

# 互联网行业2020年下半年格局展望与投资策略

**2020年5月7日**

**证券分析师：耿琛**  
**电话：0755-82755859**  
**邮箱：gengchen@hcyjs.com**  
**执业编号：S0360517100004**

**联系人：靳相宜**  
**电话：010-66500831**  
**邮箱：jinxiangyi@hcyjs.com**

本报告由华创证券有限责任公司编制

报告仅供华创证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。华创证券对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议。

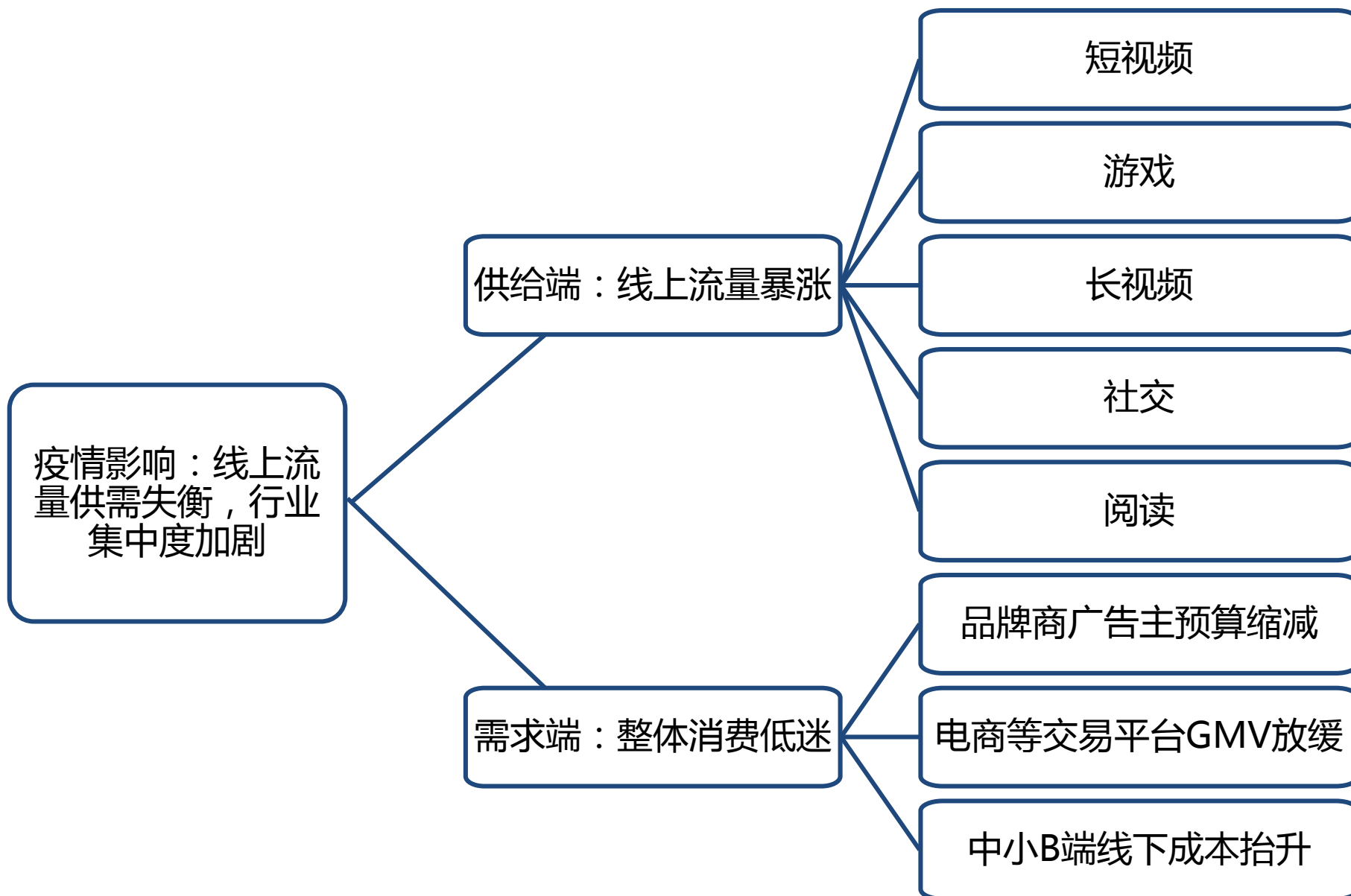
**请仔细阅读PPT后部分的分析师声明及免责声明。**

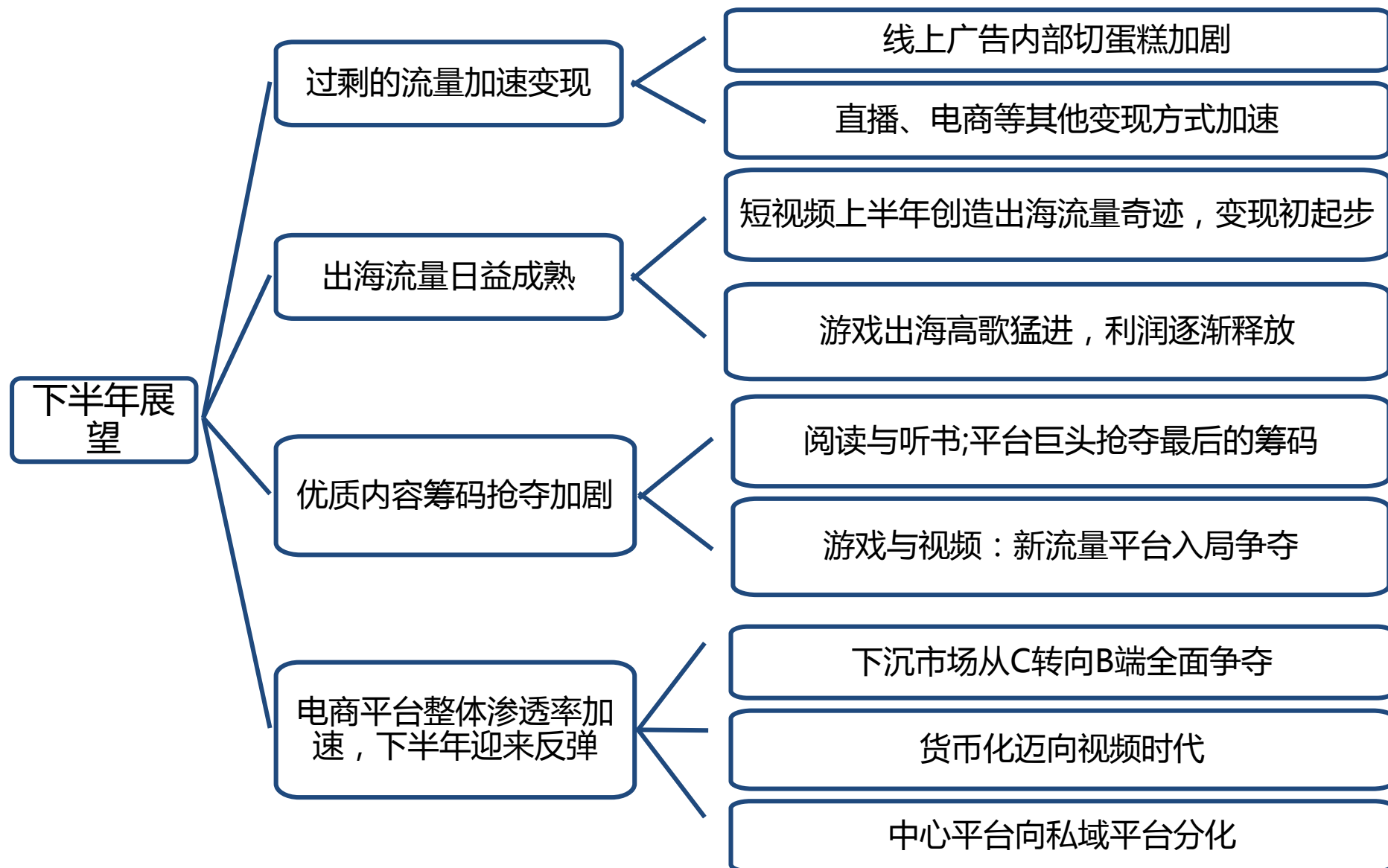
www.hczq.com

# 前言

- 全面恢复之际，让我们回首Q1疫情对国内及海外互联网整体行业格局的影响。这场袭击世界的危机，为线上的世界带来了冲击，但也带来了更大的机遇。在2019年全行业时长和用户红利全面见顶，内部血海厮杀日益严重的背景下，互联网行业在疫情的冲击中，也展现出了巨大的分化。
- **疫情影响之下，线上内容消费的高涨与线下经济的低迷造成了流量的供需失衡。**一边是社交、长短视频、阅读、办公、教育等线上内容迎来爆发性增长，一边是中小企业大量萎缩，旅游、餐饮、购口减少造成广告支出缩减与电商交易的中断。但互联网企业的资产负债维持强劲，净现金充足，能够在预期的广告业务放缓且成本上升之下，抵御疫情相关的不确定性。
- 展望下半年，我们认为疫情始终是一过性的影响，消费终将恢复，但是行业格局的分化已经在悄悄形成。**我们从流量变现、流量新增、内容产业链整合、电商平台分化四个角度**系统梳理了我们观察到的目前互联网行业的改变。
  - ① 过剩的流量加速变现：线上广告内部切蛋糕效应加剧，同时直播电商等效率更高的变现形式将成为重点。
  - ② 出海流量日益成熟：短视频上半年创造出海流量奇迹，变现初起步，手游出海持续高歌猛进，利润逐渐释放
  - ③ 优质内容筹码抢夺加剧：阅读与听书成为平台巨头抢夺最后的筹码，游戏与影视随着新流量平台入局争夺加剧。
  - ④ 电商平台整体渗透率加速，下半年对下沉市场从C转向B端全面争夺，同时中心平台向私域平台分化

# 疫情为互联网行业带来了什么？





## SECTION 1

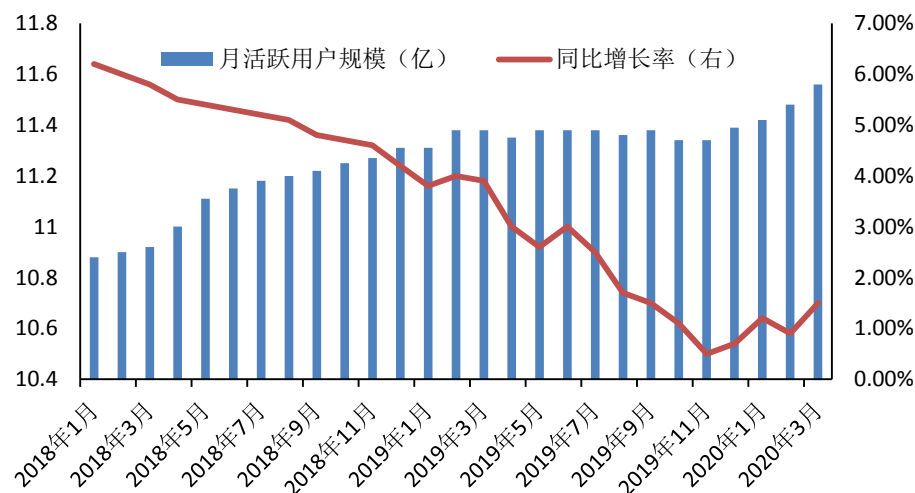
---

# 疫情为互联网行业带来了什么？

# （一）线上流量全面暴涨，疫情带来库存供给的爆发

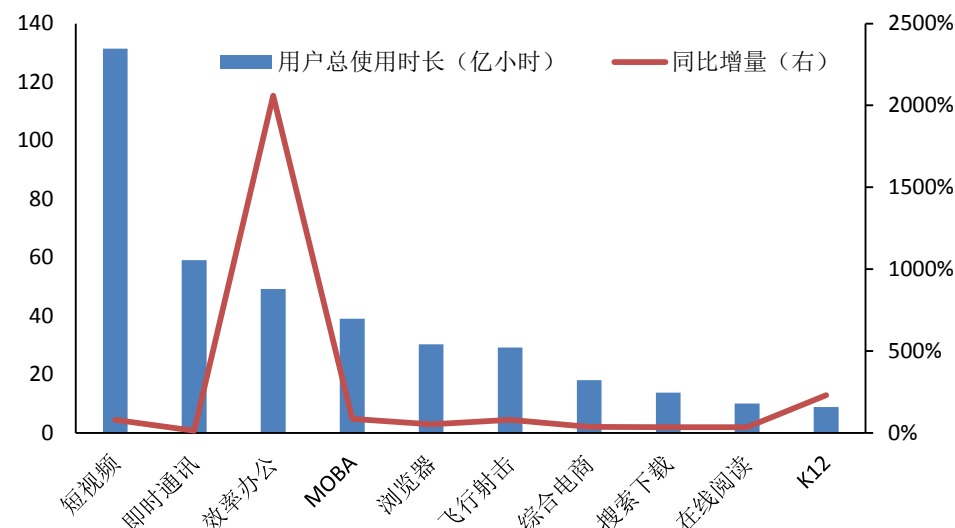
- **疫情催化Q1宅经济，社交、长短视频、阅读、办公、教育等线上内容迎来爆发性增长。**根据questmobile数据显示，2020年Q1移动互联网同比增速反弹至1.5%，月活跃用户规模较2019年年末增长1700万，时长比去年同期大增28.6%。
- **短视频行业增长醒目：**春节营销效应明显，字节、快手、腾讯、百度决战短视频。短视频行业时长2020年3月同比增长80%。
- **远程办公、到家、在线教育成为场景重塑的典型行业。**极大教育了消费者，催化了行业线上渗透率。Q1远程办公用户规模增长排名第一，同比增长242.2%，净增MAU3.1亿。

## Q1线上内容领域MAU增长强劲



资料来源：Questmobile、华创证券

## Q1线上内容领域时长增长强劲

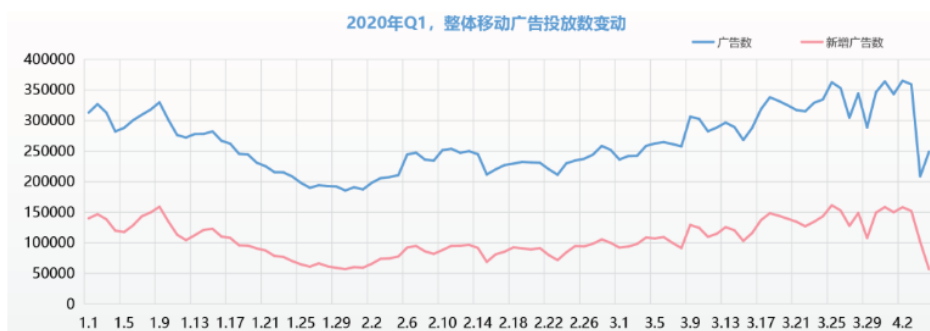


资料来源：Questmobile、华创证券

## (二) 需求端：整体消费低迷

- 广告主支出受疫情打击持续疲软，中小企业关闭、旅游和购□减少抑制了广告支出。
- 全球互联网广告行业普受打击，纽约时报预计第1季度数字广告需求将下降10%，根据公司业绩指引，百度、微博等国内广告巨头Q1收入指引-10%至-20%。根据彭博预测，Facebook和Google等海外广告巨头将在Q2复制国内Q1的情况，经历广告销售下降10%。
- 广告驱动的互联网公司面临较大风险。零售、酒旅、汽□、金融等关键垂直领域广告需求骤降，中小企业广告主大量萎缩

### 2020年Q1线上投放明显降低



资料来源：APP growing、华创证券

### 广告收入为主要来源的互联网公司Q1指引消极

		2019Q1			2019Q2			2019Q3			2019Q4			2020Q1整体业绩指引
		人民币 (亿元)	环比 增长	同比 增长	人民币 (亿元)	环比 增长	同比 增长	人民币 (亿元)	环比 增长	同比 增长	人民币 (亿元)	环比 增长	同比 增长	
国内	阿里巴巴(在线营销服务)	301.1	-39.27%	30.99%	420	39.50%	27.00%	413	-1.67%	25.46%	612.35	48.27%	23.48%	收入与利润增速确定下滑
	百度(核心)	176.6	-16.70%	2.84%	192	-8.70%	9.00%	204.34	6.43%	-9.11%	208	1.79%	-1.87%	同比减少10%-18%
	腾讯(网络广告)	133.8	-21%	25.18%	164	22.40%	16.00%	183.66	11.99%	13.02%	195	6.40%	14.70%	广告预期Q1增速5%-10%
	爱奇艺(广告业务)	21.19	-3.68%	0.40%	22	3.80%	-15.90%	21	-4.55%	-12.50%	18.83	-8.90%	-14.50%	整体收入同比增长2%-8%
	微博	23	-18.00%	13.00%	25.57	8.70%	20.00%	29.02	13.49%	2.91%	4.06	-1.60%	-2.70%	同比减少15%-20%，指引中值 于一致预期5.4%
	哔哩哔哩(广告)	1.12	-30.00%	-30.00%	1.68	49.73%	75.00%	2.5	48.81%	82.48%	2.9	168%	81.00%	2019Q4同比增长81%，2020Q1 营收同比增长57%至60%，环比增 7%至10%
	拼多多(在线营销服务)	39.5	-21.97%	256.47%	64.67	63.72%	172.76%	67.114	3.78%	125.67%	96.867	44.338%	91.00%	2019Q4同比增长91%
	京东(市场和广告服务)	81.4	26.00%	-22.00%	110.8	25.00%	36.00%	99.86	-9.87%	28.52%	210		44.00%	同比增长10%
	字节跳动	180			270			320			340			400-450亿元

资料来源：公司财报、华创证券

## (二) 需求端：整体消费低迷，电商交易平台放缓

- **电商等交易平台GMV放缓，疫情带来的商业中断，叠加物流和快递受阻，对电商平台收入影响较大。**根据国家统计局数据，1-2月国内实物商品网上零售额同比+3%，根据国家邮政局数据，1-3月，我国快递业务量分别为37.8/27.7/59.8亿件，分别同比-16.4%/+0.2%/+23%。
- **到家业务呈现爆发式增长，超市/生鲜电商在疫情期间销售火爆。**ARPU与订单量大幅度提升，长期来看到家业务线上化率提升显著。) 叮咚买菜1月GMV同比提升8-10倍，客单价由60元提升至100元；每日优鲜春节期间单量提升近4倍，客单价从85-90元增长至120-125元；美团闪购业务Q1占外卖单量比例大幅上升至15%，ARPU超过外卖。

### Q1电商平台GMV恢复情况

	正面影响	负面影响	无影响	Q1 指引
阿里巴巴	12%	80%	8%	对零售、物流、本地服务有负面影响
京东		100%		销售增幅10%
拼多多		100%		销售增幅减少，损失较多
唯品会		100%		销售下降15-20%

资料来源：Bloomberg、华创证券

### 国内快递行业迅速恢复

指数指标	2019年11月	2019年12月	2020年1月	2020年2月	2020年3月
快递发展指数	230.2	208.2	172.1	157.3	214.9
发展规模指数	280.7	252.6	169.7	114.4	238.2
服务质量指数	254.9	229	227.3	263.8	269.9
发展能力指数	209.5	193.1	157.5	124	184.5
发展趋势指数	66.7	57.4	57.8	66.3	71.1

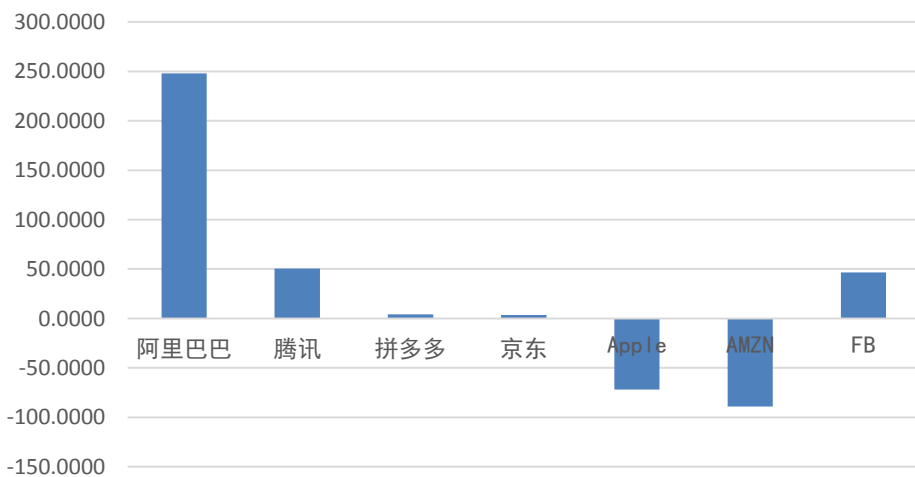
资料来源：国家邮政局、华创证券



- 疫情叠加估值缩水是否影响了公司的资产负债表是判定互联网公司经营能力的核心指标。
- 互联网巨头的资产负债维持强劲，净现金充足，能够在预期的广告业务放缓且成本上升之下，抵御新冠疫情的不确定性。
- 在手现金充裕，且绝对债务余额规模相对较小，支持多数公司净现金维持正值。

## 互联网巨头在手现金情况

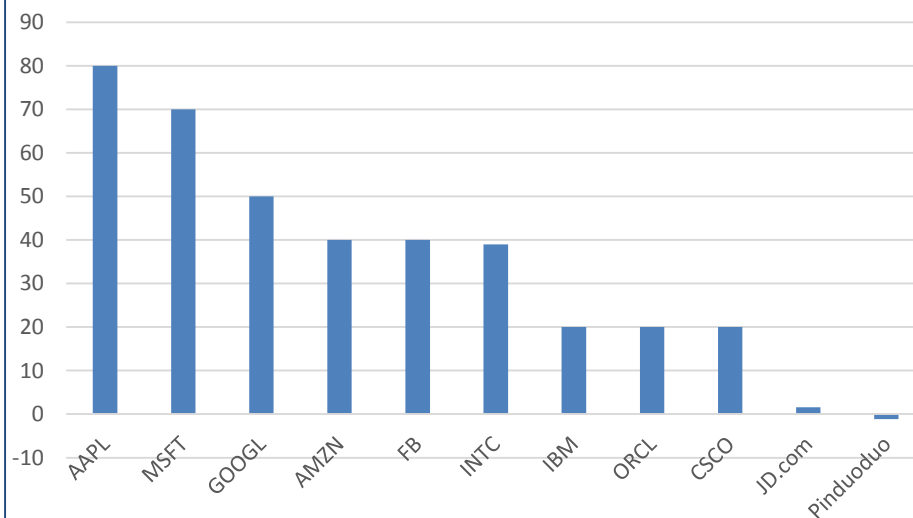
现金净流量（亿美元）



资料来源：公司财报、华创证券

## 互联网巨头EBITDA情况

EBITDA（十亿美元）



资料来源：公司财报、华创证券

## SECTION 2

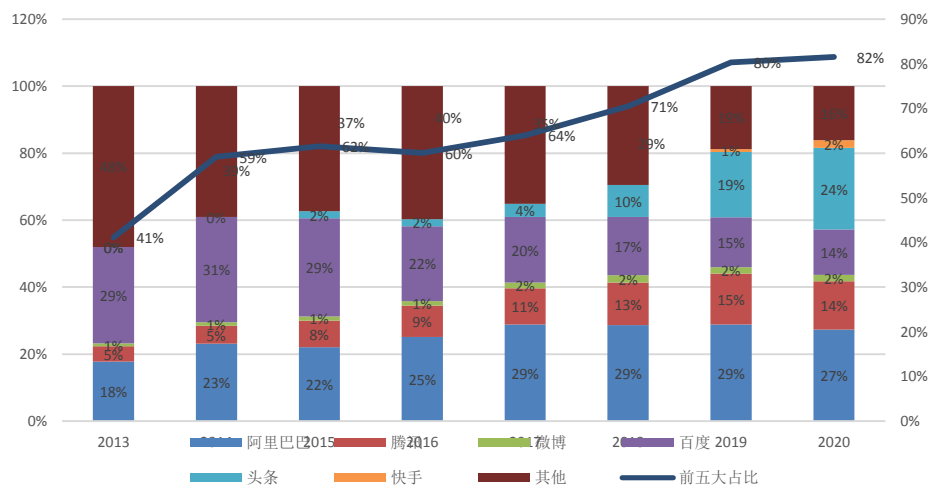
---

# 后疫情时代，我们可以期待什么？

# （一）过剩的流量加速变现：线上广告内部切蛋糕加剧

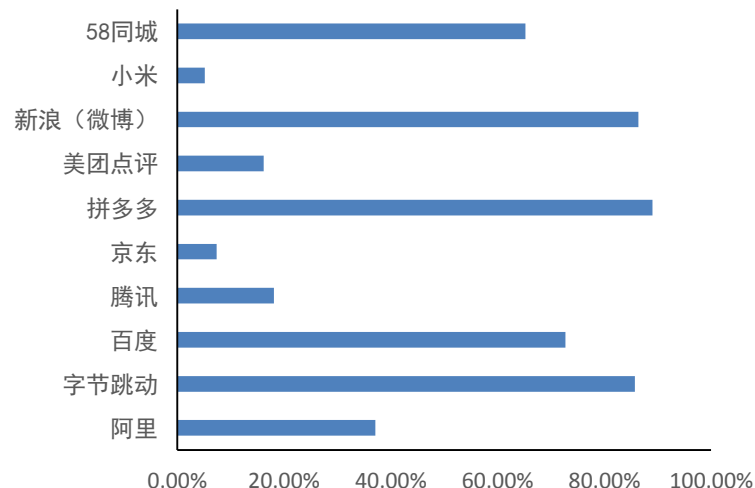
- 在2020年互联网广告全行业增速明显放缓之下，互联网巨头内部的广告切蛋糕效应料将持续加剧。库存过量带来单价持续走低。根据公司财报及Bloomberg预测，2020年国内互联网广告前五大企业将占据超过80%的市场份额。
- 字节、快手、哔哩哔哩等短视频平台流量爆发，将持续强化广告商业化平台搭建。字节跳动推出巨量引擎广告平台，快手加强广告商业化进程，哔哩哔哩在Q1业绩指引中强调以信息流为主的广告变现的推动。

## 2018-2020年各互联网广告巨头市场份额



资料来源：公司财报、Bloomberg、华创证券

## 字节、拼多多、微博、百度广告收入占比较高



资料来源：Questmobile、华创证券

# (一) 过剩的流量加速变现：直播、电商等其他变现方式加速

- 短视频聚集了海量流量，积极探索广告外的其他变现方式。抖音、快手、B站纷纷加码直播。
- 电商平台货币化从图文向视频迁移，电商直播成为提升转化效率的最优工具。淘宝直播成为阿里巴巴最有效的营销模式之一，估计2019年淘宝直播GMV超过2000亿。根据优大人数据显示，20Q1淘宝直播共播放175万场，历史观看人次34亿。拼多多与微信小程序合作，强调以货为核心，注重品类耕耘，开启农产品品类“市长直播”、家电品类“国美合作直播”等模式。京东着力二次元虚拟偶像带货，凭借微信流量入口再创新高。

电商与短视频平台加码布局直播带货

	拼多多	京东	阿里巴巴	微信直播
直播流量 GMV	19年11月27号首次直播试水，当晚超十万人观看	2019年双十一期间，京东直播带货累计成交金额环比618期间提升了25倍，并首次实现了品类的100%覆盖，自营品牌开播突破60%	MAU4亿 2019年GMV2000亿	潜在流量；朋友圈11.5亿用户，公众号以及小程序3亿用户
转化链	KOL-商品-粉丝-购买	KOL-商品-粉丝-购买	内容-商品-购买	微信生态-内容-粉丝-购买
流量特点	打通微信小程序进行导流，通过微信生态分享实现裂变传播	全面开放浮现权。面向所有主播开放公域流量，	淘宝流量为主，主播流量呈现马太效应	微信的使用率高，从侧面拉升了流量，以小程序的方式进行直播提升微信公众号的使用率
扶持政策	直播百亿扶持计划	商家赋能“2+2”计划，针对头部商家给予核心资源及补贴，致力于孵化100个标杆商家，10个亿级商家案例	直播平台首推、首页设置入口、猜你喜欢推送位置	平台提供的支付营销补贴、广告补贴、公域流量等
规划	直播不是独立业务，而是丰富品类和生态的一种手段	打造产业带直播节；投入亿级资源对商家和机构进行扶持	GMV增长为主，有意识培育更多店铺直播	引力播计划，未来一年助力微信平台上10万商家更好地获取用户；扶持1000+商家通过直播电商模式突破1000万年成交额

资料来源：公司财报、36氪、公司官网、华创证券

## (二) 出海流量日益成熟：短视频上半年创造出海流量奇迹，变现初起步

- 抖音海外版tiktok在北美、南美、印度、日韩等海外地区发力明显，2019年年底已覆盖全球150个国家和地区、75个语种，在40多个国家和地区位居应用商店总榜前列。海外疫情加速了tiktok的扩张，2020年Q1，tiktok在全球所有应用下载量位列第一，在App Store和Google Play上的累计安装量超过3.15亿次。总下载量达到20亿次。
- 快手也加快了海外扩张的推进。根据Sensor Tower 最新发布数据，2020年1月快手海外版下载量全球排名第8。

### Tiktok和快手海外版3月位列全球应用收入TOP10

2020年3月全球热门移动应用收入TOP10

SensorTower

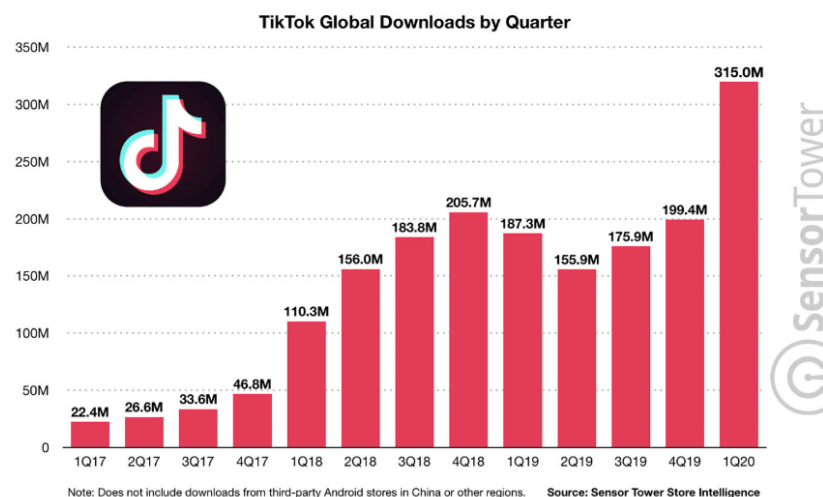
Overall Revenue	App Store Revenue	Google Play Revenue
1  Tinder	1  YouTube	1  Google One
2  YouTube	2  TikTok	2  Tinder
3  TikTok	3  Tinder	3  Pandora
4  Netflix	4  Netflix	4  Disney+
5  Disney+	5  iQIYI	5  BIGO LIVE
6  iQIYI	6  Tencent Video	6  LINE
7  Google One	7  Disney+	7  LINE Manga
8  Tencent Video	8  Youku	8  Twitch
9  Pandora	9  LINE Manga	9  Facebook
10  BIGO LIVE	10  Kuaishou	10  Tango

注：数据不包括中国及其他地区第三方安卓市场

资料来源：Sensor Tower、华创证券

www.sensortower-china.com

### Tiktok2020年Q1累计下载量超过3.15亿次



资料来源：Sensor Tower、华创证券

## (二) 出海流量日益成熟：游戏出海高歌猛进，利润逐渐释放

- 中国国产手游出海加速，手游出口收入占比逐年提升，根据伽马数据，2018年出海收入61亿美元，同比增长49%，2019年中国自主研发网络游戏海外市场实际销售仍保持高增长趋势，预计收入将超过100亿美元，同比增长67%。
- 腾讯、网易出海收入同比增长，IGG、心动集团等公司今年出海表现亮眼。2019年，腾讯《PUBG Mobile》全年预估收入超过7.76亿美元，平均每月收入6470万美元。其全年收入位列海外手游畅销榜第5名。2019年9月，腾讯战术竞技手游《PUBG Mobile》及《和平精英》总收入突破10亿美元，年增长540%。

2020年2月中国手游海外收入TOP 30

手游及发行商		
1	万国觉醒 莉莉丝	▲
2	PUBG MOBILE 腾讯	▼
3	明日方舟 鹰角网络 & 鹰角网络	▲
4	剑与远征 莉莉丝	▲
5	王国纪元 IGG	▲
6	黑道风云 友塔网络	▼
7	荒野行动 网易	▼
8	守望黎明 龙创悦动	▲
9	火枪纪元 FunPlus	▼
10	使命召唤手游 腾讯 & 动视暴雪	▼
11	无尽对决 沐瞳科技	-
12	阿瓦隆之王 FunPlus	▼
13	奇妙庄园 时空幻境	▼
14	放置少女 有爱互娱	▲
15	风之大陆 紫龙游戏 & NEOCRAFT	▼
16	State of Survival FunPlus	▲
17	Cash Frenzy™ Casino 博乐科技	▲
18	Be The King 创想互动	▼
19	一拳超人 掌趣科技	▲
20	苏丹的游戏 梦加网络	▲
21	仙境传说RO 心动网络 & GungHo	▼
22	崩坏3 米哈游	▲
23	列王的纷争 智明星通	▲
24	奇迹之剑 4399	▲
25	明日之后 网易 & 心动网络	▼
26	圣斗士星矢 游族网络	▲
27	弓箭传说 海彼网络	▼
28	Age of Z 壳木软件	★
29	战火与秩序 壳木软件	▲
30	叫我万岁爷 点触科技	▲

资料来源：Sensor Tower、华创证券

国产出海手游2019年出海收入排名

全球移动游戏市场中国企业竞争力20强

排名	企业	排名	企业
1	腾讯游戏	11	紫龙游戏
2	网易游戏	12	莉莉丝
3	三七互娱	13	哔哩哔哩
4	世纪华通	14	中手游
5	完美世界	15	创梦天地
6	米哈游	16	巨人网络
7	IGG	17	游族网络
8	多益网络	18	掌趣科技
9	乐元素	19	玩友时代
10	中文传媒（智明星通）	20	叠纸网络

资料来源：伽马数据、华创证券

### (三) 优质内容筹码抢夺加剧

- 优质内容筹码抢夺加剧：阅读与听书成为平台巨头抢夺最后的筹码
- 游戏与影视随着新流量平台入局争夺加剧、字节与快手加速了对内容领域的布局

互联网巨头在社交、新闻、游戏、影视、阅读各内容领域加速抢夺筹码

	社交	新闻内容		游戏	影视	阅读
腾讯	微信、知乎、snapchat等	财新传媒、每日经济新闻等	腾讯网、腾讯新闻、Zealer、腾讯大豫网等、QQ阅读等	NXC Inc , Sharkmob,	博慕传媒, 龙合田玉, 风鱼动漫、Reddit	全面更换阅文集团管理层
百度	百度搜索、百度贴吧、爱奇艺、百度新闻、百度百家、上海新闻集团、纵横中文网等			蝴蝶互动	机器之心	入股掌阅科技
阿里巴巴	新浪微博、陌陌、snapchat、tango等	第一财经、华数传媒、21世纪传媒等	今日头条、无界新闻、虎嗅、36KR、UC浏览器/头条等	Area28 Technologies	比特星光, 亨东影业、新力量影视	趣头条
字节跳动	Summer校园, 新草App, biu校园	虎扑体育		收购上海墨鵒 参股上禾	购买《囡妈》版权 战略投资泰洋川禾	互动百科、番茄小说



## (四) 电商平台整体渗透率加速，下半年料迎来反弹

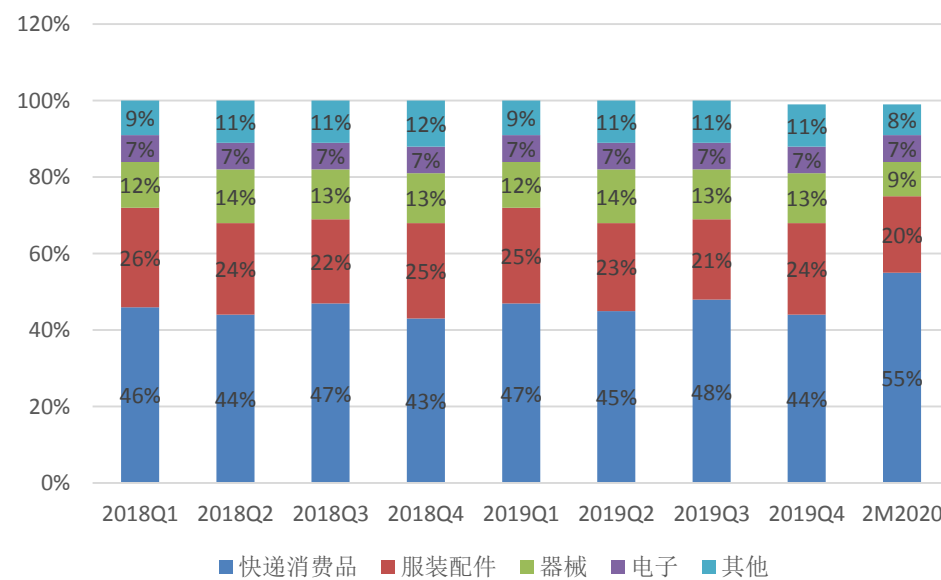
- **疫情加速电商整体渗透率提升。**根据CNNIC发布第45次《中国互联网络发展状况统计报告》截至2020年3月，我国网络购物用户规模达7.10亿，2019年交易规模达10.63万亿元，同比增长16.5%。2020年1-2月份，全国实物商品网上零售额同比增长3.0%，实现逆势增长，占社会消费品零售总额的比重为21.5%，比上年同期提高5个百分点。
- **预计未来2年实物电商GMV交易额保持20%复合增速，社零线上化率提升至30%。**其中阿里巴巴、京东、拼多多、唯品会、苏宁 CR5 市占约85%。

社零渗透率及电商行业格局

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	CAGR
社零总额 (亿元)	332315	366,262	402,888	439,148	469,888	507,479	
同比	10.4%	10.2%	9.0%	8.5%	7.0%	8.0%	8.50%
全社会线上零售额 (亿元)	51556	71751	89148	107802	130009	154710	
同比		39%	24%	22%	21%	19%	20%
占比	16%	20%	22%	25%	28%	30%	
阿里巴巴国内零售GMV	30922	37674	48200	57272	66436	76401	
份额	60%	53%	54%	53%	51%	49%	15%
同比		21.8%	27.9%	18.8%	16.0%	15.0%	
京东GMV	9391	12944	16768	20854	23982	26860	
市占率		18%	19%	19%	18%	17%	13%
同比		37.8%	29.5%	24.4%	15.0%	12.0%	
拼多多GMV		1412	4716	10066	16490	23200	
份额		2%	5%	9%	13%	15%	52%
同比			234.0%	113.4%	63.8%	40.7%	
唯品会GMV		883	1100	1343	1558	1745	
份额		1%	1%	1%	1%	1%	14%
同比			24.6%	22.1%	16.0%	12.0%	
苏宁线上实物GMV (亿元)		805	1267	1496	1840	2100	
市占率		1%	1%	1%	1%	1%	18%
苏宁线上同比			57.4%	18.1%	23.0%	14.1%	
CR5		75%	81%	84%	85%	84%	

资料来源：相关公司财报、国家统计局、华创证券

2020年Q1中国零售消费品中快消品占比提升明显



资料来源：国家统计局、华创证券



## 4.1 电商行业2019年业绩汇总：下沉市场点亮高光时刻。

- 电商行业2019年活跃买家、MAU均表现亮眼，主要来自于下沉市场战略的初见成效。在19年对电商行业的研究中，我们预判随着一二线市场渗透率见顶，以及拼多多趣头条和微信支付对下沉市场的入门教育，今年电商下沉市场的争夺将愈发激烈。目前财报答卷来看，巨头的策略确实印证了我们的判断，阿里巴巴、京东、拼多多的主要增长点皆来自于下沉市场，季度新增活跃买家皆为70%左右来自于欠发达地区。低线城市的“后来者”成为互联网最后的新增红利。

三大电商MAU与活跃买家（百万）

时间	拼多多				活跃买家/MAU	阿里巴巴				活跃买家/MAU	京东	
	年度活跃消费者	环比	APP MAU	环比		年度活跃消费者	环比	APP MAU	环比		年度活跃消费者	环比
2019Q2	483	9.0%	366	26.2%	132.0%	674	3.1%	755	4.7%	89.3%	321	3.4%
2019Q1	443	5.9%	290	6.2%	152.8%	654	2.8%	721	3.1%	90.7%	311	1.7%
2018Q4	419	8.6%	273	17.7%	153.5%	636	5.8%	699	5.0%	91.0%	305	0.0%
2018Q3	386	12.2%	232	19.0%	166.4%	601	4.3%	666	5.0%	90.2%	305	-2.7%
2018Q2	344	16.5%	195	17.5%	176.4%	576	4.3%	634	2.8%	90.9%	314	4.0%
2018Q1	295	20.5%	166	17.7%	177.7%	552	7.2%	617	6.4%	89.5%	302	3.2%
2017Q4	245	55.2%	141	98.6%	173.8%	515	5.5%	580	5.6%	88.8%	293	9.8%
2017Q3	158	58.2%	71	115.2%	222.5%	488	4.7%	549	3.8%	88.9%	266	3.1%
2017Q2	100	47.3%	33	120.0%	303.0%	466	2.6%	529	4.3%	88.1%	258	9.2%
2017Q1	68		15		453.3%	454	2.5%	507		89.5%	237	

三大电商收入及增速（亿元）

亿元	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
阿里巴巴												
（中国零售）	258	367	396	601	402	540	544	812	474	756	758	1105
同比	41%	57%	64%	47%	56%	47%	37%	35%	18%	40%	39%	36%
拼多多	0	1	4	12	14	27	34	57	45	73	75	
同比					3640%	2489%	697%	379%	228%	169%	123%	
京东	752	932	837	1102	1001	1223	1048	1348	1211	1503	1348	1707
同比	40%	44%	39%	39%	33%	31%	25%	22%	21%	23%	29%	27%

## 4.2 电商下沉市场从C转向B端全面争夺

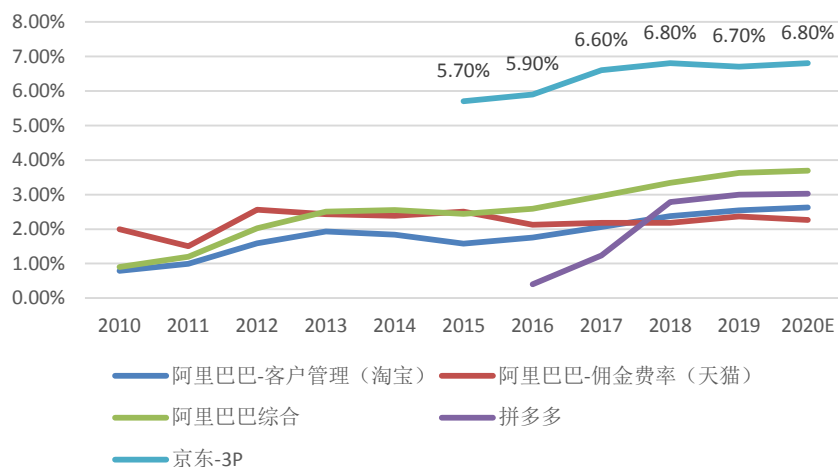
- 2020年电商行业增长的主要驱动力依旧来自于下沉市场。C端用户争夺将在今年见顶。我们预测，短期来看，支付宝与微信支付用户与目前网购用户之间的差值，大约2亿到3亿，对这部分用户的争夺在今年下半年将达到顶峰。
- 2020年下半年电商的争夺将从C端转向B端、供应链和物流争夺。拼多多专注于产业集群的建设，以及农村B端合作；阿里巴巴推出淘宝特价版、超级工厂、双百目标三项构筑产业带布局，同时入股“四通一达”，完成物流基础投资。京东进一步强化自建物流，疫情期间良好的履约能力进一步产生经营杠杆。

商户数		物流	渠道合作	产业带布局
阿里巴巴		菜鸟物流+入股四通一达：中通（持股10%）、申通（持股14.65%），圆通（持股11.6%）、百世（持股27%）、韵达（持股2%）	2013年阿里和海尔达成战略合作 2015年8月入股苏宁易购，苏宁第二大股东 2020年战略投资爱施德	淘宝特价版APP+“超级工厂计划”+“双百目标”，一起构成淘宝“C2M战略三大支柱”，其战略目标——“帮助1000个产业带工厂升级为产值过亿的‘超级工厂’，为产业带企业创造100亿新订单，在全国范围内重点打造10个产值过百亿的数字化产业带集群”
京东		截止2019年京东物流在全国运营超过700个仓库，运营管理的仓储总面积约1690万平方米。	2019年7月战略投资迪信通	采取C2M模式推出产业带厂直优品计划，未来要聚焦中国1000个产业带和源产地的100万家优质工厂型及农场型商家，赋能10万个工厂型商家具备C2M能力
拼多多	360万	采用轻资产、开放的模式。但与国美合作将导入安迅物流的中大件物流、仓储及交付服务。	2020年3月购买可转债的形式与国美进行战略合作	专注于产业集群的建设，与出口贸易集中地方政府合作，以出口转内需将产业集群集中吸引至平台，品类方面，农产品上行仍然是重中之重，采取了流量和快递补贴（每单3-5元），2020年第一季度，农村网店在拼多多上卖出的农产品订单数超过10亿笔，同比增长达184%；

## 4.3 电商平台货币化从图文向视频迈进

- **2020年电商行业GMV驱动速度减弱，追求更高效转化是大趋势。**随着下沉市场占比的不断提升，ARPU值驱动因素不断减弱带来整体GMV量价切换。未来电商平台将追求更高效、经营利润率更高的货币化率手段。
- **在直播及5G浪潮下，电商平台流量货币化从图文向更高效的视频迈进。**阿里巴巴佣金率相对稳定，主要依靠淘宝货币化率提升的驱动，根本上来自于淘宝的内容生态的建设。拼多多百亿补贴入口加入短视频和直播内容，京东联合抖音、值得买等平台，获取外部短视频流量。

阿里巴巴、京东3P、拼多多货币化率



资料来源：公司公告、华创证券

阿里巴巴淘宝货币化率及阿里妈妈主要营销产品

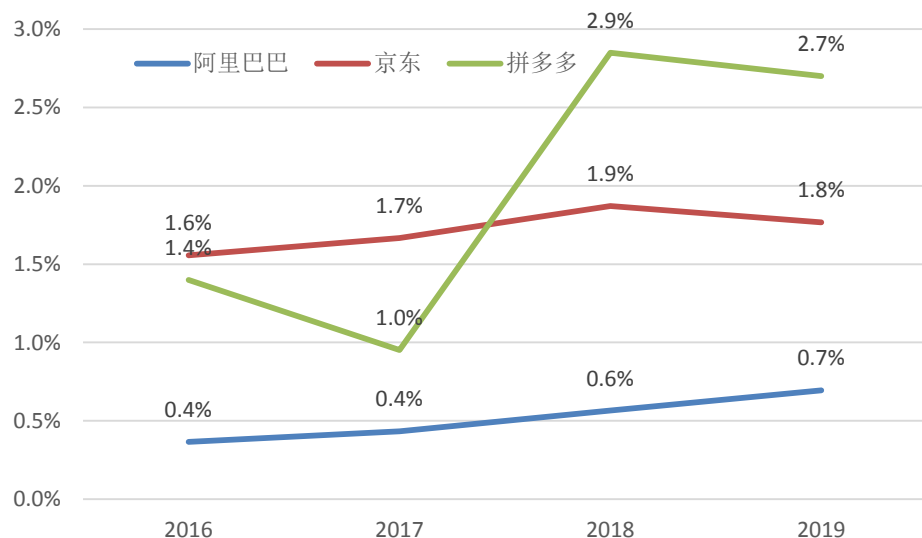


资料来源：公司公告、华创证券

## 4.4 电商行业格局相对稳定，已经度过了极端销售费用换份额的阶段

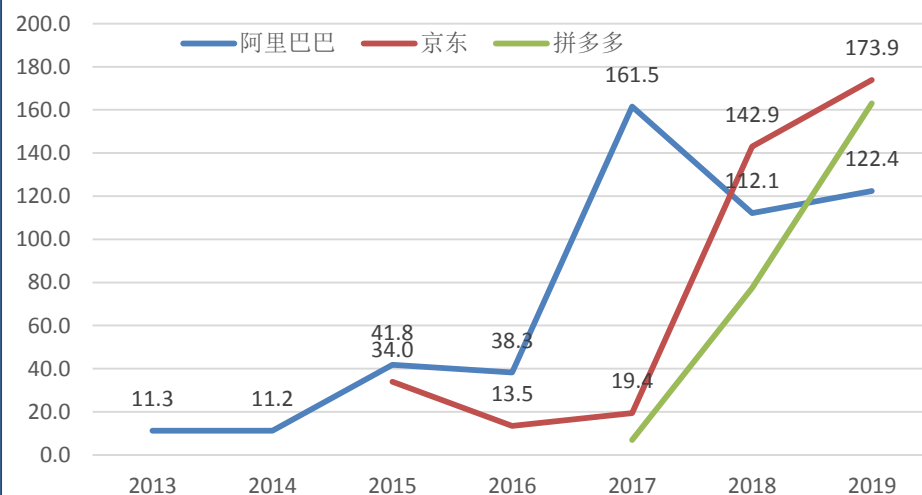
- 阿里巴巴、京东销售费用占GMV比例逐渐趋稳，拼多多销售费用占GMV比率呈现下降趋势，表明电商行业格局相对稳定，已经度过了极端销售费用换份额的阶段。阿里巴巴销售费用占GMV比率2018年0.6%，2019年0.7%，销售费用率2019年为10.3%，京东销售费用占GMV比率2019年1.8%，销售费用率2019年3.3%。
- 三家获客成本逐渐趋近，行业平均新活跃用户获取成本在120元到170元之间。

阿里巴巴、京东3P、拼多多营销与销售费用/GMV



资料来源：公司公告、华创证券

阿里巴巴、京东、拼多多获客成本（元）

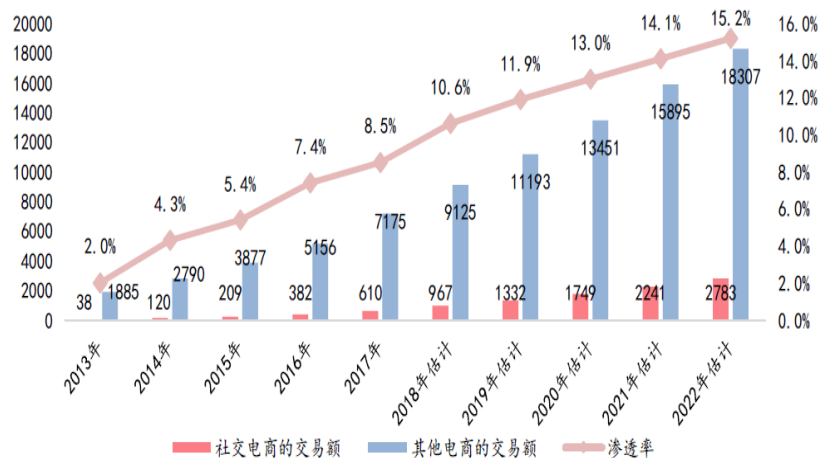


资料来源：公司公告、华创证券

## 4.4 电商中心平台向私域平台分化

- 随着电商中心平台流量成本高企，电商加速分化。微信、快手等对社交流量日益开放，流量从中心化大平台化，向私域化扩展，中小商户开始着力于私域流量的沉淀。微信小程序的交易规模19年年度交易规模已经超过8000亿人民币，同比增长160%。[快手头部主播辛巴2019直播带货GMV达133亿](#)
- 中国社交电商交易额迅速发展。根据弗若斯特沙利文报告，中国社交电商的交易额由2013年的人民币377亿元增至2017年的人民币6,099亿元，复合年增长率为100.6%，并预计以35.5%的复合年增长率进一步增长至2022年的人民币27,826亿元。
- 从品牌方来说，疫情对线下销售的打击，使得更多品牌商加强了线上化运营的资源投入，我们认为本次疫情倒逼线下品牌寻找相对低成本的推广渠道。从目前数据来看，春节期间，各小程序商城订单相比去年同期增幅平均超过150%。快手公布的最新数据显示，2月到3月期间，快手平台催生了50万新增活跃商家号，共计13万企业认证商家以零门槛获得直播权限，认证商家直播时长提升了130%。

中国社交电商发展规模及渗透率（十亿元）



资料来源：微盟集团招股说明书、华创证券

快手第三方小程序月活用户规模（万）



资料来源：Questmobile、华创证券

## SECTION 3

---

# 重点公司

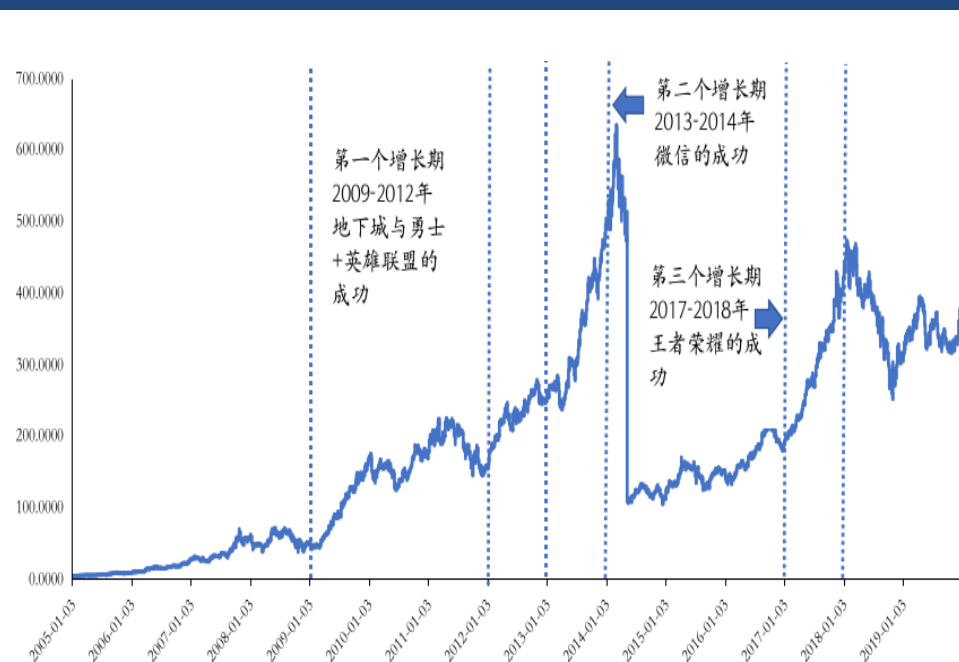


公司	收盘价	市值 (亿)	EPS			核心公司简介
			19	20E	21E	
腾讯控股	417HKD	39,837	9.64	12.02	14.17	移动互联网王者，社交、游戏、视频、支付、办公绝对龙头。手游业务增长稳健，海外收入增速提升。金融科技爆发在即，微信小程序商业化可期，看好办公、云计算等B端“新基建”。长期看好其行业地位及竞争力。
阿里巴巴*	202.67USD	5,437	7.1	8.0	-	绝对龙头地位电商，市占超过60%，目前现金流充裕，公司综合竞争优势明显，新零售、云计算、支付、文娱等各个领域强势布局，阿里生态具备极高的竞争壁垒。
美团点评	103.8HKD	6,041	0.43	-0.41	2.02	本地生活服务龙头，疫情有利于美团外卖行业龙头的巩固，同时买菜、快驴、无人配送等新业务发展提速。港股核心优质资产地位，坚定长期看好本地生活赛道以及美团的核心地位。
微盟集团*	5.9HKD	132	-0.1	0.1	0.1	微信小程序直接受益，同时字节跳动、快手等流量接入。互联网流量巨头下的第一受益股。SAAS业务盈利持续改善，迎来收获期。
心动公司	19.72HKD	84	0.7	0.8	1.8	国内最大的游戏社区平台。优质分发渠道且在快速成长期。手游研发能力较强，海外布局良好，受益于手游出海的高速增长
哔哩哔哩*	27.39USD	90	-3.4	-3.9	-1.3	独特的年轻用户属性与平台氛围，用户粘性极强，付费意愿较高。ARPU的提升具备较大潜力，关注管理层对货币化率提升的策略，以及直播、广告的变现进程
爱奇艺	16.97USD	125	-2.0	-0.37	0.26	点映模式拉动ARPU持续向好，对广告依赖减小。长期来看，上游从采购到自制，议价能力增强带来成本的下降。
拼多多	47.44USD	551	-1.72	-0.82	-0.90	电商仍处于攻城略地阶段，从GMV和活跃用户的绝对体量来看，已经验证了自己TOP3电商的地位。仍将长期处于GMV积累阶段。
京东*	43.1USD	630	1.3	4.2	4.4	疫情考验下，凭借沉稳的供应链与物流为消费者提供稳定的服务与用户体验，1P业务提供了足够厚的安全垫，物流逐渐发挥经营杠杆。
字节跳动						短视频行业巨头，海外业务攻城略地，有望成为互联网第三极
快手						短视频直播巨头，DAU仅次于抖音，直播电商多点开花，独特社交链路与平台氛围有望重构“人-货-场”场景

资料来源：公司公告，（\*阿里巴巴、微盟集团、京东、哔哩哔哩使用彭博一致性预期）、华创证券，股价为20年4月30日收盘价

- **腾讯作为移动互联网王者**，社交、游戏、视频、支付、办公绝对龙头。手游业务增长稳健，海外收入增速提升。金融科技爆发在即，微信小程序商业化可期，看好办公、云计算等B端“新基建”。长期看好其行业地位及竞争力。
- **在业务增长引擎上，游戏仍为主要引擎，广告承压，金融业务为最大亮点。**手游增长未来主要自ARPPU与付费率的提升，同时海外手游增速亮眼，Supercell并表使得2019年Q4，海外手游收入占比提升至23%，2020年Q1《PUBG Mobile》、《Call of duty mobile》持续亮眼表现，预计2020年海外手游仍旧保持100%以上增长。**广告方面：**社交广告超越行业增长，随着2020年信息流广告的持续扩展，腾讯社交广告料将保持稳定增长。**支付业务**的驱动力来自于GMV以及费率的提升，随着费率的提升，支付业务对腾讯整体毛利贡献占比料将不断提升。**微视+视频号有望再造基本社交的粘性池，进一步提升微信的社交底层粘性。**
- **风险提示：**游戏版号审核等政策风险、广告业务下行风险，字节系时长侵蚀风险，经济周期波动风险

## 腾讯股价历史复盘



资料来源：wind、华创证券

## 腾讯金融科技收入与支付业务收入

	2019A	2020E	2021E
主营收入(百万)	377,289	458,177	541,974
同比增速(%)	20.66%	18.6%	18.3%
经调整净利 (Non Gaap) (百万)	97,589	114,457	134,914
每股盈利(元)	9.64	12.02	14.17
PE	37	27	23

资料来源：公司财报、华创证券预测，注：股价为20年4月30日收盘价



- **阿里巴巴作为电商行业龙头，GMV市占超过60%。**目前现金流充裕，在手现金3519亿元。同时19年Q4自由现金流大幅增长。伴随着电商行业的复苏，当将首先迎来较强反弹。新零售、云计算、支付、文娱等各个领域强势布局，阿里生态具备极高的竞争壁垒。
- **阿里巴巴的现在：**中国零售行业具备极强的规模效应，并且再次享受下沉市场电商红利。全球第三大互联网广告平台：以广告交易平台视角审视阿里，将其经营策略拆解为广告主、转化率和广告位三个维度的强化和拓展，是理解阿里众多业务布局的内在逻辑
- **阿里巴巴的未来：**从金融到物流再到云计算，阿里全方位重构商业基础设施，阿里巴巴中台战略是底层护城河
- **风险提示：**疫情反复风险，宏观经济承压、电商行业竞争加剧、电商法趋严风险。

## 阿里巴巴核心财务指标

财年 Mil RMB	18FY1	18FY2	18FY3	18FY4	19FY1	19FY2	19FY3	19FY4	20FY1	20FY2	20FY3
自然年	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
Adjusted EBITDA margin%	50%	45%	44%	31%	36%	31%	35%	27%	34%	31%	35%
Adjusted EBITA	23518	23018	33662	16805	26502	23155	36567	20757	34556	32091	50662
Adjusted EBITA margin%	47%	42%	41%	27%	33%	27%	31%	22%	30%	27%	31%
Net income	14031	17408	23332	6641	7650	18241	30964	23379	19122	70748	50132
净利率	28%	32%	28%	11%	9%	21%	26%	25%	17%	59%	31%
Net income attributable to ordinary sharehold	14683	17668	24073	7561	8720	20033	33052	25830	21252	72540.00	52309.00
Non-GAAP net income	20019	22089	27007	14099	20101	23453	29797	20056	30949	32750	46493
Diluted earnings per share/ADS(EPS)	5.65	6.78	9.21	2.89	3.32	7.62	12.64	9.84	8.07	3.44	2.44
Non-GAAP diluted EPS	7.95	8.57	10.61	5.73	8.04	9.6	12.19	13.19	14.19	1.64	2.27

资料来源：公司公告，华创证券

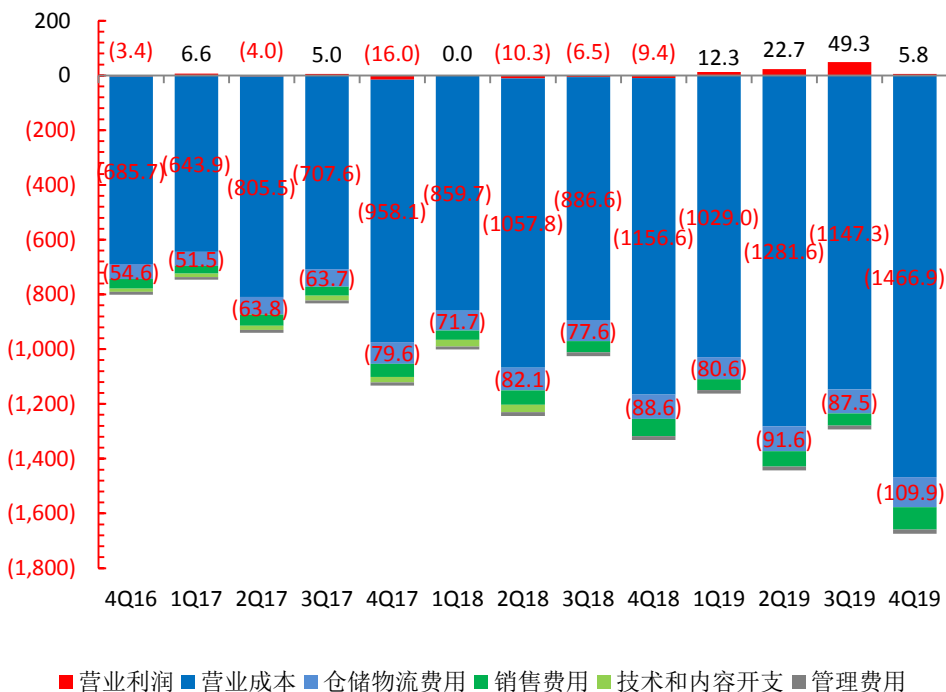
- **疫情压力下稳步复苏，短期波动不改长期价值。**2019年全年迎来首个年度盈利。营收与净利润双超预期，环比持续扩大盈利规模。疫情将对20年Q1收入与盈利产生较大压力，我们预计20Q1将出现收入侧负增长与盈利的亏损。但随着国内疫情有效控制及三月复工，外卖、酒旅、到餐、到综等业务均不同程度迎来有序恢复。受需求侧爆发和外卖商家覆盖率提升，二季度有望实现外卖业务全面恢复，营收进入正向增长，到店酒旅业务有望在下半年迎来全面恢复。
- **用户、商户、运力保持充分竞争优势，无惧阿里巴巴本地生活变阵。**我们认为国内迎来稳步复苏，如疫情不发生大规模反复，短期波动不改长期价值，19年持续盈利显示经营能力的持续向好。我们预计20-22年经调整净利润10亿/165亿/236亿（前值20-21年分别为128亿/212亿）。我们参考分部估值方法，2021年餐饮外卖PE估值（30X），对应2021年3669亿，到店酒旅业务PE估值（30X），对应2021年3137亿，新业务PS估值（1X），对应2021年402亿，折现到2020年，对应7330亿港币给予目标价126港元。
- **风险提示：**疫情反复风险，宏观经济承压、本地生活行业竞争加剧、中小企业大规模萎缩。

主要财务指标及盈利预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	97,529	113,542	171,066	194,875
同比增速(%)	49.50%	16.42%	50.66%	13.92%
经调整净利 (Non Gaap) (百万)	4,899	1,018	16,550	23,611
经调整 EBITDA	7,753	1,377	22,086	31,267
每股盈利(元)	0.43	-0.41	2.02	3.03

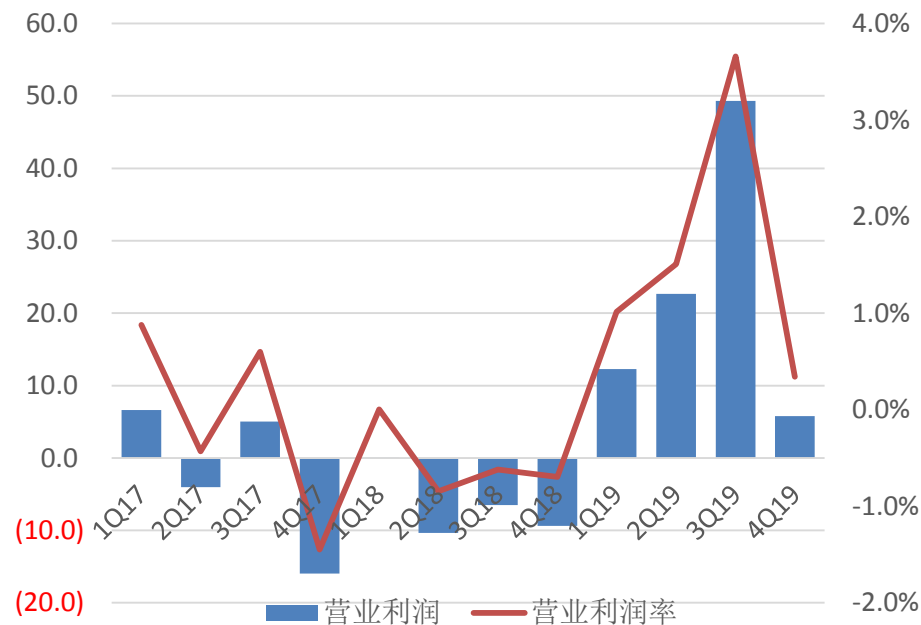
- 疫情考验下，凭借沉稳的供应链与物流为消费者提供稳定的服务与用户体验，1P业务提供了足够厚的安全垫，物流逐渐发挥经营杠杆。营业利润持续改善源于各项成本的摊薄，履约费用下降，物流更好的产生了杠杆
- 1P业务的强劲增长，整体品类向毛利率更高的1P 业务扩展，市场与广告业务的快速增长，第三方物流毛利率的快速提升。
- 风险提示：疫情反复风险，宏观经济承压、电商行业竞争加剧、平台面临假货风险、电商法趋严风险。

京东营业利润和费用构成（亿元）



资料来源：公司财报、华创证券

京东营业利润及营业利润率（亿元）



资料来源：公司财报、华创证券

- **会员规模与收入强劲增长，会员收入连续六个季度超过广告收入，占收比接近50%，Q4推出的超前点映模式效果良好，有效拉动会员ARPU持续提升。**截止2019年Q4，爱奇艺会员收入已经连续七个季度超过广告收入，成为爱奇艺目前第一大收入来源（广告2019Q4占收比25%。付费会员ARPU值达到12.4元（VS 19Q3，11.8元），环比上升。
- **疫情拉动下，整体线上视频规模与播放量春节期间增速迅猛，看好2020年全年有望实现较高增长。**根据QM数据显示，春节期间爱奇艺用户DAU与时长双增长，用户DAU净增3000万，远超其他竞争对手，芒果TV、优酷视频分别为1500万和1200万，腾讯视频970万。时长净增方面，爱奇艺春节一周内时长净增2.7亿小时，长视频中排名第一。
- **上下游议价能力转移，成本有望持续下降，长视频成本侧竞争格局持续向好。**2019年第四季度爱奇艺内容成本57亿元，同比下降12.3%，占收入比重相比第三季度83.8%下降至76.0%，未来占比有望持续下降。
- **考虑到会员规模及收入仍望维持强劲增长，同时内容成本持续迎来改善拐点，我们给予公司2020-2021年营业收入预测406.4亿元/480亿元，采用P/S估值法，对应P/S：2.8/2.4，维持目标价26美元。**
- **风险提示：**内容成本上升风险、影视内容政策管控风险、广告业务宏观下行、用户增长不及预期等。

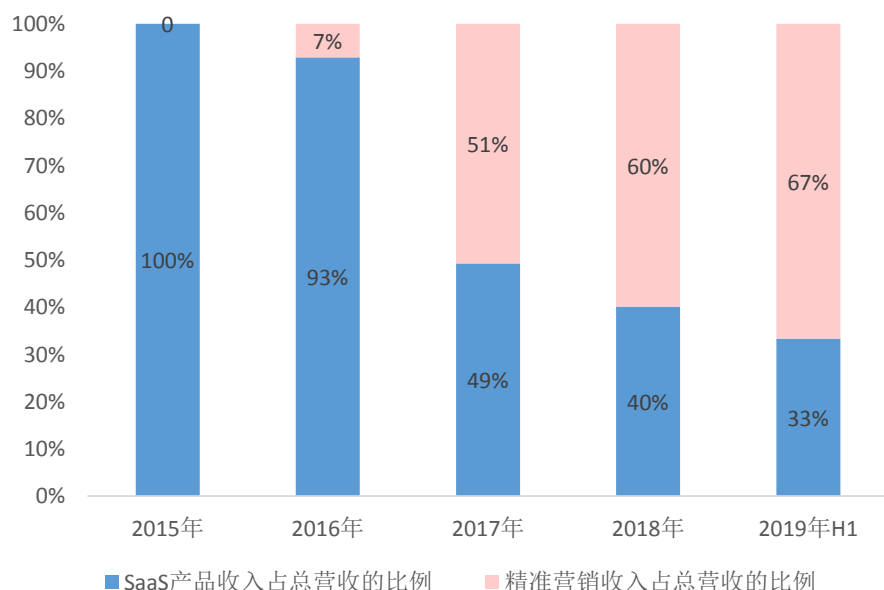
## 主要财务指标及盈利预测

	2018A	2019 A	2020E	2021E
主营收入(百万)	24,989	28,994	40,649	48,002
同比增速(%)	44%	16%	40%	18%
归属普通股股东净利润(百万)	-9,409	-10,275	-1,906	987
每股盈利(元)	-1.85	-2.02	-0.37	0.26
市销率(倍)	3.8	3.9	2.8	2.4

资料来源：公司公告，华创证券预测 注：股价为20年4月30日收盘价

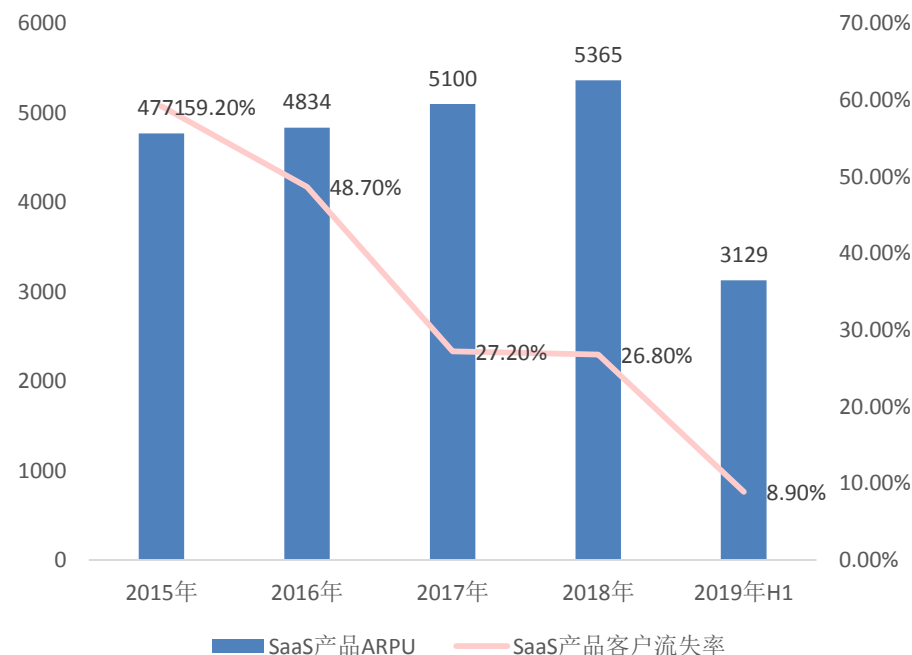
- 微盟作为微信小程序第一服务商，SAAS与精准营销双轮驱动。以智慧零售、餐饮等SAAS产品为战略核心，SAAS业务盈利持续改善，迎来收获期。精准营销与SaaS产品配合，优化服务效果。主要投放对象是腾讯平台、知乎、百度，也在加深与今日头条的合作。
- 随着电商中心平台流量成本高企，电商加速分化。微信、快手等对社交流量日益开放，流量从中心化大平台化，向私域化扩展，中小商户开始着力于私域流量的沉淀。微信小程序的交易规模19年年度交易规模已经超过8000亿人民币，同比增长160%。微盟作为企业第三方服务商，私域流量与线下向线下的大规模转型推动SaaS业务效率提升。
- 风险提示：精准营销业务对微信依赖性较强；市场竞争加剧风险、大客户流失风险。

SaaS产品收入占总营收比例、精准营销收入占总营收比例



资料来源：公司财报、华创证券

SaaS产品ARPU及客户流失率SaaS产品ARPU及客户流失率



资料来源：公司财报、华创证券



- **短期来看，复购是GMV的核心驱动，反映了对用户消费场景的满足。**拼多多GMV的增长的核心驱动力来自于：新增用户与复购。我们认为拼多多与淘宝、竞争争夺的不是用户，而是同一批用户的不同场景。因此，客单价从来不是GMV的增长核心动力，而是用户的复购。激进的补贴政策与GMV的高速增长之间的关系是理解拼多多业务的核心。
- **长期来看，我们认为支撑拼多多长期发展逻辑的主要是C2M模式和消费行为本身的分化。**现有的C2M模式，与品牌和非品牌厂商进行合作，不断升级供应链，并做好精准识别和推荐，是拼多多在供给端的终极发展形态。
- **目前长期处于GMV积累的过程，盈利拐点暂时还未可见。**预计拼多多GMV2019-2020年三年CAGR为66%。主要驱动因素为活跃买家的新增与复购率的提升。从营收来看，拼多多目前仍然在高速的增长阶段，尤其作为去中心化的流量分发平台，佣金收入短期不会提升，因此，整体货币化率提升空间不大，则营收增速与GMV增速直接相关。以货币化率2.8%左右计算，预计2019-2021年三年营收CAGR 70%。
- **风险提示：**疫情反复风险，宏观经济承压、电商行业竞争加剧、平台面临假货风险、电商法趋严风险。

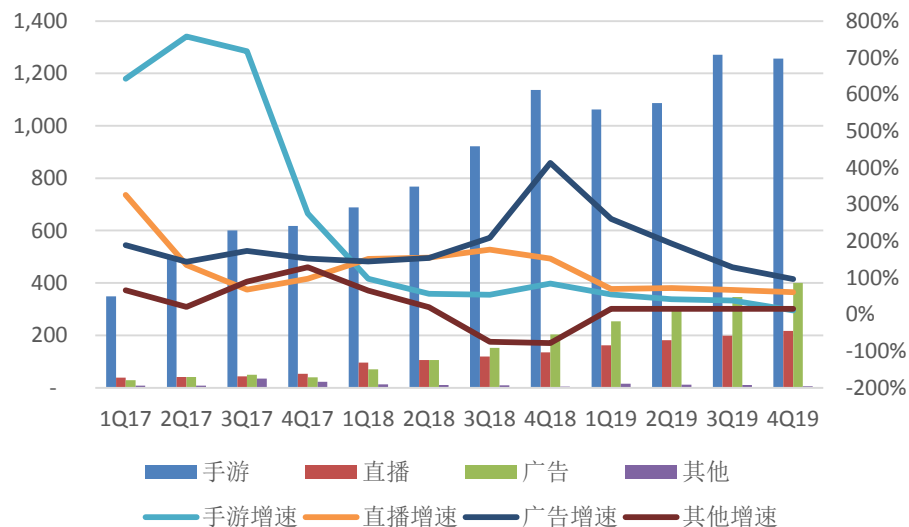
主要财务指标及盈利预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	13,120	32,871	62,519	95,489
同比增速(%)	652%	151%	90%	53%
归母净利润(百万)	-10,308	-8,017	-3,168	-4,169
每股盈利(元)	-2.22	-1.72	-0.82	-0.90
市净率(倍)	27.0	10.8	5.7	3.7

资料来源：公司公告，华创证券预测 注：股价为20年4月30日收盘价

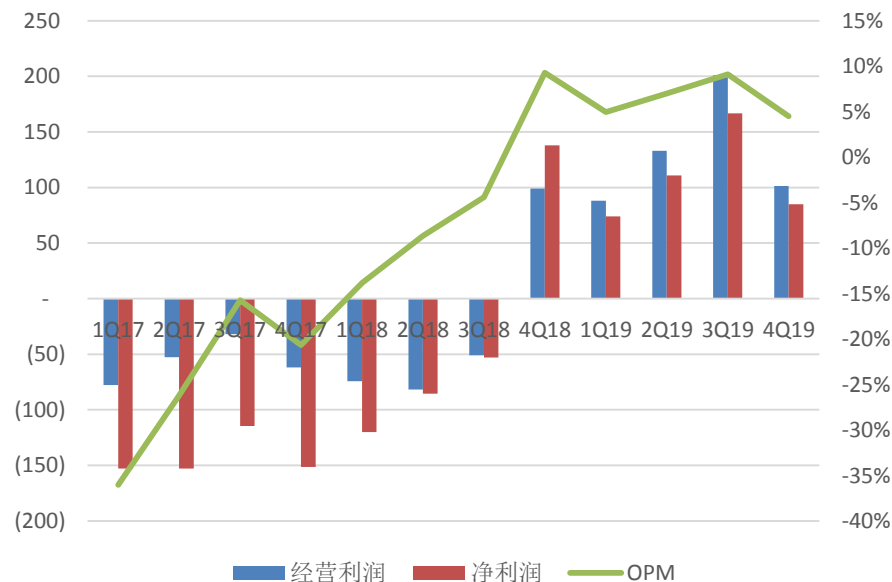
- **独特的年轻用户属性、深耕内容，强社交关系链+优质持续的内容，构成了优质社区氛围**，用户粘性极强，付费意愿较高。ARPU的提升具备较大潜力，当前对应P/MAU 50美元，对比youtube平台，还有空间，主要关注管理层对货币化率提升的策略，以及直播、广告的变现进程
- **社区生态繁荣，DAU、直播量、会员数三个指标增速领先**，截止2019年Q4，MAU为1.3亿，同比增长40%，环比增长2%；DAU为3790万，YoY+41%，QoQ+0.8%；用户日均在线时长为77分钟，环比减少6分钟；付费用户为8800万，环比增长11.4%，付费率环比提升0.6pct至6.8%；通过答题的正式会员为6800万，YoY+51%，QoQ+10%。
- **内容上深耕整个ACG产业链**。包括动画漫画版权、IP和衍生产品开发、ACG周边产品贩售、电子消费、影视剧纪录片、音乐游戏、MCN孵化和在线教育等等。
- **二次元游戏联运业务具备独特优势，是主要现金流来源。**
- **风险提示：**疫情反复风险，宏观经济承压、视频平台竞争加剧风险

哔哩哔哩收入结构，各项业务保持高速增长（百万）



资料来源：公司财报、华创证券

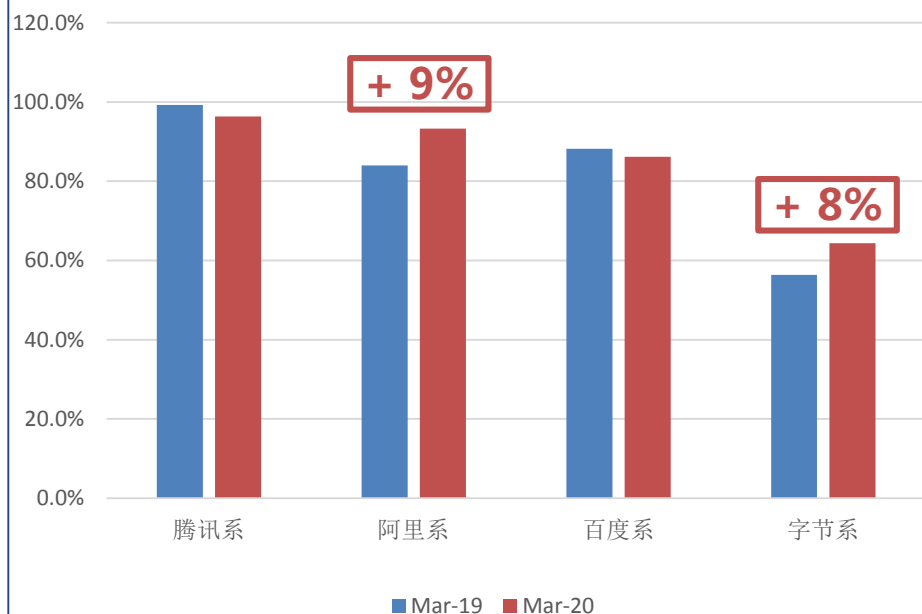
哔哩哔哩营业利润及净利润，持续向好（百万）



资料来源：公司财报、华创证券

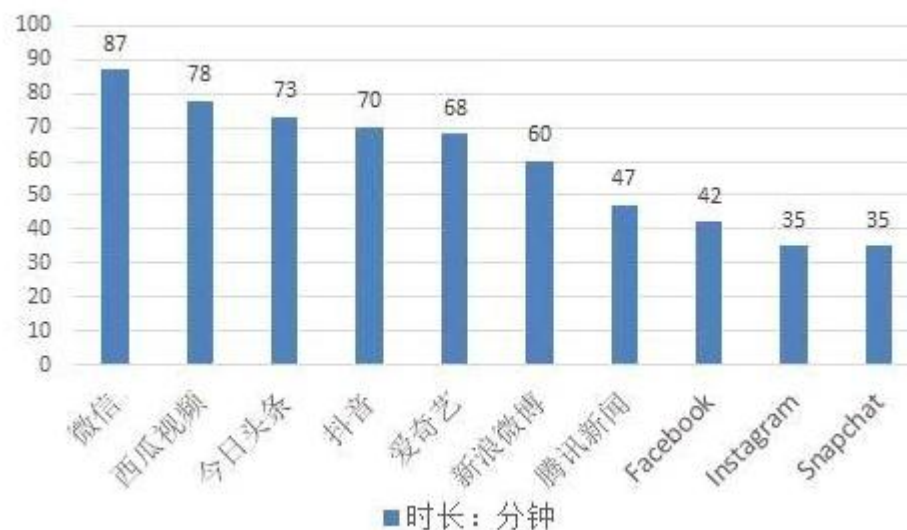
- **中国互联网行业真正的国际化公司：凭借着“短视频”这个产品一举打破了国内互联网公司copy from America的传统路径**，截止2019年7月，字节跳动旗下产品全球总DAU（日活跃用户）超过7亿，总MAU（月活跃用户）超过15亿，其中抖音DAU超过3.2亿。海外疫情加速了tiktok的扩张，2020年Q1，tiktok在全球所有应用下载量位列第一，在App Store和Google Play上的累计安装量超过3.15亿次。总下载量达到20亿次。
- **互联网广告收入巨头，作为大规模流量的汇聚平台，字节跳动具有极强的流量变现能力**，短短4年时间，广告收入已经占到了中国互联网广告大盘的接近20%。
- 凭借巨大的流量优势入局教育、金融、游戏、影视等多个子领域。**有望凭借全球流量优势，成长为比肩Facebook、Amazon的互联网科技全球巨头。**

## 互联网四大巨头合计去重用户规模全网渗透率



资料来源：Questmobile、华创证券

## 头部APP日均使用时长（2019年Q3）



资料来源：Questmobile、华创证券



- **2019年是短视频元年，形成极大的流量池，并重塑内容分发产业。**2020年随着5G的催化，快手与抖音料将共同引领2020年的互联网流量生意与内容分发格局，激发产业链能量。
- **我们看好未来广告、直播、电商等多种私域领域流量的变现模式。**截止2020年春节，快手DAU超过3亿，核心用户来自三线以下城市，与抖音形成了差异化的用户格局。同时在流量的机制上，不同于抖音流量的集中，快手流量相对分散，属于典型的去中心化平台，中腰部/长尾主播具备较高的对私域流量的掌控能力。
- **作为短视频直播巨头，快手现凭借MAU 超 3 亿、直播 DAU 破 1 亿的用户基数成为全国最大的直播平台。而电商成为快手私域流量变现的最直接方式，快手电商多点开花，独特社交链路与平台氛围有望重构“人-货-场”场景。**

### 快手电商服务商和MCN代理商产业链梳理

#### 头部电商服务商：

	上市公司（A股）	关联上市公司（A股）	占股
杭州遥望网络科技有限公司		星期六 (002291.SZ)	89%
杭州如涵控股股份有限公司	美股纳斯达克上市，RUHN		
杭州达喀电子商务有限公司（网红猫）		京东	
北京金镝互动网络科技发展有限公司			
杭州创年网络科技有限公司（卡美啦）			
深圳小电铺科技有限公司			

#### 头部MCN代理商：

	上市公司（A股）	关联上市公司（A股）	占股
北京酷炫网络技术股份有限公司	新三板上市，酷炫网络 (839158)		
北京爱茂文化传媒有限公司			
杭州创年网络科技有限公司（卡美啦）			

- 疫情反复风险，宏观经济承压。
- 电商行业竞争加剧、平台面临假货风险、电商法趋严风险。
- 互联网增速下滑、信息流广告竞争、用户增长不及预期等。
- 餐饮外卖业务竞争加剧、新业务持续亏损，疫情反复。

## 华创证券研究所

证券分析师：耿琛

电话：0755-82755859

邮箱：[gengchen@hcyjs.com](mailto:gengchen@hcyjs.com)

执业编号：S0360517100004

联系人：靳相宜

电话：010-66500831

邮箱：[jinxiangyi@hcyjs.com](mailto:jinxiangyi@hcyjs.com)

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。