

当龙头开始布局海外新兴市场意味着？

人口红利向新兴市场迁移，互联网出海进入成长爆发期

(1) 全球的互联网人口红利经历了从发达国家-中国-互联网新兴市场的迁移。

(2) 国内互联网人口增速放缓，竞争格局日趋稳固，互联网市场已是一片红海。龙头企业出海大势所趋。

(3) 中国成为第一大智能手机出口国家，国产智能机全球市场占有率的迅速提升为互联网出海搭桥铺路；“一带一路”政策也为互联网出海提供政策保障。

(4) 海外互联网市场广阔，新兴市场互联网格局尚未确立，具有较大发展空间。

新兴市场人口红利巨大，成为互联网出海必争之地

(1) 新兴市场涵盖印度、东南亚、拉美、中东、非洲等关键性增长的地区，具有人口结构年轻化、互联网渗透率和用户数增长迅速的特点，人口红利巨大。

(2) 成熟市场包括欧美、日韩等发达地区，用户付费能力强，但本土企业优势明显，进入壁垒较高。

互联网公司产品和资本出海并重，近两年更偏向于新兴市场布局

(1) 资本出海的典型代表是阿里、腾讯，近年来投资额度不断扩大，并以公司原本业务为核心实现投资领域多元化。阿里的电子商务和金融领域的海外投资金额占比达 37%，腾讯以游戏投资为核心，同时覆盖 13 个行业的海外布局。

(2) 内容出海以今日头条为代表，旗下抖音已覆盖 150 个国家，全球用户超过 5 亿。产品注重实行本土化，针对日、美、东南亚等国进行 APP 本土化改造并取得良好流量效果。

(3) 互联网企业早期偏重于成熟市场布局，阿里、腾讯的北美项目累计投资占比达 28.89% 和 62%。17 年后加大对新兴市场的关注力度，投资重点集中于印度和东南亚各国，腾讯 18 年新兴市场投资比例则更是接近 60%。

互联网出海国际比较

根据 EPRG 模型，可以将企业全球化战略分为四种类型：本国中心战略、多中心战略、地区中心战略、全球中心战略。目前 Facebook 和亚马逊等公司的国际化为第三、四类型，通过收购各个市场本土公司实现区域化管理，并在全球范围内输出标准化产品。与之相比，腾讯、阿里等国内互联网巨头为第一、二种类型，侧重于加强海外所投公司的本土化运营，阿里注资 Paytm、Lazada 等和速卖通构成竞争关系的企业，更加侧重区域化和本土化经营，尚未形成全球推广的标准化产品。

海外研究

维持

买入

陈萌

chenmeng@csc.com.cn

021-68821600-818

执业证书编号：S1440515080001

香港证监会中央编号：BMV926

研究助理：孙晓磊

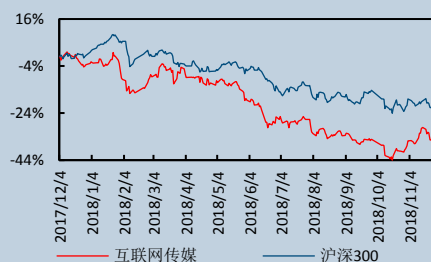
sunxiaolei@csc.com.cn

研究助理：刘凯

liukaizgs@csc.com.cn

发布日期：2018年12月11日

市场表现



相关研究报告

目录

写在前面的话	1
一：互联网出海背景	1
1.1 全球互联网人口红利大迁移，国内移动互联网用户增速放缓.....	1
1.2 互联网公司扬帆出海正当时	3
1.2.1 中国移动互联网发展成熟，具备出海条件.....	3
1) 多年国内外恶劣竞争环境下，积累了成熟的运营经验和技術经验.....	3
2) 全球战略视野，资本积累雄厚	5
1.2.2 一带一路等政策保驾护航	5
1.2.3 国产智能手机的全球扩张，为互联网出海架桥铺路.....	6
1.3.互联网新兴市场竞争格局尚未完全确定，发展空间巨大.....	7
1.3.1 海外互联网市场广阔	7
1.3.2 海外互联网市场竞争格局尚未完全确立.....	8
二：区域篇	9
2.1 印度市场	9
2.1.1 重要新兴市场，人口红利充足.....	9
2.1.2 互联网基础设施良好，用户付费能力强.....	11
1) 互联网基础设施	11
2) 互联网用户情况	13
3) 文化和宗教壁垒高，电商产业发展困难.....	13
4) 互联网各细分领域竞争情况	14
5) 发展机会	17
2.1.3 中国企业出海印度	20
2.2 东南亚市场	20
2.3 美国市场	25
2.3.1 市场成熟度高，互联网发展世界领先.....	25
2.3.2 移动应用的市场竞争格局	27
2.4 欧洲市场	28
2.4.1. 文化多样，市场切分细，本土互联网巨头难成型.....	28
2.4.2 互联网基础设施建设良好，移动广告支出较高.....	28
2.4.3 互联网竞争情况	29
2.5 日韩市场	30
2.5.1 日韩市场——市场相对独立，变现能力强.....	30
2.5.2 日本移动互联网竞争格局	32
2.5.3 韩国移动互联网竞争格局	34
2.6 拉美市场	34
2.6.1 经济形势向好，蕴藏较大人口红利.....	34
2.6.2.互联网普及度较低，智能手机市场偏中低端.....	35
2.6.3 互联网竞争格局	36
2.7 中东市场	37

2.7.1 富裕的新兴市场，文化壁垒较高.....	37
2.7.2 互联网基础设施良好，用户付费能力强.....	38
2.7.3 互联网竞争状况	40
2.8 非洲市场	41
2.8.1.经济发展水平低，互联网建设落后.....	41
2.8.2 互联网竞争格局	43
三：公司篇	45
3.1 阿里巴巴	45
3.1.1 阿里巴巴的海外投资布局	45
3.1.2 阿里注资 Paytm：移动支付印度出海成效显著，助推阿里全球化.....	48
3.1.3 并入阿里生态，Lazada 引领东南亚网络购物革命	51
3.2 腾讯	53
3.2.1 腾讯海外布局	53
3.2.2 腾讯游戏出海	58
3.3 今日头条	62
3.3.1 今日头条全球布局	62
3.3.2 抖音全球爆火的原因	66
3.4 小米	75
3.4.1 小米概括	75
3.4.2 海外收入占比快速提升，2017 年全球新零售扩张步伐加速.....	75
3.5 京东	78
3.6 比特大陆	80
3.6.1 全球最大的 ASIC 矿机公司	80
3.6.2 出海：必要选择和转型途径	82
3.7 互联网出海国际比较	84
3.7.1 谷歌	84
3.7.2 亚马逊	85
3.7.3 苹果	88
3.7.4 Facebook.....	89
3.7.5 巨头出海国际比较	90

图表目录

图表 1: 美、日、印、中四国的互联网渗透率	2
图表 2: 美、日、印、中四国的互联网渗透率增长率	2
图表 3: 2015Q2-2018Q3 中国移动互联网季度活跃用户规模及增速	2
图表 4: 2017 年部分国家互联网渗透率和增长率	3
图表 5: 腾讯、阿里、百度、网易部分公司专利数量 单位: 个	4
图表 6: 2017 年全球 TOP52 发行商的中国发公司	4
图表 7: 腾讯共赢基金全部投资项目分布	5
图表 8: 互联网出海相关政策	6
图表 9: 全球五大手机厂商市场份额占比趋势	7
图表 10: 2017 年全球互联网使用者数量最多的 TOP10 国家	8
图表 11: 2017-2018 年印度各类别应用下载量增速	8
图表 12: 2018 年印度细分市场头部估值占比	8
图表 13: 2006-2017 年中印人均 GDP 增速对比	9
图表 14: 2006-2017 年中印 GDP 增速对比	9
图表 15: 2017 年中国人口年龄结构	10
图表 16: 2017 年印度人口年龄结构	10
图表 17: 印度家庭收入结构	10
图表 18: 印度地区收入结构	11
图表 19: 印度 2005-2016 年互联网渗透率及用户数量	11
图表 20: 印度 2017 年移动用户占比	11
图表 21: 中印用户平均每月消耗流量变化趋势 (MB)	12
图表 22: 印度手机出货量占比	12
图表 23: 印度 2018Q3 智能手机市场份额	12
图表 24: 印度城市人群每日时间分配	13
图表 25: 印度各个宗教人口分布 (亿人)	13
图表 26: 2017 年印度 APP 畅销榜国家分布	14
图表 27: 2018 年 Q1 印度最受欢迎的 APPtop5	14
图表 28: 印度 2018 年电商 APP 的周打开次数和渗透率	15
图表 29: 印度各个电商市场份额占比	15
图表 30: 印度 2018 年电商产品分布	15
图表 31: 印度 2018 年各个电子支付平台主要指标	15
图表 32: 2018 年 Q1 印度市场来自中国发行商的游戏收入排名	16
图表 33: 2017-2018 年印度各类别应用下载量增速	16
图表 34: 2017-2018 年印度各类别应用收入增速	16
图表 35: 2018 年印度短视频 APP 周活跃渗透率及打开人数	17
图表 36: 2018 年中印细分市场估值对比	18
图表 37: 2018 年印度细分市场头部估值占比	18
图表 38: 2018 年部分国家 ARPPU 及游戏收入占比图	18
图表 39: 印度历年手机游戏收入	18

图表 40: 印度用户观看视频的日平均时长	19
图表 41: 印度历年网络零售规模(亿美元)及增长率.....	19
图表 42: 印度电子商务收入占总销售额的比例	19
图表 43: 印度各级城市的网购渗透率	19
图表 44: 畅销榜中国 APP 类型分布	20
图表 45: 免费榜中国 APP 类型分布	20
图表 46: 东南亚六国人口占比	21
图表 47: 东南亚六国 GDP 占比	21
图表 48: 东南亚六国与中国人均 GDP 走势	21
图表 49: 2017 年中国与东南亚六国经济数据对比.....	21
图表 50: 东南亚地区是全球互联网用户数增速最快的区域.....	22
图表 51: 2016 年六国互联网用户数、渗透率和增速(百万)	22
图表 52: 2016 年六国智能手机用户数、渗透率(百万)	22
图表 53: 2017 年东南亚主流国家和中国在全球 189 国宽带网速排名中的情况.....	23
图表 54: 东南亚地区华裔数量及占比(万人)	23
图表 55: 2016 年中国 APP 在六国 TOP200 移动应用上榜数.....	23
图表 56: 东南亚六国热门 APP 排行榜.....	24
图表 57: 东南亚四种业务发展情况	25
图表 58: 东南亚四种业务发展情况	25
图表 59: 2017 年美国网民年龄结构分布	25
图表 60: 美国历年互联网用户数及渗透率	26
图表 61: 美国历年移动电话用户数及渗透率	26
图表 62: 2018Q1 美国智能手机市场份额.....	26
图表 63: 美国 2017 年电商市场份额	27
图表 64: 2018 年上半年美国各类 APP 占比	27
图表 65: 三国历年人均 GDP	28
图表 66: 2018 年三国互联网用户数及渗透率	29
图表 67: 2018 年三国智能手机和电脑渗透率	29
图表 68: 欧洲 2018 年畅销 Top20 智能手机分布	29
图表 69: 2018 年三国移动广告支出及占比	29
图表 70: 三国移动用户行为占比	30
图表 71: 2018 年三国电商发展情况	30
图表 72: 中日韩历年人均 GDP 比较(万美元)	30
图表 73: 日韩历年人口(万人)及增长率	31
图表 74: 日本历年互联网用户数及渗透率	31
图表 75: 日本历年智能手机用户数(万人)及渗透率	31
图表 76: 2018 年网络游戏收入 top5 的国家	32
图表 77: 日本社交 APP 使用人数	32
图表 78: 2017 年日本畅销 APP 国家分布	33
图表 79: 2017 年在日中国畅销游戏类型分布	33
图表 80: 2017 年日本畅销游戏国家分布	33

图表 81: 2018 日韩电商用户数量、营收和人均消费.....	33
图表 82: 2018 中日韩移动游戏玩家和游戏玩家数量 (亿人)	34
图表 83: 2018 韩国游戏头部用户贡献率	34
图表 84: 2017 年拉美四国 GDP 及人均 GDP	34
图表 85: 2017 年拉美四国人口数量	34
图表 86: 2017 年巴西分地区、分收入互联网渗透率.....	35
图表 87: 2018 年拉美四国 4G 建设	35
图表 88: 2018 年拉美手机市场份额	35
图表 89: 2018 年拉美不同价位手机销量增长率 (元)	35
图表 90: 2018 年拉美各国平均每月上网时间 (小时)	36
图表 91: 2018 年拉美四国 Facebook 用户数.....	36
图表 92: 巴西历年网络零售额及增长率	36
图表 93: 巴西历年网购用户数及渗透率	36
图表 94: 海湾六国 2017 年人均 GDP	37
图表 95: 海湾六国移民人数及占比	37
图表 96: 海湾六国人口数量及增长率	38
图表 97: 海湾六国 15-64 岁人口占比.....	38
图表 98: 海湾六国互联网渗透率	38
图表 99: 海湾六国 4G 速度及渗透率	38
图表 100: 2018Q1 智能手机厂商市场份额.....	39
图表 101: 2017 年海湾六国移动终端系统分布	39
图表 102: 2017 年海湾六国游戏 ARPU.....	39
图表 103: 2017 年海湾六国网络游戏收入	39
图表 104: 2018Q1 土耳其的中国 APP 各个种类占比	40
图表 105: 2017 年土耳其的中国游戏各个种类占比	40
图表 106: 亚洲部分国家的电商渗透率	41
图表 107: 2017 年海湾六国税率	41
图表 108: 中国与非洲三国历年人均 GDP 对比	41
图表 109: 2017 年三国 15-64 岁人口占比	42
图表 110: 2017 年非洲三国人口数量及增长率.....	42
图表 111: 2018 年非洲三国互联网用户数 (万人) 及渗透率.....	42
图表 112: 2018 年非洲两国 4G 速度和覆盖率.....	42
图表 113: 2016-2017 年非洲功能机占比	43
图表 114: 2018 年 Q1 非洲智能手机厂商市场份额.....	43
图表 115: 2017 年非洲分地域创业电商占比.....	43
图表 116: 非洲历年电商成立数量.....	43
图表 117: 2018 年非洲各类电商类型占比.....	44
图表 118: 2018 年非洲各类 APP 占比	44
图表 119: 新兴市场和成熟市场经济情况和互联网发展情况对比.....	44
图表 120: 2013-2018 年阿里海外投资数量和增速	45
图表 121: 2013-2018 年阿里海外投资金额和增速	45

图表 122: 2013-2018 年阿里海外平均单笔投资金额和增速	46
图表 123: 2010-2018 年阿里海外分行业投资数量和占比	46
图表 124: 2010-2018 年阿里海外分行业投资金额和占比	47
图表 125: 2010-2018 年阿里海外各地区投资数量和占比	47
图表 126: 2010-2018 年阿里海外各地区投资金额和占比	47
图表 127: 2010-2018 年阿里海外各地区平均单笔投资额	48
图表 128: 2014-2018 年阿里新兴市场投资额和增长率	48
图表 129: Lazada 融资历程.....	51
图表 130: 2018 年东南亚地区及其周边各国 lazada 电商类 APP 下载排名	52
图表 131: 阿里国际核心业务收入和同比增长率	53
图表 132: 2011-2018 年腾讯海外投资数量及增长率	54
图表 133: 2011-2018 年腾讯海外投资金额	54
图表 134: 2011-2018 年腾讯海外单笔投资额及增长率	54
图表 135: 2008-2018 年腾讯海外分行业投资数量	55
图表 136: 2008-2018 年腾讯海外分行业投资金额和占比	55
图表 137: 2008-2018 年腾讯海外分行业平均单笔投资额	56
图表 138: 2008-2018 年腾讯海外各地区投资数量及占比	56
图表 139: 2008-2018 年腾讯海外各地区投资金额及占比	56
图表 140: 2008-2018 年腾讯海外各地区平均单笔投资额	57
图表 141: 2014-2018 年腾讯新兴市场投资额占比	57
图表 142: 2009 年以来腾讯的海外游戏投资	58
图表 143: 2016 年至今腾讯出海投资信息表（不包括国内）	59
图表 144: 2016 年至今腾讯出海投资游戏笔数分布	59
图表 145: 2018 上半年热门中国出海游戏（按海外 iOS+Google Play）	60
图表 146: 下载排名和收入排名（IOS & GooglePlay 合并）	61
图表 147: 进入下载量榜单前十和收入榜单前十的游戏应用数量（IOS & GooglePlay 合并）	61
图表 148 : 今日头条海外产品矩阵	62
图表 149: 2018H1 美国市场上中国 APP 发行商下载榜 TOP5.....	63
图表 150: 2018 年 H1 美国市场上中国免费 APP TOP10.....	64
图表 151: Tik tok 2018 年 10 月 24 日实时免费榜单综合总榜排名	65
图表 152: Tik tok 10 月 24 日实时免费榜单综合总榜排名	65
图表 153 : 2018Q3 全球非游戏类应用上榜产品排名.....	66
图表 154: 内容消费的演进历程	66
图表 155 : 2017 年 9 月—2018 年 9 月热门短视频类 APP 月活数据(万).....	67
图表 156 : 产品内在运作逻辑	68
图表 157: Musical.ly 融资发展历程	68
图表 158: 最近一年 Tik Tok 在美国市场下载量排名变化趋势图	69
图表 159: 最近一年 Tik Tok 在日本市场下载量排名变化趋势图	70
图表 160: 最近一年 Tik Tok 在韩国市场下载量排名变化趋势图	70
图表 161: 印尼市场最受欢迎 APP	71
图表 162: 印尼市场正在使用的 APP	71

图表 163: 泰国 GooglePlay 商店应用免费榜单下载量 TOP10	71
图表 164: 菲律宾 GooglePlay 免费榜单下载量 TOP10	71
图表 165: 6 月-9 月越南 android 设备端应用下载排行	72
图表 166: 6 月-9 月越南 android 设备端应用下载排行	72
图表 167: 最近一年 Tik Tok 在德国市场下载量排名变化趋势图	73
图表 168: 最近一年 Tik Tok 在英国市场下载量排名变化趋势图	73
图表 169: 最近一年 Tik Tok 在法国市场下载量排名变化趋势图	74
图表 170: 2015-2017 年小米海外收入高速增长	75
图表 171: 2015 年-2018 年印度互联网用户分布 (百万)	76
图表 172: 2016Q3、2017Q3 俄罗斯手机市场品牌份额	76
图表 173: 小米的全球化扩张之路	77
图表 174: 2017Q1-2018Q3 小米、三星印度出货量	78
图表 175: 2017Q1-2018Q3 印度智能手机市场份额	78
图表 176: 京东并购海外标的一览	79
图表 177: 比特币兑美元 (BTC/USD) (美元/个)	80
图表 178: 公司营业收入及增速	80
图表 179: 公司净利润及增速	80
图表 180: 公司主营业务结构变化	81
图表 181: 公司业务产品毛利率	81
图表 182: 比特币挖矿收益	81
图表 183: 公司海外收入占比较高	82
图表 184: 公司国内外收入 (百万美元) 及增速	82
图表 185: 比特大陆股权投资项目	83
图表 186: 2016 年-2018 年谷歌分区域收入状况	85
图表 187: 2009 年-2018 年谷歌 GV 投资分布	85
图表 188: 2015-2017 亚马逊分地区营收状况	86
图表 189: 亚马逊进入各个市场的时间轴	86
图表 190: 亚马逊海外投资情况	87
图表 191: 2016 年-2018 年苹果分区域收入状况	88
图表 192: 2015Q4-2017Q4 Facebook 分地区营收状况	89
图表 193: Facebook 历年海外投资情况	90
图表 194: EPRG 体系下企业国际化发展阶段	91

写在前面的话

大约 13 年,我们曾经写过一篇报告,《当走出去成为一种习惯——海外并购研究》,当时的背景是人民币处在升值周期,08 年全球金融危机后大部分资产处于估值底部,确实给了不少国内公司或者投资机构比较大的“便宜货”的窗口期,从出海并购行业上看,能源矿产和金融等行业占交易额的绝大部分比例,现在再看当初的报告,大约更多的是从博弈的角度分析,比如当年轰动一时的在博盈投资收购德国斯代尔,当时花了很多时间“欣赏”其令人叹为观止的交易方式设计,这个并购在未来的 4 年后被证明不太成功,类似的案例太多了,现在想来,相对弱势方(尤其是技术上,管理上)收购强势方,整合的结果看确实失败比例更高,这也是笔者这几年中小公司研究的经验教训,但是如果收购方或者走出去的一方是经验上,技术上的强者,虽然学费也不少教,但总体看还是相对稳健靠谱,这也是我们观察到国内一些新兴产业巨头走出去的背景,我们认为,当前背景下,是时候花时间梳理下国内新兴产业巨头出海的情况了,作为我们建投海外前瞻组成立以来的第一篇年度策略,我们认为,国内部分领域存量市场竞争饱和的背景下,出海的成败与否决定未来这些公司是否有较长周期的高成长。

本文另外一个灵感来源于这一两年互联网行业探讨比较多的关于人口红利消耗殆尽,需要出海寻找新兴市场的论点,实际研究下来,文化背景,政策法律因素,宗教信仰等非经济性质的问题往往在实际出海中起到非常重要的作用,日韩市场,欧美市场,印度等市场千差万别,什么样的公司,产品能适应也无法一概而论,这也是本文花了很多篇幅的地方,希望跟投资者分享,大部分公司靠业务或者资本出海成功不易,国内很多听着很美好的故事细究其实并不大靠谱。

一：互联网出海背景

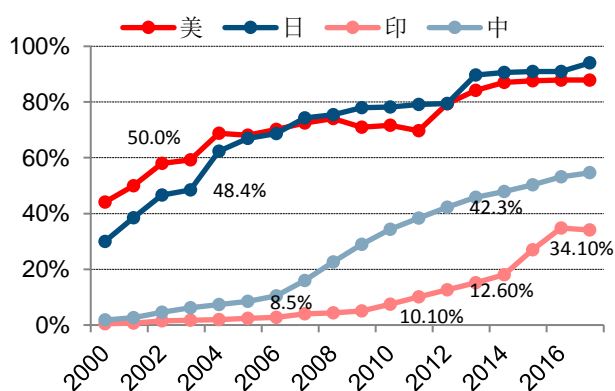
1.1 全球互联网人口红利大迁移，国内移动互联网用户增速放缓

全球的互联网人口红利正在向印度等新兴市场迁移。早期的互联网市场由发达国家主导,呈现单极化的格局,例如美国和日本这样的发达国家,互联网渗透率较高,美国从 2001 年开始,日本从 2003 年开始,两国互联网渗透率一直保持在 50% 以上,之后总体上保持较小幅度的稳步增长。而以中国和印度为代表的发展中国家互联网渗透率比较低。中国 2005 年以前,印度 2011 年以前,两国的互联网渗透率都不到 10%,这是由于发展中国家互联网起步比较晚,基础设施建设不完善和消费者购买力水平较低所致。

2001-2012 年,中国等少数国家追赶发达国家的步伐明显加快。互联网渗透率的增长速度领先于印度,互联网渗透率也大幅高于印度。2012 年印度的互联网渗透率仅为 12.6%,而同期的中国互联网渗透率高达 42.3%。总体而言,中国互联网市场比印度、东南亚等新兴市场率先提前若干年享受了互联网人口迁移的红利。

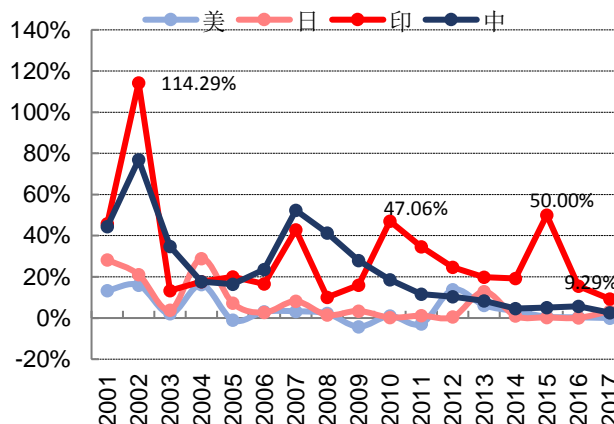
从 2013 年开始,中国的互联网渗透率明显回落,仅仅维持个位数的增长,2017 年则仅有 2.63% 的增长。印度互联网的渗透率仍然保持着两位数的幅度迅速在增长,而发达国家的互联网渗透率增速则进一步放缓。发展中国家互联网市场的增长贡献率越来越大。尽管如此,截至 2017 年印度的互联网渗透率也仅为 34.1%,仍然有很大的增长空间。此外,从渗透率的增长空间来看,未来互联网新兴市场可能会继续保持较高增速,全球互联网人口红利仍将在未来一段时间向新兴市场不断迁移。

图表 1: 美、日、印、中四国的互联网渗透率



资料来源: Internet live stats, 中信建投证券研究发展

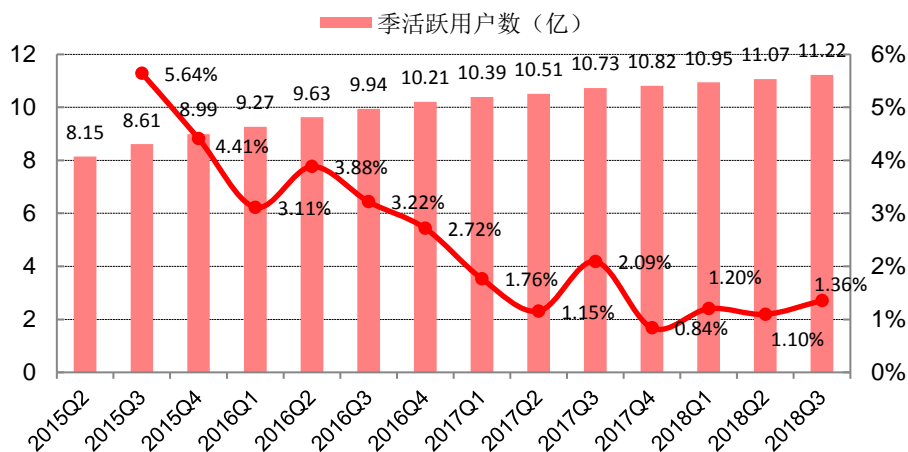
图表 2: 美、日、印、中四国的互联网渗透率增长率



资料来源: Internet live stats, 中信建投证券研究发展

国内移动互联网用户增速放缓。从 1994 年中国正式接入国际互联网至今, 中国互联网依托庞大的人口数量迅速发展, 渗透到中国社会的各个角落, 彻底地改变了人们的生活方式。截至 2018 年 9 月, 我国移动互联网活跃用户规模已经超过 11.2 亿, 且移动端上网比例达 98.3%, 远高于台式电脑 (48.9%)、笔记本电脑 (34.5%) 和电视 (29.7%) 等终端的比例。但在过去近 20 个月的时间, 移动互联网月活跃用户增速逐渐放缓, 2018 年 Q3 仅维持 0.3% 的环比增长, 在人口总量的限制下存在上升瓶颈。在国内竞争日趋激烈的格局下, 新的用户流量从哪里来? 这也是许多国内互联网公司不得不思考的一个问题。

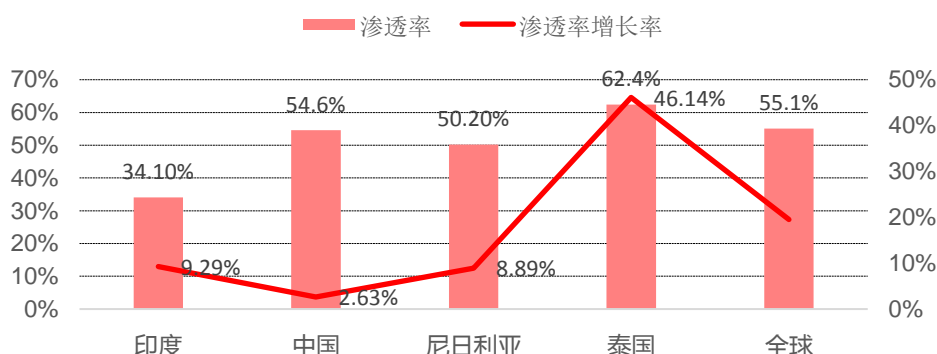
图表 3: 2015Q2-2018Q3 中国移动互联网季度活跃用户规模及增速



资料来源: Questmobile, 中信建投证券研究发展部

新兴市场成为全球互联网新的流量入口, 保持较高增速。以印度、尼日利亚、泰国等国为代表的互联网新兴市场, 增速仍然高达 8% 以上。比如作为同样与中国拥有 14 亿人口的印度, 2017 年互联网用户渗透率仅为 34.10%, 同期全球平均互联网渗透率为 55.10%, 低于全球平均水平 21 个百分点。全球互联网人口红利正在向印度、东南亚、巴西、中东等国家和地区转移。另外从渗透率的增长空间来看, 未来印度、尼日利亚等发展中国家可能会继续保持较高增速, 全球人口红利仍将在未来一段时间向新兴市场不断迁移。

图表 4：2017 年部分国家互联网渗透率和增长率



资料来源: Internet live stats, 中信建投证券研究发展

1.2 互联网公司扬帆出海正当时

1.2.1 中国移动互联网发展成熟，具备出海条件

生存和扩张是互联网公司不变的宿命。一方面国内互联网用户渗透率已处于较高水平且增速明显放缓，另一方面以阿里、腾讯、今日头条等为代表的互联网巨头在国内做大做强之后，如何走出国门实现海外扩张也是新的发展诉求。互联网出海不仅仅是因为人口红利放缓的被动之举，也是优秀的国内互联网行业主动走出国门同国际一流互联网巨头齐头并进公平竞争的战略之举。当前互联网公司出海不仅仅具备必要性，也具备技术、运营经验、资本优势和政策保障等方面的可行性。

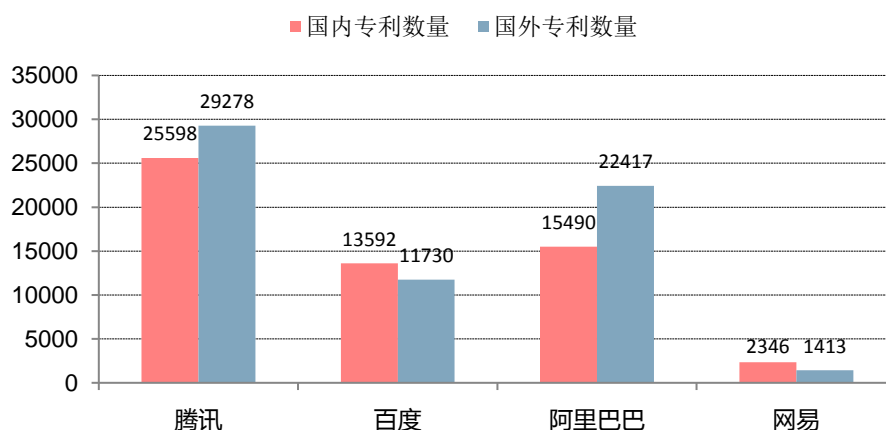
1) 多年国内外恶劣竞争环境下，积累了成熟的运营经验和技術经验

国际互联网巨头雅虎、谷歌、eBay 等都很早就进入了中国市场，但是最后均在各自的业务领域败给了中国本土的互联网公司。失败的原因有很多：(1) 相对比国内互联网产品，美国互联网公司在用户体验方面有所欠缺。雅虎收购 3721 进入中国市场，很快就把 3721 做砸；eBay 收购当年最大 C2C 网站易趣网，花了几个亿做市场营销，结果市场份额从 90% 以上变为不到 10%；谷歌进入中国后，几年间把市场份额从 30% 做到 10%，最终宣布退出中国。优步一直想吞并中国市场，然而僵持良久，最终无力和滴滴抗衡，只有和滴滴合并。美国的互联网公司是技术驱动型的互联网公司，不如中国公司重视用户体验。中国的互联网公司是用户驱动型，在中国巨大的用户规模和潜在市场空间的前提下，提升用户体验、追求用户规模是最顺其自然，也是最擅长的盈利方式。一个很典型的案例就是淘宝免费策略把 eBay 从 90% 以上的市场份额彻底拉下了马。(2) 美国全球标准化产品不适合中国国情。美国擅长“工序标准化”，生产的产品是全球化的标准化产品。(3) 本地团队授权不足。中国市场很大，竞争也很激烈。要在中国抓住机会，美国公司必须充分授权本地团队，让他们实现机动灵活、充分自治，从而融入当地、迎接挑战。然而事实上美国公司的总部很难让本地团队有高度的自治。

在国内充分竞争的市场条件下，本土成长起来的互联网公司不仅仅在运营经验上有了长足的积累，在技术研发和创新上不断进取，取得了丰硕的成果。2001 年至今，腾讯在全球专利申请数量达到 54876 件，并且在视频、图像、数据传输等方面的专利数量优势明显；2004 年至今，阿里巴巴全球专利申请数量达到 37907 件，并且在系统检测、信息识别、支付方法等方面取得丰硕研究成果；2000 年至今，百度全球专利申请数量达到 25322

件，对网络引擎、数据存储、人机交互等方面的研究全球领先；2006 至今，网易全球专利申请数量有 3579 件，在游戏图像、交互控制、信息处理等方面优势突出。

图表 5：腾讯、阿里、百度、网易部分公司专利数量 单位：个



资料来源：国家知识产权局，中信建投证券研究发展部

另外根据 APP Annie 2017 年“52 强发行商”完整榜单可看到，中国发行商在全球市场上具有很强的竞争力，中国发行商进入榜单的有 11 家，其中腾讯稳居榜首，网易位列全球第二。

图表 6：2017 年全球 TOP52 发行商的中国发公司

发行商	代表产品	全球排名
腾讯	王者荣耀	1
网易	荒野行动	2
IGG	王国纪元	21
巨人网络	征途	22
智明星通	列王的纷争	23
百度	Photo wonder	29
FunPlus	Guns of Glory	31
三七互娱	Rings of Anarchy	41
乐元素	偶像梦幻祭	45

游族	大皇帝	49
龙图	刀塔传奇	50

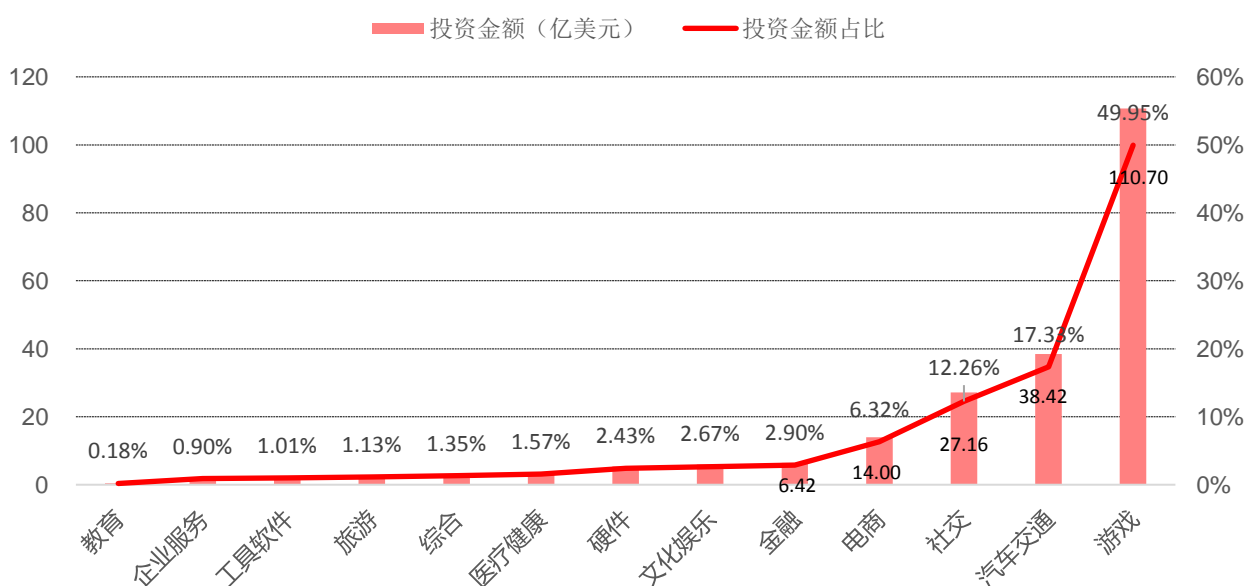
资料来源: APP Annie, 中信建投证券研究发展部

2) 全球战略视野, 资本积累雄厚

以 BAT 为代表的中国互联网公司, 在自身领域竞争优势明显, 源源不断的现金流为互联网巨头们积累了雄厚的海外扩张资本。腾讯仅 2017 年就海外投资了 28 家公司, 主要面向北美发达市场和亚洲新兴市场, 行业覆盖游戏、文化娱乐、社交和金融等多领域; 阿里巴巴早在 2010 年就开始布局海外市场, 对外投资收购接近 90 家公司, 主要集中在电商、金融和企业服务等多个方面。

以腾讯海外投资为例。腾讯产业共赢基金是腾讯公司旗下的企业创业投资平台, 主要关注网络游戏、社交网络、无线互联网、电子商务以及新媒体等领域。腾讯产业共赢基金投资的公司, 单个项目投资额达数十万人民币规模的有 52 家, 数百万人民币规模的有 211 家, 数千万人民币规模的有 199 家, 亿元以上规模的有 164 家。

图表 7: 腾讯共赢基金全部投资项目分布



资料来源: IT 桔子, 中信建投证券研究发展部

1.2.2 一带一路等政策保驾护航

中国移动互联网 2009 年进入高速增长期; 2014 年发展渐趋饱和、增速放缓, 而新兴国家为代表的全球移动互联网市场仍有巨大潜力与发展空间。2015 年以来, 围绕着“一带一路”的政策大方向, 国务院、发改委等部门陆续出台了多项有利于中国互联网出海的政策。

图表 8：互联网出海相关政策

文件名称	颁发日期	主要相关内容
《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》	2015 年 3 月	共建“一带一路”致力于亚欧非大陆及附近海洋的互联互通，建立和加强沿线各国互联互通伙伴关系，构建全方位、多层次、复合型的互联互通网络，实现沿线各国多元、自主、平衡、可持续发展。
《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	2015 年 7 月	鼓励企业抱团出海，支持具有竞争优势的互联网企业率先走出去，发展全球市场应用，积极拓展海外用户，推出适合不同市场文化的产品和服务。发展全球市场应用。鼓励“互联网+”企业整合国内外资源，面向全球提供工业云、供应链管理、大数据分析等网络服务，培育具有全球影响力的“互联网+”应用平台。
《关于促进移动互联网健康有序发展的意见》	2017 年 1 月	文件要求深化移动互联网国际交流合作，促进移动互联网基础设施互联互通，大力发展跨境移动电子商务，支持移动互联网企业走出去，鼓励通过多种方式开拓国际市场，加大移动互联网应用、产品、服务海外推广力度，构建完善跨境产业链体系，不断拓展海外发展空间。

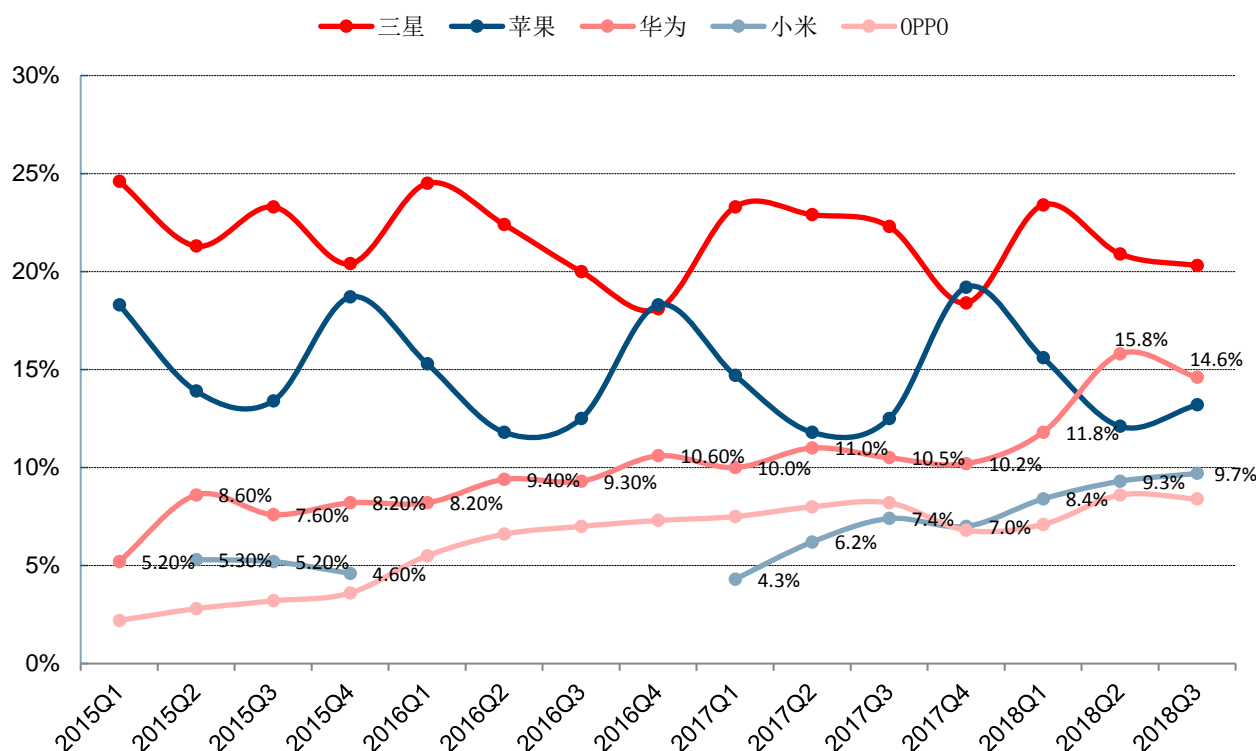
资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

中国移动互联网发展速度全球领先，优势产业向全球输出是大势所趋。中国经济结构由劳动密集型产业向资本密集型产业转变，以互联网和高科技为代表的新兴产业已经成为经济增长新动力。中国的移动互联网产业在产业生态、人才、文化和资本领域有着领先优势，在国家“一带一路”倡议的大背景之下，对外输出是大势所趋。同时，在“大众创业，万众创新”的政府号召下，从中国的大型互联网企业衍生出的创业公司数不胜数，这些创业公司大都具有一定的技术实力和管理水平，各行各业都有所涉足，国内市场已成为一片红海，中国移动互联网企业走出去也是必然选择。在此背景下，依托中国移动互联网行业发展的领先优势，部分具有国际化意识的中国互联网企业，将业务发展重心放在海外市场，由此形成了移动互联网大行业下的一个重要分支——移动互联网出海。

1.2.3 国产智能手机的全球扩张，为互联网出海架桥铺路

在全球智能手机出货量总体下滑的情况下，国产手机全球市场占有率稳步上升，互联网出海渠道假设优势突出。2018 年第三季度，全球智能手机共出货 3.552 亿台，同比下降 6%。全球智能手机市场出货量已经连续四个季度持续下滑。与此同时，国产手机品牌市场占有率稳步上升，华为、小米、OPPO 的占据超过 30% 市场份额。自 2017 年第二季度开始，中国成为第一大智能手机出口国家，尤其是华为、小米、OPPO、vivo 等手机品牌，正在以较高性价比的中低端产品改变新兴市场的智能手机格局。移动互联网应用依托智能手机存在，国产智能手机品牌对外出口的持续上升为中国互联网公司应用发行提供了强有力的发行和推广渠道。

图表 9：全球五大手机厂商市场份额占比趋势



资料来源：IDC，中信建投证券研究发展部

1.3. 互联网新兴市场竞争格局尚未完全确定，发展空间巨大

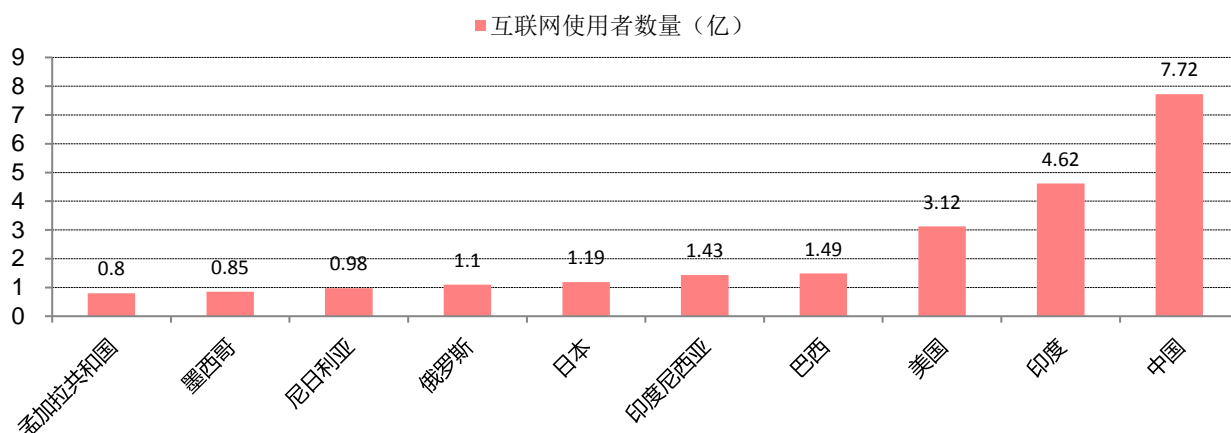
1.3.1 海外互联网市场广阔

《2018 全球数字报告》显示，2018 年全球互联网用户数已经突破 40 亿大关，约占全球 74 亿人口比例的 55%。这意味着，全球尚有 45% 的人口未接入移动互联网，存在较大的市场空白。同时，该份报告还指出，2017 年全球新增网民人数为 2.5 亿人。

Statista 数据显示，2017 年全球互联网使用者人数最多的前十名国家依次是中国、印度、美国、巴西、印尼、日本、俄罗斯、尼日利亚、墨西哥、孟加拉共和国。可以发现，排名前十的国家中绝大多数是发展中国家和新兴市场国家，而我国的互联网优势对于这些国家来说是非常明显的。

以印度市场为例，2017 年印度互联网用户超过 4 亿 6000 万，是仅次于中国的第二大互联网市场。根据 Statista 数据，到 2021 年印度将有大约 6.36 亿互联网用户。尽管印度互联网用户基础庞大，但截至 2015 年，印度只有 26% 的人口访问过互联网。即便如此，与之前 2011 年的 10% 的互联网普及率相比，这也是一个显著的增长。印度国情在许多方面与我国早些年相似，发展空间巨大，近年来印度互联网普及率的急速增长，为我国互联网企业进军印度提供了肥沃的土壤。

图表 10：2017 年全球互联网使用者数量最多的 TOP10 国家



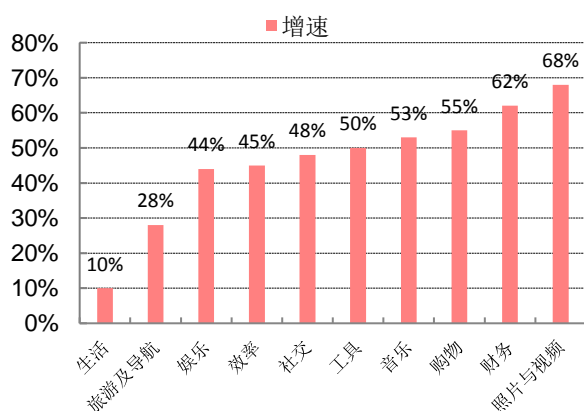
资料来源: Statista, 中信建投证券研究发展部

从图中可以看出,海外不仅互联网成熟市场尚有不错的互联网存量用户,新兴市场更是有广阔的增量空间,全球的互联网市场非常广阔。中国互联网企业不仅可以在美国等发达市场一展拳脚,在印度等发展中国家和新兴市场国家中更是大有可为。互联网出海,对于中国企业来说,已是势在必行。

1.3.2 海外互联网市场竞争格局尚未完全确立

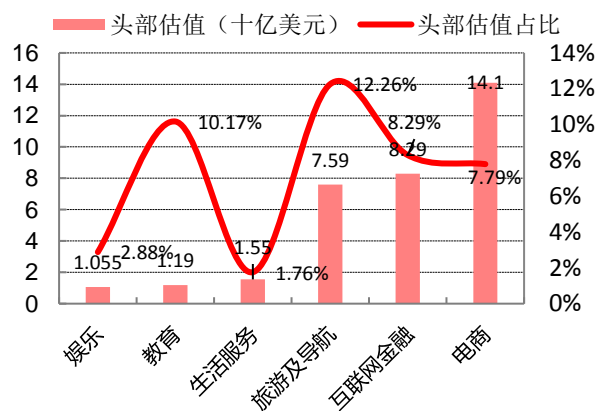
海外新兴市场主要是指南亚的印度、东南亚、拉美地区、中东、非洲国家和地区,这些区域典型的特征包括:(1)近几年互联网发展迅速(2)互联网发展还不成熟,互联网渗透率普遍低于百分之五十(3)人口众多,互联网发展潜力巨大。以印度为例,其 2017 年移动互联网渗透率仅为 23.9%,但 2017、2018 年各类别应用下载量增速巨大,照片与视频类增速高达 68%,财务类增速高达 62%,购物类应用增速也达到了 55%。从各细分领域头部估值的市场规模占比来看,包括娱乐、教育、生活服务类领域的头部估值占比较小,市场集中度较低,市场格局尚未完全确立,仍然处于发展期。

图表 11：2017-2018 年印度各类别应用下载量增速



资料来源: APP Annie, 中信建投证券研究发展部

图表 12：2018 年印度细分市场头部估值占比



资料来源: 竺帆, 中信建投证券研究发展部

二：区域篇

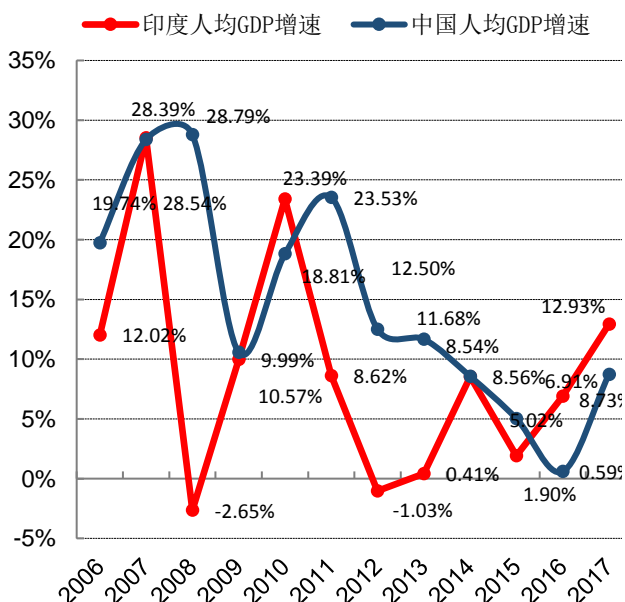
区域篇中我们根据互联网发展程度，分为成熟市场和新兴市场。成熟市场是指以欧、美、日、韩为代表的互联网普及率高、用户付费能力强、互联网增速放缓的国家和地区。而新兴市场主要是以指印度和东南亚为代表的互联网普及率较低、高增长、高人口红利、市场还不成熟的国家和地区。区域篇主要是对中国互联网出海的环境和市场分析，在新兴市场中我们尤其会重点分析印度市场和东南亚市场。一方面因为印度和东南亚人口基数大、互联网发展基础薄弱、市场空间巨大，近几年正逐步开始飞速发展，也是当下发展最快、发展潜力最好的重点区域之一，二者都是新兴市场最典型的代表。另一方面因为近两三年来无论是阿里、腾讯为代表的中国互联网还是亚马逊为代表的国际互联网巨头都将印度和东南亚作为海外市场战略布局的重点。因此我们将印度和东南亚市场作为区域分析的开篇，随后详细介绍欧美日韩四个成熟市场的基本情况，最后再简略补充介绍其他发展潜力巨大的新兴市场。

2.1 印度市场

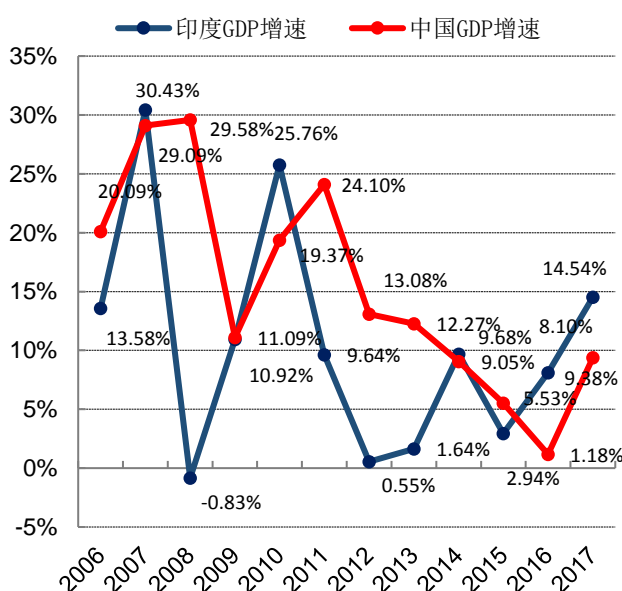
2.1.1 重要新兴市场，人口红利充足

经济发展潜力大，GDP/人均 GDP 增速与中国保持同步。从经济总量看，2015 年印度成为第七大经济体，仅次于英国、法国；2017 年超越法国成为第六大经济体，GDP 增速达 14.54%，具有较大的发展潜力。在人均 GDP 方面，印度的人民生活水平落后，2010 年以来世界人均 GDP 排名均在 140 名开外，2013-2017 年人均 GDP 总体保持较快增长，2017 年增速高达 12.93%。值得注意的是，印度的 GDP/人均 GDP 增速与中国基本保持一致，2017 年印度 GDP/人均 GDP 相当于中国的 21%，与中国 2005-2006 年的发展水平相仿。

图表 13：2006-2017 年中印人均 GDP 增速对比



图表 14：2006-2017 年中印 GDP 增速对比



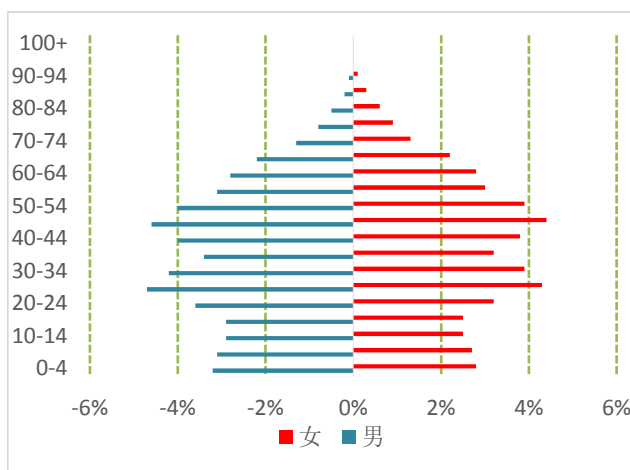
资料来源：快易数据，中信建投证券研究发展部

资料来源：快易数据，中信建投证券研究发展部

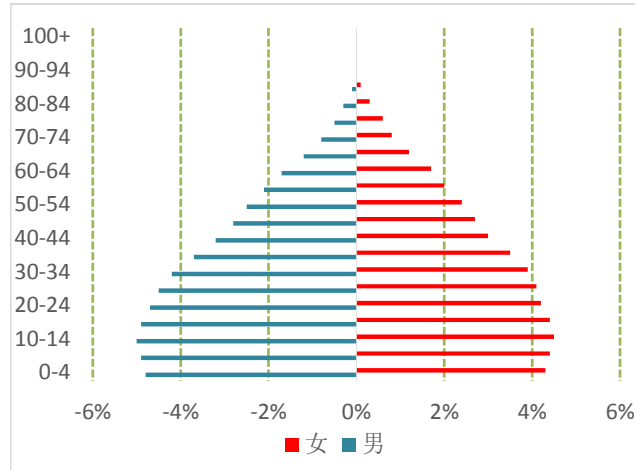
人口增速快，蕴含巨大人口红利。2017 年印度人口达 13.39 亿，居世界第二位。2010-2017 年以来，印度人

口增长速度维持在 1.1% 以上, 远高于中国的 0.6%, 预计未来 3-5 年内印度有望超过中国成为世界第一人口大国。从人口年龄结构来看, 印度人口偏年轻化, 年龄中位数为 26 岁, 40 岁以下人口占总人口的 70% 以上, 20 岁以下的人口, 印度反而比中国多出 1/3, 蕴含巨大人口红利, 为互联网发展提供用户基础。

图表 15: 2017 年中国人口年龄结构



图表 16: 2017 年印度人口年龄结构

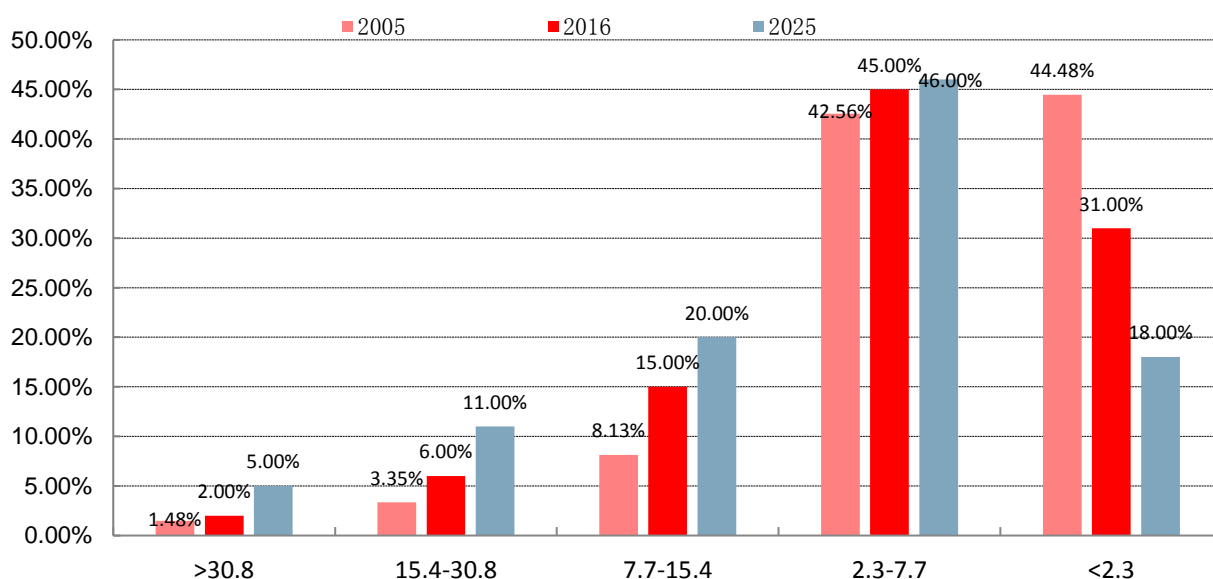


资料来源: Boston consulting group, 中信建投证券研究发展部

资料来源: Boston consulting group, 中信建投证券研究发展部

贫富差距大, 恩格尔系数总体偏高。2016 年印度的基尼系数高达 35.15, 贫富差距较大, 但低于中国的 46.5。从人口收入结构和地区收入结构来看, 2016 年收入超过 3 万美元的家庭仅占 5%, 年收入为 2300-7000 美元的家庭占据最大比重, 高达 40% 以上, 根据波士顿咨询数据, 2016-2025 年印度的家庭贫富差距将逐步缩小, 年收入小于 2300 美元的贫困人口比重将缩小至 18%。

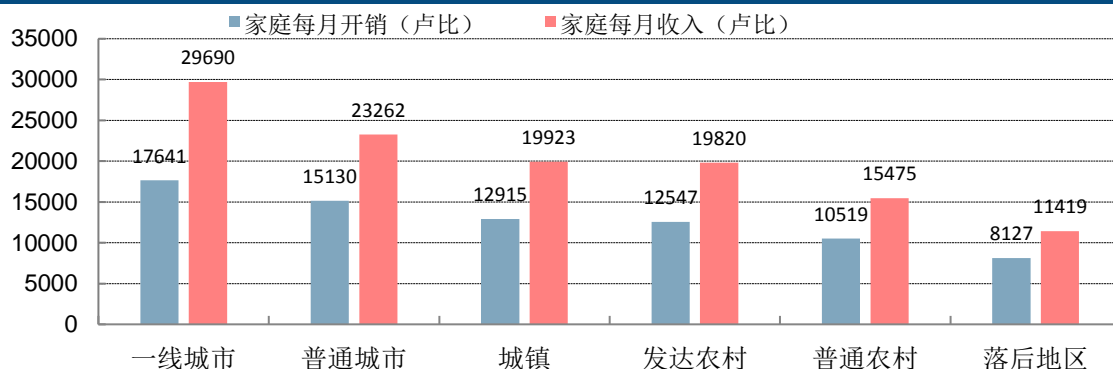
图表 17: 印度家庭收入结构



资料来源: Boston consulting group, 中信建投证券研究发展部

印度区域发展也很不平衡，一线城市家庭收入和开销与落后地区差距较大。例如一线城市的家庭收入是落后地区家庭收入的 2.6 倍。整体消费能力弱，恩格尔系数偏高，互联网用户的变现能力堪忧。

图表 18：印度地区收入结构



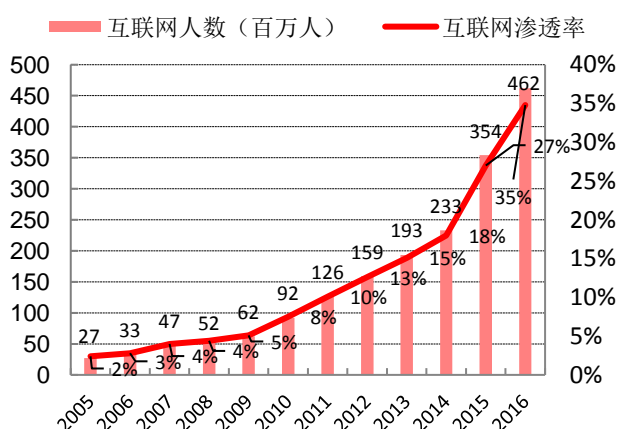
资料来源：竺帆，中信建投证券研究发展部

2.1.2 互联网基础设施良好，用户群体表现欠佳

1) 互联网基础设施

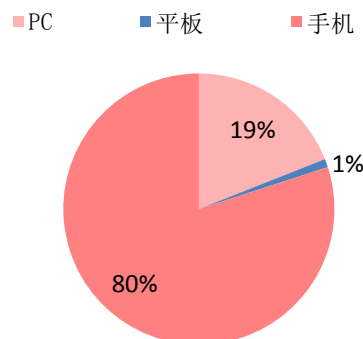
移动用户基础雄厚，互联网渗透率快速攀升。印度在 PC 尚未普及的情况下，直接步入移动互联网时代。2018 年 9 月，PC 在印度的渗透率仅为 21.18%，80% 的上网行为是由移动端完成的。移动端占据主导地位为移动应用的落地提供了优秀的用户基础。印度是全球第二大互联网市场，互联网渗透率正在快速上升，2000-2016 年复合增长率达到 34.2%。2016 年，印度拥有 4.62 亿网民，互联网渗透率为 34.8%，仅为中国 2010 年前后的水平，根据中美两国历史情况，互联网领域渗透率超过 15% 的时候都会开始腾飞，推断印度互联网拥有巨大增长潜力。雄厚的移动用户基础和较高的互联网普及度带动印度互联网产业迅速发展，Statista 预测，印度互联网行业产值将在 2025 年达到 4900 亿美元，是中国 2017 年的 30.3%。同时，通过人均 GDP 和互联网用户数计算，2016 年互联网市场规模为 7934.26 亿美元，增速达 39.52%，互联网产业发展潜力巨大。

图表 19：印度 2005-2016 年互联网渗透率及用户数量



资料来源：Internet live stats，中信建投证券研究发展部

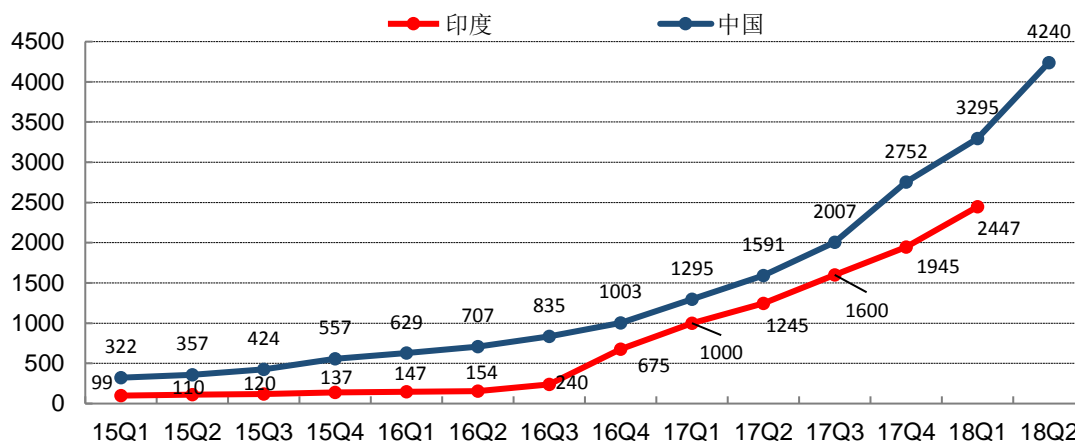
图表 20：印度 2017 年移动用户占比



资料来源：StatCounter，中信建投证券研究发展部

基础通信设施相对落后,4G 传输速度缓慢。与快速增长的移动电话渗透率相比,印度的网络传输速度缓慢。2018 年 2 月,印度的 4G 网络覆盖率达 86.26%,已经超越英国、新西兰等发达国家,印度电信运营商 JIO 把流量费用降低到 1 天 1GB 流量仅 1 元,低于中国的 20 元/GB。然而,运营商的快速布局以牺牲网速为代价:4G 平均传输速度为 6.07Mbps,远低于全球 16.9Mbps 的水平。同时,印度用户的流量消耗能力较差,18 年 Q1 平均每用户每月的流量消耗为 2447MB,仅为中国的 2/3,但近年来呈现快速增长状态。

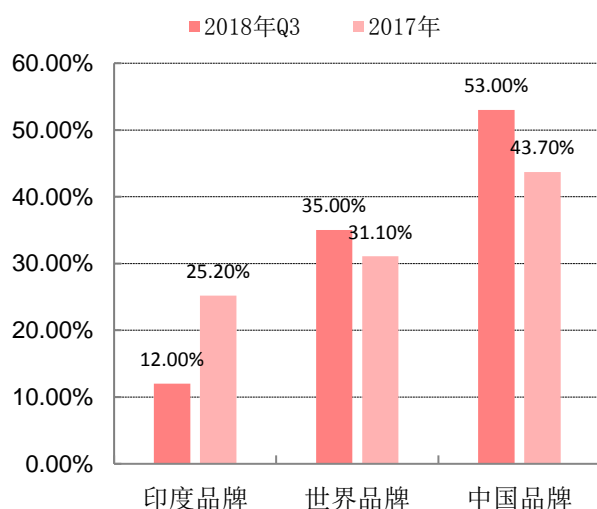
图表 21: 中印用户平均每月消耗流量变化趋势 (MB)



资料来源: 中国工信部及印度电信管理局, 中信建投证券研究发展部

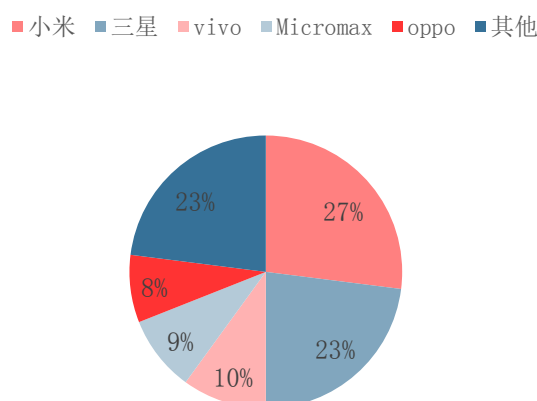
中国品牌占印度手机市场份额高,为国产应用出海提供发行渠道。中国手机在印度的出货量逐年攀升,为国产应用提供了强有力的发行渠道和数据监测途径。2018 年 Q3,中国手机品牌共占据印度 53%的市场份额。以小米为代表的手机厂商通过出口高性价比的智能手机已经成为印度第二大智能手机品牌。同时,印度智能手机市场高度集中,前五大品牌占比达到 77%,相对统一的品牌为移动应用的出海提供便利。

图表 22: 印度手机出货量占比



资料来源: Counterpoint, 中信建投证券研究发展部

图表 23: 印度 2018Q3 智能手机市场份额



资料来源: Counterpoint, 中信建投证券研究发展部

创投生态建设良好,为中小互联网企业提供土壤。印度是全球第二大创业生态系统,拥有接近 4400 家科技

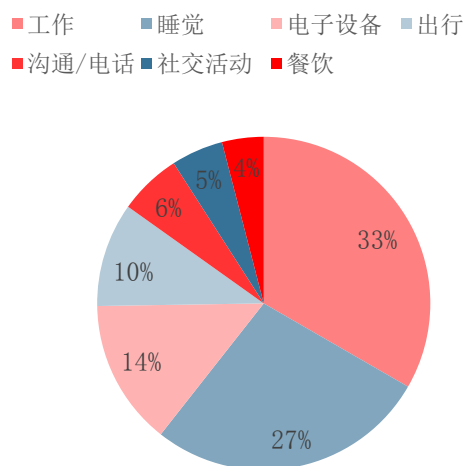
创业公司，预计到 2020 年这一数字将达到 12000 家。同时，印度的商业环境不断改善，在全球营商环境便利性排名中上升了 42 位。2017 年印度初创公司在 620 笔融资交易中募集到 137 亿美元，其中 15% 的初创公司获得了中国的投资，主要集中在 25 家印度初创公司。良好的创投环境为中国企业的资本输出提供保障。

2) 互联网用户情况

男性用户为主要互联网用户群体，人均使用时长不理想。印度互联网用户性别分布不均，男性是印度移动上网的主要群体，占比 71%，女性用户在未来具有很大的增长空间。在互联网使用时间上，印度的人均使用时长大概在 3 个小时左右，少于中国的 4.2 小时，城镇居民使用电子设备时间占比仅为 14%，工作及相关活动挤占了居民的网上消费时间。

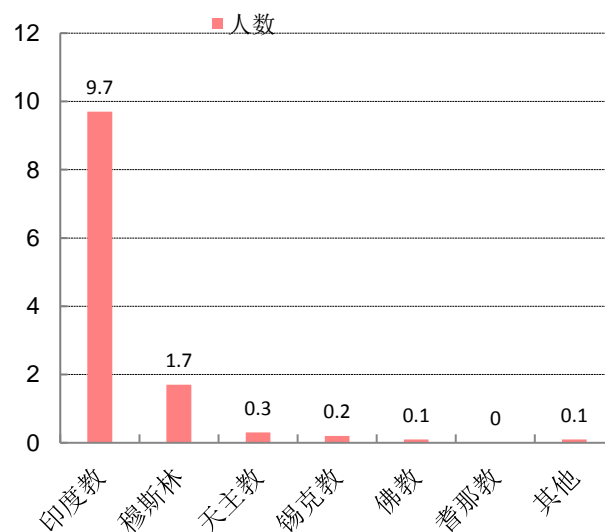
互联网变现能力弱，用户粘性差。受制于经济发展水平，印度用户支付意愿和能力弱，以游戏类 APP 为例，ARPU 仅为 2.37 美元。在 2017 年，整个印度的 APP 付费下载和 APP 内购消费只有 2100 万美金，根据 eMarketer 的预测，到 2020 年印度互联网广告效益将仍位于倒数前十。同时，由于人均收入较低，印度市面上最主流的手机为 50-250 美元的中低端机型。手机内存低和部分移动应用本土化不够等原因造成 APP 整体留存度较差。

图表 24: 印度城市人群每日时间分配



资料来源: 竺帆, 中信建投证券研究发展部

图表 25: 印度各个宗教人口分布 (亿人)



资料来源: 印度国家统计局, 中信建投证券研究发展部

3) 文化和宗教壁垒高，电商产业发展困难

文化和宗教壁垒高，出海应用本土化困难。作为语言大国和宗教大国，印度拥有较高的文化壁垒。印度拥有 1600 种地域方言，23 种宪法承认的语言，1 种官方国家语言，其中印地语是印度语中最常用的语言。截至 2016 年，印度的非英语互联网用户数超过了英语互联网用户，谷歌预计到 2025 年非英语互联网用户将增长近三倍，未来整个印度市场互联网的爆发是在非英语市场。同时，印度也是世界上宗教最为丰富的国家之一，96.9% 的人口有宗教信仰。其中印度教是第一大教派，拥有 9 亿教徒。印度的文化壁垒也间接导致其国内互联网市场相对封闭、空白。对于文化内容类产品存在一定的进入门槛。

信任支付发展不足和供应链问题阻碍出海电商发展。印度并未形成一家独大的线上支付公司，货到付款的比例高达 75%。将线上付款的成本标准化为 1，则货到付款的成本达到 1.8，严重压缩了电商的毛利。印度电商

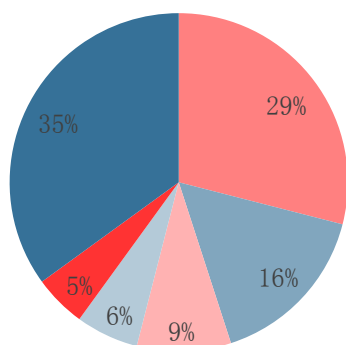
的供应链过长，物流成本高。超过 50% 的印度电商产品为中国制造，本土轻工业实力薄弱，从中国厂商到印度消费者之间的供应链太长，印度的物流多为 B2C 的统一仓储物流，成本高于中国的 C2C 物流配送，供应链问题造成中国电商产品不具有价格优势。

4) 互联网各细分领域竞争情况

中美占据头部市场份额，本土 APP 表现强劲。从移动应用市场竞争格局来看，截至 2018 年第一季度，不论是免费榜或畅销榜，印度头部产品基本被美国和中国所占据，二者畅销榜 TOP100 应用占比分别达 29% 和 16%。免费榜 TOP5 中，美国社交巨头 Facebook 旗下三款产品 Facebook、Facebook Messenger 和 WhatsApp Messenger 均榜上有名，中国产品 UC 浏览器和茄子快传表现稳定。畅销榜 TOP5 中，来自美国的四款国际化明星产品占据前四席，中国直播产品 BIGO LIVE 入围前五。印度 IT 产业发达，本土 APP 研发实力不容小觑，免费榜单 TOP200 中，活跃在印度市场上的本土厂商有包括 Zee Entertainment Enterprises、Reliance Industries、Flipkart 等在内共计 40 余家厂商，涉及购物、视频、出行、音乐等多种品类。在产品偏好上，印度用户最喜爱游戏、工具和通讯类应用，70% 上榜 APP 是游戏类，其中棋牌赌博类游戏占比最高，购物和摄影所占比重也正在快速攀升。

图表 26：2017 年印度 APP 畅销榜国家分布

■ 美国 ■ 中国 ■ 印度 ■ 德国 ■ 俄罗斯 ■ 其他



资料来源：APP Annie，中信建投证券研究发展部

图表 27：2018 年 Q1 印度最受欢迎的 APPtop5

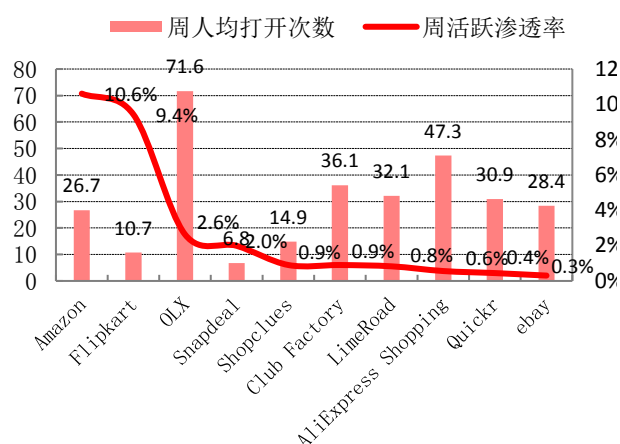
免费榜	畅销榜
Facebook	Tinder
UC 浏览器	Netflix
Facebook Messenger	Google Drive
WhatsApp Messenger	Sing! by Smule
茄子快传	BIGOLIVE

资料来源：APP Annie，中信建投证券研究发展部

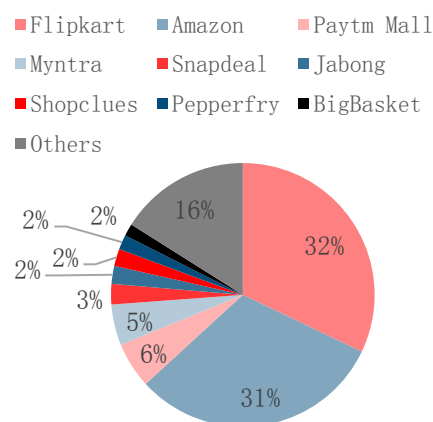
电子商务类

头部优势明显，第二梯队及以下的电商 APP 发展强劲。从电商市场竞争格局来看，2018 年第一梯队的 Flipkart 和亚马逊占据 63% 的市场份额，市场集中度相对较高。“猎豹大数据”显示，Amazon 的周活跃用户渗透率在印度电商 APP 中居于首位，高达 10.61%，而本土电商 Flipkart 和 Snapdeal 在 2016 年发展艰难，Flipkart 的市占率从 2014 年的 51.3% 下滑至 32%，估值不断下调。第二梯队 Paytm 从 2017 年推出电商业务以来，累计融资金额达 25 亿美金，最新估值已达到 100 亿美金，Paytm2017 年成交额为 30 亿美元，现有商家 14 万家，SKU 超过 6800 万种商品，发展势头强劲。

图表 28：印度 2018 年电商 APP 的周打开次数和渗透率



图表 29：印度各个电商市场份额占比

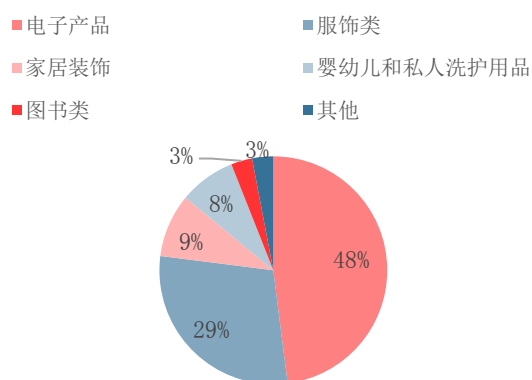


资料来源：Cheetah data, 中信建投证券研究发展部

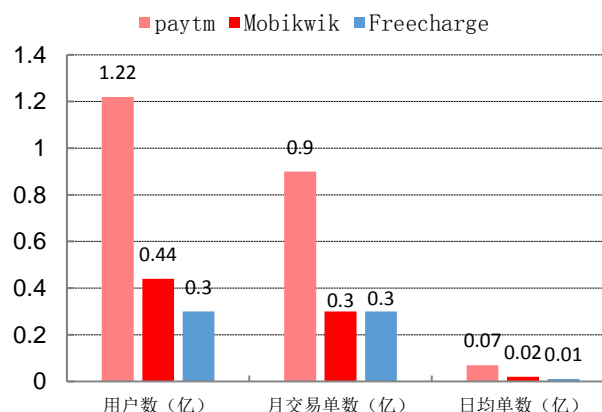
资料来源：Forrester, 中信建投证券研究发展部

各个巨头挺进印度电商市场，电子产品和服饰类最受欢迎。2018 年以来，沃尔玛以 200 亿美元的估值收购 Flipkart，试图弯道超车；亚马逊也加强了在印度市场的投入，进一步增加了其在印度电商的市场份额；阿里巴巴和软银持续对 Paytm Mall 进行输血，其中阿里和腾讯展开竞争，分别注资 Paytm 和 Flipkart，印度电商的资本抢滩登陆战一触即发。在产品偏好方面，印度的电子产品和服饰占据线上零售 77% 的市场份额，电商产品的各个品类仍未铺开，线上购买需求有待挖掘。

图表 30：印度 2018 年电商产品分布



图表 31：印度 2018 年各个电子支付平台主要指标



资料来源：Forrester, 中信建投证券研究发展部

资料来源：Forrester, 中信建投证券研究发展部

移动支付领域市场集中度高，头部电商发力第三方支付。印度移动支付形成以 Paytm、Freecharge、Mobikwik 为主的支付三强的局面，2018 年第三季度 APP Annie 的数据显示，Paytm 在印度 iOS 应用商店排名第八，MobiKwik 在印度的 iOS 应用商店排名第 15 位，相比而言，阿里扶持的 Paytm 有效占据了移动支付大部分市场份额，2018 年 Paytm 的用户数量达 1.22 亿，远高于 Freecharge 的 0.4 亿和 Mobikwik 的 0.3 亿。同时，电商和移动支付相结合的态势日益明显。2017-2018 年，谷歌、Facebook、阿里巴巴、亚马逊、软银等国际巨头已纷纷进入印度移动支付市场，并采取相应的措施以保障各自钱包应用的服务优势。例如，印度电商独角兽 Flipkart 和亚马逊都不支持 MobiKwik 和 Paytm；而电商创业独角兽公司 Snapdeal 不支持 Paytm、MobiKwik 和 UPI 等。

游戏类

中国是印度移动应用市场最大的输入国，轻度类游戏和重度游戏在流量和变现方面均占优势。统计印度游戏榜单 TOP200 结果显示，印度免费榜游戏主要来自本土和中国，畅销榜游戏主要来自美国和中国，印度本土游戏也占据一定市场份额。美国在印度市场主打博彩、策略、体育类等品类，涉及开发商包括 EA、Zynga、Kabam 等在内近 30 家厂商，中国游戏以策略游戏为主，占到近 60% 市场份额，《列王的纷争》《王国纪元》《火枪纪元》等均为整个手游市场的头部产品。印度本土游戏仍以特色的赛车、博彩、体育品类为主，并且在这些品类上基本属于垄断性质，少有海外游戏能够与之抗衡。在产品偏好上，统计 2018 年第一季度印度游戏 TOP200 结果显示，免费榜以赛车、休闲、体育等轻度游戏为主，其中超过 30% 为赛车类游戏，畅销榜以策略类、博彩类、动作类等重度品类为主，策略类游戏占到 20%。

图表 32：2018 年 Q1 印度市场来自中国发行商的游戏收入排名

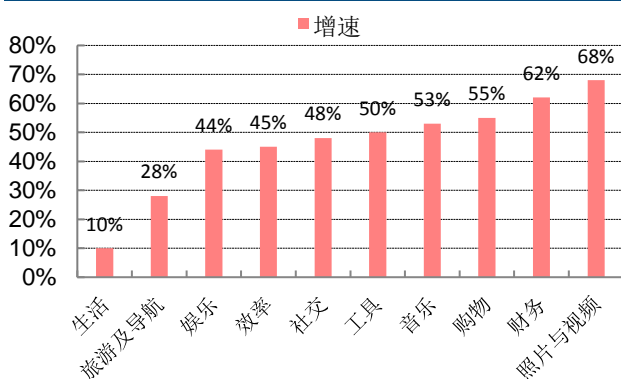
排名	名称	公司
1	Lords Mobile	IGG
2	Clash of Kings	Empire Game Studio
3	Mobile Legends Bang bang	Moonton
4	King of Avalon:Dragon Warfare	FunPlus
5	Guns of Glory	FunPlus
6	Last Empire-War Z	Long Tech Network
7	Mafia City	Yotta Games
8	Castle Clash	IGG
9	Art of Conquest	Lilith
10	World Series of Poker	Giant Network

资料来源：APP Annie，中信建投证券研究发展部

娱乐类

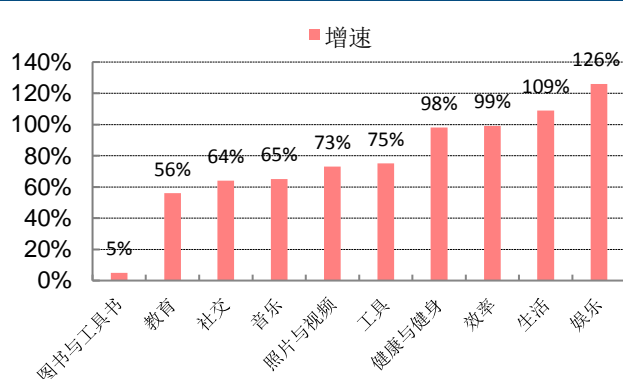
社交约会类应用市场集中度高，下载量和收入表现较好。基于本土线下社交活动的限制，印度用户一直较偏爱社交性质的产品，2018 年 Q1 免费榜 TOP5 中社交类应用占据三席。其中，Facebook 占据印度社交类应用 80% 以上的市场份额，APP Annie 显示，Facebook 自 2006 年在印度开展业务以来，活跃用户高达 2.41 亿。同时，目前印度也是约会类软件 Tinder 在亚洲最大的市场，拥有 1400 万用户，社交约会类产品在印度市场的需求程度可窥一斑。2017 年印度的社交类 APP 的下载量和收入相对于 2016 年分别增长 48% 和 64%，变现能力未来可期。

图表 33：2017-2018 年印度各类别应用下载量增速



资料来源：APP Annie，中信建投证券研究发展部

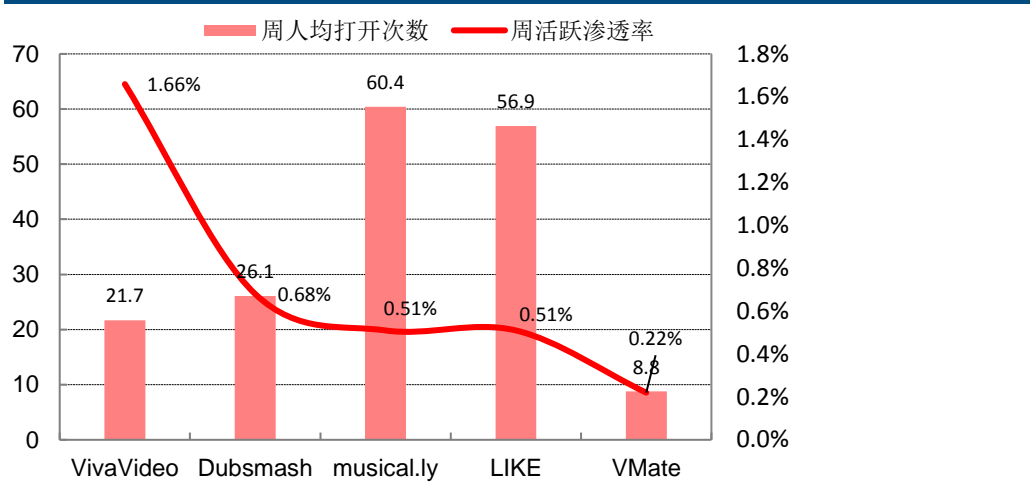
图表 34：2017-2018 年印度各类别应用收入增速



资料来源：APP Annie，中信建投证券研究发展部

Youtube 在视频类产品中占据头部地位，中国短视频类、直播类 APP 表现优越。在视频领域中，Youtube 是印度视频 APP 市场的绝对霸主，周活跃渗透率达 69.77%，排名第二的 Hotstar 周活仅相当于 Youtube 的六分之一。印度短视频市场的头部效应不明显，中国 APP 小影在 2017 短视频排行榜中居第一位，周活跃率达 1.66%，其次为德国对嘴小咖秀，周活仅为 0.68%。2018 年多款短视频类应用登录印度市场，如中国的火山小视频、Musical.ly、快手等，活跃在印度市场的视频 APP 约有 30 余款。同时，中国娱乐应用在直播领域广受欢迎，代表产品为 Bigo Live 和 Live.me，周活跃率仍在 1% 以下。

图表 35：2018 年印度短视频 APP 周活跃渗透率及打开人数



资料来源：Cheetah data，中信建投证券研究发展部

工具类

中国产品主导市场，本土化进程领先。2018 年印度免费榜和畅销榜 TOP5 中的工具类应用茄子外传和 UC 浏览器均来自中国。其在印度市场的成功之处主要在于从印度互联网发展不完善、智能设备落后、网速慢等市场硬件方面考虑，对症下药。UC 浏览器是印度主流浏览器之一，据 StatCounter 数据统计，印度 UC 浏览器市场占有率高达 51%，在慢网速情况下 UC 浏览器的性能要优于 Chrome 浏览器，适应了印度手机市场以低端智能机为主和 4G 速度较慢的情况。茄子快传通过主打跨平台近场传输快速拓展市场，自 2014 年进入印度以来用户数高达 3 亿，成为印度市场第一社交分享工具。

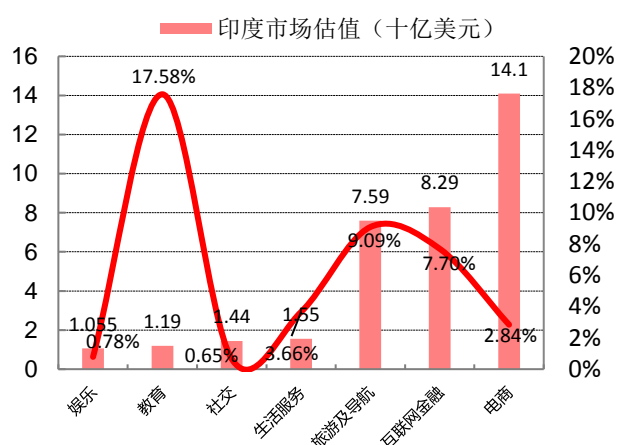
5) 发展机会

互联网各细分领域尚未形成头部效应，在线娱乐、电商、社交、教育、互联网金融有较大提升机会。从各细分领域头部估值的市场规模占比来看，除教育、旅游和互联网金融外，其他领域的头部估值占比较小，市场集中度较低，仍然处于发展期。值得注意的是，娱乐领域的头部估值占比最小，但行业格局尚不稳定，仍具有较大估值机会。

在中印各细分领域估值对比方面，印度社交领域的估值仅为中国的 0.65%，娱乐领域的估值仅为中国的 0.78%。电商领域的估值仅为中国的 2.84%，整体而言印度电商和娱乐、社交、教育等与中国的差距较大，未来具有较大发展空间。

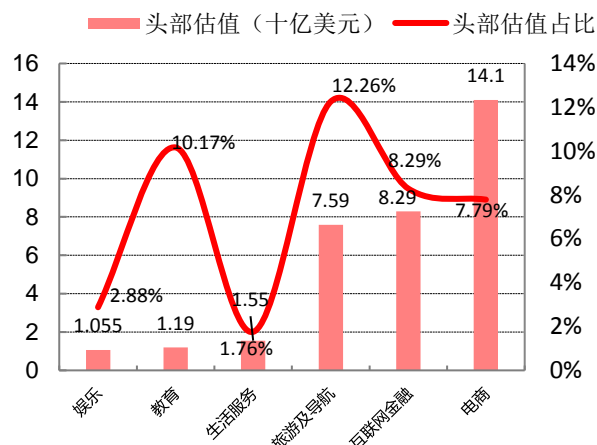
在细分领域龙头估值占比来看，娱乐和生活行业集中度较小，估值占比最小均不到 3%。旅游、互联网金融和电商估值占比较高，头部估值占比分别为 12.26%、8.29% 和 7.79%。

图表 36：2018 年中印细分市场估值对比



资料来源：竺帆，中信建投证券研究发展部

图表 37：2018 年印度细分市场头部估值占比

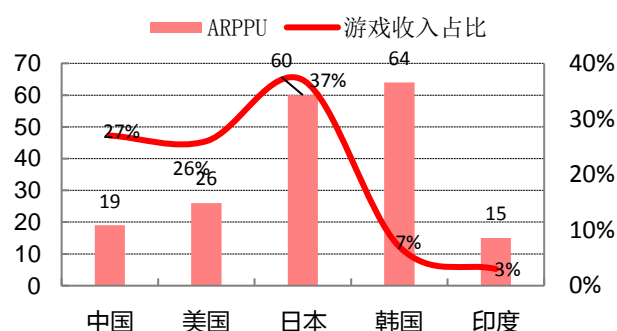


资料来源：竺帆，中信建投证券研究发展部

文娱类

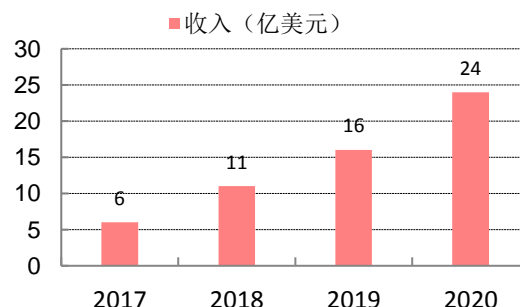
游戏产业迅速发展，硬核游戏是变现最佳途径。根据 Newzoo 数据，2018 年印度智能手机用户数量位列全球第二，达到 3.87 亿，较两年之前翻了一番，此外，数据流量成本在 17 年大幅下降，印度本土移动网络运营商 Jio 提供的流量包月套餐均价在 30 元左右，游戏发展的阻碍显著减少。根据 Newzoo 消费者透视数据，全球玩家超过 2 亿，印度玩家占比达到十分之一，2018 年 APRRU 达到 15 美元，逐渐与中国接近。2017 年，印度手机玩家数量达到了 2.22 亿，其中手机游戏收入占印度全部游戏收入的 89%，具有较大的发展潜力。同时，印度较低的获客成本也是游戏市场扩张的重要来源，2017 年印度 Android & iOS 平台平均安装成本 (CPI) 分别为 0.36 美元、0.94 美元，比美国低 12 倍。在游戏种类方面，2018 年印度的免费榜和畅销榜分别以休闲游戏和重度游戏为主，由于印度互联网广告占比较小，2017 年仅占 14.3%，并不看好流量广告变现，因此用户付费意愿较高的硬核游戏预期将成为印度游戏产业的增长点。

图表 38：2018 年部分国家 ARPPU 及游戏收入占比图



资料来源：Superdata research，中信建投证券研究发展部

图表 39：印度历年手机游戏收入

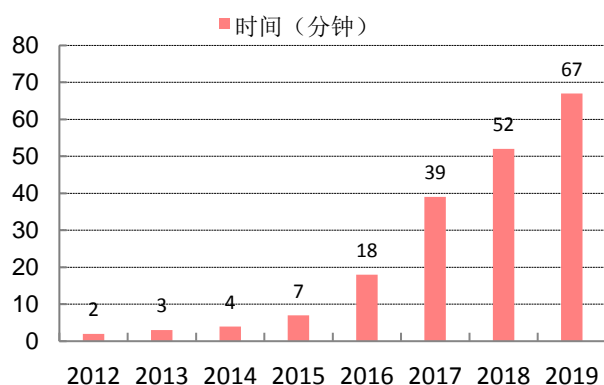


资料来源：Newzoo，中信建投证券研究发展部

居民内容消费需求旺盛，三四线城市增长空间大。2012 年至今印度居民观看视频的日平均时长持续增长，到 2019 年预计达 67 分钟以上，印度 2017 年一年在线视频观众达到 2.5 亿，同比增长 64%，且超过 70% 的观看都发生在移动端，内容类消费需求旺盛。但是，印度的视频细分领域应用供给并未达到消费者预期，排名前三的短视频、直播 APP 的周活跃用户数不足 1%，细分视频市场仍处于蓝海。同时，三四线城市的需求尚未得到

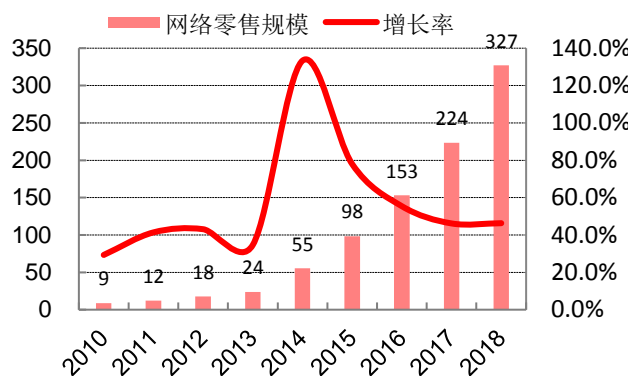
开发, Care Ratings 数据显示, 印度一线城市用户的视频类 ARPU 值 (165 卢比) 接近三四线城市 (98 卢比) 的两倍。

图表 40: 印度用户观看视频的日平均时长



资料来源: 竺帆, 中信建投证券研究发展部

图表 41: 印度历年网络零售规模 (亿美元) 及增长率

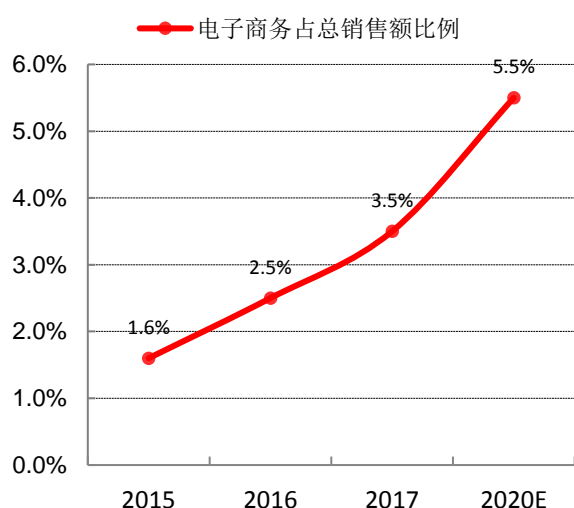


资料来源: eMarketer, 中信建投证券研究发展部

电子商务类

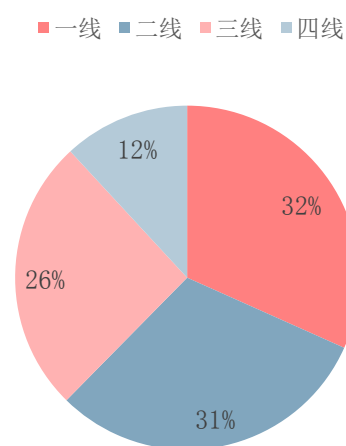
电商服务相当于中国 2010 年水平, 发展空间巨大。印度电商产业发展迅速, 2017 年三大电商 GMV 总和为 115 亿美金, 网购使用率达 42%, 2014 年以来线上零售规模的增长率均在 40% 以上。随着印度互联网渗透率的扩大, 未来几年其电子商务有望增长。eMarketer 预测, 到 2022 年, 印度电商的价值将达到 719.4 亿美元。尽管增长强劲, 但零售电商在 2017 年仅占该国零售总额的 3.5%, 远低于发达国家, 同时, 印度电商市场的规模较小, 2017 年电商市场规模仅为 327 亿美元, 一线城市的网购渗透率相较于中国差距较大, 仍有较大的提升空间。

图表 42: 印度电子商务收入占总销售额的比例



资料来源: eMarketer, 中信建投证券研究发展部

图表 43: 印度各级城市的网购渗透率



资料来源: Cheetah data, 中信建投证券研究发展部

传统银行业务覆盖不足, 互联网金融仍处于蓝海。印度的人口基数大, 未被传统银行覆盖的比率接近一半, 信用卡渗透率在 5% 以下; 同时, 印度作为高利率国家, 一年期的贷款基准利率为 8%-9%, 借款成本较高, 大批量人群的借款需求未被传统银行覆盖。同时, 印度超过 60% 用户网购方式还是用货到付款, 对现金依赖较大,

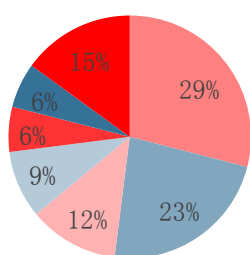
信用卡和借记卡的合计使用率仅为 30%，第三方数字钱包的使用率仅为 0.5%，近年来印度电商的迅速发展为第三方支付和借贷领域的出海提供了受众和市场。与此同时，印度 Fintech 的投资年化收益率高。根据 PWC 发布的 2017 年互金行业趋势报告，印度 Fintech 的投资年化收益率达到 29%，高于世界平均水平 20%。较高的投资收益使印度的互联网金融领域更受资本市场青睐。

2.1.3 中国企业出海印度

战略投资数额较高，从工具出海向内容出海转变。2015-2018 年中国互联网公司和战略投资者在印度市场逐渐变得激进。阿里巴巴和腾讯等大公司在印度的 14 家公司投入共计约 60 亿美元。从出海顺序来看，中国工具类产品是出海印度最早、也是发展最为成熟的领域之一，主要包括手机性能优化和管理软件，茄子快传和 UC 浏览器连续多年居印度免费榜 TOP5。工具类产品的特点是获取用户成本低，易形成规模效应，但变现渠道较为单一，存在一定发展瓶颈。继工具类产品出海之后，内容类产品成为新的出海主力军，主要包括新闻资讯、社交和游戏。目前，印度社交、视频领域的市场份额被美国所垄断，中国的内容类应用在直播、短视频等方面寻找突破口。2018 年 Q1，中国 APP 的摄影和视频类占比已达到 26%，与工具类产品持平，内容出海时代已经到来。

图表 44：畅销榜中国 APP 类型分布

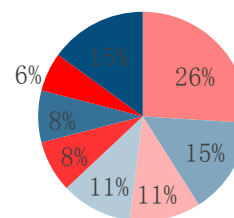
■约会 ■视频 ■效率 ■社交 ■通讯 ■工具 ■其他



资料来源：APP Annie，中信建投证券研究发展部

图表 45：免费榜中国 APP 类型分布

■工具 ■摄影 ■视频 ■购物
■个性化 ■浏览器 ■效率 ■其他



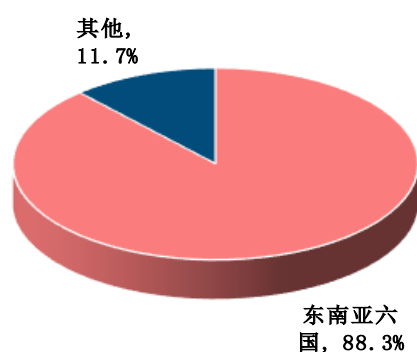
资料来源：APP Annie，中信建投证券研究发展部

二三线城市和农村的需求激发，聚焦本地语言产品。随着总人口 2/3 的农村地区的用户逐渐入网，以本地语言互联网用户占比显著增加，对本地语言内容的 APP 表现出显著偏好，普华永道报告称，用户 93% 的时间都会花在印地语和其他语言内容上。顺应这种趋势，头条和阿里同在 2018 年 6 月推出专注于印度本土语言的社交新品并广受欢迎。其中头条的本土语言社交软件 Helozai 不到 3 个月的时间将下载量推到 1000 万以上。

2.2 东南亚市场

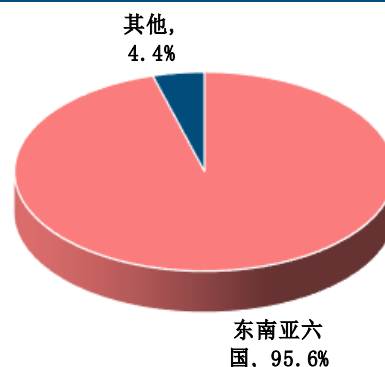
东南亚整体面积有 450 多万平方公里，截至 2017 年底人口约 6.48 亿，分别相当于中国的 47%，分成越南、老挝、缅甸、泰国、印度尼西亚、马来西亚、新加坡、文莱、菲律宾、东帝汶等 11 个国家，其中新加坡、马来西亚、泰国、印尼、菲律宾、越南六国人口占总人口比重 88%，GDP 占比则高达 96%，是最具代表性的国家。以 2017 年为例，六国总人口数、名义 GDP、人均 GDP 以及人均消费支出分别相当于中国的 41%、22%、53%、70%，其中新加坡作为地区唯一发达国家，人均消费支出约为中国 6 倍，马来西亚人均消费支出约为中国 1.6 倍，其余均低于中国。随着中国经济增速放缓，东南亚六国 GDP 增速从 2016 年起开始接近中国。

图表 46: 东南亚六国人口占比



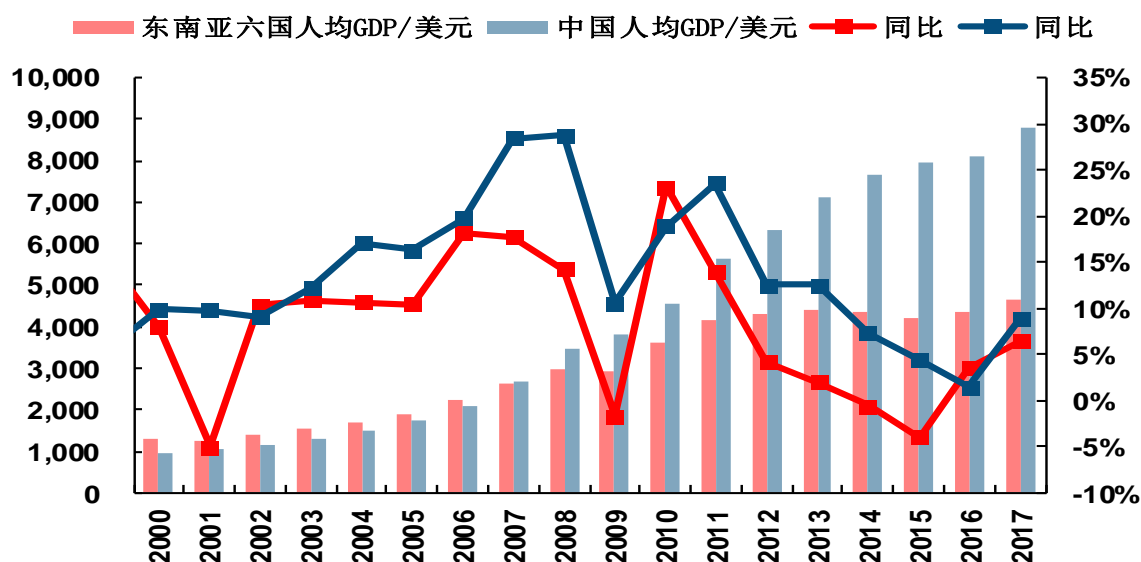
资料来源: Wind、中信建投证券研究发展部

图表 47: 东南亚六国 GDP 占比



资料来源: Wind、中信建投证券研究发展部

图表 48: 东南亚六国与中国人均 GDP 走势



资料来源: Google-Temasek、中信建投证券研究发展部

图表 49: 2017 年中国与东南亚六国经济数据对比

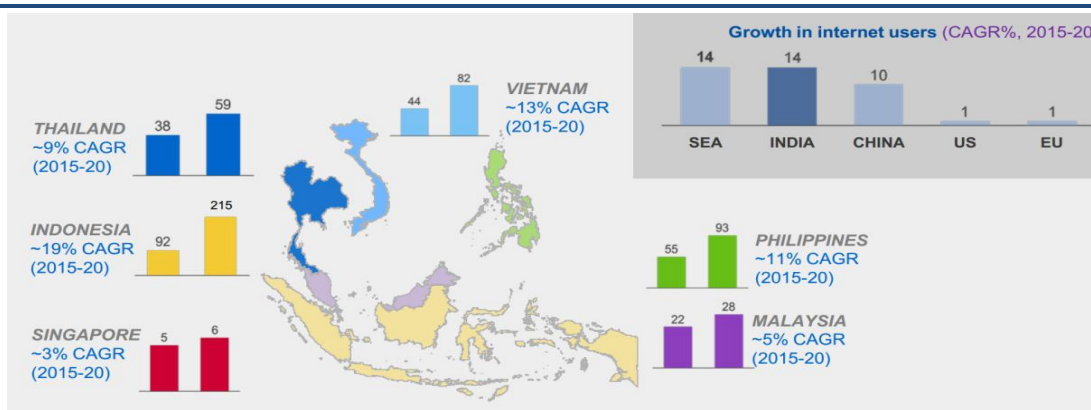
国家	名义 GDP/亿美元	人口/万	人均 GDP/(美元/人)	居民人均消费支出/美元
新加坡	3,239.07	561.23	57,714.30	20,572.90
马来西亚	3,145.00	3162.43	9,944.90	5,505.89
泰国	4,552.21	6903.75	6,593.82	3,217.72
印尼	10,155.39	26399.14	3,846.86	2,158.61
菲律宾	3,135.95	10491.81	2,988.95	1,126.78
越南	2,238.64	9554.08	2,343.12	1,593.28

东南亚六国	26,466.27	57,072.43	4,637.31	2,368.96
中国	122,377.00	139,008.00	8,803.59	3,383.87

资料来源：世界银行、中信建投证券研究发展部

人口基数大，优质新兴流量入口：截至 2017 年底，东南亚的月度活跃网络用户规模约为 3.3 亿人，占总人口比例约为 51%，是全球第四大互联网用户市场，也是用户增长最为迅速的区域；70% 互联网用户年龄在 40 岁以下，与中国 57% 比例相比用户更加年轻化；用户平均每天花费在移动互联网上时间达到 3.6 小时，其中泰国、印尼分别高达 4.2、3.9 小时，超过了全球其他所有地区。根据谷歌和淡马锡预测，预计到 2020 年东南亚地区网络用户将增长到 4 亿 8000 万人，CAGR 约为 13.3%。

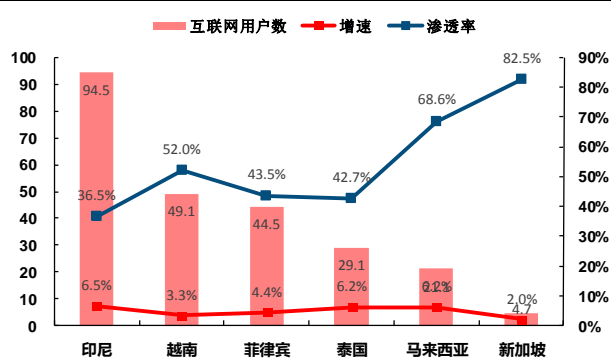
图表 50：东南亚地区是全球互联网用户数增速最快的区域



资料来源：Google-Temasek、中信建投证券研究发展部

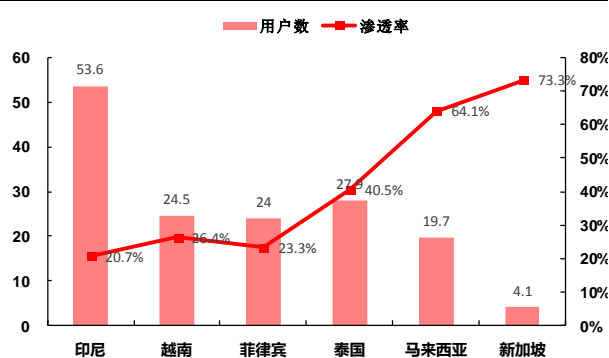
分地区来看，根据 eMarketer 统计的 2016 年数据，除了人均 GDP 前两位的新加坡、马来西亚互联网渗透率分别达到 82.5%、68.6%，其余四国渗透率仍有较大提升空间，其中印尼拥有最大的人口基数和最低的互联网渗透率，是最有潜力的新兴市场。智能手机渗透率上，除新马泰三国普及度较高外，其余整体均有较大成长空间。

图表 51：2016 年六国互联网用户数、渗透率和增速（百万）



资料来源：Google-Temasek、中信建投证券研究发展部

图表 52：2016 年六国智能手机用户数、渗透率（百万）



资料来源：Google-Temasek、中信建投证券研究发展部

互联网基础设施建设良好：根据 2017 年 cable.co.uk 综合分析 6300 多万次速度测试数据，全球 189 个国家和地区中东南亚地区整体网速位居中游，新加坡、泰国均进入前 30 名，值得注意的是主流东南亚国家网速均超过中国大陆，为互联网经济发展提供了良好的硬件基础。

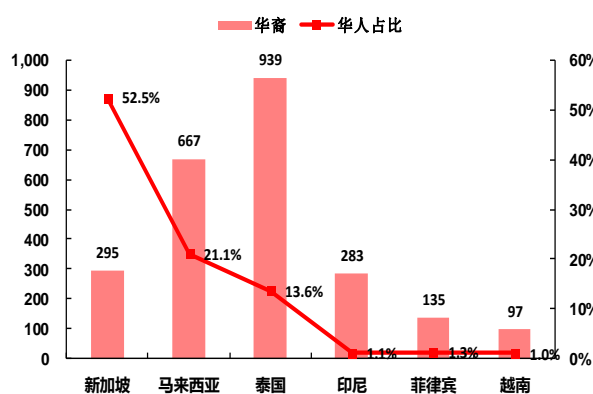
图表 53：2017 年东南亚主流国家和中国在全球 189 国宽带网速排名中的情况

排名	国家/地区	网速/Mbps	下载 7.5GB 电影时间
1	新加坡	55.13	00:18:34
29	泰国	16.85	01:00:46
63	马来西亚	6.69	02:33:03
74	越南	5.46	03:07:39
75	印度尼西亚	5.19	03:17:29
87	菲律宾	3.69	04:37:52
98	柬埔寨	3.1	05:34:57
118	缅甸	2.09	08:09:57
124	老挝	1.94	08:49:05
134	中国	1.55	10:58:57

资料来源：Cable.co.uk、中信建投证券研究发展部

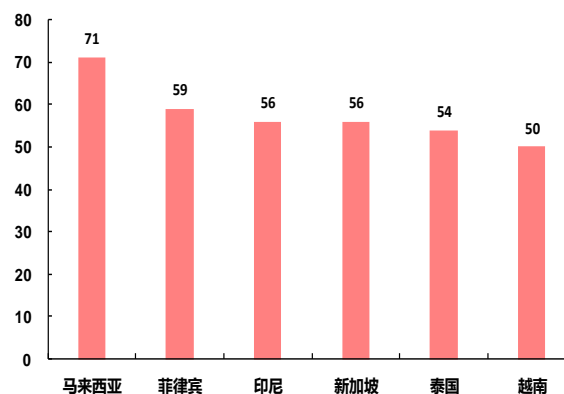
文化认同感强，地缘优势降低沟通成本：目前东南亚地区是全球最大华人聚居区，根据各国官方统计口径该地区华人数量约 1600 万人，但考虑到通婚带来血统归属模糊化、以及部分地区由于历史原因存在华人不愿承认华人身份等现象（印尼历史上发生过两次排华事件），实际华人加上华侨数量预计在 3000 万人左右，占东南亚总人口比例约 5%。长期以来华人与当地人交往过程中对传播中华文化起到良好作用，使得东南亚对中华文化认同感相比欧美更强，也降低了中国互联网企业内容出海门槛。此外，地缘优势一方面体现为差旅成本低，另一方面体现为无时差，大大降低了沟通成本。根据猎豹移动智库统计，东南亚六国前 200 名 APP 里中国 APP 占比约 1/3，展现了中国应用在东南亚市场的强大生命力。

图表 54：东南亚地区华裔数量及占比（万人）



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表 55：2016 年中国 APP 在六国 TOP200 移动应用上榜数



资料来源：Libra、中信建投证券研究发展部

从东南亚六国热门 APP 排行榜单中可以发现，东南亚 APP 主要由中、美、韩以及本地企业占据，其中国内 APP 优势主要集中于购物（阿里持有东南亚最大 B2C 平台 Lazada 83% 股权，腾讯持有东南亚最大 C2C 平台 Shopee 母公司 39.7% 股权）、短视频（抖音国际版 TikTok 独占鳌头）、工具类（茄子快传、WIFI 万能钥匙、脸萌等）、音乐（JOOX Music、WeSing）、游戏五大版块；在社交领域较为薄弱，Facebook 系应用和 Line 占据主要地位；电子支付领域则被本地应用瓜分，支付宝、微信支付目前仅面向中国游客，而未向当地人开放，支付宝更多采取与本地支付企业设立合资公司曲线救国方式；出行 APP 由 Grab、GO-JEK 两家瓜分，前者由滴滴参股，后者则由腾讯、京东参股，Uber 在被 Grab 收购后退出东南亚市场。

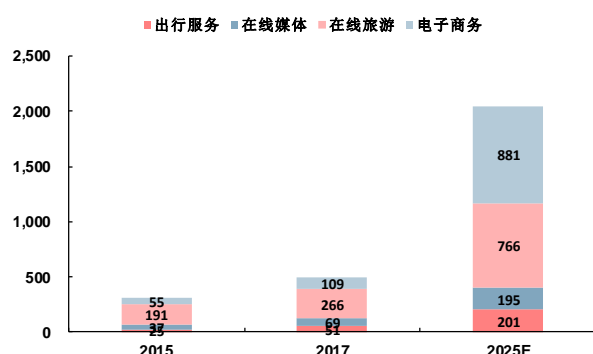
图表 56：东南亚六国热门 APP 排行榜

马来西亚	新加坡	泰国	印尼	菲律宾	越南
1 WhatsApp M... =	1 WhatsApp M... =	1 Messenger ... ▲3	1 WhatsApp M... =	1 Messenger ... =	1 Messenger ... =
2 Shopee MY: 1... =	2 GrabFood - F... =	2 Ragnarok M: ... ▼1	2 HAGO =	2 Shopee PH 1... =	2 TikTok-有趣的... =
3 Messenger ... ▲1	3 Healthy 365 =	3 LINE ▼1	3 YouTube Go =	3 Lazada 11.11 ... ▲4	3 Zalo - Video ... =
4 TikTok-有趣的... ▼1	4 Find The Diffe... ▲1	4 Lazada 11.11 ... ▼1	4 Facebook Lite =	4 Mobile Legen... ▼1	4 Lazada 11.11 ... =
5 Lazada 11.11 ... =	5 Messenger ... ▲1	5 TikTok-有趣的... =	5 Messenger ... =	5 茄子快传-传... =	5 Zing MP3 ▲2
6 茄子快传-传... =	6 Lazada 11.11 ... ▲4	6 Facebook =	6 茄子快传-传... =	6 Messenger Lit... ▼2	6 Shopee: 11.11... ▲3
7 Instagram =	7 TikTok-有趣的... ▲2	7 Garena Free F... =	7 Shopee: 11.11... =	7 Ragnarok M: ... ▼1	7 Unnie doll ▼2
8 Grab =	8 Shopee: 11.11... ▼1	8 Shopee TH: 1... =	8 Instagram =	8 Facebook =	8 Ulike - Define... ▼2
9 Mobile Legen... =	9 Ragnarok M: ... ▼5	9 Messenger Lit... =	9 TikTok-有趣的... ▲1	9 Facebook Lite ▲1	9 Tiki - Mua Sả... ▲2
10 Facebook =	10 Words Story ... ▼2	10 BNK48 Official ▲2	10 Mobile Legen... ▼1	10 Words Story ... ▼1	10 Oppa doll ▼2
11 Plato - Meet ... =	11 牛仔狩猎 ▲5	11 Facebook Lite ▲8	11 Messenger Lit... =	11 Helix Jump =	11 Garena Free F... ▼1
12 PUBG MOBILE =	12 Grab ▼1	12 Ulike - Define... ▼2	12 UC浏览器·飞... =	12 iWant TV =	12 B612 - 美容效... =
13 Wish - Shopp... =	13 Helix Jump =	13 Garena RoV: ... ▼2	13 Grab =	13 全民K歌 - 免费... =	13 Facebook ▲1
14 Happy Glass =	14 漂移竞速 ▲7	14 TrueMoney ... =	14 Facebook =	14 TikTok-有趣的... ▲1	14 Garena Lién ... ▼1
15 Sticker Packs ... ▲8	15 Singtel Prepai... =	15 4shared =	15 LIKE短视频 ... ▲4	15 YouTube Go ▼1	15 Messenger Lit... =
16 Personal stick... ▲17	16 Filip Trickster ... ▼4	16 Helix Jump ▼3	16 MyTelkomsel ... ▼1	16 Spotify Music ▲1	16 Facebook Lite ▲1
17 JOOX Music ▼2	17 DBS PayLah! ... ▼3	17 Krungthai NE... ▲3	17 Lazada 11.11 ... ▲1	17 Google Play ... =	17 HAGO ▼1
18 微信 ▼1	18 Instagram =	18 JOOX Music ▼2	18 Garena Free F... ▼2	18 Instagram ▲1	18 Color Flash La... ▲7
19 Garena Free F... ▼3	19 Wish - Shopp... ▼2	19 PUBG MOBILE ▼2	19 GO-JEK - Tran... ▼2	19 Escape Room... ▼1	19 WIFI万能钥匙 ... =
20 Touch 'n Go... ▼2	20 茄子快传-传... ▲9	20 Instagram ▼2	20 Personal stick... ▲11	20 Snapchat =	20 Mini World: B... ▼2

资料来源：APP Annie、中信建投证券研究发展部

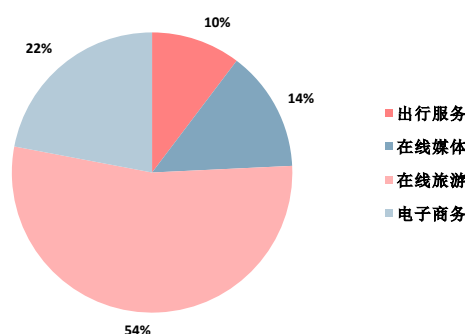
根据 Google-Temasek 的预测，受益于庞大用户基数，东南亚在线旅游、电子商务、在线媒体业务市场发展迅速，到 2025 年东南亚地区互联网经济总体规模有望达到 2000 亿美元，CAGR 达到 19.38%。其中，电商网购会是最主要增长点，2015~2025 年复合增速将达到 32%；出行服务、在线媒体、在线旅游则分别达到 23%、18%、15% 复合增速。

图表 57：东南亚四种业务发展情况



资料来源：Google-Temasek、中信建投证券研究发展部

图表 58：东南亚四种业务发展情况



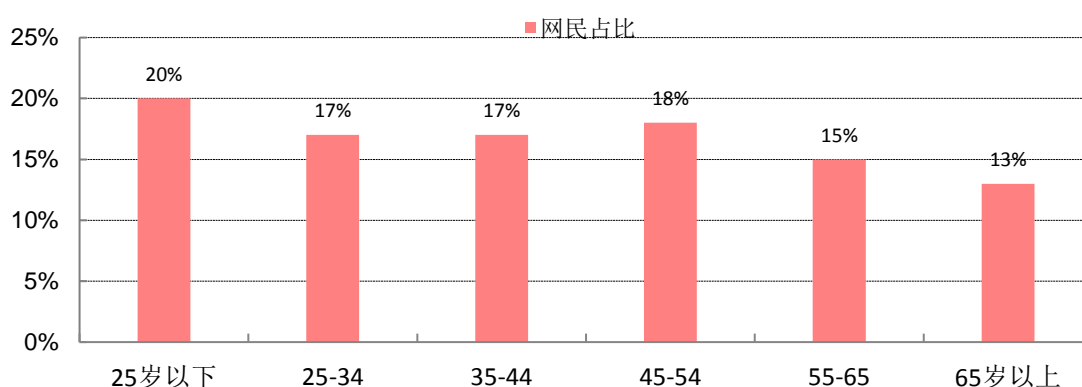
资料来源：Google-Temasek、中信建投证券研究发展部

2.3 美国市场

2.3.1 市场成熟度高，互联网发展世界领先

经济发达，人口红利逐渐消退。美国是北美地区第一大互联网市场，截至 2018 年 6 月人口规模为 3.27 亿人，占据北美洲总人口数的 89.9%。2017 年人均 GDP 为 5.95 万美元，位列全球第八，超过一半的美国人是中产阶级。但近年来互联网的人口红利逐渐消退，一是美国近十年来人口增速逐步放缓，2017 年人口增速仅为 0.71%。二是美国用户的网民平均年龄较大，35 岁以上网民占比高达 63%。网民老龄化造成新产品的渗透时间相对较长，在用户年龄基础上不具备优势。

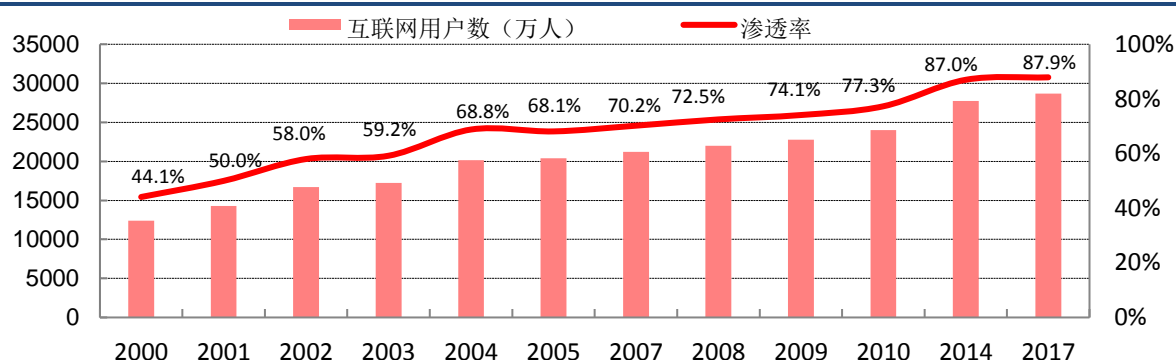
图表 59：2017 年美国网民年龄结构分布



资料来源：快易数据、中信建投证券研究发展部

互联网普及度高，基础设施配置优良。美国是全球网络设施最为完善的国家之一，以其本土运营商 T-mobile 为例，2018 年 7 月全国范围内 4G 覆盖率为 93.67%，平均网速为 20.57Mbps，且流量价格相对人均收入较为低廉，1GB 流量仅需约 2.5 美元。整体看来，美国移动互联网已进入成熟期。近年来，美国移动互联网渗透率增速明显趋缓，移动电话普及程度已经趋近饱和。2017 年，美国移动电话渗透率高达 81.4%，较 2014 年仅增长 2.6%。

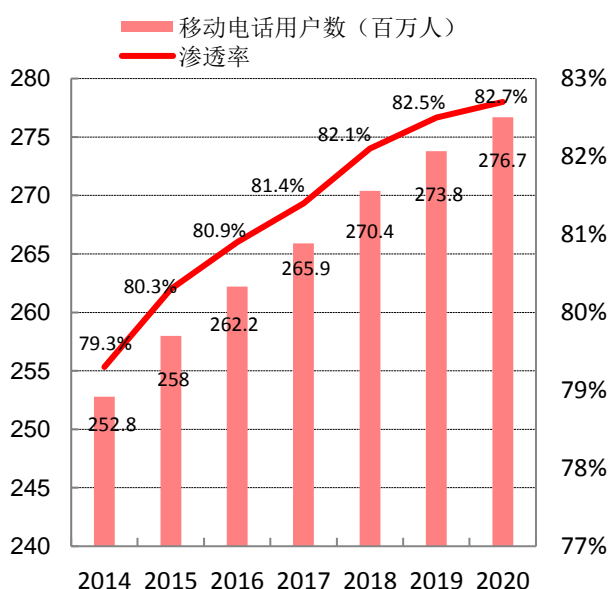
图表 60：美国历年互联网用户数及渗透率



资料来源: Internet World Stats, 中信建投证券研究发展部

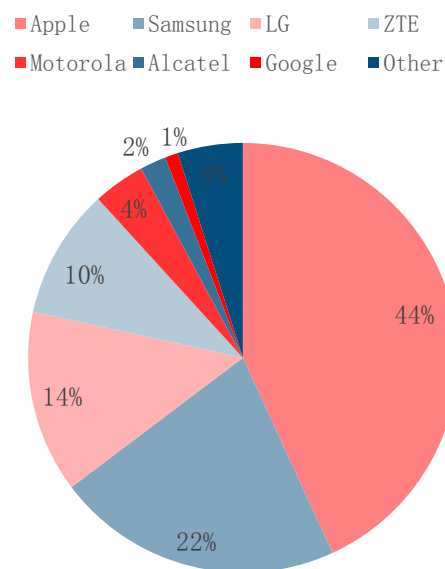
智能手机渗透率高、用户活跃，直接付费和广告变现收入可观。美国是世界上智能手机渗透率最高的国家之一，67.3%的美国居民拥有智能手机。在手机上的花费年人均均为 354 美元，手机普遍性能较好，兼容性强。45.3%智能手机用户使用的是苹果手机，并且这个比例呈现出逐年上升的趋势。美国用户平均每天在手机上花费 5 小时，其中 92%的时间分配在 APP 上，截止 2017 年，美国应用商店 APP 下载量高达 113 亿次，用户活跃度较高。

图表 61：美国历年移动电话用户数及渗透率



资料来源: eMarketer, 中信建投证券研究发展部

图表 62：2018Q1 美国智能手机市场份额



资料来源: Counterpoint, 中信建投证券研究发展部

美国用户拥有极强的付费能力，平均每人每年在移动商店花费 41.9 美元，在 APP 支出方面，美国也以 150 亿美元的规模仅次于中国排名全球第二。同时，美国广告变现发展成熟，2017 年广告主在 APP 上投放广告共带来了 749.05 亿美元的收入，占据移动应用总收入的 87.5%，并且这个比例有继续升高的趋势，应用开发者将有

更广阔的变现空间。

2.3.2 移动应用的市场竞争格局

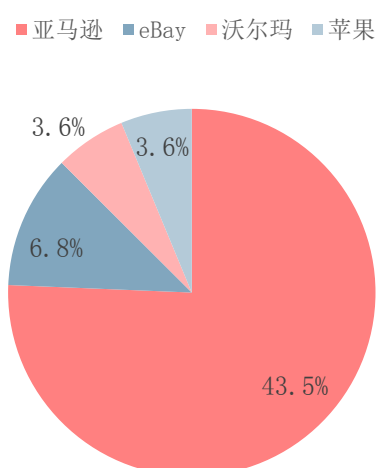
本土巨头深耕市场，进入壁垒较高。2017年美国 Google Play TOP200 免费榜 APP 结果显示，有超过一半的 APP 都来自美国本土，产品主要来自以美国科技巨头 Google、Facebook、Microsoft、Apple、Amazon 等为首的共计近 80 家公司。美国应用市场存在较高进入壁垒，2017 年苹果应用商店和 Google Play 商店下载量前十名 APP 有八个是本土公司研发。

中国是美国 APP 市场最大输入国。来自中国的产品主要集中在今日头条、腾讯、百度和 LionMobi 等超过 20 家厂商。在游戏领域，腾讯表现亮眼。APP Annie 2018 年一季度的数据显示，腾讯收购的 Candy Crush Saga 与 Clash of Clans 均登入美收入榜前十；并且前者在美、英、加、印 4 国的游戏畅销榜 Top 1 累积霸榜天数最长。

社交、通讯等类别形成稳定垄断格局，短视频类产品有望打开突破口。美国移动应用市场发展已经极为成熟，在社交、通讯、音乐、视频等几大类别均已形成稳定垄断格局，且对于移动应用产品的需求聚集在新颖的休闲娱乐类。整体来说，2018 年上半年，美国免费榜上表现最好的中国 APP 为今日头条（字节跳动）旗下短视频产品 Musical.ly，2018 年上半年美国 iOS & Google Play 免费榜双榜均在 TOP40 内，短视频领域排在首位。

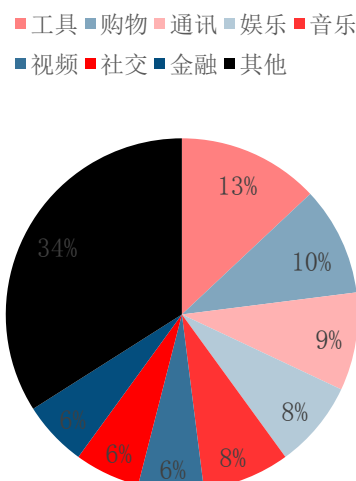
电商产业发展成熟，社交电商未来可期。美国是全球第二大电商市场，仅次于中国，2017 年营收 4210 亿美元。除了专注移动电商的 Wish 平台外，其他流量都主要集中在 Amazon、沃尔玛、eBay 的移动端 APP。Amazon 是美国人网上购物的第一选择，占据了美国一半以上的电商流量，形成垄断格局。同时，美国的社交电商也正在崛起，在美国有着 50% 渗透率的社交应用 Instagram 是美国社交电商的典型代表。有数据显示，目前社交电商在总体电商产业的比重中占据 6%，并且在过去两年里，社交电商的比重增长了 2 倍，未来社交电商前景广阔。

图表 63：美国 2017 年电商市场份额



资料来源：eMarketer，中信建投证券研究发展部

图表 64：2018 年上半年美国各类 APP 占比



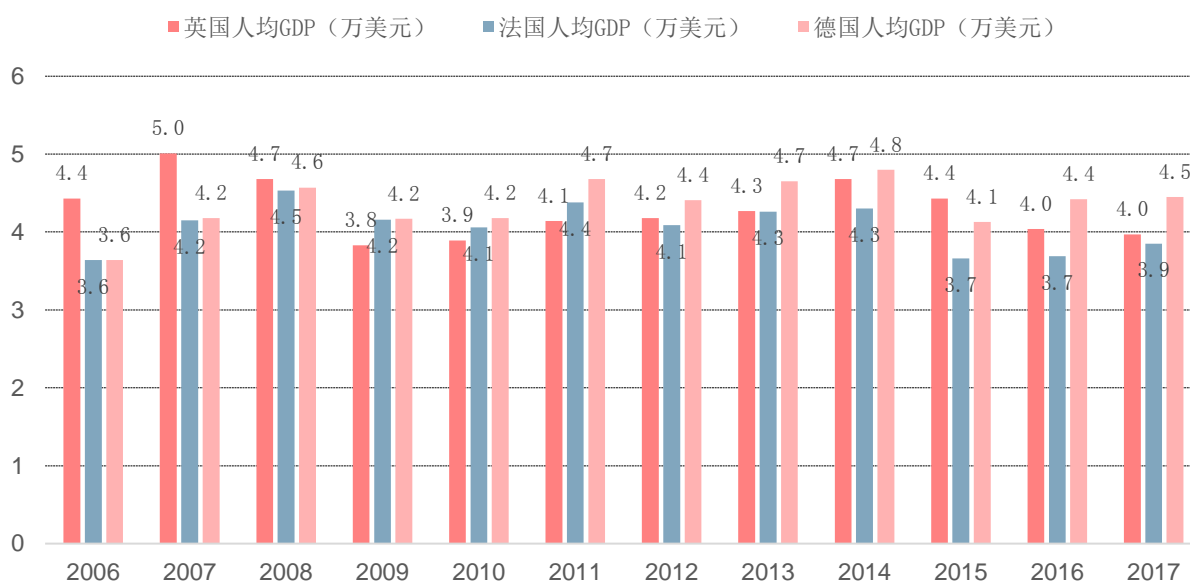
资料来源：DUG，中信建投证券研究发展部

2.4 欧洲市场

2.4.1. 文化多样，市场切分细，本土互联网巨头难成型

经济发展水平高，语言文化多样。欧盟的总人口数是 5.13 亿，由 28 个国家组成，2017 年欧洲 GDP 总量为 20.3 万亿美元，位列全球各大洲第三位。其中德、法、英三国 GDP 居于欧洲前三位，是富裕的互联网成熟市场。欧洲市场切分细，语言文化多样。欧盟正式官方语言有 24 种，每个国家都保留着自己的语言和文化，这意味着欧洲本地的互联网公司不仅需要符合每个国家的规范，还要注重欧洲的统一规范，近期出台的通用数据保护条例（GDPR）显著提高了互联网公司跨区域发展的成本。

图表 65：三国历年人均 GDP



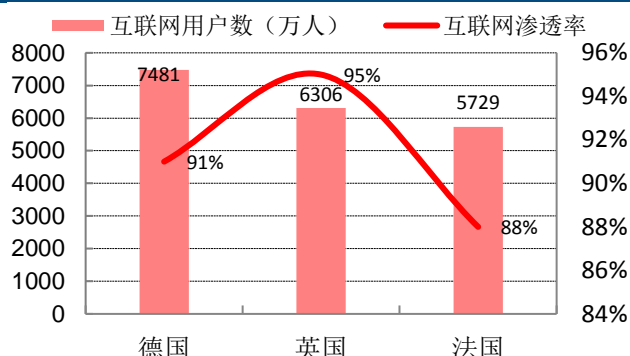
资料来源：快易数据，中信建投证券研究发展部

欧洲国家普遍高税收高福利，创业环境不容乐观，也是客观上难以孵化出本地互联网巨头的重要原因。欧洲普遍推行高税收高福利政策，加重了创业和人员工资支出的负担，使得欧洲互联网在与亚洲国家竞争力不足。除了创业意愿低，创业环境也不乐观。据报告，欧洲公司每个阶段的融资额都低于美国公司，两轮融资间隔的时间也长于后者。尤其是在 TMT 领域，欧洲的风投数量要远小于中国和美国。

2.4.2 互联网基础设施建设良好，移动广告支出较高

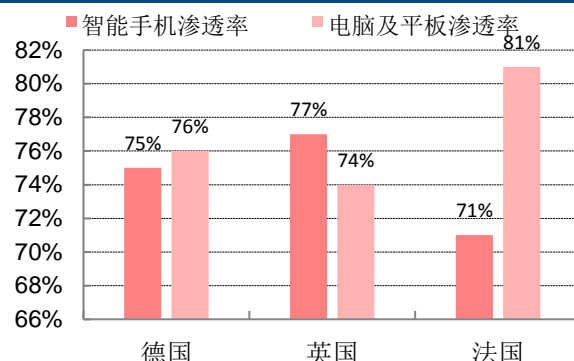
互联网渗透率高，智能手机普及广泛，互联网基础设施发展较成熟。2018 年英法德三国的互联网渗透率均超过 85%，智能手机和电脑渗透率在 70%-80% 之间，居于世界领先水平。在互联网基础设施方面，4G 发展情况位于中上游，不及美国、日本等互联网发达的国家。2018 年英、法、德三国 4G 覆盖率分别为 77.28%、68.31% 和 65.67%，4G 速度分别为的 23.11、25.09 和 22.67Mbps，居于世界中上游，仍有较大的提升空间。

图表 66：2018 年三国互联网用户数及渗透率



资料来源: Internet World Stats, 中信建投证券研究发展部

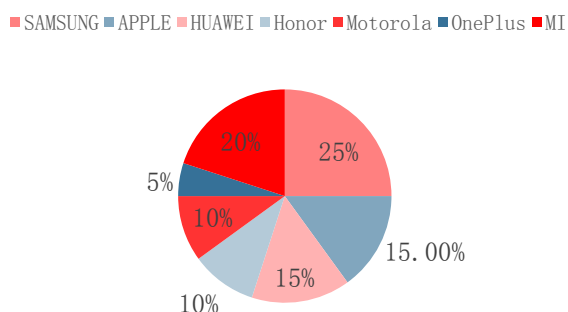
图表 67：2018 年三国智能手机和电脑渗透率



资料来源: Internet World Stats, 中信建投证券研究发展部

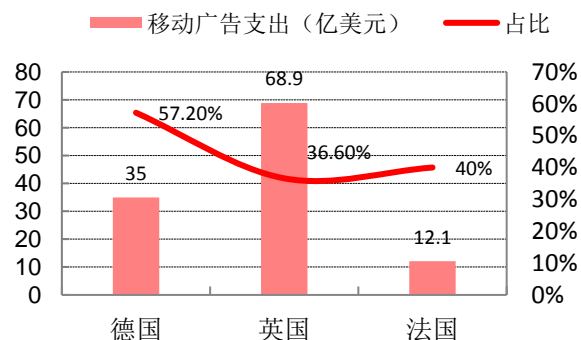
三星、苹果等手机巨头表现优异，本土厂商所占份额较小。Android 系统和 IOS 系统的普及程度不相上下，德国和英国以 Android 操作系统为主，分别占比 66.33% 和 61.99%，英国的 IOS 和 Android 用户占比各为 50% 左右。安卓系统中三星表现优越，2018 年在德、英、法三国的市场份额分别为 42.12%、29.53%、30.76%，占 2018 年 8 月 TOP20 上榜机型的 25%。华为、联想、中兴作为中国厂商在三国占有一定的市场份额，相较而言，本土手机厂商不占优势。

图表 68：欧洲 2018 年畅销 Top20 智能手机分布



资料来源: 第一手机界研究院, 中信建投证券研究发展部

图表 69：2018 年三国移动广告支出及占比



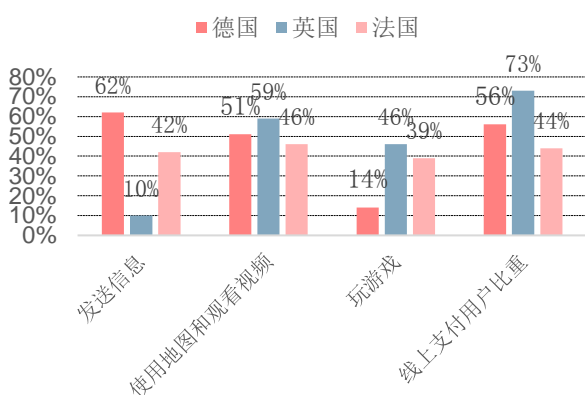
资料来源: 产业信息网, 中信建投证券研究发展部

欧洲的用户活跃度适中，移动广告支出占比较高。欧洲的移动端用户活跃程度适中，用户观看视频、使用地图和移动游戏的占比均在 40% 以上。其中，欧洲互联网产业的移动广告支出占比高，广告投放偏重于线上渠道，2017 年，德国移动广告支出总额约 35 亿美元，占数字营销市场总额的 57.2%。

2.4.3 互联网竞争情况

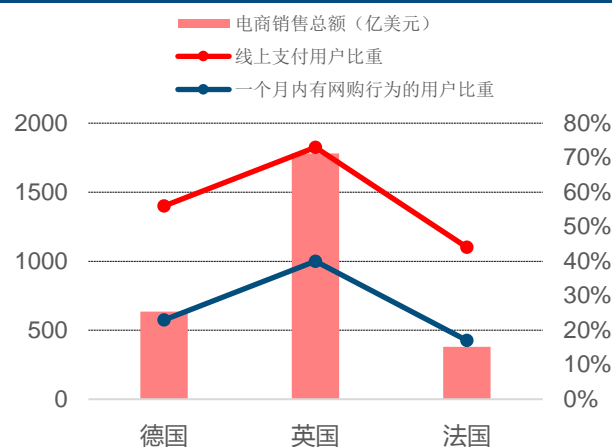
外来互联网巨头占据欧洲移动应用较大份额，本土企业不占优势地位。英国 APP Store 和 Google play APP Top20 畅销畅销排行榜中，本土应用仅占 4 席，其中美国在 APP Store 排行榜中占据绝对优势，有 8 类应用进入榜单。法国的移动应用排名较为分散，英、法、中、日、美各占据一定市场份额，在 APP Store 和 Google play 排行榜中中国进入的应用分别为 3 席和 5 席，集中为游戏类。

图表 70：三国移动用户行为占比



资料来源：产业信息网, 中信建投证券研究发展部

图表 71：2018 年三国电商发展情况



资料来源：产业信息网, 中信建投证券研究发展部

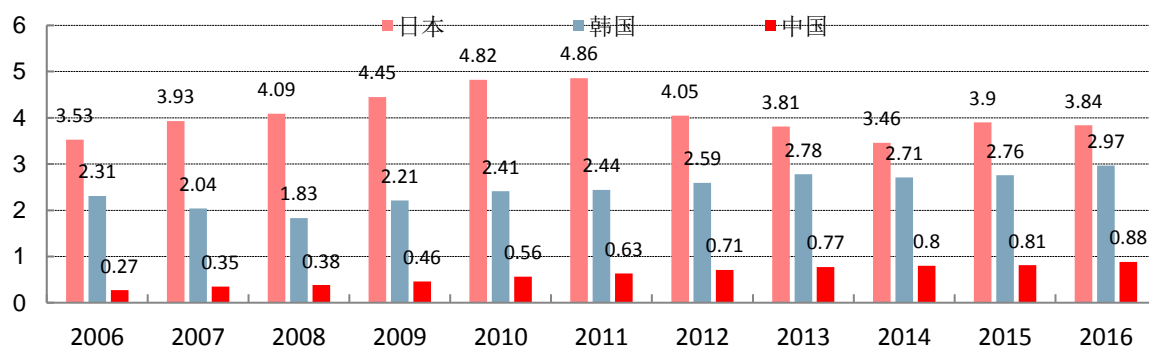
移动游戏占据重要地位，电商平台迅速发展。在英法德 2018 年 Google Play 免费榜和付费榜前 500 名中，游戏类应用远超其他类别成为第一。电商平台迅速发展，外来电商占比重大。欧洲的电商市场发展较成熟，英法德三国线上付款的用户占比在 40% 以上，为电商发展提供渠道。在竞争格局方面，外国电商表现优越。亚马逊、Otto 和 Zalando 主导了德国电商零售行业。英国和法国本土电商平台数量与海外势均力敌，英法本土电商平台数量分别占比 52% 和 46%，美国的电商平台数量在英法的占比分别为 24% 和 17%。

2.5 日韩市场

2.5.1 日韩市场——市场相对独立，变现能力强

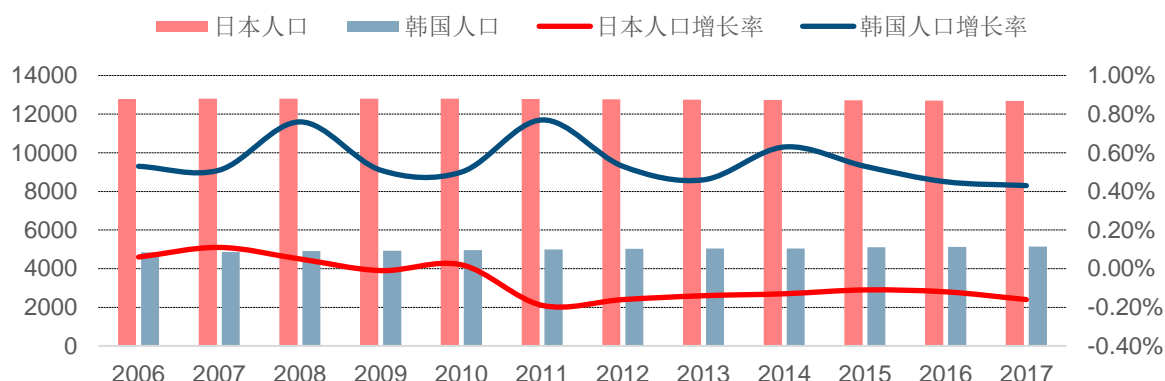
市场相对独立，人口增长趋缓。2017 年日本和韩国的人口分别为 1.27 亿和 5147 万，人均 GDP 分别为 3.84 万和 2.97 万美元，世界排名分别为 25 位和 28 位，是互联网成熟市场的典型代表。与美国不同的是，日韩市场与中国文化更为接近，市场相对封闭独立，孕育了许多本土互联网科技公司，诸如 Facebook 等国际互联网巨头并未统治当地市场，形成了非常有本土特色的市场格局。

图表 72：中日韩历年人均 GDP 比较 (万美元)



资料来源：快易数据, 中信建投证券研究发展部

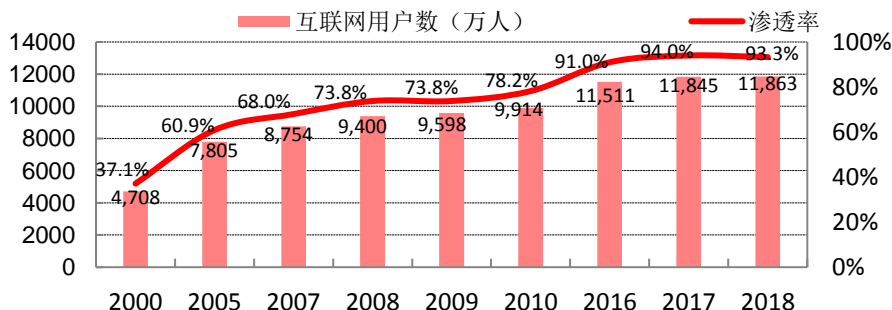
图表 73：日韩历年人口(万人) 及增长率



资料来源：快易数据, 中信建投证券研究发展部

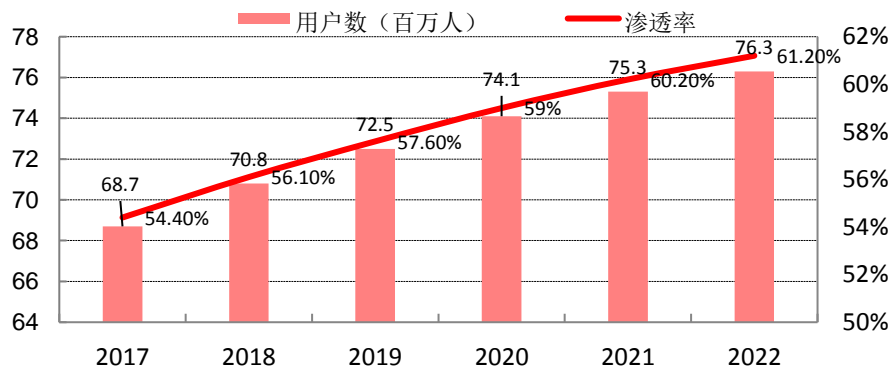
互联网普及接近饱和，4G 建设全球领先。2018 年，韩国互联网用户数达 4735 万，互联网普及率为 92.6%。日本互联网总用户数 1.19 亿人次，互联网普及率为 93.3%。与 2017 年相比，两国互联网渗透率分别上升 6.3% 和 3.6%，互联网普及程度趋于饱和。在基础设施建设方面，2018 年韩国的 4G 渗透率为 97.49%，日本的 4G 渗透率为 94.7%，是全球 4G 渗透率最高的两个国家。韩国、日本 4G 速度分别达到 40.44Mbps 和 25.39Mbps，居世界第四位和 34 位。相对而言，日本 4G 速度的提升仍有较大空间。

图表 74：日本历年互联网用户数及渗透率



资料来源：Internet World Stats, 中信建投证券研究发展部

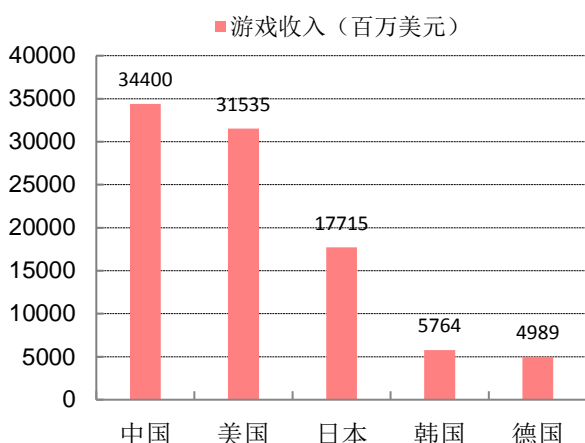
图表 75：日本历年智能手机用户数(万人) 及渗透率



资料来源：eMarketer, 中信建投证券研究发展部

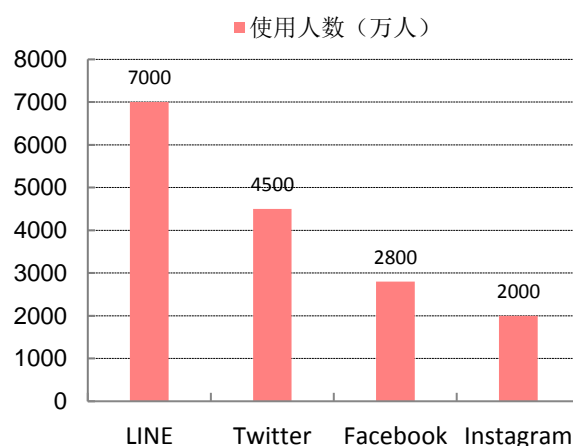
用户粘性极强，付费能力世界领先，广告变现潜力巨大。在移动应用的使用上，日韩用户的粘性全球领先，韩国手机用户人均使用 APP 数超过 21 个，是全球最活跃的 APP 用户，同时它也是人均使用时长最长的国家。日本用户手机 APP 的使用粘性也很高，月人均使用时长超过 50 个小时。日韩手游用户的付费能力极强，来自 statista 的数据显示，日本和韩国的手游 ARPU 值分别为 90 和 87 美元，是美国的两倍，2018 年网络游戏收入分别位于世界三、四位。据 APPAnnie 报告称，日本 2017 年 APP 商店总支出达到 137 亿美元，次于中国和美国，排名全球第三。

图表 76：2018 年网络游戏收入 top5 的国家



资料来源: Newzoo, 中信建投证券研究发展部

图表 77：日本社交 APP 使用人数



资料来源: DUG, 中信建投证券研究发展部

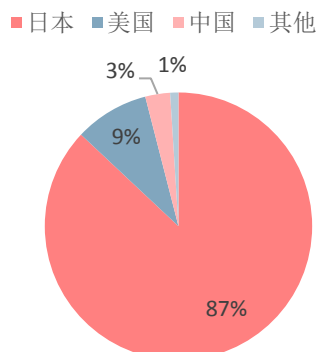
娱乐类和内容类产品广受欢迎，广告变现潜力巨大。日本移动互联网用户中玩游戏及观看视频的比重较高，达到 78% 和 74%。韩国用户用手机发送信息及观看视频的占比高，分别占比 77%、72%，相对日本用户，韩国用户则更偏好通信社交和游戏。在数字网络营销方面，日韩市场获得飞速发展。2017 年，日韩数字广告支出分别达 103 亿美元和 22.7 亿美元，同比增长 8.5% 和 20%，移动广告营收已超越 PC 端广告，成为最重要的媒体传介。预计到 2021 年，韩国移动广告支出将达 33.5 亿美元，将占数字营销市场总额的 80.1%。

日本和韩国均形成了具有本国特色 的产品竞争格局，在世界范围普及率非常高的 Facebook 等社交应用并未威胁到本土应用（如 Line、KakaoTalk 等）。

2.5.2 日本移动互联网竞争格局

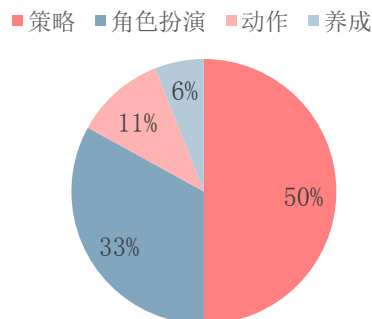
美国成为最大的海外发行商，本土巨头占据大部分市场份额。统计 2018 年上半年日本 Google Play TOP200 免费榜 APP 结果显示，有超过一半的 APP 都来自日本本土，产品主要来自以本土巨头 Yahoo! JAPAN、乐天、LINE 为首的共计近 80 家公司。美国是日本免费 APP 市场最大输入国，APP 主要来自 Google、微软、亚马逊、Facebook 等科技巨头。在具体的公司市场份额方面，Yahoo! JAPAN 的 APP 发行数量和下载次数均位居第一，Google Play TOP200 中超过 10% 的 APP 都来自 Yahoo! JAPAN，在数量上压倒性超过其他公司，Google 成为日本市场仅次于 Yahoo! JAPAN 的第二大免费 APP 发行商，也是目前在日本最强的来自海外的发行商。

图表 78：2017 年日本畅销 APP 国家分布



资料来源：APP Annie, 中信建投证券研究发展部

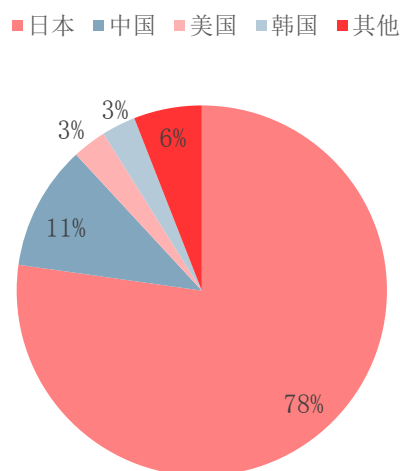
图表 79：2017 年在日中国畅销游戏类型分布



资料来源：APP Annie, 中信建投证券研究发展部

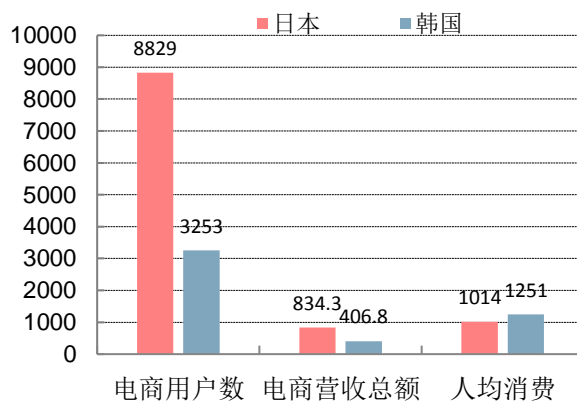
国际化社交产品表现良好，购物类和娱乐类广受欢迎。在具体的移动应用下载量表现方面，社交类 APP 势头强劲。其中日本版“微信”LINE 居 APP 下载量首位，使用者高达 7000 万，约占日本人口 70%。同时，近年来购物品类和娱乐类的 APP 的下载量表现良好，本土巨头仍占据大部分市场。日本本土电商平台占据绝对优势，占比 81%，乐天市场以近 30% 市场份额领衔日本电商市场，中国电商平台在 Top 100 中仅有 Ali Express 一家。在游戏领域，日本的本土游戏应用都占据超过一半的游戏应用市场份额，其次则是中国及美国的游戏，分别占据 11% 和 3%。

图表 80：2017 年日本畅销游戏国家分布



资料来源：APP Annie, 中信建投证券研究发展部

图表 81：2018 日韩电商用户数量、营收和人均消费



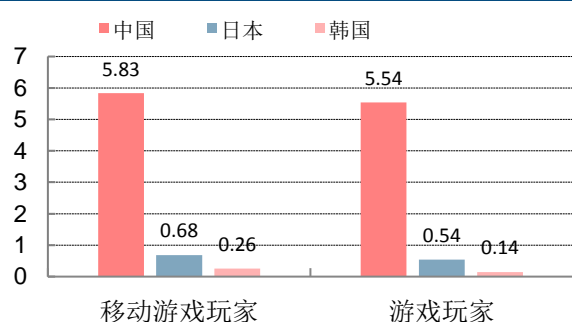
资料来源：DUG, 中信建投证券研究发展部

进入壁垒高，中国 APP 表现不佳。APPAnnie 数据结果来看，对于活跃在日本免费榜上的来自中国的约 60 款 APP，位于 TOP50 的约 5 款左右，有约 80% 都在 200 名开外的排名，进入壁垒相对较高。但是，中国 APP 的出海势头近年来保持强劲。相较 2017 上半年免费 APP TOP10 被日本和美国产品垄断外，2018 年上半年榜单中出现中国产品短视频抖音和今日头条海外版衍生产品 TopBuzz Video，短视频 APP 出海未来可期。

2.5.3 韩国移动互联网竞争格局

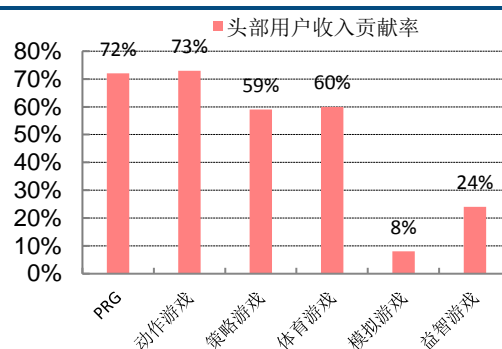
本土开发商实力强劲，电商和游戏市场发展良好。受日本、美国、法国等国家文化输出影响，韩国本土开发商 APP 上榜占比在一半左右，远低于日本。在电商方面，韩国本土电商平台占据绝对优势。中国电商平台在 Top 100 中，仅有 Ali Express 和淘宝 Lite 两家。在游戏市场中，韩国本土发行商和中国发行商的占比势均力敌。从下载总量 Top10 公司和营收 Top 10 公司来看，韩国依然占据绝大部分，中国的游戏公司 SuperTapx、心动网络与易幻网络在韩国手游市场表现突出。同时，韩国游戏市场中头部用户对收入的贡献占比高，RPG、动作游戏的头部游戏贡献占比高达 72% 和 73%。

图表 82：2018 中日韩移动游戏玩家和游戏玩家数量（亿人）



资料来源：智研咨询，中信建投证券研究发展部

图表 83：2018 韩国游戏头部用户贡献率



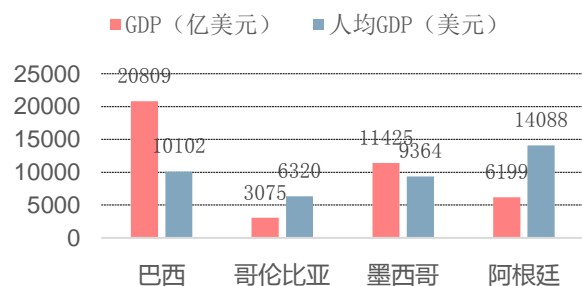
资料来源：智研咨询，中信建投证券研究发展部

2.6 拉美市场

2.6.1 经济形势向好，蕴藏较大人口红利

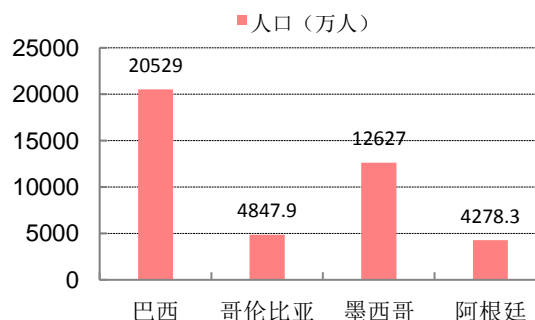
经济发展触底反弹，人口较多。2017 年拉丁美洲地区经济增长 1.3%，结束了自 2011 年以来 6 年下滑的趋势，与此同时，2017 年该地区通胀率为 5.3%，比 2016 年下降 2 个百分点，通胀率继续缓解。四个主要国家阿根廷、巴西、墨西哥、哥伦比亚的人均 GDP 分别为 14088 美元、10102 美元、9364 美元和 6320 美元，整体经济形势良好。拉丁美洲人口较多，有两个人口过亿的国家，分别是巴西 2.05 亿、墨西哥 1.26 亿。

图表 84：2017 年拉美四国 GDP 及人均 GDP



资料来源：世界银行，中信建投证券研究发展部

图表 85：2017 年拉美四国人口数量



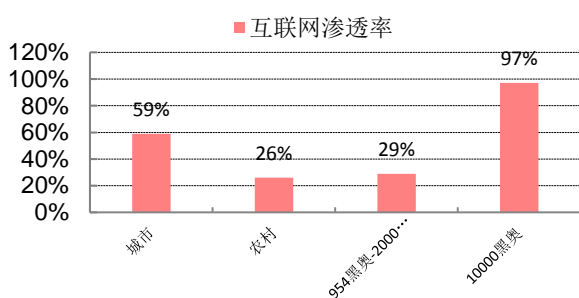
资料来源：世界银行，中信建投证券研究发展部

人口结构年轻，蕴藏较大的人口红利。拉丁美洲人口为 6.05 亿人，占世界人口 7.93%，人口增长率在 1% 以上。同时，拉美人口年龄结构偏年轻。以阿根廷为例，0-14 岁人口占 25%，年龄中位数 30 岁，蕴藏较大的人口红利。拉美各国使用的官方语言分别是西班牙语、葡萄牙语、英语、法语和荷兰语。

2.6.2. 互联网普及度较低，智能手机市场偏中低端

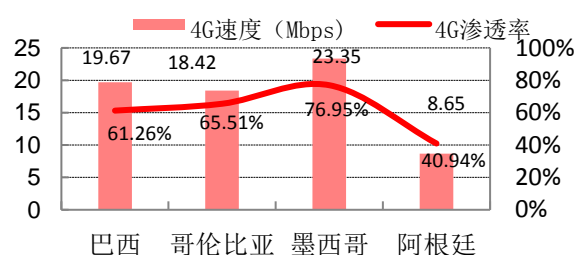
互联网渗透率有待提高，互联网基础设施不健全。2018 年拉丁美洲互联网用户数占美洲的 43.1%，巴西渗透率仅为 49.2%，发展空间较大。同时，巴西的互联网使用人群的阶层特征明显，集中于城镇人口和富裕阶层。2018 年 9 月，只有 26% 的农村居民可以上网，家庭收入刚达到最低工资标准的家庭中只有 29% 能够上网。在互联网基础设施建设方面，拉美的 4G 渗透率和 4G 速度均表现不佳。2018 年，墨西哥 4G 渗透率达到 76.95%，阿根廷仅为 40.94%，4G 渗透率有待进一步提高，阿根廷的 4G 速度也仅为 8.65Mbps。同时，拉美的网络使用资费较高，Cuponation 指出，在巴西，宽带速度为 60 兆的网络每个月的网费成本为 124.72 黑奥，占最低工资标准的 13%，在阿根廷相同网速的网络每个月网费成本则达到 108 黑奥，远高于中国的 58 黑奥。

图表 86：2017 年巴西分地区、分收入互联网渗透率



资料来源：巴西互联网管理委员会，中信建投证券研究发展部

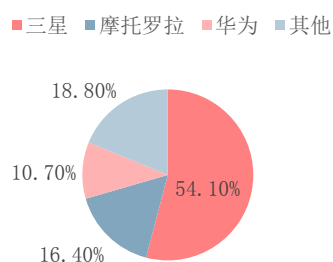
图表 87：2018 年拉美四国 4G 建设



资料来源：OpenSignal，中信建投证券研究发展部

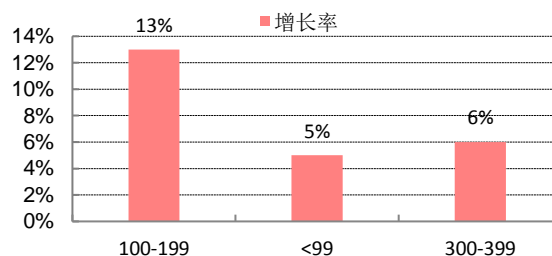
智能手机普及度较高，智能机市场增长趋势减缓。截至 17 年上半年，拉美智能手机的使用率已达到 59%，超过全球平均水平 50%，预计到 2020 年，该地区智能机使用率将达到 71%，超过全球平均水平的 66%。由于换机率下降等原因，2017 年智能机全年增长率仅为 5%，第四季度智能机的市场份额与去年同期相比下降 5%，首次出现市场下滑。

图表 88：2018 年拉美手机市场份额



资料来源：IDC，中信建投证券研究发展部

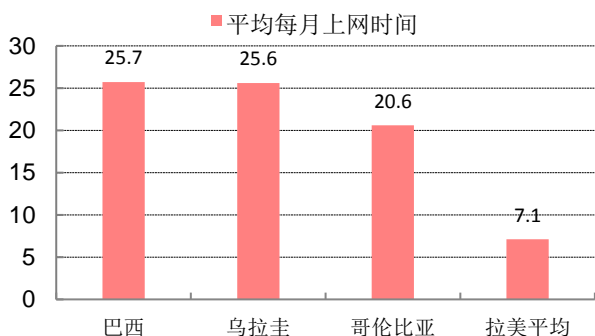
图表 89：2018 年拉美不同价位手机销量增长率 (元)



资料来源：IDC，中信建投证券研究发展部

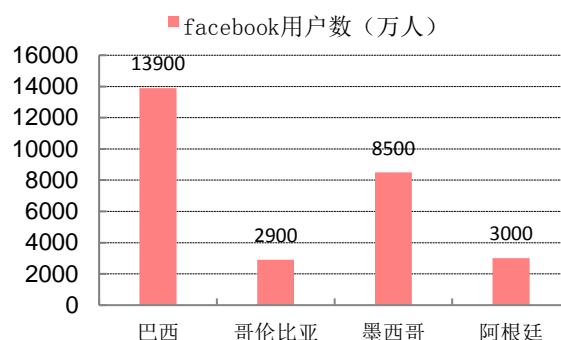
移动终端设备聚焦低端机型，市场集中度高。拉美的智能机市场中，安卓系统占据主要地位，ios 系统的市场份额不到 10%，且有持续下降趋势。智能手机市场集中度高，Top5 品牌占据了近 71% 的市场份额，余下的 29% 市场份额由超过 190 个品牌争夺。拉丁美洲仍然是一个中低端市场，\$100-\$199 机型占据最大市场份额，2018 年增长率达到 13%。

图表 90：2018 年拉美各国平均每月上网时间（小时）



资料来源：产业信息网，中信建投证券研究发展部

图表 91：2018 年拉美四国 Facebook 用户数



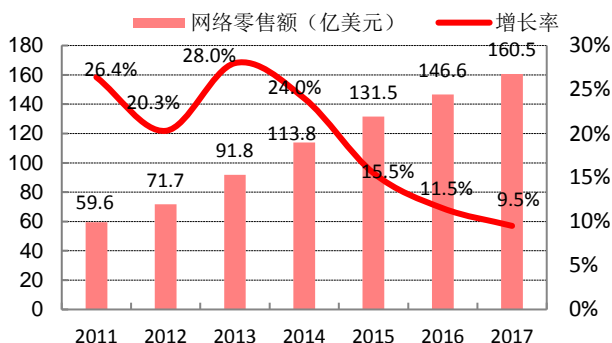
资料来源：Internet World Stats，中信建投证券研究发展部

用户上网时间长，变现能力较差。拉美网民的上网时间普遍较长。巴西用户平均每个月上网 25.7 小时，高于 7.1 小时的拉丁美洲平均水平。乌拉圭以及哥伦比亚的互联网用户平均每个月上网时间分别能够达到 25.6 小时和 20.6 小时，位居拉丁美洲的第 2 和第 3 名。拉美用户的 ARPU 仅为 5 美元，处于较低水平。

2.6.3 互联网竞争格局

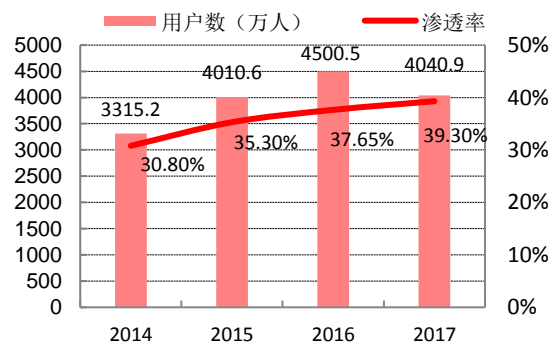
本土企业占比低，美国是最大赢家。在阿根廷、墨西哥、巴西的 APP 免费榜前十名中，美国占据半数以上，Facebook 的相关软件及 Ins 几乎占据前五名，本土企业仅有 1-2 席。三国的热门应用以通讯类和游戏类为主。此外，诸如 Uber 和 Netflix 等服务娱乐类也在下载榜单中占据约三分之一比重。墨西哥的头部产品集中于游戏类，东南亚公司 Garena 居于榜首。在出海产品中，中国的摄影工具和游戏应用在拉美渗透率较高。

图表 92：巴西历年网络零售额及增长率



资料来源：产业信息网，中信建投证券研究发展部

图表 93：巴西历年网购用户数及渗透率



资料来源：产业信息网，中信建投证券研究发展部

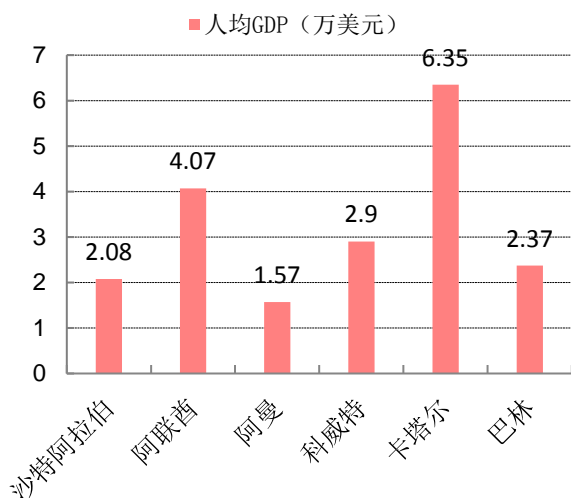
网购市场发展迅速，线上支付表现不佳。2017年，拉美地区网购消费者达1.31亿，2019年底预计将有望达到850亿美元，QuimiNet.com、B2Brazil等电商平台表现优越。同时，拉美的网购普及仍有较大空间，2017年巴西的网购渗透率仅为39.3%。在支付方式方面，拉美线上支付占比不高，使用现金的消费者占到了35%-40%，绝大多数的消费者都是通过Mercadolibre充值以及线下交易等完成支付。由于各国主流银行不同，线上支付的统一性变得困难。

2.7 中东市场

2.7.1 富裕的新兴市场，文化壁垒较高

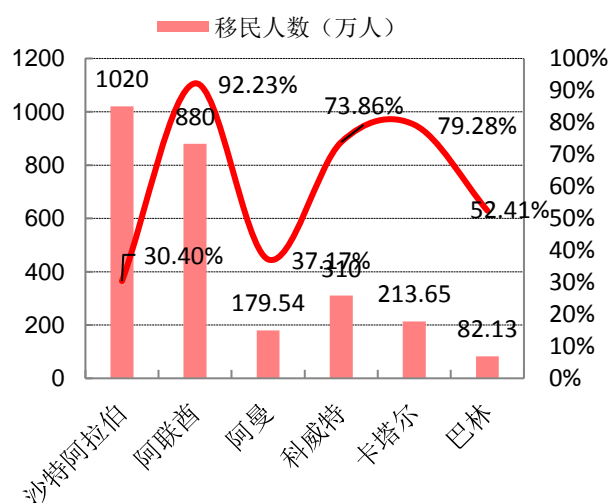
富裕的新兴互联网市场，贫富差距大。受益于海湾地区石油仓储量，以沙特阿拉伯、阿联酋、卡塔尔、科威特、阿曼和巴林为代表的海湾六国地区是中东最富裕的新兴市场。在经济方面，海外六国人均GDP位居世界前列，城市化程度超过90%。其中，卡塔尔2017年人均GDP达6.35万美元，超过中国香港和瑞士，世界排名第七。同时，六国的税率水平较低，2017年平均税率仅为22%，为中国互联网企业出海提供了便利。另外，海湾六国的外来人口占总人口的比例超过20%，外来务工人员属于低收入阶层，拉开了中东地区的贫富差距。

图表 94：海湾六国 2017 年人均 GDP



资料来源：国际货币基金组织，中信建投证券研究发展部

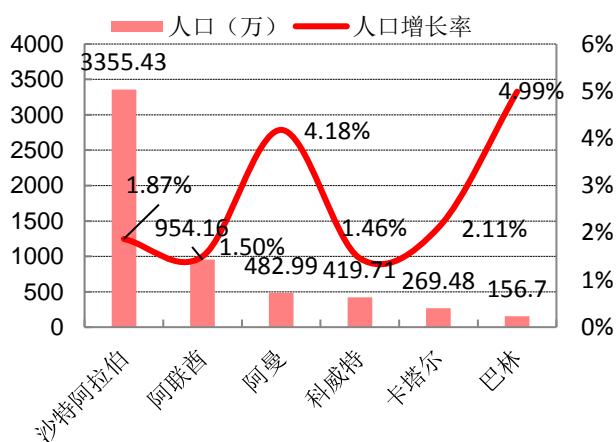
图表 95：海湾六国移民人数及占比



资料来源：快易数据，中信建投证券研究发展部

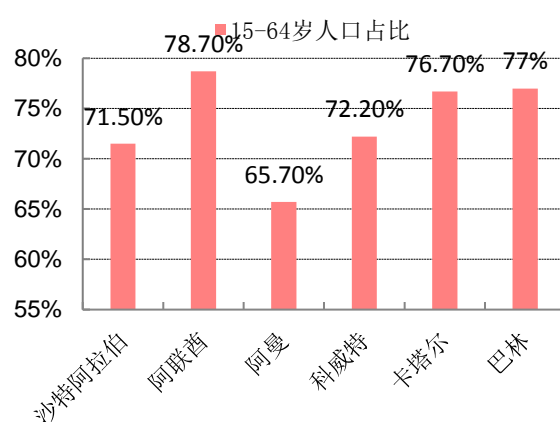
人口增长快，劳动力储备充足。中东地区人口结构年轻，蕴含巨大人口红利。2017年中东人口数量达3.59亿，海湾六国的人口增长率维持在2%左右，具有较大的人口增长潜力。同时，中东地区拥有巨大的年轻人口数量，24岁以下人口占比近五成。海湾六国15-64岁人口占比均在65%以上，其中巴林达到了77%，劳动力储备充足。

图表 96：海湾六国人口数量及增长率



资料来源：国际货币基金组织，中信建投证券研究发展部

图表 97：海湾六国 15-64 岁人口占比



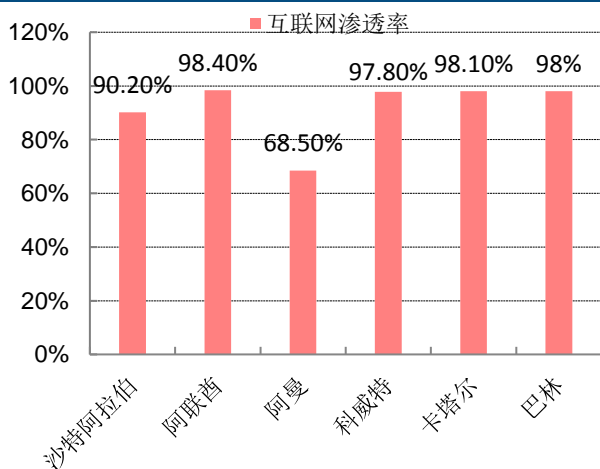
资料来源：世界数据图册，中信建投证券研究发展部

文化禁忌诸多，宗教冲突强烈。海湾六国这些国家拥有相似的经济结构和文化习俗，使用语言皆为阿拉伯语，阿拉伯语较为晦涩难懂，并且阅读习惯为从右至左，给出海 APP 的设计带来一定困难。中东的人种主要是白色人种，海湾六国中 90% 以上的居民信仰伊斯兰教，少数居民信仰基督教、犹太教和其他宗教。伊斯兰教，基督教和犹太教都把耶路撒冷看作是圣城。文化上的差异也是导致中东不安定的重要原因之一。由于语系和宗教原因，文化壁垒较高，在产品的选择、包装、设计等方面都需要注意规避禁忌。

2.7.2 互联网基础设施良好，用户付费能力强

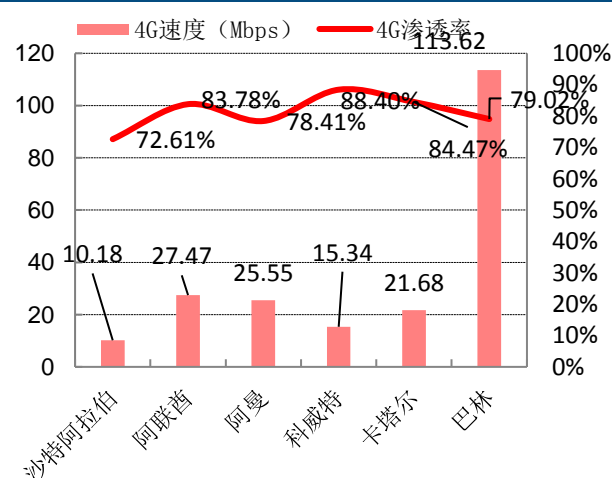
互联网渗透率高，互联网基础设施成熟。海湾六国的互联网渗透率均位于 90% 以上，其中阿联酋达到 98.4%，居世界前五位。六国的 4G 渗透率均在 70% 以上，其中科威特达 88.4%，总体居于世界前列。但是，4G 速度的提升空间仍然较大，六国 4G 传输速度整体位于世界中下游，其中沙特阿拉伯的 4G 速度仅为 10.18Mbps。

图表 98：海湾六国互联网渗透率



资料来源：internet world stats，中信建投证券研究发展部

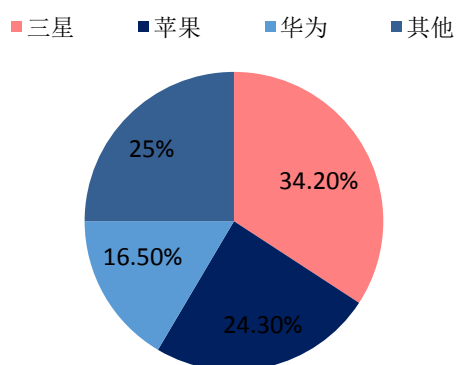
图表 99：海湾六国 4G 速度及渗透率



资料来源：opensignal，中信建投证券研究发展部

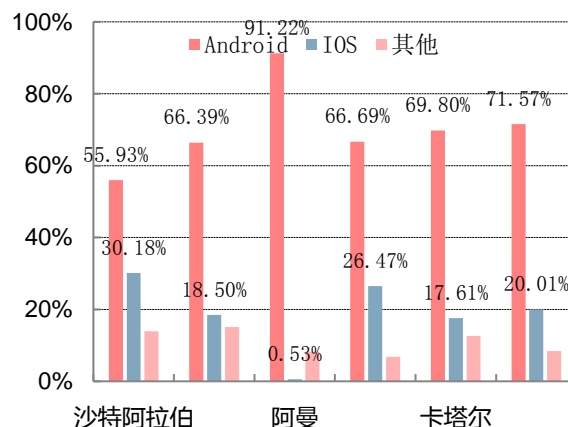
智能手机渗透率较高，智能手机市场趋于饱和。中东的智能手机普及程度高，海湾六国的平均智能手机渗透率高达 64%，阿联酋是全球智能手机最普及的国家，渗透率高达 80.6%。较高的渗透率使智能手机市场发展趋缓，据市场研究机构（IDC）公布的最新数据显示，在 2018 年第二季度，GCC（海湾阿拉伯国家）手机市场的出货量同比下降 9.9%，其中智能手机市场出现连续五个季度的下滑趋势，设备出货量同比下降 14.3%，手机市场总体保持低迷。

图表 100：2018Q1 智能手机厂商市场份额



资料来源：IDC，中信建投证券研究发展部

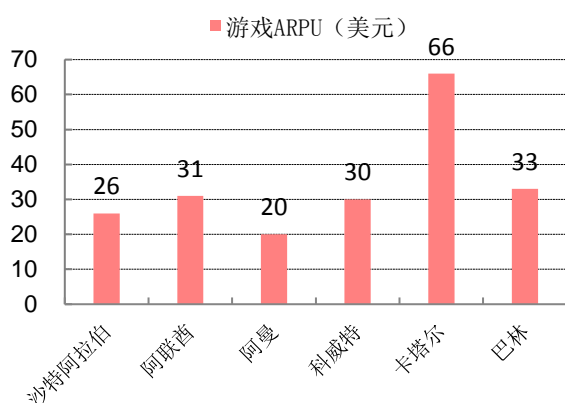
图表 101：2017 年海湾六国移动终端系统分布



资料来源：StatCounter，中信建投证券研究发展部

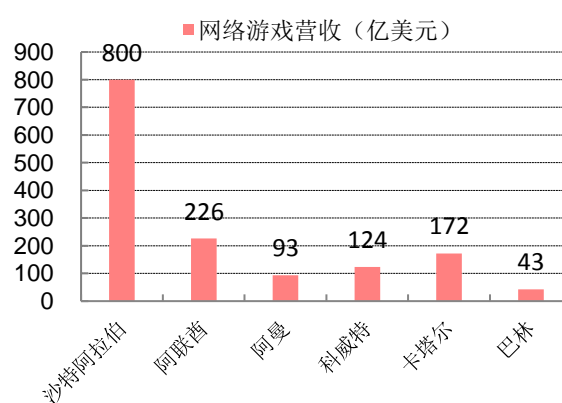
安卓系统占据主要市场份额，中国厂商占据智能手机较大市场份额。2017 年，安卓仍然是海湾六国主流的操作系统，占据超过三分之二的市场份额。而 iOS 占据约五分之一的市场份额，并且呈现逐年上升的趋势。就智能手机供应商市场而言，三星第二季以 34.2% 的市场份额保持领先，其次是苹果和华为（分别为 24.3% 和 16.5%）。在手机的销售上，海湾六国智能手机市场整体呈现出普及率增高和低价价格化的趋势。2017 年非苹果手机的平均销售价格为 1500 元人民币，价格较去年同期下降近四分之一，而价格低于 200 美元的智能机销量大幅上升。

图表 102：2017 海湾六国游戏 ARPU



资料来源：newzoo，中信建投证券研究发展部

图表 103：2017 年海湾六国网络游戏收入



资料来源：newzoo，中信建投证券研究发展部

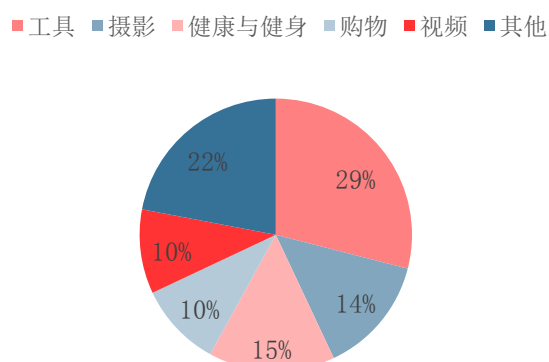
用户付费能力强，上网行为活跃。以游戏为例，海湾六国 ARPU 均在 20 美元以上，付费能力居世界前

列。同时，中东网络游戏发展势头良好，沙特的网络游戏收入达到 800 亿美元，居世界 19 位，伊朗 2017 年游戏收入同比增长率达到 59.6%，目前玩家规模达到了 2500 万，占总人口 1/4。就上网时间来看，由于海湾地区天气炎热，居民大部分时间只能待在室内，对于休闲娱乐的需求也转移至移动设备上。以沙特阿拉伯为例，平均每个网民每天会在移动电话上花费 3 小时 51 分钟，上网行为活跃。

2.7.3 互联网竞争状况

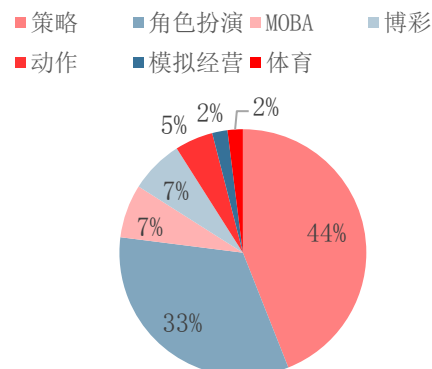
中美领导中东移动应用市场，本土产品占比较少。2018 年第一季度，土耳其、沙特阿拉伯、阿联酋 APP 免费榜 TOP5，除土耳其有一款本土产品上榜外，其余都是来自美国的产品，本土产品市场份额较小。其中，土耳其本土研发实力略高于沙特阿拉伯和阿联酋，本土产品占整个市场近 30% 市场份额，中美是土耳其、沙特阿拉伯和阿联酋的 APP 市场中最大的海外市场。整体而言，美国在中东这三个国家的产品主要为社交、通讯、工具和摄影几大类，背靠 Facebook、Instagram、Snap 等互联网巨头，中东这三个国家的 2018 年第一季度 APP 榜单 TOP5 几乎清一色为美国产品。中国在土耳其、沙特阿拉伯、阿联酋三国的 APP 主要有工具、摄影和购物三大类，工具类中，茄子快传、AppLock 应用锁和猎豹清理大师表现最为出色。

图表 104：2018Q1 土耳其的中国 APP 各个种类占比



资料来源：APP Annie，中信建投证券研究发展部

图表 105：2017 年土耳其的中国游戏各个种类占比



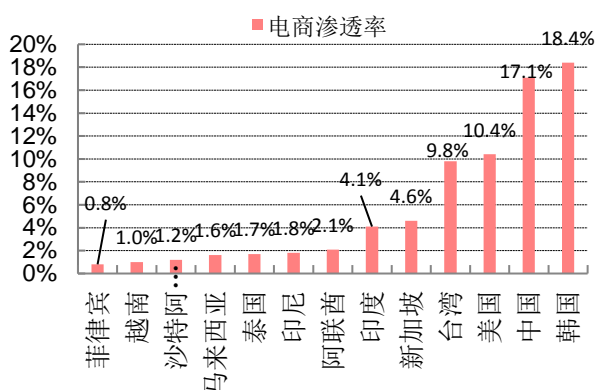
资料来源：APP Annie，中信建投证券研究发展部

社交、工具类应用表现优越，游戏市场发展前景可期。中东各国免费 APP 头部产品以社交和通讯为主，80% 的网民会使用社交网络，其中，Facebook 最受欢迎，2018 年 Facebook 在中东的月活跃用户量目前已增长到 1.64 亿，阿联酋和沙特阿拉伯是中东地区 Facebook 使用率最高的两个国家，几乎 70% 的用户都在使用 Facebook。工具类产品占有所有产品 20%-40% 左右，其中超过 90% 产品为 VPN 工具。原因为中东政府对互联网自由方面规制较多，使用 VPN 用户可以安全的浏览网页和网站。此外，中东各国的外国人口占比较大，也多会从国内获取母国本地各方面影视内容，比如 Netflix, Hulu, Sky Sports 等平台上的节目，这些也都离不开 VPN 的支持。在游戏领域，中国产品占据中东市场三分之一市场份额，出海产品中策略类游戏高达 40% 以上中东地区高于全球的 APRU 储备值使游戏领域未来广受关注。

电商市场发展潜力巨大，线上支付有待普及。中东是全球增长最快的电商市场之一，拥有一大批高购买力消费群体。在购物类 APP 中，来自中国、土耳其和阿联酋的购物 APP 可谓强势，中国电商平台包括速卖通、JollyChic、SheIn、Romwe 在内的十数家平台，其中速卖通在中东地区曾登顶阿联酋、土耳其、科威特、卡塔尔等国家下载 APP 榜首，在超过 5 个中东国家常年位于下载榜单 TOP30 左右，成绩斐然。同时，中东的电商

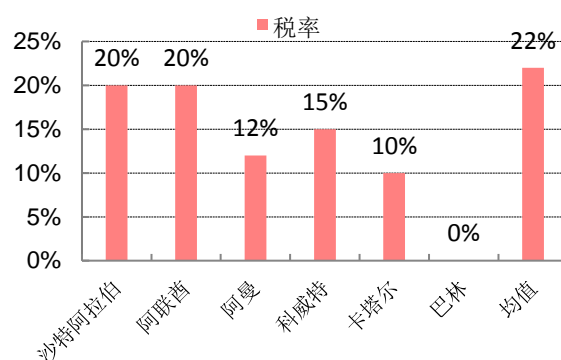
渗透率与其他国家相比仍处于较低水平，具有很大发展空间，中东地区较低的税率同样为中国的电商出海提供了机会。在线上支付方面，中东大部分支付场景发生在货到付款及线下购买，80% 中东电商的买家结算方式只能接受货到付款，线上支付仍然有待普及。

图表 106：亚洲部分国家的电商渗透率



资料来源：产业信息网，中信建投证券研究发展部

图表 107：2017 年海湾六国税率



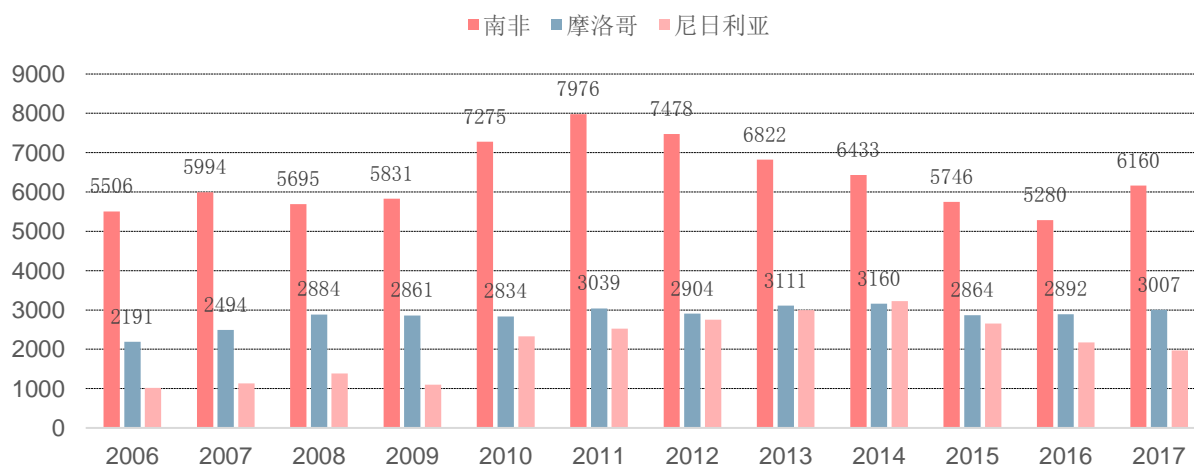
资料来源：36 氪，中信建投证券研究发展部

2.8 非洲市场

2.8.1. 经济发展水平低，互联网建设落后

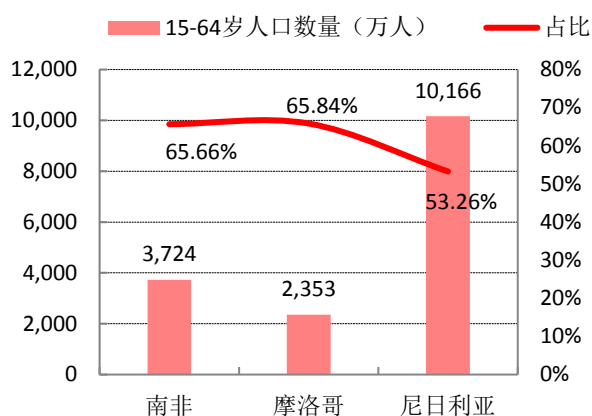
经济发展水平低，蕴藏较大人口红利。非洲 2017 年的 GDP 为 2.3 万亿美元，在全球六大洲中排在第四名，各国相对贫穷落后，尼日利亚和摩洛哥的人均 GDP 仅约为中国的一半。非洲人口年轻化，人口红利巨大。近 35 年来，非洲人口的年均增长率为 2.62%，比世界水平高 0.76 个百分点。摩洛哥、南非和尼日利亚 15-64 岁人口占比均位于 50% 以上。

图表 108：中国与非洲三国历年人均 GDP 对比



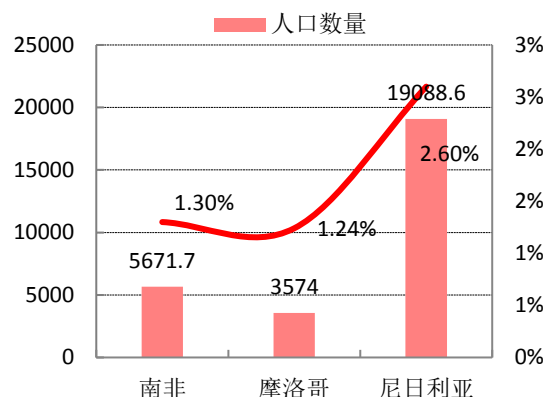
资料来源：快易数据，中信建投证券研究发展部

图表 109：2017 年三国 15-64 岁人口占比



资料来源：快易数据，中信建投证券研究发展部

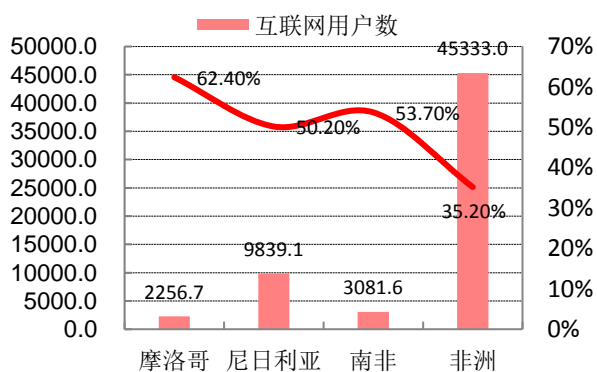
图表 110：2017 年非洲三国人口数量及增长率



资料来源：快易数据，中信建投证券研究发展部

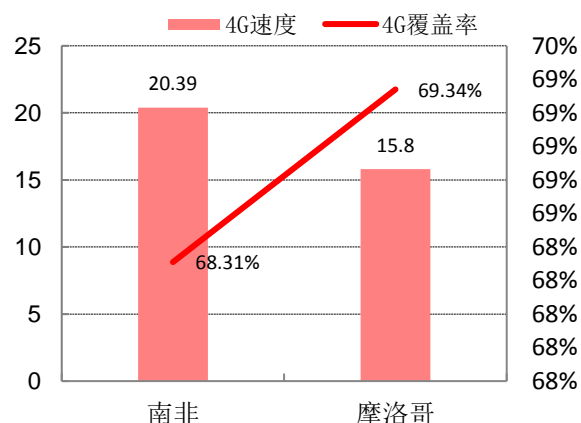
互联网渗透率总体较低，4G 速度缓慢。2018 年非洲互联网用户数达 45333 万人，平均互联网渗透率为 35.2%，远低于世界平均水平 55.4%。非洲的 4G 建设较落后，南非和摩洛哥的互联网渗透率分别为 53.7% 和 62.4%，居世界中下游水平，同时，4G 传输速度缓慢，南非和摩洛哥的 4G 速度仅为 20.39Mbps 和 15.8Mbps，互联网基础薄弱。

图表 111：2018 年非洲三国互联网用户数 (万人) 及渗透率



资料来源：Internet World Stats，中信建投证券研究发展部

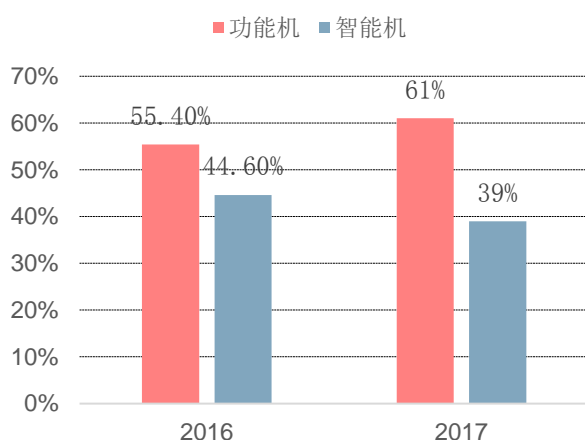
图表 112：2018 年非洲两国 4G 速度和覆盖率



资料来源：Opensignal，中信建投证券研究发展部

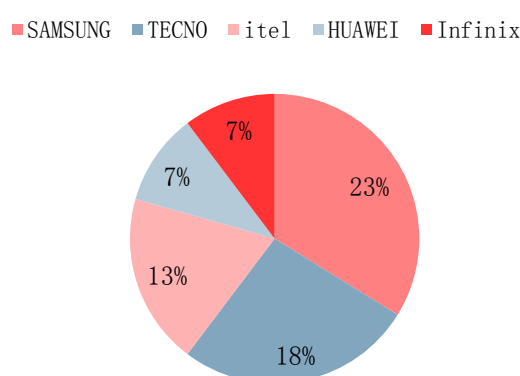
功能机复苏，中国手机厂商表现良好。根据 IDC 统计，功能机在非洲的市场份额从 2016 年的 55.4% 上升至 2017 年的 61%，主要原因是埃塞俄比亚、刚果等大国手机市场不断扩张。传音在非洲功能机市场中处于垄断地位，2017 年功能机出货量达 8000 万台。Itel 和传音两大子品牌共占功能机市场份额的 57%。在智能手机方面，2018 年第一季度，非洲市场智能手机的整体规模在 1478 万台左右，低于印度的 3000 万台，智能手机市场仍有较大的发展潜力。传音也是非洲第一大智能机厂商，三大品牌 TECNO，Itel 和 Infinix 的市占率共为 38%，总销量高达 490 万台。2018Q1 三星增长 42%，居非洲智能手机市场第一位，占据 23% 的市场份额，HUAWEI 销量较差，同比下降 3%。

图表 113：2016-2017 年非洲功能机占比



资料来源：IDC，中信建投证券研究发展部

图表 114：2018 年 Q1 非洲智能手机厂商市场份额

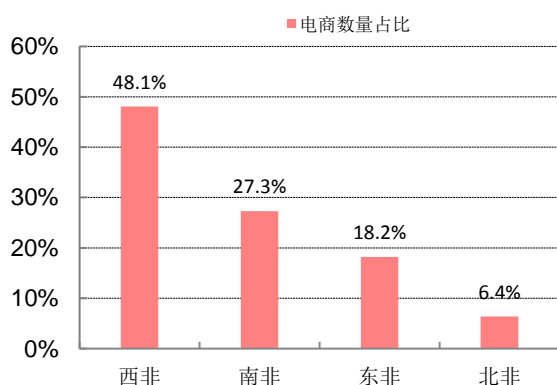


资料来源：Canalys，中信建投证券研究发展部

2.8.2 互联网竞争格局

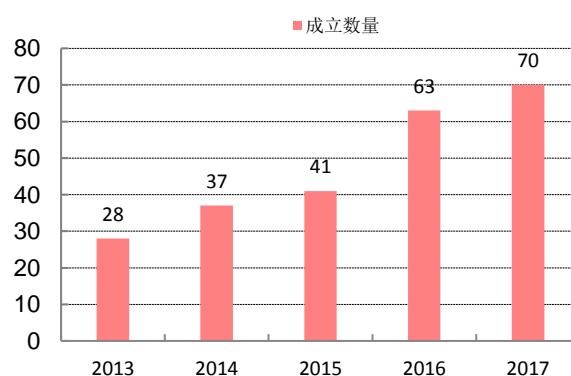
电商发展潜力巨大，三巨头垄断市场。根据 Frost & Sullivan 的估算，非洲电商的市场在 2018 年达到 500 亿美金的规模，接下来的 10 年，以每年 40% 的速度增长，市场份额巨大。在竞争格局方面，Jumia、Takealot 和 KongaJumia 占据主要市场份额。其中 Jumia 是非洲电商龙头，截至 2016 年，公司用户 320 万人，交易次数 410 万次。时尚类和住房旅游类产品最受欢迎，占比达 16.7% 和 15.5%。同时，非洲的电商创业活动非常活跃，2017 年新成立的电商公司达 70 家，其中西非最受青睐，商创活动达 48.1%。

图表 115：2017 年非洲分地域创业电商占比



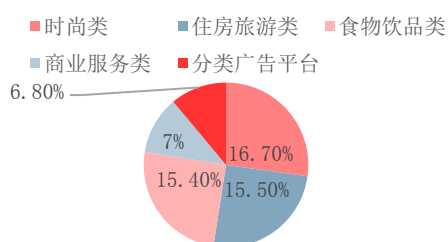
资料来源：雨果网，中信建投证券研究发展部

图表 116：非洲历年电商成立数量

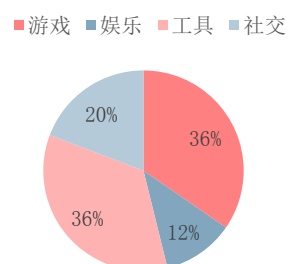


资料来源：雨果网，中信建投证券研究发展部

Google Play 占应用商店市场主导，游戏和工具类 APP 比重较高。以尼日利亚为例，在应用商城下载比例对比方面，Google Play 以 86.86% 的绝对市场份额位居榜首，IOS 不足 0.3%。游戏和工具类 APP 同时以 36% 的占有率并列尼日利亚移动市场第一的位置。在各国竞争领域，美国垄断尼日利亚社交软件市场，Facebook 系列产品占据畅销榜前四位。中国的娱乐和工具类 APP 表现良好，Camera 360 排名娱乐类 APP 首位。

图表 117：2018 年非洲各类电商类型占比


资料来源：雨果网，中信建投证券研究发展部

图表 118：2018 年非洲各类 APP 占比


资料来源：Xender, 中信建投证券研究发展部

图表 119：新兴市场和成熟市场经济情况和互联网发展情况对比

国家	经济情况		互联网基础设施		APP 榜单占比			发展机会	
	人均 GDP (美元)	人口增长率	互联网渗透率	4G 渗透率	中国	美国	本土	游戏 ARPU	电商渗透率
新兴市场									
印度	1939	1.13%	34.80%	86.26%	16%	29%	9%	6	4.10%
印尼	3846	1.10%	36.50%	58.84%	30%	22%	10%	2	1.80%
巴西	10102	0.78%	49.20%	61.26%	20%	52%	13%	9	2.10%
沙特阿拉伯	20800	1.87%	90.20%	72.61%	22%	50%	20%	26	1.20%
成熟市场									
南非	6160	1.30%	53.70%	68.31%				7	0.50%
美国	59500	0.71%	87.9%	93.67%	15%	56%		33	10.40%
日本	38400	-0.16%	82.3%	94.70%	9%	3%	87%	90	17.40%
韩国	29700	0.43%	87.8%	97.49%	5%	6%	50%	87	18.40%
英国	39700	0.61%	95%	77.28%	6%	40%	20%	64	

资料来源：Internet world stats, APP Annie, 中信建投证券研究发展部

新兴市场经济情况和互联网基础设施建设有待提高，蕴藏巨大人口红利。对比欧美日韩等成熟市场，新兴市场的人口增长率普遍位于 1% 以上，远高于成熟市场；人均 GDP 水平偏低，互联网渗透率和发达国家差距大，其中印度互联网渗透率甚至不及美国一半。在 4G 方面，新兴市场和成熟市场的差距不大，仅有印尼的 4G 渗透率低于 60%，由此可见，未来发展中国家的互联网基础设施建设应集中于提高互联网普及度。此外，新兴市场除印度和东南亚以外，中东国家的经济发展水平和互联网基建情况接近成熟市场，用户付费能力强，同时拥有较高的人口增长潜力，也是互联网出海不错的选择之一。

中美角逐移动应用市场份额，新兴市场游戏和电商领域未来可期。与成熟市场相比，新兴市场国家的本土厂商竞争力弱，APP 进入壁垒较低，中美两国在各国移动应用市场中占据可观市场份额。除印尼市场之外，美国在新兴国家的竞争力较强，市场份额占比均超过中国，在沙特和南非甚至达到 50% 以上，是中国强劲的竞争对手。在未来发展机会方面，我们着重看好电商和游戏领域，新兴市场国家的游戏 ARPU 和电商渗透率和成熟市场的差距巨大，未来仍有较大上升空间。以印度为例，其电商渗透率仅为 4.1%，18 年电商收入增长率达到 46.3%，电商发展未来可期。

三：公司篇

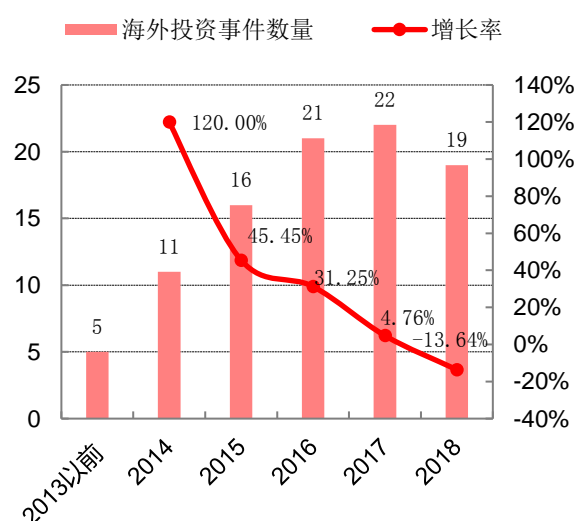
当前国内互联网出海主要以产品出海和资本出海两种方式为主。产品出海是指以工具类出海、游戏出海、电商出海为主的移动应用出海，在渠道上从 PC 端逐渐向以移动端为主过渡。产品也由最初的工具类衍生丰富到以内容和服务为核心，满足用户社交、新闻资讯、搜索、生活服务等各种需求。产品出海的典型代表就是火遍全球的抖音，而阿里、腾讯则在自身产品出海的基础上，更注重资本的出海。这类互联网公司的资本出海不仅仅包括了资本的投资，还包含了自身商业模式、运营经验和技术开发的直接或间接输出，下面的公司篇我们将重点以阿里、腾讯和今日头条为案例，梳理剖析出中国互联网公司出海的基本现状、特点和发展方向。并将与亚马逊、Facebook、谷歌等国际互联网巨头的出海做对比，分析比较中美两国互联网出海的异同和启示。

3.1 阿里巴巴

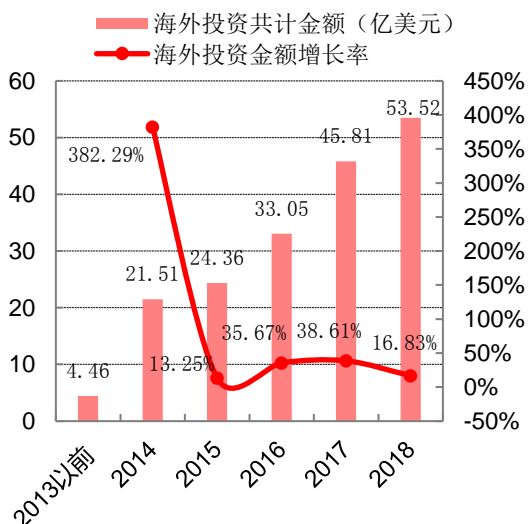
3.1.1 阿里巴巴的海外投资布局

数量稳定增长，投资额度持续扩大。2010 年阿里首次开始进行海外投资；从 2013 起，阿里加快出海步伐，海外投资活跃度长期维持在较高水平。阿里海外投资在 2014-2016 年呈现爆发式增长，2014 年的投资数量增长率达到 120%，而投资金额增长率则接近 400%。随后海外投资增速放缓：从项目数量上来看 2016 和 2017 年维持在相对稳定的水平；截至 2018 年 10 月，当年海外投资数量达 19 个，预计全年投资数量保持稳定；从总投资金额来看，2013 至今不到五年的时间海外投资总金额就攀升了 10 倍以上，投资额从 4.46 亿增长到 53.52 亿美元。

图表 120：2013-2018 年阿里海外投资数量和增速



图表 121：2013-2018 年阿里海外投资金额和增速

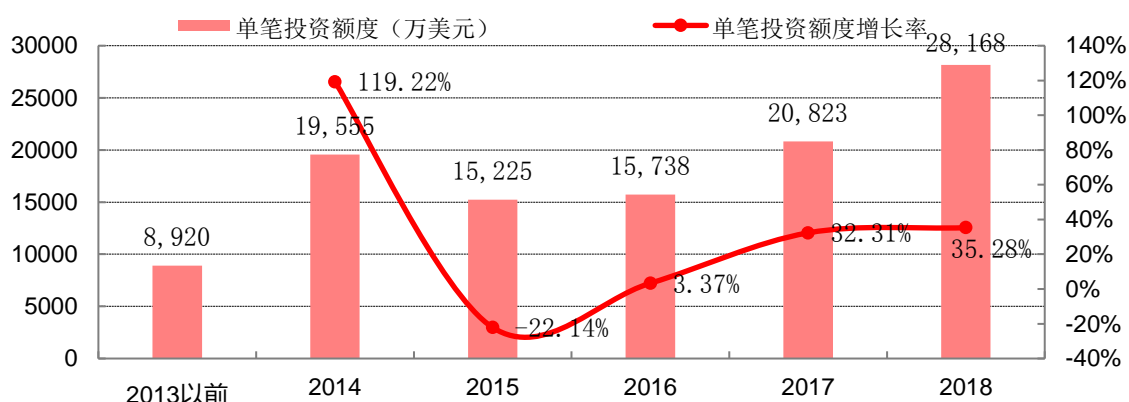


资料来源：IT 桔子，中信建投证券研究发展部

资料来源：IT 桔子，中信建投证券研究发展部

从平均单笔投资金额来看，虽然自 2015 年起阿里海外投资增长率有所下降，但单笔投资金额一直在稳步提升。2015 年-2018 年，平均单笔投资额 1.52 亿美元逐步攀升到 2.82 亿美元。一方面因为海外投资金额已经增长到每年几十亿美元投资额的高位，超高速增长难以为继。另一方面，单笔投资额不断攀升也说明阿里的对外投资愈加注重投资质量。

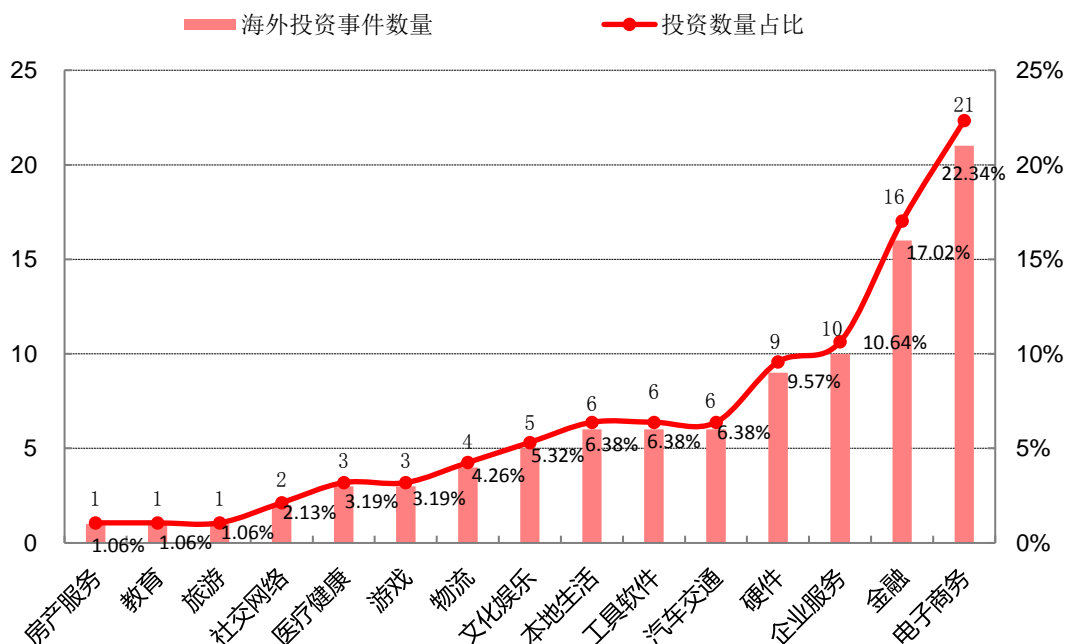
图表 122：2013-2018 年阿里海外平均单笔投资金额和增速



资料来源：IT 桔子，中信建投证券研究发展部

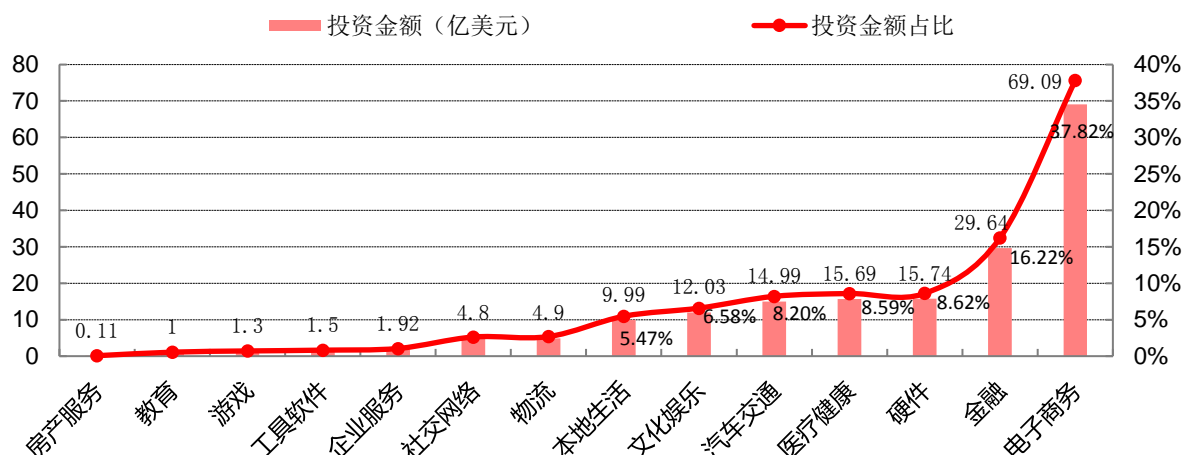
行业跨度广，电子商务和金融领域投资占比最高，阿里的海外投资涉及教育、房产服务、人工智能等二十个领域，投资跨度大。从细分行业来看，自阿里开始海外投资起，项目高度就集中于电子商务和金融，均为阿里巴巴在国内市场上最具竞争力的行业。阿里在电子商务领域的海外投资数量达 21 次，总金额高达 69.09 亿美元，占其投资总额的 37.82%，无论是投资数量还是投资总额都是最多；其次为金融领域，投资数量和金额分别占比 17.02% 和 16.22%。阿里的出海战略注重于充分发挥海外投资企业与支付宝等本土软件的协同作用，以期获取更大海外市场。

图表 123：2010-2018 年阿里海外分行业投资数量和占比



资料来源：IT 桔子，中信建投证券研究发展部

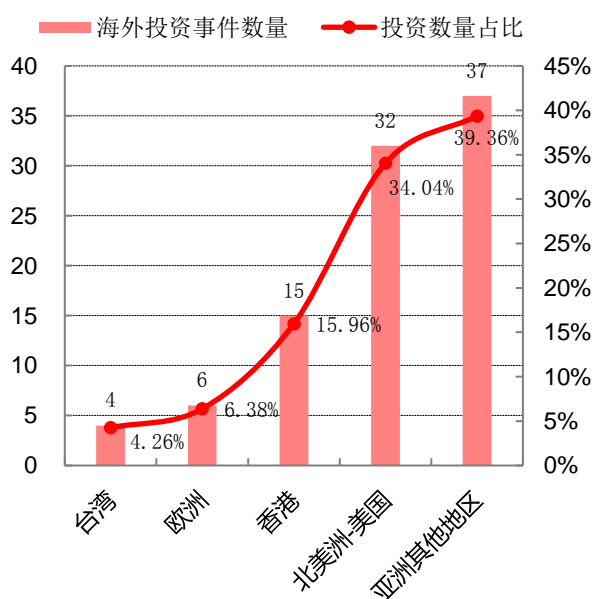
图表 124：2010-2018 年阿里海外分行业投资金额和占比



资料来源：IT 桔子，中信建投证券研究发展部

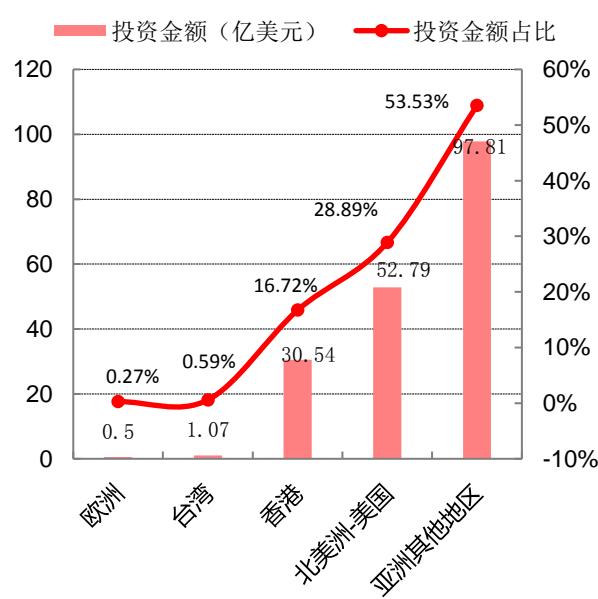
海外投资集中于成熟市场，2017 年以来加大对新兴市场的投入。阿里的海外投资主要集中在北美洲、亚洲、欧洲三个大洲，投资范围覆盖全球。从投资金额占比来看，资金主要流向亚洲市场和北美洲市场，二者投资金额分别占比 53.53% 和 28.89%，其中亚洲是阿里海外投资数量最多的地区，五年来高达 37 次，总金额达 97.81 亿美元。阿里早期的海外部署更倾向于成熟市场，但 2017 年来，集团明显加大了对东南亚新兴市场的投资力度，截至 2018 年 10 月的 19 笔投资中，有 11 笔发生在亚洲发展中国家中，占比超过 57.89%，阿里正在加大对新兴市场的关注力度。

图表 125：2010-2018 年阿里海外各地区投资数量和占比



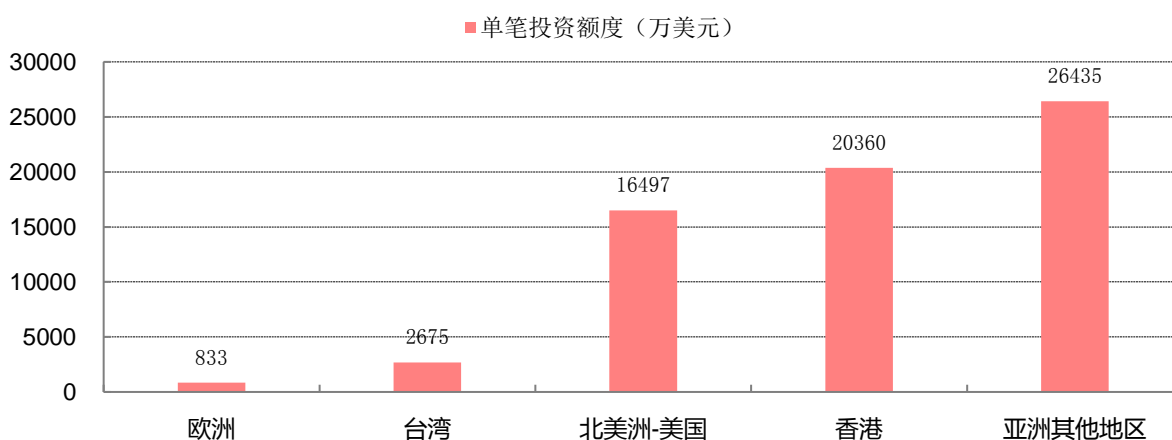
资料来源：IT 桔子，中信建投证券研究发展部

图表 126：2010-2018 年阿里海外各地区投资金额和占比



资料来源：IT 桔子，中信建投证券研究发展部

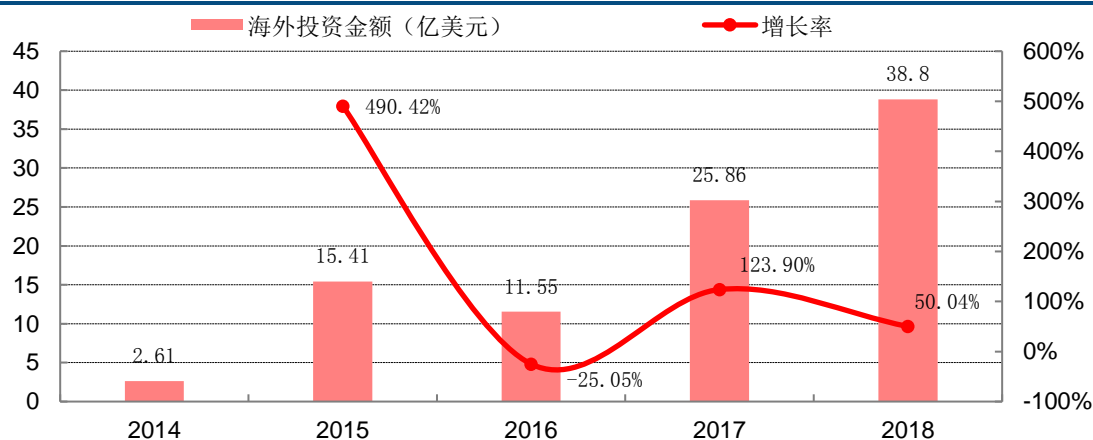
图表 127：2010-2018 年阿里海外各地区平均单笔投资额



资料来源：IT 桔子，中信建投证券研究发展部

新兴市场是近两年阿里海外布局的重中之重。阿里在 2014 年首次投资在新兴市场，2017 年开始明显加大投资力度，2017 投资金额增长率达 123.9%，截至 2018 年 10 月阿里就已在海外市场投资超过 38.8 亿美元，占年投资额的 72.5%。行业主要覆盖传统电子商务、金融服务和相关物流及本地生活服务，主要投资目的还是在于发展与阿里的协同效应，而非开拓新行业领域。

图表 128：2014-2018 年阿里新兴市场投资额和增长率



资料来源：IT 桔子，中信建投证券研究发展部

3.1.2 阿里注资 Paytm：移动支付印度出海成效显著，助推阿里全球化

1) 投资背景和发展历程

Paytm 成立于 2010 年，全称“Pay Through Mobile”，从做移动支付起步并基于支付业务积累的用户涉足电子商务，是印度最大移动互联网公司之一。One97 Communications 旗下的消费者品牌。在阿里的帮助下一跃成为全球知名电子钱包，用户规模已经超过 4 个亿，占据印度电子支付市场最大份额。Paytm 目前已经获得印度央行发放的支付银行牌照，并获准在印度市场开展支付、储蓄、汇款、转账等银行业务。

2015年，Paytm开始涉足电商业务，并获得蚂蚁金服的两次注资，市场占有率获得迅速增长。2015年蚂蚁金服先后两次投资Paytm母公司One97 Communications。到了2015年9月，Paytm从阿里获得的战略投资额达到6.8亿美元，阿里成为了Paytm的第一大股东。阿里的资本、技术输入推动Paytm规模的迅速扩大，2015年底Paytm市场份额占据绝对优势，达到74%，用户已经达到了1.4亿，市场占有率比其他所有对手总和的三倍还多，来自线下的场景支付迅速达到了日均交易量的50%。

2016年政府的废钞政策给Paytm带来巨大市场机遇，进一步占领印度移动支付市场。2016年11月初，印度政府为打击腐败，在毫无预兆的情况下宣布废除占流通纸币总量80%的500卢比（约合14.67美元）和1000卢比钞票，传统货币的短缺推动公司用户规模和交易额迅速扩大。2016年公司新签订了2000多万客户，带动客户总数达到了1.77亿，交易量几乎是原先的四倍，达到了20亿，公司业务总额达到40%的提振。据行业协会Assocham India和研究公司RNCOS的预测，废钞还有助于加快印度向电子支付过渡，预计这将助推电子钱包市场从2016年的15.4亿卢比（约合1.5亿人民币）增至2022年的3000亿卢比（约合301.3亿人民币）。

2017年成立电商平台Paytm Mall，软银14亿美元入股，全球地位进一步提升。2017年3月，Paytm成立电商公司Paytm Mall，该商城目前已囊括了6800多万种商品，以及14万卖家。2017年阿里的长期合作伙伴软银14亿美元入股Paytm，使后者估值上涨到70亿美元。截至2017年4月，据Paytm官方数据，Paytm总用户数超过2.2亿，每日完成支付300万笔首次超过PayPal的1.97亿，跃升为全球第三大电子钱包。

2) 本土化运营和阿里的扶持助力公司茁壮成长

本土化运营

与阿里先有电商后有移动支付的发展路径不同，Paytm先从移动支付起家再扩展到电商平台。

Paytm从线下支付入手，推动便利店充值服务。之所以从线下支付入手，跟印度当时基础金融服务比较落后有关。2016年，印度作为13亿人口的大国，只有3亿多张银行借记卡、2300万张信用卡。此外电子支付所需的开户、实名认证也很不便。同时，印度大多数人用的智能手机多偏中低端手机，内存硬盘小，且移动互联网远不稳定。针对该种情况，Paytm从线下支付做起，以电子钱包为基点向电商发展，走向与阿里反向的道路。同时，在实施方面简化应用容量和操作流程，并开通便利店充值服务，没有银行卡的用户可以去印度当地的711或者本土便利店向Paytm充值，大大提高Paytm使用人数。最后，考虑到印度基础投资不足和用户心理接受度还不成熟，大力推广反向扫码（消费者扫商家的二维码付款）。

切入电子商务领域，开拓生活化场景。Paytm电商平台综合中国国内天猫和淘宝的特点，其中的“商城”部分主要针对品牌卖家，主要销售电子产品、服装服饰品牌，另外一个“市场”板块，主要针对小型卖家，商品包括装修用品、服装、普通商品等。同时，Paytm效仿支付宝，大力推进O2O场景的拓展，电影、健康、外卖、购物、交通、旅游、酒店、机票都是Paytm重点发展的O2O领域。在未来，Paytm的目标是成为一家基于数据运营的科技金融公司。

阿里的扶持

技术输出：推动系统架构、风控体系、数据能力升级。在底层架构方面，支付宝目前的架构是随成交笔数同步增加服务器，最高能够支持每秒成交8.5万笔（每天73亿笔），底层搭建技术有力的支持了Paytm的扩容，2015-2016年，Paytm系统从百万级的处理能力，发展成可以承载亿级处理能力的架构。在风控方面，蚂蚁金服提供了咨询和产品技术分享，培养了Paytm的反作弊团队、模型团队和算法团队，2016年风险率从当初的百分

几降到了万分之一。同时，蚂蚁金服推动 Paytm 数据中心的搭建，目前 Paytm 已经在孟买、加拿大等地设立了数据中心、Paytm 数据实验室，以推动 Paytm 系统的稳定和完善。

经验输出：传播经营理念，助力支付场景和物流体系搭建。 Paytm 借鉴支付宝 O2O 场景、电商场景、线下支付场景的搭建理念，有效增强了用户粘性，目前借鉴淘票票的电影票支付成为 Paytm 移动支付的明星品类。此外印度物流运输体系还不完善，物流的提升空间还很大。Paytm 借鉴菜鸟物流的轻资产模式与当地物流软件公司 LogiNext 合作，此举不仅拓宽了 Paytm 平台服务，同时还能降低成本，并通过日常销售自动化、实时监控和加强产品可见性等方式促进产品销售。

3) 战略意义：抢滩印度市场，助推阿里全球化梦想更进一步

印度互联网发展潜力巨大，移动支付发展空间广阔。 印度的人口基数大，信用卡渗透率在 5% 以下，作为高利率国家，一年期的贷款基准利率为 8%-9%，借款成本较高，大批量人群的借款需求未被传统银行覆盖。同时，印度的移动互联基础雄厚。2018 年印度手机上网的渗透率为 23.9%，预计于 2022 年达到 34.9%。移动端占据主导地位为电子支付提供了优秀的用户基础。同时，印度贫困人口消费升级也将展现巨大的需求潜力。目前，Paytm 用户中有 50% 生活在印度前十大城市，还有 50% 来自二线及以下城市和农村地区。就近期表现来看，二线及以下城市和农村地区用户数字增幅超过 20%，体现了非常好的成长性。因此，印度移动互联网的发展需求和二三线城市的消费升级为电子支付的发展提供了良好契机，阿里对 paytm 的注资恰逢其时。

注资 Paytm 推进本土化进程，有利于形成印度抢滩登陆战中的竞争优势。 首先，投资 paytm 而不是直接成立新公司降低了经营许可、法规约束等方面的风险，同时加速推动了阿里产品在当地本土化的进程。就获得相关牌照而言，“中国控股公司”的难度远远大于“印中合资公司”。其次 Paytm 由印度明星企业家和印度高管领导，更有利于因地制宜，发现和解决本地的问题。十年前 eBay 不敌淘宝，退出中国市场的亲身经历也深刻影响到阿里布局全球化的思路：产品只有本地化，才能获得最大的成功。印度作为人口密度大，宗教语言文化比中国更复杂的新兴大国，国情复杂，市场特殊。只有当地的本土企业才最了解当地本土情况，最适应当地市场。

其次，中国互联网公司的资本抢滩登陆战在印度展开，阿里进行本地公司布局有利于形成竞争优势并获取更大的市场份额。摩根斯坦利预测印度的网上商品销售额在 2020 年时会达到 1000 亿美元，这吸引了大量中国资本的力量来此掘金。印度手机市场竞争格局中，排名前五的厂商分别是：小米、三星、OPPO、vivo、和联想。中国国产品牌在大幅削减成本、提高印度智能手机覆盖率时，也带动了印度互联网创业热潮的发展。在移动应用领域，App Annie 表明，2018 年第三季度印度 Google Play 的全榜单排名前 10 的 App 有 3 款来自中国，排名前 100 的 APP 有 23 款来自中国，排名前 200 的 APP 更是有 41 款来自中国。在电商领域，除了 Paytm 外，阿里巴巴还投资了印度的电商公司 Snapdeal，腾讯则在 2017 年 4 月 10 日主导了对印度最大电商平台 Flipkart 的 14 亿美元融资。2017 年，WhatsApp 在印度推出移动支付服务。印度额抢滩登陆战已经打响，加速本地公司的布局将助力阿里抢占较大市场份额。

拓展原有电商和电子支付体系，助推支付宝走向世界。 蚂蚁金服和 Paytm 在资本、底层技术、商业模式、企业文化等方面都有着深度的合作，将产生巨大的协同效应。未来，双方计划将支付网络打通，这将大大扩展支付宝体系的用户数量，两国的人口数加总占了世界人口数目接近 40%，无疑蕴含着巨大的机会。同时，Paytm 平台上印度卖家所售商品约有 40% 来自中国，大大拓展了中国卖家资源所服务的范围，同时实现支付宝与 Paytm 的有效对接，助力支付宝走向世界。

深耕印度移动支付，未来有望改变印度电商格局。 在印度移动支付领域，印度本土目前前三名的应用分别为 Paytm、Freecharge 和 Mobikwik。2018 年第三季度 APP Annie 的数据显示，Paytm 在印度 IOS 应用商店排名

第八，MobiKwik 在印度的 IOS 应用商店排名第 15 位。相比而言，阿里扶持的 Paytm 有效占据了移动支付大部分市场份额。在电商领域，Flipkart, Snapdeal 和亚马逊分别占比 39.5%，30.2%，12.1%，电商和移动支付相结合的态势日益明显。2017-2018 年，谷歌、Facebook、阿里巴巴、亚马逊、软银等国际巨头已纷纷通过不同方式进入印度移动支付市场。由于电商领域和移动支付领域关联密切，各电商巨头分别采取相应的措施以保障各自钱包应用的服务优势。例如，印度电商独角兽 Flipkart 和亚马逊都不支持 MobiKwik 和 Paytm；而电商创业独角兽公司 Snapdeal 不支持 Paytm、MobiKwik 和 UPI 等。为保障阿里在印度移动支付领域的市场布局，阿里出资主导了 Paytm mall 的推出，有望改变印度电商市场格局，形成对亚马逊、Flipkart 的竞争优势。

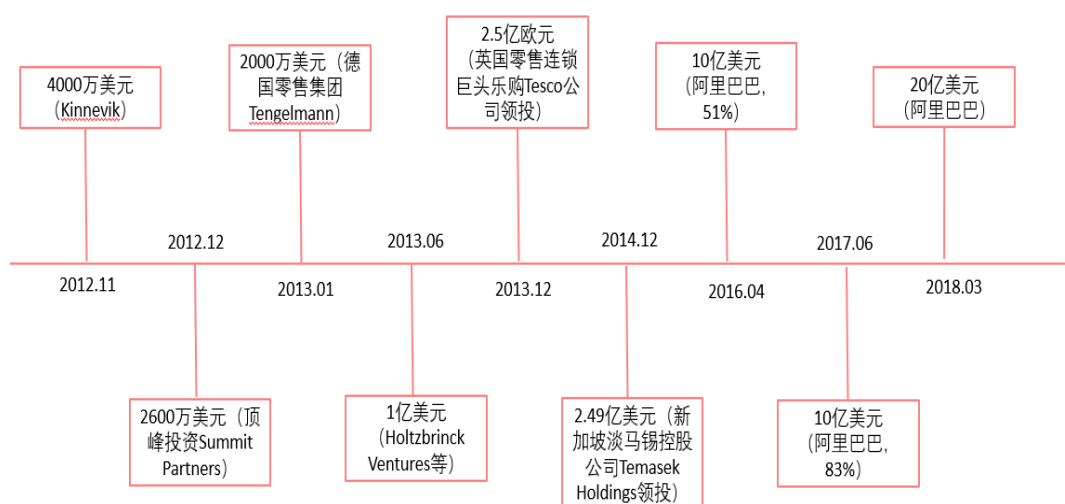
3.1.3 并入阿里生态，Lazada 引领东南亚网络购物革命

1) 投资背景

2012 年 3 月，Lazada 在新加坡成立，面向印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国和越南市场；2014 年 5 月增设新加坡业务。目前，Lazada 还同时在香港、韩国、英国和俄罗斯设立办事处，已成为东南亚电子商务的领头公司。Lazada 为东南亚超过 145000 个本地和国际卖家以及 3000 个品牌提供了直接对接该地区消费者的电子商务平台，并积极完善其区域业务定制能力与供应链、支付等领域的结合，提供广泛的营销、数据和服务解决方案。

Lazada 面向电子商务最大的蓝海市场东南亚：东南亚六个国家人口总数约为 5.6 亿，但该地区仅有 3% 的零售销售在线。随着互联网普及率的持续上升，Lazada 具有巨大的增长潜力。自成立到估值达 10 亿美元，Lazada 只用了不到 3 年。阿里巴巴通过 Lazada 拓展其东南亚市场业务布局，分别于 2016 年 4 月、2017 年 6 月和 2018 年 3 月对 Lazada 注入共计 40 亿美元投资，持有其 83% 的股权，并于 2018 年 3 月 18 日外派蚂蚁金服董事长彭蕾担任其 CEO 职务。

图表 129：Lazada 融资历程



资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

2) 东南亚第一电商的崛起之路

商品广度高于东南亚其他电商平台。东南亚处于电子商务发展初期，电商数量较多，经营呈现差异化特点，领域涵盖时尚、电子、生鲜、日用等各大类别。但除腾讯投资 Shopee 外，综合类电商仅有 Lazada。目前其提供商品包括家电及配件、日用、美妆、时装、宠物、骑车、旅游等，在网页和 APP 分类和搜索设置切合了目前买家碎片化购物习惯的特征。

自建物流 LGS 解决东南亚最后一公里配送难题。东南亚尤其是印度尼西亚地区岛屿众多，“最后一公里”配送难题是电商发展的最大阻碍。LGS 将自建物流体系与区域关键物流公司资源整合，其运作模式为分阶段交付：第一阶段订单归类至分拣中心，Lazada 将货物运送到东南亚各国；第二阶段由第三方物流公司交付客户手中。

AliPay+货到付款，支付系统革新。线上购买与线下购买最大的区别在于付款与收货的非同步性，支付方式的便捷性和安全性限制了电商平台的发展能力。蚂蚁金服注资自由支付系统 HelloPay(后改名 AliPay)，支付宝提供成功的移动支付理念和技术，结合 Lazada 货到付款机制（面向低银行卡普及率较低的菲律宾和印尼区域），分段化改变用户支付方式，推动电子商务发展进程。

覆盖东南亚广大用户群。2018 年 Lazada 的市场占有率和影响力逐步扩大。购物类 APP 免费榜中，泰国和巴布亚新几内亚地区均为第一，在菲律宾、越南、马来西亚、新加坡等 6 个国家排名第二，并不断向周边各国辐射。当前 Lazada 已占据东南亚的电商市场较大的份额，处于行业领先地位。

图表 130：2018 年东南亚地区及其周边各国 lazada 电商类 APP 下载排名

地区	购物（免费）
泰国	1
巴布亚新几内亚	1
菲律宾	2
越南	2
马来西亚	2
新加坡	2
文莱达鲁萨兰国	2
老挝人民民主共和国	2
印度尼西亚	3
圣文森特和格林纳丁斯	5
所罗门群岛	5
安圭拉	8
帕劳	8

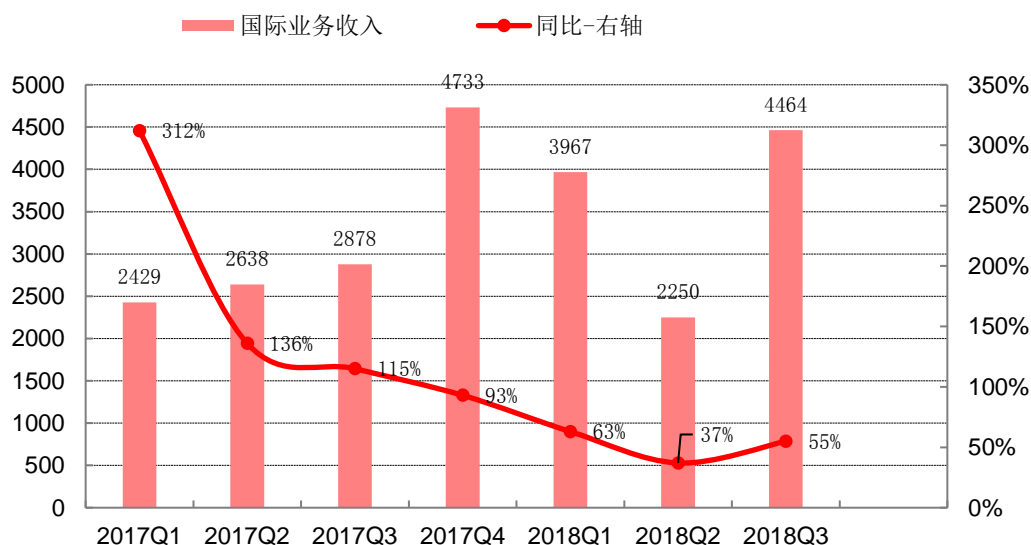
资料来源：APP Annie，中信建投证券研究发展部

独特商家培训机制扶持卖家发展。东南亚市场仍处于电子商务发展初期，商品供给端粘性是保证消费者粘性的基础。Lazada 通过 Lazada 大学和商家研讨中心提供全面的商家培训机制，包括入门、上市产品、订单履行、金融、精简运营、最大化销售、协议和政策多方面，助力商家发展。

3) 收购的战略意义：出海东南亚的最重要堡垒

阿里收购 Lazada 后，Lazada 单独财务数据停止公开，直至 2017 年第一季度 Lazada 才通过阿里的季报汇报其营收情况。财报中没有 Lazada 单独的财务数据，但附注中显示阿里海外营收受益于 Lazada 和速卖通（AliExpress）的扩张，其中 Lazada 占有重要比重。在过去的一年中，包括 Lazada 和速卖通等国际商业零售业务整体收入同比增长 94%。

图表 131：阿里国际核心业务收入和同比增长率



资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

国际核心业务收入增长较快，增速放缓但预期良好。自 Lazada 营收合并计入阿里财报中后，国际业务收入呈现爆炸式增长，2017 年除第四季度外各季度国际业务收入同比上涨一倍以上；但因总量不断上升，国际业务收入增速有放缓趋势；2018 年第三季度增速稍有回升。我们可预计 2018 年第四季度得益于双十一至双十二之间促销月，其国际业务收入增速可能会继续上涨，收购 Lazada 给阿里带来了仍在稳定增长的东南亚电商市场。

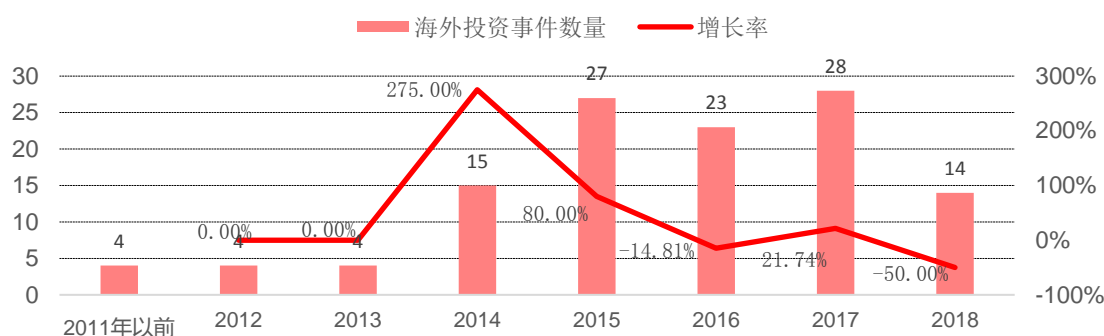
依托电商平台，打通东南亚全面布局。近年来，阿里业务范围从单一电商向相关产业扩张，包括物流、支付、云计算等方面。东南亚是目前互联网领域最重要的蓝海市场之一，收购 Lazada 是阿里走向东南亚市场的关键一步，Lazada 也将是阿里出海东南亚最重要的堡垒。阿里已经开始将菜鸟物流与 Lazada 自营物流系统 LGS 整合，并通过蚂蚁金服收购其自有支付系统 Alipay，将阿里生态圈的经营方式和协同效应覆盖东南亚市场。

3.2 腾讯

3.2.1 腾讯海外布局

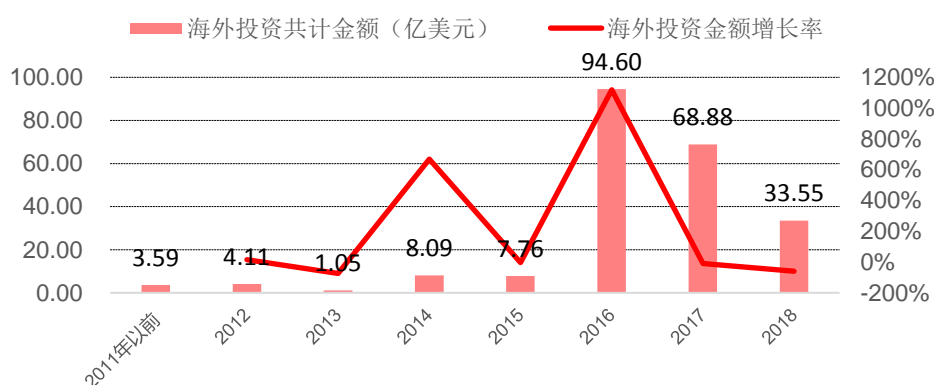
腾讯出海投资布局较早，2014 年后投资增长尤为迅速。在 2011 年之前腾讯有 4 笔海外投资，投资额仅为 3.59 亿美元。2012、2013 年维持平稳，2014 年起腾讯出海投资的步伐明显加速，并保持较高水平。2014 年海外投资数量上升到 15，是 2013 年的 2.75 倍，海外投资金额为 8.09 亿美元，增长率高达 667.48%；2016 年投资金额更是高达 94.60 亿美元，是近年来的新高。而从平均单笔投资金额来看，2016 年相较于 2015 年增长超过 1330.75%，随后两年稍有回落但仍维持在较高水平，投资风格较之前稍有转变。

图表 132：2011-2018 年腾讯海外投资数量及增长率



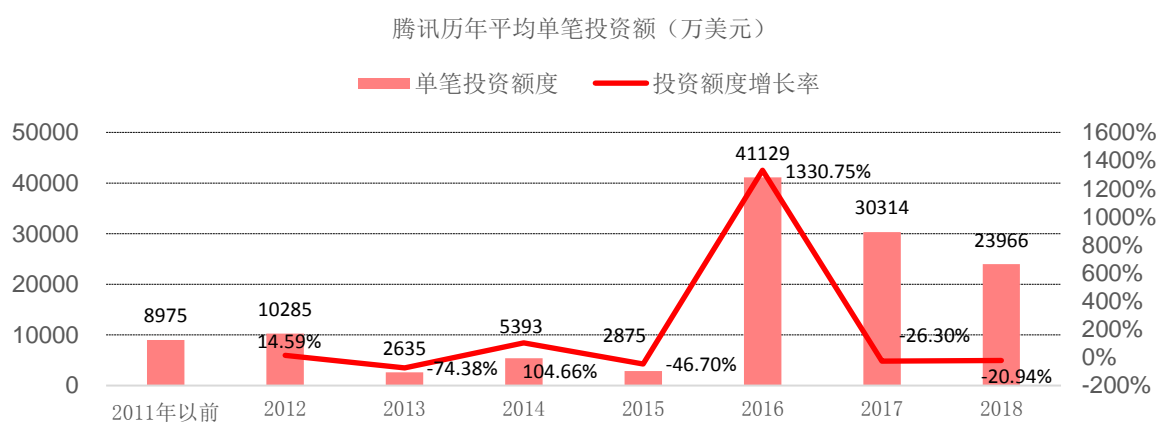
资料来源：IT 桔子，中信建投证券研究发展部

图表 133：2011-2018 年腾讯海外投资金额



资料来源：IT 桔子，中信建投证券研究发展部

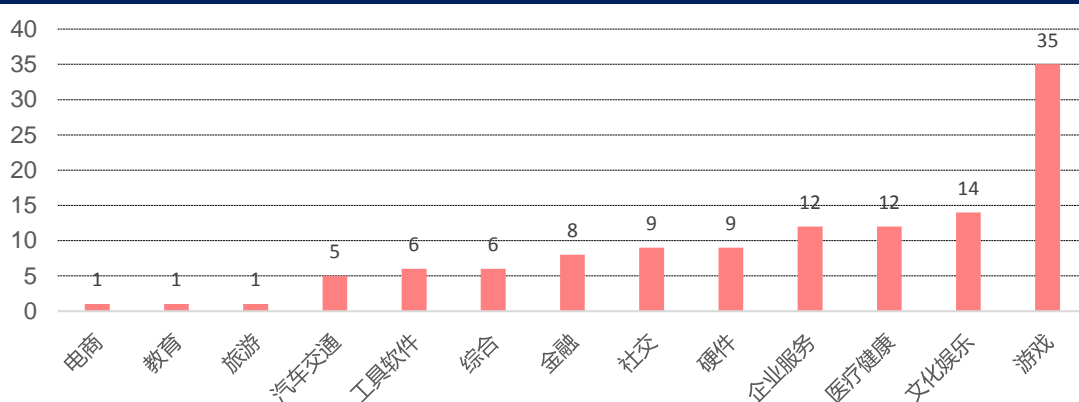
图表 134：2011-2018 年腾讯海外单笔投资额及增长率



资料来源：IT 桔子，中信建投证券研究发展部

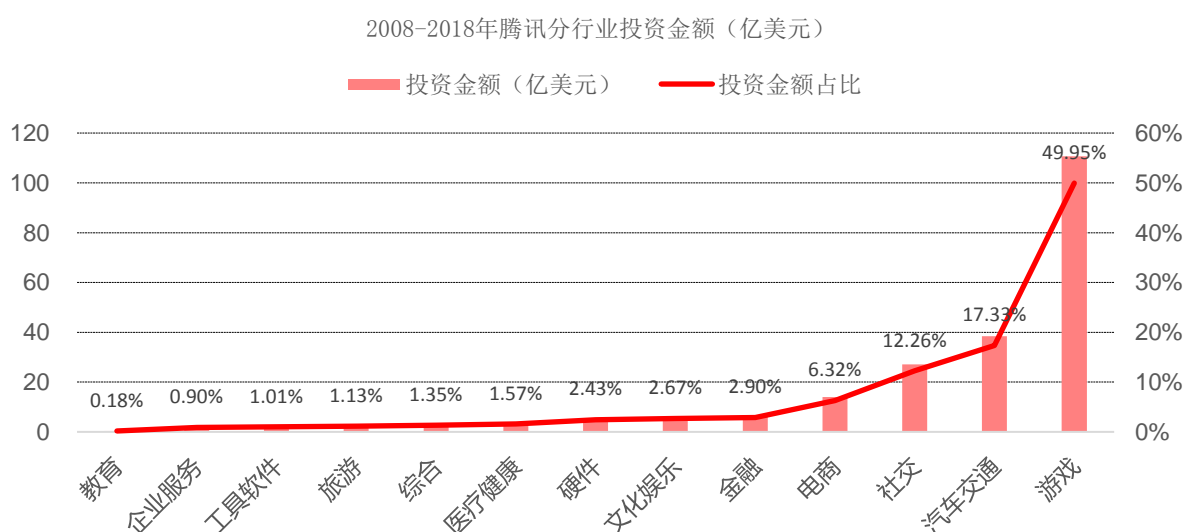
多行业广泛布局，拓宽经营范围，但游戏仍是重中之重。腾讯十年来的海外布局覆盖 13 个行业，其中医疗健康、硬件、汽车交通、旅游、教育、电商等均不是其国内业务的重点，腾讯有通过出海拓宽其经营范围的倾向。游戏项目依然是腾讯海外投资的重点，投资总数占比接近 30%，投资金额占比近 50%，平均单笔投资金额超过 3 亿，是投资的重点。另外值得关注的有：1) 2008 年~2018 年腾讯仅投资了一家电商 Flipkart，但其单笔投资金额高达 14 亿美元。国内电商市场几乎是阿里巴巴一家独大，腾讯谋求海外市场发展或许是其一条出路；2) 投资金额比值排名第二的是汽车交通，投资额占比为 17.33%。主要的投资项目包括：17.78 亿美元投资特斯拉；15 亿美元投资了印尼当地知名打车与租车服务提供商 Go-Jek；4 亿美金投资了印度版“滴滴”——Ola Cabs。投资总金额虽然较大，但投资项目数量不多，投资区域也只分布在美国、印尼、印度三国；3) 文化娱乐、医疗健康和、企业服务和工具软件具有明显的小投入高产出的特征。

图表 135：2008-2018 年腾讯海外分行业投资数量



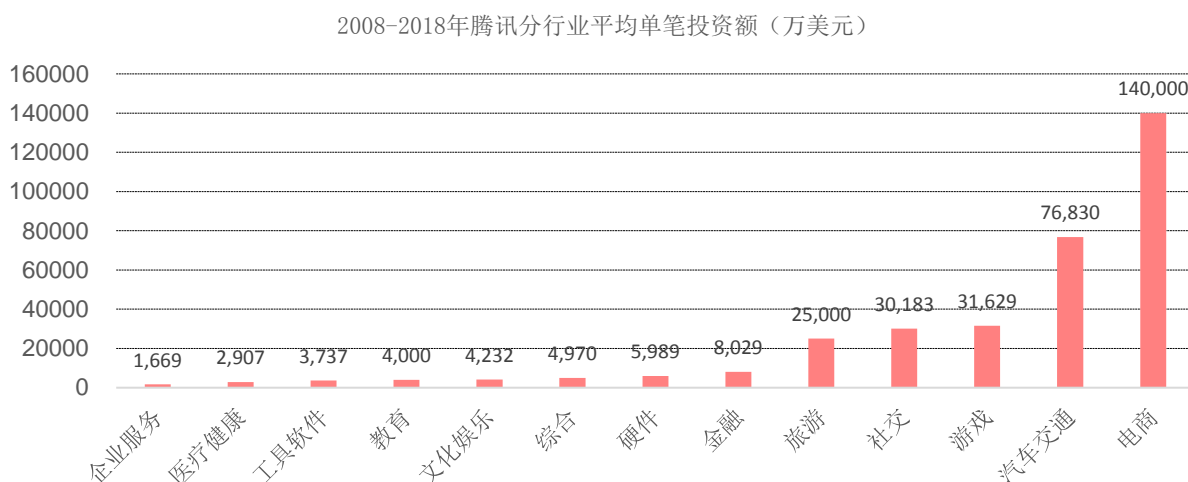
资料来源：IT 桔子，中信建投证券研究发展部

图表 136：2008-2018 年腾讯海外分行业投资金额和占比



资料来源：IT 桔子，中信建投证券研究发展部

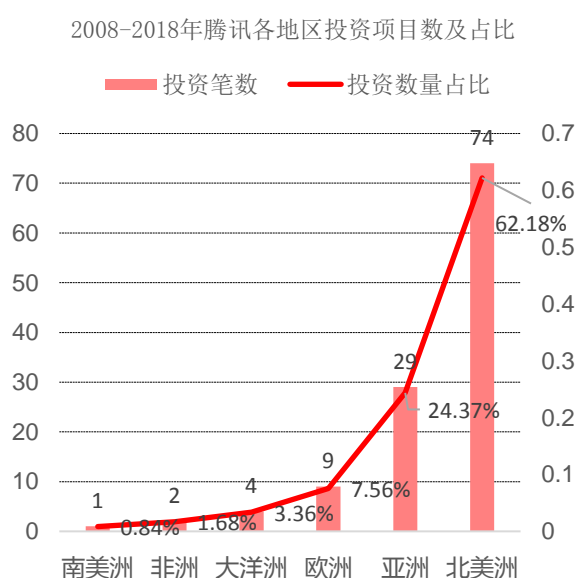
图表 137：2008-2018 年腾讯海外分行业平均单笔投资额



资料来源：IT 桔子，中信建投证券研究发展部

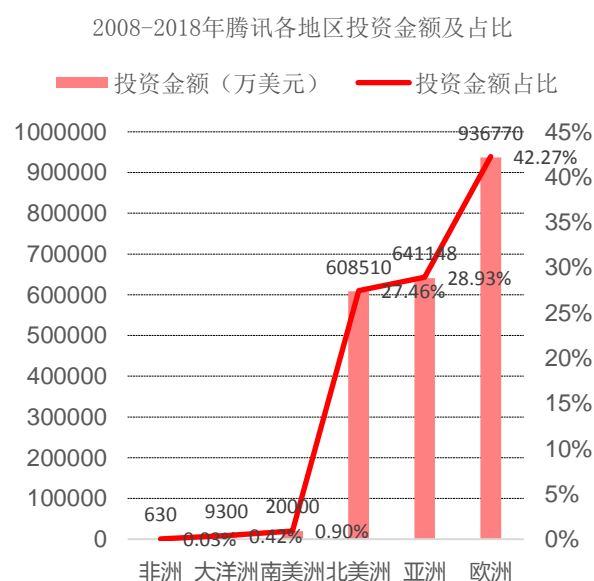
投资范围覆盖七大洲，发达市场“引进来”，新兴市场“走出去”。腾讯早期投资偏重北美和欧洲，主要是向国内引进新游戏和新技术：其中北美市场项目最多，超过 62%；欧洲市场投资金额最高，超过 93 亿美元，平均单笔投资超过 10 亿美元。后期投资则转向对初创型企业提供技术或资金支持，以拓展其商业版图：其中亚洲为重点，项目数量仅次于北美洲，共计 29 个；投资金额仅次于欧洲，超过 80 亿美元；同时辐射至大洋洲部分国家；而南美和非洲相较于其他市场互联网发展落后，但也意味着市场潜力巨大，尽管当下投资较少，仍处于战略布局初期状态，但我们认为在未来几年或成为腾讯海外布局重点。

图表 138：2008-2018 年腾讯海外各地区投资数量及占比



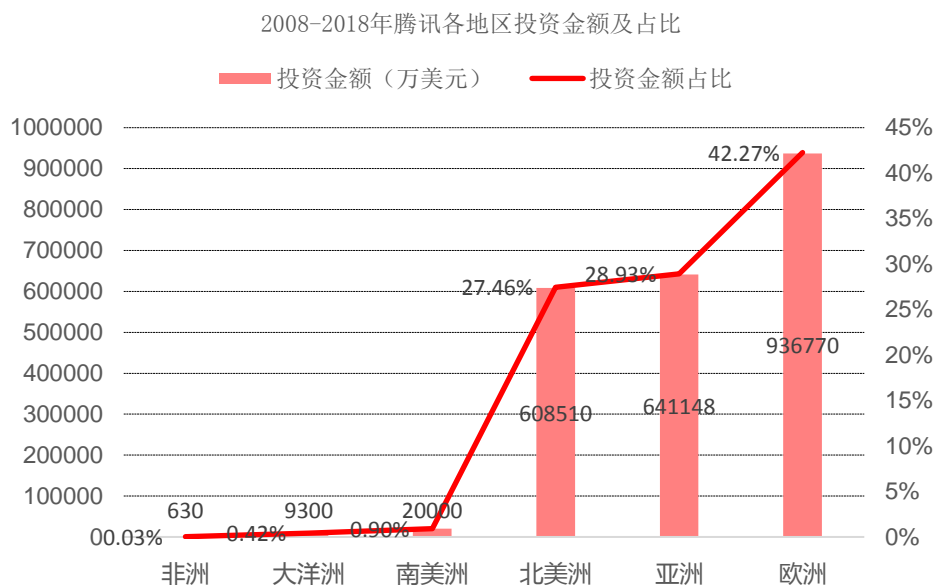
资料来源：IT 桔子，中信建投证券研究发展部

图表 139：2008-2018 年腾讯海外各地区投资金额及占比



资料来源：IT 桔子，中信建投证券研究发展部

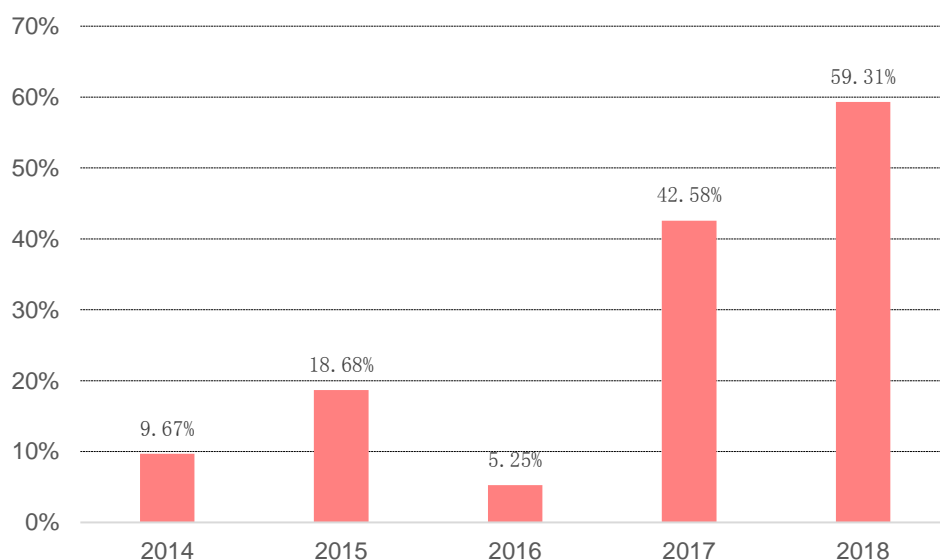
图表 140：2008-2018 年腾讯海外各地区平均单笔投资额



资料来源：IT 桔子，中信建投证券研究发展部

2017 年新兴市场成为海外布局重点。腾讯 2014 年开始投资新兴市场，自 2017 年起加大的投资力度，全年投资额超过 36 亿美元，占比从前一年的 5.25% 直接提升到 29.24%；而 2018 年新兴市场投资比例则更是接近 60%。从地区来看，投资重点集中于印度和东南亚各国；从行业来看，投资重点倾向于社交、文娱、金融支付等基础性互联网公司，同时兼有电商和汽车交通类，投资布局具有在当地抢占市场份额的明显倾向。

图表 141：2014-2018 年腾讯新兴市场投资额占比



资料来源：IT 桔子，中信建投证券研究发展部

3.2.2 腾讯游戏出海

1) 腾讯游戏出海总体状况

腾讯是全球最大的游戏发行商，游戏行业是其海外布局的重心。腾讯凭借其强大的资本实力，对海外优秀游戏公司进行投资或收购，加强在海外的游戏布局。2016年6月，腾讯以86亿美元收购制作《部落冲突》(Clash of Clans)的芬兰公司 Supercell，是游戏行业史上金额最大的一笔收购。腾讯也投资了《英雄联盟》(League of Legends)的制作公司 Riot Games Inc。游戏业务也为腾讯贡献了可观的财政收入，今年，其自有游戏王者荣耀以及休闲消除类游戏 Candy Crush Saga 等共同跻身全球移动游戏收入前十名。

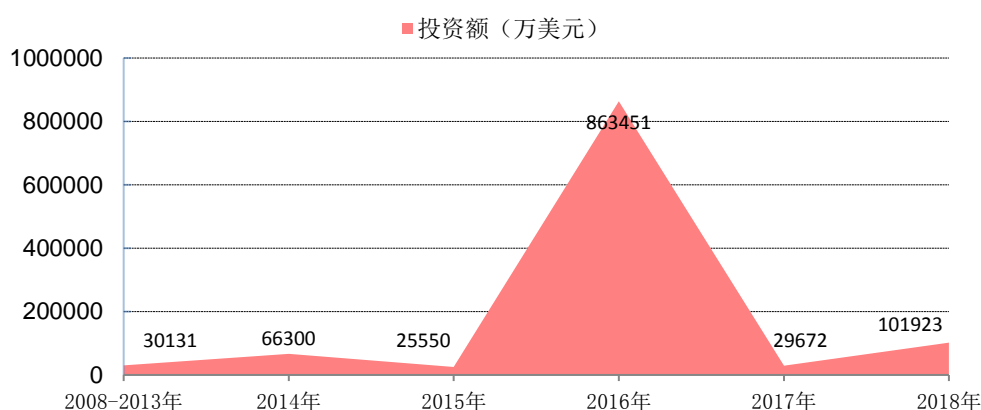
在中东，中国游戏厂商更多的是针对高端客户需求进行游戏研发。在欧美，生活节奏比较快，信息量庞大，因此中国游戏开发商更多的是满足用户时间碎片化的需求。在非洲、俄罗斯等地区，中国将在国内大流量推广的优势充分发挥出来，甚至在苹果、脸书等渠道进行全球推广。在印尼市场，结合其移动网络设施远远强于其他网络基础设施的特点，大力推动移动游戏产品，很快就在上述市场站稳了脚跟，体现了中国游戏强大的海外开拓能力。例如腾讯自研的手游《王者荣耀》2017年在苹果商店（APP Store）平台下载量始终位列前茅，2017年Q1达到世界第一。在韩国推行时，2017年4月在韩国发行，第一个月一直处于 APP Store 韩国畅销榜 Top20，之后排名也一直十分稳定。

2) 腾讯游戏海外投资总体状况

腾讯作为中国最大的游戏公司，其在海外资本运作无论数量还是涉及的金额均位于中国厂商之首。资本出海是腾讯布局全球移动游戏市场的重要战略，从2006年至2018年11月，腾讯收购或投资的游戏公司多达36家，其中海外游戏公司占18家，主要的海外投资分布于美国、西欧和日韩。

最新投资数据显示，今年9月，腾讯以一亿美元的额度投资了印度运动游戏开发运营服务提供商 Dream11，这也是腾讯游戏在印度市场推进布局游戏产业的重要一步。今年3月，腾讯游戏战略投资了法国互动式娱乐游戏研发商 Ubisoft 育碧，投资金额高达4.5亿美元。

图表 142：2009 年以来腾讯的海外游戏投资



资料来源：IT 桔子, 中信建投证券研究发展部

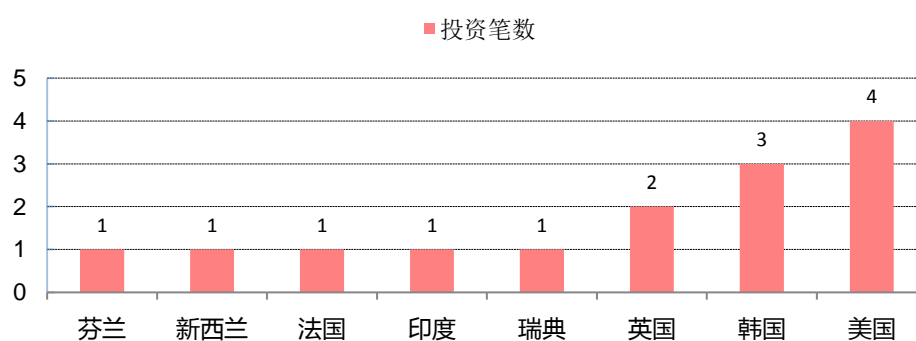
腾讯投资游戏并不偏向于新兴技术，更重要的是实用性；更多的偏向成熟市场的投资，例如美国，日韩等；主要的海外投资分布于美国、西欧和日韩。腾讯海外金额投资偏向日韩和西欧，投资次数较少，但

投资金额较大。在美国的投资笔数最多，但每笔金额很小，而且通常也不进入董事会，而是和另一些知名硅谷投资者和创业者一样扮演顾问的角色。可能的原因是，美国的升级换代非常快，腾讯等投资者为了方便在不断变化的趋势下保持投资灵活性，选择了多元化投资、小体量投资。

图表 143：2016 年至今腾讯出海投资信息表（不包括国内）

日期	被投资方名称	国别	金额（按当日汇率折算成美元）
2018-09-06	Dream11	印度	一亿美元
2018-08-09	Bluehole Studio	韩国	30.49 亿人民币 (4.47 亿美元)
2018-05-02	Grinding Gear Games	新西兰	未透露
2018-03-21	Ubisoft 育碧	法国	4.5 亿美元
2017-09-28	Bluehole	韩国	6117 万美元
2017-08-03	Milky Tea	英国	未透露
2017-07-28	Frontier Developments	英国	1170 万英镑 (0.16 亿美元)
2017-05-12	Pocket Gems	美国	9000 万美元
2017-02-13	Kakao Games	韩国	8.31 亿人民币 (1.21 亿美元)
2016-06-21	Supercel	芬兰	并购 86 亿美元
2016-05-30	Paradox Interactive	瑞典	未透露
2016-04-26	Kamcord	美国	1000 万美元
2016-01-28	Discord	美国	2000 万美元
201601-08	VC Mobile Entertainment Inc	美国	451 万美元

资料来源：IT 桔子, 中信建投证券研究发展部

图表 144：2016 年至今腾讯出海投资游戏笔数分布


资料来源：IT 桔子, 中信建投证券研究发展部

3) 腾讯 2018 年上半年游戏应用出海状况 (IOS & GooglePlay 合并)

(1) 腾讯出海游戏上半年情况

2018 年上半年，腾讯旗下的动作游戏《绝地求生》占据中国出海游戏热门榜单榜首，腾讯在东南亚控股子公司 SEA 所发行的动作手游《Free Fire》占据榜单第三名，另外还有一款合作发行动作游戏《Arena of Valor》。总体来说，腾讯游戏在上半年依然保持着游戏出海发行商霸主地位。

图表 145：2018 上半年热门中国出海游戏（按海外 iOS+Google Play）



排名	游戏	发行商*	类别**
1	《绝地求生》	腾讯, Bluehole	动作
2	《恋爱球球》	SuperTapx, AppLovin	益智
3	《Free Fire》	SEA	动作
4	《终结者 2: 审判日》	网易	动作
5	《Mobile Legends: Bang bang》	沐瞳科技	动作
6	《王国纪元》	IGG	策略
7	《钢琴块 2》	猎豹移动	街机
8	《Block Puzzle Jewel》	Hua Weiwei	益智
9	《Billiards City》	MOUNTAIN GAME	体育
10	《Arena of Valor》	腾讯, SEA, Netmarble	动作
11	《荒野行动》	网易, 龙邑游戏	冒险
12	《Word Link》	Worzzle	文字
13	《滚动的天空》	猎豹移动	桌面和棋类
14	《跳舞的线》	猎豹移动	街机
15	《完美的线》	SuperTapx, AppLovin	街机

* 发行商为 App 海外版本的发行商
 ** 所列类别为 Google Play 商店游戏类型

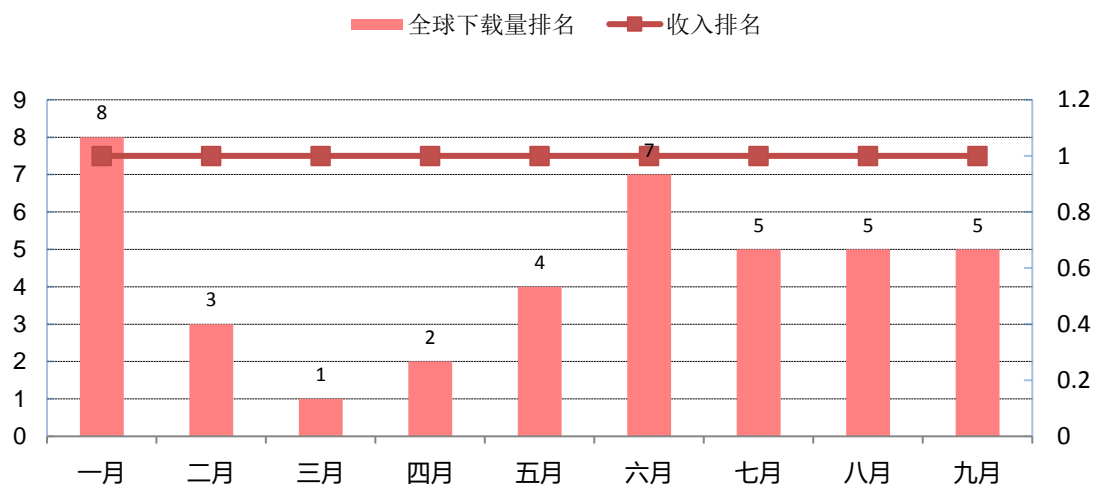
资料来源: APP Annie, 中信建投证券研究发展部

(2) 2018 年 1 月至 9 月，腾讯游戏出海详情

2018 年以来，腾讯出海的超热游戏有两款，STG 射击类游戏《绝地求生》和休闲益智游戏《Candy Crush Saga》。而收入贡献度最高的游戏应用为动作游戏《王者荣耀》和《龙珠激斗》，休闲益智游戏《Candy Crush Saga》。腾讯在全球游戏类榜单下载量排名在前十款的游戏应用数量稳定在 1 至 2 款，收入排名在前十的数量稳定在 4 款左右。

游戏类别榜单中，腾讯游戏每月在全球的下载排名和收入排名 (IOS & GooglePlay 合并)。

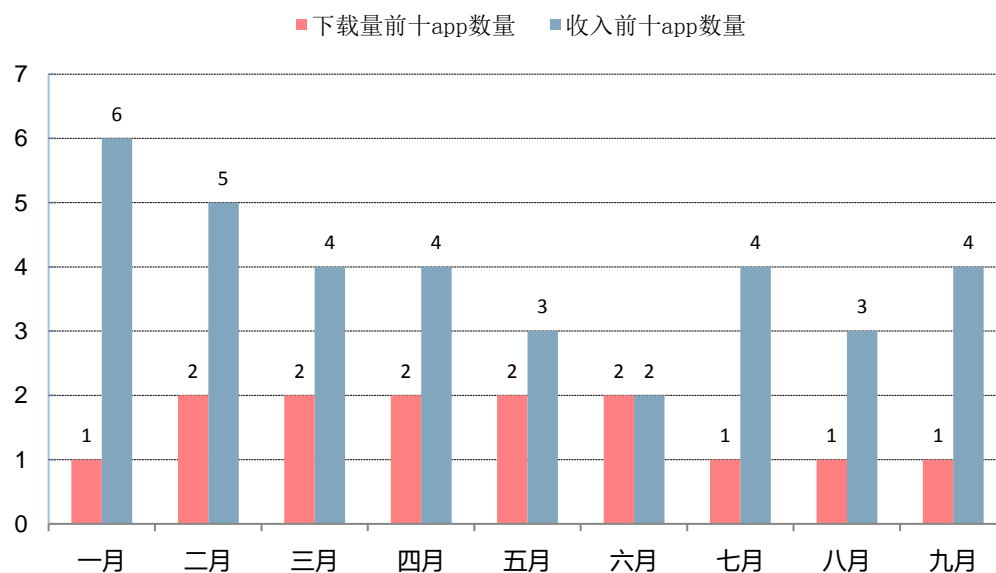
图表 146：下载排名和收入排名（IOS & GooglePlay 合并）



资料来源：APP Annie，中信建投证券研究发展部

游戏类别榜单中，腾讯游戏每月在全球下载排名榜中进入前 10 的应用数量和全球收入排名榜中进入前 10 的应用数量。

图表 147：进入下载量榜单前十和收入榜单前十的游戏应用数量（IOS & GooglePlay 合并）



资料来源：APP Annie，中信建投证券研究发展部

3.3 今日头条

3.3.1 今日头条全球布局



1) 今日头条的海外拓展现状

2015年8月，今日头条海外版 TopBuzz 在北美上线，开启了字节跳动海外扩张的进程。随后字节跳动又以“自有产品出海+密集收购”的方式将旗下产品快速蔓延到了北美、日本、印度、巴西、东南亚等多个国家和地区。在探索了2年之后，整个字节跳动海外市场才迎来了突飞猛进。

Questmobile 2018年三季度数据显示，今日头条 APP 目前拥有 1.12 亿日活跃用户，活跃用户平均花费 81 分钟来阅读新闻和收看视频，这个时间已经超过 Facebook 用户每天 50 分钟的访问时长。字节跳动旗下短视频抖音更是迅速火遍全球，迅速成为短视频领域的新王者；在国外，抖音海外版 Tik Tok 和 Musical.ly 全球覆盖超过 150 个国家和地区，成为全球增速最快的手机应用。2018 年上半年，包括 Tik Tok 和 Musical.ly 在内的抖音海外产品已经覆盖 150 个国家，月活用户超过 1 亿，且目前仍在持续高速增长。字节跳动海外用户规模已接近整体用户规模的 20%。7 月份，抖音全球月活跃用户数已经超过 5 亿。

图表 148：今日头条海外产品矩阵

产品名称	类型	上线(或投资时间)	产品简介	图表标
TopBuzz	资讯分发	2015年8月	基于数据挖掘的咨询分发引擎，为用户提供个性化新闻资讯	
TopBuzz Video	资讯分发	2016年9月	视频版 Topbuzz	
Dailyhunt	内容聚合	2016年10月	投资的印度版今日头条	
BABE	咨询分发	2016年12月	控股的印尼版新闻聚合平台	
Flipagram	短视频	2017年2月	全资收购的美国短视频应用	
Hypstar	短视频	2017年7月	国际版火山小视频，原创生活的小视频社区	
Tik Tok	短视频	2017年8月	国际版抖音，音乐创意短视频社交软件	

News Republic	新闻服务	2017年11月	收购的全球移动新闻服务运营商	
Musical.ly	短视频	2017年11月	全资收购的北美15秒音乐短视频	

资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

2) 抖音出海，火遍全球

收购 Musical.ly，成功打入美国市场。不论从 TOP 榜单的产品发行数量或是下载量而言，2018 年在美国表现最好的中国发行商非今日头条（字节跳动）莫属。2018 年上半年，美国免费榜上表现最好的中国 APP 为今日头条（字节跳动）旗下短视频产品 Musical.ly。Musical.ly 上半年在美国 IOS & Google Play 免费榜双榜均在 TOP40 内，短视频领域排在首位，是美国年轻用户最喜爱的短视频应用。

图表 149：2018H1 美国市场上中国 APP 发行商下载榜 TOP5



资料来源：APP Annie, DUG, 中信建投证券研究发展部

图表 150: 2018 年 H1 美国市场上中国免费 APP TOP10

2018H1美国市场上中国免费APP TOP10
数据来源: AppAnnie

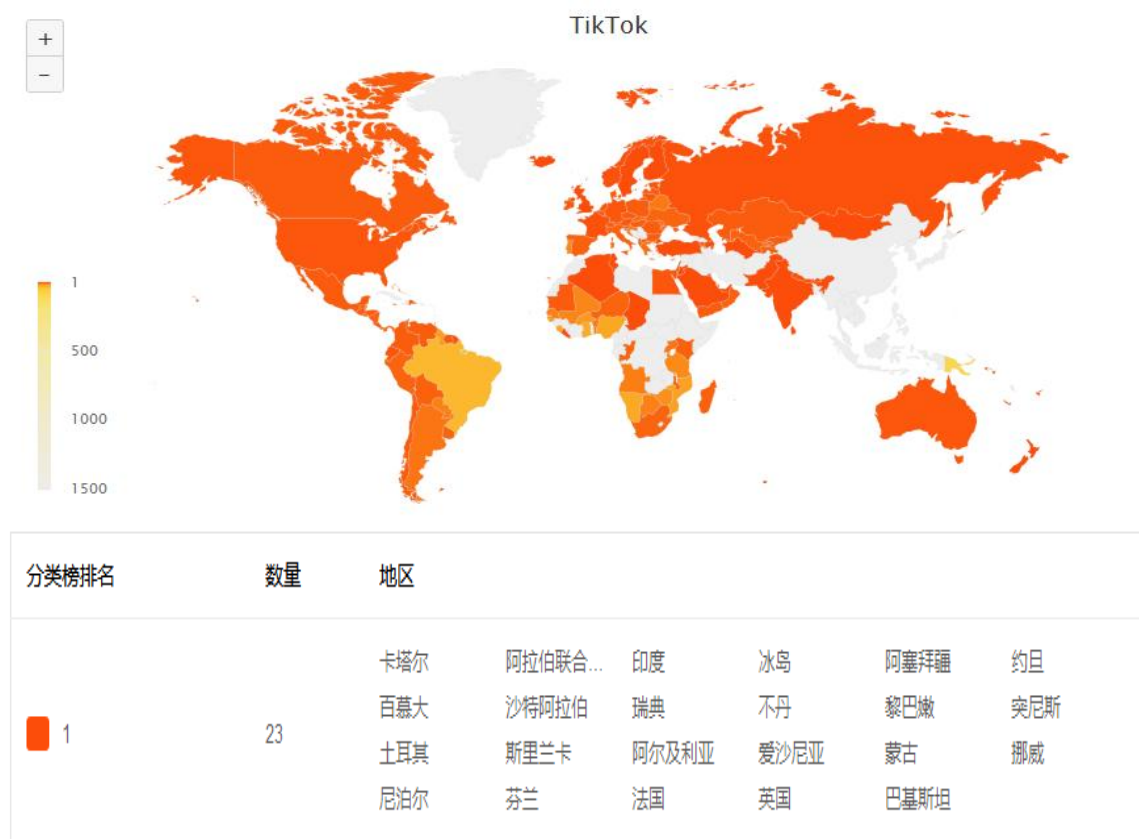
排名	名称	类型	发行商
1	musical.ly	短视频	今日头条
2	TopBuzz	新闻	今日头条
3	Emoji Phone	输入法	Color Phone Studios
4	BuzzVideo	新闻	今日头条
5	MAX Cleaner	工具	ONE App Ltd
6	No.Draw	娱乐	Eyewind
7	CM Launcher 3D	桌面	猎豹移动
8	APUS Security	工具	Apus Group
9	Virus Cleaner	工具	TCL
10	Live.me	直播	猎豹移动

资料来源: APP Annie, DUG, 中信建投证券研究发展部

Musical.ly 是中国最早出海的短视频产品之一。2014 年下半年 Musical.ly 正式出现在北美市场, 此后一路走红, 一度登顶美国 APP Store 榜首。2017 年 11 月初, 今日头条高价收购 Musical.ly, 为其短视频布局再下一城, 这是其历史上最大的收购案, 也是短视频领域迄今为止最为重要的一场收购案。Musical.ly 也不负厚望, 牢牢占据美国短视频的第一。2018 年 7 月, 抖音全球月活跃用户数超过 5 亿, 抖音也顺势成为近年来出海最为成功的移动 APP。

根据数据公司 Sensor Tower 的数据, 抖音海外版 Tik Tok 9 月在美国的下载量已经超过了 Facebook、Instagram 和 Snapchat 和 YouTube 等热门应用, 面对短视频的持续火爆, 社交巨头 Facebook 近期也不得不推出了一款短视频应用来对抗抖音。

图表 151: Tik tok 2018 年 10 月 24 日实时免费榜单综合总榜排名



资料来源: 蝉大师, 中信建投证券研究发展部

抖音在美国的成功只是其全球化布局的一个缩影, 如今抖音已经是全球范围内最火爆的短视频应用。应用市场研究公司 Sensor Tower 的数据显示, 今年一季度抖音下载量达 4580 万次, 超越 Facebook、Youtube、Instagram 等成为全球下载量最高的 iPhone 应用。

图表 152: Tik tok 10 月 24 日实时免费榜单综合总榜排名



资料来源: SensorTower, 中信建投证券研究发展部

2018Q3 全球非游戏类应用上榜产品排名中, 字节跳动旗下短视频应用 TikTok, 在本季度合并了音乐社交短视频应用 Musical.ly 的用户之后, 成功跻身全球下载榜第四名, 对比上季度增长 15%, 比去年同期增长 440%。

图表 153 : 2018Q3 全球非游戏类应用上榜产品排名



资料来源: SensorTower, 中信建投证券研究发展部

3.3.2 抖音全球爆火的原因

1) 符合内容消费演进的时代趋势

时代如何更替是一款 APP 能否火爆的根本原因, 抖音火爆的背后是 90 后和 00 后的全面崛起。短视频的崛起符合当下 90 后和 00 后个性化表达的需求越来越强烈, 兴趣和爱好越来越多元的时代趋势。抖音于 2016 年 9 月上线, 当时短视频正处于高热度阶段, 碎片化的使用时间和低门槛低成本地分享生活信息的短视频成了很多人钟爱的互联网产品。

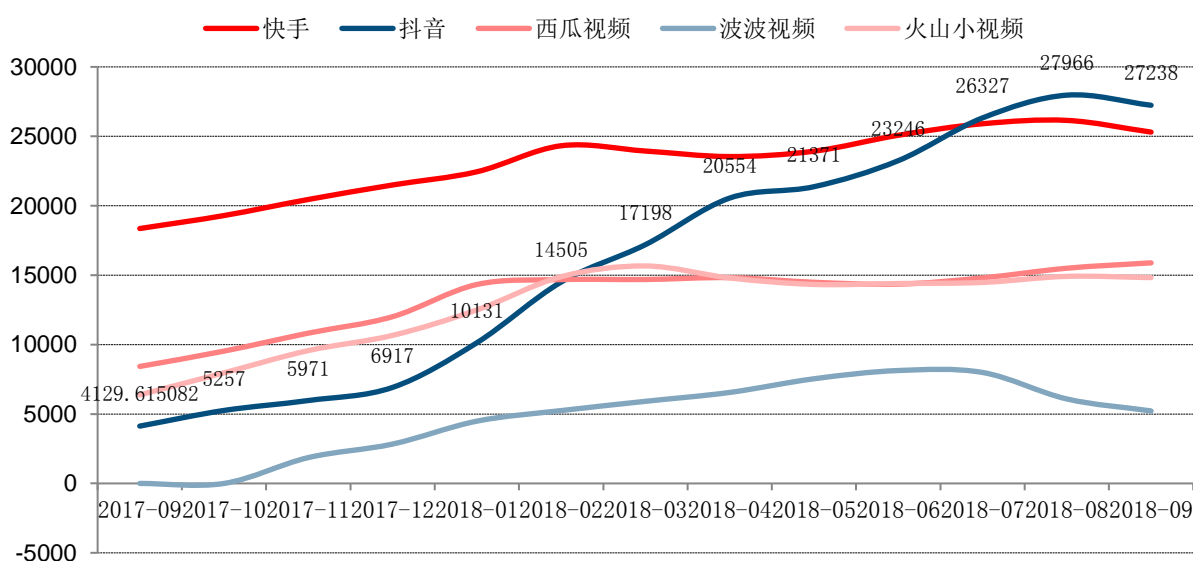
图表 154: 内容消费的演进历程



资料来源: 中信建投证券研究发展部

从今日头条的战略层面来看，2016年起头条在已经成功布局图表文赛道之后选择 All in 短视频。在短视频领域国内就布局了抖音、西瓜、火山小视频三款移动应用。西瓜是 PGC 资讯类短视频，火山和抖音是 UGC 短视频社区。布局之初火山小视频与抖音相比更直接对标快手，抖音则是定位相对小众、精致的短视频产品，产品提供有特色的配乐、辅助的小工具支持，让用户不断的生产有趣好玩且内容较短的视频内容。抖音成立之初坚持内容自生产和社区调性的孵化，几千块一个短视频，专人导演，专人拍摄，慢慢建立起了相对完备的生态体系，然后才大批引入机构账号。

图表 155：2017 年 9 月—2018 年 9 月热门短视频类 APP 月活数据(万)



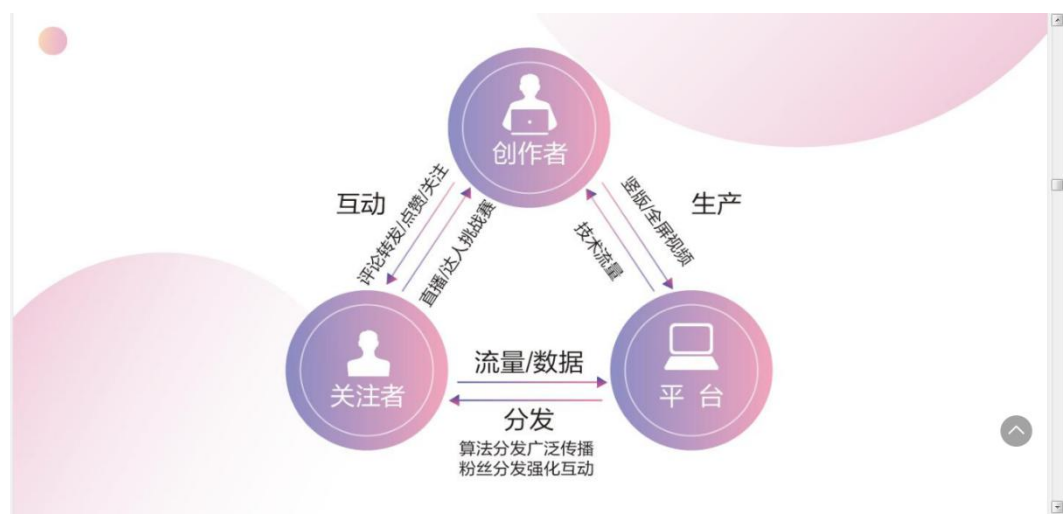
资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

2) “美”“好”的产品品质

“记录美好生活”是抖音今年 3 月新启用的品牌口号，“美”和“好”的产品品质也是抖音能够脱颖而出的最根本原因。简单来说，用户不断中毒的七大套路分别是：（1）漂亮的皮囊，有趣的灵魂。即超强的滤镜和美颜等功能实现了短视频的“精美”，而优质新奇的短视频内容实现了短视频内核的“趣味性”。（2）生产激励机制“中心化”，内容分发机制“去中心化”。一方面，抖音通过签约一批网红、MCN 来保证优质内容的持续产出，通过广告等变现手段进行激励。另一方面，采用“去中心化”的机制进行内容分发，通过算法持续挖掘普通用户的爆款内容，维持用户活跃度。（3）不断引导和制造话题，诱导短视频的传播。抖音以“挑战”的方式刺激普通用户参与内容的生产。一方面提高了用户的参与粘性，另一方面也为平台提供了源源不断的新鲜内容。（4）超强的沉浸感体验。与快手等不同的是抖音打开之后的首页就直接采用全屏沉浸，利用算法直接推送客户感兴趣的内容。所谓沉浸感，就是让人专注在当前的情境下感到愉悦或满足，而忘记真实世界的情境。（5）强大的个性化算法推荐，这也是抖音最核心的技术优势之一。依托今日头条丰富的算法推荐经验和强大的技术，抖音根据用户的浏览记录和操作行为判断用户的兴趣点所在，以此为依据为用户推荐其契合兴趣点的内容，不断推动用户的增长并增强用户对平台的依赖性。（6）充分运用“多巴胺刺激机制”，以音乐模板为背景音乐刺激多巴胺的产生。不同视频内容采用同一款背景音乐时可以让用户不自觉回忆起之前看同样背景音乐短视频时所产生的愉悦，同步实现短视频的二次刺激。（7）完善的奖赏机制。“点赞”是信息时代的“可卡因”。在抖音，普通用户的精品内容同样可以得到很大几率的首页推荐，从而在无预期的情况下收获少则几百上千多则几十万的赞和浏览量。用户在无确定预期的情况下，突然获得了自己在现实中得不到的关注，大脑也会因此大量分泌多巴胺，让愉悦感和

快乐暴增。从而形成良性循环，用户也会因此更有动力去拍摄精品视频。

图表 156：产品内在运作逻辑



资料来源：抖音，头条指数，中信建投证券研究发展部

3) 本土化的运营策略：全球化产品，本地化内容

抖音能够火爆全球，跟字节跳动的布局策略和产品运营是分不开的。主要是通过大手笔并购、明星&网红引流、本土化运营等方式来获取巨大的市场份额。

一、美国以收购成熟短视频 APP 为主。2017 年 2 月份，字节跳动全资收购美国移动短视频创作者社区“Flipagram”，11 月份今日头条则进一步全资收购北美音乐短视频社交产品 Musical.ly。2018 年 8 月 Musical.ly 应用正式并入抖音的国际版——Tik Tok。

图表 157：Musical.ly 融资发展历程

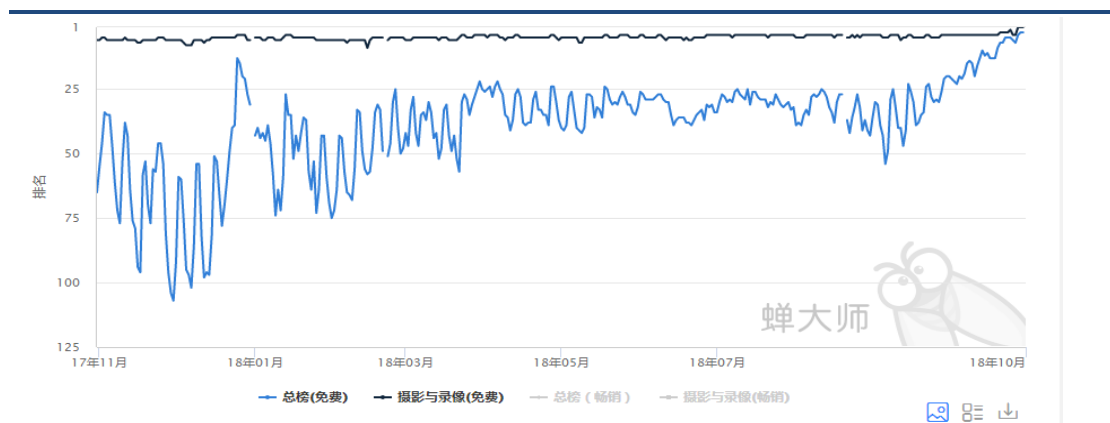
融资时间	轮次	投资单位	融资金额
2014-12-29	天使轮	华岩资本、快创营	数百万人民币
2015-04-22	A 轮	猎豹移动	数百万美元
2015-08-21	B 轮	未透露	数百万美元
2016-05-10	C 轮	DCM 中国、纪源资本 GGV、Grelock Partners、启明创投	1 亿美元
2017-11-10	并购	今日头条	10 亿美元

资料来源：白鲸出海，中信建投证券研究发展部

Musical.ly 能够发展起来跟对美国当地用户的理解与尊重息息相关。一是对用户的理解非常透彻，大幅度降低了用户的使用门槛。二是没有过多替用户做决定的行为，更多把选择权交给用户。美国的青少年都非常有个性，很独立，他们更愿意自己来做主。同时喜欢展现自己，自信张扬地向别人展示自己的喜怒哀乐。数据显示，当时 Musical.ly 平台上超过 90% 的用户年龄在 21 岁以下，这些也是 Musical.ly 能够吸引这么多青少年的重要原因。

Musical.ly 为了获得更多美国青少年的喜欢，发起了很多社区活动以增加用户投入度，营造社区感。在运营初期曾经发起一个 #dont judge me#（不要评判我），结果发现一个晚上的时间就新增了近 3 万多（同主题的）短视频，不到一周时间，标签下的视频数量达到了二十几万。Musical.ly 现在已经不是一个纯粹的 APP，它在美国青少年人群里面正在成为一个高覆盖度的文化娱乐品牌。当 Musical.ly 推自己的 T 恤，很多小孩回在亚马逊上买到后穿着招摇过市。社区里的活跃用户也会自发组织了一场聚会，活跃用户称自己是 musers。很多青少年用户认为成为一个 musers，是件很酷的事情。

图表 158：最近一年 Tik Tok 在美国市场下载量排名变化趋势图



资料来源：蝉大师，中信建投证券研究发展部

二、日本：拉明星孵化流量+本土化改造:抖音 2017 年 8 月正式在日本落地，仅仅用了三个月的时间，在去年 11 月便首次登上日本 APP Store 免费榜第一位，至此之后，便成为榜首的常客。日本有着旗帜鲜明的文化，企业保守且容易抱团，常常戴有色眼镜看待中国企业，因此中国企业要在日本打开局面相当困难，而抖音能做到这一步，出乎很多人的意料。

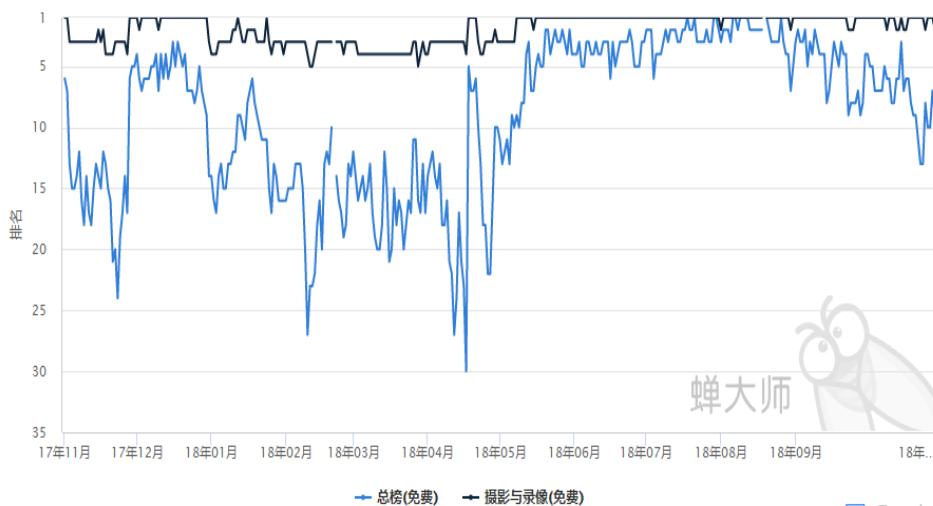
在前半年的蛰伏期里，抖音国内团队做的任务很重——运营团队里每个人都背着拉人头的任务，他们从小咖秀、微博、Musical.ly、以及艺术院校挖来红人，并设计了多种主题和玩法，让红人们在这个框架之下进行内容创作，以此完成内容冷启动。这其中包含了两个重要的环节：寻找有内容创作能力的红人，以及抖音产品自身所能创造出来的让人眼前一亮的独特玩法。

有了几位艺人入驻后，此后 Tik Tok 再敲开其它娱乐事务所的大门就逐渐变得容易起来了。在 Twitter 粉丝超过 500 万的日本歌手彭薇薇、常年霸榜日本 Oricon 公信榜前三的女子偶像团体 E-Girls、拥有 450 万粉丝的 Youtube 博主 Ficher's 等都成为了 Tik Tok 用户。

考虑到日本人比中国还腼腆的问题，抖音在日本进行了本土化改造。比如尽量简化动作，让模仿起来更简单。另外抓住日本从众的心理，适时发布一些适合团体挑战的玩法，大家都在玩的玩法才能在日本火

爆。

图表 159：最近一年 Tik Tok 在日本市场下载量排名变化趋势图



资料来源：蝉大师，中信建投证券研究发展部

图表 160：最近一年 Tik Tok 在韩国市场下载量排名变化趋势图

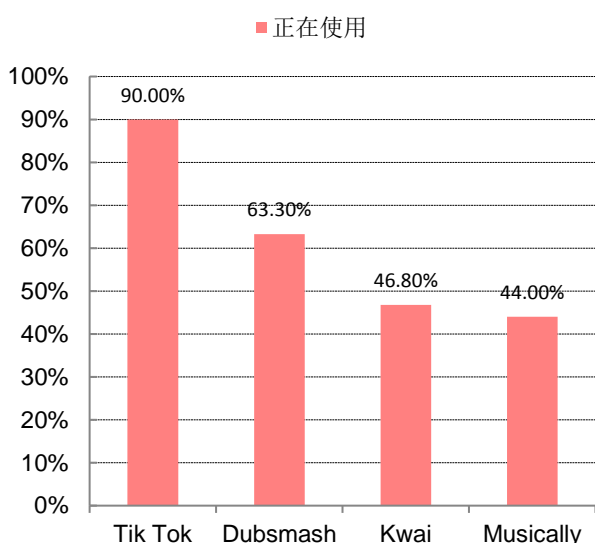


资料来源：蝉大师，中信建投证券研究发展部

三、东南亚：内容运营+本土网红突破：Tik Tok 在印尼上线的当天，就办了一场聚集了 100 多位明星和博客的线下聚会，以此来聚拢这批重要的内容生产者。同时，泰国的运营团队也从 Instagram 上陆续找来了一批优质的创作者，成为 Tik Tok 的种子用户。通过聚会来做达人运营是抖音在国内就摸索出来的方法，这让达人之间有机会充分交流他们的视频创作经验，更重要的是，令他们对平台逐渐产生了归属感和忠诚度。

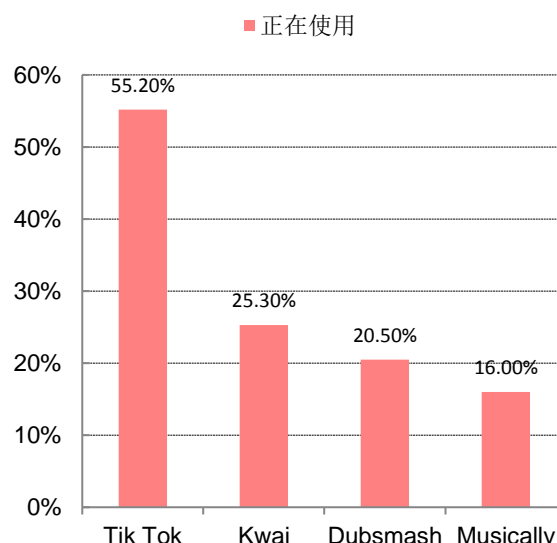
在印尼，Tik Tok 是最受欢迎和最常用的视频社交网络应用，90%的印度尼西亚受访者知道 Tik Tok，55.2%的受访者正在使用。其他受欢迎的平台包括 Kwai、Musical.ly 和 Dubsmash。最受欢迎的 Tik Tok 视频内容是喜剧（71.6%），其次是舞蹈（68.3%）、假唱（58.1%）和自由表演（48.2%）。

图表 161: 印尼市场最受欢迎 APP



资料来源: Jakap, 中信建投证券研究发展部

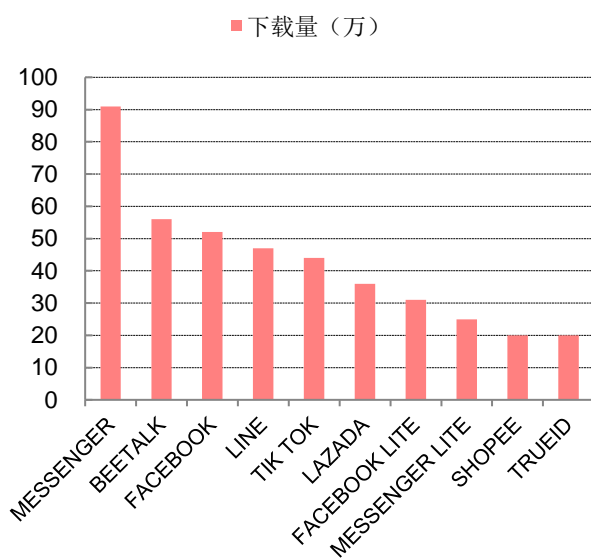
图表 162: 印尼市场正在使用的 APP



资料来源: Jakap, 中信建投证券研究发展部

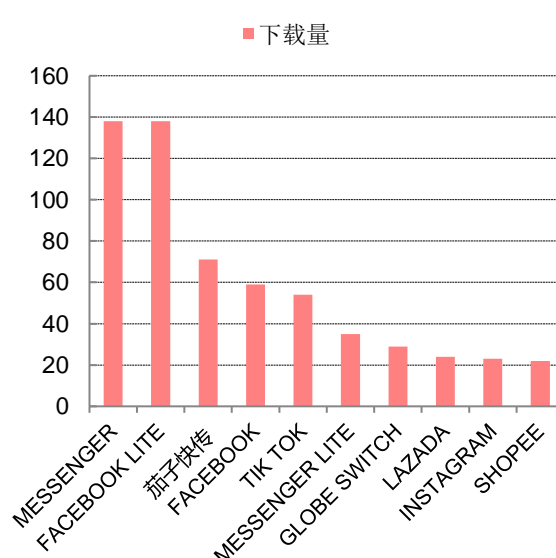
根据 APP Annie 的数据, 在泰国这个 6800 万人口的国家里, Tik Tok 的下载量就超过 1000 万。CAMIA 分别选取了 Google play 商店 7 月 10 日泰国及菲律宾免费榜 TOP40 的应用和游戏, 对其一周内(2018.7.4-2018.7.10)的下载量进行了统计排序, 从而总结出这一周内下载量前 20 的游戏和应用。详见以下信息图表:

图表 163: 泰国 GooglePlay 商店应用免费榜单下载量 TOP10



资料来源: CAMIA, 中信建投证券研究发展部

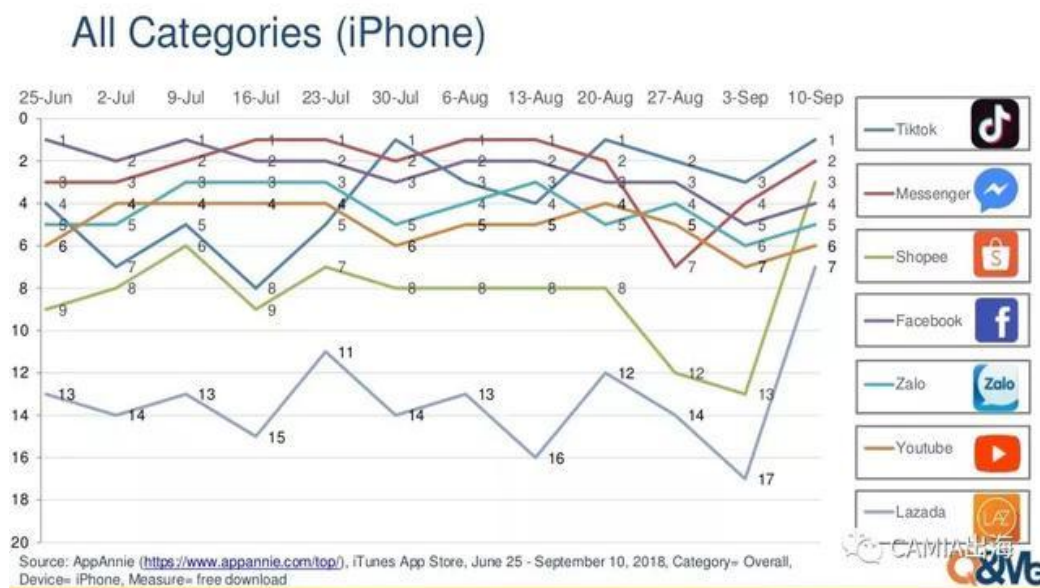
图表 164: 菲律宾 GooglePlay 免费榜单下载量 TOP10



资料来源: CAMIA, 中信建投证券研究发展部

越南市场研究机构 Q&Me 截取了 9 月 10 日 APP Annie 下载榜 TOP APP 并总结相应 APP 6 月份-9 月份排行情况。9 月 10 日, iPhone 设备端人气最高 APP 为短视频应用抖音海外 Tik Tok, 其次为 Facebook 的通讯应用 Messenger。

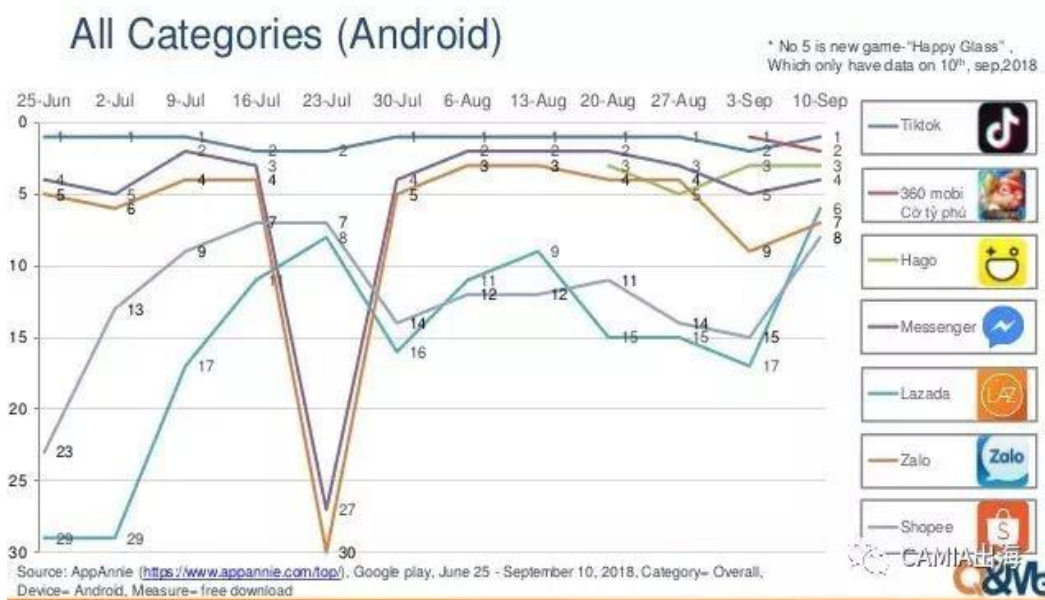
图表 165：6月-9月越南 android 设备端应用下载排行



资料来源：Q & Me，中信建投证券研究发展部

9月10日安卓设备的人气APP与iPhone设备有比较明显的不同。越南VNG旗下飞行棋类游戏《60 mobility phu》与社交类应用《Hago》同Tik Tok占据了该类设备人气TOP3。相比之下Tik Tok在安卓设备用户群中更加稳定。Shopee和Lazada也在该设备TOP7榜，从6月份至9月份的整体排行来看，两者的差距似乎不算太大。

图表 166：6月-9月越南 android 设备端应用下载排行



资料来源：Q & Me，中信建投证券研究发展部

图表 167：最近一年 Tik Tok 在德国市场下载量排名变化趋势图



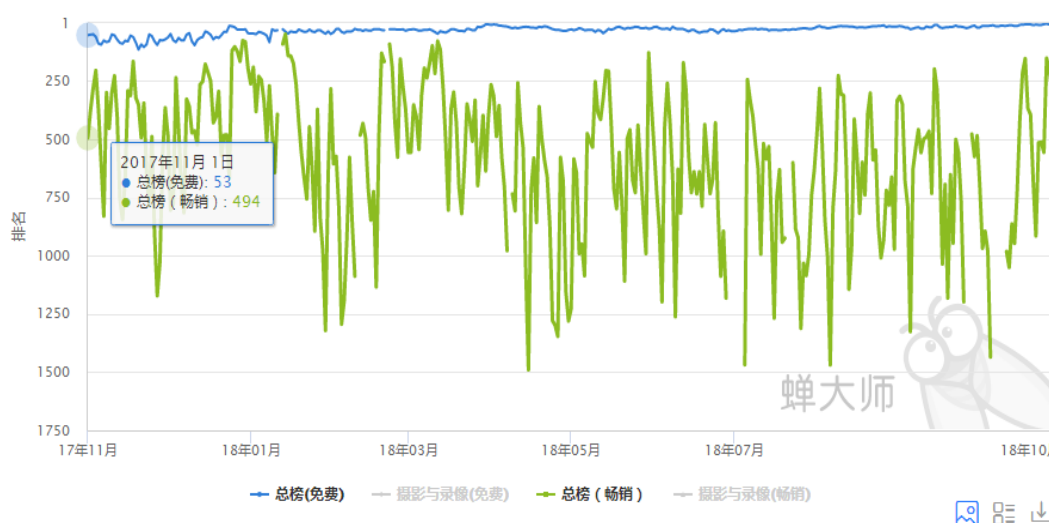
资料来源：蝉大师，中信建投证券研究发展部

图表 168：最近一年 Tik Tok 在英国市场下载量排名变化趋势图



资料来源：蝉大师，中信建投证券研究发展部

图表 169：最近一年 Tik Tok 在法国市场下载量排名变化趋势图



资料来源：蝉大师，中信建投证券研究发展部

通过上述区域分析我们可以发现；抖音在国际化推广方面主要有三大举措：

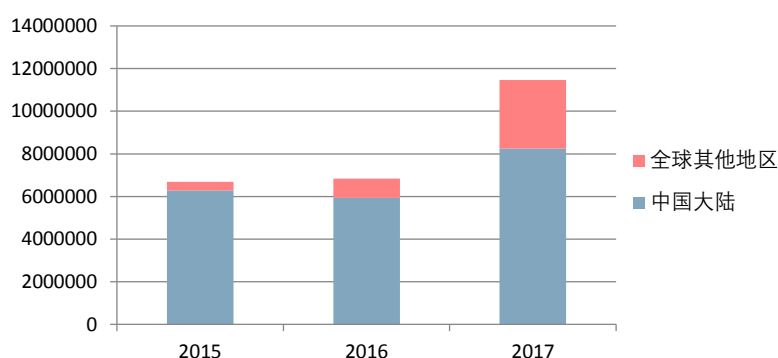
- 1) **大手笔并购提前抢占成熟市场和扼杀未来竞争对手。**为了进军成熟的美国市场，字节跳动先是全资收购美国移动短视频创作者社区“Flipagram”，而后又大手笔 10 亿美元进一步全资收购北美音乐短视频社交产品 Musical.ly。一方面是美国作为短视频领域的成熟市场，新产品打入并抢占市场会很困难，且竞争对手还会采取反制措施，花费代价很可能非常高。另一方面也成功提前扼杀了竞争对手，且可以充分学习 Musical.ly、Flipagram 的本土运营经验，并借鉴复制到全球。
- 2) **明星&网红引流，并整合社交流量和线下流量。**在海外，明星引流冷启动则成为了开启海外市场的钥匙，他们某种程度上代表着当地的文化标签，而且拥有成熟的内容渠道、自带粉丝。在泰国，知名艺人的入驻则吸引了无数粉丝。在日本，抖音已经与日本第二大艺人事务所 HORIPRO 达成合作意向，HORIPRO 旗下的艺人也已入驻抖音并发布作品。Tik Tok 通过流量诱导用户把拍好的视频同步到 Instagram 和 Twitter 等社交软件上，从社交软件平台流回到 Tik Tok 的粉丝越来越多，从而让客户对 Tik Tok 产生了粘性。在国外，由这些渠道互相导流效果非常显著。
- 3) **本土化运营。**一是加大本土线上渠道的投放，二是做本土化的改造，三是采用熟悉了解本土化的国际人才。**在渠道投放上**，用户数据和影响力的增长背后是投放力度的加大。据 36 氪报道反应接触到的海外用户其中不少都是在 Twitter 上看到 Tik Tok 的广告然后尝试下载使用的；**在本土化改造方面**，Tik Tok 将许多国家的本土歌舞文化融入到小视频中。若中国出现爆款内容，运营人员会判断是否适合其他市场，如果适合，则将内容推向全球市场，比如尬舞机、Dura 舞等；同时，海外市场有什么热门内容，也会被推荐给国内运营人员。**在当地运营人才使用上**，Tik Tok 通常招聘大量跨文化、跨背景，同时熟悉当地文化的国际人才去开拓海外市场。

3.4 小米

3.4.1 小米概括

作为一家全球化公司，小米 2014 年开始国际化战略，截至 2018 年 3 月 31 日，小米产品在全球 74 个国家和地区销售，根据 2017 年 Q4 出货量，小米智能手机在 15 个国家和地区销量排名前五，分别是印度、缅甸、乌克兰、中国大陆、埃及、希腊、以色列、卡塔尔、俄罗斯、印尼、新加坡、波兰、保加利亚、捷克及哈萨克斯坦。**2017 年小米海外收入占比已经从 2015 年的 6.1% 提高到 28%，尤其在全球第二大智能手机市场印度，小米销量增长迅速。2018Q2 小米在印度销售量增长依旧强劲，保持了市占率第一，达到 29.7%。**2014 年小米刚进入印度市场，复制中国市场打法，先从最擅长的线上销售开始，在 Flipkart、TVS Electronics、亚马逊等电商平台销售，同时推出面向印度的小米商城，目前小米占据了印度市场线上手机销量 50% 的市场份额，月出货量超过 150 万台。过去三年小米已经投入了超过 3000 亿卢比的投资，在印度设立工厂、服务中心、研发中心，目前印度销售手机 95% 在本地生产。小米印度官网显示，印度线下第三方授权店、分销商店数量已经超过 6800 家，服务中心数量突破 500 家，成为印度市场售后服务标杆。2016 年 Q3 开始小米依靠爆款红米 Note4 和成功的本土化生产、良好的售后服务策略、线下销售的增加，成功抢占了印度中低端市场，过去两年印度市占率一直提升。

图表 170：2015-2017 年小米海外收入高速增长



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

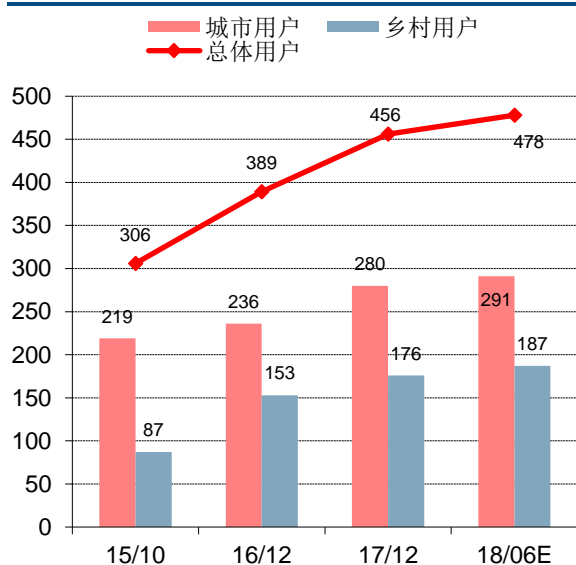
在 2017 财年（截至 2017 年 3 月），小米印度公司营收为 13 亿美元，同比增长 696%；净利润为 2500 万美元，2017 财年实现扭亏。**2017 年小米印度线下扩张加速后，2018Q1 和 2018Q2 小米智能手机市占率达到 30% 已经超越三星成为印度市场第一。**伴随印度市场的成功，去年小米的海外收入暴涨，海外市场的总体收入从 2015 年的 40.6 亿元增长到 2017 年的 320.8 亿元，占总收入比重由 6% 提升至 28%。预计伴随小米模式在乌克兰、印尼、缅甸、以色列等其他新兴市场的复制，小米手机销量在海外的规模有望持续扩张。

3.4.2 海外收入占比快速提升，2017 年全球化新零售扩张步伐加速

印度是小米新零售的第二主战场，小米之家在印度已经达到 34 家门店，计划 2019 年印度小米之家开到 100 家，线下销售收入占比达到 30% 以上。同时小米计划将生态链扩展到印度本土公司，未来 5 年小米将花 10 亿美金在印度投资 100 家初创公司。截至 2018 年 5 月，印度目前互联网用户 4.6 亿，互联网渗透率为 35%，印度智能手机用户为 3.0 亿，智能机用户占总人口渗透率为 23%，目前印度互联网和智能手机渗透率还较低，手机销售 70% 在线下完成，因此小米在 2017 年除了在中国大陆市场大规模布局线下，在印度市场线下也加速扩

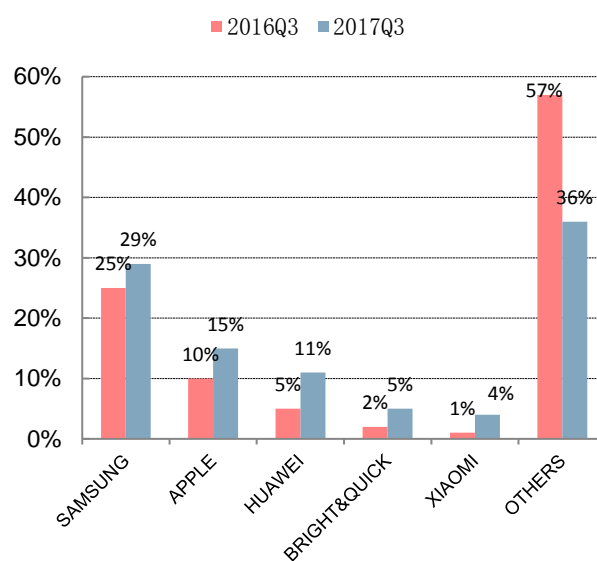
张，截至 2018 年 5 月，小米之家在印度数量达到 34 家，计划 2019 年小米之家达到 100 家。除了手机和配件之外，小米和生态链品牌其他产品也在逐步登陆印度市场，2018 年 2 月小米智能电视在印度发售，小米专卖店、授权店以及小米之家 SKU 数量也在逐步增加，目前在印度销售产品除了手机及配件还有智能电视、电饭煲、自行车、平衡车等智能硬件，随着需求增加未来印度市场小米产品种类也将扩展到 200 个以上。同时小米计划在印度复制中国物联网生态链投资，孵化本土的创业项目，计划未来 5 年投资 10 亿给 100 家创业公司。

图表 171：2015 年-2018 年印度互联网用户分布（百万）



资料来源：Microsoft，中信建投证券研究发展部

图表 172：2016Q3、2017Q3 俄罗斯手机市场品牌份额



资料来源：Counterpoint，中信建投证券研究发展部

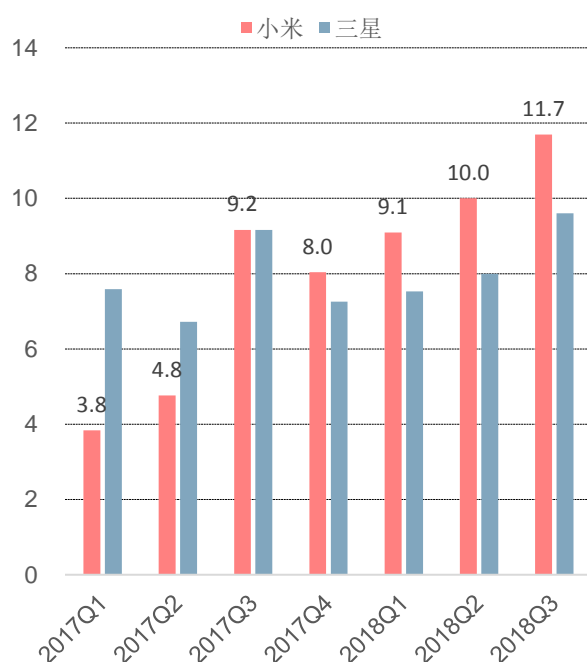
开放合作，线上线下全球战略合作伙伴不断增加，全球化扩张加速。2017 年~2018 年小米在全球多个地区推出了小米线上商城，还加速与当地线上电商、线下合作伙伴合作，17 年至今已经加码新零售在海外的布局，预计 2018 年~2019 年能看到海外渠道带来的销售快速增长。2017 年 2 月小米完成在印尼巴淡岛设工厂组装手机，可在当地合法销售手机；2017 年 8 月小米与泰国销售伙伴 VST ECS 合作正式进军泰国，小米 6 与红米 Note 4 已经从 8 月 25 日起在当地电商和线下平台销售。2017 年 11 月小米正式进军西班牙，产品将通过线上小米商城、速卖通、亚马逊，和线下小米授权店、家乐福、MediaMkt 等渠道进行销售；2017 年年底，小米与韩国地区总代之一的佑米公司签署谅解备忘录，将尽快完成具体投资条件的细节商讨，佑米公司也将正式成为小米公司的子公司，并成为韩国境内首家被纳入小米生态圈的企业。进入 2018 年小米国际化尤其是线下布局进一步加速。2018 年 1 月小米宣布与泛东南亚地区电商平台 Shopee 达成战略合作伙伴关系，并于印度尼西亚 Shopee Mall 推出小米官方店铺。2018 年年初小米在意大利的线下实体店正式开业；3 月 25 日小米在波兰第一家授权经销的实体店小米之家波兰开始营业。2018 年 5 月份小米向港交所递交 ipo 申请之际，李嘉诚创办的跨国集团长江和记实业有限公司与小米宣布合组全球策略联盟，将小米手机和生态链产品引入长江和记旗下在世界各地电讯和零售部门，目前长江和记旗下全球零售及电讯店铺超过 17700 间，拥有接近 1.3 亿活跃流动电讯客户及零售的忠实客户共 1.4 亿。本次合作将加速扩展小米在欧洲的销售网络。小米产品初期将在奥地利、丹麦、香港、爱尔兰、意大利、瑞典和英国的 3 Group 店铺以及香港、爱尔兰、英国和荷兰的丰泽、Superdrug 和 Kruidvat 店铺推出。11 月 8 日，小米在伦敦发布会正式宣布进军英国市场，第一家授权店在 11 月 18 日开业，并推出小米 8 Pro 旗舰手机、红米 6A、小米手环 3 和电动滑板车等产品。至此，截止 2018 年第二季度，小米国际业务增长 150%，进入了 82 个海外市场，其中在 25 个市场成为行业前五。

图表 173：小米的全球化扩张之路

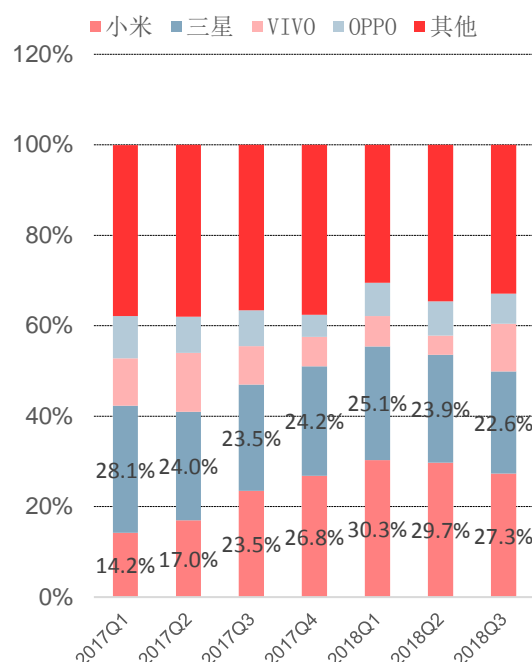
20170213	印尼	小米印尼工厂投产，小米手机可以合法销售，印尼是全球最大的市场智能手机之一
20170315	越南	与越南本土信息技术公司 Digiworld Corporation (简称 DGW) 达成战略合作
20170426	俄罗斯	小米通过合作分销商 RDC 进军俄罗斯，RDC 已经开设了 6 家小米授权的授权店及销售点
20170824	泰国	小米宣布携手销售伙伴 VST ECS(泰国)正式进入泰国
20171108	西班牙	小米公司宣布正式进入西班牙，这是小米首次打入西欧市场。自 11 月 8 日起，小米发布的产品将在小米网、速卖通、亚马逊等线上及小米授权店、家乐福、MediaMkt 等线下渠道陆续发售。11 月 11 日将有两家小米授权店分别在西班牙马德里 Xanadú 和 La Vaguada 购物中心揭幕
20171115	韩国	小米公司与其韩国总代理之一的佑米公司签署谅解备忘录 (MOU)。双方将尽快完成具体投资条件的细节商讨，并就佑米公司的部分股权正式签署股权转让协议 (SPA)。交易完成后佑米公司将正式成为小米子公司，并成为韩国首家被纳入小米生态链的企业。
20171214	俄罗斯	据速卖通新闻处发布消息称，全球速卖通和天猫交易平台成为小米在俄罗斯的官方合作伙伴。
20180131	意大利	意大利小米实体店即将开业
20180124	东南亚	泛东南亚地区电商平台 Shopee 正式宣布与全球消费电子品牌小米达成战略合作伙伴关系，并于印度尼西亚 Shopee Mall 推出小米官方店铺
20180208	韩国	Naver 于 7 日宣布，与小米、小米韩国分销商佑米和人工智能平台“Clova”以及小米技术链接合作，签署了人工智能战略业务协议 (MOU)。通过这一协议，Naver 的人工智能平台 Clover 将与小米的人工智能 (AI) 技术相结合，形成技术协同，并与小米物联网 (IoT) 设备群一起扩展人工智能服务领域。
20180325	波兰	波兰“小米之家”开业
20180505	欧洲	李嘉诚创办的跨国集团长江和记实业有限公司与小米宣布合组全球策略联盟，将小米手机和生态链产品引入长江和记旗下在世界各地电讯和零售部门，极大加速小米在欧洲线下销售网络建设，打开知名度

资料来源：中信建投证券研究发展部

小米不断完善的售后服务、本土化生产以及红米 note 4 在印度的成功，2016Q3 开始销量在印度快速增长。受益于小米爆款机型和线下扩张，2017 年 Q3 小米在印度智能手机市场市占率达到 23.5% 首次位居印度市场第一，一直到 2018Q3 小米仍然以 27.3% 的市场份额保持第一。在出货量方面，2017Q1 小米在印度的出货量仅为 380 万台，2018Q3 出货量则增长了 207.89%，达到 1170 万台。

图表 174：2017Q1-2018Q3 小米、三星印度出货量


资料来源: Canals estimates, 中信建投证券研究发展部

图表 175：2017Q1-2018Q3 印度智能手机市场份额


资料来源: Counterpoint, 中信建投证券研究发展部

未来几年,小米在海外新兴市场有望持续发力,更长远来看,中高端机型亦有望打开欧洲、美洲等成熟市场,预计 2017-2022 年小米手机销量复合增速接近 13%。

3.5 京东

2018 年 6 月 18 日,Google 与京东达成了战略合作伙伴关系,将向京东投资 5.5 亿美元,获得京东新发售的 2710 万 A 类普通股,Google 和京东计划开展一系列战略合作,包括在东南亚、美国和欧洲等国家和地区开发融合的零售解决方案。通过将京东在供应链和物流领域的专业能力同 Google 的技术优势整合,两家公司将探索打造下一代零售基础设施解决方案,为消费者提供更有价值、个性化、流畅便捷的购物体验。通过合作,京东将获取 google 的技术以及海外流量,为其产品出海打下良好基础;而 google 则找到了切入电子商务领域的抓手,有助于进一步提升市场份额以对抗来自亚马逊等巨头的竞争。

2018 年 8 月京东与泰国最大零售集团 Central Group 成立了合资公司,联手打造面向东南亚市场的电商平台 JD CENTRAL,后者沿用京东国内模式,采用自营和第三方物流结合销售模式。

京东资本出海目标地区以东南亚为主,标的类型上围绕主业以电商类为主,包括东南亚地区的 Tiki、Pomelo、英国的 Farfetch、美国的 Wish 等零售电商,东南亚的生活服务型电商 Traveloka、GO-JEK 以及印度电商产业链上游物流企业 Shadowfax;此外还包括美国金融科技公司 ZestFinance 用于提升京东金融数据挖掘、模型开发能力,以满足对消费者信用评分目的;美国智能穿戴设备厂商 Misfit,主要在可穿戴设备国内市场开发上建立合作。

图表 176：京东并购海外标的一览

时间	投资标的	金额/万 美元	轮次	类型	标的简介
2018.6.11	Shadowfax	2000	战略投资	物流	印度多元化、跨垂直行业的物流配送服务提供商
2018.2.12	GO-JEK	-	E 轮	出行服务	印尼的共享出行服务商，目前已发展成为综合性服务提供商，可提供账单支付、订餐和买电影票等功能
2018.1.17	Tiki Corporation	-	E 轮	电商	越南 B2C 全品类的综合性电商平台，消费者在该网站购买可以通过第三方支付平台 MoMo 进行支付
2017.11.21	Tiki Corporation	4400	D 轮	电商	越南 B3C 全品类的综合性电商平台，消费者在该网站购买可以通过第三方支付平台 MoMo 进行支付
2017.11.01	Pomelo	1900	B 轮	电商	泰国时尚电商平台，主打销售韩国时尚类商品，并与设计师合作开发自主品牌商品
2017.6.22	Farfetch	39700	并购	电商	英国奢侈品电商平台，消费者可以在 Farfetch 的手机 APP 以及网站购买到 Gucci 的精选产品，一旦下单成功，Farfetch 会从全球实体店调货，并在 90 分钟内送到家门口。
2017.1.1	Traveloka	15000	战略投资	在线旅游	东南亚在线旅游平台，服务的地区涵盖了印尼、泰国、越南、马来西亚、新加坡和菲律宾，提供了多种支付方案，住宿方式既包括酒店，也包括家庭寄宿
2016.11.3	ZestFinance	15000	D 轮	金融科技	美国金融科技公司，将机器学习与大数据分析融合起来，提供更加精准的信用评分
2015.6.4	Wish	50000	D 轮	电商	移动跨境购物平台，旗下共拥有 6 个垂直的 APP：Wish，提供多种的产品类别；Geek，主要提供高科技设备；Mama，主要提供孕妇和婴幼儿用品；Cute，专注于美容产品、化妆品、配饰和衣服；Home，提供各种家居配件；Wish for Merchants，专门为卖方设计的移动 APP。
2014.12.3	Misfit	4000	C 轮	电子设备	美国可穿戴设备厂商，致力于研发智能穿戴/智能家居设备和软件

数据来源：IT 桔子，中信建投证券研究发展部

3.6 比特大陆

3.6.1 全球最大的 ASIC 矿机公司

比特大陆是全球最大的比特币矿机制造商，截止 2017 年底，垄断超过 70% 的硬件，提供超过 50% 的算力。公司同时也专注于矿机 ASIC 芯片设计，是中国第二大和全球前十大 Fabless 芯片设计公司。由于 2017 年下半年，比特币等加密货币暴涨（从 6 月 2 日的 2078 美元/个到 12 月 15 日达到最高 19666 美元/个）带动挖矿行业飞速发展，公司在 2017 年上半年收入仅 2.7 亿美元的情况下，全年收入达到 25.2 亿美元，净利润 7 亿美元。

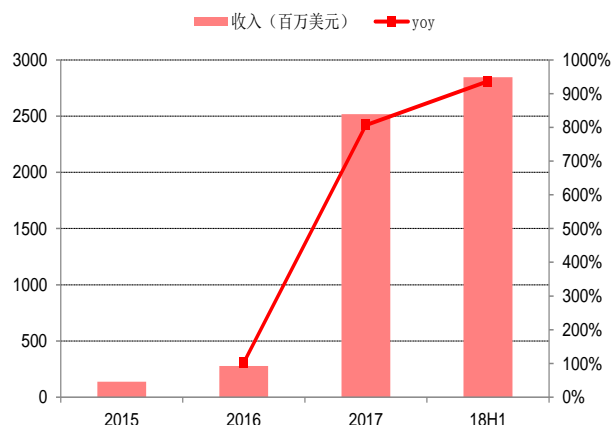
图表 177：比特币兑美元（BTC/USD）（美元/个）



资料来源：新浪财经，中信建投证券研究发展部

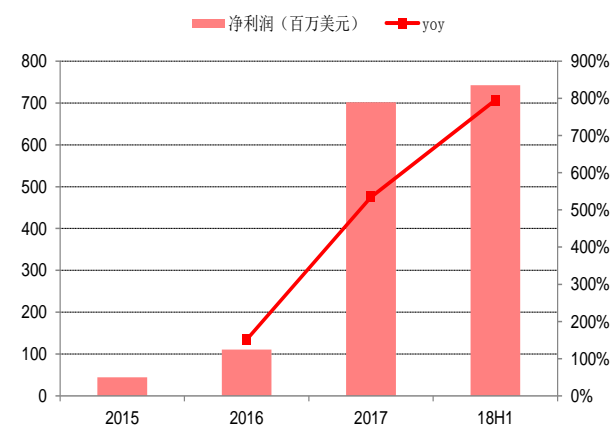
2018 年上半年比特币价格大幅回落，但加密货币的普及吸引了更多人参与挖矿和交易。从 2017 年底至 2018 年 6 月 30 日，比特大陆的客户从 4.6 万增至 8 万，而全球领先加密货币交易所 Coinbase 的用户数量从 1330 万增至 2000 万。

图表 178：公司营业收入及增速



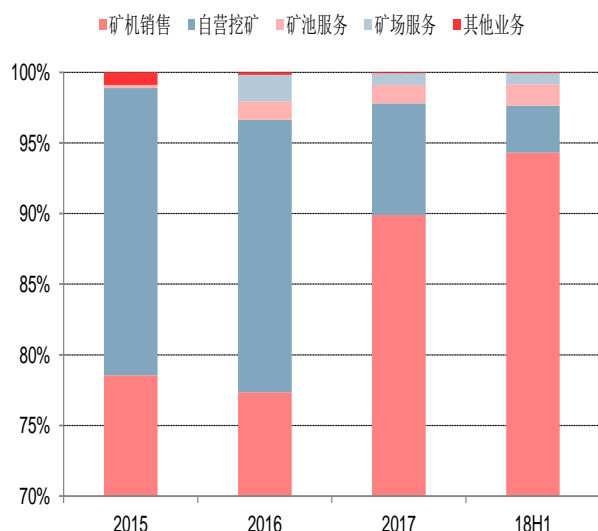
资料来源：中信建投证券研究发展部

图表 179：公司净利润及增速

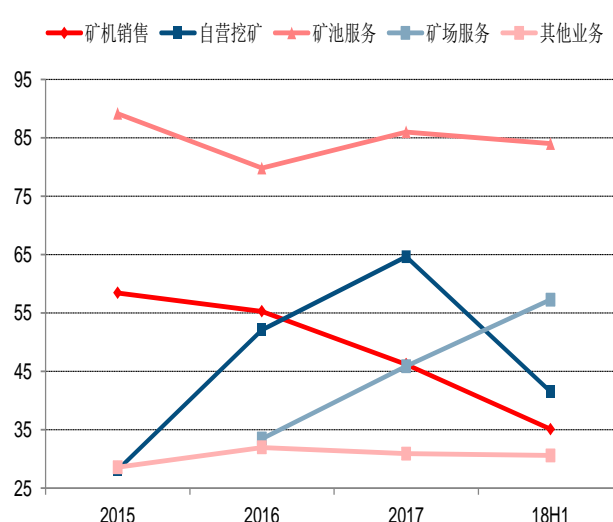


资料来源：中信建投证券研究发展部

公司主要业务是矿机销售，分别占 2017 年和 18H1 收入的 90% 和 94%。通过对矿机的核心、ASIC 芯片进行持续升级，公司可以提高矿机性能并优化成本效益，以合理价格提供高算力和低功率的矿机。同时，公司专注于开发采用不同算法的矿机，包括比特币、比特币现金、以太坊、莱特币、达世币和 Zcash 等主要加密货币，成为少数几家能为多种加密货币提供挖矿解决方案的公司之一。

图表 180：公司主营业务结构变化


资料来源：中信建投证券研究发展部

图表 181：公司业务产品毛利率


资料来源：中信建投证券研究发展部

由于技术更迭和市场竞争，矿机的毛利率逐年下降。矿机的售价决定了挖矿收益，因此跟随比特币价格而波动。为了推出算力更高功率更低的矿机，矿机供应商之间也存在激烈的半导体制程竞赛。以比特大陆的蚂蚁 S9 为例，一度只能买到期货，价格炒到 6500 美元，目前的价格降至仅 2000 元人民币。2018 年 9 月，比特大陆发布了第一代 7nm ASIC 芯片，采用了最先进的集成电路制程，在计算性能及降低功率方面进一步提升。而 S9 则以接近成本价逐步出清余货。

图表 182：比特币挖矿收益

挖矿设备(公司)	售价(¥)	计算力(G)	算力成本(¥/G)	功率(瓦)	电力成本(¥/天)	一日收益	回本时间(天)
蚂蚁 S9i 矿机 14.5T (比特大陆)	2300	14500	0.2	1350	19.44	0.0005 BTC ¥22.1	125
AMD HD7950 BE 显卡 (AMD)	2099	0.69	3042	375	5.4	0 BTC ¥0	999
阿瓦隆 A921 (嘉楠耘智)	5400	20000	0.3	1700	24.48	0.0007 BTC ¥30.48	249
神马矿机 (深圳比特微电子科技)	1450	12500	0.1	2100	30.24	0.0004 BTC ¥19.05	87

资料来源：比特范，中信建投证券研究发展部

除矿机销售外，自营挖矿业务分别占 2017 年和 18H1 收入的 7.9% 和 3.3%。公司同时开展矿场服务（矿机托管服务）和矿池服务（共享挖矿，分享回报服务），分别占 2017 年收入的 0.8% 和 1.3%。截止 2018 年 6 月 30

日，公司在中国开设 11 个矿场，位于四川、新疆及内蒙古，可容纳 20 万台矿机。公司的两个主要矿池 BTC.com 和蚂蚁矿池的算力目前分列世界第一及第二，截至 2018 年 8 月 31 日，合计贡献比特币网络总哈希率（区块奖励总额在过去 12 个月占比特币奖励总额的百分比率）约 37.1%。

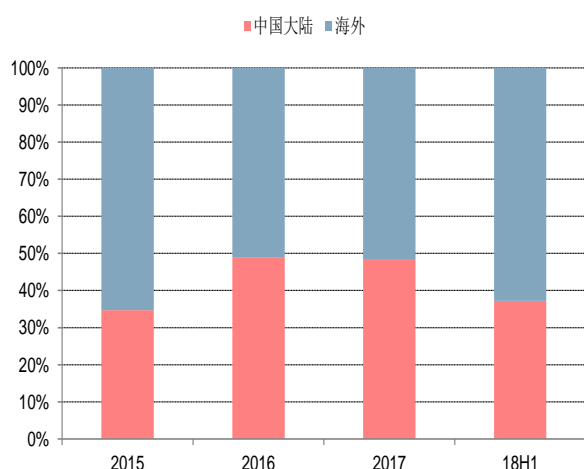
借助于矿机 ASIC 芯片的研发经验及能力，公司将产品延伸到 AI 领域，开发用于云端训练及推断的 AI 芯片。公司的 AI 芯片可以作为深度学习所用的张量计算加速处理器，用于人工神经网络的训练及推断。公司于 2018 年一季度推出了第二代 AI 芯片 BM1682。

3.6.2 出海：必要选择和转型途径

1) 区块链无国界但监管有国界

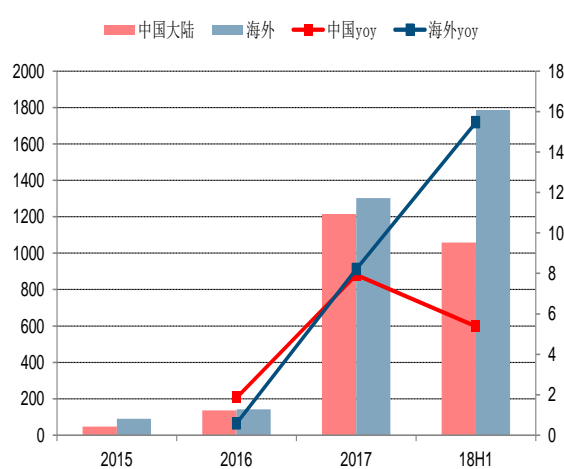
区块链网络是开放的，本没有国界。公司在全球范围内经营业务，客户及供应商位于不同国家，2017 年和 18H1 海外收入占比分别为 52% 和 63%，海外收入从 17H1 年的 1.1 亿美元升至 18H1 的 18.9 亿美元，同比增加 1547%。前文提到，芯片研发升级对于矿机的竞争力至关重要，从 2015 年起，比特大陆就陆续在旧金山、以色列和荷兰设立研发中心，借助海外的研发力量。“9.4”文件之后，国内监管趋严，公司更是加快了海外布局的步伐。公司目前仍继续在向新的司法管辖区销售产品，过程中在法律监管、客户基础、跨国管理、海外销售、运输成本等方面具有挑战。另外由于全球兴起的贸易保护主义政策可能导致贸易壁垒降低公司产品的价格优势。

图表 183：公司海外收入占比较高



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表 184：公司国内外收入（百万美元）及增速



资料来源：中信建投证券研究发展部

2017 年 9 月 4 日，中国人民银行官网发出《中国人民银行、中央网信办、工业和信息化部、工商总局、银监会、证监会、保监会——关于防范代币发行融资风险的公告》，将“发行虚拟货币”定义为“非法金融活动”，要求立即停止。《公告》发出后，比特币中国、火币网、OKCoin 等头部交易所纷纷宣布停止人民币交易。10 月 31 日，比特币交易逐渐淡出中国市场。2018 年 1 月 17 日，中国人民银行营业管理部支付结算处下发了《关于开展为非法虚拟货币交易提供支付服务自查整改工作的通知》，要求严禁为虚拟货币交易提供服务。年初至今，各级政府排查清退矿场从未间断。2018 年 8 月 24 日，中国银保监会与公安部等五部委发布《关于防范以“虚拟货币”、“区块链”名义进行非法集资的风险提示》，谈及重点由 ICO 变成了非法诈骗活动，此外也提及了更多变相发币融资以及违法营销行为。

受监管趋紧影响，出海成为了矿圈企业的必要选择，从 2018 年初开始，比特大陆陆续在瑞士的“加密货币谷” Zug 州设立分公司；在新加坡开建地区总部；在加拿大魁北克地区寻找适合的地点设立矿场；在俄罗斯设立 ASIC 矿机服务中心。其中位于瑞士楚格州的“加密谷”以宽松的监管和鼓励加密货币的政府著称。而由于挖矿是高耗能的，气候寒冷但水力发电廉价的加拿大魁北克省也获得国内出海矿场的青睐。

2) 打造生态圈和向 AI 领域延伸

处于对生态圈的打造和向 AI 领域的延伸，公司 2018 年加快股权投资，截止目前投资时间 21 件，是 2015-2017 年总和的 3 倍。从财报上看，18H1 用于其他金融资产（包含股权投资、私募基金和加密货币）的数额约为 1.24 亿美元，远远高于 2016 年的 0.13 亿美元和 2017 年的 0.22 亿美元。

2018 年比特大陆参与的 21 件投资事件中涉及区块链的有 17 件，包括区块链数字广告服务、区块链存储技术、区块链基础设施、区块链安全节点监控服务、比特币交易及行情工具和区块链资讯等，覆盖区块链产业的各个环节。人工智能领域 4 件，包括人工智能与视频深度学习、儿童早教机器人等。

区块链投资标的大多可以与比特大陆产生很好的产业协同。其中币看（BitKan）在比特币交易最后一环，为用户提供行业资讯，实时行情、挖矿监控、钱包服务等功能，拥有百万量级的全球化用户；Circle 是全球范围内的区块链金融公司，涵盖移动支付和加密货币交易业务，已获得纽约州和英国政府颁发的首批虚拟货币许可证；ViaBTC 则在 17 年 7 月和比特大陆一同主导了的比特币分叉 BitcoinCash（BCH）。

图表 185：比特大陆股权投资项目

序号	行业	项目名称	业务	时间	金额	投资方
1	区块链	币看 BitKan	比特币交易及行情工具	2016/4/13	1500 万人民币	比特大陆
2	区块链	ViaBTC	比特币矿池运营商	2017/4/3	2000 万人民币	比特大陆领投、个人投资者
3	区块链	库神	区块链数字资产安全存储	2017/6/1	数百万人民币	节点资本、比特大陆、火币网
4	区块链	塔链科技	组织资产数字化管理综合服务商	2017/12/6	600 万人民币	陶石资本、比特大陆
5	人工智能	萝卜科技	儿童机器人研发商	2017/12/8	——	比特大陆
6	区块链	AICHAIN	区块链服务商	2018/1/12	数千万人民币	比特大陆
7	区块链	Yours.org	比特币社交网络	2018/1/19	150 万美元	Nchain、比特大陆 普华资本、泛城资产领
8	区块链	巴比特	区块链资讯平台	2018/3/2	1 亿人民币	投、 启赋资本、比特大陆
9	区块链	恺英区块链	区块链服务平台	2018/3/5	——	比特大陆
10	区块链	OpenBazaar	比特币交易电商平台	2018/3/14	500 万美元	比特大陆、OMERS
11	人工智能	小逗智能机器人	智能早教机器人研发商	2018/3/14	——	比特大陆 中云辉资本领投、IDG
12	区块链	币看 BitKan	比特币交易及行情工具	2018/4/4	1000 万美元	资本、 比特大陆

13	区块链	Circle	数字支付平台	2018/5/16	1.1 亿美元	比特大陆
14	区块链	Path Network	全网安全节点监控服务商	2018/6/5	——	比特大陆、硬币资本、乐动资本、加密资本
15	人工智能	Opera	浏览器和数字内容发现平台提供商	2018/7/7	5000 万美元	比特大陆
16	区块链	PopulStay	去中心化的房源预定社区和旅游服务管理社区	2018/7/9	1500 万人民币	九五资本、比特大陆、汉晨资本、量子链 Qtum
17	区块链	NULS	区块链基础设施提供商	2018/7/12	——	比特大陆
18	区块链	Block.one	区块链技术研发商	2018/7/17	——	彼得蒂尔、比特大陆、Louis Bacon、Alan
19	区块链	CertiK	智能合约及区块链应用服务商	2018/7/19	——	比特大陆
20	区块链	HitChain	基于区块链的代码托管平台	2018/7/25	——	比特大陆、同舟资本
21	区块链	阿希链	基于区块链技术的去中心化应用平台	2018/8/1	5000 万人民币	比特大陆
22	区块链	Bizkey	区块链智能 POS 机服务商	2018/8/2	——	比特大陆
23	区块链	TribeOS	区块链数字广告服务商	2018/8/8	300 万美元	比特大陆
24	区块链	Lambda	区块链存储技术开发平台	2018/8/17	——	比特大陆
25	人工智能	千视通	视频结构化大数据技术提供商	2018/9/6	1 亿人民币	明略数据、比特大陆、佳都科技

资料来源：中信建投证券研究发展部

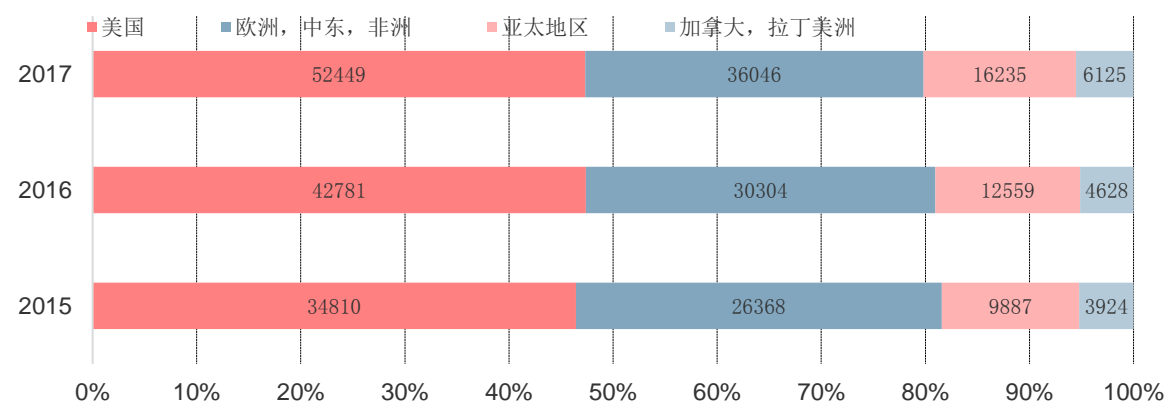
3.7 互联网出海国际比较

3.7.1 谷歌

美国本土业务营收占比接近一半，欧洲、中东是海外营收的最大来源。随着其服务被更多用户所使用，谷歌总营收不断上涨，从 2015 年的 750 亿美金增加到 1109 亿美金，年复合增长率为 22%。从其地域营收组成来看，每年约 47% 的营收来自美国本土业务，约 34% 的营收来自欧洲，中东和非洲地区，是其海外营收的最大组成部分。谷歌在亚太和加拿大，拉丁美洲地区的收入不高，每年分别约占 14% 和 5%，但其年复合增长率最高，均为 25%。从业务组成角度来看，谷歌的广告业务占据统治地位，其年营收占比约 88%。谷歌营业收入的增长主要是由于更多的用户移动端谷歌使用量的提升和对广告形式的不断优化。美国本土营收分别是欧洲&中东&非洲地区、亚太地区、加拿大&拉丁美洲地区营收的 1.4 倍、3.4 倍、9.4 倍。

谷歌作为全球最大的互联网搜索公司，自 2015 年以来，仍有近一半营收来源于美国本土；美国地区的营收是其他地区的数倍，因此，欧洲、亚太等地区市场还未被充分开发，其海外营收仍有很大提升空间。

图表 186：2016 年-2018 年谷歌分区域收入状况



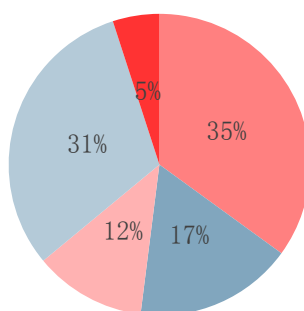
资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

谷歌投资注重扶持创新，而并非是通过投资为谷歌的发展进行布局。Alphabet 旗下有三支投资基金，加之谷歌自身也会参与少量投资，因而 Alphabet 共有四个投资主体。其中 GV 即 Google Ventures，是 Alphabet 在投资领域最丰富且最多产的基金且投资占比最大。GV 从最开始就明确了的投资理念——扶持创新，而并非是通过投资为谷歌的发展进行布局。GV 具备很高的独立性，其投资的对象并不一定能给 Alphabet 带来直接利益，甚至有时它投资的项目会和 Alphabet 公司自身的项目产生竞争关系，比如 2013 年投资的 Uber 和 Alphabet 都在尝试开拓自动驾驶汽车领域的市场。

据 GV 官网显示，从 2009 年起到现在，投资企业数量超 323 家，投资领域主要分布在消费、生命科学与健康、数据与人工智能、企业服务、机器人与硬件五大赛道。其中投资数量最多的为消费领域，项目数量达到 115 个，占比 35%；其次为企业服务领域，投资项目数量为 99 个，占比 31%。

图表 187：2009 年-2018 年谷歌 GV 投资分布

零售 生命科学和健康 大数据和人工智能 企业服务 机器人和硬件设施

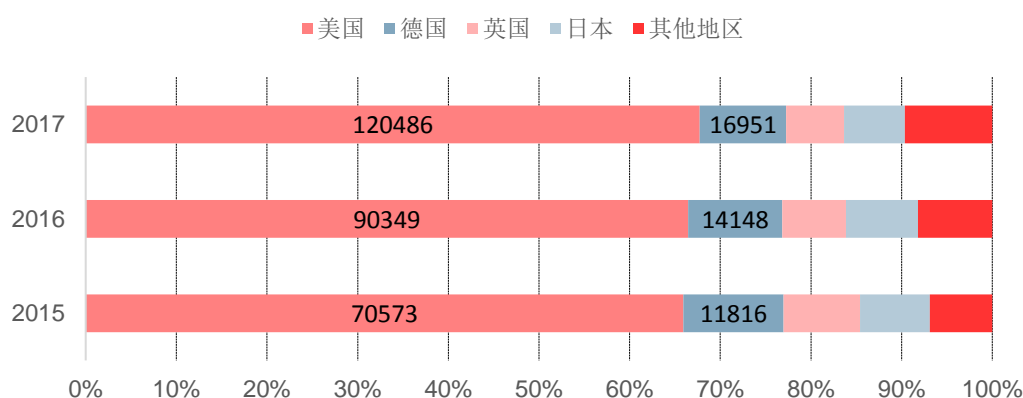


资料来源: GV 官网, 中信建投证券研究发展部

3.7.2 亚马逊

亚马逊本土营收占比 66.7%，欧洲和日本地区是海外营收的主体。2015-2017，亚马逊总营收由 1070 亿美

金增加到 1779 亿美金，本土营收占比增加了近 2%，占总营收的 67%。德国，英国和日本是亚马逊海外营收的主体，分别贡献了总营收的 9.5%，6.4%和 6.7%，这三个海外地区较 2015 年共下降了约 5 个百分点。值得注意的是，其他海外地区营收增加了约百分之三，占总营收 9.6%。此外亚马逊云服务收入在 2016，2017 年分别同比增加了 55%，43%，对亚马逊总营收的增幅贡献匪浅。美国本土的营收分别是德国，英国，日本，其他地区营收的 7.1 倍、10.6 倍、10.1 倍和 7 倍。

图表 188：2015-2017 亚马逊分地区营收状况


资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

亚马逊海外市场进入采用直接开站与收购并存的方式，大力发展会员体系。亚马逊进入成熟市场的方式为收购进入和直接开站并存，进入新兴市场多采用直接开站的形式。1998-2017 年，亚马逊通过收购电商领域竞争力较强的本地公司，进入英、德、西班牙、中国市场，通过开设站点的形式进入日本、法国、加拿大、意大利市场。对于新兴市场来说，除中东之外，亚马逊进入印度、俄罗斯、巴西、东南亚的方式均为开设站点。亚马逊的海外拓展首先从发展程度与最为相近的英国、德国开始，而后进一步选择次相近的法国与日本，在覆盖大型发达经济体之后，亚马逊开始将目光投向金砖和南欧国家。

图表 189：亚马逊进入各个市场的时间轴

时间	1998	2000	2002	2004	2010	2012	2013	2015	2017
美洲			加拿大			巴西	墨西哥		
欧洲	德国、英国	法国		西班牙、意大利		俄罗斯			
亚太		日本		中国		印度	澳大利亚	新加坡	中东

资料来源: 雨果网, 中信建投证券研究发展部

相较而言，阿里的收购方式在新兴和成熟市场之间没有明显偏好，在东南亚、印度、中东、非洲、日本市场以收购为主；在美国、澳大利亚、拉美、俄罗斯则采用推广速卖通、天猫国际站等形式。与阿里相比，亚马逊更注重会员体系的发展，2005 年 2 月推出 Amazon Prime 服务后，先后在欧美等成熟市场和东南亚、印度等新兴市场实施，有效提高了用户粘性。

亚马逊海外投资发力印度市场，集中于电子商务和金融领域。亚马逊 2015-2018 年的投资集中于印度和中东新兴市场，发力电商和金融领域的布局，以完善其电商体系。其中金融类的并购事件高达 6 起，显示了亚马

逊发展 Fitech 和涉足电子支付的战略方向。相较于 Facebook，亚马逊投资公司的成立时间较长，多为深耕电子商务多年的本地公司，有助于帮助其迅速打开新兴市场。在成熟市场的布局方面，亚马逊投资了智能家居领域，与其电商自有体系关联不大。

图表 190：亚马逊海外投资情况

时间	公司	地区	公司类型	成立时间	介绍	投资类型	金额
2015.7	BankBazaar	印度	金融	2008.6	印度一个金融产品比价和导购网站，用户可以查询相关信息。	C 轮	6000
2016.2	EMVANTAGE	印度	金融	2012	平台包括使用信用卡或借记卡进行网络交易的支付关口，可以集成到商家应用中的移动支付工具以及一款预付费钱包。	并购	
2016.7	QwikSilver	印度	企业服务	2007.5	为零售商和企业客户提供端到端储值卡解决方案的服务提供商，采用“软件即服务（SaaS）”模式	战略投资	1000
2016.8.22	Thalnic Labs	加拿大	硬件	2013.7	研发智能手环的初创公司，主要是通过采集肌肉活动和 EMG 的信号来控制智能设备。	B+	3500
2017.3.24	Souq.com	阿联酋	电子商务	2005.1	一家来自阿联酋的电子商务平台，是阿拉伯世界最大的电商网站之一。	并购	65000
2017.9.26	Shoppers Stop	印度	本地生活	1991.1	印度线下零售巨头，在 35 个城市开有 74 家店铺，以经营百货公司起家	战略投资	2700
2018.3	ecobee	加拿大	硬件	2007.1	专注于智能恒温器研发与销售的企业，致力于为用户提供节约电能而又美观新颖的智能家居产品。	C 轮	6200
2018.4	Capital Float	印度	金融	2013.1	印度网贷平台，致力于解决新生代借贷问题，为其他初创企业、制造商以及电商商家提供无抵押贷款。	C+轮	2200

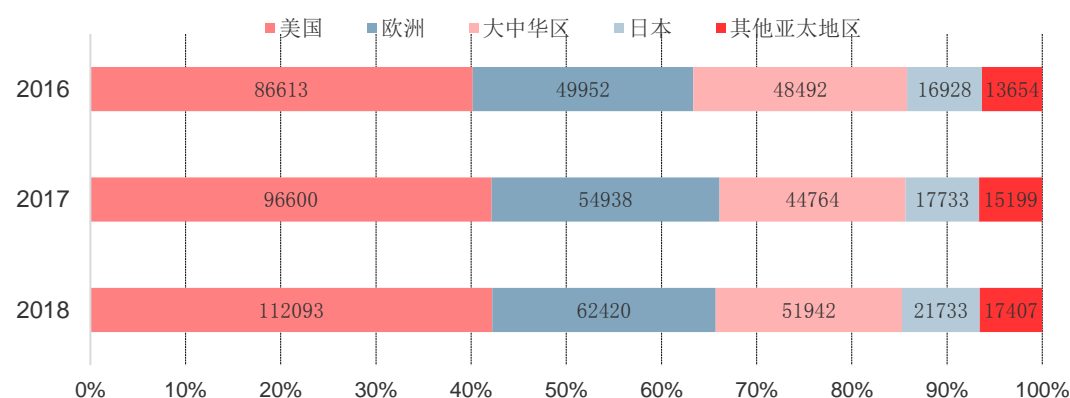
2018.5	Acko General Insurance	印度	金融	2017.1	根据用户的消费行为来为他们定制个性化的保险产品的企业。	B 轮 1200
2018.8	Tapzo	印度	金融	2012.6	Tapzo 其允许用户从一个应用程序界面访问超过 35 个应用程序，同时用户可以通过平台给电话卡充值、支付账单等。	收购
2018.11	Tado	德国	硬件	2011.9	一家智能恒温器研发公司，其研发的 Tado 加热器 APP 可以为家庭用户和小型企业用户根据个人行为习惯实时调节室内温度。	F 轮上市前 5000

资料来源: IT 桔子, 中信建投证券研究发展部

3.7.3 苹果

本土营收占比 42%，欧洲地区和大中华区是海外营收的主体。2016-2018，苹果公司的总营收由 866 亿美金增加到 1121 亿美金，其中美国的年度营收占比略微增加，约为 42%。欧洲地区和大中华区的营收是苹果海外营收的主体，分别占据总营收的 23.5%和 20%，值得注意的是，大中华区营收占比出现了下降，在 2018 年的营收占比为 19.56%，较两年前下降了约 3 个百分点。日本和其他亚太地区营收略有增加，但仍居末尾，分别约为 8%和 6.5%。由于苹果公司产品的供应链，生产和相关活动不在美国本土进行，公司的营收和表现很大程度上取决于全球和地区性的经济情况。不利的宏观经济大环境，包括通货膨胀，经济的缓慢增长或衰退，新增关税，财政和货币政策的改变，紧缩的货币市场，高额的利率水平，高失业率和汇率波动及其对消费者的影响都会很大程度上影响公司产品和服务的销售。从其营收产品上看，苹果公司的主要收入来自 iPhone，约占总营收的 63%。iPhone 的营收逐年增加，其中，17-18 财年增加了 18%，而同年度，iPad 和 Mac 的营收略有降低，分别下降了 2%和 1%。美国本土的营收分别是欧洲，大中华区，日本，亚太其他地区营收的 1.8 倍，2.1 倍，5.3 倍，6.5 倍。

图表 191：2016 年-2018 年苹果分区域收入状况



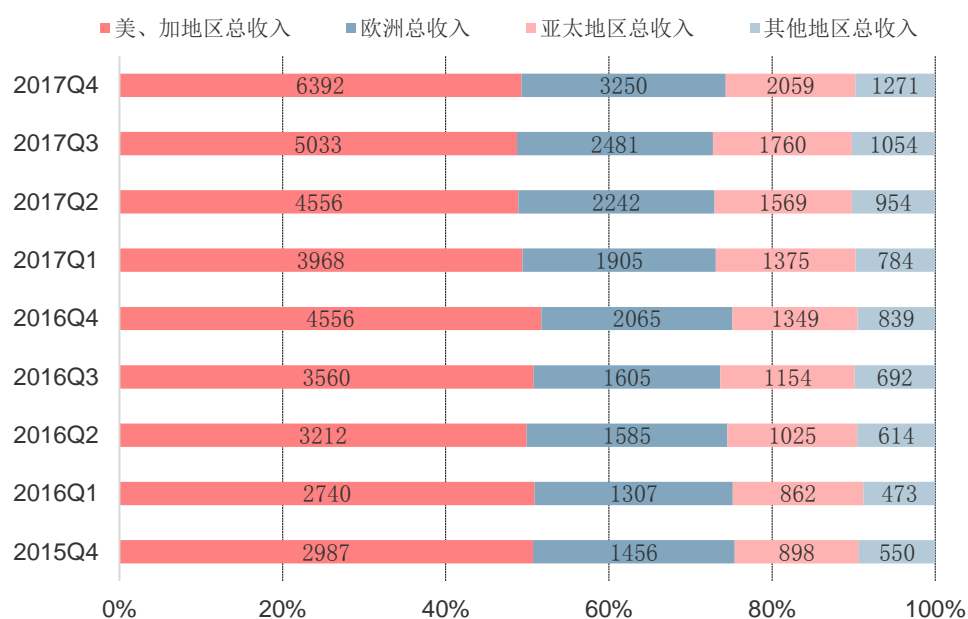
资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

3.7.4 Facebook

北美营收占比约 50%，欧洲和亚太地区营收是海外主体市场。财报数据显示，2015Q4-2017Q4 公司北美地区（美国和加拿大）营业收入逐季增加，2017Q4 营收 64 亿美金，是 2015 年同期营收的 2.14 倍。虽然北美地区营收占比逐渐略微下降，但仍稳定在 50%；欧洲是海外第二大市场，2017Q4 营收 33 亿美金，是 2015 年同期营收的 2.23 倍，营收占比约为 25%；亚太地区和其他地区 2017Q4 营收分别为 21 和 13 亿美金，均是 2015 年同期营收的 2.3 倍，占比分别为 16%，10%。从营收结构上来看，广告收入占据绝对主体地位，其 2015、2016、2017 三年的营收分别为 171 亿美金、269 亿美金、399 亿美金，营收占比分别为 95%，97%，98%，每年广告营收增速为 53%，广告营收的显著增幅很大程度上源于广告价格的提升。

Facebook 北美地区的平均 ARPU 值最高，为 17.8 美金，分别是欧洲，亚太地区和其他地区平均 ARPU 值的 3.1 倍，8.9 倍，13.7 倍。这也是北美本土地区营收占比约一半的重要原因，本土营收分别是欧洲、亚太地区、其他地区营收的 2 倍、3 倍、5 倍。从另一方面来看，欧洲与北美地区收入水平接近，但 ARPU 值却是欧洲的 3.1 倍，也说明欧洲、亚太等地区市场还有进一步挖掘的空间，海外市场仍有较大前景。

图表 192：2015Q4-2017Q4 Facebook 分地区营收状况



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

海外投资以社交类初创公司为主，重点布局发达国家市场。Facebook 的海外投资的战略是不断完善自有的社交体系，通过并购和投资软件和服务类初创公司辅助社交王国的建立，从 14-18 年 Facebook 的海外投资情况来看，涉及软件和企业服务类的投资事件达 6 起，被投资公司成立时间在 3-5 年不等。在投资地区布局方面，Facebook 的海外投资覆盖范围较窄，集中于欧洲成熟市场和亚洲新兴市场，其中新兴市场的投资布局较少，集中于印度、以色列和新加坡。Facebook 在新兴市场的投资方向为数据分析和应用拓展，推测其目的为提高用户数并占领社交应用市场。

图表 193: Facebook 历年海外投资情况

时间	公司	地区	公司类型	成立时间	公司介绍	投资类型
2018.7	Redkix	以色列	企业服务	2014.9	RedKix 是一家企业协作工具初创公司,旨在使邮件能更为适应企业交流场景	并购
2018.7	Bloomsbury AI	英国	企业服务	2015.4	Bloomsbury AI 是一家自然语言处理技术服务提供商,致力于让机器根据文件中采集的信息回答用户的问题。	并购
2017.8	Fayteq	德国	工具软件	2011.8	Fayteq 是一家计算机视觉技术服务商,致力于开发剪辑视频的软件	并购
2016.12	MoEngage	印度	企业服务	2014.7	MoEngage 为企业提供用户分析和手机营销自动化服务,主要客户是印度主流的几家大型应用。	B 轮
2016.10	Healofy	印度	教育	2016.1	Healofy 是一家育儿社交服务平台,帮助志同道合的父母进行交流沟通。	种子轮
2015.10	honestbee	新加坡	电子商务	2015.3	honestbee 是新加坡的一家网上购物商店	A 轮
2014.6	Pryte	芬兰	企业服务	2011.12	Pryte 是一家来自芬兰的移动互联网创业公司,为运营商和移动开发者提供数据流量解决方案。	并购
2014.4	Moves	芬兰	医疗健康	2012.1	Moves 是一家主打记步运动类的手机应用,可以记录用户每天的运动轨迹、行走步数等。	并购
2014.3	Ascenta	英国	硬件	2012.1	Ascenta 是一家无人机航空公司,其制造的无人飞机可以使用红外线激光传输数据。	并购

资料来源: IT 桔子, 中信建投证券研究发展部

3.7.5 巨头出海国际比较

根据 EPRG 模型,按照管理态度和产品定位将企业全球化战略分为四种类型:本国中心战略、多中心战略、地区中心战略、全球中心战略。

(1) 本国中心战略:跨国公司将战略重心放心母国业务上,别国业务则放在较次要地位上。通常是企业全球化进程早期所采取的策略。

(2) 多中心战略:当一个公司认识到国外市场有重大差异以及国外业务对其组织的重要性后,就会对其经营采取多中心的发展战略。处于这一阶段的企业允许其子公司独立经营、确立自己的营销目的和计划,以适应市场的具体情况。市场营销活动是按不同国家的情况来组织的,在各个国家的机构有自己的政策和方案。

(3) 地区中心战略:跨国公司将战略重心放在一定区域内的海外经营业务上,追求这一区域内海外子公司或分公司整体利益最大化。

(4) 全球中心战略:跨国公司通过全球网络将不同的子公司统一起来协调行动,谋求跨国公司总体利益最大。母公司与子公司、子公司与子公司的关系是双向的,不仅母公司向子公司提供产品与技术,子公司也可以向母公司提供产品与技术。

目前 Facebook、亚马逊等公司的国际化为第三、四类型,通过收购各个市场本土公司实现区域化管理,并

在全球范围内输出标准化产品。Facebook 2014-2018 年的海外投资并未直接涉及社交应用，而是通过投资企业服务、工具软件等企业完善自有社交体系，提供 Facebook 系列标准化产品。亚马逊近三年的海外扩张本土化与全球化并举，通过收购阿联酋电商 souq 挺进中东市场，同时加强亚马逊澳大利亚、印度等标准化站点的建设，推动会员体系全球化。其海外营收普遍超过一半或者接近一半，且在本土区域竞争优势明显。

与之相比，腾讯、阿里等国内互联网巨头是第一、二种类型的典型代表，侧重于加强海外所投公司的本土化运营。阿里注资 Paytm, Lazada 等和速卖通构成竞争关系的企业，更加侧重区域化和本土化经营，尚未形成全球推广的标准化产品。腾讯的投资涉及游戏、电商等各个领域，其社交拳头产品 wechat 在多国遇冷，目前只在东南亚保留一定市场份额，同样不具备全球化推广的能力。

当前阿里和腾讯还是以输出资本和技术为主，大力扶持当地本土企业的模式，这与亚马逊、苹果和 Facebook 等主要以产品或者商业模式直接对外输出为主有很大不同，更具有“本土化”的特性。结合 EPRG 理论，阿里和腾讯有望逐渐向地区中心战略和全球中心战略过渡，将海外收购子公司业务进一步纳入母公司产品体系中，并推出能覆盖全球的代表性产品。

图表 194：EPRG 体系下企业国际化发展阶段

阶段	本国中心战略	多中心战略	地区中心战略	全球中心战略
阶段特点	海外公司被视为本土公司附属公司，以国内市场绩效标准为依托进行对外扩张	采取多国别战略，以国家作为市场细分化标准，设立符合国别市场特征的评估标准和管理程序	将战略重心放在一定区域内的海外经营业务上，追求这一区域内海外子公司或分公司整体利益最大化	国际企业将以整个世界作为市场制订营销战略计划，以世界范围为基准开展营销活动
对应公司	阿里、腾讯		亚马逊、Facebook	

资料来源：中信建投证券研究发展部

附:报告所涉出海公司列表

公司简称	股票代码	EPS (人民币: 元)		PE		净利润 (人民币: 亿元)	
		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
腾讯	0700.HK	8.31	9.97		31.58		
阿里巴巴	BABA.N	35.07	45.21	31.58	24.5	854.7	1154.42
小米	1810.HK	0.42	0.57	30.96	22.86	95.49	127.84
京东	JD.O	-0.49	0.43	-42.80	48.77	-14.04	12.27
网易	NTES.O	66.06	81.34	23.68	19.23	87.9	105.8
IGG	0799.HK	1.08	1.2	8.05	7.26	14.04	15.75
猎豹移动	CMCM.N	4.47	5.28	9.78	8.28	6.5	6.41
亚马逊	AMZN.O	189.49	247.62	85.63	64.19	935.34	1245.94
谷歌	GOOGL	380.75	395.78	26.12	23.64	2690.3	2848.22
Facebook	FB	58.13	59.25	19.06	19.04	1691.96	1813.45
苹果	AAPL	77.64	93.72	15.09	13.26	3888.2	4359.38
比特大陆	暂未上市						
今日头条	暂未上市						

中信建投海外前瞻团队其他覆盖的核心标的一览表:

公司简称	股票代码	EPS (人民币: 元)		PE		净利润 (人民币: 亿元)	
		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
美团	3690.HK	-7.98	-0.66	-6.12	-74	-88.69	-45.83
微博	WB	18.35	23.16	24.15	19.13	42.47	54.49
阅文集团	0772.HK	0.99	1.52	37.56	24.35	8.44	13.86
IMAX CHINA	1970.HK	0.97	1.03	19.42	17.46	3.77	4.04
陌陌	MOMO.O	16.61	21.29	13.13	10.24	36.14	47.04
虎牙	HUYA	1.76	3.01	67.63	39.5	3.82	7.04
拼多多	PDD.O	-2.06	0.9	-22.06	50.49	-91.17	39.82
中通快递	ZTO	6.33	7.37	18.66	16.03	49.83	58.01
复星国际	0656.HK	1.76	1.96	6.4	5.74	150.18	168.93
长和集团	0001.HK	7.98	8.64	6.19	5.71	30.75	33.34

分析师介绍

陈萌：中信建投海外前瞻研究首席分析师，中信建投中小市值首席分析师。从事中小市值研究5年，理学金融复合背景，擅长把握新兴产业边际改善投资机会及产业跨界研究，2017、2015年“新财富”中小市值研究第三名、2016年“新财富”中小市值研究入围奖。

研究助理

孙晓磊 18811432273 sunxiaolei@csc.com.cn

刘凯 18611509840 liukaizgs@csc.com.cn

报告贡献人

徐博 15601835791 xubo@csc.com.cn

朱瀚清 18616250921 zhuhanqing@csc.com.cn

刘烁 13699226593 liushuo@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859