内容成本不会迅速下降，平台维系成本将持续高企，在线视频行业短期内实现盈利的可能不大。以该寡头垄断行业的头部玩家爱奇艺为例，短期内公司 MAU 收入贡献增速不及维系成本增速，难以实现盈利。我们认为其在中短期唯有通过提高用户的付费率，提升单用户价值，并在长期通过适当提价的方法提高创收能力，实现扭亏为盈。

图表113：爱奇艺每 MAU 贡献收入增速不及维系客户成本的增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

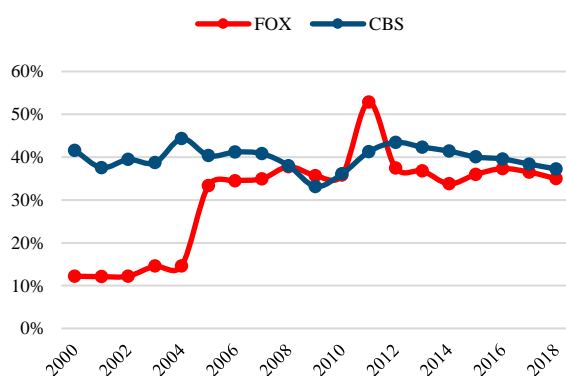
每 MAU 贡献收入 = 营业收入 / MAU

维系客户成本 = (内容成本 + 销售费用)

我们参照美国哥伦比亚广播、福克斯等公司的数据，发现两家公司近年的毛利率基本在 30-40% 左右，除

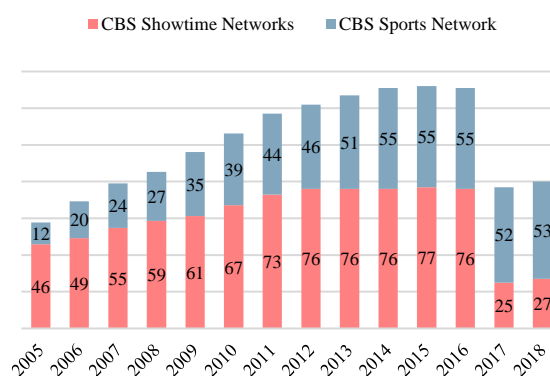
了广告变现利润较高之外，内容制作业务也给公司带来了较为丰厚的利润。我们认为未来爱奇艺将进一步从内容提供商转型为内容制作商，用更高效益的自制内容实现长期的盈利。

图表114： FOX、CBS 公司当前毛利率均为 30-40%



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表115： CBS 历年订阅用户数（单位：百万人）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

注：2005-2016 年 CBS Showtime Networks 订阅数包含 Showtime、The Movie Channel、Flix 三项服务，2017、2018 年的订阅数只包括 Showtime 服务。

另外，在与机构投资者交流时，许多人会质疑奈飞、爱奇艺等公司资金缺口（经营+投资现金流）持续存在，需要不断融资的经营方式。我们认为爱奇艺早期作为内容分发平台依靠广告获取收入，在视频行业里只起到了内容整合者的作用，因此平台本身的壁垒并不大，核心竞争优势不明显，并且参考美国影视公司的历史数据，广告（至少在传统广播电视层面）的增长是受到限制的，长期大规模版权投入也不实际。

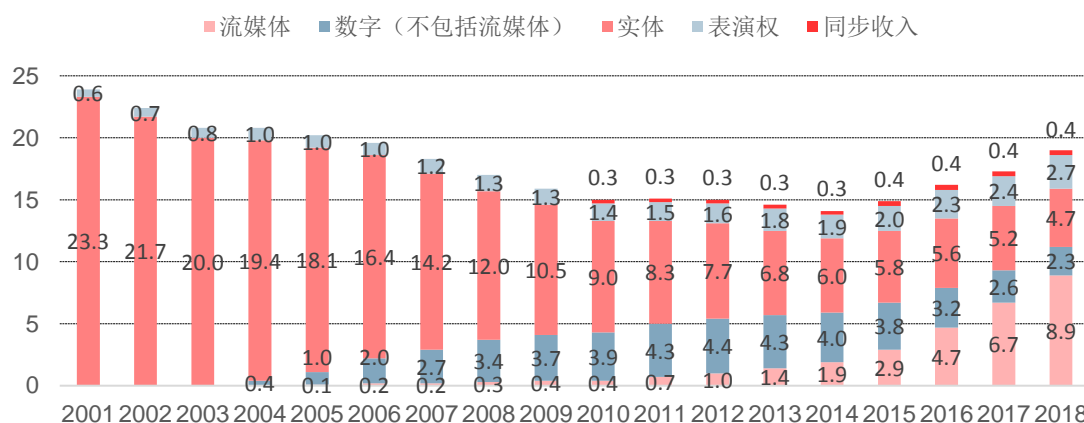
因此，爱奇艺朝向自制内容+会员付费的变现模式是长远发展的必经之路，参与到内容制作的环节，是掌握产业链上游最终定价权和决定面向用户群提的产品质量的重要一步。我们认为，短期来看爱奇艺资金缺口较大，需要融资去不断构筑行业壁垒，而这样的壁垒一旦建成就非常难以突破，尤其在熟悉和掌握了政策监管、自制经验、观众偏好等因素的情况下，而这也正能体现爱奇艺作为行业龙头的价值。

4.3 音乐

4.3.1 全球音乐市场回暖，流媒体占比持续提升

2019 年 4 月 2 日，国际唱片协会 IFPI 发布了《全球音乐报告 2019》报告。报告显示，2018 年：全球录制音乐总收入为 191 亿美元，增长 9.7%。流媒体收入占全球总收入 47%。付费流媒体收入增长 32.9%，实体收入下降 10.1%，下载收入下降 21.2%

图表116： 2001-2018 全球录制音乐产业链收入规模



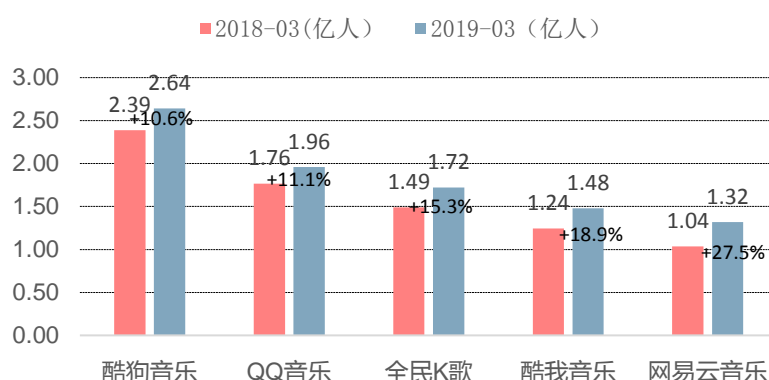
资料来源: IFPI, 中信建投证券研究发展部

技术的变革会使得全球音乐产业受到冲击，而整体规模会进入短暂的下跌，随后在新技术的带领下再创新高。根据 IFPI 数据库统计，1999 年是全球音乐产业的历史最高峰。1999 年以来，音乐行业在数字音乐的冲击下进入了下行通道，直到 2015 年才恢复稳定增长。这与上世纪 70 年代磁带替代唱片时非常相似，但是随后在内容获取门槛降低、用户基数大量扩张的带动下，必然会创造新的行业规模。我们预计，2021 年左右音乐行业整体规模将超过 1999 年 250 亿美元的历史峰值。

4.3.2 在线音乐付费率稳步提升，消费端数字化仍需开拓

国内数字音乐市场在过去的一年里格局相对稳定，腾讯音乐旗下的 QQ 音乐、酷我音乐、酷狗音乐以及全民 K 歌仍然占据着大多数的音乐用户，而网易云音乐也保持着较快的用户增长。根据 Quest Mobile 《中国移动互联网 2019 春季大报告》显示，截止 2019 年 Q1 QQ 音乐、酷我音乐、酷狗音乐、全民 K 歌以及网易云音乐的 MAU 分别为 2.64 亿、1.96 亿、1.72 亿、1.48 亿以及 1.32 亿。

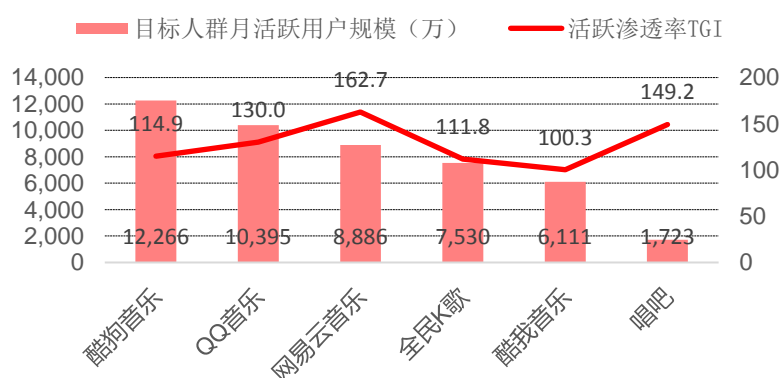
图表117： 2019Q1 国内主流数字音乐平台 MAU



资料来源: Quest Mobile, 中信建投证券研究发展部

虽然腾讯音乐仍然占据着绝对优势，不过网易云音乐仍然保持了同比 27.5% 的用户增速。同时根据 Quest Mobile 刚公布的《泛娱乐用户行为新趋势》显示，从 2019 年 4 月的 TGI 指标看，网易云音乐在 00 后和 90 后中整体受欢迎程度也较高。

图表118： 2019 年 4 月音乐类 APP 在 90、00 后用户规模及 TGI



资料来源: Quest Mobile, 中信建投证券研究发展部

2019 年 Q1，腾讯音乐在线音乐服务的移动 MAU（月度活跃用户人数）为 6.54 亿人，与上年同期的 6.25 亿人相比增长 4.6%。在线音乐服务付费用户达 2840 万，同比增长 27.4%。在线音乐付费率达到 4.34%。而同期 Spotify 2019 年 Q1 的 MAU 和付费用户数分别为 2.17 亿和 1 亿。

在《腾讯音乐带领数字音乐行业“向下突破”》一文中，我们曾提到国内音乐平台与 Spotify 付费率相差甚远最主要的因素是“下载付费”与“播放付费”的差别所致。2019 年上半年，腾讯音乐开始通过周杰伦等热门

歌手逐步推广“播放付费”，以带来在线音乐付费率的快速增长。据调研了解，2019年Q2腾讯音乐在线音乐的付费用户或已达到3200万，环比有了显著的提高。

图表119：大量周杰伦的歌曲进入播放付费状态



资料来源：中信建投证券研究发展部

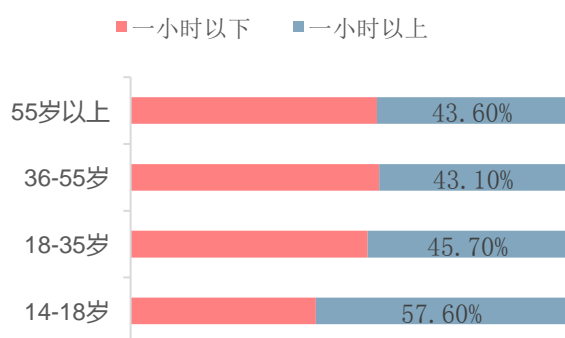
音乐内容较长的生命周期使得数字音乐平台的上游往往会选择“计件付费”，这使得在线音乐业务很难有规模效应。国内音乐平台虽然在音乐播放的付费率方面与海外有着较大的差距，但是其下游变现业务的拓展却走在前面。2019年第一季度腾讯音乐社交娱乐服务和其他服务收入从2018年同期的28.6亿元增长44.3%至41.3亿元，占公司该季度总营收的72%。我们把音乐产业链的数字化分为“渠道线上化”和“消费端数字化”两个阶段，前者目前已经基本完成，未来随着消费端的数字化的推进数字音乐平台下游的变现模式将会愈发丰富。音乐直播、音乐社交、在线演唱会、艺人经纪等众多模式会为数字音乐平台提供强大的竞争力。

4.4 阅读

4.4.1 用户时长受挤压，增长遇瓶颈

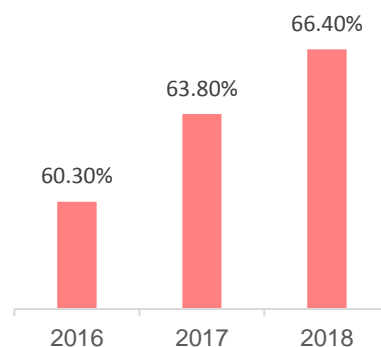
自2002年起点中文网成立以来，付费阅读一直是数字阅读的主要商业模式。根据《2018年度数字阅读白皮书》，14到18岁群体（青少年）是阅读时长最长，且阅读频率最高的群体。近年来，由于游戏、短视频等娱乐方式在移动端的快速发展，数字阅读用户群体的时间受到了其他行业的挤占。

图表120：2018年数字阅读用户时长趋势



资料来源：2018中国数字阅读白皮书，中信建投证券研究发展部

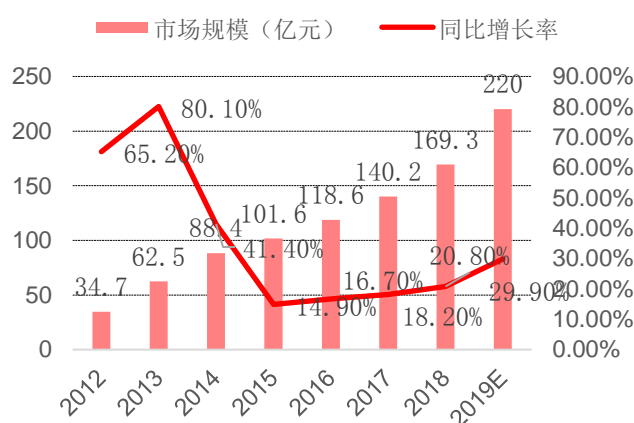
图表121：用户为电子书付费的意愿增长率



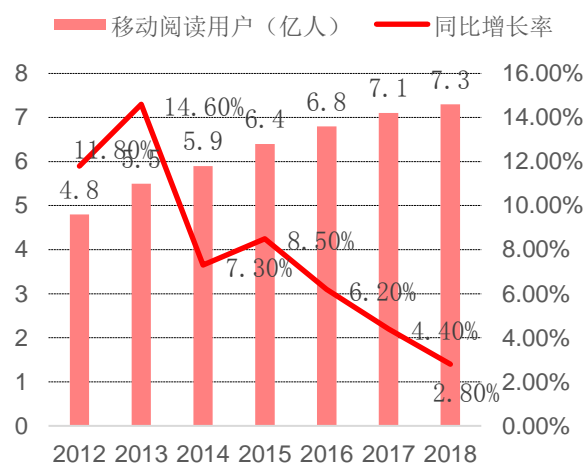
资料来源：2018中国数字阅读白皮书，中信建投证券研究发展部

《2018 年度数字阅读白皮书》亦指出，在线阅读用户的付费意愿也从 2016 年起持续增加，说明用户对内容的需求加大。尽管“白皮书”的一系列数据指出付费阅读行业“一切安好”，但是其他方面的数据却指出该行业正面临两大挑战：（1）用户增速放缓；（2）用户时长被其他娱乐方式挤压。

图表122： 2012 - 2019E 中国移动阅读市场规模及增长率



图表123： 2012 - 2018 年中国移动阅读用户规模及增长率

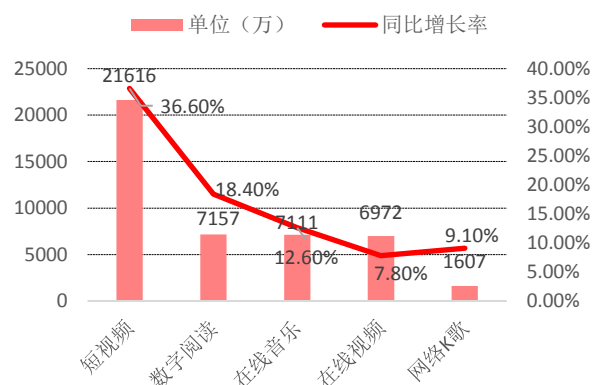


资料来源：比达数据，中信建投证券研究发展部

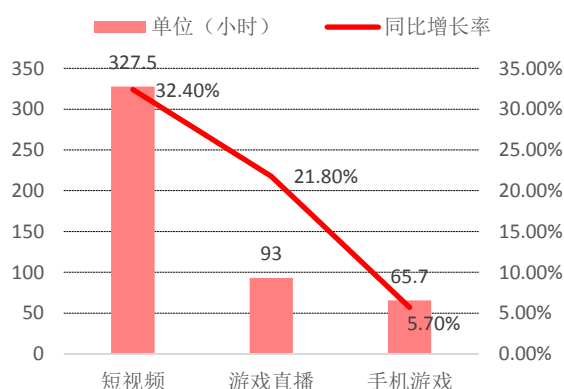
根据比达咨询，尽管中国移动阅读市场规模自 2015 年来逐渐增加，并且市场规模有望于 2019 年破 200 亿，但用户规模增长率却逐渐下降，这反映了该行业将面临的用户数量的瓶颈。

根据 QuestMobile，近年来在“泛娱乐”行业中，“短视频”的 MAU 增长率远超前于包括数字阅读在内的其他类型 App，并且“短视频”、“游戏直播”、“手机游戏”是月人均使用市场增长率前三的 App 类型。由于每个用户一天只有 24 小时，因此在“泛娱乐”中，用户时长至关重要，因此短视频的迅速发展或许会抢占数字阅读用户的使用时间，从而影响付费阅读的收入。

图表124： 2019 年 4 月月活跃用户规模同比增长 Top 5



图表125： 2019 年 4 月月人均使用时长同比增量 Top 3

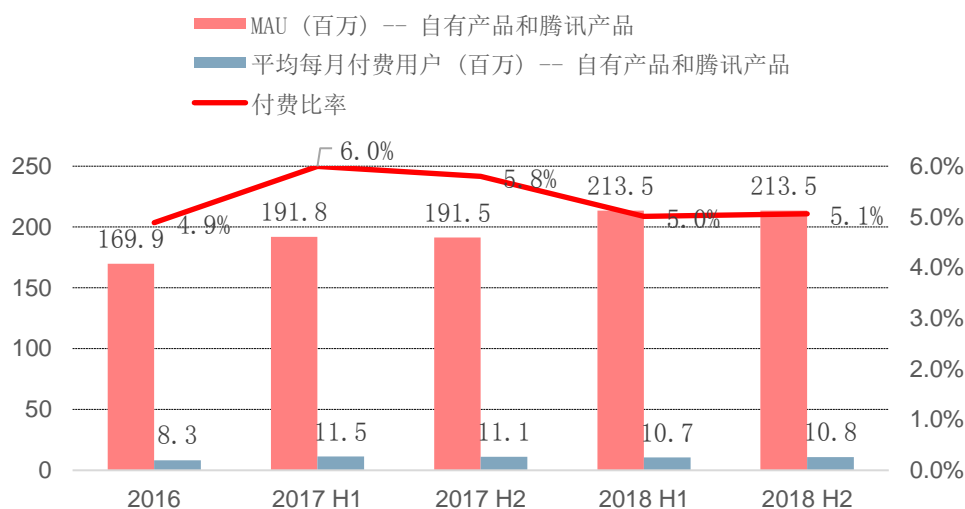


资料来源：QuestMobile TRUTH 中国移动互联网数据库 2019 年 4 月，中信建投证券研究发展部

这一趋势同样反应在数字阅读龙头公司阅文集团的经营数据上。公司财报显示，其在线阅读产品的月付费用户在 2017 年上半年的 11.5 百万之后开始下降，而付费率也从 2017 年上半年的巅峰 6% 降至 2018 年的 5.1%。尽管平均每名付费用户每月收入从 2017 年的 22.3 元升至 2018 年的 24.1 元，公司 2018 年在线阅读业务营收只

增长了 11.9%，远低于 2017 年的 73.3%。其中，据财报显示，2018 年“腾讯产品自营渠道”的收入同比下降 12%。

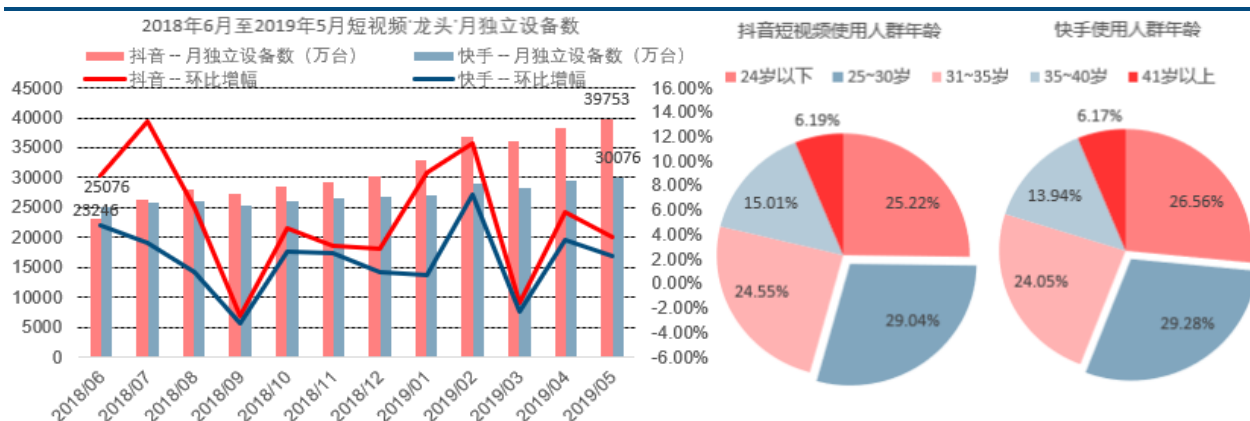
图表126： 阅文集团 MAU、月付费用户、付费比率趋势



资料来源：阅文集团 2018 年年报，中信建投证券研究发展部

多种类型娱乐 App 的快速发展，移动人口红利消失以及免费阅读的兴起或是造成数字阅读付费意愿下降的三个主要原因。2018 年是“短视频”App 迅速发展的一年，也是阅文付费用户减少的一年。根据艾瑞数据，短视频的两大“龙头”——抖音和快手——2019 年 5 月的月独立设备数均在 30000 万台以上，其中抖音的月独立设备数更是接近 40000 万台且呈上升趋势。而短视频的主要用户同样也是 25~30 岁群体，并且 24 岁以下群体和 31~35 岁群体的占比也十分接近 25~30 岁群体的占比。由此可推测更多用户选择用闲暇的时间观看更加轻松搞笑且更能互动的短视频。

图表127： 2018 年 6 月至 2019 年 5 月短视频“龙头”月独立设备数，及使用人群年龄



资料来源：艾瑞数据，中信建投证券研究发展部

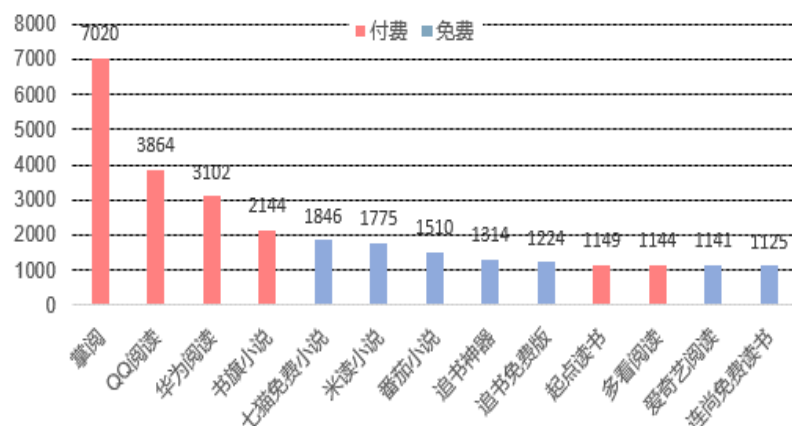
4.4.2 免费阅读与网文出海兴起

自 2002 年起点中文网成立以来，盗版市场由于可提供免费阅读资源可谓是付费阅读行业一直以来的心头大患。在打击盗版的“净网行动”后，主打正版免费阅读的 App 却在慢慢崛起。免费阅读的收入渠道是广告收入

分成，而不是从“读者”处收取费用，因此对读者来说免费阅读似乎更有吸引力。

尽管以掌阅 App 和 QQ 阅读为代表的付费阅读仍是行业的主流，QuestMobile 的《移动互联网在线阅读洞察报告》指出，MAU > 3 百万的免费阅读 App 的数量在短短一年内迅速增长，并且在 MAU 前 13 的在线阅读 App 中，有 7 个是免费阅读 App。

图表128： 2019 年 4 月在线阅读典型 App 月活跃用户规模（MAU>1000 万）



资料来源：阅文集团 2018 年年报，中信建投证券研究发展部

由此看出免费阅读的崛起无疑是对付费阅读的冲击，尤其是在当前用户红利下降的背景下，用户规模至关重要！对此，付费阅读龙头阅文集团在 2019 年 3 月推出免费阅读 App – “飞读”，作为该公司对免费阅读模式的尝试。

在国内用户增长明显趋缓的环境下，出海成为了寻求增量的选择。2017 年的《一带一路文化发展行动计划》促进了网络文学“出海”。在政策扶持以及网文海外翻译的热潮下，我国数字阅读行业出海的进度加快。根据艾瑞数据，至 2018 年年末，已有 500 多部作品被翻译；海外中国网文网站 DAU 已达 50 万人，而日均访问量也超过 500 万次。因此“出海”或许能成为在国内红利下降的背景下，移动阅读拓展收入的新渠道，同时也能有助网文 IP 的输出。

在此背景下，阅文集团先于 2017 年推出起点读书的国际版“Webnovel”，以进军英国、美国、土耳其等国家和地区；于 2018 年投资韩国网文网站“Munpia”旨在寻找具有开发潜力的文学 IP；于 2019 年先后与传音控股和新加坡电信建立合作关系，以将中国网络文学推广至非洲和东南亚地区。同时，行业另一巨头掌阅科技推出的“掌阅国际”也以覆盖 40 多个“一带一路”沿线国家和地区。由于海外网络文学市场较为欠缺，网文出海战略有望为数字阅读公司提供新的收入渠道，同时也可将数量庞大的中国网络文学 IP 推广到世界各地。

4.4.3 网文 IP 潜力巨大，有待深挖

IP 的发展可以粗略分为“源头”、“放大”以及“变现”三个阶段。网络文学通过文字进行 IP 创作的流程较为简单并且试错成本较低，因此大量的优质 IP 源头来自于网络文学。数字阅读平台可将其旗下平台拥有的文学

作品及漫画授权给下游的影视、动画以及游戏行业进行改编。改编得到的影视剧作品、游戏作品以及衍生品可使文学 IP 为更多人所知并最终完成变现。

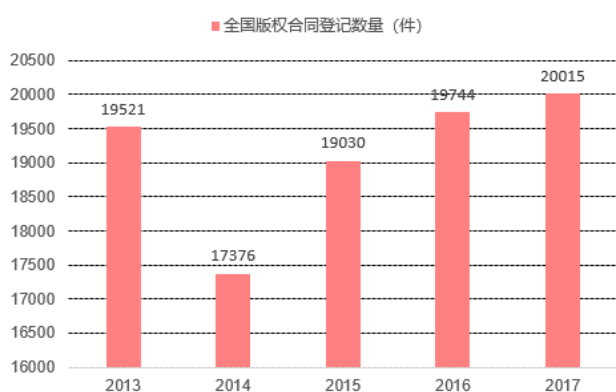
图表129： IP 培育产业链



资料来源：中信建投证券研究发展部

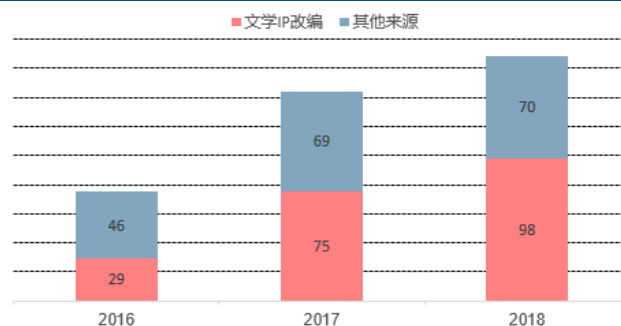
自 2014 年来，越来越多影视剧是由热门网文 IP 改编而成，根据艾瑞数据，全国版权合同交易数量自 2014 年来不断增加；而自 2016 年来，文学 IP 改编剧在视频网站所占的比重越来越大。这说明了版权运营的需求不断加大。然而由于国内的 IP 培育尚处于初级阶段，顾虽然影视剧大量涌现，质量口碑却参差不齐。

图表130： 2013 - 2017 年全国版权合同登记情况统计



资料来源：艾瑞根据国家版权局数据整理，中信建投证券研究发展部

图表131： 2016 - 2018 年中国视频网站自制剧创意来源



资料来源：艾瑞根据公开资料整理，中信建投证券研究发展部

图表132: mVideoTracker - 2018年中国电视剧播放量 Top 10

排名	电视剧	剧本来源
1	延禧攻略	原创剧本
2	恋爱先生	原创剧本
3	如懿传	文学 IP 改编
4	香蜜沉沉烬如雪	文学 IP 改编
5	扶摇	文学 IP 改编
6	谈判官	原创剧本
7	归去来	原创剧本
8	猎毒人	原创剧本
9	温暖的弦	文学 IP 改编
10	烈火如歌	文学 IP 改编

资料来源: VedioTracker, 平台视频内容监测数据库 (桌面及智能终端), 中信建投证券研究发展部

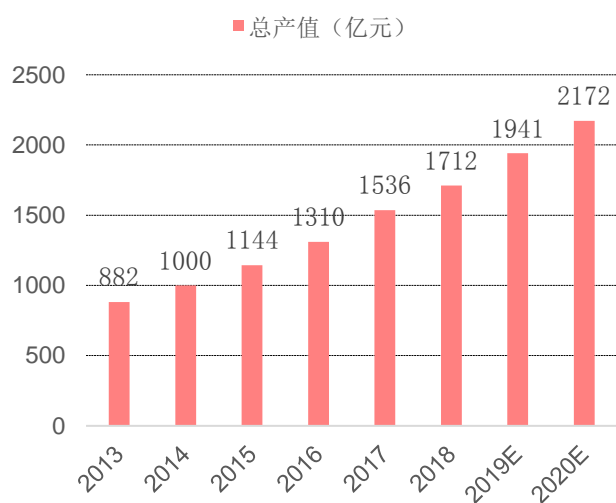
近年来有不少 IP 影视作品 (如《斗破苍穹》电视剧和《盗墓笔记》系列电影) 自播出以来口碑和评分不断下滑。绝大部分被吐槽改动过大、演员演技差、服化道以及特效太差以及广告植入生硬, 甚至连原著粉丝都不买账。其中主要原因包括: 1, 当前国内的编剧和导演对网文没有深刻的了解 (甚至从没看过原著) 从而导致改编偏离故事主线; 2, 部分影视公司想通过大 IP 和大明星来吸收流量, 因此没有认真研究对 IP 开发; 3, 网络文学公司没有参与 IP 改编。

另一方面, 从上述榜单可看出, 国产 IP 影视作品似乎绝大多数是宫斗剧、玄幻剧以及都市言情剧, 而如科幻剧、军事剧等题材却十分稀少。这或许是因为电视剧的主要观众为女性, 所以影视公司通常选择更容易让女性接受的网文类型进行改编。因此相比于欧美影视剧市场的高度“类型化”, 国产 IP 剧似乎更容易让观众产生审美疲劳。在政策 (如 2019 年 3 月 22 日到 6 月的“限古令”) 以及观众审美疲劳的影响下, 网文 IP 改编的战略面临着较大的压力。

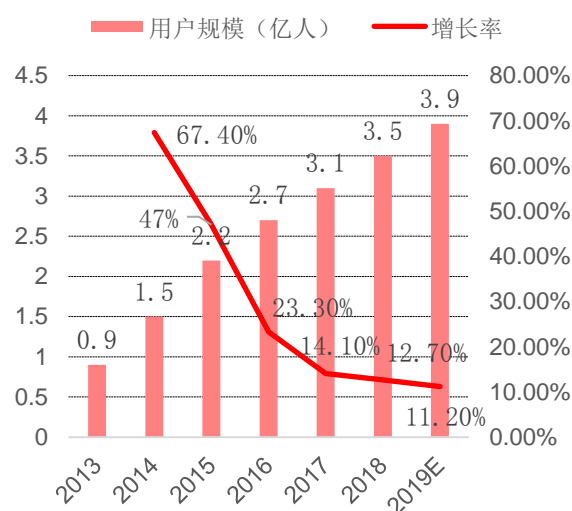
但不应忽略的是, 近两年也出现了不少的优质 IP 作品。如 2018 年的《将夜》、《知否知否应是绿肥红瘦》、《天坑鹰猎》以及 2019 年的《长安十二时辰》和《怒晴湘西》等等。随着 IP 培育产业链的逐步成熟, 优质 IP 作品的数量仍将继续增长。

值得注意的是, 动画 IP 培育在近两年获得了飞速的发展。《全职高手》、《一人之下》、《狐妖小红娘》等“良心作”的出现为中国动漫产业带来了希望, 部分动画作品更是远销海外。

图表133： 2013 - 2020 年中国动漫行业总产值规模



图表134： 2013 - 2019 年中国泛二次元用户规模



资料来源：艾瑞数据，中信建投证券研究发展部

网文巨头阅文集团是这批优秀的 IP 改编动画的主要贡献者之一。自 2015 年的 2D 动画《择天记》开始，阅文集团便陆续推出不少制作精良的 IP 改编动画。在 2018 年，阅文集团投资制作了超过 10 部动画作品，包括 2D 和 3D 动画，如《斗罗大陆》、《四海鲸骑》。至 2018 年底，阅文集团的动画作品已累计收获超过 80 亿播放量。其中《斗破苍穹》(3D 动画)、《全职高手》和《星辰变》更是成为了“现象级作品”。2019 年推出的《斗破苍穹特别篇 2：沙之澜歌》更是助阅文集团提前实现点击量破百亿的计划。在 UP2019 腾讯新文创生态大会上，阅文集团还透露将在 2019 年推出《全职高手之巅峰荣耀》动画大电影、《武动乾坤》、《崩坏星河》、《萌妻食神》等 IP 改编动画。

我们认为，作为 IP 源头层的主要组成部分，网络文学拥有着巨大的 IP 开发价值。随着国内 IP 产业链的逐步成熟，越来越多的 IP 大作将会出现在大众眼前。届时 IP 产业链的开发将给数字阅读行业带来庞大的下游变现空间。

五、传统行业的颠覆与更新——互联网券商&互联网医疗

5.1 互联网券商：富途+老虎，开启互联网券商新时代

5.1.1 用户思维与技术共舞

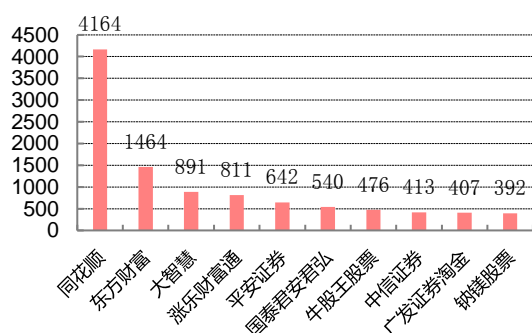
由于佣金降低，获客难度增大，传统券商在经纪业务上发展缓慢，随着互联网和智能终端的普及，互联网券商应运而生，相比传统券商，其核心竞争力主要体现在用户思维和技术赋能两方面。

（1）用户思维是互联网券商的核心（用户思维而非客户思维）

目前互联网券商业务还是集中在经纪业务上，其核心在于如何更多的获取客户上面，要做到这一点，其优势绝对不是简单拥有自身 App、实现网上开户等操作，**其核心在于用互联网思维来做券商，而互联网思维核心是用户思维，而这需要的是社区运营**，让用户与用户之间形成自服务的粘性关系。通过内容分享、组合跟投和复制、社区论坛讨论、问答等社交形式，一方面能够吸引用户和提高用户的粘性，另一方面通过投资内容分享和讨论能够进一步提高用户交易频率等。但是无论是哪种形式的运营，**互联网券商平台应该是为用户服务的，而不是只为客户服务的，即不应该具有排他性。**

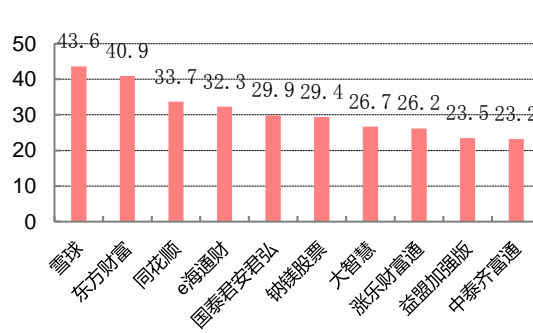
根据易观的《证券行业数字化进程分析》报告中，A 股互联网券商东方财富在证券类月活量和使用时长均位居第二位，在 2015 年收购同信证券后，其股基交易额从 2015 年的 17.8 亿跃升至 2018 年 1647 亿，成为成长速度最快的券商，其主要社交渠道来自于自身 App 及国内第一股吧东方财富股吧。而以港美股为主的富途证券和老虎证券也先后借助社交这一条道路快速获取用户，富途主要通过富途牛牛社区平台，富途社区里面除了用户讨论之外，还有官方推出的建立牛牛圈学堂，课程主要包括港美股股票（开户、打新、交易等）、衍生品（期货、牛熊证、窝轮等）以及投研分析（技术分析、价值投资、宏观分析等），此外还有公司百科一栏用以介绍国内外海外上市公司，从而降低投资者海外投资的难度，提高投资者投资兴趣；而老虎与富途一样，推出自身社区和老虎学院，此外老虎还另辟蹊径，与第三方网站和有影响力的社交媒体合作，进而推广自身平台。

图表135： 证券类 App 2018 年第四季度 MAU（万人）

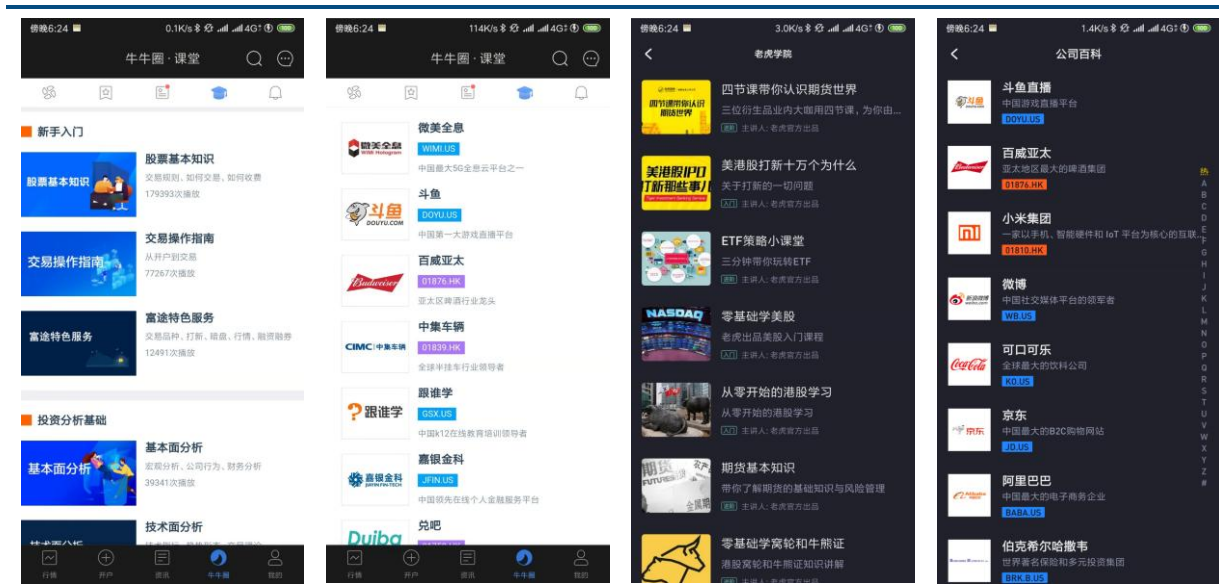


资料来源：易观，中信建投证券研究发展部

图表136： 证券类 App 2018Q4 人均单日使用时长（分钟）



资料来源：易观，中信建投证券研究发展部

图表137： 富途证券（左）和老虎证券（右）“投资学堂”和“公司百科”


资料来源：富途牛牛App，老虎证券App，中信建投研究发展部

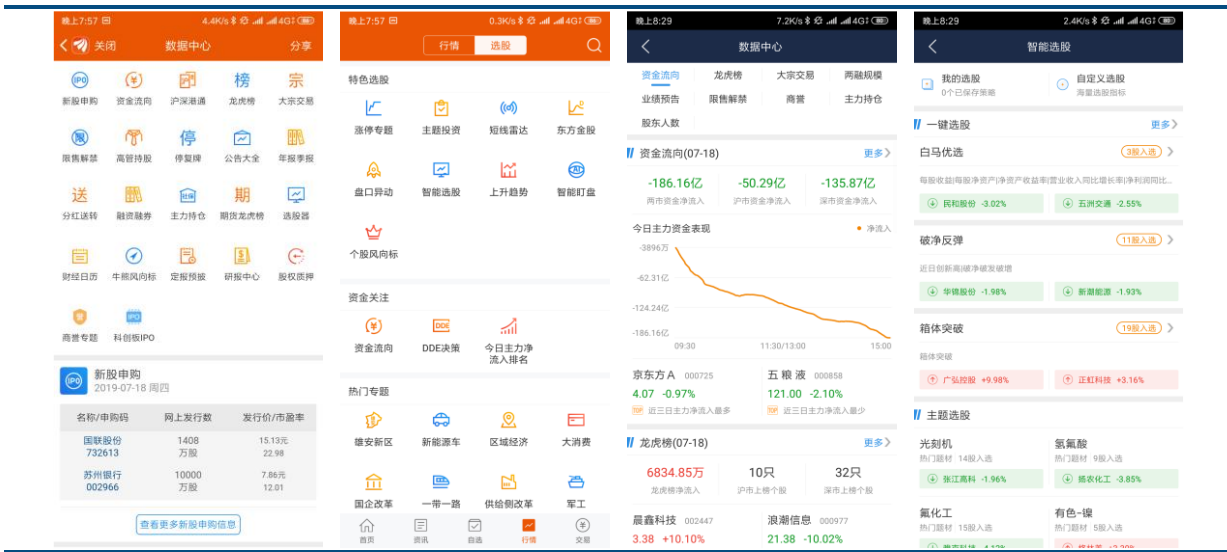
（2）技术赋能为用户提供多维服务

简化开户流程。最基本的就是通过大数据、AI、人脸识别、生物识别等技术创新手段实现7×24小时，3分钟开户的能力。从而让用户享受足不出户极速开户的体验。同时在客服方面，也可以采用AI回复，自建智能工单系统，高定制化客户流程，高效率解决用户问题。

优化交易体验。用户的交易体验主要体现在两方面：一是更丰富交易品种，二是低延时的速度。在交易品种中，以富途证券和老虎证券为代表互联网券商实现了一个账户覆盖多个股票市场，同时借助海外市场丰富衍生品市场，为用户提供了更多的品类选择，如期权、涡轮、牛熊证等，以及便捷的做空机制。此外富途证券针对港股市场，还推出了最低1股买卖的原则，降低用户投资高价股的门槛。而在低延时服务上面，富途证券研发出了业界领先的超低延时、超高并发的港美股交易系统，交易速度快达0.0037秒，同时在特殊峰值交易时也保证了用户交易体验。

为投资提供辅助服务。技术辅助用户投资主要体现在两方面：一是提升客户的决策效率，二是替代简单的重复劳动。对于像东方财富这种从金融数据服务平台转型的互联网券商，依托于原有金融数据服务平台积累的经验与能力，为用户在投资过程中提供各种辅助服务，比较突出主要是东方财富“决策选股”以及“数据中心”两大功能模板，尽管其他券商也有提供相似的服务，但往往由于经验不足的原因，功能相对较少，体验相对一般。以海通e海通财为例，其在数据中心服务，就比东方财富少了沪港通数据、股权质押等重要数据服务。

图表138：东方财富（左）和海通（右）“数据中心”和“决策选股”功能



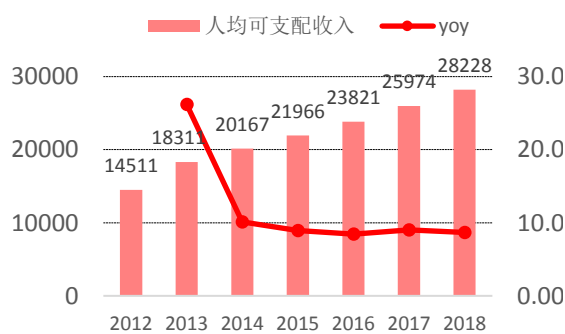
资料来源：东方财富 App，e 海通财 App，中信建投证券研究发展部

5.1.2 港美股市场：互联网券商优质赛道

(1) 居民财富增长，海外投资需求增大，对港美股券商需求提高

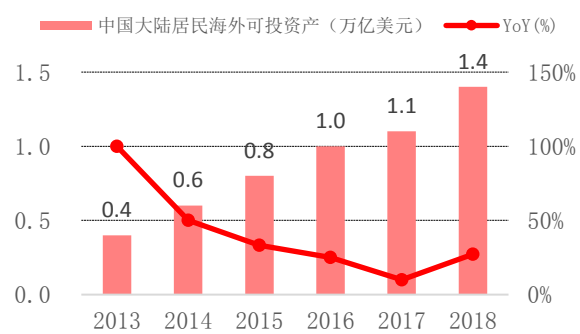
随着我国国民可支配收入持续增长和全球市场多元化发展，国民资产配置趋于多远，海外投资需求旺盛。中国大陆居民海外可投资资产持续增长，从 2017 年 1.1 万亿美元增长 27.27% 至 2018 年 1.4 万亿美元，增长趋势与人均可支配收入增长趋势相符。另一方面，中国大陆居民海外投资人数也呈现稳步增长，由 2017 年增长 39.86% 至 2018 年的 2 千万人。

图表139：人均可支配收入（元）及增长率



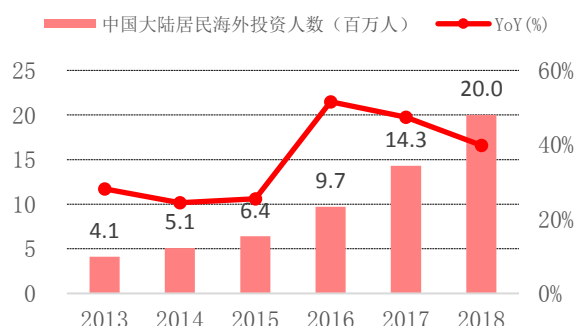
资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

图表140：中国大陆居民海外可投资资产及增长率

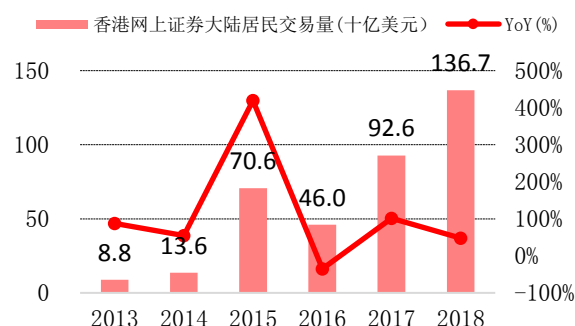


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

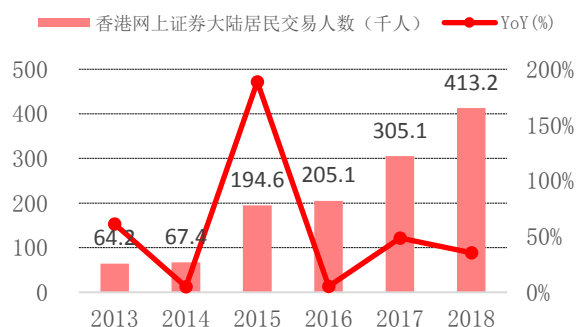
由于市场机制完善，信息透明度较高，再加上赴港美上市的中概股数量不断增长，香港和美国市场越来越受大陆投资者的青睐。香港市场方面，香港网上证券大陆居民交易量从 2017 年 926 亿美元增长至 2018 年 1367 亿美元，年增长率为 47.6%。香港网上证券大陆居民交易人数从 2017 年 305.1 千人增长至 2018 年 413.2 千人，年增长率为 35.43%。美股市场方面，美国网上证券大陆居民交易量从 2017 年 1972 亿美元增长 46.1% 至 2018 年 2881 亿美元。

图表141： 中国大陆居民海外投资人数及增长率


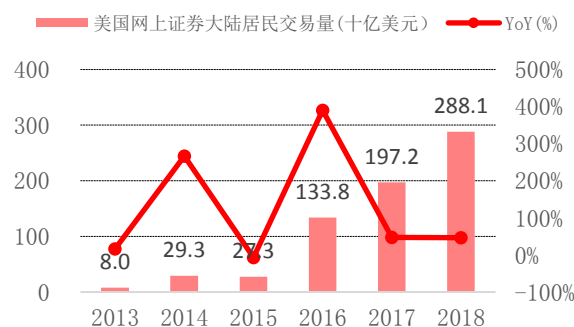
资料来源：富途证券招股书，中信建投证券研究发展部

图表142： 香港网上证券大陆居民交易量及年增长率


资料来源：富途证券招股书，中信建投证券研究发展部

图表143： 香港网上证券大陆居民交易人数及年增长率


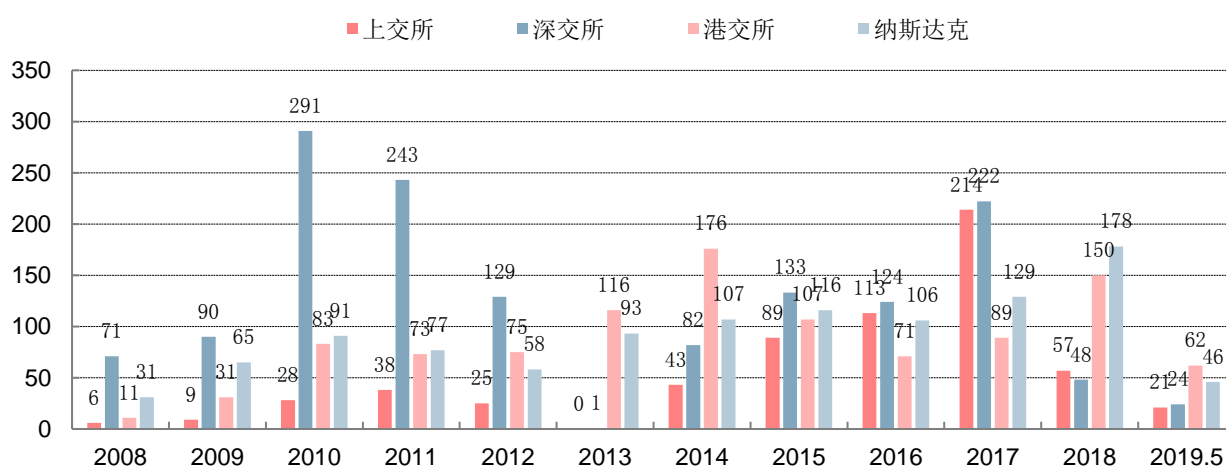
资料来源：富途证券招股书，中信建投证券研究发展部

图表144： 美国网上证券大陆居民交易量及增长率


资料来源：富途证券招股书，中信建投证券研究发展部

内地赴港美 IPO 热，港美股打新需求提高。港交所新政引发了内地企业赴港 IPO 热，其中不乏有小米集团、平安好医生、海底捞、美团点评等企业。据统计 2018 年共有 178 家内地公司在香港上市，为历史新高，大量内地企业赴港上市叠加国内 IPO 的放缓或催生内地投资者的打新需求。而香港打新往往需要通过香港本土渠道，因此不少私募纷纷推出相应策略的打新产品。而对于资金不足的投资者，富途证券和老虎证券为代表互联网券商则为其提供了便捷渠道，甚至可以以最高 10 倍杠杆帮助投资者进行融资打新。除此之外，国内企业奔赴美股实上的热情也是有增无减。

图表145：国内公司上交所、深交所、港交所、纳斯达克 IPO 数量



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

(2) 港美股市场牌照门槛低为互联网券商打开门路

国内市场由于管制等原因，证券牌照获取门槛高企，2018年《证券公司股权管理规定》中对证券公司控股股东要求为“净资产不低于1000亿元、最近5年连续盈利、最近3年主营业务收入累计不低于人民币1000亿元”就足以拦住99.99%企业进军券商行业，而取得券商牌照后，进入互联网领域还需要证监会审批。

而港美股券商牌照则没有高的净资产和收入要求，其考核标准主要为公司的财务状况以及偿债能力、公司各人员的资历和经验，以及公司是否具备受规管活动的的能力。因此牌照申请相对简单。因此港美股市场成为目前互联网券商重要发展目标。

老虎证券目前持有美国券商、注册投顾牌照，主要与盈透证券合作向美国市场导流，从而实现大陆投资者交易美股。富途证券目前持有香港证监会颁发的1/2/4/5/9类牌照以及美国Finra颁发的证券经纪牌照，专注于发展港美股投资经纪业务。东方财富旗下的东方财富国际证券是港交所持牌券商。

(3) 佣金与开户门槛比较优势明显

在A股市场上由于传统券商转型，互联网券商在佣金与开户门槛上比较优势不明显；而在港美股市场，互联网券商相对于传统渠道，在佣金和开户门槛上具有明显的比较优势。

互联网券商佣金仅为传统渠道的几分之一：A股市场在经历过佣金战之后，市场券商佣金普遍在万分之二到万分之三之间，最低收费为5元/笔。而投资者通过传统渠道投资港美股，如港股通、香港/美国本土券商等，其投资港股佣金往往在千分之二左右，最低100港元/笔；投资美股手续费则为7美元/每百股。总体而言其佣金相当高昂。而互联网券商，如富途证券、老虎证券等，则在不承担线下营业部成本的优势下，具有低佣金的优势，其港股佣金费率一般在万分之三至万分之五左右，美股则为0.5美元/每百股。佣金仅为传统渠道的几分之一，具有极大的吸引力。

互联网券商开户门槛低，流程简洁，更便于内地人开户：港股通开户尽管相对便捷，但是有着开户起点需要 50 万资金，且投资标的受限，甚至无法参与 IPO 申购等缺点；而香港/美国本土券商开户尽管没有港股通的缺点，但是开户流程对境内投资者存在一定的障碍，一方面是语言操作及文化差异等问题带来的不适应，另一方面是开户往往需要签证、住址信息，境外银行卡等大量材料，流程相对繁琐，等待时间往往需要数周以上。此外由于外汇管制原因，也从侧面限制了境内投资者投资海外资产。而以富途证券、老虎证券、华盛证券为代表互联网券商，则从内地投资者需求出发，通过优化开户流程，可以实现 3 分钟极速开户的效果。而材料准备与 A 股开户一致，只需要身份证和内地银行卡即可，审核流程也往往控制在 1-3 天，大幅降低内地投资者开户门槛。

5.1.3 一体两翼，多元化发展正当时

互联网券商成长初期，核心主要在获取用户上，因此以佣金为主的经纪业务是互联网券商主体业务。但是随着佣金逐步下降，以及佣金业务受股市波动影响较大的缘故，互联网券商在具备一定规模之后，开始探索多元化发展。

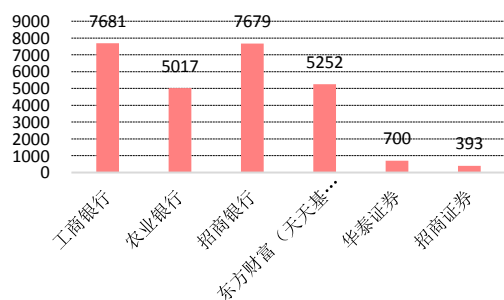
(1) 一体两翼逐渐成形，两融业务成为多元化发展第一步

融资融券业务相对于佣金业务，其受市场波动相对较小。两融业务也逐渐成为互联网券商除经纪业务以外的另一翼。因此互联网券商多元化发展的第一步就是发展两融业务。一般地，互联网券商发展两融业务还是和经纪业务思想较为相似，主要核心思想还是以低费率为卖点来拓展相应的服务。目前东方财富、富途证券和老虎证券，两融业务收入占证券业务总收入比重分别为 32.60%、44.40%和 19.2%。

(2) To C 业务的延申：基金代销

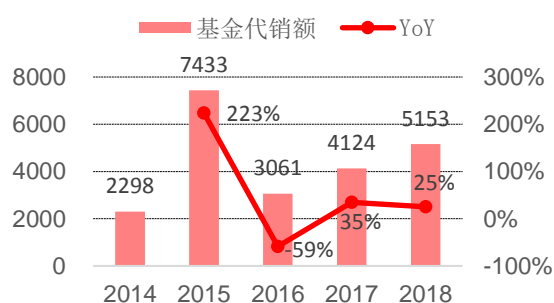
在零售业务中，除了经纪业务和两融业务之外，还有另一主要业务便是基金代销业务。过去基金代销业务主要由银行和券商完成，其中银行占了主要份额。但是随着互联网兴起，第三方基金代销平台也开始发展起来，成为传统银行的有力竞争者。用互联网进行基金代销其本质和互联网券商相似，核心在于用户上。过去银行是基金代销主力，主要是因为银行相对券商拥有更多的客户资源；而通过互联网进行代销，则可以把潜在客户扩大到整个用户群体上，从而面向更多群体进行销售。以东方财富为例，在依靠天天基金网这一销售平台，2018 年基金代销额为 5252 亿元，超过农业银行，远高于华泰证券、招商证券等传统券商。因此以零售为主的互联网券商未来或依托各自互联网平台进行基金代销业务。

图表146： 2018 年银行、券商基金代销金额（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表147： 东方财富（天天基金）基金代销额（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

(3) To B 业务的探索：IPO 分销与 ESOP（员工持股计划）解决方案

富途证券在上市之后便开始探索 To B 业务，先后推出了 IPO 分销与 ESOP 业务

国内企业赴港美股上市热潮或为互联网券商 IPO 分销打开空间。由于海外市场实行注册制的缘故，因此企业能否成功 IPO 以及避免破发依赖于是否能够获得投资者的认可，除了机构投资者之外，个人投资者也扮演重要角色。富途证券分销业务便是向个人投资者推销港美股 IPO 企业的，帮助企业获得更多的个人投资者认可

全员持股计划，ESOP 需求旺盛。股权激励计划在目前企业管理中已经成为十分普遍情况，但是对于将要赴港美市场企业或已在港美市场上市的企业，往往会产生企业股权/期权管理问题等一系列问题。通过富途 ESOP 系统，企业可以一站式解决激励、行权与交易等功能，甚至可以解决会计和税务相关问题。

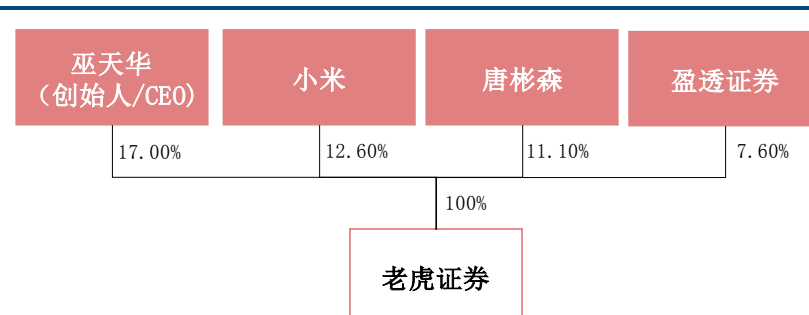
5.1.4 富途&老虎，开启互联网券商新时代

(1) 老虎证券：小米盈透入股，用户规模高速增长

老虎证券成立于 2014 年，是专注美港股等国际股票市场的互联网证券交易商。2015 年 8 月，公司推出自主研发的交易平台 Tiger Trade，主要提供海外股票市场交易服务，同时还提供免费的行情资讯，和为用户提供在线交流分享投资策略的互联网社区，并开设投资知识学习平台，为投资者提供学习资源。老虎证券目前持有美国券商牌照和注册投顾牌照，是美国金融业监管局（FINRA）、美国证券投资者保护公司（SIPC）认证会员，受美国 FINRA 和美国证监会（SEC）监管。此外，老虎证券还持有澳大利亚、新西兰等市场的券商牌照或许可；目前支持美股、港股、A 股（仅限沪港通、深港通）、英股以及北美、欧洲、日本、新加坡等国家和地区的证券市场交易。

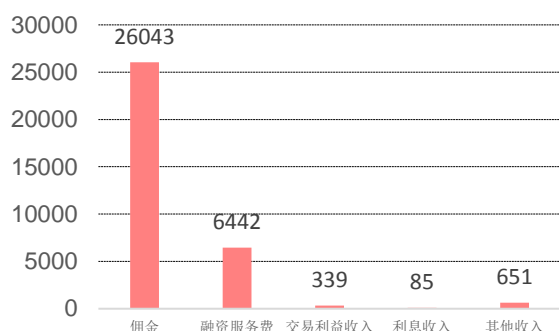
在老虎证券登陆纳斯达克之前，总计获得了八轮融资，参与投资的机构包括美国最大的互联网券商盈透证券、小米、天使投资人王兴、华尔街知名投资人吉姆·罗杰斯、宜信、华创资本、真格基金、险峰长青、华盖资本、真成投资等。目前小米为公司为其第二大股东，持股 12.6%，盈透证券为其第四大股东，持股 7.60%。

图表148：老虎证券股权结构

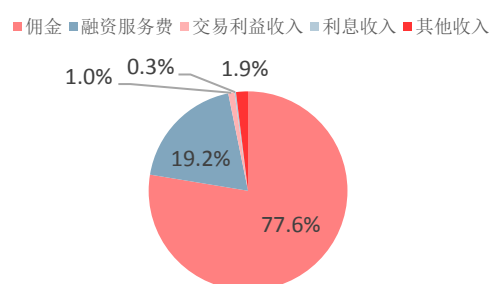


资料来源：老虎证券招股说明书，中信建投证券研究发展部

老虎证券各项业务收入高速增长。2018 年，老虎证券总营收达 3.36 亿美元，年增长率为 98%，其中主要为佣金收入 2.6 亿美元，年增长率为 72.9%，占总营收比重高达 77.6%。值得注意的是，2018 年老虎证券交易利益收入和利息收入实现从无到有，分别为 33.9 万美元和 8.5 万美元。

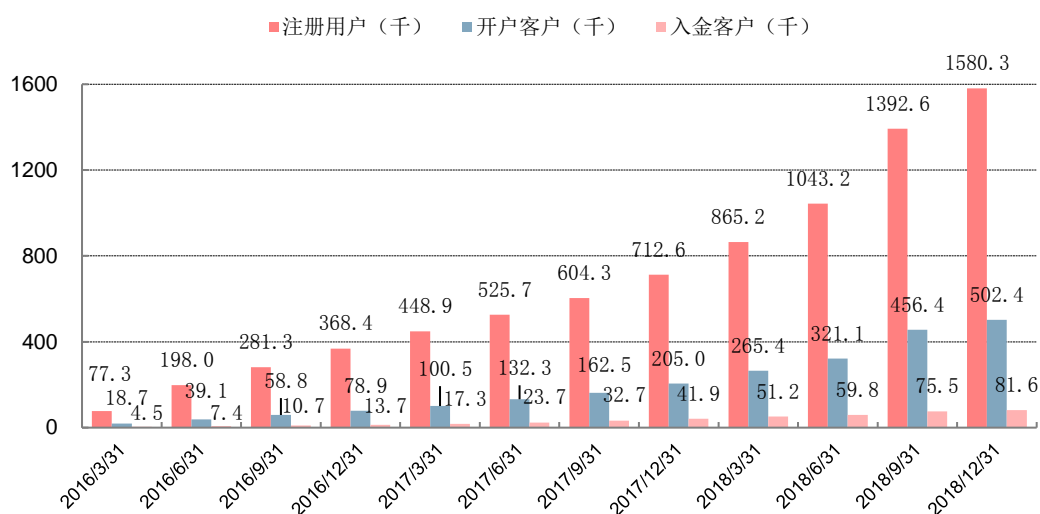
图表149： 2018 老虎证券各项业务收入（千美元）


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表150： 2018 老虎证券各项业务收入占比


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

平台注册用户高达 158 万，用户规模正处于高速增长阶段。招股说明书显示，老虎证券从 2016 年第一季度到 2018 年第四季度，客户量连续 12 个季度保持增长。这证明老虎证券正处于早期用户获取的高速成长阶段，但用户量增速有所回落。截至 2018 年 12 月 31 日，老虎证券拥有注册用户 158 万，开户客户 50.2 万，入金客户 8.2 万。2017 年及 2016 年同期，这三项数据分别为 71.3 万、20.5 万、4.2 万和 36.8 万、7.9 万、1.4 万，注册用户、开户客户和入金客户的复合季度增长率均超过 30%。

图表151： 老虎证券注册用户、开户客户及入金客户数量


资料来源：老虎证券招股说明书，中信建投证券研究发展部

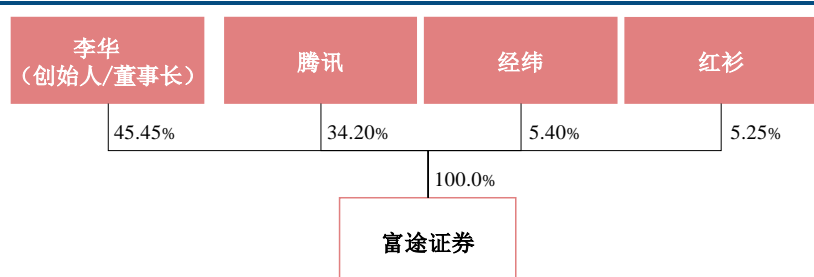
(2) 富途证券：背靠腾讯，业务多元化发展

富途证券国际（香港）有限公司（以下简称“富途证券”）是一家为全球投资者提供港股和美股交易服务的互联网券商，旨在通过提供完全数字化的经纪平台来推动投资体验转型。2012 年 4 月，富途证券在香港成立；2012 年 10 月，获香港证监会发牌并成为香港交易所参与者，正式对外营业。富途通过自主研发的一站式数字化金融服务平台富途牛牛，以 C 端个人与 B 端企业客户为中心构建完善的金融科技生态系统。目前，富途证券为香港证监会认可的持牌法团，持有第 1/2/4/5/9 类受规管活动牌照，香港放债牌照以及美国金融业监管局

(FINRA) 颁发的证券经纪牌照。除上述牌照以外，富途证券还有多个牌照在申请或待申请的过程之中。

富途证券曾于 2014 年千万级 A 轮融资；2015 年获得 6000 万美元的 B 轮融资；2017 年获得 1.455 亿美元的 C 轮融资，此三轮融资皆由腾讯、经纬、红杉投资，腾讯三轮连续领投。公司目前最大的股份持有者是公司的创始人及董事长李华，第二大股东为腾讯，随后是经纬和红杉。富途具有强大的互联网背景，在其上市前三轮融资中，腾讯均处于领投地位，成为富途第二大股东，持股比例达 34.2%。

图表152：富途证券股权结构



资料来源：富途证券招股说明书，中信建投证券研究发展部

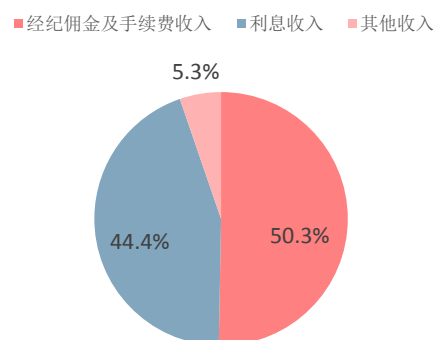
富途证券多元化发展且各项业务收入高速增长。2018 年，富途证券总营收达 8.1 亿美元，年增长率为 160.3%，其中主营业务收入分别为经纪收入 4.1 亿美元，年增长率为 120.6%，占总营收比重 50.3%；利息收入 3.6 亿美元，年增长率为 240.6%，占营收比重 44.4%。

图表153：2018 富途证券各项业务收入（千美元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

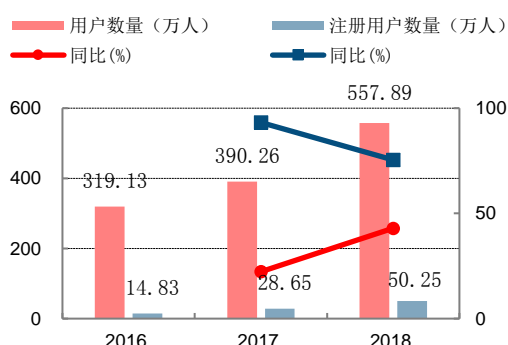
图表154：2018 富途证券各项业务收入占比



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

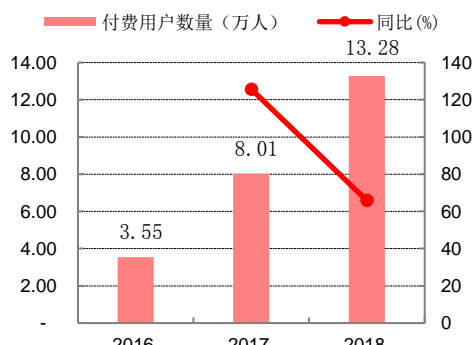
用户增长强劲，2018 年用户数达 557.89 万。据富途证券招股说明书显示，2017 年平台用户数为 390.26 万，至 2018 年末用户数增长至 557.89 万，同比增长 42.95%。截止 2018 年末，富途注册用户达 50.25 万，超过 13.28 万个付费账户在交易账户中拥有资产，交易规模达 9070 亿港币，用户资产为 509 亿港币。富途证券对其客户的画像为“年轻”、“活跃”、“快速扩展”。付费客户从 2016 年的 35456 名增长到 2018 年的 132821 名。**我们预计 2019 年公司付费用户有望实现 50% 以上的增长。**

图表155： 富途证券用户数、注册用户数及增长同比



资料来源：富途招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表156： 富途证券付费用户数及增长同比

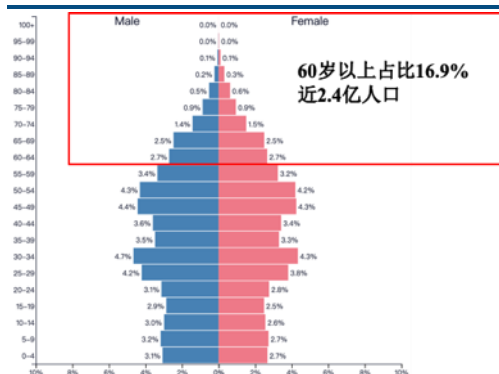


资料来源：富途招股说明书，中信建投证券研究发展部

5.2 互联网医疗：平安好医生，互联网医疗独角兽

我国医疗行业长期以来存在医疗资源分布不均、就诊体验差等问题。据 populationpyramid.net 数据，2019 年中国 60 岁以上人口占比 16.9%，人口老龄化等问题将日趋严重，医疗时间/经济成本将持续上行。但另一方面随着医疗数据量的积累和 5G、AI 等新技术的落地，互联网医疗行业的发展将为解决医疗行业痛点提供新的思路。

图表157： 2019 年中国人口金字塔



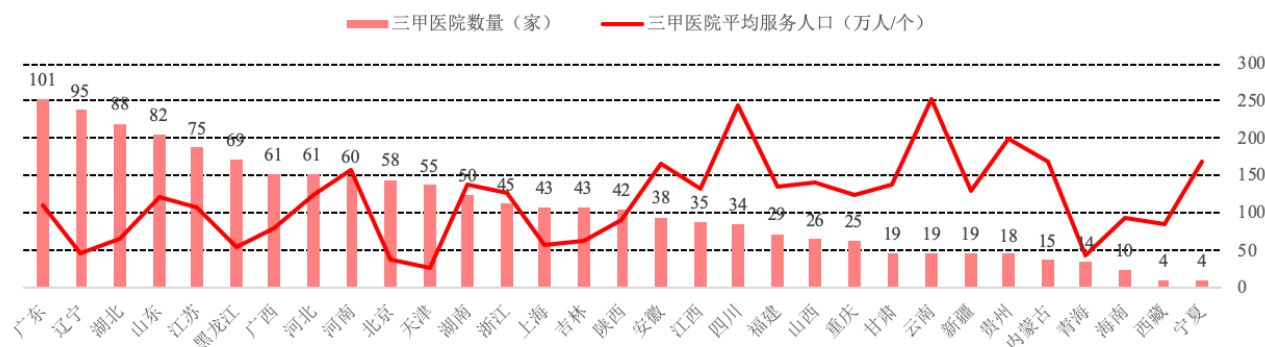
资料来源：populationpyramid.net，中信建投证券研究发展部

图表158： 中国健康医疗大数据类型



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表159： 东部地区占据主要的三甲医院优质医疗资源，中西部人均优质医疗资源紧张



资料来源：卫健委，中信建投证券研究发展部

5.2.1 政策面：在线诊疗政策逐步落地，行业定位逐步清晰

尽管历经波折，国家层面对于互联网医疗整体上持鼓励和支持态度。截至目前，在线问诊、互联网医院和远程医疗等细分领域都有了较为全面的政策指引。其中互联网医院必须依托实体机构和不得接诊首诊患者两条规定明确了线上线下药院的权责划分。按计划 9 月国家医保局将发布互联网医疗收费细则，各省市在线医疗纳入医保体系将逐步推进。

图表160：国家层面互联网医疗相关政策梳理

侧重点	时间	政策文件	要点：
在线售药	2005	食药监总局：《互联网药品交易服务审批暂行规定》	允许网上药品交易，但只能销售非处方药。
在线售药	2013	食药监总局：《关于加强互联网药品销售管理的通知》	零售单体药店不得网上售药，零售连锁企业只能网上销售非处方药，使用符合 GSP 认证的配送系统自行配送。
在线售药	2014-5	食药监总局：《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》	取得资质证书的平台可销售处方药，可由第三方物流配送平台进行药品和医疗器械的配送。将第三方交易资格审批权下放到省级药监部门。
远程医疗	2014-8-29	卫计委：《关于推进医疗机构远程医疗服务的意见》	首次放开 B2C 业务：“医疗机构运用信息化技术，向医疗机构外的患者直接提供的诊疗服务。” 取消审批流程：“具备基本条件”、“签订合作协议”、“患者知情同意”即可。
远程医疗	2015-1	发改委：《国家发展改革委办公厅国家卫生计生委办公厅关于同意在宁夏、云南等 5 省区开展远程医疗政策试点工作的通知》	要求试点省份“研究将远程医疗费用纳入基本医疗保险统筹基金和新农合报销范围。”
整体规划	2015-3-30	《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015—2020 年）》	明确积极推动移动互联网、远程医疗服务等的发展。应用信息化技术推动惠及全民的健康信息服务和智慧医疗服务。
互联网+医疗	2015-7-1	国务院：《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	未来互联网应用更加丰富，社会服务资源配置不断优化，形成网络经济与实体经济协同互动的发展格局。
整体规划	2016	《“健康中国 2030 规划纲要”》	明确对“互联网+医疗”的支持态度
在线诊疗整体发展	2018-4	国务院：《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	确定发展“互联网+医疗健康”措施，明确要求进一步完善医保支付政策，建立费用分担机制。
医疗数据	2018-9-13	《国家健康医疗大数据标准、安全和服务管理办法（试行）》	从医疗大数据标准、医疗大数据安全、医疗大数据服务、医疗大数据监督四个方面提出指导意见
在线诊疗		卫健委/中医药管理局：《互联网诊疗管理办法（试行）》	
互联网医院	2018-10	卫健委/中医药管理局：《互联网医院管理办法（试行）》	互联网医院必须依托实体医疗机构 不得对首诊患者开展互联网诊疗活动
远程医疗		卫健委/中医药管理局：《远程医疗服务管理规范（试行）》	
付费医保	2019-9	互联网医疗收费细则（即将公布）	国家层面明确“互联网+”医疗服务立项原则、项目名称等的规范，各省明确互联网医疗收费政策。逐步推动互联网医疗纳入医保。

资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

图表161： 部分省市互联网医疗纳入医保政策进展

省市	相关政策	收费细则
江苏省	2018年10月，江苏省物价局联合省卫计委等下发通知，对部分“互联网+”医疗服务项目制定试行价格。从列出的部分“互联网+”医疗服务项目试行价格可以观察到，仅从门诊费用来看，与线下医院诊疗费用价格相差不大。	<ul style="list-style-type: none"> 按提供服务医院类别收费，限实体医疗机构第二名称的互联网医院及依托实体医疗机构独立设置的互联网医院收取，不得用于首诊。 互联网医院普通门诊三类医院 12 元/次；二类医院 10 元/次。
四川省	2016年10月，四川省卫健委、发改委和人社厅领先全国发布《关于加快推进互联网+医疗健康服务的指导意见》；同步出台“互联网+医疗健康”服务项目价格、医保报销等支撑政策。	<ul style="list-style-type: none"> 远程会诊、网络门诊等互联网诊疗服务明确定于加快推进互联网+医疗健康服务的指导意见；同步出台“互联网+医疗健康”服务项目价格、医保报销等支撑政策。 报销。
宁夏银川	2017年3月，银川市政府发布《银川市互联网医院医疗保险个人账户及门诊统筹管理办法(试行)》。	<ul style="list-style-type: none"> 市民可享受图文问诊、电话问诊、疾病咨询、远程会诊；发生的医疗费用，可用个人账户资金支付，符合基本医疗保险“三目录”范围的，可使用统筹基金支付。
广州市	2018年10月，广州市已有28家定点医疗机构上线医保互联网移动支付服务。患者就医时，可直接使用医保互联网移动支付功能。	
贵州省	2019年，贵州省已将远程医疗服务费用纳入基本医疗保险和新农合报销范围。	<ul style="list-style-type: none"> 深度贫困县患者可按常规医疗服务项目报销远程会诊、远程诊断等费用，报销比例在70%-85%之间。
甘肃省	甘肃省卫健委印发通知，强调今年建设完善远程医疗服务政策体系，协调医保部门，将远程医疗服务纳入基本医疗保险支付范围，制定合理的收费标准、分配机制和准入标准等，探索建立一整套远程医疗服务政策体系。	

资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

5.2.2 产业端：覆盖诊前/中/后，“看病”及“卖药”为主要变现途径

从产业链布局来看，自2014年“互联网医疗元年”起业内多企业围绕在线挂号、在线诊疗和在线售药等环节展开布局。发展方向上从最初的“连接”线上线下，医院/医生和患者过渡到利用互联网“赋能”医疗产业链中的各个角色。回溯过往，我们发现只有深入医疗纵深即诊疗服务的平台才有较高的壁垒和拓展空间。目前平安好医生、微医等平台围绕在线问诊逐步拓展到全产业链布局。

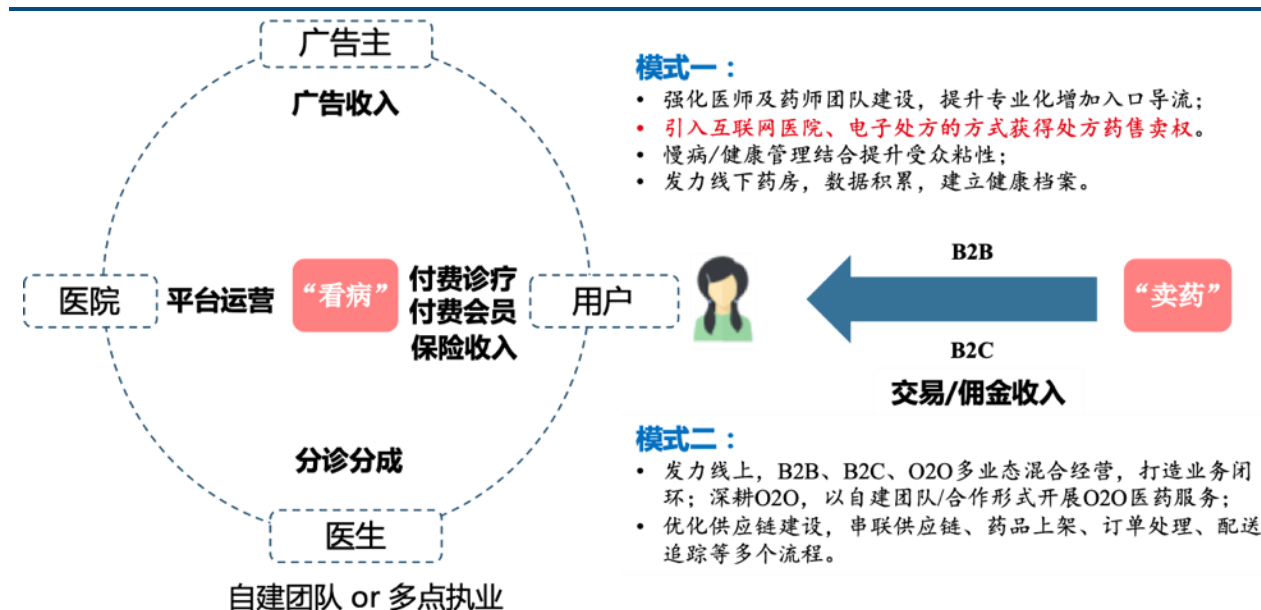
图表162：互联网医疗产业链不完全统计（以核心业务划分）



资料来源：中信建投证券研究发展部

“看病”及“卖药”为主要变现途径。除传统互联网公司的广告收入外，互联网医疗企业主要的变现渠道主要为面向用户的付费诊疗收入以及自营售药或与第三方合作售药分佣。部分平台还积极与保险公司合作实现互利共赢。就运作形式而言，自建或依托实体医院合作开设互联网医院是最主要方向。

图表163：围绕“看病”及“卖药”展开的互联网医疗变现渠道



资料来源：中信建投证券研究发展部

5.2.3 平安好医生：全球规模最大的互联网医疗健康平台

以注册用户数和 MAU 计算，平安好医生是全球规模最大的互联网医疗健康平台。平安健康医疗科技有限公司（以下简称“平安好医生”）于 2014 年注册成立，2015 年 4 月推出移动平台，核心业务为在线医疗健康服务，包括在线医疗、消费型医疗服务、健康商城以及健康管理和互动。2019 H1 公司注册用户 2.89 亿，MAU 62.7 百万人，位居行业第一。公司医疗健康服务网络覆盖全国，涵盖 3,000 家医院（包括超过 1,400 家三甲医院）以及 1,600 家体检中心、1,700 家牙科诊所、150 家医美机构和 3.2 万家药店。

图表164：平安好医生发展历程



资料来源：中信建投证券研究发展部

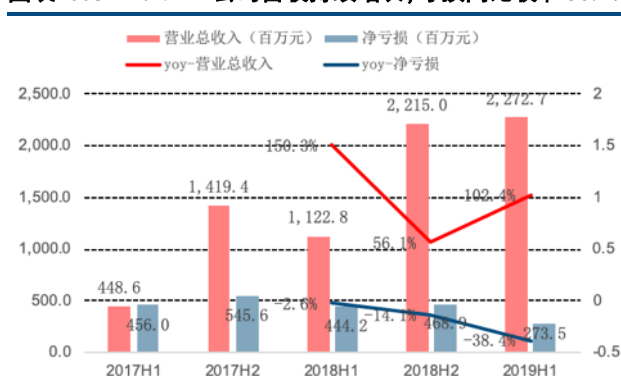
图表165：平安好医生各业务收入来源



资料来源：中信建投证券研究发展部

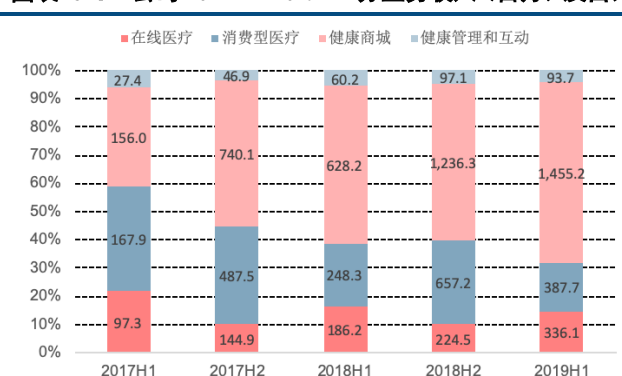
营收快速增长，亏损缩窄：2019 H1 公司实现营业收入 22.73 亿元（人民币，下同），同比增长 102.4%，其中在线医疗收入同比增 80.5%。净亏损 2.74 亿元，同比收窄 38.4%。

图表166：2019H1 公司营收持续增长，亏损同比收窄 38.4%



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

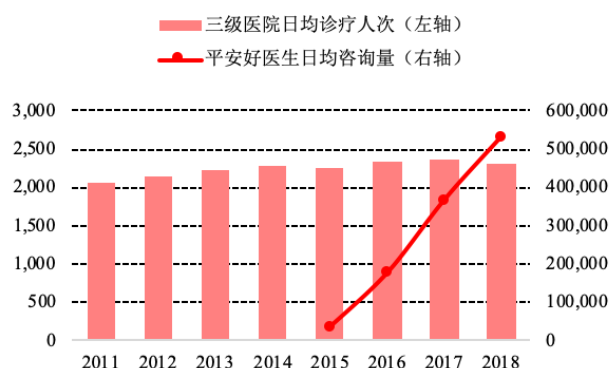
图表167：公司 2017H1-2019H1 分业务收入 (百万) 及占比



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

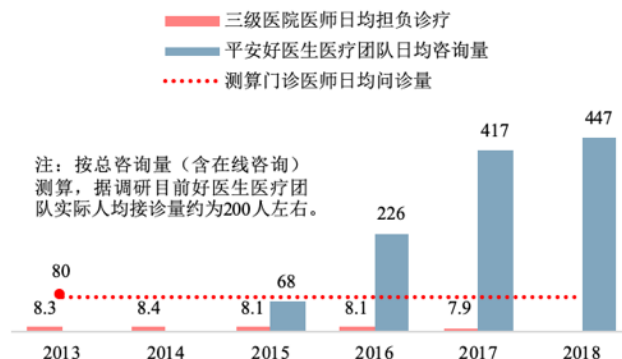
自建医疗团队+AI 辅助诊疗，互联网+保险+医疗复合优势强大。平安好医生通过自主研发的 AI 辅助诊疗系统协助 1200 人的自有医疗团队，为用户提供涵盖 7x24 在线咨询、转诊、挂号、在线购药及 1 小时送药等医疗服务，并以自有医疗团队为核心提供多元化的一站式会员服务类产品。公司高管成员平均年龄 40 多岁，大多数曾经在阿里巴巴和平安健康险任职，对互联网行业产品设计、技术、运营、营销等方面有着丰富经验。

图表168：平安好医生日均咨询量超三级医院 200 倍



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表169：公司自建医疗团队人均日均咨询量远超三级医院



资料来源：公司公告，公开资料，中信建投证券研究发展部

“私家医生”扩展收入圈层，围绕政策机遇加速线下布局。公司8月13日推出新产品“私家医生”为用户提供包括健康管理、实时问诊咨询、购药、名医二诊和线下门诊就医安排等服务，售价499元起/年。已与平安人寿、光大银行和惠氏营养品等29家企业达成战略合作，签约总金额超过3亿元。公司在收入层面逐步走出“医疗健康+保险”圈层，渠道扩展到第三方金融保险、消费零售等客户。我们认为在MAU、付费率、付费单价不断提升的大背景下，会员制将是在线医疗板块变现的主要形式。新产品亦通过提高增加留存等对在线商城等板块有正反馈效应。

图表170：平安好医生线上线下布局



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表171：公司 MAU 及增速，对比注册用户增速（百万）



资料来源：中信建投证券研究发展部

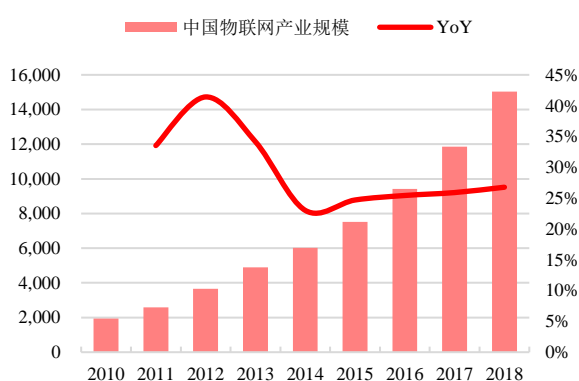
另一方面，公司已围绕互联网医疗收费细则即将公布、纳入医保有望取得进展等政策机遇展开一系列布局，完善线上+线下家庭医生服务闭环：如与衢州市签约建立“衢州平安互联网医院”，将当地全部公立医院纳入互联网医院平台，并计划在年底签约10个左右百万人口城市；与北京中国医科大学航空总医院、四川省第二人民医院、南昌大学第四附属医院等50家大型医院合建“互联网医院”。我们认为以上合作举措有利于发挥平安好医生的互联网运营优势，为平安好医生平台导流增加用户活跃度；同时随政策红利释放自有医疗团队能力输出有望贡献高毛利分诊收入。此举亦有利于平台用户教育，提升患者对线上诊疗的接受度和认可度。

六、物联网：靠硬件还是靠软件？聊聊物联网的变现

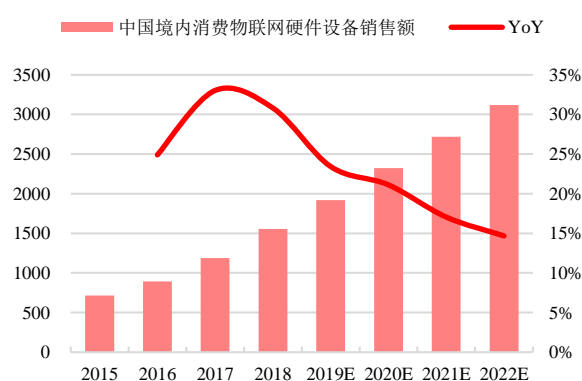
6.1 消费级 IoT 以智能音箱、家居为主，软件服务变现短期较难实现

我国物联网产业规模在近年来保持稳步增长趋势，2010 - 2017 年总规模从 1933 亿元扩大至 11860 亿元，年复合增长率达 29.6%。根据中国信息通信研究院的数据，截止 2018 年中期，中国物联网总体产业规模已达 1.2 万亿元，完成工信部 2016 年提出的“十三五”物联网产业规模 1.5 万亿目标的 80%。IDC 预计 2020 年中国物联网市场规模将占据亚太地区的 59%。中国持续引领亚太地区物联网市场，并有望成为全球市场的领导者。

图表172： 中国物联网产业规模（单位：亿元）



图表173： 中国消费物联网硬件设备销售额（单位：亿美元）



资料来源：中国经济信息社，中信建投证券研究发展部

资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

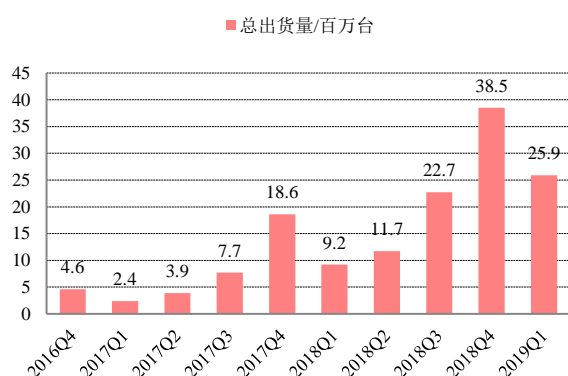
消费物联网是直接应用于消费者的物联网产品以及服务，是将物联网与移动互联网相融合的产物，也是今年的创新热点。常见的应用包括可穿戴设备、智能硬件、智能家居、车联网、医疗保健等。2015 - 2017 年中国境内消费物联网硬件的销售额自 715 亿美元增长至 1,188 亿美元，年均复合增长率为 28.9%。根据艾瑞咨询数据，预计至 2022 年中国境内消费物联网市场规模将达到 3,118 亿美元。另外根据 GSMA Intelligence 预测，2017 - 2025 年，消费物联网将实现 2.5 倍的增长。

家居物联网是国内消费级 IoT 发展的先锋领域。根据艾瑞咨询数据，家居物联网是消费 IoT 最大子领域，结构占比超过 60%。其中，智能音箱成为家具场景智能化的突破口，智能音箱的热潮或源自对智能家居入口的争夺。相比依赖手机、电脑或平板连接智能家居，作为 AI 语音交互助手的载体，智能音箱进一步升级了人们使用智能家电的方式，实现人与机器在真实生活场景中的互动，也扮演着智能家居控制中心的角色。

亚马逊推出的 Echo 在 2014 年 11 月首先进入智能音箱市场，2016 年 10 月谷歌推出 Google Home。国内智能音箱市场在 2017 年爆发，阿里巴巴推出天猫精灵 X1，百度推出小度音箱，小米推出小爱音箱等。跟据 Canalis 估计，全球超过 1 亿人有使用智能音箱。

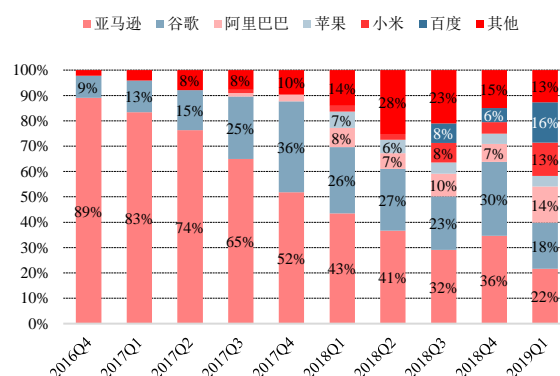
国内市场主要被阿里巴巴、小米、百度与京东占据。阿里巴巴、小米推出的智能音箱先后突破千万销量。2019 年 3 月，阿里宣布天猫精灵突破一千万销量，成为中国首位、也是亚马逊和谷歌之后第三个在该领域突破千万销售的公司。同月底，小米也宣布小爱音箱达到一千万，成为全球范围内最短时间销量破千万的智能音箱。

图表174： 全球智能音箱出货量



资料来源: Strategy Analytics, 中信建投证券研究发展部

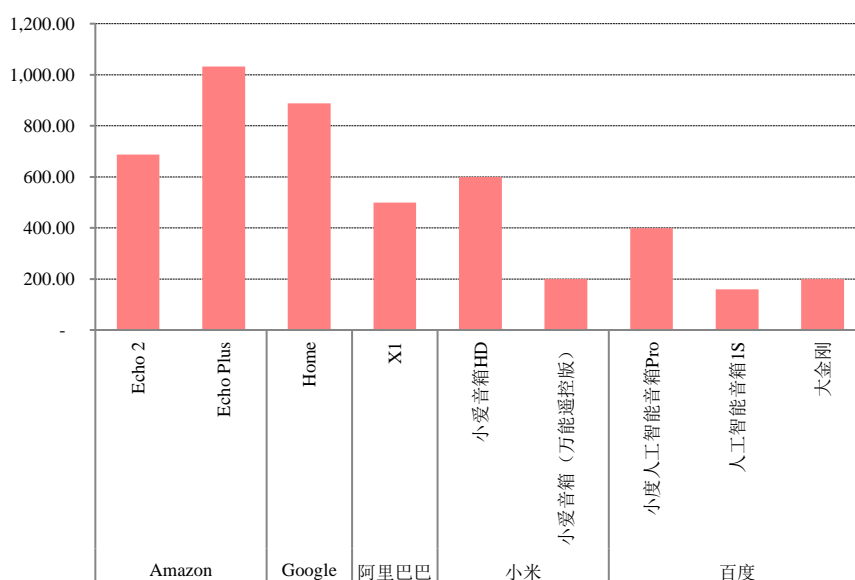
图表175： 全球智能音箱出货量中国厂商占比增加



资料来源: Strategy Analytics, 中信建投证券研究发展部

我们梳理了国内外智能音箱产品情况，发现同类产品定位当中，国外品牌比国内品牌多出 50%左右溢价。标准款智能音箱为各品牌的主要产品，拥有较出色的技术与中高端的音质。该定位的亚马逊 Echo 2 和 Echo Plus、谷歌的 Google Home 价格区间在 650-1050 元人民币，高于同档次国产品牌的价格，例如百度小度人工智能音箱 1S 和小度大金刚定价均不足 200 元。苹果公司最新季度的硬件产品毛利率为 31%，根据 TechInsights 的分析，HomePod 的硬件毛利率（仅估算元器件和材料成本，并考虑保修）为 29%，而国产品牌代表小米 IoT 硬件毛利率仅 12%。虽然 HomePod 毛利率不及苹果平均硬件毛利率水平，但仍显著高于小米，因此我们认为，相对于国内厂商，国外厂商对智能硬件的软件服务变现依赖较小，暂时不急于在软件服务上变现。

图表176： 国内外智能音箱价格对比（单位：人民币元）



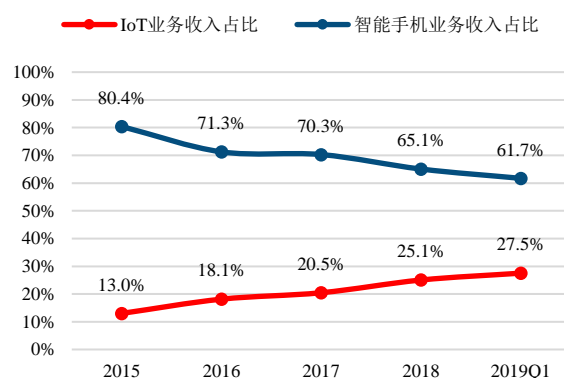
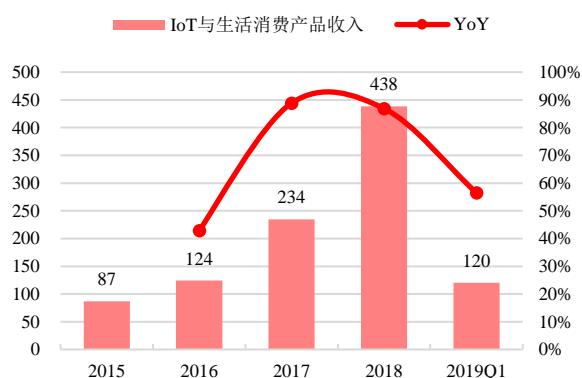
资料来源: 公开资料整理, 中信建投证券研究发展部

小米集团——以物联网为核心的互联网公司。截至 2019 年第一季度，小米智能设备连接数达到 1.71 亿（不含手机与笔记本电脑），领先全球消费物联网平台。小米早在 2013 年起开始探索 IoT 领域，在 2015 年正式开展物联网布局，依托和 200 多家生态链企业的合作迅速成长。2018 年 6 月，公司 CEO 雷军表示未来十年小米的

物联网业务预计达到 40 - 50%。2019 年 1 月，雷军宣布启动未来五年的核心战略——“手机+AIoT”双引擎战略，未来五年内在物联网领域投资超过 100 亿元人民币。

2015 - 2018 年，小米 IoT 与生活消费产品业务收入迅速增长，过去两年增幅超 85%。IoT 业务占总收入比率亦稳步上升，由 2015 年的 13% 升至 2019 年一季度的 27.5%。同时传统主营业务智能手机的收入占比从 80% 逐渐下降至 62%。我们认为随着“手机+AIoT”双引擎战略的执行，未来小米物联网业务收入占比将进一步提升，长远来看与智能手机业务并驾齐驱。

图表177：小米 IoT 与生活消费产品收入情况（单位：亿元） 图表178：小米 IoT 与智能手机业务收入占比



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

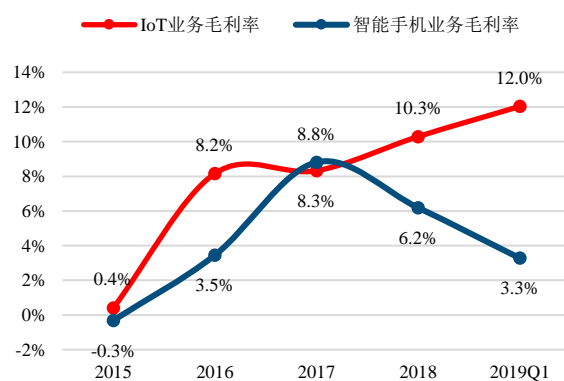
小米通过自产及与生态链企业合作的方式构建了自身的 IoT 和生活消费产品体系。其中包括自产的智能电视、笔记本电脑、路由器、AI 音箱，与生态链企业合作生产的移动电源、手环、空气净化器、净水器、扫地机器人、智能平衡车等。2019 年上半年小米继续推出近 50 款智能家居与生活周边新品，类型多元覆盖各类消费需求。公司 IoT 业务毛利率近年来保持上升趋势，在 2018 年达到 10%，总体高于智能手机业务毛利率。我们认为 IoT 业务将给小米带来更大的利润空间。

图表179：小米硬件产品结构



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表180：小米 IoT 与智能手机业务毛利率对比



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表181： 2019 年 IoT 和生活消费产品新品

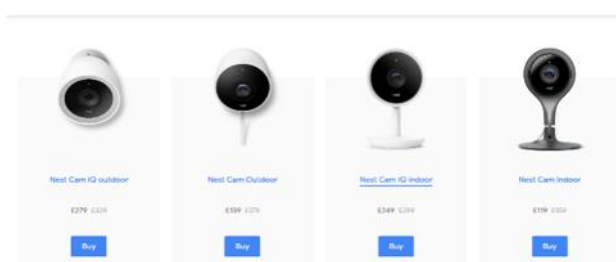
类型	产品
智能家电/家居	米家电压力锅、米家激光投影电视 SK 版、AMIRO 日光镜礼盒版、小米小爱触屏音箱、米家手持无线吸尘器、小米壁画电视、小米全面屏电视、米家互联网立式空调、米家跑步机、米家直流变频落地扇 1X、小米体重秤 2、小米体脂秤 2、米家自动泡沫洁面机、米家智能门锁推拉式、米家互联网洗烘一体机 Pro、米家滚筒洗烘一体机 1A、米家互联网烟灶套装、米家电磁炉套装锋味定制版、小爱音箱、米家台灯 1S、米家充电台灯、小米净水器 600G、米家飞利浦蓝牙夜灯
生活周边	小米移动电源 3、小米无线充电器、小米无线充电宝、小米无限车充、小米米家对讲机 2、小爱老师、小米手环 4、米家九号平衡轮、小米米家电动滑板车 Pro、小米路由器 Mesh、小米头戴影院、米家驱蚊器基础款、米家驱蚊器智能款、米兔点读笔

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

参考谷歌的智能家居业务 Google Nest——软件变现或为消费物联网的一种发展趋势。Nest 是谷歌旗下的智能家居公司，在被谷歌收购之前，Nest 以一款经典的智能恒温器开创了自己的智能家居事业。2014 年 2 月，谷歌以 32 亿美元收购了 Nest，是继摩托罗拉移动之后谷歌的第二大收购。今年，谷歌将 Nest 全系产品上线至谷歌网上商城 Google Store，整合为 Google Nest，主要包括智能音箱、恒温器、智能门铃、室内安防摄像头、室外安防摄像头、电视棒等。

图表182： Google Nest 全线智能家居产品

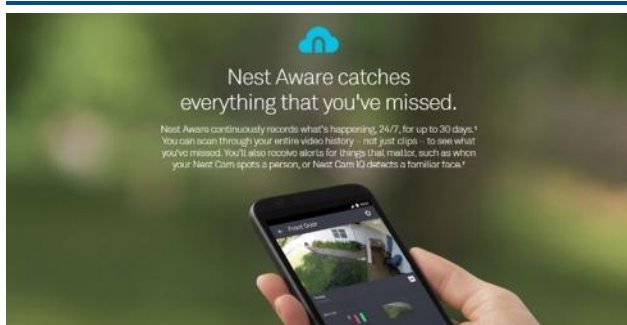

资料来源：Google Nest 官网，中信建投证券研究发展部

图表183： Google Nest 四款智能家用摄像头


资料来源：Google Nest 官网，中信建投证券研究发展部

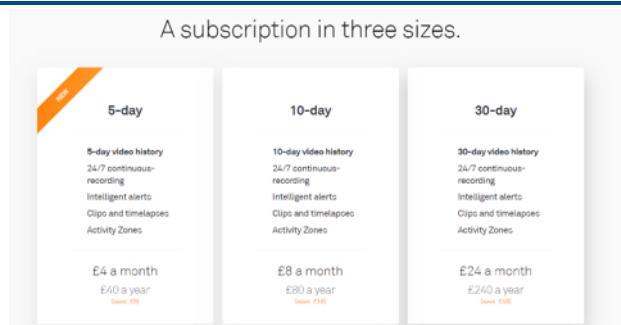
Nest Aware 是 Google Nest 下唯一的付费软件服务，结合了谷歌的云存储以及智能计算方法，给用户提供更优质的家庭录影体验，用户在使用期内选择合适的 Nest Aware 订阅套餐，支付一定订阅费后，将享受更优质的智能家居录影服务。同时，这样将智能硬件与软件服务相分离的销售方式，为以后更智能的消费物联网软件变现提供了参考解决方案。如今消费物联网主要通过硬件产品销售获利，但当未来物联网设备普及后，物联网平台的运营、人工智能等技术的运用需要更多的成本，在未来通过收取服务订阅费的方式进行变现将更加普及。

图表184: Nest Aware 服务



资料来源: Google Nest 官网, 中信建投证券研究发展部

图表185: Nest Aware 订阅服务套餐费用



资料来源: Google Nest 官网, 中信建投证券研究发展部

从消费物联网的发展情况看, 国外厂商主要靠硬件创收, 但是也存在一些软件变现的探索, 主要集中在智能音箱领域。目前来看主要有三种可行方式, 根据流量变现的确定性程度, 依次是音乐服务变现、广告变现和智能语音购物变现。

图表186: 智能音箱可参考的变现方式

变现方式	具体形式
音乐服务变现	智能音箱软件变现的主要方式。 根据 The Smart Audio 2018 年关于智能音箱的报告指出: 每周内 77% 的智能音箱使用者会使用音乐播放功能, 成为智能音箱最频繁使用的功能。同时, Music Ally 发表的报告数据表明, 48% 的智能音箱使用者有订阅付费音乐服务。随着音乐付费的普及, 音乐服务变现成为主要的软件变现方式。对比亚马逊、谷歌、苹果支持的音乐订阅服务: 亚马逊与谷歌均提供以广告作为支撑的免费音乐订阅服务, 且支持多个第三方音乐平台。相反, 苹果智能音箱 HomePod 仅支持苹果自有的 Apple Music 且强制付费使用。
广告变现	已有应用但仍处于探索阶段。 纵观苹果、亚马逊和谷歌的智能音箱, 广告服务基本还没有实现, 只存在于小范围的应用探索之中, 国外三大巨头对于广告付费服务的开展保持着相对谨慎的态度。2019 年 4 月 19 日起, YouTube 音乐服务会在谷歌的智能音箱和其它搭载 Google Assistant (谷歌智能语音助手) 的智能音箱上登陆, 用户可发出语音指令让音箱通过 YouTube 音乐播放歌曲。鉴于服务将免费向用户提供, 这款音乐服务在运行时中间会有广告。亚马逊也于同期在其智能音箱 Echo 上推出了包含广告的免费音乐服务, 此举一方面是对广告变现方式的探索, 另一方面是模仿 Spotify 的免费策略, 吸引更多用户体验其服务, 引导免费用户向付费用户进行转化。
语音购物变现	具备相关应用, 但短期仍难以完成流量变现。 主要原因: 1) 语音购物的消费习惯还未形成。根据 Adtaxi 的调查, 27% 的消费者目前拥有一个语音智能设备, 如亚马逊 Echo 或 Google Home, 而且其中仅有 24% 曾使用它进行过一次购物。2) 更多的数据展示了消费者对于语音购物的接受程度仍然较低。根据 Voicebot 的一项调查显示, 大多数人仍然喜欢在实体店或网页/App 浏览购物, 愿意通过智能音箱购物的美国人甚至不足 1%, 语音购物的再尝试率也明显偏低。3) 智能语音的购物体验也有待提升。由于搜索限制, 语音购物的可选种类比较有限, 通常只适用于简单的标准化家庭消费品购买。4) 购物往往是视觉和触觉的体验, 语音方式依然无法给购物带来较为优质的体验。

资料来源: 中信建投证券研究发展部

图表187: 对比亚马逊、谷歌、苹果所支持的音乐订阅服务

类型	音乐订阅服务
亚马逊 Echo	Amazon Prime Music (与亚马逊 Prime 会员捆绑), Music Unlimited, Spotify, Apple Music, Deezer, Gimme, iHeartRadio, Pandora, SiriusXM, Spotify Premium, Tidal, TuneIn, Vevo
谷歌 Google Home	Spotify Free, YouTube Music, Google Play Music Free (仅美国、加拿大、印度可用), Pandora, Spotify Premium,

请参阅最后一页的重要声明

类型	音乐订阅服务
	YouTube Premium, YouTube Music Premium, Google Play Music Premium, Pandora Premium, Deezer Premium, Apple Music
苹果 HomePod	Apple Music

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

未来消费物联网将更多往软件变现的方向发展。参考亚马逊 Echo Plan——首次将音乐服务与音箱硬件捆绑，进一步促进软件服务的消费。在亚马逊的智能音箱 Echo 上订阅亚马逊音乐服务 Music Unlimited 将享受优惠价格\$3.99/月（原价：Prime 会员\$7.99，普通用户\$9.99），但无法在其他设备上使用。这样的销售方式给热衷于音乐播放的消费者一个更优惠的选择，同时提升软件音乐服务 Music Unlimited 的市占率。

语音购物方面，智能音箱提供了变现的潜力。智能音箱通过语音的方式和用户交互，能够积累一定的用户流量和数据，对于许多品牌商而言依然有着潜在的吸引力。这种吸引力一方面来自于智能搜索，例如，智能算法可以利用音箱所积累的用户音乐偏好数据，为用户针对性提供喜爱艺术家的音乐会门票或者周边产品。同时，智能音箱也可以与个人的电商消费数据联系在一起。当亚马逊的会员对 Alexa 说“洗发水”，音箱会给出它们认为你想要的东西，通过历史购物记录、用户喜好等推荐产品。

另一方面来自于品牌塑造，由品牌商提供与产品相关的实用程序。该实用程序通常以技能或动作的形式出现，基本上形同于语音助手版的移动应用。例如 HBO 通过为 Amazon Echo 设计娱乐“技能（skill）”来保持用户对它的节目的记忆度。2018 年 6 月，HBO 推出《Westworld: The Maze》，用户只需说一句“Alexa, open Westworld”，就可以开启一次只基于语音交互《西部世界》式冒险。

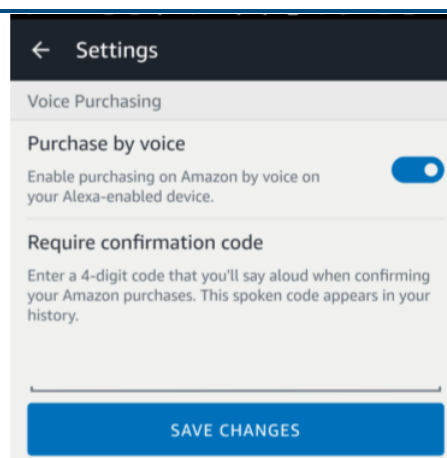
未来，语音购物的一种变现方式可能就是来自于品牌商为智能搜索的支付。智能音箱成为用户和品牌商连接的节点，通过用户与智能音箱交互沉淀的数据以及电商品牌所具有的消费者数据，智能音箱能够将产品精准的推荐给用户或将目标客户精准地引流至相应的电商品牌。借此方式，语音购物的智能搜索功能将进一步促进电商平台的销售并获得流量变现。然而，现在的语音购物仍然处于起步阶段，用语音购物的人数较少，沉淀的数据难以分析，从而还无法形成比较完整的商业模式。

图表188：利用亚马逊 Echo 的 Alexa 智能助手进行语音购物



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

图表189：在手机端开启智能音箱的语音购物功能

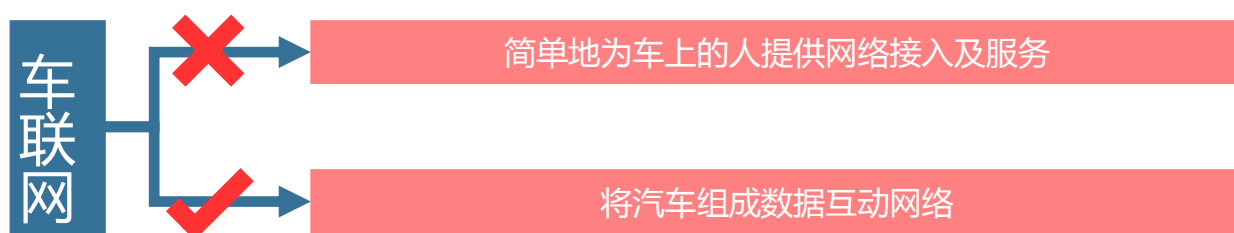


资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

6.2 车联网将汽车变为下一个移动终端

“车联网”不是简单地“为车上的人提供网络接入及服务”，而是“将汽车组成数据互动网络”，它是物联网的细分。车联网是以车内网、车际网和车载移动互联网为基础，按照约定的通信协议和数据交互标准，在车-X（X：车、路、行人及互联网等）之间，进行无线通讯和信息交换的大系统网络，是能够实现智能化交通管理、智能动态信息服务和车辆智能化控制的一体化网络。

图表190： 车联网不是简单地为为车上的人提供网络接入及服务



资料来源：中信建投证券研究发展部

车联网由端、管、云构成。端指的是可以实现通信的车载终端，现阶段包括车载中控系统、T-box 等；管指数据传输的管道，包括各种通信设施以及交互协议；云指车联网云平台，负责数据的处理、分析、整合以及再利用。

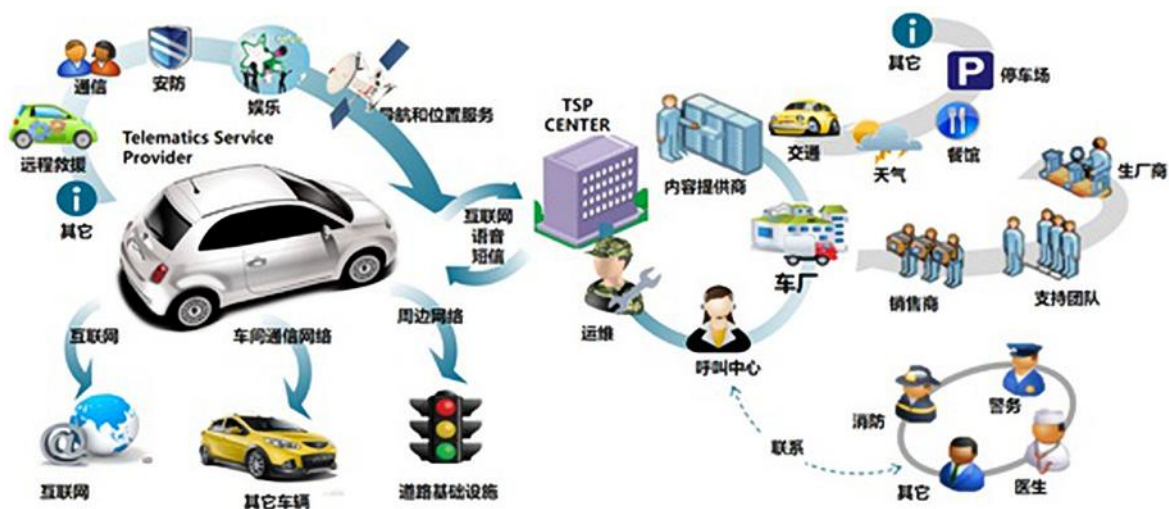
图表191： 车联网（V2X）由“端、管、云”构成，包含车内网、车际网和车载移动互联网三个层次



资料来源：德赛西威，中信建投证券研究发展部

车联网的生态由人、车、环境三部分组成。人是指车辆为人提供信息、娱乐等服务，同时集分析用户的驾驶行为、习惯等用于保险等增值服务。车是指车辆需要依托车联网来实现高精地图导航、超视距决策、车辆监控、车辆救援、车辆诊断、工况信息用于车辆研发、保养等。环境是指通过车联网可以搜集实时路况信息、实现不停车道路收费、道路事故监测、实时调度等。

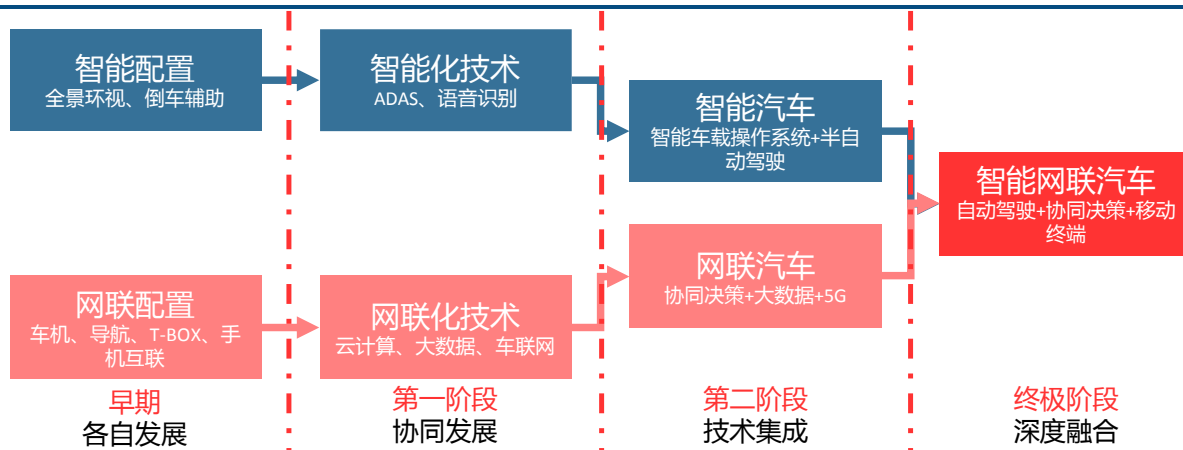
图表192：车联网的生态：人、车、环境



资料来源：OFWeek，中信建投证券研究发展部

网联化与智能化相辅相成，两者必将融合。由于中高级别自动驾驶所需的通信技术及设施（4G LTE-V、5G）还未完善，现阶段网联化与智能化还处于各自发展或初步的协同发展阶段。随着智能化向终极的自动驾驶阶段迈进的过程中，车联网作为自动驾驶的基础是不可或缺的，最后智能化、网联化将深度融合。

图表193：网联化与智能化必将融合

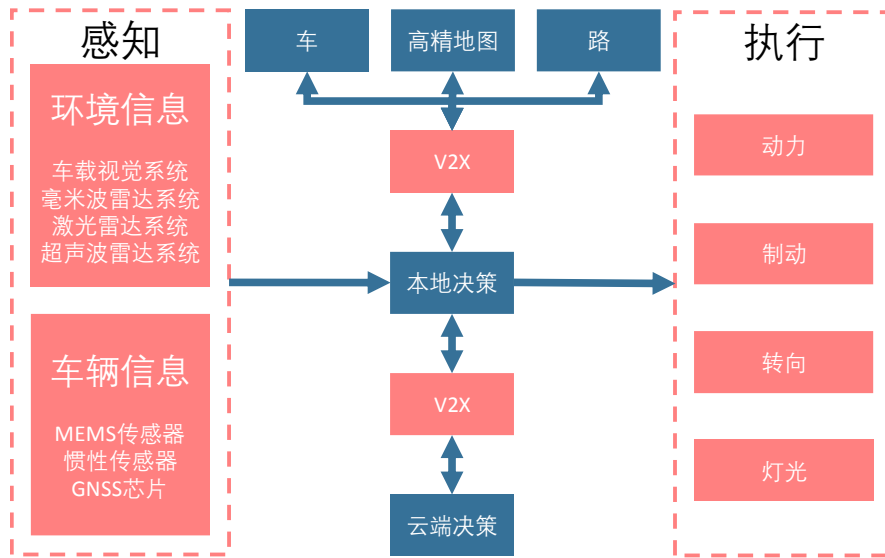


资料来源：中信建投证券研究发展部

车联网让自动驾驶实现云感知、云计算。传统汽车是单独的个体，而自动驾驶汽车将互联互通，汽车变成了一个移动终端。通过云端的高精地图实现路径规划，同时将实时路况上传，更新高精地图。通过车联网实现

车与车、车与道路基础设施的实时通信，更好的感知车、人、路的状态。通过本地决策与云端决策并重的方式分析雷达、MEMS 等传感器获取海量数据，然后通过执行单元控制车辆。

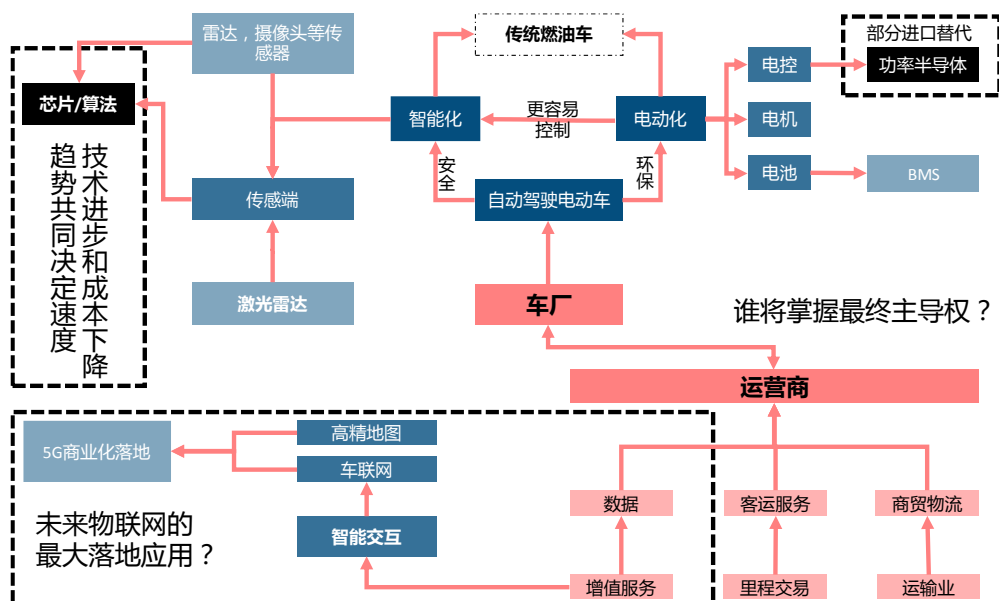
图表194：车联网对自动驾驶的作用体现在：云感知、云计算



资料来源：中信建投证券研究发展部

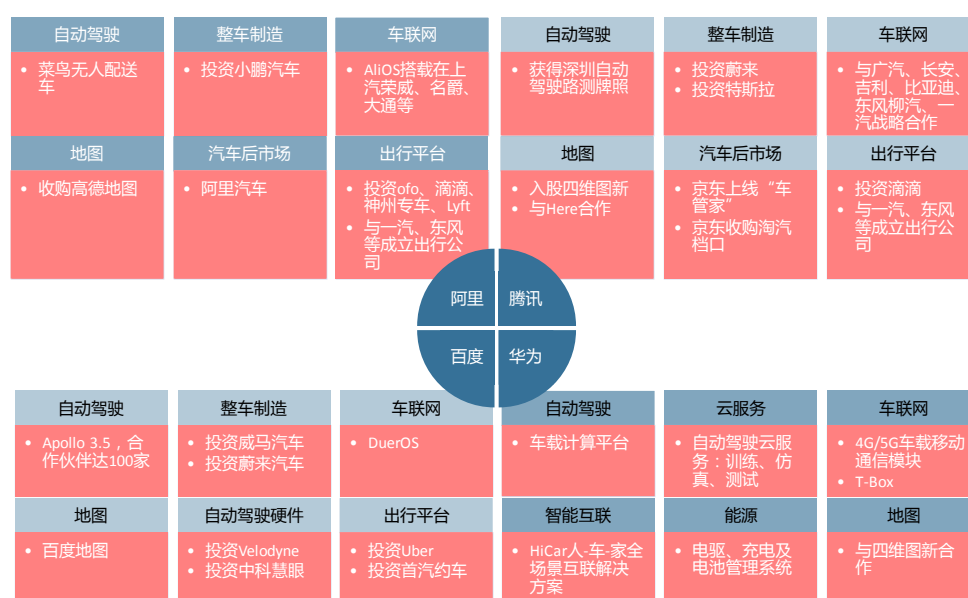
智能网联汽车生态，硬件先行，增值服务后续发力。智能网联汽车将颠覆现在传统的汽车行业，汽车可能将由传统的车辆销售、售后进入到出行运营时代。同时智能汽车需要更多的传感器、强大的芯片和人工智能算法。通过车联网实现云感知、云计算等。而积累下的海量数据也将衍生出海量的增值服务。在智能网联汽车逐步兴起的过程中，摄像头、雷达等传感器、芯片、通信设施、数据库等硬件肯定将率先盈利。随后增值服务比如道路违章监控、安防监控、快递到车等将让智能网联汽车衍生到人们生活的方方面面。

图表195：智能网联汽车生态



资料来源：中信建投证券研究发展部

车联网将使汽车变成下一个移动终端，流量红利将从智能手机分流到汽车。因此互联网巨头纷纷布局智能网联汽车，试图将成熟的移动互联网生态移植到汽车上。比如阿里的 AliOS 已经搭载在上汽荣威、名爵、大通等车型上，而且与神龙、福特等战略合作。腾讯的 AI in Car 与广汽、长安、吉利、比亚迪、东风柳汽、一汽等战略合作。百度的 Apollo 平台已经进化到 3.5 版本，合作伙伴达到 100 家。华为汽车业务基于 ICT（信息通信技术）为智能网联汽车提供增量部件，具体包括云服务、智能驾驶、智能网联、智能互联、智能能源 5 个方面。

图表196：一张图看懂 BAT、华为在汽车领域的布局


资料来源：中信建投证券研究发展部

数据成为各方争夺与博弈的核心。智能汽车与传统汽车不同，它会产生大量数据。根据应用的不同可以分为三类：汽车行车工况数据、车内交互数据（包括语音、消费、娱乐等用户数据）、地图数据（或周围场景数据）。智能汽车可以在用户许可的情况下，通过技术手段获得汽车全生命周期的行车数据，对车厂品质和技术提升，以及车型后续的开发至关重要。地图数据（或周围场景数据）可以提高地图的准确性，并实时更新，特别是进入自动驾驶阶段，高精度的场景数据决定了自动驾驶的安全性。车内交互数据包含的面更广，用户通过车载系统进行的购物、娱乐、社交等信息都包括在内，是增值服务的基础。比如可以根据用户习惯推荐商店，获得广告收入。

三类数据的划分、归属、应用是各方争夺和博弈的核心，其中用户信息是增值服务的入口和基础，更是各方争夺的焦点，而深谙平台重要性的互联网巨头们更是不会错过。阿里推出 YunOS、百度推出 DuerOS、腾讯推出 AI in car 生态系统，都集成了内容+服务，并辅以语音识别等 AI 功能。其中阿里的 YunOS 开始的最早，而且已经跟上上汽开发出了非常成功的荣威 RX5 车型，并探索了一套行之有效的汽车数据合作协议。2014 年 7 月阿里、上汽签订协议，共通投资 10 亿元成立“互联网汽车基金”，各占股 50%，并成立斑马网络技术有限公司，双方各持股 49.5%。并以斑马网络为主体开发了 YunOS（现在进化为 AliOS），并搭载在了荣威 RX5 上，其中行车过程中的地图数据采用阿里旗下的高德地图。根据业内调研（可能跟事实有出入），他们对于数据的划分如下：

车厂：汽车底层应用在行车过程中积累的工况数据因为涉及到车厂的技术和品质信息，因此不经斑马直接上传到车厂的数据中心。

阿里/斑马：用户在使用基于 AliOS 的斑马智行车机过程中产生的交互、语音识别、以及衣食住行产生的数据，上传至阿里/斑马的服务器。

高德：与出行强相关的地图数据，例如餐饮、停车场、加油/充电桩的 POI 会上传至高德的服务器，用于高德改善和加强动态交互信息的准确性。

但是汽车厂商们也不想将车联网所带来的附加价值拱手让给科技公司，在智能网联的趋势下各大车企都在尝试向服务型公司转型。其实车企与互联网公司早在 2014 年就开始合作。2014 年苹果发布 CarPlay，Google 发布 Android Auto，百度发布 CarLife，并拉拢各大汽车厂商。2015 年谷歌和通用汽车、本田汽车、奥迪、现代四家车企以及英伟达组建 OAA（开放汽车联盟），试图复制 Android 在智能手机上的成功，但是进展缓慢。2017 年 3 月，宝马还宣布放弃使用对车辆信息要求比较多的 Android Auto。相反车企巨头们开始自立门户，推出后续服务。比如 2016 年 4 月，丰田与微软成立了专注于数据处理的软件技术公司 Toyota Connected，其中微软占股 5%。丰田希望通过 Toyota Connected 打造“全球云生态系统”和灵活的“移动出行服务平台”。而新推出的 2018 款凯美瑞也成为第一款向丰田回传数据的车型，今后上市的其他车型也将接入这一服务。而搜集的数据可以提供车队管理和 UBI 车险等增值服务。而特斯拉更是一开始就将车联网作为自己核心的竞争优势和研发重点。

传统的车载信息娱乐系统企业把握了人机交互的入口，也在试图向后续的服务延伸。德赛西威就前瞻地提出要从 Tier 1 向 Tier 0.5 转型的战略。特别是在目前，阿里、百度、腾讯、谷歌等互联网巨头们已经拥有了成熟的互联网生态，涵盖了地图、购物、支付、社交等等，似乎只需要将这种成熟的互联网生态迁移到汽车平台即可，因此在三方角力中，处于强势地位。在这种情况下处于弱势的整车厂和车载信息娱乐系统企业很可能合作，从而分到增值服务的大蛋糕。于是传统车载信息娱乐系统企业在整车厂面前的话语权就增加，确实有可能从 Tier 1 向 Tier 0.5 转型，从单纯的产品交付向后续的服务延伸。

图表197： 业内调研到荣威 RX5 互联网汽车对数据的划分

车厂	阿里/斑马	高德
<ul style="list-style-type: none"> 汽车底层应用在行车过程中积累的工况数据因为涉及到车厂的技术和品质信息，因此不经斑马直接上传到车厂的数据中心 	<ul style="list-style-type: none"> 用户在使用基于AliOS的斑马智行车机过程中产生的交互、语音识别、以及衣食住行产生的数据，上传至阿里/斑马的服务器 	<ul style="list-style-type: none"> 与出行强相关的地图数据，例如餐饮、停车场、加油/充电桩的POI会上传至高德的服务器，用于高德改善和加强动态交互信息的准确性

资料来源：36 氪，中信建投证券研究发展部

我们认为目前互联网巨头、整车厂、车载信息娱乐系统公司这三方各有优势与劣势，互联网巨头的虽然拥有完善的生态，极强的系统开发能力，但是与整车厂的合作经验不足，对硬件集成开发的经验不足；整车厂拥有成熟的汽车研发、生产、供应链体系，以及用户口碑，但是软件开发能力不足。车载信息娱乐系统企业处于中间状态，虽然没有互联网巨头的生态与底层开发操作系统的的能力，但是拥有一定的系统定制能力，比如德赛西威的核心技术中符合车载信息娱乐设备的操作系统设计技术，自主研发了基于 WinCE 和 Linux 的导航信息娱

乐系统平台，同时优化 WinCE 和 Linux 的启动速度，做到车载系统的快速启动，这些是整车厂不具备的。车载信息娱乐系统公司还具有丰富的车规级硬件开发能力，拥有与车厂合作开发的丰富经验，这些是互联网公司不具备的。所以在对数据以及平台型公司地位的争夺过程中，未来会出现以下几种可能：

1) 整车厂与互联网巨头合作。阿里和上汽就是典型，两方共通出资成立斑马网络，并以斑马网络为主体，开发车载操作系统，并提供后续增值服务，获取用户数据。而上汽因为有斑马网络的股权，所以也能获得利润。属于整车厂与互联网公司的互利共赢，而车载信息娱乐公司被绕过，或者只是承担车机的硬件开发生产工作。但是阿里与上汽的合作，经历了三年的磨合，项目更是几经波折，时间成本巨大。后续的百度、腾讯们是否还有三年时间磨合？此外以这种模式合作，车企需要持股，分享到增值服务的利润，不然车载系统推广难度较高。

2) 互联网巨头主导型。这里分为完全完全主导的封闭型和开放的平台型两种：

完全主导封闭型的代表是 Waymo。Waymo 通过自主研发软件与硬件，开发出了全球最先进的自动驾驶技术，并且将在 2018 年内提供自动驾驶出租车服务。整车厂、车载信息系统商都成为了 Waymo 的供应商。由于车辆无需驾驶，乘客在乘车时可以社交、购物、看新闻、看视频、玩游戏等。而这些甚至都可以在 Google 的整个生态系统中完成，将 Android 的整个生态无缝地迁移过来。比如在美国，Android 手机里的 Google Now 已经在根据位置提供服务推荐，比如进入一家餐厅，Google Now 就会跳出这家餐厅的推荐菜。短期来看，由于自动驾驶汽车成本还太高，主要应用肯定是出租车等商用活动，而非私家车。由于车辆并非乘客专属，乘客就不会通过车辆来完成支付、购物等专属活动，这一块增值服务的空间有限，就像大家不会在网吧的电脑上保存自己的淘宝、邮箱、支付宝等账号。只有长期来看，在自动驾驶汽车向私家车普及，智能手机的生态才能真正迁移，当然这个过程比较漫长。Waymo 也发现完全封闭的模式虽然能最大限度保证品质，但是渗透率太慢，就像 Android 跟 iOS，顺丰跟三通一达。因此 Waymo 的定位也在摇摆，2 月 27 日，Waymo 的 CEO 在参加一个《纽约时报》组织的论坛中说：“对 Waymo 而言，自我定位不是一家出行公司，也不是一家汽车公司，Waymo 是一家自动驾驶技术方案提供商，首要任务是推出安全的自动驾驶方案。”

开放的平台型的代表是百度 Apollo 平台，通过提供开源的自动驾驶平台，让整车厂、硬件厂商等参与进来，共同开发。这种模式虽然对平台而言短期的盈利能力不强，但是能够快速扩张市场份额。而对于接入平台的硬件厂商而言，在平台渗透率扩张的过程中就已经能开始盈利。比如德赛西威与百度共通开发的 BCU-MLOC（高精度定位）、BCU-MLOP（高精定位+环境感知）产品，在百度自动驾驶渗透率提升的过程中，出货量也将随之增长。虽然长期来看，如果 Apollo 平台能顺利推广，那百度势必能占领车载操作系统，把握人机交互的入口。但是短期来看，车载操作系统的落地要快于自动驾驶（比如上文提到的 AliOS 已经在荣威 RX5 中量产），万一到时候车载操作系统已经一家独大，那百度只能反过来将自动驾驶解决方案接入车载操作系统，这显然是百度不愿看到的。于是百度也在 2017 年 1 月推出了操作系统 DuerOS，DuerOS 和 Apollo 一样，其核心能力都源于百度大脑。但是目前 DuerOS 在汽车上的装机量并不高。这种情况下百度可能会通过入股现有的车载信息系统企业，利用车载信息系统企业成熟的开发体系以及整车厂的客户资源来加速 DuerOS 的落地。此外 DuerOS 也面临了诸多竞争对手，除了上文提到的阿里的 AliOS，腾讯肯定也不会忽视互联网汽车这个未来的移动终端。2017 年 11 月腾讯发布了 AI in Car 系统。AI in Car 并不是一套完整的操作系统，更像是解决方案，基于腾讯在安全、内容、语音、大数据、AI 等方面的技术，根据车厂的实际需求按需输出，即成为了整车厂的供应商。

3、整车厂主导型。互联网公司与车机厂都是供应商，典型的如特斯拉、蔚来等新兴车企，他们的车载系统分别采购了屏幕、芯片等硬件，以及地图服务、语音识别方案等软件，然后集成了自己定制的系统。而现有的开源车载操作系统如 AGL 等，也为整车厂定制操作系统提供了基础。但是整车厂绕过互联网巨头提供的网络服

务是有限的，比如现在的购物、支付、社交等都已经牢牢掌握在巨头手中，举例来说，如果要查看周围商家的点评就需要大众点评的数据，而就算是特斯拉、蔚来等主打科技的新兴车企也不具备这些数据，于是整车厂会跟大众点评等公司采购这些数据。或者车载系统跟手机一样安装 APP，用户在多个 APP 之间跳转，但是体验效果要比类似 AliOS 的基于场景推送服务的模式差很多。此外并非所有整车厂都具备特斯拉、蔚来等公司的软件开发能力，于是有些整车厂会选择跟车载信息系统公司合作，由车载信息系统公司来负责开源车载系统的定制和硬件开发。

腾讯的 AI in Car 系统的逻辑也是类似，比如交互领域腾讯语音助手可以为车机提供语音控制能力，在内容领域 QQ 音乐、腾讯视频的内容可以无缝嫁接到车载信息娱乐系统，安全领域腾讯可以帮助车企完善车联网的安全体系架构，比如腾讯“白帽子”团体科恩安全实验室曾经帮助特斯拉修复系统漏洞。随着车联网时代的到来，车载环境下的应用除了导航、音乐外还会产生新的“杀手级 APP”。腾讯肯定不会放弃自己从 PC 时代的 QQ 到移动互联时代的微信积累下的社交地位。但是试想如果未来的车载系统集成了社交功能，通过语音就实现发讯息、通过车内大屏查看好友分享的照片，并集成更多新玩法，比如因为车上的摄像头实时拍摄周围的景象，用户可以选择喜欢的片段或照片迅速分享，而不会错过转瞬即逝的某个有趣的场景。车内的摄像头还可以完成自拍，用户还能解放双手摆 Pose。应用场景的变化会带来巨大的变化，很多 PC 时代成功的应用由于没有把握移动互联时代的变化，最终被淘汰。其实早在 2015 年腾讯就推出过车联 ROM、车联 APP 和“我的车/MyCar”服务，车联 APP 是手机互联，类似于 CarPlay。车联 ROM 则是车机操作系统，当时主打后装市场，并与华阳、路畅等车机厂家合作，不过都不算成功。AI in Car 的推出正是腾讯在车联网时代的反击，而 AI in Car 的服务落地都集中在车载信息娱乐系统，因此腾讯很可能通过收购或参股现有车载信息系统企业来加速 AI in Car 的落地。

5G 商用在即，给车联网注入活力。5G 网络的核心特点：更高速率、更多连接、更低时延、更高可控。5G 移动边缘计算、边云协同技术可以满足车联网在高可靠性、低延时方面的严格要求。我国从 2016 年 11 月工信部就正式划分 5905-5925MHz 用于 LTE-V 试验，未来 LTE-V 技术可以平滑演进到 5G。

图表198：政策推动，车联网稳步推进

时间	公告	相关规定
2011 年 3 月	《关于加强道路运输车辆动态监管工作的通知》	2011 年 12 月 31 日前所有“两客一危”车辆安装使用具有行驶记录功能的卫星定位装置，并接入全国重点营运车辆联网联控系统
2015 年 7 月	《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	推进交通运输资源在线集成。利用物联网、移动互联网等技术，进一步加强对公路、铁路、民航、港口等交通运输网络关键设施运行状态与通行信息的采集。
2016 年 7 月	《推进“互联网+”便捷交通 促进智能交通发展的实施方案》	加快车联网、船联网建设，在民航、高铁等载运工具及重要交通线路、客运枢纽站点提供高速无线接入互联网的公共服务，扩大网络覆盖面。
2016 年 11 月	《关于进一步做好新能源汽车推广应用安全监管工作的通知》	自 2017 年 1 月 1 日起对新生产的全部新能源汽车安装车载终端，通过企业监测平台对整车及动力电池等关键系统运行安全状态进行监测和管理
2017 年 7 月	《国务院关于印发新一代人工智能发展规划的通知》	加快布局实时协同人工智能的 5G 增强技术研发及应用，建设面向空间协同人工智能的高精度导航定位网络，加强智能感知物联网核心技术攻关和关键设施建设，发展支撑智能化的工业互联网、面向无人驾驶的车联网等，研究智能化网络安全架构。
2017 年 12 月	《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）》	到 2020 年，初步建立能够支撑驾驶辅助及低级别自动驾驶的智能网联汽车标准体系。到 2025 年，系统形成能够支撑高级别自动驾驶的智能网联汽车标准体系。
2018 年 1 月	《智能汽车创新发展战略》（征求意见稿）	到 2020 年大城市、高速公路的 LTE-V2X 覆盖率达到 90%，北斗高精度时空服务实现全覆盖；到 2025 年，5G-V2X 基本满足智能汽车发展需要
2018 年 11 月	《车联网（智能网联汽车）直连	规划了 5909-5929MHz 频段作为基于 LTE-V2X 技术的车联网（智能网联汽车）直连通信

通信使用 5909-5925MHz 频段管 的工作频段
 理规定（暂行）》

资料来源：中信建投证券研究发展部

不同传感器各有优势，多传感器融合成为趋势。自动驾驶的传感器主要有 LiDAR（激光雷达）系统、视觉（照相机）系统、毫米波雷达、超声波雷达等。不同传感器的原理和功能各不相同，能在不同的场景中发挥各自的优势，因此目前难以相互替代。

图表199： 四类汽车传感器对比

传感器	原理	优势	劣势	最远距离	成本
LiDAR（激光雷达）系统	通过发射和接受激光束，分析激光遇到目标对象后的折返时间，计算出目标对象与车的相对距离。目前常见的有 8 线、16 线和 32 线激光雷达，激光雷达线束越多，测量精度越高，安全性也越高。	测距精度高，方向性强，响应快，能快速复建出目标的三维模型，满足 90% 的自动驾驶工况	成本高，容易受天气的影响，如雨雪、大雾，但随着算法和激光器的改进，可以解决	100-200m	大于 2 万
视觉（照相机）系统	通过摄像头采集外部图像信息，并通过算法进行图像识别	可以分辨出障碍物的大小和距离，而且能识别行人、交通指示牌	受到视野的影响，受恶劣天气影响，逆光或光影复杂情况效果差	6-100m	单目 500-1000 元，双目 1500-2000 元
毫米波雷达	利用波长 1-10mm，频率 30GHz - 300 GHz 的毫米波，通过测量回波的时间差算出距离。目前车载雷达的频率主要分为 24GHz 频段和 77GHz 频段	不受天气情况和夜间影响，可以探测远距离物体	行人的反射波较弱，难以探测	大于 200m	77GHz 1000 元，24GHz 500 元
超声波雷达	通过超声波发射装置向外发出超声波，到通过接收器接收到发送过来超声波时的时间差来测算距离。一般采用 40kHz 探头	防水、防尘，监测距离在 0.1-3 米之间	测试角度较小，需要在车身安装多个	3m	模组 100-200 元，传感器 5 元/个

资料来源：雷锋网，中信建投证券研究发展部

图表200： 自动驾驶配备多种传感器



资料来源：中科慧眼，中信建投证券研究发展部

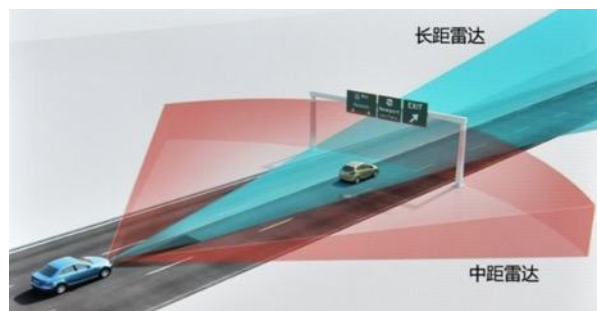
毫米波雷达发射毫米波段的电磁波，利用障碍物反射波的时间差确定障碍物距离，利用反射波的频率偏移确定相对速度。毫米波雷达穿透雾、烟、灰尘的能力强，具有全天候（大雨天除外）全天时的优点。其缺点是无法识别物体颜色；视场角较小，需要多个雷达组合使用；行人的反射波较弱，难以识别。目前市场上主流的车载毫米波雷达频段为 24GHz（用于短中距离雷达，15-30 米）和 77GHz（用于长距离雷达，100-200 米）。但是 77 GHz 在性能和体积上都更具优势，77GHz 的距离分辨率更高，体积比 24GHz 产品小了三分之一。

图表201：奔驰 S 级毫米波雷达使用情况



资料来源：Benz，中信建投证券研究发展部

图表202：毫米波雷达的原理示意图



资料来源：汽车之家，中信建投证券研究发展部

毫米波雷达主要由天线、射频 MMIC、基带信号处理三部分组成。现在的毫米波雷达采用“微带贴片天线”使得天线体积更小、重量更轻。雷达射频前端单片微波集成电路（MMIC）用于产生和接收射频信号，目前主流的芯片是 SiGe 工艺，主要厂商有英飞凌。不过已经有公司如富士、德州仪器等公司开发出了 CMOS 工艺的毫米波射频芯片，使得成本大幅降低。基带信号处理部分主要是算法，是毫米波雷达稳定性、可靠性的核心。数字处理包括阵列天线的波束形成算法、信号检测、测量算法、分类和跟踪算法等。

图表203：毫米波雷达结构：微波集成电路+天线+MCU

图表204：毫米波雷达的天线阵列



资料来源：雷锋网，中信建投证券研究发展部

资料来源：雷锋网，中信建投证券研究发展部

自动驾驶市场空间巨大，根据我们简单的测算，根据我们草根调研到的单价，假设单价不变，国内汽车年销量 2800 万辆，全球年销量 9400 万辆，仅传感器部分，国内市场空间就超过 3000 亿元，全球市场规模超过 1 万亿元。当然这只是简单测算，因为汽车零配件公司大多有年降，汽车销量也在缓慢增长，我们草根调研到的产品单价可能并不完全精确。

图表205： 市场规模测算

国内汽车销量（万）	2800	2800	2800	2800	2800	2800
全球汽车销量（万）	9400	9400	9400	9400	9400	9400
激光雷达单车数量（个）	3	3	3	3	3	3
激光雷达单价（元）	3000	3000	3000	3000	3000	3000
摄像模组单车数量（个）	8	8	8	8	8	8
其中 CMOS 传感器价格（元）	50	50	50	50	50	50
视觉芯片单车数量（个）	1	1	1	1	1	1
视觉芯片价格（元）	500	500	500	500	500	500
毫米波雷达单车数量（个）	4	4	4	4	4	4
毫米波雷达价格（元）	500	500	500	500	500	500
MEMS 传感器单车数量新增（个）	20	20	20	20	20	20
MEMS 传感器价格（元）	20	20	20	20	20	20
渗透率	1%	2%	5%	20%	50%	100%
激光雷达市场规模：国内（亿元）	25.2	50.4	126	504	1260	2520
激光雷达市场规模：全球（亿元）	84.6	169.2	423	1692	4230	8460
CMOS 传感器市场规模：国内（亿元）	1.12	2.24	5.6	22.4	56	112
CMOS 传感器市场规模：全球（亿元）	3.76	7.52	18.8	75.2	188	376
视觉芯片市场规模：国内（亿元）	1.4	2.8	7	28	70	140
视觉芯片市场规模：全球（亿元）	4.7	9.4	23.5	94	235	470
毫米波雷达市场规模：国内（亿元）	5.6	11.2	28	112	280	560
毫米波雷达市场规模：全球（亿元）	18.8	37.6	94	376	940	1880
MEMS 传感器市场规模：国内（亿元）	1.12	2.24	5.6	22.4	56	112
MEMS 传感器市场规模：全球（亿元）	3.76	7.52	18.8	75.2	188	376
合计：国内（亿元）						3444
合计：国际（亿元）						11562

资料来源：中信建投证券研究发展部

七、核心覆盖标的当前时点投资建议

图表206： 中信建投海外前瞻团队重点跟踪标的一览

代码	个股	目标价	评级	归母净利润（亿元）		核心逻辑
				2019	2020	
PDD	拼多多	34	买入	-52.4	73.54	长期看点在于人均 GMV 的提升，短期的话是销售费用率的下降。用户数、人均 GMV 和转化率都在提升，销售费用率预计 2019 年将下降到 85%左右。
BABA	阿里巴巴	211	买入	966.5	1228.57	核心电商业务依然稳健，长期价值显著；下沉效应显著，超过 70% 的新增用户来自于三线及以下城市；云计算业务收入抢眼，亏损收窄超预期
ZTO	中通快递	22	增持	48.29	59.72	业务量增速高于行业，市占率第一且持续提升；成本控制良好，单票运输成本和分拨成本显著下降；快递行业集中度提升，龙头市占率有望继续提高
2013	微盟集团	4	中性	0.0526	0.64	社交电商是未来一段时间电商产业链最有活力的部分；微盟的用户流失率，获客成本和老客户摊薄成本都开始出现下降的趋势，边际成本改善趋势值得期待；SaaS 业务帮助低成本获得精准营销客户
0700	腾讯控股	406	增持	926.68	1154.61	公司生态整体用户使用时长稳定增长，社交关系链构建的流量生态依然稳固。“吃鸡”类游戏在中国的变现将带来业绩催化。
3690	美团点评	78	增持	-38.4	40.7	外卖业务市占率高达 60%以上，毛利率 14%，覆盖的商家数、配送效率等遥遥领先于对手。未来随着配送费、扣点率的、用户下单频率、客单价的提升，外卖业务两年内有望扭亏为盈，将为美团中长期带来丰厚的营收；到店酒旅业务毛利高达 90%，酒店业务间夜数和到店业务市占率均是市场第一，持续不断成为公司持续发展的现金牛；To B 端的业务迅速开展，营收增长，赋能商家，丰富了美团的生态活力和粘性。
3888	金山软件	25	买入	3.2	3.4	（1）游戏业务 2019 年迎来反转，重磅 IP 游戏《指尖江湖》以及《剑歌行》将在 2019 年问世，大幅增厚公司业绩。预计 2019 年游戏收入增速 25%-30%。（2）金山办公有望登录科创板。金山办公作为最纯正、质地最好的自主可控软件标的，不仅体现在概念上，财务上来看增长十分强劲。预计 2019 年收入增速为 35%-40%（3）金山云价值被低估，2019 年 Q1 云业务收入 yoy100%；从业务上看，公司云业务由 to B 进军 to G，G 端市场需求刚刚开始爆发，将显著受益于行业增长。预计 2019 年收入增长 70%
TME.N	腾讯音乐	17.87	增持	51.26	74.94	（1）用户稳中有升，付费率提升显著。截至 2019Q1，在线音乐服务付费用户达 2840 万，同比增长 27.4%。社交娱乐服务付费用户达 1080 万，同比增长 12.5%，增长较为显著。（2）下游业务变现提速，付费率与 ARPPU 同时增长。2019 年第一季度社交娱乐服务和其他服务收入从 2018 年同期的 28.6 亿元增长 44.3%至 41.3 亿元，主要受到在线卡拉 OK 和直播服务增长所推动。

1970	IMAX 中国	22	中性	4.47	4.94	(1)春节档电影火爆,一季度营收有较高增速。(2)IMAX 中国影院下沉布局有望在 2019 年迎来更大收获
NTES.0	网易	304	增持	132.51	161	(1)游戏业务高速增长,海外发行效果明显,产品线充裕。(2)电 S 商毛利改善明显,营收放缓,跨境电商加速布局线下门店(3)成本控制加强,管理效率得到提升
1810	小米集团	15	买入	107	134	手机业务实行多品牌化战略,国内 ASP、海外市占率均有提升, IoT 生态中大家电、智能硬件等产品随 5G 商用有望爆发,互联网服务持续提供核心利润,且出海可期,未来三年平均利润增速 30%。
1833	平安好医生	62	买入	-10.357	-7.41	以 MAU 计算,公司为国内规模最大的互联网医疗+健康管理平台,背靠平安集团获客成本低,看好 AI+自有医疗团队问诊的行业独家模式,以及健康商城对收入和利润的增长贡献。
IQ	爱奇艺	23	买入	-83.5	-48.4	订阅会员数行业第一,会员服务收入占比逐渐提升,付费用户渗透率和 ARPU 值持续提升,广告方面随着行业发展有望复苏。自制剧集及综艺已有更出色的表现,未来有望形成核心竞争力。
FHL.0	富途证券	13.8	增持	0.97	1.57	核心业务保持高速增长,2019Q2 收入同比增长 39.6%,达 2.6 亿港元;用户数量及资产增长明显,业务扩张效果明显。2019Q2,注册客户总数同比增长 64.7%,付费客户总数同比增长 50.5%,客户资产同比增长 22.9%;业务收入结构趋于多元化,牌照优势日益巩固,新业务持续投入
1896	猫眼娱乐	20	增持	9.48	15.83	四大业务布局增长稳健,在线电影票务市场份额遥遥领先;战略股东提供独家流量入口资源,互联网数据赋能提升泛娱乐产业效率;2019 年有望迎来显著盈利拐点,纵横拓展打开平台发展空间。
667	中国东方教育		买入	8.14	11.29	1、国内职业技能教育龙头,学校利用率提升提高业绩弹性。至 2018 年底,公司共有学校 145 所。学校利用率快速提升和销售费用率下降将带来 2019、20 年业绩快速增长。2、职业技能教育的底层逻辑是就业机会和薪资的增加。1) 餐饮赛道受益城镇化率提高、大城市数量增加和下游餐饮企业连锁化;2) IT 培训:短期行业调整,公司差异化发展 IT 专业+5G 技术迭代带来 IT 培训新机遇;3) 汽车技能教育:汽车保有量+二手车+汽车后市场增加、新能源汽车带来再培训需求、下游第三方汽车维修店快速连锁化。3、新赛道拓展。
1890	中国科培		增持	4.08	4.96	1、受益广东理工学院专升本,过去几年快速发展。广东理工学院于 2014 年实现专升本,学生人数快速增长,2014/15-2018/19 学年集团年均入读人数复合增速达到 24.4%,2015-2018 年收入复合增长率达到 31.0%,归母净利润年复合增长率达到 42.0%。2、学校容量扩充持续推进,未来 2 年内内生增长有保障。广东理工学院鼎湖校区三期工程及高要校区改造预计于今年 Q3 和明年 Q2 前完工,建成后 will 增加全日制学生容量 1 万人,2 年时间全日制学生容量提高 28%。3、深耕大湾区,未来外延并购可期。2018 年广东省高校毛入学率仅 42.4%,低于全国 48.1%的平均水平。广东人口导入+经济发达+高校资源匮乏为广东民办高校带来发展良机。

6100	有才天下猎聘	增持	1.1	2.1	<p>1、公司是国内最大的专注于中高端人才获取的线上垂直平台，截止2019年6月底，公司企业客户数量达到4.89万家，同增7.8%；注册个人用户达5100万，同增18.1%；注册个人用户平均年薪达17.6万元，同增13.4%；验证猎头数达到15.14万家，同增26.93%；验证猎头触达的注册个人用户达到4.49亿，同增35.3%。2019年上半年公司收入7.12亿元，同增23.1%；归母净利润6755.8万元，相比2018年同期的294.7万元增长迅速。</p> <p>2、公司创始人曾任宝洁大中华区营销部品牌经理，擅长品牌营销，猎聘平台沉淀的庞大活跃高质量简历已成为公司的核心资产。</p> <p>3、市场空间看，2017年我国中高端人才获取服务市场规模为967亿元人民币，占人才获取市场比重的85.4%，但线上化率仅2%，伴随公司中高端人才简历库的积累，发展潜力将逐步释放。</p>
1761	宝宝树集团	增持	5.9	8.9	<p>1、公司通过宝宝树孕育、小时光两大社区平台，服务处于生小孩前两年至生小孩后六年的中国家庭。2018年公司MAU达到1.44亿，同比增长3.7%，以MAU计算，公司是国内最大、最活跃的母婴类社区平台。</p> <p>2、内容方面，宝宝树孕育内拥有知识库专栏，包括备孕、孕期、新生儿、婴幼儿四大类73个小类在内的超过1万篇优质文章，拥有超过33万个圈子，覆盖范围极广。</p> <p>3、2018年下半年战略投资者阿里巴巴逐渐为公司提供电商运营服务以降低公司运营成本，伴随公司电商业务与阿里巴巴全方位整合，盈利能力有望提升。</p>

资料来源：中信建投证券研究发展部

八、风险提示

行业增速放缓；政策性风险；业绩不达预期；商誉减值风险。

分析师介绍

陈萌：本科毕业于武汉大学，硕士毕业于复旦大学，2013 年加入中信建投证券研究发展部，现任研究发展部海外前瞻组首席分析师，中小市值首席分析师，从事 A 股研究 6 年，海外市场研究 1 年，擅长把握新兴产业边际改善投资机会及产业跨界研究，2017、2015 年“新财富”中小市值研究第三名、2016 年“新财富”中小市值研究入围奖。

报告贡献人

孙晓磊 sunxiaolei@csc.com.cn

刘凯 liukaizgs@csc.com.cn

黄旭 huangxu@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-85130491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 010-85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）

电话：(010) 8513-0588

传真：(010) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 层 2201 室（邮编：200120）

电话：(021) 6882-1612

传真：(021) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）

电话：(0755) 8252-1369

传真：(0755) 2395-3859