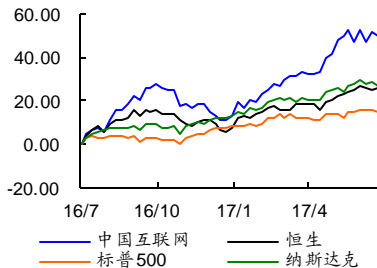


**证券研究报告—海外市场研究**
**互联网**
**2017 年下半年互联网行业策略报告**

2017 年 06 月 29 日

**一年该行业与恒生指数、标普 500、纳指走势比较**

**海外市场专题**

# 互联网“新五大”的未来

**相关研究报告:**

《天鸽互动-1980.HK-网络娱乐老兵稳健前行》——2017-05-31  
 《香港市场策略分析: 2017 下半年: 龙头共消费起舞》——2017-05-11  
 《慧聪网-2280.HK-打造中国内贸 B2B 2.0 的龙头》——2017-04-26  
 《元征科技-2488.HK-人工智能检测: 汽车数据服务的新起点》——2017-03-31  
 《腾讯控股-0700.HK-Q4 略低预期, 游戏受到挑战》——2017-03-24

**证券分析师: 王学恒**

电话: 010-88005382

E-MAIL: wangxueh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514030002

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## ● 网民人口红利褪去之后, 网络时间红利也出现瓶颈

中国手机网民在 2016 年已超过 9.4 亿, 非网民可能较市场认为的 6 亿要少 2 亿人, 网络人口红利褪去。在过去的两年里, 移动互联网时长的增长是对 PC 的分流, 而非创造出来的新时长, 在 2016 年后, 网络时间红利也逐步消失。

## ● 巨头开始展现基于时间份额的吞噬力

巨头们强者恒强, 但实现路径稍有差别。对于流量, 它们主要采用收购的方式将其纳入囊中; 而随着人均使用 APP 数量的减少, 几个超级 APP 时间份额继续提升。我们试着用流量份额集中度水平来归纳不同的子领域的发展阶段, 社交/电商大局已定, 视频/直播/教育/金融还在进一步集中的过程中。

## ● 鏖战三四线、出海亚非拉——期待“中国的, 也是世界的”

我国农村的互联网渗透率不及 40%, 远低于城市 70% 的水平, 对于农村的服务渗透不仅限于网上, 京东百万便利店、小米之家等计划将会在地面展开新一轮竞争; 网络公司的出海之路稍有不同, 有腾讯式的空中打击, 有阿里式的地毯式推进, 人口最多的东南亚市场成为焦点, 与硬件巨头华为相比, 网络业巨头的出海之路还在早期阶段。

## ● 内容繁荣的背后仍有隐忧, 电商的效率/效果之争仍在继续

中国网络内容的繁荣主要基于“杀富济贫”式的收费业务 (游戏、直播), 而普罗大众的业务 (音乐、视频) 比例尚低, 因此观察中国互联网存量市场还不能忽略溢价的摆动周期; 阿里巴巴追求效果式的方式会在 3 年内继续游刃有余, 而京东追求效率的方式依旧在深水区, 但可能厚积薄发。

## ● 美国股市各类资金持续流出, 唯一的流入公司回购也开始拐头

从 2013 年开始, 美国股市的个人、对冲基金 (主要是保险资金和变额年金)、海外投资者, 资金开始处在净流出状态。支撑股市创新高的持续流入资金是回购, 这是全球几乎独一无二的市场。但随着指数的上涨和加息的深化, 企业通过融资去回购变得越来越不经济, 美股的公司高管增持意愿也创新低。

## ● 新硬件、大数据、人工智能是创新的着眼点

以亚马逊 echo、手环为代表的新硬件将互联网的时间份额逻辑变得更加广义, 数据是新的争夺目标, 今日头条的成功证明, AI 虽然无法大面积普及, 但与某些应用/场景的结合, 已经迸发出强大的能量。

## ● 2021 年低级别 AI 普及, 2030 年类人水平 AI 普及

以算力作为着眼点, 初步测算 2021 年低级别的 AI 开始普及 (辅助驾驶级别), 2030 年类人级别的 AI 开始普及 (无人驾驶级别), 巨头们在 2021 年前后可能遭遇小级别 (类似谷歌之于雅虎) 的挑战, 在 2030 年将会遇到大级别 (类似苹果之于雅虎) 的挑战。

## ● 新五大的未来及跟踪要点

某种意义上, 互联网投资变得简单, 集中于龙头。我们将阿里 (BABA)、腾讯 (0700)、网易 (NTES)、京东 (JD)、微博 (WB) 称为新五大, 它们长期成长的确定性显著, 同时我们关注了每家企业的挑战。

## 内容目录

<b>空间还是时间？——时间的阿喀琉斯之踵</b>	<b>7</b>
中国到底有多少移动互联网用户？	7
网民用户红利的消失	8
我们可以 24 小时上网吗？	9
<b>马太还是长尾？——社交/电商大局已定，视频/直播/教育/金融硝烟四起</b>	<b>11</b>
以用户流量份额区分三种发展阶段	11
BAT 是强者愈强吗？	12
时间是个炼金石，哪里有时间，哪里有硝烟	14
<b>机会还是鸡肋？——三四线与国际化</b>	<b>17</b>
广袤三四线	17
浩瀚亚非拉	18
<b>杀富济贫还是普罗大众？——内容的繁荣来自何处</b>	<b>21</b>
欲望的内容运营，可悲可喜？	21
视频货币化稳步上升	24
知识远比直播难于盈利	25
<b>效率还是效果？——电商的理想与现实之间</b>	<b>27</b>
想改变商业现状的企业注定孤独	27
再谈阿里与京东的差别	28
阿里的货币化率还能提升多少？	30
京东本质上也不是电商，未来更像中国的 UPS	32
<b>看多还是做空？——回购驱动的美国股市</b>	<b>35</b>
美国股市的投资人结构——不容忽视的公司回购	35
资金持续在流出，那么谁在做多？	35
回购下降的美股，还能持续多久？	37
<b>出路还是末路？——新硬件、大数据、人工智能</b>	<b>39</b>
新产品、新数据：一个无处不在的数据网络	39
智能的一小步，商业的一大步	40
<b>未知还是未来？——2030 年与类人智能</b>	<b>42</b>
老鼠的智商也不低！——等待芯片的高速和低价	42
数据服务之于网络服务，一代新人换旧人？	44
<b>投资建议：新五大的形成以及面临的挑战</b>	<b>46</b>
腾讯控股（0700.HK）	46
阿里巴巴（BABA）	47
网易（NTES）	48
京东（JD）	49
微博（WB）	51
风险提示	52
<b>附录：近三年互联网流量变化</b>	<b>53</b>
<b>国信证券投资评级</b>	<b>60</b>
<b>分析师承诺</b>	<b>60</b>
<b>风险提示</b>	<b>60</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b>	<b>61</b>

## 图表目录

图 1: 中国互联网信息中心披露的手机网民规模 (亿)	7
图 2: 工业和信息化部披露的手机上网用户规模 (亿)	7
图 3: 中国移动宽带用户规模 (万户)	7
图 4: 移动宽带比例 (亿)	7
图 5: 中国移动宽带用户渗透率	8
图 6: 移动互联网用户每年净增用户规模 (万户)	8
图 7: 全球移动互联网渗透率	9
图 8: 移动互联网用户每日手机使用时长分布	9
图 9: 中国人均每周上网时长 (小时)	10
图 10: 中国人均每周上网时长分布	10
图 11: 全球 2016 年不同国家每日手机上网时长	10
图 12: BAT 在 2000 万月活以上 APP 的份额	13
图 13: BAT 在 1 亿月活以上 APP 的份额	13
图 14: 全球 2016 年不同国家每日上网时长	14
图 15: 2016 年今移动用户接入网络种类	15
图 16: 2016 年中国未看过视频直播群体不关注直播的原因	15
图 17: 移动智能终端用户平均安装与打开应用款数	15
图 18: 移动智能终端用户城市级别分布及变化	17
图 19: 移动智能设备品牌活跃设备分城市级别占比	17
图 20: 移动电商城市分布中, 低线城市占比未有明显提高	18
图 21: 国产手机厂商争相布局海外市场	18
图 22: 中美两国在线内容付费收入 (十亿美元)	21
图 23: 不同游戏“弃坑”之后的评价	22
图 24: 不同国家单个游戏用户获取成本 (美元)	22
图 25: 不同国家单个游戏用户获取成本 (按 GDP 调整, 美元)	22
图 26: 中国游戏行业人均消费增长率	23
图 27: 腾讯互联网增值用户人均消费增长率	23
图 28: 中国游戏用户规模 (亿户)	24
图 29: 中国游戏用户年均消费 (元)	24
图 30: 2016 年移动视频用户日均付费笔数下半年加速	24
图 31: 付费后的用户打开视频应用频次明显增加	24
图 32: 付费后的用户观看时间明显增加	24
图 33: 2016 年腾讯视频付费用户比例呈现稳步上升态势	24
图 34: 陌陌 MAU (百万)	25
图 35: 陌陌视频直播服务收入 (万元)	25
图 36: YY 视频直播收入 (万元)	25
图 37: 正在学习商业化的知乎	25
图 38: 京东的电商模式	27
图 39: 阿里巴巴的电商模式	27
图 40: 京东 618 机器人完成校园全球首单配送	29
图 41: 阿里巴巴的云计算收入 (百万元)	29
图 42: 阿里天猫与京东平台在 GMV 中的各自占比	29
图 43: 阿里天猫与京东平台 GMV 及增速 (亿元)	29
图 44: 阿里、京东在中国电商的比重	30
图 45: 中国网络购物市场规模 (亿元)	30
图 46: 网络购物在社会零售额中的占比	31
图 47: 网络购物在社会零售额中的占比	31
图 48: 阿里巴巴国内零售的货币化率	31
图 49: 佣金/天猫 GMV (近似天猫扣点)	31
图 50: 京东的百万便利店计划	33
图 51: 爆炸式增长的京东员工	33
图 52: 京东与亚马逊履约费用率的比较	34
图 53: 亚马逊的海外收入/电商总收入	34
图 54: 美国股市的投资人结构	35
图 55: 美国股票市场的资金净流入累计 (十亿美元)	35

图 56: 美国个人+官方累计资金流入 (十亿美元) .....	36
图 57: 美国外国投资人累计资金流入 (十亿美元) .....	36
图 58: 美国退休账户累计资金流入 (十亿美元) .....	36
图 59: 美国非退休账户资金累计流入 (十亿美元) .....	36
图 60: 美国股票市场的资金累计, 包含公司回购 (十亿美元) .....	36
图 61: 美国单季度上市公司回购资金规模 (十亿美元) .....	37
图 62: 企业员工买入兴趣创三年新低 .....	37
图 63: 美股上市公司总市值/GDP (百分之) .....	37
图 64: 美林 2016 年 3 月就预测回购资金的减少 .....	37
图 65: 某品牌手环 .....	39
图 66: 手环心率跟踪成为标配 .....	39
图 67: 谷歌眼镜 .....	39
图 68: 亚马逊音箱 .....	39
图 69: Leapmotion 的手势控制 .....	40
图 70: 谷歌的语言识别准确率 .....	40
图 71: 彭尼百货 (JCP) 的股价与累计访问车辆 .....	40
图 72: Orbital Insight 跟踪车位数据 .....	40
图 73: 2016 年综合资讯 APP 人均单日使用时长 (分钟) .....	41
图 74: 综合资讯行业 APP 总时长 .....	41
图 75: 2016 年下半年, 头条视频 MAU 飙升 43 倍 .....	41
图 76: 不同脊椎动物的大脑 .....	42
图 77: 腾讯微信与收费增值用户的增长率 .....	46
图 78: 腾讯增值业务季度 ARPU 及增长率 .....	46
图 79: 2017 网易新发布游戏 .....	49
图 80: 京东的毛利率水平 .....	50
图 81: 微博用户与移动互联网用户的增长率 .....	51
图 82: 微博用户季度同比增长率 .....	51
图 83: 电子商务千万以上月活 APP 的流量地图 .....	53
图 84: 本地综合服务 APP 的流量地图 .....	53
图 85: 视频千万以上月活 APP 的流量地图 .....	53
图 86: 社交网络千万以上月活 APP 的流量地图 .....	54
图 87: 浏览器 APP 的流量地图 .....	54
图 88: 音乐 APP 的流量地图 .....	54
图 89: 新闻 APP 的流量地图 .....	55
图 90: 地图 APP 的流量地图 .....	55
图 91: 交通 APP 的流量地图 .....	55
图 92: 共享单车千万以上月活 APP 的流量地图 .....	56
图 93: 旅行 APP 的流量地图 .....	56
图 94: 商店 APP 的流量地图 .....	56
图 95: 安全 APP 的流量地图 .....	57
图 96: 阅读 APP 的流量地图 .....	57
图 97: 汽车 APP 的流量地图 .....	57
图 98: 自拍千万以上月活 APP 的流量地图 .....	58
图 99: 直播 APP 的流量地图 .....	58
图 100: 体育 APP 的流量地图 .....	58
图 101: 理财 APP 的流量地图 .....	59
图 102: 房地产 APP 流量地图 .....	59
图 103: 教育 APP 的流量地图 .....	59

表 1: 互联网不同应用所处发展阶段 .....	12
表 2: 截至 2017 年 4 月月活 APP 的排名 .....	13
表 3: 三大运营商不限流量套餐 .....	14
表 4: 十款主要 APP 的月上网时长 (小时) .....	16
表 5: 阿里巴巴的海外扩张之路 .....	18
表 6: 腾讯的海外扩张之路 .....	19
表 7: 几种支出的递增速度 .....	23
表 8: 网络开店与实体店的成本比较 (服装为例) .....	32
表 9: 中国 41 家 A 股商场的收入与利润 (亿元) .....	32
表 10: 京东的履约指标 .....	33
表 11: 京东的履约费用 .....	34
表 12: ALEXNET 介于苍蝇和老鼠之间 .....	42
表 13: 实现人类智能/老鼠智能的成本简单测算 .....	43
表 14: 腾讯控股 (0700.HK) 的收入与利润 .....	47
表 15: 阿里巴巴 (BABA) 的收入与利润 .....	47
表 16: 网易 (NTES) 的员工情况 .....	48
表 17: 网易 (NTES) 的收入与利润 .....	49
表 18: 京东 (JD) 的收入与利润 .....	51
表 19: 微博 (WB) 的收入与利润 .....	52

从实业视角来看，中国移动互联网业蓬勃发展，正进入到深水区，表现为：

- 1、流量与时长正向巨头们集中，巨头们的行业壁垒在进一步增强，新的创新仅在局部的，小范围的领域中出现；
- 2、商业化的升级如火如荼，无论游戏、广告、电子商务都在披荆斩棘、大踏步前进；
- 3、三四线在3年内还有一仗，基本不会影响网络业格局，但会影响网络业的份额；
- 4、国际化从早年试探摸索到目前的坚定加速，从硬件到软件，从欧美到亚非拉；
- 5、尚未看到可以形成破坏式创新的技术条件，因此用户规模、技术、资本、品牌在几年之内依然是企业们赖以继的重要门槛。

我们将腾讯、阿里巴巴、京东、网易、微博称为“新五大”。

并提示，在商业化的关键时刻，细分领域里容易滋生贪快求全、涸辙而鱼、不当竞争的缺憾，因此，中国互联网业在走向世界之前，还应该梳理十几年来大干快上形成的部分后遗症，力求自身的基础更扎实，心态更稳健，以拥抱“中国的，也是世界的”伟大时代。中国有已然成功的硬件公司华为，虽然模式不同，但十几年的踏实苦功以及矢志不渝的奋发心态，都是可以被网络业公司借鉴的。

从投资视角来看，全球股市已经进入第八年的牛市，我们逐渐习以为常一些事情，包括：

- 1、一直以来全球相对宽松的流动性；
- 2、不断抬高的估值中枢，已经在和2000年时的估值水平比较；
- 3、对经济的基本面从验证（实际GDP增速）到预期（如等待降税，等待少加息或晚加息）；
- 4、对认为确定的趋势估值切换至未来（2018甚至2019）；
- 5、不再对资金流向敏感；
- 6、对企业的基本面关注近期而忽视远期；
- 7、对潜在的来自经营的风险，尤其是金融驱动实业的风险可能重视不足。

介于此，我们试图在本文中提示几类关注点：

- 1、来自网络业流量与时间的红利正在消失的影响；
- 2、部分重点行业中期的周期波动方向；
- 3、并在对重点标的（之所以列为重点，是因为我们认可公司的中长期价值），尽量试着从鸡蛋里挑骨头的角度去思考一下未来的挑战与风险。

本文虽然为下半年策略报告，但继承2017年度互联网投资策略报告《无往不复》的主旨——尽量能展望更久。这是因为，我们预判全球的科技资产价格可能正在一个大的牛熊分界线上，我们要对可能的风险防患于未然。

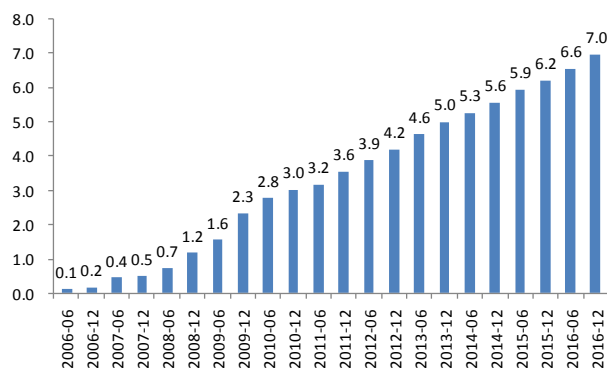


## 空间还是时间？——时间的阿喀琉斯之踵

### 中国到底有多少移动互联网用户？

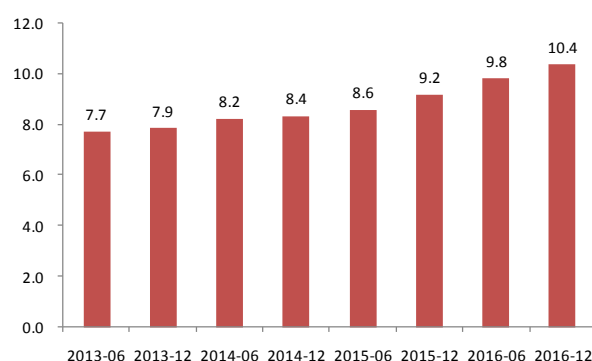
根据中国互联网信息中心每半年发布的《中国互联网络发展状况统计报告》，2016年，我国的手机网民达到 6.95 亿。由于互联网信息中心采用的是固定样本组的统计方法，在计算时数据偏谨慎。该数据是对于网民自下而上的调研，主要用于反馈网民态度、意见，访问网站的类型、时长等信息。而当考虑到自上而下的用户规模估算时，可以参考其趋势指标，但绝对规模可能会有一定的偏差。

图 1：中国互联网信息中心披露的手机网民规模（亿）



资料来源：CNNIC，国信证券经济研究所整理

图 2：工业与信息化部披露的手机上网用户规模（亿）

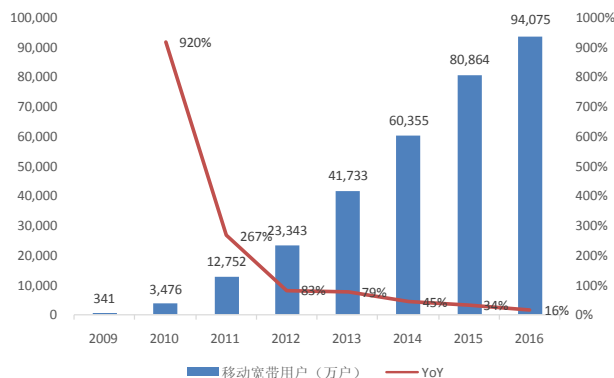


资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

按照工业与信息化部披露的手机上网用户规模，2016 年 12 月，该用户已经达到了 10.4 亿人，较互联网信息中心披露人数多 3.4 亿人。工信部的数据源自三大电信运营商的计费数据，而计费数据是指用户定制了手机上网的业务，当然，该用户范围也包括用户缴费、但并没有实际使用的情况。因此，两个数据合并得出，我国的手机上网用户应该介于 7-10.4 亿之间。腾讯在 2016 年报中披露，微信的月活跃用户 8.89 亿，由于微信是实名注册，要一一对应手机号，因此，再修正中国的手机网民规模应该介于 8.9 亿-10.4 亿之间。

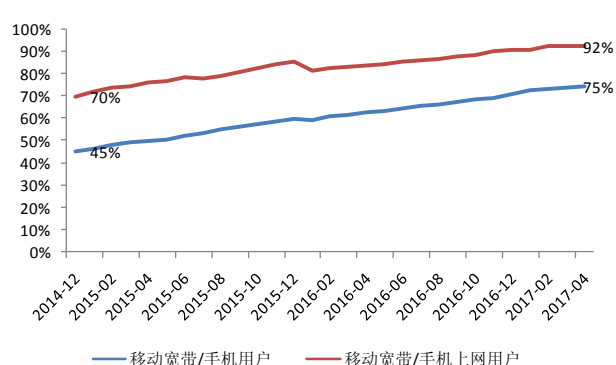
一直以来，我们基于移动互联网用户规模的观测，都主张基于电信运营商的出账数据，因为该数值不是抽样样本。但我们也没有选择手机上网数据总量，而是采用移动宽带用户数据（3G+4G）：这个数据的好处是：用户定制了 3G 与 4G 业务，其上网的目的性与意愿更强；以及，用户在 3G/4G 下的移动互联网体验更好。

图 3：中国移动宽带用户规模（万户）



资料来源：工信部，三大运营商历史数据，国信证券经济研究所整理

图 4：移动宽带比例（亿）



资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

2016 年底，中国的移动宽带用户规模为 9.4 亿，这是我们一直以来定义的移动互联网用户规模。这部分用户，占到中国手机用户的 75%，以及中国手机上网用户的 92%。在电信运营商积极推进无线网络提速的大背景下，移动宽带用户已经接近手机上网用户规模。中国的移动互联网用户增速从 2014 年之前的 50% 以上，下滑至 2016 年的 16%（我们预计 2017 年 13-14% 之间），增长率明显趋缓。

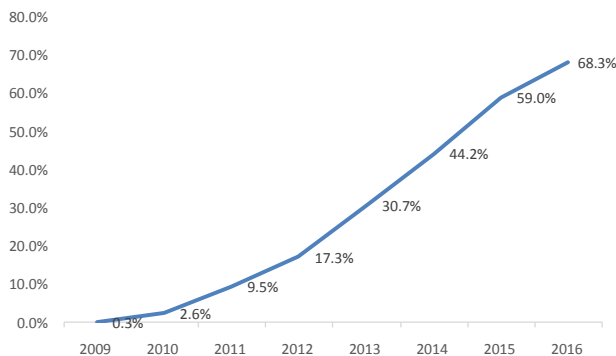
截至 2017 年 4 月，中国共有手机用户 13.49 亿，几乎与全国人口（2015 年 13.5 亿）相同，这是因为，部分用户是双机或者多机用户。造成双机/多机的原因是多种多样的：如拥有了丰富的终端，如 iPad、智能手表的数据卡；如基于隐私上的沟通需求；如区分工作与生活（一般是单位报销一部手机话费）等。虽然，这些多机用户对于电信运营商的好处是用户可以为多个卡体买单，但对于互联网企业来说，他们的贡献却是有限的，主要的问题是：他们不能同时做几件事，比如一个典型的双机用户，它可能主要在一个终端上进行视频浏览，而另一个终端几乎不产生视频浏览行为，这对于爱奇艺这样的网站而言，它的潜在用户基数并没有增加。

我们之所以稍加时间讨论关于用户基础的问题，是想澄清一个事实：目前中国的手机网民基数已经很大（考虑到 2016 年底的 9.4 亿，假定远期渗透率可以到 100%，潜在增长也仅为 4 亿，且要花几年时间），用户高速增长的时代已经过去。

### 网民用户红利的消失

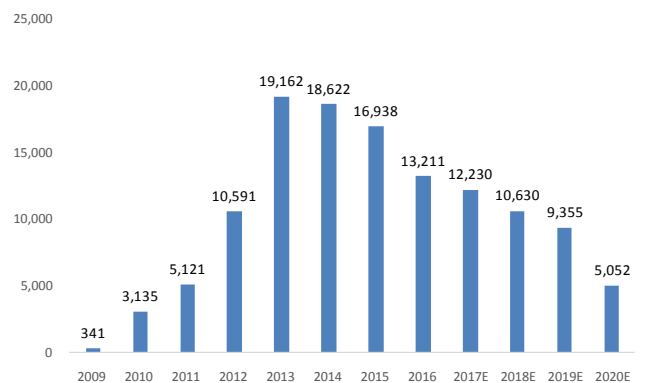
在 2016 年，移动互联网用户的渗透率已达 68.3%，超过 50% 以后，基本可以被认为是网民人口开始失去红利。2013 年，中国新增了 1.9 亿移动互联网用户，达历史最高值，2016 年，1.3 亿用户加入到移动互联网世界，我们预计净增用户每年不断下降。

图 5：中国移动宽带用户渗透率



资料来源：工信部，统计局，国信证券经济研究所整理

图 6：移动互联网用户每年净增用户规模（万户）

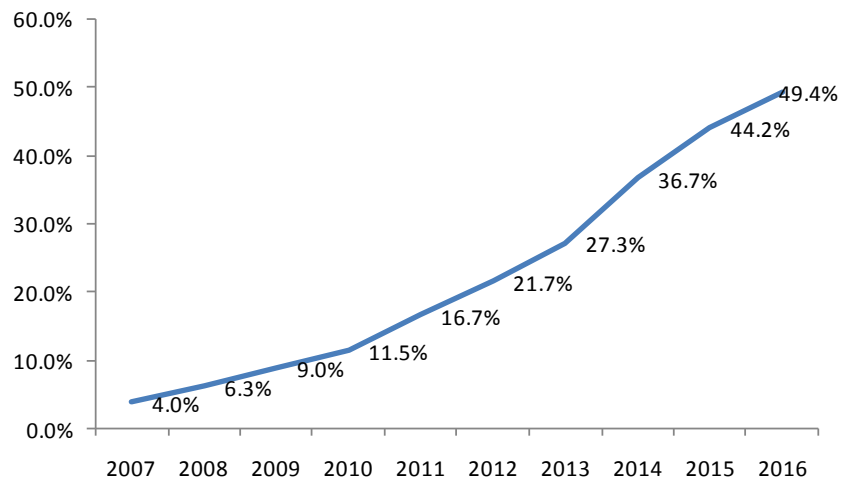


资料来源：工信部，三大运营商历史数据，国信证券经济研究所整理

在全球，移动互联网渗透率已经落后于中国，但也于 2016 年触及 50% 的水平，新增用户较快的地区，主要包括印度、南美、非洲一些国家和地区。



图 7: 全球移动互联网渗透率



资料来源：国际电信联盟，国信证券经济研究所整理

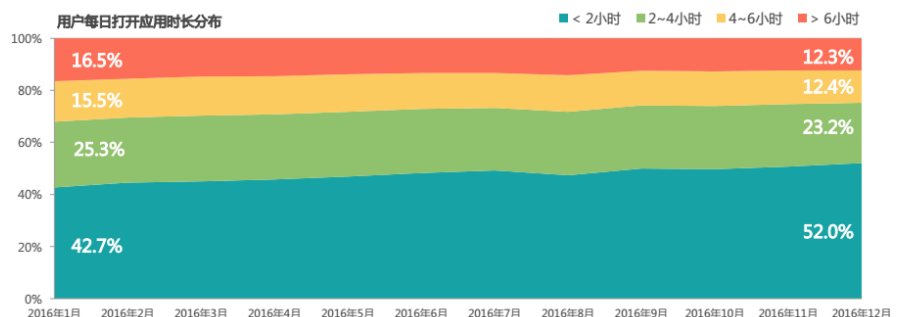
在全球，移动互联网的用户增长开始放缓，而在中国，我们在 2015 年上半年渗透率已然超过 50%。全球在 2017-2018 年，将复制中国 2015-2016 年的用户增长情景。无论如何，我们正在经历的是一个用户从爆发式增长到增速放缓的过程，当下，用户增速还保持在两位数，但可预见 2 年后（2019 年），该增速将会在中国回落到 10% 以下。

### 我们可以 24 小时上网吗？

繁荣论者认为，互联网的价值=用户\*使用时间。使用时间在不断的增加，想想这几年，一旦没有手机在身边的你我，将会变得多么的不淡定！然而，情况真的是这样吗？

Trustdata 跟踪的数据显示，2016 年，每日手机使用 2 个小时之下的用户数量明显提高。悲观点说，移动互联网用户每日手机使用时长呈现明显萎缩趋势，但我们认为其背后主要是双机用户的原因（备用机增长较快，基本不上网或时间很短），由于中重度用户上网的市场还可能增加，因此平均上网时间并不一定特别悲观（但也绝不乐观）。

图 8: 移动互联网用户每日手机使用时长分布



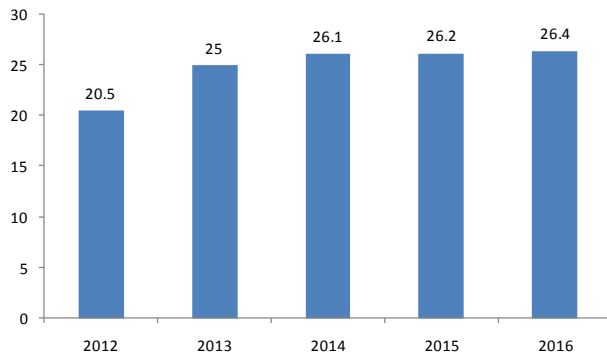
资料来源：Trustdata，国信证券经济研究所整理

CNNIC 对于样本用户的调研数据基本支持这一观点。早年，我们耗费较多的时间在 PC 机上，手机出现后，确实能够拉动我们每天使用互联网的时间，但该时长在 2013 年开始即增长持平，一直维持在每周 26 小时，约每天 3.7 小时——因为人除

了上网，还要睡觉、工作和吃饭！

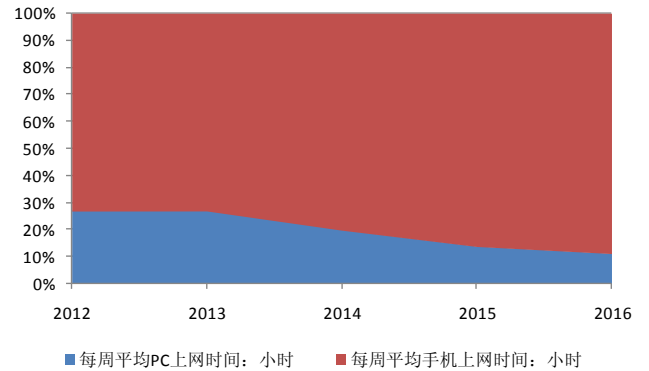
我们体验到的繁荣，是我们的上网时间越来越多的分布在手机上——2012年，PC机尚占据人们 1/4 的上网时间，而当下，这个比例接近 10%。

图 9：中国人均每周上网时长（小时）



资料来源：CNNIC，国信证券经济研究所整理

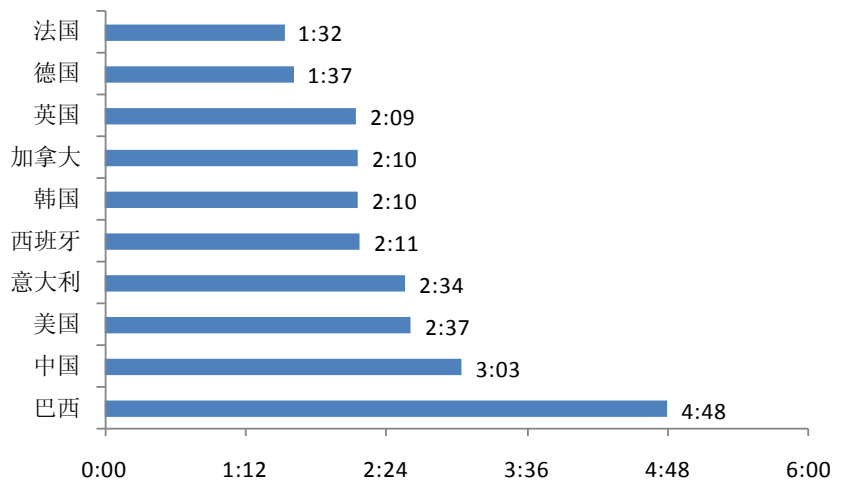
图 10：中国人均每周上网时长分布



资料来源：CNNIC，国信证券经济研究所整理

然而，要回答我们上网的时间是否还能继续大幅增长的问题，也可参考一下全球不同国家的日均上网时长水平。

图 11：全球 2016 年不同国家每日手机上网时长



资料来源：Statista，国信证券经济研究所整理

来自 Statista 的调研数据显示，中国的上网时间名列大国中的第二位，3 小时 03 分（中国互联网信息中心的数据是 3 小时 20 分，两者互为验证），次于巴西的每日 4 小时 48 分，但远高于美国的 2 小时 37 分，以及意大利、西班牙、韩国、加拿大、英国、德国、法国。

中国在国情、习惯、工作氛围等多种因素上均和巴西有较大区别，因此该数据也进一步说明了：一直以来，我们认为的手机能够大大促进使用量的时间红利基本结束。换句话说，2014 年以后，中国的网络人口红利逐步消失，2016 年以后，中国的网络时间红利逐步消失。

## 马太还是长尾？——社交/电商大局已定，视频/直播/教育/金融硝烟四起

时间的瓶颈带给我们直观的感受是：尽管一部手机中有如此之多的 APP，且我们有不同种类的移动终端，但我们就一双眼睛，能够摄取的信息也只能受时间的辖制。APP 与 APP 之间，终端与终端之间，在这样一个时期内，一方吸引用户的时间，就是一方失去的用户的时间。

### 以用户流量份额区分三种发展阶段

我们对比了近三年互联网流量变化（由于数据量较多，见附录：近三年互联网流量变化），观察流量的变化，将网络业细分子领域发展阶段划分如下：

- 1、发展期（前三份额不到 60%）：强者的份额还不稳定，新玩家还在进入
  - a) 美图/短视频：从美图、美颜相机的统治地位到快手、FACEU 的崛起，然而，四家加一起依然比以前份额低，前三者约 60% 份额；
  - b) 直播：短短两年，就从 YY、斗鱼、虎牙三家到映客、火山（今日头条）的诸侯乱战格局，前三者低于 50% 的份额；
  - c) 视频：爱奇艺、腾讯、优酷三者的优势持续扩大，三者合计超过 60% 份额；
  - d) 阅读：掌阅下滑的速度较快，QQ 阅读、宜搜小说上升，三者合计份额持平，前三者约 60% 份额；
  - e) 教育：猿题库（及小猿搜题）、作业帮曾经两家很大，后来进入的一起作业、互动作业等 APP 逐渐增加份额，使得前两家份额下降，前三者约 60% 份额。
  - f) 理财：同花顺依然最大，东方财富、大智慧、随手记基本也都保持各自份额，京东金融、蚂蚁聚宝、随手记等还在进入，前三者约 60% 份额；
- 2、变革期（前三份额约 70% 以上但下滑）：强者的份额下降，新技术/新模式/新市场的冲击
  - a) 新闻：腾讯、今日头条、搜狐较三年前的份额下降，尽管今日头条的量增长较快，但搜狐下降明显，前三者约占 70% 的份额但在下滑；今日头条以机器学习技术改变了行业；
  - b) 应用商店：应用宝、百度手机助手、360 手机助手的份额在下滑，华为应用市场的份额在提升，前三者约 70% 的份额但在下降；华为以终端的繁荣改变了业态；
  - c) 房地产：从房天下（搜房）一家独大，到安居客、链家的后来居上，目前是三者均分，链家以线下独特优势改变了行业格局；
  - d) 汽车：从汽车之家、汽车报价大全（易车）两家平分天下到瓜子二手车以新市场为切入点进入后的三分天下；
- 3、成熟期（前三份额大于 80%，甚至 90%）：强者份额保持，没有玩家进入，行业趋于成熟
  - a) 社交：从头至尾，微信/QQ/QQ 空间，微博两家独大，陌陌维持，三者合计超过 90% 份额；
  - b) 电子商务：流量基本在淘宝/天猫/闲鱼+京东+唯品会三家，前两者份额 75% 左右，三者合计超过 80% 份额；
  - c) 本地电子商务服务：美团/大众点评/美团外卖+百度外卖/百度糯米+饿了

- 么三家瓜分市场，未有新进入者，三者合计超过 90% 的份额；
- d) 浏览器：百度、QQ、UC 比三年前的份额微幅增长，80% 以上份额；
  - e) 音乐：腾讯独霸天下，酷狗/QQ 酷我（都是腾讯）比三年前的份额更大，腾讯超过 80% 份额；
  - f) 地图：百度、高德两家独大，始终保持 90% 的份额；
  - g) 打车：滴滴快的合并前两家独大，合并后 Uber 进入中国，但滴滴的份额在持续提升；滴滴和 Uber 超过 80% 的份额。
  - h) 旅行：12306、携程、去哪儿三者的份额在不断提升，三者超过 80% 的份额。
  - i) 安全：腾讯手机管家、360 手机卫士/360 清理大师、猎豹清理大师的份额接近 90%；

将以上分类汇总，如下表格。

**表 1：互联网不同应用所处发展阶段**

发展阶段	应用类别	市场竞争格局	份额参考
发展期	美图/短视频、直播、视频、阅读、教育、理财	强者的份额还不稳定，新玩家还在进入	前三份额 <60%
变革期	新闻、应用商店、房地产、汽车	强者的份额下降，新技术/新模式/新市场的冲击	前三份额 <70% 以下，但下滑
成熟期	社交、电子商务、本地电子商务服务、浏览器、音乐、地图、打车、旅行、安全	强者份额保持，没有玩家进入，行业趋于成熟	前三份额 80%-90%

资料来源：国信证券经济研究所，渗透率份额参考易观数据

在不同的发展阶段，对于资本的吸引力是不同的。

发展期的应用，主要吸引一级市场和互联网实业参与。有的时候，它们并不在意回报，而是一种战略布局。像视频是一个非常典型的例子：BAT 每人一家，百度爱奇艺、腾讯视频、阿里优酷土豆，尽管企业都未盈利，但丝毫未能阻挡几个实业巨头的全情投入；

由于我国互联网总体上正步入到成熟期，因此变革期的企业主要是吸引一级市场的或者非互联网实业的参与者，互联网巨型实业公司在这里处于守势，例如，搜狐/腾讯新闻没有想到来自张一鸣今日头条的巨大挑战，腾讯应用宝也没有想到来自华为手机的流量挤压；

成熟期的应用，主要受到二级市场的追捧，应为它们的商业模式确定，巨头份额稳定，资本体量够大。比较典型的是社交、电子商务。

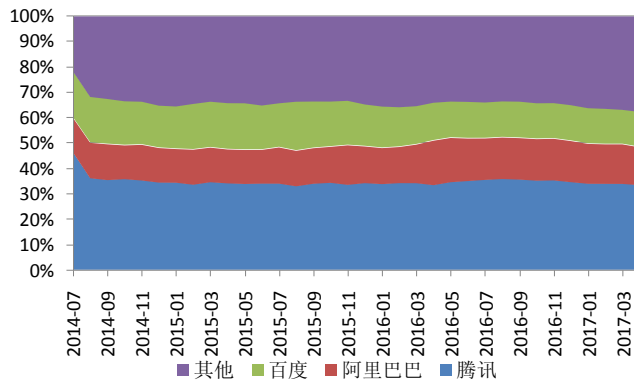
### BAT 是强者愈强吗？

我们经常说，互联网是强者恒强，那么经过了三年，B-A-T 三者的份额在互联网总盘子中是否增强了呢？

一家独大或者网络业独有的“三家独大”都是个印象，实际上，互联网的本质是创新永恒，因此，后边的创业企业永远都会以新的玩法、新的路径、新的技术争取从一个并不见经传的小企业，成为像 B-A-T 那样的大公司。

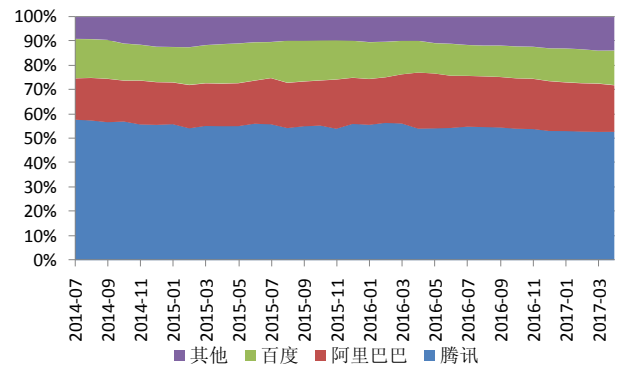
我们比较 2017 年 4 月达到 2000 万月活的 APP 的份额发现，B-A-T 在这个流量池中的份额在下降，这说明新的应用在崛起（如作业帮、哔哩哔哩、乐视视频、芒果 TV、Faceu 激萌、唱吧等）。而在超过 1 亿月活的 APP 份额中，B-A-T 并没有下降太多（当然，也有下降），后起之秀包括今日头条、WIFI 万能钥匙、360 手机卫士/助手、华为应用市场，以及接近过亿的快手。

图 12: BAT 在 2000 万月活以上 APP 的份额



资料来源：国信证券经济研究所整理，份额参考易观数据

图 13: BAT 在 1 亿月活以上 APP 的份额



资料来源：国信证券经济研究所整理，份额参考易观数据

是什么造成了 B-A-T 在两种不同的应用份额差距呢？如果我们来看看月活过亿 APP 的分布，答案一目了然——收购。

腾讯收购了酷狗音乐、搜狗输入法，阿里收购了优酷视频、UC 浏览器、微博。在仅存的几个应用中，并非 B-A-T 们不感兴趣，而是要么这些应用不可能被卖，比如华为应用市场、360 手机卫士/360 手机助手、要么是创始的理想是独立发展，如今今日头条、WiFi 万能钥匙。

因此，在我们理解强者恒强这句话时，从互联网流量的角度，得到大概是这样的一幅图画：巨头们率先盈利并资本化，手上持有大量现金，然后虎视眈眈于创新的流量们，根据自己的战略以及支付能力，将其分别纳入囊中，这里也会有“硬骨头们”，如 Facebook 遇到的 snapchat，如今今日头条...但这恰恰就是创新的魅力，新旧力量你追我赶，周而复始。

表 2: 截至 2017 年 4 月月活 APP 的排名

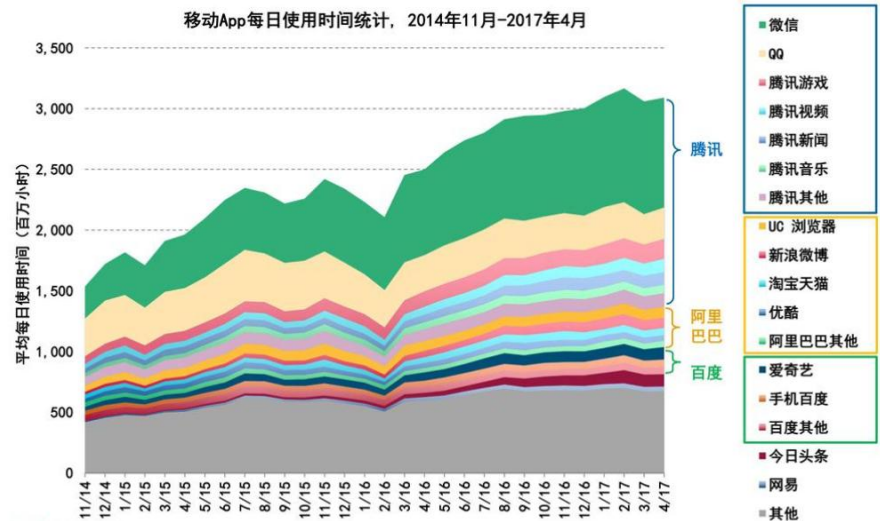
	月活用户（万）	归属
微信	82,307	腾讯
QQ	55,609	腾讯
支付宝钱包	33,974	阿里
淘宝	30,023	阿里
手机百度	26,484	百度
爱奇艺视频	26,475	百度
腾讯视频	25,586	腾讯
酷狗音乐	24,580	腾讯收购
WiFi 万能钥匙	24,090	
QQ 浏览器	23,878	腾讯
腾讯手机管家	20,615	腾讯
应用宝	20,230	腾讯
搜狗手机输入法	17,746	腾讯收购
QQ 音乐	16,944	腾讯
优酷视频	15,998	阿里收购
腾讯新闻	15,720	腾讯
360 手机卫士	15,680	
今日头条	15,626	
微博	15,137	阿里收购
百度地图	15,083	百度
百度手机助手	14,518	百度
UC 浏览器	13,423	阿里收购
360 手机助手	12,690	
华为应用市场	11,084	

资料来源：易观，国信证券经济研究所整理

## 时间是个炼金石，哪里有时间，哪里有硝烟

强者俞强的另一层含义是时间份额的集中。根据 Questmobile（高瓴资本整理）的数据显示，互联网三巨头在三年时间里，时间份额继续上升。除了人们日常时间消耗在社交（微信、QQ、微博）、电商（淘宝天猫）外，视频成为最大的时间消耗应用：腾讯视频占到腾讯系排名的第四位，优酷占到阿里系排名的第四位，爱奇艺跃升至百度系排名的第一位！今日头条是个独立的 APP，其时间消耗也主要靠视频频道。

图 14：全球 2016 年不同国家每日上网时长



资料来源：Questmobile，高瓴资本，国信证券经济研究所整理

2017 年比较重要影响是三大运营商都推出了“无限流量”套餐，包括中国联通的“冰激凌”套餐、中国移动的“任我用”套餐以及中国电信的“不限流量”套餐。

表 3：三大运营商不限流量套餐

	套餐品牌	标准	备注
中国联通	冰激凌	199 元/月	原月租为 398 元/月，现在 5 折后为 199 元/月，套餐每月包含 100GB 全国流量，无限通话时间，预存 2000 元；
中国移动	任我用	188-288 元/月	4G 网络下 12-20G，3G 网络下封顶 50G，新老用户略有区别。
中国电信	不限流量套餐	169 元/月	5.17 广东推出，部分省类似，4G 网络下 50G，3G 网络下 50G。

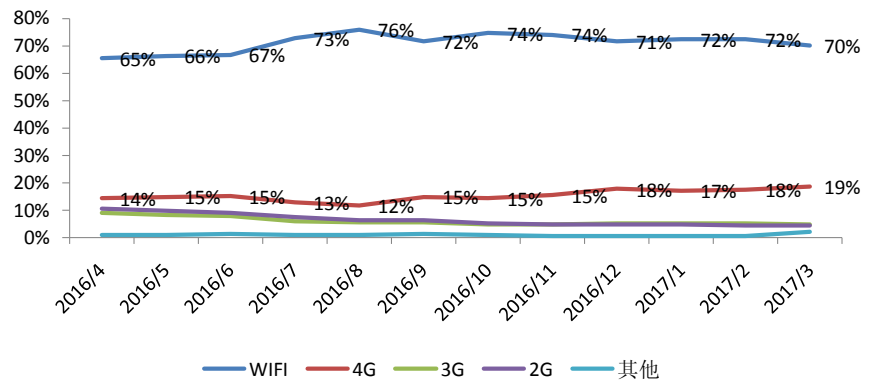
资料来源：各运营商网站，国信证券经济研究所整理

尽管各大运营商的不限流量套餐均有上限，但 50-100G 的流量上限，和一年之前的 1G 或者 2G 套餐相比扩充了几十倍，将大大刺激流量的消耗。

从最近一年，移动用户接入网络种类分布来看，4G 网络有了明显的提高，2G 和 3G 网络都在快速下降，然而，能够使用 WIFI 的，依然会首选 WIFI。目前依旧有 70% 的网民通过 WIFI 接入互联网。因此，流量的解放，随时随地接入移动互联网梦想的逐步实现，将会对网民的接入自由度产生深远的影响。



图 15: 2016 年-今移动用户接入网络种类



资料来源: Talkingdata, 国信证券经济研究所整理

在 2016 年 12 月, 艾瑞发布了《2016 年中国移动直播用户洞察报告》, 指出: 2016 年中国未看过视频直播群体不关注直播的原因中, 排名第一的是用户担心流量消耗太多。而电信运营商的无限流量计划, 伴随用户渗透率的提升, 将会迅速缓解用户的这一担心, 继续刺激视频直播行业的快速发展。

图 16: 2016 年中国未看过视频直播群体不关注直播的原因

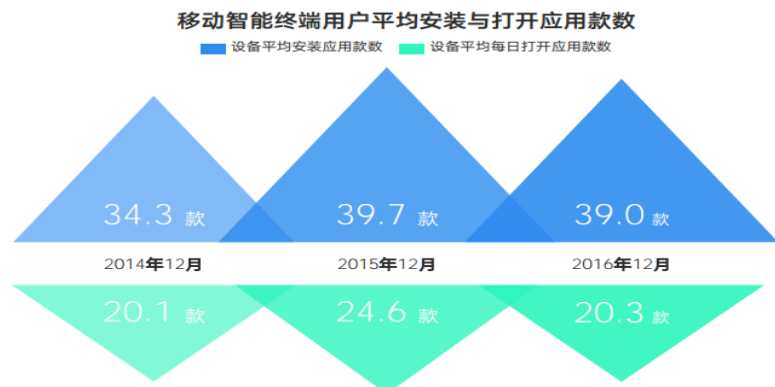


资料来源: 艾瑞咨询《2016 年中国移动直播用户洞察报告》, 国信证券经济研究所整理

可以肯定的是, 2017 年-2018 年, 仍是视频业务蓬勃发展, 巨头们资金涌入 (版权、流量推广、直播) 的重要时间窗口。

因此, B-A-T 从时间控制的角度, 的确做到了马太效应: 尽管 APP 数量如此惊人, 但网民总是离不开微信、淘宝、视频、新闻几个重要应用, 而且随着使用, 依赖度、依存度就越高。2016 年, 是应用马太效应的拐点年, 移动智能终端用户平均安装从 2015 年 12 月的 39.7 款, 下降到 2016 年 12 月的 39 款; 而日平均打开应用款数从 2015 年 12 月的 24.6 款, 下降到 2016 年 12 月的 20.3 款。

图 17: 移动智能终端用户平均安装与打开应用款数



资料来源: Talkingdata, 国信证券经济研究所整理

简单总结下来：尽管依旧有创新的存在，每年会出现一批千万月活的 APP，少量五千万月活的 APP 以及一两家过亿的 APP，但 BAT 对网民时间的控制在愈发增强。

**表 4：十款主要 APP 的月上网时长（小时）**

	2016/6	2017/5	增长率
微信	20.1	21.0	4%
QQ	9.7	8.6	-11%
爱奇艺	11.3	11.8	4%
腾讯视频	8.3	9.1	10%
手机淘宝	1.9	2.1	8%
支付宝	0.6	1.2	102%
新浪微博	3.9	4.2	9%
百度搜索	3.3	3.8	13%
QQ 手机浏览器	4.5	3.9	-14%
百度地图	0.6	0.6	-6%
合计	64.2	66.2	3%

资料来源：艾瑞，国信证券经济研究所整理

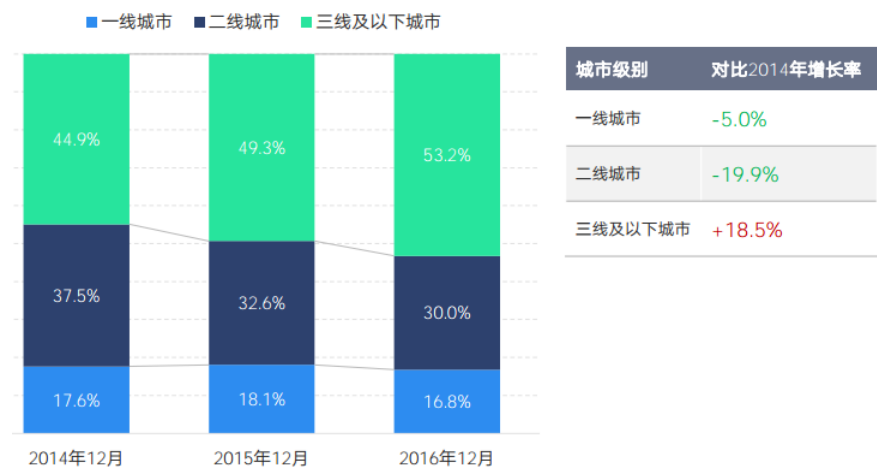
但当我们与一年之前比较，在中国月活排名前十的 APP 中，月平均使用小时合计仅增长 3%，这似乎又一次敲响警钟？互联网未来的增长点在哪里？

## 机会还是鸡肋？——三四线与国际化

### 广袤三四线

的确，从接入人口的占比来看，三线及以下城市成了生力军，2016年在移动互联网人口占比重达53.2%，较一年前提升了4%，较两年前提升了8%。按照国家统计局的人口计算，三线以下城市的人口占到中国人口总量的80%，考虑到一二线城市的流动人口可能更高，因此我们估计三线以下城市人口占到中国人口总比例大约为70%-80%，因此，未来中国移动互联网人口增量主要在三四线。预计3-4年内，该分部将趋近于中国人口分布。

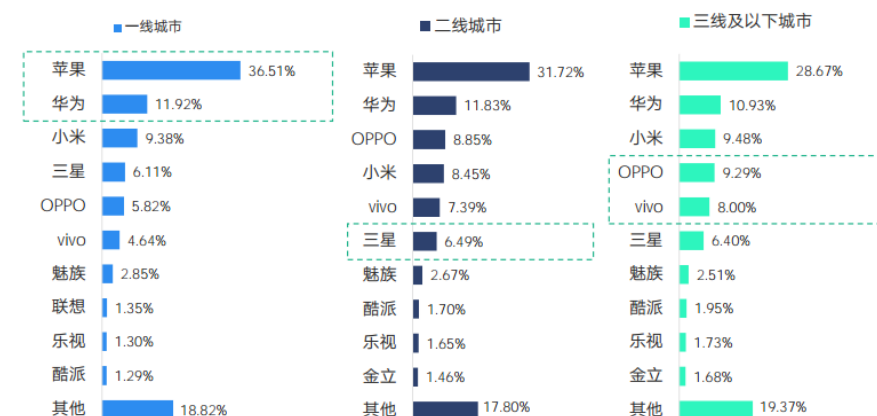
图 18: 移动智能终端用户城市级别分布及变化



资料来源：Talkingdata，国信证券经济研究所整理

然而，三四线城市的经济发展水平较一二线落后，以终端为例，一线城市偏好手机品牌为苹果、华为；二线三星使用比例高于其他城市；三线城市的oppo与vivo使用量则显著提高。

图 19: 移动智能设备品牌活跃设备分城市级别占比

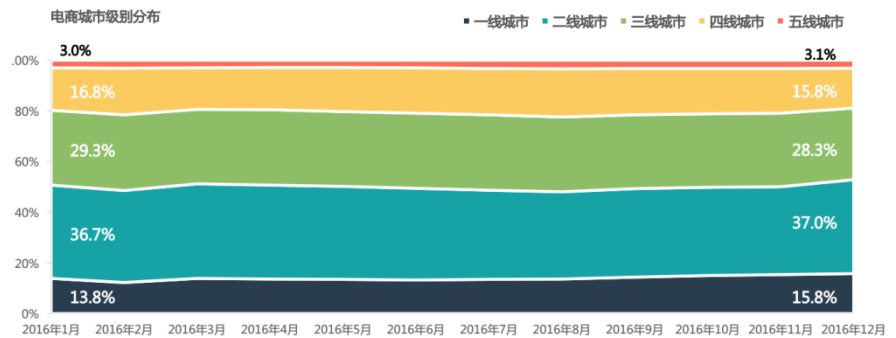


资料来源：Talkingdata，国信证券经济研究所整理

因此，广大的三四线消费习惯、支付能力仍需培养，而网络与IT公司们的重要收入来源目前从一二线地区，开始向三四线城市过渡，但这仍需要时间。

以移动电商为例，移动电商城市分布中，一二三线城市占比依旧高达 80%，低线城市占比未有明显提高。

图 20: 移动电商城市分布中，低线城市占比未有明显提高



资料来源: Trustdata, 国信证券经济研究所整理

## 浩瀚亚非拉

随着二十年前华为的出海，带动了一大批的中国 IT 与互联网企业走出国门。相比而言，硬件公司由于没有产品的“文化鸿沟”，执行的更加坚决彻底，而软件与互联网公司受制于“中文+中国”的成长模式，则多采用了并购方式借船出海。华为、小米、OPPO、中兴、联想，基本都把目标瞄向国外，华为海外经验最为丰富，所以基本瞄准的是全球市场，OPPO、小米、联想在东南亚、印度争夺激烈，中兴凭借多年在美国的运营，已在美国市场取得了 10% 的份额。

图 21: 国产手机厂商争相布局海外市场



资料来源: Talkingdata, 国信证券经济研究所整理

从阿里的海外扩张可以看出，到目前为止，阿里的并购分三步走：

第一步，夯实电商：从 2010 年到 2013 年，阿里的并购方向主要在美国的电子商务公司，Vendio Services、Auctiva、Fanatics、ShopRunner、1stdibs 等；

第二步，导入流量：从 2014 年到 2015 年，并购了大量的能够电子商务平台带来新流量的公司，类似 Tango、Snapchat。

第三步，东南亚扩张。主要是 2015 年之后的印度 One97 Communications、印度 Snapdeal、新加坡 Lazada、印度 Paytm、印度 TicketNew。

表 5: 阿里巴巴的海外扩张之路

时间	事件
2010 年 6 月	全资收购美国电子商务服务提供商 Vendio Services Inc.
2010 年 8 月	收购美国电子商务公司 Auctiva。
2013 年 6 月	1.7 亿美元参投美国 Fanatics。

2013年10月	5000万美元投资应用搜索公司 Quixey，并于2015年继续参投 Quixey 6000万美元。
2013年10月	2.06亿美元投资美国电商的物流公司 ShopRunner。
2014年1月	1500万美元投资美国高端奢侈品网站 1stdibs。
2014年4月	2.17亿美元收购了美国移动社交应用 Tango 20%的股份。同月，2.5亿美元参与 Uber 的竞争对手 Lyft 的 D轮融资。
2014年10月	追加 5000万美元投资智能遥控应用 Peel。
2014年5月	以 3.125 亿新元(合 2.49 亿美元)购入新加坡邮政 10.4%的股权。
2014年6月	意大利经济发展和阿里巴巴集团签署备忘录，阿里巴巴将向意大利企业提供天猫平台支持、快捷开店、在线促销和推广等一系列支持措施。
2015年2月	蚂蚁金服收购印度支付服务业者 One97 Communications 的 25%股权。
2015年3月	2 亿美金注资移动社交平台 Snapchat。
2015年5月	5600 万美元投资母婴电商 Zulily，比例超过 9.3%，成为 Zulily 最大的股东。短短的三个月后 Zulily 被 Liberty Interactive 收购，阿里退出。
2015年9月	阿里巴巴与子公司蚂蚁金服入股印度电商 Paytm，投资金额超过 6 亿美元，成为 Paytm 最大股东。
2015年10月	联合富士康及软银向印度电商巨头 Snapdeal 投资 5 亿美元（其中阿里约占 1.25 亿美元）。
2016年4月	以 10 亿美元的价格收购了新加坡电商零售商 Lazada 51%的控股权。
2017年2月	成立澳大利亚、新西兰总部
2017年3月	蚂蚁金服联合赛富向“印度版支付宝” Paytm 投资 2 亿美元。
2017年6月	收购印度在线票务公司 TicketNew

资料来源：砺石商业评论，互联网，国信证券经济研究所整理

几乎同时，腾讯的海外之路也始于 2010 年。其标志是向俄罗斯 Digital Sky Technologies (DST) 集团注资 3 亿美元，并建立长期战略伙伴关系。

腾讯此后的海外投资和收购，大部分都以游戏开发商为主，目标是吸纳全球的开发资源为自己创造更好的现金流。包括美国 Riot Games (英雄联盟)、EpicGames (战争机器、子弹风暴等)、动视暴雪、Glu、Supercell (部落冲突、海岛奇兵和卡通农场)、Pocket Gems (Tap Zoo 等)。此外，腾讯会瞄准一切机会投资连接/社交类工具和平台，如 Snapchat、韩国 Kakao、Whisper、加拿大 Kik Interactive、印度 Hike 等；此外，腾讯也热衷于投资音乐类网站，如美国 Smule。

表面上看，腾讯在东南亚的投资，尤其是印度的投资不如阿里。但某种意义上，阿里的电商/支付并购，必须要到入最多的国家和地区去，而腾讯的游戏并购，很多企业远在北欧（如 Supercell），而它们的客户则遍布全球各地。因此，总体而言，腾讯的并购不见得集中在人口最多的地区，这和阿里有典型的区别，这是由两者发展目标及运营内容的不同决定的，但腾讯在 2016 年后开始逐步加码在东南亚地区的投资力度。

**表 6: 腾讯的海外扩张之路**

时间	事件
2010 年	向俄罗斯 Digital Sky Technologies (DST) 集团注资 3 亿美元，并建立长期战略伙伴关系。
2012 年 2 月	收购美国游戏开发商 Riot Games 共花费现金 2.31 亿美元，完成交易后持股 92.78%。
2012 年 4 月	对韩国 Kakao 投资 720 亿韩元（约合人民币 4.03 亿元），获得 360 万股股份（占比 13.0%）。
2012 年 7 月	2012 年 7 月以 3.3 亿美元收购 EpicGames 已发行股本 48.4%的股份。
2013 年 6 月	领投美国社交网站 Snapchat。
2013 年 10 月	参与从动视暴雪维旺回购部分股份权益。
2014 年 3 月	5 亿美元收购韩国游戏公司 CJ Games 的 28%股份。
2014 年 5 月	参投匿名社交应用 Whisper。
2015 年 8 月	两次参与投资 Glu 股权，持有股份 15%。
2015 年 8 月	投资加拿大移动消息应用 Kik Interactive。
2015 年 12 月	完成收购 Riot Games 剩余股份，成为 100%子公司。
2016 年 3 月	新加坡 Sea 公司获得 1.7 亿美元 D 轮融资，投后估值为 37.5 亿美元，投资方包括腾讯等。
2016 年 5 月	认购瑞典游戏开发商 Paradox 5%股份。
2016 年 8 月	腾讯和富士康共同领投印度即时通讯类社交软件 Hike，1.75 亿美元 D 轮融资，估值 14 亿美元。
2016 年 10 月	对芬兰游戏公司 Supercell 的收购在 2016 年第四季度达成协议，以 74 亿美元成交。
2016 年 12 月	腾讯全资收购泰国门户网站 Sanook.com，并将后者更名为腾讯（泰国）公司。
2017 年 3 月	通过旗下的黄河投资以 17.78 亿美元的价格收购了特斯拉 816.75 万股股票。
2017 年 5 月	向美国游戏公司 Pocket Gems 追加 9000 万美元投资，持股比例增至 38%。
2017 年 5 月	以 5400 万美元的价格领投了美国社交媒体音乐公司 Smule，Smule 的估值将达 6.04 亿美元。

资料来源：互联网，国信证券经济研究所整理

3G 门户张向东曾定义国际化成功的标准:

**第一层，用户国际化，海外用户占 50% 以上；**

**第二层，收入国际化，收入份额中来自海外的比例占 50% 以上；**

**第三层，品牌国际化，品牌在海外用户中建立起知名度、信任度、美誉度和影响力。**

如果以此目标来看，无论是阿里还是腾讯，目前都只在第一层，而华为，则在 2005/2006 年前后，就实现了海外收入超过国内收入的目标，随着华为步入消费品，目前正在夯实第三层目标。

一般的理解，如果将 1996 年作为华为确定全球化战略开始，到 2005 年恰好是十年。若简单推论，在 2020 年之前，阿里与腾讯有可能海外收入超越国内。但情况可能不同：1、因为华为是产品型公司，它向海外扩张，产品并没有文化束缚，不辖制于中西方文化差异，而阿里巴巴和腾讯有一定的文化限制，这种力量在初期阻挡了海外巨头对它们的冲击，但反之，也受制于此，阻碍了它们的平台向全球的渗透速度。相比而言，阿里的受限度略小，腾讯略大；2、华为不是上市公司，再融资手段略逊于阿里和腾讯，阿里和腾讯的海外扩张将比华为使用更多的资本手段。因此，阿里与腾讯较难在 2020 年使得海外收入超越国内，但有一点是确定的：即，阿里与腾讯在 2017-2020 年，会加大海外的扩张力度。



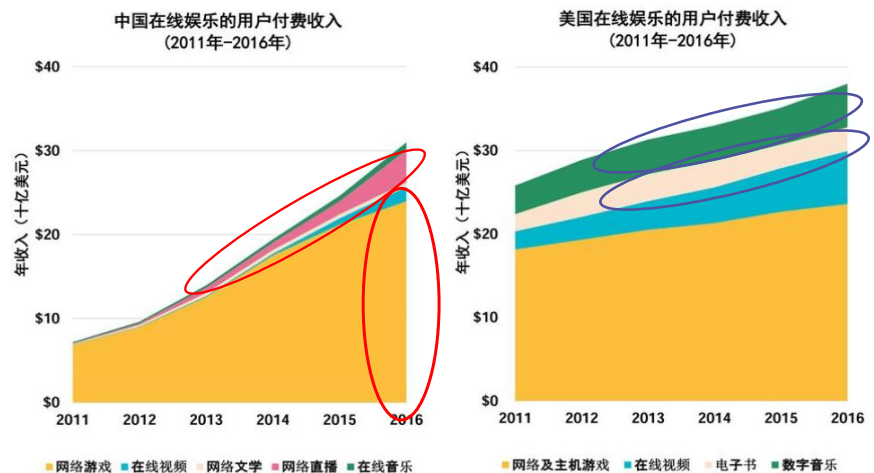
## 杀富济贫还是普罗大众？——内容的繁荣来自何处

### 欲望的内容运营，可悲可喜？

当我们欢呼雀跃于中国出现了世界级巨头阿里巴巴与腾讯之时，多少应该关注于这背后的繁荣来自何方。

高瓴资本统计了 2011-2016 年中美两国在线付费收入结构的变化，总量上看，中美两国的在线内容付费收入都在 300 亿美元以上，而细节来看，中国主要依赖两个行业：网络游戏和网络直播；美国网络游戏比例不如中国，而视频、电子书、数字音乐较为平均。

图 22：中美两国在线内容付费收入（十亿美元）



资料来源：高瓴资本，国信证券经济研究所整理

这说明了什么？——网络游戏和网络直播从来不是普罗大众的商业模式。它们基本符合二八，或者一九原则：10%-20%的用户贡献 80-90%的收入。数字音乐与网络视频是真正的长尾市场，而我们尚未有多大比例的营收占比。游戏和直播，商业化的极致往往并不美好：刺激玩家争勇、猎艳的欲望，在极短时间内大笔充值。随着商业化的深化，开始充斥大量的不公平“运营手段”，“套路”式的运营开始游走在灰色地带。以在线内容收入占比最高的游戏行业为例，常见的运营方式大约有：

- 1、开宝箱（文化部曾经禁止过），但相当游戏还有涉猎；
- 2、充值送装备/材料，游戏中的促销从月月有，到后期的天天有；
- 3、托。运营方注册大量的“托”账户，开服时烘托虚假繁荣，并高价竞拍装备或者卡牌/道具，方式隐蔽，玩家为了取得道具需要花数倍的真金白银；
- 4、不断推出新装备/新副本，典型的方式是后出的装备、升级材料与前期的不兼容，如果保持前列，必须继续购买或充值；
- 5、组团刷怪，期望提高玩家的退出门槛。

从 2011-2012 年开始，“弃坑”一词成了玩家逃离游戏的代名词。如果服务业的目标是带给用户优秀的客户体验，遗憾的是，大多数玩家放弃某一个长期玩过游戏的评价，并非愉悦，而是充斥着懊恼、厌倦、释然的情绪。简单的搜集一下关于对于某些大型游戏玩家弃坑后的评价，你会发现的确如此。

图 23: 不同游戏“弃坑”之后的评价

再说说改的那什么武器!还不如不改,改成啥了大家说说,升级费用巨坑就不说了,洗就是个天坑啊!大多数带个黑龙无形,少数带个祝福S1,S2祝福和S3就不说了 那是土豪的事!更新一次一个坑 为毛不更新点给玩家动力的东西呢~!让游戏有点活力有点动力!

由于每天都需要定时参加活动,并且每天的游戏内容很多,让我觉得压力很大。新鲜期过了以后,继续进行打卡般的游戏内容会让人觉得厌倦。

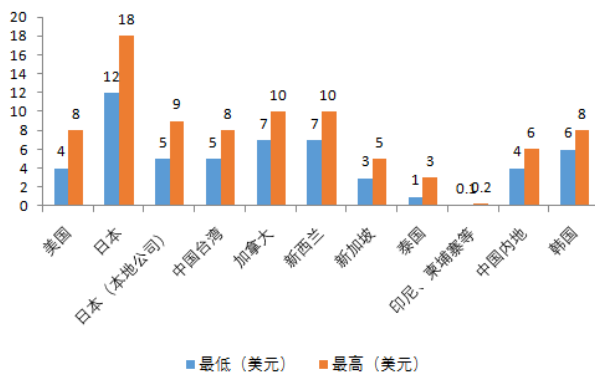
动不动就328,648,128,而且给的东西就那么几张符和体力,这次万圣节活动出的优惠礼包,一个黑蛋折合150多,吃相真难看,抱歉我累了,不想再被这游戏一天绑架三四个小时了,不想为了肝完体力熬到一点刷完了,不想再一次次攒一千勾满怀期待买了11抽却又他妈一场空了,慢走不送,删了游戏说真的,居然感觉有些舒畅,轻松,被这游戏绑了那么久天天肝,真是够了。

再见了XXXX。大家不必像我这么极端,但我也劝大家少花一点时间在游戏上,多花时间学习工作,多培养一些别的兴趣。我决定这就重拾吉他。

资料来源: 百度贴吧, 游戏论坛, 国信证券经济研究所整理

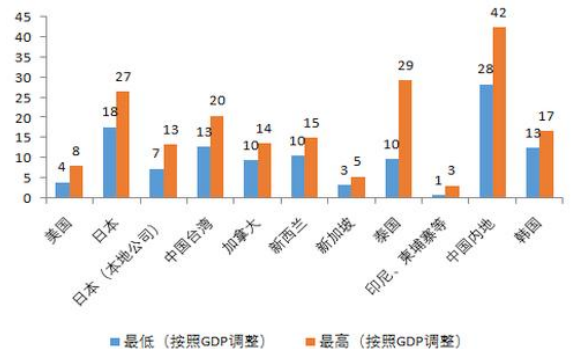
是什么使得中国的网络游戏企业掘金开始变得激进,客户感受下降,社会问题增加(考虑到不时有少年游戏沉迷、耗资父母储蓄于游戏中的报道)?

图 24: 不同国家单个游戏用户获取成本(美元)



资料来源: 中国游戏业工委《2016年中国游戏产业报告》, 国信证券经济研究所整理

图 25: 不同国家单个游戏用户获取成本(按 GDP 调整, 美元)



资料来源: 中国游戏业工委《2016年中国游戏产业报告》, 国信证券经济研究所整理

中国游戏业工委在《2016年中国游戏产业报告》中披露,我国平均获取单个用户的成本是4-6美元,如果细看该数据,我们并无意识到有什么不妥,但是请注意:这是和美国可以并驾齐驱的数字!——在考虑到中国的人均GDP只有美国的1/7的背景下。我们按照2016年,不同国家创造的人均GDP的基数,重新排序该数字(如,中国2016年人均GDP为8113美元,美国57436美元,则中国的推广费用系数为57436/8113,再乘以4-6美元)。可以看出,中国内地的游戏推广成本已然世界第一。这说明,中国游戏业正以极高的成本“圈住”用户,然后靠套路式的运营手段不断“挖坑”,最后是几个月到几年下来后玩家的弃坑,周而复始。在这种境遇下,由于门槛的提高,企业们已经不可能再选择“诗和远方”的路,因为竞争会促使它们“入乡随俗”,最后劣币驱逐良币。因此,就中国的内容消费而言(当然,也是互联网的重要盈利点),这并不是普罗大众的、而是杀富济贫式的生长方式。

抛开这些,单从资本的角度,只要这种方式依旧能持续,诸多以此为方式的上市企业依旧是优质的标的,但拐点在哪里呢?

我们可以思考如下场景:在任何一个经济领域,消费者的支付能力都是有限的,比

如，我国的城镇居民人均可支配收入最近三年的年均增幅为 7-8%；全国居民人均可支配收入最近三年的年均增幅为 8-10%；其中，随着消费升级的大潮来临，我国全国居民教育、文化和娱乐支出最近三年的年均增幅为 10-11%；以及，最近三年我国 CPI 为 1.5%-2.1%。

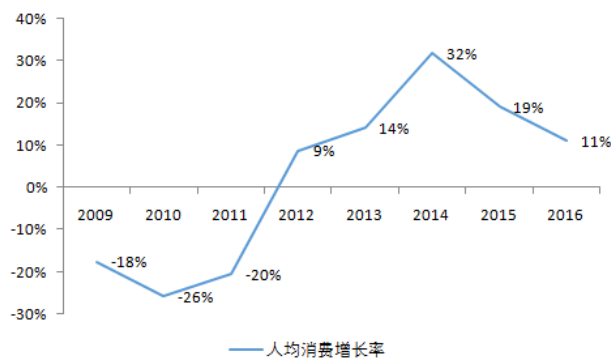
表 7：几种支出的递增速

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
城镇居民人均可支配收入 (元)	13,786	15,781	17,175	19,109	21,810	24,565	26,955	28,844	31,195	33,616
YOY		14%	9%	11%	14%	13%	10%	7%	8%	8%
全国居民人均可支配收入 (元)							18,311	20,167	21,966	23,821
YOY								10%	9%	8%
全国居民人均消费支出:教育、文化和娱乐 (元)							1,398	1,536	1,723	1,915
YOY								10%	12%	11%
CPI		1.2%	1.9%	4.6%	4.1%	2.5%	2.5%	1.5%	1.6%	2.1%

资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

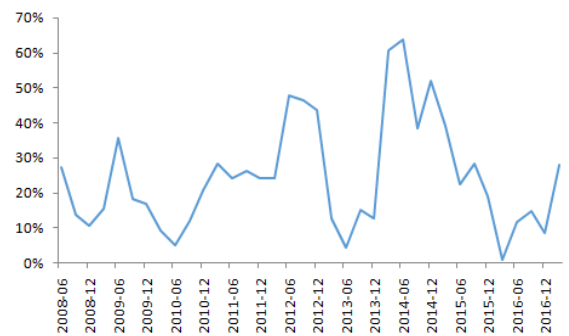
因此，可以把游戏行业人均消费增长率看成是中长期同步于居民可支配收入的（消费能力）8-10%水平，但它会在这一水平上下波动。

图 26：中国游戏行业人均消费增长率



资料来源：中国游戏业工委，国信证券经济研究所整理

图 27：腾讯互联网增值用户人均消费增长率



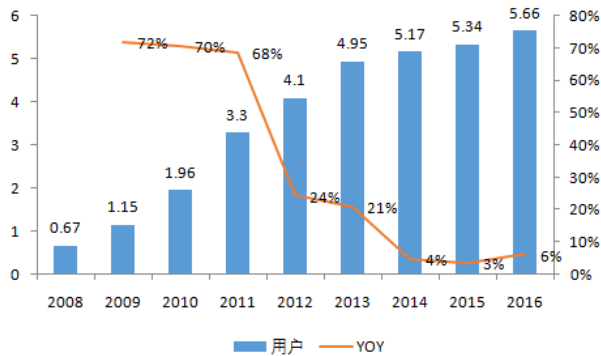
资料来源：腾讯控股，国信证券经济研究所整理

实际上，游戏行业也有周期性，2009 年-2012 年，手机游戏尚未兴起，PC 游戏开始没落，此时，PC 游戏靠运营无法提升 ARPU，导致 2009-2011 年三年行业人均消费增长率连年下降。随着手机游戏在 2012 年的兴起，该增速回复到 9%，然后达到 2014 年的 32%，之后回落到 2016 年的 11%。

从腾讯控股的年报来看，我们近似将互联网增值用户当成游戏用户（由于公司未单独披露游戏用户），ARPU 增长率也是在 2014 年达到最高（2013 年公司财务报表调整一次，用户口径较 2012 年有差别，但不影响趋势观察），2014 年 Q2 腾讯游戏的 ARPU 同比增长了惊人的 64%，这是因为当年用户规模较小，最早进入手机游戏的用户支付能力较强且相对于低费用，涨价还有余地。而此后，该数字连续几个季度下调，低至 2016 年 10%甚至以下的水平，目前，随着王者荣耀等重量级游戏的运营，2017 年 Q1，该数字又回到 28%。

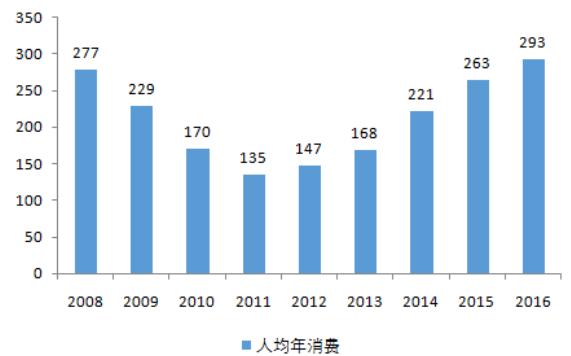
从 2014 年之后，中国游戏用户规模增长率低于 4%，这说明，游戏业已经低于中国网民的增速，而反映最近几年游戏业蓬勃发展的事实，其背后主要靠刺激游戏中消费（ARPU）来得以实现。当我们考虑，中国游戏用户人均消费达到 2016 年的 293 元，占到 2016 年人均年教育、文化和娱乐支出的 1915 元的 15%的水平（考虑到子女培训、旅游等其他消费均包含在此），我们或许无法指望游戏用户增速未来依然会以超过 10%-11%很高的速度增长。

图 28: 中国游戏用户规模 (亿户)



资料来源: 中国游戏业工委, 国信证券经济研究所整理

图 29: 中国游戏用户年均消费 (元)

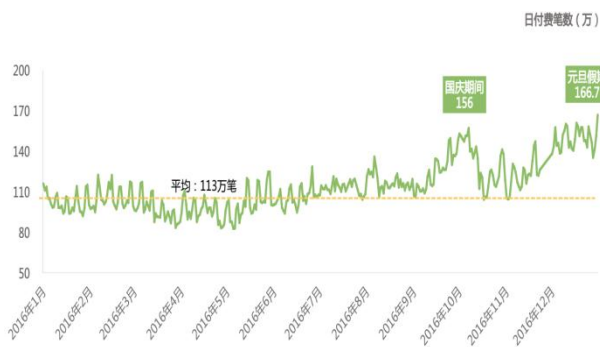


资料来源: 中国游戏业工委, 国信证券经济研究所整理

### 视频货币化稳步上升

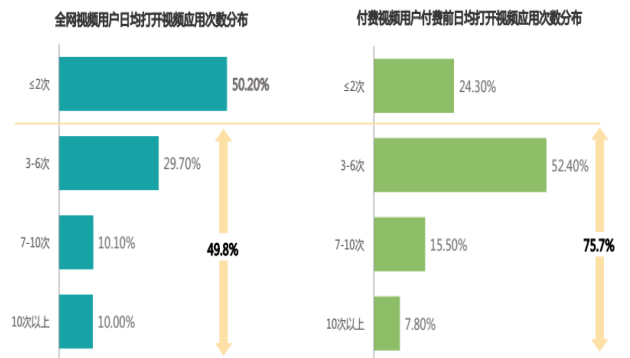
移动视频是移动互联网目前发展最快、争夺激烈的领域,随着多家企业的盈利主张,用户们也逐渐被“打开视频前,请先看广告 45 秒”的折磨而开始包年成为会员。

图 30: 2016 年移动视频用户日均付费笔数下半年加速



资料来源: Trustdata, 国信证券经济研究所整理

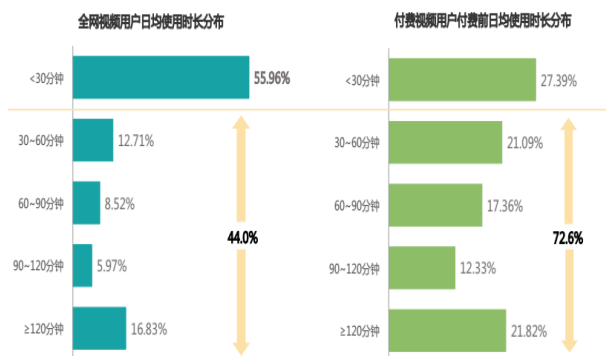
图 31: 付费后的用户打开视频应用频次明显增加



资料来源: Trustdata, 国信证券经济研究所整理

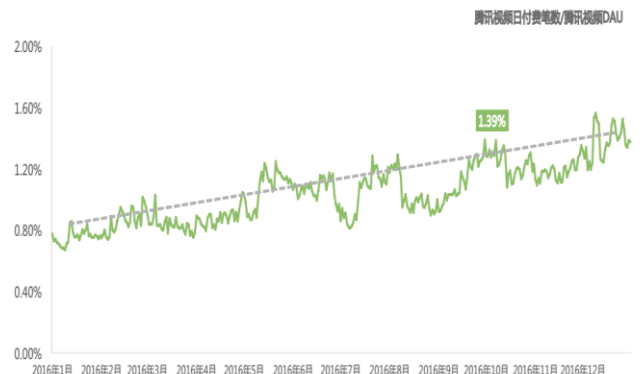
虽然大多数人还不适应每年接近 200 元的 VIP 费用,但从数据来看, VIP 颇似亚马逊的会员制,花了钱的用户将不断“惦记”该应用,忠诚度明显提升,每日打开应用超过 2 次的比例从不付费的 50% 上升至 75.7%。观看时间也有大幅提升: 超过 30 分钟的比例上升至 73%。

图 32: 付费后的用户观看时间明显增加



资料来源: Trustdata, 国信证券经济研究所整理

图 33: 2016 年腾讯视频付费用户比例呈现稳步上升态势



资料来源: Trustdata, 国信证券经济研究所整理

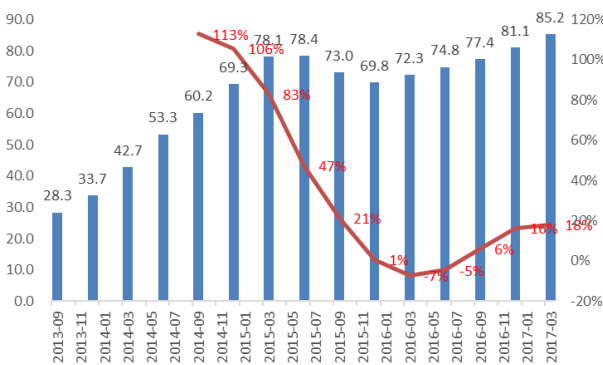


2016 年，腾讯视频付费比例稳步提升，年初付费比例约为 0.8%，年末接近 1.5%，因此视频业务呈现了用户\*ARPU 的双升景气局面。

### 知识远比直播难于盈利

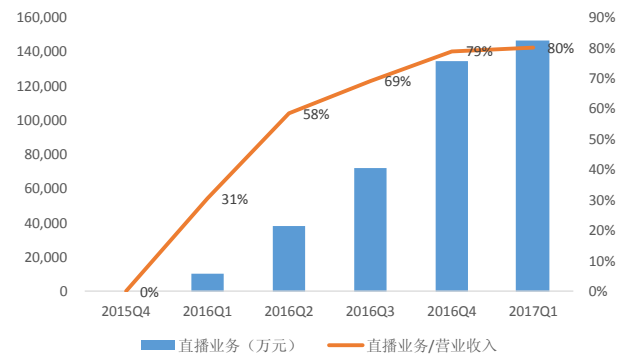
陌陌在 2015 年之前的定位并非为直播业务，但这个社区流量巨人在 2017 年 Q1 月活跃用户已经达到了 8520 万。在 2015 年，陌陌的主要收入还来自移动游戏，而在 2016 年开始，直播收入开始爆发式增长，从 2016 年 Q1 的 1 亿元，到 2017 年 Q1 的 14.6 亿元，视频业务在主营收入中的占比更是达到了 80%。从陌陌货币化路线上可以看出，流量是视频直播快速上量的一个很重要的条件，陌陌正是凭借其流量优势，成为视频直播领域中的最耀眼的一颗新星。

图 34: 陌陌 MAU (百万)



资料来源：陌陌，国信证券经济研究所整理

图 35: 陌陌视频直播服务收入 (万元)



资料来源：陌陌，国信证券经济研究所整理

但从另外一个角度，陌陌从 2015 年下半年开始，用户增速明显回落，而收入增速则保持百分之几百的增长，足见其货币化能力之强。

YY 是第一家上市的视频直播公司，在 2011 年开始尝试视频之外的多种业务，包括教育、游戏，2014 年宣布将在两年内斥资 10 亿元投资教育平台。目前来看，无论是游戏还是教育，在总体收入中的占比在下降。YY 在视频直播的收入反而占比更高了。2017 年 Q1，YY 单季度直播收入 20.5 亿元，在公司营收占比达到 91%。此外，移动端 MAU 增长较快，已达 6260 万用户。

图 36: YY 视频直播收入 (万元)



资料来源：YY，国信证券经济研究所整理

图 37: 正在学习商业化的知乎



资料来源：知乎，国信证券经济研究所整理

尽管，随着知识共享+打赏的模式在 2015-2016 年被部分人认为是网络业的下一个

战场，即“知识就是财富”，据企鹅智库《知识付费经济报告》的数据显示，2016年，有知识付费意愿的用户暴涨了三倍，知识付费用户达到近5000万人，截至2017年3月，用户知识付费（不包括在线教育）可估算的总体经济规模为100亿-150亿元左右。而后起之秀知乎被称为最近几年“互联网的一股清流”，相比对一个视频网站中对一个陌生的主播的打赏，用户显得拘谨得多。

知乎网站2010年12月开放，三个月后获得了李开复的投资，一年后获得启明创投的近千万美元。知乎过去采用邀请制注册方式。2017年1月12日，知乎宣布完成D轮1亿美元融资，投资方为今日资本，包括腾讯、搜狗、赛富、启明、创新工场等在内的原有董事股东跟投。据创新工场李开复透露，知乎该轮融资完成后估值超过10亿美元，迈入独角兽行列。

和诸多的高冷文化社区一样，知乎、豆瓣、雪球在成立初期，刻意保持了相当长时间的“精英文化”构建，各V们处在一种对知识的严肃、深刻的讨论氛围中，而伴随开放用户的导入，社区的高冷氛围变得亲民，贬义一点，则是社区的“水化”。继而，问题和回答质量下降，专业度让位于“故事会”，用户平均水平下滑导致社交机制对于回答低质和高质的判断失效，社交蒸发冷却效应让专业人士被信口开河的小白“挤出”，这是文化型社区必然经历的痛。

最初以为，消费升级的新中产们，花几十元听一场Live，或是花199元订阅几个付费专栏，对他们来说却毫无压力。但三节课创始人黄有璨所说：“绝大部分‘知识付费’产品的打开率和播放率看起来都出现了明显的下跌。未来一段时间内，用户对于‘知识付费’产品的购买和选择，可能会更加谨慎。市场上的‘红利’可能已经消失了。”去年的11月，可以说是知乎Live这一年中最美妙的高光时刻。彼时，由于知乎引进了一些外部的资源，包括Google X创始人Sebastian Thrun和音乐人左小祖咒等，整个Live的数据也迎来了一次大的增长。但自那以后，据公开数据显示，Live的收听率就开始呈现出下降的趋势。而且不仅是知乎，进入2017年以来，几乎所有知识付费产品的打开率和播放率都出现了明显的下降。（引自[http://news.k618.cn/tech/201705/t20170525\\_11479789.html](http://news.k618.cn/tech/201705/t20170525_11479789.html)）

无论未来的商业模式是广告、书籍销售、招聘还是内容订阅，知识网站的挑战是：**如果游戏/电商/直播货币化基础是可以激发人的欲望；视频可以挑战人（不付费则看广告）的耐心；知识网站可以凭借什么？**

至少目前看，似乎景象是：我们说自己追求知识的理想如此执着，而付费的意愿却如此苍白。俗话说，痛处就是机会，那么，我们的痛处只能是欲望和耐心？



## 效率还是效果？——电商的理想与现实之间

### 想改变商业现状的企业注定孤独

早年四大门户也涉猎过电商，淘宝在 2003 年 5 月成立，被看成是当今电商的起点。15 年的时间，中国在线购物市场规模取得长足的进步，麦肯锡 6 月份发布的 2017 中国数字消费者研究报告显示，中国是全球网络零售最大的市场，其规模约为紧随其后的六大电商市场(美国、英国、日本、德国、韩国、法国)的总和。

与发达国家不同，中国有两个自身鲜明的特征：1、幅员辽阔且尚处在城乡二元结构，城镇化率较发达国家还有差距（2016 年中国城镇化率 57.35%，美国及主要西方国家 80%以上），导致我国在商品流通环节的层级较多，批发与物流的损耗较大；2、人均 GDP 约为美国的 1/7，购买能力有待提升，导致我国商贸领域流通着假货、外贸货，由于售价低廉，依旧有广泛的市场；

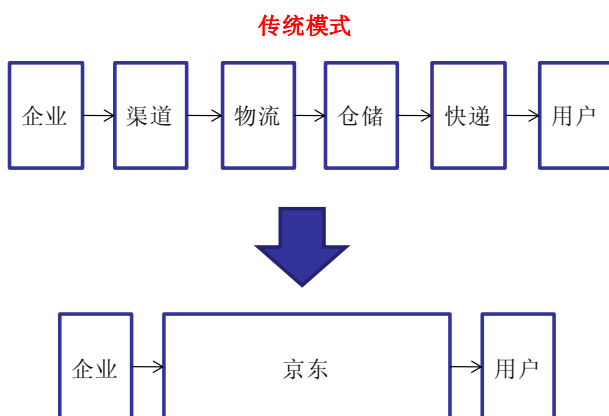
淘宝作为中国电子商务的新起点，15 年间做的最大的贡献就是建立起消费者与销售者的信任体系，通过卖家信用（星钻）、买卖沟通（旺旺）、三方支付（支付宝）、售后评价（点评），让数亿陌生的消费者自由的在平台上交易，这套模式高效、快捷。阿里巴巴在上市前夜以及之后的相当一段时间，投资人经常被假货、打假问题所困扰。而事实上，去年 12 月，阿里巴巴专门组建了平台治理部，全公司上上下下有 2000 多名员工全职负责打假，另有 5000 名社会志愿者积极参与打假。

当前相当数量的假货已经不同于从前，部分假货实际质量已经好过从前（甚至号称好过正品），然后以几分之一价格销售，这样，知假买假的消费者始终亦无法杜绝。如马云所说：“今天消灭阿里巴巴容易，消灭假货难。如果把天猫关了，把淘宝关了，中国从此无假货，那么简单的事我们马上就关。问题是关了没用。”

如果阿里巴巴在打假问题是孤独的，是因为企业背负了国家、社会需要共同担当的责任，这条路似乎漫长，至少当阿里想起京东、唯品会、聚美都在努力，因为大家都怕因为售假而丧失消费者的信任，心里会暖和一些，毕竟，淘宝 C2C 是独一无二的，因此同比电商之间，阿里的责任更大。

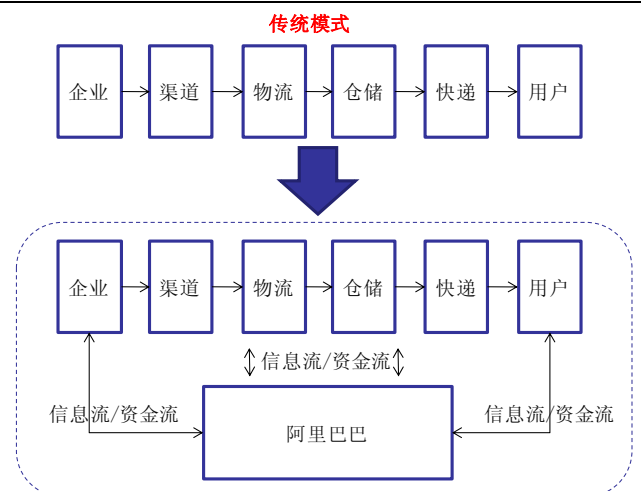
而京东在另一件事情上就更加孤独：效率。刘强东创业在中关村，实体店，他深刻理解中国因为销售层级过多而导致的中间环节消耗过大的低效问题。十几年来，他一直没有放弃对电商效率的追求：打造一个从厂商到消费者的高效物流+配送体系。

图 38：京东的电商模式



资料来源：国信证券经济研究所整理

图 39：阿里巴巴的电商模式



资料来源：国信证券经济研究所整理

这就涉及到了京东与阿里的根本区别，我们简要绘制两张图来说明这个问题。如果，**京东的价值观是效率至上，即提升中国商品流通的效率，则在传统模式中的任何低效率环节，对于京东来说都是优化的空间**：渠道层级多，我扁平化；物流层级多，我扁平化；仓储效率低，我自己建；快递速度慢体验不好，我自己建...在京东的电子商务模型里，资金流、物流、信息流是三流合一的。

**马云或许不这样认为。或许在他看来，效果是最重要的。**中国自联产承包责任制实施以来，农业获得了翻天覆地的进步。改革开放推动了第二产业与第三产业的迅猛发展，中国从来不应该低估来自广大人民群众的智慧与勤劳。阿里的价值观是激发广大人民群众、商业企业的创业热情，以促进商业的繁荣。于是，它在做法上走了完全不同的路：即，撮合来自广大消费者和生产者的信息流和资金流，而物流环节依旧沿着传统模式，只不过阿里或浅或深的参与其中。当某家企业在市场竞争中处于不利地位，它自然会思考是否选择更好的拿货渠道，更低廉快捷的配送渠道...这个进化阿里不去干预，也就谈不上为效率低产生有可能的亏损买单。换句话说，**在企业和企业、渠道和渠道、物流和物流、仓储和仓储、快递和快递之间发生竞争之时，阿里不需要为竞争引发的效率低下者的亏损买单。而京东，则需要承担由于规模效应尚未达到最佳状态，经验积累不到位的过程而付出一定程度、一定时间的代价。**因此，京东将在未来的相当一段时间保持低盈利能力，这是由它的价值观决定的，是骨子里与生俱来的特质，也是一个勇于与商业现状挑战的公司必然付出的代价。

### 再谈阿里与京东的差别

理解了京东与阿里的价值观的差别后，我们逐渐理解很多问题：

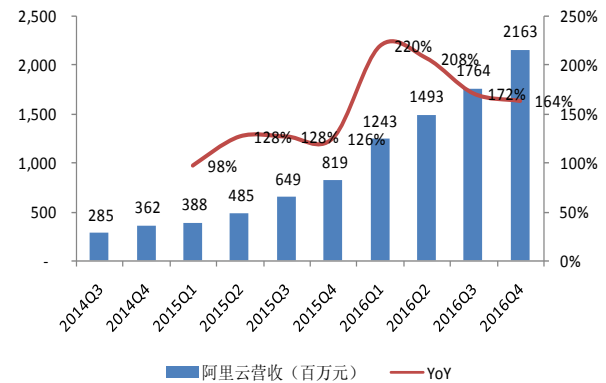
**技术的侧重方向不同：**阿里的大数据与京东的机器人。阿里的基因是对资金流和信息流的把握，资金流剥离出支付宝，而阿里平台剩下的则是信息流，这是阿里的根本。因此阿里所有的发展，并购，有意无意的都在向这个方向努力。比如率先的启动云计算业务（拉进来更多的企业数据），比如并购诸多的流量企业（UC/优酷/高德）等，源源不断的壮大对消费者的流量（信息流）优势。还比如发起成立菜鸟网络，形成对快递订单的数据跟踪。同样，京东将2016年强调技术的重要性，尤其是类似送货机器人，今年618，这个由京东自主研发的机器人，不算太大，可以放置5件快递，充满电，可以一次跑20公里左右。而且，这个配送机器人还具备自主学习能力：可根据配送过程中实际的环境、路面、行人以及交通环境进行调整。在行驶过程中，无人车顶的激光感应系统会自动检测前方行人车辆，靠近三米左右会自动停车。遇到障碍物会自动避障，可攀登25度的上坡。因为，刘强东想证明，数年之后的京东，拥有遍布中国城镇乡村的快捷物流配送网络时，它不需要有100万员工！

图 40: 京东 618 机器人完成校园全球首单配送



资料来源: PingWest, 国信证券经济研究所整理

图 41: 阿里巴巴的云计算收入 (百万元)

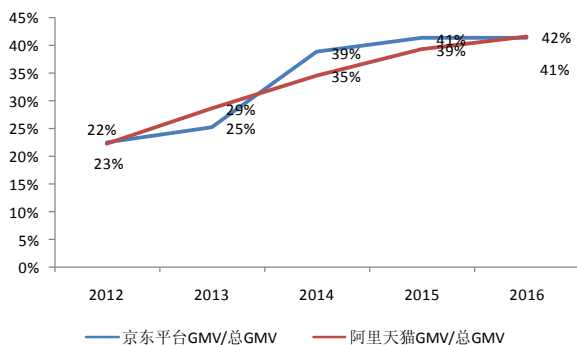


资料来源: 阿里巴巴, 国信证券经济研究所整理

**对物流企业的态度不同。**2013 年 5 月 28 日, 阿里巴巴、银泰、富春控股、中国邮政集团、中国邮政 EMS、顺丰集团、天天、三通一达(申通、圆通、中通、韵达)、宅急送、汇通, 共同组建菜鸟网络。天猫投资 21.5 亿, 占股 43%; 银泰通过北京国俊投资有限公司投资 16 亿, 占股 32%, 富春集团则通过富春物流投资 5 亿, 占股 10%, 上海复星集团通过上海星泓投资有限公司投资 5 亿, 占股 10%, 圆通、顺丰、申通、韵达、中通各出资 5000 万, 占股 5%。有了菜鸟, 阿里巴巴如虎添翼, 通过轻模式, 获取了需要的配送信息。而顺丰未参与其中, 但是就在 2017 年 6 月 1 日凌晨, 顺丰宣布关闭对菜鸟的数据接口, 起因是双方为数据调用的边界存有分歧, 结果是菜鸟系挺阿里, 京东、网易、美团等挺顺丰。虽然分歧以邮政出面双方重归于好, 但可以肯定的是, 关于数据之争将一直持续。在这里, 阿里对第三方物流企业的诉求是信息流的搜集, 起因是阿里没有自己的物流企业; 而京东对第三方物流的态度会从容很多, 因为京东已经是中国最大的快递企业之一。

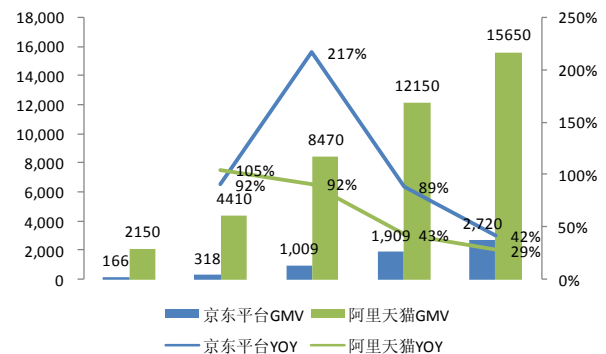
**都更加倚重商户开放平台:** 阿里、京东均在 2012 年之后, 加快了引导商家向阿里天猫/京东平台的转化, 比例像商量好了式的一致, 目前均在 41-42% 左右的水平。京东 GMV 向平台迁徙的初衷是品类扩张: 获得 3C 之外的品类, 提升客户重复购买, 同时复用物流能力; 阿里巴巴 GMV 向天猫平台迁徙的初衷是规范化管理(从个人到企业), 更强的货币化能力(商业扣点)。无论如何, 持续的投入需要持续的现金来源, 电子商务无论走京东模式还是阿里模式, 各自都需要更好的货币化能力以支撑未来;

图 42: 阿里天猫与京东平台在 GMV 中的各自占比



资料来源: 阿里巴巴, 京东, 国信证券经济研究所整理

图 43: 阿里天猫与京东平台 GMV 及增速 (亿元)



资料来源: 阿里巴巴, 京东, 国信证券经济研究所整理

京东在一二线城市的物流、仓储布局已经基本完毕，未来的三到五年，是向三四线进行广覆盖、深度布局的时机，因此，关于资本市场一直以来关注的京东盈利的问题，还将反复，但这似乎丝毫阻挠不了坚持理想、追求效率的刘强东，京东注定继续承受其中的挑战与孤独（除了京东外，没有一家中国电商企业在打造物流全产业链平台）。相比而言，未曾直接挑战“效率”的阿里巴巴将会游刃有余。

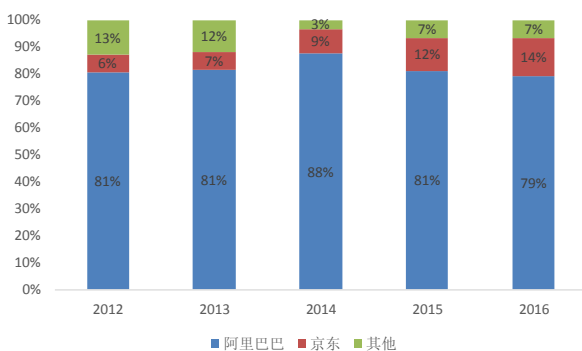
**京东与阿里各自的优劣：**1、关于发票、假货、水货。电子发票为未来有可能的小企业、商户征税提供数据基础。京东的3C大宗采购成本较淘宝商户低很多，但为何依旧价格高过淘宝卖家？主要是因为增值税。由于国家鼓励商户的电子商务，对它们定额管理或者免税，因此他们将增值税点的一部分（税务套利有风险，但有空间）让渡出来给消费者，因此还有生存空间，此外是来自香港、美国的水货。因此，打击走私及征税，都会不利于淘宝而有利于京东；2、由于淘宝是化整为零的运营方式，淘宝个人店铺的客服好过京东。纵使京东不断的优化客户服务，其机制上很难达到淘宝店铺的运营效果，因此在服装、非标品类需要反复沟通尺码、款式、退换货的领域，京东明显劣势与淘宝/天猫；因此，“联产承包”式的淘宝，店家会利用一切可以利用的手段来增加盈利能力，所以但凡法规收紧的各类政策都不利于淘宝而有利于京东。3、而京东的较大问题是，对团队的运营始终不能像几个人的小小店家如此充满生命力，它只有靠更加强大的体系，如物流体系，如供应链体系，如品类的更大宗采购，慢慢形成一种碾压式的体量惯性，才能发挥其优势。

### 阿里的货币化率还能提升多少？

近日，马云表示阿里巴巴要做的是搭建商业基础设施，帮助全球中小企业，并使中小企业更好的参与全球化。早在2013年9月，马云就称，“我们不是电子商务公司，我们是一家帮助别人做电子商务的公司。”他并表示，阿里必须做一家电子商务的生态公司，是生态思想，而不是帝国思想。

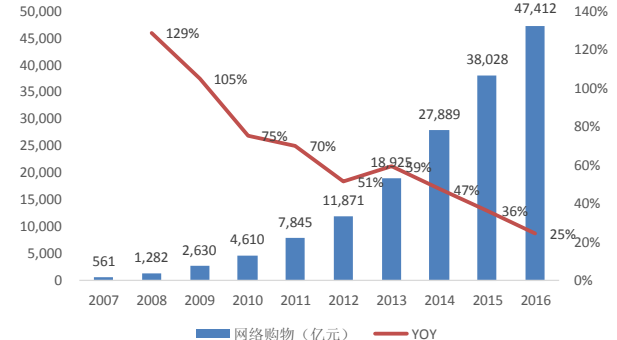
阿里巴巴的确已经有这个实力，定位于新一代的基础设施。中国网络购物金额已经达到2016年的47412亿元，阿里巴巴与京东两家的份额在2016年已经超过了90%（数据在2014年有波动，考虑艾瑞预测口径的差别，主要观察连续趋势）。

图 44：阿里、京东在中国电商的比重



资料来源：阿里巴巴，京东，艾瑞，国信证券经济研究所整理

图 45：中国网络购物市场规模（亿元）

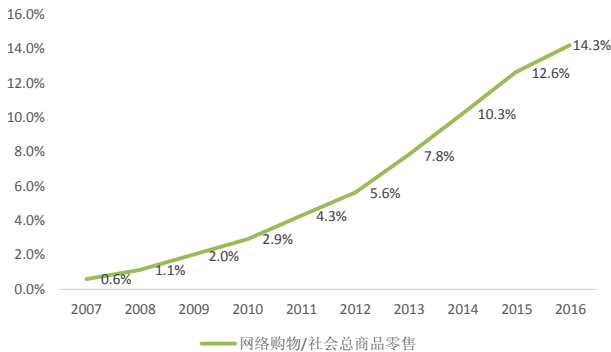


资料来源：艾瑞，国信证券经济研究所整理

2016年，网络购物占到社会总商品零售总额的14.3%，根据贝恩咨询的预测，至2020年，线上渗透率还可进一步的提升：消费电子和家电从2014年的30%提升至55%，美妆与个人护理用品提升至50%，服装鞋帽箱包提升至35%，母婴用品提升至35%，家装提升至25%，包装食品和饮料提升至10-25%（波动是考虑低单价商品，取决于最后一公里的配送模式的突破）。基于此，我们认为，未来三年，中国的网络购物规模仍将保持CAGR 16-20%左右的速度增长（1、阿里的用户还将温和增长，京东则快些；2、重复购买增加单用户消费）。

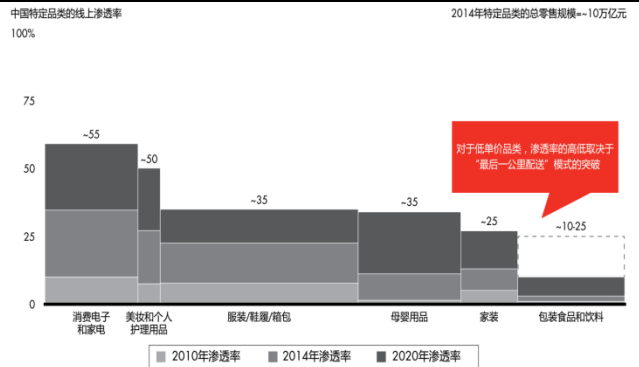


图 46: 网络购物在社会零售额中的占比



资料来源: 艾瑞, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

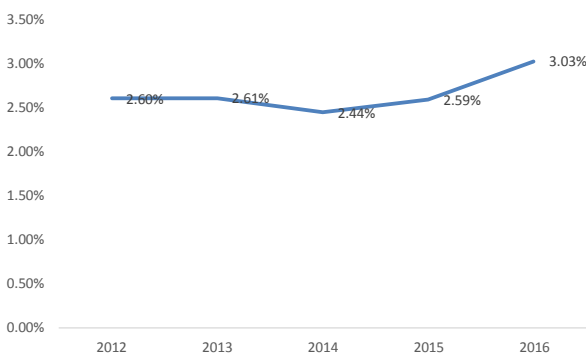
图 47: 网络购物在社会零售额中的占比



资料来源: 贝恩咨询, 国信证券经济研究所整理

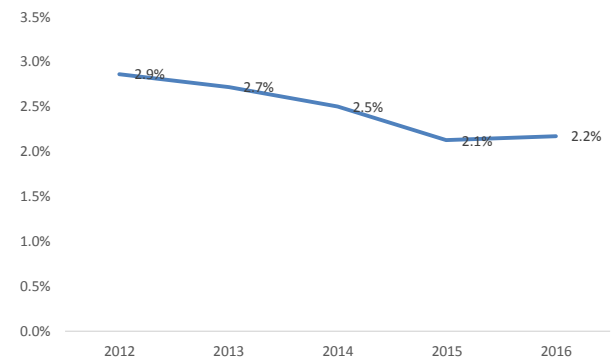
当巨头走向集中后, 2016 年, 行业竞争更加激烈了吗? 从阿里巴巴的财报上来看, 并非如此。国内零售 (天猫+淘宝) 的货币化率快速提升至 3% 以上。如果将佣金收入近似当成天猫的扣点 (或叫技术服务费), 该数字并没有提升太多。这说明, 货币化提升是以一种相对健康的方式 (直通车、广告、聚划算等) 进行着。

图 48: 阿里巴巴国内零售的货币化率



资料来源: 阿里巴巴, 国信证券经济研究所整理

图 49: 佣金/天猫 GMV (近似天猫扣点)



资料来源: 阿里巴巴, 国信证券经济研究所整理

3% 的货币化, 比起商场的 15-20% 的扣点, 似乎还有巨大的提升空间, 如何思考两者的差异以及 3% 之后的天花板呢? 如果回到网络开店与实体店的简单模型 (服装), 网络开店扣点 5%, 快递 8%, 推广费用 10%, 人工成本 10%, 此部分合计 33%, 其他项与实体店相同; 实体店扣点 20-25%, 人工成本 20%, 合计 40%-50%, 这样大约两者还差 10-20 个点。但这里有个问题, 就是实体店的价格一定较网络店铺高, 比如高 50% (100 元的成本, 网络店铺 200 元销售, 毛利率 50%, 实体店 300 元, 毛利率 66%), 倘若价格和网店一样, 实体店一定亏钱。因此, 阿里巴巴能够货币化的增量, 不应和实体店比较, 可以视为是增加网络商家的广告费部分, 比如从 10% 提升至 16%, 再提升 60%, 这样店铺的净利率降至 0, 那么换句哈说, 阿里巴巴目前天猫的货币化率约为 4% (广告 2%, 佣金 2%), 大约提升至 5% (广告 3%+, 佣金 2%) 之后, 再往上将会艰难, 因为过度的商业化将会引发小商家的大面积亏损离场。货币化率是一把双刃剑, 太快则会滋生假货、次货等情况, 劣币驱逐良币。此外, 某种角度, 阿里巴巴可以从快递费中分取一部分, 比如 8% 的 20%, 菜鸟中的其他公司纵然会失落, 但这是博弈力量的不均衡带来的。

**表 8：网络开店与实体店的成本比较（服装为例）**

	电商	实体店
毛利率	50%	66%
广告费	10%	0%
扣点	5%	25%
快递费	8%	0%
仓储配送	5%	5%
人员工资	10%	20%
财务成本、税务、其他	6%	6%
净利率	6%	10%

资料来源：通过调研获取，国信证券经济研究所整理

A 股有 41 家商场上市公司，分别为大商股份、王府井、鄂武商 A、天虹股份、首商股份、合肥百货、文峰股份、欧亚集团、重庆百货、中央商场、南京新百、杭州解百、友阿股份、利群股份、友好集团、徐家汇、新世界、银座股份、广百股份、新华百货、益民集团、茂业商业、翠微股份、通程控股、百大集团、东百集团、兰州民百、汇嘉时代、中兴商业、昆百大 A、华联股份、武汉中商、供销大集、秋林集团、宁波中百、上海九百、汉商集团、南宁百货、大通燃气、商业城、津劝业、工大高新。这些企业都是各个区域的龙头企业，它们的收入之和，在 2012 年增速放缓明显，因为彼时正是阿里/京东大规模导入商户并给与扣点优惠，此后，它们收入增速大幅低于零售总额(10%)的增长，利润总额从 2013 年平均每年下降 0.3% 左右，这相当于是降低扣点以保 GMV。尽管，这个过程对这些企业是痛苦的，但我们还未看到利润总额/收入的拐点（至少减速放缓），或许将持续几年，这些企业才能找到更好的应对答案。

**表 9：中国 41 家 A 股商场的收入与利润（亿元）**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
41 家 A 股商场收入	1,717	2,293	2,543	2,750	2,805	2,894	3,022
YOY		34%	11%	8%	2%	3%	4%
利润总额	77	113	130	142	143	130	128
利润总额/收入	4.5%	4.9%	5.1%	5.2%	5.1%	4.5%	4.2%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

### 京东本质上也不是电商，未来更像中国的 UPS

2017 年，将是京东全面拥抱线下的开始。2 月 28 日，京东宣布，2017 年家电专卖店计划开店超过一万家；4 月 10 日再次宣布，未来五年京东将在全国开设超过 100 万家京东便利店。刘强东称：这 100 万家便利店当中将有一半在农村，要做到每个村都有。这也是京东一万家家电专卖店计划后的第三个线下合作项目。为什么在这个时机，小米的米家、京东的线下，阿里的地面并购如火如荼？主要是因为大家都认为线上的能力：产品、品牌、供应链、资金都已到位，地面可以快速的增强 GMV 的吸入能力。

以百万便利店来说，对京东的意义有多大？便利店是加盟模式，店家自筹场地、人员、租金，而使用京东的品牌、供应链。假设一个便利店一个月的销售额 5 万元，一年是 60 万元，则百万家店将会贡献大约 6000 亿的收入，考虑到便利店 15%-20% 的毛利率，其货品 100% 从京东购入，对应京东则有 5000 亿以上的 GMV，按照该数字每年增长 8-10%，则 5 年后对应的 GMV 约为 8000 亿——这比京东目前的 GMV 还要大，或者说单便利店项目就会再造一个京东！

2016 年底，京东的员工人数已经达到了 12 万人，与顺丰相当（12.4 万人），其中，物流人员已经达到 83512 人，拥有 256 个仓库，5.6 亿平方米仓库面积，6906 个配送站，覆盖 2,655 个区县，占到中国区县总量的 93%，已基本实现全覆盖。

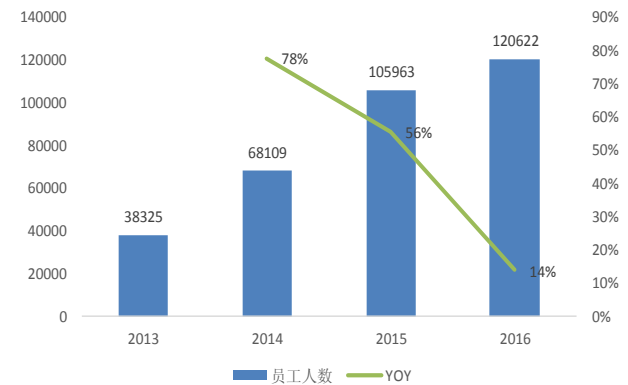


图 50: 京东的百万便利店计划



资料来源: 互联网, 国信证券经济研究所整理

图 51: 爆炸式增长的京东员工



资料来源: 京东, 国信证券经济研究所整理

以京东的 GMV 除以公布的订单量, 得到京东的平均订单金额。由于, 开放平台收入在 GMV 总量占比不断攀升, 因此某种程度上拉低了平均订单金额, 但不算特别明显。京东履约费用率定义为履约成本/京东自营收入, 我们粗略的假定京东自营订单体量等于平均订单金额 (这可能低估了每单金额), 但即便如此, 京东每单的履约成本也有 33 元或者更高。

刘强东认为, 京东可以将履约费用降低至每单 10 元, 这样就有了和其他快递公司分庭抗礼的条件, 2013 年, 似乎京东看到了曙光, 该数字从 2011 年的 36 降至 28 进一步降至 23 元, 但随后, 2014-2016 年一直攀升, 目前到 33 元。且公司在 2016 年财报中表示, 履约率短期还将进一步提升。

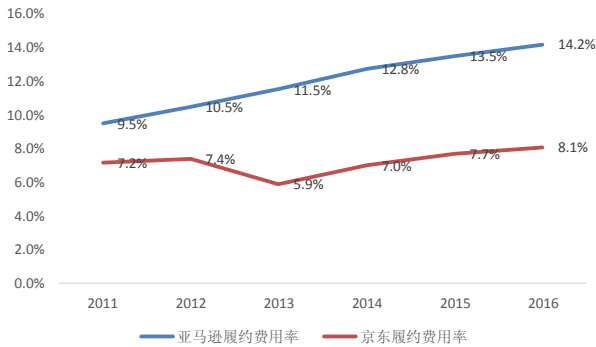
表 10: 京东的履约指标

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
履约费用率	7.20%	7.40%	5.90%	7.00%	7.70%	8.10%
平均订单金额 (元)	496	378	388	378	366	411
履约费用 (单)	36	28	23	26	28	33

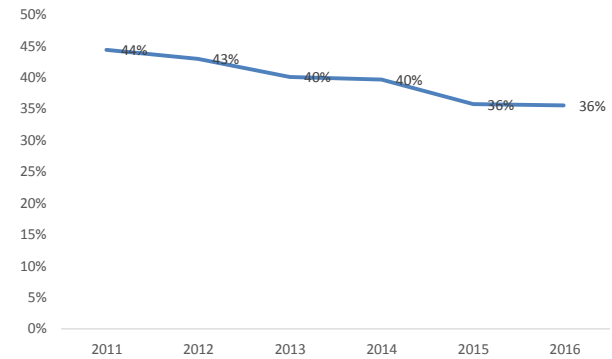
资料来源: 京东, 国信证券经济研究所整理

京东或许低估了这部分劳动力的成本, 他们是被要求提升收入最明显的一个阶层。你或许觉得, 人员工资每年涨 10% 应该是非常不错的水平, 但从我们的测算, 履约费用/物流员工人数, 代表近似的物流人均成本指标, 在 2012 年是 12.9 万元, 2016 年是 25.2 万元, 4 年的年化涨幅为 18%。但回想这四年来, 以京东、顺丰为代表的物流配送能力, 将 2-3 天到达提升到当日或者隔日达的效率, 以及快递人员态度、规范度、人员素质都有了长足的进步, 我们则能够理解, 或者认同这样的投入是必不可少的。王卫与刘强东都主张让员工过上有尊严的生活, 这是他们的价值观, 也是企业社会责任不可缺少的一部分, 因此, 资本市场需要给予他们更多的耐心——诚如前文所述, 一个力求改变商业环境的企业注定是孤独的。

其实, 京东不一定要将履约成本降低到每单 10 元, 而且我们认为, 随着人员工资的继续提升, 这几乎做不到。如果和大洋彼岸的亚马逊比较, 京东的表现相当优秀。诚然, 有人说亚马逊有国际订单, 这或多或少本就应该发生更高的履约费用, 但事实上这不是主要原因, 亚马逊的海外收入比例一直在下降! 而履约费用率一直在上升! 真实的情况是: 亚马逊也在自建物流, 走的和京东一样的路! 2010 年到今天, 亚马逊的收入增长不到 5 倍, 而员工人数却翻了 10 倍。这就是 B2C 模式的必然性——升级物流能力, 不能指望 UPS 与联邦快运能够又保证速度, 又合理价格, 最终双方只能是打打合合, 只不过贝索斯在扭扭捏捏中走到今天 (到目前依然是和 UPS 与联邦保持巨大的合作量), 而京东只不过很早就确定战略并坚定的走到现在。

**图 52: 京东与亚马逊履约费用率的比较**


资料来源：京东，亚马逊，国信证券经济研究所整理

**图 53: 亚马逊的海外收入/电商总收入**


资料来源：亚马逊，国信证券经济研究所整理

往后看，贝索斯通过升级服务是可以收到钱的，而且不菲，这将对冲掉一部分成本。京东今年也开始试水 PLUS 会员，149 元一年，并送 60 张免费送货券，折合每张不到 3 元，但实际上，京东的活跃会员平均年购买次数为每年 8 次，可想而知，如果会员们能把 60 张免费卷用完，得贡献多少 GMV！无论如何，这是个良性的开始，代表有价值的服务开始尝试货币化了。

从产业格局上来说，如果顺丰追求独立发展（就未加入菜鸟计划），京东亦是如此，则这两家公司最有可能成为未来中国民营领域的 UPS 和联邦快递。如果我们以物流能力为京东的主干，我们就能理解很多事情，例如：百万京东便利店的好处是，京东在已有的物流能力上做增值，便利店的好处是每次配货的金额比较高，比如 400 元以上，这样对京东而言，并没有拉低每单均价，在员工人数未来不再大幅增加的情况下，履约成本则能逐渐平稳下来甚至最终走向缓慢下降。

如果将假设京东的履约成本是一家名叫“京东物流”的公司完成的，这家公司的收入在 2016 年已经到了 210 亿元，实际上，如果真要结算，恐怕还要给自己一个不错的净利率，也就是 250 亿左右的水平！（约为顺丰的一半）更为重要的是，它的收入增速远高于顺丰，那么它实际上已经可以和顺丰的市值在一个量级或者不会低过多少。

**表 11: 京东的履约费用**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
履约费用率	7.20%	7.40%	5.90%	7.00%	7.70%	8.10%
营业收入（百万元）	21,129	41,381	69,340	115,002	181,287	260,122
YOY		96%	68%	66%	58%	43%
履约费用（百万元）	1,521	3,062	4,091	8,050	13,959	21,070
YOY		101%	34%	97%	73%	51%

资料来源：京东，国信证券经济研究所整理

未来，顺丰做电商，京东做物流，我们都不会奇怪，相同的是，他们是两家不站在阿里菜鸟里的企业，以致力于打造中国最高效的物流平台而笃行努力中。

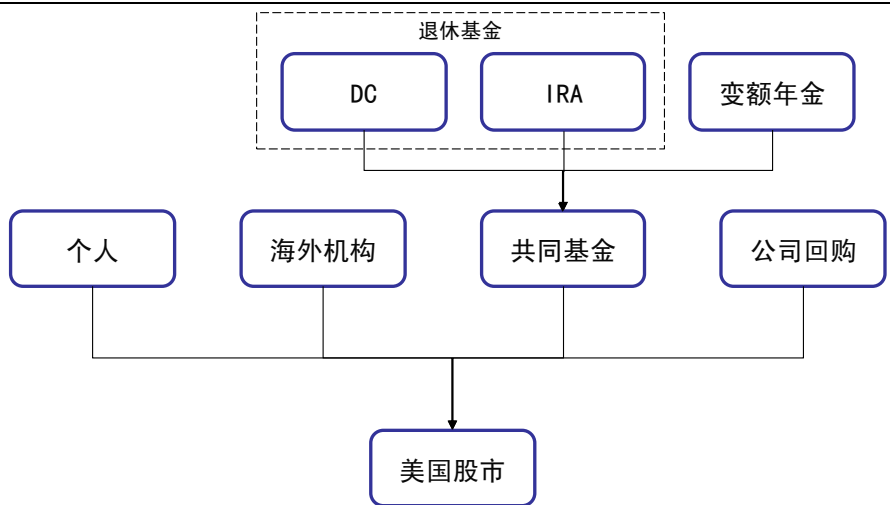
## 看多还是做空？——回购驱动的美国股市

### 美国股市的投资人结构——不容忽视的公司回购

美股股市的投资人结构可以分成四大类：个人、海外机构、共同基金、上市公司。其中，退休基金通过 DC 和 IRA 计划持有共同基金，再投资股市。此外，保险公司的变额年金产品也持有共同基金，再由共同基金投资股市。虽然共同基金在 DC、IRA、变额年金之外亦有少量的其他投资人，但基本是零头。

公司回购，在美股中的分量之重，这和全球其他地区的资本市场有着显著的区别。或许你会惊讶于听说一个国家股市的重要力量是上市公司自己回购，这并不意外：因为全球也只有美国股市如此（英国比例相当小）。

图 54：美国股市的投资人结构

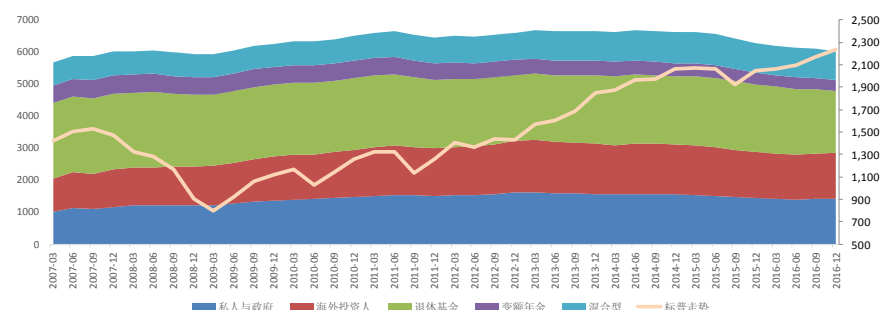


资料来源：国信证券经济研究所

### 资金持续在流出，那么谁在做多？

我们根据美国投资业协会、美国财政部的数据，将美国股票市场资金净流入累计，绘制成如下图示，显示：美国市场的资金流入总量从 2013 年开始见高点，然后开始走低，即流出资金开始多于流入资金（附注：由于混合型产品无法拆分股票投资比例，表中计算的是混合产品的全部规模，但这不影响趋势的判断）。

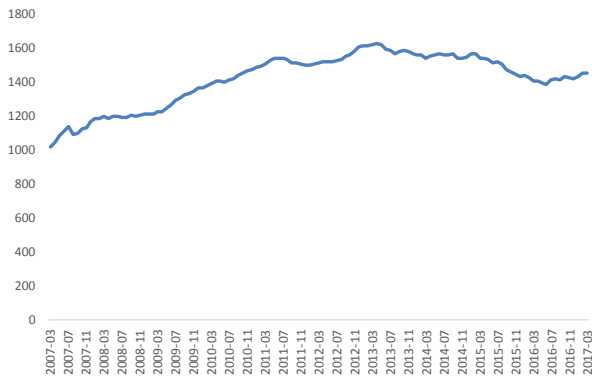
图 55：美国股票市场的资金净流入累计（十亿美元）



资料来源：美国投资业协会，美国财政部，wind，国信证券经济研究所整理

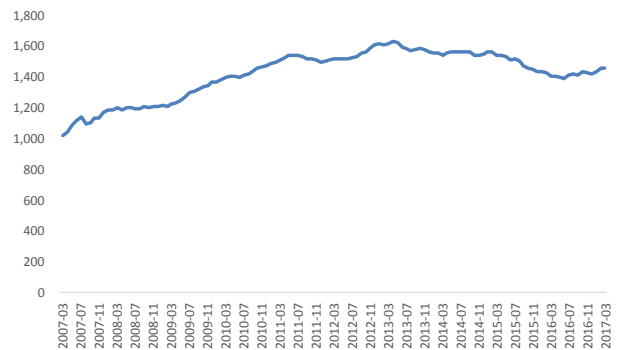
分科目的数据亦是如此。美国个人+官方资金累计流入高点在 2013 年 4 月。外国投资人累计资金流入高点也出现在 2013 年 4 月。

图 56: 美国个人+官方累计资金流入 (十亿美元)



资料来源: 美国财政部, 国信证券经济研究所整理

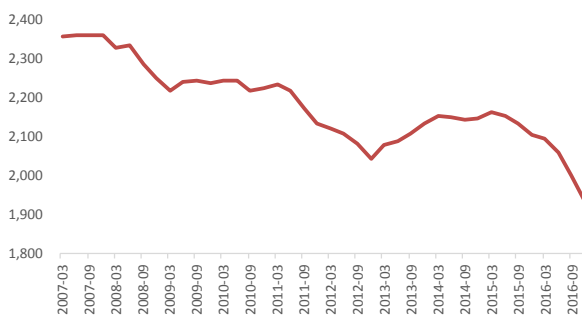
图 57: 美国外国投资人累计资金流入 (十亿美元)



资料来源: 美国财政部, 国信证券经济研究所整理

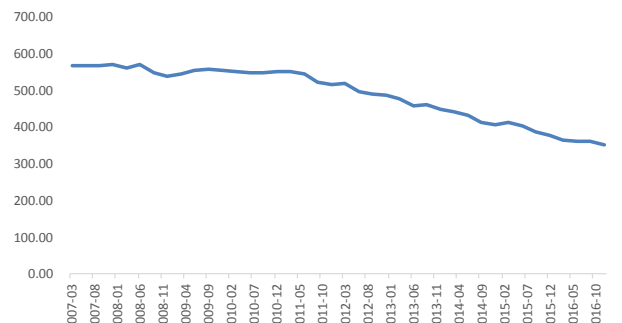
美国退休账户资金一直持续净流出, 不过在欧债危机之后, 有过一年多的反弹; 美国非退休账户资金一直持续净流出。如果将退休账户+非退休账户作为共同基金管理的主体, 它们从 2008 年金融危机之后, 资金一直处在明显的净流出过程中, 那么, 共同基金是看多做空吗?

图 58: 美国退休账户累计资金流入 (十亿美元)



资料来源: 美国财政部, 国信证券经济研究所整理

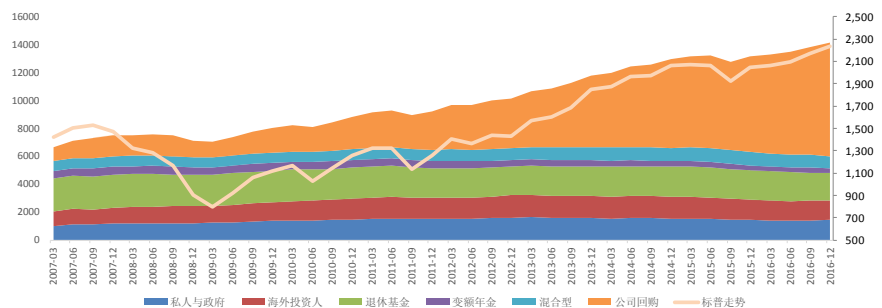
图 59: 美国非退休账户资金累计流入 (十亿美元)



资料来源: 美国财政部, 国信证券经济研究所整理

那么支持本轮美国股市上涨的动力是什么? ——回购!

图 60: 美国股票市场的资金累计, 包含公司回购 (十亿美元)



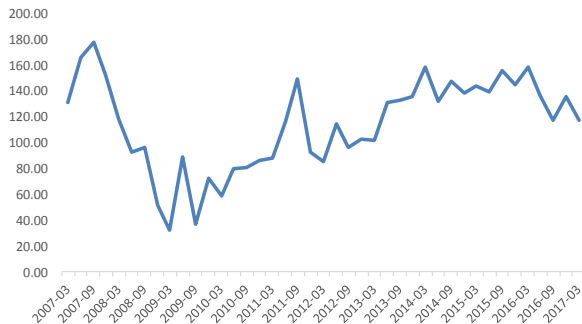
资料来源: 美国投资业协会, 美国财政部, wind, bloomberg, 国信证券经济研究所整理

以 Bloomberg 的数据来看, 美国上市公司每个季度回购金额约在 1000 亿左右。很多时候, 我们认为这是个很小的数字, 相比美国市场每天平均 2000 亿美元的成交额而言。但是站在长期角度, 并非如此。企业回购资金的意义是: 只流入, 不流出,

是稳定的资金流入增量。例如，占美国市场 20%左右的个人投资者，2016 年每季度资金净流出约为 50 亿美元，这样我们就能理解单季度 1000 亿美元对股市的长期影响有多大。

我们把上市公司回购与其他积累投资人合并一起绘制，会发现，2016 年后，上市公司回购资金已经占到美国股市长期资金流入的 50%以上。也有海外投资人测算，该比例甚至接近了 70%，这取决于计算资金的起始时间。无论如何，可以下的结论是，回购是支撑美股 2014 至今最重要的力量。

图 61：美国单季度上市公司回购资金规模（十亿美元）



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图 62：企业员工买入兴趣创三年新低



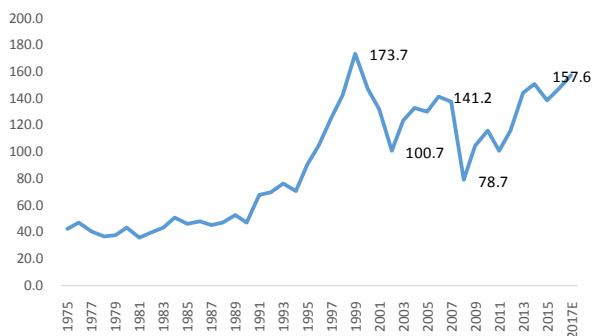
资料来源：Washington Service，国信证券经济研究所整理

### 回购下降的美股，还能持续多久？

我们注意到，回购金额从 2016 年 Q1 触及到阶段性高点 1591 亿美元后，于 2016 年的 Q2 开始下滑。2017 年 Q1，该数字回落到 1174 亿美元。这次是拐点么？还是一次上升过程中的中继？可从几个方面来试着回答：

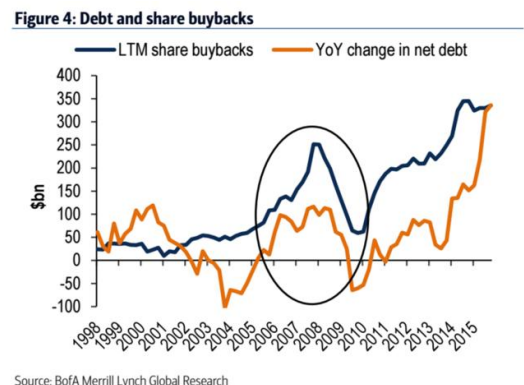
- 1、一是估值：标普 500 估值已经重新回复到 2001 年左右的水平，虽然想去 2000 年最高点还有差距，但已经处在历史波动空间的 80%分位左右，美股市值/GDP 目前约为 157%，大幅高于 100%左右的平均水平；
- 2、二是企业员工信心：根据 Washingtonservice 近日的统计，目前企业员工买入股票的兴趣已经降到历史最低位；
- 3、三是回购的资金来源：目前美股回购资金来源约有三分之一来自银行贷款或者企业债，随着本轮加息的深化，回购将会变得越来越不经济。

图 63：美股上市公司总市值/GDP（百分之）



资料来源：世界银行，国信证券经济研究所整理

图 64：美林 2016 年 3 月就预测回购资金的减少



Source: BofA Merrill Lynch Global Research

资料来源：互联网，国信证券经济研究所整理

2016 年 Q1，美林、高盛、巴克莱等多家策略分析师就曾讨论过回购资金见顶，并担忧这将对股市产生不利的影响。如，当时嘉信理财的首席策略 Sonders 表示：“我

赞同一旦股票回购枯竭，市场风险将显著增加的观点。可以肯定的是，一旦这一情况发生，将引发股票市场出现严重的下行趋势。”

显然，在过去的一年多时间里，**Sonders** 的担忧也只是担忧，应景于那句话——“我猜中了这个故事的开始 ...但我却没能料到这个故事的结局”。



## 出路还是末路？——新硬件、大数据、人工智能

### 新产品、新数据：一个无处不在的数据网络

历史总是一次次的证明，一些人的出路，就是一些人的末路。

如果时间是饥饿的网络业一直的粮食，再想想，我们在线的时间每天平均三小时，真的无法提高了吗？并非如此。市场几年前洋品牌的手环，功能有限，价格均过千，而当下，某些功能完备，性能卓越的国产手环，只要 200-300 元，就可以拥有强大的功能。心率功能是现在不少智能手环的标配，人带上手环，一天而二十四小时的监测与跟踪，跑步、吃饭、睡觉，你的心率、运动数据被不停歇的上传到云端。

图 65: 某品牌手环



资料来源：互联网，国信证券经济研究所整理

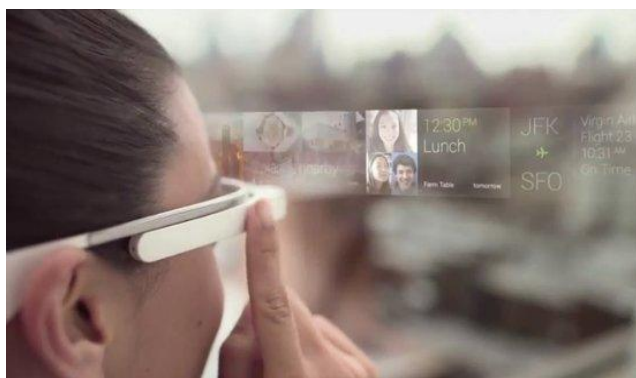
图 66: 手环心率跟踪成为标配



资料来源：互联网，国信证券经济研究所整理

从此前体验一般的谷歌眼镜（受制于网络、待机、控制方式），到去年大卖的亚马逊 echo 音箱（稳定网络、接电以持久待机、语言处理更加顺畅），互联网硬件更加智能，场景更加无处不在。

图 67: 谷歌眼镜



资料来源：互联网，国信证券经济研究所整理

图 68: 亚马逊音箱

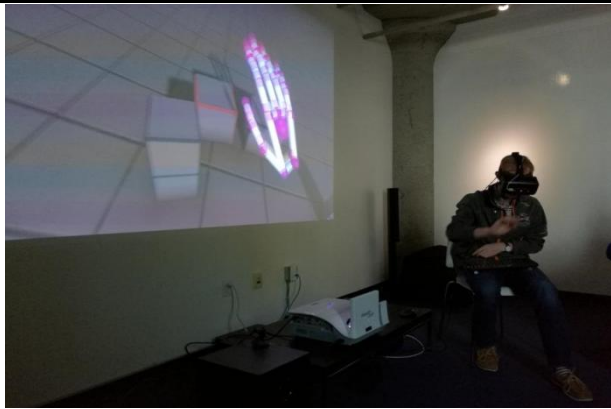


资料来源：互联网，国信证券经济研究所整理

Leapmotion 是硅谷的一家手势识别公司，公司开发的 3D 手势识别，让体验者沉醉于一款 VR 的 3D 搬箱子游戏。

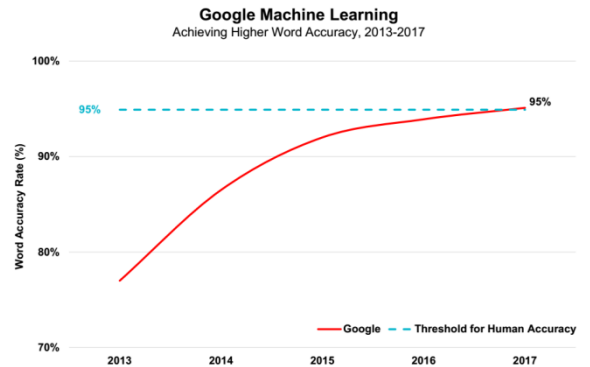
如果仔细思考一下，现在和 3 年前的谷歌眼镜有什么不同，网络似乎没有进步（4G），待机没有明显的进步（电池工艺），最为显著的是语音输入的准确度大幅提高了。谷歌通过机器学习，使得语言学习的准确率从三年前的 85% 提升至目前的 95%，而 95% 已经是人人识别的门槛。

图 69: Leapmotion 的手势控制



资料来源: leapmotion, 国信证券经济研究所整理

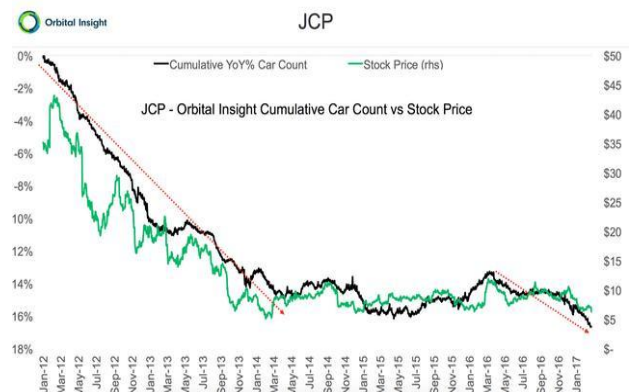
图 70: 谷歌的语言识别准确率



资料来源: 玛丽.米克《2017 互联网报告》, 国信证券经济研究所整理

美国的创业公司 Orbital Insight, 试图利用卫星数据进行分析, 定位成新型数据服务公司。比较典型的案例是, 该公司跟踪彭尼百货停车数据, 以指导投资者判断股价的中长期走势。换句话说, 我们以为我们开车去超市购物, 并没有和互联网发生关系, 实际上以往的技术并没有成熟到可以采集这类数据, 但随着计算速度与云端的扩容, 以及深度学习模型的进化, 使得我们不经意间为互联网贡献了新的信息。

图 71: 彭尼百货 (JCP) 的股价与累计访问车辆



资料来源: Orbital Insight, 国信证券经济研究所整理

图 72: Orbital Insight 跟踪车位数据

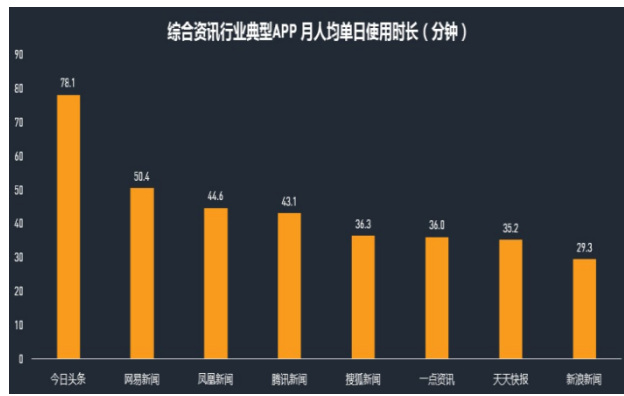


资料来源: Orbital Insight, 国信证券经济研究所整理

### 智能的一小步, 商业的一大步

今日头条, 作为一款最近两年互联网的“现象级”产品, 在竞争已经火热的资讯业 APP 中脱颖而出, 2016 年总使用时长已经超过腾讯新闻, 人均单日使用时长更是雄踞第一: 每日 78.1 分钟, 相比腾讯新闻只有 43.1 分钟, 网易新闻 50.4 分钟。

图 73: 2016 年综合资讯 APP 人均单日使用时长 (分钟)



资料来源: questmobile, 国信证券经济研究所整理

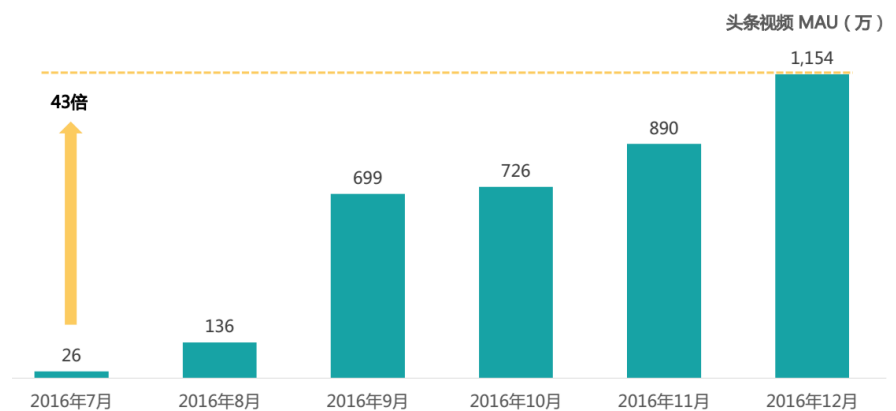
图 74: 综合资讯行业 APP 总时长



资料来源: questmobile, 国信证券经济研究所整理

今日头条创始人、首席执行官张一鸣在 2016 年世界互联网大会上透露, 取得这样的成绩离不开 AI 技术在产品上的应用, 在没有人维护编辑信息的情况下, 今日头条的产品使用时长远超于同行。今日头条有八百个算法方面的工程师, 有两万台处理器, 有 151 条训练样本, 每天用户请求 60 亿次, 这个请求在人工智能应用当中已经是非常大的, 有两万台机器昼夜不停计算各种概率。在审核方面, 现在今日头条的内容, 一个人看的话需要 150 天才能看完, 如果两个人看他们之间的准确率只有 75%, 但是有机处理准确率可以达到 87%, 25 分钟就可以阅读完, 机器人可以比人更快的阅读, 找出其中的错误的部分, 所以人工智能也用于审核。

图 75: 2016 下半年, 头条视频 MAU 飙升 43 倍



资料来源: Trustdata, 国信证券经济研究所整理

## 未知还是未来？——2030 年与类人智能

本章要讨论的问题是：估值的高与低，前提是安全边际，我们曾看过摩托罗拉传呼机在手机出现后的没落，看过柯达在数码相机的冲击下破产，诺基亚在苹果的“釜底抽薪”下破败，看过雅虎在谷歌出现后的淡出...因此在讨论网络业巨头的长期投资价值，我们不敢有一点懈怠，关注来自那未知领域、未知科技、未知商业模式的巨大挑战。本次，我们试从 AI 的角度论述一下这个问题。

### 老鼠的智商也不低！——等待芯片的高速和低价

尽管我们今天，把一切颠覆式的新服务统称为人工智能，导致了人工智能/AI 颇有万金油的味道，但如果可以严格的定义，我们宁愿举个简单的例子来说明。

表 12: ALEXNET 介于苍蝇和老鼠之间

基础架构	神经元数量	突触数量
苍蝇	$100K=10^5$	$10^7$
ALEXNET	$650K=10^6$	$10^8$
老鼠	$100M=10^8$	$10^{11}$
人	$10^{11}$	$10^{14-15}$

资料来源：加州大学伯克利分校，国信证券经济研究所整理

附：

- 1、突触：是一个神经元的冲动传到另一个神经元或传到另一细胞间的相互接触的结构。突触是神经元之间在功能上发生联系的部位，也是信息传递的关键部位。
- 2、ALEXNET：2012 年，Geoffrey 和他学生 Alex 为了回应质疑者，在 ImageNet 的竞赛中出手，刷新了 image classification 的记录，一举奠定了 deep learning 在计算机视觉中的地位。

我们细想一下苍蝇与老鼠在智能上的区别：

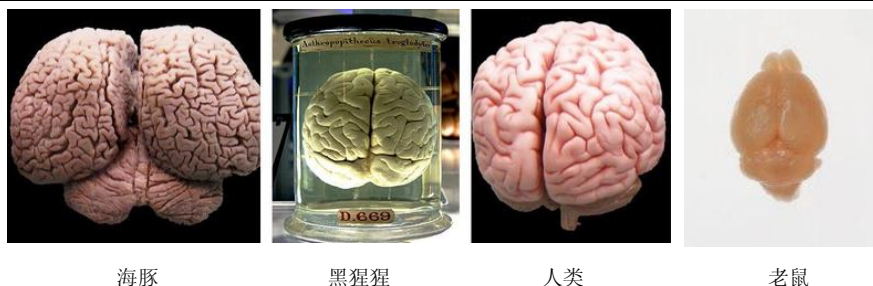
苍蝇最引以为豪的是它的“雷达神经网络”。2004 年 8 月，美国《科学》杂志发表了以唐世明为第一作者的论文：《果蝇的视觉模式识别具有视网膜位置不变性》。这一研究成果改变了人们以往对昆虫视觉的理解，表明果蝇的脑具有复杂的视觉信息处理机制，使昆虫视觉与脊椎动物视觉在认知层面上统一起来。

老鼠作为低等脊椎动物的代表，其大脑皮层比海豚、大猩猩与人类的皮层更加光滑，这样反应了它们的神经元与突触的数量逊色于人类较多。即便如此，部分专家认为，老鼠的智商相当于 6-8 岁的儿童（简单任务的学习能力，对鼠药的群体沟通能力，一定的记忆和策略能力）。

因此，苍蝇级别的人工智能，适合在某个特定的领域完成某项特定的任务，比如寻路（类似今天的导航、图像识别）；

老鼠级别的人工智能，已经可以在相对复杂，需要自己演化策略的通用领域完成多项任务，但和成年人的智商还有一定的差距。

图 76: 不同脊椎动物的大脑



海豚

黑猩猩

人类

老鼠

资料来源：知乎，国信证券经济研究所整理



如果一个突触对应的是一次浮点运算（FLOP），那么人类的大脑相当于  $10^{15}$  的浮点运算能力，相当于当下 100,000 个 CPU，或者亚马逊 EC2 上每小时 5000 美元的算力使用费（加州伯克利 AI 实验室预测）。

我们试着从运算能力推演一下未来：

以目前 CPU i5 处理器 200 美元计算，GPU 英伟达的 TITAN X 1400 美元计算（11T Flops），以及摩尔定律（尽管未来有可能变慢）每 1.5 年价格降一半。按照人、老鼠的智能水平，CPU、GPU、云计算（CPU 或 GPU 不同方案），得到如下的成本构成。

**表 13：实现人类智能/老鼠智能的成本简单测算**

人类智能（ $10^{15}$ ）					老鼠智能（ $10^{11}$ ）		
	CPU 价格 （美元）	GPU 价格 （美元）	云计算 CPU 方案 （美元/小时）	云计算 GPU 方案 （美元/小时）		CPU 价格 （美元）	GPU 价格 （美元）
2017 年	20000000	127273	5000	626.1	2017 年	2000	12.7
2018 年	12599210	80177	3150	394.4	2018 年	1260	8.0
2019 年	7937005	50508	1984	248.5	2019 年	794	5.1
2020 年	5000000	31818	1250	156.5	2020 年	500	3.2
2021 年	3149803	20044	787	98.6	2021 年	315	2.0
2022 年	1984251	12627	496	62.1	2022 年	198	1.3
2023 年	1250000	7955	313	39.1	2023 年	125	0.8
2024 年	787451	5011	197	24.7	2024 年	79	0.5
2025 年	496063	3157	124	15.5	2025 年	50	0.3
2026 年	312500	1989	78	9.8	2026 年	31	0.2
2027 年	196863	1253	49	6.2	2027 年	20	0.1
2028 年	124016	789	31	3.9	2028 年	12	0.1
2029 年	78125	497	20	2.4	2029 年	8	0.0
2030 年	49216	313	12	1.5	2030 年	5	0.0
2031 年	31004	197	8	1.0	2031 年	3	0.0
2032 年	19531	124	5	0.6	2032 年	2	0.0

资料来源：加州大学伯克利分校 AI 实验室，云测算 GPU 方案采用 EC2 的 P216xlarge 方案，国信证券经济研究所测算

尽管 GPU/TPU 较 CPU 在并行运算上有很大的优势，但值得注意的是，并非所有的浮点运算用 GPU 效率都是最佳的，以无人驾驶为例，当我们设想这样一幅场景：前方有人，哦不，那是个孩子，奇怪，他在干什么？好像想去马路对面，马路对面有什么呢？——一辆车，那是什么车？哦，原来那是一辆餐车，那么，他可能要去买冰激凌或者吃的？不清楚。嗯...不管买与不买，先停下来，等他一下。这套复杂的识别加逻辑推导中，与逻辑判断相关的计算用 CPU 处理更合适，而涉及到图像识别，尤其是高分辨率图像识别时，并行运算则效率更高。

因此，在我们的测算中，认为 GPU 可以完成绝大部分的浮点运算（GPU 单机的浮点运算能力超过了 CPU 很多），而辅助 CPU 作逻辑判断。假设与人智能相当（ $10^{15}$  FLOPS）或者与老鼠的智能相当（ $10^{11}$  FLOPS），当芯片成本降低至几百美金，这样设备成本能控制在几千美金（考虑到还有雷达、传感器、软件系统等其他配件），否则无法大规模推广。

第一个黄金时期（老鼠级别的智能水平）：2021 年-2023 年，若异构处理器（CPU+GPU）不成熟，单凭今天的 CPU 方案在 2021 年之后就可降到 300 美元以内，不要小看老鼠，老鼠远强于苍蝇，因此在感知层面老鼠已经做得很好，而且具备了相当的策略能力和记忆能力，这个时候的无人驾驶水平谈不上多智能，估计差不多是你对自家宠物的感觉：挺可爱，但也就是可爱而已！

第二个黄金时期（人类的智能水平）：2030 年-2032 年，GPU 方案的成本降低至 300 美元以内，届时异构处理器或者专业处理器（类似 TPU）的方案可能还会进一步优化，配合更加先进的算法，无人驾驶完全可以做的和人一样好！这样，我们大约能够理解，当脱离云的时候，我们追求与人类相似的人工智能，需要等待的是硬件的速度。因此，在 2030 年之前，AI 不会到彻底革命时机，但会：

- 1) 在一些可以利用云计算的场景中，如基因测序、药物研发、金融数据筛查、大规模天气或战争模拟、电力调度与分配等领域率先展开。应用的繁荣与否，取决于应用的价值与实现应用的性价比；
- 2) 或者，完成比智能音箱高一点的、比无人驾驶低一点的 AI 场景，如辅助驾驶、仓库分拣运输机器人等。

### 数据服务之于网络服务，一代新人换旧人？

当时间再次回到 1990 年，其年，电信运营商体量巨大，网络业异常弱小，此后的二十年，电信运营商不遗余力的扩充网络，然后在万般无奈中意识到，网络业曾经的小公司，成为了它们的掘墓人，它们斥巨资打造的高速连接网络，受益的竟不是它们自己！我们于是，共同见证了一次从网络接入到网络服务的大浪潮。二十年后的现在，网络业巨头如日中天，它们正以前所未有的热情搜集着一切数据，我们正跨入从网络服务到数据服务的崭新时代。

如果历史可以重演，我们试着写下这些过程，以便你我在以后的日子里一同经历和观察：

1990 年，人们听说互联网这个词还很懵懂；

2010 年，人们听说大数据这个词还很懵懂；

1994 年，PC 销量的大幅提升，以增加上网客户，人们开始讨论谁的配置高，价格低，尽管上网也只限于聊天、浏览简单的聚合内容和收发邮件；

2014 年，云的大幅扩建，以增加云服务客户，人们开始讨论谁的配置高，价格低，尽管数据也只限于存储、浏览简单的聚合数据和分享；

1994-1999 年，PC 产业链，整机（戴尔）、芯片（intel）、操作系统（微软）的繁荣；

2014-2019 年，云计算产业链，IAAS（亚马逊、阿里）、芯片（英伟达）、系统（？）的繁荣；

电信公司为未来的互联网公司提供必要的上网途径；

互联网公司为未来的数据公司提供必要的获得数据的途径；

电信公司随手试图把内容和网络整合起来，如移动梦网，电信互联星空，但后来都不成功。原因是，电信运营商并不在意内容当下能否赚钱，因为基础网络用户还在高速成长，而且看不到来自内容的威胁；

互联网公司随手试图把数据和网络服务整合起来，但后来都不成功？原因是，互联网公司并不在意数据当下能否赚钱，因为网络服务用户还在高速成长，而且看不到来自数据的威胁；（这里适度保留，互联网公司较当年的电信公司巨大差异是拥有研发能力，但也不要忽视既得利益者对创新的蔑视）

1995-2000 年，于是，网络内容的繁荣（AOL，雅虎，中国的四大门户）；

2015-2020 年，于是，数据资源的繁荣（互联网巨头成功过渡为该身份）；

2001-2002 年，内容服务遭遇低谷，突然间失去了盈利模式或者发现赚钱比想象的要难，还是靠与电信公司的合作救活了它们（某种基于电信业务的增值业务，如短信）。



2021-2022 年，数据服务遭遇低谷，突然间失去了盈利模式或者发现赚钱比想象的要难，还是靠与互联网公司的合作救活了它们（某种基于网络服务的增值服务？）。

2003-2004 年，内容多了之后，人们迷失在内容的海洋中，于是，内容搜索的繁荣（谷歌上市），内容公司看着它很无奈，为什么我们创造内容，你赚钱？

2023-2024 年，数据多了之后，人们迷失在数据的海洋中，于是，数据搜索的繁荣（？上市），数据公司看着它很无奈，为什么我们创造数据，你赚钱？

2005-2006 年，产生了更加丰富的内容服务，游戏，电子商务，社区，但以个人为中心受制于技术（3G 网络、硬件、智能系统、价格），还不彻底...

2025-2026 年，产生了更加丰富的数据服务，XX，XX，XX，但更激进的革命受制于技术（网络、硬件、系统、价格），还不彻底...

2007 年，技术突破，手机开始逐步替代 PC，初期价格还较高，但慢慢价格降下来，手机硬件产业链的开始走向繁荣（谷歌、苹果）

2027 年，技术突破，XX 开始逐步替代手机，初期价格还较高，但慢慢价格降下来，XX 硬件产业链的开始走向繁荣（？）

2009 年-2013 年，期间伴随着大量的手机上下游投资机会（芯片、配件...）；

2029 年-2033 年，期间伴随着大量的新硬件上下游投资机会（芯片、配件...）

2010 年，智能手机具备一定的普及率，个人为中心替代家庭为中心，社交兴起（FB）；

2030 年，新硬件具备一定的普及率，XX 替代个人为中心，？兴起（？）

2012 年，FACEBOOK，网络服务业更加彻底的革新者上市，人们也叫它社交网络；

2032 年，XX，数据服务业更加彻底的革新者上市，人们也叫它类人智能。

## 投资建议：新五大的形成以及潜在的挑战

本篇列举了“新五大”（腾讯、阿里、网易、京东、微博）为代表的互联网龙头企业，它们在过去几年，成为中国互联网的中坚力量，且马代效应有所增强，这导致了互联网板块中概股的腾飞与 A 股的沉默。尽管，越来越多的企业选择在 A 股上市，但未改变到目前为止，未改变中国最优秀的互联网公司主体基本在美国和香港上市现状。

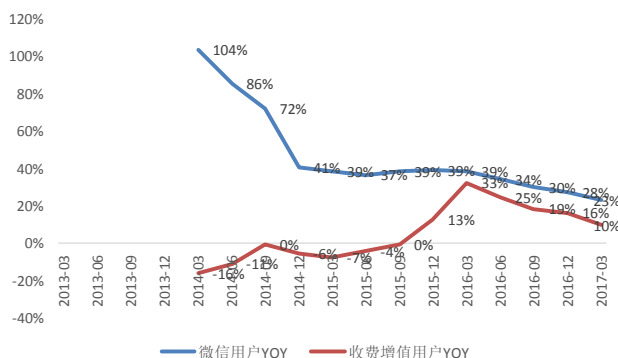
由于我们认为美联储在 2015 年下半年启动的本轮首次加息，到 2017 年 6 月的本轮第五次加息还将持续到 2018 乃至 2019，料 10-12 次，累计 2.5%-3% 才能讨论进入加息之中后期，因此，尽管我们看好中国互联网龙头公司的基本面，但担忧于它们的估值回撤的可能性。于是，我们将从相对审慎的角度，简单讨论几个公司的未来及可能面临潜在的挑战。

### 腾讯控股（0700.HK）

王者荣耀创造了史无前例的诸多辉煌，流量、收入、MAU/DAU，这将对 2017 年 Q2/Q3/Q4 的财务报表形成强力的支撑，但对 2018 年 Q1 形成“高基数压力现象”。但如前文讨论，游戏运营的货币化就像天猫的货币化，是鱼池与鱼苗的关系，在一段时间运营过猛，就需要等待一段时间鱼苗的长大，最终围绕一个均衡值上下波动（略高于人均可支配收入增速）。

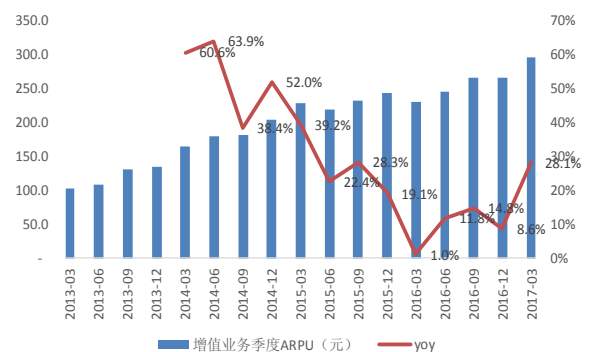
游戏的普适型终究不及 SNS，长期以来，腾讯收费增值用户的增长比例低于微信增速，2017Q1，收费增值业务增速同比增长 10%（微信 23%）。因此，拉动收入的另一个办法是运营提价，通过 ARPU 的抬升（近似理解成涨价），即下图（腾讯增值业务季度 ARPU 增长率的红线部分），最低下降至 2016Q1 的 1%，如今回升到 2017 年的 28.1%，我们预计在 2017 年 Q2-Q4，这个数字还将保持强劲，但在 2018 年 Q1 开始下降。2017 年 Q1，腾讯单季度增值业务人均 ARPU 已经接近 300 元，即年化 1200 元（2016 年 1000 元），这远高于游戏行业全行业人均花费 300 元的水平（游戏业工委数据），这说明腾讯获得了全行业最优质的客户。2018 下半年至 2019 年，将会是游戏业务遭受挑战的时间窗口：用户的增速继续放缓，而 ARPU 增速也可能会回摆。

图 77：腾讯微信与收费增值用户的增长率



资料来源：腾讯，国信证券经济研究所整理

图 78：腾讯增值业务季度 ARPU 及增长率



资料来源：腾讯，国信证券经济研究所整理

此外，腾讯控股 2016 年的非经常性损益（主要是投资收益）为 67 亿元人民币，约占总利润的 15%，这部分主要是由多年来公司对外投资增值带来的，若二级市场出现了反向波动，一二级市场的科技类资产流动性将会恶化，资产可能增值较少或不增值，进而投资收益的持续性将受到质疑，这会一定程度上影响公司的 P/E 水平。以下公司收入、利润的预测来自彭博一致预期（后同）。

**表 14: 腾讯控股 (0700.HK) 的收入与利润**

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
收入 (亿港元)	768.7	1,000.6	1,227.8	1,703.1	2,498.0	3,206.8
YOY		30%	23%	39%	47%	28%
净利润 (亿港元)	197.2	301.8	343.8	459.4	656.0	834.7
YOY		53%	14%	34%	43%	27%
P/E				57.8	40.5	31.8
P/B				12.1	10.2	8.0
净利率	25.6%	30.2%	28.0%	27.0%	26.3%	26.0%
ROE	31.2%	34.5%	28.8%	27.9%	27.7%	27.6%

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

## 阿里巴巴 (BABA)

市场对阿里巴巴的预期调高,阿里也的确处在最好的光景。从阿里巴巴日前宣布将 2020 年国内电子商务的 GMV 目标达万亿美元来看,该目标并不激进:从 2017-2020 年增速约为 20%、17%、16%、15%。

淘宝平台曾为阿里的繁荣壮大做出了巨大的贡献,但货币化率低、假货更易滋生、税收问题始终如影随形,阿里将加快 GMV 向天猫转移的速度。2016 年,天猫的 GMV 占比为 42%,我们估计 2017 年该数字可能达到 46%,并于 2018 年达到 50% 或者以上。这是明智的——可以防患于未然,尽早降低个人卖家因过渡灵活的商业化运营手段而造成的潜在风险。远期,淘宝的 GMV 可能会降至 30% 以下甚至更低,而进程的快慢取决于国家对网络电商优惠的程度。由于天猫的加盟商家已足够多,因此淘宝卖家的逐步迁移不会对公司的市场地位带来负面的影响。GMV 迁徙至天猫后,公司的货币化能力自然增强(得益于扣点率),这样会使阿里巴巴在未来三年的国内零售收入继续保持 30% 左右的增长率,同时规模效应促使人均产能的提升,边际成本的下降,净利率的抬升。在 2019 年,我们预计阿里巴巴的国内零售的货币化率将提升至 4%,此间压力不大,在 2019 年之后,货币化率的抬升将变得辛苦,主要是在市场份额与货币化之间谋求平衡。

云计算的地位不言而喻的确定,这是阿里战略上的前瞻带来的收获,只不过伴随着腾讯、华为、金山、浪潮等多家公司的进入,市场竞争也将变得激烈,且与顺丰类似的数据之争会更加频繁。若阿里云在 2019 年能够达到 600 亿元的营收,在资本市场可以估值 600 亿-800 亿美元(考虑到增速较快),约为目前市值的 1/5。

长期看,地面的竞争可能是阿里需要巩固和加强的,通过资本手段固然可以快速占领市场,但供应链的整合深度恐不及京东,届时,可能会影响阿里 GMV 份额的预期,但两年内我们尚未看到这种不利。

无论是从货币化率的实业弹性,还是资产负债率较低带给公司的资本弹性,公司都可在未来两年游刃有余。随着净资产的增加,如果不能高效的管理它们,公司的 ROE 水平在与腾讯比较时显得略低。

**表 15: 阿里巴巴 (BABA) 的收入与利润**

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
收入 (亿美元)	85.3	124.1	156.5	229.4	333.6	439.4
YOY		45%	26%	47%	45%	32%
净利润 (亿美元)	37.9	39.5	110.6	63.3	113.8	150.0
YOY		4%	180%	-43%	80%	32%
P/E				57.1	31.8	24.1
P/B				8.9	6.8	5.4
净利率	44.4%	31.8%	70.7%	27.6%	34.1%	34.1%
ROE	84.1%	26.1%	39.3%	17.5%	20.3%	22.6%

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

## 网易 (NTES)

一直以来，网易被当作是中国的游戏第二，人们会赞誉腾讯的流量+产品能力，而相对自然的把网易看作是产品型公司，产品型的公司收入较难预测，这相当程度上影响了网易的估值水平。于是，网易市值的摆动类似于：当你对它期望较低时，它会大幅超越预期，而随着股价的短期涨幅过大，“没有流量的公司无法享受高估值”的议论又导致其阶段性回落，周而复始。

但实际上，这是一种错误的印象。如果我们注意到腾讯手机游戏的发展脉络：现在的游戏运营并非应用宝式的流量卡位，然后拼下载量，而是由公司集中研发自营+代理、卡位住一定数量、但不需要很多的精品游戏，适度保持量的前提下更重视质。**消费升级遍布每一个行业的今天，游戏也是如此，高质量的作品本身就是流量。这是因为，网络游戏的社交化熟悉在增强，游戏的口碑与社交化将会形成新用户的增加。**

我们仅以一个简单的视角观察公司——人力投入。中国早期的游戏公司（盛大、腾讯、网易）都和代理有不解之缘，对于网易，最重量级的代理是 2009 年签约魔兽世界，使得双方互相成就。但随着中国游戏企业的壮大，终究不能只做一个渠道发现者或者运营者，要推出自主 IP、自主研发的产品，才能使从开发到运营相得益彰，正反馈循环。

在 2009 年时，公司的游戏开发人员只有 1138 人，2012 之后，这个数量开始加速增长，但由于游戏的开发和运营是有周期的，因此公司在 2012 年经历了魔兽收入下滑而自身新产品还没有相似量级的突破。在 2013 年之后，公司的游戏开发人员比例一直在快速增加，到了 2016 年，游戏开发人员已经达到 5900 人，占公司员工总数的 34%。持续加大研发投入的背后也硕果累累：2014 年，公司推出手机游戏 12 款（自研 8 款）；2015 年，80 款；2016 年更是达到了前所未有的 100 款。自此，网易的自研能力已经可以比肩世界水平（动视暴雪 2016 年员工总数也只有网易的一半）。

**表 16: 网易 (NTES) 的员工情况**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
员工人数	6562	7668	8108	11004	14019	17248
游戏开发员工人数	1600	2000	2400	3600	4600	5900
游戏开发员工人数/员工总数	24%	26%	30%	33%	33%	34%
自研+授权手机游戏款数				12	80	100

资料来源：网易，国信证券经济研究所整理

相比腾讯 UP2017 发布会携带了众多国内外游戏厂商，公布代理众多知名端游 IP 改编手游及代理欧美系端游，网易更偏向于自研，从网易 520 发布会上可以看出网易今年自研新游占很大比重。

**图 79: 2017 网易新发布游戏**

游戏	研发商	类型	上线时间
九州海上牧云记	网易	MMO	不详
坦克世界闪击战	Wargaming	多人对战	不详
魔法禁书目录	网易	二次元	5月22日终测
影之诗	Cygames	日式卡牌	不详
轩辕剑IP手游	网易	国风3D	不详
边境之旅	Peter Molyneux	休闲游戏	不详
泰坦黎明	Zynga	策略战争	不详
初音速	网易	音乐跑酷	不详
汉王纷争	网易	历史推演	6月测试
潮人篮球	网易	篮球竞技	不详
暴走小飞机	网易	休闲竞技	不详
永远的7日之都	网易	角色扮演	Q3推出
叛逆性百万亚瑟王	SQUARE ENIX	日系RPG	不详
第五人格	网易	生存对抗	不详
三国如龙传	网易	回合制MMO	不详
三国志	网易	战争手游	不详
逆水寒	网易	武侠MMO	7月21日首测
战意	网易	3D战争网游	6月二测
我的世界	微软	沙盒游戏	暑期上线

资料来源：互联网，国信证券经济研究所整理

因此，对于这样的一直从事游戏十七年、如此巨大的人员投入和有着世界级多款游戏运营经验的企业，资本市场不应纠结于过去的“流量为王”的观点，因为新时代的内容产业，质量就是流量。

网易的游戏毛利率最近两年一直在下滑，这将随着公司自研产品不断提升而扭转，预计在 2018 年将会看到这样的拐点。

虽然，腾讯和网易都属于游戏巨头，都会受制于前文分析的游戏业周期波动的影响，但相比而言，网易的估值低很多，且资产负债率显著低于腾讯，这使得公司在二级市场市盈率偏高的背景下，投资价值更容易被确认。此外，对比金融危机时期的中概股走势，即便在 2008 年，搜狐（当年的畅游还在其中）、网易的表现都明显强于大盘，2007 年 10 月-2009 年 3 月，纳斯达克指数在跌幅 50% 的背景下，搜狐做到了跌幅 0%，而网易仅下跌 16%——这是游戏公司的属性决定的：良好的经营性现金流以及不太高的估值水平。因此，尽管短期市场担心某一两个游戏的流量下滑，但我们并不认为从长期看这能成为看空公司的理由。相反，公司在中长期都会是一个相对稳健的标的。

**表 17: 网易（NTES）的收入与利润**

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
收入（亿美元）	15.1	19.1	35.1	55.0	78.4	93.5
YOY		27%	83%	57%	42%	19%
净利润（亿美元）	7.3	7.8	10.4	16.7	20.5	23.4
YOY		7%	33%	61%	23%	14%
P/E				26.2	21.3	18.7
P/B				7.3	6.7	5.4
净利率	48.3%	40.6%	29.5%	30.4%	26.2%	25.1%
ROE	24.7%	21.8%	25.6%	34.4%	31.7%	28.3%

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

## 京东（JD）

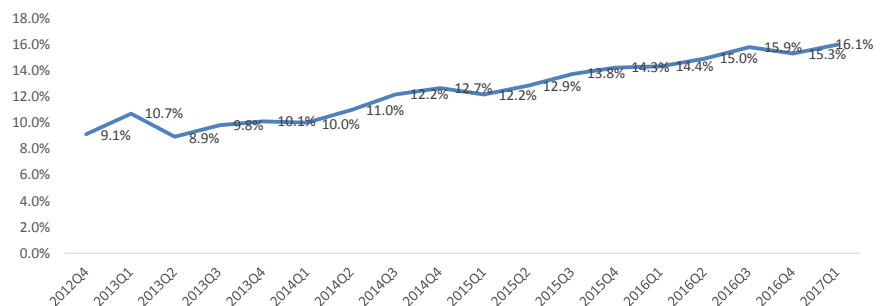
静态来看，京东目前正处在一个相对不错的状态：用户增速、GMV 增速均大于阿里，毛利率稳健抬升。毛利率抬升的主要驱动力是：1、品类由家电转向其他自营商品；2、平台的比例抬高，扣点与广告费用形成强劲毛利拉升。由于非家电品类



的扣点大都约为 5%，广告费约为 2%（参考天猫），按照平台 GMV 占比为 42%，自营 58%，则 16.1%毛利率中，平台贡献了  $(5\%+2\%) \times 42\%/58\%$  约为 5 个点的毛利率。因此，但凡未来平台收入占比增加或者适度的广告费用抬升，都将持续提升公司的毛利率。

此外，PLUS 会员的推广也将有助于提升公司的毛利率。2017 年 Q1，京东活跃用户 2.36 亿，若在 2017 年达到 3 亿，以 10-20%的用户可能会加入该计划测算，则有  $3 \text{ 亿} \times 10\text{-}20\% \times 149 \text{ 元}$  合计 30-60 亿元，占收比仅为 1-2%。亚马逊一季报中，PRIME 相关收入占收比 6%左右，因此京东的 PLUS、电子书等订阅收入的货币化还有相当的优化提升空间。

图 80: 京东的毛利率水平



资料来源：京东，国信证券经济研究所整理

中期，我们认为市场似乎过低的估计了未来两年的收入成长性，而过高估计了其短期的盈利能力——此间最大的变数来自于京东的家电超市，百万便利店等地面计划。由于刘强东不会甘于在短期刹车而停住地面强渗透的步伐，面临浩瀚的乡镇市场，加强京东的神经网络末梢的高效配送能力可能还需要 2-3 年。如果说 2015 年前，京东已经基本完成覆盖全国的高效物流配送产业链，那么 2016-2018 年应该是京东将该网络进一步下沉到乡镇的过程。它的意义在未来远大于我们现在所想象：支撑万亿以上的来自地面零售的需求，甚至可以考虑分流给社会需求使用（快递业的新巨头），而到 2019 年左右，当基本完成全国乡镇的深度覆盖之后，京东的物流成本增加将会慢下来。

此外，对电商业的政策收紧，都将有利于京东。比如对个人征税或者减少税务优惠，比如打假和水货，以及增值税票的套利。亚马逊在美国起步就有 20%的毛利，今天达到 30%以上，主要是因为亚马逊没有一个强大的 C 端对手。因此，阿里集团随着天猫 GMV 的比例放大，电商越来越企业化而脱个人化，这对京东强化自身优势是长期有利的。

我们估计，京东的收入增速依旧保持几年的高速增长，其驱动是它的地面计划，而我们认为大概率上，京东的净盈利能力可能还会在 2017 和 2018 间有些反复，2019 年之后会慢慢稳健提升。因此，对于长期看好京东成长的投资者，需要考虑在股市回撤时，此类基本面的公司振幅加大（贝塔更大）。

无论如何，京东的物流经历了长足的发展后，已经成为国内最优秀的一只物流全产业链企业，未来以物流能力为原点，线上、线下、多品类、多层次的强扩张能力已经不用质疑。

**表 18: 京东 (JD) 的收入与利润**

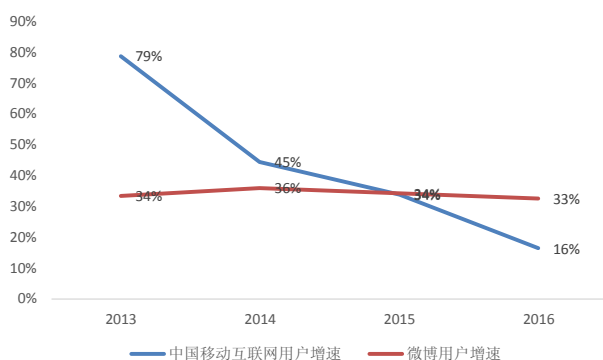
	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
收入 (亿美元)	113.7	187.9	279.2	375.0	516.7	654.1
YOY		65%	49%	34%	38%	27%
净利润 (亿美元)	-0.1	-8.2	-14.4	-5.5	5.3	11.2
YOY		9877%	77%	-62%	-196%	114%
P/E				-111.1	116.1	54.4
P/B				11.8	9.4	8.3
净利率	-0.1%	-4.3%	-5.2%	-1.5%	1.0%	1.7%
ROE	-0.6%	-21.4%	-27.6%	-11.8%	-0.5%	8.4%

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

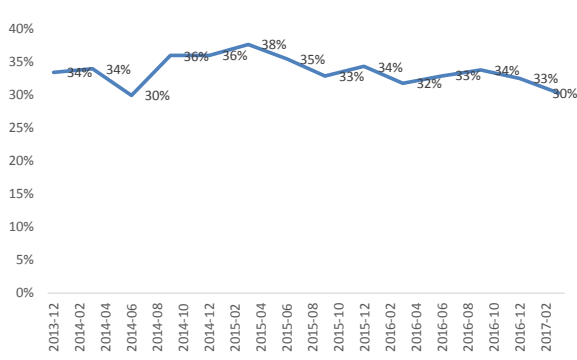
## 微博 (WB)

微博的成长范式和绝大多数的企业都不同,按说我们看一个体量巨大的互联网公司的成长性,往往是和网络的平均增速相当或者趋势相同,但如果比较一下微博用户和移动互联网用户增长率的区别,你会看到有趣的现象:互联网高速成长的时候,微博增速 34%,互联网低速成长的时候,微博增速 33%。这是为什么呢?

尽管答案可能有很多种,但一个朴素的结论是:人们可能需要花更多的时间理解/接受它。即,当你最初成为一个移动互联网用户,可能并不觉得它是个刚需,随着时间的推进,你会觉得它有一些独一无二的特性是其他 APP 不能给你的。微博有两个鲜明的属性,一是最实时的事件与消息(而这部分竞品是新闻客户端),二是以人为中心的信息定制(而这部分恰恰又是新闻客户端给不了你的,而微信也无法满足陌生人兴趣交互)。因此,市场大约在 2015 年前始终就微博的普适性在争论,而后来证明微博的独特性是可以持续运营并抬升用户基数的。以 2017Q1 披露的 3.4 亿用户、同比 30% 的增长率,微博在 2017-2018 年,将会持续维持一个不错的用户增长水平。

**图 81: 微博用户与移动互联网用户的增长率**


资料来源: 三大运营商, 微博, 国信证券经济研究所整理

**图 82: 微博用户季度同比增长率**


资料来源: 微博, 国信证券经济研究所整理

如果把 DAU/MAU 当成是用户黏性的观察指标,微博大约连续十几个季度都在 0.45 左右,这比大多数 APP 的活跃度要好很多,一般是 0.1-0.2, MAU 约为 DAU 的 5-10 倍,而微博只有 2 倍。2015 年至今,微博的 ARPU 有了一定幅度的抬升,目前看,微博的 4 元/季的用户 ARPU 还有相当的提升空间,这个空间最大的弹性是视频。今日头条日均 80 分钟的使用时长是公司学习的榜样,因为对视频的运营应该是全方位的:可以是 UGC、PGC、也可以是围绕兴趣展开的,当然,AI 将在对用户需求的拉动产生更大的作用。微博对于今日头条,最大的优势就在于已经形成的社交弱连接关系,而这个关系的基础是共同的兴趣,是消息定制。因此,我们认为如果微博能够更好的经营这种弱连接,其优势是显著的。

尽管目前，公司的估值水平已经在 2018 年的 30 倍，但我们预计随着 KA 客户的视频预算增加，超预期的概率是比较大的。同样，由于市盈率切换的较为明显，因此公司短期的波动风险在所难免，但从中期来看，它先天的优势（V 经济，无对手）加后天的战略（视频契合度很高，如故事、秒拍、直播等），投资价值将被进一步确认。

视频监管与行业准入长期看并不是微博的风险，因为新浪体系长期运营内容，经验丰富，足以胜任监管层的要求。僵尸粉在偶尔会引起市场的讨论，由于商业的需要，粉丝运营者商业使然，而公司作为平台方，应该长期不懈强化网络环境，否则易积累风险。

**表 19：微博（WB）的收入与利润**

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
收入（亿美元）	1.9	3.3	4.8	6.6	10.5	14.7
YOY		77%	43%	37%	60%	40%
净利润（亿美元）	-0.4	-0.6	0.3	1.1	3.3	5.0
YOY		66%	-155%	211%	205%	52%
P/E				146.1	47.9	31.5
P/B				19.4	13.3	9.1
净利率	-20.2%	-19.0%	7.3%	16.5%	31.4%	34.1%
ROE	-334.9%	-15.8%	5.9%	15.7%	33.8%	36.5%

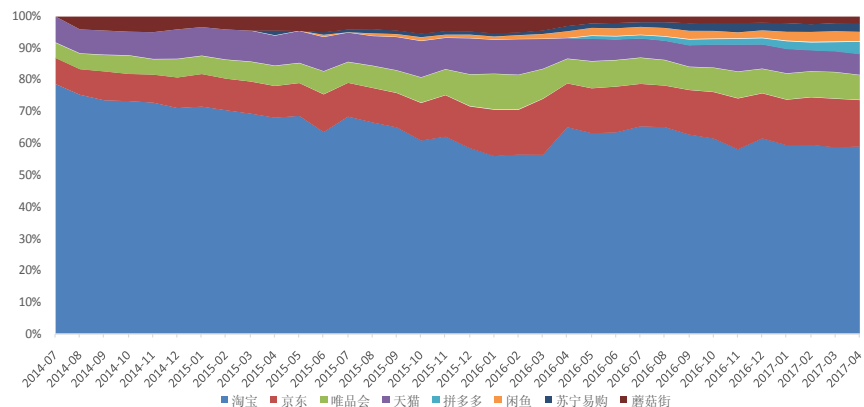
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

## 风险提示

- 1、美联储加息，以及 2017 年、2018 年潜在加息预期，对市场的不利影响；
- 2、中期来看，今年 Q1 互联网多家公司基数较高，这将对明年形成高基数效应，使得增速放缓。

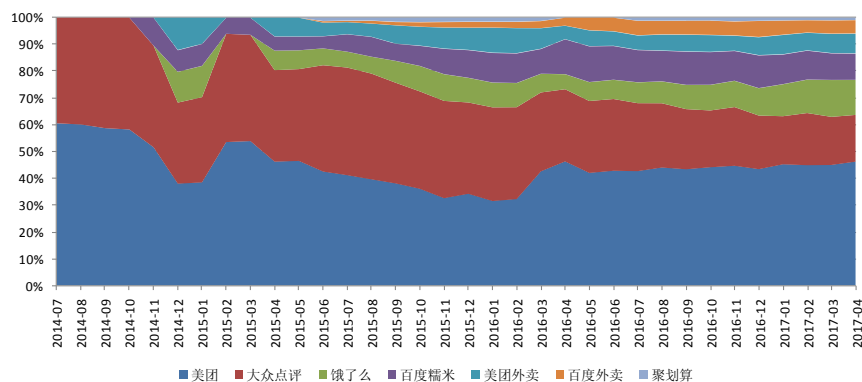
## 附录：近三年互联网流量变化

图 83：电子商务千万以上月活 APP 的流量地图



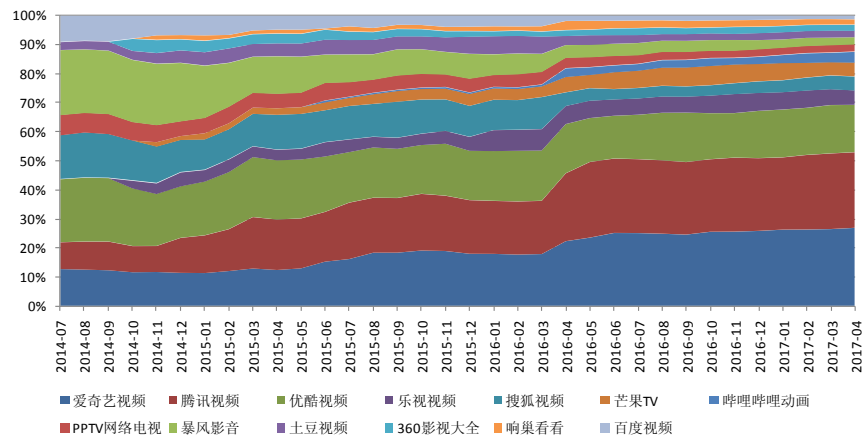
资料来源：易观，国信证券经济研究所整理

图 84：本地综合服务 APP 的流量地图



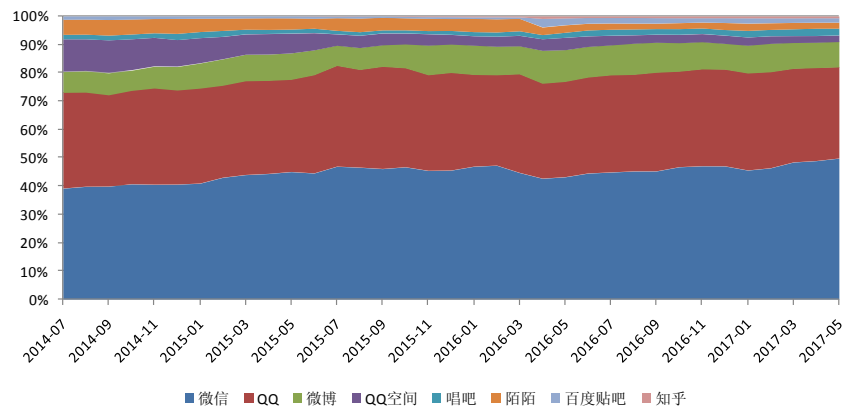
资料来源：易观，国信证券经济研究所整理

图 85：视频千万以上月活 APP 的流量地图



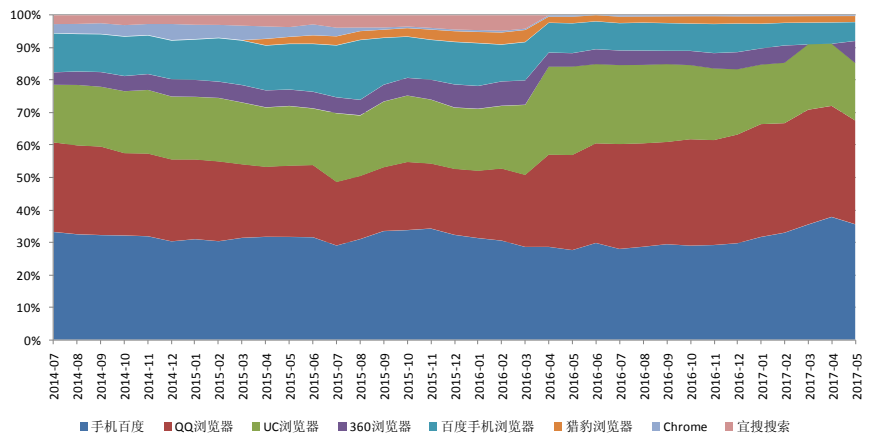
资料来源：易观，国信证券经济研究所整理

图 86：社交网络千万以上月活 APP 的流量地图



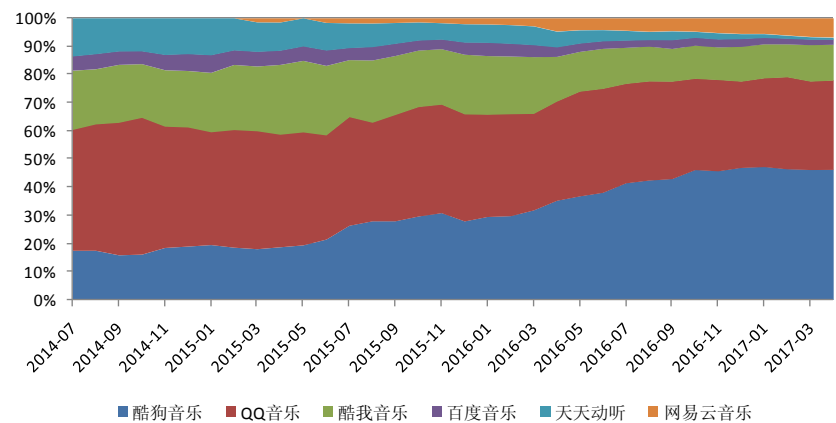
资料来源：易观，国信证券经济研究所整理

图 87：浏览器 APP 的流量地图



资料来源：易观，国信证券经济研究所整理

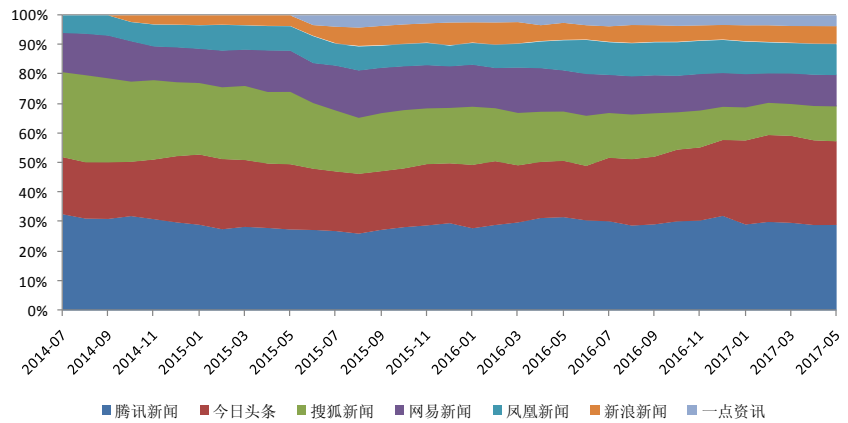
图 88：音乐 APP 的流量地图



资料来源：易观，国信证券经济研究所整理

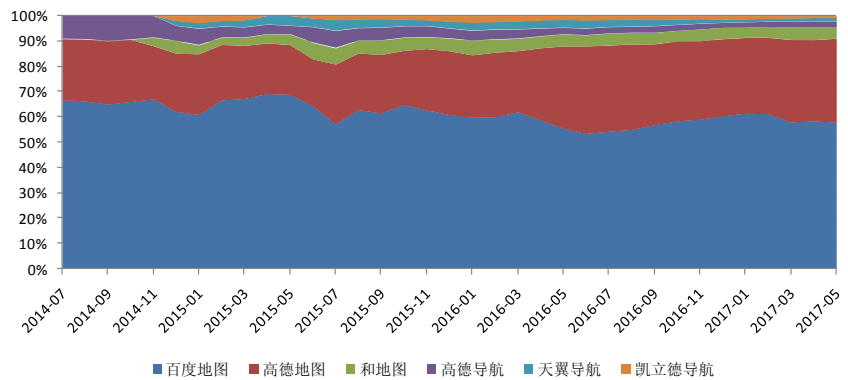


图 89：新闻 APP 的流量地图



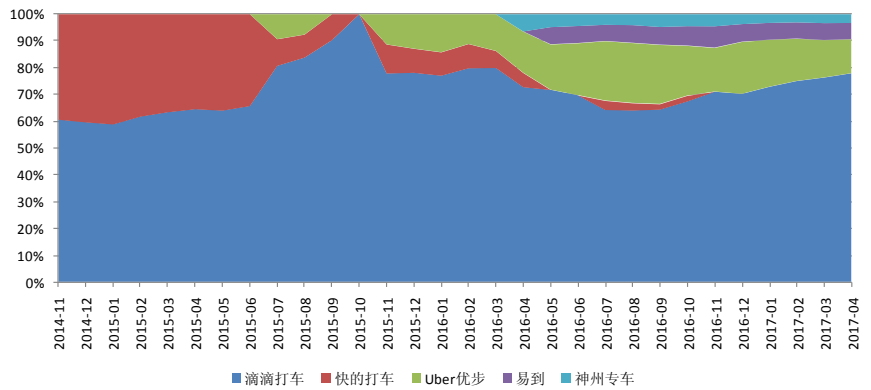
资料来源：易观，国信证券经济研究所整理

图 90：地图 APP 的流量地图



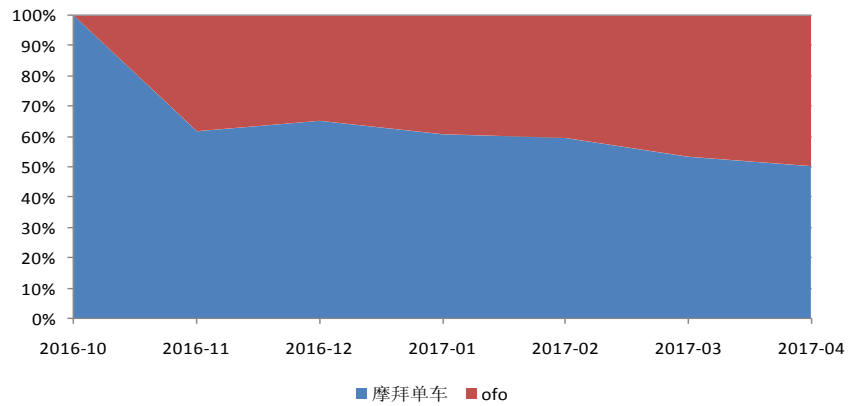
资料来源：易观，国信证券经济研究所整理

图 91：交通 APP 的流量地图



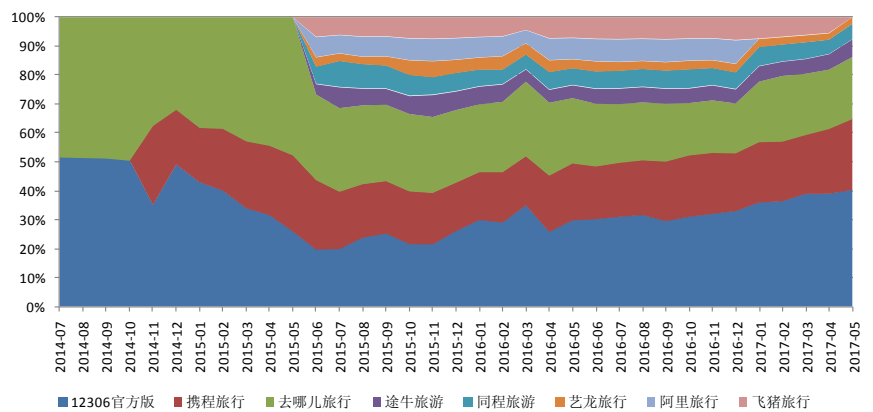
资料来源：易观，国信证券经济研究所整理

图 92：共享单车千万以上月活 APP 的流量地图



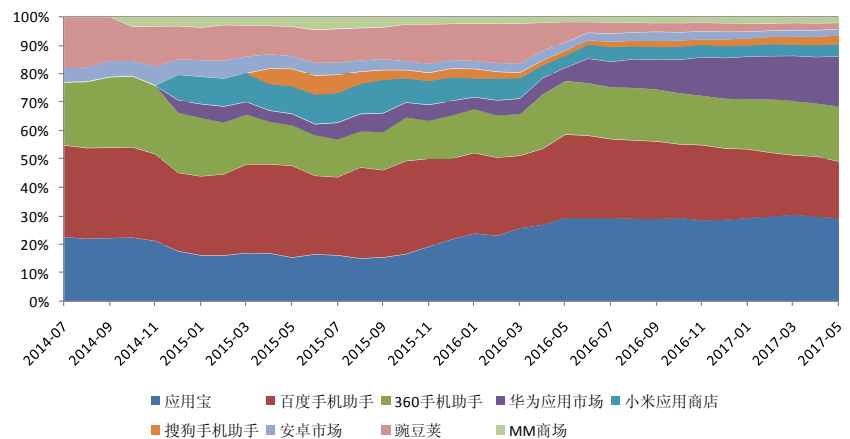
资料来源：易观，国信证券经济研究所整理

图 93：旅行 APP 的流量地图



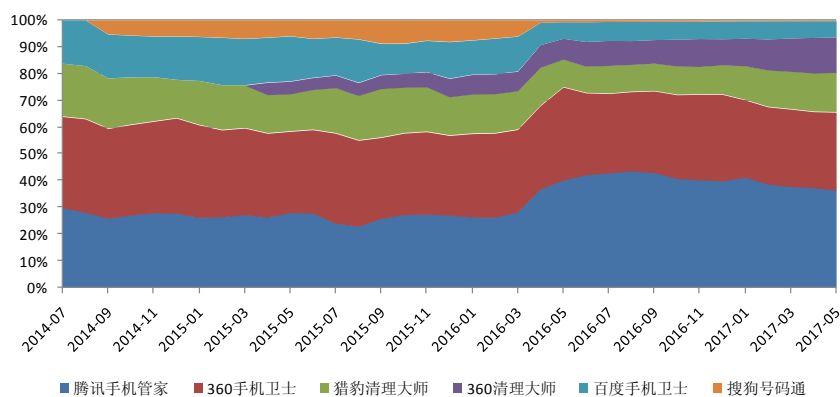
资料来源：易观，国信证券经济研究所整理

图 94：商店 APP 的流量地图



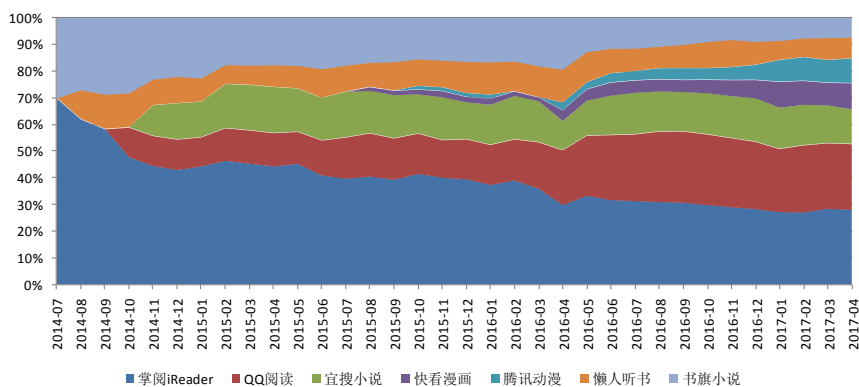
资料来源：易观，国信证券经济研究所整理

图 95：安全 APP 的流量地图



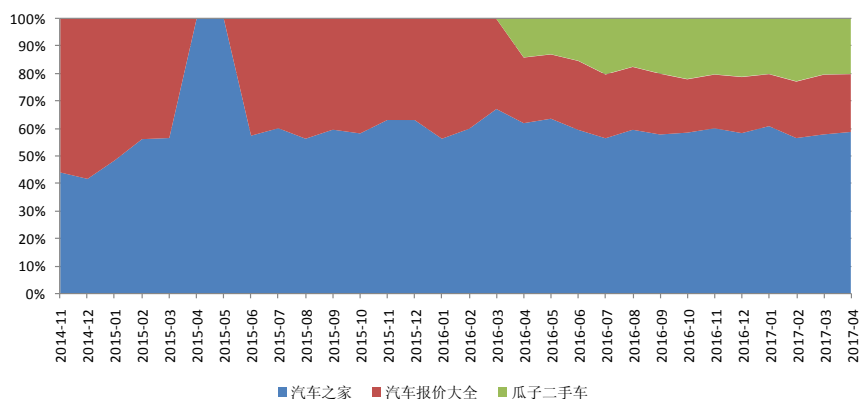
资料来源：易观，国信证券经济研究所整理

图 96：阅读 APP 的流量地图



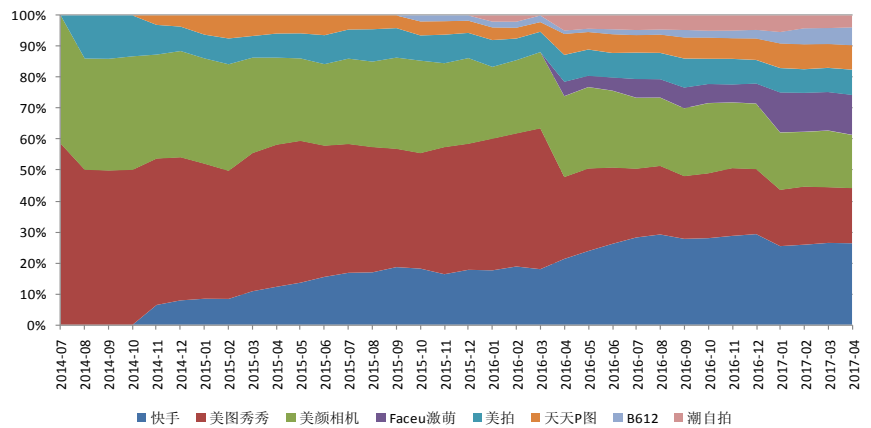
资料来源：易观，国信证券经济研究所整理

图 97：汽车 APP 的流量地图



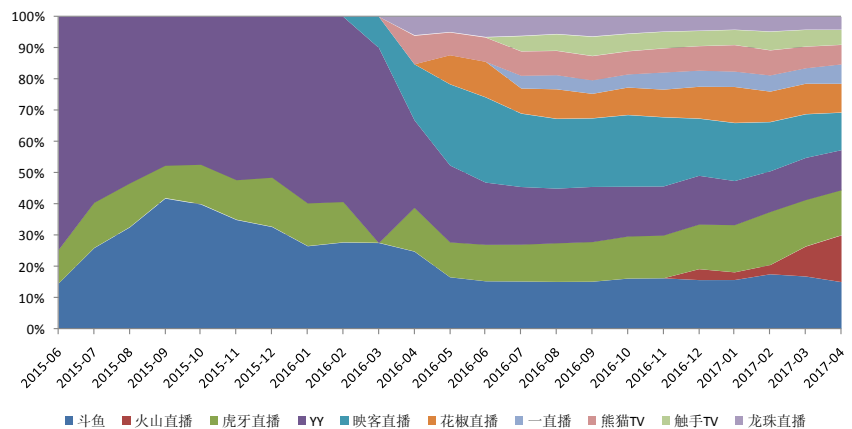
资料来源：易观，国信证券经济研究所整理

图 98：自拍千万以上月活 APP 的流量地图



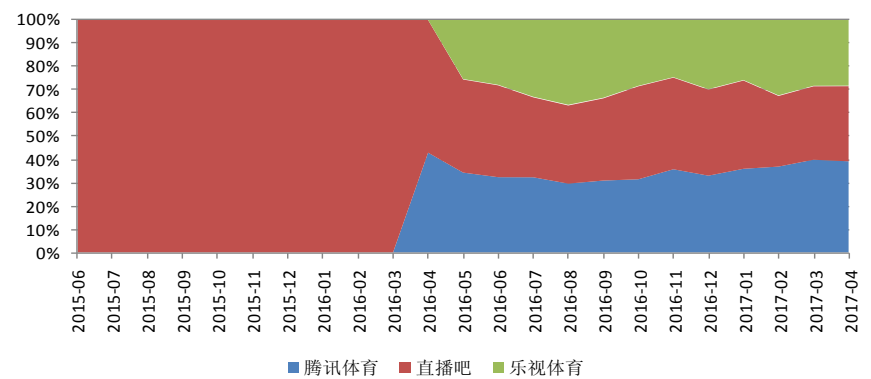
资料来源：易观，国信证券经济研究所整理

图 99：直播 APP 的流量地图



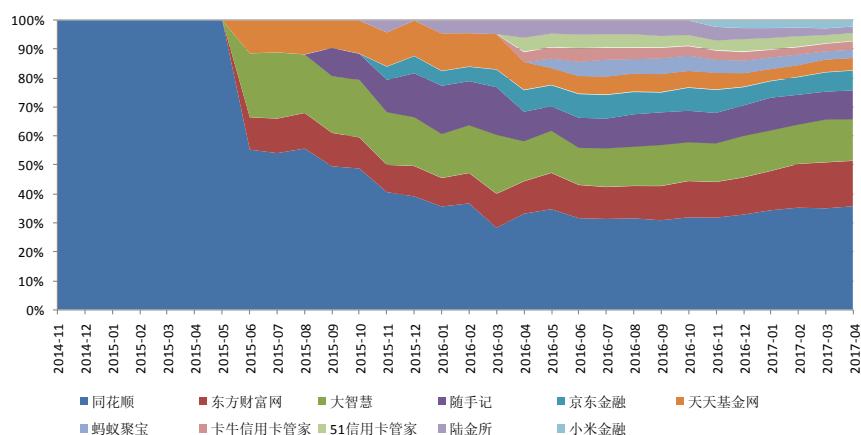
资料来源：易观，国信证券经济研究所整理

图 100：体育 APP 的流量地图



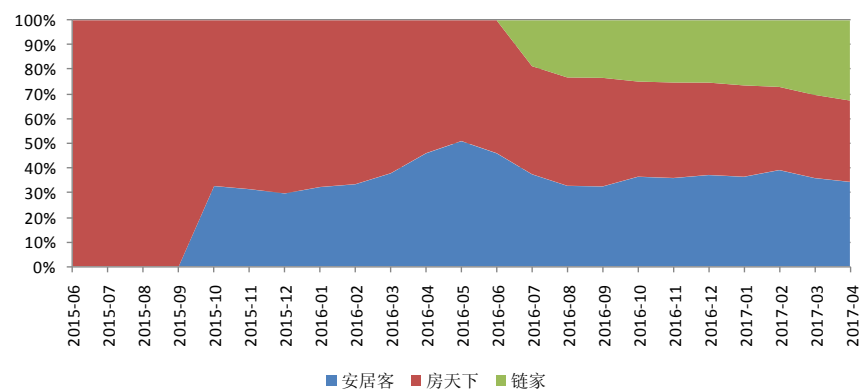
资料来源：易观，国信证券经济研究所整理

图 101：理财 APP 的流量地图



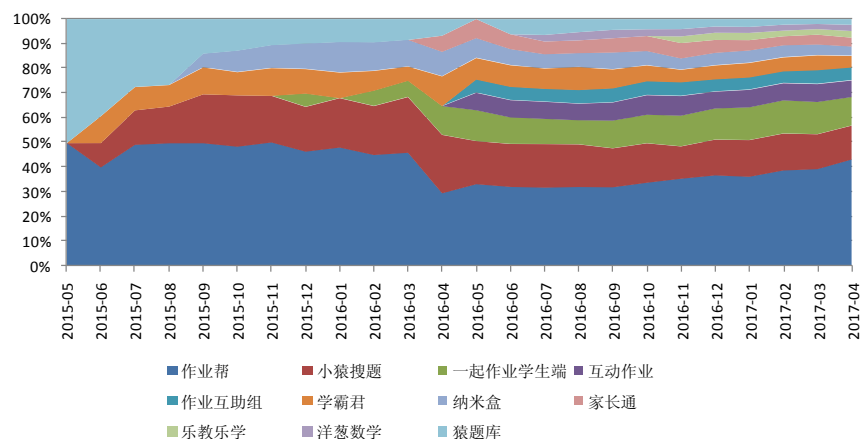
资料来源：易观，国信证券经济研究所整理

图 102：房地产 APP 流量地图



资料来源：易观，国信证券经济研究所整理

图 103：教育 APP 的流量地图



资料来源：易观，国信证券经济研究所整理



## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

## 风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）	华东区（机构销售二部）	华南区（机构销售三部）	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
王 玮 13726685252	吴 国 15800476582	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	梁 佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
许 婧 18600319171	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	程可欣 886-0975503529(台湾) chengkx@guosen.com.cn
边祎维 13726685252	倪 婧 18616741177	刘紫微 13828854899	夏 雪 18682071096
王艺汀 13726685252	林 若 13726685252	简 洁 13726685252	吴翰文 13726685252
詹 云 13901062999	张南威 13726685252	欧子炜 18150530525	
陈雪庆 18150530525	周 鑫 13726685252		
杨云崧 18150530525	张欣慰 13726685252		
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	丛明浩 13901062999		