

2020 年 06 月 03 日

海外科技

板块分化加速，行业估值逐渐修复

——互联网 Q1 总结及 Q2 展望

■行业估值随疫情逐步解除而修复：经历 Q1 后，互联网中概公司估值出现一定修复，平均动态市盈率向历史平均水平回归。我们认为背后的原因一方面是个别行业公司在疫情期间表现超市场预期，另一方面疫情后部分子行业迅速实现复苏。从 Q2 展望来看，疫情的影响仍然存在，加速了子行业的分化以及线下向线上的迁移；我们预期电商行业进入大促季将继续迎来利好，线上娱乐行业伴随用户时长的变化环比来看将趋于常态化；某些子行业如媒体广告及娱乐直播，重拾增长势头尚需更长的时间。

■电商呈现韧性，渗透率加速提升：疫情加速了消费场景进一步向线上迁移，一方面用户的购物行为进一步转移到线上，另一方面商家对线上渠道的重视和依赖程度提升。国家统计局公布 1-4 月实物商品网上零售额同比+8.6%（vs 社零总额同比名义-16%），线上渗透率达 24.1%，同比提升 6 个百分点，较 2019 年 2.8 个百分点的提升明显加速。我们认为电商的持续发展依旧是拉动中国零售消费增长的主要动力，线下消费转线上持续作为电商交易规模增长的重要驱动力。品类方面，Q1 必选消费需求具备韧性，而可选消费呈现缓慢复苏态势；用户方面，电商在低线城市用户中渗透率相对较低，尚有较大的提升空间。展望 Q2，我们预期 618 期间商家和用户的参与度将有较高提升，供给端品牌们希望通过大促来加速业务增长的恢复；需求端用户受抑制的消费需求将在线上释放，大促将帮助可选实物消费将进一步复苏。

■长假利好手游；Q2 后增势逐渐正常化：受益于用户居家时间延长，Q1 游戏旺季的季节性被放大，收入增速加快，根据 GPC&IDC，Q1 中国游戏收入同比增长 29.7%，移动游戏收入同比增加 46.2%；疫情加速玩家向手游迁移，端游市场进一步萎缩，同比降低 9%。同时，游戏用户规模增长持续放缓，Q1 同比微增 3% 至达 6.5 亿。我们认为对用户时长的争夺和付费率的提升尤为关键，拥有较强研运能力的头部厂商将进一步巩固市场地位。此外，头部游戏厂商的竞争不仅在国内，海外市场游戏用户需求旺盛，Q1 中国自主研发网络游戏海外销售收入同比增加 40.6%，快于国内市场增速；美国、日本和韩国是三大主要收入贡献地区。展望 Q2 虽然将迎来淡季，我们预计手游增速将较 Q1 出现回调，对上市公司来说，递延收入将部分抵消淡季效应；展望全年，头部公司的爆款将陆续上线，包括腾讯 DNF 手游以及网易的《暗黑》手游等；海外市场的收入贡献比例将继续提升。

■在线广告分化趋势未有实质性改善：疫情叠加经济下行的大背景，中

行业深度分析

证券研究报告

海外科技

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024

huangsh@essence.com.cn

021-35082092

相关报告

电商 Q2 促销提振消费，加快线上渗透	2020-04-28
电商行业迅速恢复，推春雷计划扶持商家	2020-04-07
行业恢复尚需耐心，板块迭代加快	2020-03-24
——互联网 Q4 总结及 Q1 展望	
一季度电商行业的挑战和机遇	2020-02-06
疫情叠加季节性看互联网行业	2020-02-02
2020 年线上娱乐行业展望——常态化增长彰显变现之道	2019-12-10
2020 年电商行业拼生态，拼后劲	2019-12-04

国互联网广告市场规模因广告主需求端疲软而承压。根据艾瑞数据，Q1 中国互联网广告行业整体市场规模预计环比-36%、同比微增。从构成来看，信息流广告持续挤压搜索广告份额，电商广告份额呈现明显季节性，长线看韧性显现。在线视频平台内容变现模式从广告向会员转化趋势加快，多重负面因素下视频广告收入展望疲软；拉新聚焦下沉市场为会员数量增长带来空间。

■**直播渗透率提升，但头部付费用户变现承压：**疫情期间直播用户在整体网民中渗透率提升，直播的互动性和实时性满足了疫情期间用户的互动需求，用户居家时间延长，尤其是增加了对移动端游戏直播的关注。但高付费用户消费受负面影响较大，加上监管措施的执行，头部娱乐直播平台陌陌和YY在Q1的直播收入均出现下滑；游戏直播方面，虽然赛事开展收到限制，但疫情期间游戏直播平台移动端用户参与度提升。展望全年，我们对娱乐直播行业保持谨慎态度，对于头部平台，同比势头有望在今年下半年回暖，但头部用户的付费意愿降低将拖累全年变现水平。我们预期电商直播将逐渐工具化和去中心化，全年仍在高速成长期。

■**投资建议：**从疫情逐步解除的角度看，我们预期电商行业表现将最优，Q2 大促季供给端和需求端在线上释放需求叠加线下消费加快向线上迁移，利好电商业务迅速恢复；同时，手游行业呈现韧性，爆款新游或成为正向催化剂。重点推荐**京东**（增长转向激进、业务恢复后保持盈利能力按年提升）和**腾讯**（爆款新游和海外贡献、互金利润率结构性改善以及社交广告增速健康）。重点关注高增长公司**哔哩哔哩**和**拼多多**（均为高投入、高增长、高估值，正处于激进扩张期）。长期看好**阿里巴巴**（生态系统协同增强多领域竞争力，核心市场平台增速与盈利能力健康）。

■**风险提示：**外部市场环境动荡；人民币持续贬值；行业监管政策收紧；宏观经济增长放缓影响消费需求和广告投放预算；增长以营销费用为代价，拉低利润率。

内容目录

1. 子板块表现持续分化，行业估值出现修复.....	6
1.1. 子板块表现持续分化，估值向历史平均水平回归.....	6
1.2. 一季报变实现预期，二季报展望仍受疫情影响.....	7
2. 消费场景向线上迁移，电商渗透率有望持续提升.....	8
2.1. 线上购物渠道彰显韧性，电商渗透率加速提升.....	8
2.2. 电商平台加快布局下沉市场，进一步拓展用户基数.....	10
2.3. 电商平台推出大促驱动线上消费，直播带货成重要营销手段.....	11
3. 游戏板块因疫情受益，Q2 预期回归正常增长态势.....	14
3.1. 疫情放大 Q1 游戏旺季季节性，手游头部集中度减弱.....	14
3.2. 海外市场开启新增长空间，头部厂商持续拓展版图.....	16
4. 在线广告市场 Q1 需求端承压，下半年展望低迷.....	18
4.1. 受整体需求疲软影响，Q1 在线广告投放下滑.....	18
4.2. 在线视频平台收入结构转型符合预期.....	21
5. 疫情拉升在线直播渗透率，头部付费用户变现承压.....	23
5.1. 疫情期间直播用户渗透率提升，但头部用户付费能力承压.....	23
5.2. 游戏直播用户活跃和内容生态驱动付费率提升.....	24
6. 投资建议.....	25
7. 风险提示.....	25
8. 中国互联网公司估值比较.....	26

图表目录

图 1：互联网中概历史平均动态市盈率.....	6
图 2：BAT 历史平均动态市盈率.....	6
图 3：2020 年迄今股价表现.....	6
图 4：一季报公布后一交易日股价升跌幅.....	7
图 5：中国实物商品网上零售额及名义同比增速.....	8
图 6：线上实物零售消费渗透率.....	9
图 7：不同品类商品零售额月度同比增速.....	9
图 8：中国手机网络购物用户规模以及占手机网民比例.....	10
图 9：移动购物行业月人均使用时长.....	10
图 10：1Q20 拼多多、京东与阿里巴巴年化 GMV 对比.....	11
图 11：1Q20 拼多多、京东与阿里巴巴年化买家数对比.....	11
图 12：快递业务量及增速.....	11
图 13：快递业务收入及增速.....	11
图 14：2020 年五一假期手机淘宝 App 内观看直播用户年龄分布.....	13
图 15：2020 年五一假期手机淘宝 App 内观看直播用户城际分布.....	13
图 16：中国游戏市场实际销售收入.....	14
图 17：中国移动游戏市场实际销售收入.....	14
图 18：中国端游市场实际销售收入.....	14
图 19：中国游戏市场用户规模.....	14
图 20：腾讯手游收入及其增长.....	15
图 21：网易手游收入及其增长.....	15
图 22：腾讯和网易中国移动游戏市场份额.....	15

图 23: 中国 iOS 手游月流水前 10 名分布.....	16
图 24: 中国自主研发网游海外市场实际销售收入.....	17
图 25: 1Q20 中国自主研发游戏海外重点地区收入分布.....	17
图 26: 中国网络广告市场规模.....	18
图 27: 互联网行业广告主营销推广预算增减趋势.....	18
图 28: 2020 年春节及节前日均独立设备数增长率 TOP15 行业.....	19
图 29: 中国不同形式网络广告市场份额.....	19
图 30: 百度在线营销服务收入.....	20
图 31: 搜狗搜索及搜索相关广告收入.....	20
图 32: 腾讯社交广告收入及其增长.....	20
图 33: 微信 APP 月人均使用时长.....	20
图 34: 爱奇艺广告收入及同比增速.....	21
图 35: 腾讯媒体广告收入及同比增速.....	21
图 36: 爱奇艺订阅会员人数.....	21
图 37: 腾讯视频订阅会员人数.....	21
图 38: 主要视频平台 1Q20 上新剧集部数.....	22
图 39: 主要视频平台 1Q20 上新剧集有效播放量.....	22
图 40: 1Q20 全网剧集有效播放量排名 TOP10.....	22
图 41: 网络直播用户规模及渗透率.....	23
图 42: 网络直播细分领域用户规模 (2020.03)	23
图 43: 虎牙和斗鱼季度 MAU 对比.....	24
图 44: 虎牙和斗鱼季度付费用户数对比.....	24
图 45: 虎牙和斗鱼直播收入对比.....	25
图 46: 虎牙和斗鱼季度 ARPPU 值对比.....	25
图 47: 腾讯- 市盈率走势	27
图 48: 阿里巴巴- 市盈率走势	27
图 49: 百度 - 市盈率走势.....	27
图 50: 京东 - 市盈率走势.....	27
图 51: 网易 - 市盈率走势.....	27
图 52: 汽车之家 - 市盈率走势.....	27
图 53: 微博 - 市盈率走势.....	27
图 54: 新浪 - 市盈率走势.....	27
图 55: 陌陌 - 市盈率走势.....	28
图 56: 欢聚时代 - 市盈率走势.....	28
图 57: 前程无忧 - 市盈率走势.....	28
图 58: 唯品会 - 市盈率走势.....	28
图 59: 宝尊电商 - 市盈率走势.....	28
图 60: 58 同城 - 市盈率走势.....	28
表 1: 一季度收入及利润与市场一致预期对比.....	7
表 2: 1Q20 电商收入概览.....	8
表 3: 中国网络零售 B2C 市场份额统计.....	8
表 4: 头部电商平台下沉市场产品布局.....	10
表 5: 京东和阿里巴巴 618 活动内容.....	12
表 6: 1Q20 在线游戏收入概览.....	14

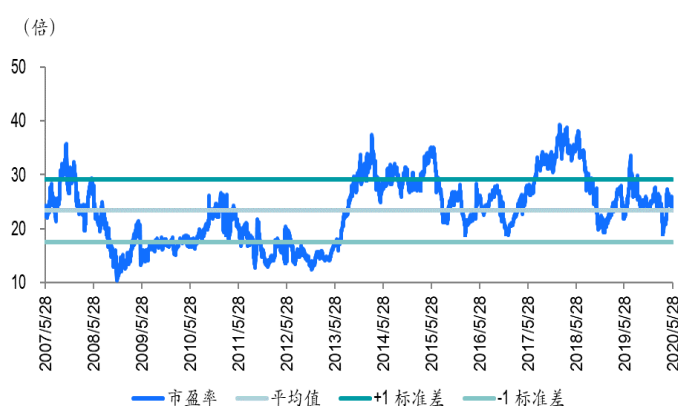
表 7: 中国 iOS 手游 2020 年 2 月-2020 年 4 月流水月度排名.....	15
表 8: 2020 年腾讯和网易获得版号国产游戏.....	16
表 9: 2020.1-2020.4 中国手游出海收入 Top10 排行 (App Store + Google Play)	17
表 10: 近 4 年腾讯和网易投资的海外游戏企业.....	17
表 11: 一季度在线广告收入.....	18
表 12: 1Q20 直播收入概览.....	23
表 13: 中国互联网公司估值比较.....	26

1. 子板块表现持续分化，行业估值出现修复

1.1. 子板块表现持续分化，估值向历史平均水平回归

互联网中概公司估值出现一定修复，平均动态市盈率向历史平均水平回归。我们认为背后的原因一方面是个别行业公司在疫情期间履行超预期，另一方面疫情后部分子行业迅速实现复苏。一季度电商子板块业绩超预期，且在疫情后恢复迅速，未来随着用户消费场景进一步向线上迁移，电商渗透率有望持续提升。游戏板块受益于疫情业绩强劲，全年因递延因素展望度较高，长期增势稳健。在线广告展望依旧低迷，长视频行业正在切换增长动力。直播行业中头部秀场直播平台凭借海外市场的新增动力和国内市场的腰部用户运营实现了业绩缓冲。从迄今股价表现来看，个股涨跌幅继续呈分化趋势，二季度业绩展望不及市场预期的部分公司股价出现回撤，而防御性强、展望度高的个股表现强劲。

图 1：互联网中概历史平均动态市盈率



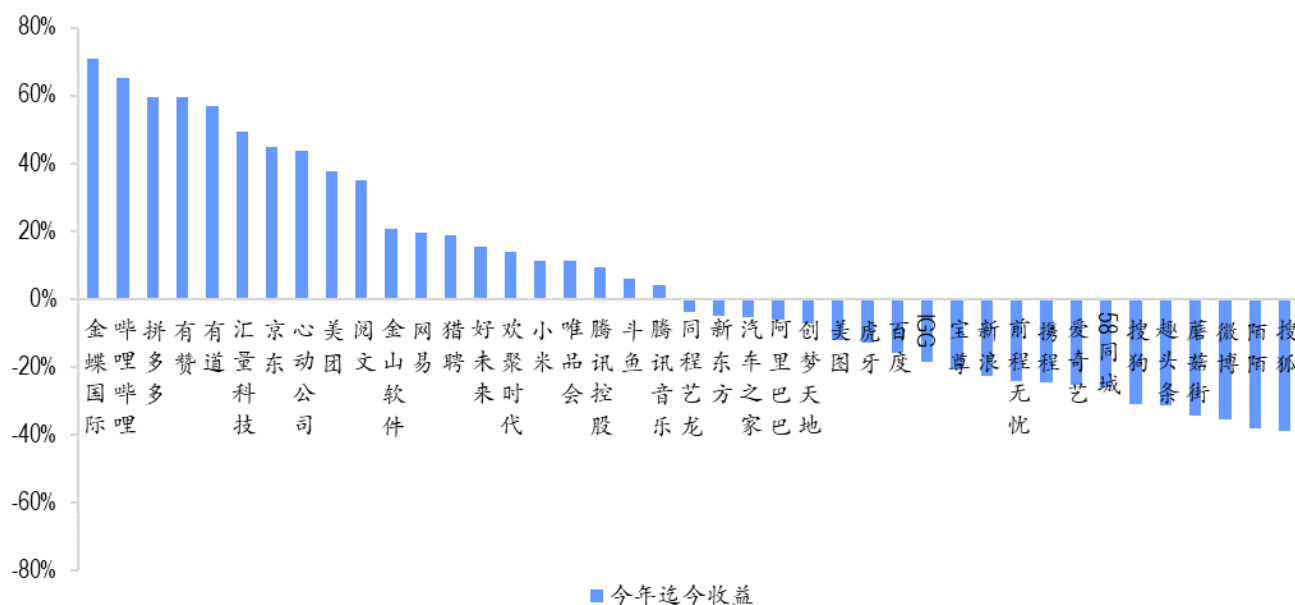
资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 2：BAT 历史平均动态市盈率



资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 3：2020 年迄今股价表现

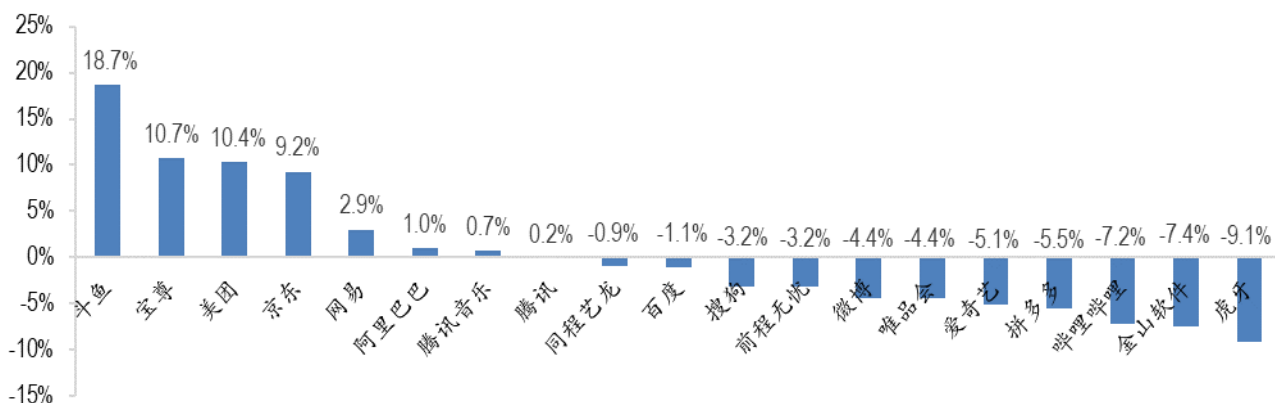


资料来源：彭博（截至2020.5.28）、安信证券研究中心

1.2. 一季报变现实现预期，二季报展望仍受疫情影响

从一季报来看，绝大多数公司业绩和盈利表现均超过或符合市场预期，电商和游戏板块中头部公司给市场带来惊喜，而部分子行业逆风已为市场所预期。个别子行业二季度展望不及预期，疫情的后续影响存在一定不确定性，且恢复业务增长势头尚需时间。在线广告下半年可见度依旧不高，部分行业广告主的需求仍有待恢复。我们依旧青睐电商子版块，电商板块在疫情后实现率先恢复，长期来看消费场景向线上迁移有望进一步提升行业渗透率。此外，游戏板块后续因递延因素继续收益，全年展望度较为清晰。

图 4：一季报公布后一交易日股价升跌幅



资料来源：彭博、安信证券研究中心

表 1：一季度收入及利润与市场一致预期对比

公司	股票代码	一季度收入 vs 彭博预期		一季度调整后净利润 vs 彭博预期		二季度收入指引中值 vs 彭博预期
阿里巴巴	BABA US	超过预期	7.5%	超过预期	35%	-
腾讯	700 HK	超过预期	6.9%	超过预期	9%	-
百度	BIDU US	超过预期	2.9%	超过预期	108%	超过预期
京东	JD US	超过预期	7.0%	超过预期	129%	超过预期
网易	NTES US	超过预期	9.0%	超过预期	15%	-
携程	CTRP US	超过预期	15.6%	na	na	不及预期
微博	WB US	超过预期	3.9%	符合预期	0.2%	超过预期
新浪	SINA US	超过预期	12.7%	超过预期	na	-
汽车之家	ATHM US	符合预期	0.8%	符合预期	1%	符合预期
陌陌	MOMO US	超过预期	3.0%	超过预期	8%	符合预期
欢聚时代	YY US	超过预期	4.7%	超过预期	11%	不及预期
前程无忧	JOBS US	na	na	na	na	-
哔哩哔哩	BILI US	超过预期	6.3%	na	na	超过预期
搜狗	SOGO US	超过预期	2.5%	na	na	不及预期
虎牙	HUYA US	符合预期	1.4%	超过预期	10%	不及预期
斗鱼	DOYU US	超过预期	7.5%	超过预期	51%	符合预期
唯品会	VIPS US	超过预期	5.4%	超过预期	78%	超过预期
宝尊	BZUN US	超过预期	5.6%	超过预期	133%	超过预期
爱奇艺	IQ US	超过预期	4.7%	na	na	符合预期
搜狐	SOHU US	符合预期	1.9%	na	na	-
拼多多	PDD US	超过预期	31.6%	na	na	-
腾讯音乐	TME US	符合预期	0.2%	超过预期	5%	-

资料来源：彭博、安信证券研究中心

注：1Q20 对应阿里巴巴 2020 财年第四季度；与彭博市场一致预期相比 2% 以内为符合预期。

2. 消费场景向线上迁移，电商渗透率有望持续提升

表 2：1Q20 电商收入概览

	一季度收入			一季度调整后净利润		二季度预测/指引	
	百万元	同比增长	环比增长	同比增长	环比增长	同比增长	环比增长
阿里巴巴（核心商业）	93,865	19%	-34%	12%	-48%	25%	33%
- 中国零售平台	45,406	1%	-46%	na	na	17%	52%
京东	146,205	21%	-14%	-10%	267%	20-30%	23-33%
唯品会	18,793	-12%	-36%	21%	-49%	0%至 5%	21%至 27%
拼多多	6,541	44%	-39%	na	na	68%	87%

资料来源：公司财报、安信证券研究中心

注：1Q20 对应阿里巴巴 2020 财年第四季度；阿里巴巴的调整后净利润对应调整后 EBITA；二季度阿里巴巴及拼多多预测为安信证券研究中心预测

表 3：中国网络零售 B2C 市场份额统计

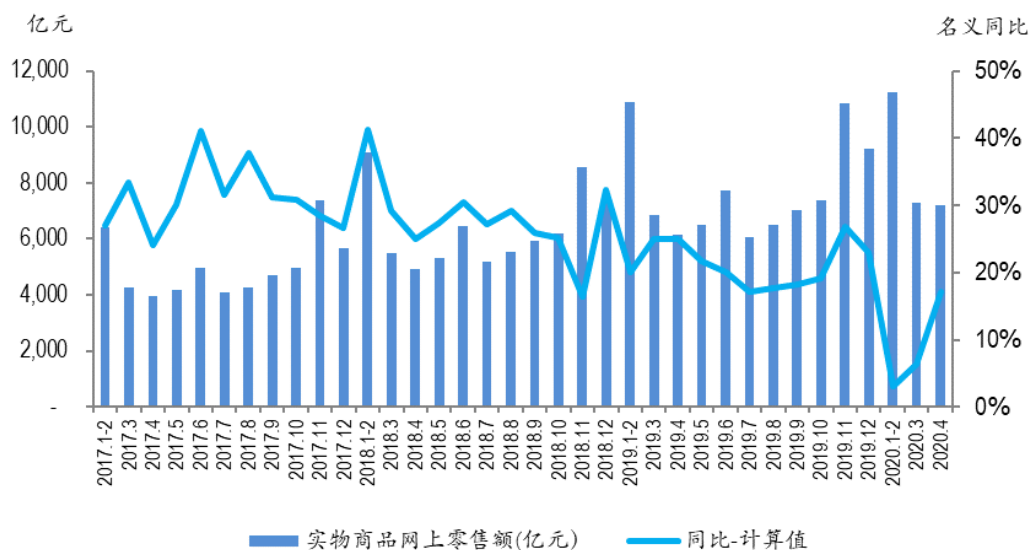
中国网络零售 B2C 市场交易份额	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
天猫	59.6%	58.2%	59.5%	61.5%	61.8%	62.4%	63.1%	63.6%	63.1%
京东	25.3%	26.2%	25.8%	24.2%	24.3%	25.6%	25.7%	24.4%	25.0%
苏宁易购	5.0%	5.5%	6.4%	6.7%	6.0%	5.3%	5.4%	6.0%	6.2%
唯品会	4.1%	4.5%	3.2%	3.7%	3.6%	3.2%	2.8%	3.1%	3.1%
前四平台	94.0%	94.4%	94.9%	96.1%	95.7%	96.5%	97.0%	97.1%	97.4%

资料来源：易观、安信证券研究中心

2.1. 线上购物渠道彰显韧性，电商渗透率加速提升

疫情加速了消费场景进一步向线上迁移，一方面用户的购物行为进一步转移到线上，另一方面商家对线上渠道的重视和依赖程度提升，淘宝数据显示疫情期间涌入淘宝的线下商家数量同比+200%，受此驱动，线上实物零售消费渗透率持续提升。国家统计局公布 1-4 月社会消费品零售总额达 106,758 亿元，同比名义-16.2%，同期实物商品网上零售额同比+8.6%至 25,751 亿元，占社会消费品零售总额比例达 24.1%，同比提升 6 个百分点（vs 2019 年同比提升 2.8 个百分点）。我们认为电商的持续发展依旧是拉动中国零售消费增长的主要动力，电商的渗透率同比正在加速提升。

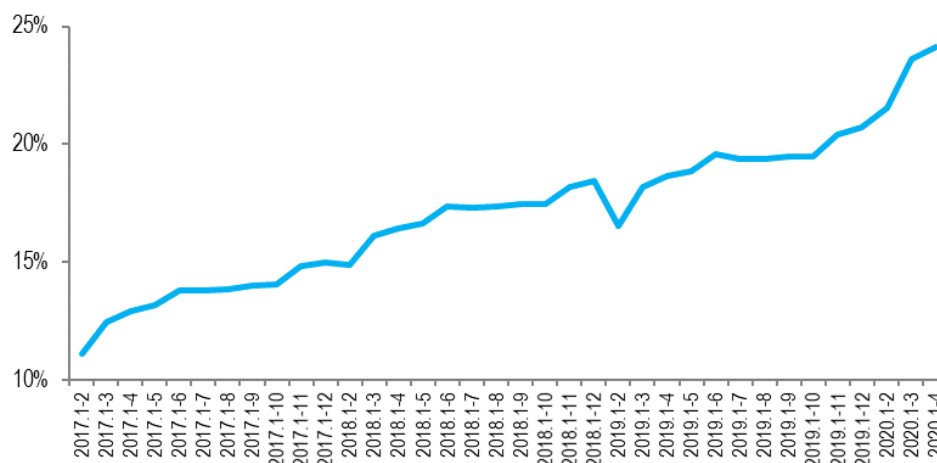
图 5：中国实物商品网上零售额及名义同比增速



资料来源：国家统计局、安信证券研究中心

注：同比增速为安信证券研究中心计算值。

图 6：线上实物零售消费渗透率

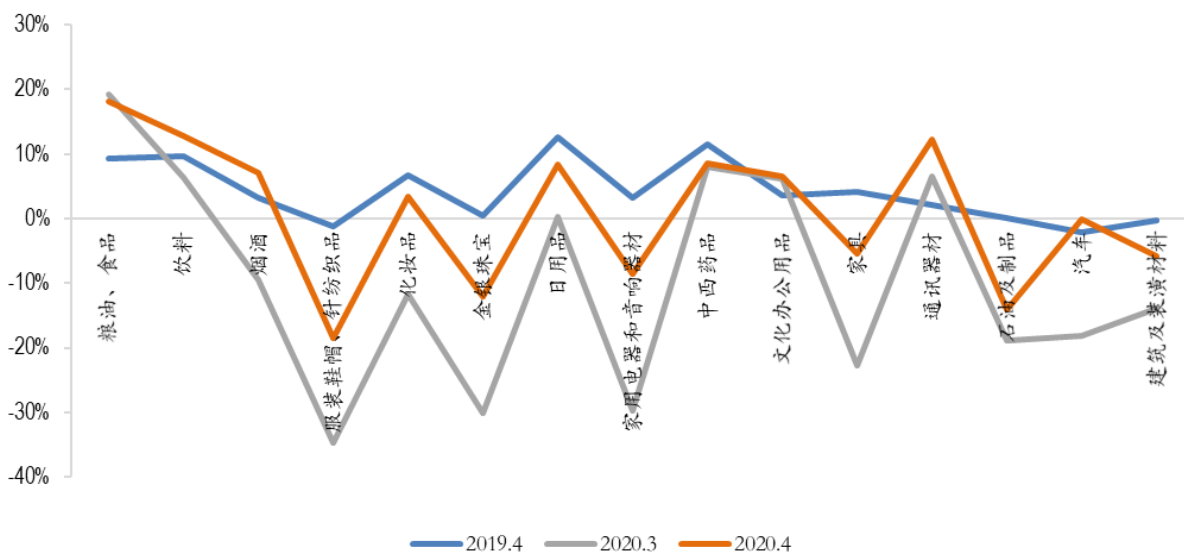


资料来源：国家统计局、安信证券研究中心

注：电商渗透率=当期实物商品网上零售额/当期社会消费品零售额。

品类方面，Q1 必选消费需求具备韧性，而可选消费呈现缓慢复苏态势。根据国家统计局，2020 年 1-4 月吃/用/穿类网上零售额同比+36.7%/+12.4%/-12.0%（vs Q1：32.7%/10.0%/-15.1%）。食品、快消、药品等必选消费表现稳健，而服装、时尚、化妆品等可选消费受到疫情影响较大，但已处于缓慢复苏状态，根据国家统计局，4 月服装鞋帽及纺织品零售额同比-18.5%，环比 3 月增速提升 16ppts，而去年 4 月为同比+2.2%；4 月粮油、食品零售额同比+18.2%，环比 3 月增速几乎持平，同比去年 4 月增速提升 9ppts。

图 7：不同品类商品零售额月度同比增速



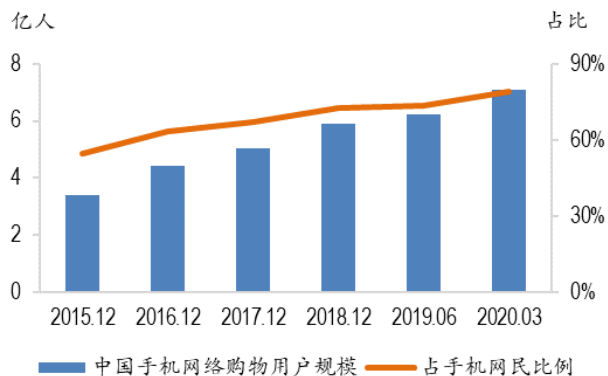
资料来源：国家统计局、安信证券研究中心

疫情期间线上购物的刚需品类推动电商行业发展。在用户数量方面，根据 CNNIC，截至 2020 年 3 月，中国手机网购用户规模达 7.10 亿人，在整体网民中渗透率达 78.9%。在用户时长方面，2020 年 3 月移动购物行业月人均使用时长同比增加+35%至 8.1 小时。疫情培养了用户线上购物的习惯，并增强了用户对电商平台的使用粘性，长期来看有助于电商行业渗透率进一步上探。

2.2. 电商平台加快布局下沉市场，进一步拓展用户基数

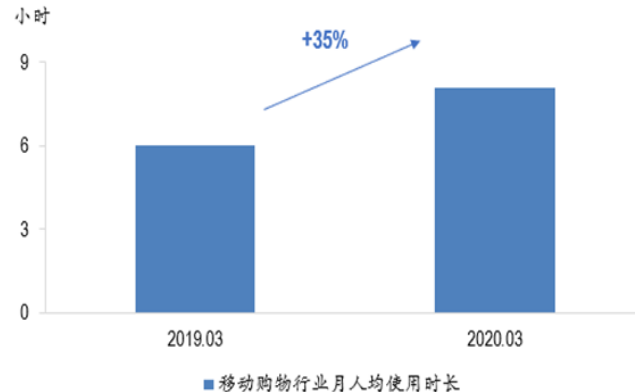
与高线城市相比，电商在低线城市用户中渗透率相对较低，尚有较大的提升空间。根据 CNNIC，截至 2020 年 3 月，三线及以下城市网购用户占当地网民比例较 2018 年底提升了 4ppts。短期来看，疫情培养了下沉市场用户对电商平台的使用习惯；中长期来看，电商平台的下沉策略将继续驱动低线城市电商渗透率的提升，政府也在陆续出台政策推动农村电商的发展，2020 年 6 月，财政部联合商务部、国务院提出要大力发展农村电商，重点支持县乡村三级物流配送体系，我们认为随着物流等基础配套设施的完善，下沉市场的线上消费潜力有待进一步释放。

图 8：中国手机网络购物用户规模以及占手机网民比例



资料来源：CNNIC，安信证券研究中心

图 9：移动购物行业月人均使用时长



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

头部电商平台近年来不断加码对下沉市场的布局。首先是推出针对下沉市场的产品。京东继去年 9 月推出京喜后，于今年 4 月上线京东极速版，区别于京喜平台的是京东极速版并不与京东主站相独立，其商品均源自京东供应链。2019 年 3 月，阿里巴巴推出淘宝特价版 App，11 月又将淘宝旗下天天特价升级为天天特卖。区别于电商平台主站，上述针对下沉市场的产品专注为用户遴选高性价比的商品，匹配下沉市场用户偏好。

其次，在渠道方面，头部电商平台还通过与线下连锁店战略合作的方式加快渗透下沉市场，京东近期与国美零售达成深度战略合作，国美向京东发行 1 亿美金可换股债券，而在 2019 年，京东已经投入 12.7 亿元战略投资五星电器，购入其 46% 股份，双方在下沉市场、供应链等多领域展开合作。

表 4：头部电商平台下沉市场产品布局

公司	布局	时间	定位	主页频道	近期表现
京东	京喜 APP、小程序、微信入口等	2019.09	独立于京东主站，通过适配的产业带供应链，为用户提供京东主站外的产业带商品	9.9 包邮、1 元福利、清仓特卖、免费水果、1 元领礼盒、好物 0 元造	京东 2019 年双 11 期间，全站新用户近 4 成来自京喜。京喜用户中，超过 7 成来自 3-6 线下沉新兴市场
	京东极速版	2020.04	商品源自京东供应链，提供京东主站精选的低价优质商品	秒大牌、9.9 特价、免费拿、1 元抢等板块	
阿里巴巴	淘宝特价版	2019.03	主打超低价白牌商品	签到拿红包、分享赚钱、5.9 包邮、1 分钱拿走等板块	截止 2020 年 4 月中旬，入驻淘宝特价版的产业带商家已超过 117 万，外贸商家占 7 成以上
	升级淘宝天天特卖	2019.11	服务于淘宝网集市店铺和天猫商家的活动平台	9.9 包邮、39 元生活、69 元时尚	

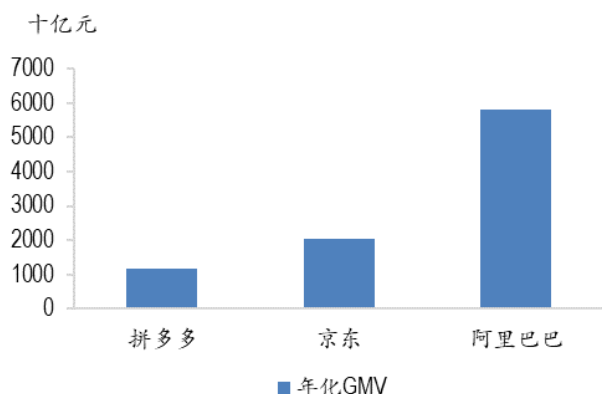
资料来源：淘宝 APP，京东 APP，拼多多 APP，公司财报，安信证券研究中心

在下沉市场策略的有效驱动下，该市场中用户线上消费行为增长表现突出。京东 1Q20 年化活跃买家数季度净增 2540 万达到 3.87 亿，同比增加 25%，创下淡季季度净增新纪录，略逊色去年 Q4 旺季（vs Q4 季度净增 2760 万）。移动端 DAU 在 3 月同比增加 46%，创过去 9 个季度的新高。京东 Q1 的新客中超过七成来自低线城市，同时低线城市已经贡献了超过 50% 的 GMV，已有用户基数中超过六成来自低线城市，销售额占比已经超过一半。

阿里巴巴季度内中国零售市场年化活跃买家数同比增 11% 至 7.26 亿，季度净增 1500 万，环比净增稳健（vs Q4 净增 1800 万）。季度内移动端 MAU 同比增 17% 至 8.46 亿，季度净增 2200 万（vs Q4 净增 3900 万）。阿里巴巴 2020 财年超过七成的新增买家来自低线城市，其活跃买家对中国发达/欠发达地区人口覆盖率达到 85%/40%。

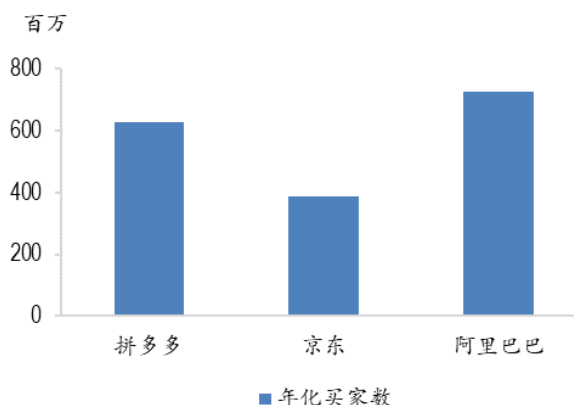
拼多多 Q1 年化买家数同比增加 42% 至 6.28 亿，季度净增 4290 万（vs Q4 净增 4890 万）。Q1 拼多多年化买家数季度净增超过京东和阿里巴巴，主因在宏观经济不确定性增强的背景下拼多多主打低价和高性价比的策略对用户具备较高的吸引力。

图 10：1Q20 拼多多、京东与阿里巴巴年化 GMV 对比



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 11：1Q20 拼多多、京东与阿里巴巴年化买家数对比

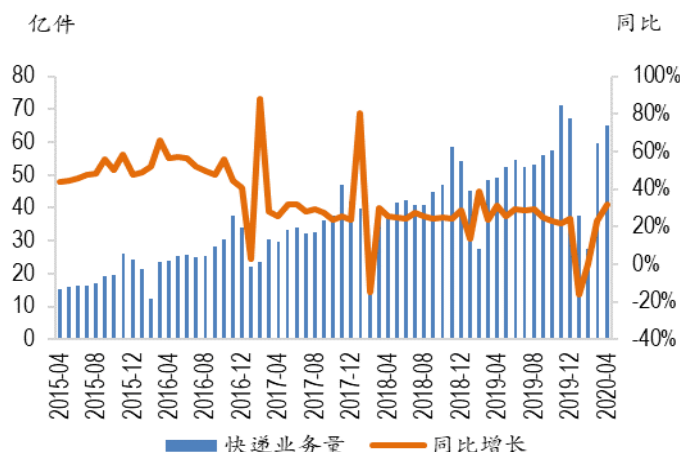


资料来源：公司财报，安信证券研究中心

2.3. 电商平台推出大促驱动线上消费，直播带货成重要营销手段

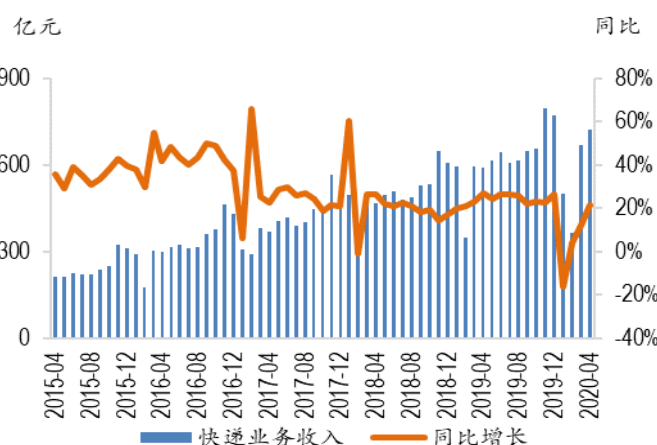
随着复工复产节奏的加快，快递行业收入和业务量增速自 1 月触底后，在 2-3 月间逐步反弹，截至 4 月，已经基本恢复至疫情前的正常增长水平。工信部称截至 4 月中旬，全国规模以上工业企业平均开工率达 99%，中小企业复工率达 84%。根据国家邮政局数据，2020 年 4 月快递业务量为 65 亿件，同比+32.1%；同期快递业务收入为 720.9 亿元，同比+21.7%。

图 12：快递业务量及增速



资料来源：国家邮政局，安信证券研究中心

图 13：快递业务收入及增速



资料来源：国家邮政局，安信证券研究中心

一方面物流运力已基本恢复为电商业务快速增长创造基础，另一方面头部电商平台近期纷纷开始布局 618 大促战略，我们预期本次 618 期间商家和用户的参与度将有较高的提升。从供给端来看，电商平台在疫情后率先复苏，将成为各个品牌方的优质合作伙伴，各品牌们希望通过大促来加速业务增长的恢复，抵消 Q1 疫情对年度业务的影响。从需求端来看，用户在疫情期间受到抑制的线上线下消费需求有望在 618 期间在线上得以释放。在疫情中受到不利影响的可选消费有望受益于本次大促实现进一步复苏。根据 Donews，天猫 618 在 5 月 25 日启动当天，第 1 小时预售成交额同比增长 515%，可选消费中的消费电子、家装等行业率先实现 7 分钟破 1 亿，美妆 7 分钟超 5 亿，而京喜 App 在京东 618 开启首日订单量同比去年上线的京东拼购 App 增长达 76 倍。

我们认为 Q2 电商平台会在兼顾 ROI 的基础上采取相对较激进的促销活动来驱动消费的线上转化。头部电商平台在本次 618 大促的基本部署除了常规地发放补贴、消费券之外，今年由于疫情影响，京东和阿里巴巴均推出扶持中小商家的举措，助力其在疫情后恢复业务增长。此外，两大平台均推出物流保障举措来提升用户体验。另外，值得关注的是，直播成为了今年头部电商平台 618 大促的重要活动，重视程度提升。

表 5：京东和阿里巴巴 618 活动内容

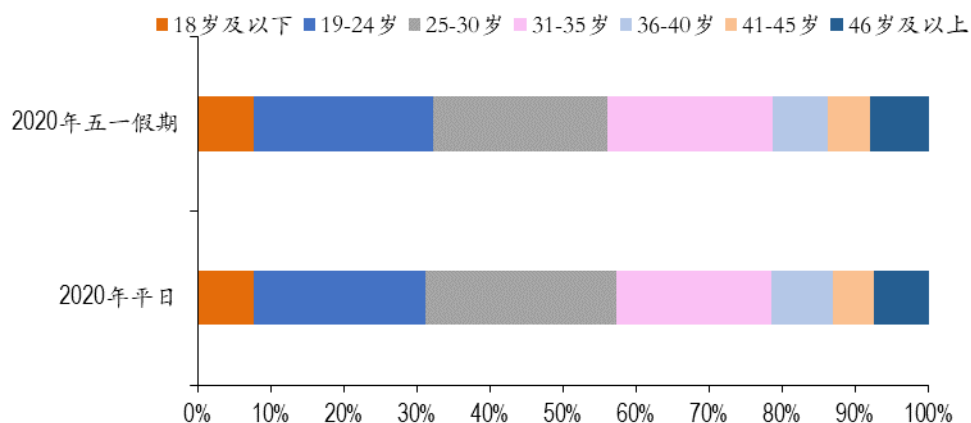
公司	活动时间	活动类型	活动内容
京东	5.21-6.21	补贴、消费券	百亿补贴、千亿优惠、百亿消费券
		直播	将推出超 30 万场次直播
		扶持中小商家	推出专门面向中小企业的“京东企业超省月”活动；全面升级“新国品计划”，通过专属补贴等扶持 10 万个中小商家
		物流	京东物流发布 2020 年 618 物流运营举措，将通过大数据精准预测全力保障全国范围内上门服务
阿里巴巴	5.25-6.20	补贴、消费券	超 100 亿现金消费券和补贴
		直播	300 多位明星，超 600 总裁将参加淘宝直播
		扶持中小商家	天猫举办淘博会帮外贸工厂上淘宝转内销
		物流	菜鸟计划今年天猫 618“预售极速达”过半订单可以半日送达

资料来源：新浪科技，Donews，36 氪，安信证券研究中心

事实上，直播电商凭借直观的购物体验 and 精准的推荐，已逐渐成为头部电商平台的重要营销手段。根据淘宝直播，2020 年 2 月淘宝直播新开播商家数量环比 1 月增长 719%。根据新浪科技，2 月以来，天猫上已经有超过 1200 个品牌启动了门店直播，累计直播场次达到 45 万场，而至 3 月，已有超过 50% 的天猫商家已加入直播卖货。直播电商正在吸引更多低线城市用户和年长用户的关注，根据 QuestMobile，2020 年五一假期电商直播场次同比增长 1 倍，期间在手机淘宝 App 内观看直播的用户中年龄在 30 岁以上所占比重为 44%，相较平日有所提升；且四线及以下城市用户占比也有所提升，我们认为直播带货有助于培养这部分用户的线上购物习惯。

各大电商平台将在大促期间发力直播卖货，吸引用户购买。根据 Donews，天猫 618 将有超 600 位总裁、逾 300 位明星上线淘宝直播，淘宝直播数据显示，618 开启首日，淘宝直播在 6 月 1 日一天的成交金额已超过 51 亿元。京东方面则在今年的京东 618 发布会上称今年 618 大促期间京东直播将带来超 30 万场次的重点直播。我们认为直播电商凭借着实时性和互动性赢得了用户青睐，从长期来看，伴随着各个平台的发力叠加 5G 等技术的发展，直播电商具备着较大的发展潜力，未来将进一步推动电商行业的增长。

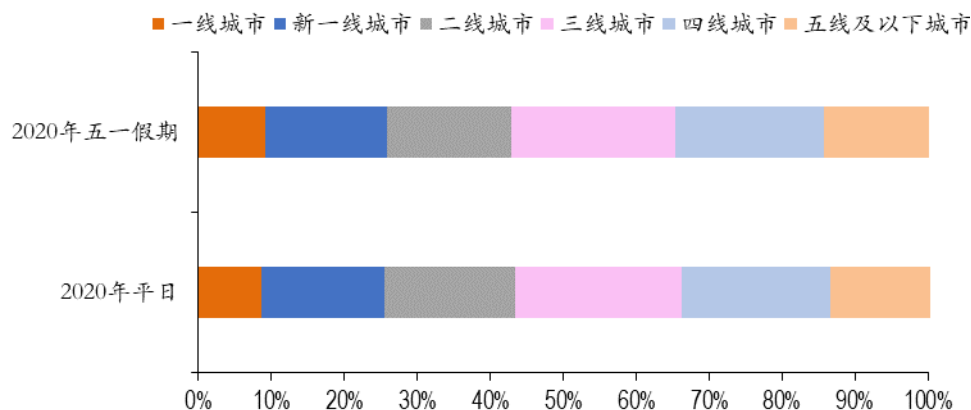
图 14：2020 年五一假期手机淘宝 App 内观看直播用户年龄分布



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

注：2020 年平日指 4 月 13-19 日，2020 年五一假期指 5 月 1-5 日

图 15：2020 年五一假期手机淘宝 App 内观看直播用户城际分布



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

注：2020 年平日指 4 月 13-19 日，2020 年五一假期指 5 月 1-5 日

Q2 为电商旺季，今年叠加疫情后用户消费需求的复苏以及 6 月的促销活动，电商平台业务将进一步迎来反弹。短期疫情并不影响电商板公司内生强劲增长动力，阿里巴巴 Q1 核心平台业务复苏快于我们预期，国际业务和本地生活业务短期承压，公司提出 FY21 收入目标为 6500 亿元，预期占收比超 6 成的中国零售市场将继续作为收入增长的主要驱动力。我们认为疫情加速了京东品类结构转型和百货品类用户和消费的拉新，公司全品类扩张的策略将持续助力收入增长、利润率提升、用户拉新和运营。我们对拼多多的长期观点不变，用户年度消费的提升仍将是收入增长的核心驱动力，其高性价比商品平台是中国用户网上购物消费的必要补充。

主要电商平台对于 2020 年的展望包括：1) 京东 Q2 收入同比+20%-30%，‘618’商家参与热情空前高涨；2) 阿里巴巴三月以来国内业务迎来快速复苏，展望 2021 财年，阿里巴巴的收入指引为 6500 亿元，对应同比增速约为 27.5%；3) 唯品会 Q2 收入同比增长 0%-5%；4) 拼多多表示随着中国疫情逐渐结束，2 月底和 3 月初消费需求正在强劲复苏，2020 年依旧会保持投资。

3. 游戏板块因疫情受益，Q2 预期回归正常增长态势

表 6: 1Q20 在线游戏收入概览

	一季度游戏收入			二季度游戏收入指引/预测	
	(百万元)	环比增长	同比增长	环比增长	同比增长
腾讯	46,551	28%	33%	-12%	22%
--手游	34,756	34%	64%	-11%	40%
--端游	11,795	13%	-15%	-13%	-12%
网易	13,518	17%	14%	-	-
金山软件	781	-15%	30%	-5%	30%

资料来源：公司财报，安信证券研究中心

注：腾讯、金山软件 Q2 数据为安信证券研究中心预测值。

3.1. 疫情放大 Q1 游戏旺季季节性，手游头部集中度减弱

受益于疫情影响下用户居家时间的延长，用户生活娱乐行为整体有着向线上迁移的趋势，因此放大了游戏旺季的季节性，游戏板块收入增速加快，根据中国音数协游戏工委和国际数据公司（GPC&IDC），Q1 中国游戏市场收入同比增长 29.7%至 732 亿元，移动游戏收入同比增加 46.2%至 554 亿元。疫情加速了玩家从端游向手游的迁移，端游市场进一步萎缩，Q1 端游收入同比降低 9%至 143.5 亿元。

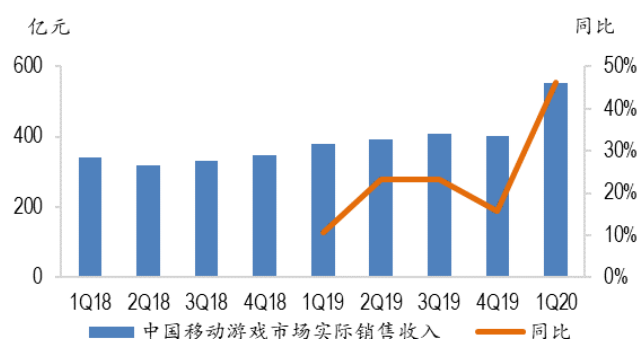
游戏用户规模增长持续放缓，即使在疫情放大季节性的情况下，增长态势也未见改善。根据 GPC&IDC，中国游戏市场用户在 Q1 同比微增 3%至达 6.5 亿，我们认为，在此背景下，对用户时长和用户付费的争夺显得尤为关键，拥有较强研运能力的头部厂商将进一步脱颖而出。

图 16: 中国游戏市场实际销售收入



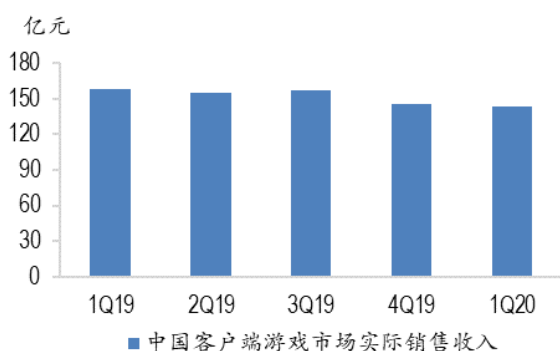
资料来源：GPC&IDC，安信证券研究中心

图 17: 中国移动游戏市场实际销售收入



资料来源：GPC&IDC，安信证券研究中心

图 18: 中国端游市场实际销售收入



资料来源：GPC&IDC，安信证券研究中心

图 19: 中国游戏市场用户规模



资料来源：GPC&IDC，安信证券研究中心

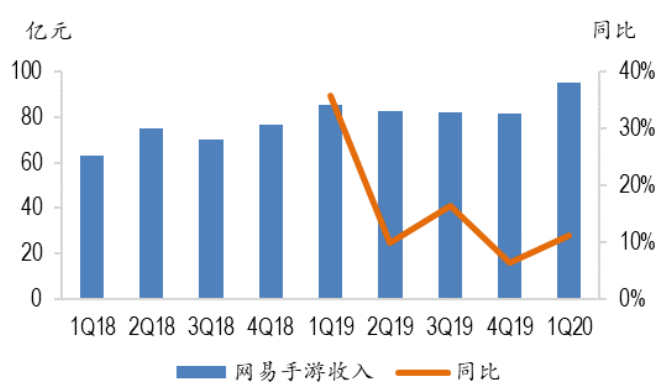
腾讯 Q1 手游收入同比+64%至 348 亿元，同期网易手游收入同比+11%至 95 亿元，腾讯在手游市场份额达 63%。疫情放大了旺季的季节性，头部游戏《和平精英》和《王者荣耀》表现强劲，在 2-4 月 iOS 手游收入排行榜中稳居 TOP2。腾讯 Q1 端游收入同比-15%至 118 亿元，疫情影响下网吧停业加上端游的自然下滑，加速了用户从端游向手游的迁移。从 Q1 来看，更多非腾讯网易游戏跻身中国 iOS 流水的 TOP10，在 4 月非腾讯网易游戏更是占到了 TOP10 中的 5 款。

图 20：腾讯手游收入及其增长



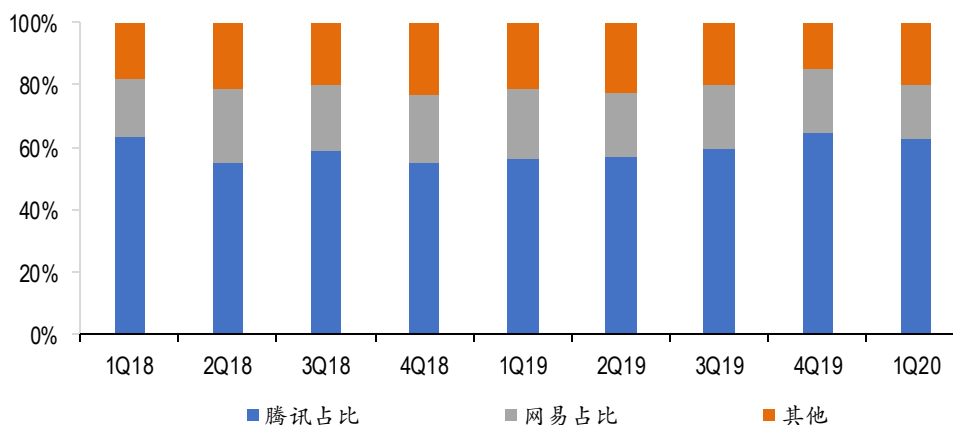
资料来源：公司财报、安信证券研究中心

图 21：网易手游收入及其增长



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

图 22：腾讯和网易中国移动游戏市场份额



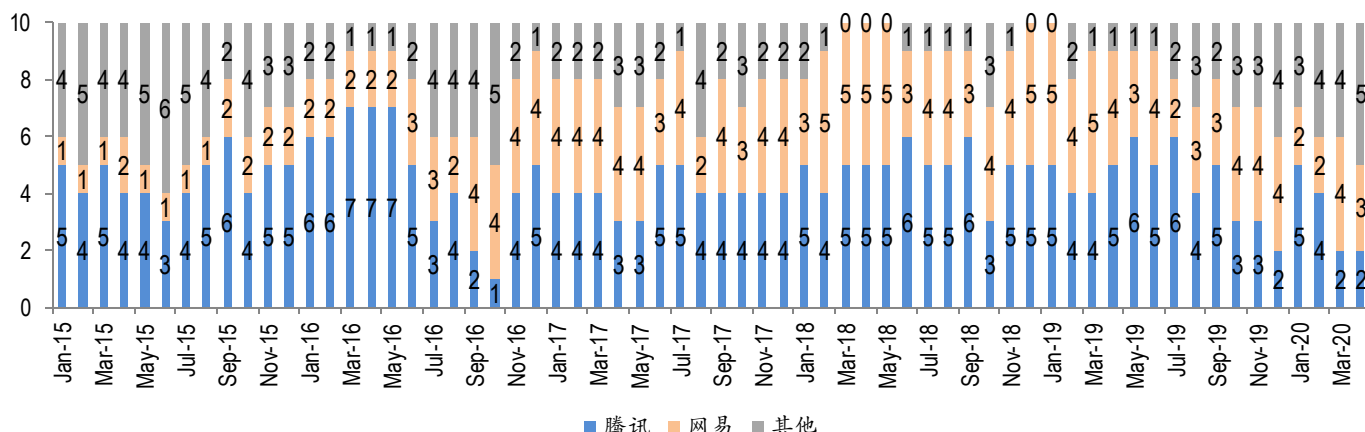
资料来源：GPC&IDC，安信证券研究中心

表 7：中国 iOS 手游 2020 年 2 月-2020 年 4 月流水月度排名

排名	2 月			3 月			4 月		
	游戏	类型	公司	游戏	类型	公司	游戏	类型	公司
1	和平精英	MOBA	腾讯	和平精英	MOBA	腾讯	王者荣耀	MOBA	腾讯
2	王者荣耀	FPS	腾讯	王者荣耀	FPS	腾讯	和平精英	FPS	腾讯
3	AFK Arena	卡牌类	莉莉丝	三国志·战略版	策略类	阿里巴巴	三国志·战略版	策略类	阿里巴巴
4	三国志·战略版	策略类	阿里巴巴	AFK Arena	卡牌类	莉莉丝	梦幻西游	RPG	网易
5	梦幻西游	RPG	网易	梦幻西游	RPG	网易	AFK Arena	卡牌类	莉莉丝
6	QQ 飞车	竞速	腾讯	新笑傲江湖	MMORPG	完美世界	公主连结 Re:Dive	RPG	B 站
7	新笑傲江湖	MMORPG	完美世界	率土之滨	RTS	网易	率土之滨	RTS	网易
8	穿越火线	FPS	腾讯	神武 4	MMO	多益网络	阴阳师	RPG	网易
9	神武 4	MMO	多益网络	阴阳师	RPG	网易	新笑傲江湖	MMORPG	完美世界
10	阴阳师	RPG	网易	大话西游	MMORPG	网易	神武 4	MMO	多益网络

资料来源：App Annie，安信证券研究中心

图 23：中国 iOS 手游月流水前 10 名分布



资料来源：App Annie、安信证券研究中心

Q2 将迎来淡季，并且叠加复工复产影响，我们预计手游收入将较 Q1 出现回调，恢复正常增长态势。但是因为递延收入有待释放，我们认为 Q2 腾讯在手游收入层面仍能实现相对强劲的同比增速。展望下半年，腾讯已宣布 DNF 手游将于暑期上线，此外根据公司官网，《英雄联盟》手游、《使命召唤》手游等重要产品也有望在下半年或之后陆续上线。网易在财报电话会上称新游计划包括《梦幻西游网页版》、《猎手之王》、《哈利波特：魔法觉醒》、《倩女幽魂隐世录》、《天谕》手游、《漫威对决》、《暗黑破坏神：不朽》和《宝可梦大探险》等，其中的《梦幻西游网页版》、《天谕》、《猎手之王》均在今年获得了游戏版号。截至 5 月底，腾讯和网易分别有 9 款/7 款游戏 2020 年获得版号。

表 8：2020 年腾讯和网易获得版号国产游戏

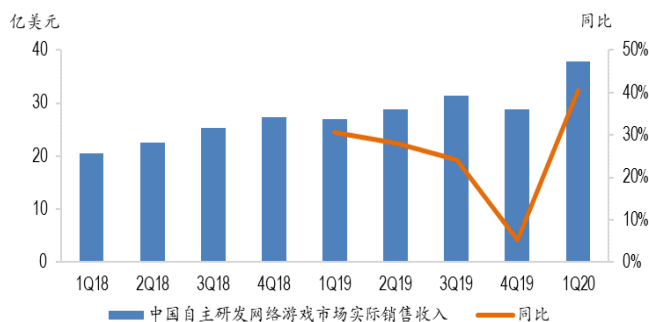
腾讯				网易			
获批时间	游戏	申报类别	游戏类型	获批时间	游戏名	申报类别	游戏类型
2020.5.11	画境长恨歌	移动	休闲解谜游戏	2020.5.11	风暴对决	移动	休闲对战游戏
2020.4.27	不可思议之梦蝶	移动	冒险解谜游戏	2020.4.27	黑潮之上	移动	卡牌策略游戏
2020.4.8	乱斗之星	移动	动作休闲游戏	2020.4.8	海岛纪元	移动	MMORPG
2020.3.24	彩虹坠入	游戏机-Switch	休闲解谜游戏	2020.2.25	天谕	移动	MMORPG
2020.3.6	天涯明月刀	移动	MMORPG	2020.2.10	梦幻西游网页版	移动	MMORPG
2020.2.25	秦时明月世界	移动	RPG	2020.1.22	猎手之王	移动	生存竞技类游戏
2020.2.10	螺旋风暴	移动	卡牌对战游戏	2020.1.10	一梦江湖	移动	RPG
2020.1.22	光与夜之恋	移动	女性向游戏				
2020.1.10	战歌竞技场	移动	策略战棋游戏				

资料来源：国家新闻出版署（截至 2020 年 5 月 31 日），安信证券研究中心

3.2. 海外市场开启新增长空间，头部厂商持续拓展版图

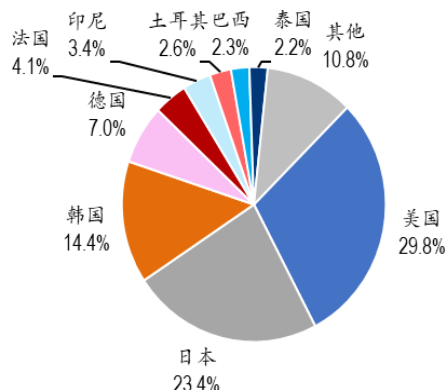
头部游戏厂商的竞争不仅局限在国内，为了进一步扩大用户基础，近年来，游戏公司纷纷加大布局海外市场；我们估计一季度海外市场对腾讯网易的游戏收入贡献分别超过两成和一成。Q1 在疫情影响下海外游戏市场用户需求旺盛，根据 GPC&IDC，Q1 中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入同比增加 40.6%至 37.8 亿美元，快于同期中国网络游戏市场收入增速；其中，美国、日本和韩国是三大主要收入来源地区，在 Q1 占比分别达 29.8/23.4/14.4%。

图 24：中国自主研发网游海外市场实际销售收入



资料来源：GPC&IDC，安信证券研究中心

图 25：1Q20 中国自主研发游戏海外重点地区收入分布



资料来源：GPC&IDC，安信证券研究中心

海外市场确实为头部游戏公司开启了新的增长空间。根据 Sensor Tower，腾讯《PUBG Mobile》4 月在海外市场创收达 9280 万美元。根据公司财报，网易 Q1 海外市场收入贡献约超过游戏收入的 10%，今年 8 月网易将在海外发行《星战前夜》国际版 EVE Echoes 等。此外，近年来，腾讯和网易陆续通过投资海外游戏公司巩固出海布局，2020 年腾讯已先后投资日本白金工作室、德国游戏开发商 Yager Development，并斥资 6500 万美元入股日本游戏开发商 Marvelous，成为其第一大股东。

表 9：2020.1-2020.4 中国手游出海收入 Top10 排行（App Store + Google Play）

排名	1 月		2 月		3 月		4 月	
	游戏	公司	游戏	公司	游戏	公司	游戏	公司
1	PUBG Mobile	腾讯	万国觉醒	莉莉丝	PUBG Mobile	腾讯	PUBG Mobile	腾讯
2	万国觉醒	莉莉丝	PUBG Mobile	腾讯	万国觉醒	莉莉丝	万国觉醒	莉莉丝
3	荒野行动	网易	明日方舟	悠星&鹰角	荒野行动	网易	荒野行动	网易
4	使命召唤手游	动视暴雪&腾讯	剑与远征	莉莉丝	剑与远征	莉莉丝	使命召唤手游	动视暴雪&腾讯
5	黑道风云	友塔网络	王国纪元	IGG	黑道风云	友塔网络	剑与远征	莉莉丝
6	王国纪元	IGG	黑道风云	友塔网络	王国纪元	IGG	黑道风云	友塔网络
7	剑与远征	莉莉丝	荒野行动	网易	火枪纪元	FunPlus	王国纪元	IGG
8	火枪纪元	FunPlus	守望黎明	龙创悦动	阿瓦隆之王	FunPlus	火枪纪元	FunPlus
9	守望黎明	龙创悦动	火枪纪元	FunPlus	使命召唤手游	动视暴雪&腾讯	阿瓦隆之王	FunPlus
10	阿瓦隆之王	FunPlus	使命召唤	动视&腾讯	明日方舟	悠星&鹰角	守望黎明	龙创悦动

资料来源：Sensor Tower，安信证券研究中心

表 10：近 4 年腾讯和网易投资的海外游戏企业

腾讯				网易			
时间	公司/游戏工作室	国家	投资金额	时间	公司/游戏工作室	国家	投资金额
2017	Frontier Developments	英国	2320 万美元	2017	Niantic	美国	2 亿美元
2018	Ubisoft 育碧	法国	/	2018	Bungie	美国	1 亿美元
	Kakao Games	韩国	4700 万美元		Jumpship	英国	/
	Grinding Gear Games	新西兰	0.6 亿美元		Improbable	英国	5000 万美元
	Dreamll	印度	1 亿美元	2019	Quantic Dream	法国	/
	Bluehole Studio 蓝洞工作室	韩国	/		Bossa Studios	英国	3000 万美元
2019	Sharkmob	瑞典	/		Second Dinner	美国	/
	Fatshark	瑞典	5630 万美元		Behavior Interactive	加拿大	/
2020	白金工作室	日本	/				
	Yager Development	德国	/				
	Marvelous	日本	6500 万美元				

资料来源：公司官网、伽马数据、安信证券研究中心

4. 在线广告市场 Q1 需求端承压，下半年展望低迷

表 11：一季度在线广告收入

	一季度线上广告/营销收入			二季度广告/营销收入预测/指引	
	百万元	环比增长	同比增长	环比增长	同比增长
阿里巴巴（客户管理收入）	30,906	-50%	3%	62%	19%
百度	14,243	-31.4%	-19.3%		
腾讯	17,713	-12%	32%	13%	22%
腾讯 - 社交广告	14,592	-10%	47%	13%	38%
腾讯 - 媒体广告	3,121	-21%	-10%	12%	-21%
爱奇艺	1,537	-18.4%	-27.5%	5%	-27%
微博	1,853	-32.1%	-19.3%		
搜狐	1,822	-16.8%	-5%		
搜狐 - 搜索及相关（搜狗）	1,645	-13.5%	1.5%		
搜狐 - 品牌广告	177	-38.5%	-40.5%		
搜狗	1,645	-13.5%	1.5%		
哔哩哔哩	214	-26%	90.5%		

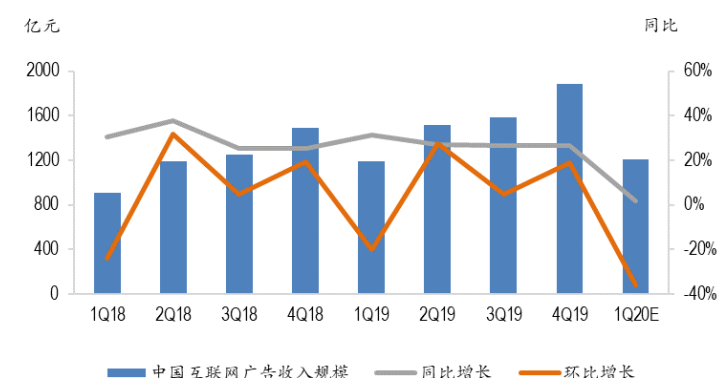
资料来源：公司财报、安信证券研究中心

注：一季度阿里巴巴数据代表其2020财年第四季度；阿里巴巴、腾讯、爱奇艺二季度数据为安信证券研究中心预测值。对于微博、搜狐、搜狗的增速为美元计增速。

4.1. 受整体需求疲软影响，Q1 在线广告投放下滑

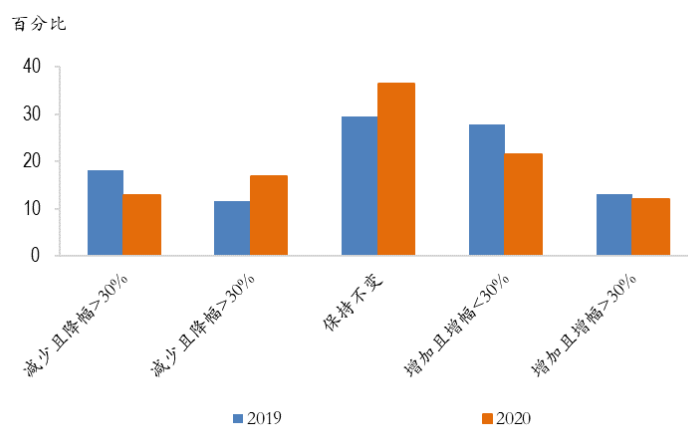
疫情叠加经济下行背景下，中国互联网广告市场规模因广告主需求端疲软而承压。根据艾瑞数据，Q1 中国互联网广告行业整体市场规模预计环比-36%至 1,212 亿元，主因疫情叠加经济下行背景下，广告主投放需求呈现疲软态势。TalkingData 数据显示，倾向于在 2020 增加营销推广预算的广告主占比同比下滑 7ppts 至 33%，计划减少营销预算的广告主占比提升，营销推广态度更为谨慎，预计在此背景下广告主对精准广告投放的需求将提升，具备较高转化率的广告形态将受到青睐。此外，因部分垂直行业如游戏、在线教育广告主增加预算，以及部分线下行业营销预算向线上迁移，Q1 网络广告收入在同比层面仍实现 2%微增。

图 26：中国网络广告市场规模



资料来源：艾瑞，安信证券研究中心

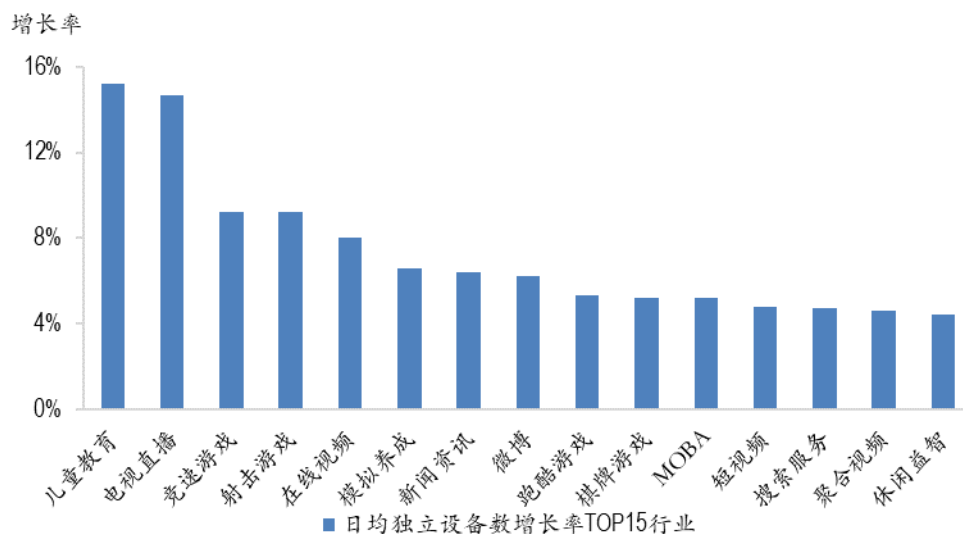
图 27：互联网行业广告主营销推广预算增减趋势



资料来源：Talking Data，安信证券研究中心

疫情期间，在整体广告市场需求放缓、广告主缩减投放的背景下，游戏、在线教育等垂直行业凭借强劲流量获得广告主青睐，实现逆势增长。根据艾瑞，在春节前后日均独立设备数增长率前 15 的子行业中，有 7 个与在线游戏相关，此外，在线教育因高频刚需的特性也呈现出高速增长态势，根据 QuestMobile，2020 年 3 月教育学习月人均使用时长达 5.6 小时，同比+124%，其中 K-12 教育行业月活跃用户数同比+30%至将近 3 亿人。

图 28：2020 年春节及节前日均独立设备数增长率 TOP15 行业



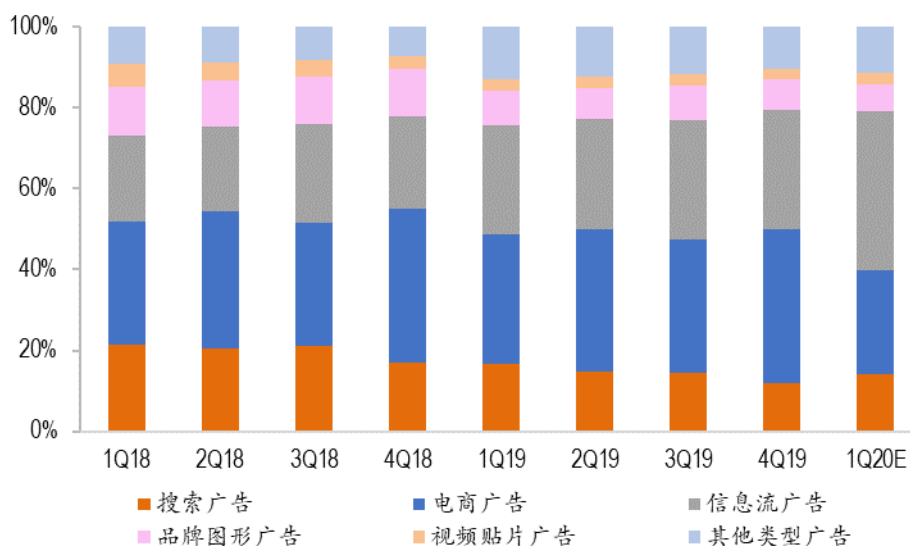
资料来源：艾瑞，安信证券研究中心

注：2020 年春节前为 2020.1.17-2020.1.23；2020 年春节为 2020.1.24-1.30；选取行业日均活跃设备数>1 千万

搜索广告市场份额下滑

搜索广告市场份额整体处于下滑趋势，疫情期间，一方面广告主面对宏观经济不确定性削减预算，另一方面用户投入更多时间在线上娱乐和资讯类产品上。根据 iResearch，Q1 搜索广告市场份额预计达 14.1%，而同期信息流广告占比则增至 39.2%。此外，电商广告在 Q1 预计份额缩减至 26%，我们认为 Q2 随着电商旺季促销活动的开启，电商广告市场份额将迎来反弹，恢复常态化约为 30-40% 的占比。

图 29：中国不同形式网络广告市场份额



资料来源：iResearch，安信证券研究中心

百度 Q1 总营收同比-7%，其中在线营销收入同比-19.3%至 142 亿元，主因来自垂直行业的广告主预算削减。搜狗 Q1 搜索及搜索相关广告收入微升 1.5%。搜索广告市场一季度增长依旧乏力，百度和搜狗都在搜索之外寻找其他的收入增长动力。百度 Q1 在推进百度 App 端内搜索、增强移动生态系统方面不断推进，叠加用户对疫情信息获取的需求，3 月百度 App 的

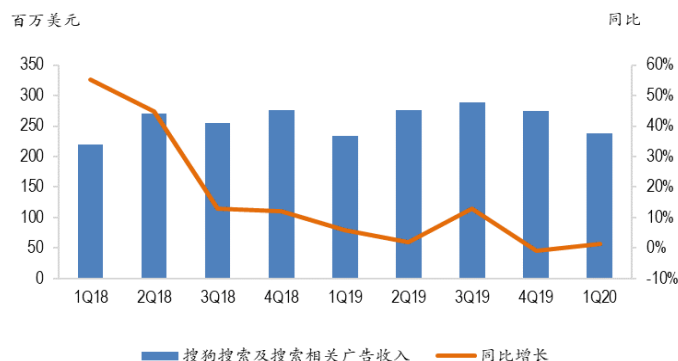
DAU 达到 2.22 亿，同比增长 28%，创下新高，App 端内搜索量同比增长 45%，信息流用户时长同比增长 51%。搜狗 Q1 搜索及搜索相关广告收入同比增长动力来自于竞价点击付费广告，占搜索及相关收入比重达 91%。我们预计疫情影响下广告主投放需要较长时间恢复，Q2 搜索广告同比继续承压。搜狗将持续致力于变现移动输入法，其收入有望在 2H20 继续提升，智能硬件在 2H 也将继续释放商业价值。

图 30：百度在线营销服务收入



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 31：搜狗搜索及搜索相关广告收入



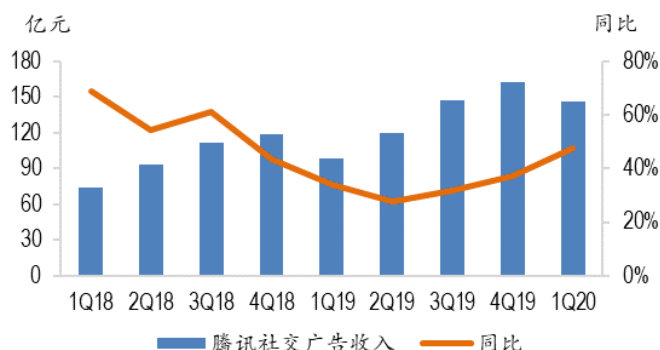
资料来源：公司财报，安信证券研究中心

社交广告保持增长动力

受益于疫情期间用户时长的增加，微信朋友圈广告库存和曝光率得以提升，推动腾讯 Q1 社交广告收入的强劲增长。社交广告收入同比增加 47% 至 146 亿元，占整体广告收入比重同比扩大 8ppts 至 82%。QuestMobile 数据显示，2020 年 3 月微信 APP 月人均使用时长同比 +5.7% 至 37.3 小时。我们预期 Q2 随着复工复产，整体广告曝光量将随用户流量下降呈现自然回落。

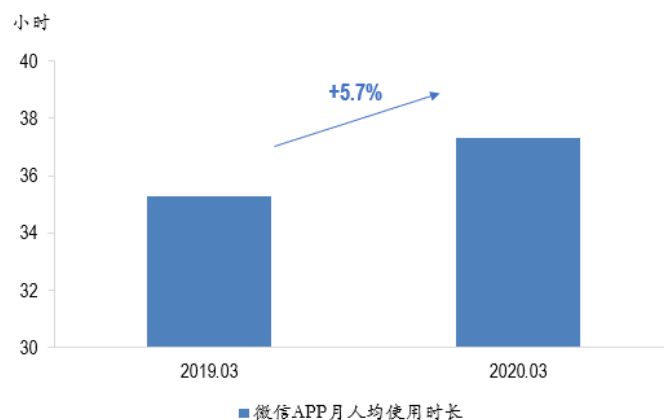
展望全年，我们预期腾讯社交广告同比增长约三至四成，而媒体广告在宏观经济存在不确定性的背景下会继续承压，占收比将进一步下降。根据公司财报，截至 1Q20，微信和 WeChat 的合并月活跃用户数已达 12 亿。我们认为腾讯生态内广泛的用户覆盖创造了较为稀缺的高流量广告位，未来在丰富优质的应用场景下，其社交广告的变现潜力将被进一步激发。

图 32：腾讯社交广告收入及其增长



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 33：微信 APP 月人均使用时长



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

4.2. 在线视频平台收入结构转型符合预期

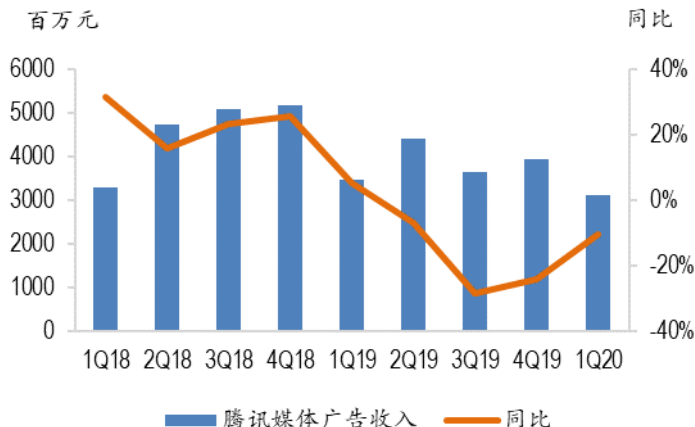
爱奇艺 Q1 在线广告收入同比下滑 27.5%至 15.4 亿元，符合我们预期，主因疫情影响下广告主削减预算以及线上广告投放的激烈竞争。公司的收入结构转型加快，同比来看广告占收入比例同比下降 10 个百分点，占收入比例降至 20%；同时会员收入占比同比提升 10 个百分点。腾讯媒体广告 Q1 同比降 10% (vs Q4 同比下滑 24%)，主要由于宏观经济疲弱以及体育赛事暂停。我们预期其 Q2 媒体广告业务将继续承压，主因跨国品牌受疫情影响在全球范围内削减广告投入。

图 34：爱奇艺广告收入及同比增速



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

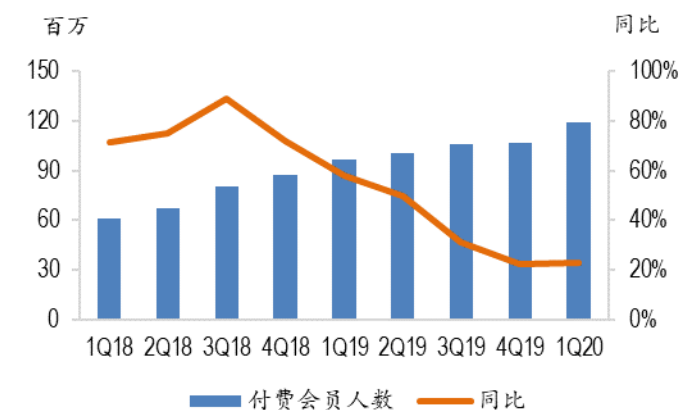
图 35：腾讯媒体广告收入及同比增速



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

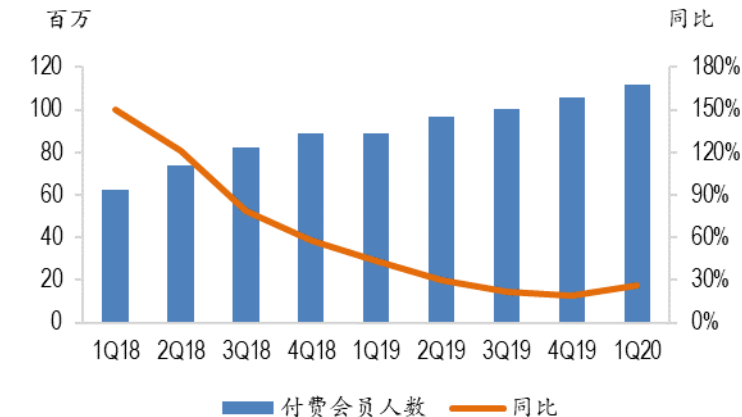
爱奇艺 Q1 会员数量季度净增 1200 万(vs Q4 的 110 万净增)达到 1.189 亿,同比增加 23%。创过去三年 Q1 旺季季度净增的新高; Q1 会员增速符合我们预期。腾讯视频 Q1 会员季度净增 600 万至 1.12 亿,同比增加 26%。疫情下假期延长利好用户娱乐方式迁移至线上,并且总时长增加。

图 36：爱奇艺订阅会员人数



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 37：腾讯视频订阅会员人数

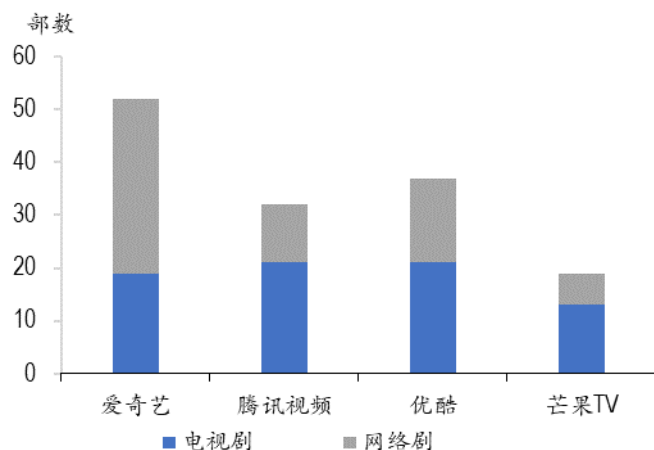


资料来源：公司财报，安信证券研究中心

在线视频平台内容变现模式从广告向会员转化趋势加快。一方面，在宏观疲软、广告供大于求等多重因素下，视频广告收入展望疲软；另一方面，拉新聚焦下沉市场为会员数量增长带来空间。目前长视频平台会员在一二线城市渗透率高，但低线城市渗透率较低，下沉市场会员数量增长仍有空间。此外，短期来看，平台上新增内容以及疫情都导致长视频平台如爱奇艺在以前用户活跃程度相对较低的地区如低线城市的渗透度和使用粘性得以增加。

Q1 爱奇艺在剧集上新数量以及有效播放量方面均领先市场。根据云合数据，Q1 爱奇艺上新剧集达 52 部，包括 19 部电视剧以及 33 部网络剧，腾讯视频在同期上新剧集数量达 32 部，包括 21 部电视剧以及 11 部网络剧。在上新剧有效播放量方面，Q1 爱奇艺和腾讯视频播放量分别为 189 亿和 148 亿。

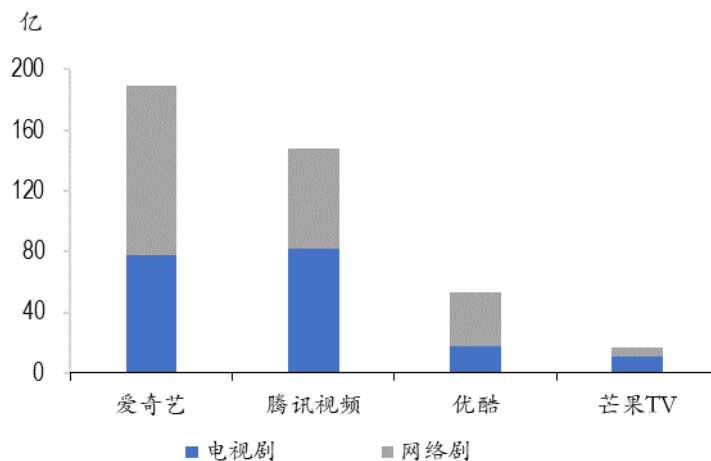
图 38：主要视频平台 1Q20 上新剧集部数



资料来源：云合数据，安信证券研究中心

注：仅统计 20 分钟以上长剧

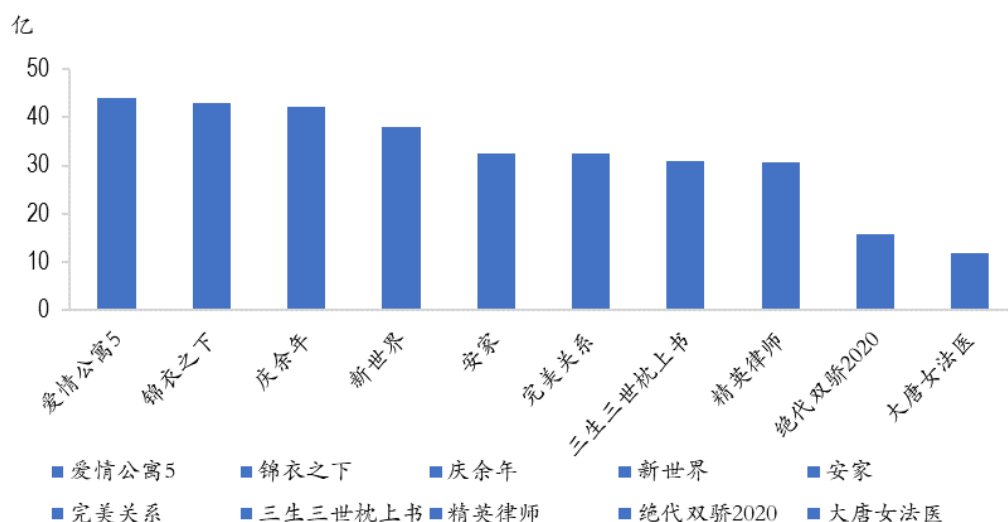
图 39：主要视频平台 1Q20 上新剧集有效播放量



资料来源：云合数据，安信证券研究中心

爱奇艺 Q1 上线的剧集包括剧集《爱情公寓 5》《唐人街探案》《小主且慢行》《小女上房揭瓦》，热综《青春有你 2》。而 2019 年底上线的《庆余年》《锦衣之下》对驱动 Q1 的会员增长也有很重要的正向作用。根据云合数据，Q1 全网剧集有效播放量前 10 名中，除了《安家》和《三生三世枕上书》为腾讯视频独播，包括独播和拼播在内，爱奇艺共囊括 8 部剧集，其中《爱情公寓 5》、《锦衣之下》、《庆余年》位居播放量前三。

图 40：1Q20 全网剧集有效播放量排名 TOP10



资料来源：云合数据，安信证券研究中心

5. 疫情拉升在线直播渗透率，头部付费用户变现承压

表 12: 1Q20 直播收入概览

	一季度直播收入			一季度总收入		二季度总收入指引	
	百万元	环比增长	同比增长	环比增长	同比增长	环比增长	同比增长
欢聚时代（整体）	6,756	-5%	51%	-6%	50%		17%-20%
- YY Live	2,509	-21%	-2%	-21%	-5%		
- 虎牙	2,274	-3%	47%	-2%	48%	8%-9%	29%-31%
陌陌	2,332	-31%	-13%	-23%	-4%	6%-9%	-9%至-6%
斗鱼	2,113	11.7%	56%	10.4%	53%	2%-5%	26.0%-28.7%

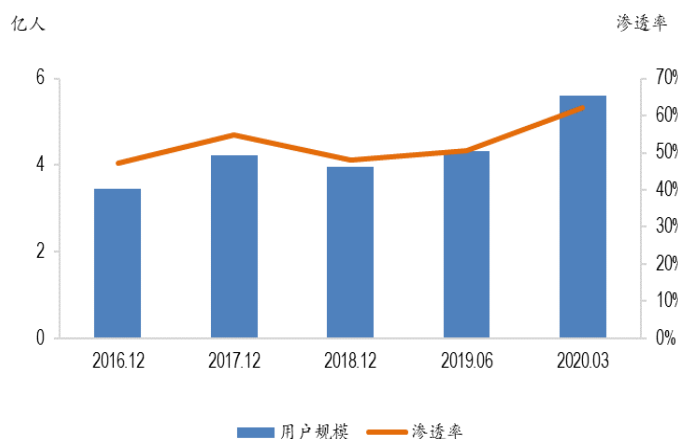
资料来源：公司财报、安信证券研究中心

注：欢聚时代（整体）Q2 收入指引为剔除虎牙后数据。

5.1. 疫情期间直播用户渗透率提升，但头部用户付费能力承压

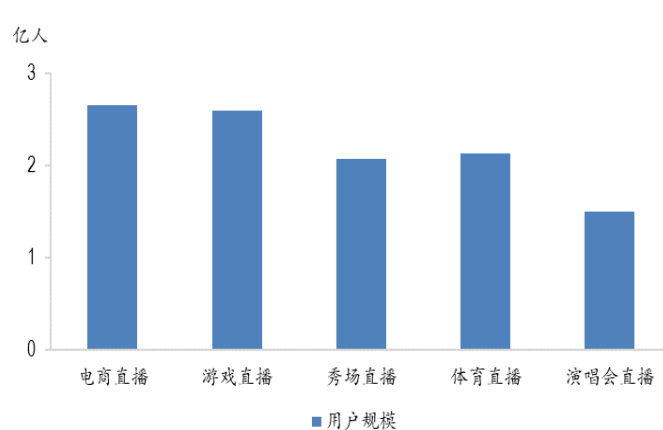
疫情期间直播用户在整体网民中渗透率提升，一方面直播的互动性和实时性满足了疫情期间用户的互动需求，另一方面用户居家时间延长，增加了直播观看时长，尤其是对游戏直播的关注。根据 CNNIC，截至 2020 年 3 月，中国网络直播的总体用户规模达到了 5.6 亿人，占整体网民数量比重达 62%，相比 2019 年 6 月增加了 6ppts。2020 年 3 月整体直播用户中，游戏直播用户数达 2.6 亿，占总体网民数量 28.7%。秀场直播用户数为 2.1 亿，占比 22.9%。电商直播增势迅猛，在 2020 年 3 月直播用户数达 2.65 亿，在总体网民中渗透率达 29.3%。我们预期未来在 5G 等技术的发展下，直播将与更多消费场景进行结合，逐渐工具化和去中心化。

图 41：网络直播用户规模及渗透率



资料来源：CNNIC，安信证券研究中心

图 42：网络直播细分领域用户规模（2020.03）



资料来源：CNNIC，安信证券研究中心

疫情期间秀场直播高付费用户消费情绪受到负面影响相对较大，头部平台陌陌和 YY 在 Q1 的直播收入均出现下滑。陌陌由于其用户社交交友诉求比较强，所以疫情期间线下活动受限对陌陌平台用户活跃度的影响更大；Q1 直播收入同比-13.3%，主要因为疫情对高付费用户消费情绪产生负面影响；付费用户环比减少 70 万至 860 万。疫情期间公司加强了产品运营去提升腰部用户的参与度和消费意愿，腰部用户的变现一定程度上抵消了高付费用户的变现压力。3 月 MAU 达到 1.08 亿，同比下滑，主因疫情限制了用户对开放式社交的需求，但公司迅速调整策略，将流量更多的导向娱乐陪伴型产品，因此用户日均使用时长持续增长。欢

聚时代在 Q1 收入同比+49.6%，但其中娱乐秀场直播 YY Live 直播收入同比-2.2%，付费用户同比-3.6%至 400 万人，同样面临淡季压力；旗下 BIGO 收入达 21 亿元，来自北美、欧洲等发达市场对 BIGO 收入的贡献超过 34%，BIGO 将继续在发达市场和新兴市场扩张，为公司未来几年直播收入的创造增长空间。

我们对秀场直播偏中性的观点不变，短期疫情并未改变行业的长期发展逻辑，整体行业已经迈入较为常态化的增长。今年上半年受到疫情影响，高付费的用户变现进程放缓，头部直播平台通过强化对腰部用户的运营一定程度上弥补了头部用户变现的趋缓态势，来自海外市场的贡献正在逐步提升，预期下半年国内娱乐秀场直播市场将逐季回暖。

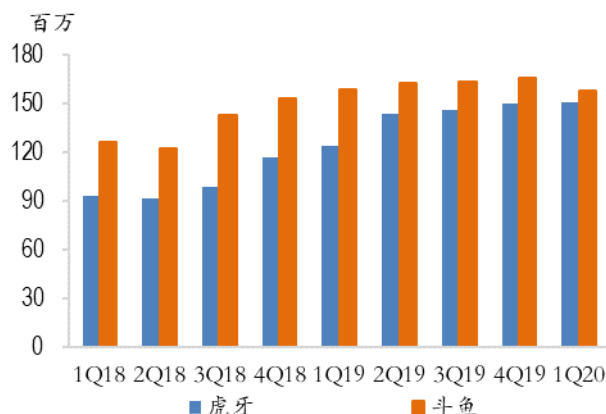
5.2. 游戏直播用户活跃和内容生态驱动付费率提升

游戏直播行业 Q1 因用户居家时间延长而获益，用户参与度提升驱动付费用户数和 ARPPU 双向增长。虎牙 Q1 在线直播收入同比增 46.5%至 22.7 亿元，Q1 平均 MAU 同比+22%至 1.51 亿，付费用户同比+13%至 610 万，移动支付用户比例超过八成，季度内直播 ARPPU 同比+30%至 373 元。斗鱼 Q1 在线直播收入同比增 56%至 21 亿元。Q1 平均 MAU 同比持平、环比-5%至 1.58 亿，付费用户数同比+26%至 760 万，直播 ARPPU 同比+23%达到 278 元，Q1 的游戏分区贡献了 80%的总观看时长。

疫情期间游戏直播平台移动端用户参与度提升。一方面，疫情期间网吧的关闭限制了 PC 端 MAU 增长，另一方面平台通过引导主播增加直播时长并加强与游戏开发商的战略合作提升了移动端用户的参与度。虎牙移动端 MAU 同比+41%至 7470 万，占总 MAU 的 49% (vs Q4 41%)，斗鱼移动端 MAU 同比+15%达到 5660 万，占总 MAU 的 36% (vs Q4 33%)。

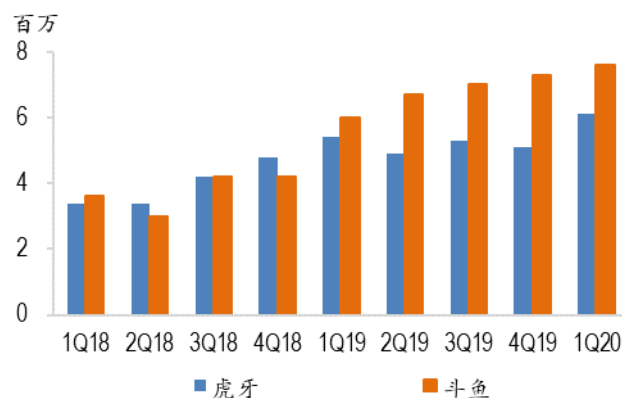
我们观察到目前头部游戏直播平台的月活已近趋于稳定，长期来看，付费率的提升和 ARPPU 值的增长是驱动游戏直播平台的关键因素，我们认为游戏和娱乐内容生态对平台的变现至关重要，头部游戏直播平台也在通过对内容和产品的投资来丰富生态，进而吸引用户付费。此外，头部游戏直播平台也在尝试更多变现模式，比如订阅付费、广告等。

图 43：虎牙和斗鱼季度 MAU 对比



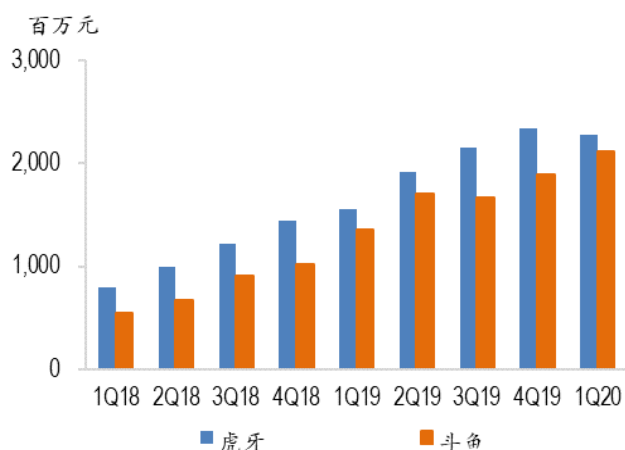
资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 44：虎牙和斗鱼季度付费用户数对比



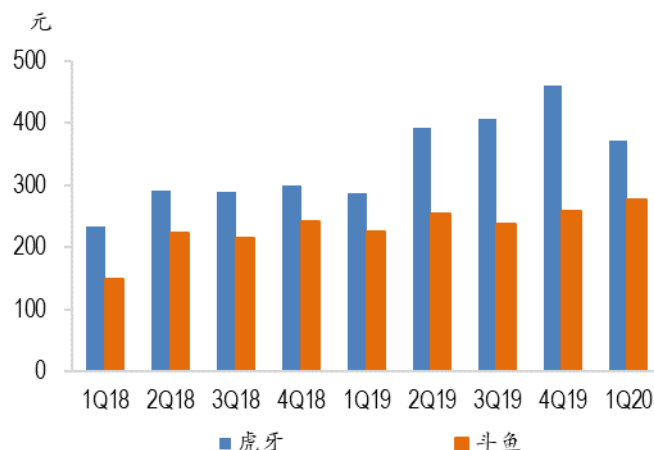
资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 45：虎牙和斗鱼直播收入对比



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 46：虎牙和斗鱼季度 ARPPU 值对比



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

6. 投资建议

从疫情逐步解除的角度看，我们预期电商行业表现将最优，Q2 大促季供给端和需求端在线上释放需求叠加线下消费加快向线上迁移，利好电商业务迅速恢复；同时，手游行业呈现韧性，爆款新游或成为正向催化剂。

重点推荐**京东**（增长转向激进、业务恢复后保持盈利能力按年提升）和**腾讯**（爆款新游和海外贡献、互金利润率结构性改善以及社交广告增速健康）。

重点关注高增长公司**哔哩哔哩**和**拼多多**（均为高投入、高增长、高估值，正处于激进扩张期）。

长期看好**阿里巴巴**（生态系统协同增强多领域竞争力，核心市场平台增速与盈利能力健康）。

7. 风险提示

我们认为目前行业面临的主要风险包括：宏观经济增速放缓造成消费增速下滑以及广告主预算削减；外部市场动荡以及人民币贬值；内容、娱乐行业监管趋严带来的业务短期波动大于预期；业务增长以营销费用为代价，拉低利润率。

8. 中国互联网公司估值比较

表 13: 中国互联网公司估值比较

公司名称	股票代码	交易货币	收盘价	市值	动态市盈率			市销率		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
阿里巴巴	BABA US	美元	206.57	554,170	24.7	19.2	15.0	6.0	4.7	4.0
腾讯控股	700 HK	港币	429.00	531,959	32.0	26.0	21.7	8.0	6.6	5.5
美团	3690 HK	港币	150.00	110,131	243.0	50.4	32.9	7.0	4.9	3.9
京东	JD US	美元	54.73	80,378	42.4	28.0	21.0	0.8	0.7	0.6
拼多多	PDD US	美元	65.76	78,756	na	122.7	40.4	11.7	7.4	5.5
网易	NTES US	美元	397.59	51,231	23.1	20.3	17.5	5.3	4.7	4.2
小米	1810 HK	港币	12.14	37,329	23.2	18.0	14.5	1.1	0.9	0.8
百度	BIDU US	美元	107.10	36,914	17.4	13.0	10.9	2.4	2.1	1.9
好未来	TAL US	美元	61.03	36,114	222.7	64.7	39.2	10.7	7.8	5.6
腾讯音乐	TME US	美元	12.60	21,137	34.1	25.5	21.2	5.1	4.0	3.3
新东方	EDU US	美元	122.00	19,328	39.3	28.4	21.3	5.4	4.1	3.2
携程	TCOM US	美元	25.90	15,361	na	20.9	15.5	5.0	3.1	2.6
爱奇艺	IQ US	美元	16.70	12,252	na	na	na	2.7	2.3	2.0
唯品会	VIPS US	美元	17.14	11,525	13.6	11.3	10.5	0.9	0.8	0.7
哔哩哔哩	BILI US	美元	33.06	11,420	na	na	219.6	7.5	5.4	4.2
汽车之家	ATHM US	美元	77.14	9,186	18.6	16.7	14.0	7.5	6.7	5.9
58 同城	WUBA US	美元	49.93	7,483	18.9	12.9	11.9	3.4	2.8	2.5
微博	WB US	美元	30.76	6,966	14.9	12.1	10.7	4.2	3.7	3.4
金蝶国际	268 HK	港币	14.50	6,125	147.2	110.1	73.6	11.7	9.6	7.9
阅文	772 HK	港币	45.80	5,956	31.9	27.7	24.1	4.6	4.1	3.6
中航信	696 HK	港币	15.60	5,791	28.0	15.3	14.0	6.2	4.6	4.2
众安	6060 HK	港币	28.00	5,423	na	65.0	33.2	2.1	1.6	1.2
欢聚时代	YY US	美元	64.15	5,050	18.3	12.3	9.7	1.5	1.3	1.1
金山软件	3888 HK	港币	25.60	4,498	84.9	46.7	26.4	4.3	3.4	3.2
金山云	KC US	美元	21.39	4,391	na	na	na	na	na	na
前程无忧	JOBS US	美元	64.01	4,282	27.3	22.1	16.9	8.1	7.2	6.4
陌陌	MOMO US	美元	19.99	4,172	9.9	7.4	6.5	1.8	1.5	1.4
同程艺龙	780 HK	港币	14.16	3,878	27.0	14.2	11.8	4.2	2.9	2.4
虎牙	HUYA US	美元	16.05	3,523	24.3	16.3	12.8	2.2	1.8	1.6
斗鱼	DOYU US	美元	9.00	2,857	20.3	14.6	11.7	2.1	1.7	1.5
有道	DAO US	美元	23.35	2,610	na	na	63.7	6.4	3.5	2.3
微盟	2013 HK	港币	8.27	2,354	415.5	88.1	65.0	8.2	5.9	4.6
新浪	SINA US	美元	31.93	2,088	13.6	10.7	8.4	1.0	0.9	0.8
宝尊	BZUN US	美元	29.35	1,850	24.0	17.1	13.9	1.5	1.2	1.0
有赞	8083 HK	港币	0.82	1,810	na	na	na	6.4	4.0	2.7
心动公司	2400 HK	港币	25.30	1,436	17.6	14.1	11.1	2.9	2.3	1.8
易鑫	2858 HK	港币	1.65	1,373	na	26.0	21.9	2.5	2.1	2.1
中软国际	354 HK	港币	3.98	1,351	10.3	8.5	7.3	0.7	0.6	0.5
猎聘	6100 HK	港币	18.58	1,249	37.0	23.6	18.1	5.1	4.1	3.5
搜狗	SOGO US	美元	3.20	1,244	22.9	10.5	8.1	1.1	1.0	0.9
汇量科技	1860 HK	港币	5.51	1,108	19.5	14.7	10.8	1.8	1.5	1.3
易车网	BITA US	美元	13.05	927	na	31.6	22.1	0.7	0.7	0.7
美图	1357 HK	港币	1.47	829	273.8	50.7	26.8	5.2	4.3	3.7
趣头条	QTT US	美元	2.73	814	na	341.1	5.3	0.8	0.7	0.6
IGG	799 HK	港币	4.98	798	5.9	5.6	4.9	1.2	1.2	1.1

资料来源：彭博、安信证券研究中心

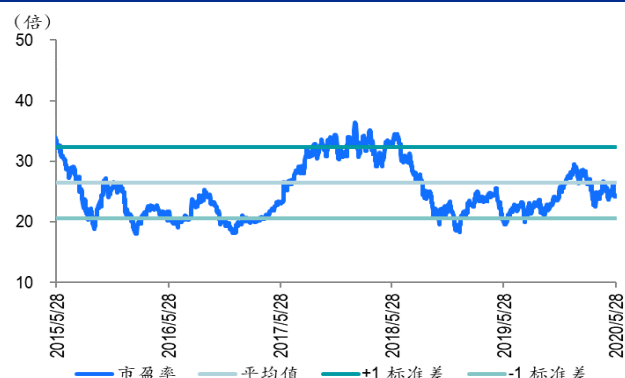
注：由于财政年度起止时间不同，阿里巴巴和新东方的 2020E 代表其 2021 财年，以此类推。

图 47: 腾讯- 市盈率走势



资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 48: 阿里巴巴- 市盈率走势



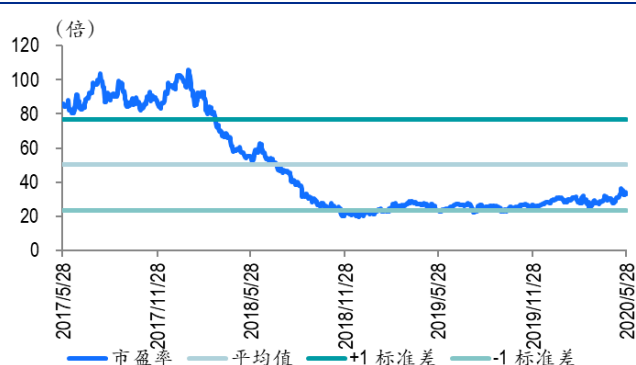
资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 49: 百度 - 市盈率走势



资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 50: 京东 - 市盈率走势



资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 51: 网易 - 市盈率走势



资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 52: 汽车之家 - 市盈率走势



资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 53: 微博 - 市盈率走势



资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 54: 新浪 - 市盈率走势



资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 55: 陌陌 - 市盈率走势



资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 56: 欢聚时代 - 市盈率走势



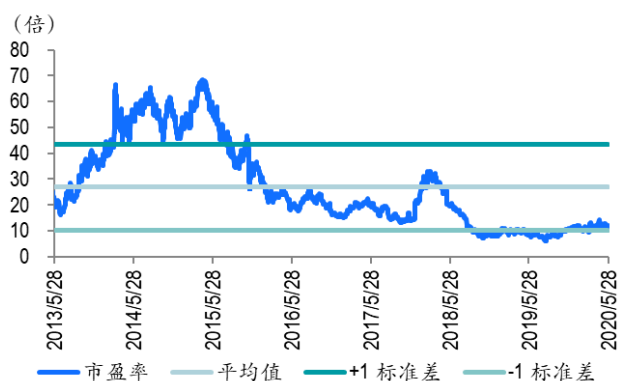
资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 57: 前程无忧 - 市盈率走势



资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 58: 唯品会 - 市盈率走势



资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 59: 宝尊电商 - 市盈率走势



资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 60: 58同城 - 市盈率走势



资料来源：彭博、安信证券研究中心

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先 S&P500 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与 S&P500 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后 S&P500 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于 S&P500 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于 S&P500 指数波动;

■ 分析师声明

黄守宏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034