

## 互联网行业 2017 年日常报告

评级：买入 首次评级

行业深度研究

长期竞争力评级：高于行业均值

移动互联网下半场的生存之道：  
如何玩转“存量市场”的反复博弈？

## 市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	56.81
市场优化平均市盈率	18.52
沪深 300 指数	3843.14
恒生互联网科技指数	4137.78
恒生国企指数	11035.78
MSCI 中国民企指数	2558.49
MSCI 中国(除 A 股)指数	81.46

## 行业观点

■ **移动互联网下半场的三大趋势：**在用户渗透率见顶、流量红利耗尽之后，移动互联网不可避免地进入了“下半场”。在存量市场的格局下，存在三大趋势：第一，流量变贵，获客成本持续上升；第二，用户自觉性提升，“用户找产品”成为常态；第三，互联网企业向线下扩张，线上线下市场的界限日益模糊。由于中国人口总量的停滞和智能设备升级的减缓，以上三大趋势将持续很长时间，互联网公司将在同一场景下进行“反复博弈”。

■ **互联网的“五个圈子”和“三个层次”：**我们可以根据用户基数大小和用户黏性高低，将一线互联网公司划为五个圈子：霸主，包括腾讯、阿里；昔日霸主，包括百度、奇虎等；霸主候选人，包括微博、今日头条、京东等；细分市场霸主，包括陌陌、网易、携程等；迷惘者，包括搜狐、唯品会等。我们还根据流量盈亏情况，将互联网公司划为三个层次：流量盈余者、流量平衡者、流量亏损者。在移动互联网“下半场”，流量盈余者显然最受益。

■ **上升通道尚未关闭，仍然是“好时代”：**虽然头部应用寡头化趋势明显，但是有一定用户基数的“腰部应用”仍有上升空间，芒果 TV、Bilibili 都是很好的例子。对于有特色的内容方或内容平台来说，这仍然是“好时代”，即便自身流量不足，也可以依托互联网巨头，实现优质内容的变现。

## 投资建议

- **重点细分行业解析：**移动游戏行业基数已经很高，但是玩家数量和付费仍有一定的上升空间，未来的三大增长引擎将是竞技化、社交化和出海。电商行业今年做到了“有质量的增长”，奥秘在于消费升级带来的客单价、货币化率和利润率提升；下一个增长引擎是新零售。在线广告行业进入移动时代之后，带来了信息流广告和精准营销两大趋势，同时广告平台也存在“出海”的可能性。数字娱乐行业最近两年最大的惊喜是短视频，未来两年最大的惊喜有可能是版权音乐，两者都有可能先于长视频实现稳定盈利。
- **重点互联网公司解析：**腾讯控股拥有用户基数最大、黏性最高的流量入口，而且依靠优秀的产品开发，实现了高质量的流量变现。阿里巴巴受益于消费升级，实现了 GMV 高增长、收入高增长和利润率提升，但是在文化娱乐板块的巨额投资效果是未知数。百度依靠发展信息流广告、收缩 O2O 业务，可以实现短期复苏，不过长期前景不容乐观。京东对天猫的追赶在二季度遇到了瓶颈，但是规模效应仍然会通过新零售得到加强。微博乘上了信息流广告的东风，实现了广告收入高增长，问题在于转化率偏低以及今日头条的竞争。网易仍然是游戏研发能力最强的公司之一，但是今年尚未推出新的爆款自研游戏，面临产品断档。陌陌今年二季度全面转型，在直播行业增长尚未结束的情况下发展非直播业务，我们看好其战略。金山软件与腾讯合作将得到宝贵的发行资源，但是成效如何取决于《指尖江湖》的实际质量。

## 风险提示

- 估值偏高；国家对互联网的监管可能性加强；互联网用户增速整体放缓。

裴培

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

## 内容目录

移动互联网的下半场：三大趋势，反复博弈.....	3
第一大趋势：流量变贵，新客户获取成本持续提高.....	3
第二大趋势：用户自主性提高，“用户找产品”成为常态.....	4
<b>第三大趋势：线上线下一体化，互联网与传统行业界限模糊.....</b>	6
互联网公司的分化：存量市场的受益与受害者.....	9
一线互联网公司的“五个圈子”和“三个层级”.....	9
“头部”和“长尾”空间都已不大，“腰部”尚有前景.....	11
对于优秀的内容或应用方来说，这是好时代.....	13
重点细分行业：游戏、电商、在线广告、数字娱乐.....	15
移动游戏：竞技化、社交化和出海是三大主线.....	15
电商：消费升级+新零售，阿里路线 VS 京东路线.....	18
在线广告：基于移动端的信息流广告和精准营销.....	20
数字娱乐：近看短视频，远看版权音乐.....	23
重点互联网上市公司简析.....	25
霸主：腾讯控股(700 HK).....	25
霸主：阿里巴巴(BABA US).....	26
昔日霸主：百度(BIDU US).....	26
霸主候选人：京东(JD US).....	27
霸主候选人：微博(WB US).....	28
细分市场霸主：网易(NTES US).....	28
细分市场霸主：陌陌(MOMO US).....	29
细分市场霸主：宝尊电商(BZUN US).....	29
细分市场霸主：金山软件(3888 HK).....	30
迷惘者：唯品会(VIPS US).....	30

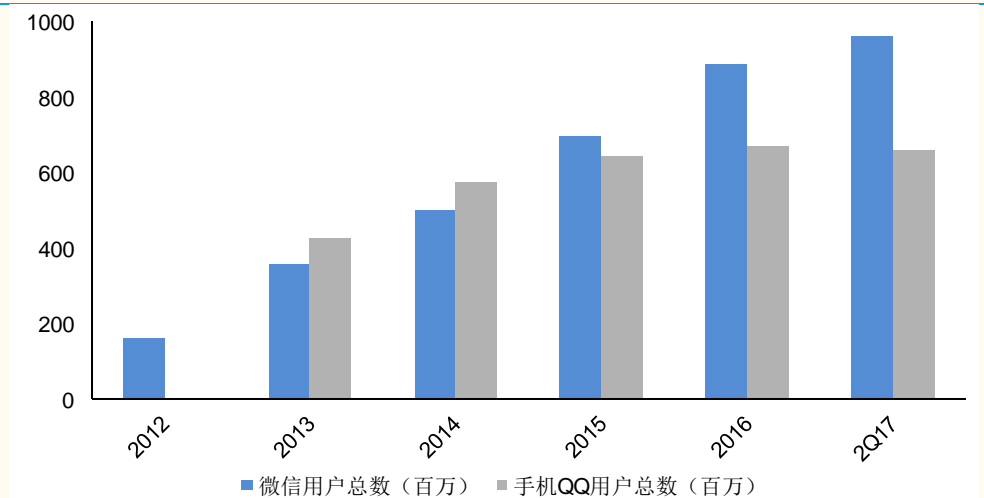
## 移动互联网的下半场：三大趋势，反复博弈

- 随着智能手机带来的流量红利耗尽、增量市场变成存量市场，中国的移动互联网行业进入了下半场。我们认为，这个下半场存在三大趋势：第一是流量变贵，获得新客户的成本持续提高；第二是用户的自主性和自觉性提高，从“产品找客户”变成“客户找产品”；第三是线上和线下商业模式结合，“互联网行业”和“传统行业”的界限日益模糊。而且，由于中国人口总量的停滞和智能设备升级的减慢，以上趋势将持续很长时间。我们预计未来 3-5 年，互联网公司处于同一场景的“反复博弈”之中。

### 第一大趋势：流量变贵，新客户获取成本持续提高

- 我们认为，微信用户数量是中国移动互联网用户数量的最佳代理变量，因为几乎人人都有微信，而且大部分人日常只使用 1-2 个微信号。2012-16 年，微信用户在以每年 1.5 亿以上、每个季度环比 4000 万以上的速度增长；2017 年第二季度，这个势头结束了，微信用户环比仅增长 2700 万，手机 QQ 用户还出现了环比下滑。按照 QuestMobile 的统计，2017 年 8 月，全国活跃的智能移动设备（包括手机和平板）达到 10.8 亿部，适龄人群几乎都成为了移动互联网用户，“流量红利”用完了。
- 中国人口显然不太可能再出现急剧增长了，所有互联网公司都必须正视一个事实：“增量市场”一去不复返了，现在是“存量市场”，用户数量和结构都趋于固化，未来将是博弈论所谓的“反复博弈”时期，这不仅是互联网公司与用户的“反复博弈”，也是互联网公司之间的“反复博弈”。既然流量增长的势头结束了，单位流量必然会变贵，获取新用户的成本必然会提高。此外，新用户变成老用户之后，口味会更加挑剔，尝试新鲜事物的倾向会下降。对于移动应用来说，不但新用户更难获得，老用户的留存率也成为难题。

图表 1：微信和 QQ 月活用户在 2017 年都出现滞涨或下滑（单位：百万）

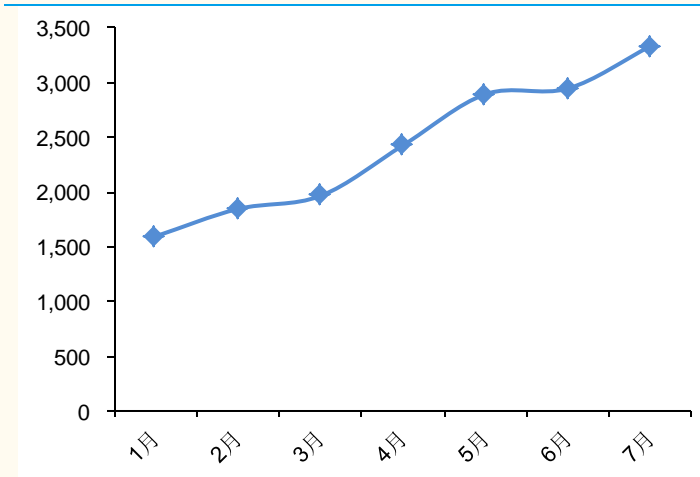


来源：公司公告，国金证券研究所

- 在 2017 年 7 月的 ChinaJoy 游戏展会上，我们对十余家游戏发行商进行了草根调研，大家一致认为：在过去 3-4 年内，手游的获客成本上升了大约 10 倍。我们的调研结论是：现在，手游产品获取一个安卓用户的平均成本是 40 元，获取一个苹果用户的平均成本是 60-70 元，获取一个高端手机（不论安卓或苹果）用户的平均成本超过 100 元。就算高价买到了用户，手游厂商还要面对平均低至 15-20% 的次日留存率（次留）和个位数的七日留存率（七留）。我们相信，非游戏类应用厂商（例如电商、新闻、短视频等）也面临着类似的窘境。

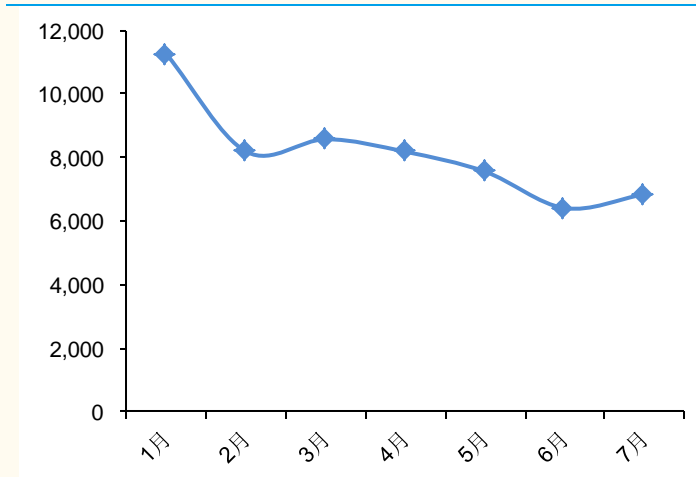
- 热云数据的统计显示，2017 年 1-7 月，在渠道花钱买量的手游数量一直在攀升，到了 7 月，竟然有 3300 多款游戏同时进行渠道买量。然而，手游用户盘子并没有成比例的扩大，同类产品的竞争越来越激烈。结果，单款游戏的平均注册激活人数从 1 月的 1.1 万下降到 7 月的 6800 左右。对于广大中小游戏发行商来说，剩下的道路已经不多：要么采取渠道联运乃至“渠道对赌”等激进的发行措施，最大限度地争取渠道流量；要么依靠口碑效应，寄希望于核心玩家群体和自媒体的宣传。对于其他移动应用来说，可行的无非也是这两条道路。

图表 2：2017 年 1-7 月买量游戏数量



来源：热云数据，国金证券研究所

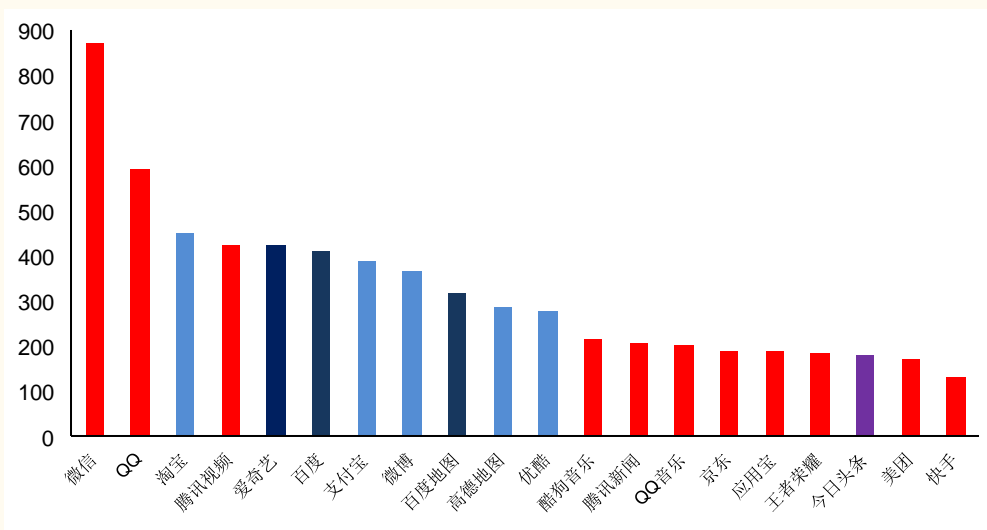
图表 3：2017 年 1-7 月买量游戏平均激活人数



来源：热云数据，国金证券研究所

- 在流量变贵、用户获取成本大增的情况下，移动互联网的“马太效应”日益明显，头部移动应用成了几个互联网巨头的天下。2017 年 6 月，全国月活用户数量最高的 20 款移动应用（不包括浏览器、杀毒、输入法、相机等工具类应用），有 11 款是腾讯系（其中腾讯 8 款，腾讯战略投资 3 款），5 款是阿里系（其中阿里 3 款，阿里战略合作 2 款），3 款是百度系；前 20 名里唯一不属于 BAT 旗下的应用是今日头条。如果计算用户的使用时间，那么腾讯的压倒优势更加明显。毫不夸张的说，从用户盘子和用户黏性的角度看，当前的移动互联网市场只有“腾讯系”和“非腾讯系”，寡头垄断格局非常稳固。

图表 4：2017 年 6 月月活用户最高的 20 款移动应用（单位：百万）

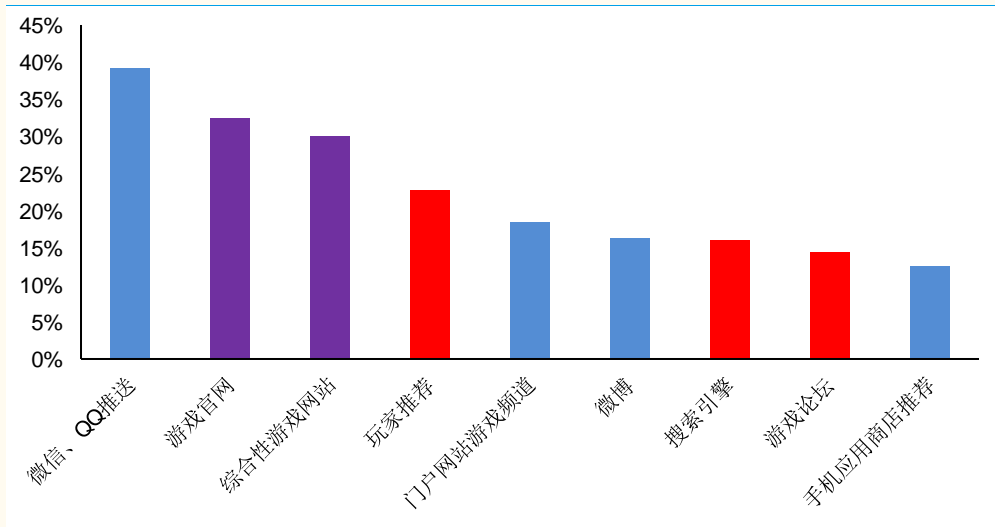


来源：QuestMobile，国金证券研究所

## 第二大趋势：用户自主性提高，“用户找产品”成为常态

- 在移动互联网从上半场（增量市场）进入下半场（存量市场）之后，用户的自主性有了显著提高。原因很简单：当新用户停止进入市场，存量用户慢慢都会变成经验丰富的老用户，他们不容易被广告、渠道推广和简单的社会化营销所说服，更愿意自主寻找产品和服务。在过去几年，移动互联网最流行的概念是“洗用户”，一批用户洗完之后可以换一批继续洗；现在则是“用户洗不动了”。这就给移动应用厂商提出了新的挑战：必须提高产品质量，在内容和服务上投入重兵，做出差异化。
- 2017 年上半年，手游玩家得知一款游戏的主要方式有：微信或 QQ 推送，游戏官网，综合性游戏网站，玩家推荐，门户网站，微博，搜索引擎，游戏论坛，手机应用商店等。其中，“玩家推荐”“搜索引擎”和“游戏论坛”是典型的“自主得知”，玩家自身的能动性最重要；“游戏官网”“综合性游戏网站”也带有一定的“自主得知”属性，玩家首先要有寻找新游戏的动力，才会去拜访这些网站。被许多游戏发行商寄予厚望的应用商店（刷榜、广告等），反而沦为一个不太重要的宣传方式。“玩家找游戏”正在取代“游戏找玩家”。

图表 5：2017 年上半年玩家得知一款游戏的方式

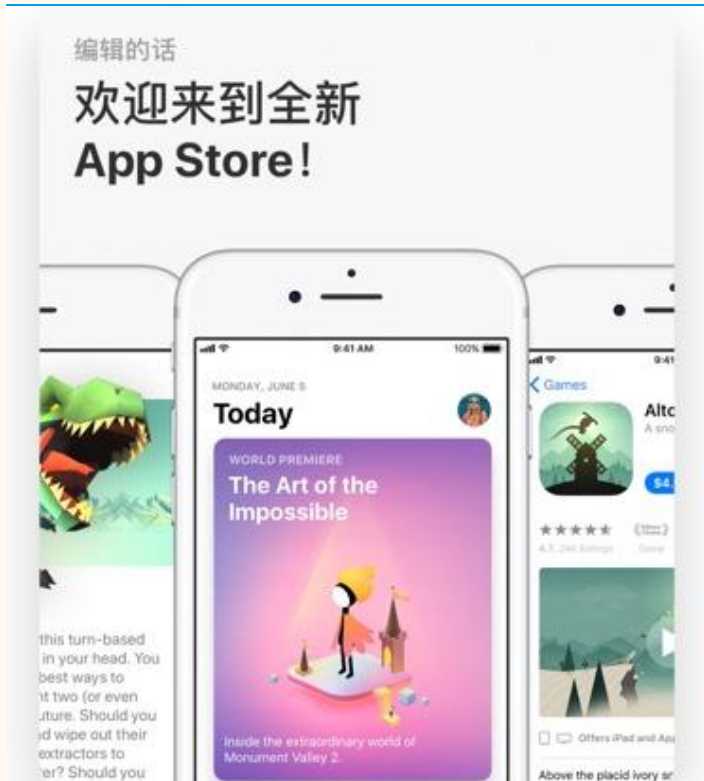


来源：伽马数据，国金证券研究所

- 2017 年 9 月，苹果在 iOS11 的应用商店中取消了“畅销榜”设定，从而打破了一直存在的“刷榜”套路；取而代之的是更加丰富的编辑推荐功能、强化的搜索功能和竞价排名功能。近年来，苹果一直在加强编辑推荐功能，被推荐的有腾讯、网易出品的热门应用，也有独立开发商出品的小众应用。今后，苹果编辑推荐榜会进一步细化，二级推荐名单会有更多访问量、更有针对性。搜索功能的强化更不可小视：搜索是用户的主动行为，更多地使用搜索，意味着更强的用户主动性。现在，苹果和安卓应用商店的内部搜索功能的导流效果都不太好，今后这个情况会改变。搜索竞价排名机制似乎会降低用户的自主性，但是与刷榜和单纯的广告相比，竞价排名其实是更尊重用户的。
- 在游戏领域，2017 年的《纪念碑谷 2》作为一款小众益智游戏，被苹果编辑强力推荐，同时获得了腾讯的代理，竟然一度进入付费榜和畅销榜前列。即时战略类游戏《战地指挥官》的开发方（博瑞游戏）和发行方（龙谷）的实力都不强，也是依靠苹果编辑的两次推荐，一度冲到畅销榜第 14 名。有人会说，编辑推荐对玩家来说是“被动”的，并没有加强玩家自主性；然而，玩家花时间观看编辑推荐，尤其是二级推荐，却是不折不扣的自主行为。今后，搜索、自媒体等“纯粹的自主寻找方式”可能会占据主流。



图表 6：新版 App Store 大幅度强化编辑推荐功能



来源：App Store, 国金证券研究所

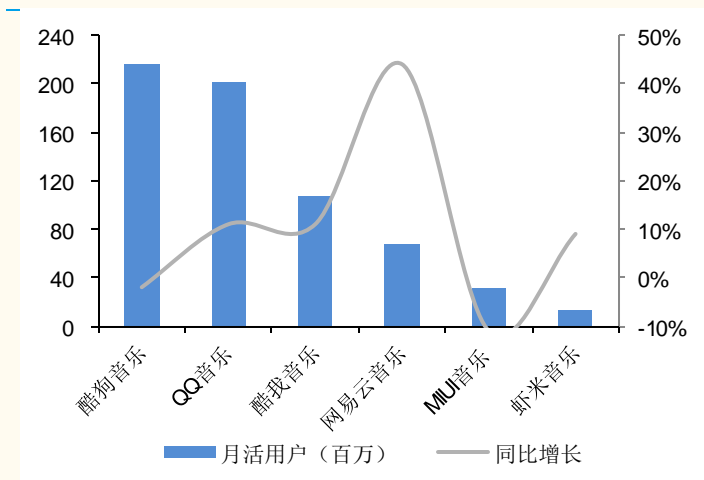
图表 7：新版 App Store 鼓励游戏和应用的多样化



来源：App Store, 国金证券研究所

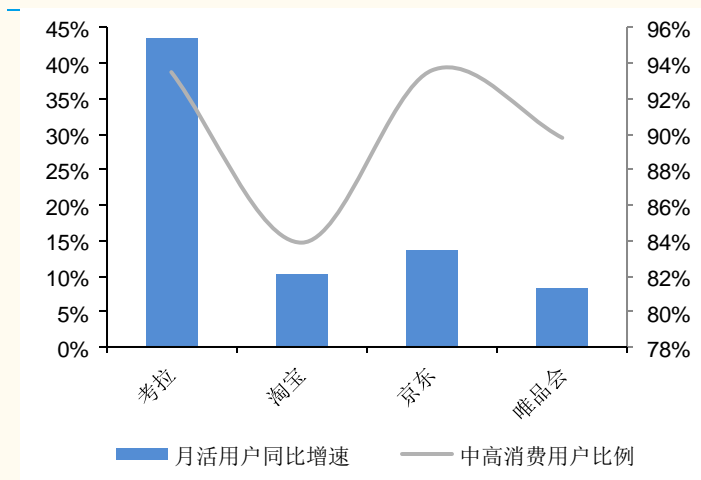
- 在非游戏领域，缺乏稳定流量来源的特色应用，也可以依靠用户的自主性实现较快增长。网易云音乐是一个典型例子：腾讯旗下的酷狗音乐、QQ 音乐和酷我音乐都拥有庞大的用户群，还拥有微信和 QQ 的导流优势，但是网易云音乐在 2017 年上半年仍然依靠种子用户和社交网络的口碑效应，实现了 44% 的用户增长。网易考拉（包括严选）的用户基数远远低于主流电商应用，而且缺乏阿里系、腾讯系那样的流量入口，却在 2017 年上半年实现了综合性电商应用里最快的用户增速，而且中高端用户的比例位居同行前列，也是依靠着用户的自主发现。当然，“依靠用户自主性”不等于“不做宣传推广”；但是，在用户自主性提高的大背景下，通过种子用户的积极性和口碑，可以在营销上做到事倍功半，打破移动互联网的“马太效应”。

图表 8：网易云音乐虽然月活用户不高，增速却很快



来源：QuestMobile, 国金证券研究所

图表 9：网易考拉的用户增速和用户消费能力都很高

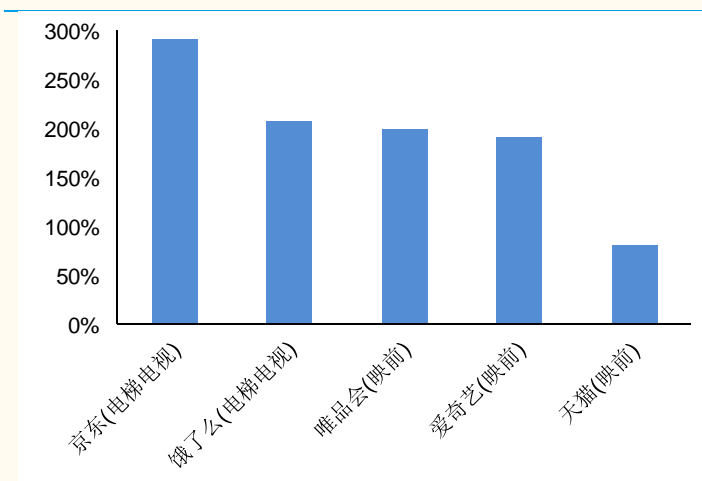


来源：QuestMobile, 国金证券研究所

### 第三大趋势：线上线下一体化，互联网与传统行业界限模糊

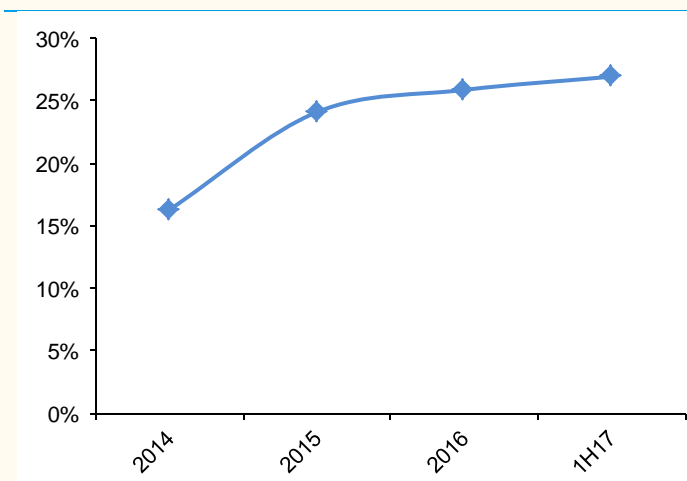
- 随着移动互联网“流量红利”耗尽、线上获客成本越来越高，线下市场受到了互联网巨头的重视。2011-12 年，以京东、小米为代表的企业遵循以线上打击线下的“互联网思维”，将传统企业逼的节节败退；2016-17 年，互联网巨头却纷纷放下“互联网思维”，拥抱线下客户、线下场景。首先，线下市场给互联网公司提供了性价比较高、相对新鲜的用户获取方式；其次，线下市场让互联网公司看到了新的商业模式和变现渠道。互联网行业“蚕食”传统行业的时代结束了，现在是两者融合的时代。
- 近年来，互联网公司不断加强电梯电视、楼宇海报、电影映前广告等“生活圈广告”的投放力度，2016 年生活圈广告投放增速最快的广告主包括电商、O2O、流媒体、互联网金融等各个领域的互联网巨头。中国最大的生活圈广告代理商——分众传媒，近年来自互联网行业的广告收入占比不断提升。除了线下广告投放，以今日头条为代表的一批互联网公司还成立了庞大的地面推广团队，在三四线城市和城郊结合部直接获取客户。没有地推团队的互联网公司，往往也借助代理商、合作伙伴的力量，加强线下直接推广。

图表 10：2016 年互联网公司生活圈广告投放增速



来源：CTR, 国金证券研究所

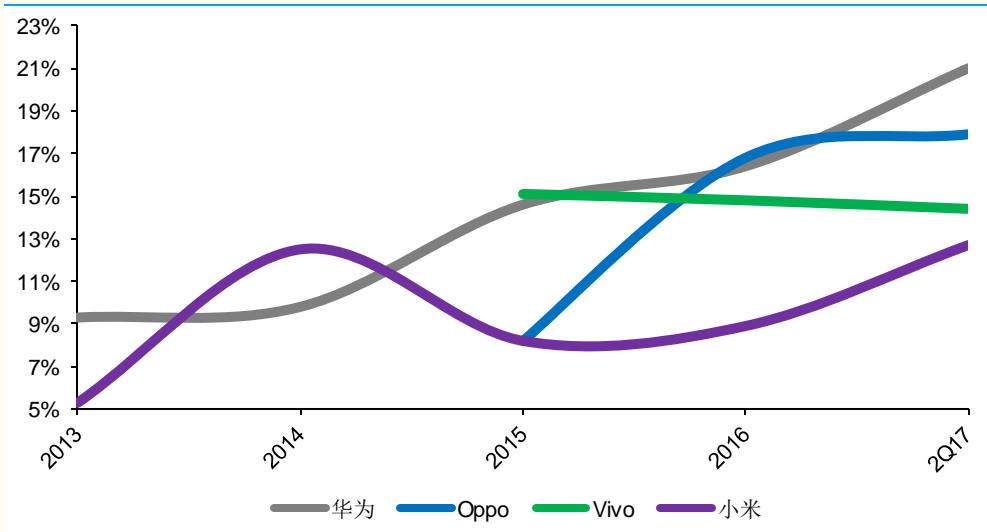
图表 11：分众传媒来自互联网行业的广告收入比例



来源：公司年报，国金证券研究所

- 为什么互联网公司要借重线下广告和地推？第一是因为线上获客成本日益昂贵，线下获客反而相对便宜。第二是因为线下推广能接触到相对新鲜、同质化程度较低的用户，达到较高的留存率。以游戏推广为例，所有产品在线上都会通过今日头条、腾讯广点通、百度推广、手机应用商店等渠道买量，大同小异，用户很容易产生厌倦情绪，出现“洗不动用户”的现象；线下广告和地推接触到的则可能是完全不同的用户群，实现差异化流量导入。尤其是一些轻度移动网民（例如中老年人）和新移动网民，很容易被线下推广所吸引。
- 小米和 Oppo、Vivo 的此消彼长，可以说是“线上获客模式”逐渐被“线下获客模式”侵蚀乃至取代的象征。2015 年，小米占据了智能手机市场 15% 的份额，历史上第一次位居国产手机品牌首位；与此同时，Oppo、Vivo 取代联想、魅族，位居国产手机第三、第四。2016 年，Oppo 竟然超过了华为，成为市场份额最高的国产手机；Vivo 也超过小米，成为第三。Oppo 和 Vivo 不但严重依赖线下渠道，在营销上也以电视、户外等传统广告为主。受此刺激，小米加强了线下渠道和营销，在 2017 年实现了市场份额提升。这个例子说明，只依靠“互联网思维”、忽视线下获客的时代结束了。

图表 12：国产手机的市场份额消长，是线下获客日益重要的缩影



来源：IDC，国金证券研究所

- 2016 年 10 月，阿里巴巴提出“新零售”概念，即“以数据为驱动力、以消费者体验为核心的泛零售业态”。“新零售”的目标是打通线上线下一消费场景、用户和供应链，将线上和线下市场彻底融为一体。例如，阿里的大数据和 LBS 分析能力，可以用来指导下线零售企业；京东的电商物流实力，可以用来加强线下便利店的竞争力；微信支付积累的线下支付数据，可以同时提供给线上线下商户使用。除了电商行业，其他互联网细分行业也出现了线上线下一体化的趋势，例如腾讯、阿里、爱奇艺都成立了线下影业公司，甚至进军影院行业；在线教育公司开设线下教育或培训机构的热潮也方兴未艾。几年以后，当移动互联网的下半场接近尾声时，“互联网行业”很可能已经不复存在，我们看到的是一个被互联网彻底改造过的“全新世界”。

图表 13：阿里巴巴的“新零售”愿景：线上线下一体化



来源：阿里研究院，国金证券研究所



## 互联网公司的分化：存量市场的受益与受害者

- 在移动互联网上半场的“增量市场”中，因为用户增长很快，互联网公司的崛起或衰落速度都很快，但是没有形成明确的分化趋势；在下半场的“存量市场”格局下，互联网公司的分化趋势日益明显，要迈出自己所属的层级越来越困难。我们可以按照用户基数和用户黏性，粗略地将一线互联网公司划分为五个圈子、三个层级；一线以下的“腰部”互联网公司仍然有实现稳定盈利的可能性，但是“长尾”市场在萎缩。无论如何，擅长内容开发、应用质量较高的互联网公司，仍然会是受益者。

### 一线互联网公司的“五个圈子”和“三个层级”

- 我们认为，一线互联网公司的质量主要由两个维度决定：首先是用户基数，即月活、日活或付费用户规模；其次为用户黏性，判断标准比较复杂，包括用户使用时间、留存率、不可替代性和排他性等。在流量红利耗尽的今天，用户基数固然非常重要，用户黏性的重要性也提升到了前所未有的高度；“留住用户”甚至比“争取新客户”的优先级更高。我们可以粗略地将一线互联网公司划分为五个圈子：霸主，昔日霸主，霸主候选人，细分市场霸主，迷惘者。
- 霸主：**如果一家互联网公司的用户基数极大、用户黏性极高，我们可以说它拥有了“霸主地位”。腾讯显然符合“霸主”定义：它拥有微信、QQ两个用户基数最大、黏性最高的社交应用，旗下的腾讯视频、酷狗音乐、腾讯新闻等都是各自品类里的领先者，《王者荣耀》则是第一款月活用户超过1亿的游戏。阿里巴巴则拥有淘宝这个用户最多、用户时间最长、生态系统最完善的电商平台，并且与支付宝、微博有战略合作关系；阿里旗下的泛娱乐板块包括UC、优酷等头部应用。可以说，除了腾讯和阿里之外，没有其他公认的“霸主”。

图表 14：一线互联网公司可以划分为 5 个“圈子”



来源：国金证券研究所整理

- **昔日霸主：**用户基数很大、用户黏性较低的公司，一般属于“昔日霸主”——它们的用户来自过去的积累，但是对用户的吸引力已经下降。百度和 360 都是典型的“昔日霸主”：在移动互联网时代，百度的搜索引擎业务日益边缘化，努力发展的 LBS、O2O 应用也未能达到预期效果；奇虎 360 的安全软件和浏览器在移动端仍然是重要的工具应用，但是用户黏性已经大大降低。如果它们长期找不到新的杀手级应用，用户基数必然也会萎缩。值得一提的是，蚂蚁金服旗下的支付宝应用近年来受到微信支付的冲击，用户黏性有降低的趋势，似乎快要被打入“昔日霸主”的行列；但是蚂蚁金服的生态系统很发达，拥有庞大的线下业务，实际上仍然处于“霸主候选人”的状态。
- **霸主候选人：**用户基数和用户黏性都仅次于“霸主”，而且有进入“霸主”行列的潜力的公司，就是“霸主候选人”。社交媒体领域的微博、内容分发领域的今日头条、电商领域的京东和短视频领域的快手，都符合“霸主候选人”的定义。前几年，为了快速扩大用户基数、提高用户黏性，这些公司都经历过亏损或微利的阶段，现在逐渐实现了稳定盈利。然而，在存量市场的格局下，要想更上一层楼，就要建立自己的生态系统，或借助其他生态系统的力量。所以，微博接受阿里的战略投资，并且与秒拍、一直播结成共生关系；快手接受腾讯的战略投资，同时从短视频扩张到直播；今日头条近年来向短视频、原创内容、动漫等领域扩张的趋势明显；京东则让腾讯成为第一大股东。

图表 15：微博建立生态系统的部分行动



来源：国金证券研究所整理

图表 16：今日头条建立生态系统的部分行动



来源：国金证券研究所整理

- **细分市场霸主：**在某个垂直领域拥有较强实力，但是很难跨出自己领域的公司，就是“细分市场霸主”；它们的特点是用户基数不够大，但是用户黏性很强。例如，网易在 RPG 游戏领域、陌陌在陌生人社交领域、58 同城在城市生活服务领域、滴滴出行在打车和租车领域、携程在旅行预定领域，都拥有难以撼动的优势。然而，在存量市场的格局下，马太效应日益明显，“霸主”和“霸主候选人”的扩张势头越来越猛，“细分市场霸主”面临着巨大的压力。这时，存在两种应对之道：要么在细分市场进行并购整合，提高自身的护城河，例如 2015 年发生的滴滴与快的合并、58 同城与赶集合并；要么通过增加功能和服务的方式跨出原有市场，实现有计划的扩张，例如陌陌首先扩张到直播，然后扩张到短视频，最近又扩张到狼人杀等社交性游戏。
- **迷惘者：**如果一家互联网公司的用户基数达不到“霸主候选人”的标准，用户黏性又远远低于“细分市场霸主”，它就属于我们定义的“迷惘者”——不清楚应该向何处扩张，自身的基本盘也不甚稳固。“迷惘者”分为两种：第一种是历史上的“细分市场霸主”或“霸主候选人”，因为战略失误或资源不足而坠落，典型的例子有唯品会、搜狐、乐视网；第二种是处于上升势头之中，但是市场定位或商业模式尚待完善，未进入“稳定状态”的公司，美图、美团点评属于这一类。

- 必须指出，我们定义的“五个圈子”不能准确地涵盖所有互联网公司。例如，百度旗下独立运营的爱奇艺，用户基数非常庞大，用户使用时间也不低，理论上达到了“霸主”或“霸主候选人”标准；但是腾讯视频、优酷等竞品对爱奇艺的替代性很强，用户忠诚度低，所以用户黏性仍然不足。又例如，我们将美团点评划入“迷惘者”范畴，但是美团点评的用户基数远大于典型的“迷惘者”，用户黏性又低于典型的“霸主候选人”，处于中间状态。此外，网易的媒体、游戏和电商业务是彼此独立的，阿里的泛娱乐业务也与电商业务独立；对于这种业务复杂的互联网公司，有必要对其每项主营业务独立进行分析。
- 我们还可以按照流量的盈亏水平，将互联网公司划分为“三个层级”。**流量盈余者**的流量不但足以满足自身业务的需要，还可以源源不断地输出到合作伙伴或第三方；**流量平衡者**依靠用户黏性或细分市场的龙头地位，实现流量的盈亏平衡；**流量亏损者**则长期处于用户净流出状态，需要不断地购买流量或从战略合作伙伴导流。在流量变贵的大背景下，流量盈余型者显然是最优越的，而流量亏损者很可能慢慢陷入绝境。但是，流量的盈亏不是绝对的：腾讯、阿里这样自带巨大流量的公司，仍然需要与第三方流量入口合作推广；网易、陌陌也不是静态的自给自足，而是“一边买流量，一边卖流量”。我们只能说，在移动互联网的下半场，流量盈余的程度越高，就越有可能受益。

图表 17：按照流量盈亏划分的三大互联网公司类型

流量盈亏	特点	代表公司
流量盈余	用户基数较大，而且维持增长或稳定；用户黏性较高	腾讯，阿里巴巴，微博
流量平衡	用户基数较大，或者用户黏性较高，实现流量自给自足	百度，京东，今日头条 快手，网易，陌陌，58同城
流量亏损	用户基数不足，或者用户流失率太高，必须持续购买流量	滴滴出行，美团点评 大部分二线游戏公司； 垂直型电商和 O2O 应用

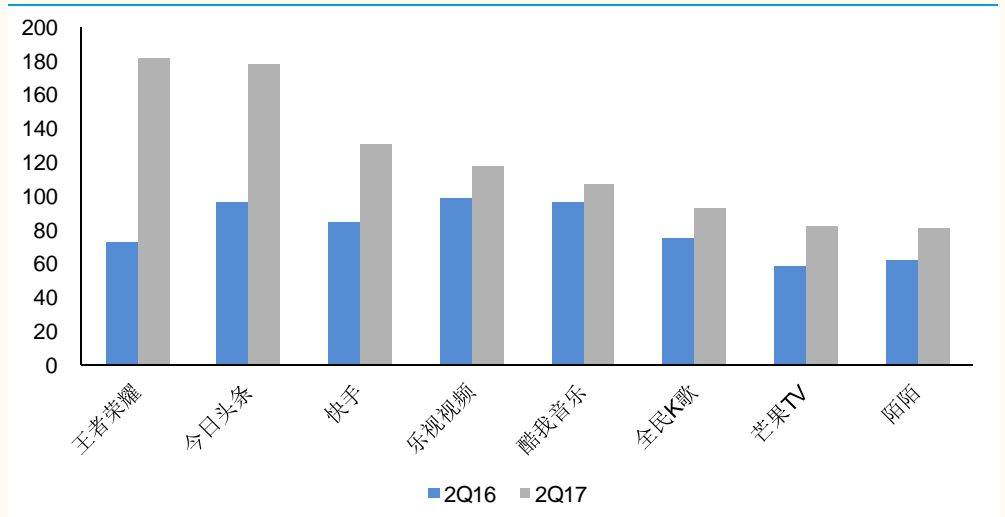
来源：国金证券研究所整理

### “头部”和“长尾”空间都已不大，“腰部”尚有前景

- 2017 年 6 月，全国月活用户超过 1 亿人的移动应用只有 34 款，排除工具类应用（浏览器、安全、输入法、拍照等）则只剩下 25 款。在用户日益集中、马太效应明显的今天，移动应用的头部市场给新进入者留下的空间非常有限。与此同时，月活用户 100 万人以下的“长尾应用”数量也有显著下降，移动应用创业的黄金时代似乎已经过去了。然而，在月活用户 100 万人到 1 亿人之间的“腰部”和“准头部”市场，竞争格局尚未稳定，新进入者尚有前景。我们认为，未来 2 年左右，“头部应用”将维持较低限度的新陈代谢，“腰部应用”则将维持高烈度的大浪淘沙。
- 过去 12 个月，月活用户 1 亿以上的“头部应用”只出现了三款严格意义上的“新面孔”：王者荣耀、今日头条、快手。我们预计未来 12 个月有希望进入“头部应用”行列的，只有全民 K 歌、芒果 TV、陌陌、天天快报等少数候选人。鉴于中国的移动互联网用户总数已经见顶，用户使用时间也不太可能再增加，要做到月活用户 1 亿以上的难度只会越来越高。腾讯、阿里两大生态系统在用户基数和用户黏性方面的优势过于明显，再加上百度、今日头条、美团点评等次级生态系统，“头部市场”留给新进入者的空间越来越小。



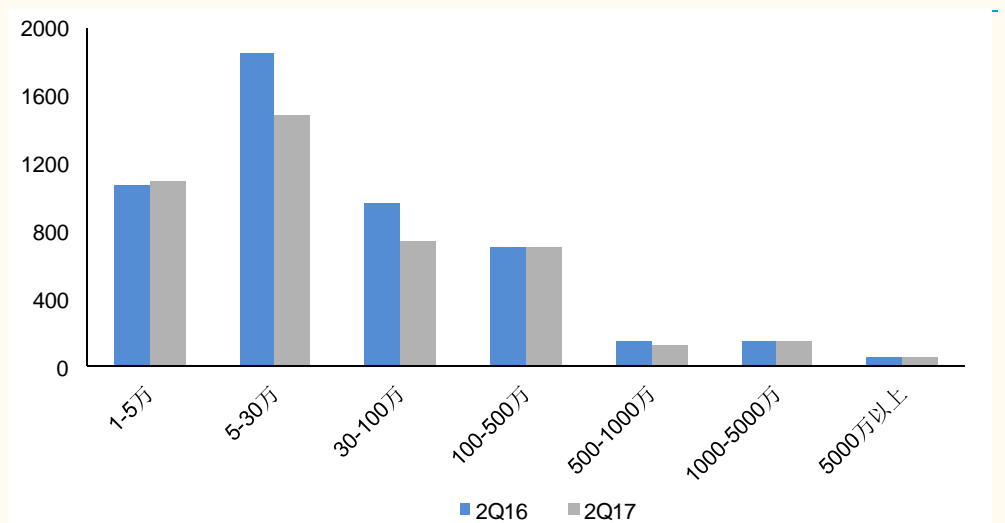
图表 18：月活用户达到或即将达到 1 亿的移动应用（单位：百万）



来源：QuestMobile, 国金证券研究所

- 与此同时，“长尾市场”也在萎缩——从 2016 年 6 月到 2017 年 6 月，月活用户 1-100 万之间的“长尾应用”的总数下降了约 15%。我们估计游戏类和非游戏类的“长尾应用”都在减少，其中游戏减少的更快。苹果 App Store 改榜之后，鼓励独立应用开发者，可能暂时减缓这个趋势，但是大势不可能逆转。在流量越来越贵、马太效应越来越明显的情况下，移动应用创业的黄金时期已经过去，除非创业者在内容和应用上有很强的区分度和比较优势。
- 不过，月活用户 100 万-5000 万的“腰部应用”数量并未减少，月活用户 5000 万-1 亿的“准头部应用”还略有增加。我们上文分析过，移动互联网用户的自主性正在提高，“用户找产品”成为常态；具备种子用户和特色内容的“腰部应用”可以依靠口碑效应，找到适合自己的用户，实现可持续发展。芒果 TV、Bilibili、快看漫画都是依靠独特的内容优势，实现快速扩张的范例；陌陌、FaceU 则是依靠独特的社交功能定位，在移动社交用户总量趋于稳定的情况下，实现了快速增长。我们预计未来 2 年内“腰部市场”还将持续洗牌。

图表 19：2016-17 年 6 月每个月活用户区间的移动应用数量

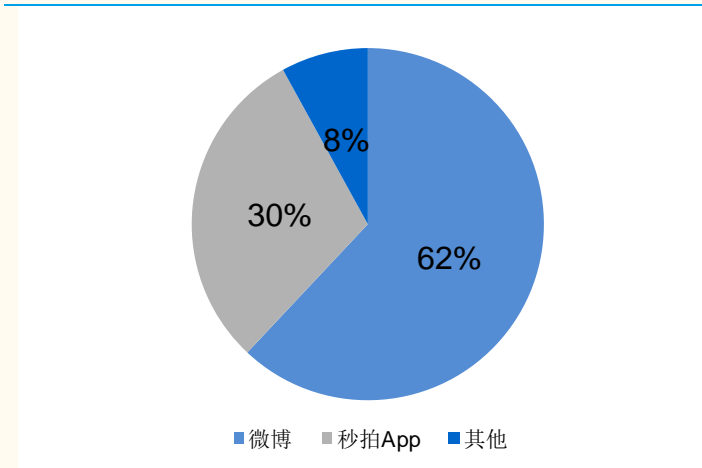


来源：QuestMobile, 国金证券研究所



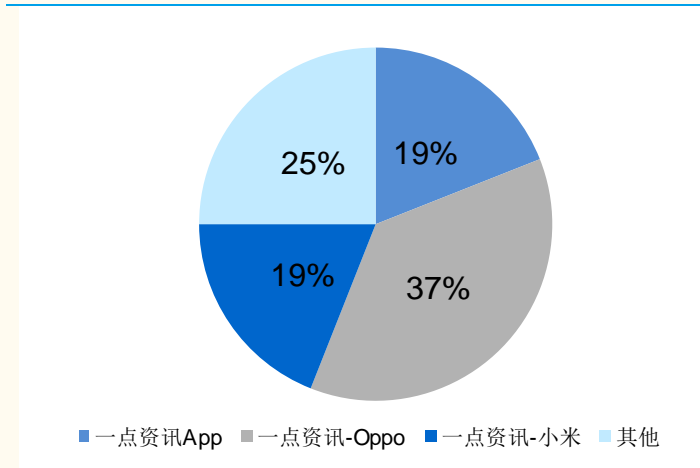
- 在流量变贵的情况下，“腰部应用”要进入“准头部”甚至“头部”行列，有必要与其他流量入口结成战略合作。比较高效的流量入口，首先是腾讯系、阿里系等互联网巨头，其次是国产智能手机厂商。例如，秒拍大约三分之二的流量来自微博；一点资讯大约四分之三流量来自小米、Oppo 等国产手机厂商的定制应用。像今日头条那样几乎不依靠巨头导流，仅凭自己的力量建成生态系统的，在今天已经不可能再出现了。近年来，从线下到线上导流的路径也逐渐成熟，芒果TV就是依靠湖南卫视线下客户优势实现线上扩张的范例。

图表 20：秒拍的流量来源构成



来源：QuestMobile, 国金证券研究所

图表 21：一点资讯的流量来源构成



来源：QuestMobile, 国金证券研究所

### 对于优秀的内容或应用方来说，这是好时代

- 既然移动互联网的“马太效应”日益明显，“头部应用”的名单很难再延长，“腰部应用”的增长也越来越依赖外来流量，那么内容或应用开发者的道路会不会越走越窄呢？恰恰相反，我们认为现在对于优秀的内容或应用方来说，是历史上最好的时代。“流量入口”和“优质内容”之间的关系，是互利互惠，而不是单向输出——为了维持用户黏性，任何互联网巨头都需要持续发掘有特色的内容。内容或应用方不必一味追求建立自己的生态系统，完全可以在互联网巨头的生态系统中分取合理的利益。
- 在移动互联网的“上半场”，流量红利一直存在，每个月都有几百万甚至几千万新用户进入市场，互联网巨头的焦点都在快速获取用户上，即所谓“高举高打、跑马圈地”。在这种情况下，“内容为王”只是空话，因为大部分互联网公司会将主要资源投入流量获取而非内容开发。而且，由于用户普遍不成熟，对优质内容的判断力不够，即便开发出优质内容，也不一定能吸引并留住用户。在这个时期，因为新客户源源不断，运营的重点是吸引新客户而不是提高用户黏性。
- 在移动互联网的“下半场”，流量红利已经耗尽，获取用户的成本大幅度提高；用户的成熟度提高了，对优质内容有了自己的判断，也愿意为有特色的内容付费。对于互联网巨头来说，与其继续砸钱获取流量，还不如认真提高内容质量。与此同时，运营的重点从吸引新用户转向留住老用户、提高已有用户变现。直到此时，“内容为王”的时代才真正到来。由于内容开发的实力不可能在短期内建立起来，已有的优质内容方的稀缺性大幅度提升，可谓“奇货可居”。

图表 22：新时代的流量、内容/应用、运营三角关系



来源：国金证券研究所整理

- 以游戏为例，腾讯拥有无可匹敌的发行实力和基于社交网络的用户黏性。但是，在过去几年里，腾讯并没有“吃掉”盛大、金山、畅游等优秀的游戏开发商，反而与它们结成了良好的合作关系。畅游在与腾讯结成战略合作之前，手游成功的案例不多；与腾讯合作发行的第一款重量级手游《天龙八部》在 App Store 畅销榜前三名停留了三个月以上。腾讯为金山独家代理的《剑网 1》手游，是金山迄今最成功、畅销榜排名最高的手游。虽然腾讯自身的游戏开发能力在提升，但是优秀的游戏内容对它而言永远是稀缺的，它更愿意让最优秀的游戏开发商成为自己的合作伙伴，而不是将其“逐出市场”。

图表 23：优秀的游戏内容方可以与腾讯这样强大的发行方结成联盟



来源：国金证券研究所整理

- 对于互联网巨头来说，将一切内容和应用都纳入自己的平台内部，很可能妨碍用户体验、降低用户黏性；任何平台都不应该追求包办一切。例如，腾讯没有在微信内部大力发展短视频功能（迄今微信朋友圈也只能发布 10 秒的短视频），而是选择对快手进行战略投资。今日头条是一个最典型的范例，它在拥有近 2 亿月活用户的情况下，对数十个移动应用进行了战略投资或体内孵化。以短视频为例，今日头条自己开发了西瓜视频（头条视频），内部孵化了抖音短视频、火山小视频，它们的内容和用户定位都大不一样。总而言之，对于有特色、有质量的内容开发商或内容平台而言，眼下仍然是一个“好时代”。

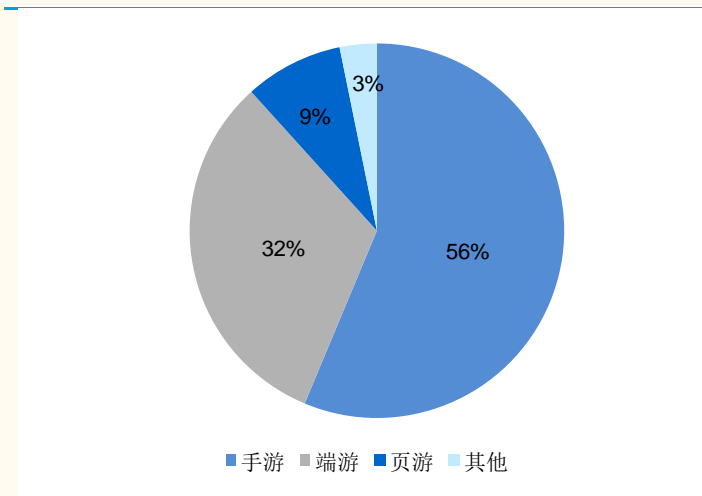
## 重点细分行业：游戏、电商、在线广告、数字娱乐

- 无论在 PC 互联网时期，还是移动互联网的“上半场”时期，游戏、电商和广告都是中国互联网公司最常见的变现途径，只是这三种变现途径的重点逐渐转移到移动端。在这个过程中，互联网行业实现了新陈代谢。现在，随着居民可支配收入的提升和监管的完善，数字娱乐正在成为中国互联网行业的第四个主要变现途径，而数字娱乐又分为长视频、直播、短视频、音乐、阅读、知识付费等。下面，我们将分析游戏、电商、在线广告和数字娱乐四个细分行业在移动互联网“下半场”的新趋势。

### 移动游戏：竞技化、社交化和出海是三大主线

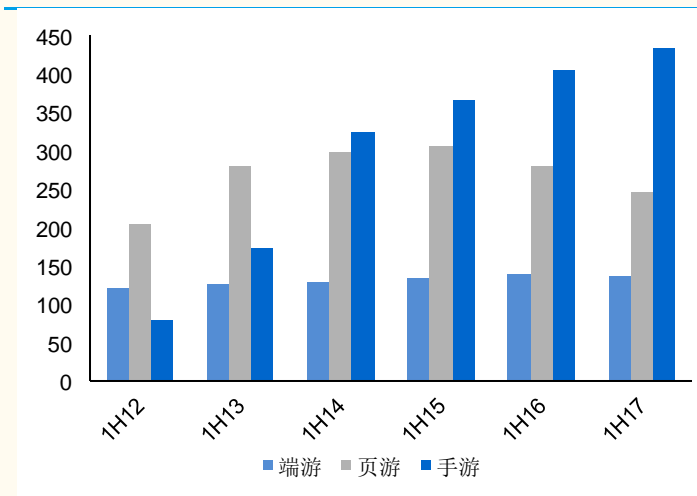
- 2017 年上半年，中国游戏市场收入同比增长 27%，其中手游收入同比增长 50%；手游收入已经占据全国游戏市场的 56%，全年有可能达到 60%。自从 2015 年以来，中国就是全球最大的手游市场，我们估计 2017 年中国手游市场收入将突破 1200 亿元，占全球手游市场的 35-40%。无论如何，国产手游的内容质量和市场经验在全球属于先进水平，这是手游行业可持续发展的基础。在基数已经很大的情况下，手游行业如何实现进一步的成长？我们认为，新的推动力有三个：竞技化、社交化和出海。
- 2017 年 6 月底，全国手游玩家约有 4.35 亿人；虽然这个数字已经很大，但是仅占全国智能手机用户的不到一半，仍有上升空间。2017 年出现的新局面是：《王者荣耀》将很多原先不玩手游、或者只玩轻度手游的用户，转化为重度手游用户；我们估计过去 12 个月，《王者荣耀》至少为手游行业创造了 4000 万新玩家，未来还会创造 2000 万以上的新玩家。与此同时，页游虽然早已衰落，却仍然有 2.5 亿玩家，我们预计页游占据的玩家时间早晚都会全部被手游接收。因此，到 2020 年前后，中国手游玩家人数完全可以增长到 6 亿人左右。

图表 24：2017 年上半年国内游戏市场收入分布



来源：伽马数据，国金证券研究所

图表 25：国内游戏细分市场玩家数量（百万）



来源：伽马数据，国金证券研究所

- 2015-16 年，手游行业的增长引擎是“端转手”，即优秀端游改编手游，例如网易的《梦幻西游》《倩女幽魂》等。2017 年，在优秀端游大部分已经改编为手游的情况下，手游行业的增长引擎变成了“竞技化”：腾讯 MOBA《王者荣耀》烜赫一时，网易针锋相对地推出阴阳师题材 MOBA《决战！平安京》，阿里游戏也计划推出 MOBA《自由之战 2》。竞技类游戏不仅是 MOBA，腾讯、网易、金山等巨头在 FPS、RTS、TCG、体育竞速等领域也推出了大量新品，二线厂商博瑞游戏的《战地指挥官》也一度引发 RTS 热潮。截止 2016 年，中国最成功的手游几乎全部是 RPG；我们预计 2018-20 年，最成功的手游至少有一半是强调多人对战、实时操作和公平性的竞技类游戏。
- 为什么 2017 年竞技类游戏成为了市场焦点？或者换一个问题：为什么 2017 年最热门的手游，不是《阴阳师》这样的 RPG，而是《王者荣耀》这样的 MOBA？我们的答案是：与传统 RPG 相比，竞技类手游的头部玩家（即“土豪”）消费占比低，付费与数值成长的关联低（花钱也不能变强），这提高了一般用户的积极性，带来了较高的长期用户留存。而且，竞技类游戏是“规则驱动”，而非 RPG 那样的“故事或副本驱动”，玩家不易产生厌倦情绪。所以，竞技类游戏的前期流水往往低于 RPG，但是如果熬过前期爬坡阶段，生命周期价值会高于 RPG。竞技类游戏也更容易与玩家的社交行为结合。

图表 26：同等条件下竞技类重度手游与非竞技类手游对比

项目	竞技类手游	非竞技类手游
头部玩家消费占比	低	高
付费与数值成长关联	低	高
长期用户留存	高	低
前期流水	低	高
新老玩家数值差距	小	大
产品生命周期	较长	较短
LTV	较高	较低

来源：国金证券研究所整理

- 从街机到主机，从端游到手游，游戏发展的每一个阶段都有社交的身影。与队友一起战斗、跟对手比拼较量、与朋友分享心得……社交让游戏变得更为有趣。毫不夸张的说，电子游戏能够在诞生之后短短的 30-40 年内成为全球最流行的娱乐形式，社交属性要占一半的功劳。进入移动时代之后，玩家的交流变得更容易；微信、QQ 等社交工具与游戏紧密结合，使得游戏用户基数大规模增长；游戏开发商对社交元素的拥抱增加了用户黏性；手游竞技化的趋势催生了新的线下游戏社交环境。我们甚至可以说，手游本身就是一种特殊的“社交应用”。
- 在移动互联网渗透率见顶的今天，留住用户、提高老用户的变现率是手游产品成功的关键。绑定社交关系链，可以提高游戏产品的用户留存率。《王者荣耀》的爆发正是社交关系链与游戏产品深度结合后的价值体现；今年 5 月以来，腾讯又推出了《魔法门之英雄无敌》《乱世王者》等主打多人互动的手游，它们都进入过畅销榜前列。腾讯在手游市场成功，是在游戏与社交的融合上进行多年耕耘的结果，而绝不是简单的导流量。例如，腾讯围绕《王者荣耀》开发了多种小程序和微信内部社区，大大提高了游戏玩家的互动性。
- 腾讯的成功立足于“让朋友一起玩游戏”，陌陌则为用户提供“通过游戏交朋友”的选项。对于陌陌这样的轻度社交应用而言，游戏一方面可以化解“认识之后的尴尬期”、促进社交关系的深化，另一方面也可以成为其流量变现的渠道。今年 6 月，陌陌在应用内部绑定了“狼人杀”，虽然这不是市场上第一个狼人杀游戏，却因为与 LBS 交友功能深度绑定，取得了一定的成功。我们预计，今后会有更多的陌生人社交、视频社交应用尝试涉足游戏发行甚至自主研发。



图表 27：微信致力于“让朋友一起玩游戏”



来源：微信游戏中心，国金证券研究所

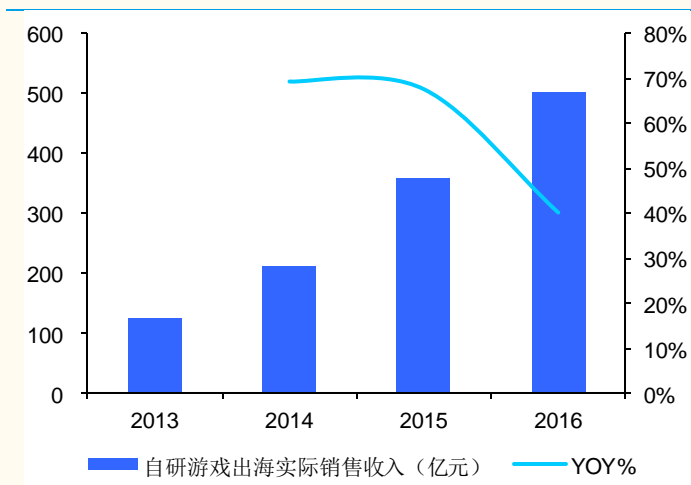
图表 28：陌陌致力于“通过游戏交朋友”



来源：陌陌，国金证券研究所

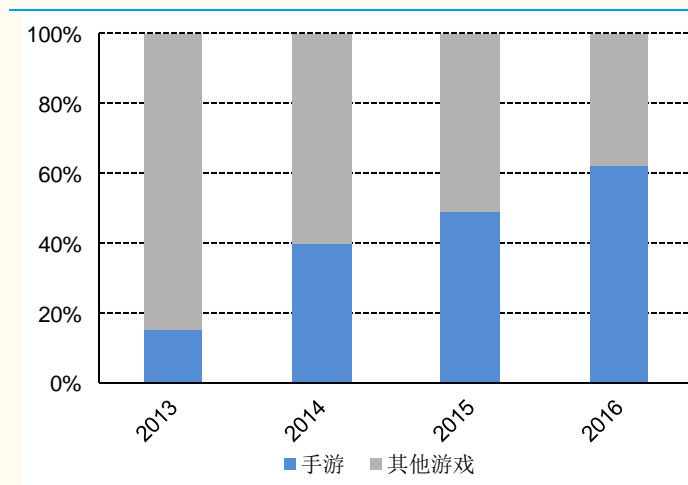
- 2014-2016 年，中国自主研发网游的海外市场销售收入分别达到 30.8 亿、53.1 亿和 73.2 亿美元，同比分别增长 69.02%、72.4%、36.2%。2017 年上半年，国产网游的海外销售收入同比增长 57.7%，远远超过了国内收入增速。2016 年，国产网游的海外销售收入有 62% 是手游贡献的，而且手游的比例还在提升。IGG 的《王国纪元》、智明星通的《列王的纷争》、TAP4FUN 的《银河传说》曾经在多个国家的 App Store 畅销榜位列前三，乐元素、三七互娱、游族网络、昆仑万维也曾经在东亚或东南亚市场取得成功。在国内游戏市场格局稳定、用户增长趋缓的情况下，海外市场成为了新的增长引擎和生命线。

图表 29：国产自研游戏出海销售额（人民币）



来源：GPC CNG and IDC，国金证券研究所

图表 30：手游占国产自研游戏出海销售额的比例



来源：GPC CNG and IDC，国金证券研究所

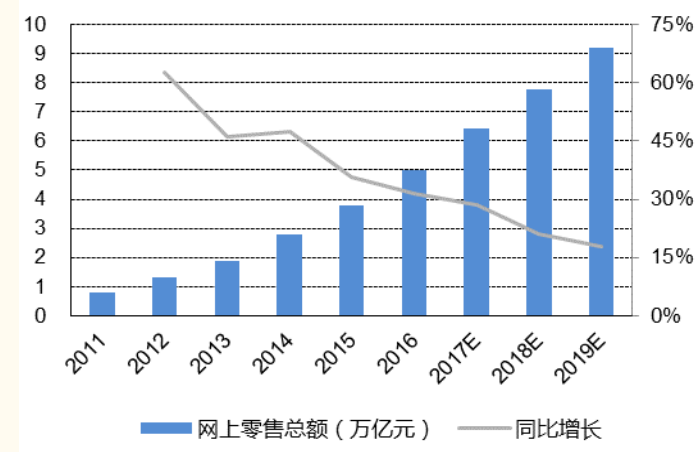
- 2016 年以来，手游出海迎来了两个新趋势。第一是东亚和东南亚之外的市场纷纷被开拓，国内厂商对欧洲和北美市场投入的兵力越来越多，

甚至能够为欧洲各国量身定做不同的发行和运营策略；印度、中东、北非等新兴市场也吸引了很多厂商的眼球。第二是腾讯、网易两大巨头加入出海战局，腾讯的《王者荣耀》东南亚版于2016年底上线，欧洲版于2017年9月全面推广，我们预计北美版可能于今年年底推出；网易管理层则表示将加强海外并购，力争2020年有30%的游戏收入来自海外。在历史上，许多游戏厂商将精力放在海外，是为了避开腾讯、网易两大巨头；现在两大巨头也投入海外市场，必然会对传统的手游出海大厂形成压力。不过，海外市场的复杂度很高、空间很广阔，我们预计这种压力不会在短期内产生实际的业绩影响。

### 电商：消费升级+新零售，阿里路线 VS 京东路线

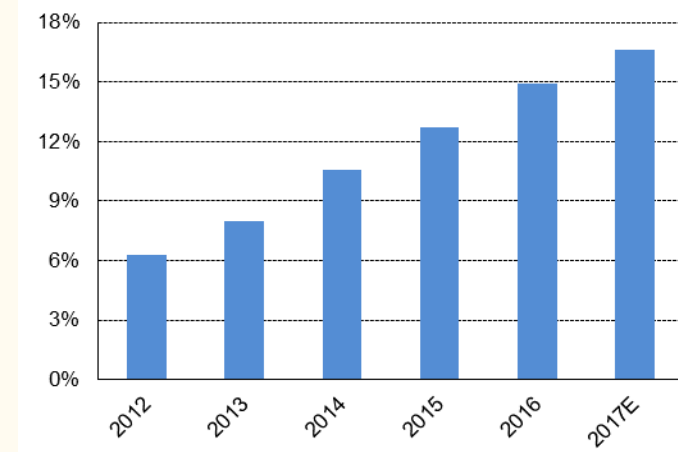
- 2016年，中国网上零售总额(GMV)同比增长31.6%，增速比前几年有明显回落；网上零售占社会消费零售的比例接近15%，似乎已经没有什么提升空间。很多第三方研究机构和业内人士认为今年网上零售GMV增速可能跌至20-25%。然而，2017年的电商行业发展超出了所有人的预期：京东上半年GMV同比增长45%，阿里巴巴旗下天猫平台第二季度实体GMV同比增长49%。而且，两大电商平台的营业利润率均有增加，做到了“有质量的增长”。这是为什么？我们认为主要驱动力是消费升级。

图表 31：2017 年，网上零售总额增速可能维持在 28%



来源：中国电子商务研究中心，国金证券研究所预测

图表 32：网上零售占社会消费零售比例将超过 15%



来源：中国电子商务研究中心，国金证券研究所

- 自从2003年淘宝网创立以来，中国电商零售行业经历了三个阶段：第一阶段，以C2C为主，卖家规模较小、品质不高，买家主要追求廉价；当时的电商平台存在许多白牌、仿冒、次品。第二阶段，以京东崛起、淘宝商城改名天猫为象征，主流电商平台全面转向B2C，讲究性价比，“多快好省”成了买家的主要诉求。到了2016年，高端品牌设立官方渠道的越来越多，消费升级成为新的主题，电商行业也就进入了讲求品质的第三阶段：阿里提出“理想生活上天猫”的口号，京东则争锋相对地提出“只为品质生活”。性价比时代进入尾声，新时代的消费者更关心品牌、商品品质和平台服务质量。
- 电商的品牌升级不是在一夜之间完成的。2008年，阿里提出“淘品牌”概念，专指从淘宝成长起来、性价比较高的电商原创品牌。欧莎、麦包包、三只松鼠等都是“淘品牌”的代表。但是，随着主流品牌、高端品牌入驻电商平台，“淘品牌”的意义逐渐丧失，天猫的品牌进一步升级。京东早期以自营3C品牌为主，后来逐渐扩大到服装、美妆、快消等品类。虽然自营模式能够保证产品的质量，但是不利于快速实现品类和品牌扩张。因此，近年来京东在努力做大第三方店铺。今天，我们可以在京东找到大量高端服装、美妆品牌的官方旗舰店。
- 阿里研究院提出了“品质消费指数”的概念，即中高端商品销售额在总销售额中的比例。2017年3月，阿里品质消费指数达到34.4，即超

过 1/3 的 GMV 是中高端商品贡献的；过去五年，这个指数上升了 7.2 个百分点。各个年龄段、各个地理位置的消费者，都出现了电商消费升级趋势，其中以 28 岁以下的年轻人最为明显。阿里的数据显示，运动户外、家具两个品类的消费升级趋势最迅猛，其次是美妆和食品。

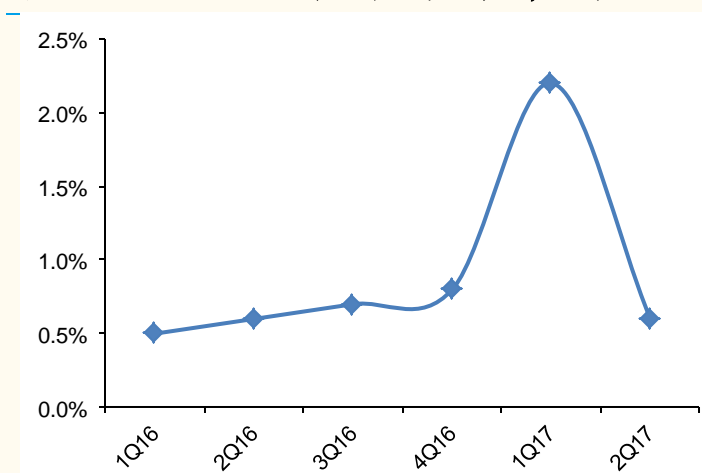
图表 33：中国电商零售的三个阶段



来源：国金证券研究所整理

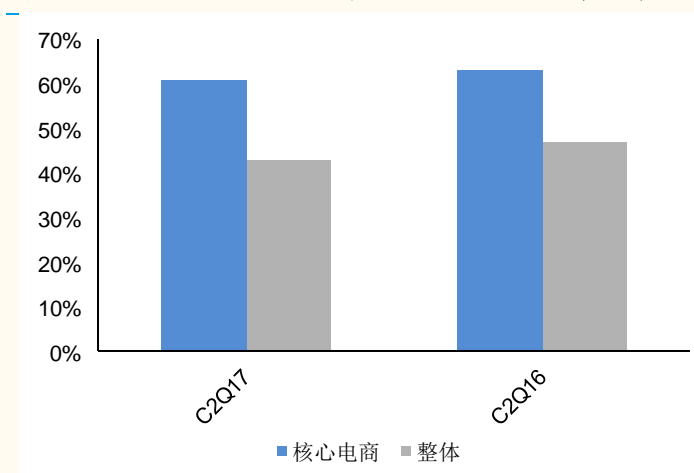
- 电商消费升级，导致电商平台的客单价走高、扣点率提升，高端品牌也乐意在平台上投放更多广告。2017 年第二季度（第一财季），阿里巴巴的核心电商和整体 EBITA 都比去年同期上升约 3 个百分点，我们认为主要应归功于消费升级。京东在 2016 年大力发展快消品业务，客单价一度走低；但是 2017 年一季度客单价回升，利润率也创下历史最高水平。随着居民可支配收入的提升、仓储物流效率的提升，我们预计主流电商平台的利润率仍有提升的空间。

图表 34：京东营业利润率今年一季度暴增，二季度回落



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 35：阿里巴巴核心电商和整体 EBITA 均有上升



来源：公司公告，国金证券研究所

- 在消费升级之后，电商行业的下一个增长引擎是什么？阿里巴巴于 2016 年 10 月提出了“新零售”：“以消费者体验为中心的数据驱动的泛零售形态”，其本质是“始终为消费者提供超出期望的内容”。阿里



的“新零售”愿景包括三个方面：第一，打通线上线下渠道，通过战略投资、收购、合作等方式，介入线下零售业；第二，将娱乐内容、娱乐活动（包括线上、线下乃至 VR 娱乐活动）融入零售业，做到“文娱电商一体化”；第三，立足大数据技术，以精准的数据分析达到或超过消费者的期望。可以看到，阿里的新零售战略是它的电商战略的延伸，核心驱动力都是“大数据+娱乐内容”。

- 京东的“新零售”愿景则与阿里大不相同，采取重资产路线。2017 年，京东宣布将在 3 年内建设 1 万家线下家电专卖店、100 万家线下便利店；虽然这些线下店以加盟为主，京东仍然要在渠道、物流和供应链方面投入巨资。阿里的新零售是概念先行、与线下零售商合作，京东则是简单粗暴、与线下零售商正面竞争；阿里在娱乐内容方面投下重注，京东则对娱乐内容毫无兴趣。两大巨头都认为传统零售业需要改造，但是在改造的方法上，分歧极大。双方在新零售领域的两条路线、两种思路的斗争，可能持续很多年。

图表 36：阿里巴巴的“新零售”愿景



来源：阿里研究院，国金证券研究所

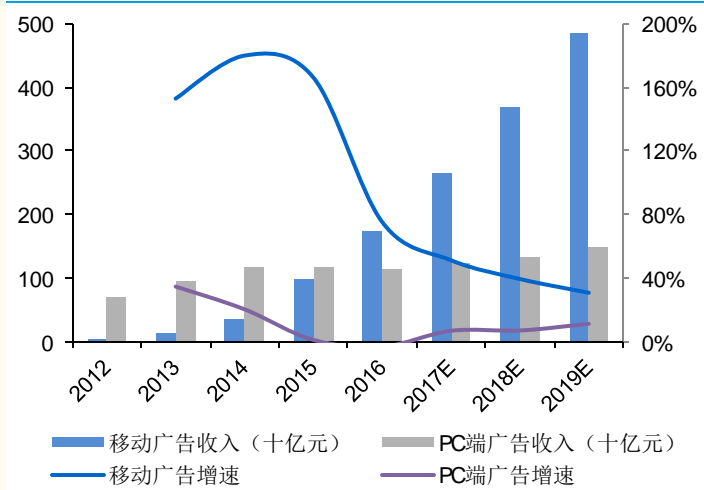
### 在线广告：基于移动端的信息流广告和精准营销

- 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，京东也无法与其相提并论。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，广告主意识到这种广告形式的转化率较低，其市场份额也停滞不前。现在，增长潜力最大的无疑是信息流广告，微博、腾讯广点通、今日头条都受益于信息流广告的强劲需求，它的市场收入占比有可能在 2-3 年之后超过搜索引擎广告。



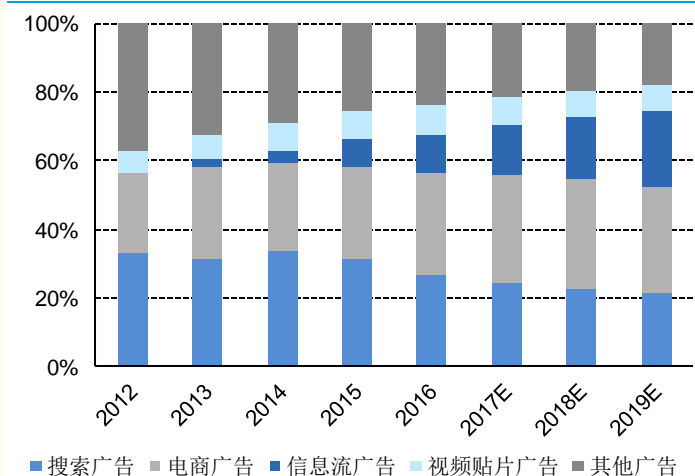
- 我们估计，未来还会有至少三家互联网巨头在信息流广告市场投入重兵。百度已经对手机搜索主页进行了全面改版，仿效今日头条的风格，使其能够容纳信息流广告位；但是这种简单粗暴、忽视用户体验的行为，受到了许多用户的诟病。快手和陌陌都拥有强大的短视频平台，而短视频内容与信息流广告的契合度很高，我们预计它们迟早也会发展信息流广告。此外，新闻门户、在线音乐等移动应用，都会全面向信息流广告靠拢。即便是公认的信息流广告巨头——微博，迄今仍然只有约一半的收入来自信息流广告，提升空间很大。

图表 37：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 38：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

- 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。
- 过去几个月，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。今日头条的 CPM 效果较差，但是转化率并不算低，尤其对汽车、互联网金融等客单价较高的行业来说，其效果很有吸引力。
- 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；而且，在快速消费品、电商网店、汽车和互联网金融四个相差很大的行业，广点通的转化率都不低。我们认为，这体现了腾讯通过社交应用获得的高质量数据，这种精准营销能力必然能创造更大价值。
- 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，所以必然有针对性。由于搜索引擎地位的下降和国家监管的收紧，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，也不利于基于用户数据进行精准投放。我们对百度的信息流广告战略持谨慎态度。

图表 39：主要广告主在各大互联网平台的广告投放效果一览

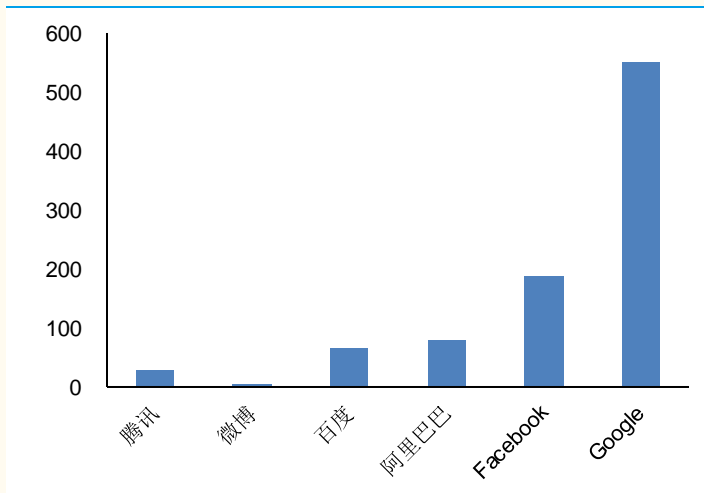
广告主类型	衡量标准	广告平台	投放效果
快速消费品	CPM	微博	Rmb20-60

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

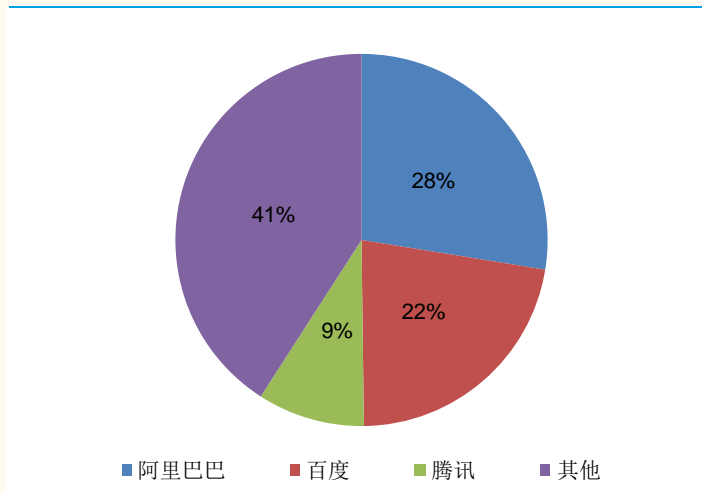
- 2016 年，中国在线广告市场收入达到 2900 亿，阿里巴巴占据 28% 的市场份额，百度占据 22%，腾讯仅占据 9%，微博、今日头条的占比都在 1-2% 之间。我们认为，百度在推出信息流广告之后，可能会有短暂的恢复，但是长期看来，仍然会在腾讯、微博、今日头条等的压力之下失去市场份额。腾讯握有微信这个最大的潜在信息流广告平台，可是并不急于广告变现，而是通过开发小程序、看一看、搜一搜等二级入口，试探用户的习惯和兴趣，逐渐插入广告。腾讯旗下的应用宝、腾讯新闻、天天快报、QQ 空间也是重要的信息流入口。
- 无论如何，中国在线广告市场仍然处于快速发展阶段，整个市场的收入只相当于 Google 一家公司广告收入的一半；Google、Facebook 的广告收入体量远大于任何一家中国互联网公司，却仍然维持着两位数的增长。与游戏一样，在线广告行业也存在“出海”的可能性，例如猎豹移动就有规模较大的海外广告平台。我们认为，中国在线广告市场完全有可能再出现 3-5 个收入规模百亿以上的大型广告平台。

图表 40：2016 年互联网巨头广告收入（十亿人民币）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 41：2016 年中国互联网广告收入分布

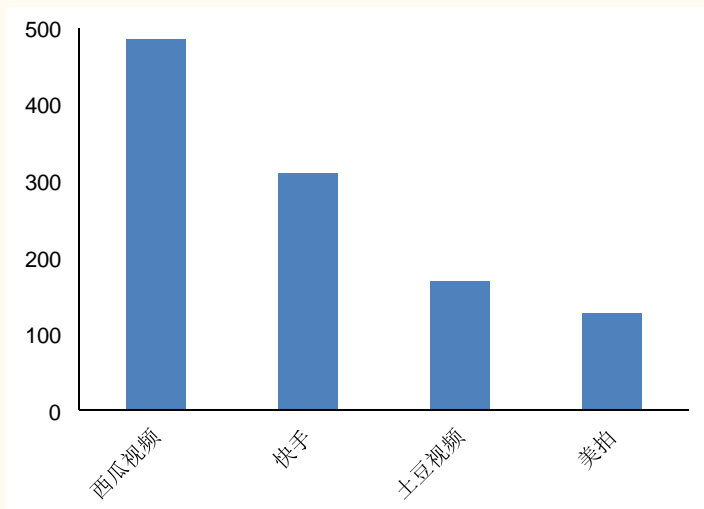


来源：公司公告，艾瑞咨询，国金证券研究所

### 数字娱乐：近看短视频，远看版权音乐

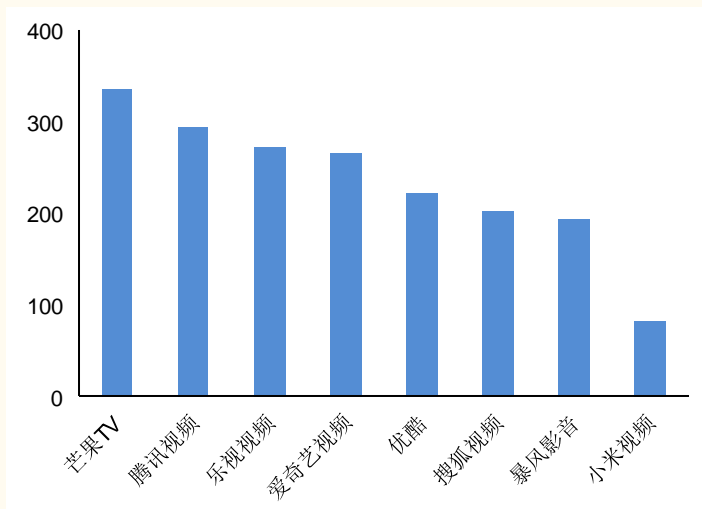
- 经过多年发展，中国的数字娱乐内容产业已经发展出长视频、短视频、直播、音乐、阅读、知识付费等子行业，变现模式也发展到 VIP 付费与广告相结合。近年来，BAT 在数字娱乐方面动作都很大：百度提高了爱奇艺的独立性并计划分拆上市；阿里巴巴将视频、音乐、阅读、影视、游戏等业务统一纳入“阿里文化娱乐集团”，并计划未来 3 年在娱乐内容方面再投入 500 亿元；腾讯大力发展视频和动漫，计划将阅读和音乐业务分拆上市，在短视频方面入股快手，大有全面出击的势头。我们认为，最近两年数字娱乐领域最大的惊喜是短视频，未来两年则可能是版权音乐。
- 2015 年以来，短视频热度不断上升，产生了两大类型的平台：第一种依托于现有社交媒体或内容分发平台，例如秒拍（依托微博）、西瓜视频（依托今日头条）等；第二种是独立的短视频内容平台，规模最大的是快手。短视频的用户黏性并不逊色于长视频，西瓜视频、快手的月均使用时间都超过了 300 分钟，高于主流长视频应用，这赋予了短视频极强的变现能力。用户阅读一条图文消息平均耗时 1.16 分钟，观看一条短视频平均耗时 1.62 分钟，两者可以互相替代。而且，短视频有 62% 的观众是女性，这一方面使短视频内容明显娱乐化、轻度化，另一方面也加强了电商导流和广告变现潜力。

图表 42：2017 年 6 月短视频应用用户使用时间（分钟）



来源：QuestMobile，国金证券研究所

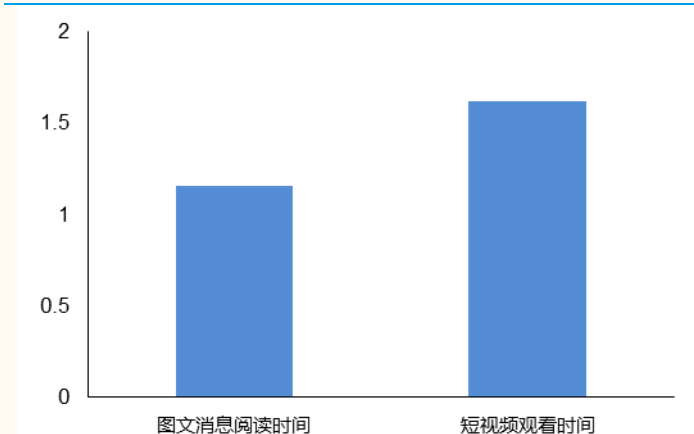
图表 43：2017 年 6 月长视频应用用户使用时间（分钟）



来源：QuestMobile，国金证券研究所

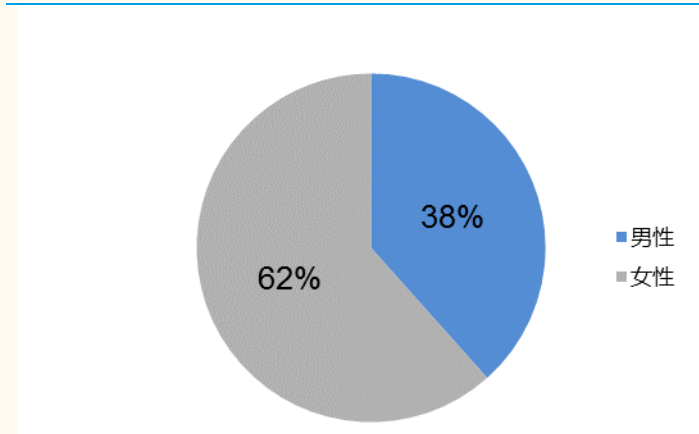
- 目前，短视频已经找到了两种变现模式：第一是信息流广告，适用于快手、微博（与秒拍合作）、西瓜视频这样的短视频平台；第二是电商深度植入，适用于二更这样的内容方和新片场这样的 MCN（发行方）。电商行业的消费升级，给短视频带来了绝佳的机会：电商平台可以引导品牌与短视频内容方合作，开发定制化的品牌推广短视频，实现不露痕迹的精准营销。这就是阿里巴巴在短视频领域进行战略投资，并且鼓励品牌商在天猫平台投放短视频广告的原因。

图表 44：用户观看一条短视频平均仅用 1.62 分钟



来源：今日头条，国金证券研究所

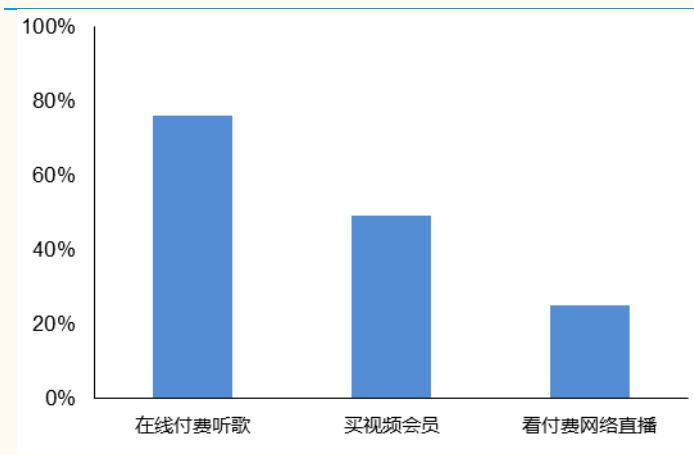
图表 45：2016 年，62% 的短视频观众是女性



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

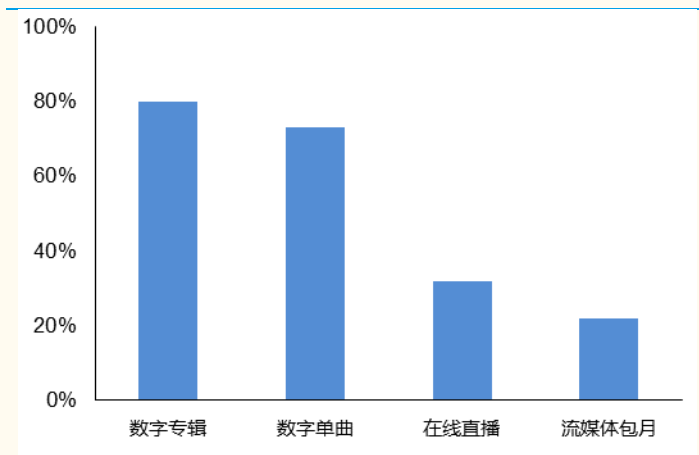
- 我们认为，版权音乐将是下一个实现较强变现能力的数字内容形式。过去十年，全球音乐产业经历了两次大变革：首先是数字音乐的普及率和收入超过实体唱片，其次是在线流媒体音乐收入超过下载音乐。在中国，流媒体音乐已经非常普及，酷狗音乐、QQ 音乐、酷我音乐的月活用户数都超过了 1 亿；用户的付费习惯也逐渐培养起来。2013-15 年，腾讯娱乐、新音乐产业观察的调查都显示，只有 10-20% 的用户愿意为音乐付费。到了 2016 年，已经有 76% 的用户愿意在线付费听歌，其中 80% 愿意购买专辑，73% 愿意购买单曲，22% 的人愿意流媒体包月；用户对音乐的付费倾向甚至超过了对视频的付费倾向。近年来国家版权监管日趋严格，为付费音乐产业的发展铺平了道路。

图表 46：2016 年消费者的在线娱乐消费方式选择



来源：新音乐产业观察，国金证券研究所

图表 47：2016 年消费者的音乐付费方式选择



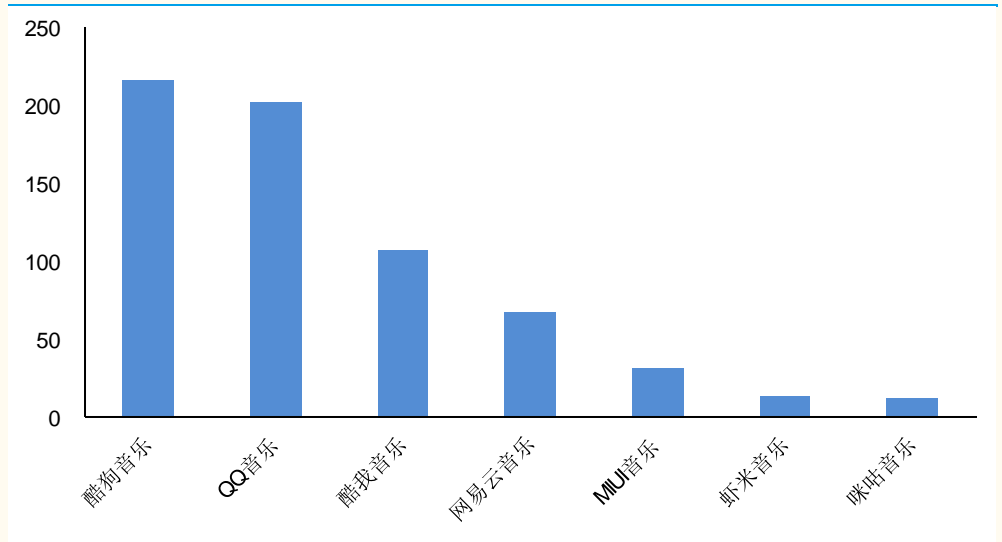
来源：新音乐产业观察，国金证券研究所

- 在线版权音乐与长视频、短视频、数字阅读等行业相比，最大的特点是：腾讯已经取得了绝对的领先地位，实力远超所有竞争对手之和。2017 年第二季度，腾讯旗下的酷狗音乐、QQ 音乐、酷我音乐的月活用户均超过 1 亿，总月活用户超过 5 亿；网易云音乐仅拥有 6700 万月活用户，阿里巴巴旗下的虾米音乐仅拥有 1400 万月活用户。毫不夸张



的说，版权音乐市场刚刚起步，就被腾讯一统天下。2017年9月，腾讯音乐宣布与阿里音乐互换版权曲库，我们认为很明显是要进一步遏制网易云音乐，巩固自身的领先地位。腾讯的一家独大，决定了它对版权方将拥有很强的话语权，视频行业的版权采购大战不会在版权音乐行业重演。我们对在线版权音乐的长期盈利前景感到乐观。

图表 48：2017 年 6 月主要在线版权音乐应用月活用户（百万）



来源：QuestMobile, 国金证券研究所

## 重点互联网上市公司简析

### 霸主：腾讯控股(700 HK)

- 2017 年可谓是腾讯在各条战线上都节节胜利的一年：在游戏业务上依靠《王者荣耀》等一系列游戏巩固了龙头地位，在广告业务上受到信息流广告和精准营销需求的促进，音乐、阅读、动漫等数字内容业务蒸蒸日上，金融支付业务市场份额已经逼近主要对手。今年以来，腾讯股价的上涨主要是由于游戏业务，但是市场还低估了广告和数字娱乐的长期前景。此外，市场过于关注《王者荣耀》，没有充分认识腾讯游戏的系统性优势。
- 我们认为，腾讯不但拥有顶级流量入口，而且内容开发和运营能力也领先于竞争对手，可以提高用户黏性、更好地变现流量。例如，腾讯通过对社交数据的深入挖掘，实现了较高的广告转化率；腾讯的《王者荣耀》在推出的前 12 个月里起起落落，却通过持续的产品迭代和运营调整，在 2017 年初实现了爆发；微信支付在推出初期的用户体验明显落后于支付宝，如今已经大有改观。因此，腾讯在互联网巨头之中最早跳出简单的流量增长模式，进入质量增长与深度变现模式。
- 很多人怀疑，腾讯游戏收入的快速增长只是由于《王者荣耀》的意外爆红，因此是不可持续的。事实上，《王者荣耀》的 iOS 畅销榜排名直到 2016 年 11 月才超过《阴阳师》，体现的是强大的后劲。2017 年 5 月以来，腾讯自主研发的《魂斗罗：归来》《乱世王者》《轩辕传奇》，代理的《天龙八部》《魔法门之英雄无敌》《寻仙》都进入过 App Store 畅销榜的前 10 名，横跨 RPG、ACT、SLG 等多个类型。可以说，现在腾讯不仅发行实力稳居业内第一，自研实力也是第一。
- 为什么腾讯能够实现更高质量的增长？原因有二。首先，腾讯占据的社交入口是用户黏性最高、进入壁垒最高、拓展性最强的入口；在移动互联网时代，小米、网易、阿里巴巴均试图占领这个入口，也均以失败告终，而腾讯却能以此为基地去侵蚀它们的领地。其次，腾讯的企业文化高度重视执行力、高度放权、激励机制良好，是典型的产品

经理自治文化；当年微信的异军突起是张小龙团队的功劳，《王者荣耀》的成功是天美工作室的功劳，都离不开腾讯的组织文化。腾讯业绩的增长，进一步提高了对员工的激励，形成了良性循环。

- 我们的草根调研显示，腾讯广点通的转化率在各大互联网平台中名列前茅，源于腾讯的数据分析能力。腾讯对微信朋友圈、公众号的广告投放一直比较保守，还没有进入收获的季节。腾讯支付的市场占有率已经逼近支付宝，下一步是如何变现：虽然腾讯缺乏蚂蚁金服的消费者信贷和金融产品分发能力，但是仍然可以通过为提供效果广告、与第三方合作等方式实现盈利。

### 霸主：阿里巴巴(BABAUS)

- 2017 年，阿里巴巴的业绩可谓十分亮眼：全年营业收入增长目标 45-49%，超出市场预期；天猫第二季度实体 GMV 同比增长 49%，很可能是近年来的最高水平；上半年核心电商和整体 EBITA 利润率均上升约 3 个百分点，实现了“有质量的增长”。毫无疑问，在消费升级的时代，阿里巩固了在电商领域的战略优势，在云计算领域即将迎来盈利的曙光。然而，阿里仍需要解决两个问题：第一是如何提升文化娱乐板块的竞争力，第二是如何应对京东在电商和新零售领域咄咄逼人的攻势。
- 阿里在电商消费升级方面意识最早、动作最坚决；天猫平台擅长的服装、美妆、母婴等品类，也最适合品牌升级。虽然京东在 3C 品类上一直遥遥领先，又在快消品类投入大量资源，但是始终无法在服装、美妆品类上撼动天猫。现在，阿里系电商平台的月活用户是京东的约 2 倍，月均使用时间则是京东的 4 倍，体现了强大的用户黏性。2017 年第二季度，京东的月活用户增速已经放缓，这样下去，天猫将继续维持对京东的体量优势，更不要说还有规模巨大的淘宝平台。
- 不过，京东在快消品类的突破，一度给阿里带来不小的麻烦，所有阿里从 2016 年开始主推“天猫超市”，与京东正面对抗。京东的优势在于自营物流，阿里则通过菜鸟网络这一物流平台与之对抗。京东深知，要提高自营物流的性价比，就必须进一步提高体量，这就是京东为何在 2017 年提出大规模建设线下加盟零售店的原因。现在看来，菜鸟网络较好地提升了天猫和淘宝平台的购物体验，但是长期看来，菜鸟网络能否维持稳定、效率能否持续提升，是个未知数。
- 毫无疑问，阿里提出“新零售”体现了正确的战略眼光，但是阿里的“新零售”战略是概念先行的“务虚”战略，我们很难判断具体会发展成什么样子。阿里在与传统零售商结成合作关系的同时，牵头参与了银泰商业的私有化，似乎有未来直接进军传统零售的可能性。阿里的新零售愿景离不开蚂蚁金服的金融支持，所以支付宝必须扭转市场份额流失的现状，才能支撑新零售的支付、数据和信贷需求。
- 阿里对文化娱乐的重视不言而喻，阿里文娱集团负责人俞永福提出了在娱乐内容领域再投资 500 亿的目标。不过，阿里文娱旗下的优酷、土豆、影业、音乐、体育、游戏等业务，近年表现都不算良好，都没有占据行业领先的位置；只有 UC 业务表现不错。阿里的战略目标是实现娱乐与电商的全面融合，让娱乐提供新的“消费场景”；我们赞赏这一战略，但是具体执行还需要很长的时间。

### 昔日霸主：百度(BIDU US)

- 2016 年，百度面临着两方面的难题：一方面，受到“魏则西事件”的影响，百度的搜索广告业务元气大伤，广告位有所减少，广告主投入有所下降；另一方面，O2O、互联网金融和爱奇艺三个业务板块的亏损过大，严重拉低了整体营业利润率。2017 年上半年，百度实现了广告业务的恢复性增长，新增了信息流广告，O2O 和金融业务的亏损明显收窄。不过，我们认为这

种恢复是暂时的。百度必须解决移动用户体验问题，并且找到合适的信息流入口，否则在长期仍将不断丧失广告市场份额。

- 在 PC 互联网时代，百度是当之无愧的“第一入口”，大部分人的浏览器主页都是百度；在移动互联网时代，搜索引擎的地位大幅度下降，用户更习惯使用微博、微信等热门应用的内置搜索功能。百度在移动应用方面的动作过于迟缓，虽然百度搜索的移动应用安装量很高，但是用户黏性很低，远远无法与微信、QQ、淘宝、微博相比。迄今，百度仍然没有找到在移动互联网时代的复兴之道。
- 不重视用户体验、不擅长抓住消费者需求，是百度一贯的痼疾。从 PC 时代开始，百度发布过有啊（C2C 电商）、Hi（即时聊天）、百度空间、百度贴吧、百度音乐等面向消费者的应用，其中只有贴吧迄今还没有以失败告终。百度的移动应用缺乏用户黏性，归根结底也是因为用户体验差。即使今后百度在人工智能方面取得技术突破，仍然需要将其转化为可用、好用的应用产品，这个挑战很艰巨。
- 2017 年第三季度，百度基本完成了对 O2O 业务的“关停并转”，金融业务投入减小，爱奇艺也计划分拆上市；我们预计到 2018 年下半年或 2019 年初，这些“非核心业务”的失血会完全结束。然而，一旦爱奇艺被剥离，就意味着百度在泛娱乐领域彻底失去立足点。爱奇艺的成功，恰恰是因为它基本独立于百度而运营，这体现了百度不善于发展消费者业务、无法将新兴业务与传统业务结合起来的窘境。
- 无论如何，百度仍然拥有百万量级的企业广告客户，以及高效、简洁的在线广告投放平台；这个优势在短期内不会被任何对手瓦解。所以，虽然百度首页的信息流用户体验很差，却还是吸引了不少广告投放，实现了恢复性增长。百度的“帝国遗产”不会在一夜之间消失，问题在于：在遗产彻底消失之前，百度能找到哪些新的增长点？

### 霸主候选人：京东(JD US)

- 2017 年第一季度，京东不但实现了 42% 的 GMV 同比增长，而且实现了 2.2% 的扣非营业利润率，可谓一时风光无两。到了第二季度，虽然京东仍然维持着高速的 GMV 增长，但是在天猫平台的加速增长面前，就显得有些失色；京东的扣非营业利润率也降低到 0.6%，仅相当于去年同期水平。投资者们不禁要问：京东对天猫的追赶期结束了吗？京东在短期内还能不能大幅度提高利润率？我们认为，京东与天猫的差距仍然在缩小，但是京东的未来并不取决于“能否超越天猫”。
- 为什么 2016 年-2017 年第一季度，京东能够实现高于阿里的活跃用户和 GMV 增长？除了基数较低之外，重要的是京东在“做加法”，而阿里已经“没有加法可做”。在移动电商发展初期，重要品牌一般会选择在天猫开设旗舰店。然而，在移动流量红利耗尽的今天，各大品牌都不会选择只依赖天猫，纷纷入驻京东。阿里不再将淘宝视为发展重点，也促使一些小商家到京东平台寻找机会。所以，2016 年以来，京东入驻的第三方商家有显著增长，也吸引了新用户。
- 京东的自有物流体系已经从 2016 年第四季度开始向第三方开放。京东物流的全国市场份额只有约 5%，但是它是本地化配送，对第三方商家很有吸引力；而且不仅能对消费者配送，也能对经销商配送。京东物流的开放将吸引更多第三方商户，规模效应又会提高京东物流的盈利能力，实现良性循环。问题在于，阿里发起成立的菜鸟网络，在一定程度上抵消了京东物流的优势。所以，京东提出大规模建设线下加盟零售店，也有进一步扩大规模效应、提升物流性价比的含义。
- 腾讯的战略投资也对京东有一定帮助。虽然我们估计京东只有约 10% 的流量来自腾讯，但是腾讯能提供弥足珍贵的客户数据分析和精准营销建议。因为腾讯缺乏自有电商平台，只能扶持京东，所以京东成为了唯一一个有强大社交媒体支撑的电商平台。阿里巴巴需要借助并购



和战略投资进入娱乐内容领域，实现娱乐电商联动；京东只需要聚焦于核心电商业务，在娱乐方面与腾讯加强合作即可。

- 2017 年第二季度，京东的移动月活用户增长跌落到与淘宝类似的水平，GMV 增长与天猫相比不再具备优势，引发很多投资者的担心。我们认为，京东的命运并不取决于“能否超越天猫”，而取决于“能否持续提高对消费者的价值”。2015-2016 年，京东在快消品类打了一个漂亮仗；2017 年，又在服装行业投入重兵，同时将快消品类的触角伸到线下。我们认为这些战略方向都是合理的，都有利于长期企业价值。

### 霸主候选人：微博(WB US)

- 最近几个季度的强劲收入增长，源于广告主将预算从搜索广告、图文广告等传统广告形式，转向社交媒体的信息流广告。2017 年第二季度，微博的信息流广告只占收入的 51%，可见还有不少上升空间。不过，我们认为微博的长期潜力取决于两个因素：能否迅速提高精准营销的转化率，能否在三线以下城市继续拓展用户版图。微博自己的应对措施固然重要，今日头条、腾讯广点通等竞争对手的动作也可能有决定性作用。
- 我们上文提到，以 CPM 计算，微博仍然是最便宜的信息流广告平台；不过，以 CPA、CPC 或 ROI 计算，微博的效果就很差了。所以，微博比较适合做品牌展示而不是精准营销。如果广告主转向注重转化率，微博将受到今日头条、腾讯广点通的挑战。这个过程不会在 2017 年开始，但是很有可能在 2018-19 年开始。
- 为什么微博的精准营销效果不好？第一是因为公司的媒体属性大于技术属性，在研发方面的投入不够，尽管最近几年在追加投入；第二是因为微博是轻度社交，用户黏性比重度社交有差距，数据的精确度不够。不过，微博的战略投资者阿里巴巴可能对微博提供技术支持。无论如何，微博的数据分析能力不可能与腾讯相提并论。
- 2017 年上半年，微博的月活用户超过 3.6 亿人，我们认为中长期天花板为 4.5 亿人，上升空间已经不大。微博在一二线城市的渗透率已经很高，2018 年以后的前景取决于它能否通过提高三四线城市渗透率的方式突破天花板。目前看来，今日头条在三四线以下城市投入了庞大的地推团队，微博要想战而胜之，不太容易。

### 细分市场霸主：网易(NTES US)

- 2017 年第二季度，网易的营业收入增长了 49%，扣非净利润却只增长了 8%，主要是由于成本费用的高企。今年以来，网易除了代理《我的世界》之外，几乎没有推出一款热门新游戏：被寄予厚望的《光明大陆》迅速失败，《泰坦黎明》《决战！平安京》等竞技类游戏上线缓慢，去年红极一时的《阴阳师》今年第二季度以后已经很难进入前十名。我们认为，网易面临的最大问题是：游戏内容质量方面的优势已经不再明显。
- 在历史上，网易以自主研发高质量游戏著称：《梦幻西游》《倩女幽魂》在 PC 端都拥有漫长的生命周期，在移动端的活跃期也超过 2 年。但是，随着腾讯自主研发实力的不断增强，以及许多二线游戏厂商加强自主研发，网易的产品质量优势已经不再明显。腾讯自主研发的《轩辕传奇》切入了网易传统的 RPG 领地，网易自主研发的《乱斗西游 2》《决战！平安京》却很难撼动腾讯的 MOBA 领地。
- 投资者们一直在争论网易是“产品型公司”还是“平台型公司”；2017 年的现实证明，网易仍然是一家增长不太稳定、依赖个别明星产品的“产品型公司”。如果 2015 年《倩女幽魂》没有因为成功的影游联动而名噪一时，如果 2016 年《阴阳师》没有意外成功，网易的高成长时期或许早已结束。现在，网易已经有近一年没有推出成功的自主研发游戏，我们很难猜测何时才能出现下一个《阴阳师》。

- 网易的开发实力非常强大，游戏储备数量多、类型广泛，品牌形象好，也熟悉网络营销之道，所以我们永远不能低估它推出新的爆款产品的能力。2017 年 7 月，网易管理层首次提出要重视海外并购、争取三年内实现海外收入占比 30%，而公司早已通过《阴阳师》在日韩市场取得了一些成功。尽管网易的自主研发实力逐渐被腾讯赶上，但仍然领先于绝大部分竞争对手，这就是核心竞争力。

### 细分市场霸主：陌陌(MOMO US)

- 2015 年底以来，依靠移动直播的风口，陌陌实现了逆袭，成为微信、QQ 和微博之后的第四大社交媒体。陌陌月活跃用户在 2015 年第四季度触底之后，已经连续五个季度回升并创下新高。2017 年第二季度，陌陌的利润率有所下降，直播付费用户也裹足不前，引发了投资者的担忧。我们的观点恰恰相反：陌陌在 2-3 年内的增长潜力十分确定，而且质量很高；这种增长主要将来自于直播之外的短视频、游戏等业务。
- 自从微信淡化 LBS 交友属性以来，陌陌就在陌生人社交领域一枝独秀，维持了庞大的基本盘。2017 年，陌陌的月活跃用户不但明显高于其他垂直社交应用（探探、派派、最右等），也高于其他移动直播应用（映客、YY、斗鱼、虎牙、花椒等）。这使得陌陌没有受到移动流量红利耗尽的影响，基本依靠挖掘原有客户实现移动直播的增长。陌陌的客户群与直播的目标观众群天然吻合，带来了较高的用户黏性。
- 2016 年底，陌陌正式发布短视频功能，并在短短的半年多之内成为月活跃用户仅次于秒拍、快手的第三大短视频平台。陌陌短视频的最大亮点是与 LBS 结合，与陌生人社交深度绑定。现在，陌陌还没有大力发展基于短视频的信息流广告业务，但是只要陌陌短视频的活跃度继续攀升，获得广告主的青睐只是时间问题。
- 2017 年第二季度，虽然陌陌的直播付费用户没有增长，非直播 VIP 用户却有所增加，这说明陌陌进行大规模改版、引进狼人杀等游戏、发展非直播付费业务的努力是成功的。直播毕竟是一个潜力有限的行业，陌陌能够在直播业务增长尚未结束的情况下，积极开发新的变现模式并迅速取得突破，证明了公司的战略眼光和执行力。

### 细分市场霸主：宝尊电商(BZUN US)

- 近年来，宝尊电商倡导的电商代运营模式获得了越来越多的品牌接受。作为阿里巴巴的战略投资对象，宝尊享受到了天猫 GMV 增长的好处，近年来也在积极向京东平台扩张。但是，仍有投资者对宝尊商业模式的规模效应、长期潜力以及与阿里巴巴的关系信心不足。我们认为，宝尊的收入增长将大幅度领先电商平台的收入增长，利润率也将在 2-3 年内不断攀升。虽然宝尊不直接拥有互联网平台，我们仍将其列入“细分市场霸主”。
- 代运营模式的精髓是什么？首先，大部分品牌并不擅长电商运营，即便擅长，也没有足够的资源、精力投入；宝尊作为专业运营商，以仓储物流、营销、技术等方面的丰富经验，为品牌提升运营效率。其次，宝尊的主要客户——国际消费品牌，在中国一般维持轻资产运营模式，能外包的一律外包，宝尊的代运营正是它们所乐见的。对于宝尊的核心客户来说，并不存在一旦学习掌握电商运营之后就会抛弃宝尊的可能性，它们对宝尊的依赖只会越来越高。
- 2016 年，宝尊的 GMV 为 112 亿元，而同期天猫、京东两大平台的总 GMV 不少于 2 万亿元，宝尊的市场渗透率只有约 0.5%。我们估计宝尊的 GMV 仅有 10%来自京东。虽然阿里巴巴是宝尊的股东，但并未影响宝尊运营京东网店，腾讯、京东都出席了宝尊的 2017 年度投资者交流会。随着合作品牌的不断增加、京东平台的发力，宝尊的 GMV 还有很大的上升空间，从经销转向代销模式也降低了经营风险。

- 宝尊离代运营业务的“天花板”还很远：截止 2017 年 6 月，宝尊只覆盖了约 130 个品牌，其中大部分是国际高端品牌；而在国内涉足电商渠道的国际品牌至少有 500 个，有消费者认同的国际品牌约有 6000 个。我们认为在 3-4 年内，宝尊的合作品牌至少还可以增加一倍。

### 细分市场霸主：金山软件(3888 HK)

- 近年来，与腾讯结成战略合作的大型游戏公司很多，但是金山旗下的西山居是其中第一个接受腾讯战略投资的。在乘上腾讯的战车之后，西山居迟迟没有推出万众瞩目的《指尖江湖》手游，上半年主要依靠端游实现持续增长。与腾讯的合作，将使金山得到大量的发行资源倾斜，但是成功与否还是要看产品。《指尖江湖》的推迟发行，带来了不确定性。
- 西山居的旗舰游戏大部分属于《剑侠情缘》系列。《剑网 1》手游的流水达到 2-3 亿元，处于同期中高水平；由小米代理的《剑侠世界》反响平平，说明“剑侠”IP 并不是战无不胜。近年来，西山居在拓展游戏类型和题材上做了很大努力，2017 年就推出了两款 FPS 游戏，不过并未成功。要摆脱对“剑侠”IP 的依赖，可能还需要几年时间。
- 《指尖江湖》的特殊之处在于：它是一款强调动作的 ARPG，在画风上偏向 Q 版，在玩法上结合了一些格斗乃至 MOBA 元素。这是西山居对自己传统风格的挑战，符合近年来 RPG 的发展方向。畅游的《天龙八部》和盛大的《龙之谷》在发行前，均曾经反复推迟，最终得到不错的排名；《指尖江湖》能否复制奇迹，还是未知数。
- 随着猎豹移动不再并表、WPS 分拆上市，金山管理层将把精力集中在西山居和金山云两大业务上，这对公司长期发展有好处。猎豹移动在海外拥有流量平台，是许多国产手游厂商出海买流量的选择；如果今后西山居出海，猎豹的流量可能起到至关重要的作用。我们认为，近年来西山居频繁参加欧美大型游戏展会，就是在为出海做准备。

### 迷惘者：唯品会(VIPS US)

- 成也特卖，败也特卖。唯品会以“一家专门做特卖的网站”崛起，也因为特卖网站的定位特殊、受众有限而遇到瓶颈。特卖网站最大的问题是用户使用频率不足、基数有限。在移动流量红利时代，这并不是严重问题；但是在流量变贵之后，获客成本大幅度提升，唯品会的利润空间受到挤压，而且丧失了更上一层楼的可能性。
- 最近几个季度，唯品会管理层的想法是进一步巩固特卖网站的定位，提高性价比，降低用户流失率。从短期看，这个策略有助于稳住用户基础、降低获客成本；从长期看，却不利于扩大用户适用面、提高客单价和品牌形象。2017 年第一季度，管理层宣称重复购买客户占比为 90%，这显示了唯品会有一定的用户黏性，但是新用户增长乏力。
- 在中国的大约 5 亿网购人群中，唯品会覆盖了 10-12%，看似还有很大空间，但是对特卖服务来说已经见顶。唯品会可以选择跨越到其他垂直电商领域，但是热门垂直领域多半已经有强大的对手：买手电商有蘑菇街，拼团电商有拼多多，社交电商有微店，等等。而且，特卖也很难超越服装等极少数品类。唯品会目前的市场地位，固然很难被对手攻破，却也缺乏攻城略地的出发点。
- 唯品会计划分拆物流和金融业务。我们认为分拆金融业务是合理的，因为唯品会的用户基数和 GMV 有限、客单价上升空间小，金融业务很难实现规模效应。物流将留在上市公司体内，目前处于盈亏平衡状态，要实现高利润率很困难，因为参加特卖的服装品类过于复杂。无论如何，分拆两块业务对利润率的增厚作用是有限的。



**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**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机构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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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 7BD