



传媒行业深度报告——

流媒体：用户见顶、头部集中和深耕变现

■ **流媒体主要包括在线视频、短视频和直播，它是移动互联网时代的典型娱乐应用。**随着互联网信息技术升级，移动流量接入大幅增长，流媒体这类高耗流量的应用的使用量大增，在线视频、短视频、网络直播合计使用时长占比达 27%，仅次于社交网络居第二位。**流媒体整体市场规模 1871 亿元。**上述三类细分行业分别为 888、467、516 亿，其中短视频贡献收入增量的绝大部分。**行业的变现方式主要为广告、会员、打赏分成等**，各细分行业有所不同，可以归因为运营模式中内容和互动关系的差异。

■ **细分领域中短视频是生力军，在线视频和直播加驻生态壁垒。**其中，**在线视频**用户渗透率接近上限，内容自制产业链深耕是未来方向；**短视频**处于用户红利末期和变现初期，还将较快增长；**直播行业**中游戏直播和娱乐直播出现分化，前者格局趋于稳定，向头部平台集中，后者由于短视频等新流量进入，格局尚未稳定，需精细化运营以加大主播和用户的粘性。

■ **估值方面，建议从技术演进和互联网巨头生态两大背景下综合评估。**中长期来看，流媒体作为互联网 3G、4G 技术后才兴起的一类互联网业态，未来有可能进一步受到 5G、VR 的推动，整体仍处于成长期；中短期移动互联网红利基本释放完毕，将向龙头集中。我们分别用 **PS 估值法和单位用户估值法梳理了相关流媒体公司**，发现短视频、游戏直播的 PS 估值相对更高，PS（短视频、游戏直播）> PS（在线视频）> PS（娱乐直播）；单用户市值差别较大，建议具体操作中，选取商业模式相同的公司作为对标，根据 ARPU 值的差异大致估算其适用的单用户市值。

■ **流媒体场景价值表现为其年轻化的用户生态和自带“社交-社群-粉圈”关系。**这与零售银行的线上客群定位和深度开发较为契合。在当前传统银行机构纷纷布局自己的移动端生态的背景下，联合流媒体进行合作推广，彼此赋能，不失为“双赢”选择。

■ **布局建议：**（详见原文报告，如需报告原文请以文末联系方式联系招商银行研究院）。**风险提示：**1) 行业监管趋严或出现违规整顿事件；2) 技术风险，5G 加速行业迭代。

夏雪

行业研究员

☎： 0755-83165382

✉： xiaxue001@cmbchina.com

相关研究报告

《行业深度：互联网洗礼下的影视行业“量变”到“质变”》
2019.6.21

目录

一、 流媒体分类和行业格局	1
1.1 流媒体是移动互联网时代的典型应用	2
1.2 流媒体行业概况和盈利模式	3
1.2.1 流媒体市场规模和细分行业概况	3
1.2.2 在线视频和网络直播相比短视频行业的发展更为成熟	4
1.2.3 盈利模式：广告、会员、打赏分成等	5
1.2.4 内容和互动差异决定不同运营变现方式	6
二、 流媒体细分领域：短视频是生力军，在线视频、游戏直播加驻生态壁垒	8
2.1 在线视频：用户渗透率接近上限，产业链深耕是未来方向	8
2.1.1 互联网红利的下半场，看用户 ARPU 值提升	9
2.1.2 用户付费驱动在线视频 ARPU 提升	10
2.1.3 内容的精品化及全产业链	11
2.2 短视频：处于用户数增长末期，变现初期	12
2.2.1 移动短视频呈“两超多强”，尚未定局	13
2.2.2 立于社交，兴于技术，成在内容	14
2.2.3 社交化、资讯化将加筑短视频用户生态，变现才刚刚开始	16
2.3 网络直播：游戏直播向龙头集中，泛娱乐直播被短视频分流	17
2.3.1 直播产业链模式及壁垒：主播+公会	18
2.3.2 游戏直播：腾讯战投斗鱼虎牙稳定格局，斗鱼扩张更积极	20
2.3.3 娱乐直播：多强纷争又面临新进入者分流，寻求精细化运营	22
三、 从媒体形式演进和 BATT 生态看视频流媒体估值	24
3.1 信息技术推动媒体形式演进，5G 渐进流媒体可以更乐观	24
3.2 短期互联网流量见顶，BATT 分割大盘，头部效应明显	25
3.3 流媒体估值：PS 法和单位用户估值法	27
3.3.1 PS 估值及主要互联网公司情况	27
3.3.2 单位用户估值及可比公司情况	29
四、 流媒体用户场景价值：年轻化、高粘性	31
4.1 年轻化用户生态，与银行线上拓客定位契合	31
4.2 自带“社交-社群-粉圈”关系，利于垂直用户深耕	32
五、 布局建议	33
六、 风险提示	33

图目录

图 1: 视频流媒体的主要类型及公司	1
图 2: 社交媒体内容演变路径	2
图 3: 中国移动互联网接入流量: 亿 GB	2
图 4: 2018 年细分行业的移动用户时长占比	2
图 5: 移动互联网二级行业时长占比 (2018.6)	3
图 6: 移动互联网二级行业时长增量占比 (2019.6)	3
图 7: 视频流媒体市场规模: 亿元	3
图 8: 中国网民、网络视频、直播用户数: 亿	4
图 9: 流媒体细分行业用户数: 亿	4
图 10: 流媒体细分行业所处发展阶段	5
图 11: 流媒体变现方式	7
图 12: 在线视频发展历程	8
图 13: 在线视频三强“爱优腾”及搜狐视频月活 MAU: 万	9
图 14: 在线视频付费收入快速提升	10
图 15: 爱奇艺会员服务收入: 亿元	10
图 16: 爱奇艺收入结构占比	10
图 17: 在线视频自制内容发展	11
图 18: 移动短视频发展历程	12
图 19: 短视频现有格局及渗透率	13
图 20: 主要短视频 APP 月活数 (2019.6): 亿	14
图 21: 短视频处于“用户留存”的阶段	15
图 22: 短视频内容创作体系	15
图 23: 短视频多种商业模式刚刚开始	16
图 24: 网络直播发展历程	17
图 25: 历年直播行业收入情况: 亿元	18
图 26: 网络直播产业链	19
图 27: 2018 映客、虎牙、斗鱼的营业成本结构	19
图 28: 映客、虎牙、斗鱼的毛利率	19
图 29: 游戏直播平台设备数: 万 (2019.6)	20
图 30: 斗鱼、虎牙付费用户数: 百万	20
图 31: 斗鱼虎牙的内容成本占营业成本比例	20
图 32: 直播平台游戏礼物收入: 万 (2019.8.8)	20
图 33: 2018 年斗鱼成本结构	21
图 34: 2018 年虎牙成本结构	21
图 35: 斗鱼 VS. 虎牙主播收入分布 (2019.6)	22

图 36: 七大主要娱乐直播平台 2019 年上半年流水: 亿元	22
图 37: 前 10000 名头部主播的收入分布	23
图 38: 直播行业公会地图	23
图 39: 技术推进媒体形式演进	24
图 40: 媒体演进的功能优化	25
图 41: 中国移动互联网月活数: 亿	25
图 42: 移动互联网人均单日使用时长: 小时	25
图 43: 移动互联网巨头 BATT 使用时长占比	26
图 44: 腾讯系使用时长内部占比	26
图 45: 头条系使用时长内部占比	26
图 46: 细分领域用户数和使用时长 (2019.6)	27
图 47: 腾讯系和头条系视频直播使用时长: 分钟	27
图 48: 部分互联网公司所处发展阶段列举	29
图 49: 在线视频用户年龄分布 (2019.6)	31
图 50: 短视频用户年龄分布 (2019.6)	31
图 51: 各家银行 APP 产品矩阵 (2019.6)	31
图 52: 招商银行&掌上生活去重 MAU (2019.6)	31
图 53: B 站主打沉浸式的二次元体验	32
图 54: 腾讯视频现象级造星节目《创造 101》	32
图 55: 抖音 TOP15 美妆达人粉丝及播放量 (2019.3)	33

表目录

表 1: 流媒体细分行业概况	4
表 2: 流媒体行业主要盈利模式及典型公司收入结构	6
表 3: 斗鱼 VS.虎牙承揽赛事 (2018)	22
表 4: 娱乐直播头部公会估值 (2018.6)	23
表 5: 主要社交资讯和娱乐类互联网上市公司 PS 估值 (20190911): 亿元	27
表 6: 主要社交和娱乐类互联网上市公司单用户估值 (20190911): 亿元	30
表 7: 《创造 101》22 强微博粉丝数据 (2018)	32

流媒体作为一类新兴的互联网应用，其在整个互联网使用时长的占比越来越高，并且作为新兴业态尚处于不断裂变、分化、聚合的过程中，因此对其发展脉络和成长路径的研究和总结，可以帮助我们更好的理解和把握中长期趋势，以及与我行业务结合的方式。

一. 流媒体分类和行业格局

流媒体又称流式媒体，是指以流式技术实现在线传输影音实时观看的互联网音视频媒体产品。流媒体可以分为视频流媒体和音频流媒体。本报告主要讨论流媒体中的视频流媒体行业，可分为长视频（在线视频）、短视频和直播。

- ◆ 长视频：爱奇艺、腾讯视频、优酷、芒果TV、B站等；
- ◆ 短视频：抖音、快手、西瓜、好看等；
- ◆ 网络直播：虎牙、斗鱼、YY、映客、花椒等。

图 1：视频流媒体的主要类型及公司



资料来源：招商银行研究院

1.1 流媒体是移动互联网时代的典型应用

互联网 3G/4G/5G 技术的迭代升级，带来流量接入的迅速增长，互联网媒体内容也从文字、图片到视频进行着升级。随着用户使用流量的单位成本降低，媒体内容越来越丰富。视频等流媒体已成为移动互联网时代的重要内容。

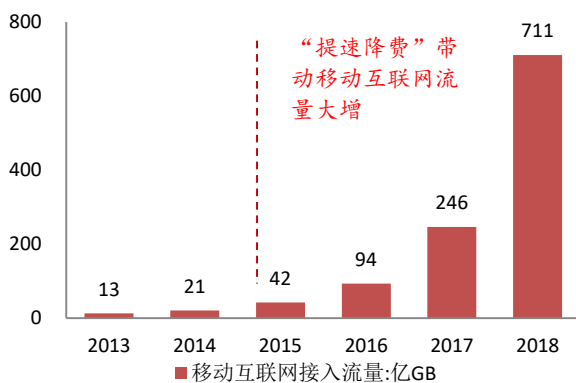
图 2：社交媒体内容演变路径



资料来源：招商银行研究院

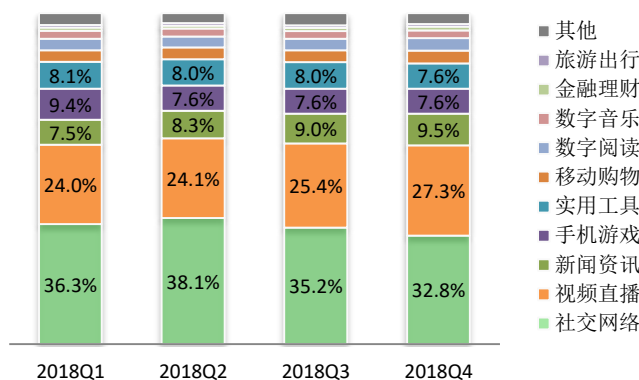
从移动互联网接入流量来看，2015 年前后，随着三大电信运营商的降费提速，移动流量大幅增长，伴随的是移动 APP 特别是流媒体、手游等使用流量较大的应用获得快速发展。从移动互联网的用户使用时长来看，视频直播（长视频+短视频+直播）合计使用时长占比达 27%，仅次于社交网络，两者合计约占到用户使用时长的 60%左右。

图 3：中国移动互联网接入流量：亿 GB



资料来源：中国互联网络信息中心，招商银行研究院

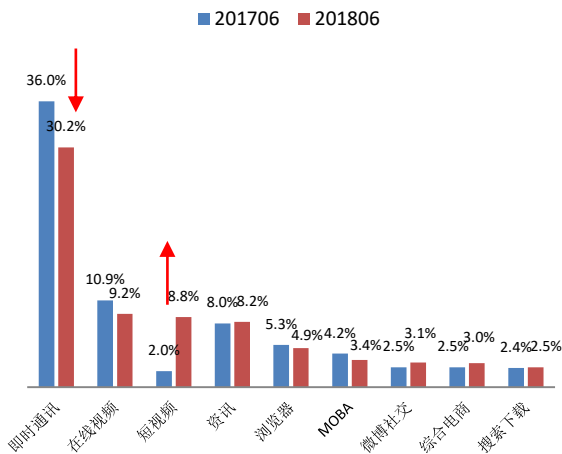
图 4：2018 年细分行业的移动用户时长占比



资料来源：极光大数据，招商银行研究院

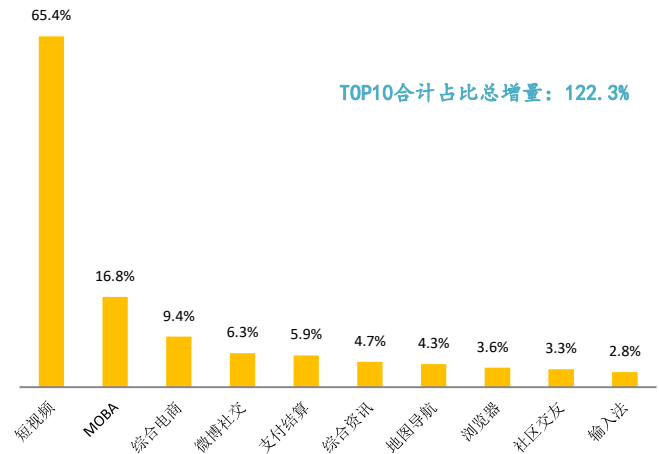
从移动互联网二级行业来看，在线视频、短视频的用户时长仅次于即时通讯，居第二和第三位。2019年6月短视频贡献了用户使用时长同比增量的65%。可以看出，视频流媒体在移动互联网应用中占据绝对重要的地位，并且重要程度呈上升趋势。

图 5：移动互联网二级行业时长占比（2018.6）



资料来源：QuestMobile，招商银行研究院

图 6：移动互联网二级行业时长增量占比（2019.6）



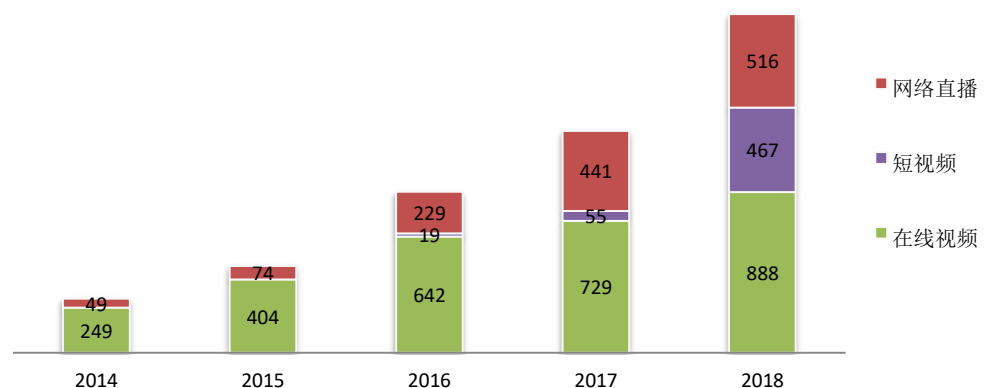
资料来源：QuestMobile，招商银行研究院

1.2 流媒体行业概况和盈利模式

1.2.1 流媒体市场规模和细分行业概况

视频流媒体市场规模近 1900 亿。行业头部效应明显，预计各细分行业中，第一梯队收入可占到整体行业的 60-80%。根据 CNNIC 报告，2018 年在线视频、短视频、网络直播市场规模分别约 888、467、516 亿。

图 7：视频流媒体市场规模：亿元



资料来源：CNNIC，招商银行研究院

从用户数来看，2019 上半年网络视频（在线视频+短视频）用户数 7.59 亿，环比去年末增 4.7%；网络直播的用户数达 4.33 亿，环比去年末增 9.2%。

表 1：流媒体细分行业概况

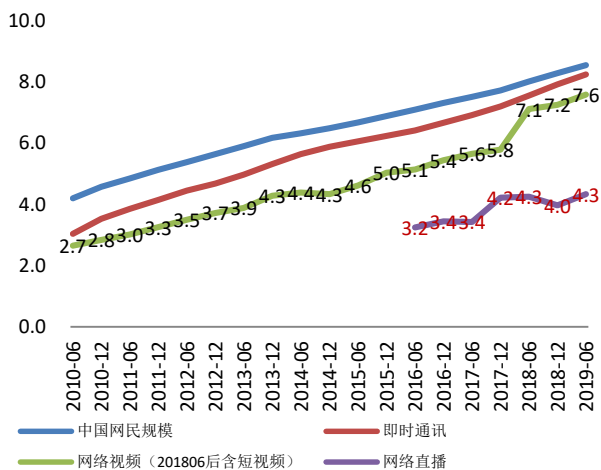
视频流媒体 细分行业概况		在线视频		短视频		网络直播			
						娱乐秀场直播		游戏直播	
运营模式		平台买断电视剧、娱乐节目、电影等版权并在线提供订购放映		用户在平台上传并分享15-60s的视频，近期延长到15min		主播通过平台现场直播游戏、表演、商品等			
用户情况	用户数：亿 (2019H1)	6.39	2016H2-2019H1 (5.45-6.39)	6.48	2016H2-2019H1 (1.91-6.48)	2.05	2017H2-2019H1 (2.20-2.05)	2.43	2017H2-2019H1 (2.24-2.43)
	月活MAU：亿 (2019Q6)	9.64	同比+2.4%	8.21	同比+32.3%				
	月均使用时长： 小时	12.8	同比-5.4%	22.3	同比+8.6%				
行业格局		三超多强	第一梯队：爱奇艺、腾讯视频、优酷	两超多强	第一梯队：抖音、快手	多强	YY直播、映客、花椒	两超	虎牙、斗鱼

资料来源：CNNIC，上市公司年报，公开信息整理，招商银行研究院

1.2.2 在线视频和网络直播相比短视频行业的发展更为成熟

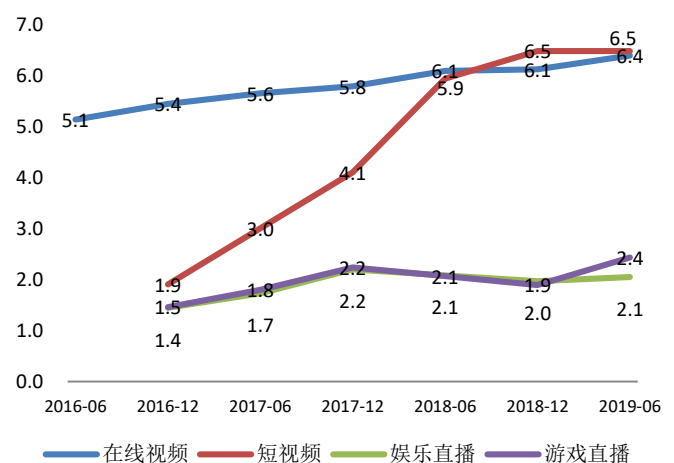
从用户数来看，在线视频和网络直播已经结束用户快速增长期，2019 年上半年分别达到 6.4、4.3 亿，对比全国网民数量 8.5 亿，以及即时通讯（几乎等于微信用户数）8.2 亿，结合其各自娱乐类型来看，预计已经处于较为上限的用户数区间。短视频在 2017、2018 年经历一轮快速用户增长，已达到 6.5 亿，预计处于用户快速增长的中后期。

图 8：中国网民、网络视频、直播用户数：亿



资料来源：CNNIC，招商银行研究院

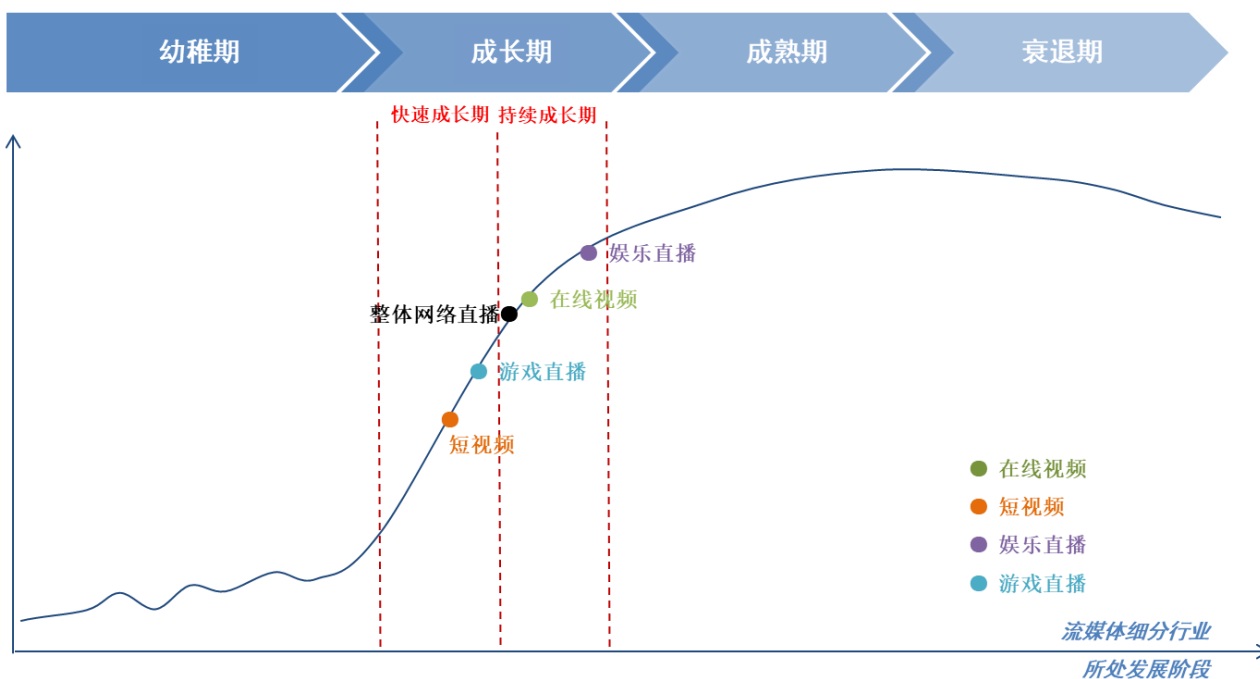
图 9：流媒体细分行业用户数：亿



资料来源：CNNIC，招商银行研究院

考虑到 5G 等信息技术的持续发展，视频流媒体仍处于成长期。从细分行业来看，在线视频和网络直播相比短视频行业的发展更为成熟。当前，在线视频和网络直播已有较为成熟的变现模式，处于龙头公司做产业链深耕或拓展加固流量生态圈的阶段。短视频行业处于变现初期，多类商业模式正在探索。

图 10：流媒体细分行业所处发展阶段



资料来源：招商银行研究院

1.2.3 盈利模式：广告、会员、打赏分成等

流媒体具有流量价值使其天然具有广告变现的模式。除此之外，在线视频还具有会员付费以及内容制作/运营等变现方式；短视频正在布局直播，预计未来直播也将成为其重要的一项收入，另外电商、知识付费等商业模式也处于孕育前期；直播行业主要以打赏分成收入为主。

表 2：流媒体行业主要盈利模式及典型公司收入结构

视频流媒体 细分行业		在线视频		短视频		网络直播			
						娱乐秀场直播		游戏直播	
盈利模式		流量变现-广告							
		内容变现-会员付费		关系变现-直播打赏（布局中）		关系变现-直播打赏			
典型公司		爱奇艺		抖音		YY直播（剔除虎牙）		虎牙	
营收及结构 (2018)	营业收入	250		190		104		46.6	
	广告	93		180				2.2	
	会员付费/ 直播收入	106		10				44	
典型公司		芒果TV		快手		映客		斗鱼	
注1: 抖音快手收入为估计值 注2: 饼图桔色为广告收入, 绿色为会员付费, 紫色为直播打赏	营业收入	56		200		38.6		36.5	
	广告	24		40		1.2		3.4	
	会员付费/ 直播收入	8.4		160		37		32	

资料来源：CNNIC，上市公司年报，公开信息整理，招商银行研究院

1.2.4 内容和互动差异决定不同运营变现方式

在线视频、短视频、娱乐直播和游戏直播的在内容和互动关系上的差异，决定了不同的运营变现方式。

在线视频的行业壁垒是其所拥有的版权内容价值，依靠不断购买最新剧集、节目等吸引观众观看，获取流量价值（互联网媒体广告）；同时还可通过独播或联播的方式垄断优质内容，促使观众付费订阅，获取内容变现价值（会员收入）；最后，以爱奇艺等一线在线视频网站还通过向产业链上游延伸，实现部分内容自制或投资，获取内容制作收益。

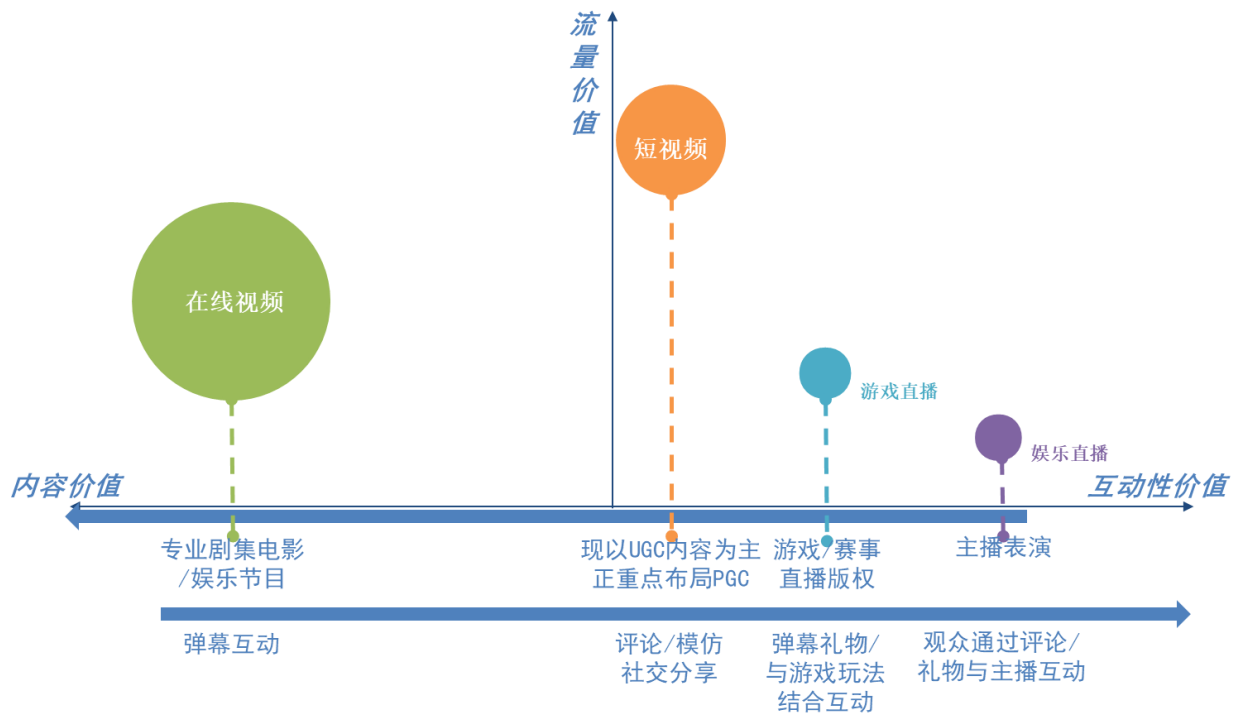
网络直播行业壁垒主要来自于主播。主播通过表演（游戏、个人秀等）以及现场交流互动，获得观众礼物打赏收入。相比以前的电视广播直播的单向交流，网络直播实现了主播与观众的双向互动，使之升级成为了一种一对多的社交关系。网络直播行业的变现方式不仅仅是基于其现场表演价值，更本质的是主播与观众之间的泛社交关系变现。游戏直播相比娱乐直播在内容上有一定壁垒，需有游戏或赛事直播版权；互动性上游戏直播弱于娱乐直播，但其可通过



与一些游戏结合玩法一定程度上加强双方互动。从产业链角度，直播平台可通过不断孵化“直播+”构筑和加强平台生态圈。

短视频行业的流量价值十分明显，相对长视频它的信息密度高，特别是爆款短视频往往开始 3 秒就会有爆点，可以短时间极大吸引人们的注意力。而且由于每个视频时间短，其单位时间的广告加载率上限可以非常高，因此信息流广告是其最大的一项收入。另一方面，抖音快手等短视频还具有社交属性，其主打的陌生人社交，使得一些 UP 主也具有了类似直播的一对多泛社交关系，因此，社交类短视频发力直播是可谓水到渠成。目前快手、抖音的直播业务已经做到了一线直播平台类似的收入量级，而且还保持较快的增长。

图 11：流媒体变现方式



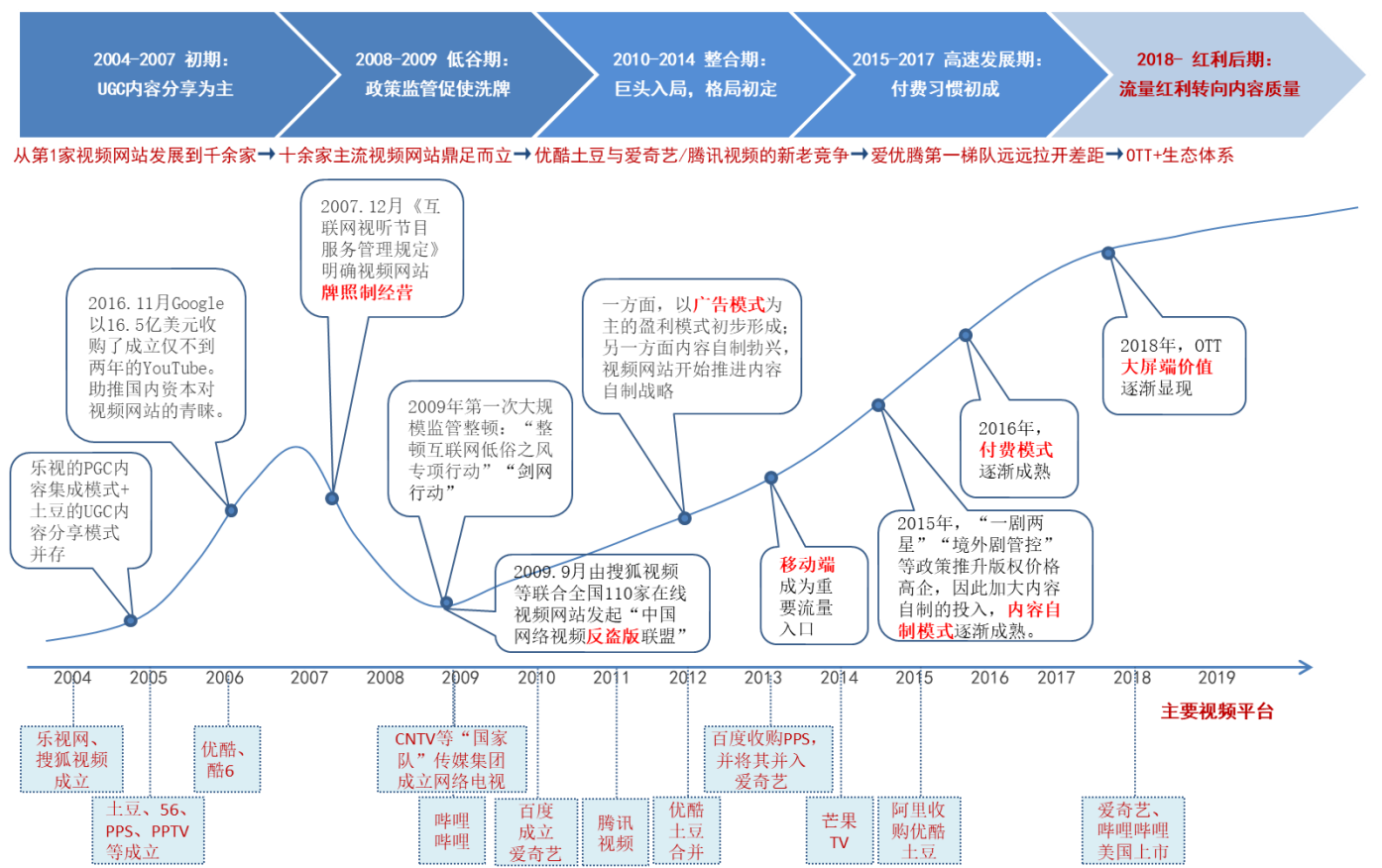
资料来源：招商银行研究院；注：这里的短视频主要指抖音快手等社交类短视频 App

二. 流媒体细分领域：短视频是生力军，在线视频、游戏直播加驻生态壁垒

2.1 在线视频：用户渗透率接近上限，产业链深耕是未来方向

我国在线视频从 2004 年兴起以来，先后经历了 2010 年前后互联网普及、2015 年前后移动互联网的普及两次技术推动，目前行业的用户渗透率已接近上限，收入增长将来源于对用户和产业链的深耕。

图 12：在线视频发展历程



资料来源：《视频网站“下半场”发展观察》周勇著，招商证券，招商银行研究院

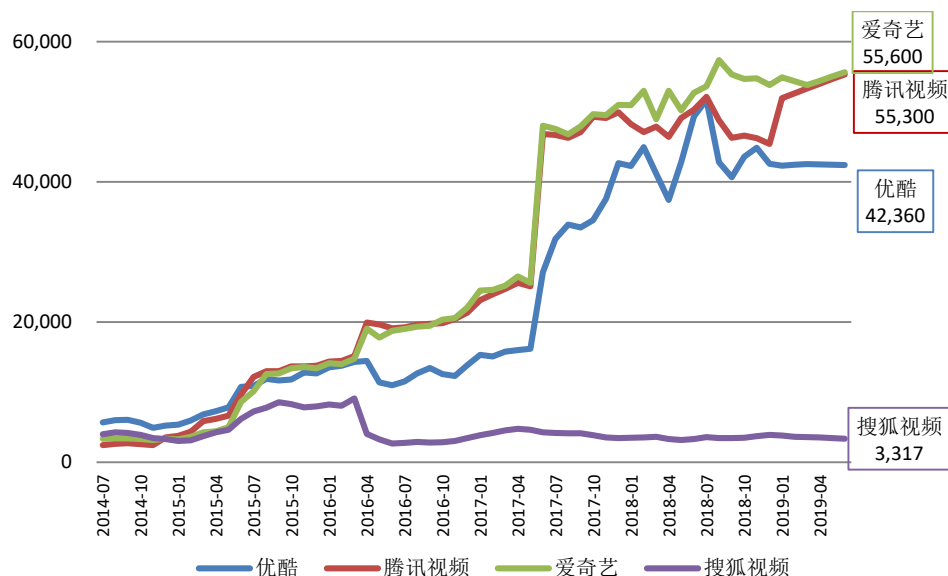
2008 年以前，我国在线视频行业十分分散，存在一大批中小视频网站，行业整体管理相对混乱。随着互联网视听网站牌照制和版权整顿的“剑网行动”，大大规范了我国网络视频行业，并使得中小视频网站被淘汰出局。2010、2011 年百度、腾讯相继成立爱奇艺、腾讯视频，进行独立的线上视频平台运作；2012 年优酷土豆合并，基本形成了网络视频三强格局。

到 2015 年，阿里收购优酷土豆，标志着 BAT 互联网巨头全部进入网络视频行业，随后优酷土豆在电视剧版权方面进行了追赶布局。随着 2018 年爱奇艺美股上市，在线视频行业仍将处于持续烧钱争夺用户的时期。一方面，在线视频的移动互联网红利逐渐到顶，流量方面还剩 OTT 大屏端价值还可以进一步深耕；另一方面，全产业链布局并构建自身生态体系将成为主要战略方向。

2.1.1 互联网红利的下半场，看用户 ARPU 值提升

2015 年受到“一剧两星”等播出政策的调整，电视剧版权价格大涨（详见报告《互联网洗礼下的影视行业“量变”到“质变”》），彼时搜狐视频退出一线版权争夺，行业仅剩 BAT 旗下爱奇艺、腾讯视频、优酷三强份额争夺战。截至 2019 年 6 月，三者月活数分别为 5.56、5.53、4.24 亿。

图 13：在线视频三强“爱优腾”及搜狐视频月活 MAU:万



资料来源：中国互联网络信息中心，招商银行研究院

在线视频行业拐点需要关注三强格局（MAU 份额）是否趋于稳定以及其收入端增速是否放缓两个方面：我们的结论是中短期行业难见拐点。

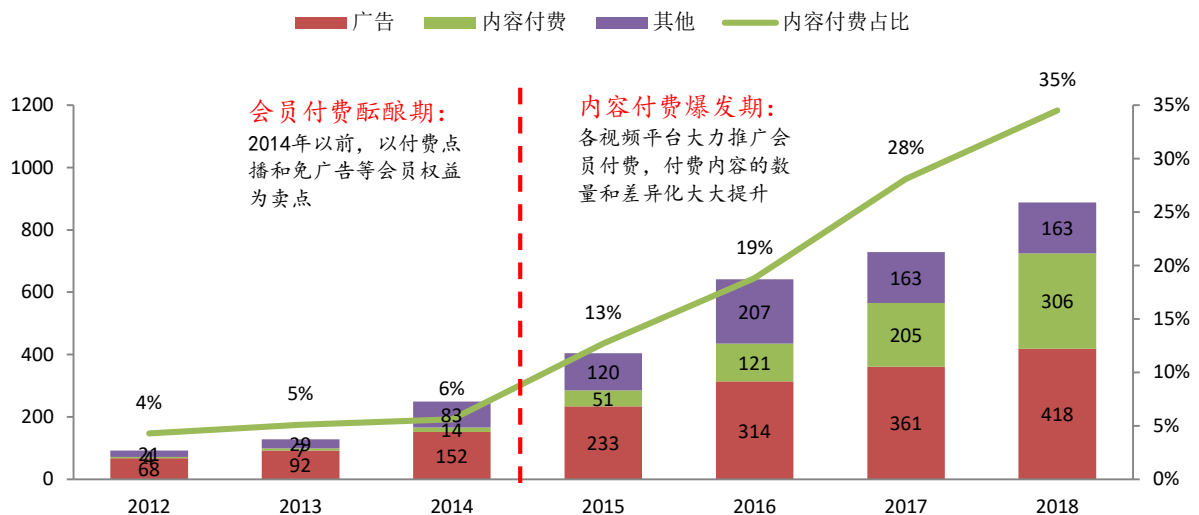
一方面，虽然受内容监管趋严的影响，三强份额 MAU 近一年来停滞不前。加之行业整体流量见顶，互联网红利已经兑现完毕，MAU 后续很难再像过去百分之几十或者上百的高增长。但是当前，我们认为 BAT 对旗下在线视频的定位仍是流量生态，盈利并不是中短期的重点，因此对份额的争夺还会继续。

另一方面，在线视频的付费习惯正在释放，未来一段时间收入还将因此保持明显增长。

2.1.2 用户付费驱动在线视频 ARPU 提升

根据 CNNIC 《2019 中国网络视听发展研究报告》，在线视频行业的付费用户及收入占比快速增长。截至目前，爱奇艺、腾讯视频的会员订阅量已经超过 1 亿。行业付费收入超 300 亿，占比整体行业营收的 35%。

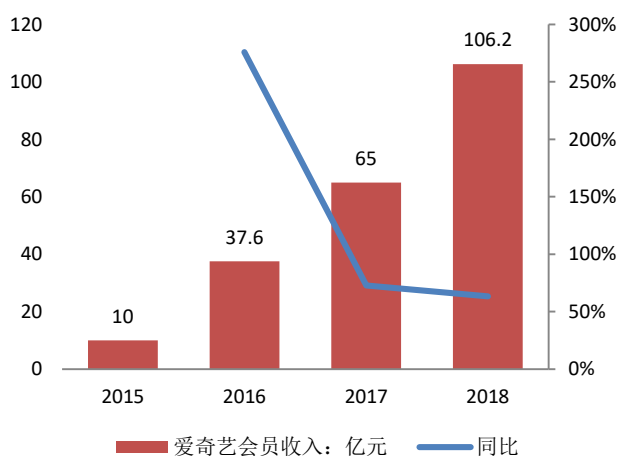
图 14：在线视频付费收入快速提升



资料来源：CNNIC，招商银行研究院

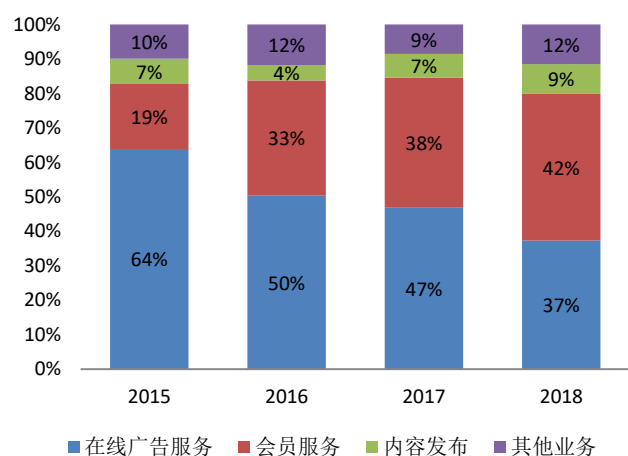
特别是一线视频平台，会员付费收入已成为的最大营收来源，并且仍保持较快增长。以爱奇艺为例，2018 年其会员付费收入 106 亿元，同比增长 63%，占比整体营收的 42%，已经超过其广告收入。

图 15：爱奇艺会员服务收入：亿元



资料来源：爱奇艺年报，招商银行研究院

图 16：爱奇艺收入结构占比



资料来源：爱奇艺年报，招商银行研究院

用户付费意识逐渐养成，并将贡献付费收入快速增长。一方面，“Z 时代”（1995-2010 年出生的一代）正在成为重要的付费用户群体，其对版权内容的付费意识比 85 后强。另一方面，付费习惯经过在线平台的几年推广之后逐渐养成。中期看，在线视频的付费率有望进一步提升，当前头部在线视频的付费率约为 18%左右，参考国外奈飞公司（Netflix）的付费率达 95%，我国会员付费收入还有很大提升空间。

2.1.3 内容的精品化及全产业链

用户流量见顶的大背景下，在线视频平台要想留存用户并提高用户的 ARPU 值，只能依靠精品化的内容和深耕产业链。沿着这两个思路，内容自制仿佛是唯一解决路径。而各平台很早就开始尝试内容自制，2014 年以前，在线平台以小成本投入进行自制的探索尝试，以乐视网《太子妃升职记》（单集投资 60 万）为代表。2015 年前后，在线平台将自制提升至战略高度，大规模自制网剧网综持续推出，头部平台逐渐形成独特的自制内容风格。在线平台的全产业链拓展在报告《互联网洗礼下的影视行业“量变”到“质变”》有详细论述，在此不再展开。

图 17：在线视频自制内容发展

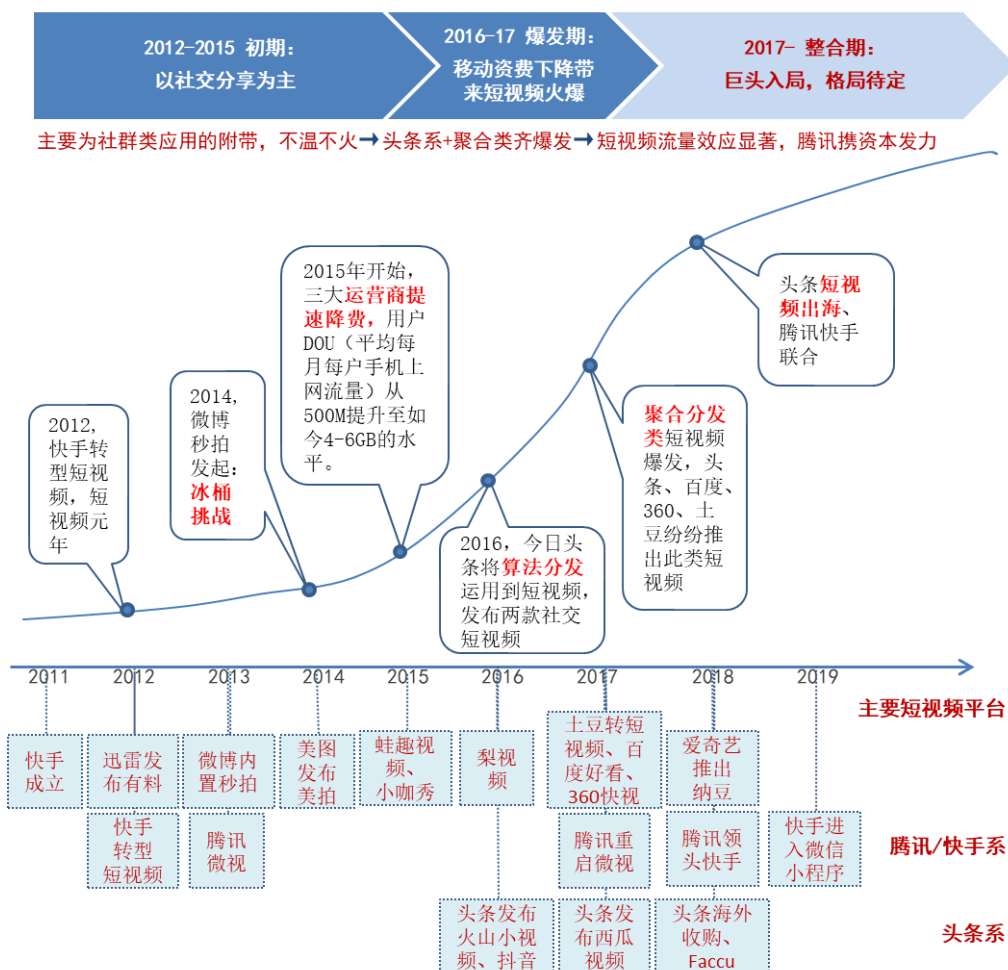


资料来源：公开资料整理，招商银行研究院

2.2 短视频：处于用户数增长末期，变现初期

从短视频的发展来看，移动互联网的加速发展和头条系抖音短视频的爆发是两个关键的触发因素，带来行业的快速增长。目前仍处于行业红利期。

图 18：移动短视频发展历程



资料来源：公开资料整理，兴业证券，招商银行研究院

短视频发展之初主要是以社交分享为主，一般是作为移动社交软件如微信、新浪微博等的一种升级功能，或是独立 app（微视）或内嵌功能（秒拍）形式。2012 年前后，是我国移动互联网正在兴起的时期，“文字+图片”式的社交分享方式已经无法满足用户需求，因此短视频应运而生。2012 年快手转型短视频，成为第一个“吃螃蟹的人”；但在短视频发展初期（2012-2015 年），发展最好的还是天然拥有社交流量巨头旗下短视频。当时，国内移动短视频市场份额基本被腾讯的微视、新浪的秒拍以及美图的美拍三款移动短视频社交应用所占有。

2015 年后三大运营商开始提速降费，资费下降为短视频这类消耗流量相对较大的社交形式提供了很好的成本红利，进而给了短视频作为独立社交 APP 快速发展的机会。快手经过两年的转型探索，短视频模式基本成型，2015 年前后迎来其爆发期。2016 年，移动资讯类巨头今日头条发布了两款社交类短视频，抖音和火山小视频，分别针对不同用户群。前者主要对象是一二线城市青少年，以文娱为主；后者对象是三四线城市中青年，以生活美食为特色。并且通过算法分发的方式，短时间集聚了大量的用户。抖音的爆发，也使得 BAT 等互联网巨头看到短视频巨大的流量效应，纷纷发力短视频。

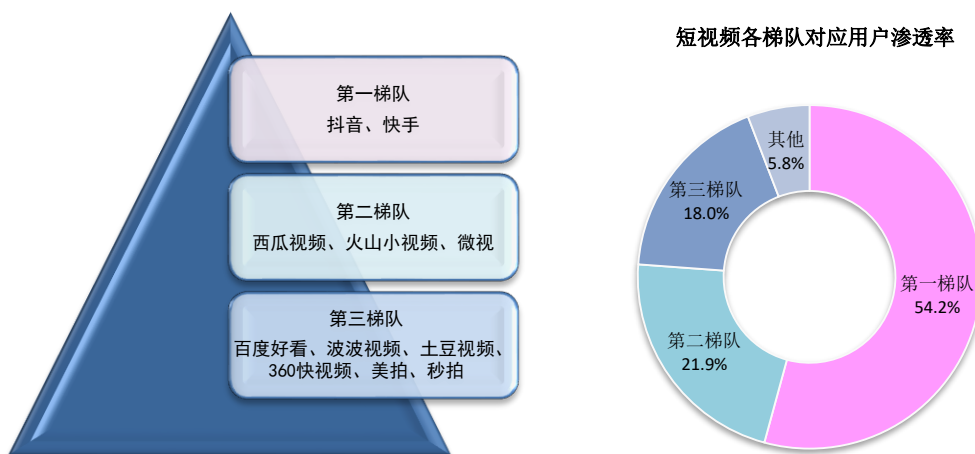
据艾瑞咨询研究院公布的《2017 年中国短视频行业研究报告》，截至 2017 年，参与短视频行业群雄逐鹿的各大互联网巨头就有腾讯系、新浪系、阿里系、头条系、百度系、360 系，参与了共计 19 个短视频平台布局和内容布局。这一阶段，短视频的发展不再限于社交分享（内容主要为 UGC），还迅速发展出聚合分发模式，内容生产也更为专业化，PGC、PUGC 等内容快速发展。

一方面，社交巨头腾讯重启发展微视，并领投快手，继续加码社交类短视频；另一方面，阿里系的土豆视频转型做短视频、百度推出好看视频、头条系推出西瓜视频、360 的快视等，主要做短视频的聚合分发。直到当前，短视频的生态闭环的打造，针对不同社群、不同用户需求的各类中长尾流量开发仍在持续进程中，成长天花板和稳定的行业格局中短期可能还不会见到。

2.2.1 移动短视频呈“两超多强”，尚未定局

短视频行业当前呈现“两超多强”格局。抖音、快手是行业龙头，MAU 在 3 亿以上。第二梯队的是进入亿级月活的西瓜、火山、微视。其余是第三梯队。

图 19：短视频现有格局及渗透率



资料来源：2019 中国网络视听发展研究报告，招商银行研究院

从增速来看，过去一年中抖音、微视发展最快。QuestMobile 显示，抖音月活直接拉开快手 1 亿多，腾讯系的微视通过微信、QQ 等导流，月活迅速突破 1 亿。截至 2019 年 6 月移动短视频的月活（MAU），抖音和快手分别达到 4.86 亿和 3.41 亿，位列前两位；第二梯队的西瓜视频（1.31 亿）、腾讯微视（1.05 亿）、和百度好看视频（0.86 亿）。

按短视频生态来看，头条系和快手腾讯系的月活远远超过其他。头条系短视频（抖音、西瓜、火山）去重月活大约 5.88 亿；快手+腾讯系（微视+火锅）的 MAU 约 4.57 亿（未去重）。随着腾讯在 6 月底解封快手，将快手重新纳入腾讯（微信、QQ）社交圈，预计快手还将保持快速增长，未来与抖音的竞争将更为激烈。

图 20：主要短视频 APP 月活数（2019.6）：亿



资料来源：QuestMobile，招商银行研究院

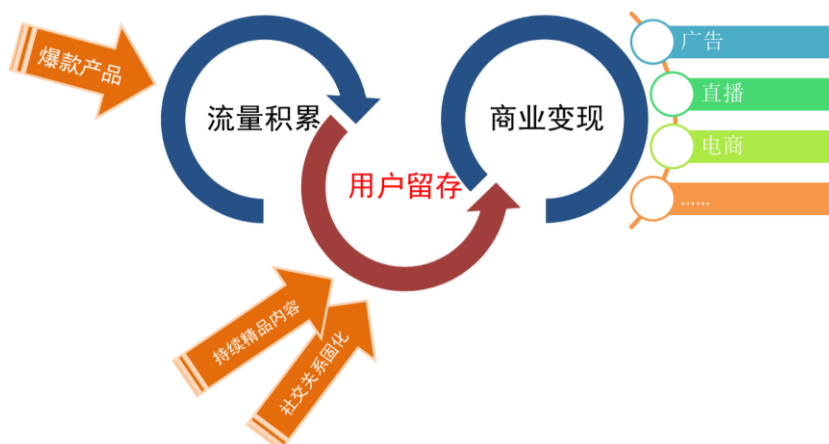
2.2.2 立于社交，兴于技术，成在内容

从上文关于移动短视频发展历程可以看出，它的诞生是基于社交，而后随着移动互联网的风潮以及自身算法技术推广，迅速火爆起来。无论是独立 APP 运作的快手，还是互联网社交媒体巨头旗下的微视、秒拍等，以及后来居上的头条系抖音，都是由用户自发创作内容，再通过主流社交软件微信、微博分享或社交短视频 APP 内部算法推荐完成原始用户积累。我们认为，在短视频用户增长将近末期，当前到了一个非常关键的发展节点——留存用户。

社交类短视频 APP 主打的方向是陌生人社交，普通用户通过上传原创短视频达到与陌生人社交的目的。而陌生人社交是一种弱社交关系，不同于微信等即时通讯类熟人社交的高粘性，短视频平台要维持流量，只有通过两种方式，

一是做强内容，精品内容的持续生产可以吸引和留存流量；二是做强关系，陌生人社交可能短期通过某些爆款可获得很多关注，但是长期来看，将陌生人社交转化为半熟人社区进行“固化”，才是留存流量的长久之道。

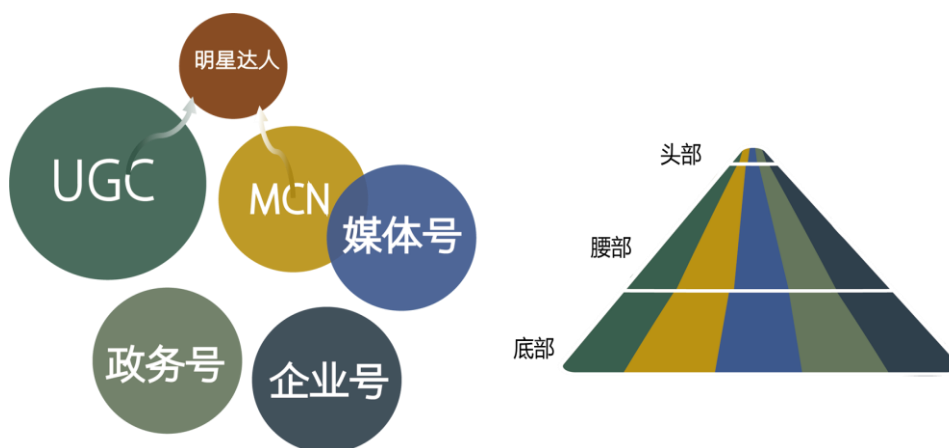
图 21：短视频处于“用户留存”的阶段



资料来源：招商银行研究院

因此，2018 年短视频平台先后推出对内容的补贴计划，旨在通过高质量持续的内容，吸引和留存用户。直到目前，抖音和快手对内容的渴求大有升级之势。例如，抖音推出“创作者成长计划”，表示要让未来一千万创作者有收入。快手发布了一系列针对内容创作者的流量扶植计划和激励补贴政策。同时还配合了多个垂直领域的创作者推广大会。两者的这些行为都旨在通过引入 PGC、MCN，为平台构筑一个具有专业性且可持续的内容护城河，将现有的以 UGC 为主内容生态转化为更为精品化的 UGC、PGC 并重的生态模式。

图 22：短视频内容创作体系



资料来源：快手，招商银行研究院

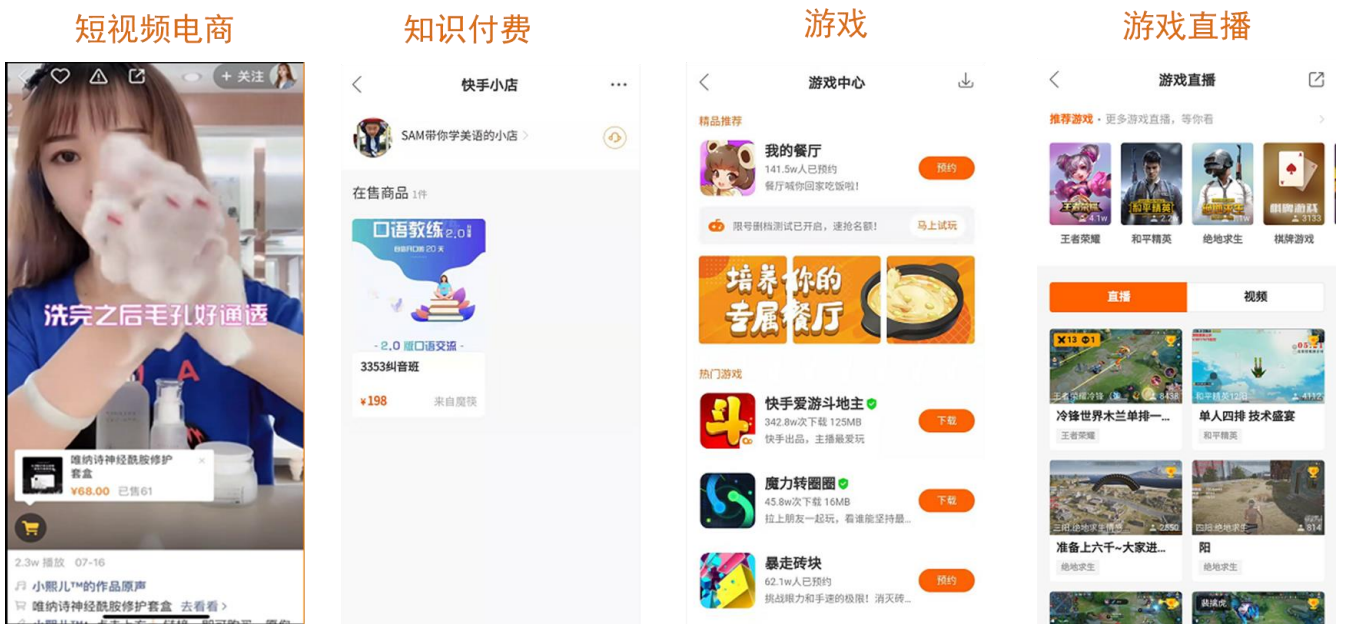


2.2.3 社交化、资讯化将加筑短视频用户生态，变现才刚刚开始

当前短视频主要承担娱乐功能，但未来其在信息咨询领域的增长将不容忽视。一方面，信息咨询具有天然持续性，可以不断被生产和更新；另一方面社交+资讯的打法具有更长生命周期。因为社交+资讯的各种网站或应用可以同时满足关系固化（垂直社群）和内容广度两方面的要求，利于用户的留存和黏性。随着短视频龙头持续构建自身的内容生态，最终成为垂直社群+信息咨询的短视频版的“微博”，可能是抖音快手们理想的结果。

如本文 1.2.4 节所述，当前短视频行业营收主要来源于信息流广告。而短视频在其社交属性的深耕和延伸，已经非常顺利的切入直播赛道。“短视频+KOL”的模式使它的用户，较容易转化为粉丝、客户，因此短视频的电商带货、知识付费、游戏等多类商业模式值得探索。

图 23：短视频多种商业模式刚刚开始

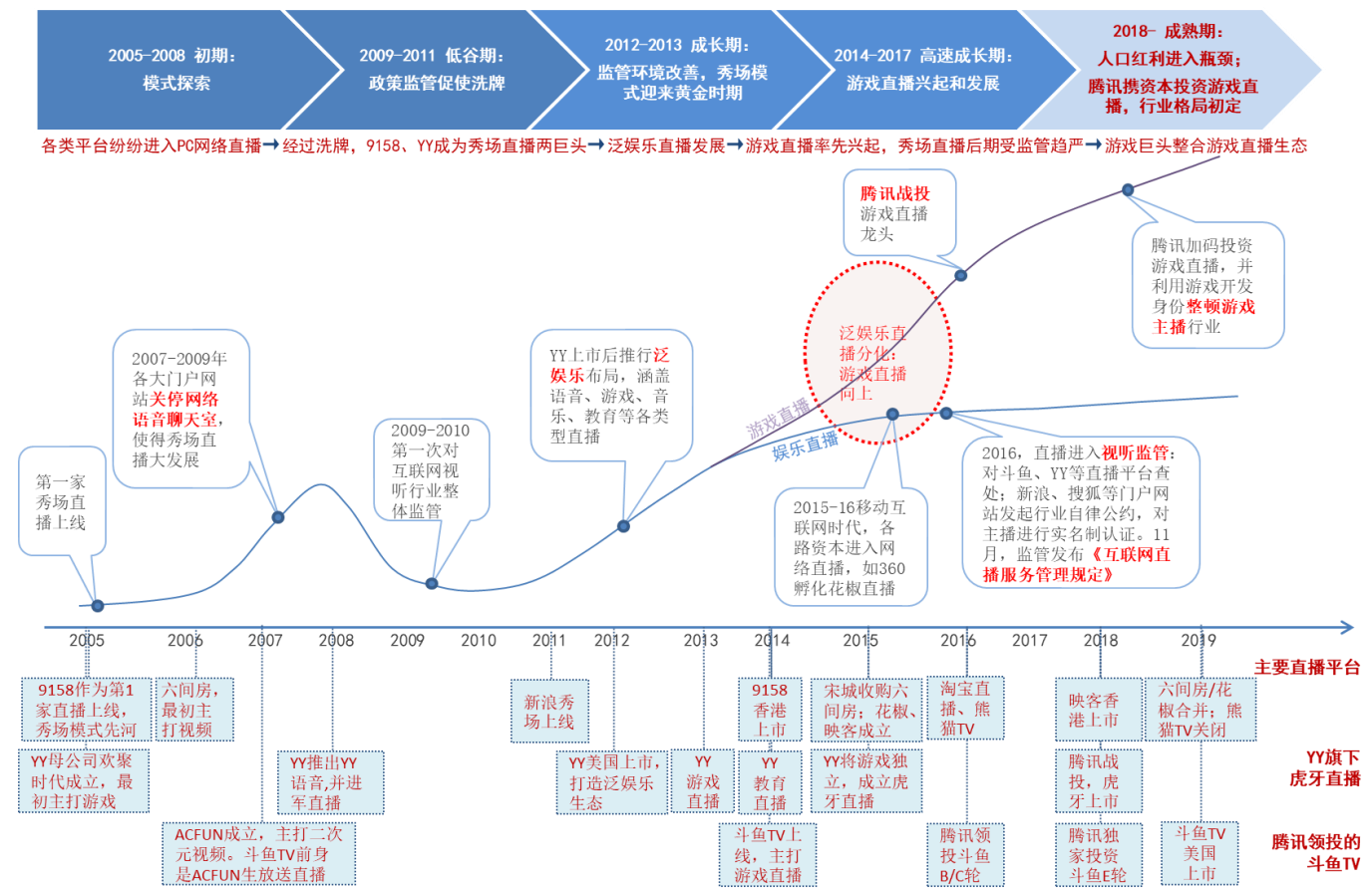


资料来源：快手 APP，招商银行研究院

2.3 网络直播：游戏直播向龙头集中，泛娱乐直播被短视频分流

网络视频直播是指以现场视频的方式，主播通过自身才艺技能表演展示，并与观众互动交流获得打赏，它是一种高互动性视频娱乐方式。网络直播大致划分为PC网络秀场直播期（2005-2011年）、泛娱乐直播期（2012-2015年）、游戏直播兴起与发展期（2015-2017年）、整合期（2018-至今）。

图 24：网络直播发展历程



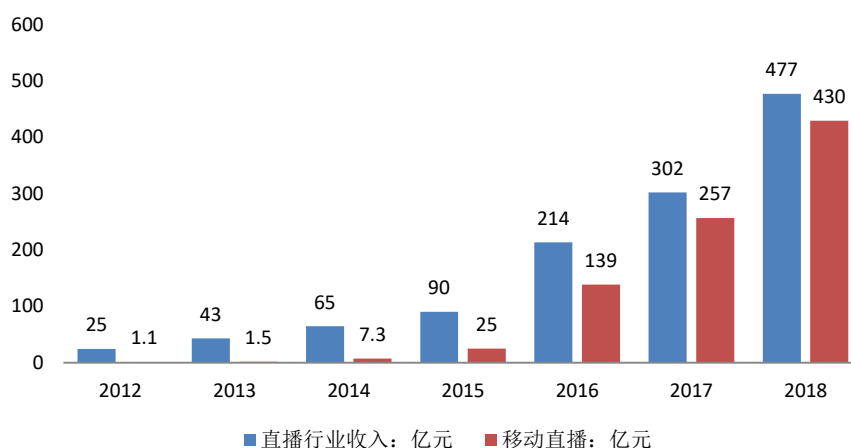
资料来源：公开资料整理，易观智库，招商银行研究院

早期的网络直播平台主要从网络聊天室或者视频网站分化而来，分别源自其“高互动性”和“视频娱乐性”。9158网、六间房、YY直播是早期的三大直播平台。2005年，9158网作为第一家网络视频聊天室，发展为以美女聊天的秀场直播。六间房成立之初是视频网站，随着视频网站的第一波流量争夺以及主流网站逐步关闭网络聊天室的背景下，六间房转型做秀场直播。YY语言最早也是用于网络聊天功能，随后进入视频直播。早期的网络直播缺乏监管，内容尺度较大，之后经过监管“剑网行动”等整顿进入低谷期，行业洗牌。

2011 年以后，监管环境的改善，以及直播平台对内容调整，网络直播迎来新一轮较为有序的发展。直播内容从原来的秀场模式，发展为泛娱乐等多元化内容。这一期间娱乐直播快速发展，并吸引了各路互联网、文化产业资本进入。2015、2016 是娱乐直播的风口，映客、以及背靠 360 的花椒直播、腾讯的 NOW 直播等纷纷成立，“千播大战”盛况空前。然而随着 2016 年监管对直播行业要求趋严，并重申直播平台需要具备《网络视听牌照》，行业大幅洗牌。

另一方面，游戏直播开始从泛娱乐直播中独立出来。2014 年后，ACFUN（A 站）旗下的主打游戏直播的斗鱼独立上线；2015 年 YY 将游戏直播独立出来成立虎牙。受益于移动互联网发展，手游快速增长；加之游戏电竞赛事高速发展，带动游戏直播迅速发展并成为网络直播的第一大品类。

图 25：历年直播行业收入情况：亿元



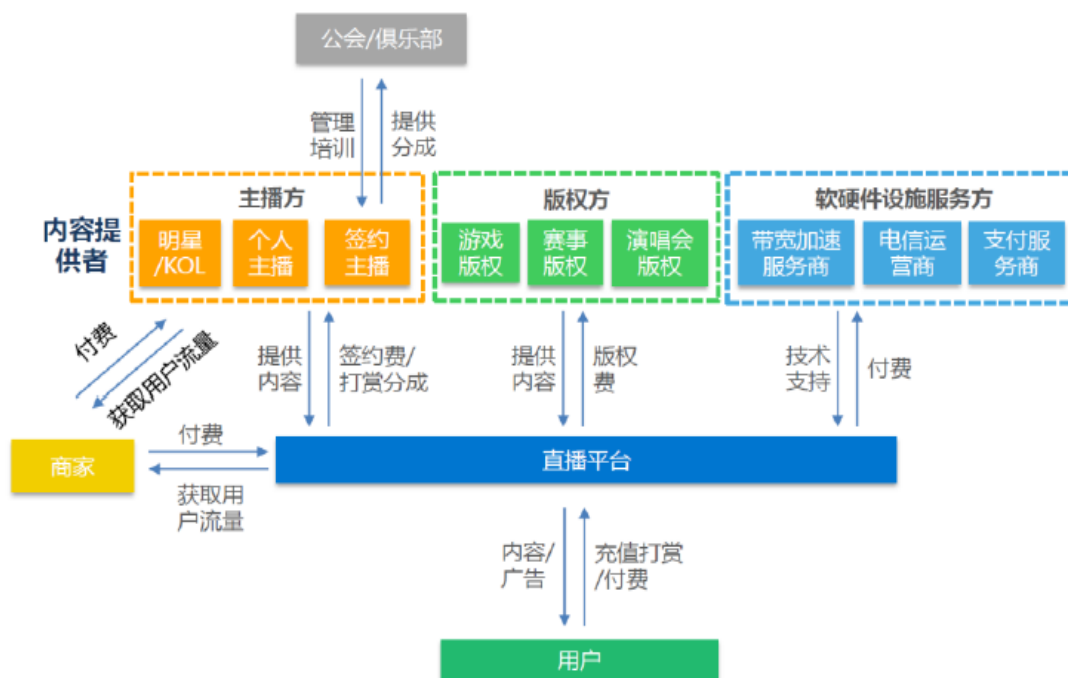
资料来源：映客招股书，招商银行研究院；

注：由于样本不同与 1.2.1 节的 CNNIC 数据略有差异

2.3.1 直播产业链模式及壁垒：主播+公会

直播行业以直播平台为核心，向上游对接内容方包括主播/公会和直播版权，向下对接用户。用户打赏是直播行业的主要收入，由平台、主播和公会（主播经纪公司）进行三方分成，而平台还负责支出游戏、赛事等版权和直播技术所需的软硬件配套费用。直播平台核心竞争力来自于旗下优质主播，特别是 S 级和 A 级的头部主播。2016、2017 年直播处于移动互联网风口时，平台对主播的高价挖角频频发生，直播平台和头部主播的关系非常不稳定。随着直播平台对恶意挖角采取高价违约索赔以及联合抵制，平台的话语权有所增大。特别是 2018 年后游戏巨头腾讯战投斗鱼和虎牙，并利用游戏直播版权对主播违约跳槽进行了限制，平台间对主播的抢夺趋于稳定。

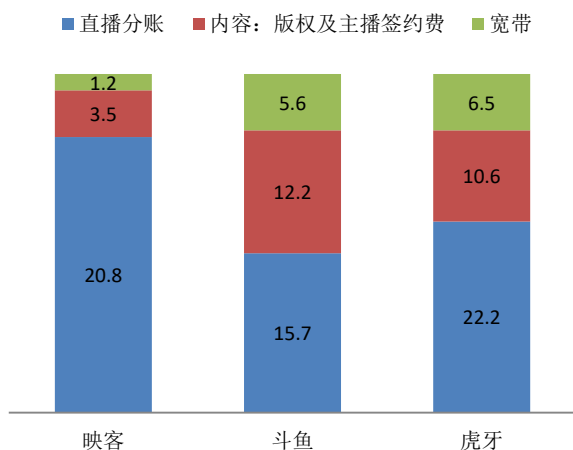
图 26：网络直播产业链



资料来源：36氪，招商银行研究院

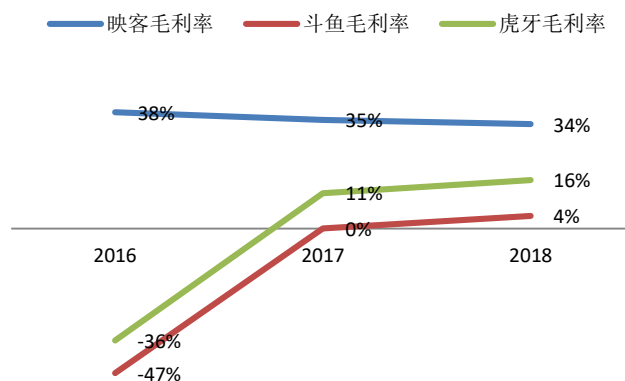
直播平台的收入九成以上都来自于观众打赏。营业成本主要为主播分成、内容成本（主播签约费、内容版权）、宽带成本等。娱乐直播（以映客为例）的营业成本主要是主播分成，而游戏直播（以虎牙斗鱼为例）在内容版权成本和宽带成本都要远高于前者。因此游戏直播相对娱乐直播的规模效应更为明显，可以看到，随着斗鱼虎牙的营收增长，最近两年的毛利率已经出现好转。

图 27：2018 映客、虎牙、斗鱼的营业成本结构



资料来源：wind，招商银行研究院

图 28：映客、虎牙、斗鱼的毛利率

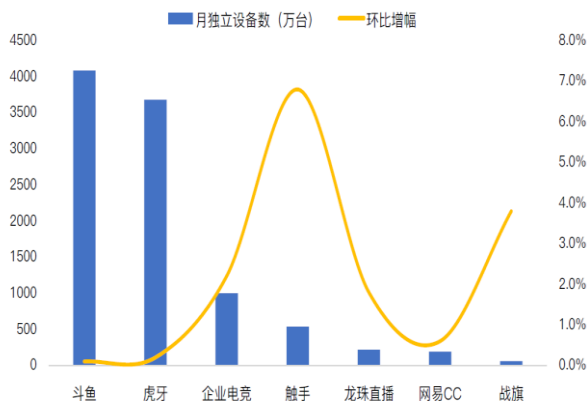


资料来源：wind，招商银行研究院

2.3.2 游戏直播：腾讯战投斗鱼虎牙稳定格局，斗鱼扩张更积极

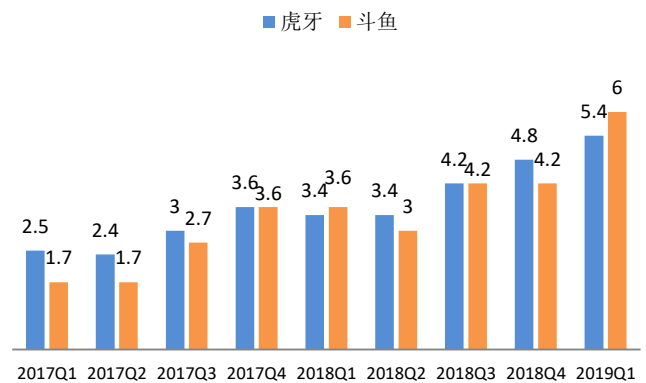
斗鱼和虎牙是游戏直播的绝对龙头。当前斗鱼和虎牙的 MAU 远远高于其他游戏直播平台，且斗鱼高于虎牙。从付费率和付费用户数来看，虎牙这两项指标都要优于斗鱼。

图 29：游戏直播平台设备数：万（2019.6）



资料来源：iResearch，老虎证券，招商银行研究院

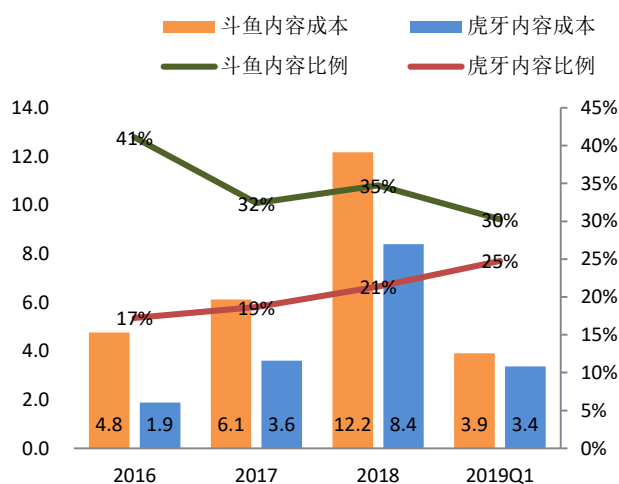
图 30：斗鱼、虎牙付费用户数：百万



资料来源：公司公告，老虎证券，招商银行研究院

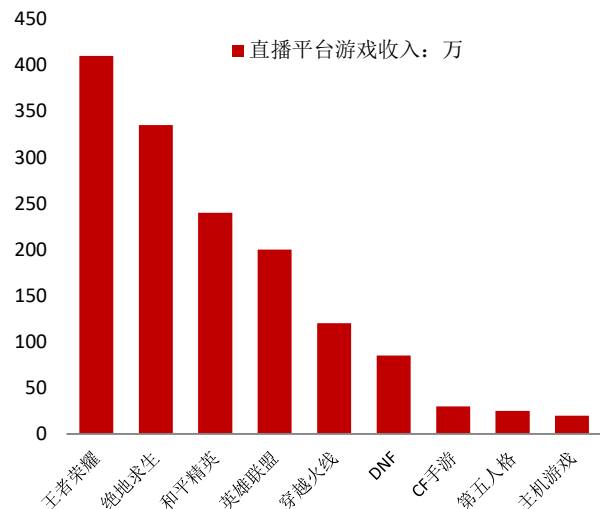
游戏直播与游戏内容版权有极大关联，游戏平台需取得相关游戏直播版权后，方才可以对游戏进行直播。斗鱼和虎牙的内容成本分别达到 12、11 亿，占其营业成本的 30%、25%，内容成本主要包括是游戏版权、赛事版权、主播签约费等。

图 31：斗鱼虎牙的内容成本占营业成本比例



资料来源：wind，招商银行研究院

图 32：直播平台游戏礼物收入：万（2019.8.8）



资料来源：小葫芦，招商银行研究院

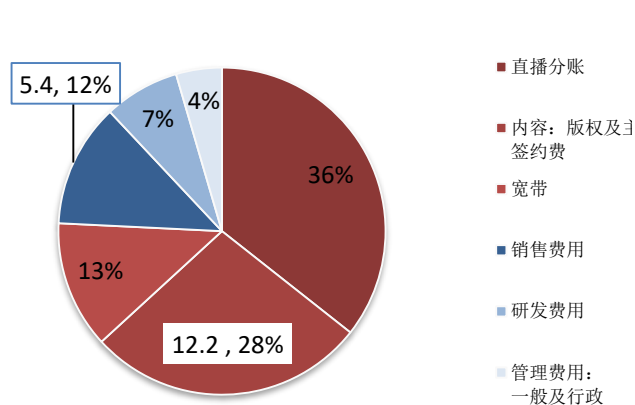
腾讯作为国内游戏巨头，掌握了大部分高热门游戏版权，旗下的《王者荣耀》、《和平精英》、《英雄联盟》等居直播礼物收入前列，因此腾讯也牢牢掌控着前三大游戏直播平台。除了自家平台企鹅电竞之外，腾讯分别拥有斗鱼与虎牙的 37.2% 和 31.5% 的股权，分别是其第一、第二大股东。

2018 年 3 月，欢聚时代公告称，旗下虎牙直播获得约 4.616 亿美元的腾讯战略投资；腾讯亦获得在未来两至三年以公平价值收购不超过 50.1% 投票权的虎牙股份。

同月，斗鱼创始人兼 CEO 陈少杰确认，斗鱼已经完成新一轮（E 轮）6.3 亿美元融资，由腾讯独家完成。未来斗鱼将配合腾讯深耕游戏直播领域。

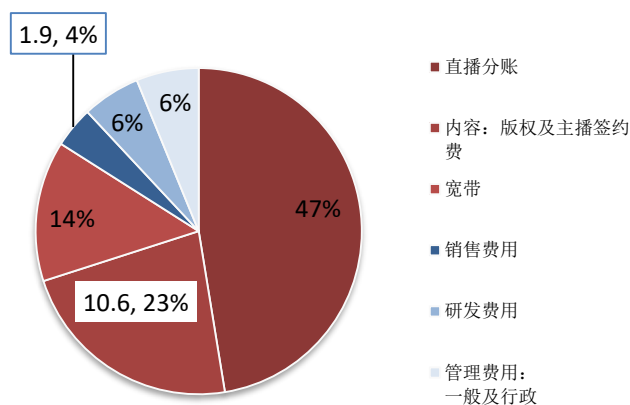
也就是说，斗鱼的股权关系先于虎牙理顺，腾讯已经彻底将斗鱼纳入自己游戏帝国的大版图。可以看到，2018 年以来斗鱼相比虎牙正在进行更为积极的扩张，其内容成本及销售成本占总成本（营业成本+期间费用）的比例显著高于虎牙，合计占比达到 40%（VS. 虎牙 27%）。

图 33：2018 年斗鱼成本结构



资料来源：斗鱼财报，招商银行研究院

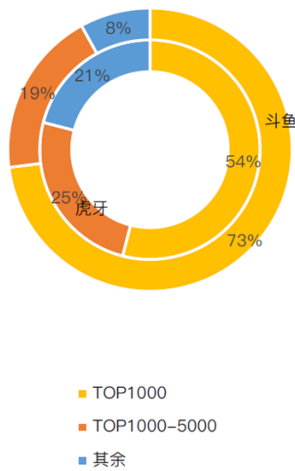
图 34：2018 年虎牙成本结构



资料来源：虎牙财报，招商银行研究院

斗鱼的高内容投入、高销售费用投入，还表现为其对头部主播、游戏赛事直播版权的更为激进。从两平台主播的结构来看，斗鱼 TOP1000 的主播占比 73%（VS. 虎牙 54%），头部主播可以带来更多明星效应，同时对主播的签约和续约也将带来更多内容成本。游戏电竞赛事方面，斗鱼招股书披露，2018 年直播了约 337 场电竞赛事，承办了 85 场电竞赛事，赞助了 26 顶级电竞战队。

图 35: 斗鱼 VS.虎牙主播收入分布 (2019.6)



资料来源: 小葫芦, 招商银行研究院

表 3: 斗鱼 VS.虎牙承揽赛事 (2018)

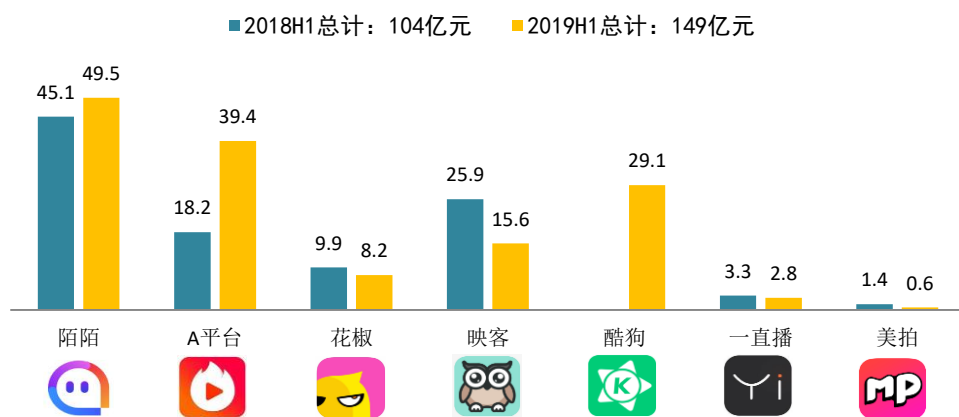
斗鱼	虎牙
2018 CSGO Major全直播平台独播权	MSI赛事
刺激战场千人公开赛	LOL洲际赛
DSL斗鱼超级联赛和黄金大奖赛	2018LPL直播权
英雄联盟S8赛季	LCK独家版权
最强NBA全明星赛	PIPC直播
LPL全部赛事	2018APL联赛
火影忍者无差别格斗大赛	
CF荒岛特训	
PIPC职业邀请赛	
MSI赛事	
DOTA2赛事	
皇室战争职业联赛	
暴雪系赛事	

资料来源: 前瞻产业研究院, 招商银行研究院

2.3.3 娱乐直播: 多强纷争又面临新进入者分流, 寻求精细化运营

相对于游戏直播有较为独立的受众(来源于游戏玩家), 娱乐直播的受众的来源呈现多元化, 本质原因是我们前文提到的泛社交关系的变现。根据映客招股书, 娱乐直播主要是来自三类, 一是社交应用 APP 或合作者, 如陌陌、一直播(与微博合作); 二是传统的娱乐秀场直播, 如 YY 直播、映客、花椒等; 第三类属于娱乐直播的新进入者, 短视频如快手、头条系的抖音、火山。

图 36: 七大主要娱乐直播平台 2019 年上半年流水: 亿元



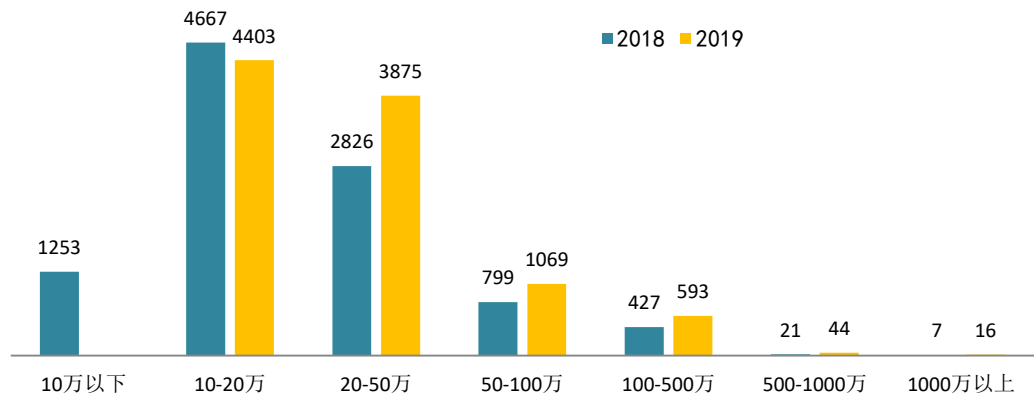
资料来源: 今日网红, 招商银行研究院; 注: A平台为火山直播, 2018年统计不包括酷狗

娱乐直播呈现多强割据的局面。根据今日网红公众号的统计, 2019 上半年七大主要娱乐直播平台(火山直播、陌陌、花椒、映客、酷狗、一直播、美拍)流水近 150 亿, 其中陌陌半年收入近 50 亿, 火山直播同比翻倍, 流水近 40 亿, 分居前两位。



从主播的平台分布来看，由于火山作为直播行业的新进入者，其对主播的分成比例更高，因此上半年该平台的主播收入据第一位。而陌陌集聚了娱乐直播最多的头部主播，在上半年的主播收入 TOP10 中，陌陌占据 8 席。从整体主播收入分布来看，前 10000 名头部主播占比 0.7%，收入接近 42 亿元，占比所有主播收入的 62%，主播的头部效应也十分明显。

图 37：前 10000 名头部主播的收入分布



资料来源：今日网红，招商银行研究院；注：A 平台为火山直播，2018 年统计不包括酷狗

由于直播新流量的进入，娱乐直播行业格局尚不稳定。而与平台和主播息息相关的公会们对新流量的变化最为敏感，表现为公会的合作并购趋于激烈，大公会持币并购不断增加自身话语权，中小公会寻求融资或挂靠合作抱团取暖。公会运营需要精细化，包括对头部主播的利益绑定，对中腰部主播的引流，对新主播的孵化等等，以及探索布局 PGC 网综直播等专业内容形式提高公会的附加值。

图 38：直播行业公会地图



表 4：娱乐直播头部公会估值（2018.6）

排名	公会名称	商业估值	活跃主播数
1	吉林舞帝传媒	5.51 亿元	340
2	中国蓝娱乐	4.49 亿元	1227
3	新娱加	3.14 亿元	174
4	爱拍原创	2.22 亿元	94
5	飞鱼娱乐	2.15 亿元	215
5	巨星传媒	1.33 亿元	87

资料来源：今日网红，招商银行研究院

资料来源：小葫芦，招商银行研究院



三. 从媒体形式演进和 BATT 生态看视频流媒体估值

3.1 信息技术推动媒体形式演进，5G 渐进流媒体可以更乐观

媒体形式不断演进的本质原因是信息技术的升级。从纸媒到网站，从电视到在线视频，从图文资讯到短视频资讯，分别对应了互联网技术兴起、普及、以及移动互联网大发展，媒体内容的广度、传播的效果、受众的范围得到不断提升和扩大。

图 39：技术推进媒体形式演进

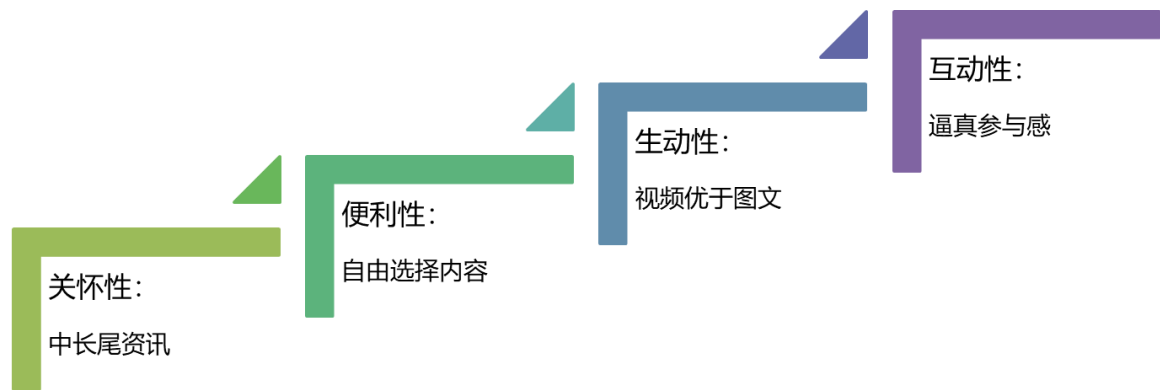


资料来源：公开资料整理，招商银行研究院

媒体演进实现信息传播的优化，表现为关怀性、便利性、生动性、互动性等多种维度。互联网技术使得受众的中长尾需求得以满足；在线视频分流电视台，使得观众对内容播放的选择由被动变为主动；短视频分流图文信息，使人们在碎片化的时间里，可以迅速获取更为形象生动信息。未来媒体演进可能来自于 5G 技术带来的 VR/AR，高互动性体验可能颠覆重构任一种互联网内容产品，包括直播、视频内容、游戏等等。因此，我们在这个时点去看流媒体发展和估值，5G 和 VR/AR 是可预见的未来信息技术，高互动的参与感将会大大提

高媒体和内容产品的附加值。VR/AR 技术对媒体发展具有巨大想象空间，这意味着中长期我们可以对新媒体更乐观一点。

图 40：媒体演进的功能优化

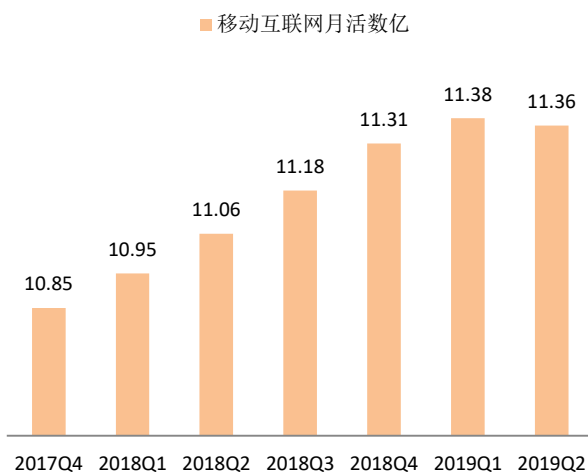


资料来源：招商银行研究院

3.2 短期互联网流量见顶，BATT 分割大盘，头部效应明显

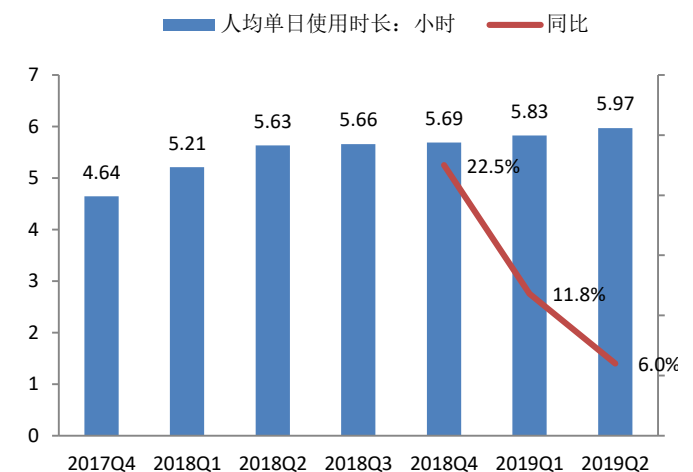
中短期看，移动互联网流量红利释放接近尾声，对媒体产品和内容的增长是负面影响，未来 2-3 年头部效应将更加明显。根据 QuestMobile 统计，2019 年二季度我国移动互联网月活用户（设备数）规模首次出现下降，意味着用户数量见顶；每天人均使用时长接近 6 小时，增速放缓至个位数，预计时长红利也即将见顶。

图 41：中国移动互联网月活数：亿



资料来源：QuestMobile，招商银行研究院

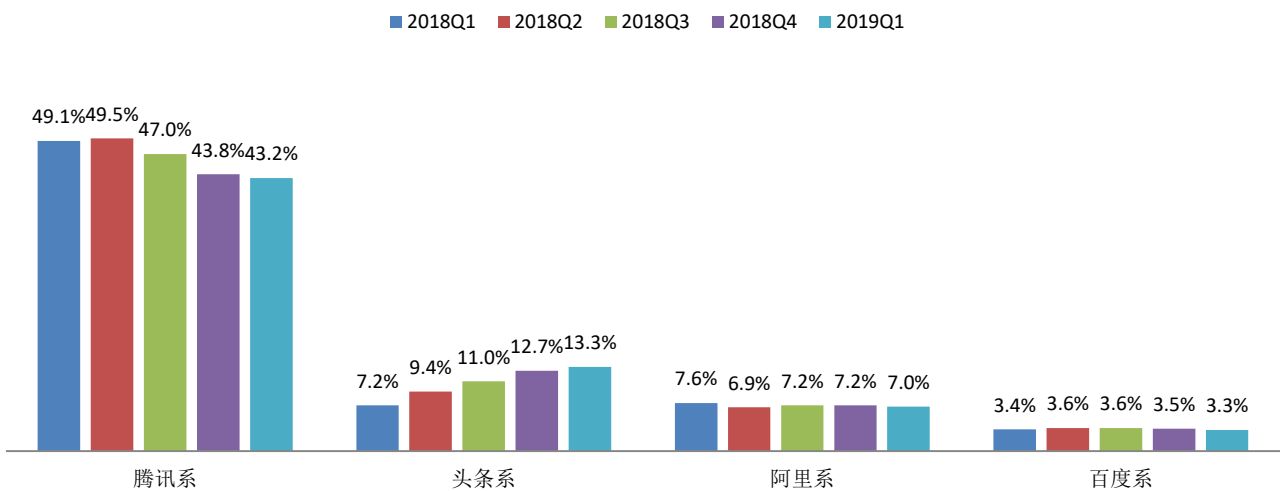
图 42：移动互联网人均单日使用时长：小时



资料来源：QuestMobile，招商银行研究院

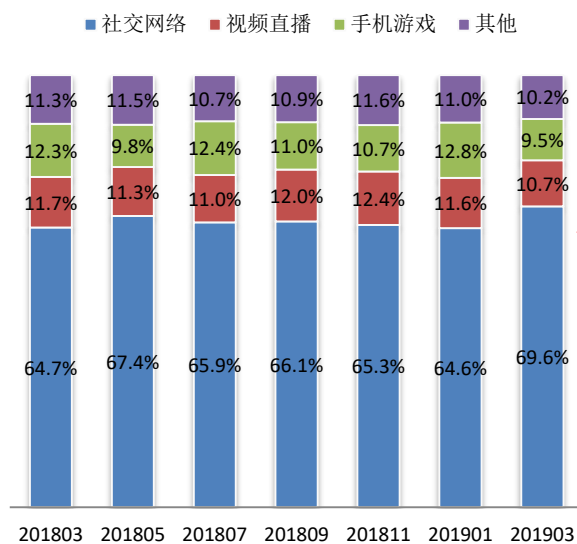
BATT 占据全网近 70%的时长，其中，腾讯系整体使用时长占比下降 6 个百分点至 43.2%，主要受游戏和在线视频时间下降的影响；头条系在视频直播（以抖音、西瓜等短视频为代表）和信息资讯（以今日头条 APP 为代表）持续发力，时长占比继续增至 13.3%。可以看出，在视频直播领域，两大媒体巨头重合度很高。

图 43：移动互联网巨头 BATT 使用时长占比



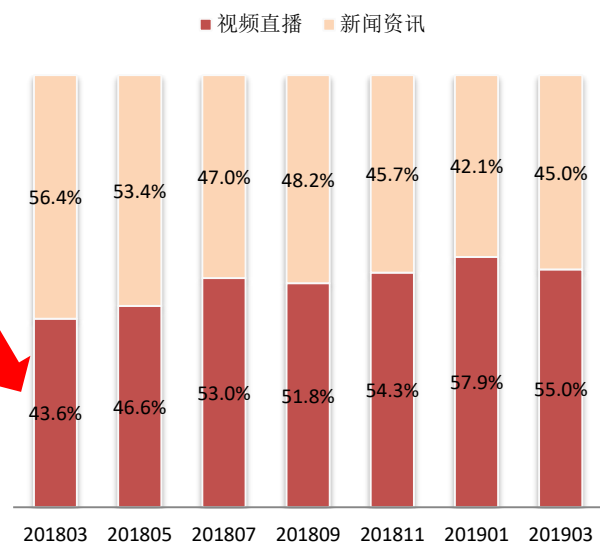
资料来源：极光大数据，招商银行研究院

图 44：腾讯系使用时长内部占比



资料来源：QuestMobile，招商银行研究院

图 45：头条系使用时长内部占比

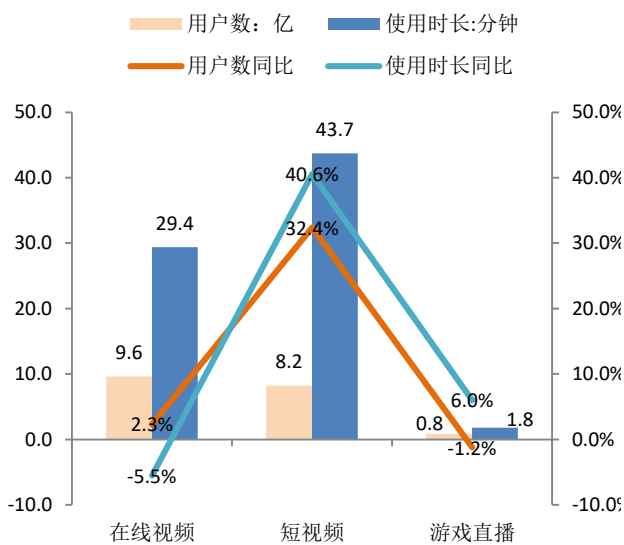


资料来源：QuestMobile，招商银行研究院

腾讯失手短视频，旗下微视布局很早但一直处于辅助地位，虽然 2018 年领投快手加大对短视频投入，但此前给予对手太长成长时间，头条系已经成为短

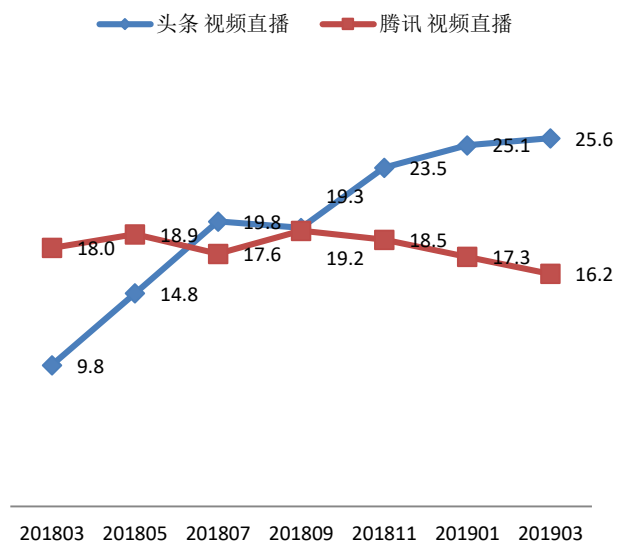
视频的第一把交椅。虽然腾讯同时加大了在游戏直播的布局，战投了斗鱼和虎牙，分别成为第一、二大东家，但不改视频娱乐的整体流量大盘。视频直播作为腾讯泛娱乐社交生态的重要一环，战略上不允许节节失守，腾讯、头条终有一战。无论这个过程如何，行业集中度向头部集中的趋势将因此而加速。

图 46: 细分领域用户数和使用时长 (2019.6)



资料来源: QuestMobile, 招商银行研究院

图 47: 腾讯系和头条系视频直播使用时长: 分钟



资料来源: QuestMobile, 招商银行研究院

3.3 流媒体估值: PS 法和单位用户估值法

总结前面两节所述, 视频流媒体中短期处于移动互联网流量红利基本释放完毕, 向龙头集中的时期; 中长期来看, 它作为互联网 3G、4G 技术后才兴起的一类互联网业态, 未来有可能进一步受到 5G、VR 的推动, 受众将会享有全新的体验, 因此整体仍处于成长期。

3.3.1 PS 估值及主要互联网公司情况

考虑到目前多数视频流媒体尚未实现盈利, 或者仅是微利, 因而适宜采用 PS 法和单位用户估值法进行比较估值。本文选取在港股和美股的主要社交资讯和娱乐类互联网上市企业作为 PS 估值的对照。

表 5: 主要社交资讯和娱乐类互联网上市公司 PS 估值 (20190911): 亿元

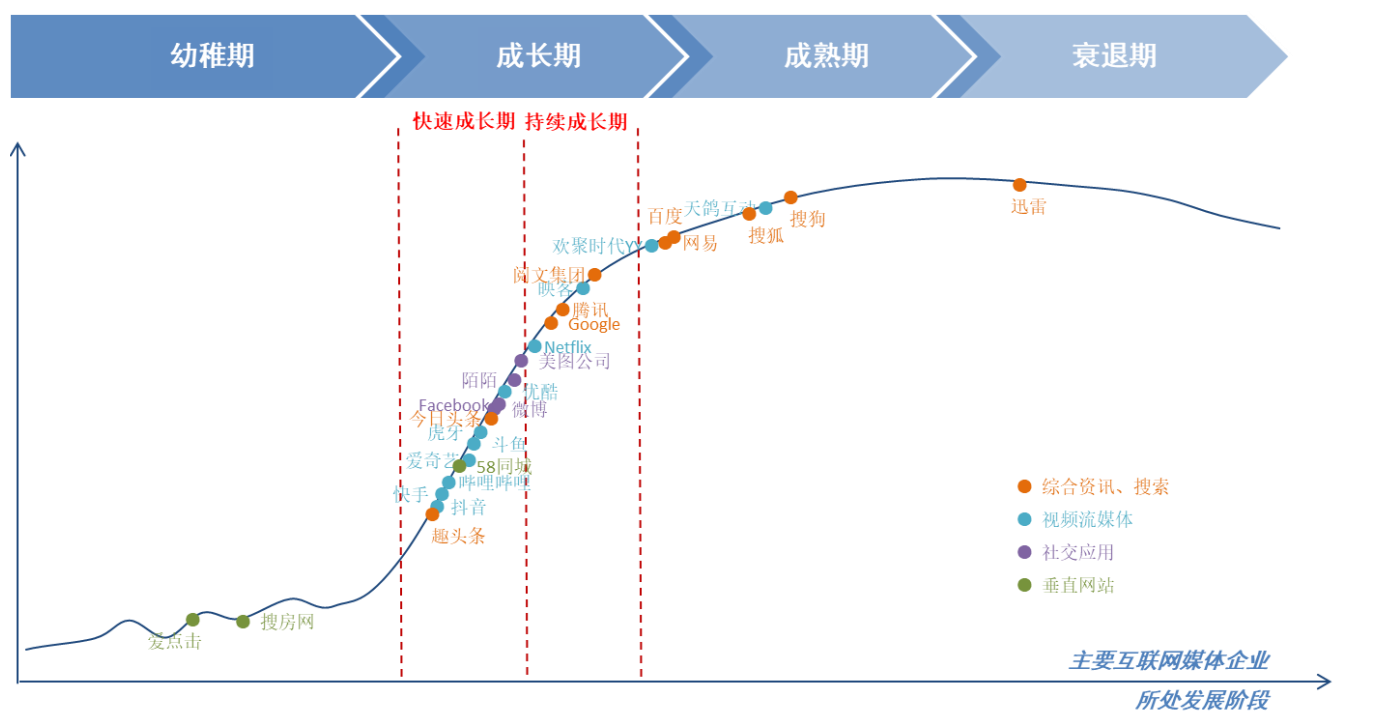
细分行业	公司	总市值	营业收入				扣非净利润				PS			PE		
			2016	2017	2018	2019E	2016	2017	2018	2019E	2018	2019E	TTM	2018	2019E	TTM
娱乐-在线音乐	腾讯音乐	1,586	44	110	190	255	1	13	34	39	12.9	6.2	7.0	107	41	77
娱乐-在线文学	阅文集团	248	26	41	50	71	-2	3	5	10	7.6	3.5	4.2	56	25	30
娱乐-在线视频	奈飞公司	8,941	613	764	1,084	1,433	13	37	83	111	10.0	6.2	7.2	209	80	110

娱乐-在线视频	爱奇艺	995	112	174	250	301	-79	10	-94	-93	4.0	3.3	3.4	72	-11	-9
娱乐-在线视频	哔哩哔哩	336	5	25	41	66	-12	-6	-6	-12	10.8	5.1	6.3	-46	-28	-35
娱乐-娱乐直播	欢聚时代	340	82	116	158	247	13	23	15	30	2.1	1.4	1.7	10	11	7
娱乐-娱乐直播	映客	22	43	39	39		4	7	4		0.9		0.7	-14		18
娱乐-游戏直播	虎牙直播	363	8	22	47	77	-6	-1	-25	4	9.4	4.7	5.5	-	98	103
娱乐-游戏直播	斗鱼	220	8	19	37	67	-11	-6	-9	-1		3.3	3.9	0	-177	-47
娱乐-游戏	网易	2,499	382	541	672	776	116	107	62	102	3.7	3.2	3.3	19	24	28
娱乐-游戏	腾讯控股	29,869	1,523	2,380	3,127	3,869	337	505	433	984	10.5	7.7	8.6	35	30	33
社交应用	FACEBOOK	38,096	1,917	2,656	3,832	4,958	707	1,040	1,518	1,361	9.3	7.7	8.6	24	28	32
社交应用	推特	2,368	175	160	209	253	-32	-7	83	108	9.0	9.4	10.1	-	22	14
社交应用	微博	794	45	75	118	134	7	23	37	43	11.3	5.9	6.3	37	19	19
社交应用	陌陌	524	38	86	134	167	10	21	28	31	3.7	3.1	3.3	15	17	22
社交应用	美图公司	76	16	45	28		-7	-2	-18		1.7		2.7	-39		-5
门户搜索资讯	谷歌	59,934	6,262	7,243	9,390	10,194	1,370	1,011	2,384	2,397	6.6	5.9	5.7	57	25	24
门户搜索资讯	百度	2,760	705	848	1,023	1,077	116	183	80	72	4.3	2.6	2.5	20	38	16
门户搜索资讯	新浪	230	72	103	145	156	20	10	4	12	2.4	1.5	1.5	24	19	22
门户搜索资讯	搜狗	148	46	59	77	85	2	4	7	5	2.2	1.8	1.9	35	31	31
门户搜索资讯	趣头条	88	1	5	30	63	0	-1	-20	-23	22.7	1.4	1.8	-	-4	-3
门户搜索资讯	搜狐	33	114	122	129	138	-14	-31	-10	-13	0.4	0.2	0.3	117	-1	-3
垂直网站工具	58同城	611	76	101	131	155	-9	13	20	53	5.2	3.9	4.1	41	12	10
垂直网站工具	搜房网	14	64	29	21	24	-12	1	4	4	1.4	0.6	0.7	29	4	181
垂直网站工具	迅雷	13	11	13	16	18	-2	-3	-3	-3	1.1	0.7	1.1	-6	-5	-3
垂直网站工具	爱点击	12	7	8	11	15	-2	-2	-2	-1	1.4	0.8	1.0	-6	-10	-5
娱乐类	PS 平均										7.2	4.5	4.7			
社交应用	PS 平均										7.0	6.5	6.2			
门户搜索资讯	PS 平均										6.4	2.2	2.3			
垂直网站工具	PS 平均										2.3	1.5	1.7			

资料来源：WIND，招商银行研究院

可比社交资讯和娱乐类互联网公司算术平均 PS(2019E)约 4.7 倍，从类别上看，社交应用（6.5X）>娱乐类（4.5X）>门户搜索资讯（2.3X）>垂直网站（1.7X）。我们认为这主要是和相关细分行业所处发展阶段有关，在上表中互联网公司营收情况可以看出，社交类和娱乐类公司处于成长期，因此享有较高的 PS 估值。差别在于社交类公司处于成长中后期，多数已经实现盈利；而泛娱乐类公司除在线游戏音乐以外，几乎都处于亏损或微利的状态，其相对社交类公司处于成长期的更为前期的阶段，因此社交类互联网公司享有更高的 PS 估值。上表中的门户搜索资讯类、垂直类互联网公司分别主要处于成熟期或幼稚期，因此 PS 估值较低。

图 48：部分互联网公司所处发展阶段列举



资料来源：招商银行研究院

具体到视频流媒体的发展阶段来看，短视频（抖音快手）、游戏直播（斗鱼虎牙）、在线视频（爱奇艺）处于成长期的前期阶段，收入快速增长；娱乐直播（欢聚时代 YY、映客）处于成长期的中后期，收入增长有所放缓。因此对应到 PS 估值来看，前三类将明显高于娱乐直播 PS 估值。再进一步考虑各类公司的盈利情况，短视频龙头和游戏直播龙头正处于净利润由负转正的盈利改善期，在线视频中短期还将继续对版权保持高投入维持亏损，因此前两类的 PS 估值相对更高。综上，PS（短视频、游戏直播）> PS（在线视频）> PS（娱乐直播）。

3.3.2 单位用户估值及可比公司情况

互联网企业的价值取决于其用户数、节点距离、变现能力和垄断溢价。其中，用户数的影响力最大。根据梅特卡夫定律，互联网企业价值与其用户数量的平方成正比。因此，利用单位用户估值对互联网企业有一定参考性。

本文选取在港股和美股的主要社交和娱乐类互联网上市企业作为单用户估值的参考，因为用户的对社交和娱乐的功能需求有一定类似和交叉，因而用单用户估值有一定可比性。

表 6：主要社交和娱乐类互联网上市公司单用户估值（20190911）：亿元

细分行业	代码	公司	总市值	营收 2019E	PS 2019E	单位用户估值			
						MAU	MAU 同比	ARPU	单用户市值
娱乐-在线音乐	TME.N	腾讯音乐	1,586	255	6.2	6.54	5%	39	242
娱乐-在线文学	0772.HK	阅文集团	248	71	3.5	2.17	1%	33	114
娱乐-在线视频	NFLX.O	奈飞公司	8,941	1,433	6.2	1.52	22%	945	5,900
娱乐-在线视频	IQ.O	爱奇艺	995	301	3.3	5.56	6%	54	179
娱乐-在线视频						1.01 (会员)	50%	298	985
娱乐-在线视频	BILI.O	哔哩哔哩	336	66	5.1	1.10	30%	60	305
娱乐-娱乐直播	YY.O	欢聚时代	340	247	1.4	1.41	39%	175	241
娱乐-娱乐直播	3700.hk	映客	22	30	0.7	0.30	14%	103	74
娱乐-游戏直播	HUYA.N	虎牙直播	363	77	4.7	0.34	6%	225	1,065
娱乐-游戏直播	DOYU.O	斗鱼	220	67	3.3	0.48	24%	138	456
娱乐-游戏	0700.hk	腾讯控股	29,869	3,869	7.7	11.20	3%	345	2,667
社交应用	FB.O	FACEBOOK	38,096	4,958	7.7	24.10	8%	206	1,581
社交应用	TWTR.N	推特	2,368	253	9.4	3.30		77	718
社交应用	WB.O	微博	794	134	5.9	4.24	5.2%(环比)	31	187
社交应用	MOMO.O	陌陌	524	167	3.1	1.14	5%	147	462
社交应用	1357.HK	美图公司	76	28	2.7	1.21	3%	23	63

资料来源：QuestMobile，WIND，上市公司 2019Q2 财报，招商银行研究院

可比社交和娱乐类互联网公司的单用户市值的中位数为 375 元。从数据上看，上述公司的单用户市值差别较大，主要由于用户数（MAU）趋势、商业阶段模式、ARPU 值不同导致。

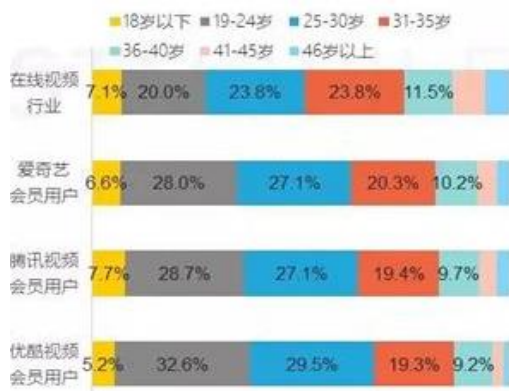
根据公司换算可知， $P/S = (\text{单用户市值} * \text{MAU}) / (\text{ARPU 值} * \text{MAU}) = \text{单用户市值} / \text{ARPU 值}$ ；因此在具体操作中，可选取商业模式相同的公司作为对标，再根据 ARPU 值的差异大致估算其适用的单用户市值。

四. 流媒体用户场景价值：年轻化、高粘性

4.1 年轻化用户生态，与银行线上拓客定位契合

流媒体用户有超过7成是80s、90s后，整体生态圈集聚了大量年轻用户。特别是一些垂直类流媒体如Bili 哔哩哔哩（B站），还拥有大量95s后用户，2017年B站位列24岁以下年轻用户偏爱的十大APP榜首。

图 49：在线视频用户年龄分布（2019.6）



资料来源：QuestMobile，招商银行研究院

图 50：短视频用户年龄分布（2019.6）



资料来源：QuestMobile，招商银行研究院

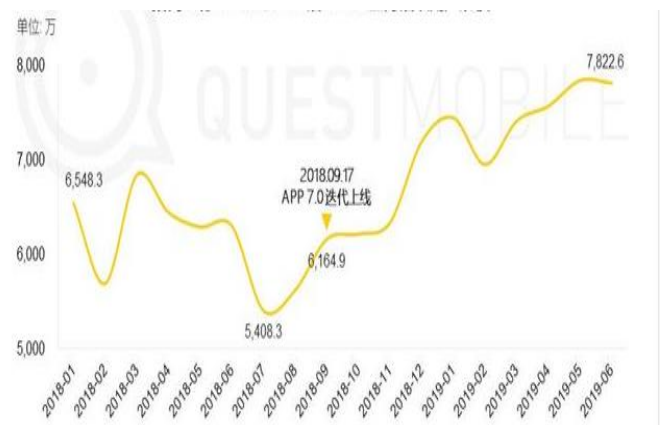
当前，传统金融机构正在加速布局线上渠道，多家银行机构布局自己的移动端生态，提升客户体验。我行作为“零售之王”，围绕“APP+客户体验+金融科技”全面探索零售金融3.0，通过产品迭代推动MAU增长。流媒体年轻化的用户生态与我行零售客群定位接近，我行适时与流媒体合作进行联合推广，彼此赋能，不失为“双赢”选择。

图 51：各家银行 APP 产品矩阵（2019.6）



资料来源：QuestMobile，招商银行研究院

图 52：招商银行&掌上生活去重 MAU（2019.6）



资料来源：QuestMobile，招商银行研究院

4.2 自带“社交-社群-粉圈”关系，利于垂直用户深耕

视频流媒体不仅仅是内容服务，还带有较强的社交属性。如 B 站，作为国内主打二次元的在线视频应用，其通过持续提供二次元内容（新番、手游、直播等）、漫展活动、手办周边，给予二次元群体沉浸式体验。B 站已成为二次元群体专业社群（详见报告《新零售时代：洞悉二次元群体的体验需求》）。

图 53：B 站主打沉浸式的二次元体验



资料来源：《新零售时代：洞悉二次元群体的体验需求》，招商银行研究院

在线视频的娱乐选秀节目、短视频 KOL 和直播的网红主播拥有大量的粉丝群体。如《创造 101》的杨超越、抖音李佳琦等头部网红粉丝数超过千万，零售银行布局和挖掘“粉丝经济”或大有可为。

图 54：腾讯视频现象级造星节目《创造 101》



资料来源：腾讯视频，招商银行研究院

表 7：《创造 101》22 强微博粉丝数据（2018）

排名	姓名	3月23日	6月23日	7月20日	比赛三个月增量	赛后1个月增量
1	孟美岐	28.0万	284.2万	492.0万	246	208
2	吴宣仪	32.5万	263.5万	447.0万	219	183
3	杨超越	2.3万	76.6万	139.0万	74	62
4	段奥娟	7.6万	71.5万	105.0万	64	34
5	Yamy	13.9万	147.8万	215.0万	134	67
6	赖美云	11.2万	90.2万	111.0万	79	21
7	紫宁	11.2万	84.2万	120.0万	73	36
8	sunnee	10.3万	117.8万	171.0万	107	53
9	李紫婷	1.1万	80.3万	100.0万	79	20
10	傅菁	1.1万	39.4万	118.0万	38	79
11	徐梦洁	52.4万	85.6万	109.0万	33	23
12	李子璇	12.2万	116.8万	197.0万	104	80
13	刘人语	4.4万	45.5万	102.0万	41	56
14	陈意涵	3.1万	31.8万	53.1万	29	21
15	王菊	0.0万	90.7万	123.0万	91	32
16	高秋梓	4.3万	49.8万	59.0万	45	9
17	高颖浠	0.0万	45.0万	64.0万	45	19
18	戚砚笛	1.4万	63.9万	103.0万	62	39
19	许靖韵	7.0万	33.1万	50.0万	26	17
20	吕小雨	38.3万	81.1万	94.0万	43	13
21	强东月	17.8万	38.4万	65.0万	20	27
22	吴映香	57.4万	113.4万	118.0万	56	5
			总决赛		单位(万)	单位(万)

资料来源：豆瓣整理，招商银行研究院

图 55：抖音 TOP15 美妆达人粉丝及播放量（2019.3）



资料来源：巨量引擎商业算数中心，招商银行研究院

五. 布局建议

（详见原文报告，如需报告原文请以文末联系方式联系招商银行研究院）

六. 风险提示

- 1、行业监管趋严风险。在线视频内容监管有与线下拉平的趋势；短视频、直播是监管的重点，优选管理和理念意识强的平台。
- 2、技术风险。5G 加速行业迭代，龙头公司如不能有效抓住新趋势，将有落后迭代风险。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇