

2021年01月04日

海外科技

行业深度分析

证券研究报告

海外科技

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

2021年互联网投资策略：拥抱新动能

■ **电商渗透率加速提升，供应链能力成核心竞争力之一：**中国线上实物零售额在疫情后恢复迅速，实物零售线上渗透率在1H20月平均同比提升5-6个百分点，明显快于2019年，2020年月渗透率峰值在11月超过30%，符合我们的预期。疫情后，快消、医疗健康、生鲜等原线上渗透率较低的细分品类迸发出强劲的增长势头；同时拥有自有物流服务体系电商参与者能够安全、高效地保障消费者用户体验以及线上零售业务的稳健性。我们持续看好私域电商和新零售领域的增长机会：建立在社交媒介基础之上，通过社交活动、内容分享等方式以获客并达成交易的私域电商蕴含可持续的潜力；在线上流量红利见顶以及线下消费需求仍在缓慢恢复的大趋势下，将线上流量和线下供应链结合起来，构建核心竞争力，“全渠道”将会成为用户消费的新常态。

■ **线上娱乐需求和用户参与度快速提升：**受疫情影响，用户居家时长增加，线下文娱活动开展受限，用户娱乐需求进一步转向线上。在线游戏、短视频、在线音乐在疫情期间需求骤升。2020年从国内游戏市场从同期驱动力来看，ARPU的动力远大于玩家数的增长；2021年，虽然游戏行业面临同比高基数压力，但我们看好新爆款游戏的增量贡献，增长动力或从原有的头部游戏实现切换，海外市场仍然是开疆扩土的重要阵地。在后疫情时期，不同的线上娱乐形式也受到“后劲”，比如线下活动受限长视频内容的后续供给，头部用户付费意愿下滑也影响了秀场直播行业变现；但对于游戏、短视频、大流量平台的内容消费需求相对稳健增长。

■ **流量结构变化催生新的变现机会，2021年是重要的投入年：**整个中国互联网用户流量红利已经见顶，根据QuestMobile，2020年9月中国移动互联网用户MAU达约11.5亿，同比微增2%，但1-9月净增已经超过2019年的全年净增。在此大趋势下我们看好年轻用户需求的驱动力、低线城市用户流量变现转化、线上搜索流量向基于推荐算法的信息流转化、内容搜索流量的提升、社交网络内短内容流量的提升、以及大量私域流量逐渐累积。新趋势孕育着新的变现机会，其形式包括广告、娱乐直播打赏、电商消费、内容订阅等。我们预期这些较新的趋势和细分领域的增长机会意味着2021年要加大新领域的投入以抓住结构性的增长机会。

■ **2021年，我们看好互联网三个大方向：**

① 电商行业可见度仍然相对较高，并且疫情后的结构性增长机会可持续。推荐**京东**（相对激进的增长战略持续，供应链核心优势巩固，超市品类成为关键增长引擎），**阿里巴巴**（外部环境改变不改核心市场平

王昕

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520080005
wangxin5@essence.com.cn
021-35082080

相关报告

龙头电商季节性符合预期，待Q4反弹	2020-11-29
2020年双十一主要电商表现小结	2020-11-12
行业估值反弹，龙头业绩亮眼——互联网Q2总结及2H展望	2020-08-31
板块分化加速，行业估值逐渐修复——互联网Q1总结及Q2展望	2020-06-03
行业恢复尚需耐心，板块迭代加快——互联网Q4总结及Q1展望	2020-03-24
疫情叠加季节性看互联网行业	2020-02-02
2020年线上娱乐行业展望——常态化增长彰显变现之道	2019-12-10

台稳健变现，电商基础设施布局完善，生态内多业务协同拓宽业务边界），**拼多多**（差异化经营优势显著，农产品电商及用户 ARPU 对 GMV 的驱动“后劲”将显现，规模效应下盈利能力改善可期）。

②娱乐赛道，我们看好用户盘还在扩张期的流量平台以及头部或细分赛道的头部流量平台，高用户群蕴含广告、直播、电商等变现潜力。推荐**腾讯**（爆款新游接力游戏增长引擎，社交广告长期动力充沛，小程序和支付基础设施助力企业数字化运营和营销）、**网易**（游戏研运能力行业领先，爆款新游可期，云音乐和在线教育板块高增长）、**哔哩哔哩**（用户扩张超预期，直播和广告变现随流量盘扩张，针对年轻用户营销的优选平台）、**头部短视频平台**（高流量吸引线上广告预算，UGC 电商变现潜力释放，全民生产和消费的短视频内容成为信息传导的重要通路）。

③从助力企业和商家运营数字化的角度，我们看好**微盟和有赞**（依托微信生态流量和基础设施，私域流量的电商变现潜力日益显现，SaaS 服务助力商家数字化运营）、**金山软件**（信创逐步释放收入潜力，游戏运营能力稳健，双引擎驱动利润增长）。

■**风险提示**：宏观经济增长放缓影响消费能力与意愿；在线娱乐行业在同比高基数基础上增速显著放缓；国际局势不确定性影响海外业务扩张；不同类型应用对互联网用户时长竞争加剧；互联网行业监管趋严，或影响未来兼并收购活动的开展。

内容目录

1. 互联网 2020 年回顾	6
1.1. 线上化和数字化加速，催生新的变现机会.....	6
1.2. 2020 年股价变化.....	7
1.3. 2020 年互联网行业监管加强.....	7
2. 电商行业新格局蕴含新机遇	8
2.1. 线上实物零售或恢复常态化增长.....	8
2.2. 线上渗透率单月峰值突破三成，快消、食品品类呈现结构性机会.....	10
2.3. 私域电商在快车道，全渠道成为消费新常态.....	11
3. 头部游戏驱动增长，海外市场重要性日益提升	13
3.1. 2020 年游戏市场 ARPU 为主要驱动力，“精品化”的要求提升.....	13
3.2. 2021 年游戏行业高基数压力下，头部游戏接力增长.....	16
3.3. 海外市场仍然是 2021 年开疆扩土的重要阵地.....	18
4. 线上广告预算随流量结构性变化而迁移	20
4.1. 线上广告市场增速日趋常态化，伴随分配转移.....	20
4.2. 长视频变现随行业复苏和内容上新反弹，提价长期利好 ARPPU 提升.....	24
4.3. 微信广告长期变现动力充足.....	28
5. 娱乐直播深入海外市场寻求长期发展；游戏直播望整合后增强协同	29
5.1. 娱乐直播发展重心进一步转向海外市场，国内业务进入调整期.....	29
5.2. 游戏直播平台强强联合，有望在多领域相互协同.....	31
6. 投资建议	33
7. 风险提示	33
8. 互联网及子行业估值对比	34

图表目录

图 1: 2020 年股价表现.....	7
图 2: 中国实物商品网上零售额及名义同比增速（计算值）.....	8
图 3: 阿里巴巴历年双十一交易额和同比增速.....	9
图 4: 京东历年双十一交易额及同比增速.....	9
图 5: 2019 年双十一当天全网 B2C 销售额份额.....	9
图 6: 2020 年 11 月 1-11 日全网 B2C 销售额份额.....	9
图 7: 线上实物零售消费渗透率计算值（单月）.....	10
图 8: 线上实物零售消费渗透率（累计）.....	10
图 9: 2019 年不同品类商品的电商渗透率.....	11
图 10: 中国社交电商规模.....	12
图 11: 中国社交电商规模占总体网络购物市场规模比重.....	12
图 12: 中国游戏市场实际销售收入.....	13
图 13: 中国移动游戏市场实际销售收入.....	13
图 14: 中国端游市场实际销售收入.....	13
图 15: 4Q20 中国游戏市场实际销售收入构成.....	13
图 16: 中国移动游戏市场用户规模.....	14
图 17: 中国移动游戏市场年度 ARPU 值.....	14
图 18: 腾讯手游收入.....	14
图 19: 网易手游收入.....	14

图 20: 腾讯递延收入.....	15
图 21: 网易递延收入.....	15
图 22: 2017-2020 年游戏版号发放数量.....	15
图 23: 2020 年各月游戏版号发放数量.....	15
图 24: 米哈游《原神》和莉莉丝《万国觉醒》未上架安卓应用商店.....	16
图 25: 中国 iOS 手游月流水前 10 名分布.....	17
图 26: 腾讯《天涯明月刀》上线至今 iOS 流水排名.....	17
图 27: 米哈游《原神》上线至今 iOS 流水排名（国内）.....	17
图 28: 中国自主研发网游海外市场实际销售收入.....	18
图 29: 中国 Top30 手游发行商全球收入.....	18
图 30: 进入美国、日本、韩国 Top 100 手游畅销榜中国手游数量.....	20
图 31: 进入美国 Top 100 手游畅销榜中国手游收入及占 Top100 收入比重.....	20
图 32: 进入日本 Top 100 手游畅销榜中国手游收入及占 Top100 收入比重.....	20
图 33: 进入韩国 Top 100 手游畅销榜中国手游收入及占 Top100 收入比重.....	20
图 34: 中国网络广告市场规模.....	21
图 35: 中国移动广告市场规模.....	21
图 36: 中国不同形式网络广告市场份额.....	21
图 37: 移动互联网巨头月活跃用户规模渗透率（2020.10）.....	22
图 38: 移动互联网 APP 使用时长占比.....	22
图 39: Q3 细分行业广告投放费用同比增长.....	22
图 40: Q3 典型短视频媒介广告收入同比增长.....	22
图 41: 腾讯 - 社交广告收入.....	23
图 42: 阿里巴巴客户管理和佣金收入.....	23
图 43: 巨量引擎搜索量级同比高增长.....	24
图 44: 爱奇艺 - 广告收入.....	24
图 45: 腾讯 - 媒体广告收入.....	24
图 46: 视频会员数比较（百万）.....	25
图 47: 爱奇艺 VIP 会员定价（安卓端）.....	25
图 48: 奈飞三类订阅服务套餐价格历史涨价情况.....	25
图 49: 3Q20 主要视频平台上新剧集部数及独播占比.....	26
图 50: 3Q20 主要视频平台上新综艺部数.....	26
图 51: 2020 年微信发现页改版.....	28
图 52: 微信增加直播打赏功能.....	28
图 53: 头部直播 APP MAU.....	29
图 54: 头部直播 APP 每 MAU 月均使用时长.....	29
图 55: 全球移动社交用户规模.....	31
图 56: 中国移动社交用户规模.....	31
图 57: 虎牙和斗鱼季度 MAU 对比.....	32
图 58: 虎牙和斗鱼季度付费用户数对比.....	32
图 59: 虎牙和斗鱼直播收入对比.....	32
图 60: 虎牙和斗鱼季度 ARPPU 值对比.....	32
表 1: 2020 年互联网行业监管条例梳理.....	7
表 2: 3Q20 电商收入概览.....	10
表 3: 私域流量 VS 公域流量.....	12

表 4: 3Q20 在线游戏收入概览.....	14
表 5: 中国 iOS 手游 2020 年 9 月- 11 月流水月度排名.....	17
表 6: Q3 中国手游在海外主要国家手游收入 Top10.....	19
表 7: 2020.8-2020.11 中国手游出海收入 Top10 排行 (App Store + Google Play)	19
表 8: 3Q20 在线广告收入.....	21
表 9: 头部视频平台 4Q20 及 2021 年剧集储备.....	26
表 10: 头部视频平台 4Q20 及 2021 年综艺储备.....	27
表 11: 2020 年底微信功能升级.....	28
表 12: 3Q20 视频直播收入概览.....	29
表 13: 全球热门应用收入排名.....	30
表 14: 欢聚时代海外产品三季度进展.....	30
表 15: 全球热门交友应用收入排名.....	31
表 16: 互联网中概估值对照表.....	34
表 17: 可比公司估值表 - 游戏.....	35
表 18: 可比公司估值表 - 电商.....	36
表 19: 可比公司估值表 - 视频直播音乐阅读.....	36
表 20: 可比公司估值表 - 社交.....	36
表 21: 可比公司估值表 - 搜索.....	37

1. 互联网 2020 年回顾

1.1. 线上化和数字化加速，催生新的变现机会

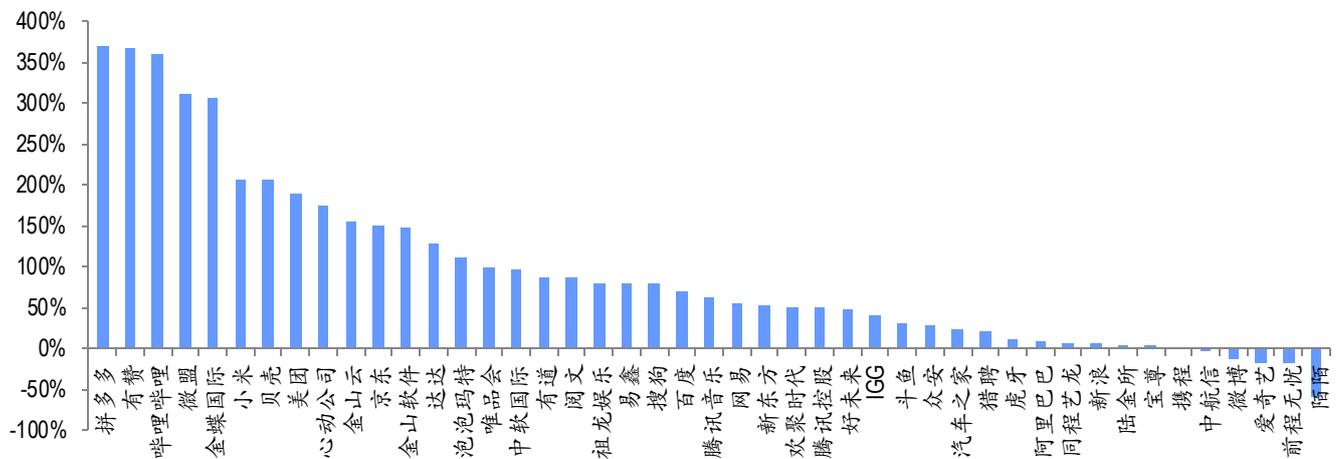
2020 年是太特殊的一年，疫情加速了子行业的分化，也带来新的结构性增长机会。

- **远程/协同办公应用需求提升速度超预期。**根据钉钉,2020 年 3 月底钉钉用户超过 3 亿,企业组织客户超过 1,500 万家企业。根据腾讯云,2020 年腾讯会议两个月就实现 DAU 超 1,000 万,发布 245 天用户数突破 1 亿,接着在超过 100 多个国家和地区上线。2020 年 12 月腾讯的企业微信宣布有 1,300 万企业服务者通过企业微信对外提供服务。2020 年一季度,金山办公以 WPS Office 为主的产品 MAU 突破 4.47 亿,同比增长 36%。我们认为疫情有助于协同办公在国内的渗透率快速提升,趋势将会长期持续,同时可节约大量社会成本。北京大学互联网发展研究中心报告显示,2020 年 1 月至 5 月期间,腾讯会议直接节约社会成本达 714 亿元。
- **电商渗透率加速提升,供应链能力成核心竞争力之一。**中国线上实物零售额在疫情后恢复迅速,2020 年 6 月同比增速已经恢复到上一年高点(2019 年 11 月),大促季商户营销推广强烈;实物零售线上渗透率在 2020 年上半年同比加速提升,月平均提升 5-6 个百分点,明显快于 2019 年提速。疫情后,快消、医疗健康、生鲜等原线上渗透率较低的细分品类迸发出强劲的增长势头。同时,疫情也是对供应链、物流履约能力的一次大考,电商参与者自有的物流服务体系安全、顺畅、高效地保障消费者用户体验以及线上零售业务的稳健性。
- **线上娱乐需求和用户参与度快速提升。**受疫情影响,用户居家时长增加,线下文娱活动开展受限,用户娱乐需求进一步转向线上。在线游戏、短视频、在线音乐在疫情期间需求骤升;相反,线下的演唱会、展览、体育赛事等的开展一度停滞。但我们也注意到,在疫情后阶段,某些线上娱乐形式也受到不同的影响,比如线下活动受限对长视频内容供给产生较为负面的“后劲”,秀场直播行业变现也受到头部付费用户付费意愿下滑的负面影响。
- **流量结构变化催生新的变现机会。**整个中国互联网用户流量红利已经见顶,根据 QuestMobile,2020 年 9 月,中国移动互联网用户 MAU 达约 11.5 亿,同比微增 2%,但 1-9 月净增已经超过 2019 年的全年净增。在此大趋势下我们看好年轻用户(00 后/90 后移动互联网用户占比为 12.5%/31.6%),低线城市用户流量变现转化(三线及以下城市用户占比 57.9%),线上搜索流量向基于推荐算法的信息流转化,内容搜索流量的提升,社交网络内短内容流量的提升,以及大量私域流量逐渐累积;新趋势孕育着新的变现机会,其形式包括广告、娱乐直播打赏、电商消费、内容订阅等。

同时,我们也注意到在后疫情阶段,尤其是从 2020 年下半年开始甚至延续至 2021 年,或迎来加速线上化后的“稳态”增长阶段(比如长视频、线上教育、电商、游戏、娱乐等行业或将迎来同比增速的常态化),以及在部分细分领域的竞争日益激烈的大环境下,单个参与者的运营效率或需经历先降后升的趋势。但我们相信,经历疫情后,各行各业的数字化加快带来的效率提升终会在长期显现。

1.2. 2020 年股价变化

图 1：2020 年股价表现



资料来源：彭博，安信证券研究中心

注：2020 年内上市的公司以 IPO 价格计算。所列上市公司截至 2020 年底市值高于 10 亿美元。

1.3. 2020 年互联网行业监管加强

表 1：2020 年互联网行业监管条例梳理

时间	法案/通知/行动	监管机构	要点	适用对象/平台
10 月 20 日	《网络交易监督管理办法(征求意见稿)》	市场监管总局	聚焦平台“二选一”、违法评价等关乎网络市场秩序的焦点问题	平台经济
10 月 20 日	网剑行动	市场监管总局、中央宣传部等 14 部委	重点打击不正当竞争、网售侵权假冒伪劣商品、发布互联网广告等“七大行为”	电商等互联网平台
11 月 5 日	《规范促销行为暂行规定》	市场监管总局	规范经营者促销行为	社区团购、外卖、网购平台
11 月 10 日	《关于平台经济领域的反垄断指南(征求意见稿)》	市场监管总局	预防和制止互联网平台经济领域垄断行为,加强平台经济领域反垄断监管,保护市场公平竞争	电商等互联网平台
12 月 9 日	《电商“菜品社区团购”合规经营告知书》	南京市市场监管局	对电商平台经营、团购群“团长”责任、进口冷链食品的标准等方面进行了规范	社区团购平台
12 月 10 日	《2020 年电子商务税收数据分析应用升级完善和运行维护项目》	国家税务总局	全新升级电商税务监管系统,电商征税监管将更加严格,严查网店逃税漏税、数据造假等行为	电商平台、网店等
12 月 22 日	社区团购“九不得”新规	市场监管总局,商务部	严格规范社区团购经营行为,遵守「九个不得」,包括不得通过低价倾销等方式滥用自主定价权、不得利用数据优势「杀熟」等	社区团购平台
12 月 24 日	关于加强 2021 年元旦春节期间市场价格监管的通知	市场监管总局	加强对电商平台、农副产品、旅游业等行业价格监管	社区团购、外卖、电商平台等
游戏及直播行业相关				
6 月 1 日	《防范未成年人沉迷网络倡议书》	中国互联网络协会	网络服务者应提供健康绿色的网络文化产品和服务,遏制网络不良信息的制作和传播	网络游戏、直播平台
6 月 5 日	网络直播行业专项整治行动	国家网信办、全国“扫黄打非”办等 8 部门	实施网络直播分级分类规范,以及网络直播打赏、网络直播带货管理规则	网络直播平台
7 月 1 日	《网络直播营销行为规范》	中国广告协会	对直播行业突出问题进行引导,网络直播营销不得利用刷单等流量造假方式虚构或篡改交易数据和用户评价等	网络直播平台
7 月 13 日	“清朗”未成年人暑期网络环境专项整治	国家网信办	严厉打击直播、短视频、即时通讯工具和论坛社区环节存在的涉未成年人有害信息	在线教育、直播平台
7 月 23 日	《电子商务直播营销人员管理规范》	浙江省电子商务促进会	规范直播营销人员资质及职责等	直播平台及其营销人员

时间	法案/通知/行动	监管机构	要点	适用对象/平台
9月9日	《游戏版权侵权投诉处理规范》	中国音像与数字出版协会	为游戏企业处理游戏侵权行为，增强游戏行业自律和创新	网络游戏平台
11月6日	《市场监管总局关于加强网络直播营销活动监管的指导意见》	国家市场监督管理总局	严格规范网络直播营销行为、依法查处网络直播营销违法行为	电商直播相关平台
11月13日	《互联网直播营销信息内容服务管理规定（征求意见稿）》	国家网信办	规范直播营销人员招募、培训、管理流程，明确直播营销信息内容生产、发布、审核责任等	电商直播相关平台
11月23日	《国家广播电视总局关于加强网络秀场直播和电商直播管理的通知》	国家广电总局	加强对网络秀场直播和电商直播的引导规范，防范遏制低俗庸俗媚俗等不良风气滋生蔓延	秀场直播、电商直播相关平台
12月16日	《网络游戏适龄提示》	中宣部出版局	适龄提示的标识符以三个不同的年龄为标准，分别为绿色的8+、蓝色的12+、黄色的16+	网络游戏平台

其他

时间	法案/通知/行动	监管机构	要点	适用对象/平台
6月12日	《等关于开展打击网络侵权盗版“剑网2020”专项行动的通知》	国家版权局	针对网络版权保护问题，聚焦开展视听作品版权专项整治等5个重点领域	网络文学、在线教育等平台
7月17日	《商业银行互联网贷款管理暂行办法》	银保监会	明确了互联网贷款小额、短期的原则，对消费类个人信用贷款授信设定限额	商业银行
7月28日	《关于开展纵深推进APP侵害用户权益专项整治行动的通知》	工信部	督促相关企业强化APP个人信息保护，整改消除违规收集使用用户个人信息等突出问题	移动应用平台

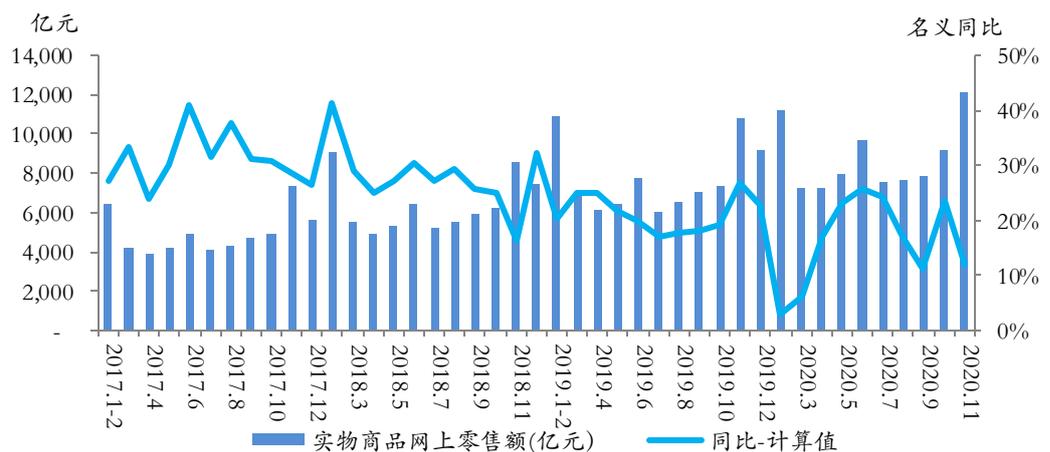
资料来源：工信部，市场监管总局等官网，新浪科技，36氪，安信证券研究中心

2. 电商行业新格局蕴含新机遇

2.1. 线上实物零售或恢复常态化增长

从统计局大盘数据来看，我们测算 Q3 中国实物商品网上零售额同比增长约 17%（较二季度同比 22% 的增长有所放缓），10 月-11 月同比增速平均为 17% 左右，反映了中国实物商品网上零售额在疫情后经历了快速的增长提速之后或又回归疫情前常态化增长的大趋势。同时，我们看到线上实物零售额的月度增速在 10 月-11 月分别反弹和回落，侧面反映了四季度大促较以往提前以及季度内大促期间消费需求释放越来越集中。

图 2：中国实物商品网上零售额及名义同比增速（计算值）



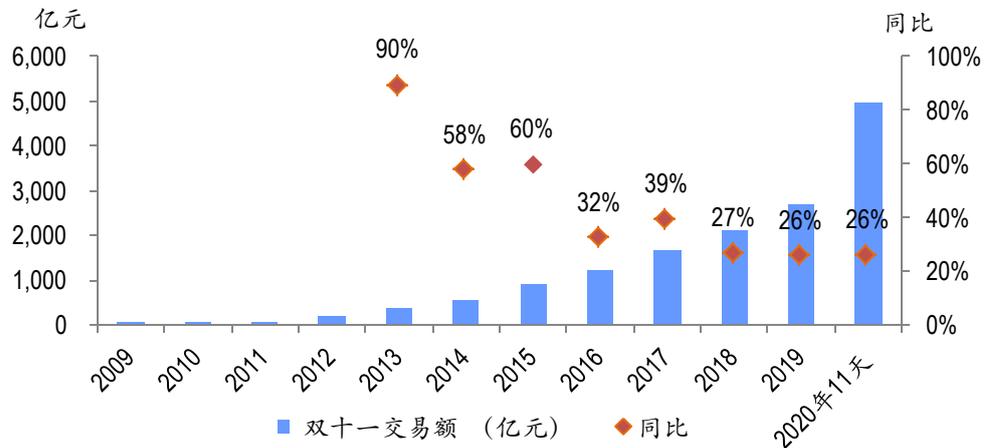
资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

注：同比增速为安信证券研究中心计算值。

根据星图数据统计的线上 B2C 平台交易额，2020 年双十一当天全网销售额 3,328 亿元，同比下滑约 19%，但 11 天大促期间的总交易额实现同比强劲增长（同比+29%）。2020 年双十一大促周期长于往年，结合阿里、京东披露的数据和大盘数据来看，双十一大促期间网购用户消费在大促期间被分散，但在季度内的集中度在加强；侧面反映了在行业重新进入常态化

增长的大趋势下，各线上零售参与者对消费者 ARPU 的争夺日益激烈。从市场份额来看，根据星图数据的统计，京东在线上 B2C 零售市场的份额同比明显提升。2020 年 11 月 1-11 日全网 B2C 平台交易额同比增长 29%至 8,403 亿元，其中天猫占比 59.3%，其次京东占比 25.3%，拼多多占比 5.1%，苏宁易购占比 4.8%；虽然有同比口径差异的局限性，但我们很明显的看出京东份额明显提升 (vs 去年 11 日全天 17%的份额)。

图 3：阿里巴巴历年双十一交易额和同比增速



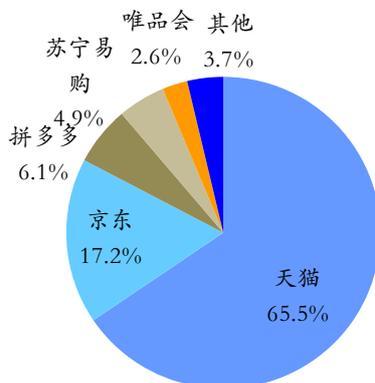
资料来源：阿里巴巴，阿里巴巴公众号，新浪科技，安信证券研究中心
注：除 2020 年外，历史年份指双十一当天的交易额和同比增速

图 4：京东历年双十一交易额及同比增速



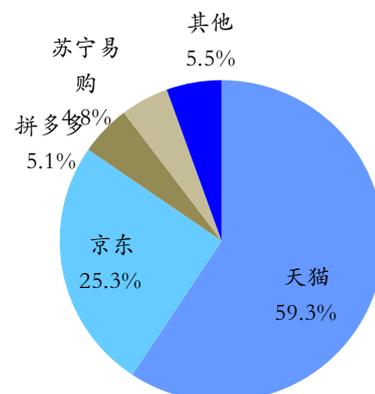
资料来源：京东，京东公众号，安信证券研究中心

图 5：2019 年双十一当天全网 B2C 销售额份额



资料来源：星图数据，安信证券研究中心

图 6：2020 年 11 月 1-11 日全网 B2C 销售额份额



资料来源：星图数据，安信证券研究中心

表 2: 3Q20 电商收入概览

	三季度收入			三季度调整后净利润		四季度收入预测/指引	
	百万元	环比增长	同比增长	环比增长	同比增长	环比增长	同比增长
阿里巴巴 (核心商业)	130,922	-1.8%	29.3%	-10.3%	19.1%	34.0%	44.8%
- 中国零售平台	69,338	-2.6%	20.4%	na	na	-2.7%	20.4%
京东	174,214	-13.3%	29.2%	-6.0%	80.1%	-15.1%	29.5%
唯品会	22,161	-3.9%	18.2%	4.9%	15.2%	45.4%至 51.9%	14.9%至 20.1%
拼多多	14,209	16.5%	89.1%	na	na	-34.5%	77.1%
宝尊	1,829	-15.0%	21.7%	-37.3%	55.1%	25.6%	91.2%

资料来源: 公司财报、安信证券研究中心

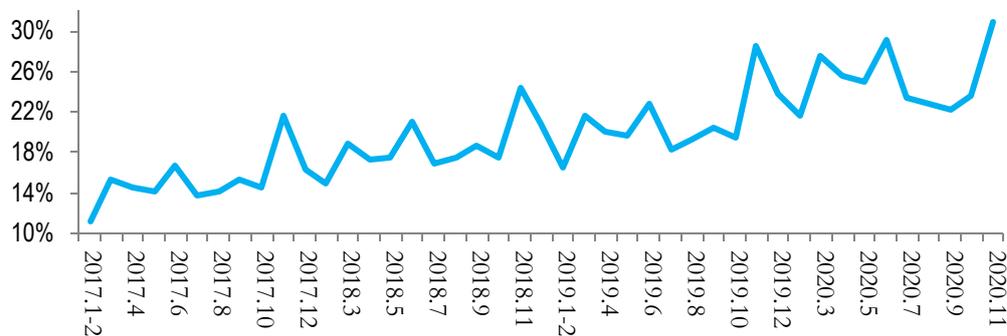
注: 3Q20 对应阿里巴巴 2021 财年第二季度; 阿里巴巴调整后净利对应调整后 EBITA; 四季度阿里巴巴、京东及拼多多预测为安信证券研究中心预测

2.2. 线上渗透率单月峰值突破三成, 快消、食品品类呈现结构性机会

2020 年 1-11 月实物零售线上渗透率达到 25%, 单月渗透率峰值在 11 月大促月超过 30%, 超过去年 11 月峰值 (28%+), 符合我们的预期。

从渗透率 (实物商品网上零售额/社会消费品零售总额) 同比提升幅度来看, 2020 年上半年疫情后呈现同比加速提升的趋势 (同比提升 5-6 个百分点 vs 2019 年上半年平均同比提升 2 个百分点); 进入 2020 年下半年, 月度渗透率同比提升幅度呈现回落趋势。我们预计进入 2021 年月度渗透率提升速度将逐渐回归常态化, 月度渗透率峰值在 30% 以上, 但全年渗透率或需要更长的时间才会超过 30%。

图 7: 线上实物零售消费渗透率计算值 (单月)



资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

注: 电商渗透率=当期实物商品网上零售额/当期社会消费品零售额。

图 8: 线上实物零售消费渗透率 (累计)

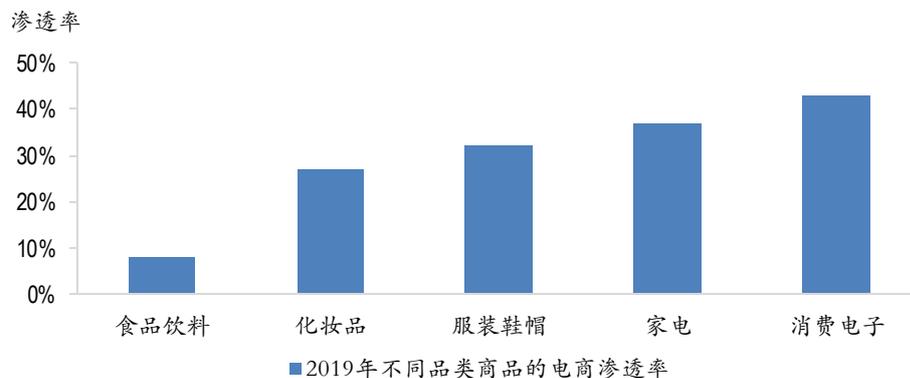


资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

注: 电商渗透率=当期实物商品网上零售额/当期社会消费品零售额。

从品类上看，根据观研天下的数据，2019年消费品中标品如消费电子和家电、服装鞋帽类和化妆品类的电商渗透率已达30%-50%；但食品饮料类的电商渗透率尚不到10%。我们看到疫情后，快消品、农副产品生鲜、医疗健康用品品类的消费需求增长格外亮眼，侧面反映了消费者需求的结构性转变以及品类渗透率的结构性地加深。但相对于线上零售渗透率较高的电子及服装品类而言，这些新兴的线上消费品类对供应链物流能力也提出了新要求，比如配送的时效性、冷链物流的能力、在相对较低的客单价下如何实现规模效应。2020年上半年，超市品类（包括快消和生鲜）成为京东收入最大的单一品类，超过了手机、家电、电脑品类的收入规模；二季度生鲜履约订单量同比+130%，线上药品销售收入高速增长；进入三季度，京东自营的百货收入同比+35%，由超市（订单量同比+48%）和医疗保健品类驱动，自营商品从低频、大体积的品类转向高频、小体积的商品。类似的，2020年三季度，快消品类也首次成为宝尊GMV的第三大品类；使用宝尊寄售服务（包括仓储和履约服务）的GMV比例逐步走高，也体现了品牌商家对于高效物流配送的需求。为了抓住新的结构性增长机会，京东计划在保持快速增长的同时加大投入，包括超市运营模式、冷链及物流科技和供应链大中台能力等。

图9：2019年不同品类商品的电商渗透率



资料来源：观研天下，安信证券研究中心

2.3. 私域电商在快车道，全渠道成为消费新常态

随着消费场景进一步向线上迁移，线下传统零售模式下的商户对线上运营产生了旺盛的需求。对于中小规模商户而言，提升数字化能力能够助力企业实现转型升级，从而提升竞争力以应对宏观环境的不确定性。微信数据显示46.5%的中小企业将在2020年追加数字化软硬件投入，提升数字化竞争力。

商户选择入驻中心化电商平台需要为流量推广进行投入，近年来移动端流量红利正逐渐见顶，传统电商平台的流量竞争也日趋激烈，对商户的服务深度逐渐加深，平台GMV货币化率在提升；从近年来头部电商平台的货币化率看，2020年二季度阿里巴巴客户管理及佣金货币化率达4%（根据阿里投资者日），拼多多的货币化率为3.5%（根据公司财报）。在公域流量体系下，电商平台往往把持着对流量的分发和管理权，商家需要通过平台方可触达客户；而私域流量具备去中心化、无需付费、直接触达用户并可以反复利用的特点，逐渐成为了商家线上迁移的重要阵地。

去中心化的私域业态正孕育着巨大的发展潜力。根据iResearch，建立在社交媒介基础之上，通过社交活动、内容分享等方式以获客并达成交易的国内社交电商规模将在2020年同比增长57%至2.1万亿，远快于国内整体网络购物的同比增速，预计占整体网络购物市场规模比重将在同期攀升至18.5%，未来尚有较大的增长空间。

表 3: 私域流量 VS 公域流量

	公域流量	私域流量
流量归属	平台方所有, 数据不自有	个体所有, 数据自有
付费情况	个体付费使用	无需付费
用户触达	通过平台触达, 个体覆盖率低	直接触达, 个体覆盖率高
用户粘性	个体关系链弱	关系链强, 反复利用
典型平台		

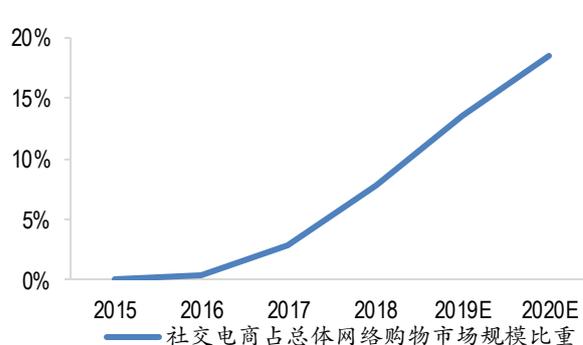
资料来源: iiMedia, 安信证券研究中心

图 10: 中国社交电商规模



资料来源: iResearch, 安信证券研究中心

图 11: 中国社交电商规模占总体网络购物市场规模比重



资料来源: iResearch, 安信证券研究中心

我们认为在 2021 年,“新零售”仍不过时,尤其在疫情后阶段,不管是平台,品牌还是消费者越来越重视供应链能力在商品、履约、购物体验的重要作用;而且在线上流量红利见顶以及线下消费需求仍在缓慢恢复的大趋势下,将线上流量和线下供应链结合起来,构建了核心竞争力,“全渠道”将会成为用户消费的新常态。

2020 年,盒马鲜生一直在一线城市铺设覆盖网络,一线城市也一直是外卖行业的重要变现和提效的阵地;此外,盒马鲜生和天猫超市陆续接入饿了么的配送服务,提供“一小时达”和“半日达”服务,2020 年 6 月京东物竞天择全渠道提速“1 小时生活圈”,覆盖全国 200 多个城市,超过 160 个城市可实现 1 小时达。从品类上看,食品、生鲜、个护清洁、母婴、3C 数码、时尚家居、图书、医药健康品类据消费者的距离越来越近。我们预期用户的消费不仅是渠道的扩张和融合,还伴随着品类和地域的扩张。由此,2021 年社区团购、农产品电商在考验参与者综合实力的同时,也蕴育了新的增长机会。

生鲜电商在疫情后迎来新一轮需求激增和资本的关注度,除了传统电商龙头外也不乏众多头部服务平台的身影。相对于较成熟的电商品类,农产品、生鲜品类零售的线上渗透率或仅有个位数百分比。农副产品是拼多多的重点战略发展品类,公司 2020 年 GMV 目标 2500 亿元(vs 2019 年近 1400 亿元),且公司预计五年内将突破万亿元;随着用户在线上平台购买生鲜品类行为日益高频,多多买菜作为电商业务的延伸,和农业数字化的愿景相契合。我们预计公司将加大在物流系统相关技术、仓配基础设施的投入,支持买菜业务的快速增长和选品扩张,基于平台定位加强与第三方服务商合作;持续在 C2M 和用户“促活”方面的投入,巩固供应链能力和提升买家开支水平。

社区团购方面,其需求的高频性、供应链条短、下沉市场需求匹配度高、末端配送集中化等

特点，会不断吸引新入局者，尤其是拥有较大流量盘的平台，未来或同样迎来行业整合。根据晚点 LatePost，滴滴、美团、拼多多旗下的社区团购平台 2020 年 12 月单量峰值均已突破 1000 万，其中滴滴旗下橙心优选 12 月日均单量突破了 1000 万。此时，商品性价比、物流时效性、选品品类、补贴 ROI、用户粘性成为重要的运营指标，拥有客群/团长运营、多品类仓配供应链能力，懂得有所为有所不为与自身业务产生协同的玩家才有望构建竞争力。

3. 头部游戏驱动增长，海外市场重要性日益提升

3.1. 2020 年游戏市场 ARPU 为主要驱动力，“精品化”的要求提升

2020 年从国内游戏市场从同期驱动力来看，ARPU 的动力远大于玩家数的增长；与 2019 年不同的是，2019 年整体游戏市场规模的同比增量贡献中，玩家数和 ARPU 的贡献大约各半。我们预计中国游戏玩家在 6 亿+的体量水平将保持温和增长，而 ARPU 将是影响整体市场规模的重要因素；2020 年疫情后，游戏玩家的时长显著提升，在全民居家时长增加的情况下，更加利好社交属性的游戏。根据 QuestMobile 的数据，《王者荣耀》单 MAU 的日均时长在 2020 年 2 月/3 月同比增加 98%/80%，vs 2019 年 2 月/3 月同比增速为-2%/26%。

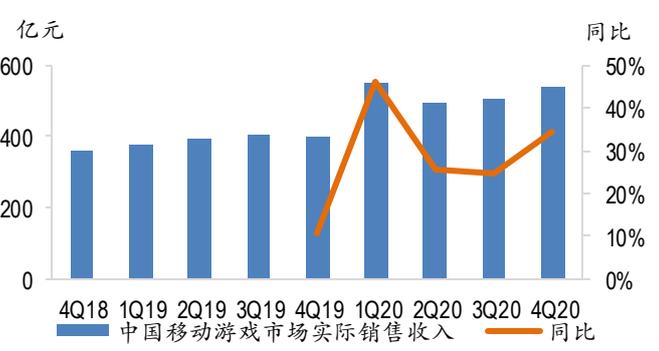
根据中国音数协游戏工委和国际数据公司 (GPC&IDC)，2020 年 Q4 中国游戏市场规模同比 +20.9%至 707 亿元，其中手游市场收入同比+34.6%至 542 亿元，Q4 手游占整体游戏市场收入规模同比+7.8ppts 至 76.6%，全年手游市场收入同比+32.6%至 2,097 亿元 (VS 2019 年同比+18.0%)。整体端游市场表现依旧低迷，Q4 端游收入同比-7.2%至 135 亿元，占整体游戏市场收入规模同比-4.0ppts 至 19.1%。

图 12：中国游戏市场实际销售收入



资料来源：GPC&IDC，安信证券研究中心

图 13：中国移动游戏市场实际销售收入



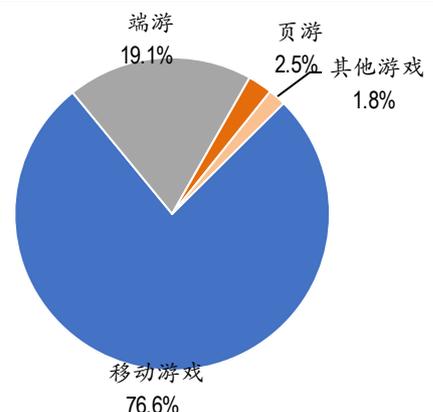
资料来源：GPC&IDC，安信证券研究中心

图 14：中国端游市场实际销售收入



资料来源：GPC&IDC，安信证券研究中心

图 15：4Q20 中国游戏市场实际销售收入构成



资料来源：GPC&IDC，安信证券研究中心

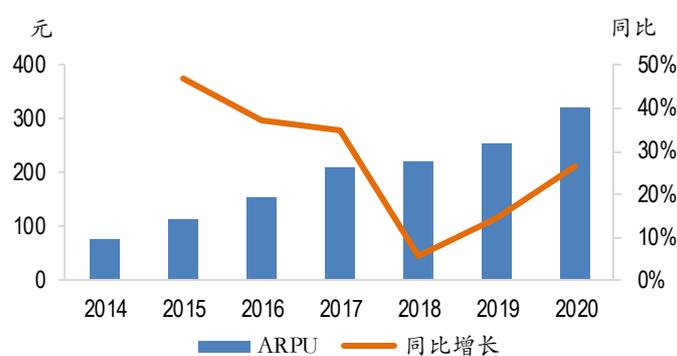
在用户规模增速持续放缓背景下，用户付费作为主要引擎继续驱动游戏市场增长。2020 中国移动游戏市场用户规模达 6.5 亿，同比增速虽略有反弹，但仍只有个位数百分比增长，然同期年度 ARPU 值继续保持稳健增长，同比+26.5%至 321 元。未来随着用户规模趋于稳定，盘活存量用户以提升付费水平至关重要，我们认为具备较高内容品质、且玩法不断创新以迎合用户口味的游戏具备竞争优势。

图 16: 中国移动游戏市场用户规模



资料来源: GPC&IDC, 安信证券研究中心

图 17: 中国移动游戏市场年度 ARPU 值



资料来源: GPC&IDC, 安信证券研究中心

头部厂商 Q3 手游表现依旧亮眼。Q3 腾讯手游收入同比+61%至 392 亿元，鉴于头部手游的稳健流水贡献、新游的亮眼表现以及递延因素的影响，我们预计其手游收入高增长态势将贯穿全年。网易 Q3 手游收入同比+23%至 101 亿元，增速相比 Q2 稳中有升，主要得益于对头部旗舰手游的强运营。此外，从头部上市公司的角度，由于受前几个季度递延收入迅速攀升的利好，头部公司 Q4 手游收入同比增长预计相对保持稳健。根据公司财报，3Q20 腾讯递延收入同比+56%至 927 亿元，同期网易递延收入同比+27%至 104 亿元。

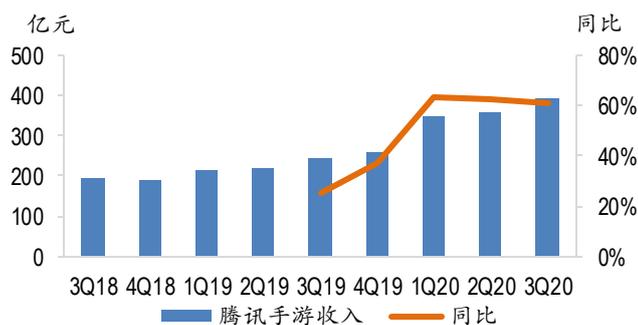
表 4: 3Q20 在线游戏收入概览

	三季度游戏收入			四季度游戏收入指引/预测		
	(百万元)	环比增长	同比增长	环比增长	同比增长	
腾讯	50,786	8.3%	41.8%	-2.1%	36.4%	
--手游	39,173	8.9%	60.9%	0.0%	50.6%	
--端游	11,613	6.4%	1.3%	-9.5%	1.0%	
网易	13,862	0.2%	20.2%	0.2%	19.7%	
金山软件	788	-9.3%	18.8%	-2.5%	-16.1%	

资料来源: 公司财报, 安信证券研究中心

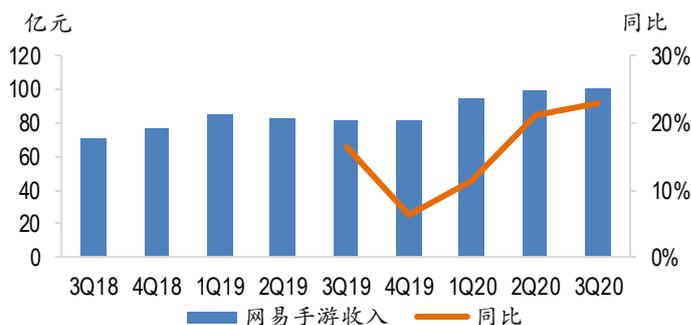
注: Q4 数据为安信证券研究中心预测值。

图 18: 腾讯手游收入



资料来源: 公司财报, 安信证券研究中心

图 19: 网易手游收入



资料来源: 公司财报, 安信证券研究中心

图 20: 腾讯递延收入



资料来源: 公司财报, 安信证券研究中心

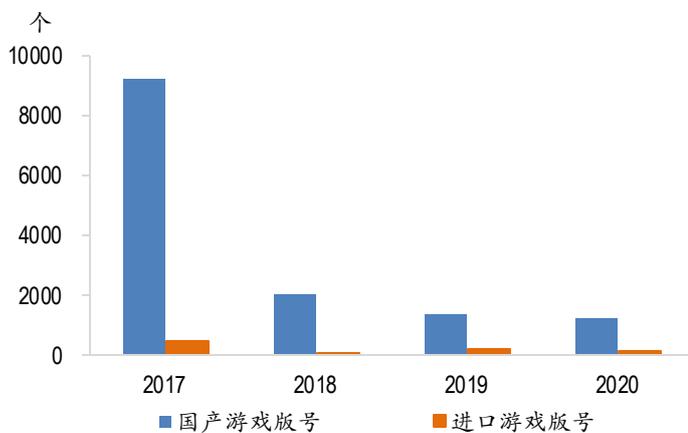
图 21: 网易递延收入



资料来源: 公司财报, 安信证券研究中心

随着游戏行业严监趋严成为常态, 整体游戏行业对于游戏品质的要求在逐步提升。截至 2020 年 12 月底, 国家新闻出版署 2020 年共发放 21 批次共 1219 款国产游戏版号, 以及 3 批次共 97 款进口网络游戏版号。基本保持每月发放 1-3 批国产游戏版号的节奏, 较为常态化; 但是, 自 2018 年版号重启后整体发放数量较之前有所减少, 主要淘汰了部分低品质的游戏。此外我们也观察到近期国家新闻出版署也发布公告撤销了部分存在违规行为的游戏版号, 我们认为整体国内整体游戏监管持续趋严, 这也推动游戏行业朝着精品化、品质化趋势发展。

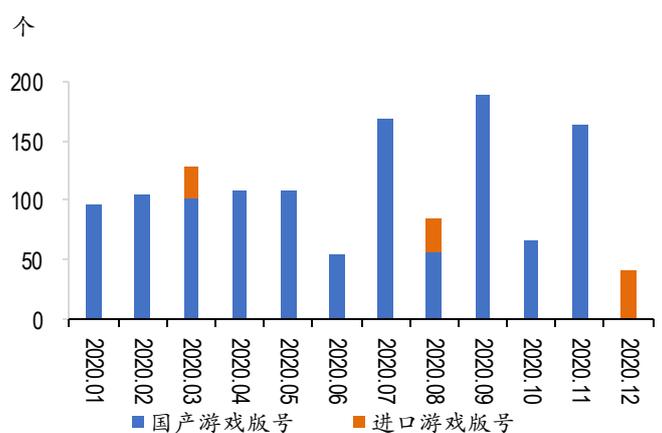
图 22: 2017-2020 年游戏版号发放数量



资料来源: 国家新闻出版署, 安信证券研究中心

注: 截至 2020 年 12 月底

图 23: 2020 年各月游戏版号发放数量



资料来源: 国家新闻出版署, 安信证券研究中心

注: 截至 2020 年 12 月底

随着渠道流量红利的衰竭, 产品内容方的话语权或将进一步加强。我们观察到近期部分高品质新游并未通过较高分成的安卓渠道上新, 比如米哈游《原神》以及莉莉丝《万国觉醒》, 其中《万国觉醒》仅在 App Store、《万国觉醒》官网、TapTap 及九游平台上线。除了安卓端流量红利的逐步衰竭, 或也因为安卓较高的渠道分成比例, 而后续叠加云游戏的逐渐落地, 渠道方的话语权或将进一步降低, 产品的内容品质重要性有望进一步突出, 游戏厂商的研发能力也日益重要。

图 24：米哈游《原神》和莉莉丝《万国觉醒》未上架安卓应用商店



资料来源：华为游戏中心，小米游戏中心，安信证券研究中心

11月18日，苹果宣布推出 App Store 小型企业计划，该计划规定，自 2021 年 1 月 1 日起，在苹果 App Store 年收入低于 100 万美元（扣除佣金后）的开发者，其佣金抽成将从 30% 降低至 15%，旨在推动中小内容开发者的业务增长，鉴于头部游戏公司体量较大，该计划对其预计影响较小。我们认为开发者和渠道的博弈或仍在继续，而随着国内游戏行业精品化趋势的进一步加强，拥有头部优质内容的游戏厂商的话语权或进一步加强。

3.2. 2021 年游戏行业高基数压力下，头部游戏接力增长

虽然 2020 年整个游戏行业受到玩家时长的利好，但我们也看到头部公司的游戏收入增速主要由老游戏流水的提升所驱动，头部游戏的旗舰产品的生命周期延长。进入 2021 年，虽然整个行业面临同比高基数的压力，但我们看好来自新爆款游戏的增量贡献，增长动力或从原有的头部游戏实现切换。

2020 年在中国 iOS 游戏流水 TOP 中，除腾讯网易之外的公司的产品基本保持在 4-5 款，我们认为这一方面反映了头部公司对个别旗舰产品的依赖度在增加，另一方面玩家对新玩法和精品化游戏的需求持续热切。

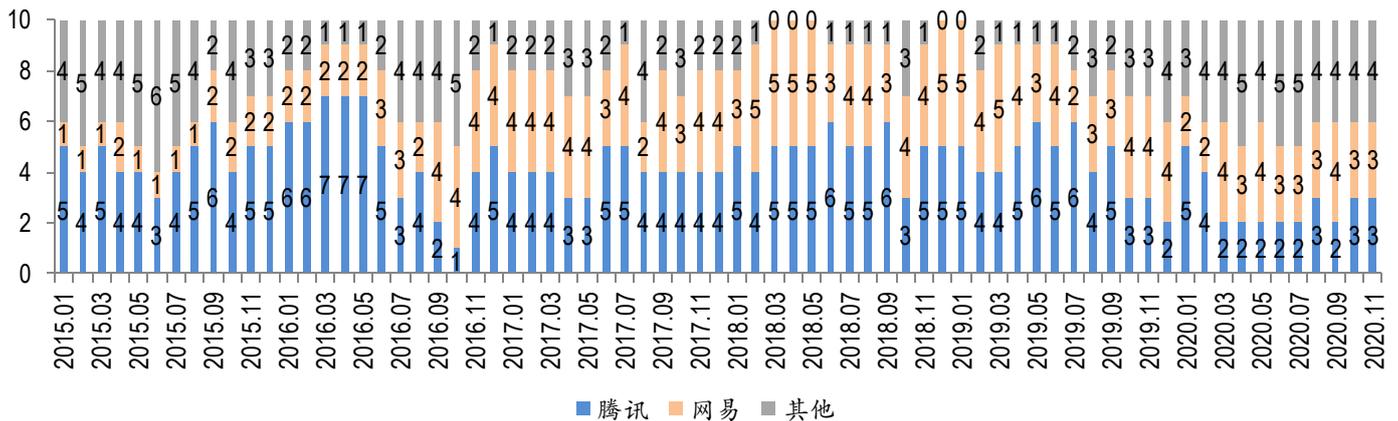
米哈游的《原神》手游于 2020 年 9 月 28 日在全球同步上线，根据 Sensor Tower，上线首月在中国 iOS 端收入已超过 8200 万美元，占该游戏在全球 App Store 和 Google Play 总收入的 33.5%，是《原神》收入最大的市场。腾讯自研的 MMORPG 手游《天涯明月刀》于 10 月 16 日上线，Sensor Tower 估计其驱动腾讯手游 10 月收入环比增长 14%；此外，英雄联盟手游海外版《Wild Rift》从 10 月 27 日开始，在海外市场陆续上线，根据拳头游戏的官方计划，第一轮开放测试的市场包括韩国、日本、菲律宾、新加坡、马来西亚、印度尼西亚和菲律宾；12 月将对欧洲地区，中国台湾地区，大洋洲地区和越南地区开放，2021 年春季将对美洲地区开放。12 月 25 日《使命召唤》手游中国市场上线。

表 5: 中国 iOS 手游 2020 年 9 月- 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	天涯明月刀	MMORPG	腾讯
3	三国志·战略版	策略类	阿里巴巴	原神	ARPG	米哈游	和平精英	FPS	腾讯
4	梦幻西游	MMORPG	网易	天涯明月刀	MMORPG	腾讯	三国志·战略版	策略类	阿里巴巴
5	率土之滨	SLG	网易	三国志·战略版	策略类	阿里巴巴	梦幻西游	MMORPG	网易
6	阴阳师	RPG	网易	王族崛起	策略类	莉莉丝	原神	ARPG	米哈游
7	三国志幻想大陆	策略卡牌	阿里巴巴	梦幻西游	MMORPG	网易	王族崛起	策略类	莉莉丝
8	大话西游	MMORPG	网易	率土之滨	SLG	网易	大话西游	MMORPG	网易
9	最强蜗牛	养成类	青瓷数码	阴阳师	RPG	网易	率土之滨	SLG	网易
10	R5	MMORPG	完美世界	三国志幻想大陆	策略卡牌	阿里巴巴	神武 4	RPG	多益网络

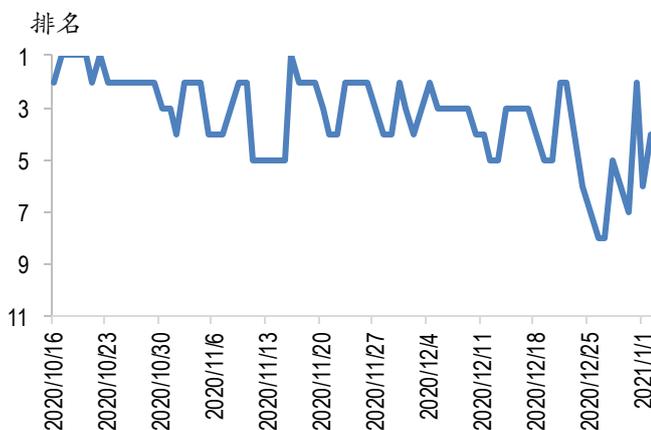
资料来源: App Annie, 安信证券研究中心

图 25: 中国 iOS 手游月流水前 10 名分布



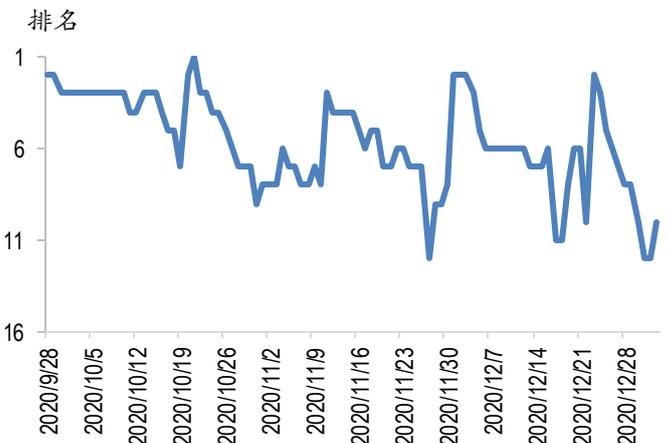
资料来源: App Annie, 安信证券研究中心

图 26: 腾讯《天涯明月刀》上线至今 iOS 流水排名



资料来源: App Annie, 安信证券研究中心

图 27: 米哈游《原神》上线至今 iOS 流水排名 (国内)



资料来源: App Annie, 安信证券研究中心

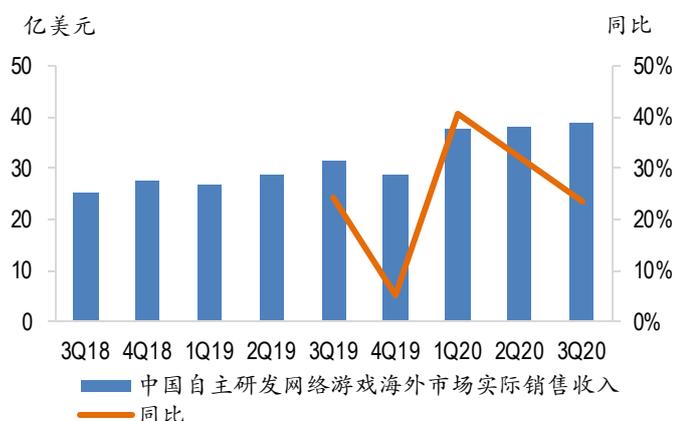
我们认为 2021 年值得关注的头部新游包括腾讯的《地下城与勇士》手游（已有版号）、《英雄联盟》手游（尚无版号）以及网易的《暗黑破坏神：不朽》手游（尚无版号）。同时，IP 的“端转手”仍然是 2021 年重要的趋势，无论是近期国内已经上线的《使命召唤》《天涯明月刀》，还是将要上线的《地下城与勇士》《英雄联盟》《暗黑破坏神：不朽》以及网易定于 1 月 8 日全平台公测的《天谕》手游，都是市场寄予厚望的端转手的作品。

中期来看，新的头部游戏或接力（玩法类似的）老游戏成为新的增收动力，但端转手的红利可能将逐渐见顶，云游戏、轻度游戏、IP 游戏、海外市场或驱动中国手游行业从长期持续增长。

3.3. 海外市场仍然是 2021 年开疆扩土的重要阵地

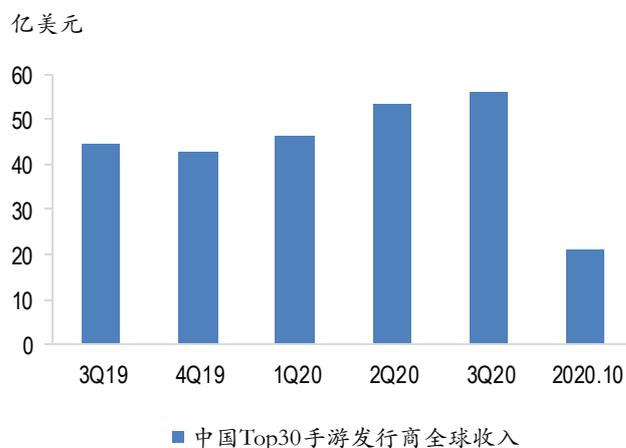
海外市场游戏变现的扩张对头部公司来说至少是 3-5 年长线策略。2020 年由于全球疫情的发展过程不尽相同，对游戏变现峰值期间来说，海外市场较国内市场大约晚一个季度；但整体上都受到玩家游戏时长增加的利好。从 2020 年 Q3 来看，国内游戏出海表现依旧强劲，中国自主研发网络游戏凭借较高品质进一步巩固在海外竞争优势。根据 GPC&IDC，Q3 中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入同比+23%至 38.8 亿元，增速依旧快于同期中国网络游戏市场收入增速。根据 Sensor Tower，Q3 中国 Top30 手游发行商在全球 App Store 和 Google Play 收入同比+26%达 56 亿美元，10 月收入同比+47%至 21 亿美元，占当期全球手游总收入比重达 30.5%。根据腾讯和网易的业绩电话会，目前海外游戏收入占比分别在 20%+和 10%+的体量，我们预期随着国内游戏市场回归常态化增长以及海外新游及新市场的增量贡献，头部公司海外游戏收入占比提升空间可观。

图 28：中国自主研发网游海外市场实际销售收入



资料来源：GPC&IDC，安信证券研究中心

图 29：中国 Top30 手游发行商全球收入



资料来源：Sensor Tower，安信证券研究中心

注：全球 App Store 和 Google Play 收入

表 6: Q3 中国手游在海外主要国家手游收入 Top10

排名	美国			日本			韩国		
	游戏	公司	游戏类型	游戏	公司	游戏类型	游戏	公司	游戏类型
1	PUBG Mobile	腾讯	FPS	荒野行动	网易	射击类	奇迹之剑	4399	RPG
2	State of Survival	FunPlus	RPG	放置少女	有爱互娱	放置类 RPG	万国觉醒	莉莉丝	SLG
3	使命召唤手游	动视暴雪&腾讯	射击类	黑道风云	友塔网络	经营模拟类	少年三国志	游族	卡牌
4	万国觉醒	莉莉丝	SLG	剑与远征	莉莉丝	放置策略类	剑与远征	莉莉丝	放置类
5	王国纪元	IGG	SLG	偶像梦幻祭!!Music	乐元素	二次元音游	PUBG Mobile	腾讯&PUBG 公司	FPS
6	阿瓦隆之王	FunPlus	SLG	明日方舟	悠星网络&鹰角网络	RPG	Age of Z Origins	Camel Games	策略类
7	守望黎明	龙创悦动	SLG	万国觉醒	莉莉丝	SLG	赛尔之光	Ujoy Games	MMORPG
8	Cash Frenzy Casino	博乐科技	赌场模拟游戏	奇迹之剑	4399	RPG	叫我万岁爷	点触科技	策略养成类
9	奇妙庄园	时空幻境	休闲益智	江山美人	三七互娱	RPG	天姬物语	4399 Gmaes	RPG
10	火枪纪元	FunPlus	SLG	第五人格	网易	非对称性对抗竞技类	浮生为卿歌	FriendTimes	RPG

资料来源: Sensor Tower, 安信证券研究中心

注: App Store 及 Google Play 手游总收入

头部厂商海外市场旗舰游戏表现靓丽。根据 Sensor Tower, 腾讯《PUBG Mobile》9 月海外收入超过 8,600 万美元, 其中美国为第一大市场, 占收比达 28%, 以沙特和土耳其为代表的中东市场占收比达 19%, 为仅次于美国的第二大海外市场。网易《荒野行动》8 月全球收入达 7,950 万美元, 上线至今日本玩家已累计花费超过 12 亿美元, 平均每下载付费达 68 美元。另外, 部分高品质的新游迅速崛起赢得海外玩家认可。根据 Sensor Tower, 《原神》上市 2 周时间, 在海外收入达 6500 万美元; 10 月在海外 App Store 和 Google Play 的预估收入超过 1.6 亿美元, 其中日本、美国、韩国为收入海外收入前三的市场, 占海外市场收入分别达 35.6/27.4/11.0%; 上线 2 个月在海外 App Store 和 Google Play 收入已达 2.7 亿美元。

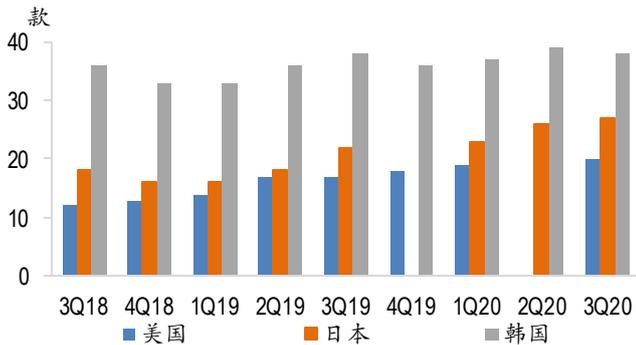
表 7: 2020.8-2020.11 中国手游出海收入 Top10 排行 (App Store + Google Play)

排名	8 月		9 月		10 月		11 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	原神	米哈游	原神	米哈游
2	荒野行动	网易	万国觉醒	莉莉丝	PUBG Mobile	腾讯	PUBG Mobile	腾讯
3	万国觉醒	莉莉丝	State of Survival	FunPlus	State of Survival	FunPlus	万国觉醒	莉莉丝
4	State of Survival	FunPlus	使命召唤手游	腾讯&动视暴雪	万国觉醒	莉莉丝	荒野行动	网易
5	剑与远征	莉莉丝	荒野行动	网易	使命召唤手游	动视暴雪&腾讯	State of Survival	FunPlus
6	黑道风云	友塔网络	黑道风云	友塔网络	黑道风云	友塔网络	使命召唤手游	动视暴雪&腾讯
7	王国纪元	IGG	王国纪元	IGG	王国纪元	IGG	黑道风云	友塔网络
8	使命召唤手游	动视暴雪&腾讯	剑与远征	莉莉丝	荒野行动	网易	王国纪元	IGG
9	明日方舟	悠星网络&鹰角网络	放置少女	有爱互娱	剑与远征	莉莉丝	剑与远征	莉莉丝
10	无尽对决	沐瞳科技	无尽对决	沐瞳科技	放置少女	有爱互娱	放置少女	有爱互娱

资料来源: Sensor Tower, 安信证券研究中心

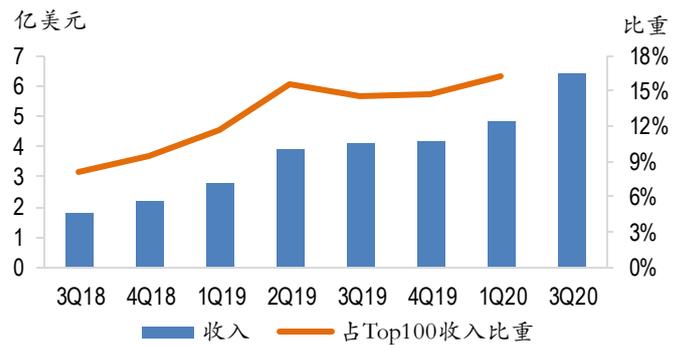
细看手游出海几大主要市场，季度内中国游戏厂商在海外尤其是日本市场的份额有所扩大。根据 Sensor Tower，3Q20 共有 27 款中国手游入围日本手游畅销榜 Top100，这 27 款手游总收入达 9.6 亿美元，占 Top100 总收入 25.6%，而 3Q18 仅 18 款中国手游位列畅销榜 Top100，总收入为 3 亿美元，占收比仅为 11.8%，主要得益于日本玩家对手游的强劲需求和对中国游戏厂商愈加成熟的本地化运营；美国市场方面，Q3 共有 20 款游戏进入美国手游畅销榜 Top100，总收入同比+57%达 6.44 亿美元；韩国市场方面，Q3 韩国手游畅销榜 Top100 中国手游数量为 38 款，总收入达 2.2 亿美元，占 Top100 收入比重达 21%。

图 30：进入美国、日本、韩国 Top 100 手游畅销榜中国手游数量



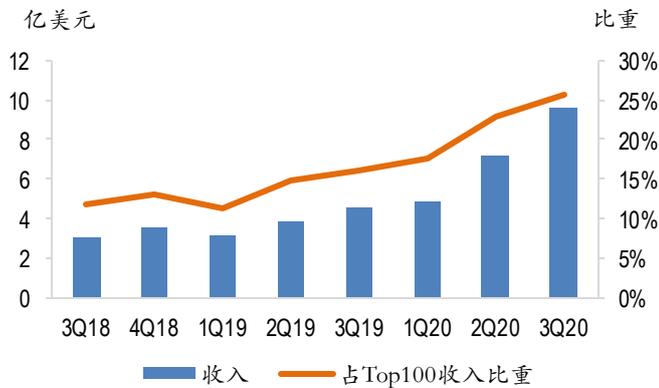
资料来源：Sensor Tower，安信证券研究中心

图 31：进入美国 Top 100 手游畅销榜中国手游收入及占 Top100 收入比重



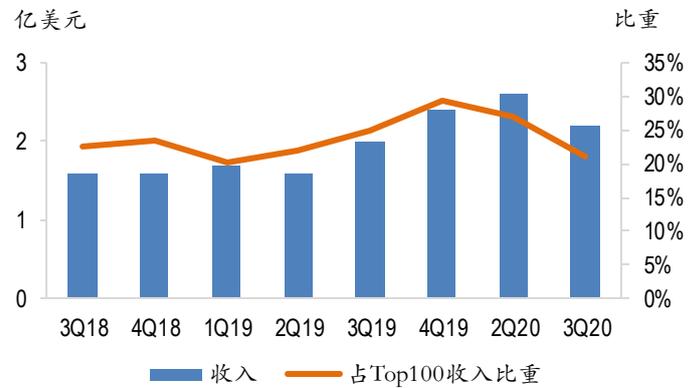
资料来源：Sensor Tower，安信证券研究中心

图 32：进入日本 Top 100 手游畅销榜中国手游收入及占 Top100 收入比重



资料来源：Sensor Tower，安信证券研究中心

图 33：进入韩国 Top 100 手游畅销榜中国手游收入及占 Top100 收入比重



资料来源：Sensor Tower，安信证券研究中心

4. 线上广告预算随流量结构性变化而迁移

4.1. 线上广告市场增速日趋常态化，伴随分配转移

线上广告市场在 2020 年保持相对稳健的增长，常态化趋势更为明显；疫情对线上广告市场产生冲击，尤其是搜索广告、长视频广告、以及其他平台的品牌广告需求；但另一方面，线上广告预算追随用户流量流向，持续向信息流（例如短视频和社交广告）和电商营销推广（加强效果转化）迁移。根据艾瑞的预测，中国网络广告市场规模在 2020 年同比增加 23%，vs 2019 年同比增加 30%；预计 2021 年随疫情后生产生活的恢复，线上广告市场规模同比增速将实现反弹；其中移动广告呈现相对较快的增速，在 2020 年同比增长 25%，2021 年预计同比增长 26%，侧面也体现了移动广告的高渗透率，2020 年达到约 85%。

图 34: 中国网络广告市场规模



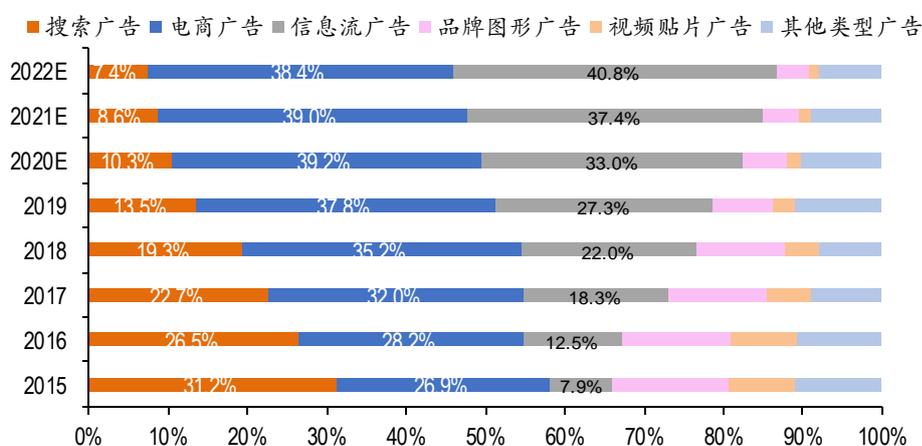
资料来源: 艾瑞, 安信证券研究中心

图 35: 中国移动广告市场规模



资料来源: 艾瑞, 安信证券研究中心

图 36: 中国不同形式网络广告市场份额



资料来源: 艾瑞, 安信证券研究中心

三季度从头部互联网公司的业绩来看, 各个子板块间表现依旧分化。我们观察到疫情后以品牌广告主为主的媒体广告市场呈现回暖势头, 爱奇艺以及腾讯媒体广告收入环比反弹, 并且同比跌幅明显收窄。另一方面, 疫情后随着电商平台大促季节性的增强, 其广告收入亦呈现出相应的季节性波动, 我们预计其广告收入将随着 Q4 大促季而环比强劲反弹。

表 8: 3Q20 在线广告收入

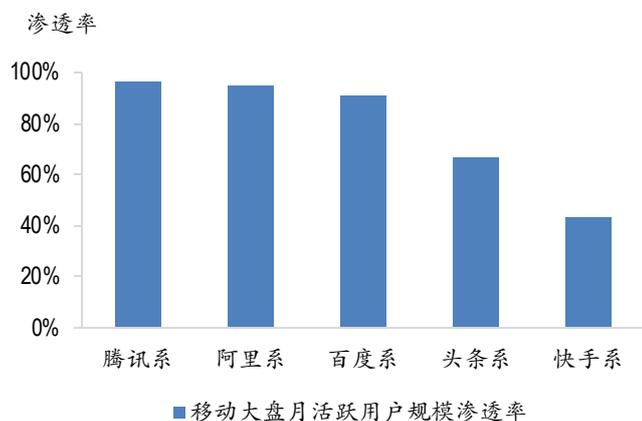
	二季度线上广告/营销收入		三季度线上广告/营销收入			四季度广告/营销收入预测/指引	
	环比增长	同比增长	百万元	环比增长	同比增长	环比增长	同比增长
阿里巴巴 (客户管理收入)	66.4%	22.6%	69,338	-2.6%	20.4%	47.5%	20.8%
拼多多(在线营销服务)	101.3%	70.9%	12,878	16.5%	91.9%	34.5%	78.9%
百度	24.2%	-8.1%	20,201	14.2%	-1.1%	1.3%至 10.9%	-1%至+8%
腾讯	4.7%	13.1%	21,351	15.1%	16.3%	8.7%	14.7%
腾讯 - 社交广告	4.6%	27.2%	17,752	16.3%	20.6%	9.5%	19.5%
腾讯 - 媒体广告	5.4%	-25.2%	3,599	9.4%	-1.4%	4.4%	-4.9%
爱奇艺	3.2%	-27.9%	1,840	16.0%	-11.0%	-0.6%	-2.8%
搜狐 (品牌广告)	48.4%	-13.6%	284	8.2%	-11.3%		
搜狗	1.3%	-12.9%	1346	-20.0%	-33.2%		
哔哩哔哩	62.7%	107.8%	558	59.9%	125.5%	27.6%	145.7%
微博	23.7%	-8.0%	2925	22.3%	1.0%	1.6%至 3.5%	1%至 3%

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 2021 财年第二季度; 阿里巴巴、拼多多、腾讯、爱奇艺四季度数据为安信证券研究中心预测值。对于搜狐、搜狗、微博的增速为美元计增速。阿里巴巴自 3Q20 起将佣金收入纳入客户管理收入中

随着流量向头部应用集中，我们认为头部平台有望进一步巩固其在广告市场上的份额。根据 QuestMobile，截至 2020 年 10 月，腾讯系、阿里系以及百度系在整体用户大盘中占比已超过九成。而短视频应用也在逐步赢得用户时长份额，截至 2020 年 10 月，头条系和快手系占整体移动互联网 APP 使用时长分别同比+3.4/2.8ppts 至 15.4/7.2%。

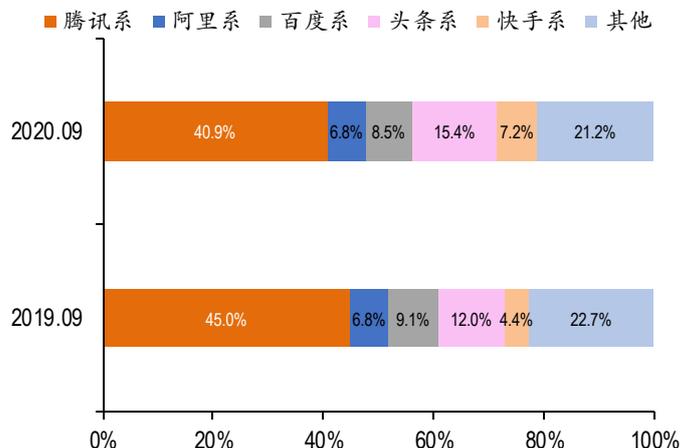
图 37：移动互联网巨头月活跃用户规模渗透率（2020.10）



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

注：渗透率为旗下 App (MAU>1 万) 合计去重用户规模/移动互联网活跃用户总规模

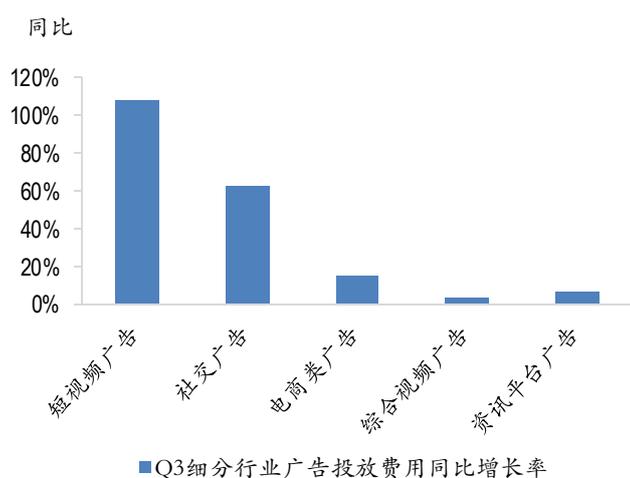
图 38：移动互联网 APP 使用时长占比



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

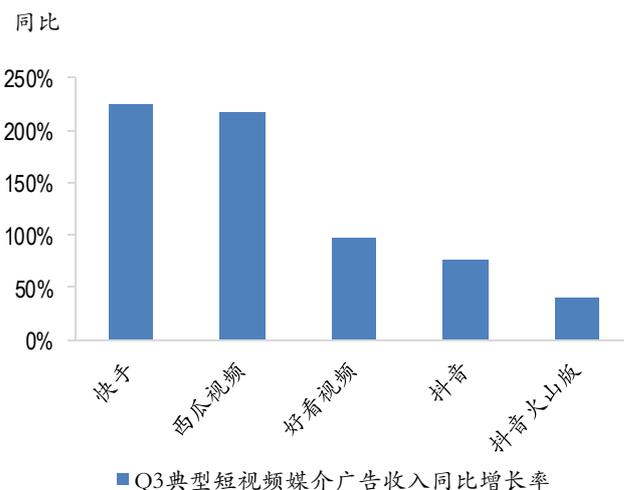
受益于短视频平台用户流量盘和参与度的扩张，短视频广告增长强劲。根据 QuestMobile，Q3 短视频广告投放费用同比增长 108%至 182 亿元，增速快于其他互联网媒介平台广告收入。典型短视频媒介广告收入同比增速来看，快手增速最快，其次是抖音旗下西瓜视频以及百度旗下好看视频，Q3 广告收入同比增速分别达 225%/217%/97%。我们认为短视频变现能力将随着流量盘扩大而逐步增强。

图 39：Q3 细分行业广告投放费用同比增长



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

图 40：Q3 典型短视频媒介广告收入同比增长



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

我们认为吸引广告主的优质平台不仅具备庞大或快速增长的用户盘，往往还具有较高 ROI 的广告形式，电商广告、短视频广告以及以效果驱动的社交广告整体 ROI 较高，我们看好阿里巴巴推荐信息流、腾讯社交广告的变现潜力、及字节跳动和快手等平台对线上预算的吸引。

腾讯生态内的社交广告亦凭借着可触达广泛的流量基础孕育着较为优质的广告位。根据公司财报，Q3 微信及 WeChat 合并 MAU 同比+5.4%达 12.13 亿。腾讯 3Q20 社交广告收入同比 +20.6%至 178 亿元 (VS Q2 同比+27.2%)，较 Q2 增速放缓主因 3Q19 腾讯社交广告的高基数效应，同比增长动力主要因微信朋友圈的库存增加及移动广告联盟 eCPM 的上升。

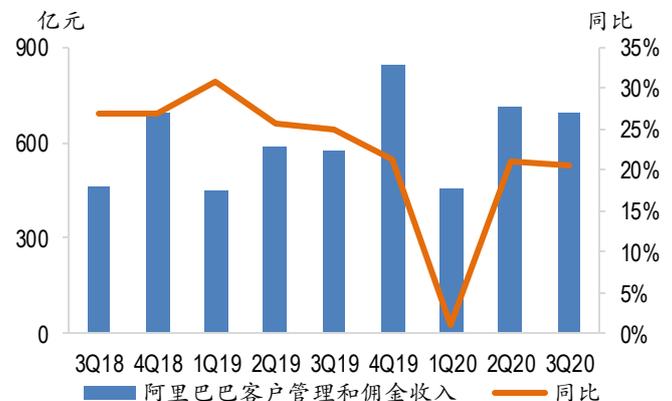
对于电商平台来说，消费者流量正在从主动搜索向推荐信息流的浏览转移。根据阿里妈妈，早在 2018 年手淘内的推荐信息流流量就超过了主动搜索流量，当下信息流已成为消费者逛淘宝的核心方式之一，并融入了很多直播、短视频等新形态，每个月超过 2.6 亿用户会深度参与淘宝推出的淘宝人生、芭芭农场等互动游戏产品。在此大趋势下，商业化营销产品的多元化正快速升级，除了直通车，还有超级推荐、超级直播、超级短视频、超级互动等围绕着直播场景、短视频场景、互动场景等的新营销产品陆续推出；新型广告产品包括推荐信息流、淘宝直播、芭芭农场，2020 年二季度内的阿里巴巴的平台广告推广收入占比达 20%。

图 41：腾讯 - 社交广告收入



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 42：阿里巴巴客户管理和佣金收入



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

注：阿里巴巴自 3Q20 起将佣金并入客户管理收入中

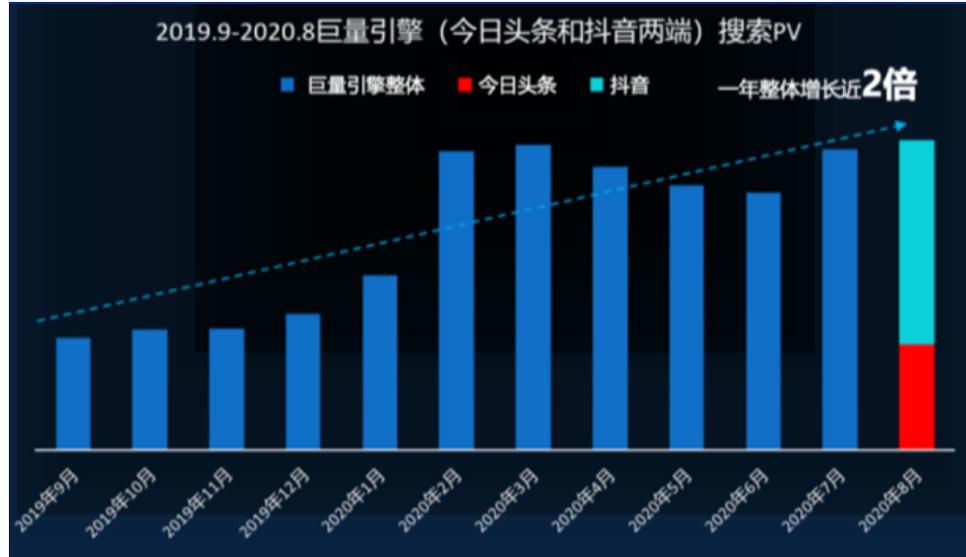
另一方面，消费者的主动搜索行为依然蕴含机会，互联网巨头仍然在搜索变现领域加大布局。

腾讯在 2019 年底就将微信搜索升级为微信搜一搜，聚合公众号、视频号、小程序、视频号的全网内容与服务，还可以搜索天气、股票、音乐、医疗咨询、看病挂号等服务，音乐、游戏、小说、长视频、短视频等娱乐，新闻、百科、问答等热点，与 ZAKER、知乎、马蜂窝、糖纸、豆瓣等平台深度整合、联动搜索。品牌官方区不仅可以固定首位展示，还能配置不同的展现样式。2020 年 9 月腾讯作为第一大股东与其产品默认的通用搜索提供者搜狗达成私有化最终协议，全资收购搜狗——中国第二大搜索引擎；截至 2020 年二季度，搜狗输入法移动版 DAU 达 4.84 亿人次，每天处理 14 亿条语音请求。腾讯在 2020 年 9 月的全球数字生态大会表示，未来搜一搜将帮助不同类型的 B 端（内容提供者、品牌管理者、服务的运营方）在搜索场景下更好地链接用户，找到新的流量增长通路；从合作伙伴方面看，搜一搜的流量已经占马蜂窝小程序流量的 50%+，在面向问答场景进行问题定制并接入问答 box 和精准问答的页面格式后，爱问小程序流量两个月内增长 7 倍。

根据腾讯网，字节跳动在 2019 年正式上线头条搜索，并开始陆续收购互动百科、百科名医网，完善搜索内容，从站内搜索扩展至站外内容。2020 年字节跳动的数字化营销平台巨量引擎全量上线搜索广告，意在使头条和抖音的搜索功能与信息流结合，实现闭环营销。从巨量引擎 2020 年 8 月的调研结果来看，移动互联网时代用户搜索的本质依然是获取内容，会根据内容需求选择平台，近七成用户每天查找/搜索使用的 app 数量 ≥ 3 个，并且更容易在内容场景下进行搜索，近七成用户会通过短视频平台进行搜索。在非独立搜索平台中，“随看

“随搜”成为常态，“今日头条”和“抖音”成为用户搜索信息最常用的第二和第三的 APP，仅次于百度。字节跳动披露每日有超过 5 亿次的搜索需求，仅抖音就有超过 3 亿次的搜索点击，虽然从次数上或不到百度的 1/10，但字节跳动的图文+短视频搜索广告比传统单一的图文搜索广告转化率提高 2.5 倍。

图 43：巨量引擎搜索量级同比高增长



资料来源：巨量引擎，安信证券研究中心

4.2. 长视频变现随行业复苏和内容上新反弹，提价长期利好 ARPPU 提升

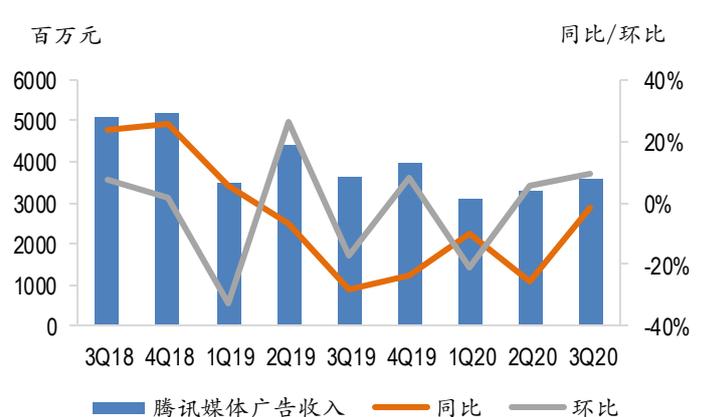
我们观察到 Q3 长视频平台的广告收入环比逐步回暖。一方面疫情后下半年国内整体品牌广告市场逐渐复苏，另一方面下半年热门内容的上线也有助于广告业务回暖。根据公司财报，爱奇艺 Q3 在线广告收入同比-11.0%，环比+16%至 18.4 亿元（VS Q2 同比-27.9%，环比+3.2%），环比反弹。我们预期从 3Q20 起长视频广告在同比低基数的影响下，以及内容上新逐渐正常化，同比增速将持续回暖。

图 44：爱奇艺 - 广告收入



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 45：腾讯 - 媒体广告收入

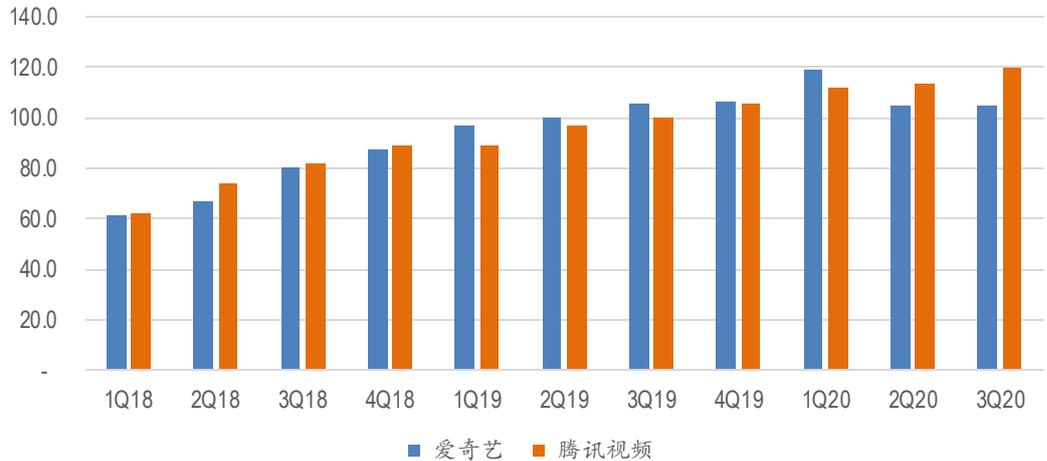


资料来源：公司财报，安信证券研究中心

优质内容是用户拉新和留存关键。爱奇艺 Q3 会员数达 1.05 亿，同比和环比均较为持平，主因院线电影由于线下排期推迟，也影响了线上的上新进度。Q3 会员服务收入同比+7%至 39.8 亿元，占收入比同比+5.1ppts 至 55.3%，季度内 ARPPU 同比+8%至 12.6 元，也是会员服务收入增长的主要驱动力。Q3 腾讯视频会员数同比+20%至 1.2 亿，季度内《三十而已》、《锦

《绣南歌》等热播剧集对拉新起到关键贡献。我们认为长视频会员规模在高线市场已经较为饱和，优质内容是拉新和留存的核心动力，随着平台自制内容质量的提升以及疫情后多类型内容（剧集、综艺、电影、动漫等）的上新逐步正常化，预期 2021 年头部长视频平台的会员数将温和增长。

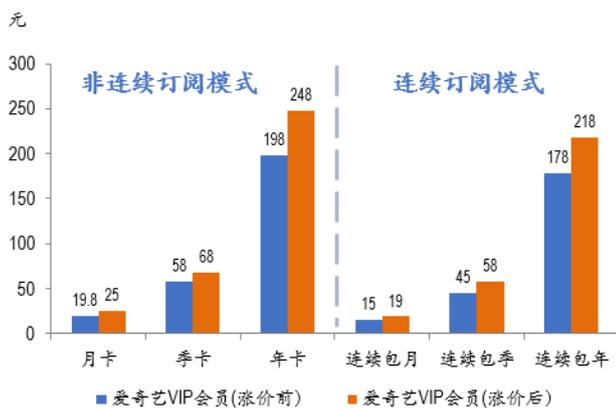
图 46：视频会员数比较（百万）



资料来源：爱奇艺，腾讯，安信证券研究中心

爱奇艺于 11 月 13 日起上调安卓端 VIP 会员价格，单月和连续包月分别上调 26%/27%至每月 25/19 元。此前奈飞亦于 2020 年 10 月上调在美月标准订阅和高级订阅服务费，分别上调 8%/13%至每月 13.99/17.99 美元。我们认为爱奇艺调价进度符合预期，调价或在短期影响会员增长势头，预计其对会员数的短期影响到 2021 年可被消化，放眼长期来看则有助于 ARPPU 值的提升。

图 47：爱奇艺 VIP 会员定价（安卓端）



资料来源：爱奇艺 APP，安信证券研究中心

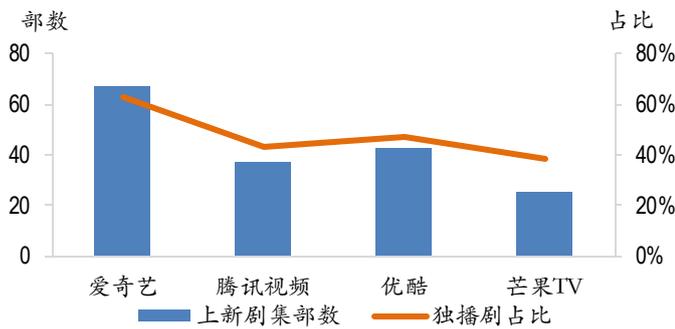
图 48：奈飞三类订阅服务套餐价格历史涨价情况



资料来源：奈飞，statista，安信证券研究中心

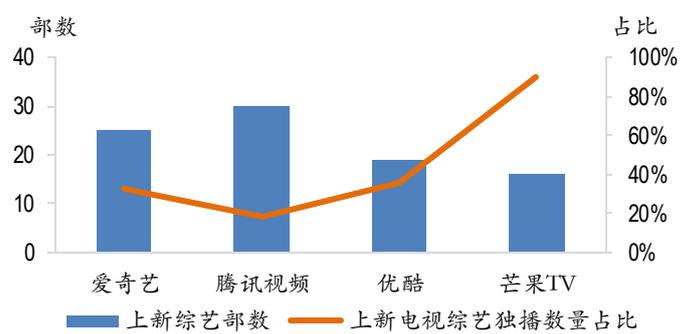
细看 Q3 头部视频平台上新剧集和综艺情况，各平台各有特色。剧集方面，Q3 爱奇艺上新部数和独播比例均保持领先。Q3 爱奇艺共上新 67 部连续剧，位居平台首位，腾讯视频、优酷上新 40 部左右，芒果 TV 则上新不足 30 部。此外，在 Q3 上新剧集中，爱奇艺独播剧比例高达 63%，而腾讯视频/优酷/芒果 TV 独播比例则分别为 43/47/38%。综艺方面，腾讯视频 Q3 上新部数最多，达 30 部，而芒果 TV 独播占比最高，达 90%。

图 49: 3Q20 主要视频平台上新剧集部数及独播占比



资料来源: 云合数据, 安信证券研究中心
注: 仅统计单集 20 分钟以上长剧

图 50: 3Q20 主要视频平台上新综艺部数



资料来源: 云合数据, 安信证券研究中心
注: 上新综艺包括电视综艺及网络综艺

头部视频平台在近期纷纷发布 2021 年内容上新策略。剧集方面, 爱奇艺在年度悦享会上宣布 2021 年将继续深耕“迷雾剧场”, 此外还将增加聚焦爱情题材的“恋恋剧场”以及主打喜剧内容的“小逗剧场”, 另外还设有针对不同主题的“四大致敬”系列。腾讯视频则推出“现实、古装、爱情、创新”四大不同题材的赛道。综艺方面, 我们观察到 2021 年各平台除了将更新原有旗舰综艺的续集之外, 也将推出其他丰富多样的综艺题材与品类, 爱奇艺 2021 年综艺新资源涵盖了偶像、舞台、生活、情感、迷综等多个主题与类型。

表 9: 头部视频平台 4Q20 及 2021 年剧集储备

视频平台	题材/剧场	分类	剧集
爱奇艺	三大剧场	迷雾剧场	《谁是凶手》、《淘金》、《暗夜行者》、《平原上的摩西》、《致命愿望》
		恋恋剧场	《月光变奏曲》、《喵, 请许愿》、《卿卿我心》、《原来我很爱你》、《世界微尘里》、《恋恋小窝》、《一生一世》、《拜托了! 8 小时》、《满月之下请相爱》、《公子倾城》
	四大致敬	小逗剧场	《破事精英》、《开心合伙人》、《德云瓦舍》、《月刊少女》
		致信仰	《叛逆者》、《人生若如初相见》、《王牌部队》、《刑警之海外行动》、《我和爷爷是战友》
		致生活	《理想之城》、《约定》、《假日暖洋洋》、《生活万岁》、《生活家》、《小舍得》、《北辙南辕》
		致青春	《流金岁月》、《灵域》、《终极笔记》、《亲爱的戎装》、《亲爱的, 挚爱的》、《了不起的女孩》和《梦见狮子》
其他	致传统	《风起洛阳》、《一剪芳华》、《敦煌》、《当家主母》、《两京十五日》	
	/	《巴比伦柏林 3》、《暴风眼》、《尘缘》、《沉鱼记》、《初次爱你, 为时不晚》、《大江大河 2》、《对手》、《大宋宫》、《大唐女儿行》、《点心之路》、《发现女巫 2》、《风暴舞》、《黑白禁区》、《黑袍纠察队》、《后裔 2》、《九霄寒》、《蓝色海洋之心》、《良医 3》、《良医 4》、《迷航昆仑虚》、《闽宁镇》、《陌生的恋人》、《南洋女儿情》、《女人万岁》、《青春创世纪》、《棋魂》、《沙门空海: 大唐诡宴》、《少年特工亚里克斯》、《她的城》、《特战荣耀》、《天才基本法》、《涂山小红娘》、《我真是大明星》、《王牌辩护人》、《我是真的爱你》、《仙剑奇侠传 4》、《小谢尔顿 3》、《谢谢你医生》、《心跳源计划》、《夜旅人》、《野蛮生长》、《一起深呼吸》、《勇敢的心 2》、《玉昭令》、《月歌行》、《长陵》、《遮天》、《侦探语录》、《重返爱的时光》、《赘婿》	
腾讯视频	现实赛道	/	《欢乐颂》第 3、4、5 季、《扫黑风暴》、《四十正好》、《乔家的儿女》、《我的超级英雄》、《大江大河 2》、《大国担当之勇敢的心》、《谢谢你医生》、《我是真的爱你》、《我们的时代》、《你是我的城池营垒》、《暴风眼》、《股市之狼“黑雾”》、《追光者》、《完美伴侣》、《繁花》
		古装赛道	《千古玦尘》、《斛珠夫人》、《境·双城》、《庆余年 2》、《雪中悍刀行》、《燕云台》、《有翡》、《斗罗大陆》、《青簪行》、《长歌行》、《玲珑》、《雁归西窗月》、《遇龙》、《嫣语赋》、《慕南枝》、《锦心似玉》、《我就是这般女子》、《天龙八部》、《今夕何夕》、《岁岁青莲》、《少爷与我的罗曼史》和《御赐小仵作》
	爱情赛道	/	《你是我的荣耀》、《爱的二八定律》、《你好神枪手》、《小风暴之时间的玫瑰》、《传闻中的陈芊芊 2》、《双世宠妃 3》、《外星女孩柴小七 2》、《乌云遇皎月》、《程序员那么可爱》、《我的小确幸》、《乌鸦小姐与蜥蜴先生》、《陌生的恋人》、《预见璀璨的你》、《舌尖上的心跳》、《良言写意》、《三好差生》、《最遥远的距离》、《三分野》、《百岁之好, 一言为定》、《好想和你在一起》、《只是结婚的关系》、《我的爱与星辰》、《时光与他, 恰是正好》
		创新赛道	/
优酷视频	三大题材	时代之音	《幸福到万家》、《学区房》、《女心理师》、《落花时节》、《小敏家》、《新名利场》、《正青春》、《星辰大海》、《危机先生》、《盛装》、《大江大河 2》、《闽宁镇》
		荣耀之路	《冰雨火》、《重磅期待》、《号手就位》、《觉醒年代》、《蓝焰突击》、《浴火》、《宣判》、《功勋》、《特战荣耀》和《我们的西南联大》

视频平台	题材/剧场	分类	剧集
		传奇之风	《驭鲛记》、《玉楼春》、《传家》、《大唐明月》、《九州朱颜记》、《五行世家》、《十二谭》、《天涯客》、《浣溪沙》和《君九龄》
	五大剧场	宠爱剧场	《你微笑时很美》、《我的砍价女王》、《昔有琉璃瓦》、《走起！我的天才街坊》、《一不小心捡到爱》、《舍我其谁》、《孤独的野兽》、《一见倾心》、《皮囊之下》、《我的巴比伦恋人》
		悬疑剧场	《山河表里》、《迷雾追踪》、《司藤》、《回廊亭》、《执念如影》和《最初的相遇 最后的别离》
		港剧场	《飞虎之壮志英雄》、《非凡三侠》、《白色强人 2》、《伙计办大事》、《失忆 24 小时》、《刑侦日记》、《木棘证人》
		合家欢剧场	《乡村爱情 13》、《刘老根 4》、《德云大本营》、《燃烧吧废柴》
		都市剧场	《三生有幸遇上你》、《了不起的儿科医生》、《致勇敢的你》、《婚姻的两种猜想》、《我们正年轻》、《谢谢你医生》和《再见啦！母亲大人》

资料来源：爱奇艺悦享会，优酷私享会，腾讯视频 V 视界大会，安信证券研究中心

表 10：头部视频平台 4Q20 及 2021 年综艺储备

爱奇艺		腾讯视频		优酷	
综艺名	类型	综艺名	类型	综艺名	类型
哈哈哈哈哈第二季	真人秀	创造营 2021	选秀	亚洲超星团	选秀
潮流合伙人第二季	音乐	明日之子第五季	选秀	追光吧！哥哥	选秀
奇葩说 7	脱口秀	候场 800	音乐	超女 A 壹号	选秀
爆裂舞台	音乐	德云斗笑社第二季	喜剧	同一屋檐下	女性
戏剧新生活	戏剧	哈哈哈哈哈第二季	真人秀	怦然心动 20 岁	恋爱
登场了！敦煌	旅行	长大成人	真人秀	我要的幸福	女性
世界美少女的茶话会	国际女性智识分享综艺	脱口秀反跨年	脱口秀	念念青春	纪实
青春有你 3	选秀	吐槽大会第五季	脱口秀	闪耀的侦探家族	推理
下一站出道	选秀	脱口秀大会第四季	脱口秀	夸夸奇谈社	喜剧
地球百子	选秀	平时时空遇见你	恋爱	喜剧 Z 世代	喜剧
不插电俱乐部	音乐	姐姐妹妹的武馆	真人秀	象牙山庄	喜剧
冬日滑雪屋	旅行	五十公里桃花坞	真人秀	舞吧！红	舞蹈
春日酱	旅行	奇遇人生第三季	旅行	容我 Sa 个娇	情感
妹妹有哥在	家庭情感	令人心动的 offer3	职场	草莓星球来的人	音乐
我们书写爱情吧	恋爱	阿凡不达	喜剧	哥哥的滚烫人生	
姐妹俱乐部	喜剧	炙热的我们第二季	音乐	这！就是街舞 4	舞蹈
上班啦！妈妈	职场	超新星运动会	体育	我们恋爱吧 3	恋爱
最后的赢家	推理	我和我的经纪人 2	选秀	这！就是灌篮 4	体育
萌贼探案	推理	心动的信号第四季	恋爱	师傅我要跳舞了 4	舞蹈
奇异剧本鲨	推理	拜托了冰箱第七集	美食	火星情报局 6	脱口秀
命运规划局	推理	轰轰轰	体育	玩票大的	
中国新说唱 2021	音乐	幸福三重奏第四季	恋爱	blueblue 的少年	团综
夏日冲浪店 2	生活体验	家族年年年夜 FAN	演出派对		
我要这样生活 2	明星独居观察真人秀				
非日常派对 2	搞笑				
喜欢你我也是 3	青年社交观察综艺				
做家务的男人 3	亲密关系观察类真人秀				

资料来源：爱奇艺悦享会，腾讯视频 V 视界大会，优酷私享会，安信证券研究中心

4.3. 微信广告长期变现动力充足

我们长期看好微信广告的长期变现潜力，朋友圈、广告联盟、公众号、小程序是腾讯社交广告的关键构成，我们认为主要的驱动里来自于“量”的提升，从“量”的维度看，微信内还蕴含着可观的广告库存位，位于视频、文章、直播、动态等形式的信息流中。我们认为腾讯从 2020 年明显提升了对微信短内容生态的完善，2020 年初微信就公开强调要加强短内容，1 月时正式宣布视频号开启内测。2020 年底，微信视频号改版，除了增加流量入口凸显视频号位置，还推出虚拟货币微信豆用于直播打赏。此外，发现页面上的“附近的人”改版为“附近的直播和人”，分为“视频”“直播”及“附近的人”三栏。

表 11：2020 年底微信功能升级

2020 年	微信视频号功能升级
10 月初	内测直播功能，绑定小商品可带货
10 月 13 日	公众号插入卡片功能全面开放
11 月初	上线“朋友在看的直播”功能
11 月 4 日	内测“朋友圈置顶视频号直播”分享功能
11 月 5 日	视频号个人创作者可定制个性化红包封面
11 月中旬	直播间上线“直播上墙”功能
12 月初	附近功能改版，灰度测试本地生活内容
12 月 7 日	视频号的小商店正式接入魔筷 CPS 带货系统
12 月中旬	直播间上线推流、连麦、打赏三大功能。-推出虚拟货币微信豆用于直播打赏。一元钱可购买七个微信豆，充值档位最高的为 3626 个微信豆，价格为 518 元。
12 月下旬	发现页增加“附近的直播和人”，其中直播一栏默认显示同城直播。

资料来源：今日网红，微信，安信证券研究中心

我们认为微信运营的重心提升用户活跃度和参与度，在拥有超过 12 亿月活的基础上，盘活流量、提升流量价值是变现扩张的前提。因此，我们不认为基于视频信息流的变现或未必迅速铺开，但从微信产品的相互结合和渗透、以及内容创作和分发的社交化，我们看好微信内长期变现潜力。

图 51：2020 年微信发现页改版



资料来源：微信，安信证券研究中心

图 52：微信增加直播打赏功能



资料来源：微信，安信证券研究中心

5. 娱乐直播深入海外市场寻求长期发展；游戏直播望整合后增强协同

5.1. 娱乐直播发展重心进一步转向海外市场，国内业务进入调整期

国内整体直播行业已迈入成熟发展阶段，行业监管机制也在逐步健全。2020 年国家广电总局发布通知要求网络秀场直播平台要对网络主播和“打赏”用户实行实名制管理等，体现了行业监管已是常态化。我们观察到头部娱乐直播平台一方面加大海外业务投入把握增长机遇，另一方面正对国内业务内容生态进行整顿，以推动业务长期稳健增长。而游戏直播平台则有望在整合后提升行业集中度并增强业务协同。

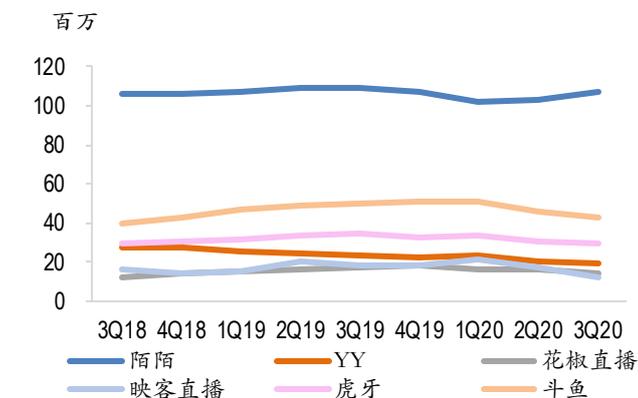
表 12: 3Q20 视频直播收入概览

	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
欢聚集团（整体）	6,049	7.9%	40.1%	7.6%	36.2%		
-YY Live	2,771	4.1%	-4.4%	4.1%	-6.1%		
陌陌	2,375	-8.8%	-27.5%	-2.6%	-15.4%	-1.8%	-21.1%
虎牙	2,657	3.6%	23.2%	4.4%	24.3%		
斗鱼	2,349	1.2%	41.3%	1.5%	37.0%		
哔哩哔哩	504	17.5%	131.2%	23.2%	73.5%	14.4%	83.7%

资料来源：公司财报，安信证券研究中心

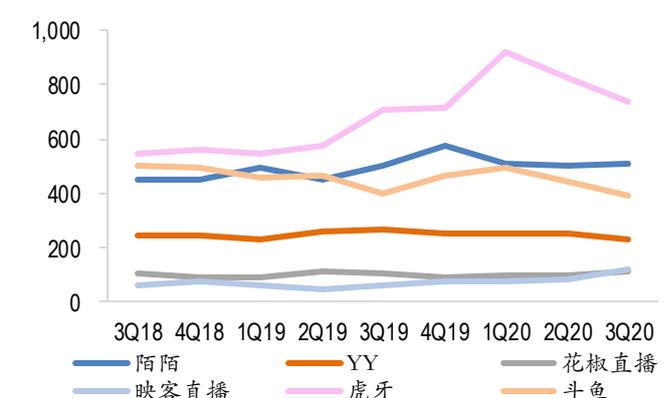
注：欢聚集团（整体）Q2 起不再并表虎牙，欢聚集团（整体）收入增速为剔除虎牙后可比口径；哔哩哔哩直播收入以及陌陌、哔哩哔哩 Q4 数据为安信证券研究中心预测值

图 53: 头部直播 APP MAU



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

图 54: 头部直播 APP 每 MAU 月均使用时长



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

海外市场驱动头部娱乐直播平台实现强劲增长。季度内欢聚集团虽在新兴市场国家如印度的扩张受到地缘政治影响，但在其他国家尤其是发达市场依旧保持高增速。Q3 若剔除印度市场影响，直播应用 Bigo Live 移动端月活跃用户数同比+58%至 2,650 万。季度内 Bigo Live 在发达国家市场/欧洲/东太平洋地区营收同比增速分别为 272%/270%/231%，依靠地域多样性一定程度缓冲地缘政治风险。根据 App Annie，Bigo Live 在 2020 年 10 月全球热门应用收入排名中位居第五。

表 13: 全球热门应用收入排名

收入排名	2020.03	2020.04	2020.05	2020.06	2020.07	2020.08	2020.09	2020.10
1	TikTok	TikTok	TikTok	TikTok	Tinder	Tinder	Tinder	Tinder
2	Tinder	Tinder	Tinder	Tinder	TikTok	TikTok	TikTok	YouTube
3	YouTube	TikTok						
4	Netflix	Disney+	Tencent Video	Tencent Video	Disney+	Tencent Video	Disney+	Disney+
5	iQIYI	Tencent Video	Disney+	Disney+	Tencent Video	Disney+	Tencent Video	BIGO Live
6	Tencent Video	Netflix	Netflix	Netflix	Netflix	Google One	BIGO Live	Tencent Video
7	Disney+	Google One	Google One	iQIYI	BIGO Live	BIGO Live	piccoma	Google One
8	Google One	iQIYI	iQIYI	Google One	Google One	Netflix	Google One	piccoma
9	Pandora Music	Pandora Music	BIGO Live	BIGO Live	iQIYI	iQIYI	Netflix	Netflix
10	BIGO Live	BIGO Live	Pandora Music	LINE Manga	Twitch	piccoma	iQIYI	Pandora Music

资料来源: App Annie, 安信证券研究中心

除直播外,短视频为驱动海外业务发展另一增长引擎。若剔除印度市场影响, Q3 欢聚集团旗下短视频应用 Likee 移动端 MAU 同比+147%达 9,700 万,季度内在印度以外市场日均开播人数环比增长超过 90%。此外, Q3 欢聚集团旗下休闲游戏社交产品 HAGO 移动端 MAU 同比-30%至 2270 万,剔除印度市场影响,则 HAGO 移动端月活跃用户同比增长则达 20%。

表 14: 欢聚时代海外产品三季度进展

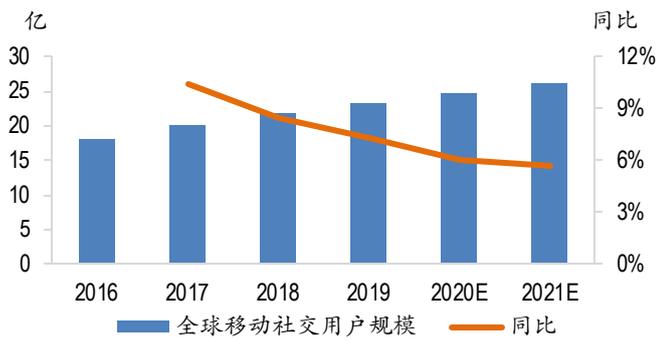
海外产品	产品定位	3Q20 运营数据	3Q20 海外业务进展
BIGO LIVE	直播	移动端 MAU 同比+27.7%至 2800 万; 剔除印度市场影响,移动端 MAU 同比+58%至 2650 万	1) Bigo Live 在欧洲、东太平洋地区营收同比增速分别达到 270%和 231%; 2) Bigo Live 在 2020 年 10 月全球热门应用收入排名中位居第五 (App Annie) 3) 持续聚焦于北美、欧洲、中东、东太平洋地区等市场
LIKEE	短视频	移动端 MAU 同比+3.8%至 1.04 亿; 剔除印度市场影响,移动端 MAU 同比+147%至 9700 万	1) 季度内在印度以外市场日均开播人数环比增长超过 90%; 2) 优化全球用户结构,兼顾用户的质与量; 3) 在中东、欧美等多个核心地区增长迅速
HAGO	休闲游戏社交	移动端 MAU 同比-29.7%至 2270 万; 剔除印度市场影响,移动端 MAU 同比+20%	新开拓中东、南美洲等多个新兴国家市场

资料来源: 公司财报电话会议, Sensor Tower, 安信证券研究中心

在海外业务强劲发展的同时,国内的直播业务则面临整合。百度于 2020 年 11 月宣布全资收购欢聚集团国内直播业务 YY 直播,总交易额约为 36 亿美元,公告显示双方预期于 1H21 完成交割。目前欢聚集团的国内直播收入主要来自 YY 直播,我们预计随着欢聚集团出售国内直播业务,其发展重心将进一步切换至海外市场。

国内市场方面,陌陌继续推进直播业务改革,对短期刺激头部用户消费、但长期不利于内容生态的互动玩法进行调整,我们认为此举短期来看或对部分头部高付费用户的 ARPPU 值产生影响,但长期有望推动业务的健康稳定发展。海外市场方面,探探继续释放发展潜力,公司预计探探将成为未来 3-5 年新增长引擎,根据 Statista,预计 2020 年全球移动社交用户规模将同比+6%至 24.8 亿,移动社交用户增速略快于中国。

图 55: 全球移动社交用户规模



资料来源: Statista, 安信证券研究中心

图 56: 中国移动社交用户规模



资料来源: iiMedia, 安信证券研究中心

表 15: 全球热门交友应用收入排名

收入排名	2020.06	2020.07	2020.08
1	Tinder	Tinder	Tinder
2	Bumble	Bumble	Bumble
3	Pairs	Pairs	Pairs
4	MeetMe	MeetMe	Badoo
5	Tantan	Badoo	MeetMe
6	Badoo	Tantan	Hinge
7	Tagged	Hinge	Plenty of Fish
8	Plenty of Fish	Tagged	Tantan
9	Grindr	Grindr	Tagged
10	Hinge	Tapple	Tapple

资料来源: Sensor Tower, 安信证券研究中心

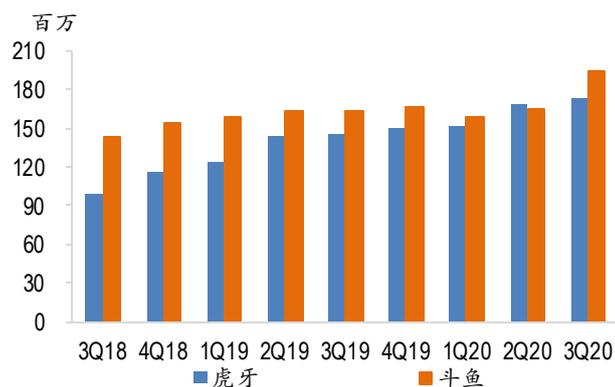
注: 全球 App Store 和 Google Play 总收入

5.2. 游戏直播平台强强联合, 有望在多领域相互协同

我们预计虎牙和斗鱼在合并后将实现强强联合, 一方面行业集中度将有所提高, 另一方面双方有望多个领域形成协同。目前斗鱼已递交私有化退市申报文件, 虎牙也已提交并购报备, 根据双方合并协议, 预期合并将于 1H21 完成。合并后双方有望在多方面形成较强协同效应, 用户和收入层面, 两大平台的移动和 PC 端游戏品类有望实现优势互补, 从而提升用户覆盖和用户参与度; 内容层面, 两大平台有望整合对方优质资源; 此外, 企鹅电竞将与合并后的虎牙和斗鱼整合, 预计合并后公司将与腾讯开展更多深度合作。

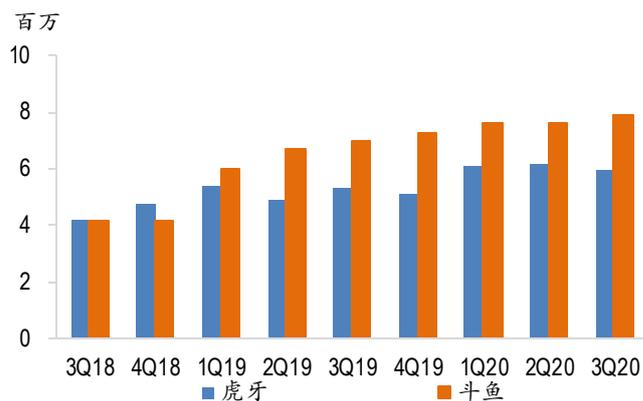
细看两大游戏直播平台表现, 季度内两平台 MAU 均创历史新高, 非移动端 MAU 在疫情后逐步复苏。虎牙 Q3 直播收入同比+23%至 26.6 亿元, Q3 平均 MAU 同比+18%至 1.73 亿, 移动端 MAU 同比+16%至 7,420 万, 占总 MAU 环比-2ppts 至 43%, Q3 付费用户同比+13%至 600 万, 付费率为 3.5%, 直播季度 ARPPU 同比+9%达 443 元。斗鱼 Q3 在线直播收入同比增 41%至 23.5 亿元, 平均 MAU 同比+18.6%至 1.94 亿, 移动 MAU 同比+14%达到 0.6 亿, 占总 MAU 环比-4.6ppts 至 31%, 显示了 PC 端用户的逐步复苏。Q3 付费用户数同比+13%至 790 万。付费率为 4.1%, 直播季度 ARPPU 同比+25%达 297 元。

图 57: 虎牙和斗鱼季度 MAU 对比



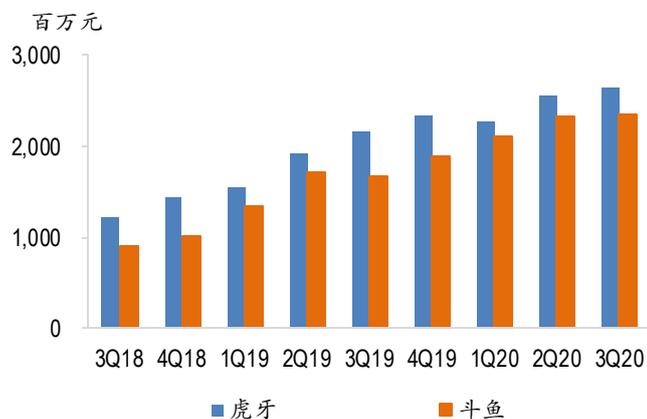
资料来源: 公司财报, 安信证券研究中心

图 58: 虎牙和斗鱼季度付费用户数对比



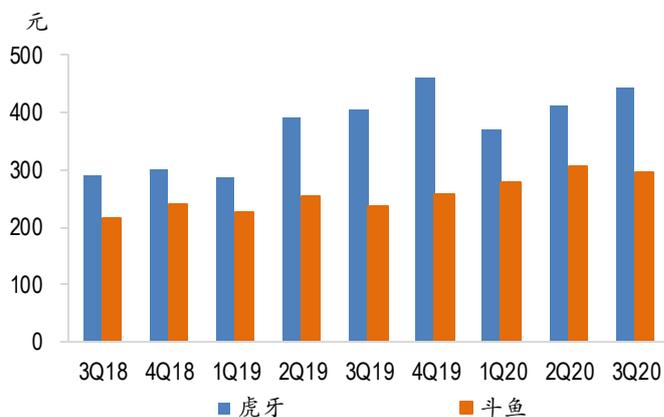
资料来源: 公司财报, 安信证券研究中心

图 59: 虎牙和斗鱼直播收入对比



资料来源: 公司财报, 安信证券研究中心

图 60: 虎牙和斗鱼季度 ARPPU 值对比



资料来源: 公司财报, 安信证券研究中心

6. 投资建议

2021 年，我们看好互联网三个大方向：

- **电商行业**可见度仍然相对较高，并且疫情后的结构性增长机会可持续。推荐**京东**（相对激进的增长战略持续，供应链核心优势巩固，超市品类成为关键增长引擎），**阿里巴巴**（外部环境改变不改核心市场平台稳健变现，电商基础设施布局完善，生态内多业务协同拓宽业务边界），**拼多多**（差异化经营优势显著，农产品电商及用户 ARPU 对 GMV 的驱动“后劲”将显现，规模效应下盈利能力改善可期）。
- **娱乐赛道**，我们看好用户盘还在扩张期的流量平台以及头部或细分赛道的头部流量平台，高用户群蕴含广告、直播、电商等变现潜力。推荐**腾讯**（爆款新游接力游戏增长引擎，社交广告长期动力充沛，小程序和支付基础设施助力企业数字化运营和营销）、**网易**（游戏研运能力行业领先，爆款新游可期，云音乐和在线教育板块高增长）、**哔哩哔哩**（用户扩张超预期，直播和广告变现随流量盘扩张，针对年轻用户营销的优选平台）、**头部短视频平台**（高流量吸引线上广告预算，UGC 电商变现潜力释放，全民生产和消费的短视频内容成为信息传导的重要通路）。
- 从助力企业和商家**运营数字化**的角度，我们看好**微盟和有赞**（依托微信生态流量和基础设施，私域流量的电商变现潜力日益显现，SaaS 服务助力商家数字化运营）、**金山软件**（信创逐步释放收入潜力，游戏运营能力稳健，双引擎驱动利润增长）。

7. 风险提示

我们认为互联网行业面临的风险包括：宏观经济增长放缓影响消费能力与意愿；在线娱乐行业在同比高基数基础上增速显著放缓；国际局势不确定性影响海外业务扩张；不同类型应用对互联网用户时长竞争加剧；互联网行业监管趋严，或影响未来兼并收购活动的开展。

8. 互联网及子行业估值对比

表 16: 互联网中概估值对照表

公司名称	股票代码	交易货币	收盘价	2020 年	市值	动态市盈率			市销率		
			12/31/2020	收益		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
腾讯控股	700 HK	港币	564.00	50.2%	697,765	37.1	29.7	24.6	9.5	7.6	6.4
阿里巴巴	BABA US	美元	232.73	9.7%	629,683	22.8	18.8	15.4	5.9	4.5	3.7
美团	3690 HK	港币	294.60	189.1%	223,583	251.8	106.8	56.1	12.8	8.4	6.2
拼多多	PDD US	美元	177.67	369.8%	218,646	na	344.3	90.1	27.5	17.5	12.7
京东	JD US	美元	87.90	149.5%	137,554	54.7	38.5	27.6	1.2	1.0	0.8
小米	1810 HK	港币	33.20	208.0%	107,852	53.6	39.5	31.3	2.9	2.1	1.8
百度	BIDU US	美元	216.24	71.1%	73,754	22.3	21.5	18.7	4.5	3.9	3.5
贝壳	BEKE US	美元	61.54	207.7%	72,542	82.7	68.7	48.9	7.0	5.5	4.5
网易	NTES US	美元	95.77	56.2%	66,179	26.0	22.4	19.2	5.9	5.0	4.4
好未来	TAL US	美元	71.51	48.4%	42,929	261.0	134.4	64.8	12.8	9.9	6.9
陆金所	LU US	美元	14.20	5.2%	34,965	17.0	15.0	12.7	4.5	3.9	3.4
腾讯音乐	TME US	美元	19.24	63.9%	32,276	42.7	34.5	27.1	7.2	5.9	4.9
新东方	EDU US	美元	185.81	53.2%	31,381	61.0	50.2	35.9	8.8	7.5	5.7
哔哩哔哩	BILI US	美元	85.72	360.4%	29,782	na	na	na	16.5	11.3	8.3
携程	TCOM US	美元	33.73	0.6%	20,004	na	40.6	21.7	7.1	4.9	3.5
唯品会	VIPS US	美元	28.11	98.4%	19,040	21.7	17.8	15.3	1.2	1.0	0.9
泡泡玛特	9992 HK	港币	81.35	111.3%	14,710	151.2	78.9	53.4	37.3	21.2	14.9
金蝶国际	268 HK	港币	31.60	305.6%	14,128	na	502.0	231.3	26.5	21.5	16.8
爱奇艺	IQ US	美元	17.48	-17.2%	13,695	na	na	na	3.0	2.6	2.3
汽车之家	ATHM US	美元	99.62	24.5%	11,862	21.7	19.1	16.3	8.9	8.0	7.1
金山云	KC US	美元	43.55	156.2%	9,495	na	na	na	9.4	5.9	3.8
微博	WB US	美元	40.99	-11.6%	9,283	19.9	16.2	14.4	5.6	4.9	4.5
金山软件	3888 HK	港币	50.00	148.7%	8,853	12.3	41.9	32.0	10.1	8.2	6.8
达达	DADA US	美元	36.50	128.1%	8,527	na	na	267.7	9.6	6.0	4.0
阅文	772 HK	港币	60.85	87.2%	7,973	na	38.7	29.5	6.5	5.0	4.2
中航信	696 HK	港币	18.70	-1.7%	7,058	66.7	18.7	14.8	7.9	5.7	5.2
众安	6060 HK	港币	36.20	28.8%	6,863	73.3	52.0	32.8	2.6	2.1	1.6
欢聚时代	YY US	美元	79.98	51.5%	6,477	19.2	15.9	11.7	1.7	1.5	1.3
有赞	8083 HK	港币	2.31	366.7%	5,141	na	na	na	18.1	11.8	8.0
前程无忧	JOBS US	美元	70.00	-17.6%	4,718	na	na	na	8.5	7.7	7.0
虎牙	HUYA US	美元	19.93	11.0%	4,689	24.9	18.7	14.0	2.8	2.2	1.9
同程艺龙	780 HK	港币	15.00	7.3%	4,218	27.8	14.8	11.8	4.6	3.1	2.5
微盟	2013 HK	港币	13.94	311.2%	4,055	na	133.4	67.1	11.9	8.1	6.2
斗鱼	DOYU US	美元	11.06	30.6%	3,511	26.6	18.1	14.1	2.3	1.9	1.6
中软国际	354 HK	港币	8.65	96.6%	3,241	20.7	16.8	14.1	1.5	1.2	1.0
搜狗	SOGO US	美元	8.15	79.1%	3,159	na	na	na	2.8	2.5	2.2
有道	DAO US	美元	26.53	88.4%	2,965	na	na	na	6.1	3.3	2.2
陌陌	MOMO US	美元	13.96	-58.3%	2,914	7.9	7.4	6.3	1.3	1.2	1.1
宝尊	BZUN US	美元	34.35	3.7%	2,820	27.2	20.3	15.6	2.0	1.6	1.3
心动公司	2400 HK	港币	46.85	175.6%	2,744	39.6	28.9	22.4	5.5	4.4	3.6
易鑫	2858 HK	港币	3.10	79.2%	2,550	na	34.3	25.1	5.1	3.7	3.0
新浪	SINA US	美元	42.38	6.1%	2,532	19.0	16.6	16.3	1.2	1.1	1.0
祖龙娱乐	9990 HK	港币	21.00	81.0%	2,209	23.9	12.6	10.2	8.6	4.3	3.2
IGG	799 HK	港币	8.12	41.2%	1,259	6.2	7.4	7.0	1.8	1.8	1.7
猎聘	6100 HK	港币	18.68	22.1%	1,256	40.3	25.7	18.4	4.6	3.6	3.1

资料来源: 彭博, 安信证券研究中心

注: 均为彭博预期, 2020 年内上市的公司以 IPO 价格计算。

表 17: 可比公司估值表 - 游戏

公司名称	股票代码	交易货币	收盘价(交易货币)	市值 百万 美元	P/E			P/S		
					2020/12/31	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E
A 股										
三七互娱	002555 CH	RMB	31.23	10,106	23.0	19.5	16.3	4.2	3.5	2.9
完美世界	002624 CH	RMB	29.50	8,768	22.7	19.1	16.0	5.4	4.6	4.0
游族网络	002174 CH	RMB	13.16	1,846	13.0	10.8	10.6	2.4	2.1	2.1
昆仑万维	300418 CH	RMB	19.95	3,586	13.9	12.5	na	5.1	4.7	na
吉比特	603444 CH	RMB	426.00	4,690	27.2	21.5	18.2	11.1	8.4	7.0
掌趣科技	300315 CH	RMB	5.11	2,159	21.6	14.6	12.1	7.8	5.7	4.8
顺网科技	300113 CH	RMB	17.15	1,824	41.5	32.4	34.3	7.1	5.5	4.0
平均值					23.3	18.6	17.9	6.2	4.9	4.1
美股										
Activision	ATVI US	USD	92.85	71,760	27.5	26.4	22.9	8.9	8.6	7.7
Blizzard										
网易	NTES US	USD	95.77	66,179	26.0	22.4	19.2	5.9	5.0	4.4
Electronic Arts	EA US	USD	143.60	41,655	30.7	26.6	24.4	8.0	7.0	6.6
Take-Two	TTWO US	USD	207.79	23,900	44.1	37.1	36.1	8.4	7.4	7.0
Zynga	ZNGA US	USD	9.87	10,650	31.6	26.7	23.6	4.7	3.9	3.7
平均值					32.0	27.8	25.2	7.2	6.4	5.9
港股										
腾讯	700 HK	HKD	564.00	697,765	37.1	29.7	24.6	9.5	7.6	6.4
网易	9999 HK	HKD	147.60	65,779	26.2	22.1	19.0	5.9	5.0	4.3
金山软件	3888 HK	HKD	50.00	8,853	12.3	41.9	32.0	10.1	8.2	6.8
心动	2400 HK	HKD	46.85	2,744	39.6	28.9	22.4	5.5	4.4	3.6
祖龙娱乐	9990 HK	HKD	21.00	2,209	23.9	12.6	10.2	8.6	4.3	3.2
IGG	799 HK	HKD	8.12	1,259	6.2	7.4	7.0	1.8	1.8	1.7
中手游	302 HK	HKD	2.76	894	6.7	5.3	4.6	1.3	1.1	0.9
友谊时光	6820 HK	HKD	1.99	560	6.9	5.3	4.5	1.6	1.2	1.1
创梦天地	1119 HK	HKD	4.10	671	8.6	7.5	6.8	1.4	1.2	1.1
平均值					18.6	17.8	14.6	5.1	3.9	3.2
日本										
Nintendo	7974 JP	JPY	65,830	83,990	34.8	20.4	21.4	6.8	5.5	5.8
Nexon	3659 JP	JPY	3,180	27,320	27.0	21.1	19.6	9.7	8.3	7.8
DeNA	2432 JP	JPY	1,839	2,320	na	11.0	13.8	2.0	1.8	1.7
GungHo	3765 JP	JPY	2,308	2,129	9.5	9.1	10.5	2.4	2.4	2.5
平均值					23.8	15.4	16.3	5.2	4.5	4.5
韩国										
NCSOFT	036570 KS	KRW	931,000	18,825	31.6	20.7	17.1	8.5	6.4	5.6
Netmarble	251270 KS	KRW	131,500	10,397	39.0	32.6	27.2	4.4	3.8	3.6
Com2uSCorp	078340 KS	KRW	159,300	1,888	19.0	13.3	11.2	4.0	3.1	2.8
NHN Entertainment	181710 KS	KRW	74,600	1,344	18.1	14.3	12.1	0.9	0.8	0.7
DoubleUGames	192080 KS	KRW	60,200	1,019	8.6	6.7	6.1	1.6	1.5	1.5
平均值					23.3	17.5	14.7	3.9	3.1	2.8

资料来源: 彭博, 安信证券研究中心

注: 均为彭博预期

表 18: 可比公司估值表 - 电商

公司名称	股票代码	货币	收盘价(元)	市值	P/E			P/S		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
亚马逊	AMZN US	USD	3256.93	1,634,168	67.5	55.1	40.8	4.3	3.6	3.1
EBAY	EBAY US	USD	50.25	34,639	14.8	13.7	12.1	3.4	3.2	2.9
Etsy	ETSY US	USD	177.91	22,433	72.3	73.7	56.1	13.9	12.4	10.3
Farfetch	FTCH US	USD	63.81	21,687	na	na	na	13.1	9.9	7.7
阿里巴巴	BABA US	USD	232.73	629,683	22.8	18.8	15.4	4.5	4.5	3.7
京东	JD US	USD	87.90	137,554	54.7	38.5	27.6	1.2	1.0	0.8
拼多多	PDD US	USD	177.67	218,646	na	344.3	90.1	27.5	17.5	12.7
唯品会	VIPS US	USD	28.11	19,040	21.7	17.8	15.3	1.2	1.0	0.9
宝尊	BZUN US	USD	34.35	2,820	27.2	20.3	15.6	2.0	1.6	1.3
蘑菇街	MOGU US	USD	2.17	235	na	22.1	9.3	1.3	1.3	0.9
SEA	SE US	USD	199.05	101,749	na	na	41.2	9.7	9.7	7.7
平均值					40.1	67.2	32.3	7.5	6.0	4.7

资料来源: 彭博, 安信证券研究中心

注: 均为彭博预期

表 19: 可比公司估值表 - 视频直播音乐阅读

公司名称	股票代码	货币	收盘价	市值	P/E			P/S		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
Netflix	NFLX US	USD	540.73	238,892	81.6	56.2	42.7	9.6	8.1	7.0
Spotify	SPOT US	USD	314.66	59,655	na	na	na	6.2	5.1	4.3
腾讯音乐	TME US	USD	19.24	32,276	42.7	34.5	27.1	7.2	5.9	4.9
哔哩哔哩	BILI US	USD	85.72	29,782	na	na	na	16.5	11.3	8.3
爱奇艺	IQ US	USD	17.48	13,695	na	na	na	3.0	2.6	2.3
欢聚集团	YY US	USD	79.98	6,477	19.2	15.9	11.7	1.7	1.5	1.3
阅文	772 HK	HKD	60.85	7,973	na	38.7	29.5	6.5	5.0	4.2
虎牙	HUYA US	USD	19.93	4,689	24.9	18.7	14.0	2.8	2.2	1.9
斗鱼	DOYU US	USD	11.06	3,511	26.6	18.1	14.1	2.3	1.9	1.6
陌陌	MOMO US	USD	13.96	2,914	7.9	7.4	6.3	1.3	1.2	1.1
映客	3700 HK	HKD	1.10	285	12.5	7.1	4.9	na	na	na
天鸽	1980 HK	HKD	0.91	150	0.3	0.3	na	2.5	na	na
平均值					27.0	21.9	18.8	5.4	4.5	3.7

资料来源: 彭博, 安信证券研究中心

注: 均为彭博预期

表 20: 可比公司估值表 - 社交

公司名称	股票代码	货币	收盘价	市值	P/E			P/S		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
Facebook	FB US	USD	273.16	778,040	27.3	24.5	20.5	9.3	7.4	6.2
腾讯	700 HK	HKD	564.00	697,765	37.1	29.7	24.6	9.5	7.6	6.4
Twitter	TWTR US	USD	54.15	43,068	na	63.1	46.6	11.9	9.7	8.4
微博	WB US	USD	40.99	9,283	19.9	16.2	14.4	5.6	4.9	4.5
陌陌	MOMO US	USD	13.96	2,914	7.9	7.4	6.3	1.3	1.2	1.1
平均值					23.1	28.2	25.8	7.1	5.9	5.0

资料来源: 彭博, 安信证券研究中心

注: 均为彭博预期

表 21: 可比公司估值表 - 搜索

公司名称	股票代码	货币	收盘价	市值	P/E			P/S		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
Google	GOOGL US	USD	1752.64	1,185,264	31.0	25.8	21.5	8.0	6.6	5.6
百度	BIDU US	USD	216.24	73,754	22.3	21.5	18.7	4.5	3.9	3.5
NAVER Corp	035420 KS	KRW	292,500	44,253	56.0	34.8	27.8	8.4	7.3	6.2
搜狗	SOGO US	USD	8.15	3,159	na	na	na	2.8	2.5	2.2
平均值					36.4	27.3	22.7	5.9	5.1	4.4

资料来源: 彭博, 安信证券研究中心

注: 均为彭博预期

■ 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

王昕声明, 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	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777
张杨		北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
温鹏		北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
刘晓莹		北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
王帅		北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
游倬源		北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
深圳联系人		张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@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