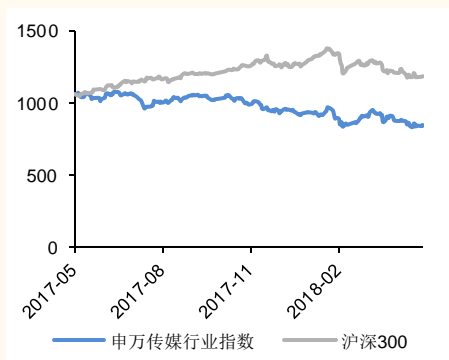


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	16.15
国金传播与文化指数	4974.32
沪深300指数	3756.88
上证指数	3082.23
深证成指	10324.47
中小板综指	10486.15



大分流：从“大一统”向“细分市场”嬗变的互联网思维

行业观点

- **天下大局已定，留给新独角兽的空间有限：**中国移动互联网的用户基数和使用时间增长都已经告一段落，而且用户越来越不愿意尝试新鲜事物。结果，移动互联网头部应用出现“阶级固化”，几乎被腾讯系、阿里系、百度系和头条系垄断。近年新兴的应用，必须依托以上某一生态系统才能高效获得流量。可以说，留给新独角兽崛起的空间越来越小了。
- **不是消费升级或降级，而是“分流”：**中国互联网行业的大趋势很难用“消费升级/降级”来解释。在面向低端的拼多多崛起时，面向高端的小红书也在增长；当《王者荣耀》继续称霸畅销榜时，《青蛙旅行》这样的佛系游戏居然能够取得4000万DAU。互联网用户正在按照兴趣、经济实力和人口学要素，分化为一个个“小圈子”；今后将是比拼“核心用户”的时代。
- **微信小程序是新兴应用的救命稻草：**小程序是今年以来互联网行业最大的惊喜，在微信这个头部应用内部划分出了许多“小圈子”。对于头部应用来说，小程序无足轻重；对于二线和新兴应用来说，小程序带来的流量却是雪中送炭，是它们在流量红利耗尽之后继续上升的最重要通道。

投资建议

相关报告

- 1.《天价IP的钱被谁挣了？中国娱乐IP产业链研究之一：影视动漫篇》，2018.4.2
- 2.《广电总局《关于进一步规范网络视听节目传播秩序的通知》深度解读》，2018.3.23
- 3.《电影市场强劲复苏的深层逻辑：回归线下，内容升级，供给创造需求》，2018.3.14

- 我们对**游戏行业**保持乐观，认为今年手游市场在经历第三次大变局，休闲、二次元、女性向等垂直细分市场将引领下一阶段的增长；端游市场将迎来《绝地求生》《堡垒之夜》《逆水寒》等大作，可以维持稳定增长。**广告行业**的增长将主要来自信息流广告，腾讯、今日头条、微博都是最大的受益者，百度已经全面拥抱信息流，抖音则为短视频信息流广告打开了道路。
- 我们认为今年**电影行业**处在业绩拐点，票房增速将持续高于银幕增速，使得影院公司呈现收入和利润率同时上升的局面；在线上娱乐不再从线下吸取流量的情况下，观众将把更多时间花在电影院。**剧集行业**将继续受益于视频网站的高额版权采购投入，爱奇艺的上市将加剧2018-19年的采购大战。
- 我们主要推荐的投资组合包括：**腾讯控股**、**金山软件**、**金科文化**（以上为互联网行业）、**IMAX中国**（电影行业）、**华策影视**（聚集行业）。

风险：监管风险；技术进步引发的替代风险；产品风险；估值偏高的风险。

主要公司盈利预测

公司名称	收盘价	2017A EPS	2018E EPS	2019E EPS	2017A P/E	2018E P/E	2019E P/E
金科文化	11.10	0.25	0.56	0.75	44.4	19.8	14.8
完美世界	35.20	1.14	1.45	1.80	30.9	24.3	19.6
华策影视	11.05	0.36	0.45	0.57	30.7	24.6	19.4
横店影视	31.14	0.80	0.96	1.18	38.9	32.4	26.4
腾讯控股	HK\$382.80	7.53	9.25	11.14	41.1	33.5	27.8
金山软件	HK\$24.15	2.22	1.25	1.72	8.8	15.6	11.4
IMAX中国	HK\$27.85	0.12	0.16	0.20	29.6	22.2	17.7

来源：Wind，国金证券研究所注：收盘价为5月4日；IMAX中国的EPS单位为美元

金科文化、腾讯控股、金山软件、IMAX中国的EPS来自国金证券预测，其余来自Wind一致预期

裴培 分析师 SAC 执业编号：S1130517060002
peipei@gjzq.com.cn

姜妹 分析师 SAC 执业编号：S1130517110003
(8621)61038213
jiangshu@gjzq.com.cn

内容目录

天下大势已定，还有多少空间留给新的“独角兽”？	5
用户不增长，使用时间不增长，应用安装量也不增长	5
移动互联网“阶级固化”，四大体系瓜分头部市场	6
“小镇青年”会不会只是一个神话？	7
互联网的未来：不是升级，也不是降级，而是“大分流”	10
“消费升级”还是“消费降级”，各有各的活法	10
移动互联网进入比拼“核心用户”的阶段	11
微信小程序：二线及新兴移动互联网应用的新希望	13
传媒互联网各细分行业的发展趋势	15
游戏：手游迎来第三次大变局，端游未必没有增长	15
广告：从微信朋友圈到抖音，信息流广告变现方兴未艾	17
电影：今年将迎来阶段性向上的拐点	20
剧集：继续享受付费升级和 BAT 补贴红利	23
投资建议	26
腾讯控股(700 HK)	26
哔哩哔哩(BILI US)	26
金山软件(3888 HK)	26
IMAX 中国(1970 HK)	27
金科文化(300459)	27
完美世界(002624)	27
华策影视(300133)	27
横店影视 (603103)	28
风险提示	28

图表目录

图表 1：中国移动智能设备 MAU（百万）	5
图表 2：中国移动互联网用户日均使用时长（分钟）	5
图表 3：移动设备平均每台安装的应用数量	6
图表 4：移动设备平均每月打开的应用数量	6
图表 5：2017 年底，中国移动互联网 25 款头部应用（单位：百万 MAU）	6
图表 6：活跃度最高的 100 款移动应用中的新面孔	7
图表 7：活跃度最高的 200 款移动应用中的新面孔	7
图表 8：“头条系”短视频应用在 2018Q1 录得高速增长	7
图表 9：拼多多在 2018Q1 维持极高的 MAU 同比增速	7
图表 10：QuestMobile 认为三四线及以下城市的移动互联网用户在增长	8
图表 11：Trustdata 却认为移动互联网在四线以下城市没有前途	8
图表 12：2018Q1 的热门移动互联网应用，各有各的基本盘	9

图表 13: 小红书和考拉 MAU 仍在高速增长 (百万)	10
图表 14: 青蛙旅行的 DAU 竟然能超过“吃鸡” (百万)	10
图表 15: 腾讯的社交增值服务用户不断增长 (百万)	11
图表 16: 腾讯社交增值服务用户大致拆分 (百万)	11
图表 17: 《绝地求生》就是因为直播等视频社交形式火起来的	11
图表 18: 爱奇艺 VS 哔哩哔哩, 到底哪个更值钱?	12
图表 19: Fate/Grand Order 诠释了“为爱付费”一词	12
图表 20: 2017 年, 买量游戏数量攀升了一倍多	13
图表 21: 2017 年, 买量游戏激活率下降了 90%	13
图表 22: 微信小程序的 MAU 在游戏的推动下突飞猛进 (单位: 百万)	13
图表 23: 用户最多的 100 个小程序, 半数没有 App	14
图表 24: 游戏、电商占据 Top 100 小程序“半壁江山”	14
图表 25: 新兴和二线应用能通过小程序获得更多的 MAU (单位: 百万)	14
图表 26: 《梦幻西游》是端转手时代的代表	15
图表 27: 《王者荣耀》是移动电竞时代的先声	15
图表 28: 2017 年以来典型的“休闲”或“次休闲”手游产品	15
图表 29: 女性早在 2016 年就已占据手游“半壁江山”	16
图表 30: 各线城市女性用户的手游渗透率不断提升	16
图表 31: 在《绝地求生》之后,《堡垒之夜》将给端游市场注入活力	17
图表 32: 移动端取代 PC 端成为在线广告主流	18
图表 33: 信息流是增长最快的在线广告形式	18
图表 34: 微信朋友圈的信息流广告	18
图表 35: 抖音短视频定制的信息流广告	18
图表 36: 主要广告主在各大互联网平台的广告投放效果一览	19
图表 37: 17 年主要的电影公司收入和利润增速	20
图表 38: 18 年 Q1 主要的电影公司收入和利润增速	20
图表 39: 单屏幕票房产出及增速 (2003-2018Q1)	21
图表 40: 中国影院的银幕数以及增速 (2004 年-2018 年 Q1)	21
图表 41: 银幕增速与房地产投资完成额增速: 商业地产 (滞后一期)	22
图表 42: 国内主要院线市场占有率	22
图表 43: 国内主要影投公司市场占有率	22
图表 44: 一级&二级及以下城市人均观影次数(2012 年--2018 年 4 月)	23
图表 45: 一二三线城市票房占比 (2012 年--2018 年 4 月)	23
图表 46: 中国在线视频付费用户规模 (单位: 万人)	23
图表 47: 三大视频网站付费用户规模 (单位: 万人)	23
图表 48: 2016 年主要国家在线视频付费渗透率比较	24
图表 49: APRU 值: 爱奇艺 vs. Netflix (单位: 元)	24
图表 50: 爱奇艺内容采购成本 (单位: 亿元)	24
图表 51: 爱奇艺内容成本增加构成 (单位: 亿元)	24

图表 52: 腾讯内容采购成本 (单位: 亿元)	25
图表 53: 阿里视频版权内容摊销 (单位: 亿元)	25
图表 54: 视频网站自制剧集数情况 (单位: 集)	25
图表 55: 视频网站自制剧单集播放量 (单位: 万次)	25

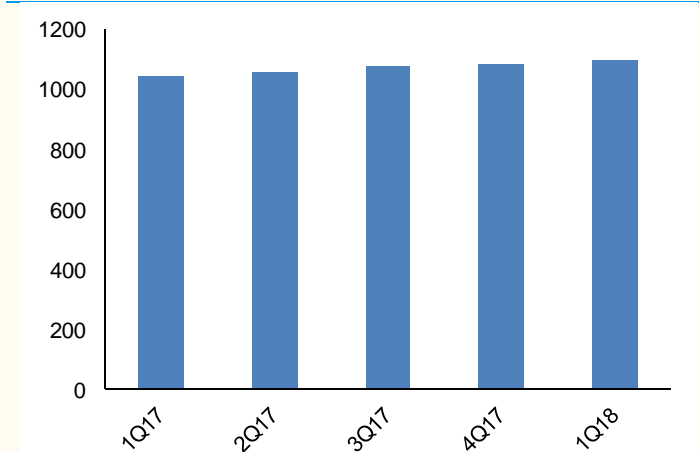
天下大势已定，还有多少空间留给新的“独角兽”？

- 中国移动互联网的“流量红利”已经耗尽了，这是我们自从 2017 年 6 月以来反复强调的；这不是一种观点，而是一种事实。所谓“流量红利耗尽”，就是指中国大部分人口已经成为移动互联网用户，今后用户数量将不再增长，用户使用时间也不再增长。在这种环境下，互联网公司还能保持业绩的成长性吗？还会有新的“独角兽”诞生吗？我们的答案是：一切皆有可能，下一阶段的增长将来自“分化”。

用户不增长，使用时间不增长，应用安装量也不增长

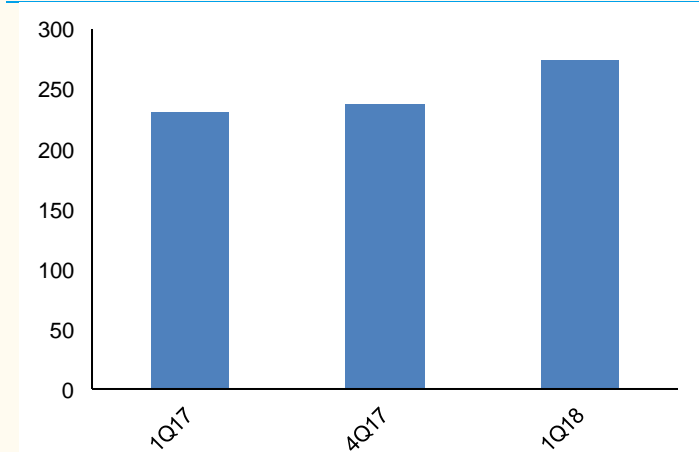
- 2017 年 3 月，中国拥有 10.39 亿台活跃的移动智能设备；2018 年 3 月，这个数字上升到 10.95 亿台，同比只增长了 5%。中国总共有 13.8 亿人口，即便考虑到“一人多机”的情况，11 亿台移动设备也能覆盖绝大部分成年人口。毫不夸张地说：移动互联网在中国的渗透率已经见顶。互联网行业作为一个整体，如果想寻找新用户，只能寄希望于海外市场或者下一次重大技术革新；在短期内，这两个希望都不太可能实现。
- 2017 年 3 月，中国移动互联网用户的日均使用时间为 231 分钟；2018 年 3 月，这个数字上升至 273 分钟（约 4 个半小时）。移动设备已经成为大部分用户日常娱乐的首选，在工作中也发挥着重要作用。一个人每天只有 24 小时，不太可能将更多的时间花在移动设备上。过去几年，移动互联网一直在与其他传播形式争夺用户的注意力，现在“注意力资源”已经枯竭。

图表 1：中国移动智能设备 MAU（百万）



来源：QuestMobile, 国金证券研究所

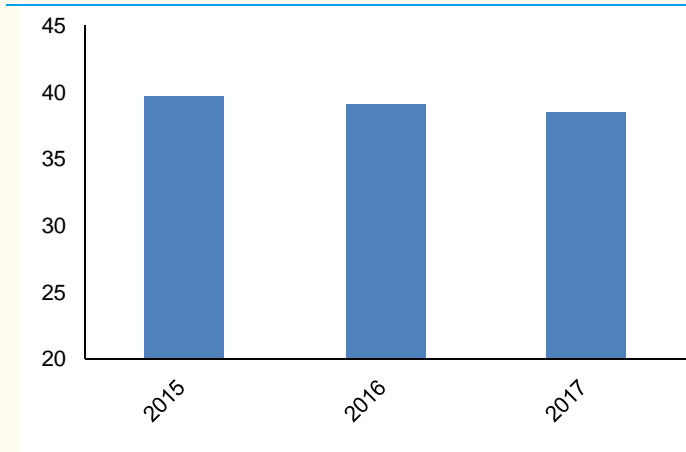
图表 2：中国移动互联网用户日均使用时长（分钟）



来源：QuestMobile, 国金证券研究所

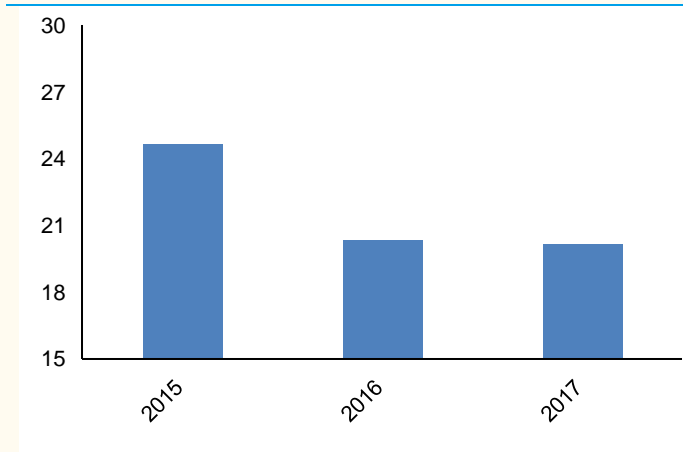
- 对于互联网行业来说，最不祥的趋势是：用户正在变得越来越懒、越来越不愿尝试新鲜事物。2015 年底，中国每台移动智能设备平均会安装 39.7 个应用，2017 年底下降为 38.0 个；2015 年底，每台移动设备平均每月会打开 24.6 个应用，2017 年底下降为 20.1 个。这种趋势，对于微信、QQ、淘宝、支付宝等“超级应用”来说或许或许有好处，但是对于数量庞大的二线公司、创业公司来说，实在有百害而无一利。
- 无论如何，2010-2016 年中国移动互联网的“野蛮生长”时期，已经在 2017 年下半年结束了。移动互联网从空旷肥沃、没有规则的“西部世界”，变成了人头攒动、井然有序的“文明世界”。但是，这并不意味着增长的结束——在行业规则确立、疆界划分完成之后，互联网行业仍然能通过动员现有用户、开拓变现渠道的方式实现增长。区别在于：未来的增长逻辑将与过去大不一样，新的独角兽不会是 BAT 的简单复制。

图表 3：移动设备平均每台安装的应用数量



来源：TalkingData, 国金证券研究所

图表 4：移动设备平均每月打开的应用数量

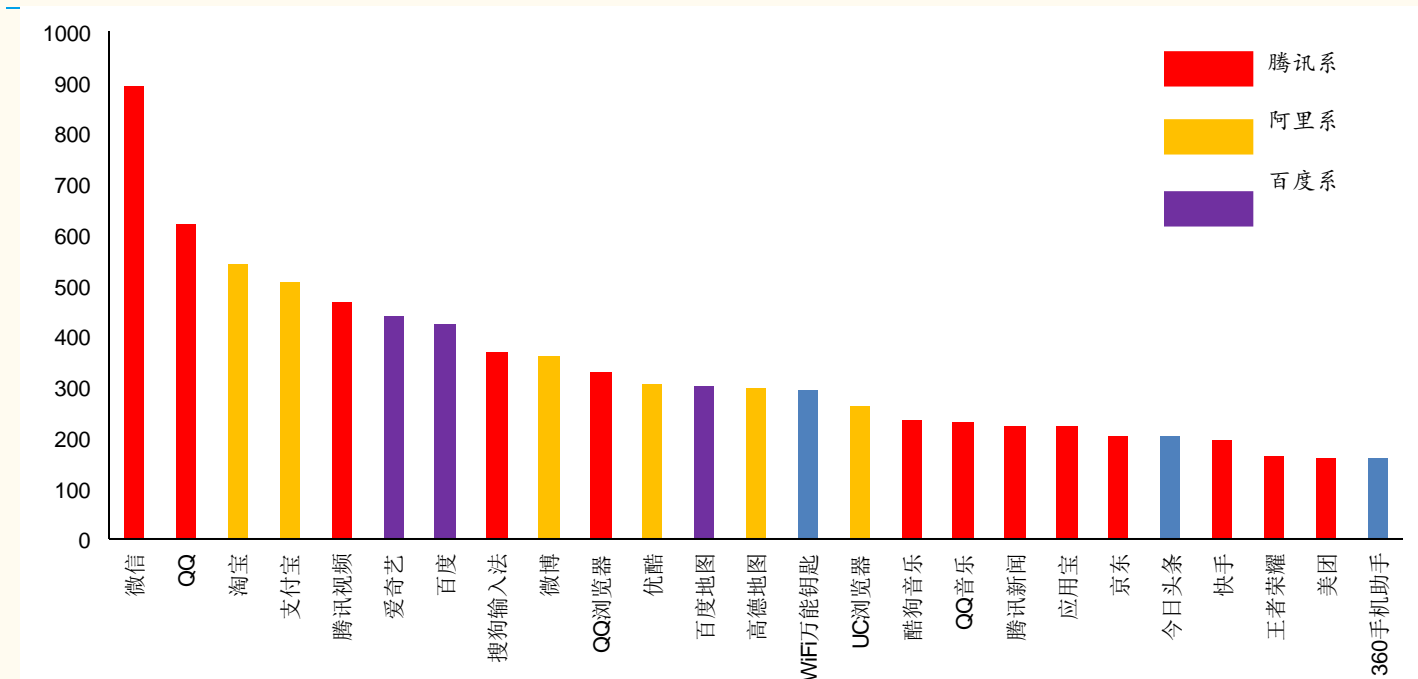


来源：TalkingData, 国金证券研究所

移动互联网“阶级固化”，四大体系瓜分头部市场

- 在一个不存在增量用户的市场上，现有用户几乎一定会向头部集中，出现“阶级固化”的马太效应。2017 年底，中国 MAU（月活用户）最大的 25 款移动互联网应用，几乎完全为腾讯、阿里、百度三大体系所垄断，其中以腾讯系实力最强。在 BAT 三大体系之外，还有今日头条领衔的“头条系”蒸蒸日上。除此之外，依靠单打独斗进入前 25 名几乎没有可能。
- **腾讯系：**拥有微信、QQ、腾讯视频、QQ 浏览器、酷狗音乐、QQ 音乐、腾讯新闻、应用宝、王者荣耀等 9 款头部应用，战略投资搜狗输入法、京东、快手、美团等 4 款头部应用。用户黏性非常强，占据了中国移动互联网用户 70% 以上的使用时间。在社交、游戏、长视频、音乐、新闻资讯和应用分发等领域都处于垄断或寡头地位。2017 年上线的“微信小程序”进一步加强了腾讯生态系统的深度和应用范围。

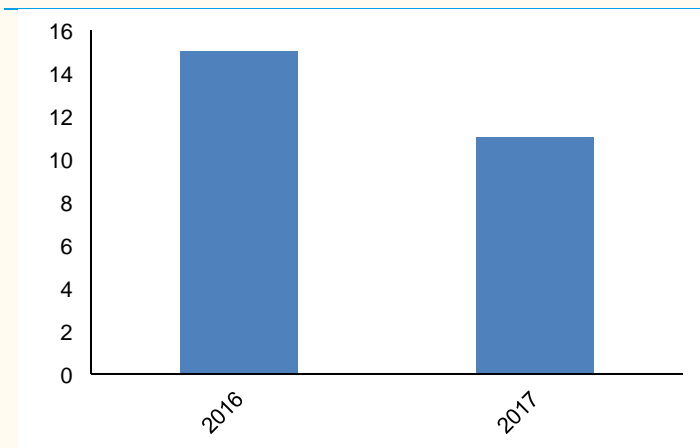
图表 5：2017 年底，中国移动互联网 25 款头部应用（单位：百万 MAU）



来源：TalkingData, 国金证券研究所

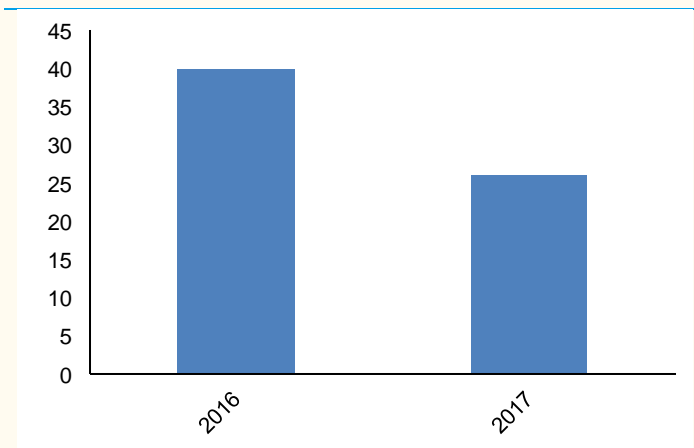
- **阿里系**：拥有淘宝、优酷、高德地图、UC 浏览器等 4 款头部应用，战略投资支付宝、微博等 2 款头部应用。阿里的用户基数和用户黏性都不及腾讯，但是占据互联网行业变现能力最强的电商业务，近年来一边大举进军线下商超，一边加强在视频、游戏等泛娱乐领域的地位。
- **百度系**：拥有爱奇艺、百度、百度地图等 3 款头部应用。在 PC 互联网时代，百度是当之无愧的“第一入口”；进入移动时代之后，搜索引擎被日益边缘化，百度在 O2O 电商和自媒体领域的开拓又以失败告终。现在，百度系仍然处于衰落之中，独立运营的爱奇艺成为极少数亮点之一。
- **头条系**：只拥有今日头条这 1 款头部应用，但是旗下的抖音、火山、西瓜三个短视频应用都具备“准头部”地位。头条系已经在新闻资讯领域带给腾讯巨大压力，还影响了百度的广告收入；在短视频领域则给快手、秒拍带来巨大威胁。不过，近期的监管行动使头条蒙受了挫折。
- 与此同时，用户留给新应用的空间也越来越小：2016 年，全国活跃度最高的 100 款移动应用有 15 个新面孔，最高的 200 款应用有 40 个新面孔；2017 年，这两个数字分别下降到 11 个、26 个。再过 1-2 年，移动互联网用户或许会越来越习惯这种“强者恒强”的局面。

图表 6：活跃度最高的 100 款移动应用中的新面孔



来源：TalkingData, 国金证券研究所

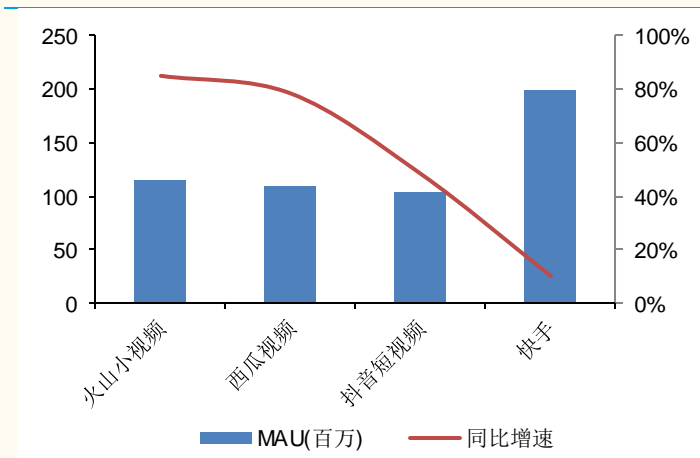
图表 7：活跃度最高的 200 款移动应用中的新面孔



来源：TalkingData, 国金证券研究所

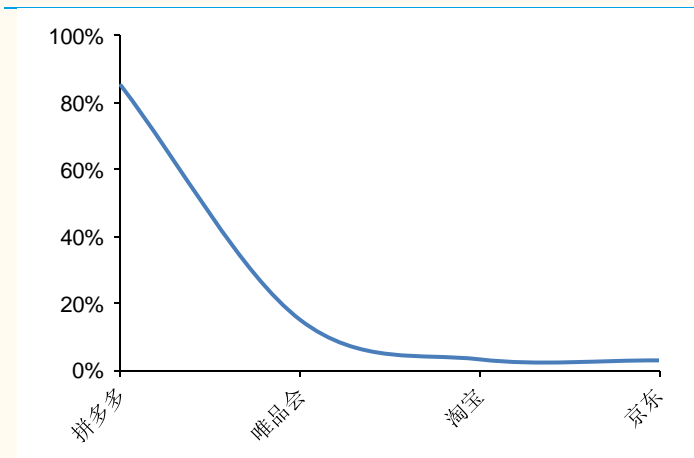
- 事实上，近年来崛起的移动应用，几乎都是依靠某一生态系统获得流量：在短视频领域，抖音、火山、西瓜都依托“头条系”；在电商领域，异军突起的拼多多主要依靠“腾讯系”；在音乐领域，天天 K 歌是“腾讯系”嫡系成员，酷狗、酷我则早已并入“腾讯系”。新兴移动应用开发商面临的首要难题，往往是：在腾讯、阿里、头条之间，应该如何站队？

图表 8：“头条系”短视频应用在 2018Q1 录得高速增长



来源：Trustdata, 国金证券研究所

图表 9：拼多多在 2018Q1 维持极高的 MAU 同比增速

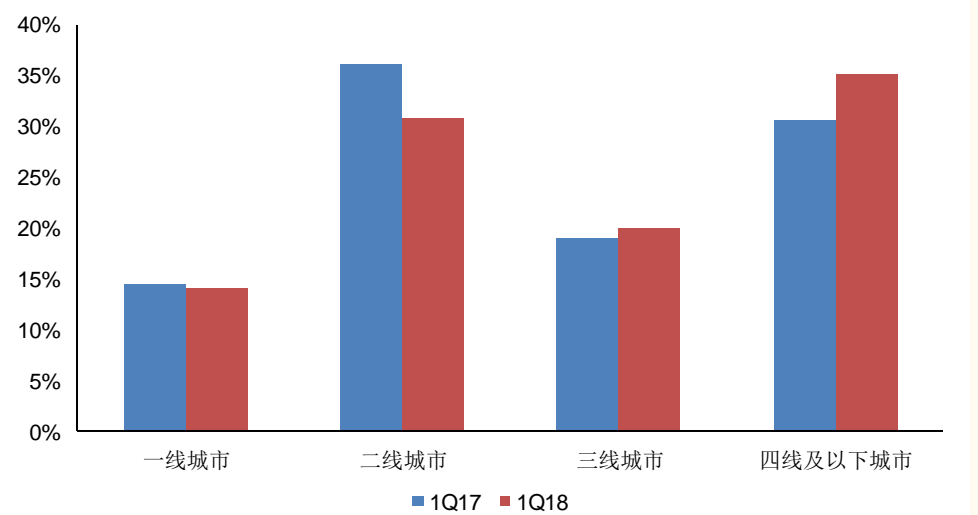


来源：Trustdata, 国金证券研究所

“小镇青年”会不会只是一个神话？

- 在投资界和媒体界，流传着一种说法：“小镇青年”（三线及以下城市的年轻消费者）将成为互联网乃至整个泛娱乐行业的救星，他们能为移动互联网带来下一波流量和消费增长。果真如此吗？在这个问题上，主流市场研究机构没有达成共识。QuestMobile 赞成“小镇青年”的故事，认为从 2017 年 3 月到 2018 年 3 月，中国三线、四线及以下城市的移动互联网用户比例在增长，而且这个过程还没有结束。

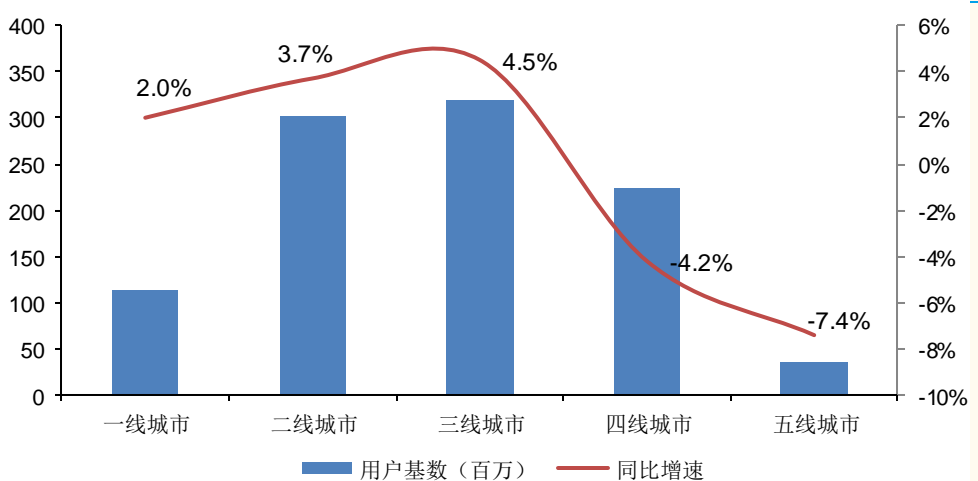
图表 10: QuestMobile 认为三四线及以下城市的移动互联网用户在增长



来源: QuestMobile, 国金证券研究所

- 然而，Trustdata 的数据恰恰相反：2017 年 3 月-2018 年 3 月，四线、五线城市的移动互联网用户基数在下滑；三线城市的用户基数在增长，但是增速并不比二线城市快多少。Trustdata 认为，随着城镇化率的提升，年轻人会进一步向三线以上城市聚集，低线城市将出现“空心化”，所谓“小镇青年”的故事其实并不存在。我们到底应该相信谁的观点呢？

图表 11: Trustdata 却认为移动互联网在四线以下城市没有前途



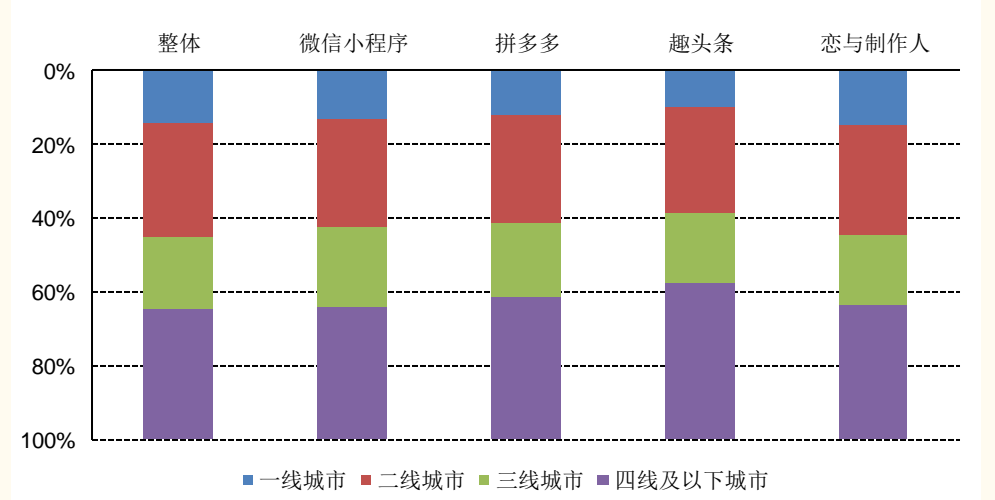
来源: Trustdata, 国金证券研究所

- 其实，无论根据哪一方的数据，都不能得出“小镇青年能驱动互联网行业新一轮增长”的结论。如果 Trustdata 是正确的，那么“小镇青年”这个群体可能正在缩小甚至消亡；如果 QuestMobile 是正确的，三线及以下城市的移动互联网用户总量在过去 12 个月也只增长了约 11%，增速比全国整体水平高 5-6 个百分点，但是还远远谈不上驱动下一轮增长。
- 很多投资者认为，由于一二线城市的市场已经被瓜分殆尽，新兴移动互联网应用只能去“小镇青年”那里寻找市场，得“小镇青年”者得天下。事

实如何？只需要看一看 2018 年第一季度 MAU 增长较快的几个热门应用（或应用品类），就知道以上观点并不全面：

- 微信小程序在三线、四线以下城市的用户比例，分别比移动互联网整体水平高出约 1 个百分点；拼多多在三线城市的用户与整体水平相当，在四线以下城市的用户比整体水平高 3 个百分点；趣头条在三线城市的用户比整体水平低 1 个百分点，在四线以下城市的用户比整体水平高 7 个百分点；恋与制作人在三四线以下城市的用户比整体水平没有明显差别。

图表 12：2018Q1 的热门移动互联网应用，各有各的基本盘



来源：QuestMobile, 国金证券研究所

- 简而言之，“小镇青年”对趣头条崛起的贡献很大，对拼多多崛起的贡献一般，对微信小程序、恋与制作人的崛起几乎没有贡献。如果所有的新兴移动互联网应用都去争夺“小镇青年”市场，反而会导致更恶性的同质化竞争。此外，三四线城市年轻人的消费能力在大部分情况下都低于同等条件的一二线城市年轻人，对互联网公司的吸引力很成疑问。我们的结论是：“小镇青年”不失为一个重要的细分市场，但绝不是唯一的新兴市场。

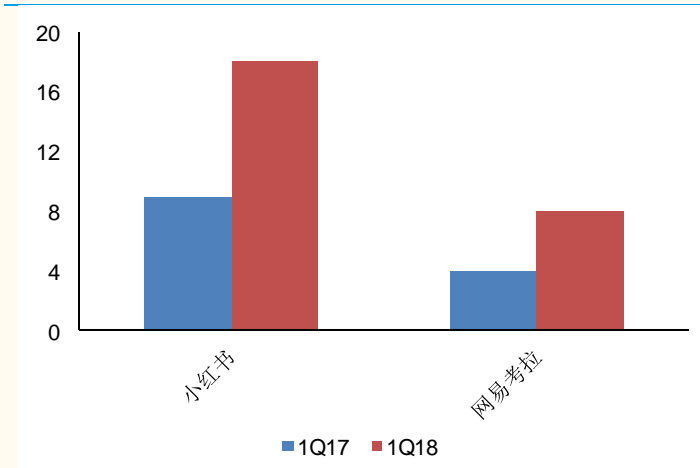
互联网的未来：不是升级，也不是降级，而是“大分流”

- 在互联网行业，存在两个彼此矛盾的概念：一个是“消费升级”，一个是“得低端者得天下”。事实上，这两个概念在一定范围内都是成立的：作为一个整体，互联网市场既没有“上升”，也没有“下沉”，而是“分流”。时至今日，我们已经无法画出一张标准的“互联网用户画像”；对于应用和内容开发商来说，重要的不是扩大用户总量，而是抓住核心用户。在用户基数不增长的情况下，核心用户的高度变现将带来新的增长。

“消费升级”还是“消费降级”，各有各的活法

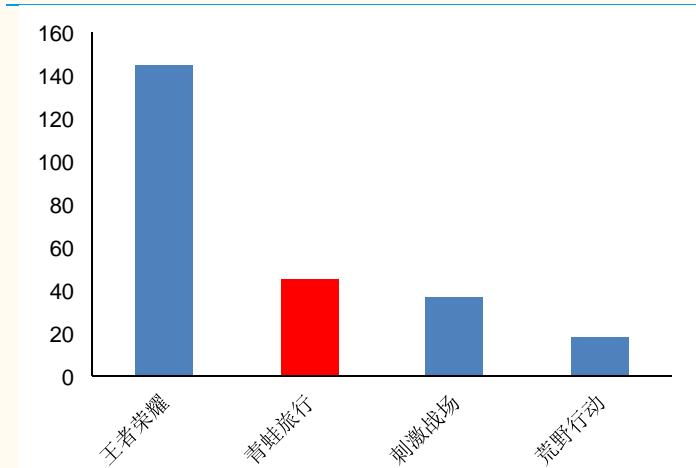
- 中国互联网市场的主题到底是“消费升级”还是“消费降级”？两边都有不少论据。以电商行业为例，立足于低端的拼多多的 MAU 已经超过 2 亿，甚至迫使阿里推出了“淘宝低价版”；但是，立足于中高端海淘市场的小红书、网易考拉，过去 12 个月也取得了 MAU 翻倍的战绩。而且，拼多多的崛起，恰恰是因为近年来阿里、京东走上高端化、品牌化路线，让出了一部分低端市场；“消费升级”和“消费降级”是同时出现的。
- 在游戏行业，2018 年初的变化，更是错综复杂：一方面，有“全民游戏”之称的《王者荣耀》持续强势，DAU 恢复到历史最高水平附近；另一方面，《青蛙旅行》这种适合城市白领胃口的“佛系游戏”取得了 4000 万 DAU，月流水一度接近亿元。与此同时，从海外 Steam 平台兴起的“吃鸡”类游戏，也取得了千万级别的 DAU。游戏市场出现的百花齐放，无法简单粗暴地归因于“消费升级”或“消费降级”。

图表 13：小红书和考拉 MAU 仍在高速增长（百万）



来源：QuestMobile, 国金证券研究所

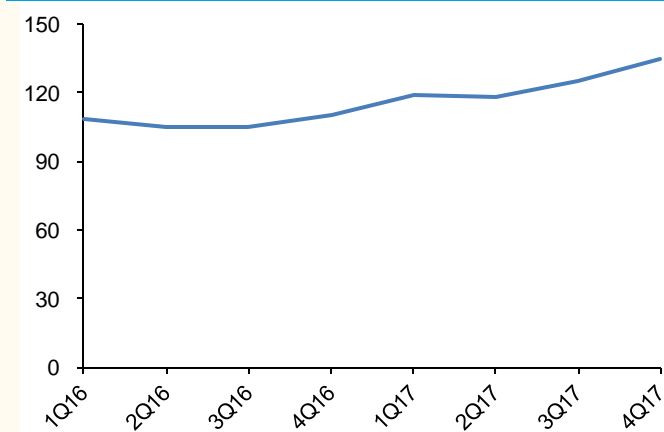
图表 14：青蛙旅行的 DAU 竟然能超过“吃鸡”（百万）



来源：QuestMobile, 国金证券研究所

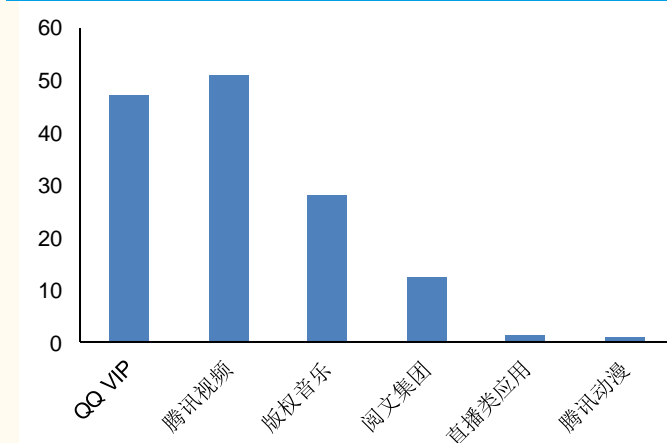
- 事实上，“消费升级/降级”是一个伪命题：对于任何一组市场数据，我们可以同时从“升级”“降级”两个角度进行诠释。例如，2017 年底，腾讯视频、爱奇艺的 VIP 会员均超过了 5000 万，并且仍在以每月数百万的速度增加；腾讯视频的 VIP 会员数很可能已经超过了 QQ VIP 会员数。从乐观角度看，用户愿意为网络视频付费，说明消费意愿有提高，是不折不扣的“消费升级”；从悲观角度看，网络视频 VIP 会员更愿意“宅在家里”，而不是进行更高价值的出门消费，又可以归为“消费降级”。真相究竟是什么？可能永远不会有答案，用户自己也不知道答案。
- 无论如何，我们看到各类互联网内容服务的付费用户都在增长。以腾讯为例，2017 年第四季度，已经拥有 1.35 亿社交增值付费用户，这个数字很可能超过了它的游戏付费用户。2017 年底，阅文集团的付费用户为 1260 万，付费渗透率上升了 1 个百分点；我们估计腾讯音乐在同期的付费用户超过 2800 万。在过去几年，投资者已经目睹了游戏用户的巨大付费能力，而其他互联网内容有可能蕴藏着相同的付费潜力。

图表 15：腾讯的社交增值服务用户不断增长（百万）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 16：腾讯社交增值服务用户大致拆分（百万）



来源：公司公告，国金证券研究所估算

- 我们认为，移动互联网下一阶段的趋势不是“消费升级/降级”，而是“分流”：用户根据兴趣爱好、经济实力、性别、年龄、地理位置等，逐渐分化为一个个“小圈子”。如果说 2017 年以前的互联网是一个巨大空旷的平原，那么 2018 年以后的互联网就是一个沟壑纵横的山地。任何新兴应用，都不能指望取悦所有用户，因为用户正在不断分割。跑马圈地、追求用户总量的时代结束了，现在是比拼核心用户、追求用户黏性的时代。
- 图文社交、视频社交、兴趣阅读等高效率的社交形式，使得用户更容易自发地组织形成小圈子。所以，新一代用户受到广告、软广告导流的效率越来越低，受到社交、口碑的影响越来越大。例如，拼多多就是在微信群崛起，引爆了一个又一个熟人圈子；以《绝地求生》为代表的“吃鸡”游戏则是从直播平台崛起，又通过朋友圈和短视频平台二次传播，终于在没有任何国内服务器的情况下成为热门游戏。这给全体互联网公司提出了一个难题：如何在用户自觉、自发性越来越强的情况下，抓住用户。

图表 17：《绝地求生》就是因为直播等视频社交形式火起来的



来源：游戏截图，国金证券研究所

移动互联网进入比拼“核心用户”的阶段

- 2018 年 3 月，爱奇艺、哔哩哔哩（B 站）两个视频平台先后在美国上市。从数据上看，爱奇艺几乎在任何方面都远超 B 站：MAU 是后者的 6 倍，付费用户是后者的 50 倍，营业收入是后者的 7 倍。然而，爱奇艺现在的总市值只有 B 站的 4 倍多，它的单用户价值（按 MAU 计算）仅有后者的 75%，

P/S（市销率）仅相当于后者的 60%。为什么投资者赋予爱奇艺这个“大平台”的估值，反而低于 B 站这个“小平台”？

- 答案很简单：因为 B 站的盈利前景更好，2017 年的营业亏损很小，2018 年很可能扭亏为盈；爱奇艺的营业亏损规模很大，而且 2018 年第一季度扣非亏损率没有收窄的趋势。那么又引出了下一个问题：为何规模较小的 B 站的盈利能力，能够超过规模较大的爱奇艺？这在 2-3 年前是无法想象的，当时互联网行业的逻辑是：跑马圈地、以亏损换规模、尽快扩大市场份额，利润只有在规模变大之后才能产生。

图表 18：爱奇艺 VS 哔哩哔哩，到底哪个更值钱？

	爱奇艺	B 站
2017 年营业收入	173.8 亿元	24.7 亿元
2017 年营业亏损	39.5 亿元	2.2 亿元
移动 MAU（2017 年底）	4.21 亿	0.72 亿
付费用户（2017 年底）	5080 万	106 万
日均用户时长	102 分钟	76 分钟
总市值	122.31 亿美元	28.57 亿美元
单用户价值	29.1 美元	39.7 美元
P/S	4.47	7.34

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 然而，互联网行业的逻辑已经悄然改变：现在最重要的不是用户总数，而是核心用户规模和黏性。所谓核心用户，就是对一个平台或应用有感情、有归属感、有较强付费意愿的用户。由此诞生了“为爱付费”一词：B 站发行的《Fate/Grand Order》(FGO)就是“为爱付费”的典型，玩家花钱抽卡不是为了通关、更不是为了 PK，而是对卡牌人物有发自内心的喜爱。“为爱付费”用户的主动性很高、流失率很低、自主传播性极强。
- 除了以 B 站为代表的“二次元圈子”，以阅文集团为代表的“网文圈子”、以虎牙直播为代表的“电竞直播圈子”，都存在“为爱付费”的土壤。在互联网行业之外，以鹿晗、吴亦凡、TFBoys 为代表的“日韩偶像粉丝圈子”也是“为爱付费”的实践者。要实现“为爱付费”，就必须将平台或内容的“调性”（特异性、文化性）做到极致，而不是简单地积累规模。

图表 19：Fate/Grand Order 诠释了“为爱付费”一词



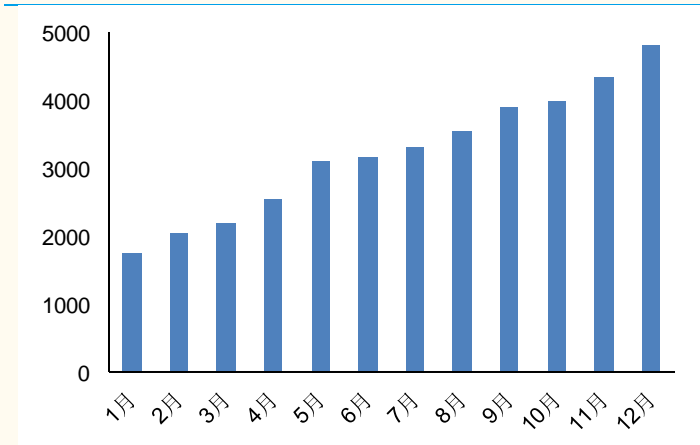
来源：游戏截图，国金证券研究所

- 在比拼“核心用户”的年代，互联网公司必须以“双管齐下”的方式争夺用户：首先，提高内容质量、培养平台调性，从而使核心用户有产生的土

壤；其次，借助话题营销、社交营销，鼓励用户自行传播、自我组织。B 站对 FGO 导流，主要是通过 UP 主的二次创作；网易对《阴阳师》《第五人格》导流，主要依赖对核心玩家社区的引导，使其成为“自来水”。

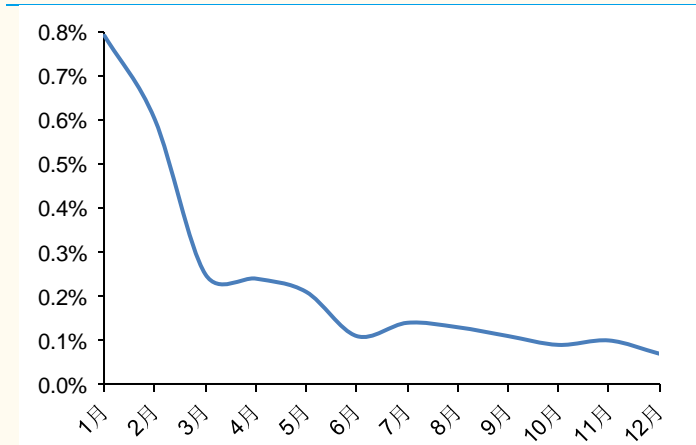
- 相比之下，传统的导流方式效率日益低下。例如，“买量”曾经是大批游戏发行商的杀手锏，尤其是“传奇类”“奇迹类”等重度手游对买量的依赖度很高。然而，从 2017 年 1 月到 12 月，全国买量游戏数量增长了一倍多，买量游戏的平均激活率（下载数与点击数的比例）却从 0.79% 下滑到 0.07%。毫不夸张的说，现在大部分游戏的买量投放无法产生实质效果。原因很简单：现在的用户比几年前成熟多了，对产品质量的要求也高多了。买量的衰落，是互联网从“粗放经营”转向“精耕细作”的一个缩影。

图表 20：2017 年，买量游戏数量攀升了一倍多



来源：热云数据，国金证券研究所

图表 21：2017 年，买量游戏激活率下降了 90%

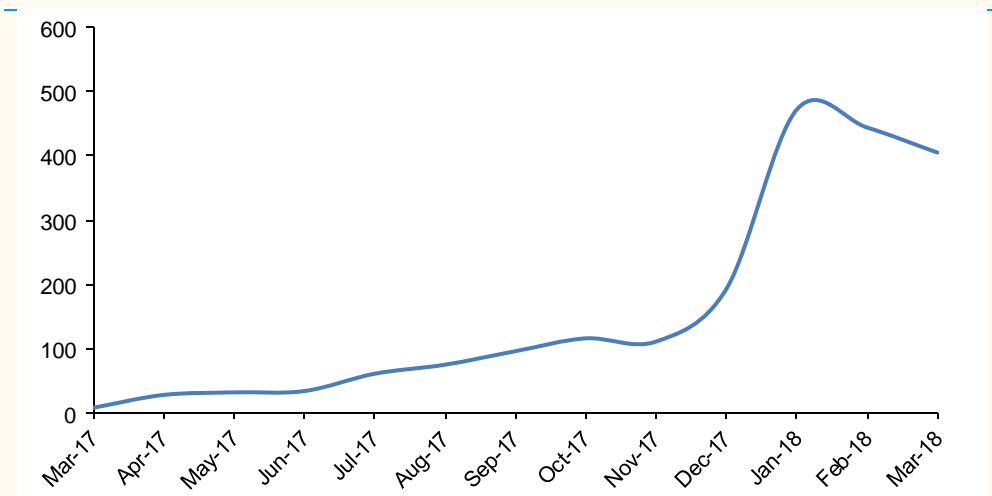


来源：热云数据，国金证券研究所

微信小程序：二线及新兴移动互联网应用的新希望

- 今年以来，互联网行业最大的亮点是微信小程序：“跳一跳”仅仅推出三天就拥有 3 亿 DAU，并且于 3 月开始广告货币化。事实上，从 2017 年 3 月推出以来，小程序的 MAU 一直在缓慢爬坡，当时的应用类别以 O2O 和电商购物为主；到了 2017 年 11 月，小程序 MAU 首次出现环比下滑，内生增长似乎已经走到尽头。当年年底，以“跳一跳”为代表的小游戏纷纷上线，终于给小程序注入了焕然一新的活力。

图表 22：微信小程序的 MAU 在游戏的推动下突飞猛进（单位：百万）



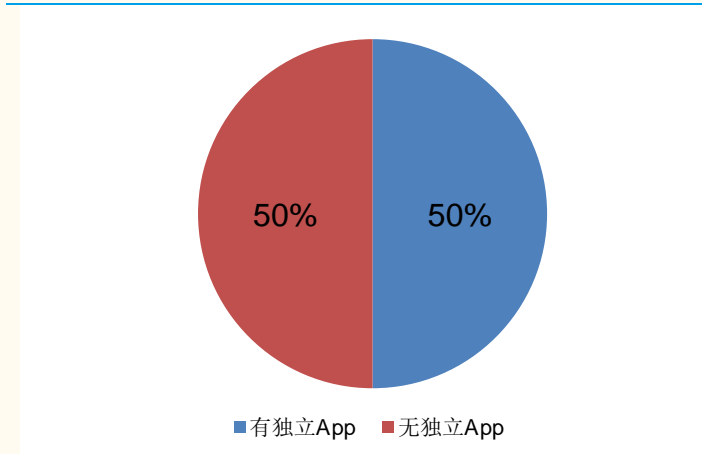
来源：QuestMobile, 国金证券研究所

- 小程序是什么？我们认为，它不仅仅是独立 App 的替代品，也是一种全新的应用形式，可能取代许多轻度 App。2018 年第一季度，在用户基数最大的 100 款小程序中，有 50 款根本没有对应的独立 App；游戏在 100 个头

部小程序当中占据 38 席，购物占据 28 席，生活服务（O2O）占据 13 席。我们预计，在 1-2 年内，小程序的发展重点将仍然是游戏和电商。

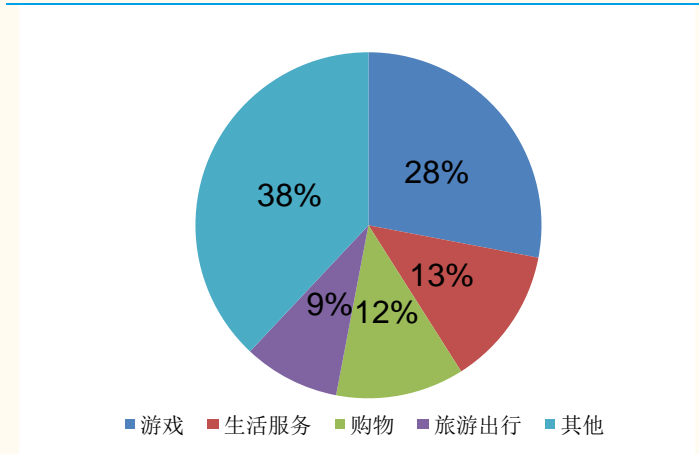
- 对于应用开发商来说，小程序最大的优点是：没有安装、注册、登录流程，用户损耗率低，所以流量成本也比独立 App 低得多。这一点对游戏厂商尤其重要，因为游戏的流量获取成本一直在大幅攀升，小程序这样价廉物美的流量入口简直是雪中送炭。对于电商公司来说，小程序还可以让它们绕过阿里和京东两大寡头的封锁，瓜分剩余的市场。

图表 23：用户最多的 100 个小程序，半数没有 App



来源：QuestMobile, 国金证券研究所

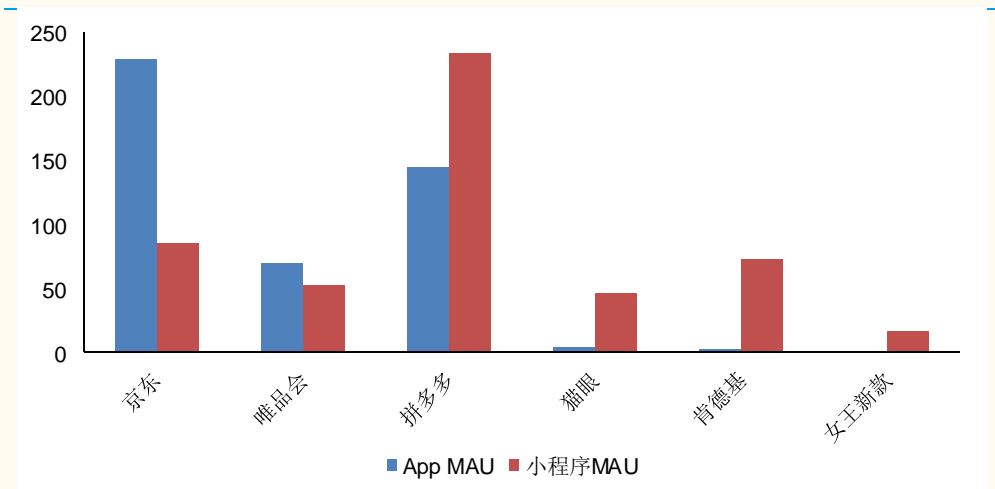
图表 24：游戏、电商占据 Top 100 小程序“半壁江山”



来源：QuestMobile, 国金证券研究所

- 对于头部应用来说，小程序的意义有限；但是对于二线和新兴应用来说，小程序带来的增量可谓举足轻重。在电商类应用中，京东的小程序 MAU 仅相当于 App MAU 的 1/4，拼多多的小程序 MAU 却远超 App，猫眼、肯德基的小程序 MAU 甚至比 App 高出几十倍。原因很好理解：与头部应用相比，二线应用的用户基础薄弱、功能往往单一，更适合通过简便的小程序吸引用户。女王新款等垂直应用甚至只有小程序、没有 App。
- 小程序的兴起，符合我们总结的互联网“大分流”趋势：在微信这个超级应用内部，腾讯制造了多个细分市场，让用户分成各种“小圈子”：之前推出的微信群和公众号，在本质上都是鼓励用户分流。无论小程序今后能不能成为主流分发渠道，它都彰显了腾讯对行业趋势的清晰认识。

图表 25：新兴和二线应用能通过小程序获得更多的 MAU（单位：百万）



来源：QuestMobile, 国金证券研究所

传媒互联网各细分行业的发展趋势

- 如今，在讨论每个传媒互联网细分行业时，投资者首先担心的都是“基数太大，未来增长怎么办”。然而，“基数太大”从来不是一个行业停止增长的充分条件。只要新的需求仍然在产生，只要厂商的创新能力没有削弱，无论是游戏、广告还是影视、社交视频，都可以通过新模式、新产品实现增长。在下一阶段，传媒与互联网公司的发展将立足于核心用户、以质量为基础，能够提高产品和变现质量的厂商将立于不败之地。

游戏：手游迎来第三次大变局，端游未必没有增长

- 2013 年以前，中国的手游产品以休闲类、卡牌类、挂机类为主，游戏性和原创性都不强。2013-14 年，腾讯、网易、巨人、盛大等端游巨头大举进军手游，手游市场遂迎来了“端游移植”（端转手）的大变局。在这一时期，网易占据了先手：2015 年的《梦幻西游》《大话西游》，2016 年的《倩女幽魂》，不但取得了很高的畅销榜排名，而且拥有很长的生命周期。网易几乎将自己在 PC 端游市场的优势“平移”到了手游市场。
- 2016 年底，随着《王者荣耀》的异军突起，手游市场迎来了第二次大变局：竞技类游戏成为主流。所谓竞技类游戏，就是强调多人对抗、强调公平性、节奏较快、有明确胜负判定方式。在端游市场，《英雄联盟》《穿越火线》《DOTA2》等竞技类游戏早已成为主流；但是“移动电竞时代”是由《王者荣耀》开启的。2017 年底的“吃鸡”大战，进一步扩大了移动电竞的群众基础。在这一时期，腾讯以其强大的社交链，占据了绝对的先手。

图表 26：《梦幻西游》是端转手时代的代表



来源：游戏截图，国金证券研究所

图表 27：《王者荣耀》是移动电竞时代的先声



来源：游戏截图，国金证券研究所

- 我们认为，2018 年的手游市场迎来了第三次大变局：垂直细分市场做大，手游类型呈现百花齐放的局面，尤其以二次元、女性向和休闲游戏三个细分市场最为突出。在 2015 年，畅销榜前列的游戏大部分是端游移植的 MMORPG；在 2017 年，畅销榜基本由 MMORPG 和移动电竞游戏瓜分；2018 年以后，畅销榜前列将有无穷的可能性——任何玩法、任何美术风格、任何目标用户的手游，只要具备特色和完成度，就可能成功。
- 休闲游戏与重度游戏结合，产生了一批“类休闲”游戏产品——《恋与制作人》的玩法是休闲向的恋爱养成，但是重剧情、高氪金的特点又酷似重度 RPG；《野蛮人大作战》将休闲与竞技结合起来，在“休闲竞技”的道路上迈出了一大步；《全民岛主》《汤姆猫战营》则将模拟经营元素融合进了休闲游戏。《青蛙旅行》这样的特色休闲游戏在社交网络引发了显著的话题效应。2018 年第一季度，腾讯就推出了至少 4 款休闲游戏。

图表 28：2017 年以来典型的“休闲”或“类休闲”手游产品

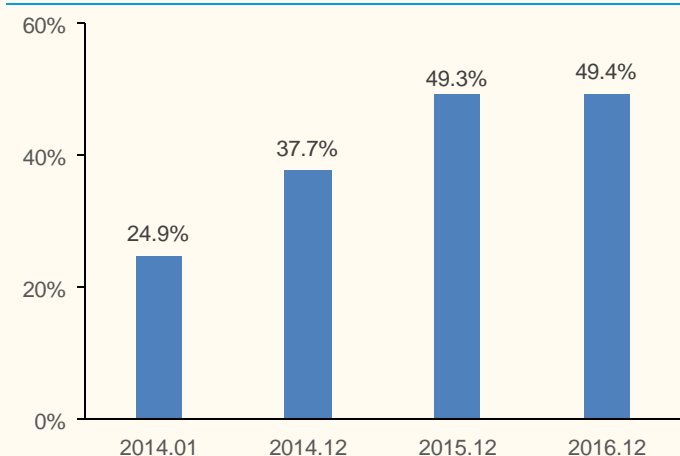
上线时间	游戏名称	类型	免费榜最高	畅销榜最高
------	------	----	-------	-------

上线时间	游戏名称	类型	免费榜最高	畅销榜最高
2017 年 1 月	地铁跑酷	跑酷	9	426
2017 年 2 月	猎鱼达人	休闲射击	28	111
2017 年 2 月	愤怒的小鸟 2	休闲动作	150	430
2017 年 6 月	纪念碑谷 2	解谜	-	30
2017 年 7 月	野蛮人大作战	大乱斗	242	295
2017 年 9 月	梦幻家园	消除	43	66
2017 年 10 月	我的绿洲	模拟经营	91	650
2017 年 11 月	汤姆猫水上乐园	消除	105	496
2017 年 12 月	恋与制作人	恋爱养成	9	4
2017 年 12 月	凯蒂环球之旅	消除	420	715
2018 年 1 月	全民岛主	模拟经营	97	144
2018 年 1 月	青蛙旅行	放置	1	15
2018 年 2 月	汤姆猫战营	模拟经营	39	464
2018 年 3 月	消除者联盟	消除	1	166

来源：公司官网，国金证券研究所整理

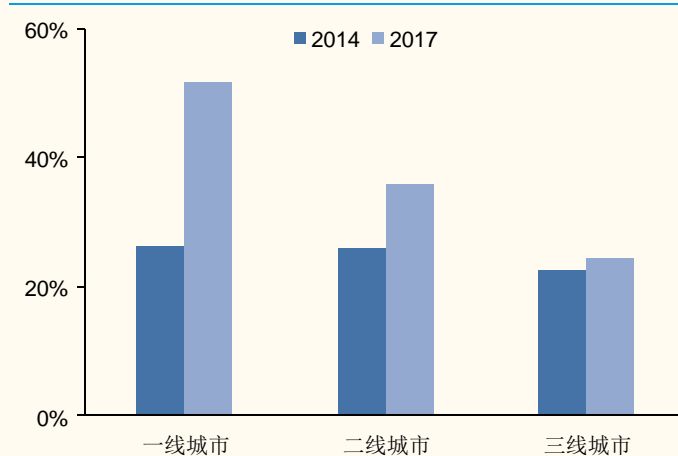
- 女性向游戏市场也随着《恋与制作人》《青蛙旅行》的走红而引起主流厂商的高度重视。早在 2015 年底，女性就占据了手游玩家的一半；过去几年，各线城市女性用户的手游渗透率都在提升。在历史上，女性玩家的手游付费意愿不强，但是这种情况在 2018 年已经被彻底打破：《恋与制作人》的铁杆粉丝不但愿意充值上万元，还愿意去为游戏里的人物打广告示爱！可以想象，如果数量庞大的女性玩家都具备与男性玩家类似的消费倾向，手游市场的规模完全可以进一步扩大。

图表 29：女性早在 2016 年就已占据手游“半壁江山”



来源：Talkingdata、国金证券研究所

图表 30：各线城市女性用户的手游渗透率不断提升



来源：群邑移动、新生代、国金证券研究所

- 在二次元游戏方面，2017 年网易的《永远的 7 日之都》《魔法禁书目录》、完美世界的《梦间集》、盛大的《神无月》、B 站的《碧蓝航线》等，都在口碑或收入上取得了一定的成功。2018 年，腾讯的《妖精的尾巴》《猎人》、B 站的《BanG Dream!》《一血万杰》、完美世界的《云梦四时歌》都在枕戈待旦。现在，二次元市场已经分化为硬核二次元、国风二次元、女性向二次元等多个细分市场。传统上，人们往往认为二次元玩家都是“性格孤僻的宅男”，这个刻板印象早已被快速的产品迭代所打破。
- 反观端游行业，是否已经日薄西山、不再有增长了？我们认为，端游的增速当然无法与手游相提并论，但是也还没有到停滞的那一天。2017 年，《绝地求生》引爆了中国的网吧，只是因为国内服务器，未能计入国内端游收入。2018 年，与《绝地求生》玩法类似的《堡垒之夜》再次引爆

了全球市场，并被腾讯宣布引进中国。如果《绝地求生》《堡垒之夜》能够在今年第二或第三季度顺利上线，无疑将为端游行业注入活力。

- 此外，中国自主研发端游的步伐还没有停滞，例如网易今年就有《逆水寒》《战意》两款大型端游等待发行，西山居也正在研发次世代 PC 游戏《谢流云传》。在今年的 UP 互动娱乐日上，腾讯一次就公布了 8 款自研或代理端游，充分说明端游的尚未结束。《绝地求生》将很多玩家带回了 PC 端，如果有好的产品跟上，他们就会留下来。

图表 31：在《绝地求生》之后，《堡垒之夜》将给端游市场注入活力

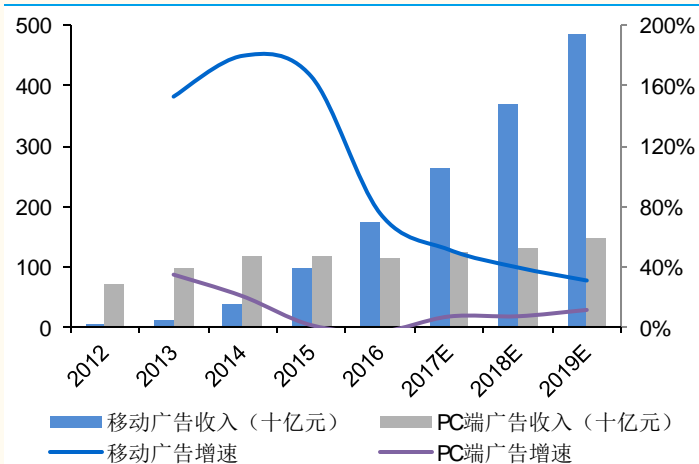


来源：游戏截图，国金证券研究所

广告：从微信朋友圈到抖音，信息流广告变现方兴未艾

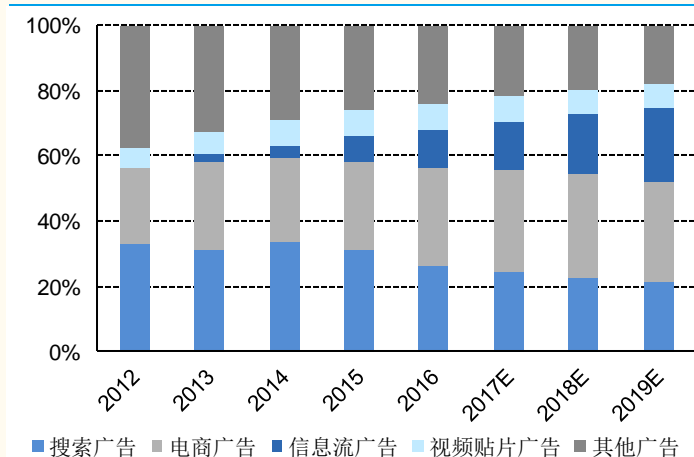
- 2012 年以来，移动端广告维持着极高的复合增速，终于在 2016 年超过 PC 端广告，成为在线广告市场的主流。移动端广告的发展，带来两个趋势：第一是适合智能移动设备的信息流广告迅速增长，大有取代传统的搜索广告、图文广告、文字链广告之势；第二是基于大数据的精准营销越来越受到广告主的青睐，因为移动设备与个人用户绑定，非常适合进行精准投放。在这两个趋势的共同作用下，传统的广告霸主百度面临持续威胁，而微博、今日头条、腾讯广点通等信息流广告平台纷纷崛起。
- 2016 年，全国在线广告市场收入占比最高的广告形式依次是电商广告、搜索广告、信息流广告和视频贴片广告。其中，电商广告几乎是阿里巴巴一家的天下；搜索广告主要是百度的天下，但是在移动互联网时代，搜索引擎的重要性不断下降，严格的监管措施也使百度陷入困境。视频贴片广告一度迅速崛起，但是 2015 年以后，广告主意识到贴片广告的转化率较低。现在，增长潜力最大的无疑是信息流广告，微博、腾讯、今日头条都受益于其强劲需求，它的市场收入占比有可能在 1-2 年内超过搜索广告。

图表 32：移动端取代 PC 端成为在线广告主流



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表 33：信息流是增长最快的在线广告形式



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

- 2017 年第四季度以来，在线广告市场出现了两个新动向：第一是微信朋友圈广告的频率有增加，第二是抖音短视频开始大规模投放广告；两者都是典型的信息流广告。在发展初期，朋友圈以品牌广告为主，但是近期也提升了精准投放广告的比例，我们估计抖音也会遵循此路径。近期抖音受到监管部门的窗口指导，给它的广告变现蒙上了阴影，但是我们估计快手、陌陌等同类应用会沿着抖音开辟的商业模式走下去。

图表 34：微信朋友圈的信息流广告



来源：微信，国金证券研究所

图表 35：抖音短视频定制的信息流广告



来源：抖音短视频，国金证券研究所

- 我们可以将在线广告划分为品牌展示和精准营销两大类，前者注重送达人数，主要考核指标是 CPM（千人成本价）；后者注重转化效率，主要考核指标是 CPC（点击成本价）、CPD（下载成本价）、CPL（销售线索成本价）、CPQL（有效销售线索成本价）和 ROI（投资回报率）等。我们认为，精准营销占广告市场的比重会越来越高，广告主越来越追求可定量、可追溯的效果，希望广告平台提供基于大数据的效果解决方案。这就对广告平台的数据质量和分析能力提出了要求。

- 2017 年，我们对网络广告代理商进行了大范围草根调研，得出了以下有趣的发现：微博的强项在于 CPM，因此受到快速消费品广告主的欢迎；但是，无论以 CPA, CPL, CPQL 还是 ROI 指标计算，微博的转化率都较低。我们认为，这首先是由于微博的数据分析能力先天不足，其次是由于微博是“弱社交媒体”，沉淀的数据精度不够。目前看来，广告主对微博的定位是品牌宣传平台，不是精准转化工具。
- 腾讯广点通的转化率非常高，甚至与搜索引擎推广处于同一量级。我们认为，这体现了腾讯通过社交应用获得的高质量数据。百度推广的转化率很高，这也是很正常的：搜索引擎的广告推送是基于用户主动输入的关键词。由于搜索引擎地位的下降，百度推广未来很难有更大的发展，手机百度的改版标志着百度的重心从搜索广告转向信息流广告。但是，在百度首页上做信息流广告，用户体验很差，长期效果有待观察。

图表 36：主要广告主在各大互联网平台的广告投放效果一览

广告主类型	衡量标准	广告平台	投放效果
快速消费品	CPM	微博	Rmb20-60
		微信朋友圈	Rmb40-150
		今日头条	Rmb120-240
	ROI	阿里妈妈	3.5x
		百度推广	2.5x
		腾讯广点通	2.0x
		微博	1.5x
		视频网站	1.5x
电商网店	ROI	腾讯广点通	3.0-6.0x
		百度推广	3.0-6.0x
		今日头条	1.5-5.0x
		手机系统广告	2.0-4.0x
		微博	1.4-3.0x
		视频网站	1.0-2.5x
汽车	CPL	汽车之家、易车网	Rmb40-50
		今日头条	Rmb60-70
		腾讯广点通	Rmb80-100
		百度推广	Rmb80-100
		手机系统	Rmb120-150
		视频网站	Rmb200-300
	CPQL	腾讯广点通	Rmb300-320
		百度推广	Rmb300-320
		今日头条	Rmb350
		汽车之家、易车网	Rmb450-500
互联网金融	CPA	今日头条	Rmb50
		腾讯广点通	Rmb60
		百度推广	Rmb80
		微博	Rmb100
		视频网站	Rmb150-200

来源：国金证券研究所整理

- 今日头条的 CPM 效果较差，比微博的性价比低一半以上；但是转化率并不算低。所以，今日头条一直是最大的游戏买量渠道，也深受互联网金融、汽车等客单价较高的客户的青睐。汽车之家、易车网等垂直应用，虽然 CPL 效率比较好，但是 CPQL 效率比较差。这体现了垂直应用的共同困境：用户是有备而来，所以往往会很快表现出购买意向；但是，正因为有备而来，所以要货比三家，购买意向的质量很差。

- 视频网站无疑是转化率最低的广告平台，几乎在每一个行业、每一个指标下，都严重缺乏性价比。所以，视频网站近年来才越来越依靠VIP会员收入，这又进一步加重了它们的内容采购成本。如何高效地变现自己的用户黏性，是它们的最大挑战。

电影：今年将迎来阶段性向上的拐点

- 对于电影行业来说，大部分的投资人关心的都是院线行业：业绩稳定性强，不受单个电影票房的波动，跟随电影大盘的走势。然而，虽然过去几年票房保持高增长，院线行业的股价表现却平平，主要原因在于业绩低于预期。举例来说，2017年票房增长13.45%，但是院线行业公司业绩平平，龙头公司万达电影的利润增速只有10.9%，上海电影的利润增速只有8.8%，金逸影视的利润增速只有8.2%，中国电影利润增速只有5.2%，横店影视的业绩反而下滑了7%，反而是非院线属性的IMAX CHINA的利润增速高达21%。而之前市场对于院线行业17年的业绩预期普遍都在20%以上。

图表 37：17 年主要的电影公司收入和利润增速

公司简称	收入增速	归母净利润增速	扣非后归母净利润增速
万达电影	18.0%	10.9%	7.4%
中国电影	14.6%	5.2%	13.0%
横店影视	10.4%	-7.2%	-7.8%
IMAX CHINA	6.7%	21.1%	22.9%
上海电影	7.3%	8.8%	-18.0%
金逸影视	1.6%	8.2%	0.5%
幸福蓝海	-1.4%	0.0%	-7.0%
票房增速（不含服务费）		13.45%	

来源：公司公告，国金证券研究所

- 院线的业绩为什么跑不赢电影大盘？核心原因是过去2年票房增速低于银幕增速带来的单屏产出下滑，导致了毛利率的下降，导致利润增速跑不赢收入增速。为什么今年将迎来阶段性向上的拐点？因为我们预计今年的票房增速将快于银幕增速，而且未来几年将可能保持这种情况，从而导致单屏产出见底回升，此时非票收入的增速将成为提升毛利率的主导因素，从而带动净利率的提升，使得院线的业绩出现利润增速远高于收入增速的情况，下表的Q1业绩情况可以看到一些趋势的变化。

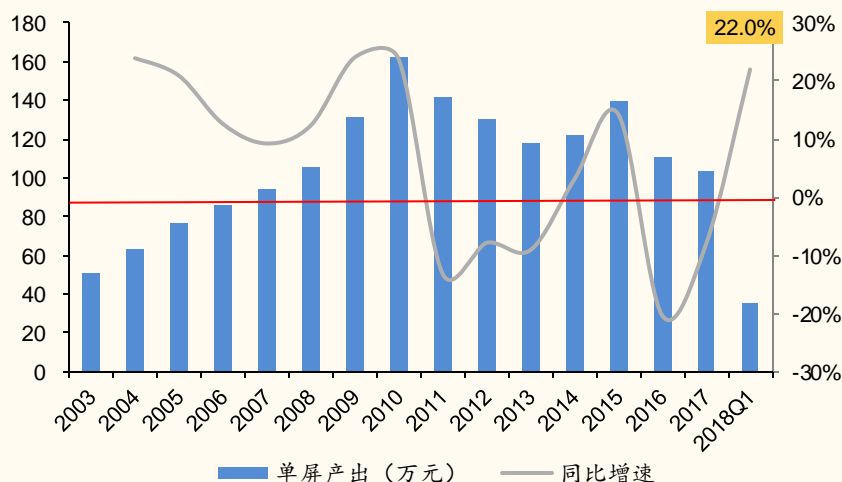
图表 38：18 年 Q1 主要的电影公司收入和利润增速

公司简称	收入增速	归母净利润增速	扣非后归母净利润增速
万达电影	27.6%	14.1%	16.7%
中国电影	21.5%	18.0%	17.6%
横店影视	39.9%	63.8%	64.4%
上海电影	18.5%	-10.5%	-9.3%
金逸影视	13.1%	153.4%	165.2%
幸福蓝海	41.0%	102.7%	92.8%
票房增速（不含服务费）		39.6%	

来源：公司公告，国金证券研究所，

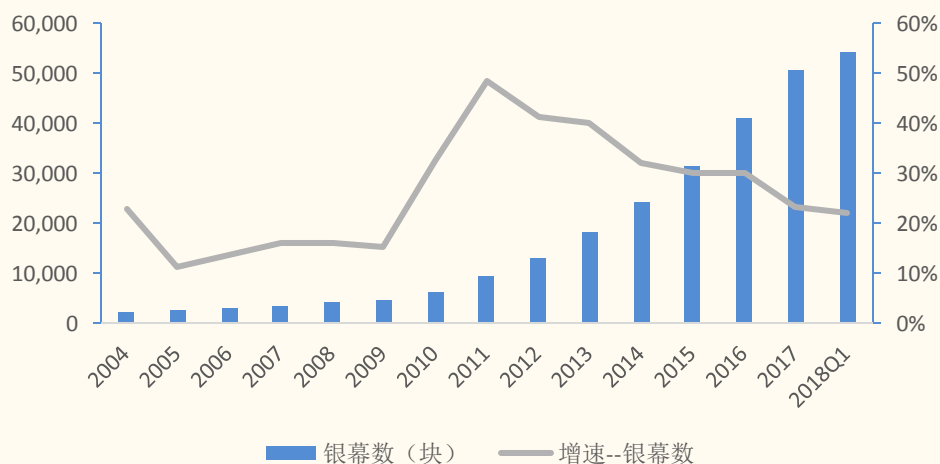
备注：幸福蓝海包含影视剧业务以及并购因素，业绩增长不完全因为票房增长。

图表 39：单屏幕票房产出及增速（2003-2018Q1）



来源：艺恩，国金证券研究所

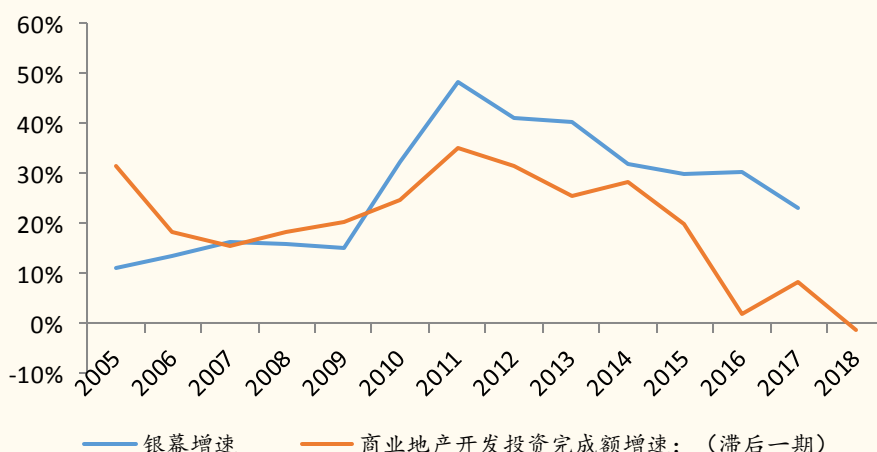
图表 40：中国影院的银幕数以及增速（2004 年-2018 年 Q1）



来源：艺恩，国金证券研究所

- 今年的银幕增速预计低于 20%，票房增速预计超过 20%，单屏产出有望触底回升。从上图可以看出自从 2012 年开始，银幕增速逐步放缓，2017 年的银幕增速为 23.3%，2018 年 3 月底的银幕增速降为 22%。电影票房中的银幕增速与商业地产建设周期有比较密切的联系，2017 年商业地产的投资增速在近十年首次出现了负增长，我们判断未来几年银幕增速会进一步放缓，2018 年的银幕增速预计低于 20%。今年 1-4 月累计实现票房约 226 亿（不含服务费），同比增长 24.2%，我们判断全年票房的增速有望超过 20%，从而使得单屏产出触底回升。

图表 41：银幕增速与房地产投资完成额增速：商业地产（滞后一期）



来源：艺恩，国金证券研究所

- 很多投资人只看院线市占率的变化，我们认为这个数据的参考意义没有那么大，因为很多院线采用加盟的形式，虽然算在票房里，收入贡献却微乎其微（加盟费只有票房的 2% 左右）。我们更看重影投公司市占率的变化（只统计资产联结型影院）。今年 1-4 月，票房市占率显著提升的只有 2 家公司，万达电影和横店影视，主要原因也是这两家公司在银幕扩张上采取了比较激进的战略（2017 年万达银幕增速 28.3%，横店自有银幕增速 19.3%，全国银幕增速为 23.3%），从而保证了市占率提升。

图表 42：国内主要院线市场占有率

院线名称	2018年1-4月			去年同期市占率	市占率变化
	票房	同比	市占率		
万达院线	29.72	19.8%	13.2%	13.6%	-0.5%
大地院线	22.64	42.7%	10.0%	8.7%	1.3%
上海联和	16.72	15.7%	7.4%	7.9%	-0.5%
中影数字	16.66	27.5%	7.4%	7.2%	0.2%
中影南方	16.32	27.5%	7.2%	7.0%	0.2%
中影星美	15.88	24.5%	7.0%	7.0%	0.0%
广州金逸珠江	10.75	6.5%	4.8%	5.5%	-0.8%
横店院线	10.27	25.7%	4.5%	4.5%	0.1%
华夏联合	7.82	35.0%	3.5%	3.2%	0.3%
江苏幸福蓝海	7.25	25.6%	3.2%	3.2%	0.0%
全国	225.78	24.1%	100.0%	100.0%	0.0%

来源：艺恩数据，国金证券研究所

图表 43：国内主要影投公司市场占有率

公司名称	2018年1-4月			去年同期市占率	市占率变化
	票房	同比	市占率		
万达电影	29.95	14.4%	19.8%	19.1%	0.7%
大地影院	13.72	10.1%	9.0%	9.1%	0.0%
横店影院	8.76	21.0%	5.8%	5.3%	0.5%
星美影院	6.88	12.6%	4.5%	4.5%	0.1%
中影影院投资	6.14	10.1%	4.0%	4.1%	0.0%
CGV影城投资	5.91	16.5%	3.9%	3.7%	0.2%
金逸影视	5.53	-7.2%	3.6%	4.4%	-0.7%
太平洋影管	3.79	17.3%	2.5%	2.4%	0.1%
耀莱管理	3.28	-5.6%	2.2%	2.5%	-0.4%
香港百老汇	3.13	29.2%	2.1%	1.8%	0.3%
保利影业	3.03	5.8%	2.0%	2.1%	-0.1%
上影影院	2.60	26.8%	1.7%	1.5%	0.2%
全国	151.65	10.7%	100.0%	100.0%	0.0%

来源：艺恩数据，国金证券研究所

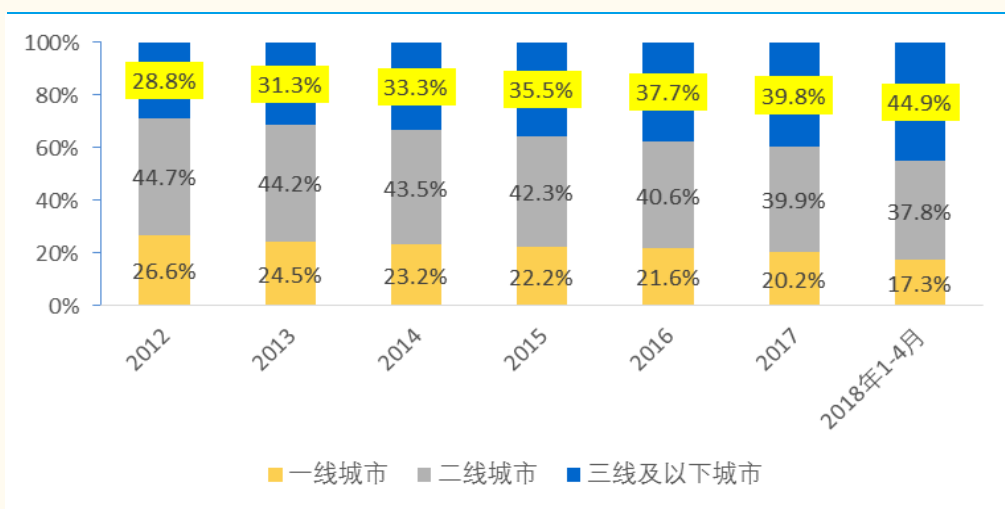
- 根据发达国家的数据，人均观影次数达到 4 次以后保持相对稳定。我国 2017 年人均观影人次仅为 1.16 次，如果仅统计城镇人口的人均观影次数也只有 1.99 次。根据 2017 年的数据，一线城市的人均观影次数达到 3.75 次，增速放缓，而二线及以下城市的人均观影次数只有 1.03 次，增速较高。随着渠道下沉，二级及以下城市的观影次数提升成为电影行业发展的长期逻辑。从 2018 年 1-4 月的最新数据来看，一线城市的票房占比逐步降低至 17.3%，三线及以下城市的占比提升至 44.9%。我们判断到 2021 年，城镇人口的人均观影次数有望达到 3.2 次，总票房有望达到 1050 亿元。

图表 44：一级&二级及以下城市人均观影次数(2012 年-2018 年 4 月)

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-4 月
一线城市人均观影次数	1.53	1.82	2.30	3.24	3.32	3.75	1.39
同比增速	NA	18.86%	26.60%	40.81%	2.48%	13.39%	17.44%
二线以下城市人均观影次数	0.28	0.38	0.52	0.79	0.87	1.03	0.44
同比增速	NA	35.47%	37.18%	52.35%	9.43%	18.92%	23.21%

来源：艺恩，国金证券研究所

图表 45：一二三线城市票房占比 (2012 年-2018 年 4 月)

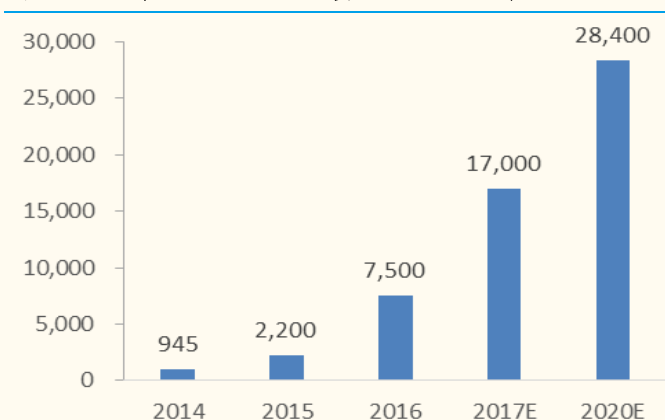


来源：艺恩，国金证券研究所

剧集：继续享受付费升级和 BAT 补贴红利

- 随着版权保护的加强、观众付费习惯的养成、精品剧数量的增加，在线视频付费用户规模迅速增长。2017 年，爱奇艺和腾讯视频的付费用户增加到 5080 万和 5600 万，2018 年 2 月则分长到了 6010 万和 6259 万。我们预计到 2020 年中国在线视频付费用户将达到 2.84 亿人，预测步骤如下：
- 按照“十三五规划”，2020 年城镇化率计划达到 60%；根据《国家人口规划》2020 年我国人口计划达到 14.2 亿，对应城镇人口 8.52 亿人。2017 年平均每 4.78 个城镇人口有 1 个付费会员。假设 2020 年每个 3 口之家的城镇家庭至少有一个在线视频付费会员，对应至少 2.84 亿付费用户。

图表 46：中国在线视频付费用户规模 (单位：万人)



来源：艺恩，中国网络视听节目服务协会，国金证券研究所预测

图表 47：三大视频网站付费用户规模 (单位：万人)

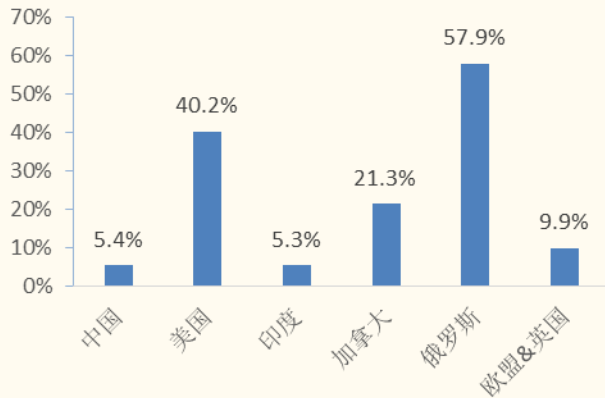


来源：公司公告，国金证券研究所

- 与发达国家相比，我国在线视频付费渗透率和 ARPU 值仍有很大增长空间。2016 年我国在线视频付费渗透率仅为 5.4%，而美国达到 40%，2017 年

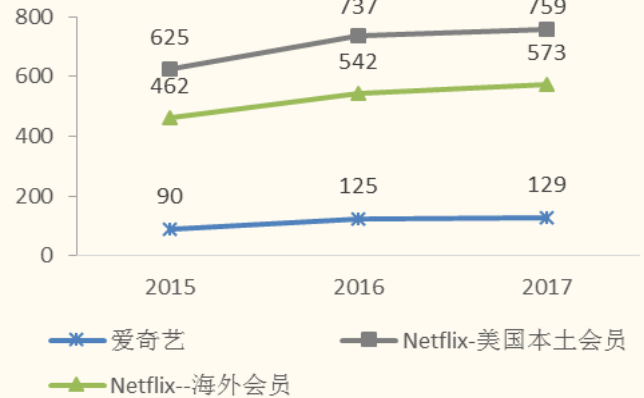
如果按照 1.7 亿的视频付费用户计算（用户不去重，中国网络视听节目服务协会预测数据），付费渗透率也仅为 12.1%，仍有很大的发展空间。另外，2017 年 Netflix 海外会员的 ARPU 值为 573 元，本土会员为 759 元，同期爱奇艺的付费会员 ARPU 值仅为 129 元，差距仍然十分显著。

图表 48：2016 年主要国家在线视频付费渗透率比较



来源：艺恩，国金证券研究所。注：渗透率=付费用户数/人口数。

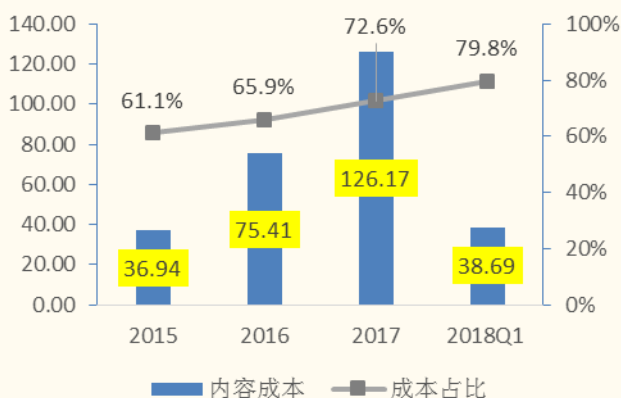
图表 49：ARPU 值：爱奇艺 vs. Netflix（单位：元）



来源：公司公告，国金证券研究所。注：Netflix 数据根据当年末即期汇率换算成人民币

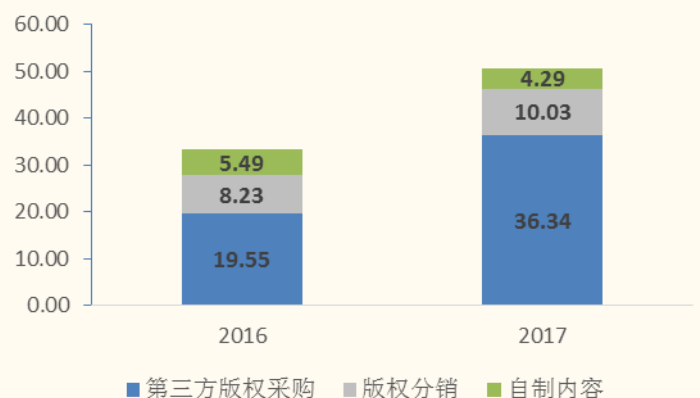
- **600 亿元在线视频付费规模或可期。**2016 年中国在线视频付费规模为 108 亿元。按照我们预测的 2017 年 1.7 亿付费用户数，参考 2017 年爱奇艺 129 元的 ARPU 值，我们估计 2017 年中国在线视频付费规模约为 219 亿元。到 2020 年，我们预测至少有 2.84 亿付费用户，假设 ARPU 值为 211 元（目前三大视频网站的年费价格为 198 元，一个付费用户可能拥有多个视频网站账号），2020 年中国在线视频付费规模将达到 600 亿元。
- 在中国在线视频用户和付费用户规模迅速扩张的同时，BAT 控股的三大视频网站形成了相对稳定的第一梯队，为争夺用户不断砸钱，加大内容采购，导致精品剧价格不断上涨。
- **视频网站不断加大版权内容，尤其是第三方内容版权采购。**近三年爱奇艺内容采购成本飞速上升，2017 年达到 126.2 亿元，同比增长 67.3%，占到其总成本的 72.6%。2018Q1，爱奇艺内容采购成本达 38.69 亿元，占到其总成本的 79.8%，同比增长 54%，仍然保持了非常高的增速。另外，2017 年内容成本增加的 50.8 亿中，第三方版权采购占到 36.3 亿元（占比约 7 成），自制内容占到 4.3 亿元（占比不到 1 成）。

图表 50：爱奇艺内容采购成本（单位：亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 51：爱奇艺内容成本增加构成（单位：亿元）

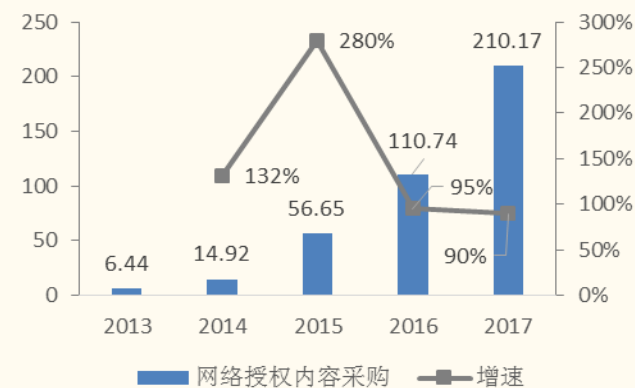


来源：公司公告，国金证券研究所

- 腾讯公布的网络授权内容采购成本包括音乐版权和视频内容的采购，但可以预见，视频内容的采购成本占大头。腾讯内容采购的成本达到上百亿，并在过去 2 年保持每年翻倍的增速。阿里版权内容采购成本的会计记账比

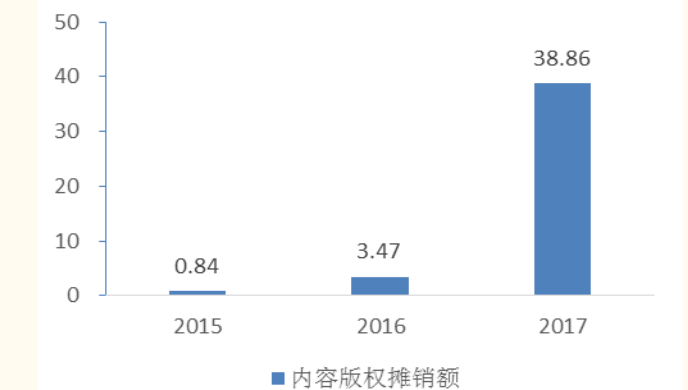
较复杂，既有直接进入成本，又有分期摊销的。阿里 2017 财年视频版权摊销达到 38.86 亿元，约是 16 财年的 10 倍。根据媒体训练营的报道，2018 年为了占据更多市场，优酷和腾讯视频分别作出了亏损 80 亿元的预算，爱奇艺为 30 亿元，如果该消息属实，3 家一共将补贴 190 亿给内容版权的采购，而 2017 年电视剧版权市场的总规模为 458 亿元。

图表 52：腾讯内容采购成本（单位：亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

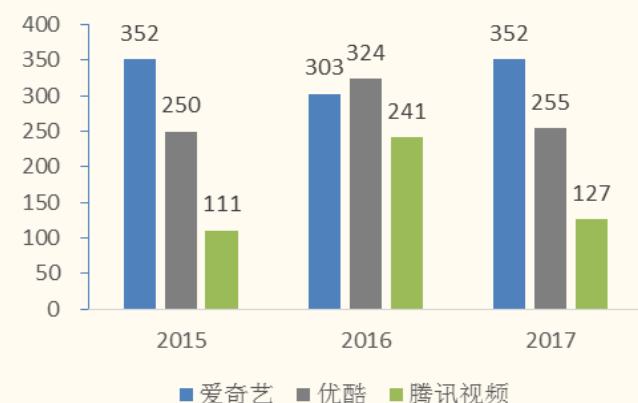
图表 53：阿里视频版权内容摊销（单位：亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所，备注：阿里的财年截至当年的 3 月份。

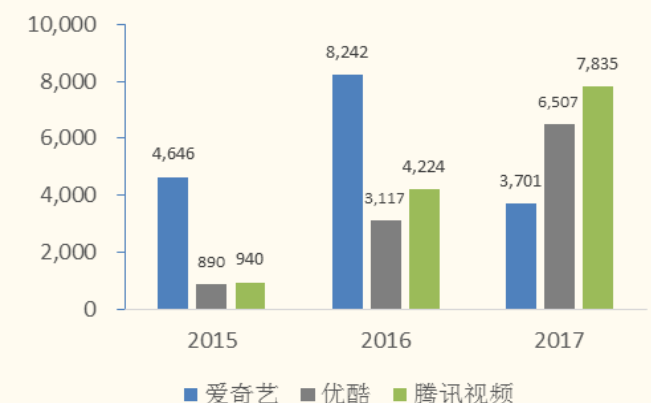
- 背靠 BAT 的三大视频网站在内容版权采购上不断加码，使得电视剧尤其是精品剧的价格飞速攀升。如下表所示，从 2015 年开始，精品剧的单集售价就不断上涨，到 2017 年台+网单集售价超过千万，一部剧的售价在 10 亿左右，而这主要来自网络售价的大幅上涨。这波电视剧售价的飞升无疑有利于电视剧内容制作公司，尤其是拥有优质制作能力的头部剧公司。
- 我们认为，未来三年内，视频网站 BAT 三足鼎立格局仍将维持，利好电视剧版权价格持续上涨，每年涨价的幅度在 20%-30%。爱奇艺成功上市，可以获得较充足现金支撑其内容采购；而优酷和腾讯视频背靠阿里和腾讯，视频网站是重要的流量入口，二者都不可能轻易放弃。
- 部分投资者担心，近年来视频网站自制剧越来越多，可能会对电视剧的采购产生不利影响。我们认为，这种担心在相当长一段时间没有必要。2017 年，优酷和腾讯视频自制剧的集数都在减少。爱奇艺自制剧虽然集数增加，但换来的是单集播放量的大幅下降。视频网站自制剧与电视剧公司的精品剧还存在较大差距，对电视剧公司的影响较小。

图表 54：视频网站自制剧集数情况（单位：集）



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 55：视频网站自制剧单集播放量（单位：万次）



来源：公司官网，国金证券研究所

投资建议

- 2018 年，传媒互联网行业陷入了尴尬的境地：一方面，A 股传媒公司的年报和一季报亮点不多、总体业绩平平（电影行业是极少数例外）；另一方面，海外上市主流互联网公司纷纷回调，即使腾讯这样的行业龙头也出现业绩低于预期的情况。监管部门倡导“独角兽回归”，但是独角兽自身的可持续增长能力要打一个问号，它们的回归还将进一步挤压 A 股原有上市公司的空间。在行业日益分化的今天，“传媒与互联网”作为一个整体，其实已经不复存在，我们只能以“具体问题具体分析”的态度看待个股。

腾讯控股(700 HK)

- 2017 年前三季度，腾讯在各条战线上都高歌猛进；到了第四季度，游戏业务收入出现了 2015 年以来第一次环比下滑，使得公司营业收入低于一致预期 2%。投资者仍然相信腾讯庞大的流量基础和极高的用户黏性，但是对游戏业务的短期和长期潜力都持怀疑态度。事实上，2018 年第一季度可谓近三年来腾讯游戏产品线最强的季度：新游戏《QQ 飞车》《奇迹觉醒》《QQ 炫舞》进入畅销榜前列，《刺激战场》《全军出击》虽然没有收费但是取得了极高的 DAU，老游戏《王者荣耀》维持着较高的 DAU 和流水规模。端游方面，2018 年一季度环比上升也是大概率事件。
- 腾讯今年最大的亮点在于广告业务：微信朋友圈的广告数量明显增长，小程序于 3 月下旬开始广告招商，微信公众号的广告需求也很旺盛。去年第四季度，腾讯广告业务收入环比维持着两位数增速，我们预计今年仍能持续。社交网络增值服务业务将在视频、音乐和文学的驱动下保持较快增长，而互联网金融业务已经达到了较高的收入基础，今年将聚焦于变现。

哔哩哔哩(BILI US)

- 2018 年，B 站的营业亏损率远远小于爱奇艺，我们估计也小于腾讯视频和优酷。原因在于：第一，B 站的内容主要是 UGC、动画番剧和旧电视剧，很少采购头部大剧，避免了版权采购的“烧钱大战”；第二，B 站带有浓厚的二次元调性、核心用户黏性较强，很适合向游戏、直播导流。2017 年，B 站的大部分收入来自 FGO 一款游戏，但是 2018 年，B 站已经有 3-5 款顶尖二次元游戏开始预约，游戏业务将更上一层楼。
- 2017 年下半年，B 站的广告、直播业务都是刚刚开始大规模变现，2018 年将成为收入增长的关键之年。2018 年第一季度，B 站对“大会员”进行了降价促销，我们估计“大会员”渗透率有显著提升。作为一家没有贴片广告、以弹幕视频和 UGC 为主打的视频网站，B 站能够卖出大量的 VIP 会员，充分说明了用户黏性和消费潜力。

金山软件(3888 HK)

- 2018 年上半年，金山软件股价的重要驱动因素是小米科技和金山办公的上市，前者有利于公司的估值，后者则可以直接增厚公司的 SOTP 价值。到了下半年，投资者将更关注《剑网 2》《剑网 3》两款手游大作的上市进度。2018 年 4 月，《剑网 3》手游开始第二轮限量内测，游戏内容丰富、具备付费深度，但是与端游相比创新较多，老玩家毁誉参半。无论如何，作为腾讯发行的年度 MMORPG 大作，我们认为《剑网 3》的首月流水很可能超过去年《天龙八部》的水平，达到 8 亿以上。
- 金山办公今年的官方业绩指引是收入增长 35-40%，与去年相比没有明显放缓。我们认为，金山办公已经完成了“互联网化”转型，广告和 VIP 订阅取代了传统的软件付费模式。金山云被官方媒体认定为“独角兽”，在完成 D 轮融资之后，处于公有云市场仅次于阿里云、腾讯云的地位。对金山软件的估值应该参照 SOTP 法，而非简单予以游戏业务的估值。

IMAX 中国(1970 HK)

- 2017 年 8 月以来，中国电影票房强劲反弹，我们预计行业复苏很可能持续到 2018 年全年。在这种情况下，我们应该优先选择业绩弹性较大、不确定性较低的公司。IMAX 中国完全符合我们的要求：近年来银幕扩张速度很快，经营杠杆比较高，与内容相关的不确定性又在降低。目前，IMAX 中国的估值仍然处于历史低位附近，但是战略地位处于上市以来最好的时期。我们认为 IMAX 中国是电影行业性价比最高的个股。
- 近年来，IMAX 中国一直在加强票房分账业务的比例，营业收入直接与票房挂钩的部分逐渐增加；由于公司成本相对固定，票房的上升还会增厚营业利润率。因此，公司的商业模式具备较高的经营杠杆，票房反转往往意味着利润的大幅度上升。2015 年以来，IMAX 在三线以下城市加速扩张，虽然在短期拉低了单银幕产出，在长期却能加大 IMAX 票房盘子。我们认为对公司而言最坏的时间早已过去。

金科文化(300459)

- 我们上文指出，中国手游市场正在经历第三次大变局，以休闲游戏、女性向游戏、二次元游戏为代表的垂直细分市场崛起。金科文化旗下 Outfit7 出品的“汤姆猫”系列是全球最有影响力的休闲游戏 IP 之一。近年来，“汤姆猫”强调模拟、养成、社交元素，在玩法上向重度游戏靠拢，在美术上坚持卡通风格；除了传统的广告变现，内购变现的潜力也不可小视。
- 金科文化让“汤姆猫”更上一层楼：首先，金科全面收购 Outfit7 之后，将在中国这个全球最大手游市场投入更多资源，扩大“汤姆猫”的用户基数；其次，金科旗下的杭州哲信擅长整合安卓渠道的长尾流量，具备丰富的国内安卓发行经验，恰恰可以弥补 Outfit7 的短板。最后，金科的财务和战略资源将加速“汤姆猫”IP 的多元变现，包括动画、教育、主题乐园等。

完美世界(002624)

- 在手游玩家日益成熟、市场日益拥挤的情况下，游戏产品质量成为重中之重。在 A 股主流游戏公司中，完美世界的研发能力最强、历史积累最深，尤其是在 MMORPG 领域处于极高水平。虽然完美的市场和运营能力不一定比得上很多友商，但是与腾讯的合作可以有效补齐短板，腾讯掌握的大量用户数据也可以进一步提升完美的产品研发水平。
- 在今年的 UP 互动娱乐日，腾讯与完美联合发布了《完美世界》《云梦四时歌》两款手游。我们预计，《完美世界》将达到《天龙八部》的同等或更高水平，生命周期内的流水将超过 30 亿元；《云梦四时歌》作为国风二次元游戏，将填补腾讯产品线的重要空白。这样，完美将成为 A 股上市公司中与腾讯合作规模最大、关系最紧密的游戏公司。

华策影视(300133)

- 拥有丰富的 IP 项目储备和运作能力。公司曾成功运作《三生三世十里桃花》、《何以笙箫默》、《微微一笑很倾城》、《锦绣未央》、《夏至未至》等 IP 改编剧。公司将在《射雕英雄传》的成功经验上，继续开发经典新武侠系列作品，目前新版《绝代双骄》已经开机。大 IP 大制作的《凤权》、《橙红年代》已进入后期制作，预计今年播出，大幅增厚公司业绩。同时手握《遮天》等顶级 IP 将陆续进行开发。
- 公司拥有业内最大的电视剧产能，每年开机约 15-30 部电视剧，制作集数约 700-1000 集。拥有强大的产能将极大地提高 IP 开发的速度，提高爆款概率。公司打造的《爱情公寓》系列、都市职业剧系列《谈判官》、《翻译官》获得了口碑和收视率的巨大成功，未来公司将在这些系列上不断推出后续作品，同时会打造新的系列剧，包括即将播出的《我的奇妙男友 2》

以及《创业时代》。我们认为公司的综合实力在电视剧板块中最为优秀，可充分享受视频付费率不断提升的红利。

横店影视 (603103)

- 在影院行业的所有上市公司当中，最近几年扩张最积极的是万达电影、星美控股、大地影院和横店影视。与竞争对手相比，横店最大的特色是：扩张主要依靠自建影院而不是收购。自建影院固然存在周期较长、前期单银幕产出较低的问题，但是资本开支明显较低、能回避收购影院附带的风险。自建影院对非票房收入的掌控能力也比较高。上市以后，横店可能利用资金优势加强并购，自建与并购“双管齐下”，提升扩张速度。
- 横店是立足于三线以下城市和城郊结合部的影院公司，这是中国发展潜力最大的电影市场。今年一季报横店的业绩表现在所有院线股中最为亮眼，在整体票房增速 39.6% 的背景下，收入增速达到 39.9%，利润增速高达 63.8%。我们认为在今年票房回暖的大背景下，横店的业绩弹性十分巨大，在万达电影复牌时间不定的情况，成为带领整个电影板块的龙头股。

风险提示

- 对于任何传媒与互联网行业的公司而言，监管风险都是至关重要的；技术变革导致的被替代风险也很重要。由于流量红利耗尽导致的马太效应，中小型互联网公司还要面临被大公司夺取市场份额的风险。
 - 对于游戏公司而言，产品风险不可避免，任何产品都有失败的可能性；即使产品成功，仍然有发行推广成本过高而导致亏损的风险。
 - 对于影视公司而言，产品风险很大，尤其是电影公司；传统影视公司还要面临被互联网视频内容替代的风险。
 - 对于广告公司而言，线上广告公司在大数据时代面临数据分析技术不达标而被抛弃的风险，线下广告公司一直有失去市场份额的风险。
 - 对于社交媒体公司而言，用户使用习惯的变迁是最大的风险，快速的产品迭代又会带来更高的产品风险。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH