



互联网公司的成长性陷阱及价值突围

2019/06/12

赵坤

S0740516080002

010-59013782

zhaokun@r.qlzq.com.cn

中泰证券研究所
专业 | 领先 | 深度 | 诚信

目 录

一、互联网行业的成长差异

二、互联网行业的竞态分析

三、互联网龙头的价值分析

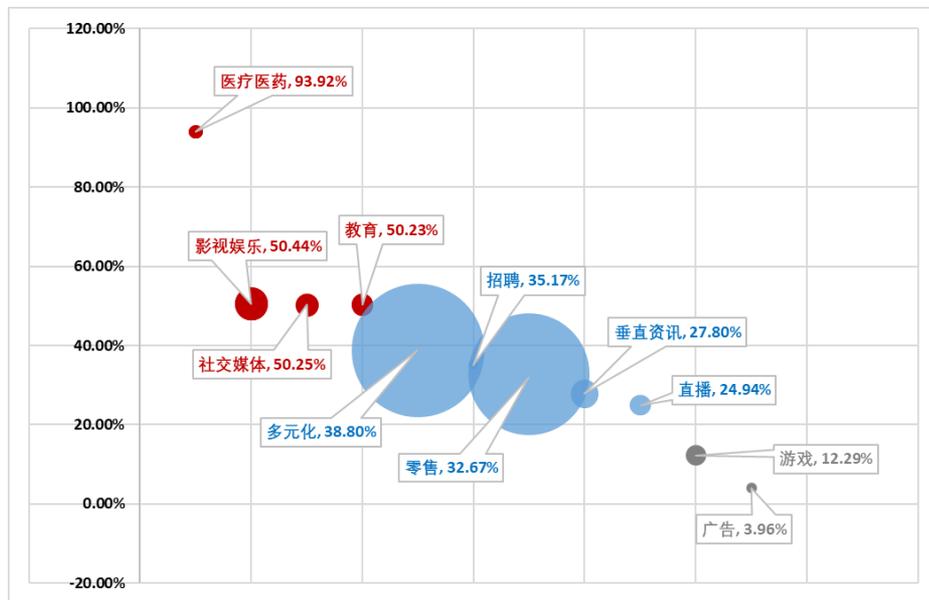
一、互联网行业的成长性差异

1.1 行业成长性分化明显

我们通过对港股/美股的共计80家互联网上市公司进行梳理，按照其对应的细分行业营收规模及最新同比增速进行排序，可以明显看到，低增速区间（ $\leq 20\%$ ）的行业为**游戏、广告**；中等增速区间（ $>20\%$ ， $\leq 50\%$ ）的行业为**直播、垂直资讯、零售、招聘、多元化**；高增速区间（ $\geq 50\%$ ）的行业为**教育、社交媒体、影视娱乐、医疗医药**。

其中，由于不同行业的增速背后的主要因素差异化较为明显（政策因素，行业发展阶段因素，上市公司样本因素），所以我们会在后面进行详细论述。重点来看，作为增速第一的医疗医药行业，对应着“线上线下医药流通”和“医疗服务溢价变现”的双成长逻辑；排名最为靠后的广告和游戏行业，其中互联网广告行业对应着“存量公司商业模式固化”的行业瓶颈。而游戏行业的增速问题，除了政策因素的限制，我们认为“劣币驱逐良币”的行业潜规则是制约其增速的潜在因素。

互联网上市公司行业增速及规模分布（百万元CNY）



数据来源：彭博、中泰证券研究所

一、互联网行业的成长性差异

1.2 竞争重心的拐点变化

虽然整体互联网用户的规模基数开始进入放缓通道，在两年前就形成共识，但是流量规模依然是衡量互联网上市公司的基础指标。我们通过近两年的互联网月独立设备数和用户时长这两项指标，可以明显的看到，2019年Q1用户规模绝对增量已经开始出现下降，人均月度/单日上网次数同比增速也开始收缩，相对应的用户时长的增速在逆势向上。

所以，对应的互联网公司所对应的竞争重心亦开始从“流量”向“用户留存”转移，而对应的经营性指标分析，也需要从“活跃用户数”向“活跃用户时长”和“单用户消费值”转移。当然考虑到每个细分行业的互联网化程度不同，我们认为也需要区分分析。（**横向比较的效果最佳**）

2017年1月-2019年3月中国移动互联网用户规模



数据来源：艾瑞咨询、中泰证券研究所

2017-2019年3月中国移动网民注意力的变化-月度



2017-2019年3月中国移动网民注意力的变化-人均单日



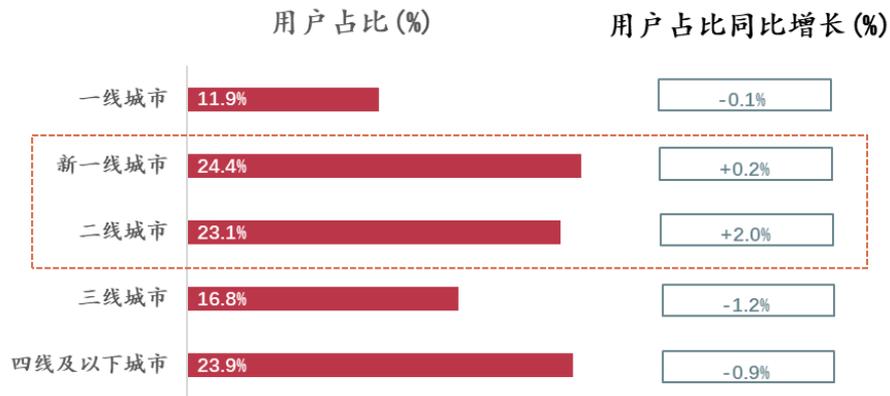
数据来源：艾瑞咨询、中泰证券研究所

一、互联网行业的成长性差异

1.3 区域下沉的错误认知

我们通过对比2018Q1和2019Q1的各城市区域用户独立设备数占比可以看到，新一线城市和二线城市用户占比为正增长，三四线城市的用户占比为负增长，虽然数据可比性本身存在一定的波动，但是基本上同长期人口城镇化的趋势保持一致性（该数据的长期有效性可以持续跟踪）。

从商业逻辑上来看，我们认为互联网商业模式的区域下沉有效性，更多的体现在线下渠道的下沉，如物流渠道下沉、体验门店下沉、溢价服务下沉（教育、医疗刚需服务），而非一概而论的全行业受益逻辑。



数据来源：艾瑞咨询，中泰证券研究所

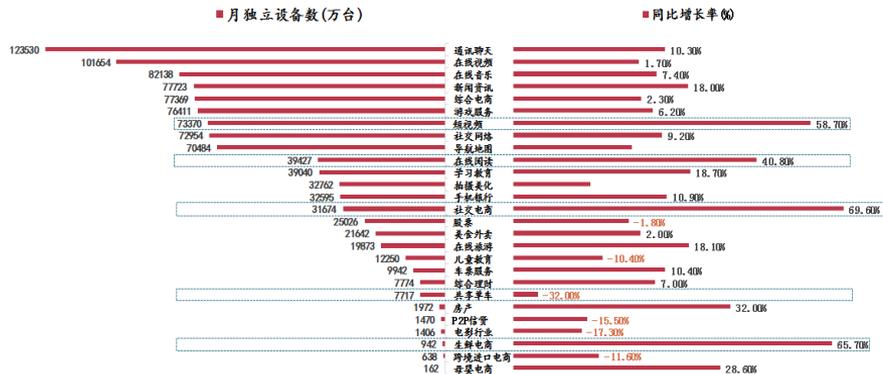
一、互联网行业的成长性差异

1.4 互联网商业模式的“数据支撑”

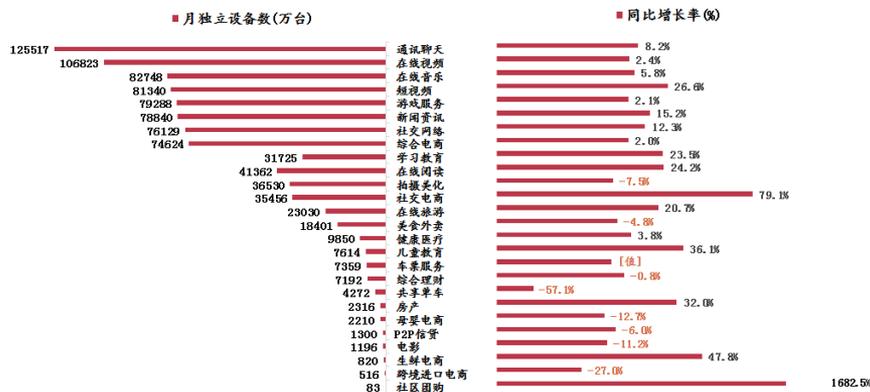
通过对2018年12月份和2019年3月份的用户独立设备数进行交叉对比，我们可以明显看到，部分行业出现了绝对数的持续下滑，如拍摄美化、共享单车、电影、跨境电商。而单独参考3月份数据，我们可以看到，美食外卖、车票服务、综合理财、母婴电商、P2P信贷这些行业出现了明显下滑，同时结合这些细分行业所对应的互联网发展阶段（特别是行业集中度），我们可以认为，至少拍摄美化、美食外卖、母婴电商、电影等行业需要考虑用户流量留存和高质量转化的问题。

相较而言，结合设备基数和同比增速，我们也可以看到，生鲜电商、儿童教育、健康医疗、在线旅游处还存在用户绝对规模和有效转化的双成长驱动。而集中在头部的细分行业，由于绝对规模的天花板限制，未来战略的考量重心也需要开始向用户留存和收益转化进行考量。

2018年12月中国移动互联网热门行业月独立设备数和同比增速



2019年3月中国移动互联网热门行业月独立设备数和同比增速



数据来源：艾瑞咨询，中泰证券研究所

二、互联网行业的竞态分析

2.1 互联网医疗医药

由于医药流通的互联网化受到政策强约束，而导致线下拓展的区域壁垒极强，但是近两年，无论是传统医药渠道商，还是互联网医药平台，均依靠成熟的快递物流网络，实现了线下渠道的快速扩张。

虽然整体行业的业态仍处于自由竞争，但是从已上市公司的经营状况来看，中期的商业逻辑开始向实现医药平台用户的“**医疗咨询溢价**”和“**增值医疗服务**”转化。前者主要对应着“**医师资源的整合**”（自有医师和线上注册医师），后者主要对应着**医院资产/资源的整合**（自投资医院和**第三方合作医院**），而对应的行业红利亦开始从医药流通向医疗需求的供需平衡及增值医疗服务转化（海外就医、消费型医疗险）

非处方药(OTC)全渠道市场规模



数据来源：凯度咨询，中泰证券研究所



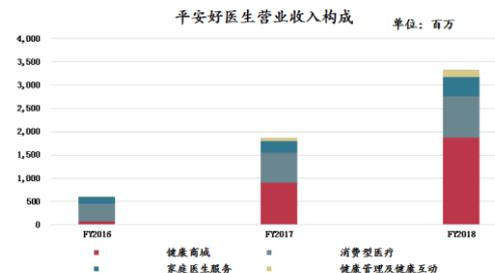
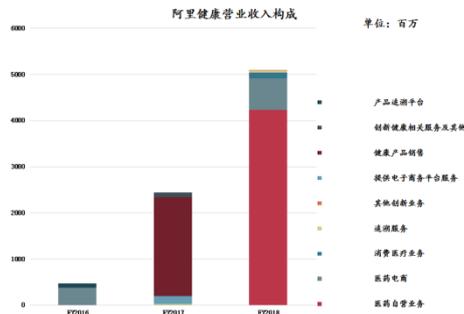
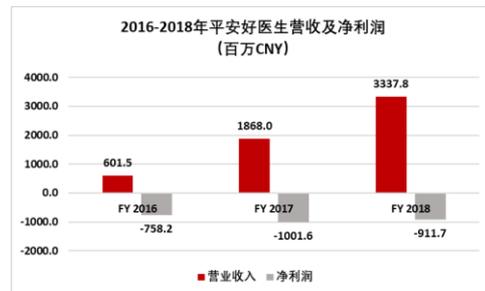
数据来源：凯度咨询，中泰证券研究所

二、互联网行业的竞态分析

2.1 互联网医疗医药

平安好医生2018财年，家庭医生服务（毛利率40.1%）营收规模为410百万元，消费型医疗（毛利率为46.2%）营收规模为905百万元，合计为1315百万元，接近其健康商城（毛利率为10.8%）营收规模1864百万元。

阿里健康2018财年，医药电商平台营收规模为689.98百万元，医药自营业务营收规模为4226.95百万元，增速相对明显,分别为296.8%、91.3%。而消费医疗业务营收规模为128.25百万元，同比增速为275.5%。



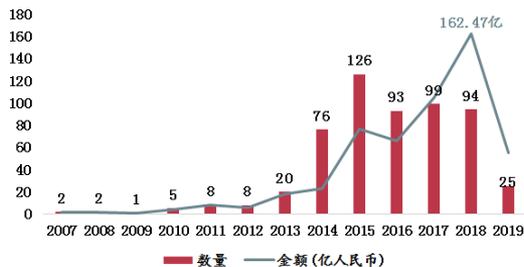
数据来源：公司公告，中泰证券研究所

二、互联网行业的竞态分析

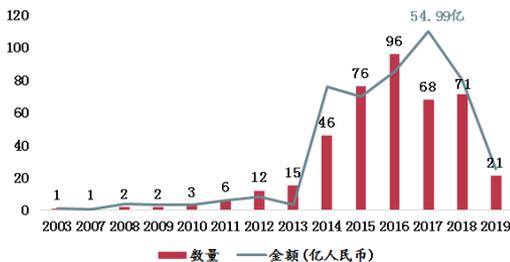
2.2 互联网教育

我们通过整理2007-2019Q1，学科教育、职业教育、素质教育三个细分方向的一级市场投资规模和案例数可以看到，学科教育和职业教育在经历了2015年和2016年的投资数量峰值后，资本集中度开始提升，相对应的行业集中度亦开始提升，而素质教育应处在快速繁荣期。从整体行业来看，K12和Steam教育的线下场景受到了明显的区域限制，而集中在线上互联网平台上，整体行业的增速相较稳定（好未来营收占据所有互联网教育上市公司营收规模近一半）。

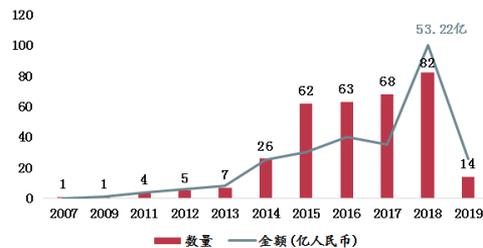
学科教育被投企业和投资金额



2003年至今职业教育培训投资变化



素质教育被投企业和投资金额



数据来源：亿欧智库，中泰证券研究所

二、互联网行业的竞态分析

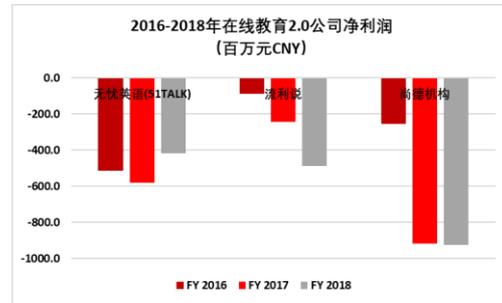
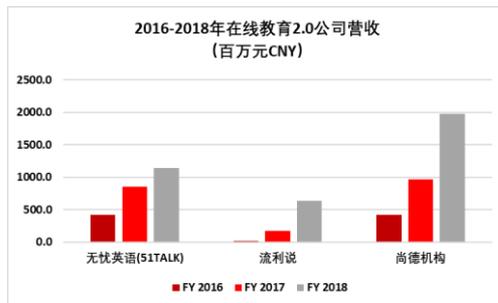
2.2 互联网教育

对应的上市公司标的，其主营业务主要集中在K12和职业教育，部分公司虽涉猎Steam，但短期并未成为战略业务重心。并且**从实现盈利的角度来看，K12及职业教育板块公司开始进入盈利阶段（当然持续性主要同经营层面相关）。**

相较而言，**流利说、无忧英语等单一性互联网上市公司**面临着“**进入门槛过低**”（间接导致行业集中度过于分散）、“**地推资源负担较重**”等问题。所以其盈利性拐点仍然需要进一步观察。从长期的可行性路径来看，好未来的“作业帮”等线上APP具备互联网属性和C端持续变现的空间，通过对比该两类公司，可以明显看到，开放式商业模式的盈利路径有待观察。



数据来源：彭博、中泰证券研究所



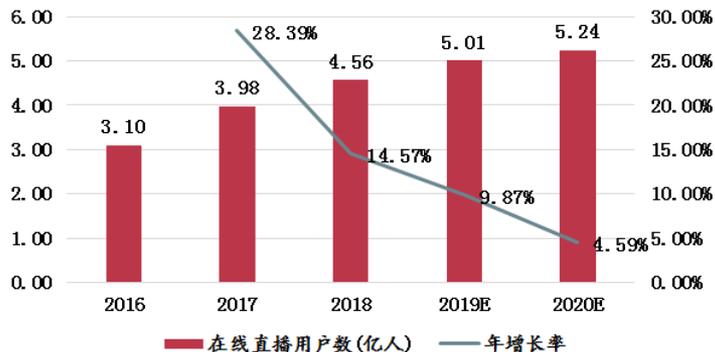
数据来源：彭博、中泰证券研究所

二、互联网行业的竞态分析

2.3 互联网直播

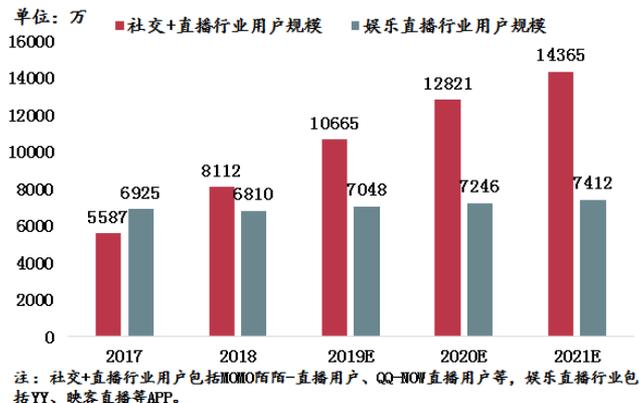
整体在线直播在近两年已经开始进入明显增速下滑通道，同时在企业经营层面，“限娱令”的政策因素和“短视频媒介”行业竞品因素，均导致传统的娱乐直播平台收到直接冲击，在还原直播平台行业的商业逻辑后，其实就是从“直播内容”向“营销内容”的转化，而实现工具相对多样化，如游戏内容、社交内容、产品内容。但是短视频的快速崛起不仅从用户流量和用户时长上，侵占了大部分直播平台的存量业务，同时由于内置的“直播端口”，亦进一步侵蚀其增量市场。所以在当前时点，我们需要继续提醒娱乐直播平台未来存在的经营性风险，同时也存在着行业集中度提升后的投资机会。单纯就方向而言，基于“社交”内容的直播平台在长期的营销逻辑上价值更强。（游戏直播对应着游戏市场的需求性，长期机会存在，短期政策受限）。（**社交媒体、资讯媒体的营销界限日趋模糊**）

2016-2020中国在线直播用户规模及预测



数据来源: QuestMobile, 中泰证券研究所

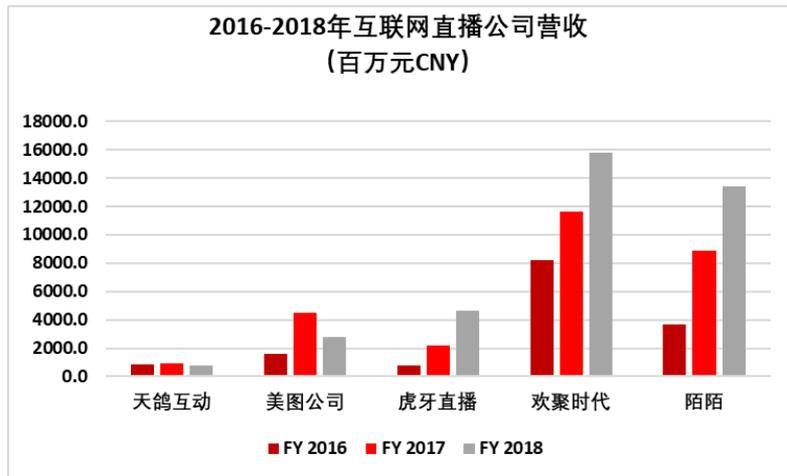
月活跃用户规模趋势



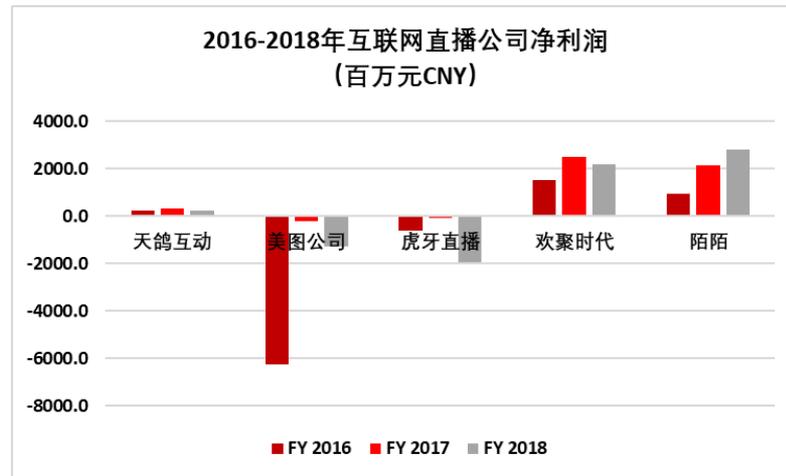
二、互联网行业的竞态分析

2.3 互联网直播

从已上市的直播平台公司中，我们可以直接看到，虎牙直播（游戏直播）、欢聚时代（娱乐直播+游戏工具）、陌陌（社交直播）三家公司的营收规模增长相对稳定，但是在盈利性转换上，陌陌和欢聚时代明显优于虎牙直播，当然这也跟虎牙目前所处的细分行业境遇有关，**一方面为游戏行业的政策限制所带来的直播效应两极分化（国产游戏弱势），另一方面为营销路径尚未清晰（这个过程也是未来行业集中度提升的过程）。**



数据来源：彭博、中泰证券研究所



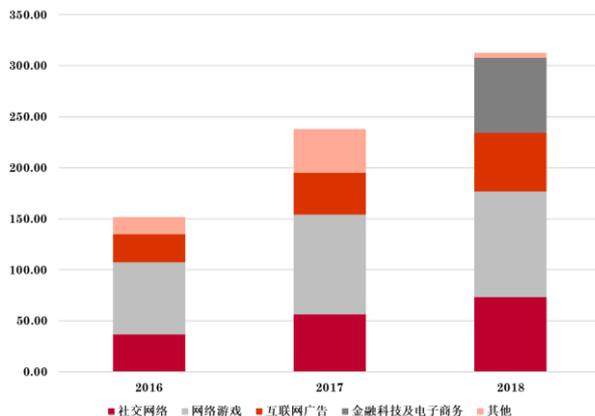
数据来源：彭博、中泰证券研究所

三、互联网龙头的价值分析

3.1 腾讯控股：多元化突围

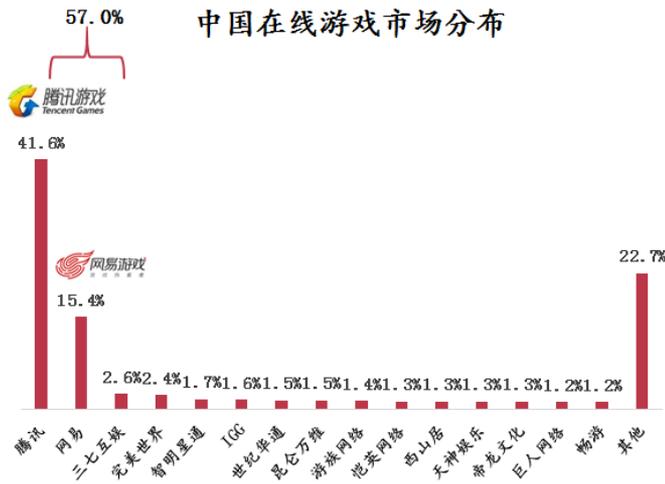
从公司近三年的营收结构变化来看，围绕着微信/QQ所展开的游戏业务、广告业务基本接近稳定增长的态势，近一年，微信小程序（电子商务、广告营销），微信支付（电子商务、金融科技），微信小视频（社交工具、广告营销），为腾讯多业务链条贡献很强的用户变现增量，但是从微信本身的产品性来看，逐渐臃肿的产品架构将会缓慢侵蚀其用户体验和长期竞争力。聚焦游戏产业，虽然受到政策影响，其季度波动性较为明显，但是在全年维度，游戏市场的供需结构仍然表现为供弱于求的态势。**对于腾讯游戏而言，而来可能出现“自研”+“代理”双强态势，而风险层面除了需要关注国内的政策风险，建议关注海外市场的拓展或许存在不达预期的可能性。**

2016-2018年腾讯控股营收结构（百万元CNY）



数据来源：彭博、中泰证券研究所

中国在线游戏市场分布



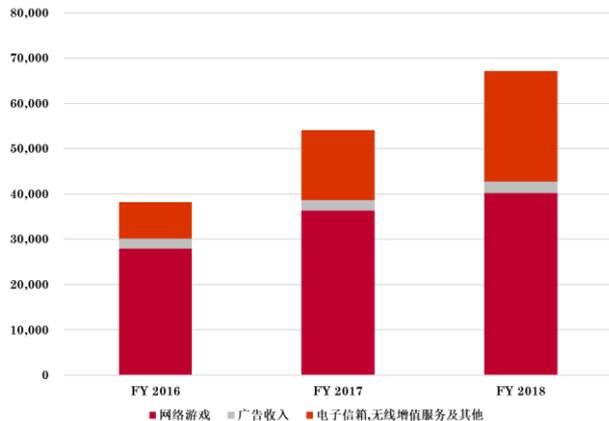
数据来源：mobdata，中泰证券研究所

三、互联网龙头的价值分析

3.2 网易：双驱动发力

单纯从业务结构上来看，网易的游戏业务仅次于腾讯，并且形成了以“国外独家代理”和“国内自主研发”的双线驱动。同时从产品结构上，**网易的PC游戏和移动游戏占比分别为30%、70%（小幅波动）**。这种结构的合理性，就在于网易能够保持移动手游的持续高质量研发，同时保持运营质量。而在此基础上，以“网易考拉”和“网易严选”为业务主体的电子商务业务的增长，其增速更加明显。所以目前来看，网易的业务营收驱动主要以“游戏+零售”为主。除了我们在上面所提到的游戏业务维系的根基，**对于海外代购（网易考拉）和优品电商（网易严选）在经历了规模扩张期后，面临着资本竞争亦发激烈的业态，盈利性转变需要持续观察。**

2016-2018年网易营收结构（百万元CNY）



数据来源：彭博、中泰证券研究所

在线游戏净收入和毛利



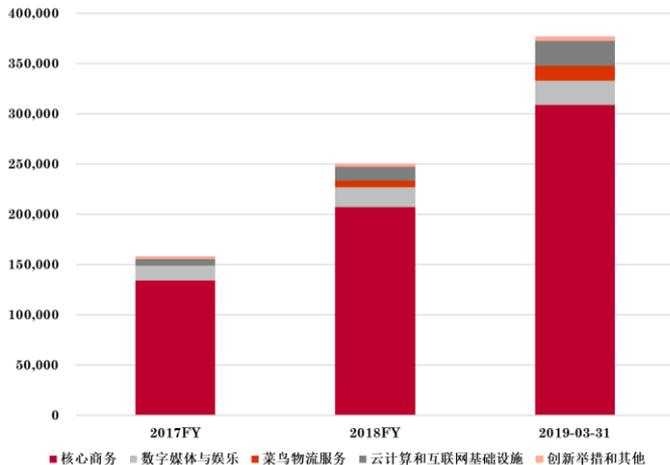
数据来源：公司公告，中泰证券研究所

三、互联网龙头的价值分析

3.3 阿里巴巴：紧贴消费主线

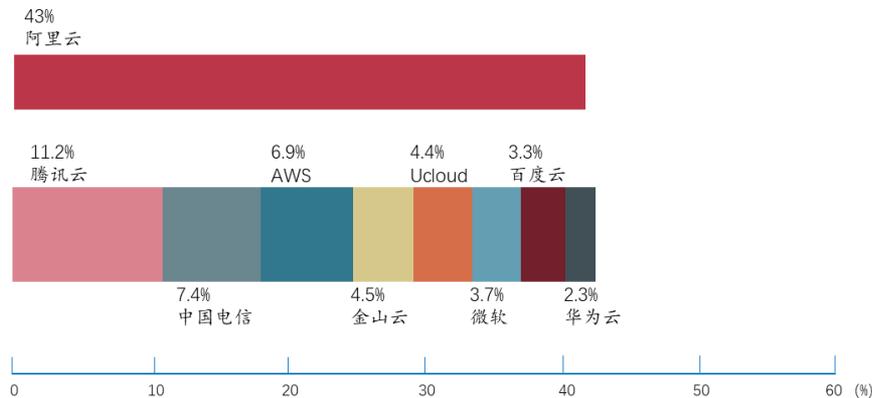
就目前来看，阿里的营收驱动主要来自于“核心商务”（主要为零售业务）和“云计算”，核心商务主要包括了线上线下零售平台（淘宝、天猫、速卖通等）、国际零售平台、菜鸟物流等。虽然其淘宝和天猫的GMV增速在近几年持续下降，但是考虑到区域下沉的用户增量，在一段时间仍能保持双位数增长。（人均GMV的下降和经营重心变化的关联性需要持续关注）。而至于云业务，阿里云始终保持着中国市场公有云的第一地位，同时考虑到其亏损率存在持续收窄的趋势，预期随着市场集中度持续提升和规模优势愈发突出，盈利性拐点的预期也将持续加强。

2016-2018年腾讯控股营收结构（百万元CNY）



数据来源：彭博、中泰证券研究所

2018年H1中国公有云市场占比（百万元CNY）



数据来源：IDC，中泰证券研究所

风险提示：

- 1、互联网资产价格的系统性风险
- 2、行业政策存在较强的不确定性预期
- 3、技术加速革新对现存互联网商业模式潜在冲击

重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。