

2020年线上娱乐行业展望

——常态化增长彰显变现之道

■国内游戏市场增长降至常态化水平，用户和 ARPU 贡献各半：2019 年中国游戏市场版号审批重启后呈现稳步恢复态势，我们观察到游戏市场收入增速基本上是由用户和 ARPU 的贡献各半。随着行业监管趋严，国内新游戏冲榜上量难度继续增加，大量玩家聚集在小部分头部产品中，头部游戏生命周期继续延长。

■国内市场地位稳固，线上娱乐公司加快海外渗透：在国内游戏、社交、直播市场格局呈现明显的马太效应的形势下，线上娱乐公司加快了海外布局，来扩大业务可触达市场规模。我们观察到游戏出海品类经历了从 SLG\全球 IP 向自研创新转化的趋势；社交和直播类的出海第一站选为还有互联网人口红利的东南亚和南亚市场。

■线上广告趋势分化，电商、社交、短视频受青睐：从大盘来看，中国在线广告市场增速稳中有降，移动广告有望在 2021 年达到 85% 的占比，背后的驱动因素是互联网用户的行为和时长转向移动化和碎片化。细分板块增速将明显分化，侧面体现了用户在线时长在不同类型应用间的变化趋势。电商广告预算比例稳定在大盘约三分之一的水平；社交广告占比稳中有升；短视频广告预算比例明显提升，从搜索广告和门户广告持续获取份额。

■关注基数效应：我们预期对于搜索和视频广告行业来说，2020 年增长有低基数效应，信息流广告价格压力有望缓解，随着视频内容上新正常化以及潜在的会员提价，我们预期会员变现超过广告变现或成为行业现象。由于监管因素，我们预期手游行业来说 1H20 低基数效应更为明显，但头部老游戏由于 2019 年的高基数和经历了版号受限情况下的强运营，在 2020 年同比增量贡献或成挑战。

■以营销投入撬开用户红利，待用户参与度提升时体现规模效应：营销投入是拓宽用户 TAM 的必要手段，体现在当国内市场接近饱和或者常态化增长的形势下开辟海外市场蛋糕，以及加大营销为平台内容吸引更多匹配的用户，比如 B 站。我们预期当相对较高的用户群体活跃度和参与度齐升时，规模效应对利润率将体现正向效应，比如直播、娱乐、视频的增值服务变现。

■投资建议：从线上娱乐变现来看，我们青睐短视频、社交、电商广告>游戏>直播和视频，以及行业领头羊以及核心业务增长稳健的公司。娱乐行业首推腾讯和陌陌。我们青睐腾讯娱乐生态内的协同效应、游戏的研发和运营能力、朋友圈和小程序的变现潜力、to B 业务带来的收

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020024
huangsh@essence.com.cn
021-35082092

相关报告

2020 年电商行业拼生态，拼后劲	2019-12-04
2019 双十一主要电商表现小结	2019-11-12
互联网二季报总结：子行业表现分化；蛰伏期扩张业务边界	2019-09-02
618 主要电商表现小结	2019-06-19
互联网一季报总结——子行业逆风；下半年现转机	2019-06-11
电商模式创新积累增长势能	2019-03-08
2019 年互联网策略——大浪淘沙显真金	2018-12-09
互联网二季报总结——龙头公司领跑行业；下半年逆风成长	2018-08-27
消费升级趋势下看拼多多的崛起	2018-07-22

入和利润空间。我们认为陌陌估值吸引，无论是直播还是增值服务，对腰部和长尾用户的重点运营在应对宏观和监管压力时提供了业绩缓冲，我们看好其直播变现潜力的逐步释放，以及探探变现创新带来的增量贡献。

■**风险提示：**人民币持续贬值；视频、内容行业监管政策收紧；宏观经济增长放缓影响消费需求和广告投放预算；移动端获客成本上升导致营销成本的增加；不同类型的应用对互联网用户时长竞争加剧。

内容目录

1. 游戏国内监管趋严，拓展出海机会	5
1.1. 国内游戏市场增长中用户数和 ARPU 贡献各半.....	5
1.2. 国内游戏行业对内容和青少年时长和付费监管趋严.....	7
1.3. 海外市场带来游戏增量.....	9
2. “直播 +”工具化趋势持续，出海培育新增长动力	13
2.1. 国内直播用户放缓，细分领域仍有增长机会.....	13
2.2. 出海东南亚南亚，培育新动力.....	15
2.3. 游戏直播平台变现离不开游戏和娱乐生态.....	16
3. 在线广告预算趋势分化	18
3.1. 广告增速短视频>社交>电商.....	20
3.2. 搜索与信息流，此消彼长.....	23
3.3. 长视频变现展望谨慎，但变现模式将迎来拐点.....	24
4. 行业投资建议	29
5. 风险提示	29
6. 中国互联网公司估值比较	30

图表目录

图 1: 中国游戏产业实际销售收入.....	5
图 2: 中国移动游戏市场销售收入.....	5
图 3: 中国游戏用户规模.....	5
图 4: 中国移动游戏用户规模.....	5
图 5: 中国游戏玩家月均 ARPU.....	6
图 6: 中国移动游戏玩家月均 ARPU.....	6
图 7: 中国 iOS 手游月流水前 10 名分布.....	6
图 8: 3Q19 流水 TOP50 移动游戏中各类型游戏流水分布占比.....	7
图 9: 历年我国游戏版号发布数量变化.....	8
图 10: 各国游戏时长按年龄分布 (2018).....	8
图 11: 全球游戏市场规模.....	9
图 12: 各国游戏市场份额.....	9
图 13: 各国移动游戏渗透率.....	9
图 14: 中国手游出海发展历程.....	10
图 15: 成熟游戏市场 1H19 Top250 手游发行商来源国家分布.....	10
图 16: 新兴游戏市场 1H19 Top250 手游发行商来源国家.....	10
图 17: 2018 年全球 Top1000 手游发行商来源国家分布 (不含中国大陆).....	11
图 18: 2017 年中国手游出海基于 App Annie 全球 Top1000 游戏类型分布.....	11
图 19: 19H1 中国手游出海基于 App Annie 全球 Top1000 游戏类型分布.....	11
图 20: 《AOV》海外流水收入.....	12
图 21: 《PUBG Mobile》流水收入.....	12
图 22: 网络直播用户规模和渗透率.....	13
图 23: 直播 App 的 MAU.....	14
图 24: 直播 App 的 DAU.....	14
图 25: 直播 App 的用户使用时长.....	14
图 26: 2019 年第二季度海外直播平台直播时间占比.....	16

图 27: 中国游戏直播市场规模及增长率.....	16
图 28: 游戏直播商业模式.....	16
图 29: 中国游戏直播 MAU.....	17
图 30: 季度 MAU 对比.....	17
图 31: 季度付费用户对比.....	17
图 32: 直播收入对比.....	18
图 33: 直播季度 ARPPU 对比.....	18
图 34: 中国在线广告市场规模及同比增速.....	18
图 35: 中国移动广告市场规模及同比增速.....	19
图 36: 广告主预算分配情况.....	19
图 37: 广告主认为最具挑战的消费者生命周期阶段.....	19
图 38: 中国在线广告市场按媒体类型的构成.....	19
图 39: 中国线上电商广告市场规模.....	20
图 40: 中国线上社交广告市场规模.....	21
图 41: 朋友圈 KOC 的影响力大大提升广告互动效果.....	21
图 42: 中国线上短视频广告市场规模.....	22
图 43: 2019.9 用户月使用时长同比增量占比 TOP10 细分行业.....	22
图 44: 头部短视频应用 MAU 比较.....	22
图 45: 中国线上广告按不同形式的构成.....	23
图 46: 中国线上信息流广告市场规模.....	23
图 47: 中国线上搜索广告市场规模.....	23
图 48: 国产电视剧发行许可季度古装题材占比.....	24
图 49: 2019 年广电总局电视剧备案古装题材占比变化.....	24
图 50: 2019Q3 各平台上新剧集数量和独播剧数量.....	25
图 51: 2019Q3 综艺上新数量.....	25
图 52: 2019Q3 综艺有效播放量.....	25
图 53: 三大视频平台 MAU.....	25
图 54: 三大视频平台 DAU.....	25
图 55: 爱奇艺会员收入及同比增速.....	26
图 56: 腾讯与爱奇艺季度会员数对比.....	26
表 1: 3Q19 在线游戏收入概览.....	6
表 2: 中国 iOS 手游 9-11 月流水月度排名.....	7
表 3: 2019.7-2019.10 中国手游出海收入 Top10 排行 (App Store + Google Play).....	12
表 4: 游戏大厂并购事件.....	13
表 5: 3Q19 直播收入概览.....	14
表 6: 全球约会应用流水排名.....	15
表 7: 欢聚时代海外产品三季度进展.....	15
表 8: 三季度在线广告收入.....	20
表 9: 3Q19 和 3Q18 电视剧发行题材占比对比.....	24
表 10: 2020 年综艺储备.....	27
表 11: 2020 年剧集储备.....	27
表 12: 中国互联网公司估值比较.....	30

1. 游戏国内监管趋严，拓展出海机会

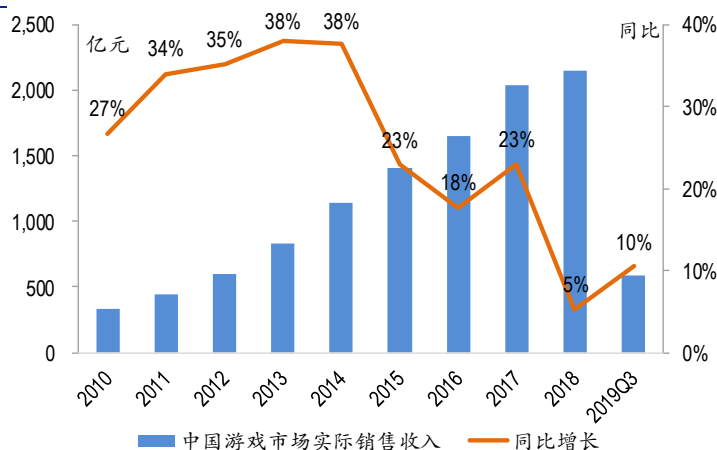
1.1. 国内游戏市场增长中用户数和 ARPU 贡献各半

近年来看，我们观察到游戏市场收入增速基本上是用户和 ARPU 的贡献各半。2019 年中国游戏市场版号审批重启后呈现稳步恢复态势，伴随过审游戏数量增加，根据游戏工委的数据，三季度中国游戏市场销售规模同比增长 10%、环比增长 3%至 592 亿元，用户端和 ARPU 分别同比贡献了 6%和 4%。

随着行业监管趋严，国内新游戏“冲榜上量”难度继续增加，大量玩家聚集在小部分头部产品中，头部游戏生命周期继续延长，以腾讯《王者荣耀》和网易《梦幻西游》为代表在 2015 年上线后依旧保持了生命力，2019 年新上线的《和平精英》在榜单排名也保持在前列。移动端 2019 年手游市场基本维持同比增长放缓的趋势，三季度移动游戏整体市场规模同比增长 12%，移动游戏用户规模同比仅增加 0.4 亿人，同比增速放缓至 6%，ARPU 端同样有 6%的同比增长。

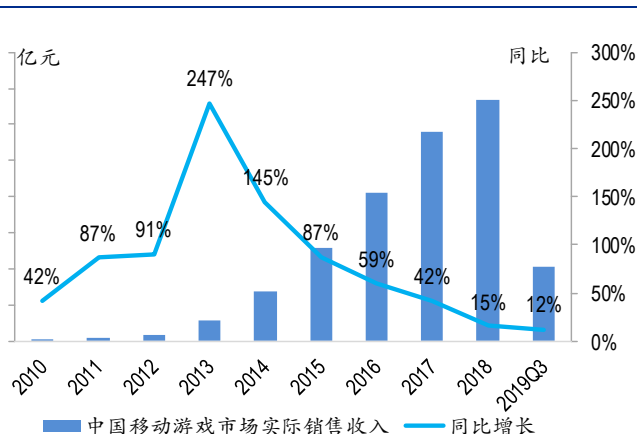
我们认为端游市场策略主要是通过运营维持用户活跃和参与度；对于老游戏来说，不断推出新的资料片来刺激用户付费；而 ARPU 随游戏品类构成的变化而变化，在游戏时长有限的情况下，新的爆款的出现对存量游戏的变现影响将越来越明显。

图 1：中国游戏产业实际销售收入



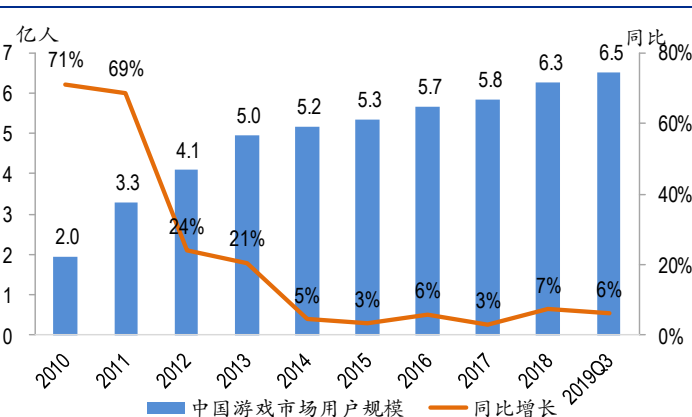
资料来源：GPC & IDC, 安信证券研究中心

图 2：中国移动游戏市场销售收入



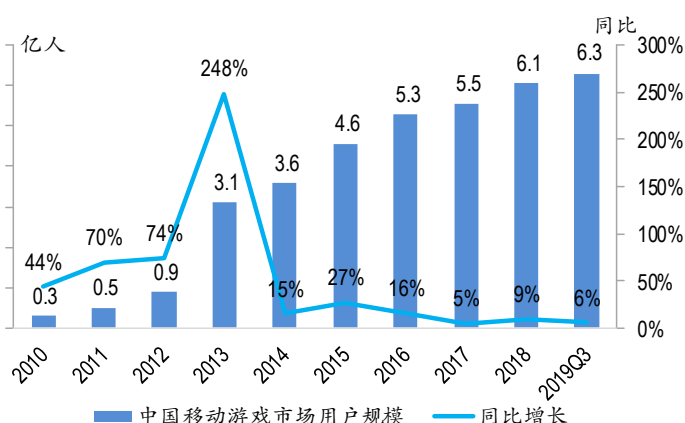
资料来源：GPC & IDC, 安信证券研究中心

图 3：中国游戏用户规模



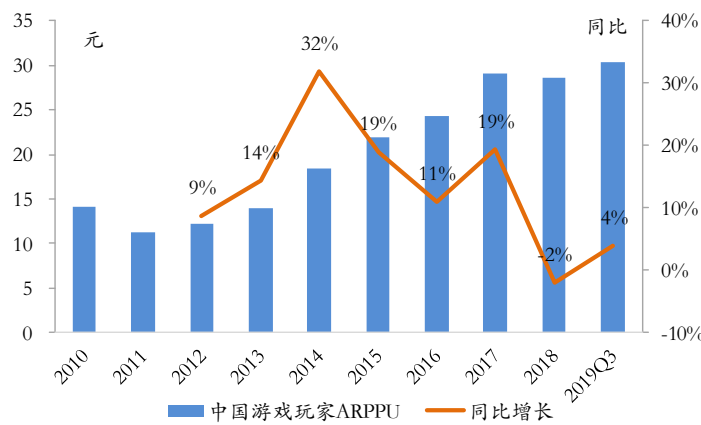
资料来源：GPC & IDC, 安信证券研究中心

图 4：中国移动游戏用户规模



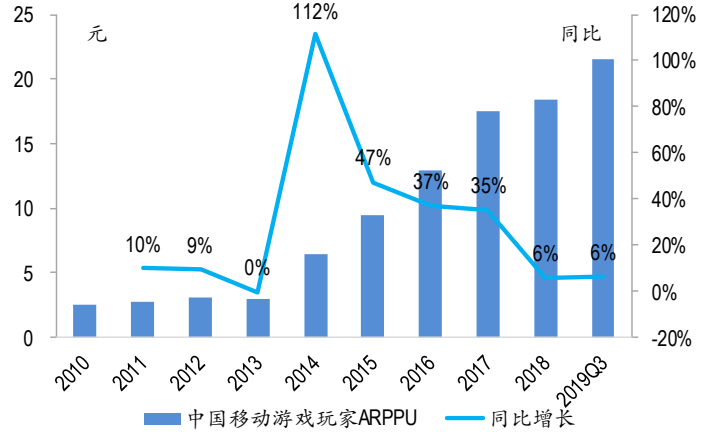
资料来源：GPC & IDC, 安信证券研究中心

图 5：中国游戏玩家月均 ARPU



资料来源：GPC & IDC, 安信证券研究中心

图 6：中国移动游戏玩家月均 ARPU



资料来源：GPC & IDC, 安信证券研究中心

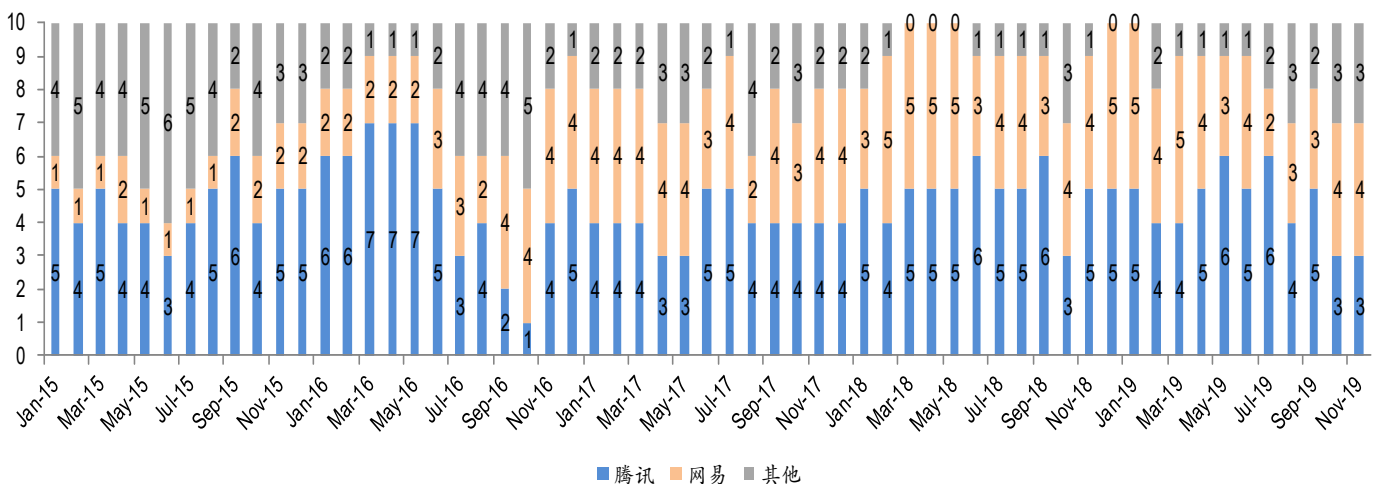
表 1：3Q19 在线游戏收入概览

	三季度游戏收入		四季度游戏收入指引/预测	
	环比增长	同比增长	环比增长	同比增长
腾讯	6%	12%	4%	23%
--手游	9%	25%	9%	40%
--端游	-2%	-7%	-9%	-6%
网易	0.9%	11.5%	-	-
畅游	5.7%	12.5%	-12%至-3%	1%至 12%
金山软件	16%	-2%	-4%	-3%

资料来源：公司财报，安信证券研究中心

注：此处腾讯和金山软件的 Q4 数据为安信证券研究中心预测值。

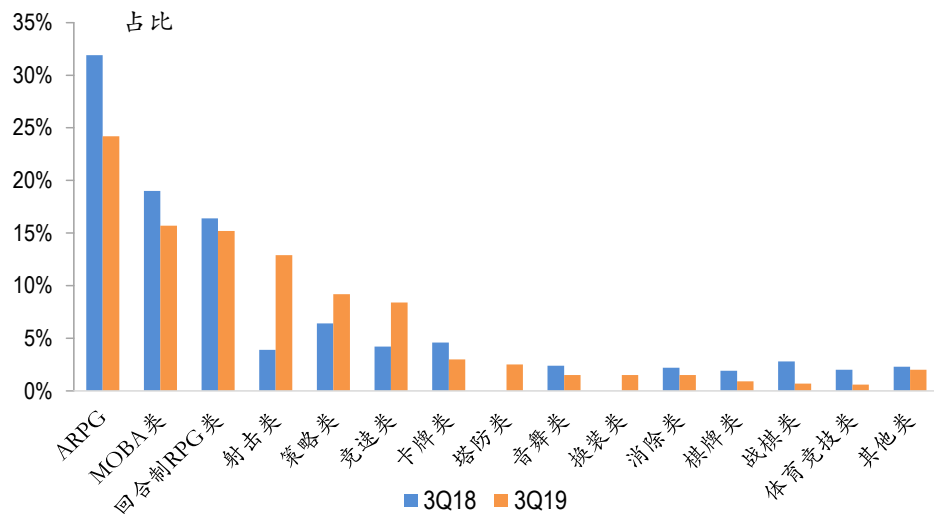
图 7：中国 iOS 手游月流水前 10 名分布



资料来源：App Annie、安信证券研究中心

从 App Annie 中国 iOS 手游流水排名来看，三季度 MOBA 和 MMO/ARPG 类游戏仍然流水表现亮眼，RPG 相关的游戏在 Top10 中占到 7 款，新上线的游戏 跑跑卡丁车竞速版、龙族幻想、精灵盛典均由 IP 改编而来，IP 改编仍然是中国移动游戏流水收入增长的重要驱动力，但是从三季度流水 Top50 移动游戏份额来看，细分品类表现亮眼，比如得益于《和平精英》的射击品类，另外还有竞速、塔防、换装养成、放置类等品类。

图 8: 3Q19 流水 TOP50 移动游戏中各类型游戏流水分布占比



资料来源: 伽马数据、安信证券研究中心

表 2: 中国 iOS 手游 9-11 月流水月度排名

排名	9 月			10 月			11 月		
	游戏	类型	公司	游戏	类型	公司	游戏	类型	公司
1	王者荣耀	MOBA	腾讯	王者荣耀	MOBA	腾讯	王者荣耀	MOBA	腾讯
2	和平精英	FPS	腾讯	和平精英	FPS	腾讯	和平精英	FPS	腾讯
3	梦幻西游	MMO	网易	梦幻西游	MMO	网易	梦幻西游	MMO	网易
4	跑跑卡丁车	竞速	腾讯	三国志·战略版	策略类	阿里巴巴	三国志·战略版	策略类	阿里巴巴
5	精灵盛典	ARPG	三七互娱	精灵盛典	ARPG	三七互娱	阴阳师	RPG	网易
6	Fate/Grand Order	卡牌 RPG	哔哩哔哩	跑跑卡丁车	竞速	腾讯	大话西游	MMO	网易
7	阴阳师	RPG	网易	大话西游	MMO	网易	率土之滨	策略类	网易
8	龙族幻想	MMO	腾讯	崩坏 3	动作类	米哈游	完美世界	MMO	腾讯
9	大话西游	MMO	网易	阴阳师	RPG	网易	闪耀暖暖	养成类	叠纸网络
10	完美世界	MMO	腾讯	率土之滨	策略类	网易	明日方舟	策略类	鹰角网络

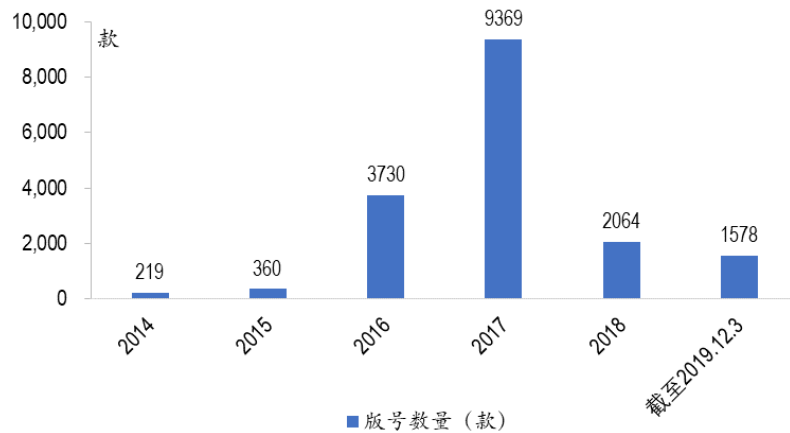
资料来源: App Annie, 安信证券研究中心

1.2. 国内游戏行业对内容和青少年时长和付费监管趋严

虽然版号审批在 2019 年一季度恢复, 截至 12 月 3 号, 进口网络游戏版号已下发 185 款; 国产游戏版号已下发约 1400 款, 但合起来看, 今年迄今发放版号数量仍少于去年。而从中国市场来看, 游戏玩家比其他市场更为年轻化。我们认为版号审批的放开并不代表行业监管的放松, 对游戏类别、内容、青少年游戏时长的监管正在趋严。

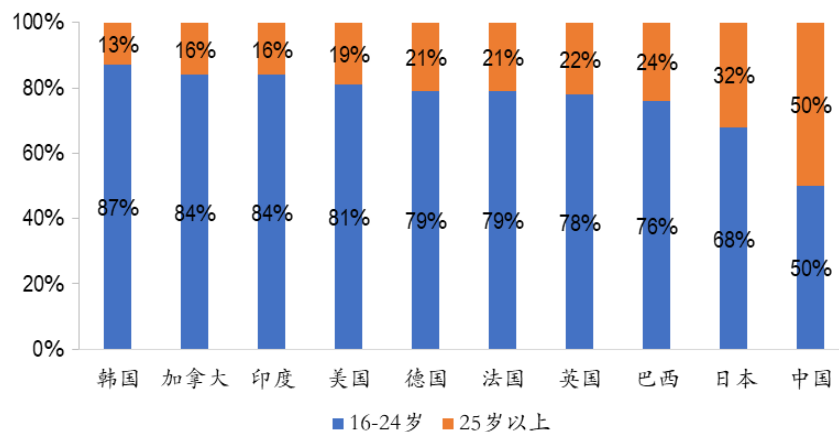
从年龄分布来看, 根据 App Annie 的数据, 中国的年轻用户游戏时长比例显著高于其他时长。我们认为未成年人用户群体并非游戏变现的主力军, 尤其是对于重度付费游戏; 游戏行业监管对于未成年人游戏行为的限制对于游戏行业的影响更多在于用户整体的活跃度和参与度。同时, 由于监管带来游戏上线的不确定性, 小的游戏厂商的业绩增长可见度更不清晰, 反而有利于游戏大厂整合市场。

图 9：历年我国游戏版号发布数量变化



资料来源：国家新闻出版广电总局，安信证券研究中心

图 10：各国游戏时长按年龄分布（2018）

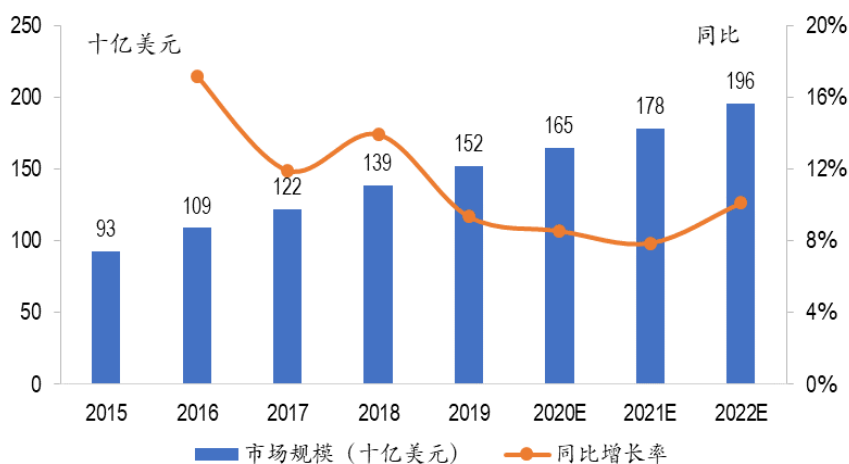


资料来源：App Annie，安信证券研究中心

在 2019 年 8 月中国国际数字娱乐产业大会上，中宣部出版局提出要严控棋牌、捕鱼、宫斗、官场这些题材；监管部门会采取措施鼓励支持企业出版运营价值导向正确、文化内涵丰厚、寓教于乐的游戏作品；加强行业自律，主动探索防止青少年沉迷的措施办法。2019 年 11 月，国家新闻出版署的《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》要求严格控制未成年人使用网络游戏时段时长，每日 22 时到次日 8 时不得为未成年人提供游戏服务，法定节假日每日不得超过 3 小时，其他时间每日不得超过 1.5 小时；网络游戏企业不得为未满 8 周岁的用户提供游戏付费服务，8 岁到 16 岁之间的未成年人单次充值金额不得多于 50 元，每月累计充值金额不得多于 200 元；16 到 18 岁未成年人单次充值金额上限为 100 元，每月累计充值不得多于 400 元。随后，文旅部正式印发《游戏游艺设备管理办法》，规定除国家法定节假日外，游戏机厅等场所，不得向未成年人提供电子游戏设备(机)；游戏机等设备今后将不得含有宣扬赌博内容，比如具有或者变相具有押分、退分、退币、退钢珠，或者捕鱼机等以设置倍率形式以小博大等内容。

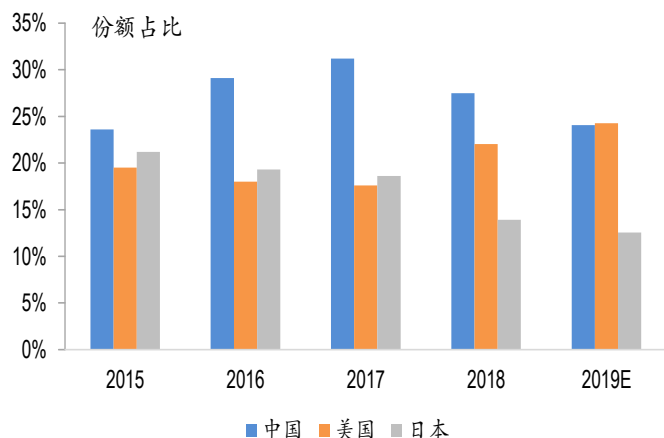
从全球市场来看，根据 Newzoo 数据，预计今年中国游戏收入占全球份额为 24%被美国反超，主要因为美国在主机游戏市场的增长和国内手游红利的衰退，另外版号恢复后虽然主要游戏厂商的新游发行已经回归正轨，但是行业的监管依然趋严。从全球移动游戏渗透率来看，日本手游渗透率处于较高水平，美国较低，中国不断增长，但是相对日本仍有进一步提升空间，我们预期中国游戏厂商在手游方面的优势在日韩等手游渗透率较高的国家有进一步出海发展的机会。

图 11：全球游戏市场规模



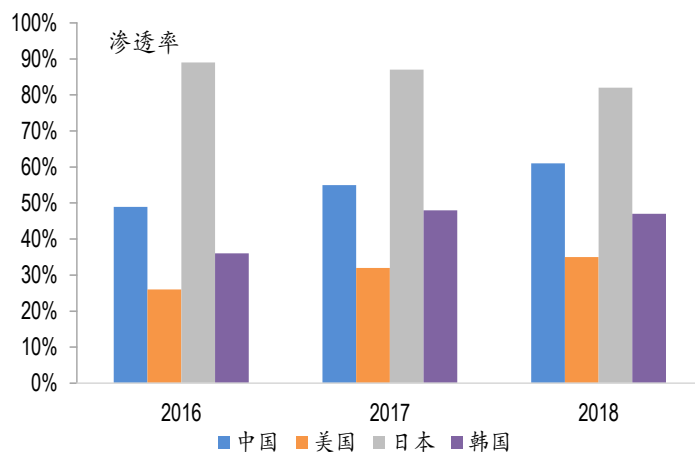
资料来源：Newzoo，安信证券研究中心

图 12：各国游戏市场份额



资料来源：Newzoo，安信证券研究中心

图 13：各国移动游戏渗透率



资料来源：JOGA、KOCCA、CNG、安信证券研究中心

1.3. 海外市场带来游戏增量

2018 年在版号暂停和政策调整的宏观驱动下中国游戏厂商纷纷转向游戏出海，但是在这之前，中国游戏厂商代表 IGG 和智明星通等已经在游戏出海方面积累了丰富的经验，两家公司均以 SLG 类型出海为主，擅长策略类游戏全球研运一体，比如《城堡争霸》、《王国纪元》、《列王的纷争》等，这个时期，中国游戏厂商的海外运营多为适应海外游戏趋势，以 SLG 品类为主；而后伴随中国游戏厂商抓住移动游戏市场的增长红利，结合全球热门游戏 IP 进行手游改编然后出海，比如腾讯的《PUBG Mobile》、《权力游戏》等，同时我们认为，中国手游的出海绝不会止步于 IP 改编，自研创新也在引领趋势，比如网易的《阴阳师》、《第五人格》和鹰角网络的《明日方舟》。虽然目前中国大量手游出海仍处于初期，但是我们认为中国游戏出海所带来的中国手游增量市场巨大，在一些成熟游戏市场中国有进一步抢夺美国游戏市场份额的潜力，在新兴游戏市场，中国手游有进一步扩大领先优势的机会。

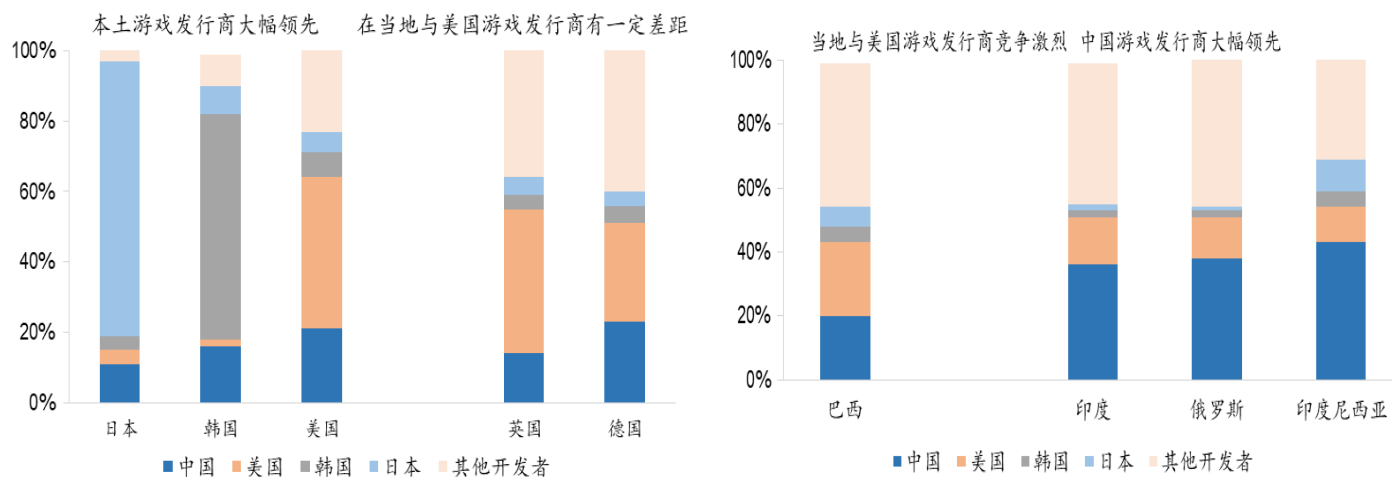
图 14：中国手游出海发展历程



资料来源：安信证券研究中心

中国手游出海在不同海外地区运营表现和竞争不同，在游戏较为成熟的市场中，日本韩国和美国的本土游戏发行商领先，其中日本的本土游戏在日本 2019 上半年 Top250 手游发行商中占比 78%，韩国本土游戏占比 64%，美国为 43%，本土游戏发行商占据绝对领先优势，中国手游发行商在日韩的表现要显著好于美国，但是在英国德国当地中国手游发行商表现与美国仍有一定差距；对比来看新兴市场，在巴西市场中国与美国手游发行商竞争激烈，但是在印度、印尼和俄罗斯等市场中国手游发行商大幅领先。

图 15：成熟游戏市场 1H19 Top250 手游发行商来源国家分布图 16：新兴市场 1H19 Top250 手游发行商来源国家

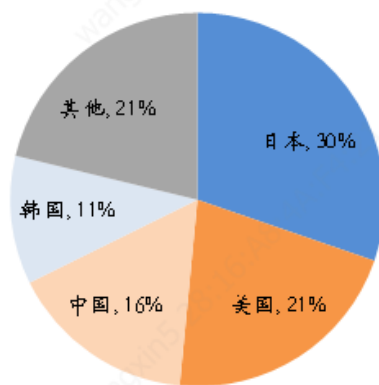


资料来源：App Annie、安信证券研究中心

资料来源：App Annie、安信证券研究中心

从全球游戏出海来看，中国移动游戏发行商出海面临的竞争对手主要来自美国、日本和韩国，根据 App Annie 全球 Top 1000 移动游戏发行商国家来源看，日本、美国、中国、韩国分别占比 30%、21%、16%和 11%，从中国移动游戏发行商的海外市场用户支出来看，美国成为对中国移动游戏海外用户支出贡献度最高的市场，从下载量来看，中国移动游戏下载量在东南亚最高，整体海外下载量增速放缓。

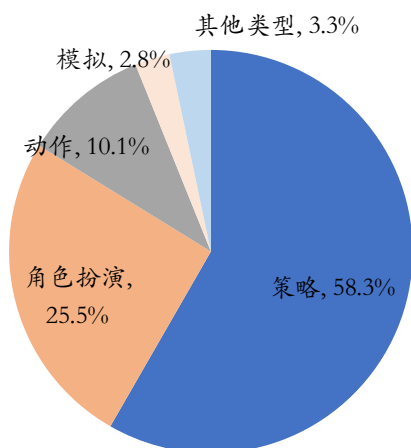
图 17: 2018 年全球 Top1000 手游发行商来源国家分布 (不含中国大陆)



资料来源: App Annie、安信证券研究中心

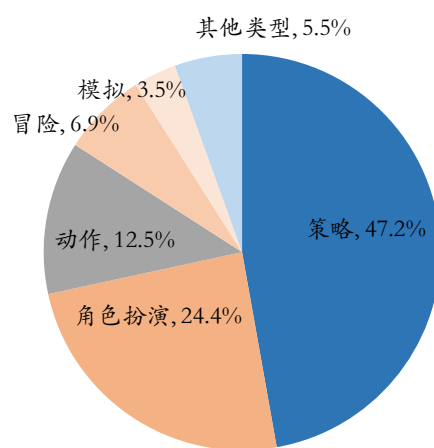
从中国手游出海的游戏类型来看,在过去两年中,SLG 类型在中国出海手游收入中占比有所下降,动作冒险类游戏收入增加明显。

图 18: 2017 年中国手游出海基于 App Annie 全球 Top1000 游戏类型分布



资料来源: App Annie、安信证券研究中心

图 19: 19H1 中国手游出海基于 App Annie 全球 Top1000 游戏类型分布



资料来源: App Annie、安信证券研究中心

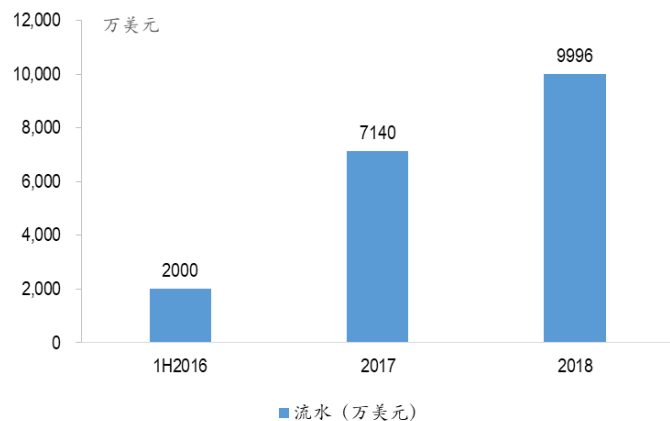
截至 2019 年 9 月底,《PUBG Mobile》与《和平精英》突破 10 亿美元大关,成为第一款达成该目标的战术竞技游戏。下载量方面,8 月《PUBG Mobile》下载量达到了历史新高 4500 万次,环比增长 1 倍以上,9 月回落至 2250 万次。收入方面,9 月腾讯《PUBG MOBILE》预估收入为 7070 万美元,较 8 月上涨 12%,尽管少于 7 月份的 8065 万美元,但比去年同期收入增长了接近 2.5 倍。目前这款游戏超过三分之一的收入都是来源于美国,其次为日本和沙特,分别占比 10.1%和 8.4%。10 月 1 日,《使命召唤手游》在全球正式上市,首周下载量破 1 亿次,吸金 1770 万美元,其主要收入来源国家与《PUBG Mobile》相似,前 3 依次为美国,日本和巴西。

表 3: 2019.7-2019.10 中国手游出海收入 Top10 排行 (App Store + Google Play)

排名	7月		8月		9月		10月	
	游戏	公司	游戏	公司	游戏	公司	游戏	公司
1	PUBG Mobile	腾讯	PUBG Mobile	腾讯	PUBG Mobile	腾讯	万国觉醒	莉莉丝
2	荒野行动	网易	荒野行动	网易	万国觉醒	莉莉丝	使命召唤手游	腾讯&动视
3	王国纪元	IGG	万国觉醒	莉莉丝	荒野行动	网易	PUBG Mobile	腾讯
4	万国觉醒	莉莉丝	AKF Arena	莉莉丝	火枪纪元	Funplus	荒野行动	网易
5	火枪纪元	FunPlus	黑道风云	友塔网络	王国纪元	IGG	火枪纪元	Funplus
6	黑道风云	友塔网络	火枪纪元	FunPlus	AKF Arena	莉莉丝	王国纪元	IGG
7	梦幻模拟战	紫龙游戏	王国纪元	IGG	黑道风云	友塔网络	黑道风云	友塔网络
8	消消庄园	时空幻境	无尽对决	木瞳科技	风之大陆	紫龙游戏	剑与远征	莉莉丝
9	阿瓦隆之王	FunPlus	风之大陆	紫龙游戏	守望黎明	龙创悦动	守望黎明	龙创悦动
10	AKF Arena	莉莉丝	消消庄园	时空幻境	阿瓦隆之王	FunPlus	阿瓦隆之王	FunPlus

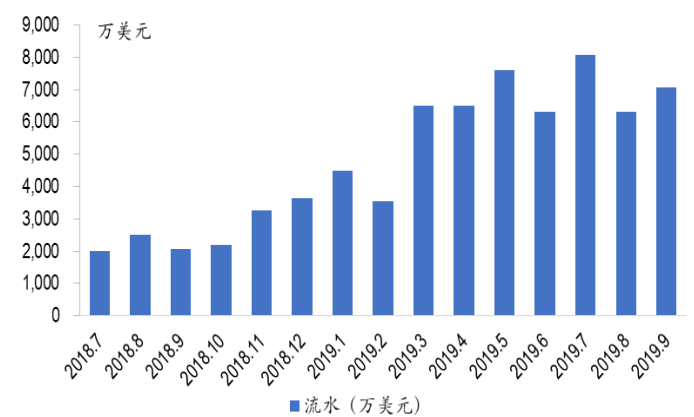
资料来源: Sensor Tower、安信证券研究中心

图 20: 《AOV》海外流水收入



资料来源: Sensor Tower、安信证券研究中心

图 21: 《PUBG Mobile》流水收入



资料来源: Sensor Tower、安信证券研究中心

目前腾讯和网易游戏中来自海外市场的贡献均超过了 10%。在出海较成功的游戏类型和游戏画风来看, 网易更加多元化且多为自研, 比如 2017 年 2 月在日服上线的和风二次元卡牌游戏《阴阳师》, 以及沿用《阴阳师》IP 的 MOBA 游戏《决战! 平安京》, 2017 和 2018 年在海外陆续上线的战术射击类游戏《Rules of Survival》和《荒野行动》, 2018 年 7 月 Google Play 上架的哥特怪诞画风、非对称性对抗竞技类游戏《第五人格》, 生存类游戏《明日之后》等。而腾讯手游出海较成功的包括 MOBA 类《Arena of Valor》、战术射击类《PUBG Mobile》以及今年 10 月 1 日海外刚上线的《使命召唤》手游, 出海游戏以战术竞技为主。

在出海国家方面, 腾讯出海国家分布较广, 在每个市场通过本地化运营都拿下较为理想的市场份额, 北美地区更高, 比如《PUBG Mobile》手游组建了独立团队, 拓宽游戏类型全球受众范围, 该游戏进入了海外市场 100 多个国家, 并在去年 3 月登顶 78 个国家免费榜第一, 今年 10 月《PUBG Mobile》接近三分之一的收入来源于美国 (Sensor Tower 数据)。相比之下, 网易会对市场较为专攻, 在日本市场战绩突出, 这与网易的自研游戏类型和当地文化的结合有关, 另外网易也擅长日本地区的本地化运营, 会结合当地 IP 进行宣传。在 Sensor Tower 发布的 2019 第二季度中国手游在美国 (App Store + Google Play) 收入 Top20 和下载量 Top20 两榜中未见网易身影, 侧面反映出网易在美国尚未拥有一款有较强变现能力的产品, 还需积累更多经验。

我们观察到网易和腾讯也加强了与海外工作室合作和并购的步伐, 腾讯自 2014 年开始加快对海外游戏公司的投资力度, 其海外投资区域覆盖广泛, 包括韩国蓝洞、CJ Games、法国育碧、印度 Dream11、芬兰 Supercell、美国动视暴雪、Epic Games 等, 2019 年 7 月宣布

与任天堂合作在国内代理发售 Nintendo Switch 主机并共同开发《精灵宝可梦》新 IP 游戏。网易海外投资维度广泛,也开始涉及初创和独立工作室,包括 1 亿美元入股《光环》、《命运》系列游戏开发商 Bungie,《地狱边境》和《Inside》独立游戏佳作新创工作室等。

表 4: 游戏大厂并购事件

投资企业	被投资企业	投资时间	投资(合作)详情	被投资(合作)企业代表作
网易游戏	Niantic (美国)	2017.11	参投 2 亿美元	Pokemon GO
	Bungie (美国)	2018.6	1 亿美元, 部分股权+董事席位	《光环》、《命运》、《神话》、《马拉松》
	Jumpship (英国)	2018.7	未透露具体金额	《Somerville》
	Improbable (英国)	2018.7	5000 万美元, 部分股权	SpatialOS 云计算开发技术
	Codemasterd (英国)	2018.11	合作发行 PC 游戏	《F1》《尘埃》
	Quantic Dream (法国)	2019.1	少量股权	《底特律: 变人》
	“二次晚餐”工作室 (美国)	2019.1	3000 万美元, 少量股权	基于漫威 IP 的游戏
腾讯	法国育碧	2018.3	入股 5%	《刺客信条》、《波斯王子》等
	织梦者	2018.7	天使轮, 未透露具体金额	《梦浮灯》
	Bluehole Studio(韩国)	2018.8	5000 亿韩元, 8.5% 股份	《绝地求生: 大逃杀》
	Dream11 (印度)	2018.9	1 亿美元, 多数股权	线上体育游戏平台
	Discord	2018.12	1 亿美元	游戏语音聊天软件
世纪华通	盛跃网络	2018.9	44 亿美元, 收购	《热血传奇》、《百万亚瑟王》

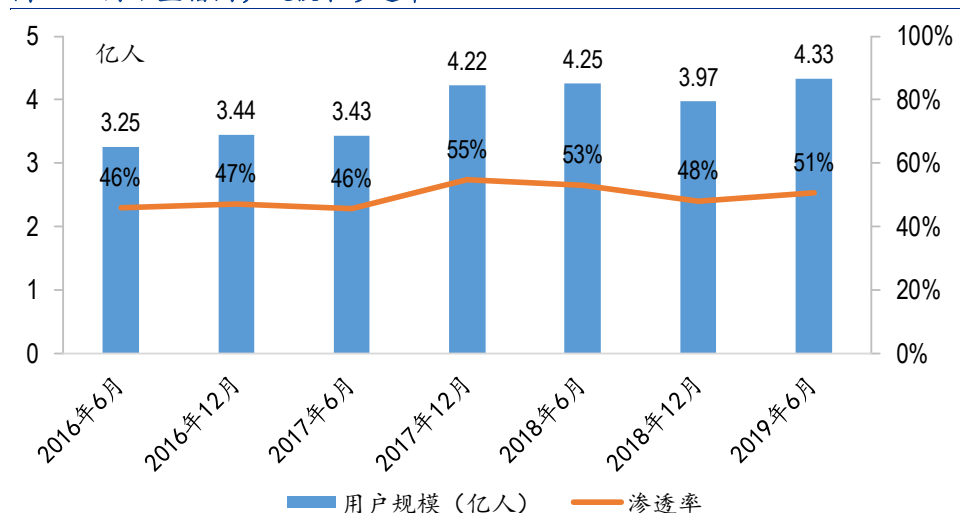
资料来源: 伽马数据、安信证券研究中心

2. “直播+”工具化趋势持续, 出海培育新增长动力

2.1. 国内直播用户放缓, 细分领域仍有增长机会

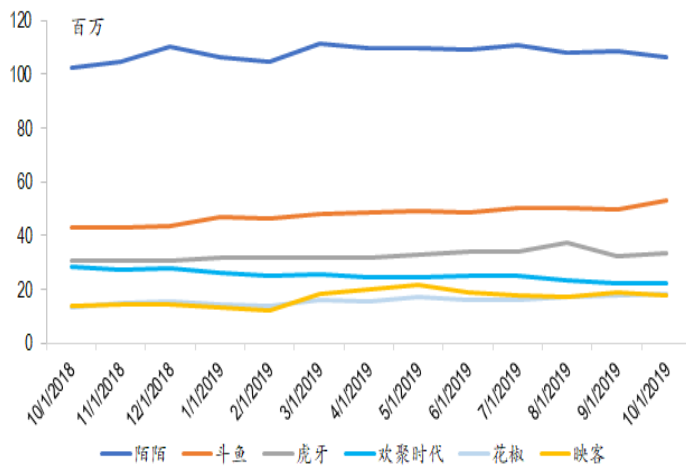
我们看到直播作为视频的形式之一, 在各行业都得到布局, 其碎片化、去中心化和即时互动的特点使得边界不断拓展, 广泛渗透进用户的购物、教育、出行和社交中。根据 CNNIC 数据, 截至 2019 年 6 月, 网民观看直播的人数达到 4.3 亿, 渗透率稳步上升至 50.7%; 但从同比趋势来看, 大盘直播用户增速降至个位数。从变现的角度, 我们认为动力主要来自于用户参与度的提升带来的付费用户和 ARPPU 的增长。

图 22: 网络直播用户规模和渗透率



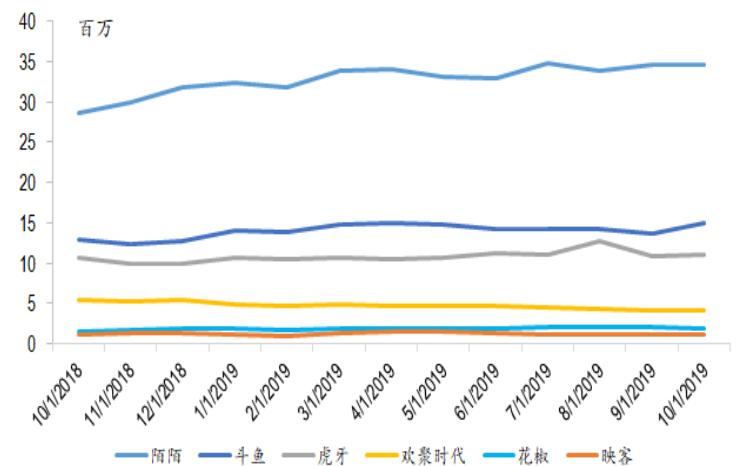
资料来源: CNNIC、安信证券研究中心

图 23: 直播 App 的 MAU



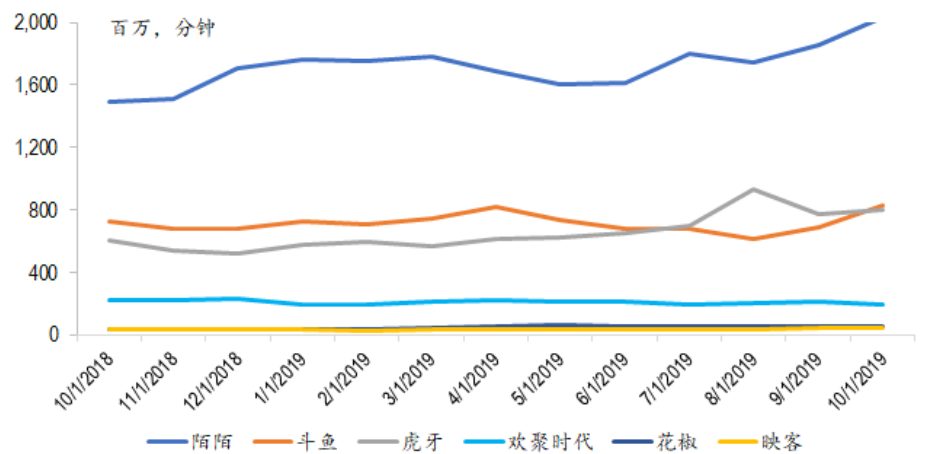
资料来源: QuestMobile、安信证券研究中心
注: 陌陌 MAU 为 App 总 MAU, 非直播板块 MAU.

图 24: 直播 App 的 DAU



资料来源: QuestMobile、安信证券研究中心
注: 陌陌 DAU 为 App 总 DAU, 非直播板块 DAU.

图 25: 直播 App 的用户使用时长



资料来源: QuestMobile、安信证券研究中心
注: 陌陌时长为 App 总时长, 非直播板块时长.

表 5: 3Q19 直播收入概览

	三季度直播收入			三季度总收入		四季度总收入指引	
	百万元	环比增长	同比增长	环比增长	同比增长	环比增长	同比增长
欢聚时代 (整体)	6,882	9%	66%	9%	68%	6%-9%	58%-62%
YY Live	2,899	1%	8%	1%	9%		
陌陌	3,275	6%	18%	7%	22%	2%-4%	18%-20%
斗鱼	1,662	-3%	83%	-1%	81%	6%-9%	69%-75%
虎牙	2,156	12%	77%	13%	77%	3%-7%	56%-61%

资料来源: 公司财报、安信证券研究中心

我们维持对秀场直播行业偏中性的观点, 但社交平台由于用户诉求的不同对直播业务来说形成特殊的竞争壁垒。陌陌和 YY 的直播业务在今年的二、三季度同比增速卡是分化的; 全年来看, 直播行业已经进入常态化增长。直播公司在切换增长动力后表现向好, 欢聚时代三季度表现强劲, 海外业务进一步扩张得益于全球化、技术创新和内容创新, 2020 年主要精力将放在短视频和 AI 能力培养。

陌陌在三季度 App 恢复正常运营后主要业务回归正轨，付费用户数恢复环比增势。探探三季度占收入比 7%，同比增 89%，公司直播业务稳固，变现潜力仍有挖掘空间，对于头部和腰部用户的运营成效显著，有利于控制分成比例稳中有降，月收入>3 万元的头部主播同比+20%，环比+9%；月流水>200 万元的优质公会接近 100 家，数量同比+67%，月消费>5000 元的用户付费额同比+20%，主要由付费用户数驱动。三季度内直播收入同比+18%至 32.75 亿元，同比增势强劲，得益于线下巡乐会提升头部用户体验以及贵族系统优化激励用户连续付费。公司通过推出互动礼物来有效提升腰部用户的参与感。我们认为公司将各种线上娱乐方式转变为陌生人社交平台上的互动玩法，得以巩固公司的竞争优势；VAS 增值服务长期增长逻辑不变，主要驱动力仍然是非直播间的虚拟礼物的增长及积极运营举措，抵消了会员业务的消费下滑。

2.2. 出海东南亚南亚，培育新动力

2019 年三季度陌陌旗下的探探海外收入已贡献了其 10%+的收入，其在 2018 年 7 月于印度上线，成为其最大海外市场；得益于印度互联网流量费用大幅下降、移动设备普及率大幅度提升、以及庞大的人口基数，形成互联网用户红利市场。根据志象网，探探（印度）目标是让女性对外出约会感到舒适，同时保持男女比例为 6:4 的健康比。从全球约会应用排名来看，除了 2019 年 5-6 月探探受到国内下架和 iOS 付费的中断的影响外，在三季度探探重回全球约会应用收入和下载的 TOP5。

表 6：全球约会应用流水排名

收入排名	1Q19	2019.05	2019.07	2019.08	2019.09	2019.10	2019.11
1	Tinder	Tinder	Tinder	Tinder	Tinder	Tinder	Tinder
2	Bumble	Bumble	Bumble	Bumble	Bumble	Bumble	Bumble
3	Tantan	Pairs	Tantan	Pairs	Pairs	Tantan	Badoo
4	Badoo	Badoo	Pairs	Badoo	Badoo	Pairs	Pairs
5	Pairs	Hily	Badoo	Tantan	Tantan	Badoo	Tantan

资料来源：Sensor Tower，安信证券研究中心

欢聚时代三季度旗下 BIGO 收入占比 22%，海外市场三大产品矩阵包括 Likee、IMO 和 BIGO Live，协同效应开始显现，明年在内容产生、用户关系链、变现模式的打通的协同会更明显，比如 IMO 对 LIKEE 用户规模以及 IMO 关系链对内容传播的协同，以及 BIGO LIVE 的变现模式也会启发 IMO 和 LIKEE。

表 7：欢聚时代海外产品三季度进展

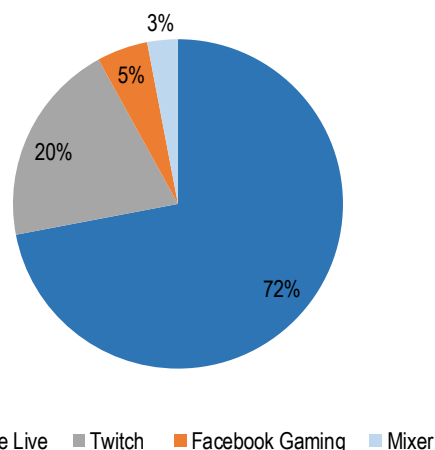
海外产品	产品定位	3Q19 运营数据	3Q19 海外进展
LIKEE	短视频	MAU 破亿	1) 针对不同文化背景和价值观，对短视频运营本地化，来扩大品牌影响力，巩固地位； 2) 引入新功能，比如数据可视化工具、协作旅行 Vlog 等来降低使用门槛，吸引用户创建和分享视频； 3) 通过 IMO 分发短视频，覆盖 45 个国家和地区，将 IMO 短视频 MAU 增加到 5020 万，体现了多产品协同。
IMO	即时通讯	移动 MAU~2.12 亿	除了视频还增强了社交功能，提高粘性激发社交互动，单用户每日使用时长达到 38 分钟。Q3 广告收入环比+25%，未来计划通过直播打赏以及广告等跨平台变现。
BIGO LIVE	直播	MAU ~2190 万 同比+9.7%	扩展到发达国家市场，来自欧洲美国日本等的收入贡献从 Q2 的 21%提升到 Q3 的 26%。
HAGO	休闲游戏社交	MAU~3230 万 同比+92%	继印度尼西亚的成功后，HAGO 进一步渗透到印度市场，预期 Q4 这些地区可以很快实现盈利。未来 HAGO 将通过以下方面提高用户活跃和参与度：1) 扩大休闲游戏种类和数量、2) 加强内容为中心的的社区、3) 增加新的社交功能比如兴趣群组。

资料来源：公司财报电话会议、安信证券研究中心

虎牙在海外的战略主要为本地化和移动化，主要竞争对手是 Twitch 和 Youtube 游戏，Q3 海外平均 MAU 达到 1700 万，公司预期在已经进入的东南亚、南美地区明年单季度毛利能够盈亏平衡。虎牙旗下的 Nimo TV 采取了从东南亚开始，逐渐打入拉美的战略。根据搜狐科技，去年 5 月 Nimo TV 在印尼首次上线，在东南亚布局 1 年之后，进入巴西市场；截至 2019 年 5 月，Nimo TV 已经在 10 个国家中运营，包括印尼、越南、泰国、巴西、墨西哥等；今年 10 月，Nimo TV 正式打入阿根廷市场。

斗鱼海外已经有所布局，包括印尼、越南、印度、台湾地区和拉美等国家和地区，今年 9 月底在日本市场探索上线独立的产品，目前在某些国家地区取得不错表现，但是整体对海外持谨慎态度，某些国家用户习惯没有养成或是需要持续培养。

图 26：2019 年第二季度海外直播平台直播时间占比

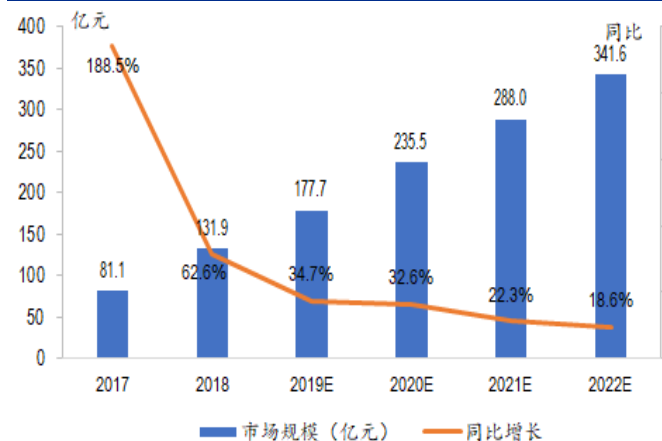


资料来源：StreamElement、安信证券研究中心

2.3. 游戏直播平台变现离不开游戏和娱乐生态

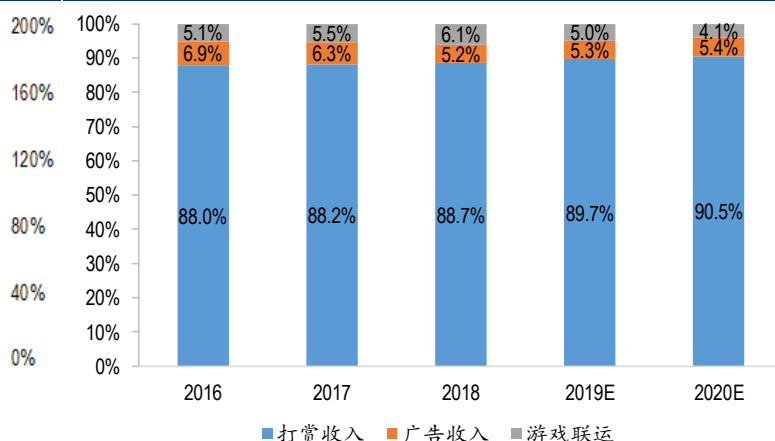
从行业整体来看，游戏直播的行业和用户规模增速将在 2019-2023 年放缓趋于平稳，头部平台具备技术、主播和流量优势，对于主播的议价权上升，伴随规模效应，带宽成本有望进一步降低，平台现阶段仍处于探索多元化并深化变现的时期。根据艾瑞数据，预计 2020 年游戏直播行业规模增速将放缓至 33% 超过 235 亿元。我们看到头部游戏直播平台的月活已经趋于稳定，变现动力将来自于付费率和 ARPPU 的提升。从收入模式来看，打赏仍然是游戏直播的主要变现方式，平台也在探索会员服务、游戏联运、游戏陪玩等多项业务。

图 27：中国游戏直播市场规模及增长率



资料来源：艾瑞、安信证券研究中心

图 28：游戏直播商业模式

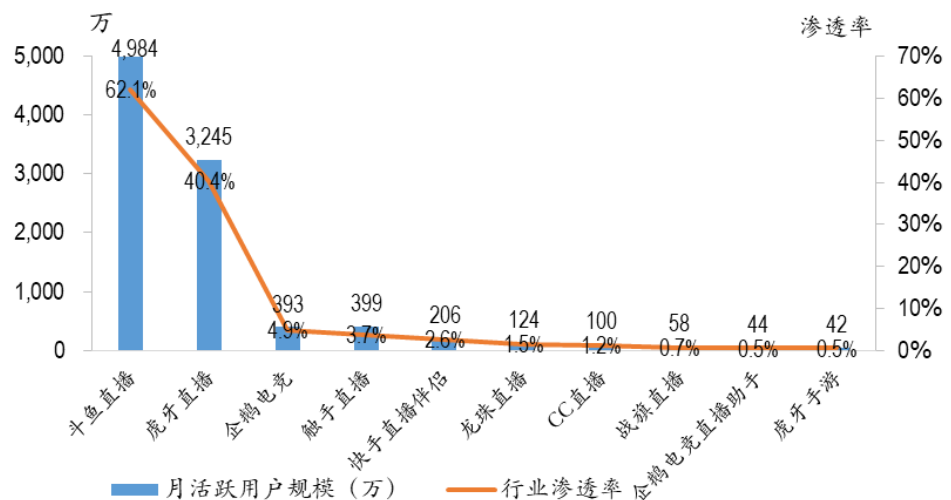


资料来源：艾瑞、安信证券研究中心

中国的游戏直播行业呈现明显的双寡头格局，但从生态来看都离不开腾讯游戏内容。根据伽马数据，2019年上半年《王者荣耀》《英雄联盟》是主要直播平台中开播量最高的两款游戏，在整体中国游戏直播市场中，腾讯系平台（含有投资和有资本关系的游戏直播平台）开播量占比达到88.7%。在开播量前十的电子竞技游戏中，腾讯研发或者运营代理的游戏占据七款。

2019年三季度虎牙和斗鱼收入端实现70%-80%的同比增速，收入体量接近。公司策略方面，虎牙仍然将收入与MAU增长优先于盈利端，在游戏内容会进一步加强变现，加大国内赛事、电视节目的投入和海外优秀主播赛事投入，在非游戏品类方面继续多元化包括户外、动漫、音乐等方向，三季度非游戏内容贡献了虎牙45%的直播收入。三季度直播贡献了虎牙和斗鱼90-95%的收入。

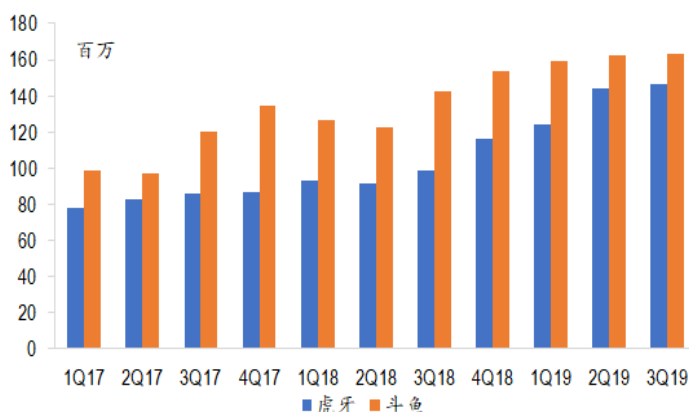
图 29：中国游戏直播 MAU



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心
注：渗透率指占游戏直播行业 MAU 的比例。

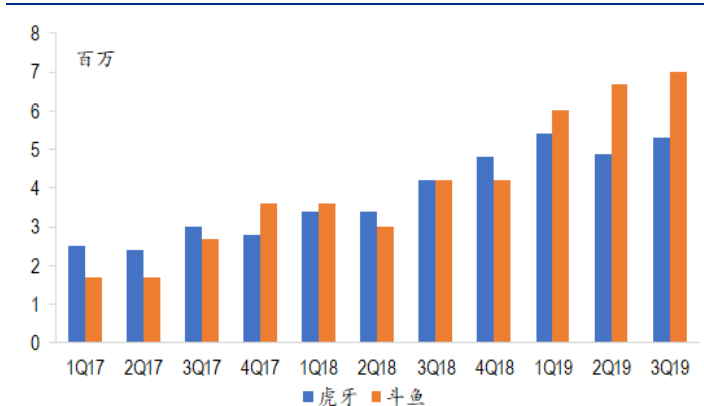
我们预期随着 5G 技术和 AI 技术应用的推广，将为游戏直播带来变现的新思路以及为用户带来新体验。2019 年 6 月，虎牙连同中国移动在成都开展了全国首次 5G 手机 VR 直播，直播马术嘉年华现场，用 5G 手机以及 VR 设备对现场进行 360° 直播，极大地提升了观看体验。2019 年 11 月，直播行业首届技术大会“虎牙 LiveTech 大会”发布了其首个小程序开放平台，包括了直播软件、互动功能以及宣传推广。虎牙表示将在接下来 3 年内投入 10 亿资金到小程序扶持方案，主要包括 1) 通过工会和头部主播推荐、市场推广等为小程序引入流量，以及 2) 从专家指导、开发者培训、技术保障、社区建设方面对开发者进行培训。开放平台的变现模式则存在两种，一是开发者可通过需要选择订阅付费给平台，产生收益全归为开发者；二是内购收益在开发者和平台内分成。

图 30：季度 MAU 对比



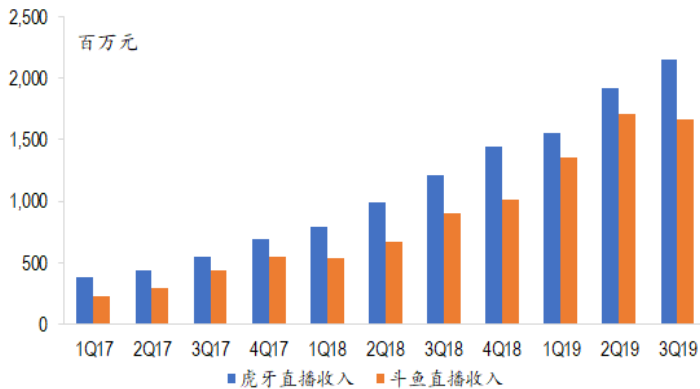
资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 31：季度付费用户对比



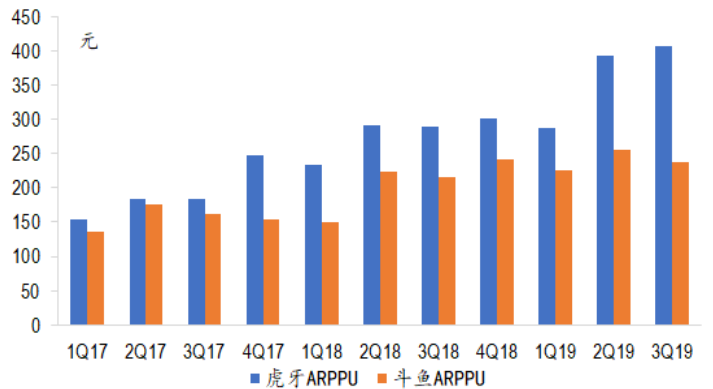
资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 32: 直播收入对比



资料来源: 公司财报、安信证券研究中心

图 33: 直播季度 ARPPU 对比



资料来源: 公司财报、安信证券研究中心

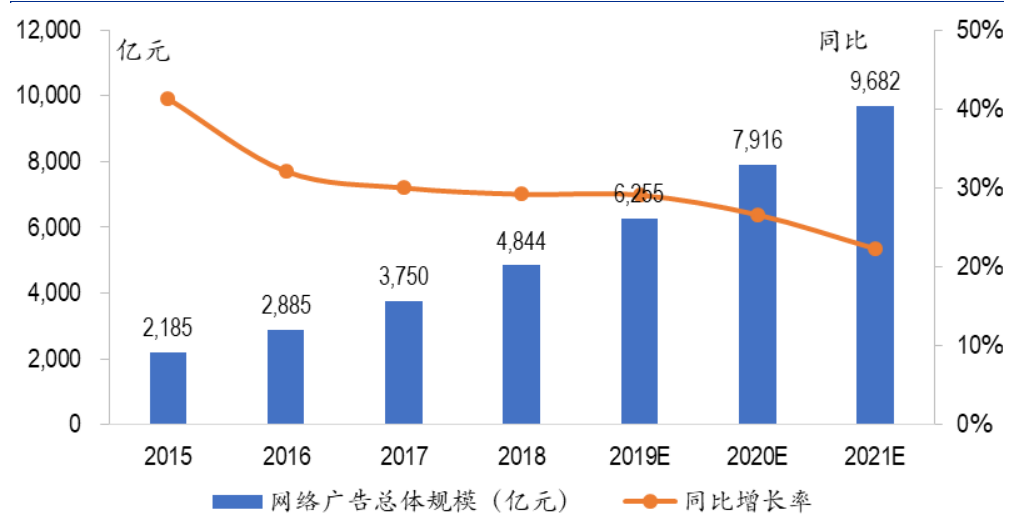
3. 在线广告预算趋势分化

从大盘来看, 中国在线广告市场增速稳中有降, 根据艾瑞数据, 在线广告规模在 2020 年将增加 26.6%, 并有望在 2021 年接近万亿水平。移动广告占比在 2019 年将占到 82% vs 2018 年 76% 的占比, 有望在 2021 年达到 85% 的占比; 背后的驱动因素是互联用户的行为和时长转向移动化和碎片化。

根据艾瑞 2019 年 5 月的数据, 大部分广告主对未来 1-2 年的营销预算的增幅在 10% 以上; 对于广告主来说, 最看重的是用户转化和交易达成, 其次是增加用户的忠诚度提升留存和参与。

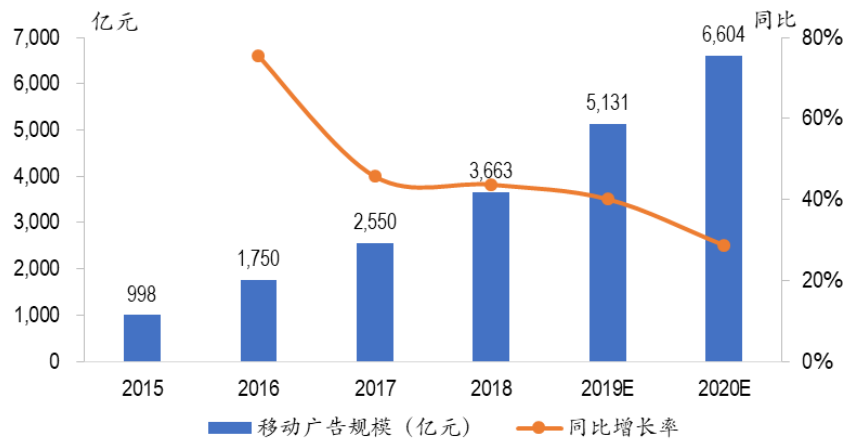
从在线广告的细分板块来看, 增速将明显分化。从构成来看, 电商广告预算比例稳定在约三分之一的水平; 社交广告占比稳中有升; 短视频广告预算比例明显提升, 从搜索广告和门户广告持续获取份额。

图 34: 中国在线广告市场规模及同比增速



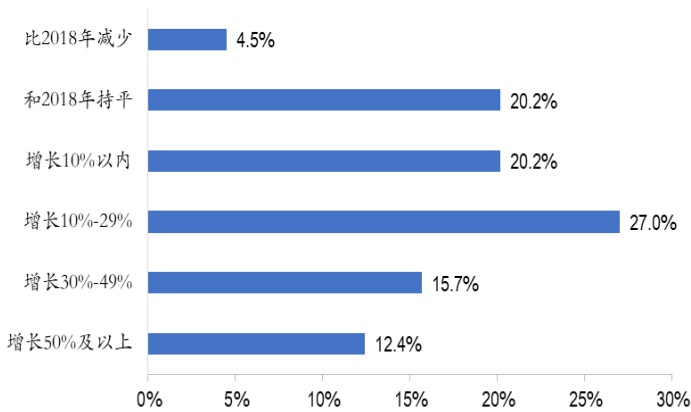
资料来源: 艾瑞、安信证券研究中心

图 35: 中国移动广告市场规模及同比增速



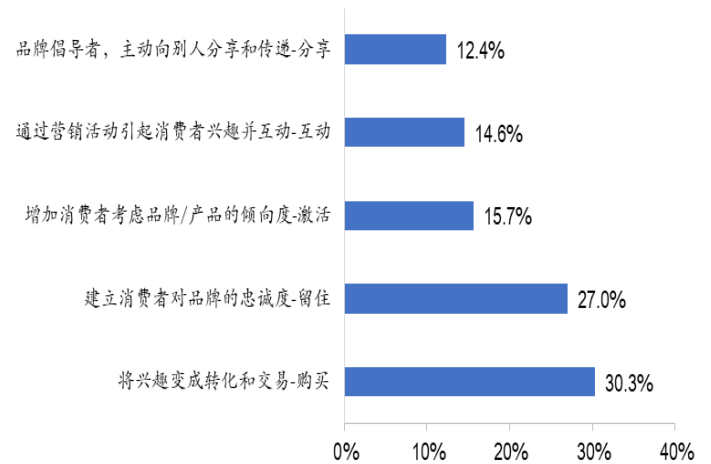
资料来源: 艾瑞、安信证券研究中心

图 36: 广告主预算分配情况



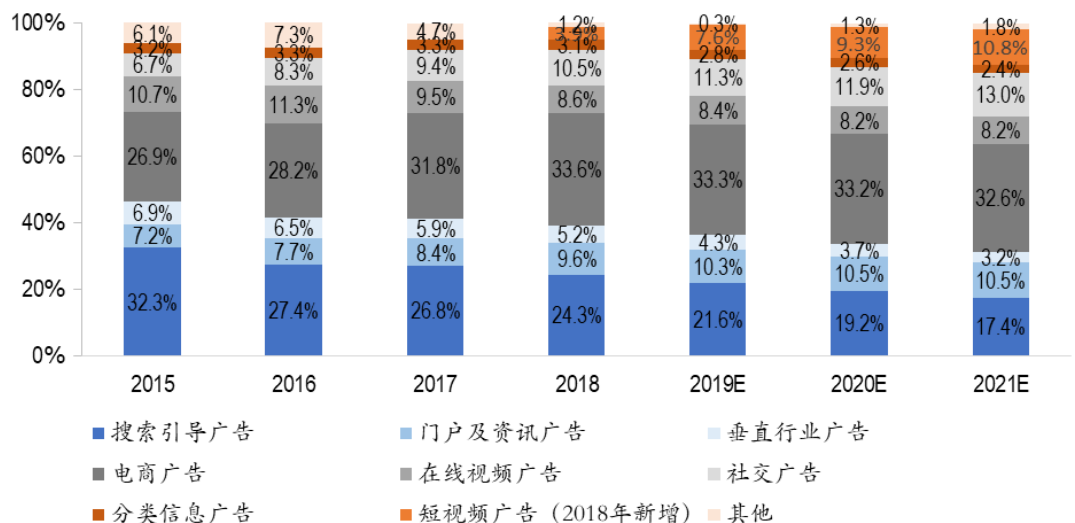
资料来源: 艾瑞 (2019.05), 安信证券研究中心

图 37: 广告主认为最具挑战的消费者生命周期阶段



资料来源: 艾瑞 (2019.05), 安信证券研究中心

图 38: 中国在线广告市场按媒体类型的构成



资料来源: 艾瑞、安信证券研究中心

表 8：三季度在线广告收入

	三季度线上广告/营销收入			四季度广告/营销收入预测//指引	
	百万元	环比增长	同比增长	环比增长	同比增长
阿里巴巴（客户管理收入）	41,301	-2%	25%	51%	24%
百度	20,434	6%	-9%		
腾讯	18,366	12%	13%	6%	14%
腾讯 - 媒体广告	3,650	-17%	-28%		
腾讯 - 社交广告	14,716	23%	32%		
爱奇艺	2,067	-6%	-14%		
微博	2,805	11%	1%		
搜狐	2,338	7%	5%		
搜狐 - 搜索及相关	2,091	17%	8%		
搜狐 - 品牌广告	324	-19%	5%		
搜狗	2,015	4%	13%		
凤凰新媒体	328	1%	16%	13%至 18%	4%至 8%
哔哩哔哩	247	47%	80%		

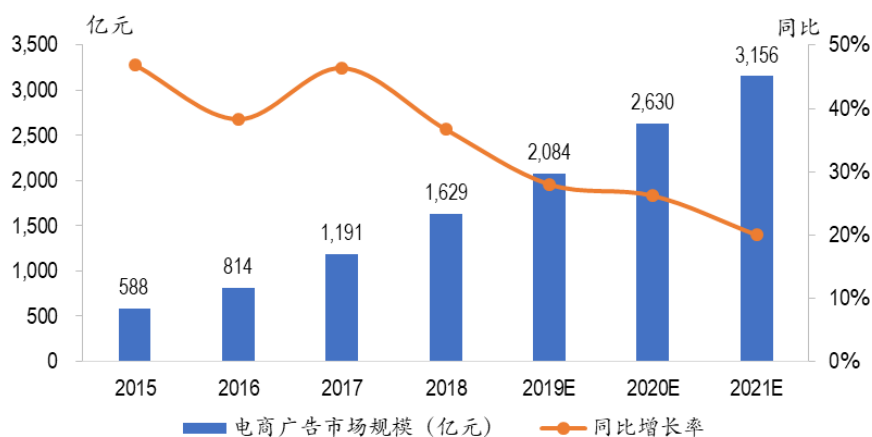
资料来源：公司财报、安信证券研究中心

注：三季度阿里巴巴数据代表其 2020 财年第二季度；阿里巴巴、腾讯四季度数据为安信证券研究中心预测值。对于微博、搜狐、搜狗的增速为美元计增速，人民币贬值约有 3% 的同比负面影响。

3.1. 广告增速短视频>社交>电商

从中国电商广告增速来看，类似中国线上实物零售的增速，稳中有降，但在 2019-2020 年有 26%-28% 左右的同比增长，接近在线广告大盘的增速，份额在三分之一左右，最为稳健。我们认为消费者的消费从线下往线上转化仍是电商市场规模扩大的重要驱动力之一，我们根据统计局的社会消费品零售数据算得，今年迄今为止，线上约贡献了 44% 的整体零售总额。同时由于市场整合，电商巨头市占率进一步提升，头部电商交易额的增速将保持稳中有降或小范围内波动。根据易观的数据，到今年三季度，天猫和京东在中国线上 B2C 零售的市占率保持上升，二者市占率接近 89%，其他线上 B2C 的份额降至 11%。由于零售竞争的加剧和电商行业的集中度提升，我们预期电商平台的变现率将稳中有升。

图 39：中国线上电商广告市场规模

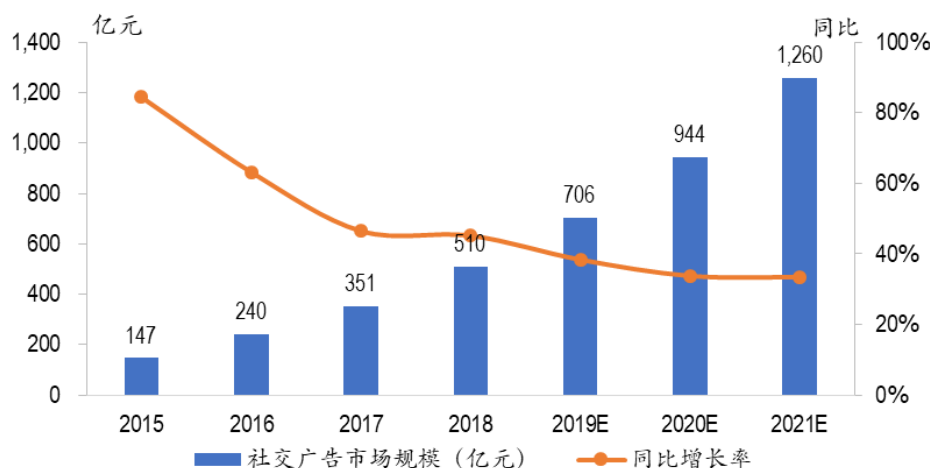


资料来源：艾瑞、安信证券研究中心

中国线上社交广告在 2019-2020 年预计有 30-40% 的同比增长，份额在 2019 年达到 11%，略快于大盘增长。从用户规模来看，社交广告面向中国互联网最大的用户群体，腾讯拥有中国最大的线上社交网络，微信的月活数在今年三季度已经超过 11.5 亿（包括海外用户）。结合腾讯的社交广告，我们预计 2019 年，腾讯在社交广告大盘中的份额超过七成，而其中微信广告占腾讯社交广告的八至九成。

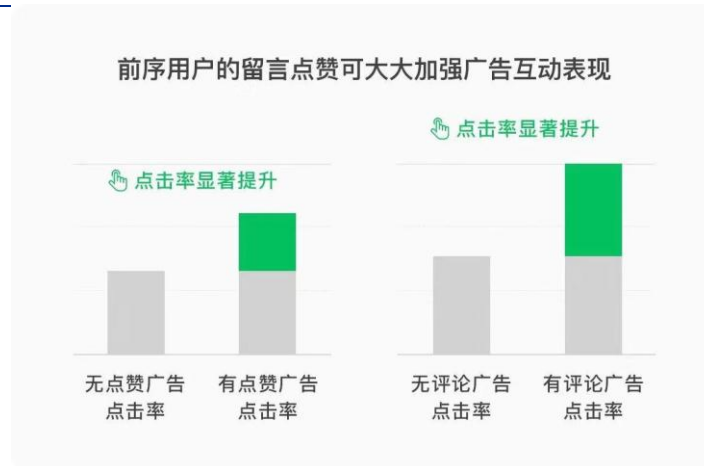
我们观察到微信广告投放呈现投放智能化、LBS 精准营销（附近 3 公里精准推送）、产品全生命周期营销覆盖、营销方案垂直化的趋势。2019 年 11 月，微信平台广告推出按形态投放能力，将公众号、小程序、小游戏平台流量场景打通，实现一条广告素材即可覆盖多广告位的效果，均可覆盖公众号与小程序平台，当前已有游戏、电商、文化娱乐等行业广告主开始投放。除此之外，微信广告还推出“智能优化（oCPA）”出价系统，广告主可自行设置目标转化成本，系统将自动为其分配最优的广告曝光，优化在不同广告主的成本预算下的曝光率与转化效果。而朋友圈广告的“长效社交”模式广告在线 7-30 天，期间通过不断调优算法，从高匹配人群开始投放，后期扩散触达更多潜在受众群体，平台数据显示此模式下投放后点击率可提升 80% 以上。

图 40：中国线上社交广告市场规模



资料来源：艾瑞、安信证券研究中心

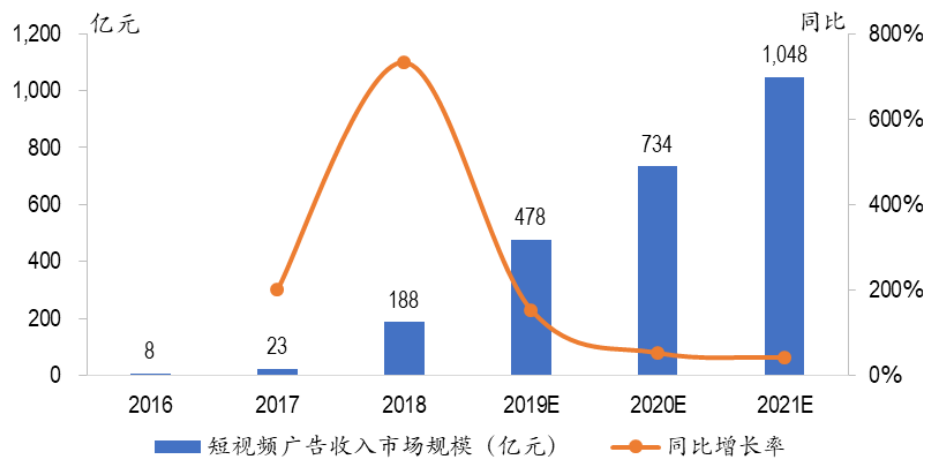
图 41：朋友圈 KOC 的影响力大大提升广告互动效果



资料来源：微信广告公众号、安信证券研究中心

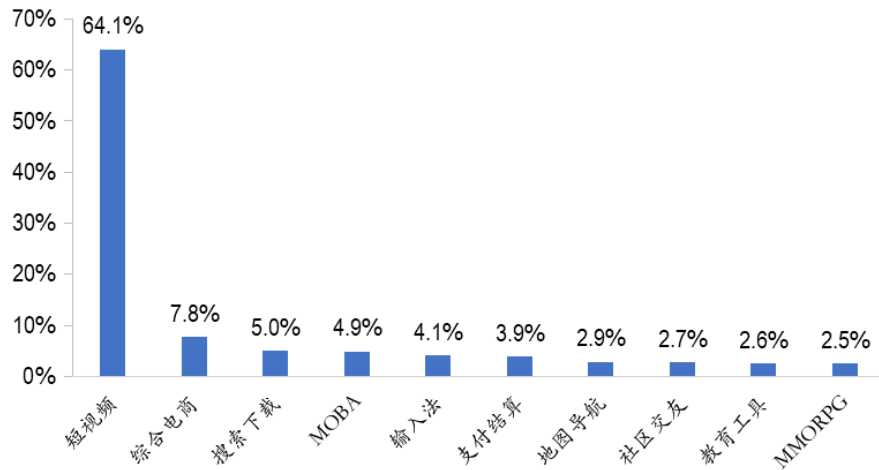
短视频广告在 2019 年经历了高速增长，得益于此前头部平台用户的快速积累以及平台的集中变现。根据 QuestMobile，2019 年 9 月，从用户时长增量来看，短视频占比遥遥领先，增量占比超过六成。从广告主社会化有效投放意向来看，2018 年短视频/直播投放意向为 62%，vs 2017 年的 22% 大幅提升（艾瑞数据）。随着短视频平台的内容创作者和用户的增长，短视频营销也成为内容方重要的变现渠道。但经历了 2017-2019 年爆发式的增长后，短视频广告将在 2020 年起增速将显著放缓。

图 42: 中国线上短视频广告市场规模



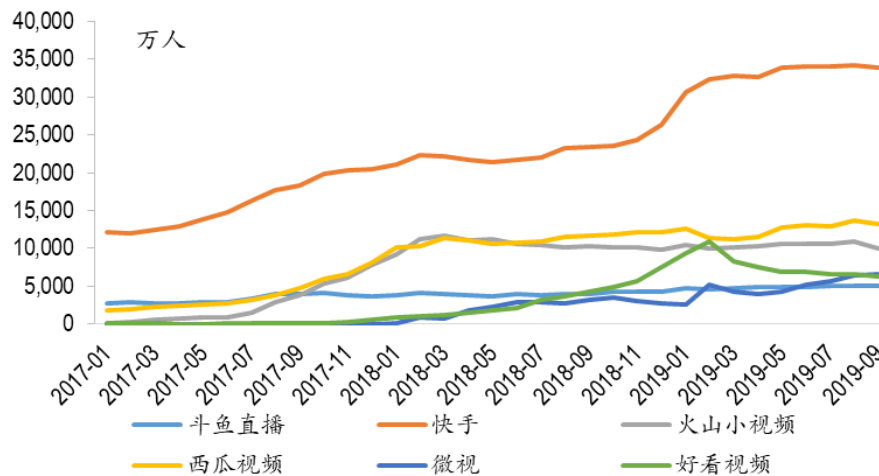
资料来源: 艾瑞、安信证券研究中心

图 43: 2019.9 用户月使用时长同比增量占比 TOP10 细分行业



资料来源: QuestMobile, 安信证券研究中心

图 44: 头部短视频应用 MAU 比较

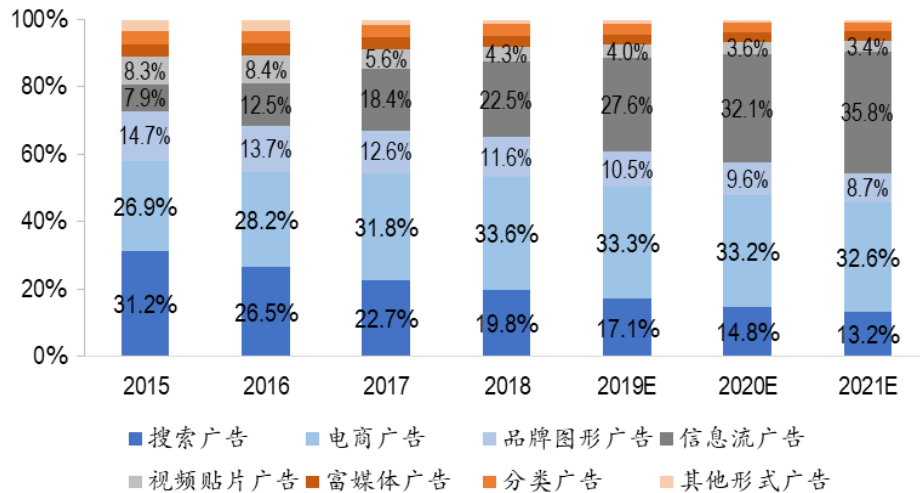


资料来源: QuestMobile, 安信证券研究中心

3.2. 搜索与信息流，此消彼长

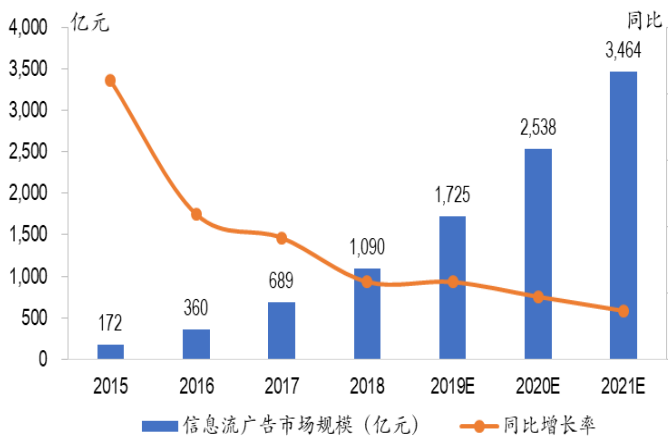
从中国线上广告按形式构成的变化趋势来看，很明显的信息流广告形式更为广告主所青睐，信息流广告占比在 2019 年接近三成，电商广告如前所述份额稳健，其他的形式包括搜索、图片、视频贴片等广告份额保持下滑趋势，侧面反映了互联网用户内容消费的趋势。根据艾瑞数据，2018 年信息流广告已经超过搜索广告规模，到 2020 年将非常接近电商广告规模，而到 2021 年将成为规模最大的线上广告形式。

图 45：中国线上广告按不同形式的构成



资料来源：艾瑞，安信证券研究中心

图 46：中国线上信息流广告市场规模



资料来源：艾瑞，安信证券研究中心

图 47：中国线上搜索广告市场规模



资料来源：艾瑞，安信证券研究中心

2019 年一季度依赖信息流广告在宏观经济和供给侧影响下市场竞争加剧的趋势，广告供给增加快于竞价需求增长，导致信息流广告价格下行压力持续；到三季度信息流广告库存增速有所放缓，但是依旧大于广告竞价需求。我们估计头条和抖音的广告加载率在 20-25%，已经趋近饱和程度，预期广告价格压力将逐渐缓和。

我们在搜索市场看到获客成本在缓和上涨下公司通过成本管控和运营效率提升实现了经营利润的提升。从 TAC 成本来看，根据搜狗，2019 年上半年 TAC 在价格上涨了 30%-40%，下半年价格增速减慢至 10%-20%。搜狗预期来自宏观和互联网子行业监管的影响持续，并可能延续至 2020 年。展望未来，公司将继续推进流量的内生增长，借助输入法产品来推进推荐业务变现，实现整体增速提速。百度的策略重点为完善搜索和信息流生态，今年 9 月百度智能小程序月活已达到 2.9 亿，同比增 157%，手机百度 DAU 达到 1.99 亿，百家号内容

发布者超过 240 万，同比增 57%，得益于移动端生态和技术赋能的用户体验提升，经营利润得到提升。

3.3. 长视频变现展望谨慎，但变现模式将迎来拐点

年底剧集上线稍有起色，2020 年视频广告压力不减

2019 年三季度长视频平台在监管部门对于古装剧集的严监管下继续承压，从广电总局公布的全国重点网络影视剧登记备案情况来看，由于政策导向，电视剧制作与发行均以当代题材为主，古装剧热度急速降温；年底，随着《从前有座灵剑山》《庆余年》等剧集上线，古装剧上线略有回暖。

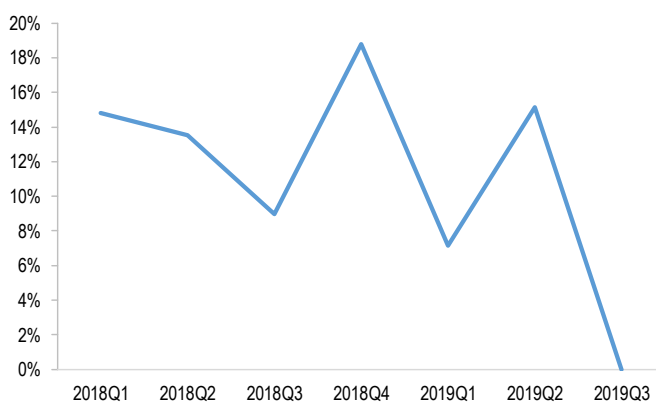
在电视剧制作环节上，国家广电总局关于 2019 年 9 月全国电视剧拍摄制作备案公示共有 73 部，其中当代题材 54 部，占比 74%，现代题材 4 部，占比 5.5%，近代题材 10 部，占比 13.7%，古代题材仅有 5 部，占比 6.8%；10 月全国电视剧拍摄制作备案公示共有 83 部，其中当代题材、现代题材、近代题材和古代题材部数分别占比 78%、7%、11%和 4%，古代题材比重无明显提升。在审查发行环节上，2019 年 3 季度获得广电总局发行许可证的剧目共有 55 部，无古代题材获得发行许可。

表 9：3Q19 和 3Q18 电视剧发行题材占比对比

题材	2019 年 7-9 月全国国产电视剧发行许可				2018 年 7-9 月全国国产电视剧发行许可			
	数量 (部)	占比	数量 (集)	占比	数量 (部)	占比	数量 (集)	占比
当代现实	34	62%	1298	59%	45	58%	1878	56%
现代现实	9	16%	346	16%	4	5%	196	6%
近代历史	9	16%	413	19%	20	26%	906	27%
古装历史	0	0%	0	0%	7	9%	327	10%
重大题材	3	5%	125	6%	2	3%	64	2%
总数	55	100%	2182	100%	78	100%	3371	100%

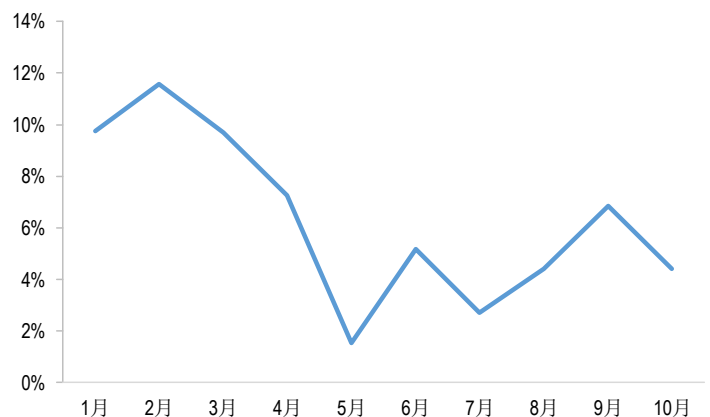
资料来源：国家广播电视总局、安信证券研究中心

图 48：国产电视剧发行许可季度古装题材占比



资料来源：国家广播电视总局、安信证券研究中心

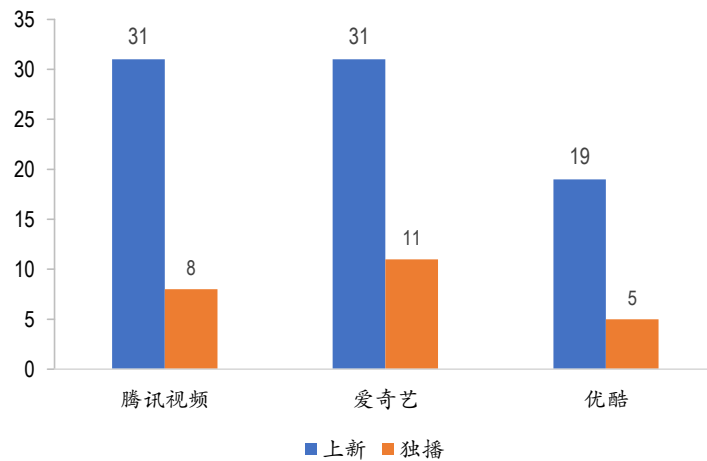
图 49：2019 年广电总局电视剧备案古装题材占比变化



资料来源：国家广播电视总局、安信证券研究中心

从 Q3 各视频平台上线的电视剧集来看，腾讯视频、爱奇艺和优酷分别上新 31 部、31 部和 19 部电视剧，其中独播剧集分别为 8 部、11 部和 5 部，爱奇艺和腾讯的自制能力领先明显，根据云合数据，2019Q3 全网有效播放 Top10 中独播剧数量为 3 部，分别为爱奇艺的《烈火军校》和《宸汐缘》还有腾讯视频的《陈情令》，去年同期为 5 部，季度头部内容中独播占比减小，整体来看 Q3 上新剧集数量稳定，同比减少 4 部，上新剧集有效播放下滑，同比下降 91 亿次。

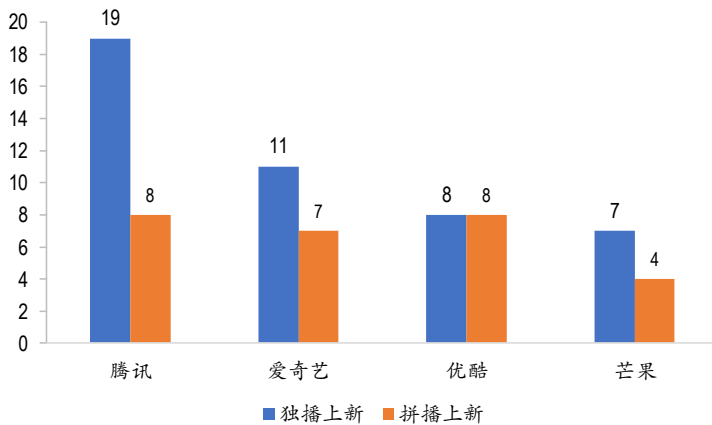
图 50: 2019Q3 各平台上新剧集数量和独播剧数量



资料来源: 各视频平台 App, 安信证券研究中心

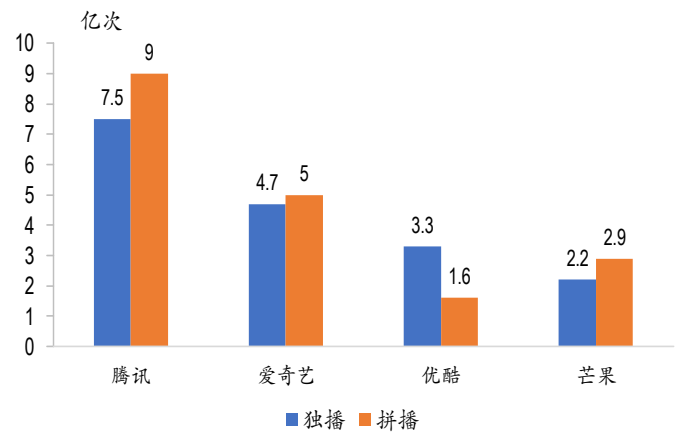
从 Q3 各视频平台上线的综艺来看, 腾讯视频、爱奇艺和优酷分别上新 27 部、18 部和 17 部电视剧, 其中独播综艺分别为 19 部、11 部和 8 部, 腾讯的综艺自制在三季度表现亮眼, 虽独播综艺数量远超拼播, 但其有效播放量却略低于拼播综艺, 根据云合数据, 2019Q3 各平台独播和拼播综艺有效播放量来看, 腾讯在独播和拼播有效播放分别以 7.5 亿次和 9 亿次领先于爱奇艺 4.7 亿次和 5 亿次。

图 51: 2019Q3 综艺上新数量



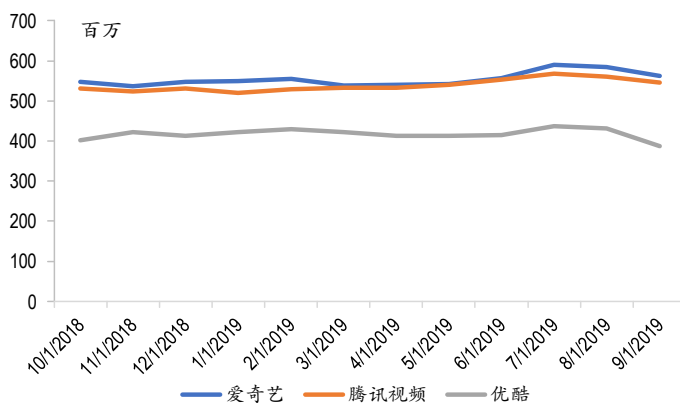
资料来源: 云合数据, 安信证券研究中心

图 52: 2019Q3 综艺有效播放量



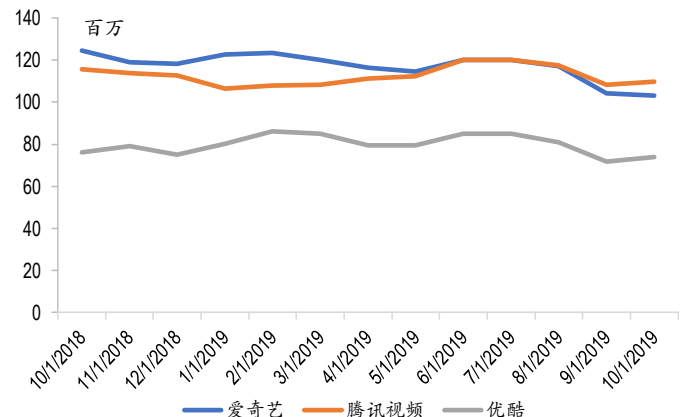
资料来源: 云合数据, 安信证券研究中心

图 53: 三大视频平台 MAU



资料来源: QuestMobile, 安信证券研究中心

图 54: 三大视频平台 DAU



资料来源: QuestMobile, 安信证券研究中心

受视频内容行业监管的影响，视频网站的广告变现为其直接拖累，在广告主预算缩减和向其他平台转移的情况下，三季度视频广告表现大幅走低。三季度腾讯的媒体广告收入同比下滑28%，较Q2的7%同比下滑加速；爱奇艺的在线广告收入同比下滑14%（vs 二季度同比下滑16%），品牌广告的投放未有起色；优酷拖累阿里巴巴的数字媒体娱乐板块收入内生同比增速为8%（去掉阿里影业的影响，但包含UCWeb），仍然相对疲软。

虽然从年底开始视频内容上新有所回暖，而且2019年成为明年同比低基数，但我们对于2020年视频广告增速并不乐观。一方面，宏观和竞争压力在加剧；另一方面，我们观察到视频行业的变现正在从广告向订阅转移。

展望2020年，考虑到影视剧的制作周期，我们认为过去一年的影视演员降薪将对2020年的内容成本控制有积极贡献，预期2020年内容成本微升，爱奇艺占收比有望达到70%以下的目标。

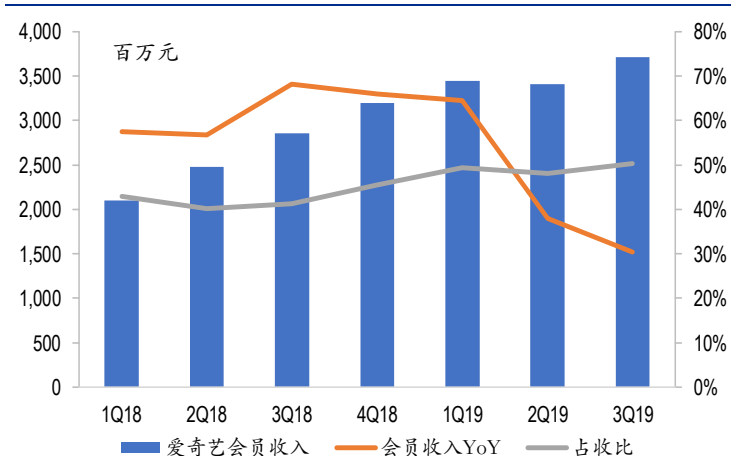
伴随提价预期，2020年变现或提速

长视频订阅端，我们看到主要平台会员收入增速近两个季度放缓明显，主要来源于内容监管加强和会员数量基数增加，我们预计伴随上新正常化，2020年会员数量会保持健康增长。根据快科技，爱奇艺率先表示2020年会逐步进行会员提价，是鉴于国内视频会员价格约为美国的五分之一，甚至低于泰国、越南等市场，而爱奇艺的包月会员价格已经7年未改变。

爱奇艺现在的会员包月价格是19.8元/月，连续包年折合14.8/月、新客首月8元/月，加上与其他品牌的联合优惠活动，从今年三季度来看，爱奇艺月均ARPPU值接近12元/人。为了提高会员订阅收入，在会员数量端，爱奇艺计划向低线城市渗透；在ARPU端，爱奇艺计划通过减少促销和提升会员价格的方式来实现。早在2018年的三季度，爱奇艺的会员收入就超过了广告收入，我们认为其或是国内首家会员收入成为最大变现贡献板块的头部在线视频网站。我们估算目前头部三家视频的ARPPU或均在11-12元的水平附近，会员收入基本上全部由付费会员数量驱动，会员单价的提升将带来额外的增长动力。

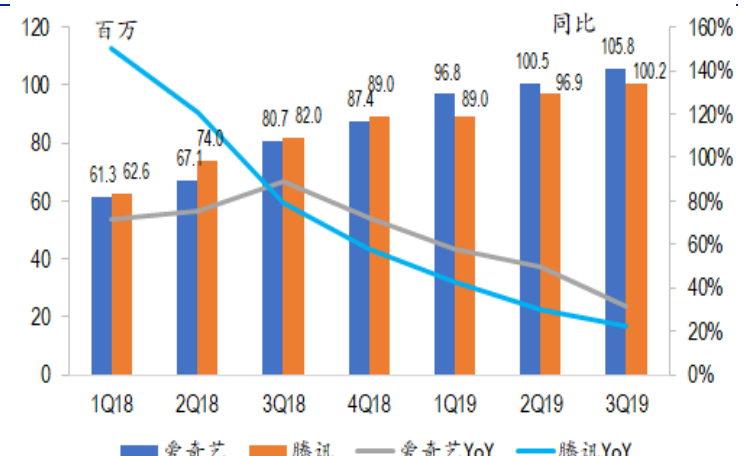
根据新京报，优酷表示暂时没有上调会员费用的计划，我们认为或因为其重心仍在于提升平台内容质量及用户规模。同时，我们认为长视频的核心竞争力仍然是内容，保证优质的内容供给重于会员价格的提升。我们预期长视频提价将是行业趋势，但不同平台的进度可能不同；而会员提价对于2020年的变现增量贡献取决于公司计划，提价过程将由局部群体向全部用户进行。

图 55：爱奇艺会员收入及同比增速



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

图 56：腾讯与爱奇艺季度会员数对比



资料来源：腾讯、爱奇艺、安信证券研究中心

“圈层+IP”各视频平台推2020年内容战略

腾讯视频、爱奇艺和优酷先后公布2020年内容战略，整体来看仍然围绕IP打造和圈层垂直领域布局——腾讯2020年V视界大会强调加大头部内容新投入并拓展垂直领域布局，并要在新的付费模式、剧集形态和产业链开发等领域寻找机会和扩张路径，综艺方面提出三大维度“超级IP”、“新秀PLUS”和“年轻精英需求”；爱奇艺2020年提出五大策略引领潮流文化，包括大投入、新赛道、新机制、新季播、体育燃，加大了体育等垂直内容领域资源投入，以200亿+大投入布局六大综艺赛道和五个大剧赛道；优酷方面提出剧集、综艺、人文三大片单齐发，剧集方面坚持头部大剧独播策略，综艺方面携手顶级导演开发多个全新综艺赛道，并设置生态共振的内容专属赛道。

表 10：2020 年综艺储备

腾讯视频		爱奇艺		优酷	
综艺名称	类型	综艺名称	类型	综艺名称	类型
创造营 2020	选秀	这样唱好美	音乐	这！就是街舞 3	舞蹈
十一少年的秋天	团综	奇葩说 6	脱口秀	少年之名	选秀
横冲直撞二十岁-带你去我家	团综	青春有你 2	选秀	这！就是灌篮 3	体育
明日之子第四季	选秀	潮流合伙人	音乐	这！就是铁甲 2	体育
认真的 GAGMAN	选秀	我是唱作人 2	音乐	热血丛林	
脱口秀大会	脱口秀	乐队的夏天 2	音乐	青春运动会	体育
吐槽大会新一季	脱口秀	中国新说唱 2020	音乐	亲爱的上线了	恋爱
忘不了餐厅第二季	美食	我们是冠军	体育	扑通扑通餐厅	美食
我要独自生活	生活	我是带货官	职场	扑通扑通实习生	职场
德云供笑社	喜剧	小外教，请指教	亲子	我的明星家教	
我和我的经纪人第二季	选秀	Hi 室友 2	生活	遇见另一个你	
令人心动的 offer	职场	演员的品格 2	戏剧	你是我兄弟	
心动的信号	恋爱	想谈个偶像剧般的恋爱	恋爱	一个人生活	生活
空气突然安静	社交	未知的餐桌	美食	我们恋爱吧 2	恋爱
幸福三重奏	恋爱	醒醒吧！丘比特	恋爱	疯狂喜剧城	喜剧
我们是真正的朋友	旅行			疯狂广告	
炙热的我们	音乐			火星情报局 5	脱口秀
代号 K 计划	职场			花花万物	访谈
超新星全运会	体育			嗨皮仙女	女性
我要打篮球第二季	体育			有闲闲鱼铺	
极限青春第二季	真人秀			花花淘花铺	
一本好书第三季	真人秀			VS 冠军	
拜托了冰箱第六季	美食			极限玩家	
				我是解说员	

资料来源：腾讯网综艺报、流媒体网、安信证券研究中心

表 11：2020 年剧集储备

腾讯		爱奇艺		优酷	
剧名	类型	剧名	类型	剧名	类型
三十而已	都市情感	赖猫的狮子倒影	剧情爱情	猎狐	悬疑犯罪
卖房子的人	剧情都市	两世欢	爱情古装	号手就位	剧情战争
繁花	剧情年代	买定离手我爱你	剧情爱情	热血同行	剧情年代
大江大河 2	剧情年代	地球脸红了	喜剧爱情	冰雨火	剧情青春
刘老根 3	剧情喜剧	嘉人本色	剧情爱情	飞虎 3	剧情动作
人民的财产	反腐年代	只问今生恋沧溪	爱情古装	大江大河 2	剧情年代
精英律师	剧情法律	三嫁惹君心	爱情古装	重启之极海听雷	悬疑冒险
我的漂亮朋友	都市爱情	点心之路	剧情美食	我们的西南联大	剧情历史
余生请多指教	都市爱情	穿盔甲的少女	剧情运动	冰糖炖雪梨	剧情运动
斛珠夫人	古代传奇	遇见阳光遇见你	爱情冒险	正青春	都市职场
三生三世枕上书	古装玄幻	大唐女儿行	剧情古装	平凡的荣耀	都市职场

腾讯		爱奇艺		优酷	
剧名	类型	剧名	类型	剧名	类型
青簪行	古装悬疑	大宋宫词	剧情古装	交换吧! 运气	剧情爱情
蓬莱间	奇幻爱情	如果岁月可回头	剧情爱情	99分女朋友	剧情爱情
你是我的命中注定	都市爱情	谁说我们结不了婚	剧情爱情	皮囊之下	爱情悬疑
仲夏满天心	喜剧爱情	二十不惑	剧情爱情	全世界最好的你	剧情爱情
南歌	剧情古装	青春创世纪	剧情爱情	三生有幸遇见你	剧情爱情
大唐女儿行	剧情古装	月上重火	武侠古装	最初的相遇	爱情悬疑
有翡	古代传奇	怪你过分美丽	剧情都市	最后的别离	爱情悬疑
孤城闭	剧情古装	云上恋歌	剧情古装	危机先生	
庆余年	剧情古装	如意芳霏	剧情古装	白色月光	爱情悬疑
将夜2	剧情奇幻	了不起的女孩	剧情爱情	乡村爱情2	喜剧爱情
燕云台	古装传奇	梦回朝歌	剧情古装	我们正年轻	剧情爱情
斗罗大陆	动作奇幻	半生缘	剧情爱情	再见啦! 母亲大人	剧情家庭
大秦帝国之天下	古装历史	凤峡九天	传奇古装	大明风华	剧情古装
瞄准	剧情战争	民初奇人传	剧情年代	传家	家庭年代
暴风眼	剧情犯罪	小娘惹	剧情年代	玉楼春	剧情古装
新世界	剧情战争	勇敢的心2	剧情年代	司藤	
特战荣耀	剧情军旅	绝代双骄	武侠古装	十二谭	剧情悬疑
烽烟尽处	历史传奇	天醒之路	冒险古装	琉璃美人煞	古装奇幻
使徒行者3	警匪悬疑	灵域	奇幻古装		
三体	剧情科幻	鹿鼎记	武侠古装		
不完美的她	剧情犯罪	棋魂	剧情奇幻		
摩天大楼	悬疑犯罪	天舞纪	古装奇幻		
全职高手2	剧情电竞	明月曾照江东寒	武侠古装		
穿越火线	剧情电竞	新世界	剧情战争		
龙岭迷窟	剧情动作	民国奇探	喜剧悬疑		
爱思小姐探案集	剧情悬疑	非常目击	悬疑犯罪		
		特战荣耀	剧情军旅		
		隐秘的角落	剧情悬疑		
		在劫难逃	悬疑犯罪		
		无心法师3	悬疑奇幻		
		心宅猎人	悬疑推理		
		我们是警察	剧情刑侦		
		暴风眼	剧情犯罪		
		猎心者	剧情悬疑		
		风暴者	剧情爱情		
		黑白禁区	剧情情感		
		沉默的真相	悬疑犯罪		
		侦探语录	剧情悬疑		
		火神	剧情悬疑		
		迷航昆仑墟	奇幻冒险		
		叛逆者	剧情谍战		
		十日游戏	悬疑犯罪		
		大江大河2	剧情年代		
		生活万岁	剧情家庭		
		我真是大明星	剧情科幻		
		小大夫	剧情爱情		
		人民的财产	反腐年代		

资料来源: 传媒内参, 安信证券研究中心

4. 行业投资建议

从行业来看，我们青睐短视频、社交、电商广告>游戏>直播和视频。我们青睐行业领头羊以及核心业务增长稳健的公司。娱乐行业首推**腾讯和陌陌**；我们青睐**腾讯**娱乐生态内的协同效应、游戏的研发和运营能力、朋友圈和小程序的变现潜力、to B 业务带来的收入和利润空间；我们认为**陌陌**估值吸引，无论是直播还是增值服务，对腰部和长尾用户的重点运营在应对宏观和监管压力时提供了业绩缓冲，我们看好其直播变现潜力的逐步释放，以及探探变现创新带来的增量贡献。

- 线上广告趋势分化，**电商、社交、短视频**更受广告主青睐，电商广告预算比例稳定在大盘约三分之一的水平；社交广告占比稳中有升；短视频广告预算比例明显提升，从搜索广告和门户广告持续获取份额。
- 对于**搜索和视频**广告行业来说，2020 年增长有低基数效应。由于监管因素，我们预期**手游**行业来说 1H20 低基数效应更为明显，但头部老游戏由于 2019 年的高基数和经历了版号受限情况下的强运营，在 2020 年同比增量贡献或成挑战。
- 我们预期游戏**直播、会员或打赏等增值服务、短视频广告**虽然面临增速下滑，但仍有快于大盘的增速。在国内**游戏、社交、直播**市场格局呈现明显的马太效应的形势下，线上娱乐公司加快了海外布局，来扩大业务可触达市场规模。营销投入对于扩大用户 TAM 是必要的，比如**B 站、探探、以及直播出海**。当相对较高的用户群体活跃度和参与度齐升时，规模效应对利润率将体现正向效应，比如**直播、娱乐、视频的增值服务**变现。

5. 风险提示

我们认为目前行业面临的主要风险包括：

- 1) 宏观经济增速放缓造成消费增速下滑；
- 2) 广告主预算消减、网民线上娱乐消费增速不及预期；
- 2) 人民币贬值带来以美元计盈利增长及估值的负面压力；
- 3) 行业监管趋严带来的业务波动；
- 4) 激进的获客策略带来的营销开支高于预期；
- 5) 不同类型的用户对互联网用户时长竞争加剧。

6. 中国互联网公司估值比较

表 12: 中国互联网公司估值比较

公司名称	股票代码	交易货币	收盘价	市值	动态市盈率			市销率		
			12/9/2019	百万 美金	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
阿里巴巴	BABA US	美元	198.74	541,615	38.8	27.9	23.4	10.2	7.3	5.7
腾讯控股	700 HK	港币	336.20	410,275	37.8	30.6	25.5	9.3	7.7	6.2
美团	3690 HK	港币	103.30	76,626	na	330.7	79.4	8.3	5.7	4.3
京东	JD US	美元	33.25	48,083	148.7	33.2	24.0	0.7	0.6	0.5
拼多多	PDD US	美元	37.52	43,612	na	na	531.6	24.3	10.1	6.1
百度	BIDU US	美元	115.06	40,142	12.6	21.5	17.0	2.8	2.7	2.4
网易	NTES US	美元	308.04	39,626	33.7	20.1	19.5	4.1	4.3	4.1
小米	1810 HK	港币	9.32	28,602	23.1	17.7	14.8	1.1	1.0	0.8
好未来	TAL US	美元	45.47	27,285	119.5	70.7	81.3	16.1	10.8	7.8
腾讯音乐	TME US	美元	12.19	20,341	35.7	31.8	26.0	7.6	5.7	4.4
携程	CTRP US	美元	32.07	19,341	30.9	24.8	20.6	4.5	3.8	3.3
新东方	EDU US	美元	120.94	19,137	55.1	46.0	34.9	7.9	6.2	4.9
爱奇艺	IQ US	美元	20.20	14,752	na	na	na	4.2	3.6	3.1
微博	WB US	美元	43.77	9,940	16.7	16.2	15.5	5.8	5.6	5.2
58 同城	WUBA US	美元	58.82	9,027	23.5	16.2	18.3	4.8	4.1	3.6
唯品会	VIPS US	美元	13.30	8,991	23.7	14.4	11.6	0.7	0.7	0.6
汽车之家	ATHM US	美元	69.94	8,303	20.3	18.4	17.0	8.2	7.0	6.3
陌陌	MOMO US	港币	36.15	7,734	16.7	13.4	11.0	4.0	3.2	2.7
中航信	696 HK	美元	19.22	7,185	19.6	19.9	17.4	6.7	6.2	5.6
哔哩哔哩	BILI US	美元	16.99	5,600	na	na	na	9.8	5.9	4.0
前程无忧	JOBS US	美元	79.30	5,341	29.9	28.2	25.9	10.0	9.7	9.1
众安	6060 HK	港币	27.60	5,182	na	na	160.2	3.8	2.8	2.2
欢聚时代	YY US	美元	56.91	4,741	8.5	14.8	10.9	2.1	1.3	1.0
虎牙	HUYA US	美元	18.08	4,090	70.9	41.9	24.8	6.2	3.5	2.5
阅文	772 HK	港币	30.35	3,931	31.5	27.0	22.1	5.7	4.0	3.5
金蝶国际	268 HK	港币	8.10	3,436	63.9	72.2	60.7	8.6	7.3	6.1
同程艺龙	780 HK	港币	12.60	3,419	22.4	16.6	13.4	4.1	3.2	2.6
金山软件	3888 HK	港币	18.80	3,297	101.3	na	69.6	4.1	3.0	2.2
新浪	SINA US	美元	35.23	2,498	12.1	12.8	12.8	1.2	1.2	1.1
斗鱼	DOYU US	美元	7.12	2,331	na	74.9	17.4	na	2.3	1.7
宝尊	BZUN US	美元	34.28	2,203	40.5	37.1	24.8	2.9	2.1	1.7
搜狗	SOGO US	美元	4.84	1,958	21.0	20.6	17.0	1.7	1.7	1.5
有道	DAO US	美元	14.08	1,575	na	na	na	na	na	na
易鑫	2858 HK	港币	1.73	1,409	31.1	16.2	13.8	1.9	1.6	1.6
中软国际	354 HK	港币	4.10	1,333	13.4	12.8	11.3	0.9	0.8	0.7
趣店	QD US	美元	4.79	1,219	4.5	2.5	2.2	1.2	1.0	0.9
猎聘	6100 HK	港币	17.04	1,128	74.1	54.4	28.2	6.5	5.3	4.2
云集	YJ US	美元	4.72	1,073	na	na	9.6	na	0.3	0.2
易车网	BITA US	美元	14.86	1,032	11.4	13.0	8.8	0.7	0.7	0.7
有赞	8083 HK	港币	0.47	919	na	na	na	7.4	5.1	3.2
微盟	2013 HK	港币	3.17	915	na	32.4	30.7	7.6	4.4	3.1
IGG	799 HK	港币	5.51	878	4.7	6.1	5.6	1.2	1.2	1.2
中手游	302 HK	港币	2.65	789	na	na	6.8	na	1.6	1.3
美图	1357 HK	港币	1.42	780	na	na	47.3	1.6	5.5	4.6
创梦天地	1119 HK	港币	4.55	738	15.2	9.6	7.0	2.3	1.7	1.4
汇量科技	1860 HK	港币	3.66	717	24.6	15.1	9.5	1.6	1.3	1.0
趣头条	QTT US	美元	2.85	696	na	na	na	1.6	0.9	0.7
兑吧	1753 HK	港币	4.77	673	na	20.0	8.7	na	2.4	1.7
畅游	CYOU US	美元	9.76	518	5.5	4.2	4.8	1.1	1.1	1.3
如涵	RUHN US	美元	6.18	513	na	na	na	na	na	na
猎豹移动	CMCM US	美元	3.30	479	4.9	5.9	16.1	0.7	0.9	1.0
宜人贷	YRD US	美元	4.72	439	2.3	3.1	2.9	0.5	0.4	0.4
搜狐	SOHU US	美元	9.91	391	na	na	na	0.2	0.2	0.2

资料来源: 彭博、安信证券研究中心

注: 由于财政年度起止时间不同, 阿里巴巴、学而思和新东方的 2018E 代表其 2019 财年, 以此类推。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先 S&P500 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与 S&P500 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后 S&P500 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于 S&P500 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于 S&P500 指数波动;

■ 分析师声明

黄守宏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034