

证券研究报告：行业深度报告
增持（维持）



传媒互联网行业2020Q2投资策略： 增持业绩确定板块，兼顾复工背景下的估值修复机会

证券分析师：张良卫
执业证书编号：S0600516070001
联系邮箱：zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师：周良玖
执业证书编号：S0600517110002
联系邮箱：zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理：张飞鹏
联系邮箱：zhangfp@dwzq.com.cn

研究助理：郭天瑜
联系邮箱：guoty@dwzq.com.cn

研究助理：李赛
联系邮箱：lis@dwzq.com.cn

2020年04月01日

- **1、增持业绩确定板块：把握疫情催化的高景气细分领域：1) 游戏：**2020年手游行业将进入第二轮端转手及IP系列化红利期，且随着新版号政策推动，行业竞争格局持续优化，优质头部游戏有望持续涌现。2020年也将会是国内主流云游戏平台进入测试的一年，随着云游戏平台测试及逐步落地，将为研发商在云游戏时代核心IP再次移植变现打开空间，此外，VR等相关技术应用也有望为行业持续带来催化。推荐标的：三七互娱、完美世界、吉比特、游族网络、世纪华通、宝通科技，建议关注：港股IGG、FRIENDTIMES。**2) 直播电商：**疫情催化下，我们预计2020年直播电商全市场GMV有望提升至万亿量级，行业红利明显。我们认为直播+购物的模式未来壁垒将逐渐体现为对于流量的整合运营及选品、供应链上的能力，下一阶段应重点关注行业内相关布局企业的偏长期的投资价值。建议关注：星期六、立昂技术、中广天择、华扬联众等。**3) 在线教育：**预计疫情期间将新增5000万人次左右的渗透量，Q2将逐步进入留存及转化阶段，有望带来业绩弹性，推荐具有品牌及研发优势的新东方在线，同时重申推荐线上业务快速增长、需求释放的职教龙头中公教育。**4) 在线视频：**相比线下各项文娱消费活动的停滞，在线视频成为当前文娱消费中最具竞争力的渠道之一，付费会员业务发展有望获得催化。推荐芒果超媒、新媒股份及美股爱奇艺（IQ.O）、哔哩哔哩（BILI.O）。
- **2、用时间换空间：Q2复工背景下广告、电影院线等板块估值有望修复：1) 广告：**参考2003、2008年经验，广告支出增长与个人消费支出保持同步，虽然短期有波动出现，但是长期呈现完全正相关，后续广告支出有望伴随经济回暖陆续释放。同时，长期来看我国广告支出占GDP比重依然偏低，广告整体增长速度依然有望在较长的时间内快于GDP增长，建议重视分众传媒底部投资机会。**2) 电影及院线：**回顾2003年SARS期间，虽然上半年电影行业受到疫情的严重影响，但票房依然在全年实现了16%的增长，而且在2004年实现同比增长38%，成为2000年-2008年间的最高增速年份。宏观层面上的原因在于中国电影市场从2003年开始全面产业化，微观层面的原因在于从2003年开始数部优质影片上线，进一步带动了市场观影热情。当前国内电影市场制作能力仍处于上升期，2019年国产电影票房占总票房64%，为2013年以来最高水平。疫情逐步得到控制后，优质内容驱动院线市场反弹仍可期待。推荐万达电影、光线传媒，建议关注：北京文化等。
- **3、其他主线：5G主题、腾讯为代表的支付板块等。**2020Q1各通信运营商均提出了全年的用户增长目标，预计2020年将是5G大规模投资第一年，5G资本开支较19年提升3倍以上，预计未来3-5年5G及总资本开支逐年提升，建议关注产业链相关获益标的：号百控股、平治信息。看好支付市场，互联网公司最强货币化工具变现正当时，推荐腾讯控股，我们认为随着支付业务的补贴减少和费率提升，公司业绩会恢复到25%以上的增长，股价将迎来业绩与估值的双击。
- **风险提示：**疫情影响超预期，市场系统性风险，宏观经济超预期下行，行业政策风险等。



- 1、Q1表现优于大盘，游戏板块表现领先

- 2、增持业绩确定板块：把握疫情催化的高景气细分领域

- 3、用时间换空间：Q2复工背景下广告、院线等板块估值有望修复

- 4、其他主线：5G主题、腾讯为代表的支付板块等

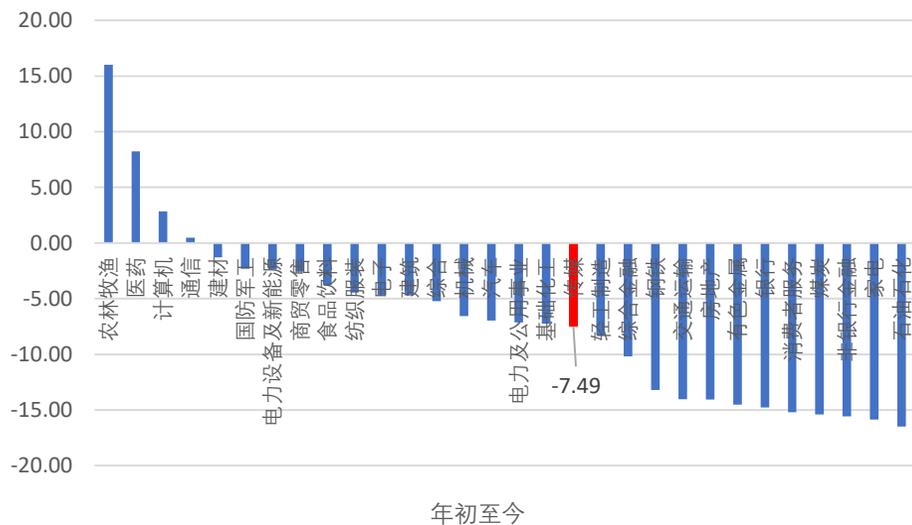
- 5、风险提示

1、Q1表现优于大盘，游戏板块表现领先

1、Q1表现优于大盘，游戏板块表现领先

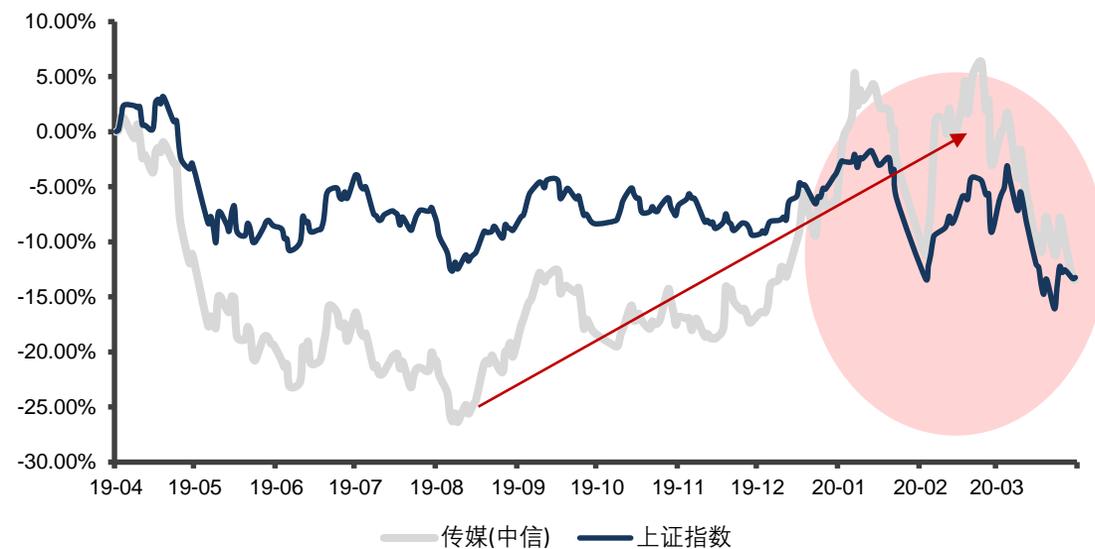
➤ 2020Q1传媒板块下跌7%，表现在所有板块中居中，相比大盘指数，传媒板块至2019年8月开始底部反弹，Q1期间整体表现优于大盘。

图表1：2020Q1行业涨跌幅-中信行业分类 (%)



资料来源：wind，东吴证券研究所

图表2：过去一年传媒（中信）及上证指数涨跌走势

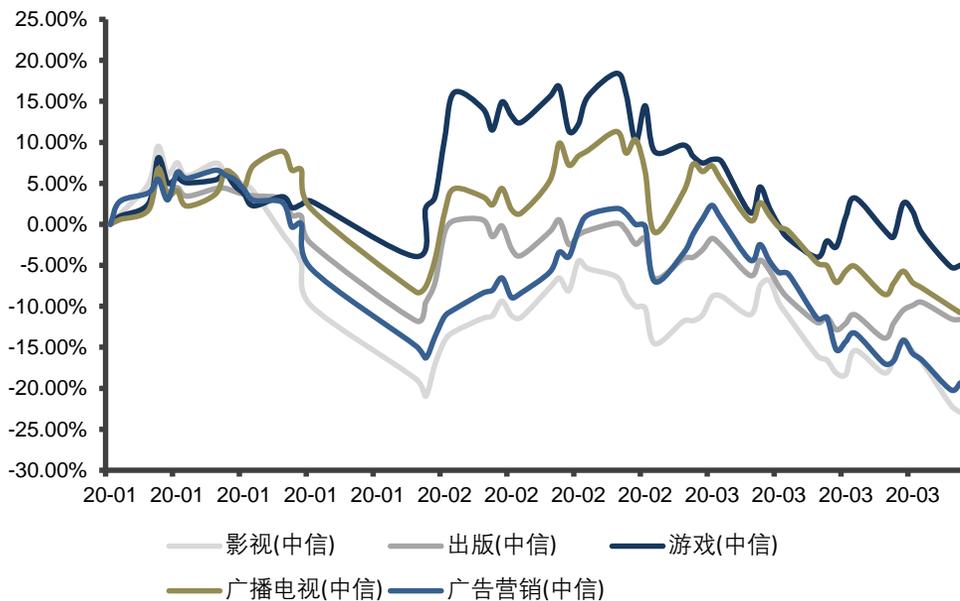


资料来源：wind，东吴证券研究所

1、Q1表现优于大盘，游戏板块表现领先

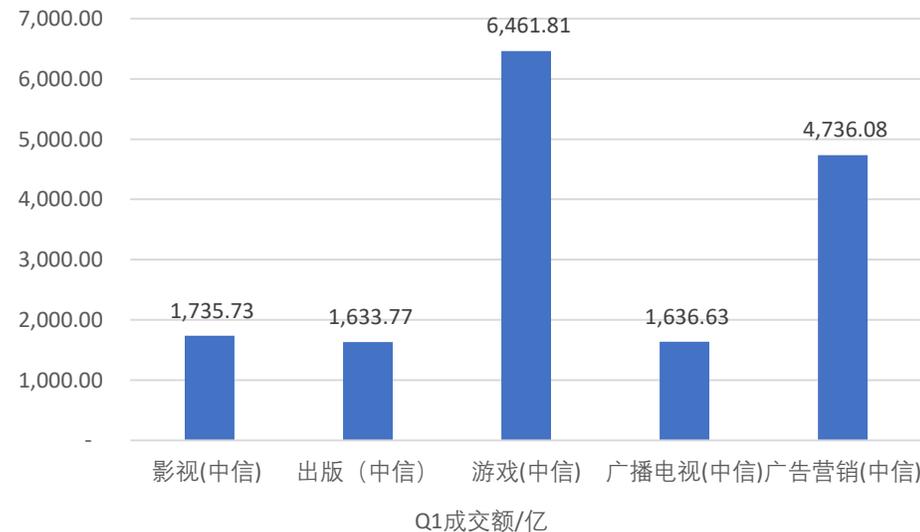
- 细分板块来看，游戏指数Q1表现最优，影视及营销板块跌幅居前，出版及广电涨跌幅居中。
- 从成交额来看，游戏板块也远超其他板块成交额，其次为广告营销板块。

图表3：2020Q1传媒细分板块年初至今涨跌幅（中信分类）



资料来源：wind，东吴证券研究所

图表4：2020Q1主要传媒细分板块成交额



资料来源：wind，东吴证券研究所



- 1、Q1表现优于大盘，游戏板块表现领先

- 2、增持业绩确定板块：把握疫情催化的高景气细分领域

- 3、用时间换空间：Q2复工背景下广告、院线等板块估值有望修复

- 4、其他主线：5G主题、腾讯为代表的支付板块等

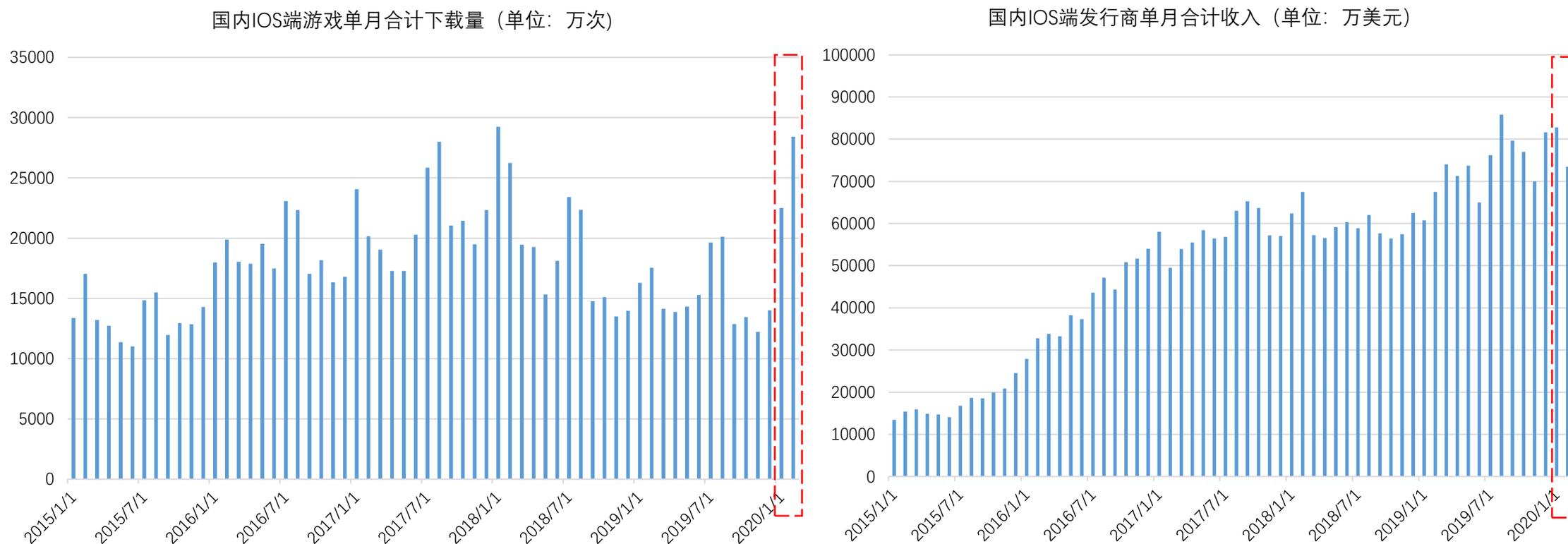
- 5、风险提示

2.1、游戏：头部产品周期来临，龙头壁垒持续深化

1.1 受疫情影响，游戏行业表现亮眼，企业一季度业绩明显增长

- 由于疫情及春节假期影响，国内手游行业一季度表现亮眼，不论下载量还是收入数据均有明显增长，企业在2020Q1业绩均有强劲增长，但市场担心疫情影响下游戏行业仅为短期脉冲式增长，对增长可持续性有所疑虑。

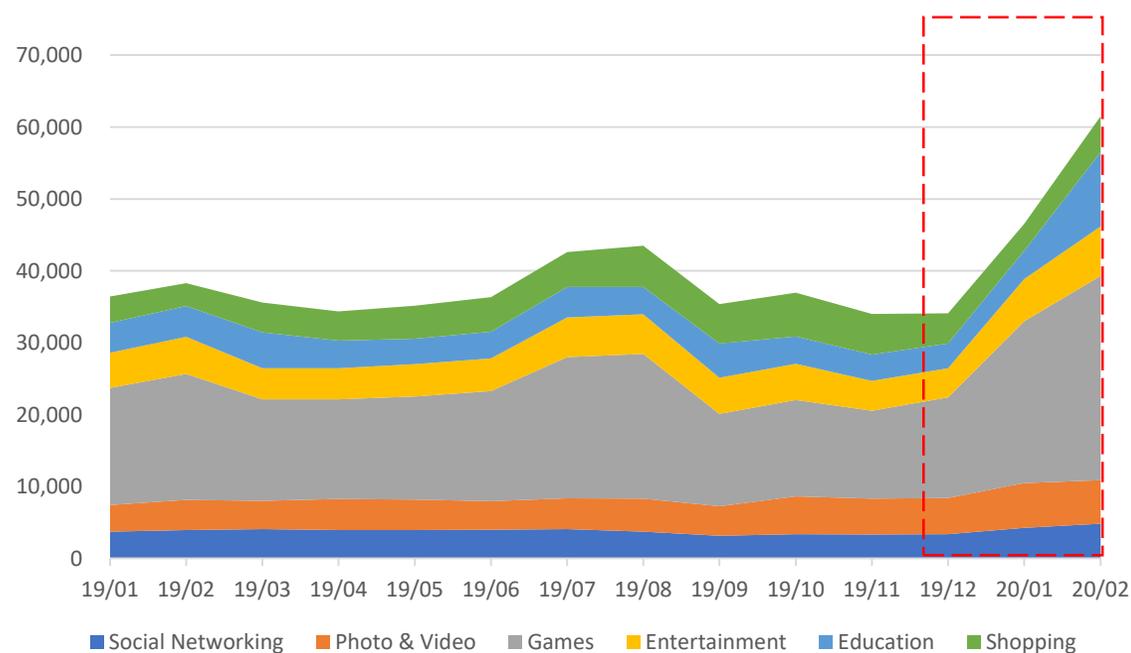
图表5：2015.1月-2020.2国内IOS端游戏单月合计下载量及发行商收入（单位：万次/万美元）



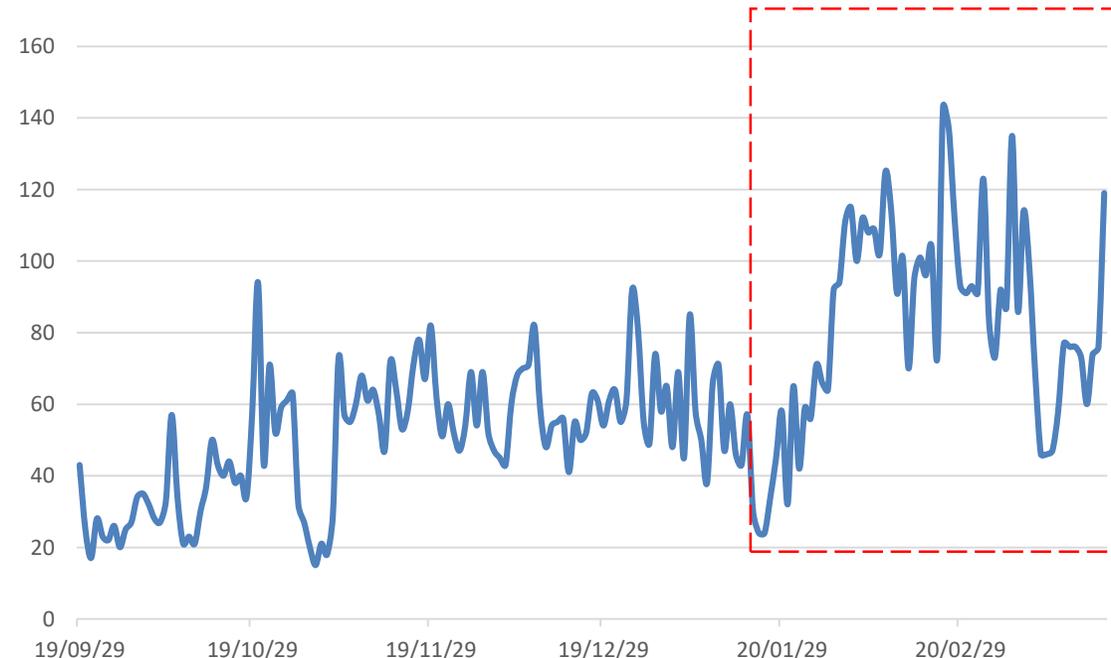
1.2 线上流量全面爆发，用户流量池扩大，龙头公司加大买量力度

- 疫情期间，不仅游戏行业受益，线上娱乐及教育类应用于2019年1-2月呈现全面爆发态势，用户下载量激增，大量线下用户转化为线上用户，并在此期间培养了用户习惯，对整体互联网流量用户流量池进行了强有力扩充。
- 对于游戏买量龙头公司三七互娱而言，互联网用户整体流量池的大幅扩充将充分扩大其买量用户池，而从其重点产品《一刀传世》近半年IOS渠道广告投放量单日变化趋势可以看出，疫情及春节广告投放力度加大，意味着游戏新增用户大量增长，而新增用户LTV(全生命周期价值)/广告投放成本 >1 ，才能保证公司不断滚雪球，也意味着整体游戏流水盘持续走高。

图表6：2019.1月-2020.2国内IOS端各品类应用单月下载量变化趋势（单位：万次）



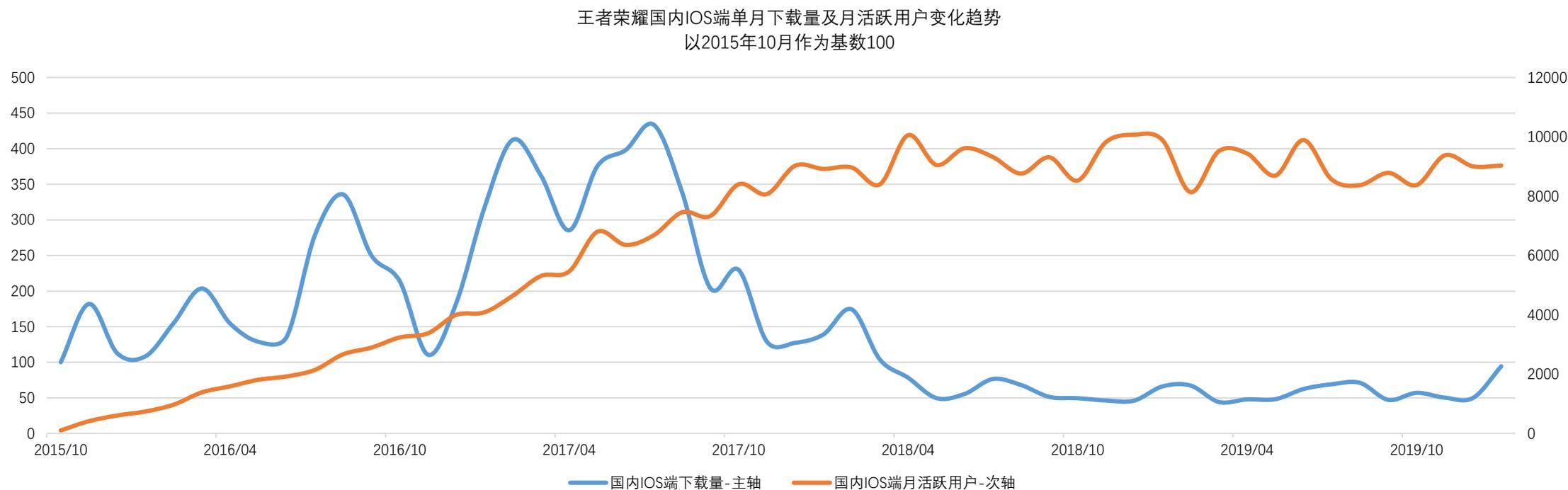
图表7：三七互娱产品《一刀传世》近半年IOS渠道广告投放量单日变化趋势（单位：次）



1.3 短期新增用户将长期留存，提升行业长期变现空间

- 同时，市场也普遍担心一季度仅为短期脉冲式增长，而我们以《王者荣耀》为例，可明确观察到用户下载量的增长将带来长期留存用户，从而证明了留存用户可进行长期变现。
- 类比整体游戏行业，春节期间游戏行业受疫情影响，下载量及收入均有明显增长，而短期下载量的增长为行业新增了一批长期用户，通过运营将一批过去不玩游戏的人群沉淀为游戏用户，用户的长期留存可提升行业整体长期变现空间。

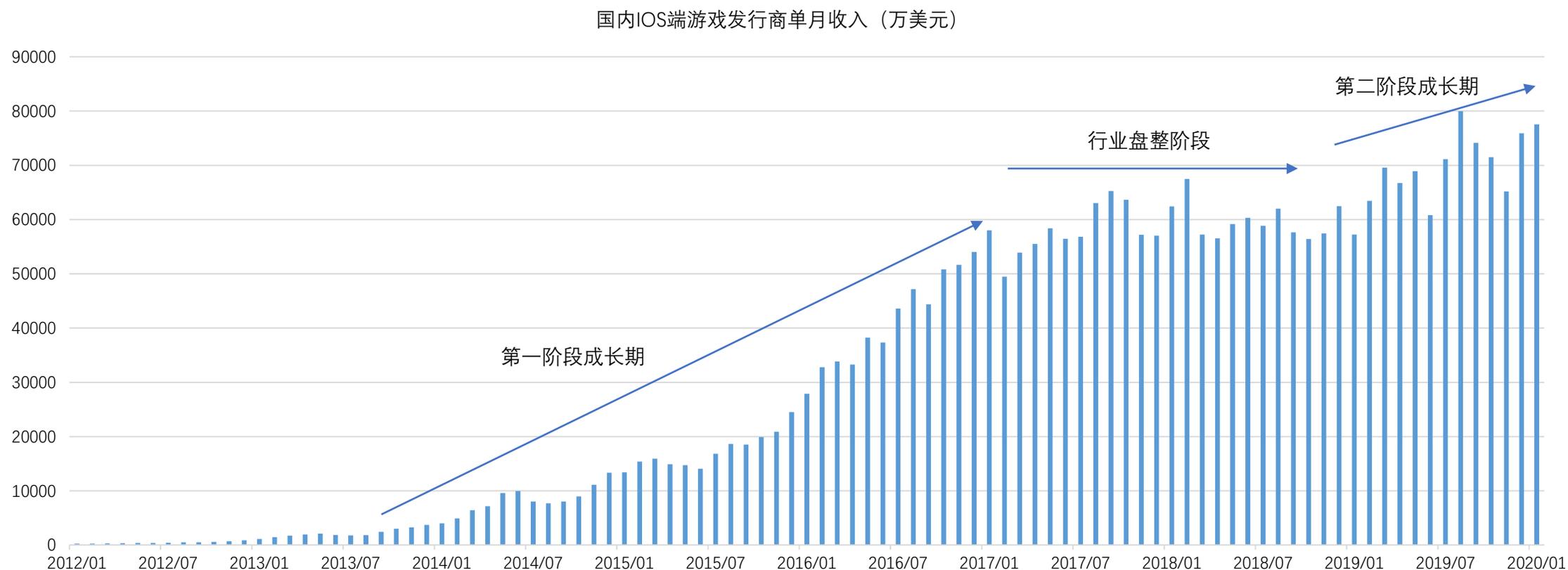
图表8：《王者荣耀》国内IOS端单月下载量与月活跃用户数变化趋势对比



1.4 长周期下手游行业仍处于第二阶段成长初期

- 从长周期来看，可将手游行业成长分为三个阶段，2013-2016年为第一阶段成长期，2017-2018年为盘整期，2019年至今处于第二阶段成长期。
- 当前手游行业仍处于第二阶段成长初期，而我们需要分析为何2017-2018年行业进入盘整阶段，以及判断当前增长趋势是否具有可持续性。

图表9：2012.01-2020.01国内IOS端游戏发行商收入（单位：万美元）



1.5 第一轮端转手红利结束，第二轮端转手及IP系列化即将到来

- 手游行业自2013年爆发起，支撑各大传统端游厂商成功转型手游的核心为端游IP手游化，使得当年大部分端游厂商如今仍保持手游大厂地位。
- 游戏行业第一轮端游转手游从2014年起，至2017年结束，2018年没有端转手产品，2019年仅有一款《完美世界手游》，第一轮端转手红利结束致使行业进入盘整期。
- 2020年手游行业将进入第二轮端转手红利期，重点产品有腾讯的《英雄联盟手游》、《地下城与勇士》及《天涯明月刀》，同时也将开启新一轮端游IP的系列化产品周期，重点产品有完美世界的《梦幻新诛仙》及《神魔大陆》，盛趣游戏研发腾讯发行的《龙之谷2》等，头部产品云集将有效推动行业增长。同时，新IP《剑与远征》的成功也证明了游戏行业精品化趋势不变，高质量加玩法创新为推动行业发展的重要力量。

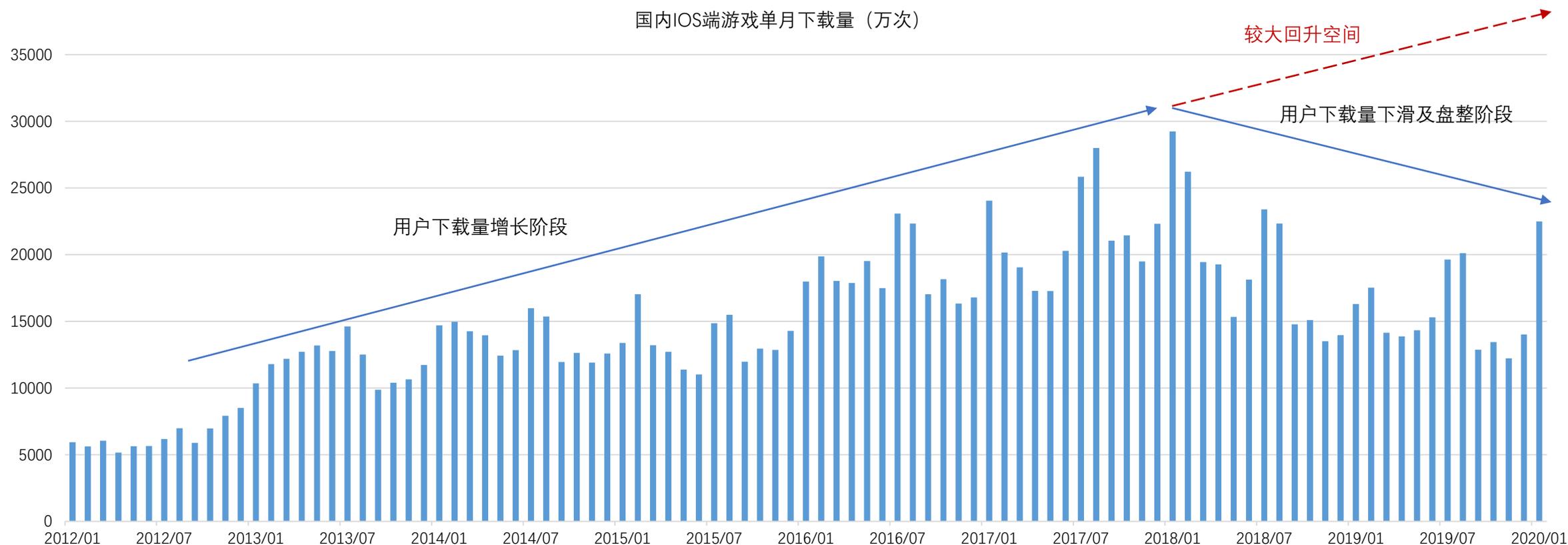
图表10：2014-2020年国内端转手游重点产品



1.6 版本号停发使行业进入盘整期，回升空间较大

- 另一方面，从用户下载量的角度来看，2013-2018年初手游行业下载量处于增长阶段，但2018-2019年进入下滑及盘整阶段。
- 2018年国内游戏行业版号暂停发放，导致行业新增供给不足，IOS端手游下载量进入下降通道，2019全年处于盘整阶段，并有较大回升空间。

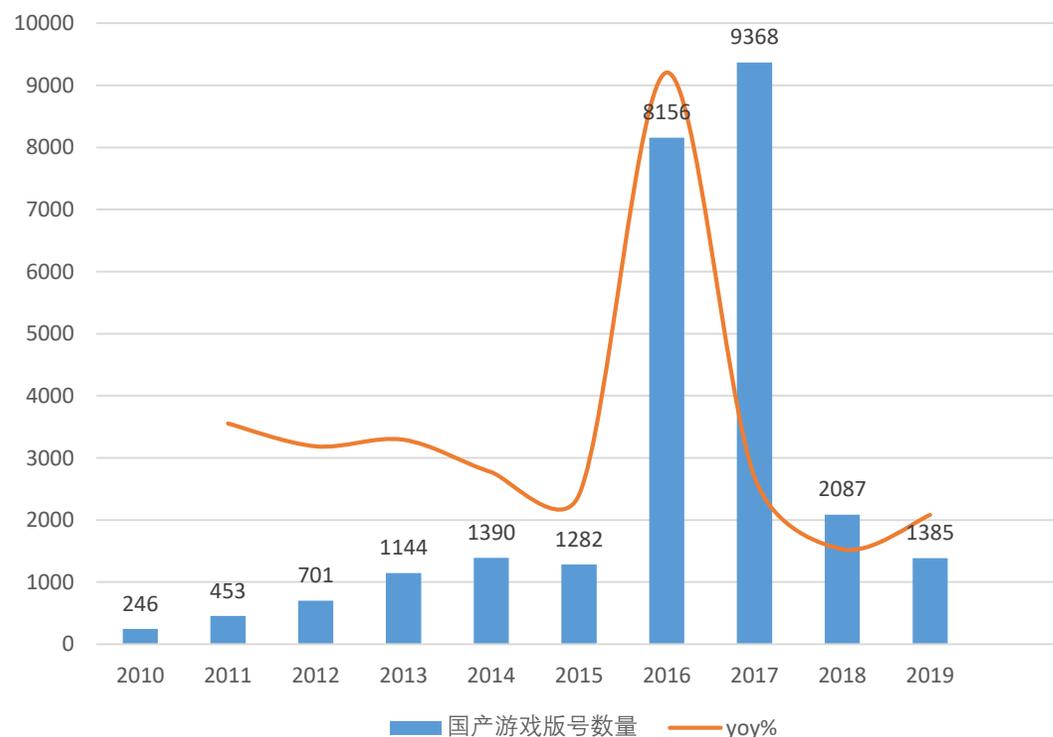
图表11：2012.01-2020.01国内IOS端游戏单月下载量（单位：万次）



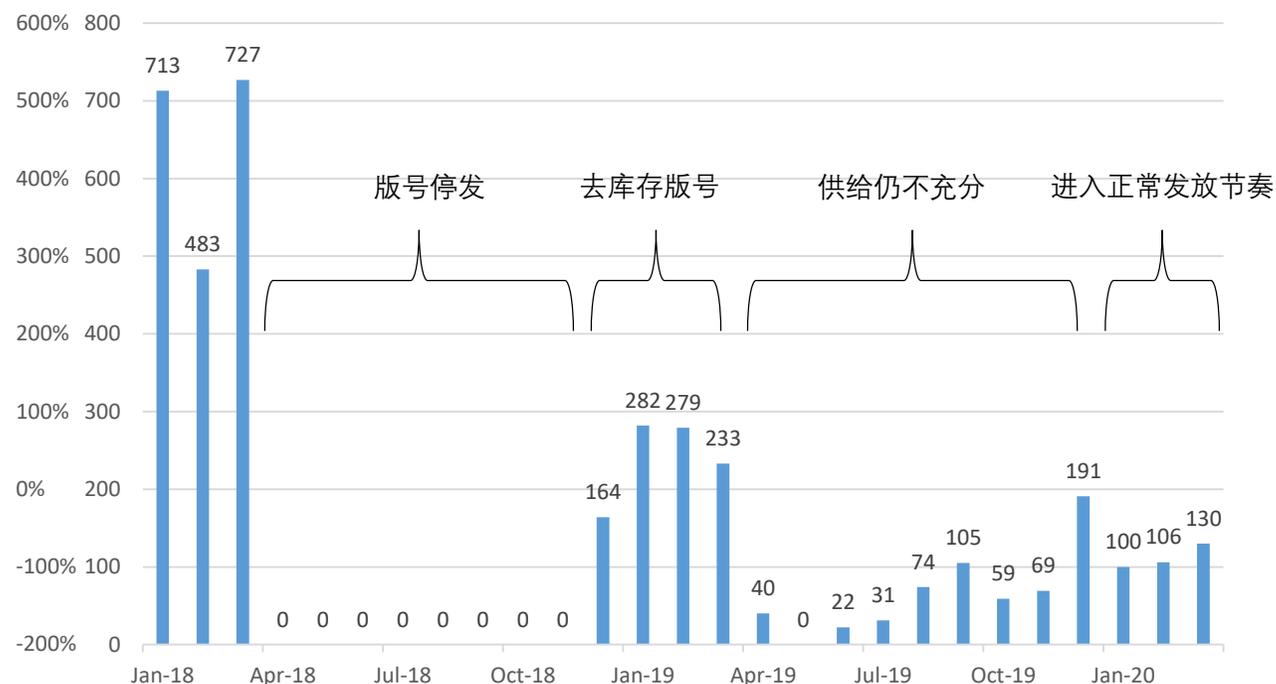
1.7 当前版本号发放进入正常状态，政策端保障后续进度

- 游戏行业经历了2016-2017年版号泛滥，2018年版号停发，2019年版号发放逐渐进入正常轨道，2020年前三月虽经历了春节及疫情，但游戏版本号发放并未受到影响，政策端的连续性为版本号正常发放提供了充足保障。
- 当前来看单月版本号发放数量并不多，但实际版本号发放质量有大幅提高。

图表12：2010-2019年国产游戏版本号发放数量



图表13：2018年1月-2020年03月游戏版本号单月发放数量



1.8 版本号限制对头部公司影响较小，中腰部公司已大幅出清

- 我们将2019年1-3月版本号（去库存版本号，均为17-18年研发产品）与2020年1-3月版本号进行对比，2019年1-3月合计发放版本号794款，2020年1-3月合计发放版本号336款，2020年1-3月版本号数量仅为2019年1-3月的42.3%。
- 将版本号结构进行拆分并对比来看，2019年1-3月合计为行业上市公司及头部公司发放版本号数量为77款，2020年1-3月合计为行业上市公司及头部公司发放版本号数量同为77款，行业上市公司及头部公司受到版本号发放限制影响较小。
- 而观测行业上市公司及头部公司版本号数量/版本号总数（%），2019年1-3月分别为12%、7%、10%，2020年1-3月分别为18%、25%、25%，头部公司获得版本号数量大幅上升，中腰部公司获得版本号比例大幅减少，行业已实现大幅出清。
- 另一方面，也可证明版本号审批机构对于行业产品审批门槛提高，对于头部公司优质产品而言，版本号审批不构成限制其发展的要素，而对于劣质产品，审批端进行了有效筛选，长期利于行业竞争格局改善，头部公司提高市场份额。

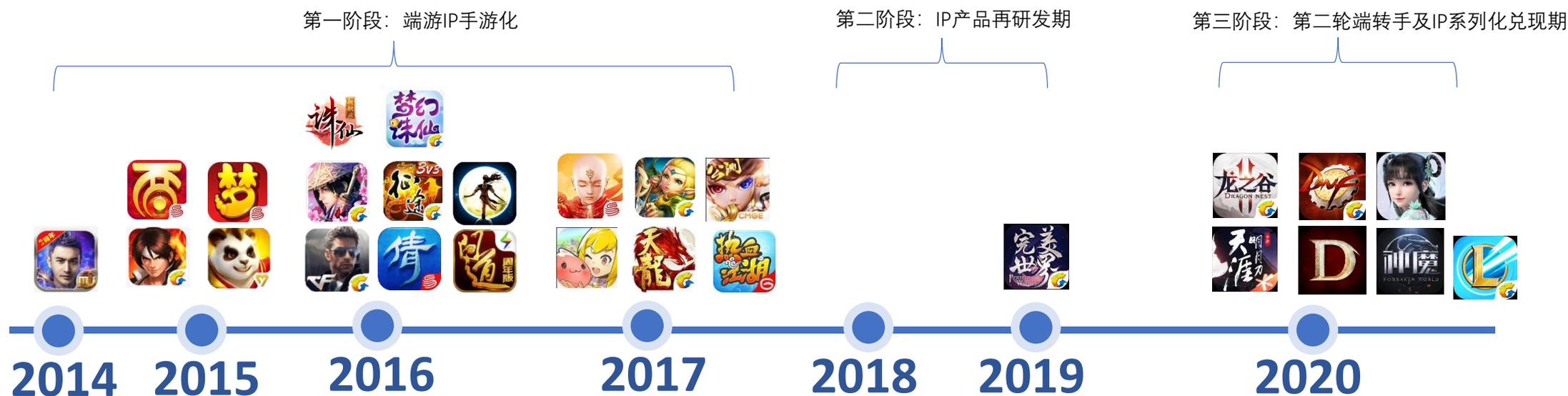
图表14：国产游戏版本号发放数量

	2019年1月	2019年2月	2019年3月	2020年1月	2020年2月	2020年3月
行业上市公司及头部公司版本号数量	33	20	24	18	26	33
版本号总数	282	279	233	100	106	130
行业上市公司及头部公司版本号数量/版本号总数（%）	12%	7%	10%	18%	25%	25%

1.9 头部产品周期即将到来，有效供给助推行业进入快车道

- 同时，我们对2019年1-3月中小厂商所获得的版号（2017-2018年库存版号）在IOS渠道的表现进行了统计，发现一半以上获得版号的产品没有在IOS渠道上线，大部分为无效版号。同时，已经上线的大部分产品在上线首月仅获得2000-3000千美元收入，2万左右下载量，便在第二个月草草下线。所以对于版号，不在于多在于精，劣质游戏只会浪费行业资源，在如今游戏质量要求不断提升的行业背景下无法生存，行业竞争格局持续优化，真正推动力为优质游戏。
- 我们将手游行业发展分为三个阶段：第一阶段为2014-2017年的端游IP手游化浪潮；第二阶段为2018-2019年IP产品再研发期；第三阶段为2020下半年开始的第二轮端游IP手游化以及IP系列化兑现期。而2018年的版号停发，变相带来头部产品打磨期变长，从而产品质量更高，且将于2020下半年开始逐步释放期。游戏行业推动力为头部爆款产品，而即将到来的新一轮行业头部产品，我们将其定义为有效供给，将真正助推行业重新进入增长快车道。

图表15：2014-2020年国内端转手游重点产品



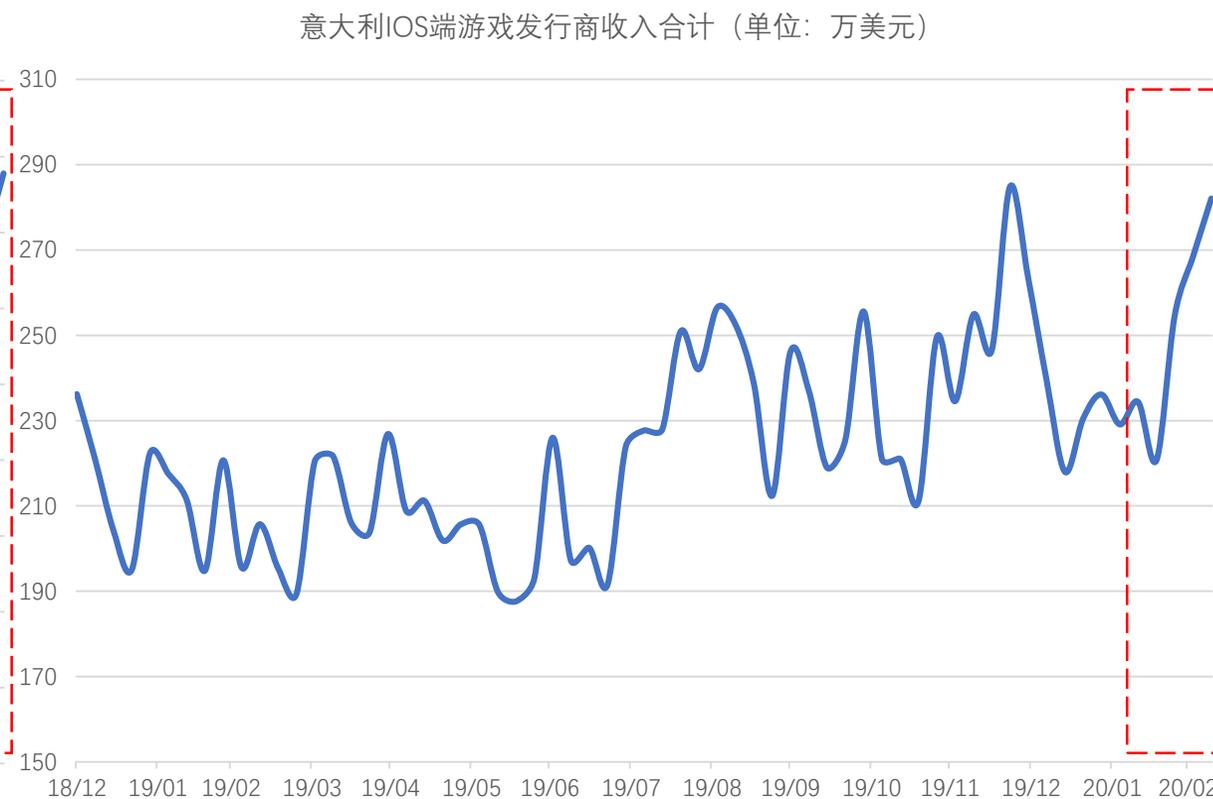
1.10 中国游戏全球化加速，助推企业盈利增长

- 受疫情全球化影响，海外线上娱乐全面爆发。根据Sensor Tower数据，以意大利为例，IOS端游戏不论下载量还是收入数据近期均有大幅增长。
- 本轮疫情将有助于国内游戏厂商加速出海，加速中国游戏全球化，从而助推企业盈利增长。

图表16：意大利IOS端游戏下载量变化趋势（单位：万次）



图表17：意大利IOS端游戏收入变化趋势（单位：万美元）



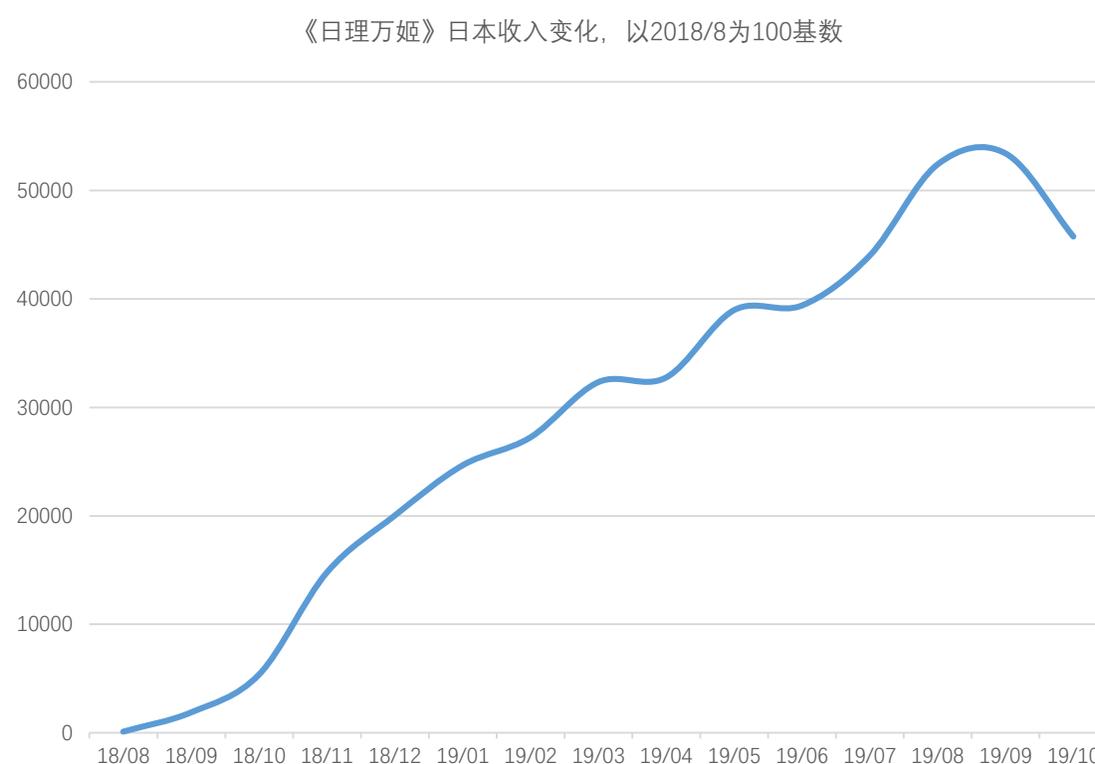
1.11 三七互娱全球化加速，助力业绩稳定增长

- 2020年为三七海外加速拓展的一年，重点产品《狂野西境》已于海外Google Play渠道上线，军事题材SLG《Final Order》也已蓄势待发。
- 三七针对亚洲市场运营策略清晰，在韩国、港澳台、日韩以MMO品类为核心，日本市场深挖二次元、SLG等产品，宫廷题材类女性向手游《日理万姬》在日本市场表现优异。

图表18: 美国及意大利IOS端游戏下载量变化趋势 (单位: 万次)



图表19: 三七互娱产品《日理万姬》日本收入变化趋势



1.12 云游戏不断推进中，助力行业估值提升

- 2020年将会是国内主流云游戏平台进入测试的一年，随着云游戏平台测试及逐步落地，将为研发商在云游戏时代核心IP再次移植变现打开空间，而游戏平台依靠优质内容驱动，优质游戏研发商在行业爆发期溢价能力将显著提高。
- 三七互娱《永恒纪元》云游戏版本计划将于3月31日正式上线运营。《永恒纪元》云游戏版本基于华为云鲲鹏云服务进行开发，所有数据均储存在华为云提供的服务器上。未来，三七互娱将持续加强与华为云的合作，在推出更多具有强市场竞争力产品的同时，对云游戏的发展方向进行探索，为第三方提供技术保障，共同推动5G时代下云游戏行业的快速成长。

图表20：各云游戏公司收费模式及产品特点

所属公司	华为	网易	腾讯云	动视云	海马云	NVIDIA	GOOGLE
平台	 华为云电脑						
上线时间	2018.6	2019.11	2019.3	2014.05	2018	2015	2019.11
覆盖终端	移动端	PC端、移动端	主机端、PC端、移动端	主机端、PC端、移动端	PC端、移动端	主机端、PC端、移动端	主机端、PC端、移动端
收费模式	订阅制+时长制	目前免费	目前免费	订阅制+买断制	时长制+广告费	时长制	订阅制
收费情况	包月：经济型29.80元/月，标准型59.8元/月； 按需：经济型2元/小时，标准型：4元/小时，游戏型：8元/小时	目前C端用户免费使用，后续收费模式不明	目前处于内测阶段，C端用户免费使用，后续收费模式不明	永久套餐：基本位于150-300元 包月套餐：基本位于25-50元 包周套餐：基本位于10-25元 包天套餐：基本位于5-15元 会员：包月VIP23.9元，三个月VIP70元，六个月VIP136元，包年VIP258元，可获得云贝返还，可用于购买云贝支持游戏，享受排队优先级、1080超清画质等特权	云玩1小时1元，云玩5小时3元，云玩10小时6元，游戏开始前有广告展示	点数购买：25美元2500点（初始免费送1000点） 点数消耗：GTX 1060系统每分钟消耗2点，GTX 1080系统每分钟消耗4点。	每月服务费为10美元（约人民币70元）。 “创始人”版售价130美元（约人民币920元），包括3个月的高级服务，3个月过后每月服务费10美元

1.13 VR游戏进入发展快车道，助力行业估值提升

- 3月24日，Valve推出VR游戏新作《半衰期：爱莉克斯》，游戏一经推出获得所有海外媒体都给出了接近满分的评价，《半衰期：爱莉克斯》动用了Valve内部史上最大规模的开发团队，经过数年的摸索完成，给予玩家成为了大片的主人公的体验。在Steam上，目前游戏的评价达到了8000条，好评率达到了97%。而在metacritic上，玩家们的评分也高达92分。
- 我们认为，《半条命：爱莉克斯》对VR云游戏行业具有里程碑意义，将推动行业进入发展快车道，也将为研发商在核心IP再次移植变现打开空间。完美世界作为Valve国内唯一代理商，将充分受益；宝通科技投资VR游戏内容商北京哈士奇科技，也将受益于本轮行业红利。

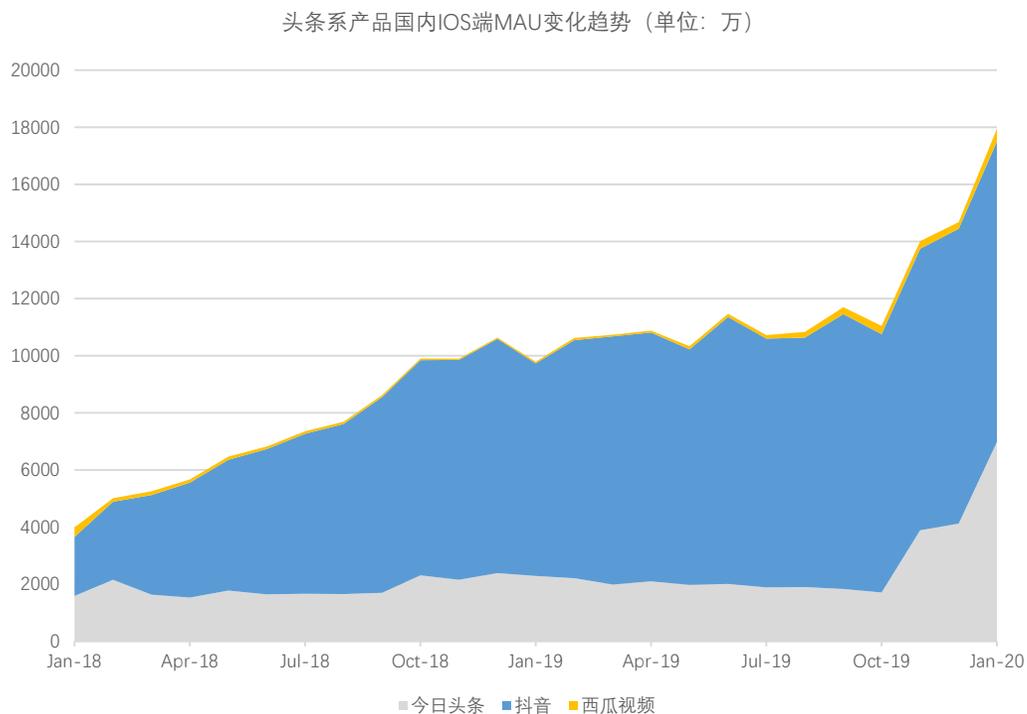
图表21：《半条命：爱莉克斯》游戏画面



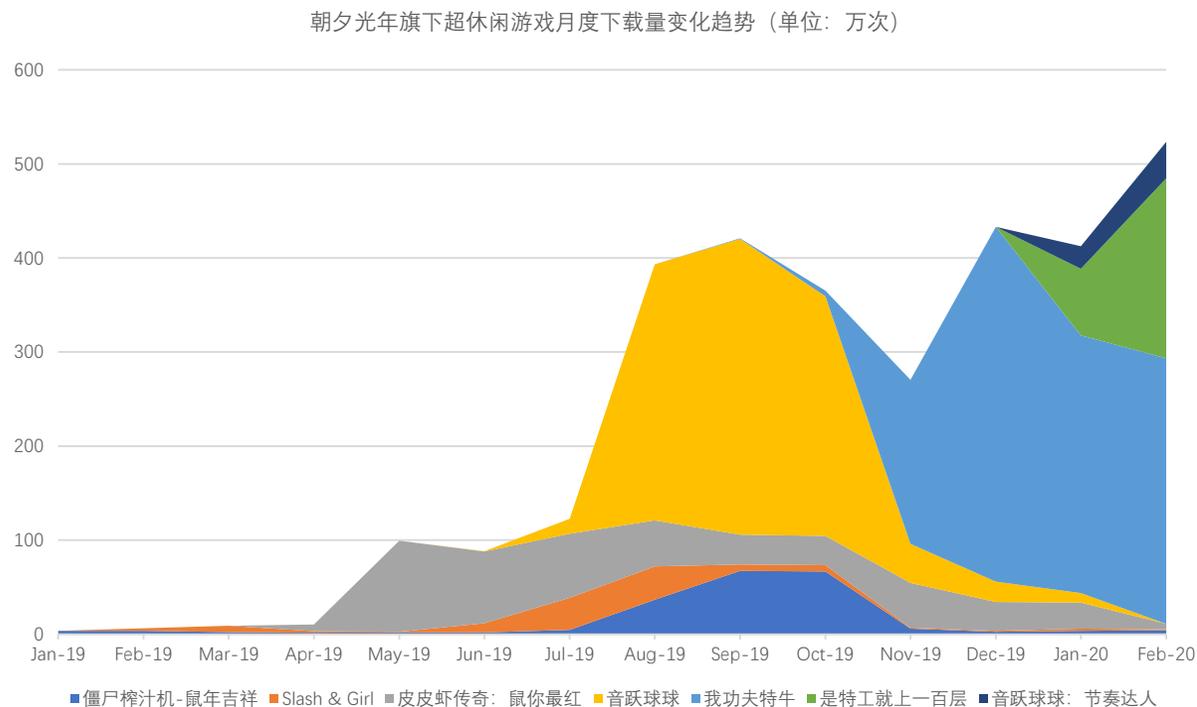
1.14 今日头条系将打破现有行业格局，提升研发商溢价能力

- 今日头条系产品活跃度不断上升，而游戏为互联网最高效变现模式。目前头条系已全面布局游戏研发及发行团队，据我们产业调研了解到，2020年研发团队预计将从500人扩充至800人，发行团队将从100人扩充至1000人。头条系进入游戏发行与研发领域，长期来看将利用其庞大用户基数进行游戏变现，有利于打破渠道现有格局，利于手游行业长期健康发展。
- 当前今日头条旗下朝夕光年团队的超休闲游戏不断推出新品，大幅抢占市场，并积极探索游戏内广告新商业模式。

图表22：头条系产品国内IOS端MAU变化趋势（单位：万）



图表23：朝夕光年旗下超休闲游戏月度下载量变化趋势（单位：万次）

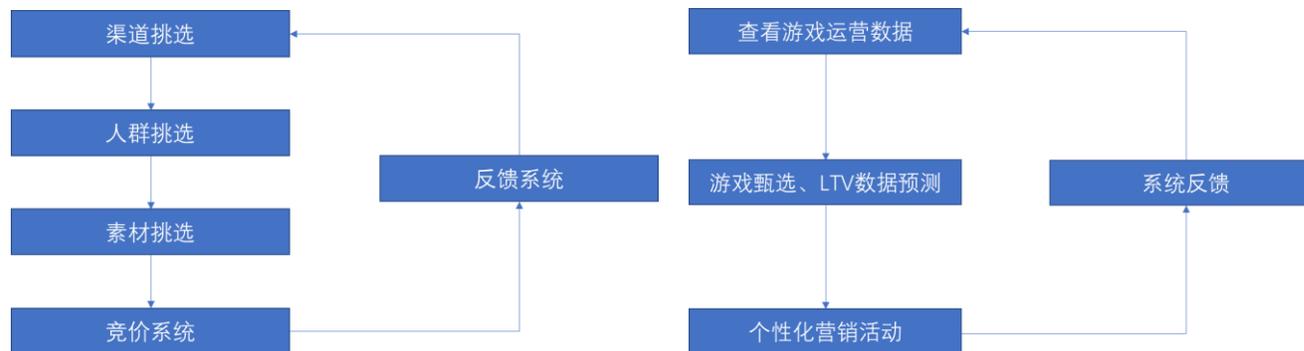
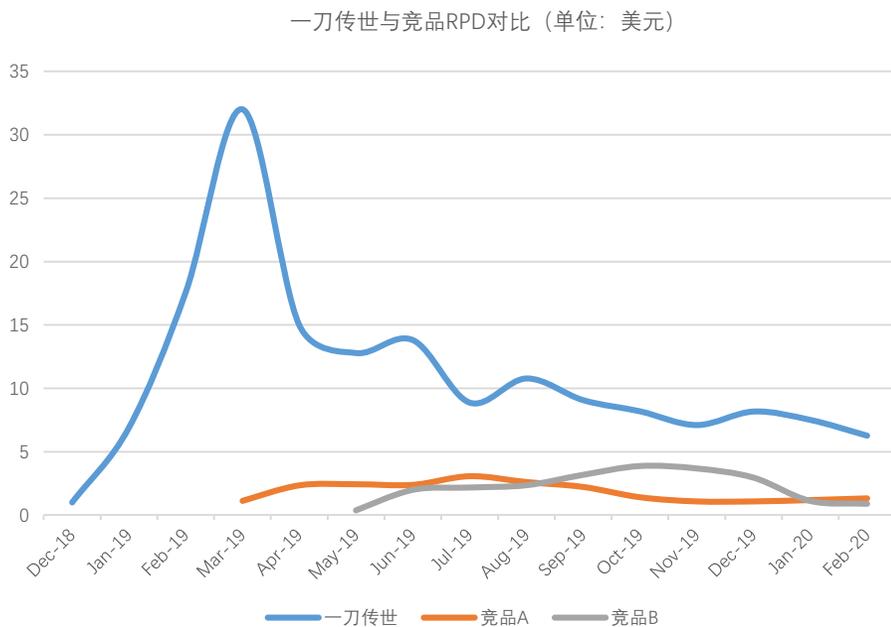


1.15 三七互娱：核心品类逆周期扩张，建立长期竞争壁垒

- 2018-2019年，ARPG市场因版号限制而萎缩，但三七互娱在该品类却实现逆周期扩张，大幅抢占市场份额，从产品盈利指标RPD (Revenue Per Download) 来看，三七互娱盈利能力远高于竞争对手，持续扩大广告投放及收入规模，不断积累用户及广告投放素材，同时增强媒体溢价能力，长期迫使中小厂商出清，提升自身利润率。
- 公司依靠“量子”智能广告投放系统实现7*24h自动化广告投放，实现了广告投放CPA（单次投放成本）与提升ROI（回报率）的目标；依靠“天机”系统实现了游戏智能化运营分析，有效提高用户粘性，提升用户LTV（用户全生命周期价值），不断提高自身竞争壁垒。

图表24：头条一刀传世与竞品RPD指标（单次下载所产生收入）对比（单位：美元）

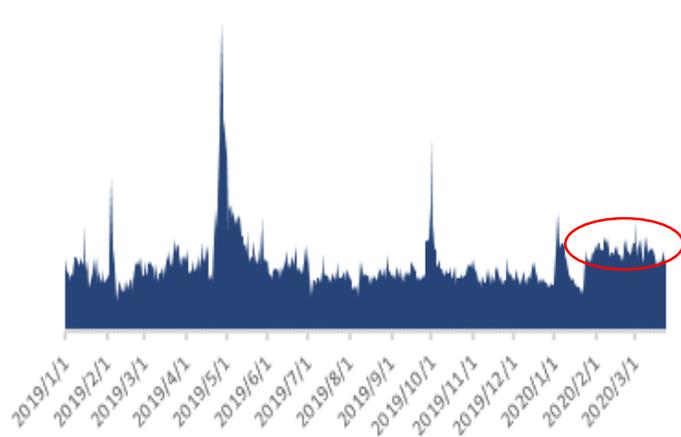
图表25：三七互娱“量子”智能广告投放系统与“天机”智能游戏运营系统



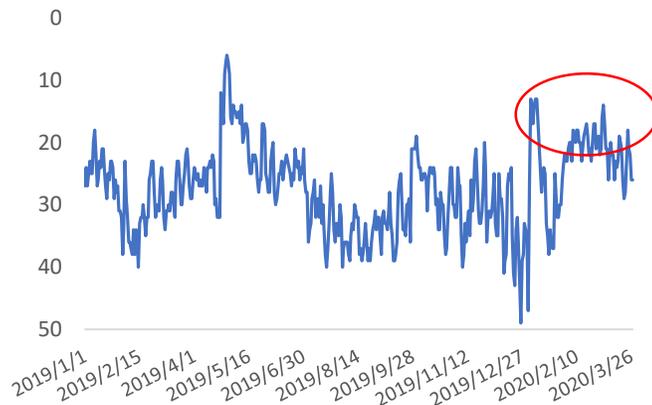
1.17 吉比特：问道一季度表现超预期，20年代理产品储备丰富

- 问道手游占公司营收比例约在75-80%，春节至今，问道手游表现超此前预期，预计春节至今每日单日流水较平时（淡季）增加70%以上。从iOS畅销榜排名来看，春节期间（1.24-1.31）问道平均排名28名，此后排名持续攀升，1季度截至目前畅销榜平均排名为23名。
- **问道手游整体运营推广思路：**一年三大服推广节奏，固定时间点推出三大服：元旦前后，周年庆以及三季度中秋前后，三个固定时点，推出三个大服，玩家会有比较稳定的预期，实现问道手游的持续稳定运营。
- 新签产品方面，目前储备30-40款小游戏，2020年将陆续有新产品上线，值得期待的有《魔渊之刃》，《白之物语》等。公司将持续深耕Roguelike品类，积累品类运营经验。

图表27：问道手游iOS端流水表现（参考趋势）



图表28：问道手游iOS端游戏畅销榜排名



图表29：吉比特游戏储备情况

游戏名称	类型	来源	TapTap评分	TapTap热度	进度
失落城堡	Roguelike	代理	8.8	547万人安装	3月25日已全平台上线
不朽之旅：重生	放置类	代理	9.2	3万人预约	3月24日拿到版号
提灯与地下城	Roguelike	代理	7.7	12万人预约	3月24日拿到版号
魔渊之刃	ARPG	代理	9.3	30万人预约	12月24日内测结束
白之物语	MMORPG	代理	9.2	3.7万人预约	研发中
五行师	卡牌类	代理	9.0	1.3万人预约	预计4月2日正式上线
石油大亨	经营模拟类	代理	9.2	12万人预约	预计20年H2公测
最强蜗牛	放置类	代理	9.9	5万人预约	研发中
M68		自研			研发中

- 通过前文分析，我们解释了游戏行业短期用户增长与长期用户沉淀的关系；中国游戏全球化加速；同时也从长周期解释了游戏行业依靠头部产品推动的逻辑，当前行业新一轮端转手及IP系列产品周期来临，持续推荐壁垒不断深化的龙头公司：

三七互娱、完美世界、吉比特

- 持续推荐A股优质游戏公司：

游族网络、世纪华通、宝通科技

- 持续推荐优质港股公司：

腾讯控股作为游戏行业护城河最高的领军者，长期看好其行业地位及竞争力，持续推荐。推荐具有优质分发渠道且在快速成长期的心动公司。建议关注女性龙头手游公司Friendtimes，具有全球发行能力的SLG龙头公司IGG

风险提示：产品上线不及预期，政策风险等。

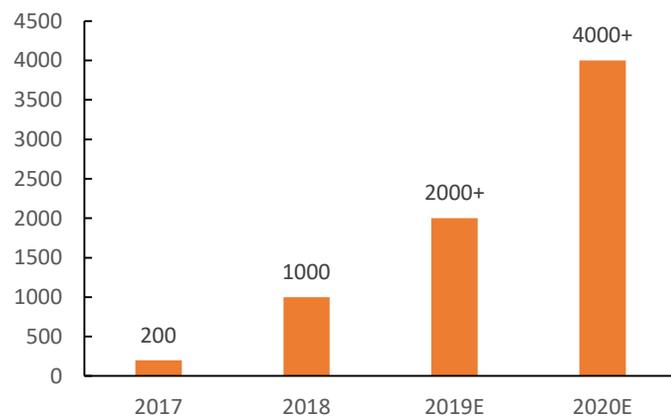
2.1、直播电商：疫情催化行业增长，全年GMV预期提升

2.1、疫情催化直播电商增长，全年GMV预期提升

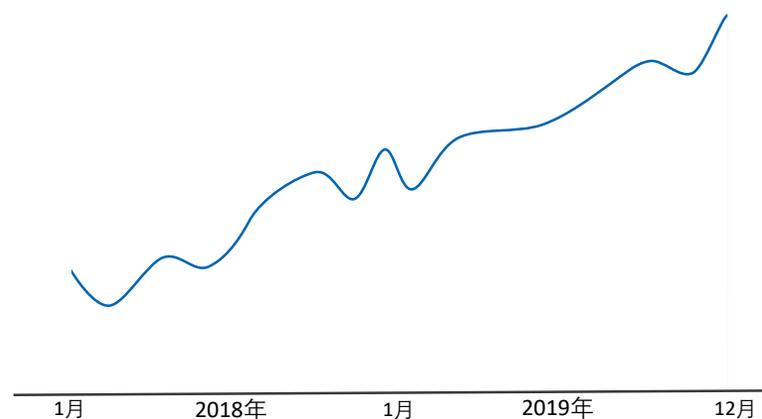
■ 淘宝直播：低渗透、高增长阶段，疫情加速带货渗透率提升

- 淘宝是直播电商规模最大的平台，目前仍处低渗透、高增长阶段，18年直播电商GMV破1000亿，19年双十一直播GMV近200亿（渗透率7.5%），19年直播GMV预计超2000亿，全年渗透率仅约3%，距离淘宝30%-40%的渗透率目标，还有较大的增长空间。
- 淘宝直播近三年逐渐向商家腰部化、用户年轻化、市场下沉化、带货品类多元化发展，今年淘宝将以直播店铺化为主，流量运营私域化、主播孵化精细化、机构运营层级化为辅，继续发力直播带货。
- **最新直播带货数据**：20年2月淘宝直播商家获得的订单总量以每周平均20%的速度增长，成交金额比去年同期翻倍。3月下旬“淘宝直播购物节”期间，达人直播日均GMV超7亿，以达人直播占总额三成比例预计，购物节期间淘宝直播日均GMV约23亿。
- 根据20年Q1数据，考虑疫情促使部分线下交易额转移到线上，直播带货渗透率有所提升。我们预计今年淘宝直播带货规模将翻倍增长，上调渗透率至5-6%，2020年阿里巴巴总GMV预计为80000亿，淘宝直播GMV有望达4000-5000亿。

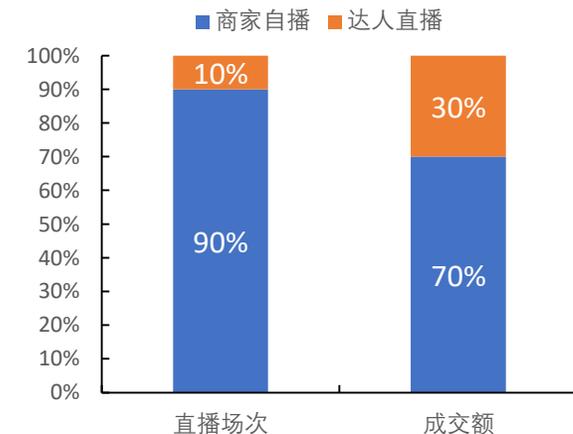
图表30：淘宝直播GMV预计(亿元)



图表31：淘宝直播渗透率增长曲线（参考趋势）



图表32：淘宝19年直播形式分布



2.1、疫情催化直播电商增长，全年GMV预期提升

- **抖音有望成为较强边际增量，快手20年或翻倍增长**
- **抖音：**广告是此前抖音最主要的变现来源，2019年底抖音提出进一步加大直播扶持力度。包括流量支持、搭建优质创作者引入体系；为公会提供一对一的高效运营对接等。近日抖音独家签约“初代网红”——罗永浩，计划于4月1日完成直播首秀。同时推出多个直播扶持活动，包括“宅家云逛街”计划、“百万开麦”主播扶持计划等。除流量补贴外，抖音在降低抖音小店入驻门槛的同时，进行官方培训，全方位助力商家上手抖音直播。20年抖音有望成为确定性较强的边际增量，按日均1.5亿带货量预估，平台带货规模有望达500+亿。
- **快手：**缩短创作者与品牌路径，意在打造快手电商闭环。快手高粘性用户沉淀私域流量，电商变现具备优势。近日，快手宣布对品牌进行升级管理，创作者可通过选品库直接选择品牌商品售卖，成为品牌的一级经销商。**带货量方面**，快手一哥“辛巴”19年直播带货GMV达133亿，20年团队定下1000亿的目标。平台19年11月日均带货量约3.5-4亿，预计今年将翻倍增长，20年底日均带货量有望达7-8亿，年化规模预计2000-2500亿。同时根据“超级带货榜”3月数据，快手头部主播日均带货量约为淘宝一半，预计平台带货规模为2000-2500亿。

图表33：抖音、快手平台特性

平台	日活	用户特点	流量分发逻辑	特点	电商变现模式	电商工具	网红带货现状	未来发展趋势
抖音	4.5亿+	潮流、时尚 <ul style="list-style-type: none"> 30岁以下占比53.2% 男女比例52: 48 三线及以下城市用户占55.9% 	以“内容”为中心的强运营平台，重算法轻粉丝	易于制作爆款和获取粉丝，但不利于社交属性的发展	以短视频带货为主，“自有+第三方”双线引流	商品橱窗、抖音小店、抖音购物车	带货量和用户画像相契合，适合基于头部KOL的品牌营销	短视频吸粉+直播变现，中小KOL或突出重围
快手	3亿+	大众、接地气 <ul style="list-style-type: none"> 30岁以下占比52.7% 男女比例52: 48 三线及以下城市用户占比59% 	“普惠式”运营平台，基于社交+兴趣进行内容推荐	不易制造爆款，但造就独特的“老铁关系”，沉淀私域流量	以直播带货为中心，全面打通主流平台	快手小店	用户追求高性价比、实用型商品，电商发展较为成熟	“老铁文化”释放直播电商势能

2.1、疫情催化直播电商增长，全年GMV预期提升

- **微信：切入直播领域，转化十亿级私域流量池**
- **拥有国内最大私域流量池，小程序电商直播潜力尚待挖掘。** 微信拥有近12亿用户体量，微信小程序日活已超3亿，2019年，小程序累计创造8000多亿交易额，同比增长160%。目前小程序直播电商交易规模仍然较小，商业潜力尚待挖掘。
- **微信近期推出小程序直播组件，让直播卖货更容易。** 今年2月，小程序直播组件已开启公测，商家可通过小程序直播组件，实现直播互动与商品销售的闭环。除直播组件外，微信还包含小程序直播平台（以腾讯的“看点直播”及对接有赞微商城的“爱逛直播”为代表）及企业微信直播。新流量、新功能和小程序结合，大幅度提升小程序生态的商业浓度，帮助更多商家打造线上经营闭环，推动品牌生意增长。
- **小程序直播成绩靓丽，官方加大直播扶持力度。** 3月8日，2000个主播累计在小程序上直播时长近900小时，单用户平均点赞280次，直播间分享最高达2万次。部分品牌订单量增长近12倍，交易额增长5倍，单日销售额突破2000万元。**据腾讯看点直播预计，2020年官方将扶持超过1000家商家通过直播电商模式突破1000万的年成交额，总交易额超过100亿。**

图表34：小程序直播与平台直播对比

	小程序直播	平台直播
分类标准	微信	抖音/快手/淘宝/一直播
入驻条件	微信提供的只是直播组件需要商家自主创建直播间	已创建直播间商家0门槛入驻
流量逻辑	以品牌为中心	以主播为中心
传播逻辑	在微信端形成闭环传播	需要通过站外（如微信）引流
用户运营	存量用户运营	增量用户扩展
产品运营	侧重新品发布和品宣	追求直播销量

图表35：上线小程序直播插件的意义



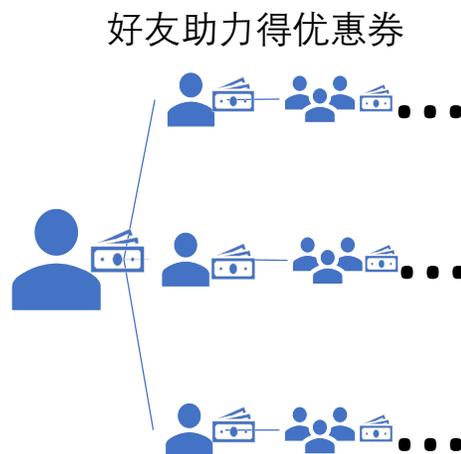
2.1、疫情催化直播电商增长，全年GMV预期提升

- **拼多多/京东：加码直播赛道，渗透率有望提升**
- **拼多多：社交裂变直播。**拼多多于2020年1月19日正式上线“多多直播”，打造“商家自播为主+达人直播为辅”的直播模式，目前不收取服务费且零抽成。结合低价+社交裂变营销玩法，背靠微信11亿月活及下沉市场优势，社交裂变效率高且成本低。3月15日，“戴代好珠宝官方旗舰店”直播单日GMV近200万，创珠宝直播单日最高交易额记录。目前拼多多通过寻求MCN合作、商家培训扶持、平台生态协同等方式支持直播布局，同时考虑疫情可能加速直播带货渗透率提升，上调此前渗透率至3%，预计20年直播电商GMV453亿。
- **京东：2020年京东预计向直播间定向投入亿级资源扶持，**疫情期间加大现金折扣及流量补贴，升级5G、VR、连麦等直播技术，并推出“京源助农”等针对性项目及泛娱乐营销直播玩法。近期7万余人观看“康佳”云发布会；苏泊尔新品发布会吸引了10万+年轻用户围观互动；蒙娜丽莎瓷砖直播2小时订单超1万笔。考虑疫情可能加速直播带货渗透率提升，上调此前渗透率至3%，预计20年直播电商GMV751亿。

图表36：拼多多及淘宝直播对比

平台	淘宝直播	多多直播
带货模式	商家自播+达人导购	商家自播为主
流量来源	内部公域+内部私域	外部私域+内部公域
直播目的	卖货为主	拉人+卖货
直播入口	首页+微淘页+店铺页+商品页	首页Banner+商品信息流+关注频道
商品属性	服饰、美妆为主	日用品、电器为主
KOL分布	头部主播高度集中	头部集中化不明显
KOL成长路径	站内积累粉丝再卖货	外部大V空降直接卖货
功能差异	有回放+淘口令间接分享	无回放+微信直接分享
平台分成	阿里妈妈+淘宝共收取佣金的30%	零服务费、零抽成

图表37：拼多多社交裂变图解



图表38：2020京东直播升级计划专项措施



2.1、疫情催化直播电商增长，全年GMV预期提升

■ 小红书/B站：垂类平台，主攻种草型带货

- 小红书立足于达人笔记+短视频种草，主攻美妆、服饰等都市年轻女性喜好的品类。在2019年11月28日的“创作者开放日”上，小红书发布了互动直播平台，正式开启直播内测。近日，小红书向所有创作者开放直播权限。自开启内测小红书共开播了约5000场直播，包括连线、抽奖、带货等功能在内。2月初，小红书试水企业号直播。目标在未来一年内让10万创作者粉丝过万、1万创作者月收入过万。
- B站19年试水UP主店铺、商品橱窗、链接带货等电商变现模式，联合淘宝开启“千咖计划”（UP主入淘），以种草带货为主。目前B站推出了“悬赏计划”，UP主可以在弹幕、视频内橱窗、视频下3种位置来悬挂商品，B站不参与分成，所有的带货佣金归UP主所有。

图表39：小红书与B站的特点总结

平台	小红书	B站
平台属性	垂直内容平台	
平台定位	生活分享社区	Z世代兴趣爱好社区
平台特性	品牌承载能力强，自建商城	数据真实，内容质量高，商业属性弱
粉丝属性	消费能力强，转化率高	
带货模式	种草为主+偏内部带货	种草为主+偏外链带货
内容媒介	图文笔记+短视频为主	中视频为主
流量来源	公域与私域并存	私域为主
KOL分布	头部集中化不明显	
合适品类	美妆、时尚、高端消费品	二次元周边、个性化产品
直播功能	关注页等私域入口为主，无回放	暂无带货直播
直播玩法	直播&笔记+连线玩法+红包玩法	
平台分成	佣金的20%(40%服务费-20%补贴返还)	

图表40：小红书直播页面



图表41：B站商品橱窗



2.1、疫情催化直播电商增长，全年GMV预期提升

- **直播带货行业规模测算：2020年撬动GMV或近万亿**
- 疫情催化直播带货，商家、品牌跑步入场，各平台直播带货进展陆续超预期，我们上调此前行业规模预测，预计2020年直播带货行业撬动GMV或近万亿。

图表42：各平台围绕网红电商生态的GMV测算（红字斜体为假设数据）

平台	项目拆分	2018	2019E	2020E	核心逻辑
阿里	阿里巴巴GMV	55230亿	67300亿	80000亿	疫情加速直播带货渗透率提升，部分线下交易额转移至线上，同时依据20年2月相关数据，我们预计今年淘宝直播带货规模将翻倍增长，上调渗透率至5-6%。
	淘宝直播	1000亿	2000+亿	4000-5000亿	
	渗透率	1.8%	3.0%	<i>约5%-6%</i>	
抖音+快手	抖快电商	-	1000-1200亿	3000亿	快手：1.根据“超级带货榜”3月数据，快手头部主播日均带货量约为淘宝的一半，预计平台带货规模2000-2500亿。 2. 快手19年11月日均带货量3.5-4亿，预计今年翻倍增长，20年底日均带货量有望达7-8亿，年化规模预计2000-2500亿。 抖音：20年加大直播扶持力度，有望成为确定性较强的边际增量，按日均1.5亿带货量预估，平台带货规模有望达500+亿
京东	京东GMV	16769亿	20854亿	25025亿(预计+20%)	疫情加速直播带货渗透率提升，上调此前渗透率至3%。
	京东直播	-	-	751亿	
	渗透率	-	-	<i>约3%</i>	
拼多多	拼多多GMV	4716亿	10066亿	15099亿(预计+50%)	
	拼多多直播	-	-	453亿	
	渗透率	-	-	<i>约3%</i>	
微信	微信小程序	3080亿	8000亿	14400亿(预计+80%)	微信直播背靠微信12亿流量和小程序3亿日活量，仅看点直播官方扶持预计100亿交易额。
	微信直播	-	-	400-500亿	
	渗透率	-	-	<i>约3%-3.5%</i>	
主流合计	-	1000亿	3000-3200亿	8600-9700亿	-

2.2、除了红利，我们认为也应逐步开始关注企业长期竞争力

- **未来看点1：流量整合能力将是直播电商企业规模的决定性因素**
- **逻辑1：反思中国电视购物行业发展的经验教训，流量端整合困难导致行业市场化程度不高，行业及企业规模受限。**
- 虽然中国的电视购物行业在一轮行业规范后取得了进一步的发展，但整体规模仍然与欧美等国存在较大的差距，根据商务部数据，电视购物行业在欧美等国是商品销售的重要渠道，约占社会商品零售总额的 5%-10%，而我国电视购物仅占社会消费品零售总额的 0.1%，存在明显差距。我们认为最主要的原因之一在于，直播购物是一个具有很强规模效应的销售模式，但是我国电视购物行业受传媒属性制约，与行业相关的配套法规以强化管控为主，严苛的准入退出机制无法实现资源的优化配置，行业内兼并重组也存在很多限制。

图表43：2012年-2016年我国相关数据指标增速情况（%）

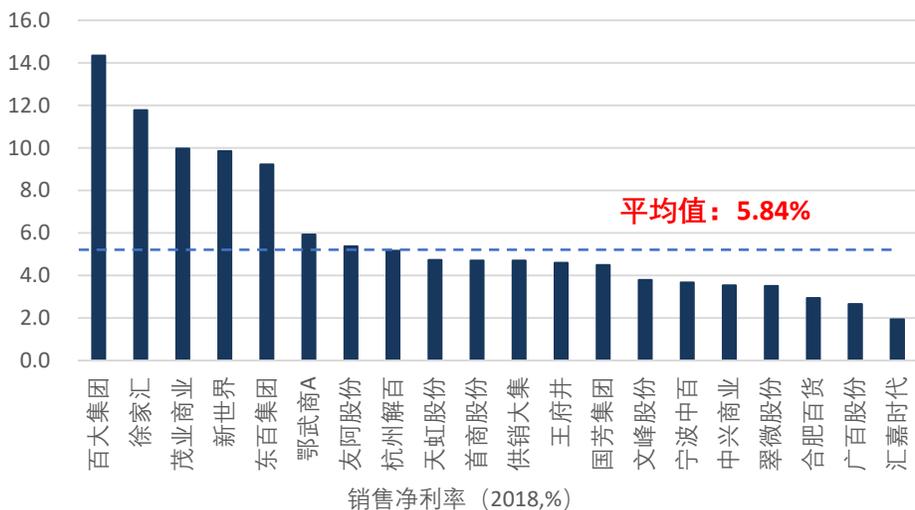
序号	指标名称	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
1	国内生产总值增速	7.7	7.7	7.3	6.9	6.7
2	社会消费品零售总额增速	14.3	13.1	12.0	10.7	10.4
3	居民消费价格指数增速	2.6	2.6	2.0	3.4	2.0
4	电视购物销售增速	35.0	20.0	11.0	13.0	-8.0
5	网络零售额增速	67.5	41.2	49.7	33.3	26.2
6	百货店销售额增速	10.3	10.3	4.1	3.4	1.3
7	专业店销售额增速	5.3	7.5	5.8	0.3	3.1
8	超市销售额增速	8.7	8.3	5.5	6.8	6.7

资料来源：国家统计局、商务部、中国电视购物联盟，东吴证券研究所

2.2、除了红利，我们认为也应逐步开始关注企业长期竞争力

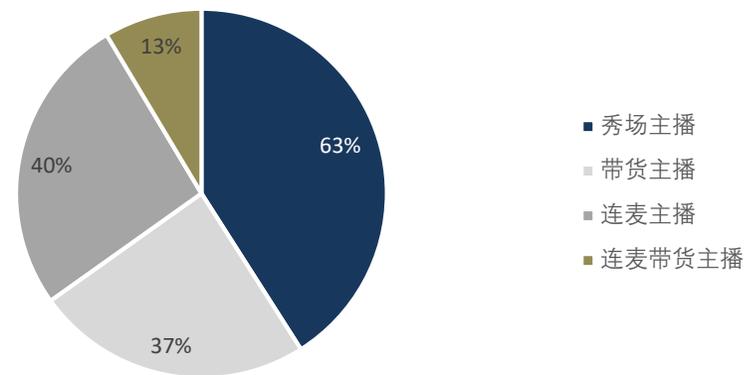
- **逻辑2：从直播带货企业当前的发展情况来看，流量红利依旧明显，但随着流量成本上升，对于流量的整合能力要求将快速提升。**
- 当前MCN直播带货的净利率远高于传统百货公司，也高于电商平台，究其主要原因在于当前仍然处于流量红利阶段，导致行业净利率水平明显高于线下。根据星期六旗下遥望网络公告，公司现在按GMV口径，扣除了流量、人力、商品的成本后，分得15-30%左右，相比之下，当前国内A股上市百货公司在扣除各项成本、费用后的净利率均值仅为5.84%。但当前直播带货较高的净利率水平主要原因在于流量红利，当前短视频平台及直播流量均处于快速增长阶段，流量成本比较低。此前，打榜销售作为一种重要流量采购方式，整体的ROI具有较强的吸引力，也是当前流量红利的体现。以2020年3月21日为例，快手中共有37%的带货主播及40%的连麦带货主播。以快手某主播连麦带货情况为代表，当次直播一共投入了15.1万元的打赏金额，销售商品总额92.59万元，ROI高达6.13。

图表44：A股上市百货公司净利率平均水平



资料来源：wind，东吴证券研究所

图表45：2020年3月21日快手不同类型主播占比



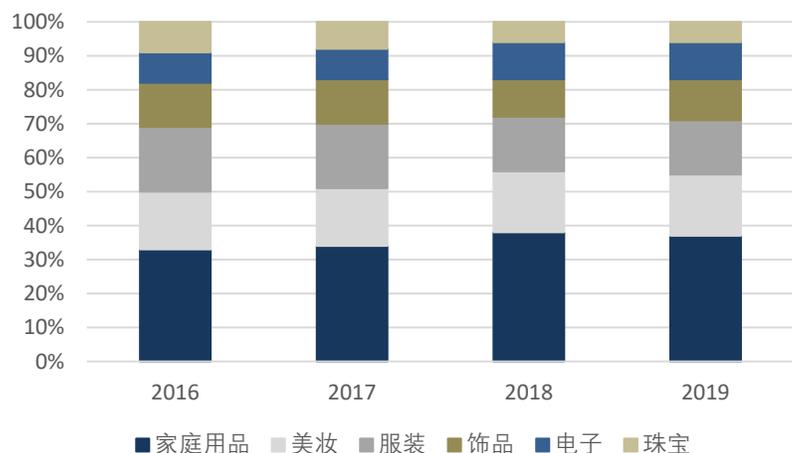
资料来源：壁虎看看，东吴证券研究所

2.2、除了红利，我们认为也应逐步开始关注企业长期竞争力

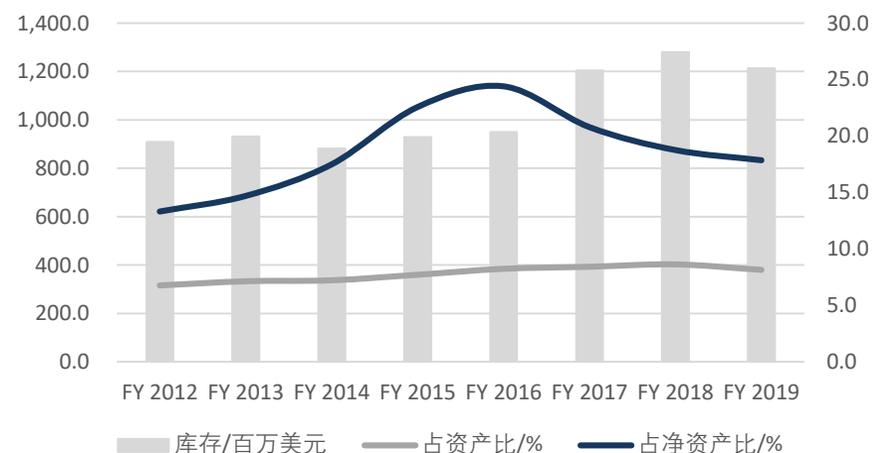
➤ 未来看点2：长期竞争力将体现为选品及供应链能力

- 供应链及销售服务能力不仅直接影响着平台消费者的体验，同时也带来了毛利率的明显差异。从美国电视购物龙头QVC数据来看，注重选品的电视购物的毛利率水平普遍相比百货公司更高一点，具体原因在于：1) 电视购物通过电视或者网络平台进行销售，避免了更多的商品流通环节，一般的直播购物企业能够通过大型供应商直接合作，避免多级商品流通环节带来的成本。2) 线下百货为了满足各类消费者的需求，需要营销数百种商品，部分低毛利商品会对整体毛利率水平带来负面影响。直播类型的销售能够根据主要目标客群的需求，自主选择销售较高毛利的产品，并能够根据季节、节日等因素快速调整商品结构。当前国内直播带货的主要品类集中在食品饮料、个人护理、服装等品类中，加上主要带货平台快手的用户画像偏低线城市，粉丝群团购模式带来的低价、高性价比具有更强的吸引力，卡思数据统计，2019年9月-10月间，50元以下商品占63%，未来销售品类结构仍有较大的优化空间。当前已经能够看到市场上一些领先的直播电商企业开始探索做一些深度定制化开发、提升库存管理能力、SKU优化等举措，来提升盈利能力及经营壁垒，未来选品及供应链的管理能力将成为直播电商核心竞争力之一。
- 建议关注A股标的：星期六、中广天择、芒果超媒、华扬联众、元隆雅图、新文化、引力传媒、立昂技术等，建议关注港股标的：中国有赞、微盟集团等。

图表46：美国电视直播购物龙头企业QVC的产品品类



图表47：美国直播购物龙头企业QVC的库存及占净资产的比例



2.3、在线教育：行业渗透快速提升，Q2关注留存及转化效果

3、在线教育：行业渗透快速提升，Q2关注留存及转化效果

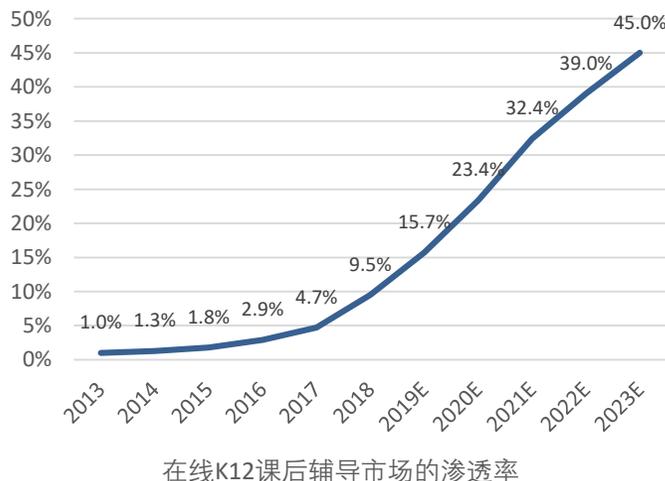
➤ **在线教育：疫情催化行业渗透进程，预计节省千亿营销费用**

- 截止2018年，中国初等教育及中等教育阶段的在校生人数为1.90亿，此前预计2020在线K12课后辅导市场的渗透率为23.4%，渗透人数为4450万。
- 疫情发生后，根据调研预计全国范围内至少有50%的K-12阶段学生被迫来体验互联网教育的模式，对应人数为9507万，所以带来了K-12阶段约5000万的新增渗透人数，按照人均1000-5000元的获客成本，则对应500-2500亿的销售费用。

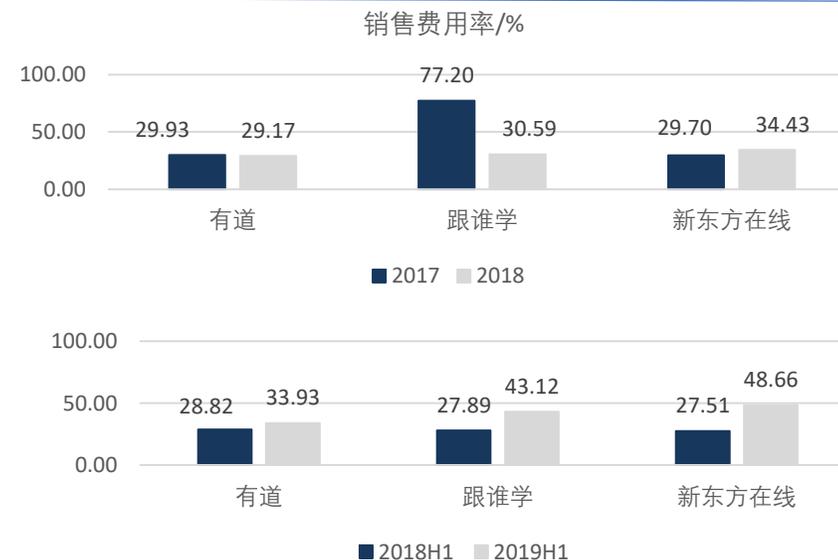
图表48：初等教育及中等教育在校学生人数



图表49：2013-2023E在线K12课后辅导市场的渗透率 (2019年预测)



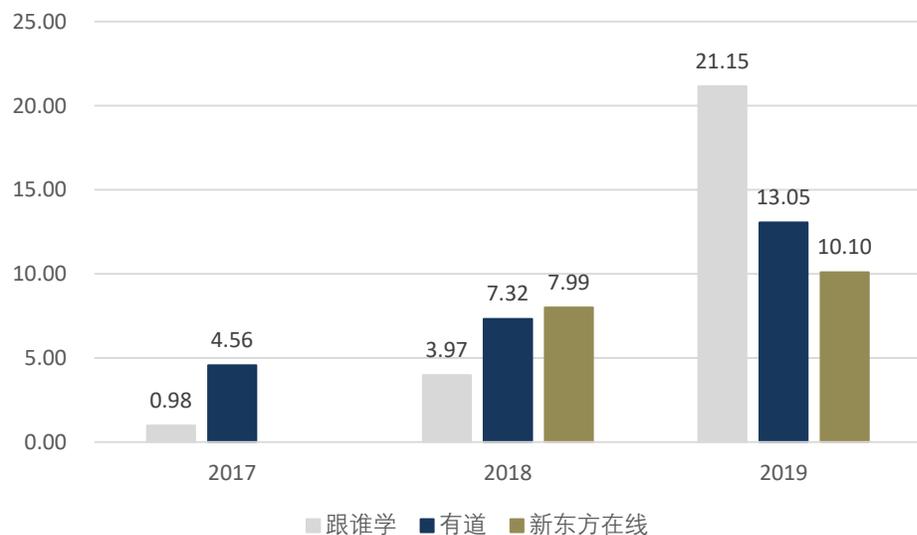
图表50：当前主要在线教育公司的销售费用率



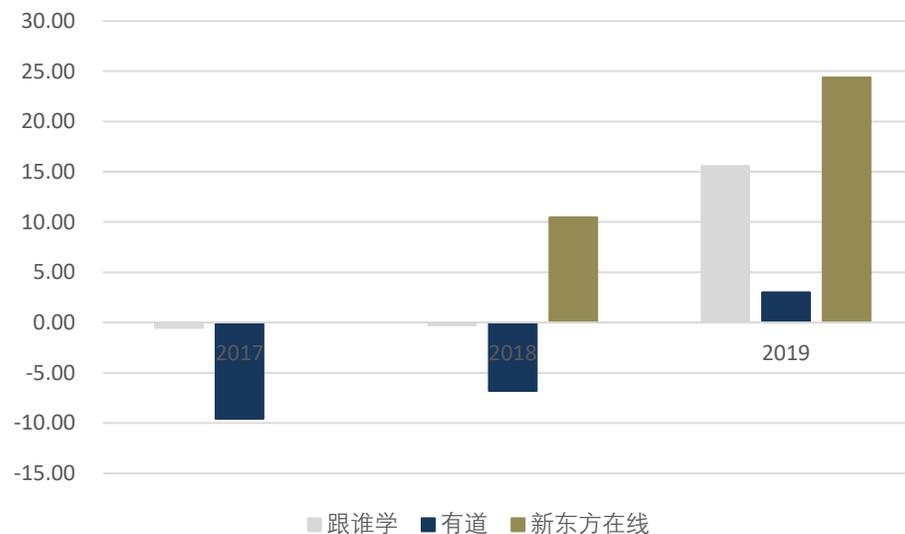
3、在线教育：行业渗透快速提升，Q2关注留存及转化效果

- 融资环境较好，当前在线教育上市公司具备快速扩张的条件。
- 当前主要在线K12标的均处于高收入高速增长，净资产快速扩张（部分受到近两年集中证券化的影响）的阶段，值此契机将有望得到加速增长。

图表51：三家主要的K12在线教育企业的过去三年收入情况



图表52：三家主要的K12在线教育企业的过去三年净资产情况（新东方在线2017年底数据缺失）



资料来源：wind，东吴证券研究所整理（备注：为增加可比性，跟谁学及有道均为自然年，新东方在线年度数据根据财年数据调整，截止期为11月30日）

资料来源：wind，东吴证券研究所整理（备注：为增加可比性，跟谁学及有道均为自然年，新东方在线年度数据根据财年数据调整，截止期为11月30日）

3、在线教育：行业渗透快速提升，Q2关注留存及转化效果

➤ **大班将有较明显收入增量，关注后期留存及转化效果**

- 我们针对新东方在线在疫情期间的情况，并结合几个核心假设进行敏感性测算：疫情期间，截止到3月初，新东方在线大班注册人次2000万，后期仍在滚动增加。5%-10%的转化为行业内正常情况下，相对合理的正价转化率。在谨慎保守情况下，按照2000万人次、1%的正价转化假设下，转化将带来2.1亿的收入增量；在乐观情况下，按照2400万人次，15%的正价转化假设下，将带来37.8亿的收入增量。
- 推荐标的：新东方在线；其他标的建议关注：跟谁学（GSX.N）、有道（DAO.N）、立思辰等。

图表53：新东方在线转化留存及注册课程数带来的业绩增量敏感性测算，假设单个正价课程定价为1050元

转化率/注册课程数（万）	2000	2200	2400
1%	21,000	23,100	25,200
5%	105,000	115,500	126,000
10%	210,000	231,000	252,000
15%	315,000	346,500	378,000



3、在线教育：行业渗透快速提升，Q2关注留存及转化效果

■ 中公教育：在线业务强劲增长，布局下沉市场加速渠道创新

- 2019年，公司线上培训业务实现营收10.36亿元，同比增长 133.50%，线上培训人次1,779,196人，同比增长59.46%。面授培训人次1,508,160人，同比增长26.51%，面授培训收入80.84亿元，同比增长40.09%。截止2019年底公司直营分支机构数量1,104个，同比增长57.49%，公司渠道重心将进一步从总部和省城向地级市及县城下沉，同时拓展和创新高校渠道。
- Q1或部分受到疫情影响，但预计供给侧也将加速分化，公司积极利用线上工具，抢占市场份额。且在2020年国家稳就业政策背景下各赛道均有望迎来更旺盛参培需求。我们预计公司2020/2021/2022年归母净利润分别为25.49/32.23/41.10亿元，维持“买入”评级。
- 风险提示：疫情影响超预期，行业竞争超预期，宏观经济影响等。

图表54：2019年中公教育主要经营资源和业绩指标数据

项目	指标	2019年/期末	2018年/期末	YOY
经营资源方面	直营分支机构数量 (个)	1,104	701	57.49%
	员工人数 (人)	35,209	25,718	36.90%
	研发人员人数 (人)	2,051	1,350	51.93%
	授课师资人数 (人)	13,475	9,424	42.99%
业务方面	面授培训人次 (人)	1,508,160	1,192,103	26.51%
	线上培训人次 (人)	1,779,196	1,115,779	59.46%
	面授培训收入 (元)	8,083,730,102.79	5,770,250,029.33	40.09%
	线上培训收入 (元)	1,035,595,638.64	443,502,944.37	133.50%
利润方面	营业收入 (元)	9,176,129,995.89	6,236,987,812.57	47.12%
	归属净利润 (元)	1,804,548,688.01	1,152,887,416.22	56.52%

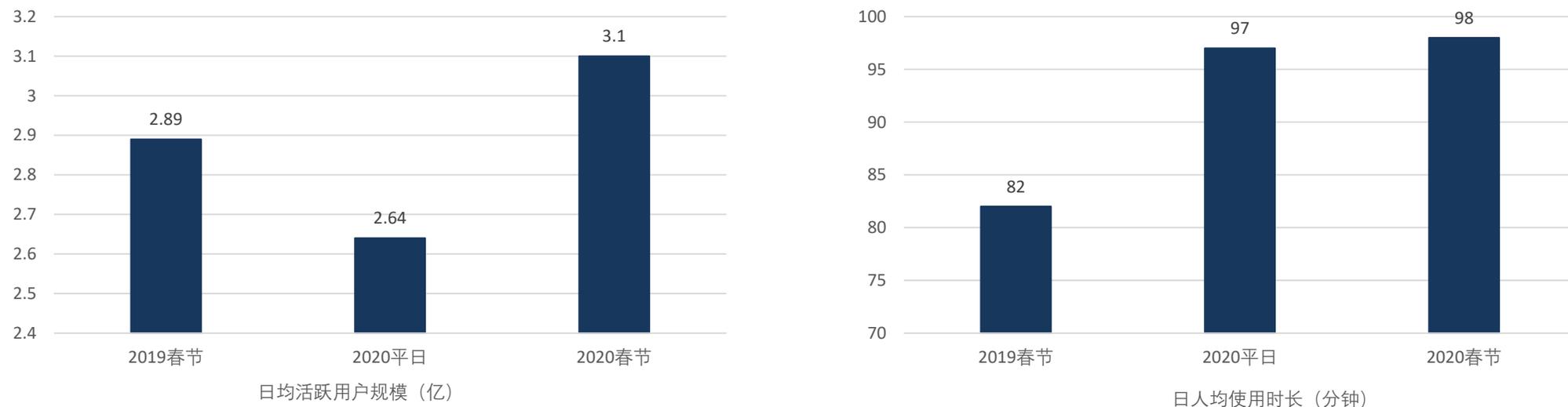
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2.4、在线视频：渠道竞争力提升

4、在线视频：特殊时期渠道的竞争力提升

- 从2020年春节期间的数据来看，2020春节期间无论是日均活跃用户规模还是日人均使用市场，均相比2019年春节期间的数据有明显的增长。相比线下各项文娱消费的停滞，在线视频成为当前文娱消费最具竞争力的渠道。各视频平台均在疫情期间推出了更强的会员营销，一季度会员业务预期相比此前更加乐观。

图表55：2019-2020年不同时期在线视频行业用户概况



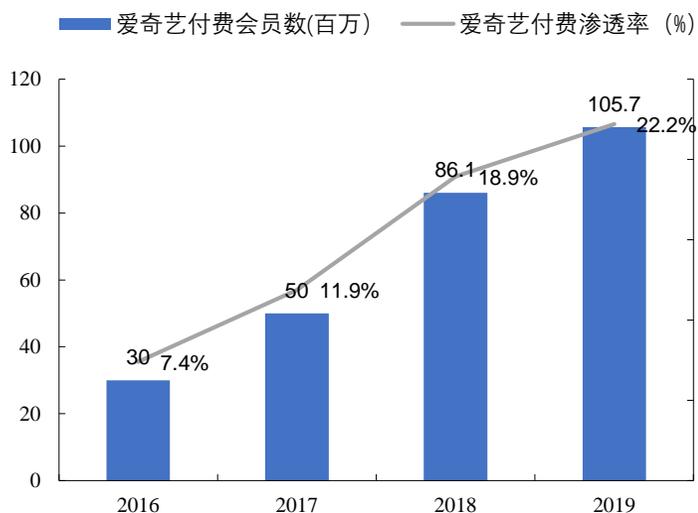
资料来源：APP ANNIE，东吴证券研究所，2019年春节指2019年2月4日-10日，2020年平日指2020年1月2日-8日，2020年春节指2020年1月14日-2月2日

4、在线视频：特殊时期渠道的竞争力相对提升

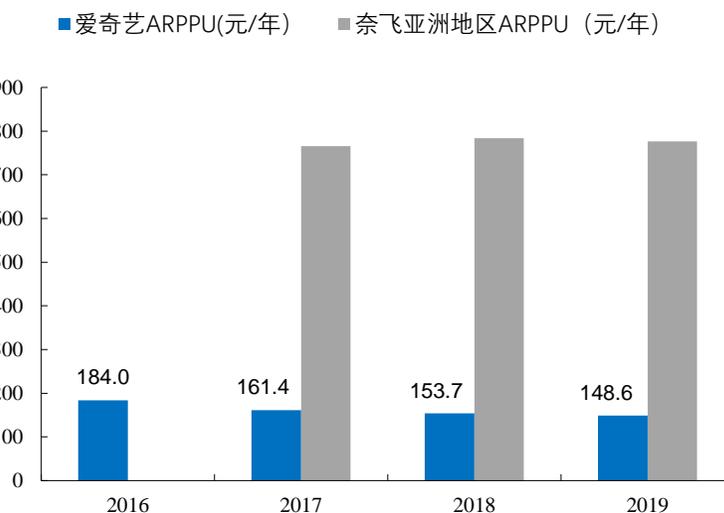
■ 爱奇艺：会员业务有望量价齐升，内容成本持续优化

- **20年受疫情及提价影响，会员业务有望量价齐升。**会员规模方面，春节期间爱奇艺APP DAU相比平日增长24.7%，疫情有望使用户付费意愿从低价驱动到需求/习惯驱动。此外公司预计继续通过开拓下沉及海外市场、丰富会员权益、推出优质内容等手段做大增量。**ARPU方面**，对标奈飞亚洲地区，爱奇艺ARPU仍有较大增长空间，且奈飞经验表明，用户付费习惯养成后，提价对用户付费意愿影响较小。20年头部剧付费点播常态化方向明确，同时公司预计通过降低促销力度、提高零售价格，推出高级套餐等，实现ARPU增长。
- **限薪令影响、自制能力及公司议价能力提升降低内容成本，预计2020年内容成本占收比继续下降。**行业层面，19年限薪令所带来的版权采购及原创制作成本下降影响，有望在20年利润表得到体现；**公司层面**，原创内容生产标准化及有效的财务管控提高资源利用率，同时自制投入及数量占比预计继续提高，此外公司议价能力有所提升，采购单价有望降低，2020年公司内容成本占收比有望继续下降。
- **广告业务：**宏观经济压力下，品牌广告需求依然疲软，但公司通过技术+内容双螺旋驱动效果广告投放，部分抵消广告收入下行压力。
- **风险提示：**视频平台竞争加剧；广告行业景气度持续低迷；融资难度增大；疫情对内容制作及播出影响较大

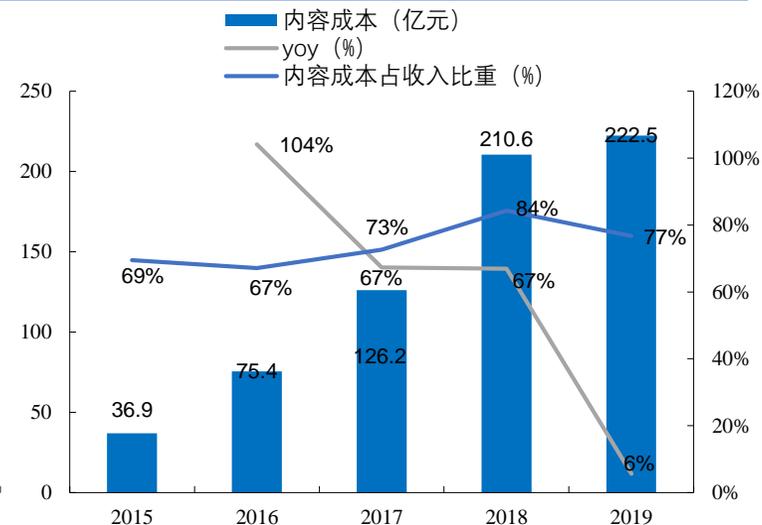
图表56：2016-2019爱奇艺付费会员数及付费渗透率



图表57：爱奇艺与奈飞ARPPU对比



图表58：爱奇艺内容成本及其占收入比



4、在线视频：特殊时期渠道的竞争力相对提升

图表59：爱奇艺 2020年内容储备（标红为S级内容，均为自制或独播）

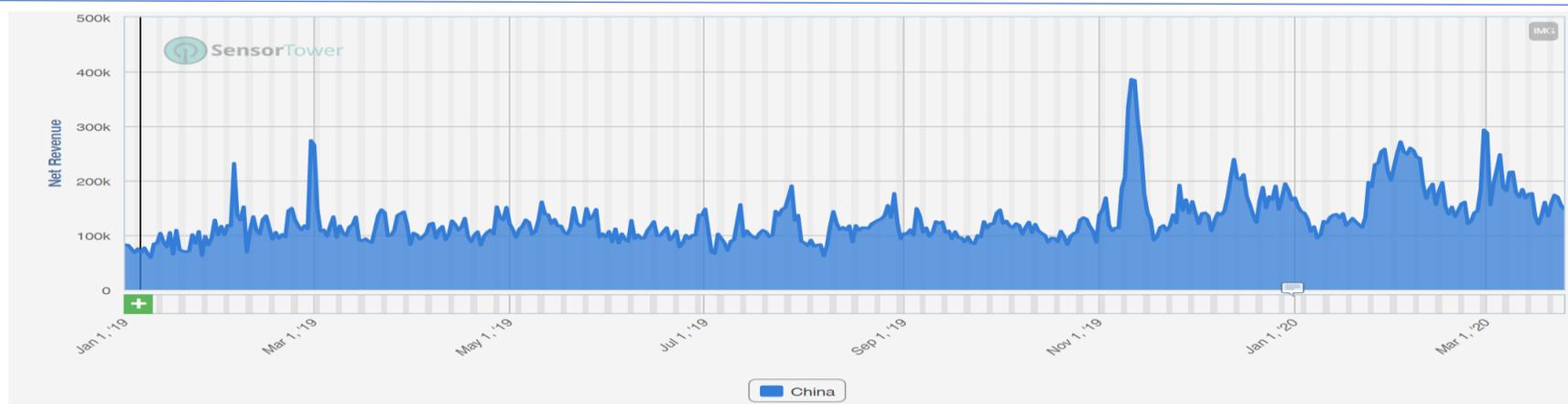
类别	赛道	2020 Q1（剧集贺岁季）	2020 Q2（剧集大片季）	2020 Q3（剧集恋爱季）	2020 Q4
综艺六大赛道 (自制部分)	音乐力	《这样唱好美》	《我是唱作人2》《乐队的夏天2》	《中国新说唱2020》	《这样唱好美2》
	少年风	《青春有你2》《奇葩说6》	《演员的品格2》	-	《奇葩说7》《演员的品格3》
	生活趣	《我和我的生活》《来自中国的移动食堂》	《未知的餐桌》《高校美食王》	《做家务的男人2》《夏日冲浪店》	-
	新潮流	《潮流合伙人》	-	-	《潮流合伙人2》
	体育燃	-	《我们是冠军》	《挑战吧奥林匹克》	-
	TA时代	《唯一的你》《想谈个偶像剧般的恋爱》	《喜欢你我也是2》	《醒醒吧，丘比特》	-
全民版权综艺		《王牌对王牌5》	《极限挑战6》（独播）	《奔跑吧4》	-
其他圈层综艺、 纪录片	青年潮流	四大国际时装周 爱奇艺原创潮流虚拟偶像厂牌rich boom 《中国潮》……			
	家庭成长	《小外教请指教》《小骑手冲啊》《孩子们的乐队》……			
	人文精品节目	《博物奇妙夜2》《上新了故宫2》《潜流4》《丹程》《讲究5》……			
	其他	《深夜的天台》《我是带货官》……			
剧集	少女心	《爱情公寓5》《两世欢》……	《嘉人本色》《天舞纪》……	《如意芳霏》《三嫁惹君心》……	-
	她情感	《谁说我们结不了婚》《买定离手我爱你》……	《半生缘》《怪你过分美丽》……	《他其实没有那么爱你》《了不起的女孩》……	-
	传奇路	《小娘惹》《凤唳九天》《天醒之路》……	《河神2》《灵域》《成化十四年》……	《重启之极海听雷》《月上重火》……	《大江大河2》《火神》……
	正义观	《唐人街探案》……	《我是余欢水》……	《人民的财产》……	《我们是警察》……
	合家欢	《鬓边不是海棠红》……	《荣耀乒乓》……	《鹿鼎记》……	《生活万岁》……
	其他（悬疑、职业、现实、玄幻）	《新世界》《风暴舞》《黑白禁区》《无心》《十日游戏》《侦探语录》《特战荣耀》《小大夫》……			
	进口剧	美剧：《良医》系列《我的天才女友2》《我们这一天3》《风骚律师5》《小谢尔顿》系列《哥谭镇5》 英剧：《发现女巫》系列 日剧：《咖啡与香草》《风的新生活》 泰剧：《重返爱的时光》《高校风云》《蓝色海洋之心》			
竖短片	《导演对我下手了2》《上头姐妹》《只好背叛地球了》《这酒店有毒》《花美男随游记》				
体育赛事	西班牙足球甲级联赛 欧洲杯 温网 澳大利亚网球公开赛 美国高尔夫球公开赛 XGAMES极限运动会……				
泛文化矩阵	少儿	爱奇艺奇巴布项目（儿歌、亲子、动画、早教等线上内容+奇巴布小镇实景娱乐、电子绘本等衍生品）			
	粉丝	爱奇艺尖叫之夜“奇迹”系列（明星见面会 生日会 空降日 演唱会）			
	中国文化	《万物滋养》《年味2》《中国喜事》《国宴风华》……			

4、在线视频：特殊时期渠道的竞争力相对提升

■ 芒果超媒：会员业务保持快速增长，维持买入评级

- **疫情影响较为有限，内容储备无虑，期间大屏增长明显。**本次疫情对芒果TV平台的影响主要涉及到部分节目生产的延后，但总体上公司综艺储备比较充足。影视剧储备方面，芒果TV全年储备了各类剧目达38部，预计质和量上同比均将有较大提升。广告方面，春节期间少量广告客户出现撤单，但公司视频平台DAU提升，流量广告、DSP广告收入增幅显著，电视剧广告有所提升，短期影响整体较为有限。此外，春节期间公司IPTV、OTT的大屏业务数据增幅明显高于往年。
- **新业务+新营销+新运营体系稳步升级，大芒计划有序推进。**公司坚持以技术推动产品研发和创新，以产品迭代推动平台运营升级，芒果TV持续投入新技术研发，围绕智能影像视觉、光场技术、AR/VR、5G全息等领域展开探索；实施“大芒计划”构建KOL、MCN矩阵，打造创作者中心平台，“大芒计划”目前签超过3000名网红，依托自制生态优势，未来公司将从其中筛选出优秀的创作者。
- **风险提示：疫情影响超预期。**

图表60：过去一年芒果TV在IOS平台的收入趋势



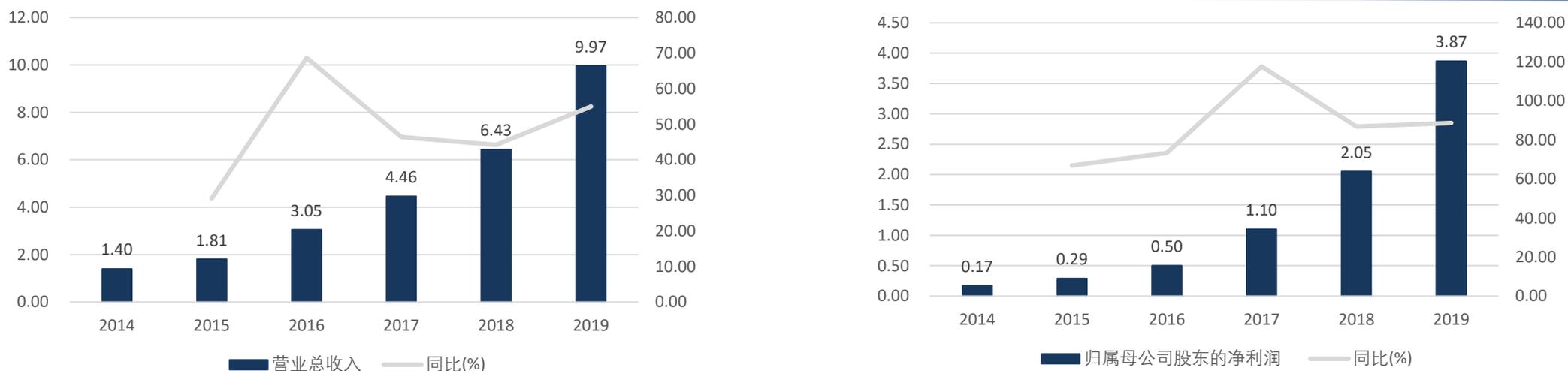
资料来源：sensor tower，东吴证券研究所

4、在线视频：特殊时期渠道的竞争力相对提升

■ 新媒股份：Q1假期增值业务强劲增长，预计趋势全年可延续，加码超高清强化入口价值

- **一季度增值业务实现强劲增长：**1) 公司延续了自2019年下半年开始的增值业务高增长趋势，且去年同期基数较低；2) 假期延长有助于存量用户活跃度提升及付费增长，公司顺势在假期也与内容供应商进行了多种促销合作，有力的提升了用户消费。随着各地陆续复工，基础包新增用户缺口有望逐渐得到弥补。3) 疫情本质上加速了客厅用户的回流，在并不需要太多营销支出的情况下，达到了超预期的增长效果，这也驱动了净利润的增长。
- **加码超高清等技术投资：**公司近期以现金增资形式通过一级全资子公司广东南方电视新媒体有限公司向二级全资子公司广东南新金控投资有限公司增资1,000万元人民币，增资用于广东南新金控投资有限公司投资获得广东博华超高清创新中心有限公司10%股权。
- **风险提示：**增值业务低预期。

图表61：新媒股份2014年至今收入、净利润及增速（亿）



资料来源：wind，东吴证券研究所

4、在线视频：特殊时期渠道的竞争力相对提升

■ 哔哩哔哩——次元破壁，商业转化效率提升

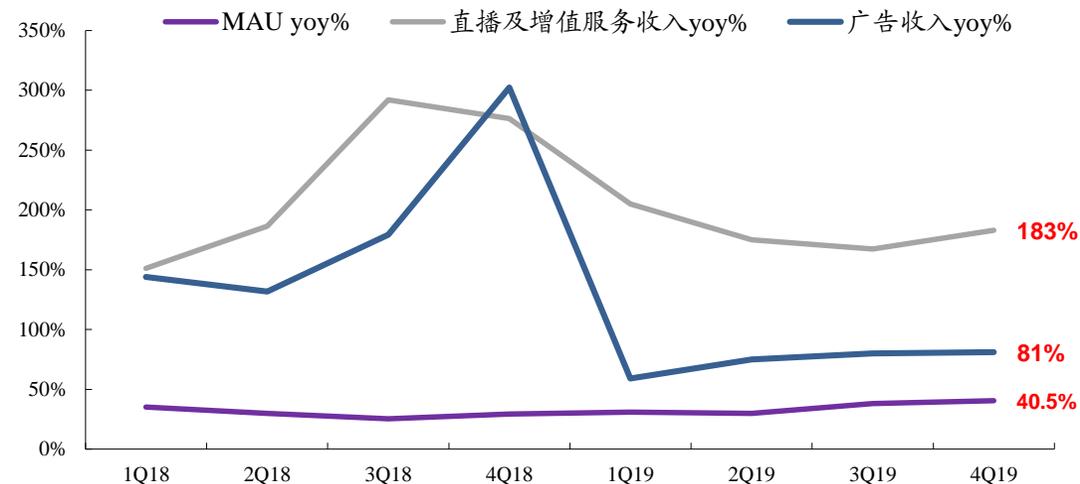
- 19Q4月均活跃内容创作者达100万 (+yoy 80%)，月均原创视频内容280万 (+yoy 66%)。哔哩哔哩属于“文化驱动型”平台，用户是因为喜欢平台文化而使用，用户粘性较强，较爱优酷等“内容驱动”平台用户数量波动较小。随着B站逐步撕去“小众”标签，其品牌吸引力稳步提升，成为主流的营销平台之一，在保持没有贴片广告的情况下，广告业务的快速发展充分说明了B站特有的文化影响力逐步增强。
- B站凭借大量优质独特的PUGV视频吸引不同圈层的用户，品牌主在B站追求的不仅仅是大量曝光，而是结合Bilibili特有的文化加入内容创作，共同实现用户沉淀和品牌扩散，目前流量竞争激烈的情况下，品牌主对于优质营销的诉求加强，有望加速提升B站在广告端变现速度。截至19Q4，B站MAU达1.3亿 (+ yoy 41%)，而其直播及增值服务和广告业务收入分别实现高达183%和81%的增长，充分说明其商业化效率逐步提升。
- 风险提示：政策监管风险，业务进展不及预期，用户增长不及预期。

图表62：哔哩哔哩社区运营模式



资料来源：东吴证券研究所整理

图表63：哔哩哔哩MAU，直播及增值服务，广告收入增速



资料来源：公司公告，东吴证券研究所整理



- 1、Q1表现优于大盘，游戏板块表现领先

- 2、增持业绩确定板块：把握疫情催化的高景气细分领域

- 3、用时间换空间：Q2复工背景下广告、院线等板块估值有望修复

- 4、其他主线：5G主题、腾讯为代表的支付板块等

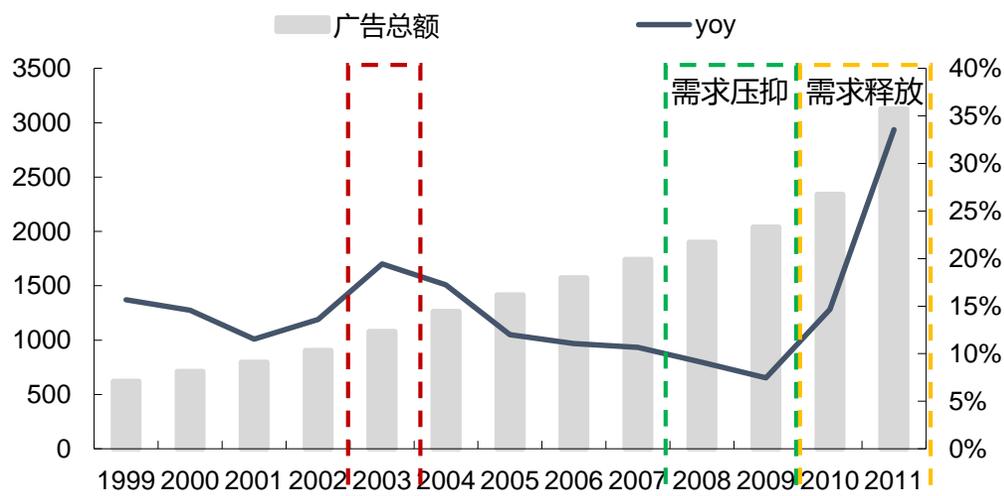
- 5、风险提示

3.1、广告：横有多宽，竖有多长，需求只会高强度延迟释放而不会消失

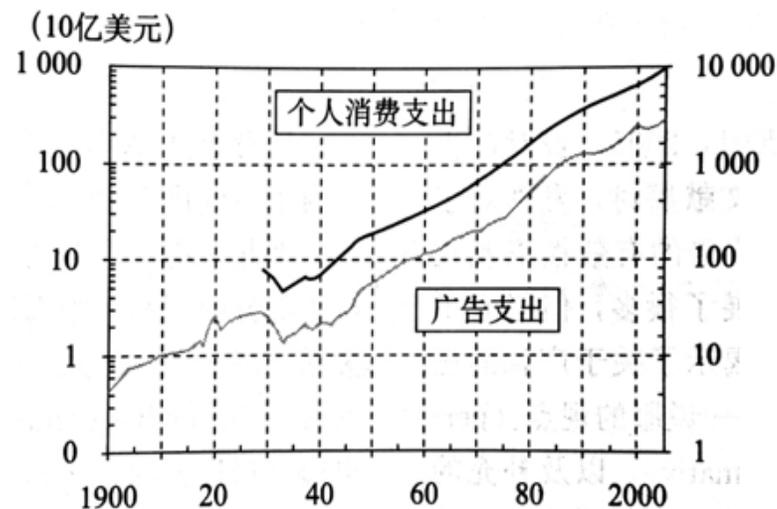
■ 回述历史，广告需求只会延迟释放，不会消失

- 对于国内广告市场，我们可以从两个阶段来研究需求变化对广告主预算的影响：
 - 2003年SARS爆发，但是我们看到广告整体经营额增速（19.4%）并未受到显著影响，反而增速有所提高。
 - 08年09年金融危机期间，国内广告规模增速下滑明显，但随着经济逐渐调整，在0809年压抑的需求开始在10年11年得到释放，这两年广告规模增速显著提升。市场需求压抑的越久，释放起来就会越高涨！
- 纵观全球广告长历史，广告支出增长与个人消费支出保持同步，虽然短期有波动出现，但是长期呈现完全正相关，只要经济在增长，广告支出就会不断创新高，当前被压制的广告需求只会延迟释放。

图表64：中国历年广告经营总额变化（亿元）

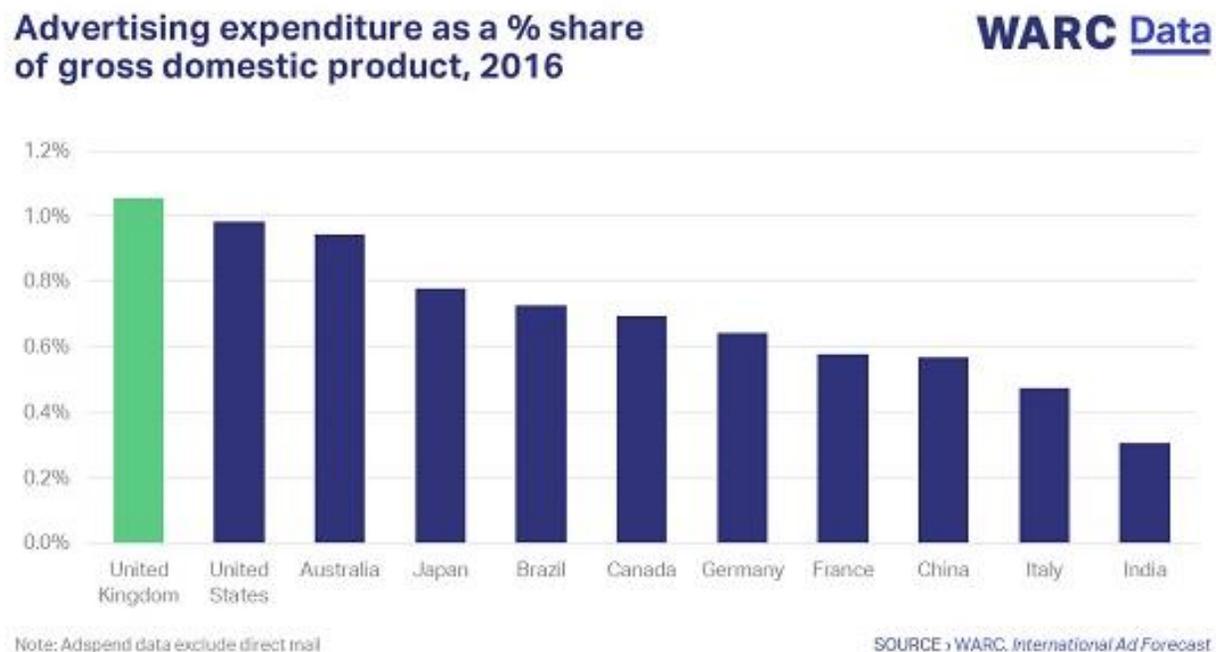


图表65：全球广告支出与个人支出同步变化



- 我国广告支出占GDP比重依然偏低，广告整体增长速度依然有望在较长的时间内快于GDP增长。
- 也意味着国内广告需求受到抑制迎来反弹具有较强的确定性。

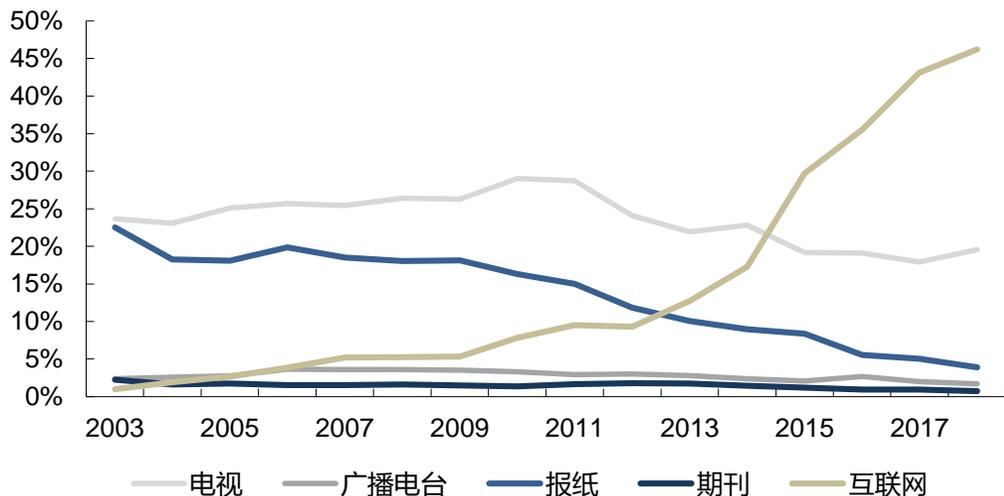
图表66：各国广告支出占GDP的比例



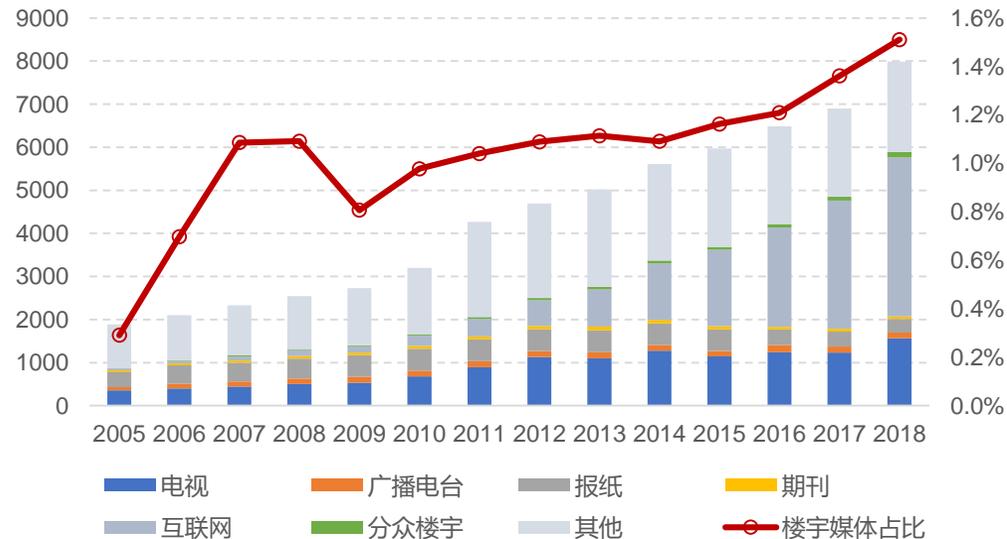
■ 互联网居主导地位，楼宇媒体生命力顽强

- 从近十几年的广告主预算分配情况来看，只有互联网和楼宇媒体占广告主预算的比重是持续上升的，其余广告媒介的预算占比都在不断下滑。
- 互联网广告给予其精准的触达、可见的效果、广泛的受众，获得广告主越来越多的青睐，广告主将众多其他媒介的预算不断往互联网转移，使得互联网广告预算占整体大盘预算的比重快速提高。相对于其他媒介预算占比和绝对规模的缩小，楼宇媒体展现出强生命力，占广告主预算的比重也在不断增大。

图表67：广告主预算在各媒介中的占比变化（亿元）



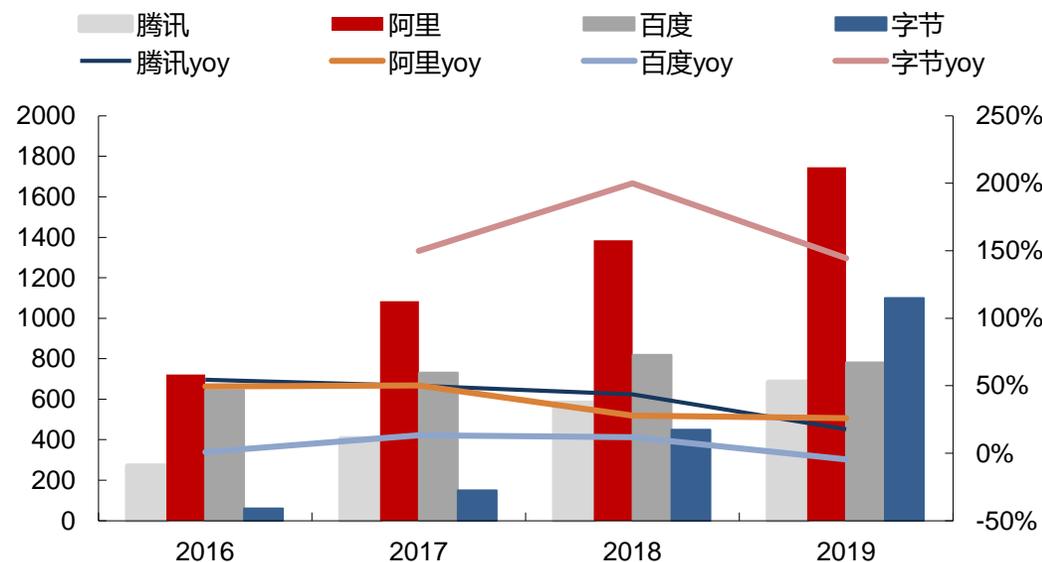
图表68：预算结构变化与分众楼宇媒体占比变化



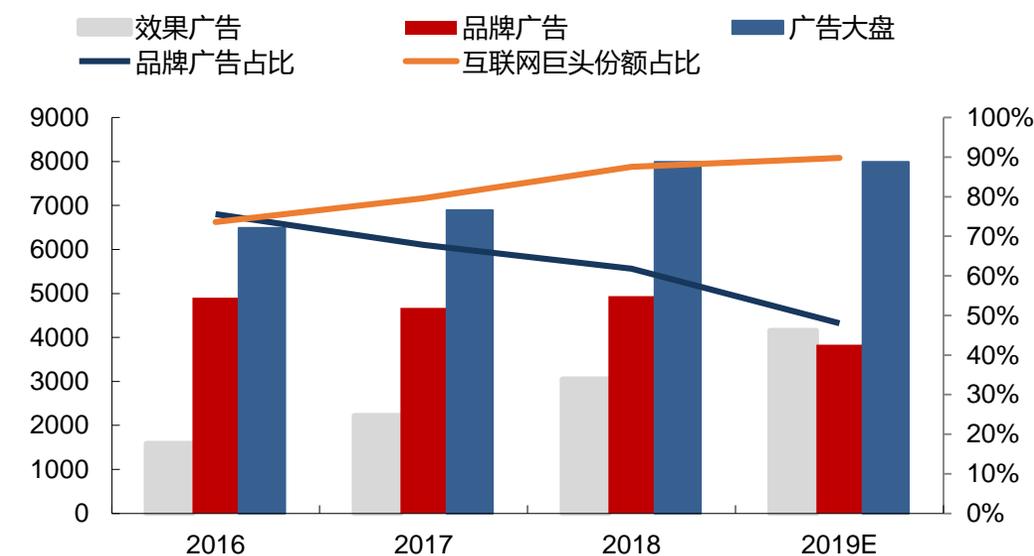
■ 互联网广告马太效应明显，效果广告占据广告主越来越大的预算

- 互联网媒体中，互联网巨头广告收入增长远快于大盘，互联网广告的集中度稳步抬升，马太效应非常显著。龙头公司才是广告领域的投资首选。
- 效果广告受到越来越多广告主的青睐，效果广告在广告主预算中的比例快速增长，品牌广告的预算空间逐步被压缩，效果广告源自互联网广告的特性，导致大多数传统媒介逐步衰落。

图表69：互联网巨头广告收入变化情况（亿元）



图表70：效果广告与品牌广告的增长情况（亿元）



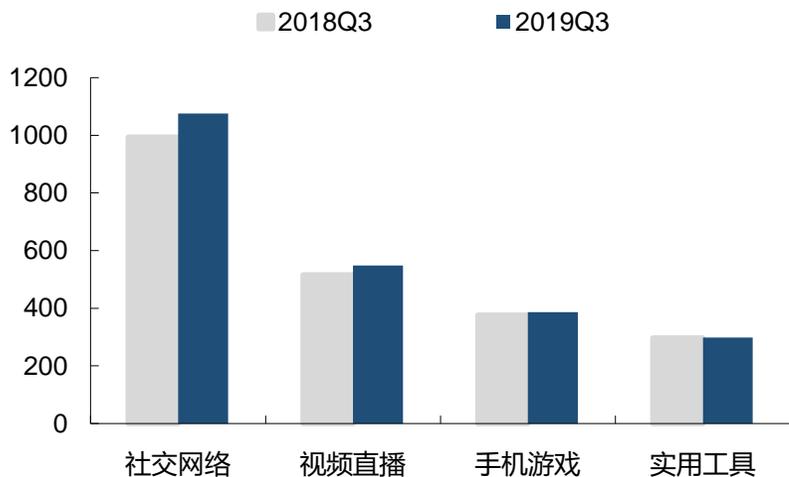
注：阿里巴巴数据已调整至自然年；鉴于互联网平台的高集中度，我们效果广告仅选取了BAT和字节的效果广告收入用以代替整个行业的情况；2019年互联网广告收入假设30%的增长
资料来源：第一财经周刊，字节跳动官方，各公司年报，东吴证券研究所

广告：横有多宽，竖有多长，需求只会高强度延迟释放而不会消失

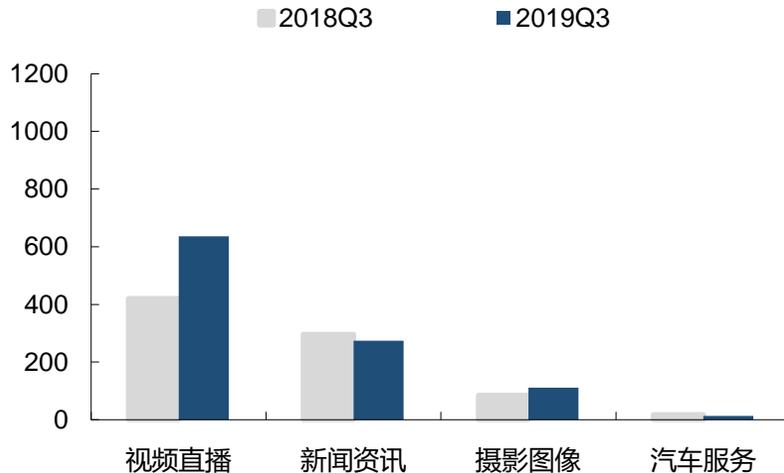
■ 互联网广告马太效应明显，来自于其受众规模的聚集明显

- 互联网媒体马太效应的背后在于用户使用时长的不断集中，四大巨头市场占比超过70%，但广告总收入占比却达到90%，体现了边缘流量的低效率和互联网平台天然强者恒强的趋势。
- 我们还能看到腾讯、字节跳动等互联网巨头用户规模的迅速增长，受众的增加是媒体广告价值不断增长的重要基础。

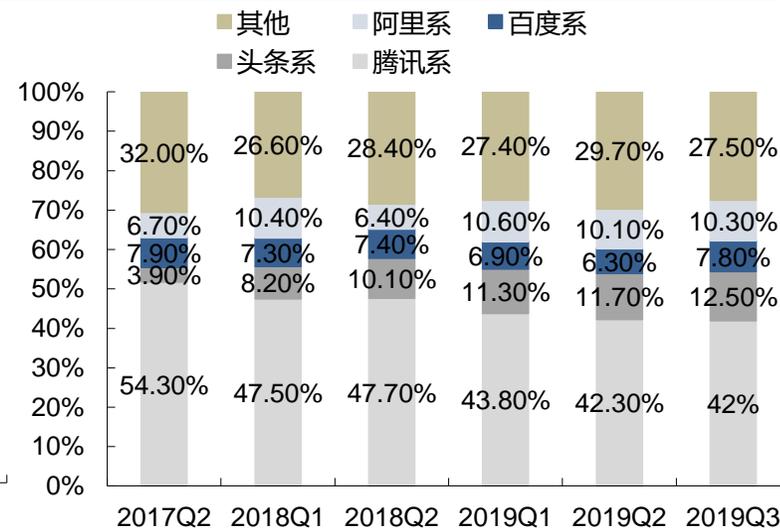
图表71：腾讯内部各业务MAU（百万人）



图表72：字节跳动内部各业务MAU（百万人）



图表73：各巨头应用市场占比



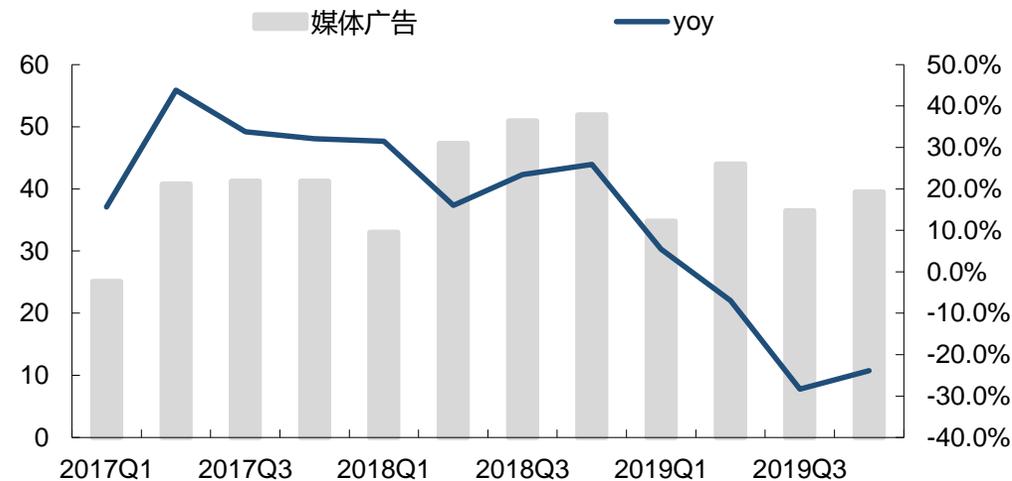
■ 效果广告增长持续性强，腾讯效果广告优势明显

- 效果广告相对于品牌广告具有更强的增长持续性，不易受到宏观影响。我们看到腾讯的社交广告增速始终保持较快水平，反观其媒体广告，在2019年则出现持续的负增长。但当前腾讯的社交广告规模已远远大于媒体广告，且社交广告毛利率更高，媒体广告的波动性对公司业绩的影响越来越弱。
- 公司在广告精准投放上具备较大优势，基于海量的用户数据，在转化率方面也具有明显的效果。公司成功整合了广告平台和支付平台，所以具备将广告展示转化为交易的能力，电商、教育和游戏等行业是广告营收的重要来源，这些行业的广告客户主要关注最终的营收转化能力，目前越来越多的客户认可这种转化能力。整体而言，我们认为社交媒体广告中，公司的表现将继续远优于行业平均水平。

图表74：腾讯效果广告收入变化情况（亿元）



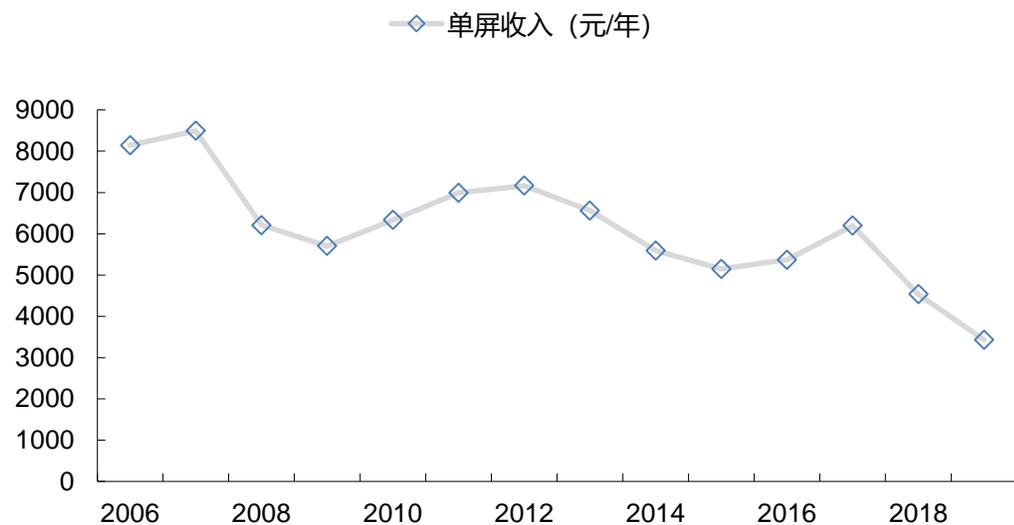
图表75：腾讯品牌广告的增长情况（亿元）



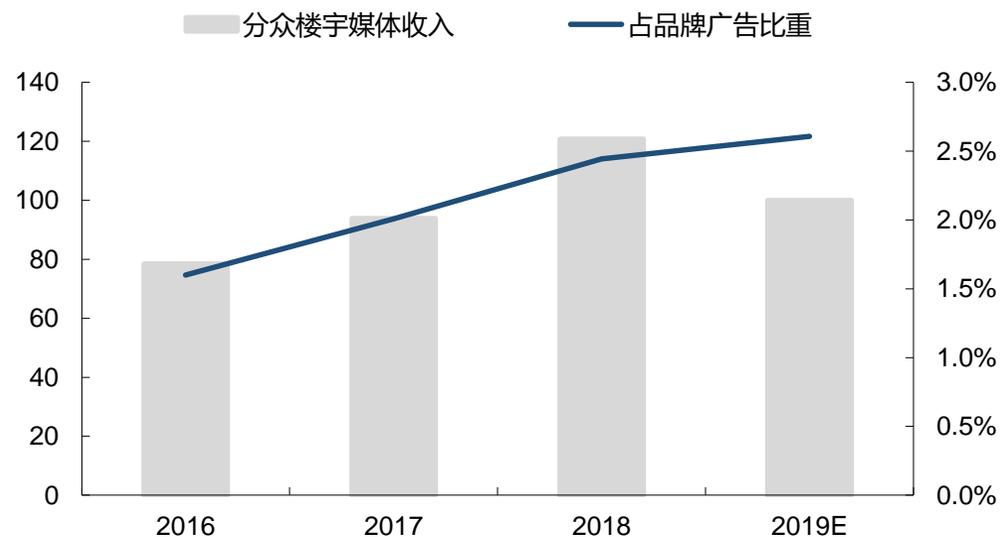
■ 分众传媒：楼宇媒体在品牌广告中的强势不减，需求压制之下，反弹看好戴维斯双击

- 品牌广告的预算比重虽然有所下滑，但分众楼宇媒体在品牌广告中的预算占比确实在不断提升的，公司楼宇媒体收入的绝对额也逐年攀升，2019年因受宏观经济的影响才有所下滑。当前公司业务受疫情影响显著，但经济低迷时公司的业绩表现不能代表公司常态的盈利能力。
- 分众传媒常态盈利能力的测算：2018年是重要的参考点，因为当时绝大多数屏没有产生效益，但单屏营收依然有4800，因此常态情况下的单屏营收应高于4800元；而2017年是经营高点，单屏营收是6200元，因此，我们选择5500元作为常态经济情况下的均值。据此测算，公司常态收入为 $260 \times 5500 = 143$ 亿元，按照30%的净利率，约为45亿元。影院版块按照5亿元净利润计算，整体净利润是50亿元，对应当前的市值仅12.7倍，对应估值将具有较强吸引力。
- 风险提示：宏观经济下行风险，招商不及预期等。

图表76：分众历年单屏营收变化



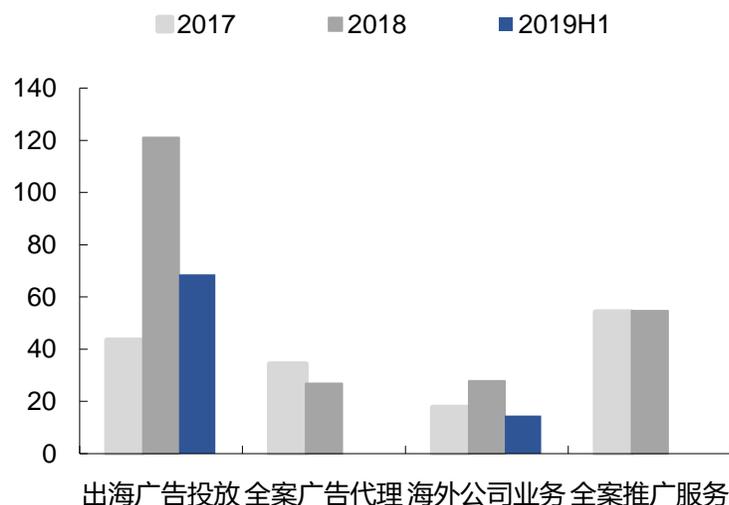
图表77：分众楼宇媒体占品牌广告比重 (亿元)



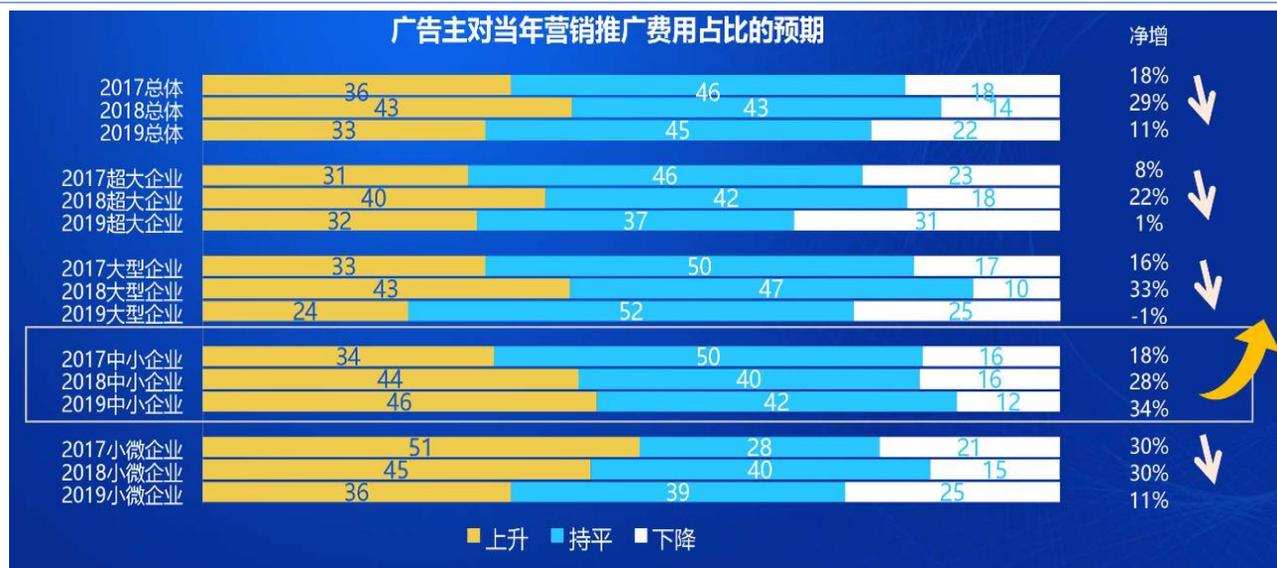
■ 蓝色光标：龙头企业抗风险能力强，盈利能力将提高，蓝标在线开拓营销全新赛道

- 出海业务是公司收入重要组成部分，但毛利率却很低，以2018年数据为例，出海业务毛利率提高0.5%，就可使毛利增加超6000万元，盈利弹性非常显著。当前品牌客户和重度服务客户将越来越多的进入出海市场，公司布局的高毛利率媒介也将不断增多，公司研发的智能化SaaS服务也将降低中小企业投放门槛，小客户的毛利率高于大客户。因此，出海业毛利率有望提升，盈利弹性将逐渐释放。
- 公司推出蓝标在线业务，开拓服务中小企业的全新赛道，市场空间广阔。CTR数据显示，近三年，从企业规模角度来看，只有中小型广告主营销预算占比始终上升，而且加速增长。通过推出蓝标在线平台，公司可以打入中小企业营销的广阔市场，全方面提高这些客户所享受的营销服务。公司在数字科技营销领域优势稳固，拥有丰富的经验积累和先发优势，蓝标在线业务开拓了行业增长的新赛道，我们认为公司当前估值已经体现了较为悲观的预期，在出海业务结构性变化和蓝标在线业务的推动下，公司具备显著的投资价值。
- 风险提示：疫情影响超预期，新业务拓展不及预期等。

图表78：公司营收结构（亿元）



图表79：不同类型广告主对当年营销费用占比的预期

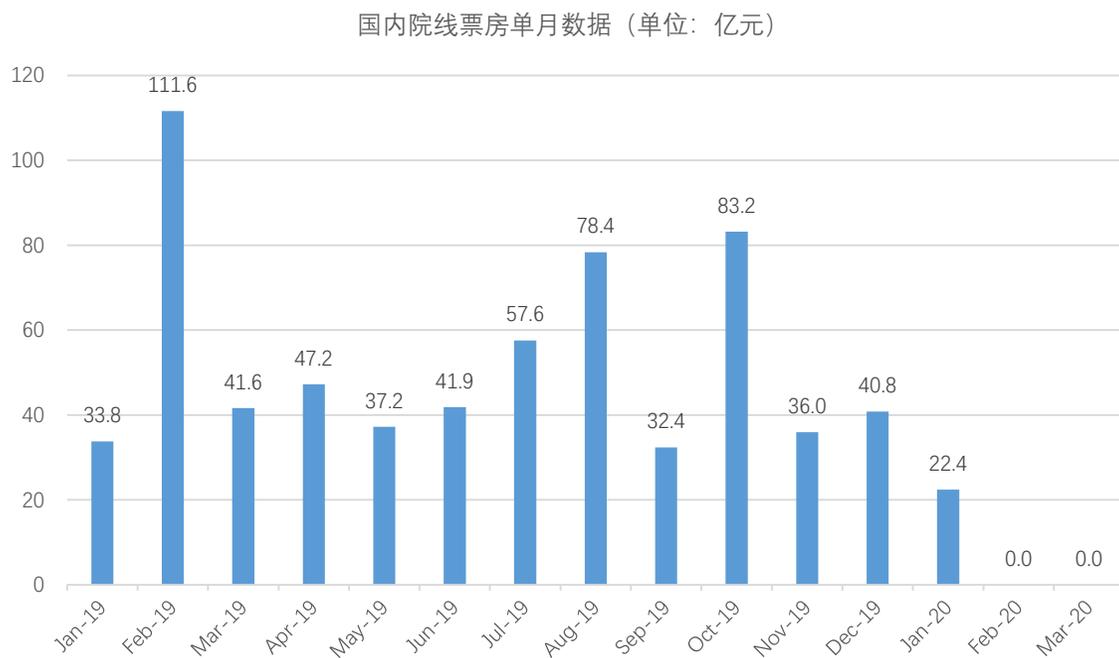


3.2、院线：后续优质内容驱动市场反弹仍可期待

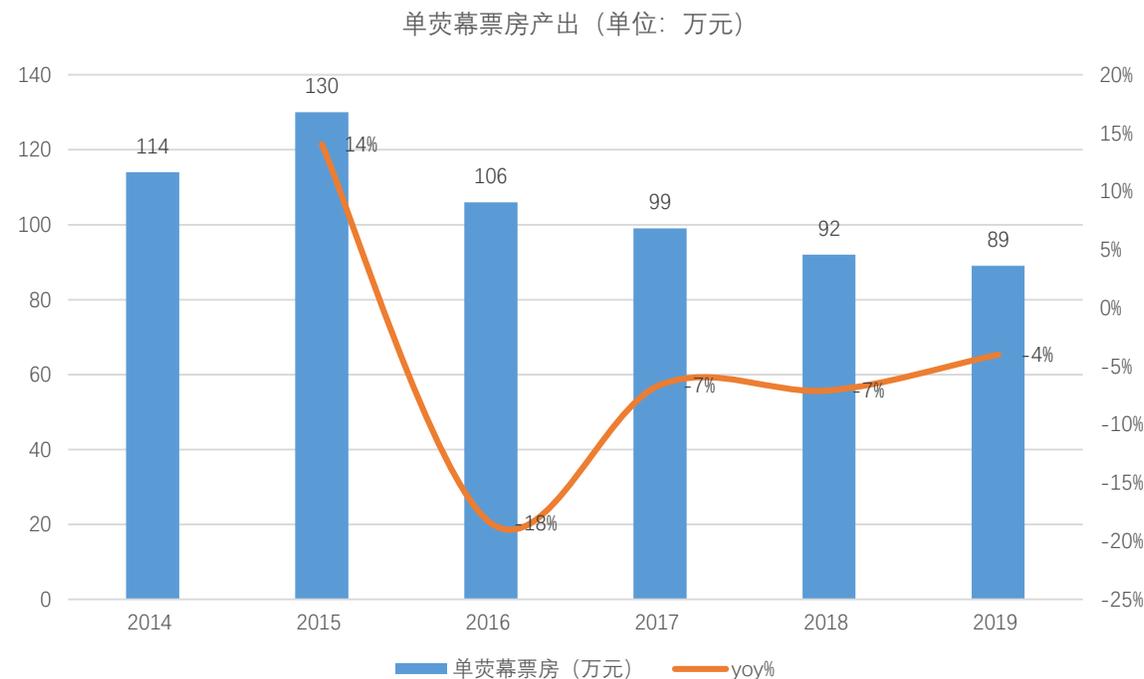
疫情影响下院线行业股价步入历史最低区间

- 受疫情影响，全国院线关门歇业，2-3月票房为0，院线行业当前面临巨大压力，将在一定程度上催化行业供给端出清。
- 长期看行业单荧幕产出降幅收窄，龙头公司万达电影估值已至历史低位，行业当前处于基本面及估值的周期底部区域。

图表80：国内院线票房单月数据（单位：亿元）



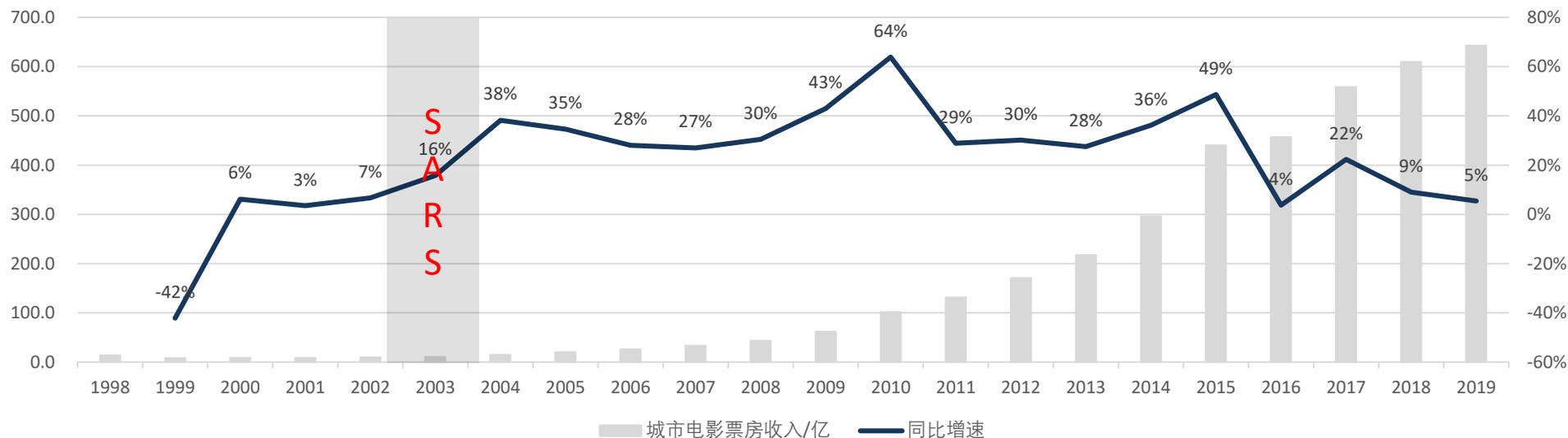
图表81：单荧幕票房产出（单位：万元）



后续优质内容驱动市场反弹仍可期待

- 回顾2003年SARS疫情期间，虽然上半年受到疫情的严重影响，但依然在全年实现了16%的增长，而且在2004年，国内城市影院票房收入15.2亿元，实现同比增长38%，成为2000年-2008年间的最高增速年份。宏观层面上的原因在于中国电影市场从2003年开始全面产业化，微观层面的原因在于，从2003年开始数部优质影片上线，进一步带动了市场观影热情，2004年，其中《十面埋伏》、《功夫》、《天下无贼》等7部头部影片票房总计5.14亿元，形成一轮观影热潮。当前国内电影市场制作能力仍处于上升期，2019年国产电影票房占总票房64%，为2013年以来最高水平。疫情逐步得到控制后，优质内容驱动院线市场反弹仍可期待。推荐万达电影、光线传媒，建议关注：北京文化等。

图表82：1998年至今国内院线票房数据（单位：亿元）





- 1、Q1表现优于大盘，游戏板块表现领先

- 2、增持业绩确定板块：把握疫情催化的高景气细分领域

- 3、用时间换空间：Q2复工背景下广告、院线等板块估值有望修复

- 4、其他主线：5G主题、腾讯为代表的支付板块等

- 5、风险提示

4.1、支付：互联网公司最强货币化工具变现正当时

- 商业模式离交易端越近，变现的链条就越短，变现损耗就会更小。
 - 例如阿里和腾讯是同一体量上的公司，但阿里的月活却要少得多，阿里的月活只有7.85亿，而腾讯（微信）的月活为11.51亿（2019Q3）。之所以如此，是因为电商天然离交易更近，货币化通路短，变现更加直接，而腾讯要变现需要通过增值服务和广告等进行更加间接的变现。
- 为用户提供服务的深度越深，变现能力就越强。
 - 腾讯与Facebook商业模式相似，Facebook拥有24.5亿月活，是腾讯的2.13倍，但市值仅比腾讯高出30%（2019年1月6日），原因在于Facebook聚焦在广告变现方式上，腾讯还提供了游戏、会员、支付等层次更深、离交易端更近的增值服务，所以单用户变现效率更高。
- 所以，从货币化能力上讲，电商>增值服务>广告。现在蚂蚁金服和腾讯都发展出了离交易端更近的商业模式——支付，用户每一次使用支付工具都会产生一次交易，从而收取交易手续费，因此单位时间内的货币化能力更强，支付可以讲就是交易本身，其货币化能力强于电商。因此，**支付业务是当前互联网公司货币化能力最强的工具。**

Alibaba.com > **Tencent 腾讯** > **facebook**

MAU **7.85** **11.51** **24.5**

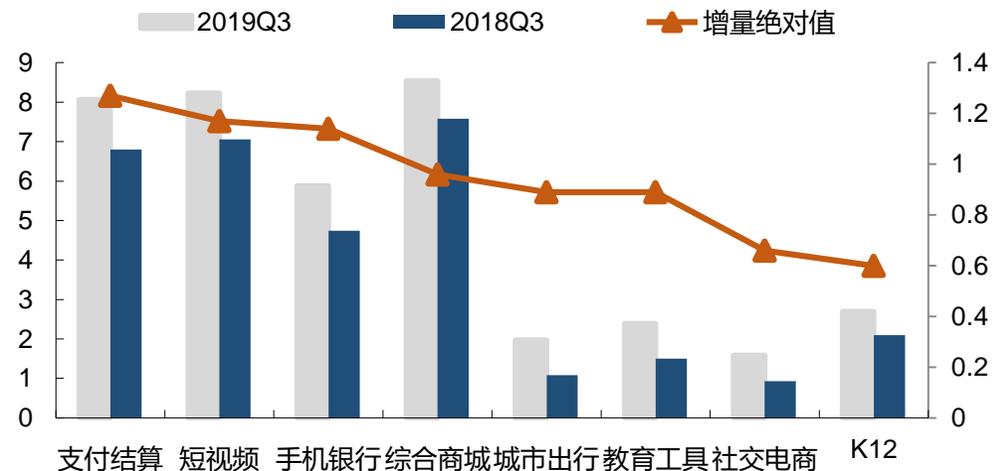
■ 商业支付流水快速增长，用户渗透率上升是主要增长动力

- 非银行支付机构处理的网络支付交易流水依然维持在较快的增长通道中，根据中国人民银行数据，2019年同比增长约20%。市场普遍认知，支付在商户端的渗透率已经足够高，那流水的快速增长主要来自哪里？我们看到，支付工具的渗透率提升是推升交易流水快速增长的主要动力。从以下众多互联网工具的用户增长情况来看，支付工具是用户规模增长绝对值最大的应用工具，至2019年Q3同比增长1.27亿用户，同比增速达19%，与流水增长基本相符。此外单笔支付金额也存在上升空间，2019Q3同比增长3.7%。

图表83：非银行支付机构网络支付金额变化情况（亿元）



图表84：不通工具用户规模增长情况（亿人）



• 缩减成本



政策：餐饮行业0费率，服务商返佣0.2%

- 费率少0.2%+返佣0.2%=-0.4%
- 2019年开始，费率重回0.2%-返佣0.2%=0
- 2019年Q3，费率0.2%-返佣0.1%=0.1%
- 2020年Q1，费率0.3%-返佣0.1%=0.2%
- 餐饮大头，GMV占比10-20%

此外，银行打包成本在逐渐降低中

• 提升线上大客户费率



年框：

- 成本费率→逐渐市场化定价

- 支付宝和微信于2019年年初开始纷纷提高费率
- 线下代理商分级，新增代理商以**%费率为起点，按照完成量的增大逐级降低费率
- 行业来看，2019年先从早教班、驾校开始涨起（12月15日），20年涨医美等大额低频消费
- 作为简连服务商，银行是最大的代理商，这块费率是洼地



0.38%

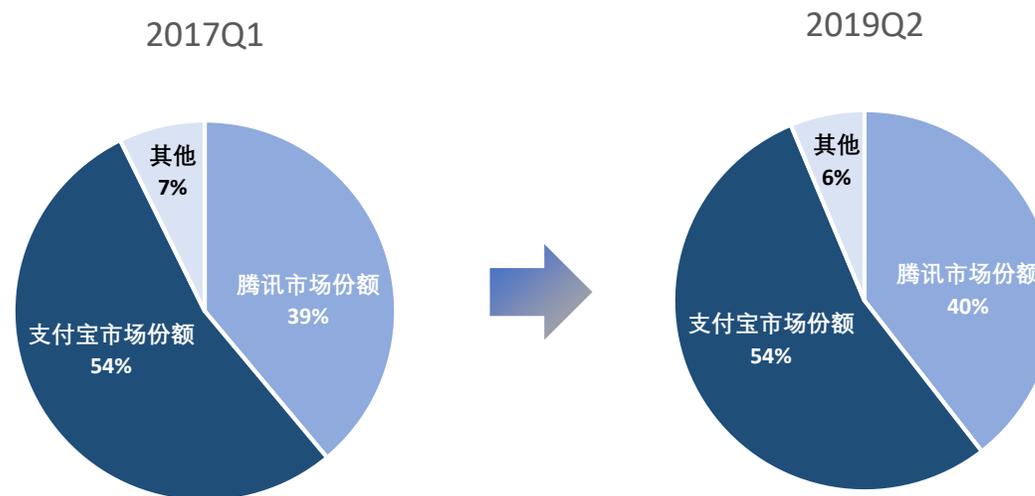


0.2%



0.1%+

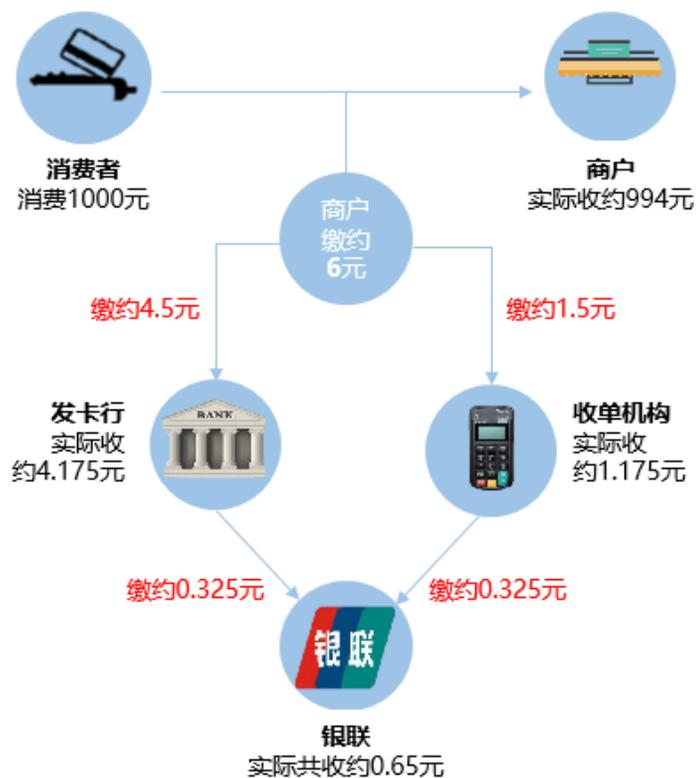
• 市场格局稳定：2年未发生变化



资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

■ 第三方支付手续费分成方式图解：从费率差异看费率提升的空间

刷卡消费手续费分配方式



扫码支付手续费分配方式



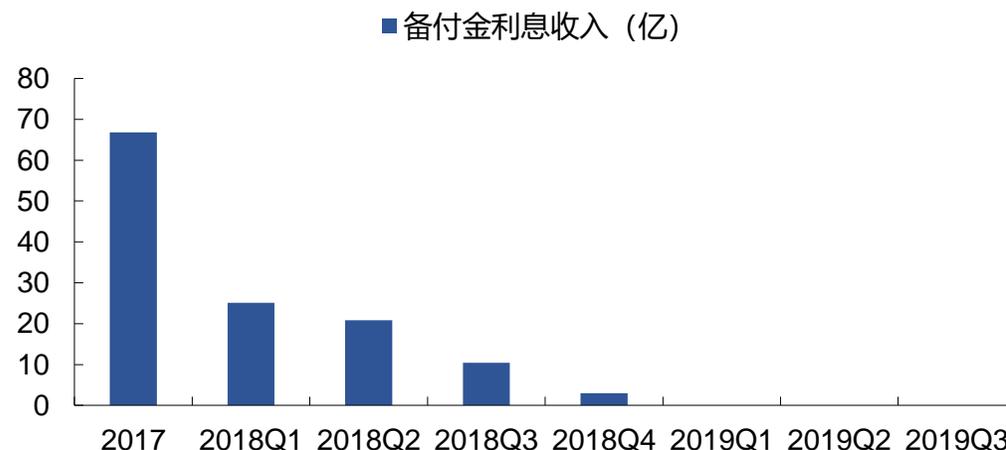
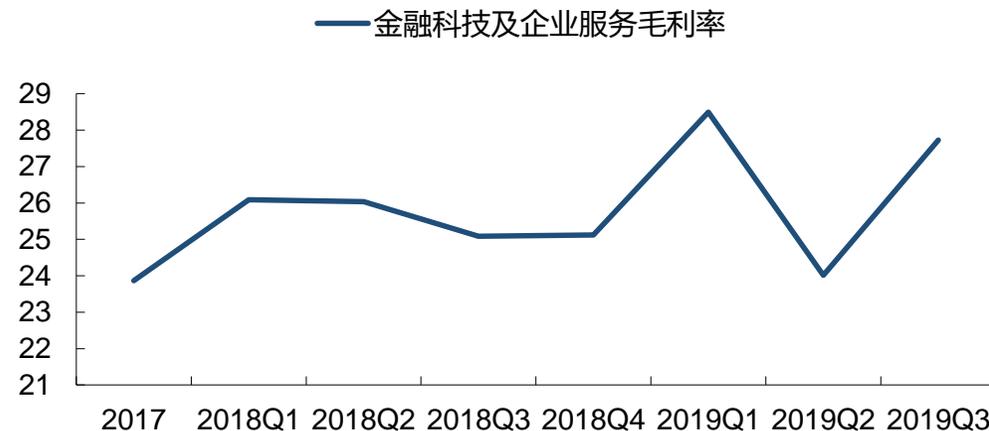
一旦扫描二维码，便触发右侧结算流程

二者费率的差异就是提费的空间所在

数据来源：移动支付网，东吴证券研究所

■ 金融科技的业务弹性在腾讯业绩中的体现

- 金融科技业务中曾蕴含大量的备付金利息收入，这是仅贡献纯毛利的业务，2018年开始备付金逐季上交央行，2019年1月份上交完毕。为何没有对毛利率产生较大负面影响？
- 我们通过公司2019Q2财报可以计算出公司2018Q2的备付金利息收入，同时根据央行第三方机构备付金变化计算出上缴节奏，由此推算公司2018年各季度备付金利息收入的变化情况，可以发现，公司备付金利息收入规模很大，而且是纯毛利业务，在利息收入大幅下滑甚至消失的情况下，公司毛利率不降反升，这就是因为支付业务的盈利弹性，直接抵消了利息收入下滑的影响。
- 风险提示：疫情进展超预期；相关推广活动低于预期；内容风险；市场系统性风险等



资料来源：中国人民银行，公司财报，东吴证券研究所

4.2、5G：大规模投资元年，主题机会将贯穿全年

5G大规模投资元年，主题机会将贯穿全年

■ 工业和信息化部要求推动5G加快发展，5G资本开支提升3倍以上，5G主线投资将贯穿全年

- 3月24日，工业和信息化部发布通知，要求全力推进5G网络建设、应用推广、技术发展和安全保障，充分发挥5G新型基础设施的规模效应和带动作用，支撑经济高质量发展。
- Q1各通信运营商均提出了全年的用户增长目标，预计2020年将是5G大规模投资第一年，5G资本开支较19年提升3倍以上，预计未来3-5年5G及总资本开支逐年提升。

图表85：工信部要求加快5G领域投资建设

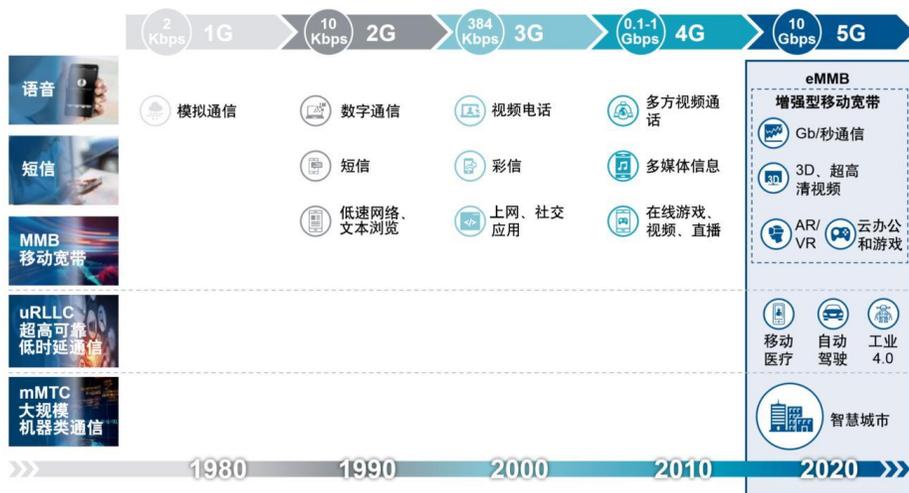


5G大规模投资元年，主题机会将贯穿全年

■ 号百控股：5G全新赋能，迎来更大机遇

- 中国电信在积极打造5G核心能力和网络建设，推进5G与云计算、AI等技术的融合创新，在个人市场、家庭市场和政企客户市场全面加快5G布局，积极抢占5G产业风口的同时，明确公司承接三大文娱类5G商用产品的开发运营，包括5G+超高清视频、5G+云游戏和5G+云VR产品。历史上，每一轮网络的升级改造，通信运营商都是最先投资及获益的参与方，主要是由于通信运营商在用户规模和流量资源上具有先天的优势。通信运营商逐渐加大与互联网企业合作，打造流量+内容+应用的融合产品。建议关注公司后续产品及用户拓展进展。
- 风险提示：行业监管风险、5G发展不及预期的风险、市场竞争加剧。

图表86：移动通信技术的应用场景发展



图表87：中国电信5G用户4大应用由号百控股来进行运营

应用会员权益

黄金会员任选2个，白金会员任选3个



5G大规模投资元年，主题机会将贯穿全年

■ 平治信息：收购兆能剩余股权，公司将获益于5G行业的发展机遇，维持“买入”评级

- 2019年4月，公司收购深圳兆能51%股权，开始布局智慧家庭产品以及5G通信衍生市场。2019年深圳兆能实现收入10.44亿元，同比增长218%，净利润0.73亿元，同比扭亏。2020Q1，公司进一步收购兆能剩余股权，加码5G领域的投资。
- 深圳兆能始终坚持技术和产品创新，充分发挥快速定制及持续投入的研发优势，根据通信运营商的定制化需求，加速研发定制化新产品，完成原有产品的迭代更新，凭借其自身技术与资源优势，与通信运营商形成了长期战略合作伙伴关系。深圳兆能运营团队具有高效、专业的特点，能够及时准确了解市场需求，并作出快速反应，在产品质量和交付效率上不断满足客户的新需求。
- 风险提示：行业监管风险、5G发展不及预期的风险、市场竞争加剧。

图表88：深圳兆能 2018 年、2019 年合并报表主要财务数据

	2018.12.31/2018 年	2019.12.31/2019 年
总资产	34,096.16	84,871.71
净资产	1,695.54	8,985.69
营业收入	32,787.49	104,383.81
净利润	-468.28	7,290.19

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

图表89：深圳兆能产品线逐渐加码智慧家庭、5G相关领域



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

- 市场竞争加剧风险；
- 政策监管风险；
- 疫情影响超预期；
- 宏观经济超预期下行风险；
- 市场系统性风险等。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园