

证券研究报告—深度报告

互联网

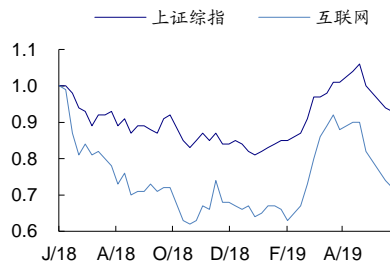
2018 年及 2019Q1 互联网中概
股业绩总结

中性

(维持评级)

2019 年 05 月 28 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《游族网络-002174-2019 年一季度财报点评: 业绩稳定增长, 顶级游戏即将步入收获期》——2019-05-05
《顺网科技-300113-2018 年年报点评: 业绩符合预期, 持续看好云业务成长空间》——2019-04-29
《顺网科技-300113-2018 年年报点评: 商誉计提导致业绩同比下滑, 持续看好云业务落地》——2019-04-26
《顺网科技-300113-重大事件快评: 牵手浩方在线成立合资子公司, 顺网云有望加速落地》——2019-04-11
《顺网科技-300113-2018 年年报点评: 业绩符合预期, 持续看好云业务成长空间》——2019-04-10

证券分析师: 张衡

电话: 021-60875160
E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517060002
联系人: 谢琦
电话: 021-60933157
E-MAIL: xieqi2@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业专题

细分赛道暖春仍在, 视频及直播居前

● 市场回顾: 视频及直播板块领涨, 媒体类表现欠佳

2019 年初至今, 1) 视频及音频板块, B 站跌幅为-4%, 爱奇艺涨幅为 26%。2) 直播板块表现良好: 陌陌及 YY 发展趋稳, 股价涨幅分别为 11%及 7%, 虎牙流量变现潜力较大, 涨幅为 35%。3) 游戏板块回暖: 受益版号重启, 腾讯及网易涨幅分别为 4%及 9%。4) 媒体板块表现欠佳: 百度及微博用户增长趋缓, 股价跌幅分别为 28%及 25%, 趣头条用户增势良好, 广告价值尚待验证, 跌幅为 25%。

● 视频&音频: 广告变现遇冷, 非广告变现成主战场

2019Q1, B 站及爱奇艺亏损持续扩大, 受宏观经济影响, 视频广告收入均出现下滑, 其中 B 站环比下滑 30%, 爱奇艺环比下滑 4%。运营数据方面, B 站用户规模持续扩张, 爱奇艺及腾讯音乐进入稳定期, 腾讯音乐用户价值尚待深耕。

● 媒体板块: 下沉市场格局未定, 人口红利尚存

2019Q1, 百度实现净利润-3.27 亿元 (环比-115.71%), 微博实现净利润 1.3 亿美元 (环比-30%), 主要系用户数增速趋缓及互联网新入局者影响。趣头条尚属成长期, MAU 达 1.11 亿次 (同比+298%), 广告价值尚待验证, 亏损持续扩大。

● 直播板块: 秀场直播进入稳定期, 游戏直播方兴未艾

2018 年, 陌陌及 YY 流量变现效率已属高位, 2018 年净利润增速分别为 31.08%及-12.09%, 虎牙流量变现尚存提升空间, 2019Q1, 净利润同比增长 102.06%, 虎牙尚属发展期, 2019Q1, 付费用户数为 540 万 (yoy+59%)。

● 游戏板块: 版号重启孕育希望

2019Q1, 腾讯营收 857.1 亿元 (yoy+16.57%), 归母净利润 272.1 亿元 (yoy+17%), 营收低于市场预期, 主要系广告及游戏业务下滑。网易营收 183.6 亿元 (yoy+29.5%), 归母净利润 30.2 亿元, 超出市场预期 44%, 主要系成本控制良好。版号重启后, 腾讯及网易均有多款新游即将上线, 收入有望持续向好。

● 投资建议: 建议重点关注 B 站、虎牙、陌陌及腾讯音乐

B 站沉淀海量特色内容, 用户数及 ARPU 值尚存较大空间; 虎牙具备较强的游戏渠道属性, 有望随头部新游爆发持续开拓用户, 单用户价值尚待深耕; 陌陌龙头地位稳固、估值处于低位; 腾讯音乐版权优势显著, 建议重点关注。

● 风险提示:

用户拓展不及预期的风险; 新入局者分流的风险; 政策性风险等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (美元)	总市值 (亿美元)	EPS		PS	
					2017	2018	2017	2018
BILI.O	哔哩哔哩	未评级	14.05	43.79	-1.25	-0.38	11.59	7.28
HUYA.N	虎牙	未评级	20.85	42.62	-0.15	-2.19	12.75	6.27
MOMO.O	陌陌	未评级	26.02	53.85	0.81	1.01	4.08	2.76
TME.N	腾讯音乐	未评级	13.62	222.41	0.08	0.09	13.23	8.04

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

市场回顾：视频及直播板块领涨	5
2019 年中概股表现：虎牙领涨，媒体类表现欠佳	5
视频&音频：广告变现遇冷，非广告变现成主战场	7
财务表现：视频平台亏损持续扩大，音频赛道单用户价值待耕	7
运营表现：长视频及音频赛道人口红利将尽，中长视频版图持续扩展	9
媒体板块：下沉市场格局未定，人口红利尚存	11
财务表现：老牌媒体巨头财务表现式微，趣头条尚属成长期	11
运营表现：下沉市场流量红利尚存，用户价值尚未充分挖掘	13
直播板块：秀场直播进入稳定期，游戏直播方兴未艾	15
财务分析：直播业务告别高增长，进入单用户价值提升期	15
运营表现：秀场直播已进入稳定期，虎牙仍具有较大提升空间	16
游戏板块：版号重启孕育希望	18
财务分析：广告增速下滑致腾讯营收低于预期，网易表现良好	18
游戏分析：19Q1 巨头表现良好，游戏向好趋势有望持续	19
投资建议：建议重点关注 B 站、虎牙、陌陌及腾讯音乐	20
风险提示	20
国信证券投资评级	21
分析师承诺	21
风险提示	21
证券投资咨询业务的说明	21

图表目录

图 1: 2016-2018 年中概股板块总营收及增速	6
图 2: 2016-2018 年中概股板块总净利润及增速	6
图 3: 2017VS2018 互联网各版块净利润 (亿元)	6
图 4: 2019 年至今互联网细分个股涨跌幅	7
图 5: 2018 年视频及音频平台财务状况	7
图 6: 2016Q1-2019Q1 哔哩哔哩营收及增速	8
图 7: 2016Q1-2019Q1 哔哩哔哩净利润及增速	8
图 8: 2016Q3-2019Q1 爱奇艺营收及增速	8
图 9: 2016Q3-2019Q1 爱奇艺净利润及增速	8
图 10: 2016Q4-2019Q1 腾讯音乐营收及增速	8
图 11: 2016Q4-2019Q1 腾讯音乐净利润及增速	8
图 12: 2017Q1-2019Q1 哔哩哔哩广告营收及增速	9
图 13: 2017Q1-2019Q1 爱奇艺广告营收及增速	9
图 14: 2015-2018 年爱奇艺 MAU 及 DAU 情况	9
图 15: 2016Q1-2019Q1 B 站 MAU 及增速	9
图 16: 2016Q4-2019Q1 腾讯音乐 MAU 及增速	10
图 17: 2016Q1-2019Q1 B 站付费用户及渗透率情况	10
图 18: 2016Q4-2019Q1 腾讯音乐会会员付费渗透率	10
图 19: 2018Q2-2019Q1 腾讯视频付费渗透率	11
图 20: 2018Q2-2019Q1 爱奇艺付费用户数及渗透率	11
图 21: 2016Q1-2019Q1 百度营收及增速	12
图 22: 2016Q1-2019Q1 百度归母净利润及增速	12
图 23: 2016Q1-2019Q1 微博营收及增速	12
图 24: 2016Q1-2019Q1 微博净利润及增速	12
图 25: 2017Q3-2019Q1 趣头条营收及增速	12
图 26: 2017Q3-2019Q1 趣头条净利润及增速	12
图 27: 2016Q1-2019Q1 百度网络营销营收及增速	13
图 28: 2016Q1-2019Q1 微博广告收入及增速	13
图 29: 2018Q3-2019Q1 趣头条单季度广告收入及增速	13
图 30: 2018-2019 年移动互联网巨头 App 使用时长占比	13
图 31: 2018Q1-2019Q1 手机百度 MAU 及增速	14
图 32: 2016Q1-2019Q1 微博 MAU 及增速	14
图 33: 2017Q1-2019Q1 趣头条 MAU 及增速	14
图 34: 2019 年 3 月中国移动互联网用户规模及同比时长	15
图 35: 2019 年 3 月移动互联网 MAU 同比增量 Top10	15
图 36: 2016Q1-2018Q4 陌陌营收及增速	16
图 37: 2016Q1-2018Q4 陌陌净利润及增速	16
图 38: 2016Q1-2018Q4 YY 营收及增速	16
图 39: 2016Q1-2018Q4 YY 净利润及增速	16
图 40: 2016Q4-2019Q1 虎牙营收及增速	16
图 41: 2016Q4-2019Q1 虎牙净利润及增速	16
图 42: 2016Q2-2018Q2 陌陌付费用户数及增速	17
图 43: 2016Q2-2018Q4 YY 付费用户数及增速	17
图 44: 2016Q4-2019Q1 虎牙付费用户数及增速	17
图 45: 各直播平台付费渗透率已基本稳定	17
图 46: 陌陌、YY 及虎牙直播单用户 ARPU 值	18
图 47: 2016Q1-2019Q1 腾讯营收及增速	19
图 48: 2016Q1-2019Q1 腾讯净利润及增速	19
图 49: 2016Q1-2019Q1 网易营收及增速	19
图 50: 2016Q1-2019Q1 网易净利润及增速	19
图 51: 2016Q1-2019Q1 腾讯游戏收入及增速	20
图 52: 2016Q1-2019Q1 网易游戏收入及增速	20
表 1: 2018 年至今互联网中概股表现回顾	5
表 2: 2019Q1 视频及音频平台运营表现	9
表 3: 2019Q1 视频及音频平台付费渗透率情况	10

表 4: 媒体板块最新财务表现 (亿元)	11
表 5: 媒体板块最新广告表现	13
表 6: 媒体板块最新运营数据表现	14
表 7: 直播板块最新财务表现	15
表 8: 直播公司近期运营表现	17

市场回顾：视频及直播板块领涨

2019 年中概股表现：虎牙领涨，媒体类表现欠佳

股价表现：我们将互联网领域的中概股分为视频及音频板块（爱奇艺、哔哩哔哩、腾讯音乐）、媒体板块（百度、微博、趣头条）、直播板块（陌陌、欢聚时代、虎牙直播）及游戏板块（腾讯、网易）四大类别。2019 年至今，各板股价表现如下：**1) 视频及音频板块：**视频及音频板块尚属发展期，股价表现较好，B 站 2019 年初至今跌幅为 -3.7%，2018 年领涨互联网中概股；2019 年至今，爱奇艺表现良好，其涨幅为 25.76%。**2) 直播板块：**陌陌及 YY 业务发展进入稳定期，2019 年至今涨幅分别为 11.25% 及 7.12%，虎牙直播流量变现潜力较大，2019 年至今领涨互联网中概股，其涨幅为 35%。**3) 游戏板块：**游戏版号重启后，2019 年初至今，两大游戏巨头腾讯及网易表现良好，股价涨幅分别为 3.72% 及 8.98%。**4) 媒体板块：**老牌巨头百度及微博流量变现受视频冲击较大，运营数据进入缓慢增长状态，其股价跌幅分别为 27.82% 及 25.28%，趣头条尚属发展初期，运营数据增势良好，内容价值及广告价值有待市场验证，2019 年至今股价跌幅为 24.72%。

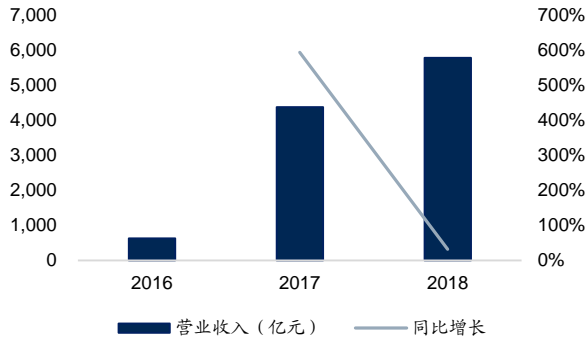
表 1：2018 年至今互联网中概股表现回顾

公司	营业收入-2018 (亿元)	净利润-2018 (亿元)	净利润 YoY	净利率-2018	涨跌幅-2019 年初至今	所属板块
百度	1,022.77	275.73	51%	26.96%	-28%	
微博	117.95	39.25	70%	33.28%	-25%	媒体
趣头条	30.22	-19.43	-1950%	-64.28%	-25%	
板块合计	1,170.94	295.55	44%			
腾讯音乐	189.85	18.33	38%	9.65%	3%	
哔哩哔哩	41.29	-5.52	-200%	-13.36%	-4%	视频及音频
爱奇艺	249.89	-91.10	-144%	-36.45%	26%	
板块合计	481.03	-78.29	-202%			
网易	671.56	61.52	-43%	9.16%	9%	
腾讯控股	3126.94	787.19	10%	25.17%	4%	游戏
板块合计	3,798.50	848.71	3%			
陌陌	134.08	28.16	35%	21.00%	11%	
欢聚时代	157.64	22.09	-11%	14.01%	7%	直播
虎牙直播	46.63	-19.38	-2293%	-41.55%	35%	
板块合计	338.35	30.87	-31%			

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

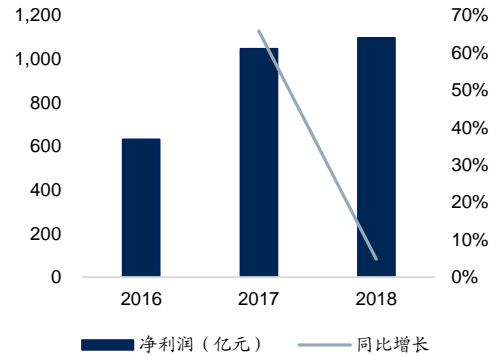
财务表现：2018 年，各板块净利润涨跌互现，整体净利润同比增幅为 4.83%。2018 年，互联网四大板块中，媒体板块及游戏板块大部分由进入稳定变现期的巨头构成，其净利润增量为正，其中，媒体板块实现净利润 295.55 亿元，同比增长 44%；游戏板块实现净利润 787.19 亿元，同比增长 10%。视频及音频板块亏损持续扩大，2018 年，该板块净亏损 78.29 亿元，亏损同比扩大 202%，主要系爱奇艺亏损持续扩大。直播板块实现净利润 30.87 亿元，同比降低 31%，主要系虎牙亏损扩大严重，YY 净利润同比下滑 11%。

图 1：2016-2018 年中概股板块总营收及增速



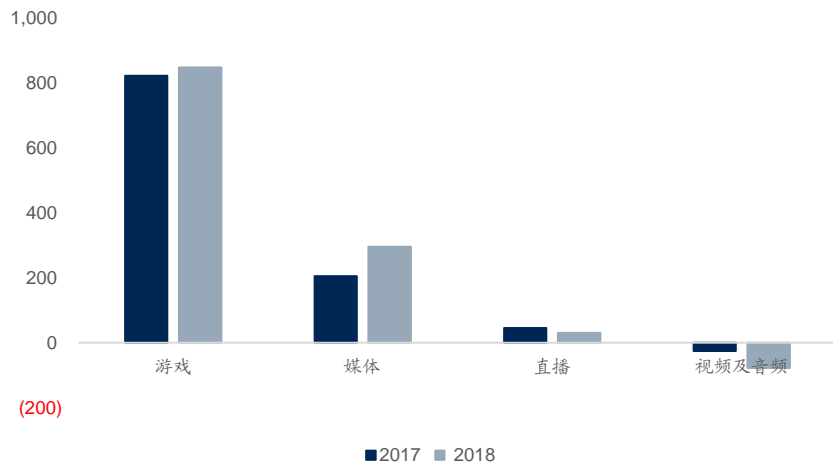
资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

图 2：2016-2018 年中概股板块总净利润及增速



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所整理

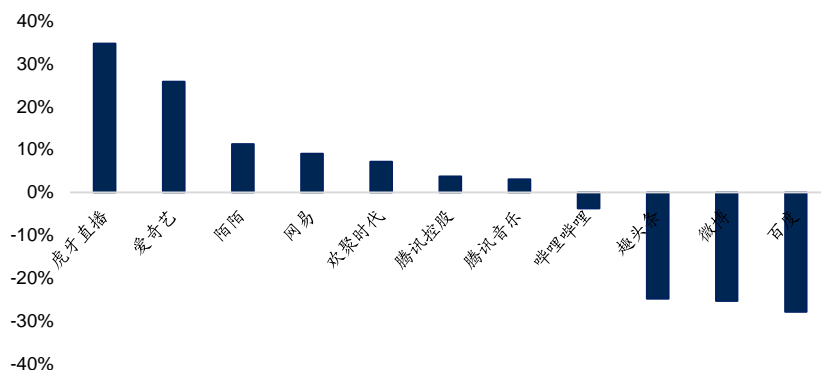
图 3：2017VS2018 互联网各版块净利润 (亿元)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

细分个股涨跌幅： 2019 年初至今，其跌幅为 3.7%，2018 年，B 站领涨互联网中概股，其涨幅达 29.8%。结合公司运营及财务状况，我们判断，市场看好其未来发展的主要原因系 B 站 MAU、用户粘性、用户使用时长等运营数据持续表现优异。2019Q1，B 站 MAU 首次破亿，用户使用时长实现高位增长。2019 年至今，虎牙领涨互联网中概股，其涨幅达 35%，对标 YY 及陌陌，其付费用户数及人均 ARPPU 值均具有较大提升空间。媒体板块中，百度、微博及趣头条表现欠佳，2019 年年初至今跌幅均在 20%以上，结合 Questmoblie 数据，我们判断主要原因系视频网站抢占用户时长严重，尤其是 2018 年开始崛起的“头条系”，抢占了微博、百度的部分用户时长，视频开始逐步瓜分图文媒介及搜索的流量。

图 4：2019 年至今互联网细分个股涨跌幅



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

视频&音频：广告变现遇冷，非广告变现成主战场

财务表现：视频平台亏损持续扩大，音频赛道单用户价值待耕

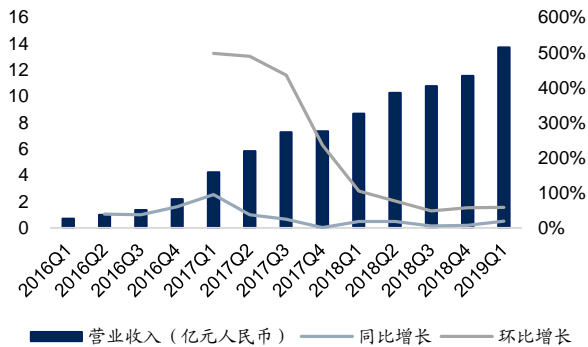
2019Q1，两大视频平台 B 站及爱奇艺亏损规模持续扩大，腾讯音乐虽已实现盈利，其单用户价值尚待深耕。2018 年，在线视频及音频三家上市公司共实现营收 481.03 亿元，净亏损 78.29 元，净亏损率为-16.7%。在运营数据持续向好的同时，视频平台 B 站及爱奇艺均已连续两年亏损，2018 年其净亏损率分别为-13.4%及-36.5%。B 站亏损扩大的主要原因系广告收入下滑及销售费用增长；爱奇艺亏损扩大的主要原因系广告收入下滑及内容投入持续增长。腾讯音乐已实现连续 2 年盈利，其主要收入来源为社交娱乐付费（直播）及会员订阅，两项业务的付费渗透率均在 6%以下，单用户价值可提升空间较大。

图 5：2018 年视频及音频平台财务状况

公司	营业收入 (亿元)	净利润(亿 元)	净利润 YoY	净利率 -2018	盈利说明
	-2018	-2018			
腾讯音乐	189.85	18.33	38%	9.65%	连续 2 年及以上盈利
哔哩哔哩	41.29	-5.52	-200%	-13.36%	连续 2 年及以上亏损
爱奇艺	249.89	-91.10	-144%	-36.45%	连续 2 年及以上亏损
合计	481.03	-78.29		-16.27%	

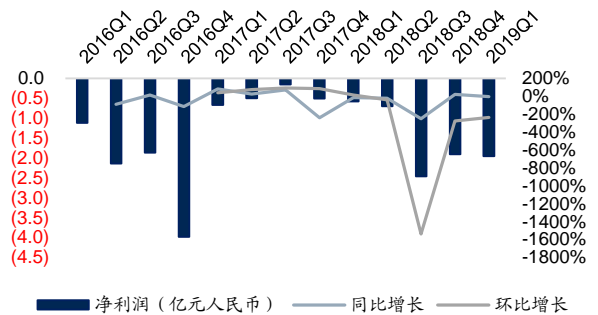
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 6: 2016Q1-2019Q1 哔哩哔哩营收及增速



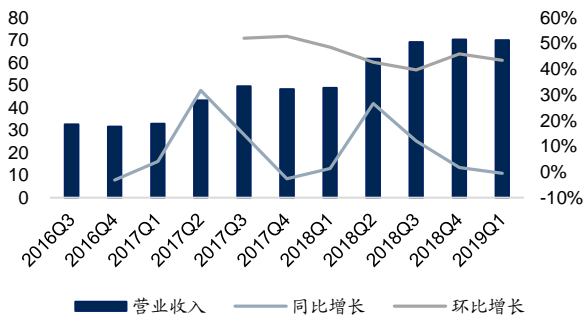
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 7: 2016Q1-2019Q1 哔哩哔哩净利润及增速



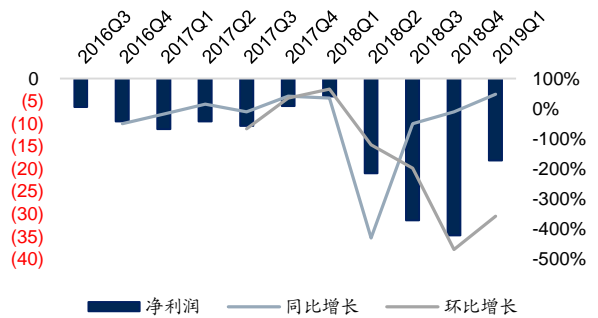
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 8: 2016Q3-2019Q1 爱奇艺营收及增速



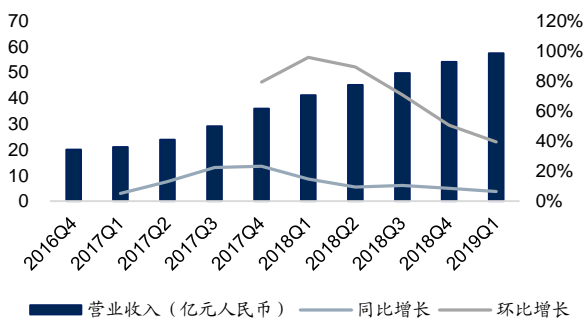
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 9: 2016Q3-2019Q1 爱奇艺净利润及增速



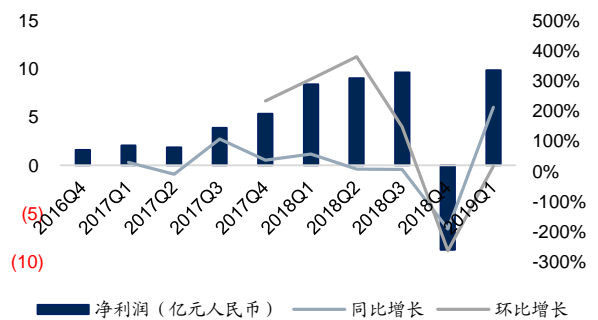
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 10: 2016Q4-2019Q1 腾讯音乐营收及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 11: 2016Q4-2019Q1 腾讯音乐净利润及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

广告业务: 受宏观经济影响, 中国广告市场进入调整期, 2019Q1 视频平台广告收入均出现不同程度的环比下滑。2019Q1, B 站广告收入延续 2018Q4 疲软态势, 实现营收 1.13 亿元, 环比降低 30%; 爱奇艺广告收入连续三个季度环比下滑, 2019Q1, 爱奇艺广告收入为 21.19 亿元, 环比降低 4%, 为 2018Q3 以来连续三个季度下滑。互联网平台广告业务表现与中国广告市场基本吻合, CTR 数据显示, 2018 年, 广告主对整体经济市场的信心波动致使中国广告市场重新

进入调整期，2019Q1，中国广告市场整体下滑 11.2%，其中互联网媒体广告刊例收入下滑 5.6%。

图 12: 2017Q1-2019Q1 哔哩哔哩广告营收及增速

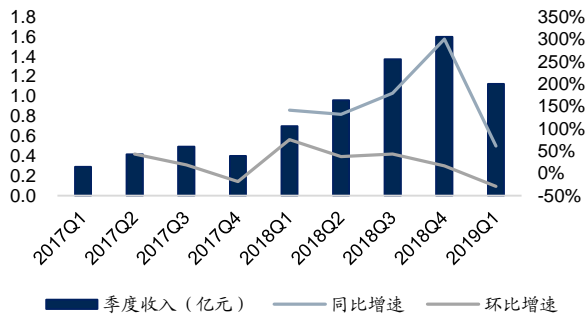
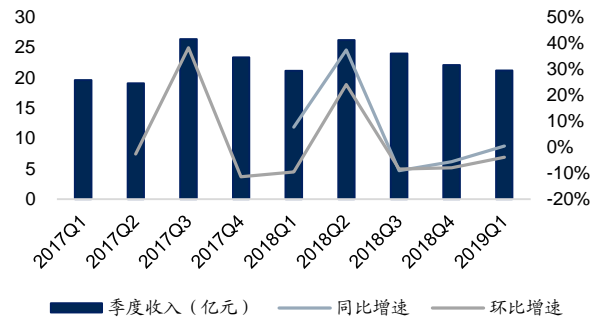


图 13: 2017Q1-2019Q1 爱奇艺广告营收及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

运营表现: 长视频及音频赛道人口红利将尽, 中长视频版图持续扩展

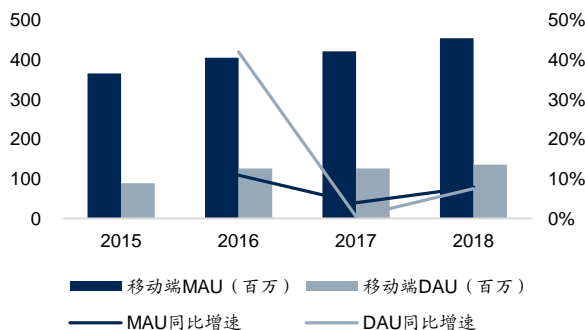
MAU: 除 B 站外, 2018 年及 2019Q1, 其余视频及音频平台 MAU 同比及环比增速均在 10% 以下。长视频网站以爱奇艺为例, 2018 年, 爱奇艺移动端 MAU 为 4.55 亿, 同比增长 7.88%, 移动端 DAU 为 1.35 亿, 同比增长 7.46%, 长视频赛道人口红利将尽。音频赛道所处阶段与长视频类似, 自 2018Q1 以来, 腾讯音乐 MAU 同比及环比增速均在 10% 以下。2019Q1, 腾讯音乐 MAU 为 6.54 亿次, 同比增长 5%, 环比增长 2%。以 B 站为代表的中长视频、短视频网站用户版图正在不断拓展, 2019Q1, B 站 MAU 为 1.01 亿次, 同比增长 31%, 环比增长 9.16%, 用户月活首次破亿。

表 2: 2019Q1 视频及音频平台运营表现

平台	MAU (万)	环比增速	同比增速	单季度增量 (万)
哔哩哔哩-2019Q1	10,130.00	9%	31%	850
爱奇艺-2018	45,450.00	-	8%	830
腾讯音乐-2019Q1	65,400.00	2%	5%	1000

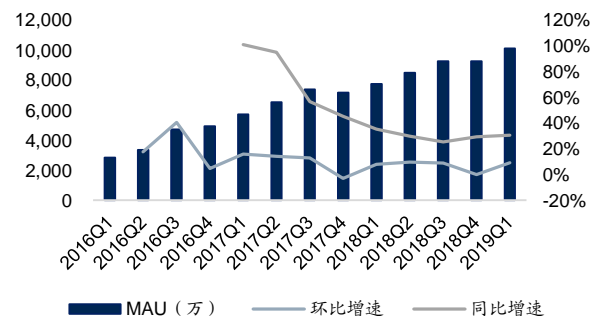
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 14: 2015-2018 年爱奇艺 MAU 及 DAU 情况



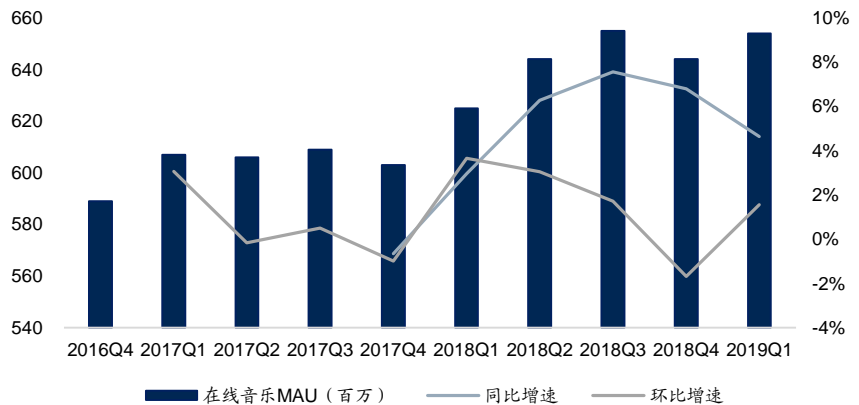
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 15: 2016Q1-2019Q1 B 站 MAU 及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 16: 2016Q4-2019Q1 腾讯音乐 MAU 及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

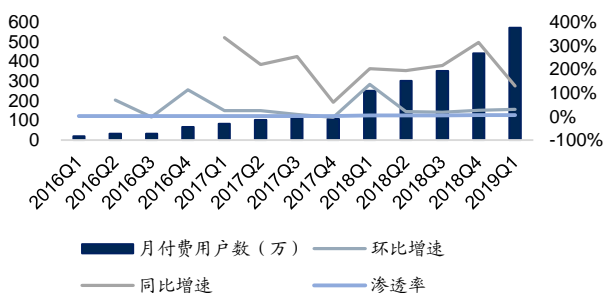
用户付费: 长视频内容优势显著, 持续发力会员付费业务, 其付费渗透率已接近 20%; 中长视频及音频平台用户付费渗透率增长乏力, 为辅助收入来源。1) 爱奇艺: 长视频平台的剧集具有“头部、连续性强”的特征, 有助于拉动会员付费。结合 wind 数据, 我们估算, 2019Q1, 爱奇艺及腾讯视频付费会员渗透率(当期付费会员数/MAU) 均已接近 20%, 与音频、短视频平台相比, 会员渗透率已处高位, 对标国外成熟视频网站 (Netflix 等), 尚存较大提升空间。2) B 站: B 站作为中长视频平台, 89% 的点击量均来自于 PUGC 中长视频, 版权内容占比较低, 其付费渗透率约为 6%。相比于视频内容, 音频平台内容不具有连续性, 集中度较低, 且用户需求不集中于短期头部内容, 经典头部歌曲复听率较高, 其音乐会员付费渗透率约为 4%, 对标海外平台 Spotify, 付费渗透率仍具有较大提升空间。

表 3: 2019Q1 视频及音频平台付费渗透率情况

平台	付费用户数 (万)	付费渗透率	平台类型
腾讯视频	8,900.00	19%	长视频
爱奇艺	9,544.48	17%	长视频
哔哩哔哩-(综合后去重)	570.00	6%	中长视频
腾讯音乐-社交娱乐	10.80	5%	音乐
腾讯音乐-音乐会员	28.40	4%	音乐

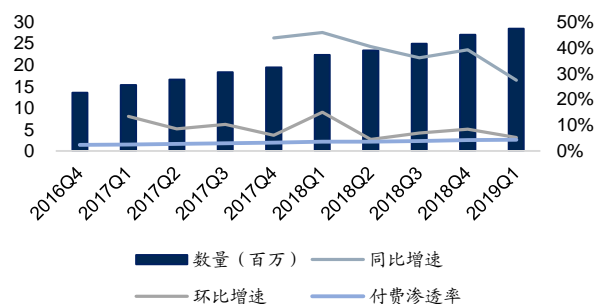
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 17: 2016Q1-2019Q1 B 站付费用户及渗透率情况



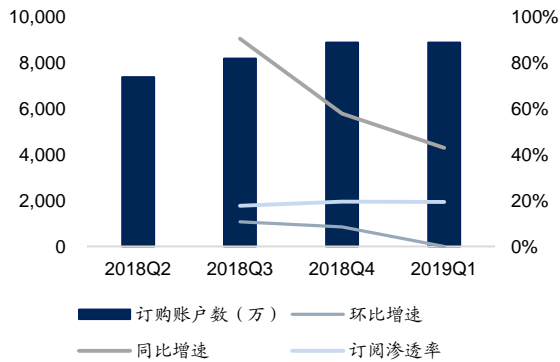
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 18: 2016Q4-2019Q1 腾讯音乐会员付费渗透率



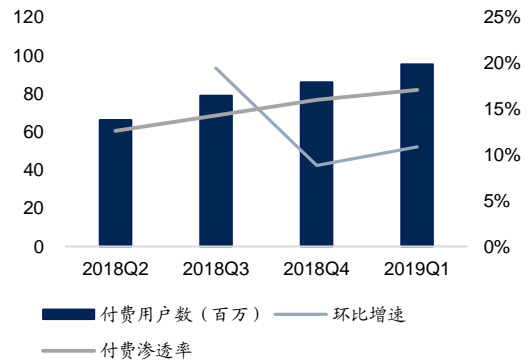
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 19: 2018Q2-2019Q1 腾讯视频付费渗透率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理
注: 2019Q1 腾讯视频 MAU 以 wind2019 年 1 月 MAU 代替

图 20: 2018Q2-2019Q1 爱奇艺付费用户数及渗透率



资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理
注: 2019Q1 爱奇艺 MAU 以 wind2019 年 1 月 MAU 代替

媒体板块: 下沉市场格局未定, 人口红利尚存

财务表现: 老牌媒体巨头财务表现式微, 趣头条尚属成长期

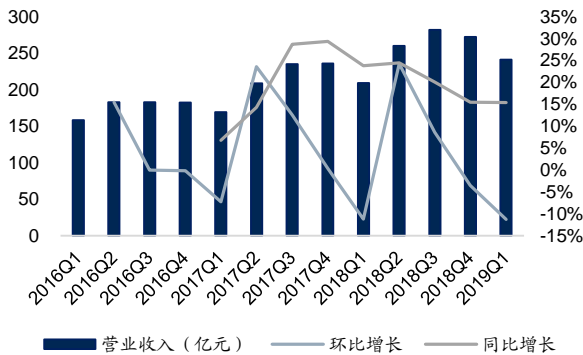
老牌互联网媒体巨头百度、微博流量已实现深度变现, 受短视频分流及宏观经济影响, 2019Q1, 财务表现式微; 趣头条亏损扩大, 公司尚属成长期。1) 百度: 2019Q1, 百度实现营收 241.23 亿元, 同比增长 15.38%, 环比降低 11.3%, 百度 2018Q4 及 2019Q1 连续两个季度营收负增长; 实现归母净利润-3.27 亿元, 同比降低 104.88%, 环比降低 115.71%, 为 2016 年以来首次单季度亏损, 主要原因系为网络营销服务收入下滑。2) 微博: 2019Q1, 微博实现营收 27.57 亿元, 同比增长 14%, 环比降低 17.22%; 实现净利润 10.37 亿元, 同比增长 51.52%, 环比降低 10.18%, 业绩增速下降的主要原因系 MAU 及广告收入增速下滑。3) 趣头条: 趣头条亏损扩大, 单 MAU 销售费用有所下降, 平台尚属成长期, 变现效率较低。

表 4: 媒体板块最新财务表现 (亿元)

公司	营业收入	环比增速	同比增速	净利润	环比增速	同比增速
百度-2019Q1	241.23	-11%	15%	-3.27	-116%	-105%
微博-2019Q1	33.07	4%	34%	11.43	1%	34%
趣头条-2019Q1	27.57	-17%	14%	10.37	-10%	52%

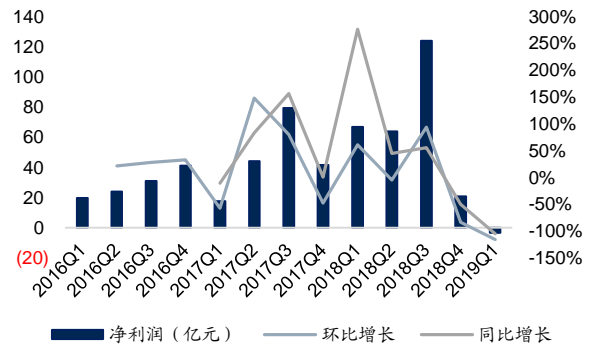
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 21: 2016Q1-2019Q1 百度营收及增速



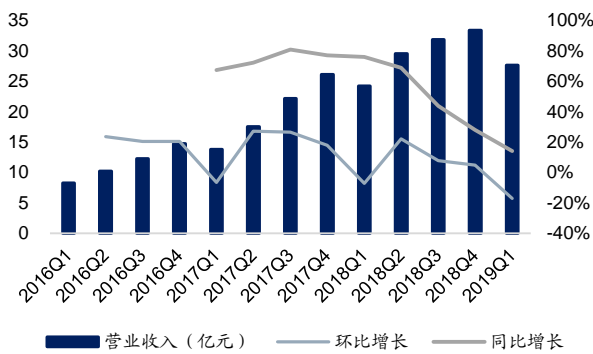
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 22: 2016Q1-2019Q1 百度归母净利润及增速



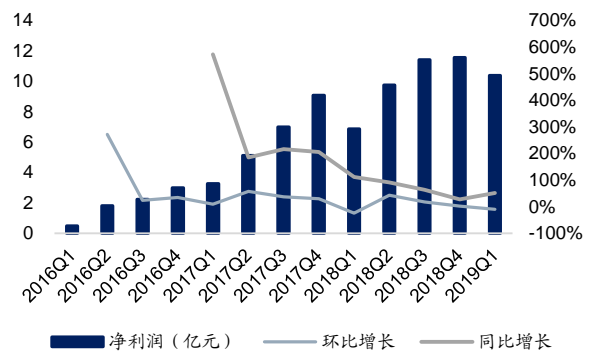
资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

图 23: 2016Q1-2019Q1 微博营收及增速



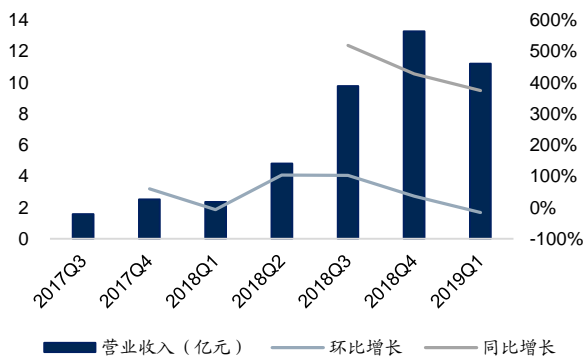
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 24: 2016Q1-2019Q1 微博净利润及增速



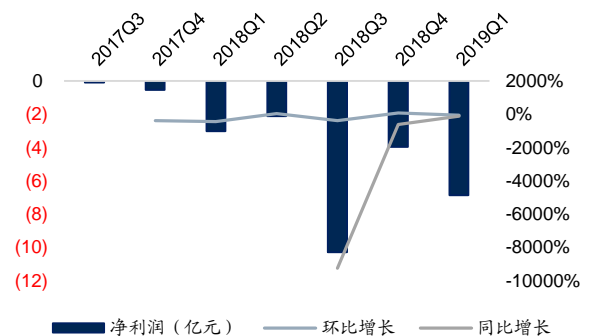
资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

图 25: 2017Q3-2019Q1 趣头条营收及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 26: 2017Q3-2019Q1 趣头条净利润及增速



资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

广告收入: “头条系”崛起+视频内容抢占图文用户时长, 叠加宏观经济影响, 百度、微博两大老牌媒体巨头广告收入延续颓势, 趣头条尚属发展期, 广告主认可度尚待提升。Questmobile 数据显示, 2019Q1, “头条系” App 使用时长占比为 11.3%, 同比增长 3.1pct, 百度系 App 使用时长占比为 6.9%, 同比下降 0.4pct。同时, 短视频迅速分流用户使用时长, 2019Q1, 短视频用户总使用时长占比为 36.6%, 成为互联网领域使用时长最高的细分赛道, 用户使用时长的分流, 造成了百度及微博等传统互联网媒体的广告收入下滑。2019Q1, 百度网络营销收入为 176.57 亿元, 环比下滑 17%; 同期内, 微博广告收入为 3.41

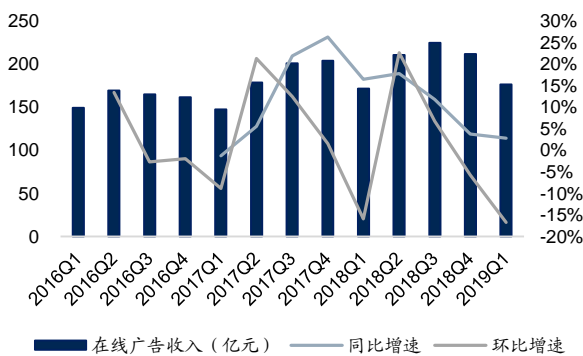
亿美元，环比降低 18%。趣头条专注下沉市场，2019Q1 其用户获取及留存成本开始下降，2019Q1，其单 DAU 维护成本为 0.17 元，连续两个季度下降。目前平台广告仍以中小型广告主的效果广告为主，广告价值尚待验证。2019Q1，受宏观经济及广告主信心的影响，其单季度广告收入环比下滑 13%。

表 5: 媒体板块最新广告表现

公司	广告收入 (亿元)	同比增速	环比增速
百度-2019Q1	176.57	3%	-17%
微博-2019Q1	23.53	13%	-18%
趣头条-2019Q1	10.78	-	-13%

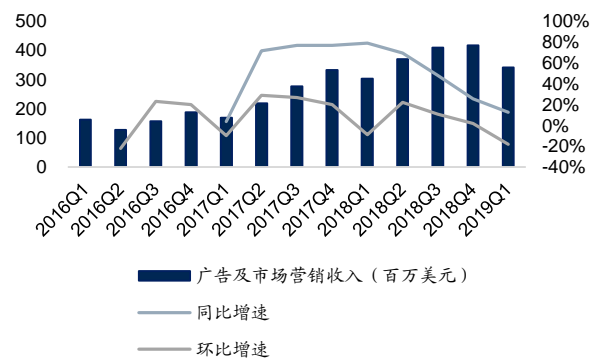
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 27: 2016Q1-2019Q1 百度网络营销营收及增速



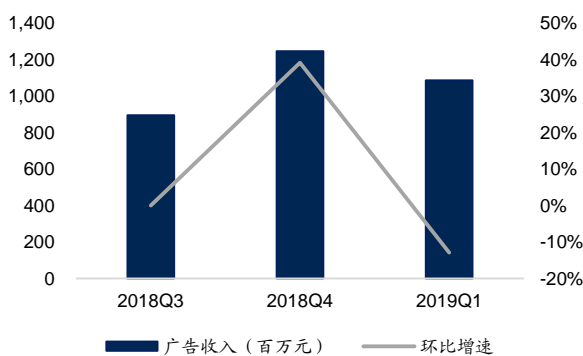
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 28: 2016Q1-2019Q1 微博广告收入及增速



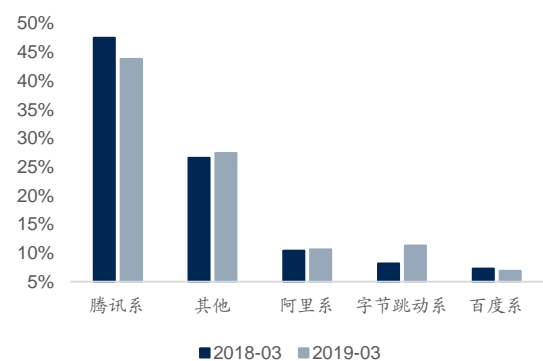
资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

图 29: 2018Q3-2019Q1 趣头条单季度广告收入及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 30: 2018-2019 年移动互联网巨头 App 使用时长占比



资料来源: Questmobile, 国信证券经济研究所整理

运营表现: 下沉市场流量红利尚存, 用户价值尚未充分挖掘

1) 百度: 自 2018 年以来手机百度 MAU 已基本稳定, 2019 年 1 月, 手机百度月活为 3.16 亿, 同比增长 5%, 环比上季度持平, 其 MAU 环比增速已连续 1 年在 10% 以下。2) 微博: 2019Q1, 微博 MAU 为 4.65 亿次, 同比增长 13%, 环比增长 1%, 其 MAU 增速已连续 3 年在 10% 以下。3) 趣头条: 趣头条凭借“社交裂变+内拉新奖励金”方式迅速获取三线及以下城市用户, Questmobile 数据显示, 2019 年新增移动互联网使用时长中, 约 54.6% 的时长来自于三线及

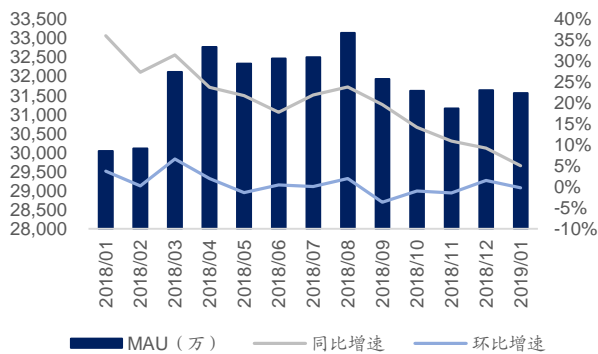
以下的城市。低线城市用户的觉醒，叠加趣头条独特的“社交裂变”及奖励金的拉新形式，对低收入人群刺激较高，2019Q1，其 MAU 达 1.11 亿次，同比增长 298%，环比增长 19%。

表 6: 媒体板块最新运营数据表现

公司	MAU (百万)	同比增长	环比增速
手机百度-2019Q	316	5%	0%
微博-2019Q1	465	13%	1%
趣头条-2019Q1	111	298%	19%

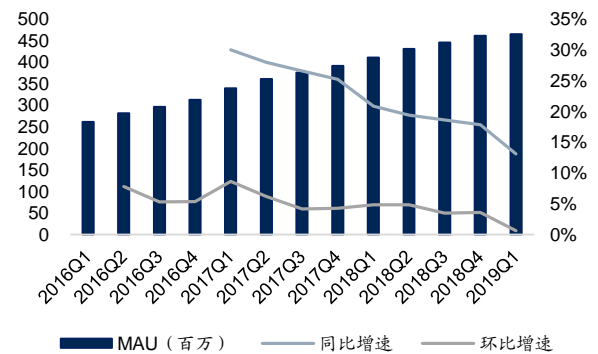
资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

图 31: 2018Q1-2019Q1 手机百度 MAU 及增速



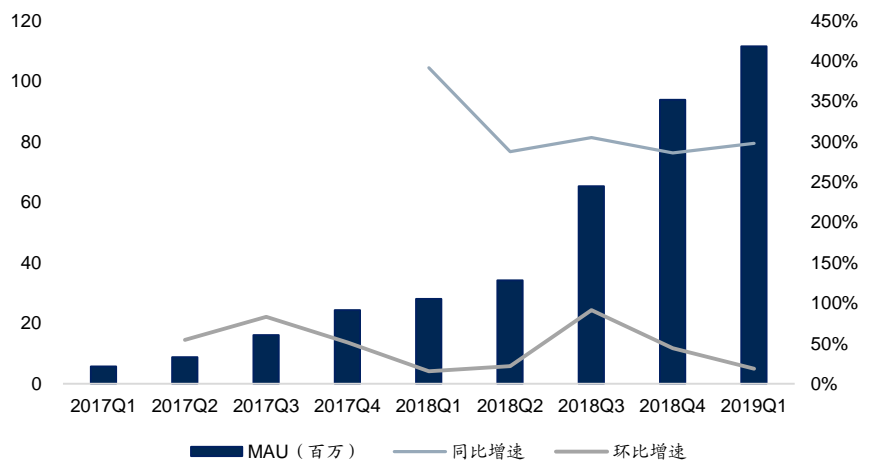
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 32: 2016Q1-2019Q1 微博 MAU 及增速



资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

图 33: 2017Q1-2019Q1 趣头条 MAU 及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

下沉市场已被公认为互联网流量洼地，随着低线城市用户觉醒及公司战略调整，2019Q1，趣头条流量维护成本显著降低。2019Q1，趣头条单 DAU 维护成本为 0.17 元，流量维护成本连续两个季度下滑，且用户留存、时长等数据未出现明显下滑。单用户下载获取成本为 6.21 元，环比降低 5%。结合 Questmoblie 数据，2019 年 3 月，短视频、支付结算、综合电商、网上银行等互联网热门领域，新增用户中，超 50%来自下沉市场，下沉市场的流量价值已被广泛认知。趣头条作为下沉市场的先入局者，用户规模迅速增长，但从单用户销售费用上

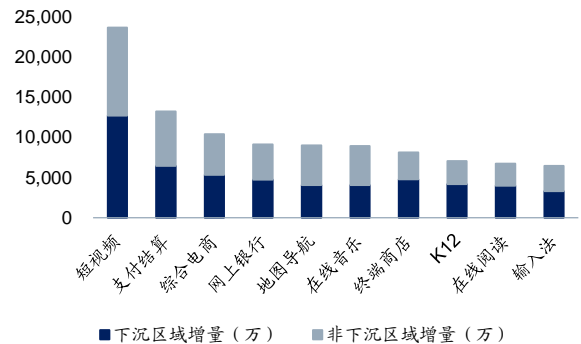
来看，作为一家成长期的互联网企业，其单 MAU 销售成本依然处于高位，内容价值尚待验证。

图 34: 2019 年 3 月中国移动互联网用户规模及同比时长



资料来源: Questmobile, 国信证券经济研究所整理

图 35: 2019 年 3 月移动互联网 MAU 同比增量 Top10



资料来源: Questmobile, 国信证券经济研究所整理

直播板块: 秀场直播进入稳定期, 游戏直播方兴未艾

财务分析: 直播业务告别高增长, 进入单用户价值提升期

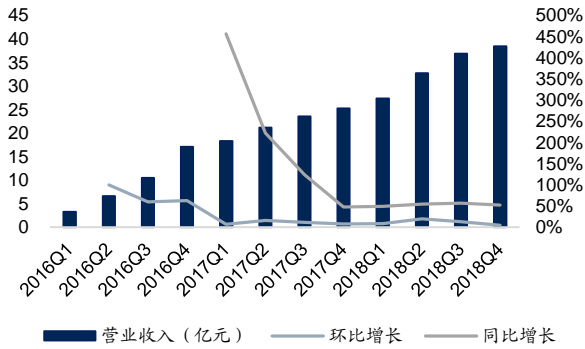
直播平台所处阶段不同, 2018 年营收涨跌互现: 1) 陌陌: 2016 年, 陌陌引入直播业务后, 其营收及净利润出现爆发式增长。进入 2018 年以来, 伴随着直播行业降温及平台用户规模趋稳, 其业绩增速趋缓。2018 年, 陌陌实现营收 134.08 亿元, 同比增长 50.89%; 实现净利润 28.16 亿元, 同比增长 31.08%。2) YY: 得益于完善的公会体系和内部运营机制, YY 流量变现效率较高, 自 2016Q1 开始, 其业绩增速基本稳定。2018 年, YY 实现营收 157.64 亿元, 同比增长 35.95%, 实现净利润 22.09 亿元, 同比降低 12.09%。3) 虎牙: 2019Q1, 虎牙实现营收 16.31 亿元, 同比增长 93.4%, 实现净利润 0.63 亿元, 同比增长 102.06%, 净利润增长的主要原因系用户付费率提升及分发技术持续优化所带来的成本缩减。

表 7: 直播板块最新财务表现

公司	营业收入 (亿元)	环比增速	同比增速	净利润 (亿元)	同比增速	环比增速
陌陌	38.44	4%	52%	6.61	13%	4%
-2018Q4						
YY-2018Q4	46.41	13%	28%	6.89	6%	-7%
虎牙	16.31	8%	93%	0.63	-37%	103%
-2019Q1						

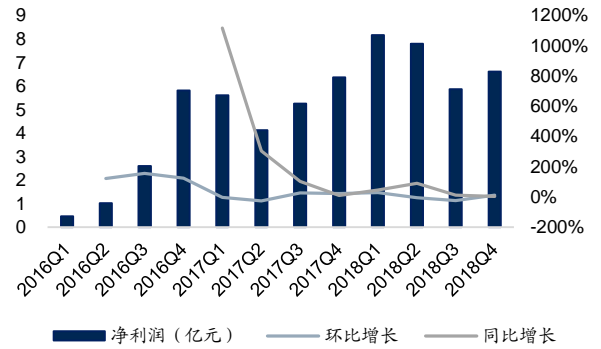
资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

图 36: 2016Q1-2018Q4 陌陌营收及增速



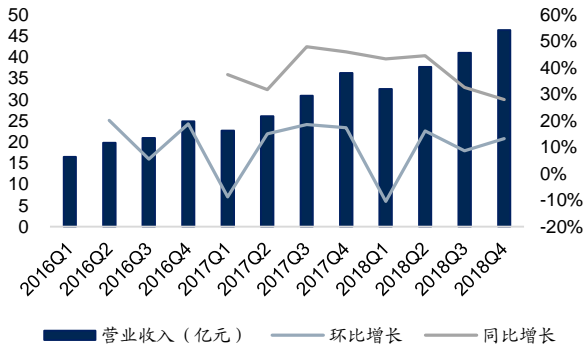
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 37: 2016Q1-2018Q4 陌陌净利润及增速



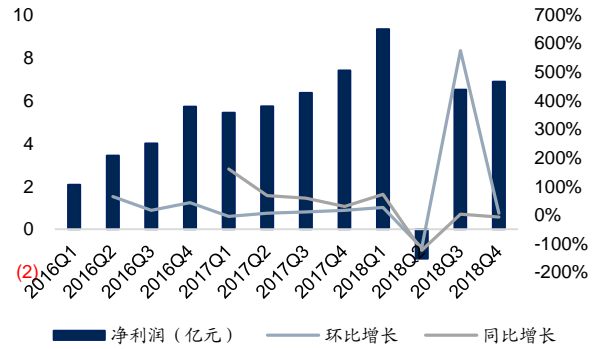
资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

图 38: 2016Q1-2018Q4 YY 营收及增速



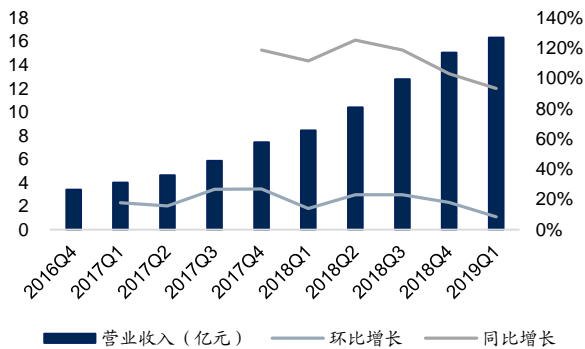
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 39: 2016Q1-2018Q4 YY 净利润及增速



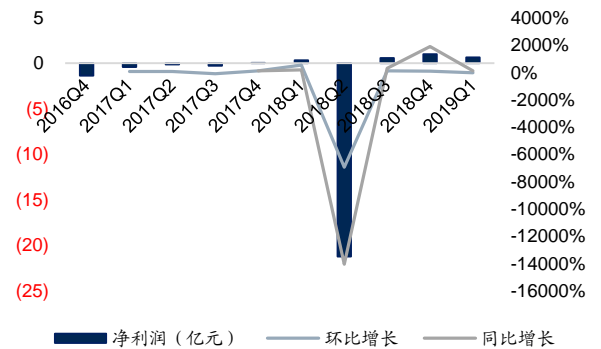
资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

图 40: 2016Q4-2019Q1 虎牙营收及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 41: 2016Q4-2019Q1 虎牙净利润及增速



资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

运营表现: 秀场直播已进入稳定期, 虎牙仍具有较大提升空间

付费用户数: 秀场直播已进入稳定期, 游戏直播付费渗透率较高, 与头部游戏相关性明显。1) 陌陌: 陌陌以秀场直播为主, 2018Q2, 其直播付费用户数达 460 万人, 同比增长 12%, 环比增长 5%, 自 2017Q2 以来, 其付费用户环比

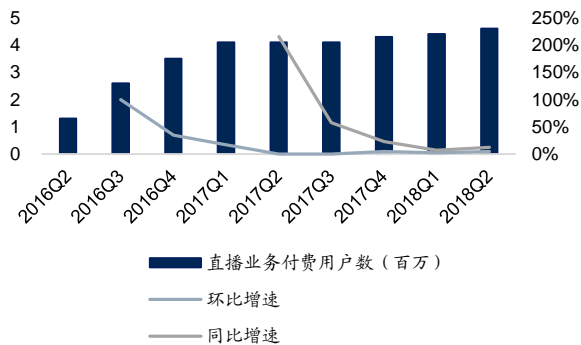
增速稳定在 6%以下，付费渗透率稳定在 4.5%左右，其直播业务发展已进入稳定期。2) YY: YY 具有完善的工会体系和运营机制，自 2016 年以来，其直播付费渗透率稳定在 8%以上。2018Q4,YY 直播付费用户数达 890 万人，同比增长 37%，环比增长 12%，付费渗透率达 9.85%。3) 虎牙: 与 YY 相比，虎牙直播尚属发展阶段，其付费渗透率及人均付费 ARPU 值仍具有较大提升空间。2019Q1，虎牙直播付费用户数为 540 万，同比增长 59%，环比增长 13%，其付费渗透率约为 4.4%，不及 YY 2018Q4 付费渗透率的 1/2。

表 8: 直播公司近期运营表现

公司	付费用户数(百万人)	环比增速	同比增速	付费渗透率
陌陌-2018Q2	4.6	5%	12%	4%
YY-2018Q4	8.9	12%	37%	10%
虎牙-2019Q1	5.4	13%	59%	4%

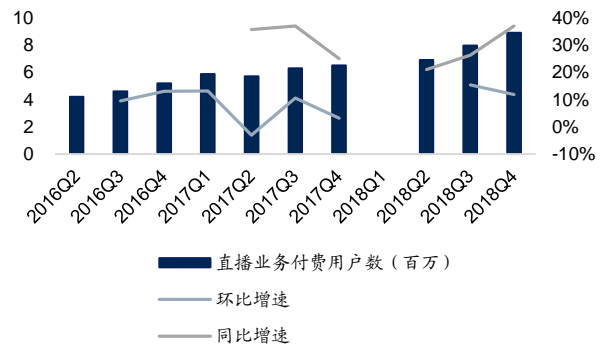
资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

图 42: 2016Q2-2018Q2 陌陌付费用户数及增速



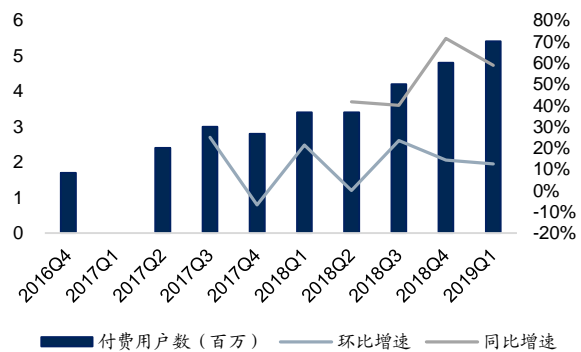
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 43: 2016Q2-2018Q4 YY 付费用户数及增速



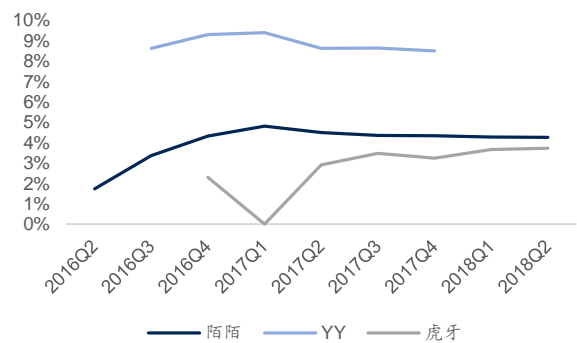
资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

图 44: 2016Q4-2019Q1 虎牙付费用户数及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 45: 各直播平台付费渗透率已基本稳定

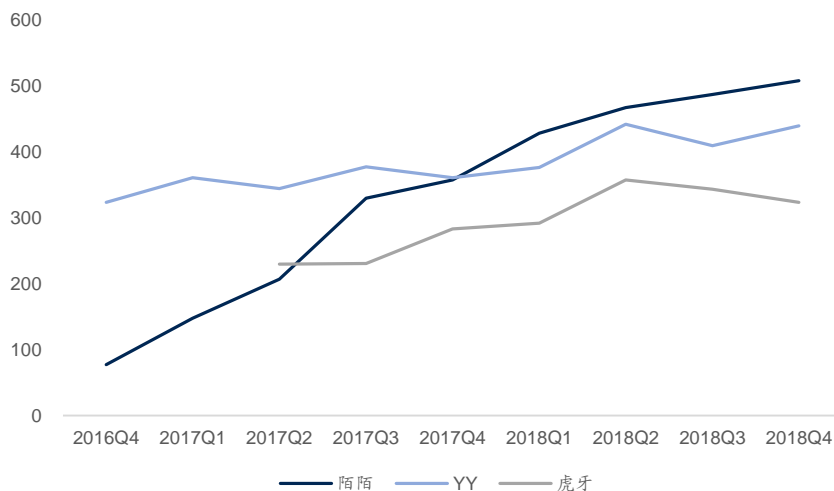


资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

用户 ARPPU 值: 陌陌、YY 流量变现已达较高水平，虎牙单用户价值尚存提升空间。1) 陌陌: 2018Q2，陌陌直播的人均 ARPPU 值为 507.83 元，分别高出同期 YY 及虎牙的 15%及 42%，主要原因系秀场直播打赏用户攀比、炫耀意愿强烈，与游戏直播相比，主播与打赏者互动频率更高。2) YY: 得益于良好的工会组织，YY 直播变现效率较高，自 2016 年以来，其单用户 ARPPU 值持续

上涨。2019Q1,YY直播ARPPU值为447.41元,同比增长19%,环比增长19%。
3) 虎牙:与YY相比,虎牙直播变现尚属初级阶段,2018Q4,虎牙直播单用户ARPPU值为323.33元,同比增长14%,环比降低6%,相当于同期YY人均ARPPU值的73.5%,流量变现尚存较大提升空间。

图 46: 陌陌、YY 及虎牙直播单用户 ARPU 值



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

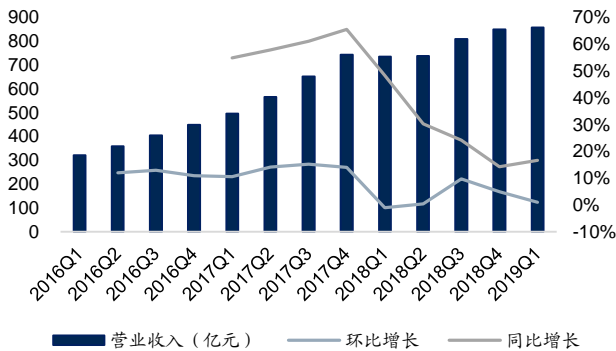
行业分析: 格局未定,直播业务兼具渠道及内容属性,行业无法形成绝对垄断,流量底盘较高的平台均为潜在入局者。回顾直播行业的发展历程,2016年,陌陌从短视频平台切入直播业务,随即迎来业绩爆发。2019Q1,B站直播业务表现亮眼,实现营收2.92亿元,同比增长204%,环比增长45%,占公司总收入比重达21%。非上市公司中,快手、抖音等平台均依靠大流量底盘顺利切入直播市场。我们判断,直播行业兼具渠道及内容属性,无法形成绝对性垄断,其内容壁垒相对较低,具有大流量底盘的平台均有望入局。

游戏板块: 版号重启孕育希望

财务分析: 广告增速下滑致腾讯营收低于预期,网易表现良好

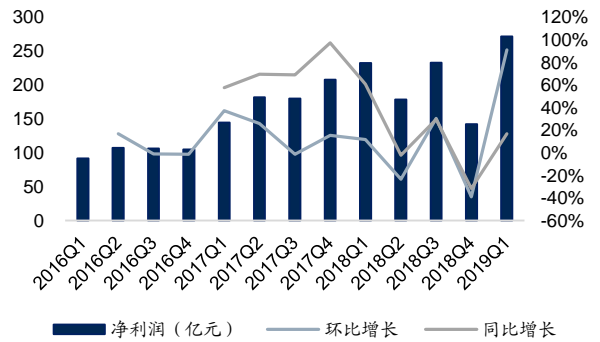
1) 腾讯:2019Q1,腾讯实现营业收入857.1亿元,同比增长16.57%,环比增长0.96%,低于一致预期3.7%,营收低于预期的主要原因系广告收入增速下滑,同时,游戏业务同比微降;实现归母净利润272.1亿元,同比增长17%,环比增长91.23%,高于一致预期4.52%,主要原因系公司缩减销售及市场推广费率。**2) 网易:**2019Q1,网易实现营收183.6亿元,同比增长29.5%,环比降低7.5%,超出一致预期2.6%;实现归母净利润30.2亿元,超出一致预期44%,主要原因系公司成本控制效果显著,2019Q1毛利率达44%,同比提升5pct,销售费用及管理费用同比均显著下降。

图 47: 2016Q1-2019Q1 腾讯营收及增速



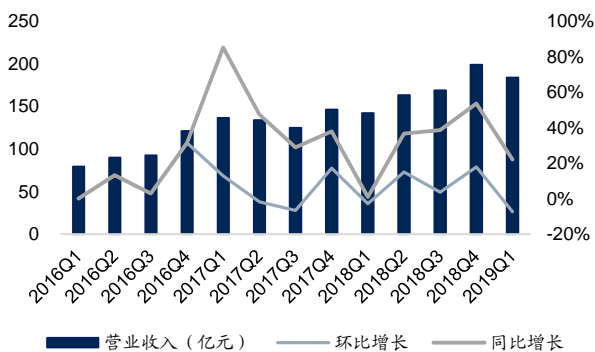
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 48: 2016Q1-2019Q1 腾讯净利润及增速



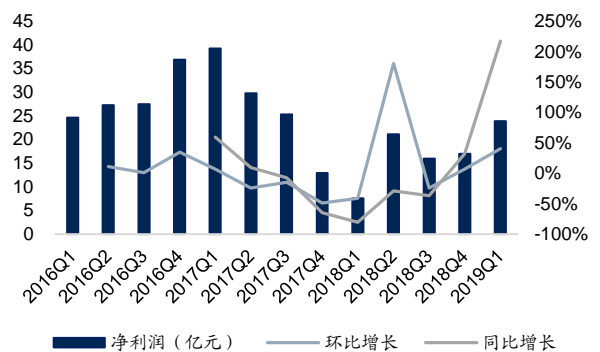
资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

图 49: 2016Q1-2019Q1 网易营收及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 50: 2016Q1-2019Q1 网易净利润及增速

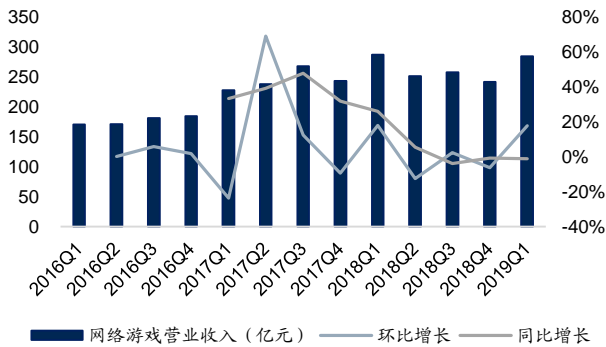


资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

游戏分析: 19Q1 巨头表现良好, 游戏向好趋势有望持续

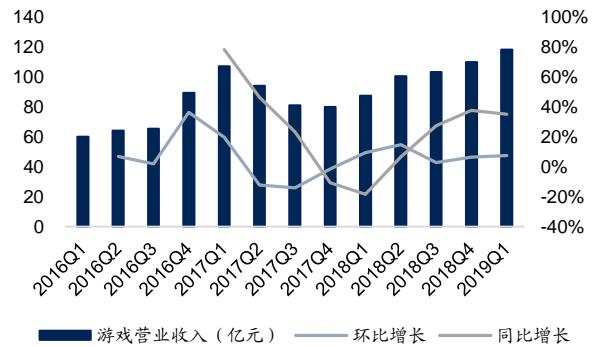
1) **腾讯**: 2019Q1, 腾讯游戏收入为 285 亿元, 同比降低 0.97%, 环比增长 17.77%, 游戏业务收入基本符合预期, 主要原因系版号影响致新游上线推迟。随着游戏版号重启, 其热门游戏《和平精英》已经取得版号, 2019 年二季度及三季度公司有多款优质游戏即将上线, 预计游戏收入将持续向好。2) **网易**: 2019Q1, 网易游戏收入为 118.5 亿元, 同比增长 35.3%, 环比增长 7.53%, 其中, 手游收入占比达 72%, 手游、端游均实现较高增长, 主要原因系公司老牌游戏表现持续稳定, 叠加一季度春节假期利好, 游戏收入表现较好。公司部分游戏在 5 月取得版号, 即将推出《堡垒前线》、《遇见逆水寒》等最新游戏。同时, 公司游戏储备丰富, 如《梦幻西游 3D》、《轩辕剑: 龙舞云山》等。2019Q1, 网易游戏收入主要来自于储备 IP, 后续新游推出后, 游戏营收有望进一步提升。

图 51: 2016Q1-2019Q1 腾讯游戏收入及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 52: 2016Q1-2019Q1 网易游戏收入及增速



资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 建议重点关注 B 站、虎牙、陌陌及腾讯音乐

B 站沉淀海量特色内容, 用户数及 ARPU 值尚存较大空间; 虎牙具备较强的游戏渠道属性, 有望随头部新游爆发持续开拓用户, 单用户价值尚待深耕; 陌陌龙头地位稳固、估值处于低位; 腾讯音乐版权优势显著, 建议重点关注。

附表: 重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PS			PB
				2016	2017	2018	2016	2017	2018	2018
BILI.O	哔哩哔哩	未评级	14.05	-2.94	-1.25	-0.38	58.05	11.59	7.28	4.32
HUYA.N	虎牙	未评级	20.85	-0.90	-0.15	-2.19	37.10	12.75	6.27	5.18
MOMO.O	陌陌	未评级	26.02	0.38	0.81	1.01	9.74	4.08	2.76	3.38
TME.N	腾讯音乐	未评级	13.62	0.006	0.08	0.09	35.38	13.23	8.04	4.05

数据来源: wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

用户拓展不及预期的风险; 新入局者分流的风险; 政策性风险等。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032