

2018年12月09日

海外科技

2019年互联网策略—大浪淘沙显真金

■ **大浪淘沙，关注细分市场的成长机会：**我们看到移动互联网用户规模已经很稳定，根据 QuestMobile 的数据，中国互联网月度活跃设备数已超过 11 亿，同比增速进一步放缓；在整体移动互联网渗透率已经接近饱和的情况下，我们更关注互联网细分子行业的成长机会。我们注意到大部分互联网公司的业绩展望都包含了对宏观经济下行压力的预期；另外，政策监管的趋严也给上市公司业绩带来短期波动。展望 2019，我们关注以下几个领域，仍然有相对强劲的成长性：1) 低线消费互联网用户红利；2) 年轻互联网用户的线上娱乐消费需求；3) 社交广告和推荐信息流广告；4) IaaS 云计算市场。推荐标的包括阿里巴巴、腾讯、拼多多、哔哩哔哩；关注宏观形势改善下广告和直播行业回暖以及政策明朗化带动游戏行业回暖。

■ **游戏看点——精品+出海；业绩弹性增加：**根据 Newzoo，中国是全球第一大手游市场，从新游更迭和 IP 类型占比均居全球前列。我们注意到 2018 年中国游戏板块的同比增速趋缓，我们认为股价已反映政策落地的不确定性，鉴于移动游戏用户的渗透率已经接近饱和，我们认为游戏的增长动力更多来自于 ARPU 的提高、以及创新玩法拓宽可触达玩家规模、游戏出海的收入贡献。同时我们也看到，由于行业政策落地和新游推出时点的不确定性，2019 年游戏公司的业绩表现的季度波动性增大，新游上线可能会抵消或加剧行业本身的季节波动特点。

■ **电商行业 GMV 增长常态化，关注推荐信息流变现及社交电商：**我们看到今年的网上实物零售额增长趋势更加常态化，下半年进入增速缓慢下行的趋势；同时天猫+京东已经占据中国网络零售 B2C 市场八成以上份额，我们认为余下的市场份额或有机会改变，我们预计拼多多三季度 GMV 或已超过苏宁，约为京东的三成左右。虽然行业 GMV 难有之前爆发式的增长，但我们认为在收入端仍可能有惊喜，主要是来自于推荐信息流变现、社交电商、低端消费群体的线下转线上。2019 年电子商务法的实施或给电商平台管理带来更多变化。

■ **秀场类直播收到宏观冲击大；长视频依然依赖头部内容：**视频直播行业，我们注意到秀场+打赏模式下的直播业务对宏观经济走势更敏感，因头部付费用户对平台收入表现影响更大；长视频行业依然以来头部内容吸引用户，行业增长驱动力依然是用户数的增加，从腾讯和爱奇艺的数据来看，中国在线订阅会员数增速健康，三季度短视频对长视频时长的影响不明显；游戏直播持续高增长是电竞产业的重要环节，腾讯系包揽直播应用的 top5，未来我们预期游戏、电竞、直播有更多联动，变现模式更多元。

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

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001

huyw@essence.com.cn

021-35082010

相关报告

互联网二季报总结——龙头公司领跑行业；下半年顺风成长	2018-08-27
消费升级趋势下看拼多多的崛起	2018-07-22
互联网中概一季报回顾	2018-05-29

■ **搜索广告或无惊喜，看好社交和信息流广告：**BAT+头条基本占据 6 成以上网络广告市场份额，我们看到搜索行业的增长动力逐步切换到信息流广告增长，从形式看，广告的移动化、视频化、社交化趋势持续。对于中小企业广告主个体来说，受宏观经济影响弹性较大。我们看好明年社交广告的前景，腾讯拥有中国最大的线上社交网络，2019 年社交广告增长动力更清晰，主要来自朋友圈广告位的提升以及小程序带来的同比和环比增量。

■ **基础设施云增长无忧，稳定拉动互联网公司收入增长：**全球云基础设施市场持续整合，第三季度的 TOP5 占据六七成份额。中国的公有云市场格局也呈现马太效应，公有云龙头维持高增长。根据 IDC 数据，2018 上半年中国公有云市场中，阿里云占据 43% 的市场份额，腾讯云占据 11% 的市场份额。我们注意到云计算业务已经成为互联网巨头增长最快的引擎板块，由客户数和 ARPU 的增加共同驱动。

■ **风险提示：**人民币持续贬值；子行业监管政策收紧；宏观经济增长放缓影响消费需求和广告投放预算；移动端获客成本上升导致营销成本的增加。

内容目录

1. 2019 年投资策略：大浪淘沙显真金	6
1.1. 关注细分市场的成长机会.....	6
1.2. 行业估值回调至历史平均水平.....	7
1.3. 收入展望反映了对宏观经济因素.....	7
1.4. 中国互联网公司估值比较.....	9
2. 游戏看点——精品+出海；业绩弹性增加	10
2.1. 2018 年游戏板块的同比增速趋缓；股价已反映政策落地的不确定性.....	10
2.2. 中国成为全球手游迭代最活跃市场，行业增长动力来自于创新玩法的变现、ARPU 的提升以及海外布局.....	11
2.2.1. 中国为全球最大手游市场，头部游戏更迭最活跃.....	12
2.2.2. 头部游戏地位巩固；Top10 手游更多元.....	13
2.3. 游戏出海布局，头部游戏地位稳固.....	14
3. 电商行业 GMV 增长常态化，关注推荐信息流变现及社交电商	15
3.1. 电商行业增长常态化.....	15
3.2. 2019 年增长看点——推荐信息流与社交电商变现.....	17
3.2.1. 推荐信息流变现或给电商行业收入惊喜.....	17
3.2.2. 低线城市市场尚有用户红利以社交电商的形式释放.....	18
3.3. 电子商务法或带来行业新变化.....	20
4. 秀场类直播收到宏观冲击大；长视频依然依赖头部内容	20
4.1. 游戏直播腾讯系独领风骚，电竞赛事商业价值上升.....	20
4.2. 长视频平台的用户粘性仍然依赖头部内容.....	22
4.2.1. 订阅用户数驱动会员业务增长.....	22
4.2.2. 内容成本投入增加行业进入壁垒.....	23
4.2.3. 短视频冲击环比不明显，用户长短视频内容消费或趋平衡.....	23
4.3. 秀场+打赏直播模式受宏观影响大，2019 年新业务借力增长.....	24
5. 在线广告——看好社交广告；搜索广告需求更具刚性	25
5.1. 宏观经济增速下行时，SME 广告预算缩减首当其冲.....	26
5.2. 搜索广告需求较品牌广告更具刚性.....	26
5.3. 社交广告增长可见度更高，小程序带来同比环比增量.....	27
6. 基础设施云增长无忧，稳定拉动互联网公司收入增长	28
6.1. 全球云基础设施市场持续整合.....	28
6.2. 中国基础设施云市场由互联网巨头引领.....	29
7. 推荐标的	30
7.1. 阿里巴巴.....	30
7.2. 腾讯.....	31
7.3. 拼多多.....	31
7.4. 哔哩哔哩.....	31
7.5. 关注随宏观经济回暖复苏的子行业.....	32
8. 主要互联网公司估值历史走势	32

图表目录

图 1：中国互联网月度活跃设备数.....	6
图 2：中国移动互联网用户月度总使用时长（千亿分钟）.....	6

图 3: 中国移动互联网用户人均单日使用时长 (分钟)	6
图 4: 互联网中概历史平均动态市盈率	7
图 5: BAT 历史平均动态市盈率	7
图 6: 2018 年迄今股价表现	7
图 7: 人民币对美元汇率历史走势	8
图 8: 中国移动游戏市场实际销售收入	10
图 9: 2018.10 手游行业渗透率及用户规模	10
图 10: 腾讯旗下手游渗透率及用户规模	10
图 11: 腾讯旗下手游月均 DAU	10
图 12: 中国为全球最大移动游戏市场, 2018	12
图 13: 全球移动游戏市场规模	12
图 14: 各市场流水 TOP50 手游上线时间数量占比	12
图 15: 各市场手游流水 TOP50 手游 IP 类型数量占比, 2018	12
图 16: 2018 年中国 15 强公司手游收入海外占比	14
图 17: 中国企业移动游戏业务海外市场占有率, 2018	14
图 18: 中国实物商品网上零售额及名义同比增速	15
图 19: 中国网络零售 B2C 市场份额, 3Q18	16
图 20: 2018 双十一各平台销售额占比	16
图 21: 阿里巴巴历年双十一交易额	16
图 22: 客户管理收入及同比增速	17
图 23: 阿里巴巴客户管理和佣金收入板块转化率	17
图 24: 拼多多用户构成对比	18
图 25: 年度活跃买家数量比较	18
图 26: MAU 对比	18
图 27: 阿里巴巴、京东和拼多多年度 GMV 对比	19
图 28: 活跃买家人均年度 GMV 比较, 截至 18Q3	19
图 29: 2018 年 10 月综合电商 MAU 同比净增比较	19
图 30: 2017-2021E 中国电竞市场规模	21
图 31: 2015-2018E 中国和全球电竞用户对比	21
图 32: 电竞产业链	22
图 33: 腾讯与爱奇艺 Q2 与 Q3 付费会员数量对比	22
图 34: 2018 年 9 月主要视频平台人均使用次数	23
图 35: 2018 年 9 月主要视频平台月人均使用时长	23
图 36: 2018.9 移动视频主要二级行业月活跃用户规模	24
图 37: 2018.9 移动视频主要二级行业用户总使用时长	24
图 38: 中国网络广告市场规模	25
图 39: 中国不同形式网络广告市场份额及预测	25
图 40: 中国网络搜索广告市场规模	26
图 41: 中国社交网络广告规模	27
图 42: 全球云基础设施市场规模及同比增速	28
图 43: 全球云基础设施市场份额	28
图 44: 1H18 中国公有云 IaaS 市场份额	29
图 45: 中国公有云市场规模及增速	29
图 46: 中国公有云市场结构	29
图 47: 腾讯 - 市盈率走势	32

图 48: 阿里巴巴 - 市盈率走势.....	32
图 49: 百度 - 市盈率走势.....	32
图 50: 京东 - 市盈率走势.....	32
图 51: 网易 - 市盈率走势.....	33
图 52: 携程 - 市盈率走势.....	33
图 53: 微博 - 市盈率走势.....	33
图 54: 新浪 - 市盈率走势.....	33
图 55: 陌陌 - 市盈率走势.....	33
图 56: 欢聚时代 - 市盈率走势.....	33
图 57: 汽车之家 - 市盈率走势.....	34
图 58: 易车网 - 市盈率走势.....	34
图 59: 前程无忧 - 市盈率走势.....	34
图 60: 唯品会 - 市盈率走势.....	34
图 61: 金山软件 - 市盈率走势.....	34
图 62: 58 同城 - 市盈率走势.....	34
表 1: 三季度收入及利润与市场一致预期对比.....	8
表 2: 中国互联网公司估值比较.....	9
表 3: 游戏行业政策监管事件.....	11
表 4: 3Q18 在线游戏收入变现.....	11
表 5: 中国 iOS 手游 6-7 月流水月度排名.....	13
表 6: 中国 iOS 手游 8-9 月流水月度排名.....	13
表 7: 中国 iOS 手游下载排名.....	13
表 8: 2018 全球手游流水 Top10	14
表 9: 2018.9 中国手游出海收入及下载排行 (APP Store + Google Play)	15
表 10: 3Q18 电商收入概览.....	16
表 11: 拼多多与其他电商平台用户.....	19
表 12: 2018.10.20-2018.11.20 排名 Top 10 直播平台相关数据.....	21
表 13: 3Q18 直播收入.....	24
表 14: 三季度在线广告收入.....	26
表 15: 云计算主要 IAAS 公司三季报对比.....	30

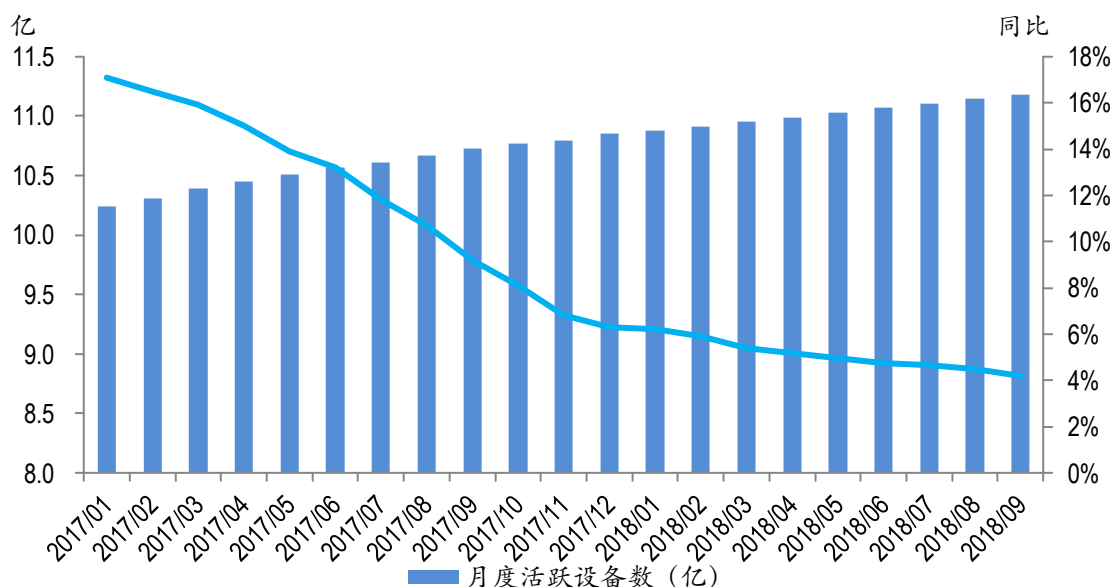
1. 2019 年投资策略: 大浪淘沙显真金

1.1. 关注细分市场的成长机会

我们看到移动互联网用户规模已经很稳定, 根据 QuestMobile 的数据, 中国互联网 9 月月度活跃设备数同比仅增长 4.2% 至 11.2 亿, 增速进一步放缓; 在整体移动互联网渗透率已经接近饱和的情况下, 我们更关注互联网细分子行业的成长机会。我们注意到大部分互联网公司的业绩展望都包含了对宏观经济下行压力的预期, 广告行业首当其冲。另外, 政策监管的趋严也给上市公司业绩带来短期波动。

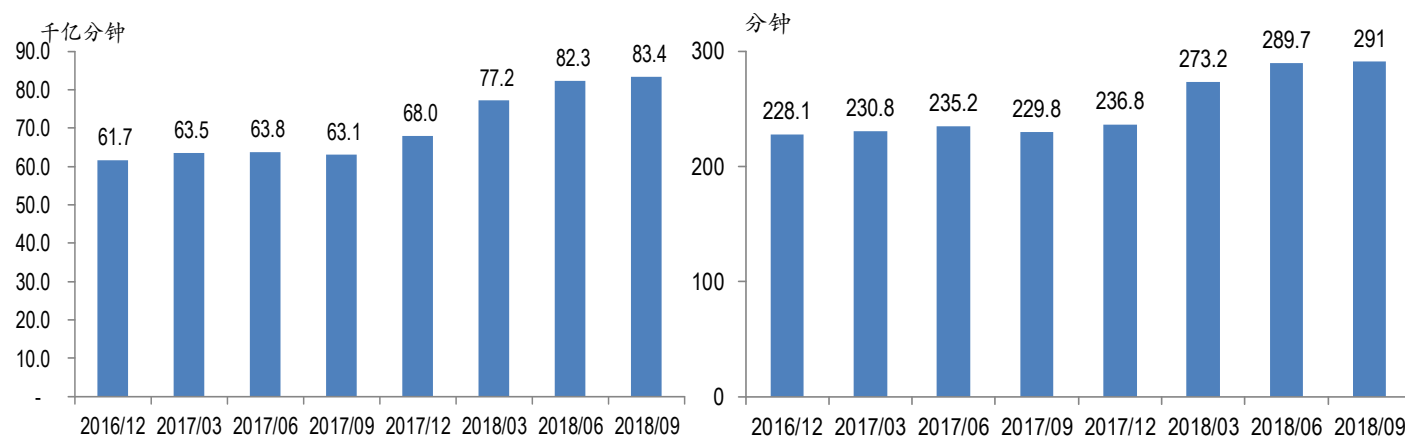
展望 2019, 我们关注以下几个领域, 仍然有相对强劲的成长性: 1) 低线消费互联网用户红利; 2) 年轻互联网用户的线上娱乐消费需求; 3) 社交广告和推荐信息流广告; 4) IaaS 云计算市场。

图 1: 中国互联网月度活跃设备数



资料来源: QuestMobile、安信证券研究中心

图 2: 中国移动互联网用户月度总使用时长 (千亿分钟) 图 3: 中国移动互联网用户人均单日使用时长 (分钟)



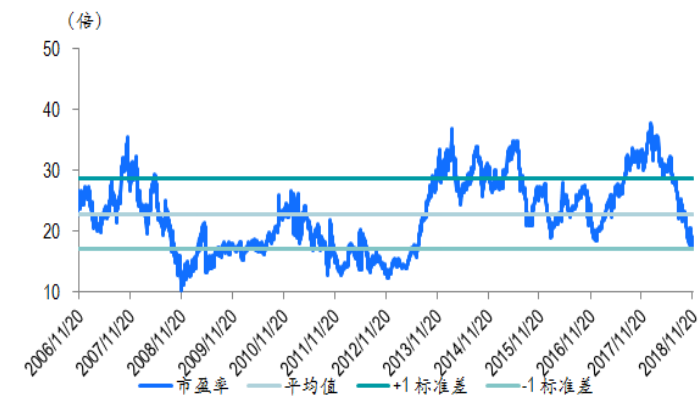
资料来源: QuestMobile、安信证券研究中心

资料来源: QuestMobile、安信证券研究中心

1.2. 行业估值回调至历史平均水平

我们通过计算互联网中概的历史平均动态市盈率，明显看出今年出现了估值的回调。我们认为背后的原因既包括对公司业绩预期的下调，也包括了由增长 CAGR 放缓带来的估值下调。从历史趋势来看，整个互联网中概的平均动态市盈率为 23 倍左右，BAT 的平均动态市盈率为 27 倍左右。

图 4：互联网中概历史平均动态市盈率



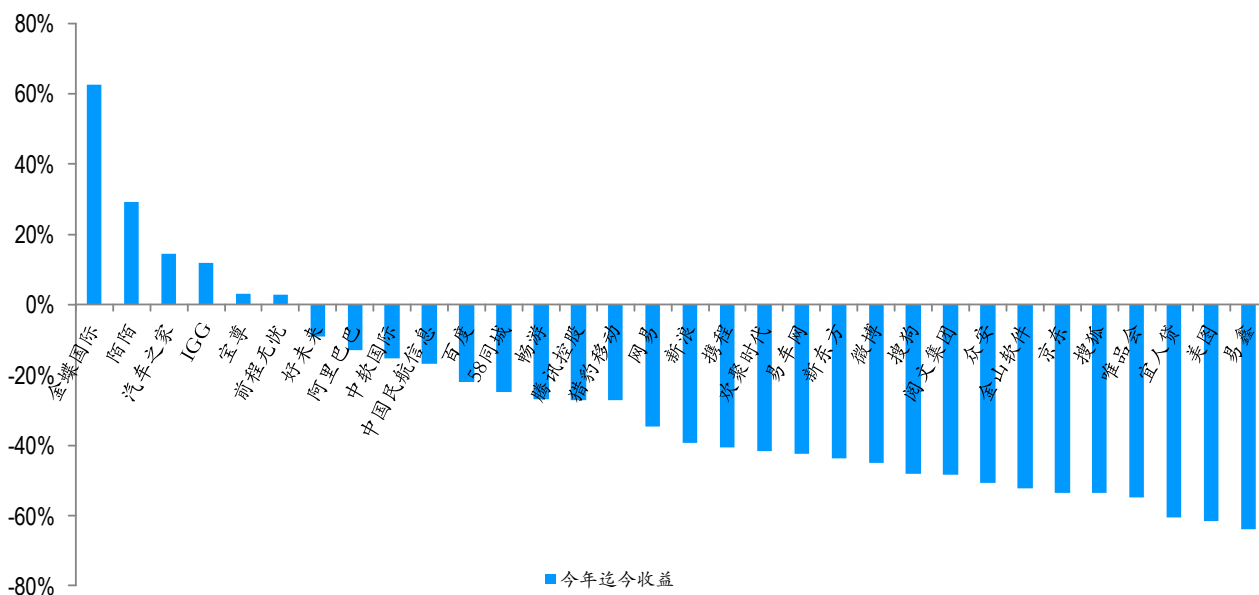
资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 5：BAT 历史平均动态市盈率



资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 6：2018 年迄今股价表现



资料来源：彭博（截至 2018.11.23）、安信证券研究中心

1.3. 收入展望反映了对宏观经济因素

从下表我们整理的 20 多家中概互联网公司的三季度业绩来看，超过一半的公司收入符合预期，我们认为这里面已经把宏观经济增速放缓的影响考虑在预期内；大多数公司三季度调整后净利润都是超过市场预期，这里面部分有非经营项目对净利润的影响；从四季度指引来看与上一季度指引相比更多的公司符合市场预期而较少超预期，我们认为这或反映出宏观经济因素对互联网板块的影响。

从季报后一交易日以及今年迄今为止的股价表现看，延续二季度，我们看到公司股价继续承受更大的下行压力，或来自基本面放缓和美股资金面的双杀。

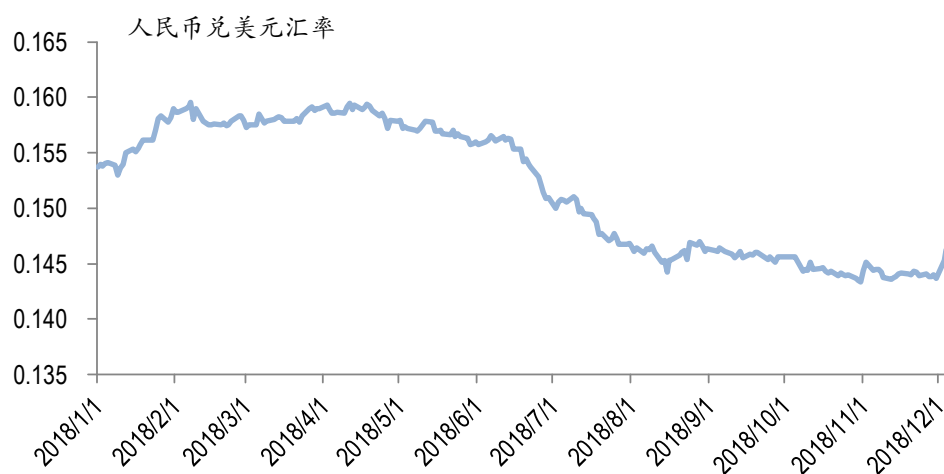
表 1: 三季度收入及利润与市场一致预期对比

公司	股票代码	三季度收入 VS 彭博预期		三季度非通用会计准则净利润 VS 彭博预期		四季度收入指引中值 VS 彭博预期
阿里巴巴	BABA US	符合预期	-1.5%	超过预期	38%	-
百度	BIDU US	符合预期	1.5%	超过预期	13.6%	不及预期
京东	JD US	符合预期	-0.9%	符合预期	1.4%	符合预期
网易	NTES US	符合预期	0.9%	符合预期	-0.7%	-
微博	WB US	符合预期	0.8%	超过预期	3.8%	不及预期
新浪	SINA US	符合预期	0.9%	超过预期	29.9%	不及预期
金山软件	3888 HK	超过预期	5.1%	不及预期	NM	-
搜狗	SOGO US	符合预期	-1.1%	超过预期	664%	不及预期
虎牙	HUYA US	符合预期	1.4%	超过预期	41%	符合预期
易车	BITA US	符合预期	1.9%	超过预期	12.6%	符合预期
唯品会	VIPS US	符合预期	1.7%	超过预期	65.1%	符合预期
58 同城	WUBA US	符合预期	2.0%	超过预期	36.3%	符合预期
汽车之家	ATHM US	符合预期	1.5%	超过预期	10.2%	符合预期
陌陌	MOMO US	符合预期	0.6%	符合预期	0.8%	不及预期
欢聚时代	YY US	超过预期	2.8%	超过预期	5.7%	符合预期
前程无忧	JOBS US	超过预期	2.6%	超过预期	17.7%	符合预期
宝尊	BZUN US	符合预期	1.5%	超过预期	5.4%	超过预期
猎豹移动	CMCM US	超过预期	3.4%	超过预期	5.4%	符合预期
爱奇艺	IQ US	符合预期	-0.9%	不及预期	-46.7%	符合预期
腾讯	700 HK	符合预期	0.2%	超过预期	6.2%	-
搜狐	SOHU US	符合预期	0.6%	不及预期	-108%	不及预期
畅游	CYOU US	超过预期	9.6%	超过预期	172%	超过预期
Bilibili	BILI US	超过预期	4.6%	不及预期	-41.7%	符合预期
拼多多	PDD US	超过预期	12.2%	nm	nm	-

资料来源: 彭博、安信证券研究中心

注: 3Q18 对应阿里巴巴 2019 财年第二季度; 与彭博市场一致预期相比 2% 以内为符合预期。

图 7: 人民币对美元汇率历史走势



资料来源: 彭博、安信证券研究中心

1.4. 中国互联网公司估值比较

表 2: 中国互联网公司估值比较

公司名称	股票代码	交易货币	收盘价	本年迄今收益	市值	Non-GAAP P/E			P/S		
			12-04-2018	%		2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
阿里巴巴	BABA US	美元	158.34	(8.2)	410,446	32.5	31.2	24.1	11.3	7.2	5.4
腾讯控股	700 HK	港币	328.40	(20.9)	391,207	41.0	33.9	28.2	11.2	8.6	6.6
百度	BIDU US	美元	182.66	(22.0)	63,668	21.0	18.6	16.8	5.2	4.3	3.7
小米	1810 HK	港币	14.64	na	41,330	na	27.7	21.6	na	1.6	1.2
美团	3690 HK	港币	53.85	na	38,421	na	na	na	na	4.1	2.7
京东	JD US	美元	21.45	(48.2)	35,974	43.7	91.7	46.2	0.7	0.5	0.4
网易	NTES US	美元	229.43	(33.5)	30,131	15.9	23.8	19.9	3.9	3.1	2.4
拼多多	PDD US	美元	23.32	na	25,834	na	na	na	101.5	16.5	7.3
携程	CTRP US	美元	29.63	(32.8)	16,155	32.2	25.9	25.5	4.2	3.6	3.0
好未来	TAL US	美元	28.40	(4.4)	16,111	108.8	73.6	53.4	15.9	9.5	6.4
微博	WB US	美元	65.09	(37.1)	14,525	37.8	24.5	20.5	12.8	8.4	6.7
爱奇艺	IQ US	美元	19.58	na	14,169	na	na	na	6.0	3.9	3.0
汽车之家	ATHM US	美元	86.46	35.1	10,152	36.6	24.6	20.8	11.3	9.7	8.0
新东方	EDU US	美元	59.95	(36.2)	9,514	32.4	27.4	24.1	5.3	3.9	3.1
58 同城	WUBA US	美元	59.58	(16.8)	8,826	41.2	23.6	20.0	6.2	4.6	3.8
中国民航 信息	696 HK	港币	21.25	(10.7)	7,848	22.6	20.7	17.9	7.7	7.1	6.3
陌陌	MOMO US	美元	31.69	29.5	6,480	18.9	13.2	10.3	4.9	3.2	2.5
众安	6060 HK	港币	33.90	(51.7)	6,303	na	na	na	7.6	4.4	2.8
阅文集团	772 HK	港币	42.60	(48.8)	5,589	74.5	37.6	24.3	9.5	7.7	5.2
新浪	SINA US	美元	65.49	(34.7)	4,681	23.3	21.5	17.9	3.0	2.2	1.8
前程无忧	JOBS US	美元	68.43	12.5	4,228	33.3	24.7	19.9	10.2	7.7	6.3
欢聚时代	YY US	美元	65.97	(41.7)	4,188	10.9	9.2	8.3	2.5	1.8	1.5
哔哩哔哩	BILI US	美元	14.33	na	3,991	na	na	na	11.1	6.8	4.3
唯品会	VIPS US	美元	5.54	(52.7)	3,673	8.3	9.6	8.6	0.4	0.3	0.3
金蝶国际	268 HK	港币	8.11	82.5	3,390	88.1	60.7	46.4	10.4	8.2	6.6
虎牙	HUYA US	美元	15.81	na	3,222	na	61.6	36.0	10.1	4.8	3.2
搜狗	SOGO US	美元	6.17	(46.7)	2,451	19.9	26.3	22.7	2.7	2.2	1.8
金山软件	3888 HK	港币	13.60	(48.1)	2,374	10.3	52.2	16.8	3.1	2.9	2.1
宝尊	BZUN US	美元	36.40	15.3	2,078	55.1	38.6	23.6	3.5	2.6	2.0
猎聘	6100 HK	港币	29.85	na	1,931	682.4	114.7	35.9	16.0	10.7	7.4
美图	1357 HK	港币	3.29	(70.3)	1,727	na	na	na	2.8	3.5	3.7
易鑫	2858 HK	港币	2.13	(67.0)	1,675	27.1	62.6	15.4	3.2	2.2	1.7
IGG	799 HK	港币	9.79	16.8	1,619	10.2	8.1	7.3	2.6	2.0	1.8
趣店	QD US	美元	4.90	(60.9)	1,611	4.9	4.4	3.8	2.3	1.5	1.1
拍拍贷	PPDF US	美元	5.05	(29.0)	1,518	75.7	5.3	5.3	2.7	2.6	2.3
中软国际	354 HK	港币	4.75	(10.9)	1,435	18.4	13.8	11.0	1.1	0.9	0.8
易车网	BITA US	美元	18.71	(41.2)	1,361	27.0	13.8	13.5	1.1	0.9	0.8
趣头条	QTT US	美元	4.53	na	1,291	na	na	na	17.1	3.0	1.2
畅游	CYOU US	美元	18.93	(23.7)	998	7.6	10.7	9.6	1.7	2.1	2.1
宜人贷	YRD US	美元	16.03	(63.5)	973	5.2	7.4	6.1	1.3	1.2	1.0

资料来源: 彭博、安信证券研究中心

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

2. 游戏看点——精品+出海；业绩弹性增加

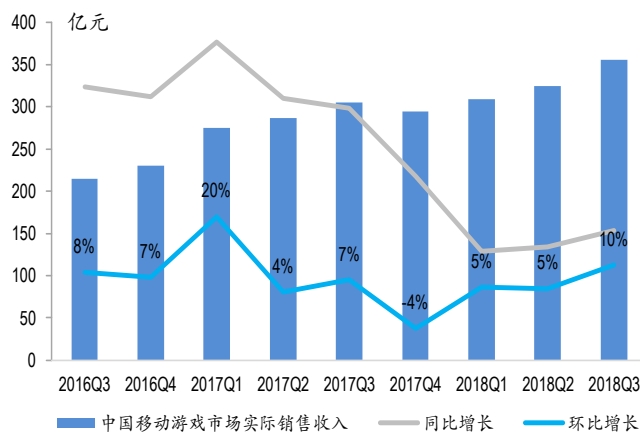
2.1. 2018 年游戏板块的同比增速趋缓；股价已反映政策落地的不确定性

游戏行业在 Q3 延续了 2018 上半年增长乏力的大趋势，暑期游戏旺季带来环比增长。根据伽马数据，2018Q3 移动游戏同比增长 16.6%，环比增长 9.7%达到 356 亿元，较 2018Q2 移动游戏 12.8%的同比增速、3.4%的环比增速有所回升，数据显示中国游戏行业正在回暖复苏。

从同比来看，游戏行业 2018 年增速放慢主要原因或包括以下几方面：

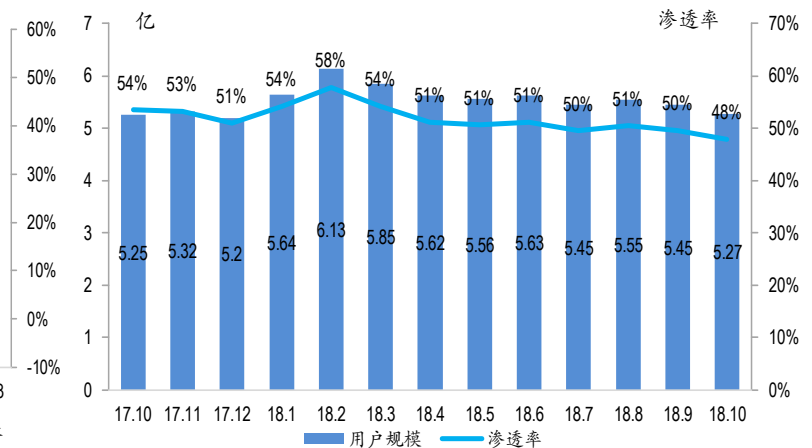
- 1) 吃鸡游戏的变现因版号原因推延，但是占用了玩家在现有变现能力强的游戏的时长。版号的推迟审批大幅减少了新游戏上线的数量，也影响了公司对具备版号的游戏储备；
- 2) 短视频等线上娱乐方式的兴起占用用户时长；
- 3) 世界杯横跨二三季度，占用了玩家的游戏时长；
- 4) 游戏的生命周期变短，老游戏进入成熟期，新游戏高流水表现持续时间短。

图 8：中国移动游戏市场实际销售收入



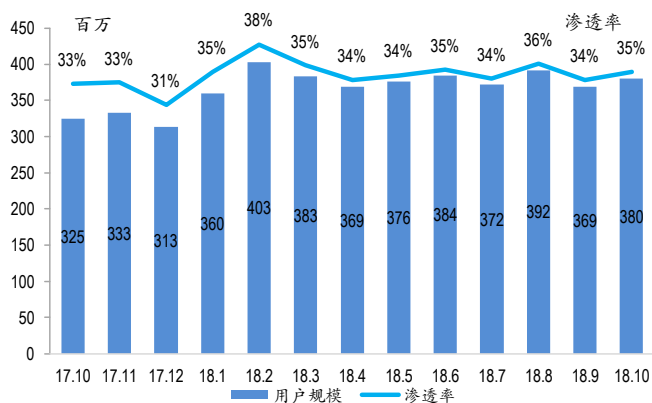
资料来源：伽马数据、安信证券研究中心

图 9：2018.10 手游行业渗透率及用户规模



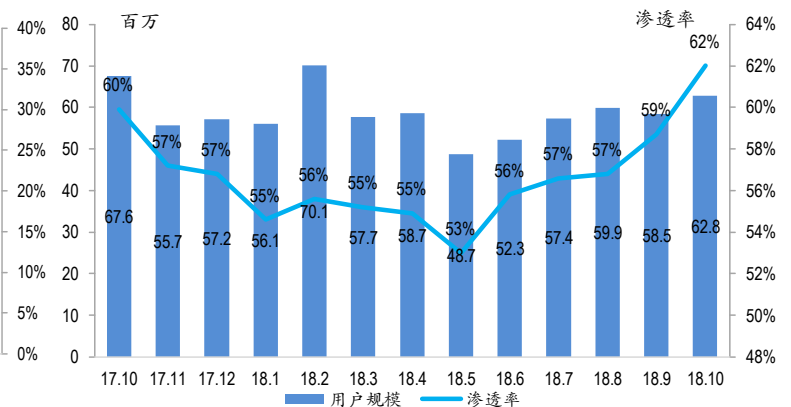
资料来源：极光大数据、安信证券研究中心
注：取数周期为 2017.10-2018.10

图 10：腾讯旗下手游渗透率及用户规模



资料来源：极光大数据、安信证券研究中心
注：取数周期为 2017.10-2018.10

图 11：腾讯旗下手游月均 DAU



资料来源：极光大数据、安信证券研究中心
注：取数周期为 2017.10-2018.10

我们认为市场上对于中国上市游戏公司的增长稳定性与变现能力的担忧已经充分反映在股价当中。今年8月30日教育部等八大部门发布通知称将对网络游戏总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量。我们认为未来单游戏价值上升、游戏精品化、游戏开发商相对渠道的话语权变大是潜在趋势。从另一个方面来看，国内游戏行业马太效应强，中小长尾游戏厂商对游戏产业规模贡献微弱，所以政策对行业的头部公司的影响有限，有利于淘汰尾部游戏，提升整个行业的内容质量。

表 3：游戏行业政策监管事件

时间	政策监管事件
2018.3	国务院拟撤销国家新闻出版广电总局，组建国家广播电视总局作为国务院直属机构，电影、新闻出版归中宣部管理。
2018.8.30	教育部、新闻出版署等八部委联合印发《综合防控儿童青少年近视实施方案》， 实施网络游戏总量控制，控制新增网络游戏上网运营数量，探索符合国情的适龄提示制度。
2018.9	腾讯表示《王者荣耀》将启动最严格实名策略。
2018.9.11	中国机构编制网公布新一轮广电机构的“三定”政策。
2018.10.11	国务院办公厅发布《完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020年）》指出，文化领域要“拓展数字影音、动漫游戏、网络文学等数字文化内容。”
2018.10.25	《王者荣耀》启动强制公安实名校验，不通过者禁止登陆。
2018.10.25	至少 29 省份的机构改革方案已获中央批复同意。
2018.10.26	腾讯扩大了《王者荣耀》强制实名校验区域，新增八地市。
2018.11.5	腾讯官方宣布《王者荣耀》后全线游戏产品将启用健康系统，为了更好的保护未成年人健康上网，腾讯将把这项防沉迷措施作为标准配置，在全线游戏产品中启用。
2018.11.6	未成年人守护生态共建发布会。
2018.11.11	全国各省地方机构改革方案通过。

资料来源：广电总局、新浪科技、安信证券研究中心

表 4：3Q18 在线游戏收入变现

	三季度游戏收入		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	31,910	4.7%	-3%	-4.5%	3%	
--手游	19,478	11%	7%	-2%	14%	
--端游	12,431	-4%	-15%	-9%	-12%	
网易	10,348	3%	28%	-	-	
畅游	653	2%	-28%	-10%至-19%	-1%至-11%	
金山软件	678	17%	-9%	-1%	-11%	

资料来源：公司财报，安信证券研究中心

注：此处腾讯和金山软件的 Q4 数据为安信证券研究中心预测值。

2.2. 中国成为全球手游迭代最活跃市场，行业增长动力来自于创新玩法的变现、ARPU 的提升以及海外布局

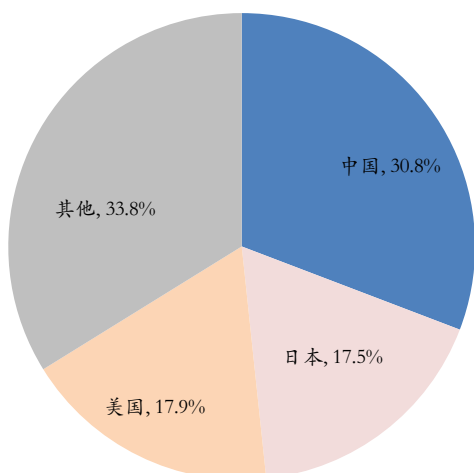
鉴于移动游戏用户的渗透率已经接近饱和，我们认为游戏的增长动力更多来自于 ARPU 的提高、以及创新玩法拓宽可触达玩家规模、游戏出海的收入贡献。

同时我们也看到，由于行业政策落地和新游推出时点的不确定性，2019 年游戏公司的业绩表现的季度波动性增大，新游上线可能会抵消或加剧行业本身的季节波动特点。

2.2.1. 中国为全球最大手游市场，头部游戏更迭最活跃

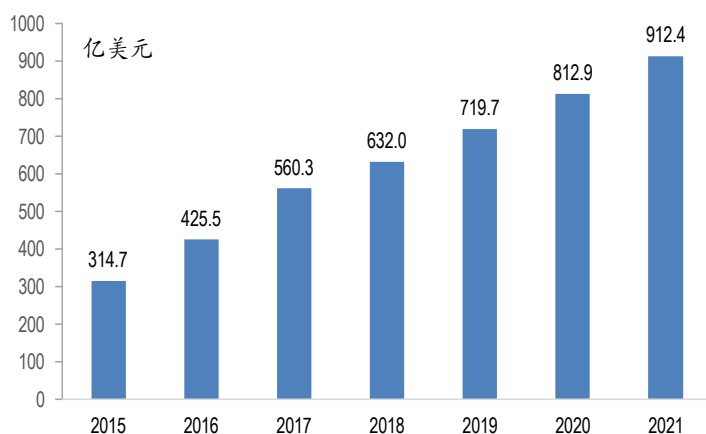
我们看到中国移动游戏市场增长快速且市场规模在全球领先，根据 Newzoo 数据报告，2018 年全国移动游戏市场规模同比增长 13% 增加至 632 亿美元，预计 2021 年将达到 912 亿美元，2017-2021 年 CAGR 为 13%，中国超越美国、日本成为全球最大移动游戏市场，市场份额占比 30.8%，排在其后的是美国、日本，市场规模分别达到 112.7 亿美元和 110.6 亿美元。对各国游戏厂商头部手游上线时间进行分析，中国最近两年新上线的游戏占 TOP50 流水的比例显著高于其他国家，高达 60%。从游戏内容来看，中国 TOP50 游戏中游戏 IP 占比也远高于全球平均水平，可见 IP 游戏在中国十分受欢迎。

图 12：中国为全球最大移动游戏市场，2018



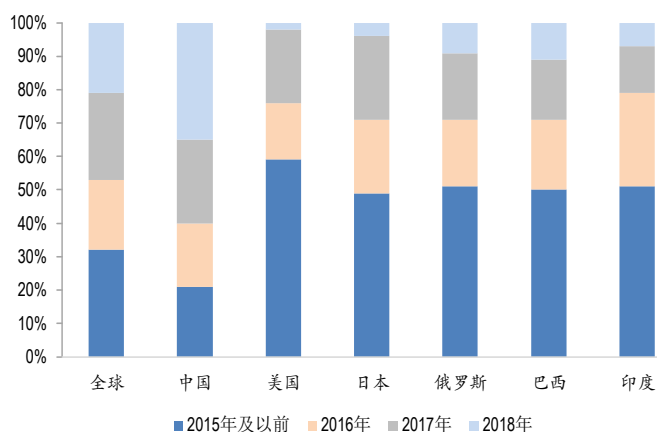
资料来源：Newzoo、安信证券研究中心

图 13：全球移动游戏市场规模



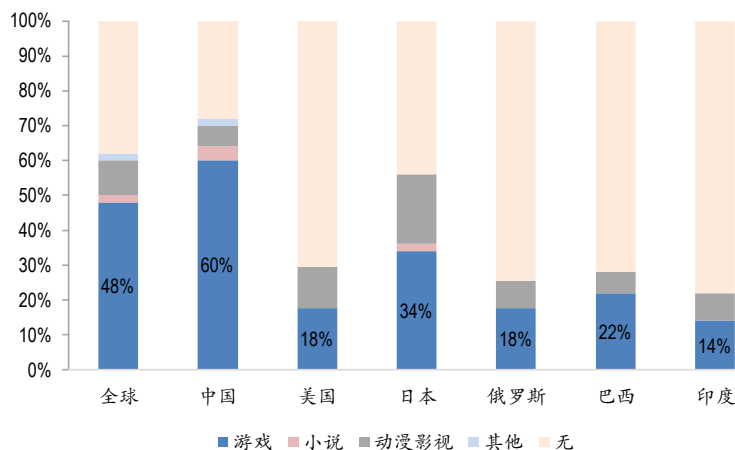
资料来源：Newzoo、安信证券研究中心

图 14：各市场流水 TOP50 手游上线时间数量占比



资料来源：Newzoo、安信证券研究中心

图 15：各市场手游流水 TOP50 手游 IP 类型数量占比，2018



资料来源：Newzoo、安信证券研究中心

2.2.2. 头部游戏地位巩固；Top10 手游更多元

中国手游从流水来看，我们注意到 Top10 中出现了更多的新游，但头部游戏例如《王者荣耀》、《梦幻西游》、《QQ 飞车》排名巩固。从下载来看，《绝地求生：刺激战场》一直保持高下载量，我们认为其热度不减，为未来变现巩固了玩家基础。

表 5：中国 iOS 手游 6-7 月流水月度排名

排名	7 月			8 月		
	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
2	梦幻西游	MMO	网易	我叫 MT4	MMO	腾讯
3	自由幻想	MMO	腾讯	梦幻西游	MMO	网易
4	QQ 飞车	竞速	腾讯	圣斗士星矢	卡牌收集	腾讯
5	大话西游	MMO	网易	梦幻模拟战	SRPG	紫龙互娱
6	楚留香	MMO	网易	QQ 飞车	竞速	腾讯
7	风之大陆	MMO	紫龙互娱	自由幻想	MMO	腾讯
8	乱世王者	SLG	腾讯	阴阳师	RPG	网易
9	剑侠情缘	MMO	腾讯	大话西游	MMO	网易
10	阴阳师	RPG	网易	楚留香	MMO	网易

资料来源：App Annie，安信证券研究中心

表 6：中国 iOS 手游 8-9 月流水月度排名

排名	9 月			10 月		
	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
2	梦幻西游	MMO	网易	梦幻西游	MMO	网易
3	我叫 MT4	MMO	腾讯	神都夜行录	MMO	网易
4	梦幻模拟战	SRPG	紫龙互娱	QQ 飞车	竞速	腾讯
5	万王之王 3D	MMO	腾讯	梦幻模拟战	SRPG	紫龙互娱
6	QQ 飞车	竞速	腾讯	斗破苍穹：斗帝之路	3DMMO	腾讯
7	阴阳师	RPG	网易	大话西游	MMO	网易
8	圣斗士星矢	卡牌收集	腾讯	阴阳师	RPG	网易
9	大话西游	MMO	网易	航海王：燃烧意志	3D RPG	阿里巴巴
10	乱世王者	SLG	腾讯	FGO	二次元 RPG	哔哩哔哩

资料来源：App Annie，安信证券研究中心

表 7：中国 iOS 手游下载排名

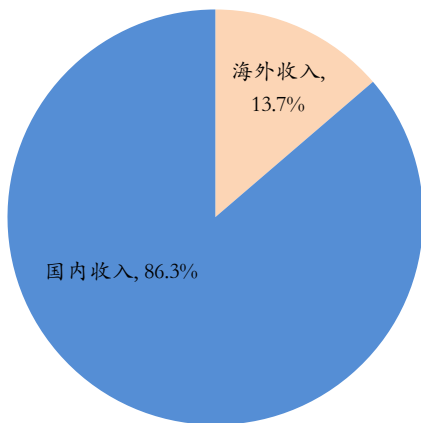
排名	7 月		8 月		9 月		10 月	
	游戏	公司	游戏	公司	游戏	公司	游戏	公司
1	绝地求生：刺激战场	腾讯	绝地求生：刺激战场	腾讯	Happy Glass	AppLovin	绝地求生：刺激战场	腾讯
2	Hole.io	Voodoo	圣斗士星矢	腾讯	绝地求生：刺激战场	腾讯	Happy Glass	AppLovin
3	Love Balls	SuperTapx	Hole.io	Voodoo	神都夜行录	网易	红警 OL	腾讯
4	我叫 MT4	腾讯	流星蝴蝶剑	网易	王者荣耀	腾讯	香肠派对	心动游戏
5	王者荣耀	腾讯	万王之王 3D	腾讯	斗破苍穹：斗帝之路	腾讯	Numpuz	多比特
6	风之大陆	紫龙互娱	Bumper.io	Voodoo	Hungry Dragon	育碧	航海王：燃烧意志	阿里巴巴
7	绝地求生：全军出击	腾讯	电击文库：零境交错	腾讯	航海王：燃烧意志	阿里巴巴	王者荣耀	腾讯
8	自由幻想	腾讯	王者荣耀	腾讯	武动乾坤	阿里巴巴	Weapons Firearms Simulator 1	Oranginal Plan
9	Minecraft Pocket	网易	疯狂动物城筑梦日记	腾讯	香肠派对	心动游戏	神都夜行录	网易
10	第五人格	网易	Tenkyu	Voodoo	欢乐斗地主	腾讯	欢乐斗地主	腾讯

资料来源：App Annie，安信证券研究中心

2.3. 游戏出海布局，头部游戏地位稳固

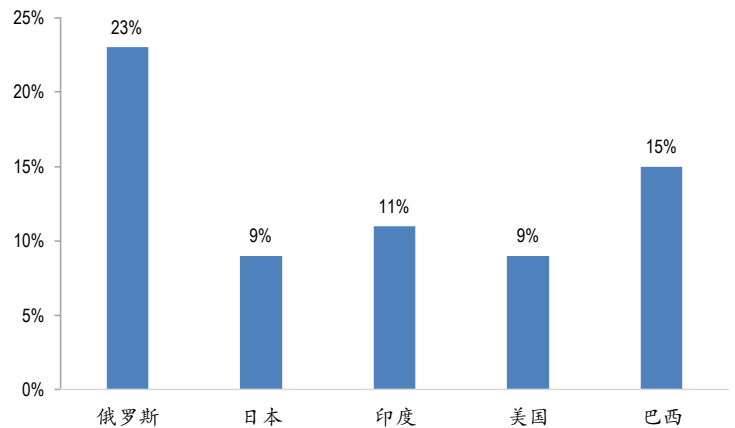
中国是全球最大的移动游戏市场，根据 Newzoo，2018 年全球移动游戏市场规模达 632.0 亿美元，而中国市场 194.4 亿美元，占比最大，达 30.8%，其次为美国和日本。2018 年全球移动游戏用户规模超过 22 亿，亚太地区 11.92 亿，全球最多；从全球手游流水 Top 10 来看，中国手游占 6 款。在中国 Top15 手游企业中，海外收入在今年约贡献 14% 的收入；中国企业移动游戏海外市场方面，俄罗斯、巴西、印度占有率较高，在全球第二三大市场美国和日本，占有率均为 9%。

图 16：2018 年中国 15 强公司手游收入海外占比



资料来源：Newzoo、CNG、安信证券研究中心

图 17：中国企业移动游戏业务海外市场占有率，2018



资料来源：Newzoo、CNG、安信证券研究中心

表 8：2018 全球手游流水 Top10

排名	国家	公司	游戏名称	游戏类型
1	中国	腾讯	《王者荣耀》	MOBA
2	中国	网易	《梦幻西游》	MMORPG
3	日本	DeliGHTWorks	《Fate/Grand Order》	二次元卡牌
4	中国	腾讯	《QQ 飞车》	竞速
5	日本	MIXI	《怪物弹珠》	休闲
6	中国	网易	《楚留香》	MMORPG
7	韩国	NCSOFT	《天堂 M》	MMORPG
8	美国	动视暴雪	《Candy Crush Saga》	微策略消除
9	中国	腾讯	《乱世王者》	SLG
10	中国	掌趣科技	《奇迹 MU：觉醒》	MMORPG

资料来源：Newzoo，安信证券研究中心

海外市场方面，中国手游作品在海外收入排名头部榜单出现固化趋势。

根据 Sensor Tower，吃鸡游戏持续受到全球玩家热捧，腾讯的《PUBG Mobile》在 8 月份下载排名领先的情况，9 月和 10 月挤入收入排行前 5，货币化潜力强，10 月流水达 2200 万美元，约 1.53 亿元，美国是其主要市场；根据 GameLook，《PUBG Mobile》在海外市场达到了 3000 万 DAU，在发布 8 个月之内，下载量超过了 2 亿次。

从收入榜单来看，《荒野行动》或许是最大赢家，10 月蝉联出海手游榜首。网易 11 月首次披露海外游戏收入比例，三季度收入贡献已超过 10%，主要得益于《荒野行动》在日本的成功。根据 Sensor Tower，《荒野行动》在 2018 年 Q3 的全球总营收大约为 1.35 亿美元，亚洲市场是这款游戏营收的主要驱动力，日本和中国市场合计约贡献了 97% 的总营收；来自日本的收入约 2.74 亿美元，占全球总营收的 74%。

表 9: 2018.9 中国手游出海收入及下载排行 (APP Store + Google Play)

排名	9 月收入 TOP 10		10 月收入 TOP 10	
	游戏	公司	游戏	公司
1	荒野行动	网易	荒野行动	网易
2	王国纪元	IGG	王国纪元	IGG
3	火枪纪元	FunPlus	火枪纪元	FunPlus
4	PUBG Mobile	腾讯	PUBG Mobile	腾讯
5	阿瓦隆之王	FunPlus	黑道风云	友塔网络
6	列王的纷争	智明星通	阿瓦隆之王	FunPlus
7	Mobile Legends	沐瞳科技	列王的纷争	智明星通
8	碧蓝航线 (日语版)	Yostar	文明觉醒	莉莉丝
9	放置奇兵	卓杭网络	无尽对决	沐瞳科技
10	崩坏 3	米哈游	放置奇兵	卓杭网络

资料来源: Sensor Tower、安信证券研究中心

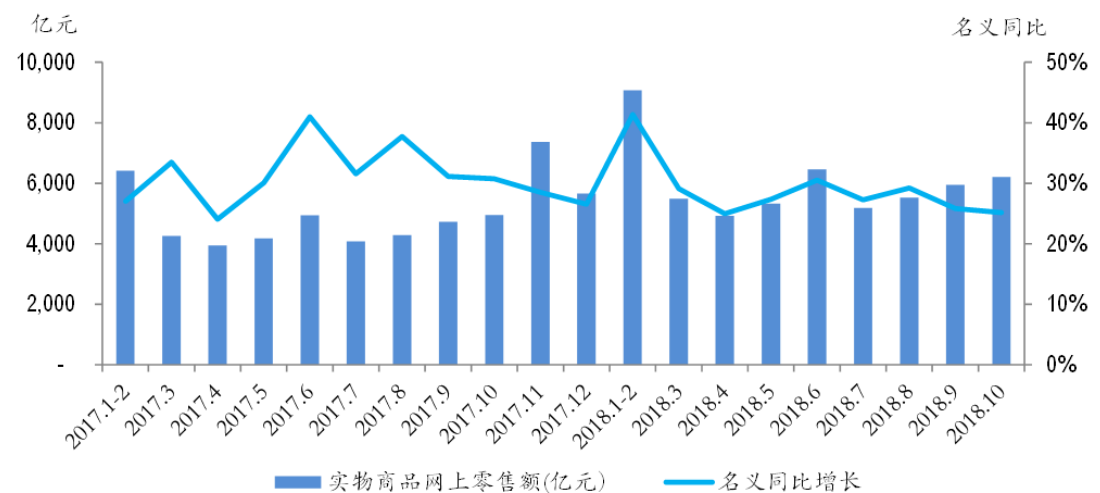
3. 电商行业 GMV 增长常态化, 关注推荐信息流变现及社交电商

3.1. 电商行业增长常态化

根据国家统计局数据, 中国 2018 年前 10 个月实物商品网上零售额 54141 亿元, 增长 26.7%, 占社会消费品零售总额的比重为 17.5%。较去年趋势相比, 我们看到今年的网上实物零售额增长趋势更加常态化, 下半年进入增速缓慢下行的大趋势。根据易观统计, 三季度中国网络零售 B2C 市场, 排名第一的天猫市占率为 60%, 京东市占率接近 26%, 二者已经占据了 85-86% 的市场份额。

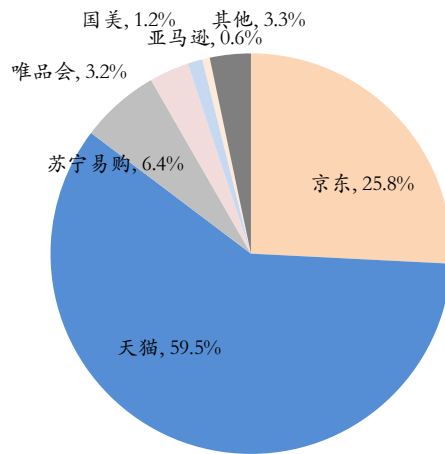
我们认为 2019 年的电商格局从 GMV 的角度难有大的改变, 两个电商巨头的 GMV 增速对整个行业增长有很强的代表性; 反而, 在剩余约 15% 的市场份额中可能会有大的变化, 拼多多虽然从年度活跃买家数排名第二, 但从 GMV 的角度还难以撼动市场第一梯队的格局, 但会影响到其他较小公司的行业排名。我们估计三季度拼多多 GMV 约为京东的三成左右, 或已超过苏宁。

图 18: 中国实物商品网上零售额及名义同比增速



资料来源: 国家统计局、安信证券研究中心

图 19: 中国网络零售 B2C 市场份额, 3Q18



资料来源: 易观、安信证券研究中心

表 10: 3Q18 电商收入概览

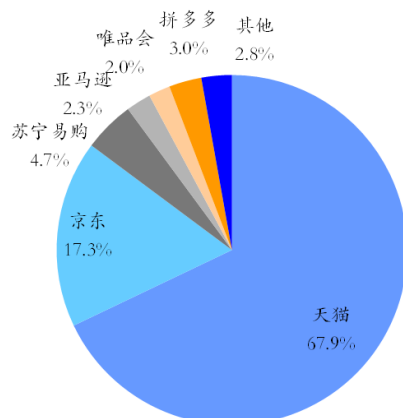
	三季度收入			三季度非通用会计准则净利润		四季度预测/指引	
	百万元	同比增长	环比增长	同比增长	环比增长	同比增长	环比增长
阿里巴巴 (核心商业)	72,475	56%	4.8%	29.6%	12.9%	41%	42%
京东	104,768	25%	-14%	-46.7%	148%	18%至 23%	24% 至 29%
唯品会	17,832	16%	-14%	-9.3%	-14.3%	8%至 13%	46.4%至 53.1%
拼多多	3,372	697%	25%	na	na	na	Na

资料来源: 公司财报、安信证券研究中心

注: 3Q18 对应阿里巴巴 2019 财年第二季度; 阿里巴巴的非通用会计准则净利润对应调整后 EBITA; 四季度预测为安信证券研究中心预测

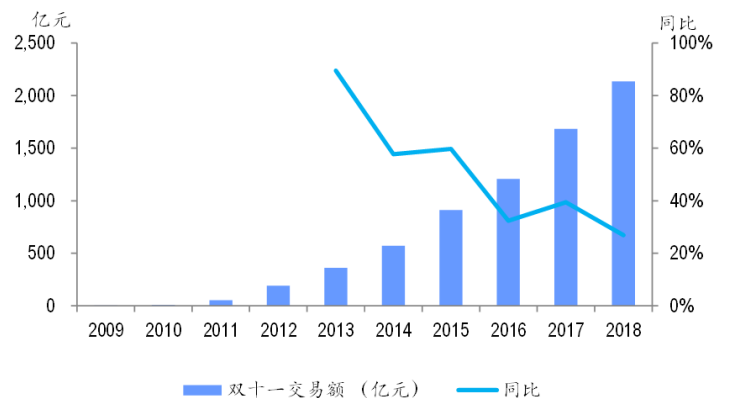
我们预计销售旺季电商节表现也将日趋常态化。根据星图数据统计的线上 B2C 平台交易额, 双十一当天全网销售同比增长 23.7%至 3143 亿元, 阿里披露 2018 双十一交易额达到 2135.5 亿元, 同比增加 27%。电商节更多的是将前后时间的消费集中释放, 激发的增量消费比例或日趋减少, 例如我们观察到阿里巴巴今年双十一 GMV 和其中国零售市场平台收入的同比增速是趋同的, 而且双十一当天交易额占四季度比例在过去四年稳中有升。

图 20: 2018 双十一各平台销售额占比



资料来源: 星图数据、安信证券研究中心

图 21: 阿里巴巴历年双十一交易额



资料来源: 新浪科技、阿里巴巴、安信证券研究中心

3.2. 2019 年增长看点——推荐信息流与社交电商变现

虽然行业 GMV 难有之前爆发式的增长，但我们认为在收入端仍可能有惊喜，主要是来自于营销产品变现、社交电商、低端消费群体的线下转线上。

3.2.1. 推荐信息流变现或给电商行业收入惊喜

我们看到现在电商广告产品主要是搜索广告和展示广告，对于电商自营或第三方平台，收入大多来自于搜索广告；虽然个性化推荐系统已经普遍应用在电商、新闻资讯、在线娱乐等行业，但对其直接变现还尚未成气候。在这方面阿里巴巴一直是行业先行者，回顾阿里巴巴的历史，在 2016 年底淘宝“千人千面”铺开其客户管理收入实现增速的再加速；电商内容的个性化推荐基于用户购买、浏览、购物车等丰富的兴趣数据，优化了用户体验，使网上购物不仅仅是目的性搜索，更增加了“逛”的乐趣。

图 22：客户管理收入及同比增速

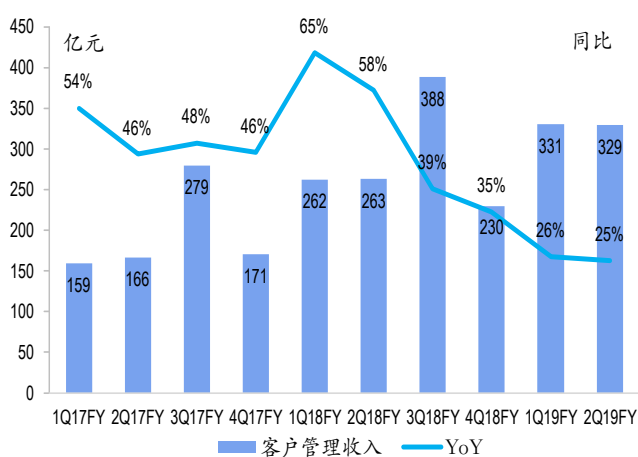
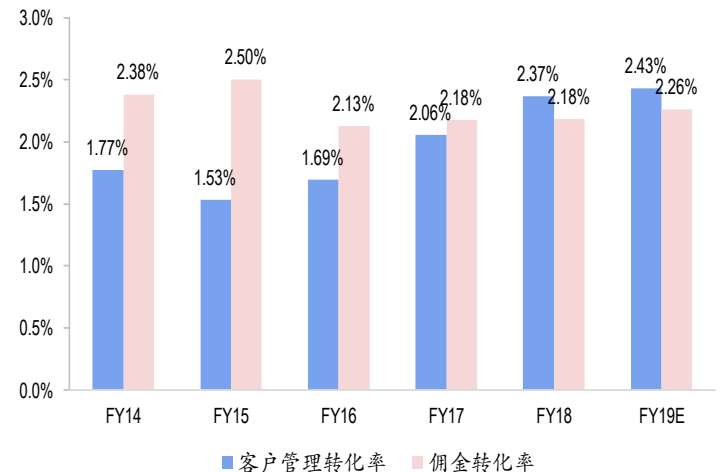


图 23：阿里巴巴客户管理和佣金收入板块转化率



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

资料来源：公司财报、安信证券研究中心

阿里妈妈在 10 月中旬发布会上展示了电商营销产品体系的升级，计划未来推出信息流营销产品，与其原有的产品直通车、钻展一起构成赋能商家营销的新体系。自此之前，手淘已经改版，首屏更加频道化和索引化，而从第二屏开始完全贯彻了“千人千面”的战略，内容完全以推荐信息流的形式呈现。

我们认为淘宝的改版信息流推荐是继“千人千面”后公司的又一大战略转型，目标是将内容与电商进一步结合，推动 GMV 和货币化率一并提升。根据公司公开电话会议，新版推荐功能为公司建立了全面的产品和消费者信息图谱以及用于产品和消费者的信息图谱，对于其变现的时点取决于广告营销产品的优化和商户对于产品 ROI 的认可。我们认为，公司作为电商龙头势必肩负着勇于探索新模式的责任，千人千面的搜索排名算法升级都是阿里巴巴作为行业龙头为行业做出的贡献和指引，或在未来引发整个电商营销的变革。

然而，新的营销产品的变现时间仍有不确定性：一方面商家的营销预算受到 GMV 规模的直接影响，如果明年宏观经济增速继续下行，或影响商家的收入，进而影响到营销预算；另外，新模式探索确实需要时间被商户接受，电商平台需要以高 ROI 来说服商家接受新的营销产品，增加营销推广预算。

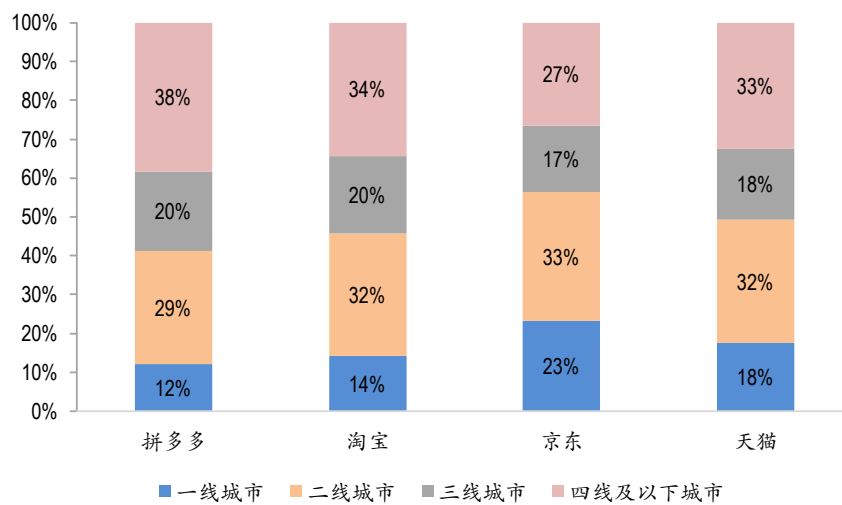
我们认为在推荐信息流营销产品上线之前仍会有一段厚积薄发时间，对阿里来说或将重现客户管理收入再提速的局面，给电商行业营销变现带来新思路。

3.2.2. 低线城市市场尚有用户红利以社交电商的形式释放

我们看到三线及以下城市市场的用户群体在规模和时长方面都在增长，也成为了拼多多、阿里巴巴、陌陌等用户扩展的目标市场。阿里巴巴披露，2018年二三季度净增的年度买家中，有75%-80%是来自于三线及以下城市，我们认为在一二线城市市场渗透较饱和后，低线城市市场正成为用户获取的新高地。

从QuestMobile今年3月的数据来看，国内网购的几个头部app的用户构成一二线城市用户占比约一半，京东占比超过一半，或与其网站的高客单价消费有关；拼多多为四成左右，其次为淘宝。如果对照中国的人口结构约四分之一的一二线城市人口比例，线上购物在低线城市仍然有渗透空间。

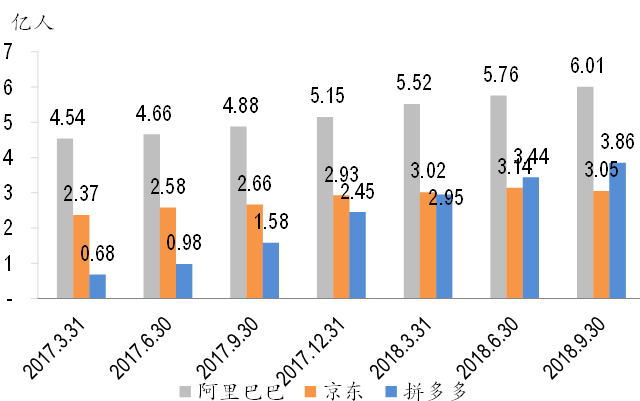
图 24：拼多多用户构成对比



资料来源：Questmobile (2018.3)，安信证券研究中心

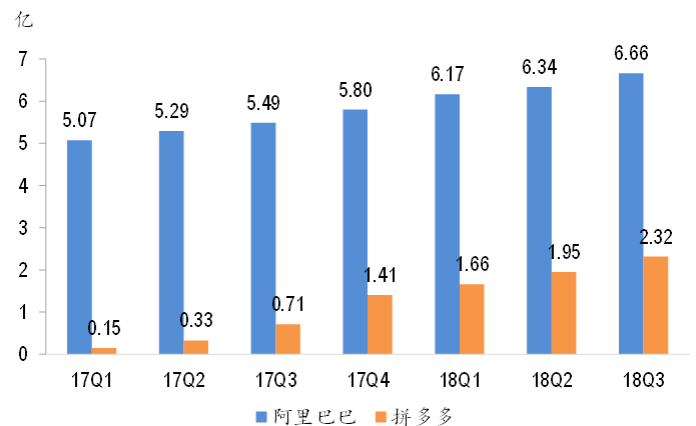
从年度活跃买家数量来看，拼多多、阿里巴巴和京东截至2018年9月30日活跃买家数分别为3.86亿、6.01亿和3.05亿；拼多多从今年二季度在年度活跃买家数上已经超过了京东，成为国内电商的第二名。

图 25：年度活跃买家数量比较



资料来源：公司财报、招股说明书、安信证券研究中心

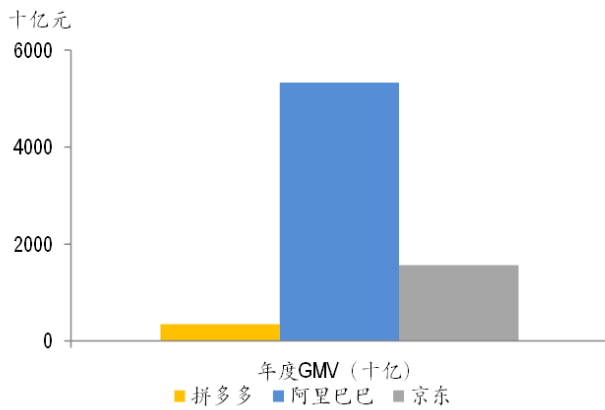
图 26：MAU 对比



资料来源：公司财报，招股说明书，安信证券研究中心

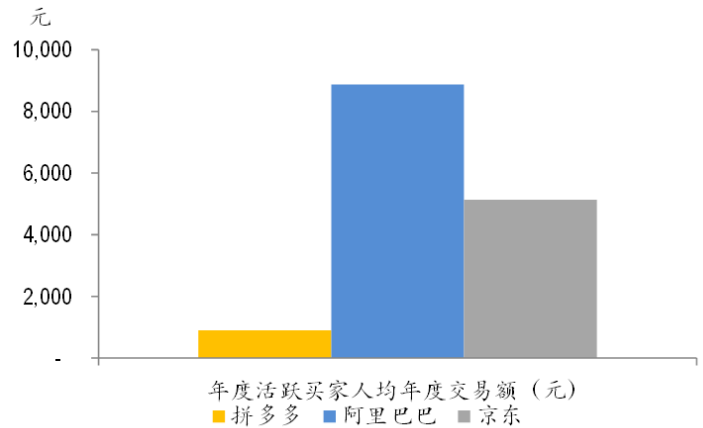
注：此处阿里巴巴的18Q3代表其2019财年二季度，MAU为季度末数据；拼多多的MAU为季度平均数据。

图 27: 阿里巴巴、京东和拼多多年度 GMV 对比



资料来源: 公司财报、招股说明书、安信证券研究中心

图 28: 活跃买家人均年度 GMV 比较, 截至 18Q3



资料来源: 公司财报、招股说明书、安信证券研究中心

根据 QuestMobile, 我们看到网络零售 B2C 与 C2C 的双极格局被拼多多打破, 典型玩家与拼多多重合用户规模急剧上升, 截至 2018 年 9 月, 头部综合电商平台与拼多多重合用户数量都达到了三位数的同比增长, 独占用户比例下降, 反映出了行业竞争进一步加剧。

表 11: 拼多多与其他电商平台用户

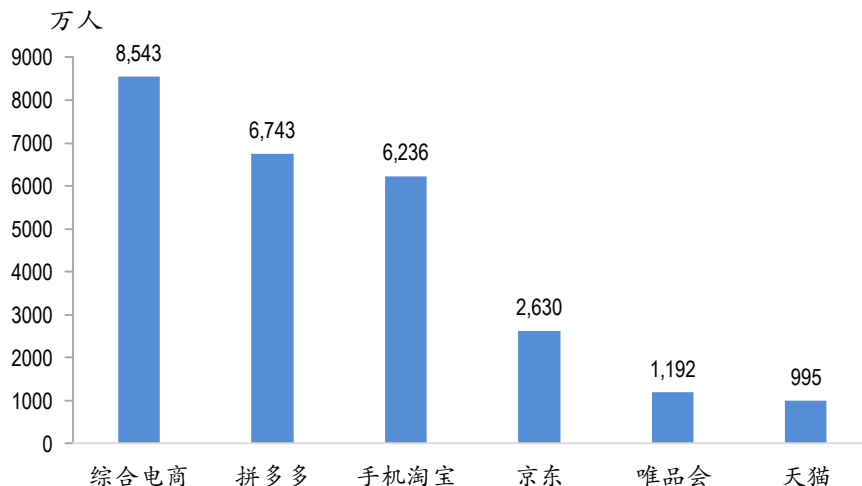
APP	与拼多多重合用户数 (万)		独占用户比例	
	2017 年 9 月	2018 年 9 月	2017 年 9 月	2018 年 9 月
手机淘宝	3,963	9,580 (141.7%)	57.9%	48.3%
京东	1,165	6,351 (445%)	87.6%	65.8%
唯品会	1,545	3,544 (129.3%)	83.6%	80.9%
天猫	949	3,063 (222.8%)	89.9%	83.5%
苏宁易购	832	2,132 (156.3%)	91.2%	88.5%

资料来源: QuestMobile、安信证券研究中心

注: 括号里为同比增速。

我们认为社交平台 and KOL 文化的成熟为社交电商打下了基础, 消费者开始倾向于通过社交关系链的推荐和分享而做出消费行为。拼多多平台的低单价 SKU 和拼购模式更为社交电商消费者试水降低了进入门槛。从 10 月活跃用户同比增量来看, 拼多多在综合电商中居首位。

图 29: 2018 年 10 月综合电商 MAU 同比净增比较



资料来源: QuestMobile, 安信证券研究中心

3.3. 电子商务法或带来行业新变化

《中华人民共和国电子商务法》于 2018 年 8 月 31 日通过，自 2019 年 1 月 1 日起施行。我们筛选出以下值得关注的部分条目，或对未来电商行业带来新的变化，尤其是对平台上第三方商品的质量控制和平台商户资质的审查、把控个性化内容推荐隐藏的大数据杀熟风险、增强微商经营管理的规范化。我们看到虽然电商法覆盖了电商行业的新技术、新现象、新场景，但在具体执行过程中，我们预期市场对执行的具体标准仍有不同解读。

- **淘宝、微商等自然人经营者或需进行工商登记及纳税**

第十条：“电子商务经营者应当依法办理市场主体登记。但是，个人销售自产农副产品、家庭手工业产品……和零星小额交易活动，以及依照法律、行政法规不需要进行登记的除外。”

第十一条：“电商经营者应当依法履行纳税义务，并依法享受税收优惠。”

- **交易管理更规范，发票使交易有据可循**

第十四条：“电子商务经营者销售商品或者提供服务应当依法出具纸质发票或者电子发票等购货凭证或者服务单据。”

- **防止大数据杀熟，基于消费者更多选择权**

第十八条：“电子商务经营者根据消费者的兴趣爱好、消费习惯等特征向其提供商品或者服务的搜索结果的，应当同时向该消费者提供不针对其个人特征的选项，尊重和平等保护消费者合法权益。”

- **电商平台或加大对商户自制审核及商品的质控**

第三十八条：“电子商务平台经营者知道或者应当知道平台内经营者销售的商品或者提供的服务不符合保障人身、财产安全的要求，或者有其他侵害消费者合法权益行为，未采取必要措施的，依法与该平台内经营者承担连带责任。”

4. 秀场类直播收到宏观冲击大；长视频依然依赖头部内容

4.1. 游戏直播腾讯系独领风骚，电竞赛事商业价值上升

游戏直播目前的重心仍处于扩大用户基础及获取市场份额，我们注意到腾讯系已经占领了直播行业的 TOP5 平台。根据直播观察网，2018.10.20 至 2018.11.20，直播观察网统计的 30 家直播平台（未包含陌陌）数据显示排名前十的直播平台构成基本稳定，行业在技术和运营方面对于新平台的进入有较高壁垒，尤其是游戏直播，并且腾讯入股的虎牙和斗鱼无论在开播数、观看人气、活跃主播和新增主播数方面都具有绝对的优势，在内容运营的精细度和丰富度也领先于竞争对手，未来行业整合可能会加剧。

排名前五的直播平台基本被腾讯囊括，虎牙和斗鱼是腾讯入股，企鹅电竞和 Now 直播分别是腾讯自己在游戏直播赛道和泛娱乐赛道的布局，而哔哩哔哩在二次元游戏分发等方面与腾讯也合作紧密。网易 CC、龙珠等凭借优质的游戏内容和背靠大厂的资源优势在人气排名较大优势，而泛娱乐赛道 Now 直播和火山直播虽然开播数、活跃主播数等排名靠前，但是观看人气较游戏直播仍有差距。

表 12: 2018.10.20-2018.11.20 排名 Top 10 直播平台相关数据

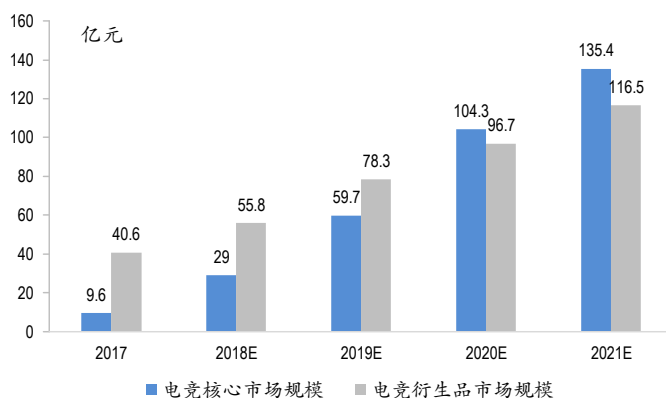
排名	平台	开播数	30 日总观看人气	日均活跃主播	新增主播
1	虎牙	301.8 万	34.4 亿	7 万	16.6 万
2	斗鱼	203.4 万	123.4 亿	5.2 万	8.3 万
3	企鹅电竞	89.8 万	88.5 亿	2 万	2.4 万
4	哔哩哔哩	86.3 万	9.4 亿	2 万	2 万
5	Now 直播	72.1 万	4008 万	1.4 万	1.5 万
6	触手	69.8 万	18.2 亿	1.4 万	9.1 千
7	熊猫	37.5 万	13.2 亿	8.5 千	1.1 万
8	繁星	22.9 万	6.7 亿	6.2 千	9.5 千
9	网易 CC	21.2 万	44.9 亿	5 千	2.5 万
10	花椒	16.5 万	3.8 亿	4.1 千	4.3 千
11	火山直播	15.2 万	7196.5 万	3.9 千	3.3 千
12	六间房	11.6 万	3.5 亿	2.8 千	1.7 千
13	映客	8.3 万	7.7 亿	2.4 千	5.1 万
14	龙珠	8.2 万	14 亿	1.9 千	1.5 千
15	秀色娱乐	6.8 万	2.1 亿	1.4 千	865

资料来源: 直播观察网、安信证券研究中心

2018 年 11 月 3 日中国 IG 战队在英雄联盟 S8 赛事摘得冠军的热度在互联网开始延续, 在 IG 火爆的背后, 我们可以清晰看到电竞覆盖的用户群体正在扩大, 已不仅仅局限在行业内和专业玩家, 而是开始向大众一些轻度玩家和非玩家延伸, 甚至开始饭圈化, 这对于视用户和流量为重要资源的游戏直播平台来说是机会和挑战。

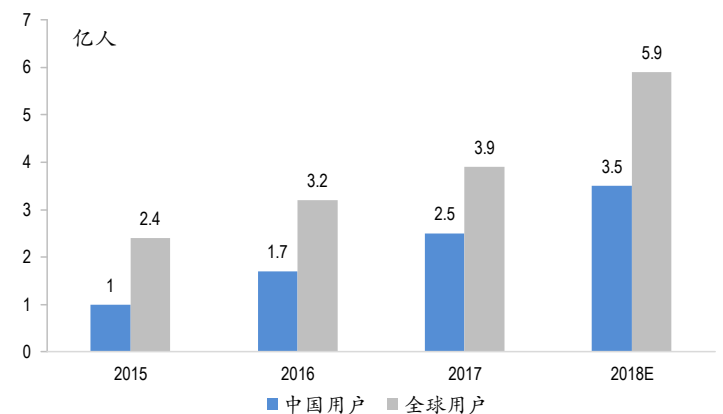
根据艾瑞数据, 2017 年中国电竞市场规模实现超过 50 亿元, 预计 2018 年将增至 84.8 亿元, 其中电竞核心市场规模翻 3 倍达到 29 亿元, 衍生品市场同比增 40% 至 78 亿元, 预计电竞核心市场规模将快速赶超电竞衍生品市场。而从电竞用户来看, 根据企鹅智库, 2017 年中国电竞用户规模达到 2.5 亿, 全球为 3.9 亿, 其中 24% 为女性用户, 预计 2018 年中国电竞用户将增加至 3.5 亿。现阶段电竞用户仍处于增长趋势。

图 30: 2017-2021E 中国电竞市场规模



资料来源: 艾瑞, 安信证券研究中心

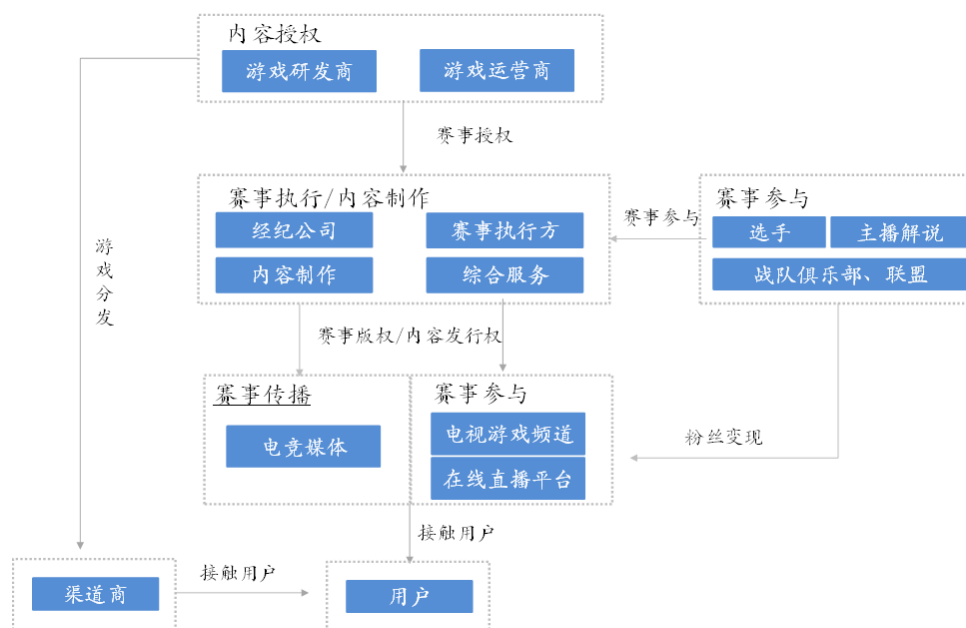
图 31: 2015-2018E 中国和全球电竞用户对比



资料来源: 企鹅智库, 安信证券研究中心

我们认为游戏直播作为电竞产业链重要一环, 既输出内容也会培养粉丝群体及变现, 在电竞赛事的运营和商业挖掘是游戏直播平台下一步的发展空间, 不断向电竞行业上游和周边渗透, 深度参与生态, 在变现模式看到更多可能性, 目前电竞行业主要靠电竞选手获得收入, 未来将在广告和赞助获得更多收入。

图 32：电竞产业链



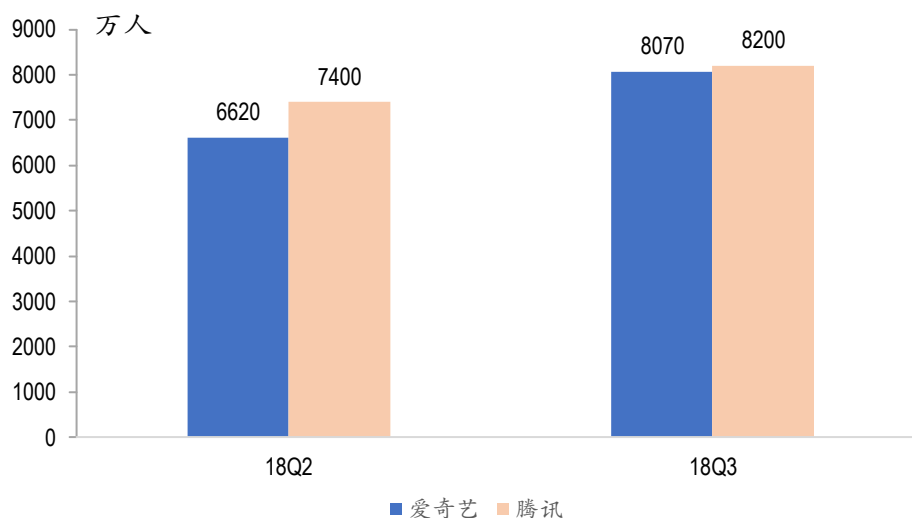
资料来源：企鹅智库、安信证券研究中心

4.2. 长视频平台的用户粘性仍然依赖头部内容

4.2.1. 订阅用户数驱动会员业务增长

三家视频平台会员订阅收入增长明显，主要受订阅用户数量增长驱动，根据公司财报，截至2018年三季度腾讯视频的订阅用户数同比增长79%、环比增长10%达到8200万；爱奇艺在《延禧宫略》等头部内容的拉动下会员数量季度净增1300万达到8070万，会员收入同比增长78%至28.5亿元，同时公司预测Q4会员净增虽不会超过Q3，但是2019年的净增不会少于2018年；优酷在数媒娱乐与核心电商业务深度整合后季度内日均订阅用户同比增长超100%。

图 33：腾讯与爱奇艺 Q2 与 Q3 付费会员数量对比



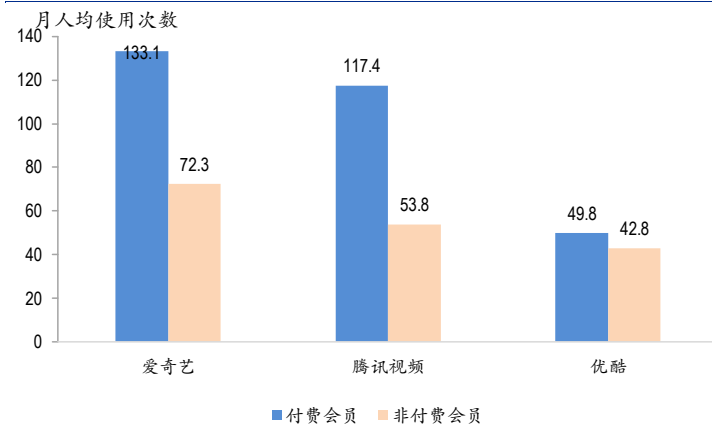
资料来源：公司财报、安信证券研究中心

4.2.2. 内容成本投入增加行业进入壁垒

头部内容和优质剧集仍然是拉动会员数量增加、驱动收入增长的核心动力：优酷购买了世界杯版权并持续在自制内容投入，比如自制综艺《这就是灌篮》，陆续推出《镇魂》、《原来你还在这里》、《我的保姆手册》等独播热门剧集；腾讯视频季度内推出三部电视剧《扶摇》、《如懿传》、《沙海》及动画系列《斗罗大陆》推动订阅量增长，季度内知乎首推的脱口秀节目也将上线，腾讯视频还拥有 HBO 在中国区的独家播放权，《权力的游戏》、《西部世界》、《新闻编辑室》等均为腾讯视频独播，纪录片方面与美国国家地理、BBC、NHK 等一线品牌合作，平台内容资源优势明显；爱奇艺的内容成本大幅提升主要用于原创自制的投入，采购剧集的成本长期整体下降。

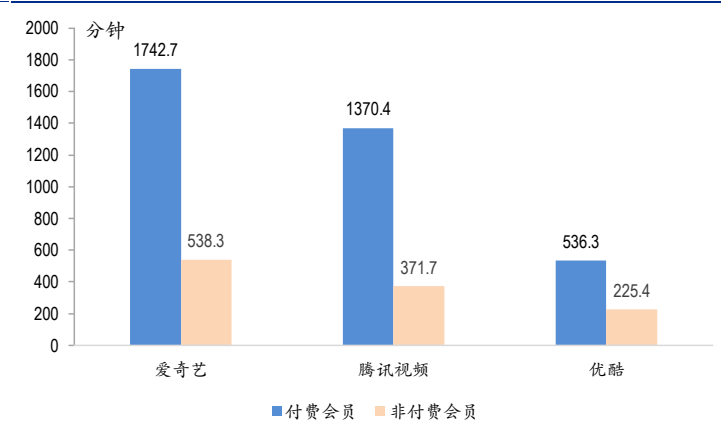
但是世界杯后，优酷的表现不及预期，根据 QuestMobile 数据，2018 年 9 月爱奇艺和腾讯视频无论在付费会员和非付费会员的月人均使用次数和月人均使用市场上都超过优酷，另外腾讯和爱奇艺的付费会员使用次数和时长都远远超过非付费会员，可见会员粘性更强。另外可以看到，长视频领域各家的独播剧集数量在增加，各家内容呈现差异化发展，这将进一步降低视频平台的采买成本，我们认为在线视频不是一家独大的市场，三家巨头平分秋色的格局或将长期持续。

图 34：2018 年 9 月主要视频平台人均使用次数



资料来源：QuestMobile、安信证券研究中心

图 35：2018 年 9 月主要视频平台月人均使用时长

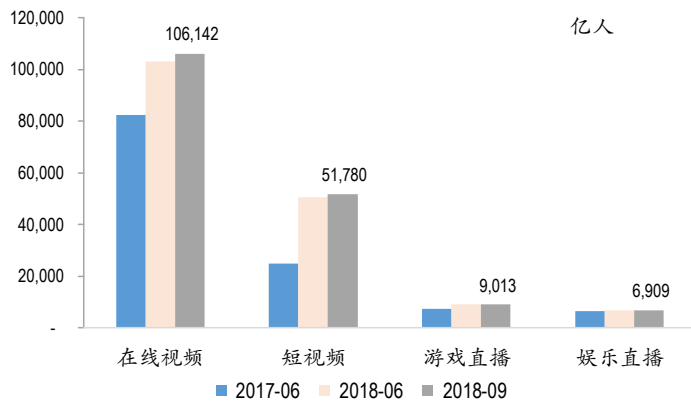


资料来源：QuestMobile、安信证券研究中心

4.2.3. 短视频冲击环比不明显，用户长短视频内容消费或趋平衡

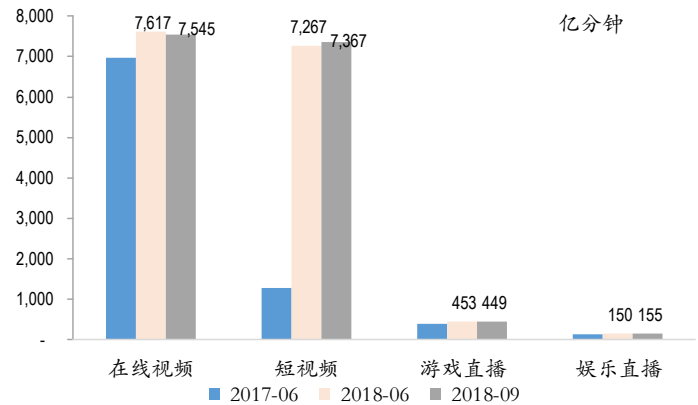
三季度移动视频领域用户观看视频更加碎片化，QuestMobile 数据显示截至 2018 年 9 月，从用户规模上，短视频仍然保持较高增速，体量大约为长视频的一半，达到 5.2 亿 MAU，而在线视频增至 10.6 亿，游戏直播 MAU 微增到 0.9 亿，娱乐直播基本持平。从用户总使用时长方面，短视频同比增长 89.2% 与长视频在移动互联网总时长占比不分伯仲，均为 9%，9 月总使用时长分别达到 126 亿和 123 亿小时，在线视频和游戏直播同比出现了下滑，娱乐直播稍有上升。

图 36: 2018.9 移动视频主要二级行业月活跃用户规模



资料来源: QuestMobile、安信证券研究中心

图 37: 2018.9 移动视频主要二级行业用户总使用时长



资料来源: QuestMobile、安信证券研究中心

表 13: 3Q18 直播收入

	三季度直播收入			三季度总收入		四季度总收入指引		移动 MAU	直播付费用户
	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	百万	百万
欢聚时代 (包括虎牙)	3,895	9%	36%	9%	33%	7%-11%	21%-25%	88.1	8
欢聚时代 (不包括虎牙)	2,678	4%	15%	3%	13%				
陌陌	2,767	-1%	35%	8%	51%	0%-3%	43%-47%	110	
虎牙	1,217	23%	120%	23%	125%	10%-13%	89%-94%	49.4	4.2

资料来源: 公司财报、安信证券研究中心

4.3. 秀场+打赏直播模式受宏观影响大, 2019 年新业务借力增长

秀场直播头部付费用户 ARPU 受影响

季度内 YY Live 与虎牙游戏直播表现分化, YY Live 三季度总收入仅同比增 13% (vs 上季度同比 27%)、环比增 3% 至 28.2 亿元, 其中直播收入同比增加 15% (vs 上季度同比 33%)、环比增 4% 至 26.8 亿元; 其他收入同比下滑 23%、环比下滑 13% 至 1.5 亿元, 主要包含在线游戏、会员服务、广告收入及其他。陌陌三季度直播收入同比增加 35%, 环比也微下滑 1%。我们认为主要是秀场直播以打赏为主要商业模式的业务受头部付费用户 ARPU 下滑影响, 直播业务的主要矛盾从内容供给端转移到需求端, 但是公司表示对于明年的直播业务是有信心反弹的。

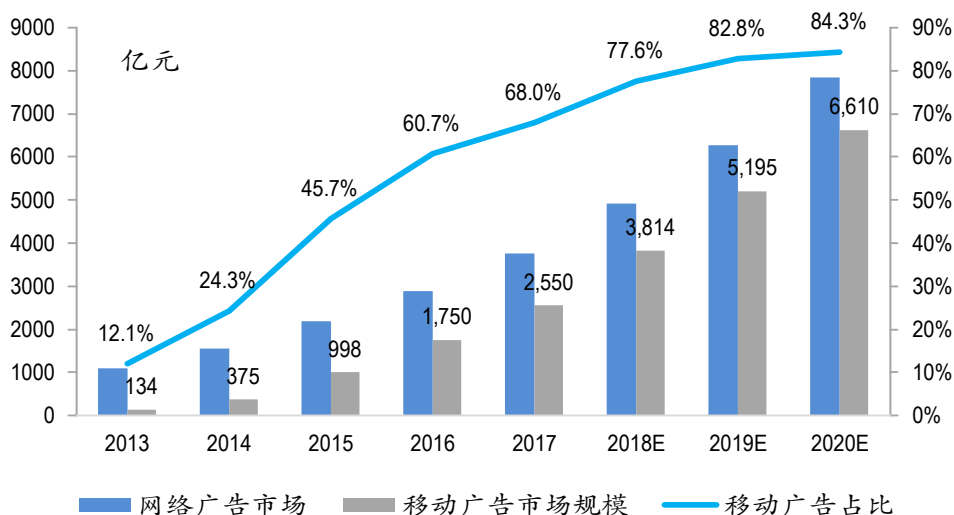
外延带来收入增量

YY 今年正式开启国际化业务, 分成多条产品线, 将与 BIGO 协同抢夺更多海外市场。2017 年 BIGO 用户规模达到 3000 万 MAU, 2018Q2 达到 4000 万, 2017 年总体年收入达到 2.75 亿美元, 2018 年上半年收入超过去年全年, 整体业务覆盖 100 个国家地区, 全球拥有 19 个办公室。收购的 BIGO 收入增长强劲, 进一步整合东南亚市场, 东南亚获客成本同比持续提高, 目前国外市场用户 App 使用习惯上仍有大量空余时间需要泛娱乐内容填满。同时海外直播行业, 内容、流量获取和主播发展方面成熟度均不高, 需要时间建立体系, YY 平台在培养原生主播和内容方面有优势。另外公司也在探索美国、澳洲和日本等市场。陌陌收购的探探三季度收入 2400 万美元, 季度内新增两个 VIP 功能, 未来将会展开更多变现计划。

5. 在线广告——看好社交广告；搜索广告需求更具刚性

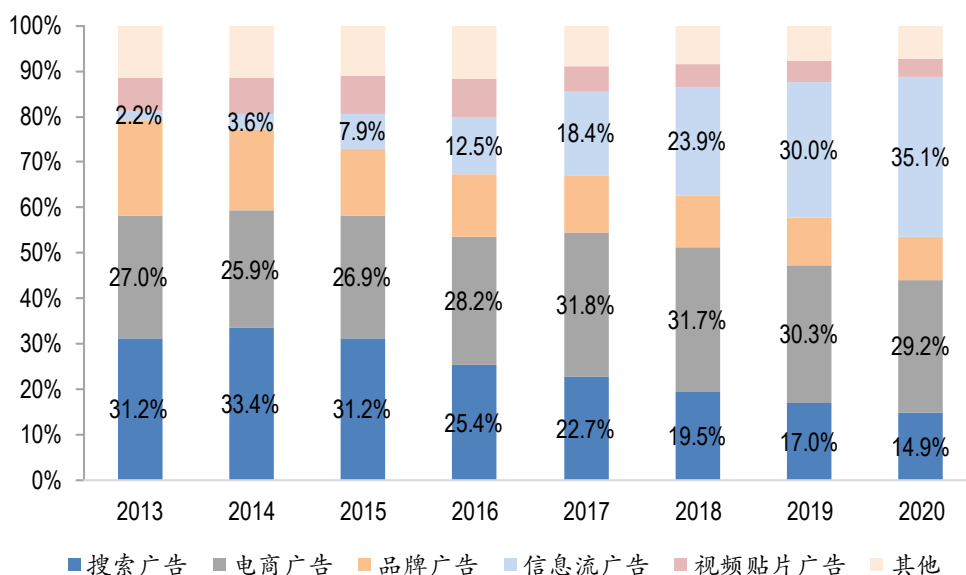
从中国网络广告市场来看，艾瑞的数据显示BAT+今日头条基本占据了6成的市场份额；同时我们看到搜索行业的增长动力逐步切换至信息流广告增长，从形式来看，广告的移动化、视频化、社交化趋势持续；监管部分的广告行业监管趋严，2018年2月，工商总局开展互联网广告专项整治工作，上半年查处互联网广告案件同比增加64%。

图 38：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 39：中国不同形式网络广告市场份额及预测



资料来源：艾瑞、安信证券研究中心

5.1. 宏观经济增速下行时，SME 广告预算缩减首当其冲

对于中小企业主个体来说，受宏观经济影响弹性较大，加上广告投放比较灵活，在经济下行时，其营销预算较品牌广告主更波动。我们注意到三季度各互联网公司的广告业务大多面临同比和环比下行或者增长放缓的趋势，多家公司表示中小企业主的广告预算收到的冲击较大，一方面是收到宏观经济影响，另一方面比如游戏行业受到监管影响，上新的减少直接导致营销预算的减少，游戏行业的广告主多为中小企业。

表 14：三季度在线广告收入

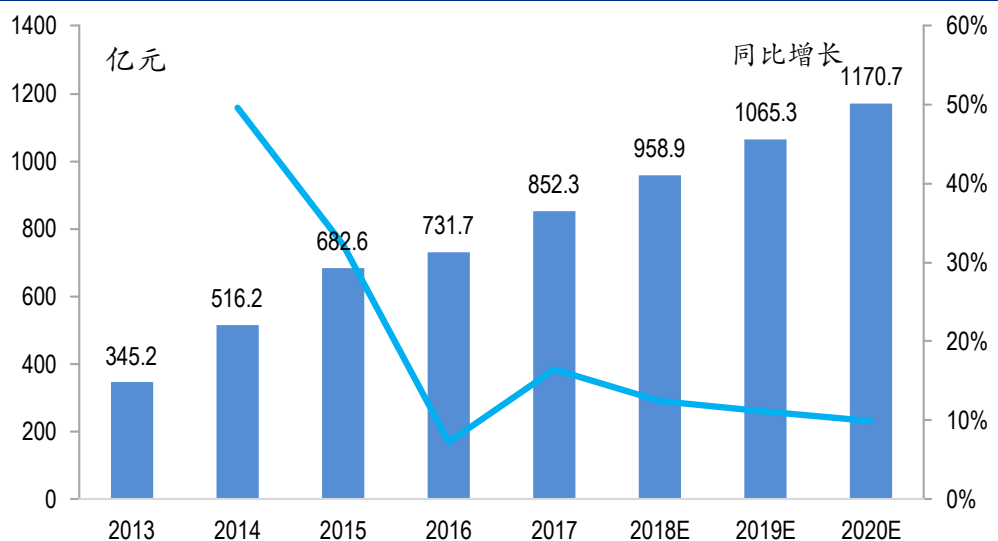
	三季度线上广告/营销收入			四季度广告/营销收入预测/指引	
	百万元	环比增长	同比增长	环比增长	同比增长
阿里巴巴（客户管理收入）	32,920	-0.4%	25%	47%	25%
百度	22,481	6.7%	12%		
腾讯	16,247	15%	47%	9%	44%
腾讯 - 社交广告	11,157	19%	61%		
腾讯 - 媒体广告	5,090	7.6%	23%		
爱奇艺	2,396	-8.5%	-9%		
微博	2,865	11%	48%		
搜狐	3,068	-5%	-11%		
搜狐 - 搜索及相关	1,701	-6%	13%		
搜狐 - 品牌广告	380	-7%	-24%		
网易	644	2%	2%		
搜狗	1,739	-5.7%	13.2%		
凤凰新媒体	280	-11%	-23%	21%至 27%	-13%至-18%
哔哩哔哩	137	43%	179%		

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2019财年第二季度；阿里巴巴、腾讯四季度数据为安信证券研究中心预测值。

5.2. 搜索广告需求较品牌广告更具刚性

图 40：中国网络搜索广告市场规模



资料来源：艾瑞、安信证券研究中心

国内的主要的搜索引擎百度和搜狗的业绩趋势可以看出，三季度广告旺季受宏观经济影响出现明显增速放缓，信息流广告较搜索受影响大。从广告主角度来说，三季度普遍预算收紧，可能先减少对于品牌类广告的预算，所以搜索业务相对稳定；另外监管的明显趋严也影响了搜狗部分信息流广告。我们预计百度和搜狗 2019 年的搜索+信息流广告收入的同比增幅在 10%+至 20%+的水平，较难有上行惊喜。

从手机预装费用的角度看，我们预期 2019 年的预装费用的涨幅将有所缓和，恢复 10-20% 的同比增长速度。从 2018 年年初开始，手机预装价格同比以现在的买量价格和单用户变现水平来看，我们估计百度和搜狗还能做到盈亏平衡或微利，但较小的搜索引擎或无法承受高成本，所以 2019 较难重现 2018 年的买量费用同比高增长。展望 2019 年的搜索市场，我们仍然预期有利润率压力，但在利润绝对值上仍有可观增量。

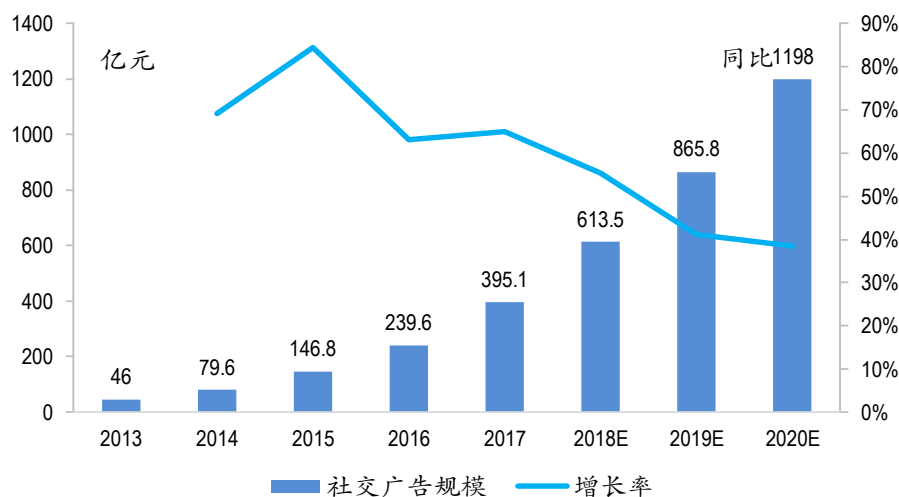
5.3. 社交广告增长可见度更高，小程序带来同比环比增量

我们预期社交广告在 2019 年依旧是腾讯广告业务的首要驱动力，朋友圈广告位的进一步开放和小程序广告变现双关齐下。

腾讯拥有中国最大的线上社交网络，基于其社交网络产生的广告收入支撑起了腾讯收入的第二大板块。腾讯三季度广告收入同比增加 47%至 162 亿元，主要为社交及其他广告（同比增加 61%）所拉动，得益于朋友圈广告位增加（广告位从一线城市往低线城市铺开，以及每天广告数或由 2 条开放到 3 条）及小程序的广告变现。展望 2019 年，我们认为明年广告业务增长的动力更清晰，主要来自微信平台广告资源的变现；一方面我们认为朋友圈广告位由于供不应求以及高价格，提升加载率能直接有效地拉动收入，另外小程序的广告收入虽然体量较小，但相对而言能够带来更多外延收入。

2018 年 11 月，腾讯披露小程序开发者达 150 万，小程序应用数量超过 100 万，已覆盖 200 多个细分行业，日活用户达到 2 亿；与今年 1 月数据相比较，当时有 58 万个小程序，1.7 亿日活跃用户，超 100 万开发者。2018 年 8 月起至年底，腾讯调高了小程序流量主的广告收入分成比例，小程序（含小游戏）流量主的广告收入分成比例优化上调，单日广告流水 10-100 万区间的部分，开发者可获得的分成由原来流水的 30%上调到 50%，优质小程序流量主可获得更高收益。

图 41：中国社交网络广告规模



资料来源：艾瑞、安信证券研究中心

6. 基础设施云增长无忧，稳定拉动互联网公司收入增长

6.1. 全球云基础设施市场持续整合

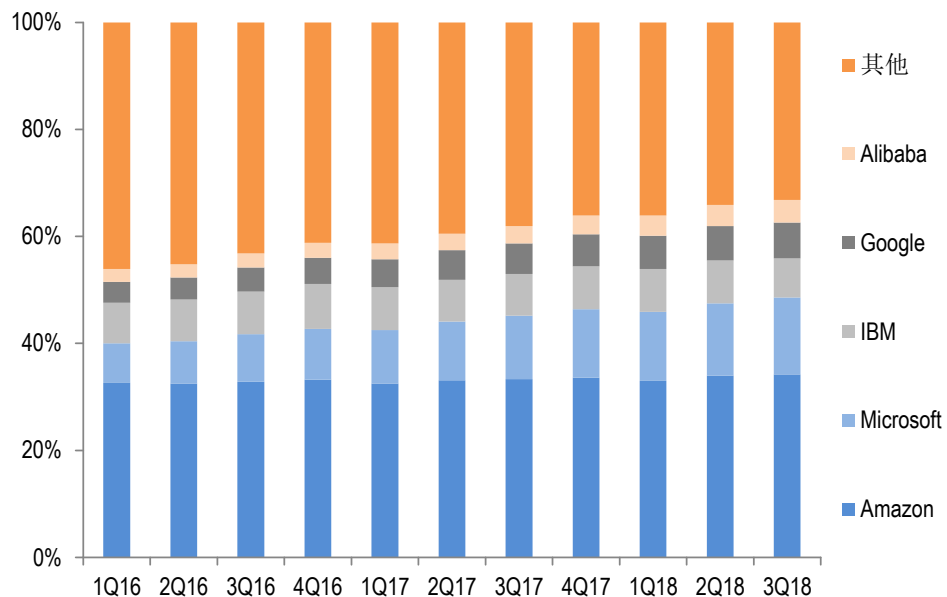
全球云基础设施市场进一步整合。根据 Synergy Research，三季度全球云基础设施服务整体同比增长 45% 超过 170 亿美元，相较一二季度同比约 50% 的增速。从市场份额来看头部公司的市场份额进一步扩大，全球云基础设施市场仍在整合过程中，Amazon 居榜首，市占率稳定在三成左右，Microsoft、Google、阿里巴巴持续扩大市场分额，IBM 份额保持稳定。

图 42：全球云基础设施市场规模及同比增速



资料来源：Synergy Research、安信证券研究中心
注：云基础设施包括 IaaS、PaaS 及托管私有云。

图 43：全球云基础设施市场份额

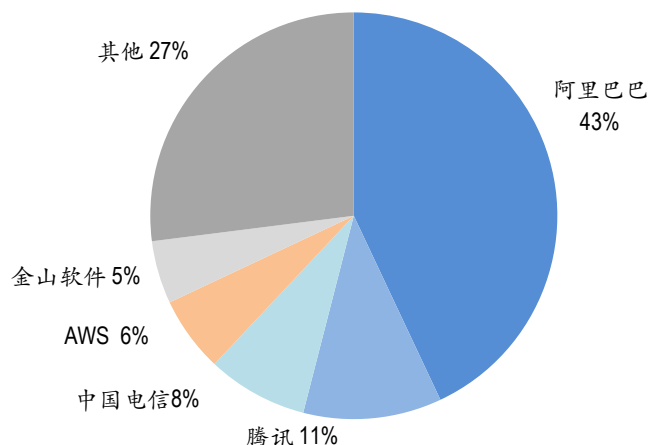


资料来源：Synergy Research、安信证券研究中心
注：云基础设施包括 IaaS、PaaS 及托管私有云。

6.2. 中国基础设施云市场由互联网巨头引领

与全球市场相似，中国的公有云市场格局也呈现马太效应，公有云龙头维持高增长，市场持续整合。根据 IDC 数据，2018 上半年前五大中国公有云市场份额图中，阿里云占据 43% 的市场份额，腾讯云占据 11% 的市场份额，其他厂商份额稳定。

图 44：1H18 中国公有云 IaaS 市场份额

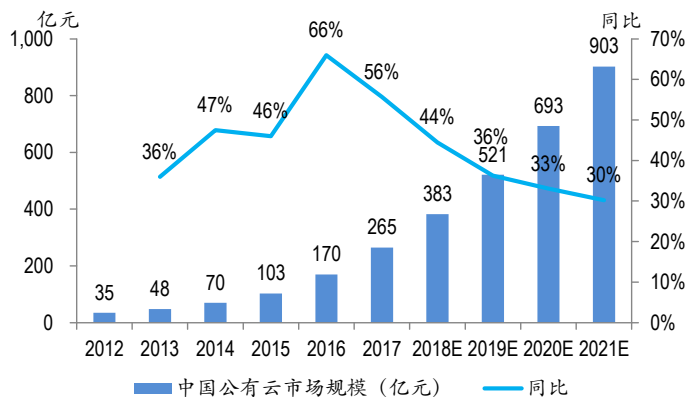


资料来源：IDC、安信证券研究中心

2018 年 8 月，中国信息通信研究院发布《云计算发展白皮书》，数据显示中国公有云市场规模在 2017 年同比增加 56%，预计 2018 年同比增加 44%；阿里云、腾讯云、中国电信、金山云、UCloud 的领先优势仍在不断扩大。如果比较龙头公司的同比增速，2017 年阿里云收入同比增加 101%，腾讯云收入呈三位数同比增长，金山云收入同比增加 81%，远超市场平均增速，进一步获取市场份额。我们预期该趋势将持续，同时我们也看到公有云巨头在服务定价上相对于小公司来讲话语权更强，如果明年有新一轮的 IaaS 服务降价，IaaS 市场竞争将更为激烈，对市场份额较小的厂商来说压力更大。

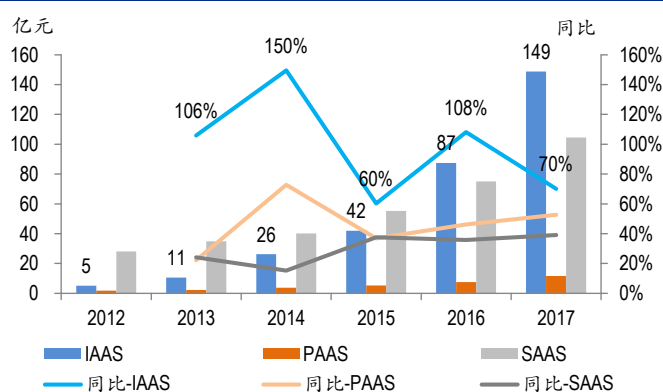
细看中国公有云市场结构，中国信通院数据显示中国公有云市场规模在 2017 年同比增加 56% 至 265 亿元的规模，其中增长最快的板块是 IAAS，同比增速 70%，占公有云市场的 56%；SAAS 市场规模在 2017 年同比增加 39% 至 105 亿元，占比 40%；PAAS 规模仍然较小，虽然同比有 53% 的增速，但比例只有 4.4%。

图 45：中国公有云市场规模及增速



资料来源：中国信通院、安信证券研究中心

图 46：中国公有云市场结构



资料来源：中国信通院、安信证券研究中心

表 15: 云计算主要 IAAS 公司三季报对比

	三季度				四季度预测			
	收入(百万元)	收入同比增长	收入环比增长	调整后 EBITA 率	收入同比增长	收入环比增长	调整后 EBITA 率	
阿里云	5,667	91%	21%	-4.1%	85%	17%	-4%	
腾讯云	2,435*	108%*	na	na	90%-100%*	na	na	
金山云	603	68%	8%	na	63%	8%	na	

资料来源: 上市公司财报、安信证券研究中心

注: 3Q18 对应阿里巴巴 2019 财年第二季度

*三季度腾讯云业务数据以及四季度预测为安信证券研究中心预测。

从三季度表现来看, 收入方面 AWS 18Q3 收入同比增 46% 达到 67 亿美元, 微软智能云业务 (一部分为 Azure) 同比增 24% 达到 86 亿美元, 其中 Azure 同比增 89%, FY2018 微软为 Azure 增添 500 项新功能引入 IoT 等物联网技术, 获得重量级客户扩大了市场份额; 谷歌其他板块收入同比增长 37% 至 44.3 亿美元, 主要由谷歌云拉动。国内方面, 今年三季度阿里云收入同比增加 90.5% 至 56.7 亿元, 腾讯云披露云收入今年前三个季度超过 60 亿元, 大约占阿里云的四成, 主要由付费客户数增长拉动; 金山云收入同比增加 68%, 环比提速。

盈利方面, 亚马逊 AWS 经营利润率创新高达到 31%, 主要得益于大订单比如 Doordash、Hubspot、Yelp 等带来的规模效应和 AWS 本身所占领的市场份额; 阿里云调整后 EBITDA 亏损率环比收窄至 4%, 盈利能力环比得到改善。

我们认为国内互联网巨头分别处于不同的发展阶段, 阿里云的增长动力已经从付费客户数的增长逐渐切换到客户 ARPU 的增长, 腾讯云的增长动力仍然主要来自于客户数的增长。

7. 推荐标的

7.1. 阿里巴巴

核心商业内 CMR 的增速反弹或延后至 FY20: 淘宝用户界面的升级已基本完成, 但由于宏观经济因素公司短期内并不打算对推荐信息流变现; 两个关键的因素决定了变现的时点: 1) 推荐信息流营销产品的优化, 以及 2) 商户对该产品的营销 ROI 的认可。我们依然看好未来 CMR 增速加快的趋势, 目前公司可以用于营销变现的库存充裕, 一旦信息流变现开启, 会加快核心商业平台业务收入增速。另外, 新零售的线上线下的结合实际上在强调商品和服务的结合, 渠道的拓展和数据分析支持下的智能能够满足消费者一站化和个性化的体验。

云计算增速健康, 亏损率收窄: 阿里云是国内公有云 IaaS 市场的绝对领头羊, 根据 IDC 的数据, 1H18 阿里云国内市场屡为 43%; 从全球市场来看, 根据 Synergy Research 的数据, 阿里云在云基础设施市场的份额逐季提升。我们认为阿里云仍在高速发展期, 动力来自付费客户数的增长以及客户 ARPU 的提高, 后者已经成为增长主力。

生态出海, 长期布局全球化: 全球化是公司最长期的战略, 最终的目标是实现全球买、全球卖、全球付、全球运、全球游。我们认为电商和支付、物流、云计算的出海是相辅相成的。“天猫出海”项目, 以天猫为主引擎, 依托核心商业板块的流量及交易、物流、支付、数据、技术等方面的基础设施, 将天猫生态复制到东南亚、印度以及全球市场, 服务海外消费者。

7.2. 腾讯

朋友圈和小程序增加 2019 年广告可见度：Q3 广告收入同比增加 47%，主要为社交及其他广告所拉动，得益于朋友圈广告位增加及小程序的广告变现。展望 2019 年，我们认为广告业务增长的动力更清晰，主要来自微信平台广告资源的变现；一方面我们认为朋友圈广告位由于供不应求以及高价格，提升加载率能直接有效地拉动收入，另外小程序的广告收入虽然体量较小，但相对而言能够带来更多外延收入。

游戏平台的业绩可见度更高：公司在手游研发和营销上积累了丰富的经验，掌握了优质的研发商资源，能够不断推新，在竞争激烈的手游市场中进一步扩大份额。《王者荣耀》的长生命周期、广泛的用户基础、社交性及与电竞结合保证了中短期内的稳健收入。腾讯手游精品游戏尝试更多品类和模式，从擅长的休闲竞技类到代理更重度的 RPG 和生存类新玩法，从玩家规模到游戏流水，在行业内龙头地位巩固。2019 年新游计划丰富，变现可期。

产业互联网战略着眼长远：2018 年 10 月公司完成战略组织架构升级，将 to B 业务作为长远战略，随着云计算从 IAAS 延伸至 PAAS、SAAS 以及互联网金融的增值服务的创新，将带来利润率层面的规模效应以及在为客户提供全方位服务（游戏、广告、云、支付等）方面产生协同性。

7.3. 拼多多

聚焦社交拼团，品牌馆上线有望提升客单价：拼多多在电商流量红利逐渐触顶的时候避开与巨头的正面竞争，创新“拼购”的社交商业模式，在差异化发展中不断改善用户体验。拼多多三季度其 App 将品牌特卖改名为品牌馆，有望在未来吸引品牌溢价高的商户以及提升客单价。需求方面，平台上约 3.5 亿的年度活跃买家的需求多样；从供给来看，品牌主考虑平台巨大用户基数和低开店成本也会愿意选择拼多多拓宽销售渠道。

市场空间和变现潜力可期：目前佣金部分仅包含对与在线支付部分收取的代收费用，而在线推广业务从去年开始变现，两个板块仍处于快速迭代的变现初期，无论是在市场空间还是广告营销产品多样化方面都有巨大潜力。其广告推广的年化转化率提升迅速，从 2017 年底的 1.2% 已经提高到截至 3Q18 的 2.5%；目前推广收入主要平台搜索，根据关键词竞价排名，预期未来将在 AI 算法支持下进行个性化推荐，进一步优化用户体验，或开启新的变现方式。

分布式 AI 助力个性化推荐：公司技术人才储备丰富，分布式 AI 赋能平台成为每个用户的专属助手在去中心化的条件下模拟用户好友行为对用户行为影响，进行 AI 分析的大数据主要来自用户是否打开链接、用户打开链接到做出购买决定时间、用户是否做出购买行为等，分布式 AI 现阶段首要目标是优化用户体验，但为长期变现埋下伏笔。

7.4. 哔哩哔哩

Z 世代互动反哺生态：哔哩哔哩已经逐渐从主打 ACG 内容发展成网罗中国年轻人兴趣爱好的平台，三季度视频内容提交数同比增长 135%，头部内容大多由 UP 主根据用户兴趣进行选择 and 创造，建立社区壁垒。MAU 中 82% 是 1990-2009 出生的 Z 世代，这部分年轻用户在日均视频观看量、弹幕评论等互动行为、留存率等方面表现积极。2018 年 10 月与腾讯达成动画、游戏战略合作，共享动画片库；在动画项目的采购、参投、自制方面，深度合作。

版号暂缓下游戏待 2019 年实现反弹：三季度《命运冠位》表现稳定，明年 1 月将有赛事和重要内容更新，我们预期游戏收入将在明年一季度回升，随之伴随整体利润率的提升。在游戏储备方面，新游均是从千款测评中挑选，拥有日本畅销的背书，目前已有 4 款游戏完成前置审批，7 款基本接近完成前置审批，等新政公布即可发布，我们期待版号落地将利好公司游戏联运业务。

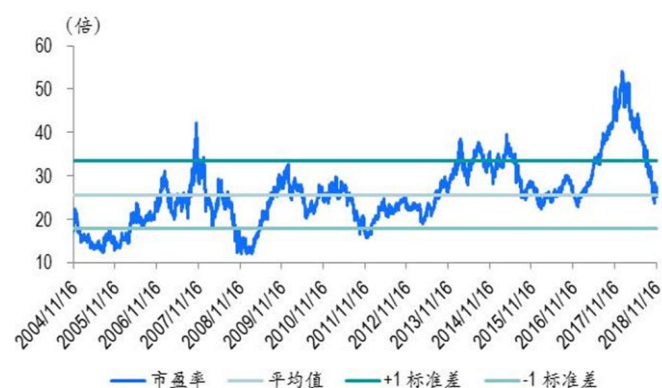
信息流效果广告+直播及 VAS 维持高增长：从 2018 年开始从信息流广告成为广告增长的主要动力。3Q18 直播及增值服务收入同比增加 292%，同比增速提速；直播付费用户同比增加 175%，有效会员超过 250 万。我们看好其平台基于高粘性用户的多样化的变现。

7.5. 关注随宏观经济回暖复苏的子行业

如果宏观经济回暖，建议关注相应复苏的子行业，尤其是 2019 年下半年，子行业可能因同比低基数而增长可观。我们预期游戏版号落地后，新游上线将为全行业带来新气象，加 2018 年可能会构成同比低基数，2019 年游戏的同比增速可观，但更可能出现在下半年，具体时点取决于各公司游戏上新计划；秀场类直播方面，头部用户消费将从宏观经济回暖中直接受到利好；随着宏观经济回暖，中小企业的广告预算有望实现强劲反弹，但相对有一定滞后性。

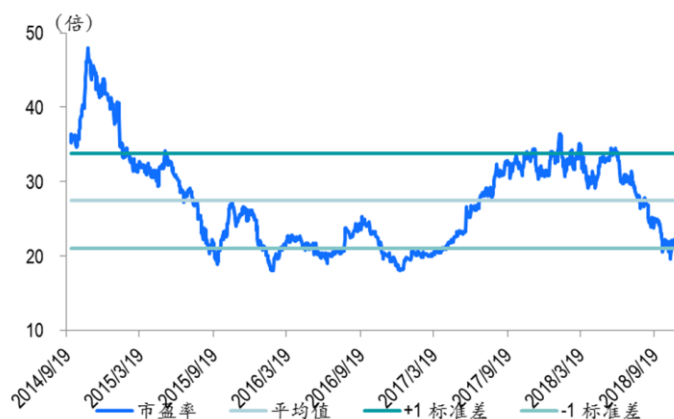
8. 主要互联网公司估值历史走势

图 47：腾讯 - 市盈率走势



资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 48：阿里巴巴 - 市盈率走势



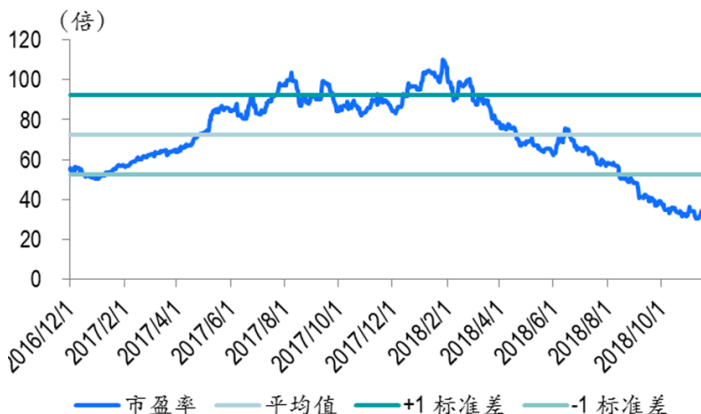
资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 49：百度 - 市盈率走势



资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 50：京东 - 市盈率走势



资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 51：网易 - 市盈率走势



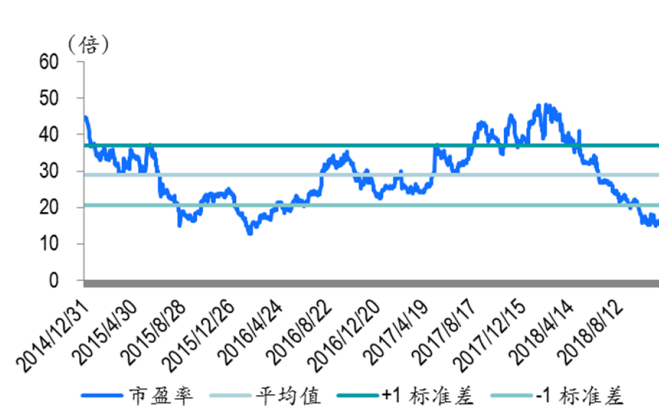
资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 52：携程 - 市盈率走势



资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 53：微博 - 市盈率走势



资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 54：新浪 - 市盈率走势



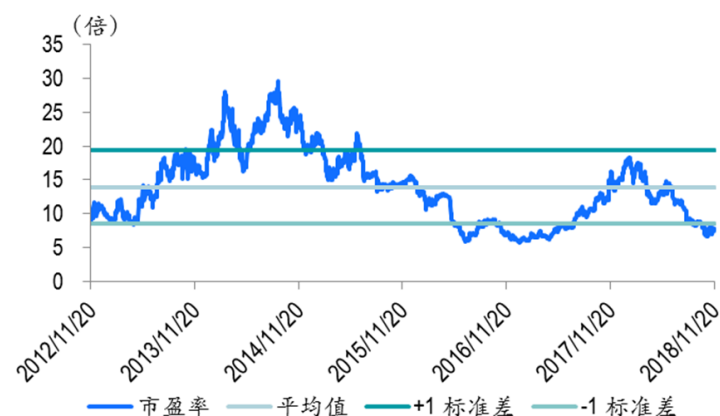
资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 55：陌陌 - 市盈率走势



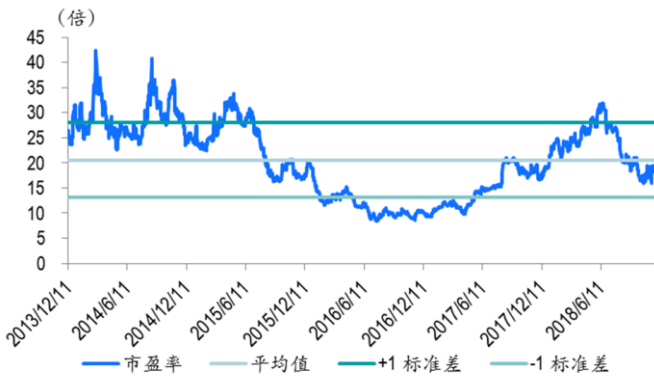
资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 56：欢聚时代 - 市盈率走势



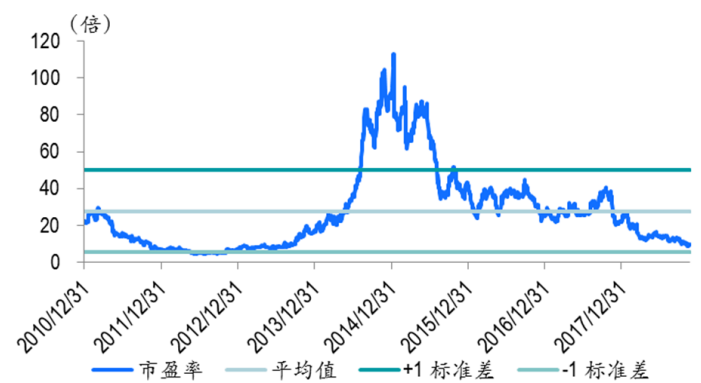
资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 57: 汽车之家 - 市盈率走势



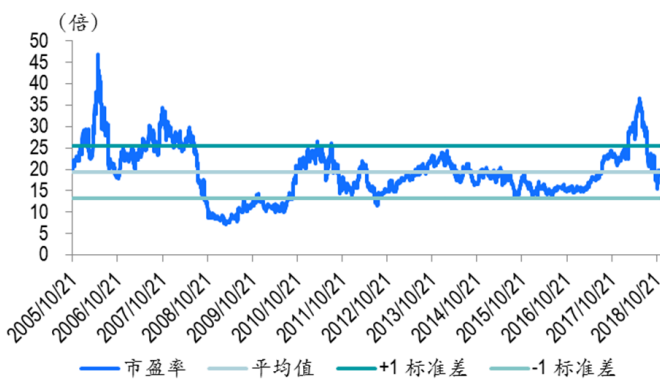
资料来源: 彭博、安信证券研究中心

图 58: 易车网 - 市盈率走势



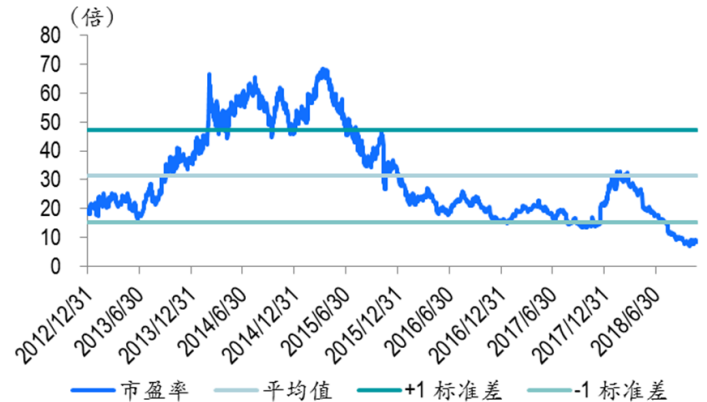
资料来源: 彭博、安信证券研究中心

图 59: 前程无忧 - 市盈率走势



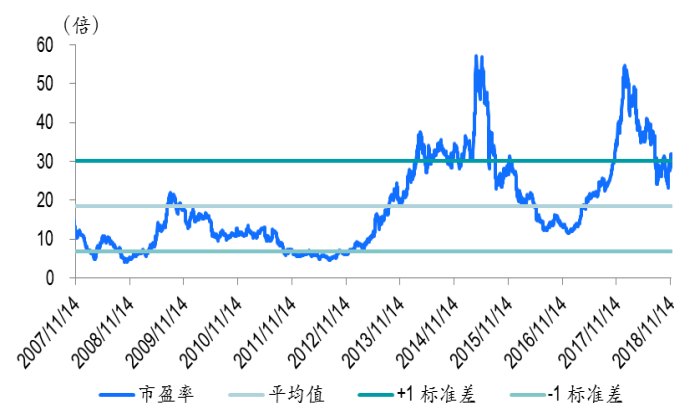
资料来源: 彭博、安信证券研究中心

图 60: 唯品会 - 市盈率走势



资料来源: 彭博、安信证券研究中心

图 61: 金山软件 - 市盈率走势



资料来源: 彭博、安信证券研究中心

图 62: 58同城 - 市盈率走势



资料来源: 彭博、安信证券研究中心

■ 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

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

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

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

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034