

2018年05月29日

海外科技

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

## 后移动时代下的深度挖掘>广度扩展

### ——互联网中概一季报回顾

■移动互联网广度红利将尽，深度价值的挖掘成为主要动力：我们看到移动互联网的渗透率基本见顶，“流量红利”渐渐消失。今年3月中国移动互联网月活设备数同比增幅只有5%；用户月度总时长和人均单日使用时长的同比增速分别为21.6%和18.4%，可见由移动设备数或用户数带来的增长贡献并不是市场增长的主要动力；3月中国移动网民人均新安装APP数为4.4个（vs.一年前的3.6个），可以看出要争夺用户APP下载量的竞争非常激烈。我们观察到互联网公司的策略正在转向通过大数据技术提高用户体验、增加用户对移动产品的使用时长、向低线城市用户市场下沉、与流量巨头或者社交媒体合作来加深对整体移动用户群体的渗透以及提高用户的粘性。

■线上B2C零售争夺用户市场下沉：我们看到一方面线上B2C龙头在用户方面在向低线城市渗透，另一方面，购物APP对用户的渗透率也在加深，人均安装数至少3个的比例同比增加明显。阿里巴巴中国零售市场年化活跃买家数一季度（财年四季度）净增3700万，净增量创过去13个季度新高，主要由于春节期间用户在低线城市及各年龄群体的渗透率的加深，2019财年收入增速指引超预期，我们认为主要是源于核心商业业务，通过提高商户ROI带来的营销收入的成长和交易额的增长、加强个性化技术和增加广告加载率来提高用户转化率。

■求生类游戏热度持续，游戏市场二季度之后迎来拐点：中国iOS手游收入榜3至4月完全被腾讯和网易垄断；我看到除了市场前两名，其他手游厂商的份额基本在1%-2%甚至更低，中国手游市场的集中度已经非常高；我们预计随着国内用户红利消失、市场规模基数增大，对现有用户活跃度与付费水平的挖掘将成为移动游戏市场增长的驱动力。我们预计吃鸡游戏可能最早于下半年开始变现，短期无法对腾讯的游戏收入产生贡献，其占据游戏玩家的时长而对其他游戏产生的负面效应将在短期内持续。而二季度至今看来，主要游戏厂商并未有主要的爆款大作上线，我们预计手游市场拐点将在下半年；端游市场仍然受到吃鸡端游对用户规模的影响，加上去年的高基数，今年主要游戏的收入规模将在同比个位数浮动。

■直播进入稳定爬升期，游戏直播龙头拓展边界：直播app整体渗透率呈现波动上升的趋势，增长主要由游戏直播app和答题直播app共同驱动。从市场渗透率来看，马太效应初显，斗鱼、虎牙领先游戏直播，YY领先泛娱乐直播，我们预期未来随着资本化进程的发展，行业龙头优势将会凸显。在移动用户红利逐渐消失的今天，内容质量成为平台

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001

huyw@essence.com.cn

021-35082010

### 相关报告

1Q18 在线招聘白领市场策略分化明显  
2018-05-04互联网中概股估值体系分析  
2018-04-11移动流量红利耗尽，用户获取驱动行业整合  
2018-04-03

竞争的核心，老牌直播平台已经开始深耕内容，由此而培养用户粘性，头部主播仍然成为平台争夺热点，游戏主播自带流量，是平台变现的核心，能够快速提升平台用户量；游戏直播内容上看，斗鱼和虎牙直播紧紧把握用户喜好，基本涵盖所有游戏种类，但各平台也在结合自制娱乐节目以求差异化发展。

■**社交媒体、视频领涨在线广告市场：**搜索方面，百度占中国网络搜索八成的市场份额，第二名搜狗份额约 7%；我们注意到基于 2016 年的医疗广告事件，尤其是 2017 年下半年搜索市场规模在低基数的基础上同比增速回升，我们预计在此事件经过两年之后，低基数效应会消失；另一方面，信息流广告和 AI 技术提升用户转化为推广业务提供了新的增长动力。在线视频方面，视频订阅收入的规模正在迅速赶超视频广告的收入规模。以爱奇艺为例，一季度会员订阅收入与广告收入约持平，差距环比和同比都在缩小。短视频方面，移动互联网时代下用户消费习惯碎片化，具有高互动和社交属性、进入门槛低、时间需求碎片化等特征的短视频行业因此进入快速增长阶段，市场中以抖音为代表的头条系产品快速成长，BAT 均有自己的短视频布局。

■**ARPU 的增长对 IAAS 云市场的重要性加大：**我们看到公有云 IAAS 市场呈现强者更强的趋势，阿里云和腾讯云作为市场龙头，一季度保持了同比三位数的增速。我们认为去年 IAAS 公有云的主要增长动力来源于付费客户数的增长，而今年开始，ARPU 的成长贡献将更加突出，市场龙头经过了初期的用户积累以后，在服务上升级，从比较基础的 CDN 或者数据库服务升级到高附加值的产品和服务，一定层面上也反映出了云 IAAS 服务的需求的复杂度在提升。同时，云 IAAS 巨头相继宣布产品降价，使得今年云 IAAS 市场竞争也更为激烈，对市场份额较小的厂商来说压力更大。

■**风险提示：**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；移动端获客成本上升导致营销成本的增加。

## 内容目录

1. 一季度业绩概览.....	5
2. 移动互联网广度红利将尽，深度价值的挖掘成为主要动力.....	6
3. 线上 B2C 零售争夺用户市场下沉.....	7
3.1. 阿里或成春节最大赢家，“拼多多”实现反超.....	9
3.2. 上市公司一季度业绩回顾.....	11
3.3. 二季度电商促销旺季.....	11
4. 求生类游戏热度持续，游戏市场二季度之后迎来拐点.....	12
4.1. 一季度腾讯网易垄断榜单，新作冲榜难度加大.....	12
4.2. 玩家红利已过，提高用户转化和提升核心玩家粘性成为关键.....	14
4.3. 上市公司一季度业绩回顾.....	15
5. 直播进入稳定爬升期，游戏直播龙头拓展边界.....	16
5.1. 直播平台马太效应初显，互联网头部领投.....	16
5.2. 游戏直播平台向泛娱乐生态布局.....	17
6. 社交媒体、视频领涨在线广告市场.....	19
6.1. AI 赋能搜索和信息流广告，搜狗搜索保持高增长.....	19
6.2. 视频订阅收入赶超视频广告收入规模.....	20
6.3. 碎片化时代短视频兴起，社交属性和内容生态突出.....	21
7. ARPU 的增长对 IAAS 云市场的重要性加大.....	23
8. 行业估值对比.....	25
8.1. 中国互联网公司估值比较.....	25
8.2. 主要互联网公司估值历史走势.....	26

## 图表目录

图 1: 一季报公布后一交易日股价升跌幅.....	5
图 2: 2018 年迄今股价表现 (5 月 25 日).....	6
图 3: 2018 年 3 月中国移动互联网月度活跃设备数.....	6
图 4: 中国移动互联网用户月度使用总时长.....	7
图 5: 中国互联网用户人均单日使用时长.....	7
图 6: 中国移动网民每月人均新安装 APP 数, 2018 年 3 月.....	7
图 7: 中国网络零售 B2C 市场交易规模.....	8
图 8: 1Q18 中国网络零售 B2C 市场交易份额.....	8
图 9: 中国跨境电商 B2C 市场规模.....	8
图 10: 跨境进口零售电商市场竞争格局.....	8
图 11: 综合电商 APP 月活跃用户规模.....	9
图 12: 综合电商 APP 月人均使用时长, 2018.3.....	9
图 13: 综合电商 APP 月人均使用次数, 2018.3.....	9
图 14: 2018 年 3 月移动购物 APP 与小程序累计 MAU 对比.....	10
图 15: 人均安装移动购物 APP 数量分布.....	10
图 16: 中国手游市场规模.....	14
图 17: 1Q18 中国手游研发商收入份额.....	14
图 18: 直播 app 渗透率及用户规模变化.....	17
图 19: 直播 app 渗透率变化趋势.....	17
图 20: 直播 app DAU 对比, 2018.2.....	17

图 21: 2017 年中国游戏直播平台年均启动次数渗透率.....	18
图 22: 2017 年中国游戏直播平台年均人均单日使用时长.....	18
图 23: 中国网络搜索市场规模.....	19
图 24: 中国网络搜索市场份额, 1Q18.....	19
图 25: 爱奇艺- 季度会员收入与广告收入对比.....	21
图 26: 中国移动短视频综合平台月活跃用户规模.....	22
图 27: 2017.04 - 2018.04 快手与头条系产品设备数对比.....	23
图 28: 阿里云收入及调整后 EBITA 率.....	24
图 29: AWS 收入及经营利润率.....	24
图 30: 腾讯 - 市盈率走势.....	26
图 31: 阿里巴巴 - 市盈率走势.....	26
图 32: 百度 - 市盈率走势.....	26
图 33: 京东 - 市盈率走势.....	26
图 34: 网易 - 市盈率走势.....	26
图 35: 携程 - 市盈率走势.....	26
图 36: 微博 - 市盈率走势.....	27
图 37: 新浪 - 市盈率走势.....	27
图 38: 陌陌 - 市盈率走势.....	27
图 39: 欢聚时代 - 市盈率走势.....	27
图 40: 汽车之家 - 市盈率走势.....	27
图 41: 易车网 - 市盈率走势.....	27
图 42: 前程无忧 - 市盈率走势.....	28
图 43: 唯品会 - 市盈率走势.....	28
图 44: 金山软件 - 市盈率走势.....	28
图 45: 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.....	5
表 2: 1Q18 电商收入概览.....	7
表 3: 1Q18 在线游戏收入.....	12
表 4: 中国 ios 手游收入公司排名.....	13
表 5: 中国 ios 手游流水月度排名.....	13
表 6: 3 月& 4 月中国 iOS 手游下载排名.....	13
表 7: 2018.3 中国手游收入及下载排名 (海外).....	14
表 8: 各直播平台主播日均活跃数量, 2017.3-2018.5.....	18
表 9: 主要互联网公司一季度广告/营销收入.....	19
表 10: 2018.1-2018.4 综合在线视频活跃度 Top5.....	20
表 11: 主要互联网公司一季度云业务收入.....	23
表 12: 中国互联网公司估值比较.....	25

## 1. 一季度业绩概览

从下表我们整理的 20 家中概互联网公司的一季度业绩来看,大部分公司的收入和 non-GAAP 净利润都是超过和符合市场一致预期;六成公司的二季度收入指引都基本符合市场一致预期,与上季度情况相同。从季报后一交易日以及今年迄今为止的股价表现看,个股升跌幅度差异较大。

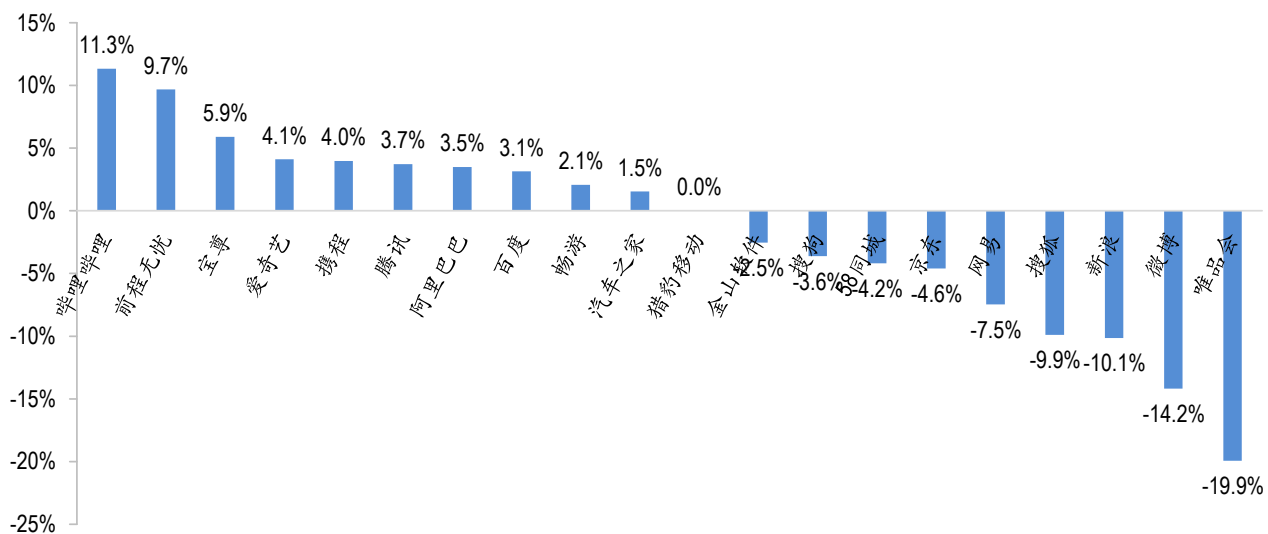
表 1: 一季度收入及利润与市场一致预期对比

公司	股票代码	一季度收入 vs 彭博预期		一季度非通用会计准则净利润 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	5.0%	超过预期	7.2%	na	na
腾讯	700 HK	超过预期	3.9%	符合预期	-0.3%	na	na
百度	BIDU US	超过预期	3.5%	超过预期	25.4%	符合预期	-0.1%
京东	JD US	符合预期	1.1%	不及预期	-19.2%	符合预期	-0.7%
网易	NTES US	符合预期	1.8%	不及预期	-25.0%	na	na
携程	CTRP US	符合预期	1.2%	超过预期	242.9%	符合预期	0.8%
微博	WB US	符合预期	1.9%	超过预期	3.8%	符合预期	-1.0%
58 同城	WUBA US	超过预期	4.3%	超过预期	46.9%	符合预期	0.1%
新浪	SINA US	符合预期	1.6%	超过预期	17.0%	na	na
汽车之家	ATHM US	超过预期	3.6%	超过预期	23.7%	符合预期	0.6%
唯品会	VIPS US	符合预期	1.5%	符合预期	-1.8%	符合预期	-1.3%
前程无忧	JOBS US	超过预期	4.1%	超过预期	7.4%	符合预期	-1.1%
金山软件	3888 HK	符合预期	0.7%	符合预期	-62.9%	na	na
搜狐	SOHU US	超过预期	7.0%	不及预期	-26.5%	符合预期	-1.7%
搜狗	SOGO US	超过预期	5.7%	超过预期	13.2%	符合预期	-1.6%
畅游	CYOU US	超过预期	6.8%	不及预期	na	不及预期	-3.7%
宝尊	BZUN US	超过预期	4.4%	超过预期	6.5%	符合预期	0.1%
猎豹移动	CMCM US	不及预期	-3.0%	不及预期	na	不及预期	-3.2%
爱奇艺	IQ US	超过预期	2.8%	超过预期	64.7%	符合预期	-0.1%
哔哩哔哩	BILI US	na	na	na	na	超过预期	13.5%

资料来源: 公司财报、彭博、安信证券研究中心

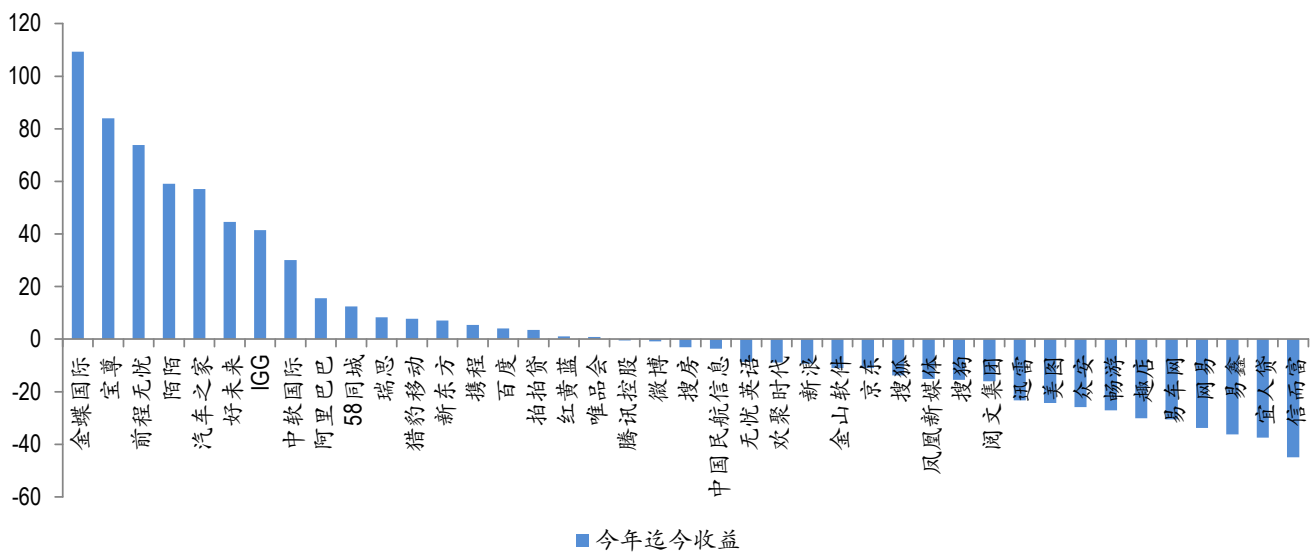
注: 1Q18 对应阿里巴巴 2018 财年第四季度; 与彭博市场一致预期相比 2% 以内为符合预期

图 1: 一季报公布后一交易日股价升跌幅



资料来源: 彭博、证券研究中心

图 2：2018 年迄今股价表现（5 月 25 日）



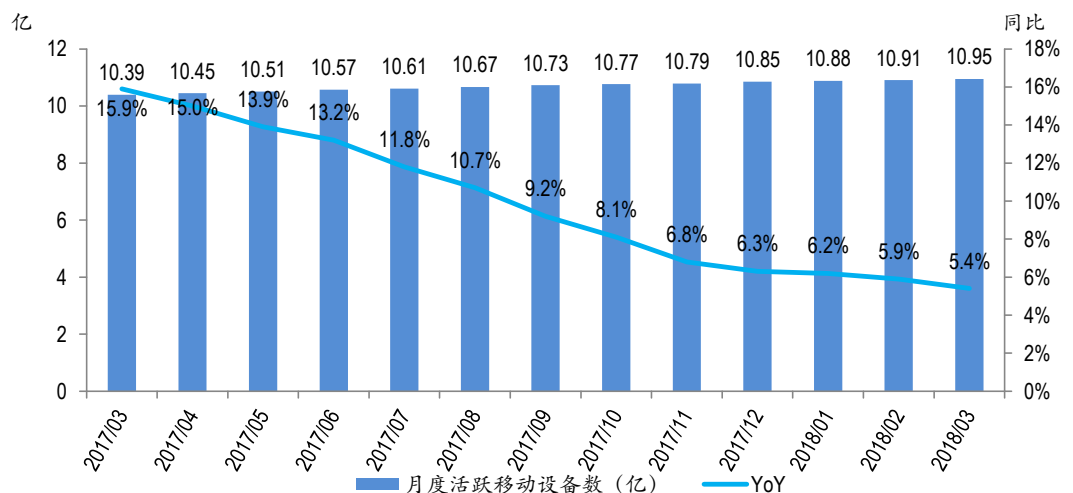
资料来源：彭博、安信证券研究中心

## 2. 移动互联网广度红利将尽，深度价值的挖掘成为主要动力

在上一季度的回顾中，我们已经提出，2016 年以前，随着移动互联网的大力发展，线上流量源源不断，凭借较低的线上获客成本，一大批互联网企业快速发展；现在我们看到移动互联网的渗透率基本见顶，“流量红利”渐渐消失。中国互联网络信息中心官方数据显示，2017 年移动互联网用户达 7.5 亿，已经占网民比例 97.5%，同比增速只有 8.3%。

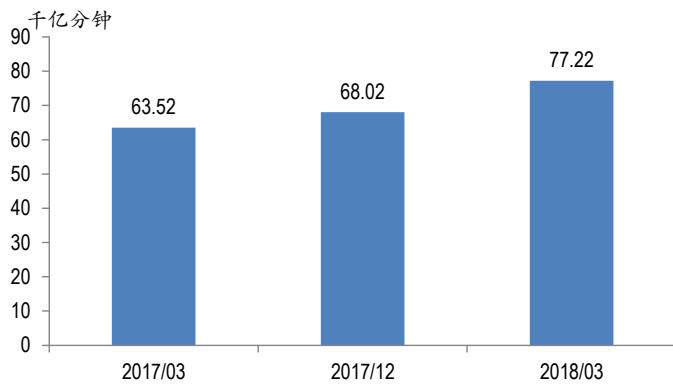
我们注意到在过去一年中，中国移动互联网用户规模的增长幅度有限，同比增幅只有中个位数。 QuestMobile 统计显示，今年 3 月中国移动互联网月活跃设备总数稳定在 11 亿左右，同比增速只有 5% 左右，可见移动用户端的增长非常缓慢，同比增长率在逐月递减；用户月度总时长和人均单日使用时长 3 月的同比增速分别为 21.6% 和 18.4%，可见由用户数带来的增长贡献并不是市场增长的主要动力；从 App 需求数量来看，3 月中国移动网民人均新安装 APP 数为 4.4 个，vs. 一年前的 3.6 个，可以看出要争夺用户 APP 下载量的竞争非常激烈。

图 3：2018 年 3 月中国移动互联网月度活跃设备数



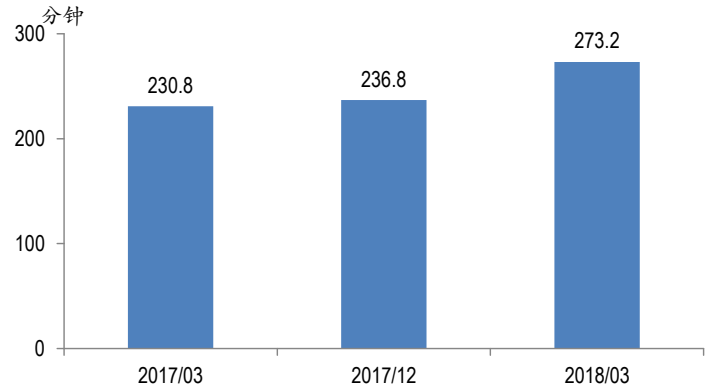
资料来源：QuestMobile、安信证券研究中心

图 4：中国移动互联网用户月度使用总时长



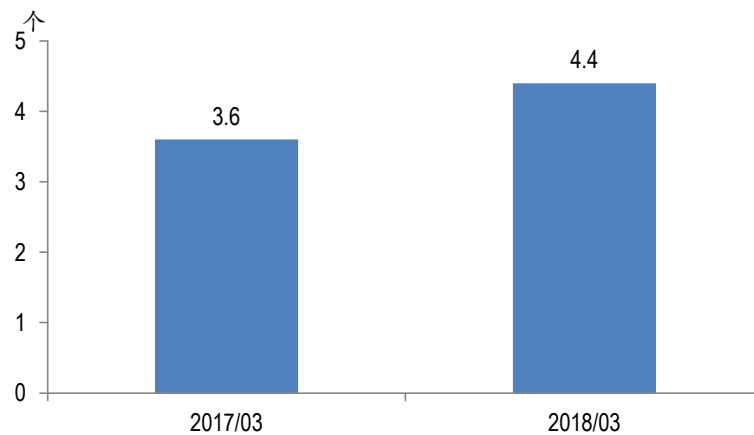
资料来源：QuestMobile、安信证券研究中心

图 5：中国互联网用户人均单日使用时长



资料来源：QuestMobile、安信证券研究中心

图 6：中国移动网民每月人均新安装 APP 数，2018 年 3 月



资料来源：QuestMobile、安信证券研究中心

随着移动互联网广度红利将尽，流量的“头部入口”成为市场最瞩目的资源。我们通过整理一季报看到腾讯凭借微信 10.4 亿的 MAU 和 QQ8 亿的 MAU 稳坐移动互联网流量入口的第一把宝座；阿里巴巴中国零售市场年化活跃买家数同比增加 22%、环比增加 7%至 5.52 亿，移动端增加至 6.2 亿，主要受益于春节期间对低线城市用户和对各年龄段用户的渗透；微博 2018 年 3 月月活跃用户数增加至 4.1 亿，日活跃用户数增加至 1.8 亿。在这样“得流量者得市场”的格局下，我们看到对用户存量的争夺日益白热化，互联网公司的策略正在转向通过大数据技术提高用户体验、增加用户对移动产品的使用时长、向低线城市用户市场下沉、与流量巨头或者社交媒体合作来加深对整体移动用户群体的渗透以及提高用户的粘性。

### 3. 线上 B2C 零售争夺用户市场下沉

表 2：1Q18 电商收入概览

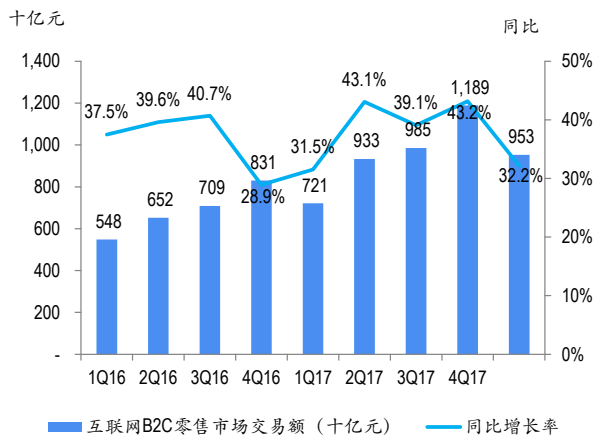
	一季度收入			一季度非通用会计准则净利润		二季度预测/指引	
	百万元	同比增长	环比增长	同比增长	环比增长	同比增长	环比增长
阿里巴巴（核心商业）	51,287	63%	-30%	19%	-42%	55%	30%
京东	100,128	33%	-9%	-21%	133%	29% 至 33%	9% 至 13%
唯品会	19,871	25%	-18%	-9%	-18%	17% 至 22%	3%至 7%

资料来源：公司财报、安信证券研究中心

注：1Q18 对应阿里巴巴 2018 财年第四季度；阿里巴巴的非通用会计准则净利润对应调整后 EBITA；二季度预测为安信证券研究中心预测

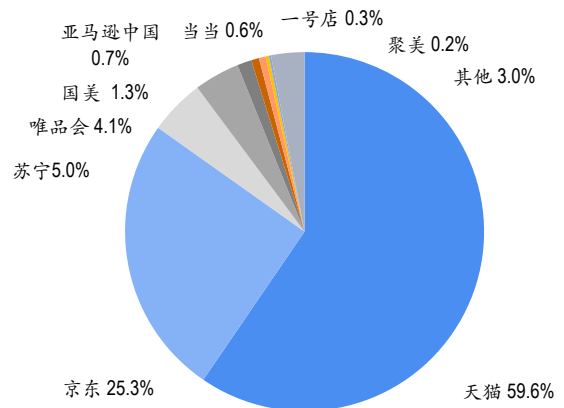
2018 年一季度中国网络零售 B2C 市场总体保持稳定。根据易观数据，一季度总交易规模为 9,529 亿元人民币，同比增长 32.2%，较去年同期增速略有上升；环比因是淡季缘故下跌近 20%。国内主要平台 B2C 线上零售市场集中度仍然较高，前三名总体占据市场 9 成交易份额。其中，天猫和京东分别以 59.6%和 25.3%的份额占据前两名，而苏宁易购、唯品会和国美的份额则以 5.0%，4.1%和 1.3%的占比分列三、四、五名。可以看到，电商巨头之间的差距仍然悬殊。

图 7：中国网络零售 B2C 市场交易规模



资料来源：易观、安信证券研究中心

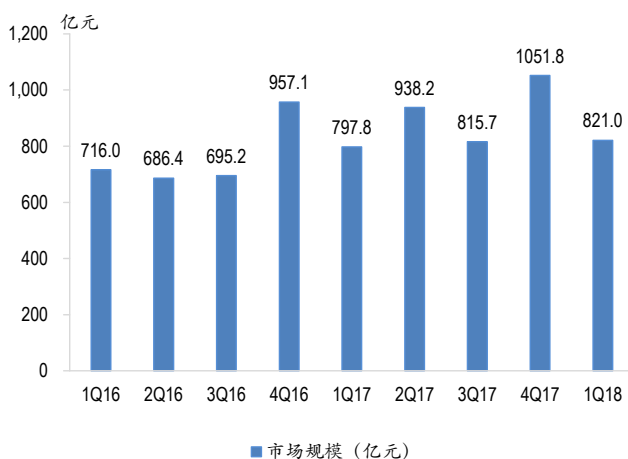
图 8：1Q18 中国网络零售 B2C 市场交易份额



资料来源：易观、安信证券研究中心

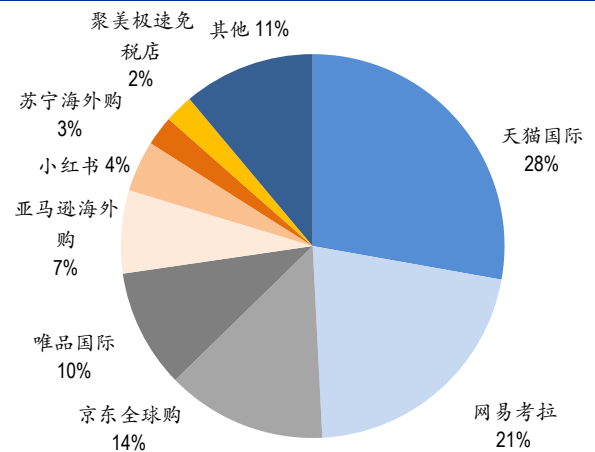
一季度跨境进口零售电商市场规模同比上升 3%至 821 亿元，环比下跌 21.9%，天猫国际以 27.8%市场份额领先，紧随其后的是网易考拉海购 21.4%、京东全球购 13.5%、唯品会 10%、亚马逊海外购 7%、小红书 4.3%和苏宁海外购 2.5%，可以看出目前跨境电商集中度不高。

图 9：中国跨境电商 B2C 市场规模



资料来源：易观、安信证券研究中心

图 10：跨境进口零售电商市场竞争格局



资料来源：易观、安信证券研究中心

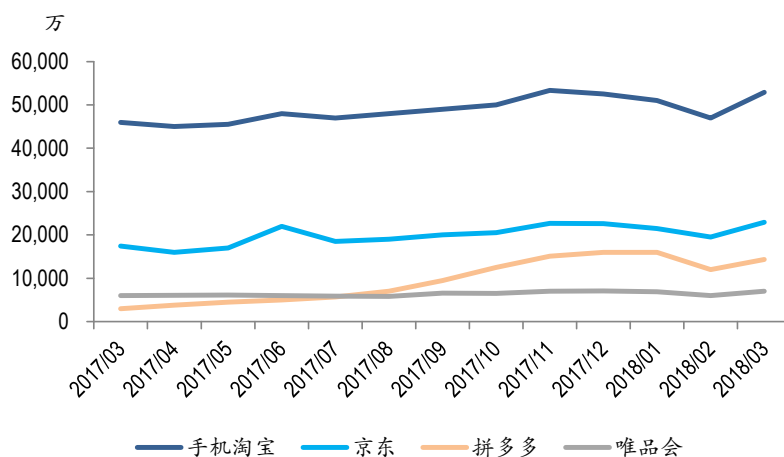


### 3.1. 阿里或成春节最大赢家，“拼多多”实现反超

一季度是电商淡季，但各大电商平台仍未放缓竞争，尤其是在春节期间，不同于以往“过年闭店”的习俗，近几年包括天猫、京东、苏宁易购等在内的综合电商平台均在春节期间推出诸如“年货节”、“春节不打烊”等新春活动，各大快递公司也在春节期间正常运营。根据新浪科技，为保证春节期间的正常运营，阿里的菜鸟物流、唯品会旗下的品骏快递等纷纷通过薪酬激励，物流智能技术引入以及上调服务费等方式来提升物流效率。

在营销方面，淘宝与春晚合作派发 10 亿元新春红包，除夕夜 4 个波次“春晚抢红包”使得手机淘宝 APP DAU 迎来峰值约 2 亿（数据来源：QuestMobile），“春晚来电”“淘宝亲情号”等活动大幅度提升用户粘性，使淘宝成为 2018 春节最大赢家。阿里巴巴的季报显示，今年 1-3 月，其中国零售市场年化活跃买家数环比增 7% 至 5.52 亿，季度净增 3700 万，净增量创过去 13 个季度新高，主要由于春节期间用户在低线城市及各年龄群体的渗透率的加深。按 MAU 来看，截至 3 月，淘宝的龙头优势依然非常明显，京东排第二，拼多多在活跃用户上从去年 7 月超过唯品会后，保持在第三名。

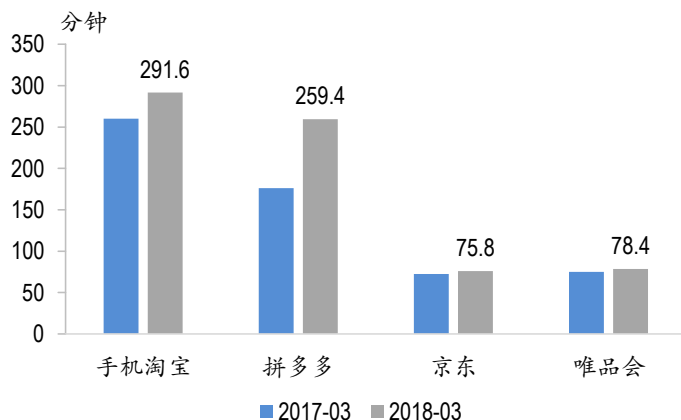
图 11：综合电商 APP 月活跃用户规模



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

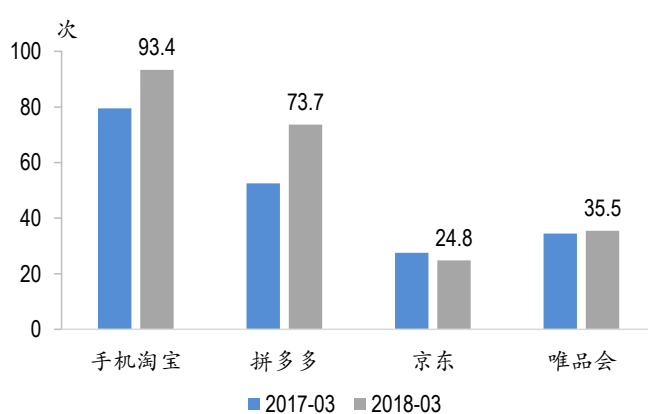
QuestMobile 春节数据显示，拼多多春节期间的 APP 日活跃用户规模和日人均使用次数都较 2017 年实现了反超，超过京东位居综合电商第二；在人均使用时长方面，2018 年春节仅次于淘宝；3 月份，手机淘宝和拼多多在用户粘性方面同比提升明显，包括月度人均使用时长和使用次数，而京东和唯品会则同比较稳定。

图 12：综合电商 APP 月人均使用时长，2018.3



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

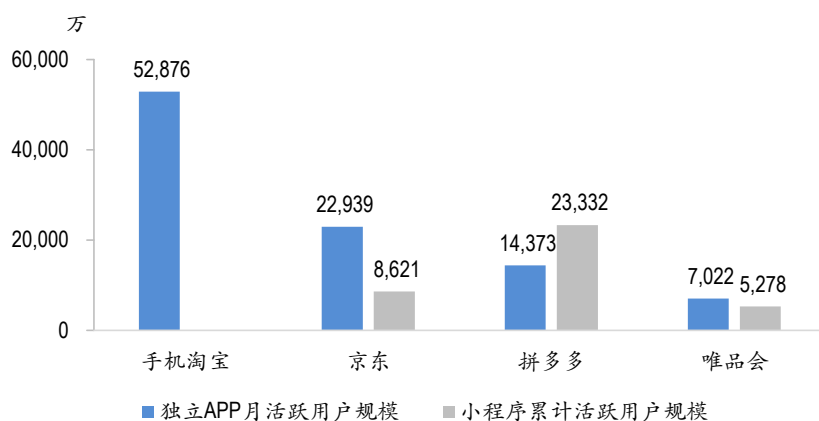
图 13：综合电商 APP 月人均使用次数，2018.3



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

作为成立于 2015 年 9 月的第三方移动电商平台，拼多多在近三年内展现了强劲的增长势头，抓住了流量激增的尾巴。根据搜狐科技，拼多多上线 1 年用户总量突破 1 亿；到 2018 年，拼多多的移动用户已经增长至 3 亿。拼多多的商业模式背后是社交电商以网络平台为媒介，通过用户与用户、用户与商家的社交行为开展的在线购物，包含了关注、分享、互动等多元的社交化元素，运营推广包括拼团购、KOL 导购和多级分销等。

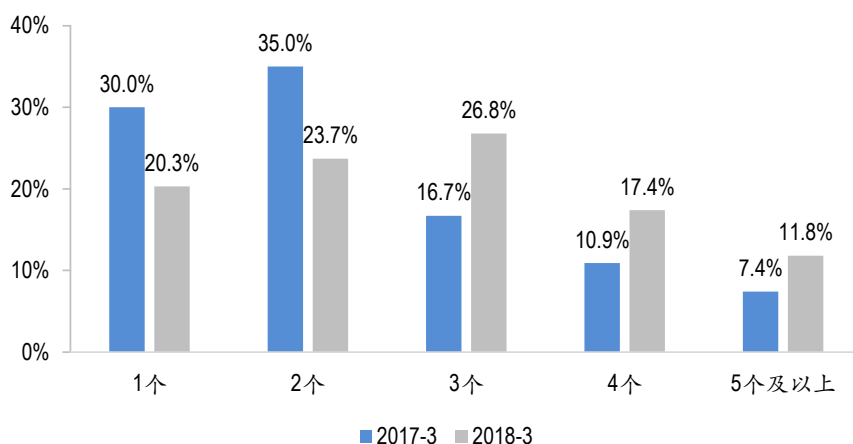
图 14：2018 年 3 月移动购物 APP 与小程序累计 MAU 对比



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

在流量红利逐渐消失的今天，同为移动电商平台的拼多多的强势崛起无疑会对老牌的电商巨头淘宝的地位产生一定的冲击。QuestMobile 3 月数据显示，手机淘宝与拼多多的重合用户数已经同比下降，手机淘宝、拼多多、京东的独占用户占比分别为 72% 和 40% 和 42%，可见主要的头部移动购物 APP 间的重合度是比较大的；另外，头部应用对用户的争夺也使得人均购物 APP 的数量同比提升明显，3 月 56% 的用户装有三个及以上的 APP，vs. 一年前的 35%。

图 15：人均安装移动购物 APP 数量分布



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

### 3.2. 上市公司一季度业绩回顾

**阿里巴巴**一季度核心商业业务同比增长 62%至 513 亿元，主要为中国零售市场驱动，零售收入同比增长 56%至 402 亿元，占板块收入 78%。其中，1) 客户管理收入随着商户平均收入贡献增长同比增加 35%，点击价格的增加大于点击量的增长，体现了个性化技术支持下转化率的提升；2) 佣金收入同比增长 39%，由天猫实物 GMV 同比 40%的增长拉动；3) 新零售项目收入。公司 FY19 收入同比增速指引超过 60%，对应 FY19 收入规模至少在 4000 亿元，其中菜鸟和饿了么并表收入将给 2019 财年带来同比约 10%的外延增长，除去后 FY19 收入同比增速超过 50%，高过市场预期，我们认为较高的收入增速指引主要来自核心电商业务，增长动力来自于提高商户 ROI 带来的营销收入的成长和交易额的增加，公司将通过加强技术和增加广告加载率来保证收入增势，以内容营销和精准推送提高用户转化率来实现。

**京东**来自持续经营业务的收入同比增长 33%至 1001 亿元，其中在线直营业收入同比增长 31%至 915 亿元，收入占比 91%；服务及其他收入受益于第三方供应链管理及广告服务同比增长 60%至 86 亿元。一季度非通用会计准则净利润 1%，同比下滑的原因一方面源于一季度公司在研发和物流投入较为激进，另一方面服装品类持续走弱，虽然部分流失的服装品牌在季度内陆续回归，但品类总体还没有恢复增长，女装 GMV 甚至在同比下降。京东二季度收入指引在 1200 亿元至 1240 亿元，对应同比增长 29%-33%（不包含京东金融影响），全年 non-GAAP 净利润率指引区间为 1%-2% vs. 2017 年的 1.4%。从中长期来看，一方面我们认为京东第三方物流在仓储的扩建和供应链的管理在长期会提升整体利润率：公司计划未来每个季度新建仓储，虽然会平衡仓储使用率避免出现短期费用波动，但公司对于第三方物流的建设仍然处于投资期，中短期仍然可能会出现仓储空间闲置和利用率不足，二季度是电商旺季，随着需求规模扩大，仓储利用率会出现季节性的回暖；另一方面，京东的广告收入潜力巨大，广告收入占 GMV 比例还没有达到行业平均水平，但这部分增长的实现还依赖于京东是否能够重获服装品类的增长以及 APP 中个性化推荐技术的升级进度。

**唯品会**一季度收入同比增加 25%至 199 亿元，非通用会计准则净利润同比下跌 9%至 7.3 亿元，对应非通用会计准则净利润率 3.7%同比下跌 1.3 个百分点，公司二季度收入指引对应同比增速为 17%至 21.6%，在业绩电话会上公司支出收入指引中来自京东和腾讯的贡献较少，因为与二者的合作还在调试期。唯品会目前将公司战略从拉动老客户 ARPU 更多转向获取新客户，积极参与京东平台的营销活动，在微信小程序运营中更精准的抓取客户，但未来来自腾讯和京东这两个渠道的增量还需要取决于唯品会在平台上的用户转换率。

**网易**电商业务同比增长 101%，毛利率为 9.5%同比下降，主要是因为产品让利来增加销售收入。目前电商的主要收入来自考拉，但是严选用户的忠诚度很高，采用 ODM 制造商模式，定位精品慢时尚淡化品牌溢价，是网易创新的结合中国特色的产品。我们预计网易的电商正处于高速发展期，对于公司整体利润率的拉低效应将持续。

### 3.3. 二季度电商促销旺季

#### 微信是唯品会最大流量来源

新兴的电商热衷以“造节”刺激销量并扩展品牌效益，苏宁易购、唯品会纷纷在 4.18 和 4.19 举行“电器购物节”和“全球好货节”，网易跨境电商也在 4.19-21 开展“全球肆意购”活动。唯品会在一季度电话会议中表示 419 电商节的销售并没有超出公司预期，二季度的 520 和 616 仍然是重要的促销活动。根据 QuestMobile 数据，流量方面，在唯品会 419 的移动购物流量来源 APP 中，京东位居第三，淘宝第一，随着京东和唯品会深度合作整合，预计京东的导流效果会更加明显。从全网来看，当天唯品会流量来源前十个 APP 中，腾讯系有三款流量贡献为 26.7%，其中来自微信的流量达 18.6%。

### 京东在服装品类突围，推出五大平台赋能策略

根据搜狐科技，2018年5月京东时尚正式推出五大核心策略——**平台生态、平台运营赋能、科技赋能、微信运营赋能和全网流量生态**。平台生态从商家分层和激励开始，打造帮助品牌成长的第三方平台生态，挖掘平台流量、品质和服务价值，实施商品SPU化改造项目，帮助商家提升搜索算法；在平台运营方面，借助内容营销、小程序等营销产品矩阵对流量、工具和场景同时赋能，为时尚品牌商搭建内容社交、游戏社交和购物社交三位一体的微信社交生态，依托京X计划，借助与头部媒体的合作，对流量精准营销。在分层激励方面，京东时尚推出了京东历史上力度最大的商家激励政策——商家通过倍返广告费来获得广告费折扣，最大返点力度可达到1折。我们预计随着京东APP上个性化推荐功能在618之前会有更多升级，二季度收入同比增加32%至1228亿元，其中，直营收入同比增加30%，服务及其他收入同比增加55%。由于二季度是电商旺季，我们预计二季度non-GAAP净利润率同比及环比略降到0.9%。

### 天猫迎来史上最长618促销期

根据天下网商，天猫透露今年的618理想生活狂欢季从5月25日开始预售，6月1日正式开始，到6月20日结束，长达27天（vs 2017年天猫618是6月18日——6月20日三天时间）。我们预计阿里巴巴的核心商业收入在二季度同比增加55%至666亿元，其中中国零售市场收入同比增加43%至524亿元，占到核心商业收入的79%；核心商业的调整后EBITDA率同比降16个百分点至46.7%，主要是由于新零售的投资、全球化、菜鸟及饿了么的亏损及对用户的补贴，其对利润率的拖累被经营杠杆效应部分抵消。

## 4. 求生类游戏热度持续，游戏市场二季度之后迎来拐点

表 3: 1Q18 在线游戏收入

	一季度游戏收入		二季度游戏收入指引	
	(百万元)	环比增长	环比增长	同比增长
腾讯	35,792	21%	-	-
网易	8,761	9%	-	-
哔哩哔哩	688	12%	-	-
畅游	672	-4%	-10%至-19%	-22%至-30%
金山软件	632	-16%	-	-

资料来源：公司财报，安信证券研究中心

### 4.1. 一季度腾讯网易垄断榜单，新作冲榜难度加大

#### 在3-4月手游收入Top10中，腾讯、网易垄断榜单

中国iOS手游收入榜3月和4月完全被腾讯和网易垄断，根据App Annie的数据，流水月度排名前十只出现了前十名内的名次轻微波动，没有新游戏入围：《王者荣耀》维持首位，腾讯新游《QQ飞车》、《奇迹：觉醒》表现突出，3月分别位列第2和第6；网易新游《楚留香》稳定在Top5，收入强劲。从前十位游戏类别来看，MMO类的占比达到了50%，其余5款分别为MOBA、竞速、SLG、舞蹈音游和卡牌RPG玩法。

**表 4：中国 ios 手游收入公司排名**

排名	1 月	2 月	3 月	4 月
1	腾讯	腾讯	腾讯	腾讯
2	网易	网易	网易	网易
3	龙图游戏	bilibili	游族	游族
4	叠纸网络	米哈游	乐元素	乐元素
5	bilibili	叠纸网络	三七互娱	bilibili
6	游族	掌趣	bilibili	IGG
7	三七互娱	盖娅互娱	IGG	米哈游
8	乐元素	游族	米哈游	三七互娱
9	吉比特	三七互娱	万达院线	完美世界
10	多益网络	乐元素	完美世界	多益网络

资料来源：App Anie，安信证券研究中心

**表 5：中国 ios 手游流水月度排名**

排名	2 月		3 月		4 月	
	游戏	公司	游戏	公司	游戏	公司
1	王者荣耀	腾讯	王者荣耀	腾讯	王者荣耀	腾讯
2	QQ 飞车	腾讯	QQ 飞车	腾讯	梦幻西游	网易
3	梦幻西游	网易	梦幻西游	网易	楚留香	网易
4	楚留香	网易	楚留香	网易	QQ 飞车	腾讯
5	Fate/Grand Order	bilibili	大话西游	网易	乱世王者	腾讯
6	奇迹：觉醒	腾讯	奇迹：觉醒	腾讯	QQ 炫舞	腾讯
7	阴阳师	网易	乱世王者	腾讯	大话西游	网易
8	CrossFire	腾讯	QQ 炫舞	腾讯	阴阳师	网易
9	荒野行动	网易	倩女幽魂	网易	奇迹：觉醒	腾讯
10	大话西游	网易	阴阳师	网易	倩女幽魂	网易

资料来源：App Annie，安信证券研究中心

**在 4 月手游下载 Top10 中，腾讯占 7 款，网易 1 款**

App Annie 的中国 iOS 手游下载排名 4 月份值得注意的是，与 3 月榜单不同：网易的《第五人格》4 月首发当月成功越居中国 iOS 下载榜冠军，并宣布截止 4 月 28 日累计注册用户突破 5000 万，《第五人格》是一款生存对抗类手游，采用非对称对抗的竞技玩法，在 4 月的中国 iOS 游戏下载榜单上排名第一，我们看到截至 5 月 27 日，下载排名仍稳定在前五名，但收入排名在下滑。在下载榜单上，腾讯在 3-4 月 top10 中保持了 70% 的份额。

**表 6：3 月 & 4 月中国 iOS 手游下载排名**

	3 月		4 月	
1	绝地求生：刺激战场	腾讯	第五人格	网易
2	绝地求生：全军出击	腾讯	绝地求生：刺激战场	腾讯
3	王者荣耀	腾讯	绝地求生：全军出击	腾讯
4	QQ 炫舞	腾讯	王者荣耀	腾讯
5	QQ 飞车	腾讯	Physics Balls	Bigdog Games
6	欢乐斗地主	腾讯	QQ 飞车	腾讯
7	QQ 麻将	腾讯	Car vs Cops	Ubisoft
8	开心消消乐	乐元素	消除者联盟	腾讯
9	荒野行动	网易	QQ 炫舞	腾讯
10	Talking Tom Camp	Outfit7	欢乐斗地主	腾讯

资料来源：App Annie，安信证券研究中心

### 手游出海《荒野行动》赢在日本，仅次出海巨作《王国纪元》

根据 Sense tower 的数据，网易去年底出海的《荒野行动》国际版《Knives Out》吸金量名列前茅，3月超越了《列王的纷争》、《阿瓦隆之王》等经常排名前列的出海作品成为亚军，仅次于 IGG 的《王国纪元》。日本玩家对《荒野行动》的月流水贡献持续扩大，从2月的约92%上升至3月的95%，网易旗下另一款出海吃鸡产品《Rules of Survival》较2月上升8位排名第15。出海下载量方面，腾讯网易两款吃鸡作品夺得冠军，腾讯的《PUBG Mobile》美国玩家贡献下载量最多，占比超过18%。

表 7: 2018.3 中国手游收入及下载排名 (海外)

收入排名		下载排名		
1	王国纪元	IGG	PUBG Mobile	腾讯
2	荒野行动	网易	Rules of Survival	网易
3	火枪纪元	FunPlus	Mobile Legends	沐瞳科技
4	列王的纷争	智明星通	别踩白块儿 2	猎豹移动
5	阿瓦隆之王	FunPlus	王国纪元	IGG
6	Mobile Legends	沐瞳科技	荒野行动	网易
7	放置奇兵	卓航网络	滚动的天空	猎豹移动
8	末日争霸: 丧尸之战	IM30	跳舞的线	猎豹移动
9	苏丹的复仇	龙腾简合	Shoot Hunter	Ray3D
10	城堡争霸	IGG	SkidStorm	猎豹移动

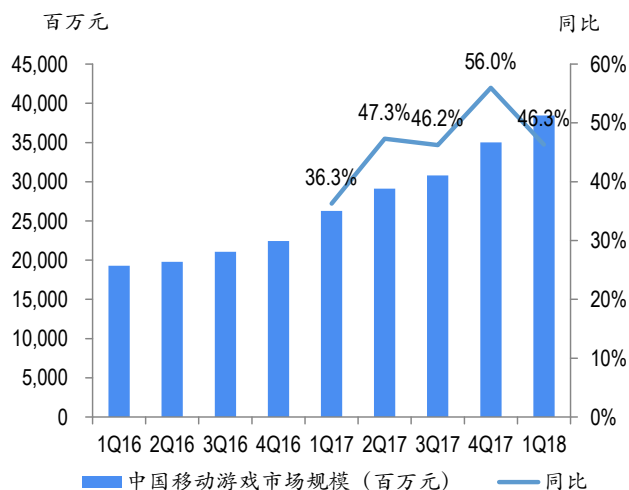
资料来源: Sensor Tower, 安信证券研究中心

## 4.2. 玩家红利已过，提高用户转化和提升核心玩家粘性成为关键

### 游戏玩家增量红利已过

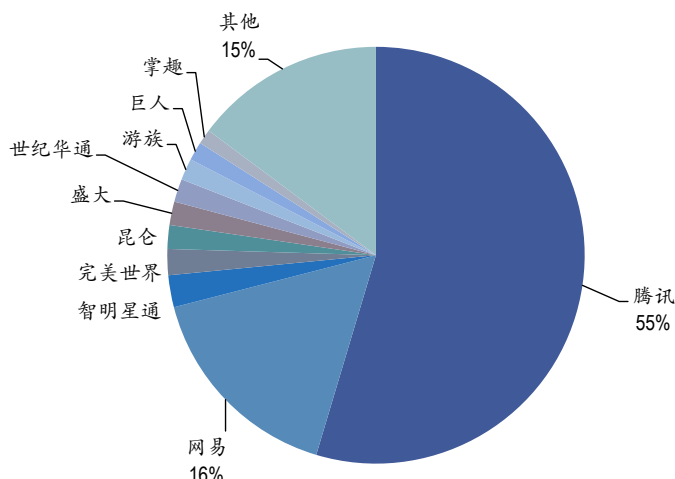
易观数据统计，2018年1-3月中国移动游戏市场整体销售收入达到384.5亿元，同比增加46.3%。以分成后收入来看，腾讯和网易共占七成多，腾讯自身已经占据55%的份额。我们看到除了市场前两名，其他手游厂商的份额基本在1%-2%甚至更低，中国手游市场的集中度已经非常高，甚至在逐渐提升；我们预计随着国内用户红利消失、市场规模基数增大，对现有用户活跃度与付费水平的挖掘将成为移动游戏市场增长的驱动力。

图 16: 中国手游市场规模



资料来源: 易观, 安信证券研究中心

图 17: 1Q18 中国手游研发商收入份额



资料来源: 易观, 安信证券研究中心

### 吃鸡游戏热度持续，市场等待头部游戏变现

腾讯在2月初发布两款吃鸡手游：天美出品的《绝地求生：全军出击》和光子出品的《绝地求生：刺激战场》，根据 Questmobil 数据，春节期间，《绝地求生：刺激战场》用户 DAU 拔得头筹，紧随其后的是《荒野行动》、《绝地求生：全军出击》和《终结者》。根据 App Annie，腾讯的两款吃鸡手游在二月和三月都位于中国 iOS 游戏下载排行榜前两位，四月份下载量也仅次于网易的《第五人格》之后，下载量保持领先地位，热度不减。

同时，Steamspy 数据显示《绝地求生》截至5月28日前两周玩家平均使用时长达到18小时，累计玩家数量达到将近5000万，并且《绝地求生》在5月5日在线玩家数峰值达到211万。从几家主流游戏公司的一季度游戏收入表现来看，腾讯的端游同比下滑，手游由新爆款游戏拉动环比增长，网易、畅游一季度收入环比下滑；《天龙八部》、《剑侠情缘》和《CrossFire》等经典手游收入已经跌出 App Annie 的 iOS 流水收入前十，我们认为吃鸡游戏的持续火爆一定程度上（继四季度端游吃鸡游戏之后）影响到了其他公司以及腾讯自己的手游和端游的表现。

腾讯公司一季度电话会议透露其生存类的手游和端游仍在等待政府的批准，获取版号之后才能开启变现。我们预计吃鸡游戏最早于下半年开始变现，短期无法对腾讯的游戏收入产生贡献，其占据游戏玩家的时长而对其他游戏产生的负面效应将在短期内持续。

### 4.3. 上市公司一季度业绩回顾

腾讯的游戏业务在一季度的收入占比仍在一半左右；手游收入同比增加48%，环比增加28%至217亿元，高于我们的预期，主要驱动力是《王者荣耀》的流水增长以及新游戏《QQ飞车》和《奇迹MU:觉醒》的收入贡献。我们认为在市场已经了解爆款春节期间的强劲表现以及新手游在3月iOS流水排名分别位列第二和第六的前提下，一季度手游表现还是给市场带来惊喜；端游的收入环比较稳定，环比小幅增长主要受季节性内容更新及春节期间活动影响，但是长期来看仍然受用户向移动端转移影响而继续承压。展望二季度，我们预计《王者荣耀》将维持10%的收入同比增长；环比来看，由于尚未推出新的爆款游戏，预期手游收入将有个位数的环比下降，预期全年手游收入同比增长37%至860亿元；端游方面，我们预期二季度收入将环比个位数下降，同比持平；其两款生存类手游最早可能下半年才开始变现。

网易一季度在线游戏收入同比下滑18%，环比增加9%至87.6亿元，板块毛利率为62.1%，同比去年同期63.9%有所下降，环比四季度61.4%有所上升；网易游戏收入的环比上升得益于已有游戏的货币化进程、新游《楚留香》的亮眼表现以及《荒野行动》的出海变现，同比下滑是因为《阴阳师》《倩女幽魂》活跃度下降所致。展望二季度，网易的业绩可能会因为没有爆款的出现而承受压力，目前可以期待的是即将在6月底推出的PC武侠游戏《逆水寒》，在测试期间用户满意度较高。在5月20号，网易官方发布了24款新游，包括5月开测的SLG手游《战争怒吼》、策略游戏《权利与纷争》、动作手游《流星蝴蝶剑》，以及6月开测或上线的《战意》、《逆水寒》、《实况足球》、《神都夜行录》等。

畅游2018年Q1收入同比增14.5%至1.37亿美元，主要由游戏业务的同比增长拉动，环比跌5%，主要由于核心游戏的流水下滑。根据业绩电话会，端游《天龙八部》收入环比持平，受春节影响较小；我们看到经典版《天龙八部》手游自去年二季度推出，目前中国iOS流水排名稳定在10至20名左右，正在经历生命周期中的收入自然下滑，受春节季节性影响较小主要得益于两个资料片在季度内推出，未来几个季度仍然面临环比下滑压力，手游目前占整个公司游戏业务的比重为40%。畅游在端游上的策略依旧是尽量延长《天龙八部》等老游戏的使用寿命，为此进一步丰富游戏的内容，稳定端游用户的活跃度。畅游预计二季度《天龙八部》端游收入环比会下滑10%，手游下滑速度将会继续放缓。2018年，畅游继续精品化

游戏策略，以 MMORPG 游戏为主，同时尝试研发休闲竞技类和 SLG 类的游戏。

哔哩哔哩一季度总收入同比增长 105% 至 8.68 亿元，手游收入占比八成，移动游戏收入同比增长 97%、环比增长 12% 至 6.9 亿元，主要由爆款游戏《Fate/Grand Order》和《Azur Lane》带动，公司一季度亏损同比及环比缩窄，非通用会计准则亏损为 0.65 亿元，一季度 MAU 为 7700 万，日均用户使用时长为 76 分钟（除手游）。公司在一季度电话会议中表示未来游戏收入占比会有所减少，广告和直播增值服务收入占比会增加，哔哩哔哩游戏的研发和引入根据社区用户兴趣和需求不断更新。公司透露目前合作运营的有 127 款游戏，占游戏收入比例为 11%，自研游戏收入占比大能力强。

金山软件上半年游戏板块持续承压，一季度总收入同比增长 4% 至 12.6 亿元，游戏收入同比跌 23%，我们看到吃鸡游戏的火爆继四季度之后持续对公司的游戏板块产生负面影响，尤其造成端游《剑网 3》用户数的环比双位数下滑，加上一季度未有新游上线，季度内游戏板块收入同比下滑 23%，环比下滑 16%。考虑到新游《云裳羽衣》将在 6 月上线，对 Q2 收入贡献有限，预计 Q2 游戏收入将继续承压，收入环比降 2% 同比降 23% 至 6.2 亿元。随着新《剑网 3》手游在 9 月通过腾讯平台上线，公司的游戏板块将在 Q3 迎来拐点，我们预计全年手游收入同比增 76% 至 18.5 亿元，拉动全年游戏收入同比增 11% 至 34.5 亿元。

## 5. 直播进入稳定爬升期，游戏直播龙头拓展边界

### 5.1. 直播平台马太效应初显，互联网头部领投

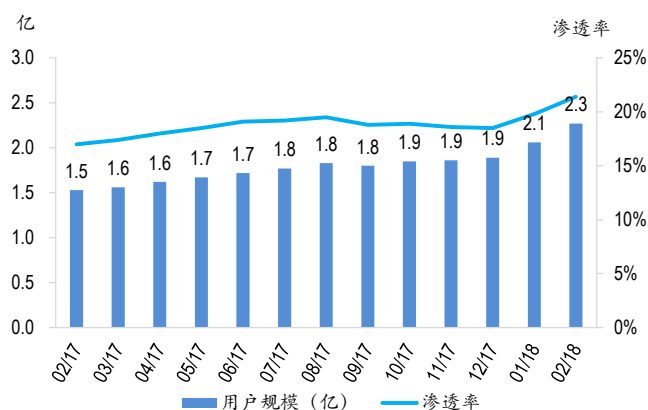
目前移动直播行业中一部分公司拥有直播的 DNA，比如依靠直播起家的公司欢聚时代旗下的 YY 和虎牙直播，天鸽的 9158 直播；另外一部分公司则是一些综合性社交娱乐互联网公司在具有一定用户基础后开始涉足或投资直播业务，可以为其直播平台引流，比如腾讯的企鹅电竞、Now 直播，小米的小米直播，360 的花椒直播，微博的一直播等，可以看出伴随着泛娱乐跨界的融合和资本的推动，不少互联网巨头将直播平台作为生态链中重要的一环，而在移动直播行业不少头部平台成为投资标的，或将出现资本入驻传统直播平台，刺激直播行业市场规模的增长。

正是在资本的推波助澜下，移动直播在 2016 进入快速增长期，近两年来，他们的资本化进程还在继续，有些平台开始走向上市。根据新浪科技，**熊猫直播**在 2017 年 5 月获得 10 亿人民币的 B 轮融资；**Live. Me** 在 2017 年 11 月获得 5000 万美元 B 轮融资，由今日头条领投；**触手 TV** 2017 年 12 月获得 5 亿元 D 轮融资；**斗鱼直播**在 2018 年 3 月完成 E 轮 6.3 亿美元融资，由腾讯独家完成，是腾讯第三次对斗鱼的投资，据东方网报道，斗鱼的市场估值已经高达 24-25 亿美元，不论在用户、资本、技术及业务创新上，都处于行业龙头的地位；**映客**在 2018 年 3 月 26 日向港交所提交了 IPO 招股书，募集金额大约为 3 亿美元；**虎牙直播**于 5 月 11 日在美国纽约证券交易所挂牌，目前市值达 38.7 亿美元，根据招股书，现公司游戏直播内容覆盖 2100-2600 款游戏，与此同时，泛娱乐的优势凸显，公司也在向选秀节目、户外活动和动画等其他垂直娱乐直播领域布局。

极光大数据显示，直播 app 整体渗透率呈现波动上升的趋势，在 18Q1 有明显增幅，2 月整体市场渗透率达到 21.4%，增长主要由游戏直播 app 和答题直播 app 共同驱动。从市场渗透率来看，马太效应初显，斗鱼、虎牙领先游戏直播，YY 领先泛娱乐直播，未来随着资本化进程的发展，行业龙头优势将会凸显。极光大数据统计得到 2 月直播 app 市场渗透率最高的三款分别为：斗鱼直播的 4.25%、虎牙直播的 3.61% 和 YY 的 3.33%，于 2017 年 12 月上线的答题直播 app 冲顶大会吸流能力较强，上线两个月就冲进前 10，但此后出现了下降趋势。

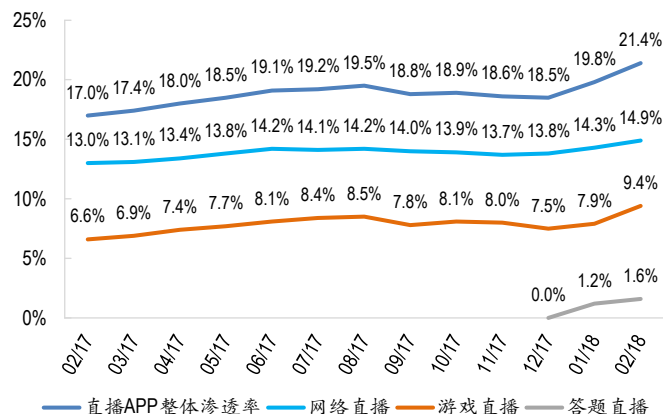


图 18: 直播 app 渗透率及用户规模变化



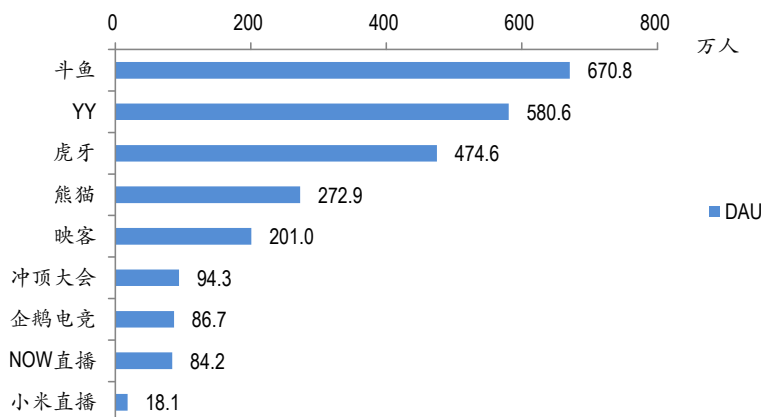
资料来源: 极光大数据, 安信证券研究中心

图 19: 直播 app 渗透率变化趋势



资料来源: 极光大数据, 安信证券研究中心

图 20: 直播 app DAU 对比, 2018.2



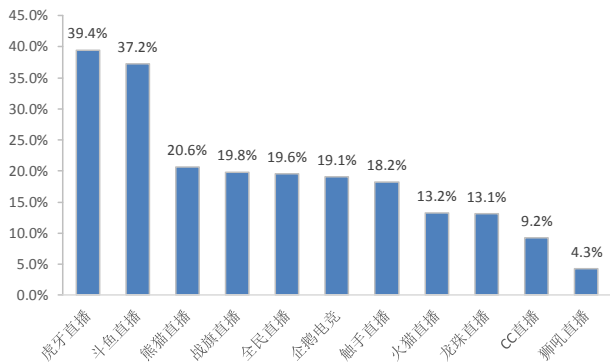
资料来源: 极光大数据, 安信证券研究中心

## 5.2. 游戏直播平台向泛娱乐生态布局

### 游戏直播市场得“内容生态和头部主播”得用户

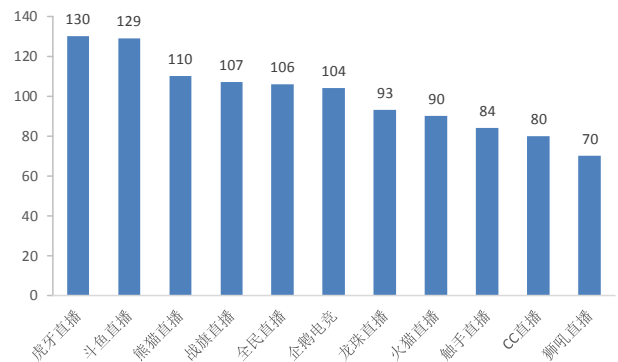
根据易观数据, 2017 年中国游戏直播市场竞争进入尾声, 达到 44.2 亿元, 预计在 2018 年仍有 33% 增长, 达到 58.8 亿元, 到 2020 年达到 65 亿的市场规模; 2017 年中国游戏直播用户达到 2.7 亿人, 同比增长 28.6%, 但是整体用户步入存量市场, 预计到 2020 年达到 3.6 亿人。随着电子竞技产业链和商业化不断完善, 游戏直播用户流量得到转化, 随着巨头加码游戏直播平台布局和泛娱乐进程加速, 新的年轻用户和其他文娱领域用户参与进来。我们认为在移动用户红利逐渐消失的今天, 内容质量成为平台竞争的核心, 得用户者得市场, 而优质的内容才能培养核心用户群体。老牌直播平台已经开始深耕内容, 由此而培养用户粘性, 游戏直播市场等级化显现。

图 21：2017 年中国游戏直播平台年均启动次数渗透率



资料来源：易观咨询，安信证券研究中心

图 22：2017 年中国游戏直播平台年均人均单日使用时长



资料来源：易观咨询，安信证券研究中心

目前头部主播仍然成为平台争夺热点，游戏主播自带流量，是平台变现的核心，能够快速提升平台用户量，降低获客成本并提升付费用户 ARPU 值。根据直播观察网从 2017 年 3 月至 2018 年 5 月抓取数据统计，虎牙和斗鱼以 5.3 万和 3.8 万月均活跃主播数位居前两位，企鹅电竞紧随其后。

表 8：各直播平台主播日均活跃数量，2017.3-2018.5

排名	直播平台	开播数	日均活跃主播
1	虎牙	2,463,058	5.3
2	斗鱼	1,664,491	3.8
3	企鹅电竞	1,321,447	2.7
4	触手	1,120,615	2.2
5	哔哩哔哩	1,038,095	2.3
6	繁星	677,056	1.4
7	熊猫	674,543	1.4
8	now 直播	609,507	1.3
9	YY 直播	553,467	1.2
10	龙珠	254,381	5.6

资料来源：直播观察网，安信证券研究中心

游戏直播内容上看，斗鱼和虎牙直播紧紧把握用户喜好，基本涵盖所有游戏种类，但各平台也在结合自制娱乐节目以求差异化发展，比如斗鱼直播与东方卫视合作推出《2049 明珠号》、自制《鱼乐》系列节目，虎牙直播自制精品《Godlie》，娱乐频道更是包含星秀、美食、奇谈等众多领域。从变现模式未来趋势来看，易观咨询指出，未来经纪公司联合权益会成为直播平台变现的主要模式之一，粉丝经济将会助推网红经济；另外线下活动中也可以通过展位收入、赞助费用等多种方式盈利。

### 虎牙一季度维持高增长，同比、环比扭亏

招股书显示，虎牙直播 2018Q1 MAU 为 9290 万，同比增长 19.2%，其中移动端 MAU 为 4150 万，付费用户数 Q1 达到 340 万，平均月活主播数量为 66.6 万，同比增长 39.62%。公司一季度总收入同比增长 111%至 8.44 亿元，其中直播业务收入同比增长 107%至 7.92 亿元，主要受益于付费用户数量和 ARPU 值的双向拉动，广告及其他收入同比增加 212.4%至 0.51 亿元，主要因为公司在直播期间精准营销，捆绑优质客户，随着未来内容生态的建设，预计仍有较大的上升空间；公司整体一季度归母净利润扭亏为盈实现 0.31 亿元，对应净利润率 3.7%。

### 哔哩哔哩赴美上市后直播业务增长态势强劲

Bilibili 一季度财报显示手游收入占比八成，但是其直播和增值服务业务板块收入同比增长 151%、环比增长 79%；2017 年直播板块业务占收比仅为 7%，但是公司一季度电话会议中透露随着用户对高质量内容付费意愿的提高，未来直播将占比 20%，公司对其 PUGV 的内容生态表示自信，同时也将不断拓展泛娱乐品类，对 UP 主的创作者激励计划更是反映出公司对于优质内容的关注。B 站在动漫内容具有先天优势，其平台上动漫粉丝聚集的社区生态更是吸引用户并使其保持活跃的原因，B 站会基于这样的社区群体再进行版权投入和动画自制投入等，不断探索直播的货币化途径，从内容端和渠道端共同拓展 Z 代用户。

## 6. 社交媒体、视频领涨在线广告市场

表 9：主要互联网公司一季度广告/营销收入

	百万元	环比增长	同比增长
阿里巴巴（客户管理收入）	22,993	-41%	35%
百度	17,169	-16%	16%
腾讯	10,689	-14%	55%
- 社交和其他广告	7,390	-10%	69%
- 媒体广告	3,299	-20%	31%
爱奇艺	2111	-2%	52%
微博	1,935	-9%	79%
搜狐	1,767	-13%	24%
- 搜索及相关	1,407	-11%	55%
- 品牌广告	359	-22%	-31%
网易	462	-37%	4%
搜狗	1,406	-11%	55%

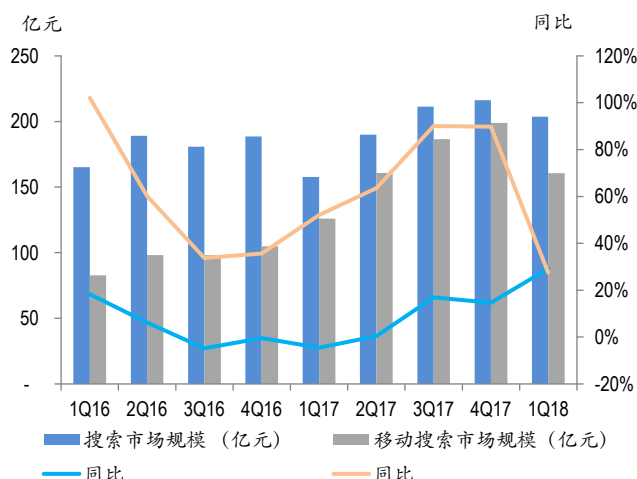
注：1Q18 对应阿里巴巴 2018 财年第四季度

资料来源：公司季报，安信证券研究中心

### 6.1. AI 赋能搜索和信息流广告，搜狗搜索保持高增长

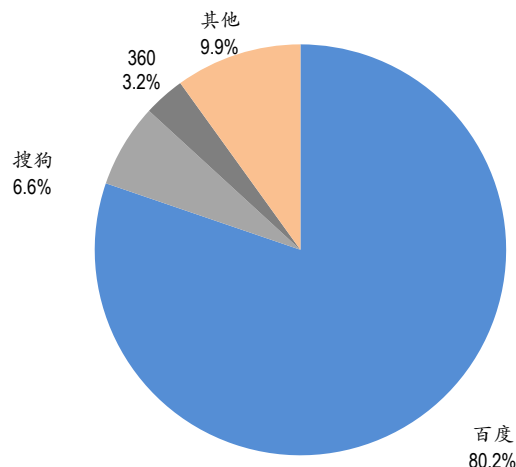
从市场份额来看，易观一季度的数据显示，百度占中国网络搜索八成的市场份额，第二名搜狗份额约 7%；我们注意到基于 2016 年的医疗广告事件，尤其是 2017 年下半年搜索市场规模在低基数的基础上同比增速回升，我们预计在此事件经过两年之后，低基数效应会消失；另一方面，信息流广告以及 AI 技术提升用户转化为推广业务提供了新的增长动力。

图 23：中国网络搜索市场规模



资料来源：易观，安信证券研究中心

图 24：中国网络搜索市场份额，1Q18



资料来源：易观，安信证券研究中心

一季度搜索广告收入方面，百度核心搜索业务收入同比增长 16%至 171.7 亿元，由 AI 技术驱动表现出更加优秀的货币化能力，在线营销客户数同比增加 5%至 47.5 万，客户平均收入贡献同比增加 19%至 3.6 万元。在 AI 提升广告平台价值上，百度搜索广告业务通过大数据和机器学习，不断提升信息流量转化和分析，在广告投放的形式上采取动态广告产品、竞价广告和 oCPC 广告，使得百度的广告产品矩阵还有较大的上升空间：eCPM 通过 AI 和高质量的数据得到提高，oCPC 不仅提高了点击转化率，也实现了广告预算效率的提升，未来可以应用到几乎所有垂直行业。在智能语音技术上，百度 2018 一季度报显示 DuerOs 已与创维、海尔、极米等 160 家企业达成合作，共发布超过 90 款搭载 DuerOs 硬件产品，其中以与小在家合作的“小度在家”倍受欢迎，刚上线一分钟便销售超 10000 部。

搜狗搜索广告业务收入一季度同比增长 55%至 2.2 亿元，主要因为移动应用搜索改善和流量增长带来的广告点击付费的增长，从垂直行业来看，公司电话会议中表示广告付费点击收入前五依次为医疗、电商、游戏、商业服务（主要为金融机构）和商户服务，搜狗一季度继续深耕 AI 在医疗、教育等多个垂直领域布局，医疗方面，权威医疗内容已覆盖搜狗网页搜索中 70%的医疗类查询需求并拓展到全球范围；搜狗在 AI 领域的研发以语言为核心，探索相关的语音、图像、对话和问答等技术，3 月份搜狗发布的翻译机中充分运用了 AI 智能语音交互，将自然语言技术应用在服务里。

## 6.2. 视频订阅收入赶超视频广告收入规模

总体来看，2018 年 1 季度在线视频行业格局保持稳定。根据 Talking Data 的数据可以看出，头部平台领先优势稳定，爱奇艺、腾讯视频和优酷稳居前三，且活跃率均在 20%-30%左右，远高于第四、五名。而我们根据易观报告整理的 2018 年 3 月移动视频 APP 活跃用户规模 Top10 也显示，前三的领先优势十分明显，其中，爱奇艺的活跃人数达 5.27 亿，腾讯视频和优酷则以 4.79 和 4.12 亿紧随其后。

表 10：2018.1-2018.4 综合在线视频活跃度 Top5

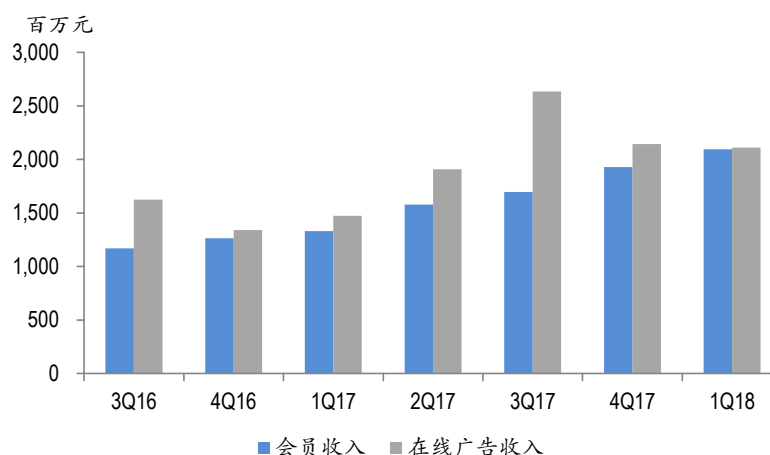
	1 月		2 月		3 月		4 月	
	应用	活跃率	应用	活跃率	应用	活跃率	应用	活跃率
1	腾讯视频	33.22%	腾讯视频	34.52%	爱奇艺	34.40%	爱奇艺	34.03%
2	爱奇艺	31.33%	爱奇艺	32.96%	腾讯视频	32.52%	腾讯视频	32.67%
3	优酷	20.45%	优酷	20.60%	优酷	22.94%	优酷	22.71%
4	小米视频	6.91%	小米视频	6.94%	小米视频	6.50%	小米视频	6.35%
5	乐视视频	4.49%	乐视视频	4.29%	乐视视频	3.45%	乐视视频	3.28%

资料来源：Talkingdata，安信证券研究中心

注：Talkingdata 的活跃率指所选时间周期内，预估使用某款应用的活跃设备量/大盘活跃设备总量\*100%

我们观察到在线视频市场规模中，视频订阅收入的规模正在迅速赶超视频广告的收入规模。以爱奇艺为例，一季度会员订阅收入与广告收入约持平（同比增速分别为 67%和 52%），差距环比和同比都在缩小；以腾讯视频为例，四季度视频订阅收入以同比 149%的高速增长，达到 22 亿元。

图 25: 爱奇艺- 季度会员收入与广告收入对比



资料来源: 公司财报、安信证券研究中心

腾讯一季度视频广告是媒体广告收入的主要拉动因素, 得益于腾讯视频播放量增长而投放更多贴片广告以及在自制内容开拓创新的广告形式, 来自视频的广告收入同比增加 64%; 高质量的授权和自制内容推动腾讯视频移动日视频观看量同比增长 60%, 总视频收入同比增长 75%。一季度腾讯视频对自制内容的投资增强了其用户参与度, 从而提高了用户订阅和留存的转换率。

爱奇艺在 2018 年 3 月 29 日在美国纳斯达克上市, 1 季度订阅用户数同比增长 71% 至 6130 万, 付费率达到 97.4%; 爱奇艺的自制内容占比约在 10%-20% 左右, 综艺原创内容占比超过 50%-60%。预期 3-5 年后, 原创内容流量占比将超过 20%-25%。一季度的视频广告收入由信息流广告引领增长, 同比增长 52% 至 21 亿元, 主要由于广泛有效的用户范围和创新高效的广告产品所驱动, 另外爱奇艺目前的战略是打造以 AI 驱动的娱乐公司, 在众多娱乐内容布局的背后有着 AI 系统的支撑和融合作用, AI 智能算法贯穿爱奇艺内容采购、投资、制作等诸多环节, 通过更精准的预测和爆款内容的打造, 公司在业绩电话会上表示预计 2018 年信息流广告占广告收入比达到 50%。

### 6.3. 碎片化时代短视频兴起, 社交属性和内容生态突出

移动互联网时代下, 用户消费习惯碎片化, 对强互动性的社交化产品需求增长, 内容需求也从图文转向信息更为丰富的视频, 再加上外部技术的发展以及资本市场的青睐, 具有高互动和社交属性、进入门槛低、时间需求碎片化等特征的短视频行业因此进入快速增长阶段。易观数据显示, 从 2017 年 4 季度起, 中国移动短视频综合平台月活跃用户规模增速明显提升。截至 2 月末, 中国移动短视频 MAU 已经达到 4 亿, 较去年同期增长超过 1 倍。

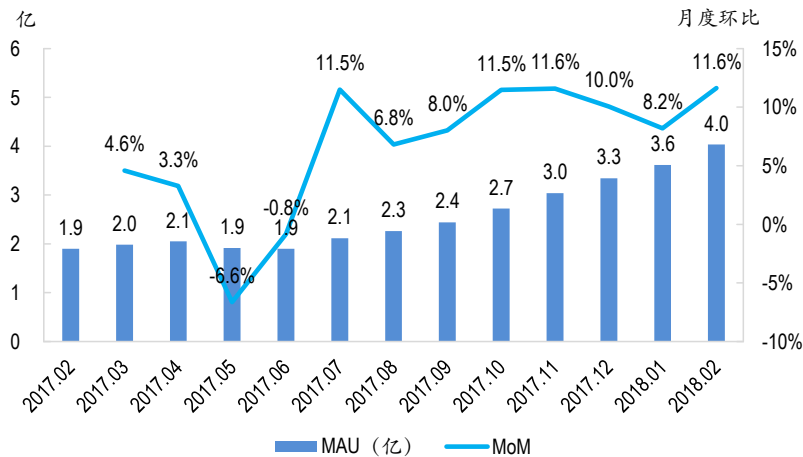
从短视频类型上来看, 具有强社交属性的短视频平台更受青睐。根据极光大数据的报告, 2018 年春节及整个 2 月的短视频平台 DAU 均值 Top5 中, 除西瓜视频外, 快手、火山、抖音的定位均为短视频社区, 社交化特征明显, 而背靠 QQ 和微信两大社交平台的腾讯微视的定位也是短视频创作和分享平台。

内容生态是短视频兴起的另一大动力。普通用户即可制作的 UGC 视频因为制作门槛低, 内容来源广泛, 类型丰富多元, 用户参与度高, 因而平台活跃度高。虽然普通用户的制作水平不可控, 但巨大的视频素材基数仍然在一定程度上保证了优质内容的产生概率。而极高的参

与度和互动性对用户留存也有很大的帮助。而 PGC 视频因为由专业机构或人士制作，内容质量有所保证。PUGC 则兼具内容的丰富性和专业性，未来发展潜力巨大。优质的内容是用户留存的根本，因而各大短视频平台对内容创造者均给予补贴。

腾讯在 4 月重启短视频分享 APP 微视，提供 PUGC 内容；从协同效应来看，QQ 看点、移动浏览器、微信热点、新闻 APP 和天天快报提供更多的短视频内容；而腾讯的长视频、音乐、体育和综艺节目等多样内容都可以转为微视的内容；同时微视内容还可以发布到腾讯所有不同的推送平台。

**图 26：中国移动短视频综合平台月活跃用户规模**



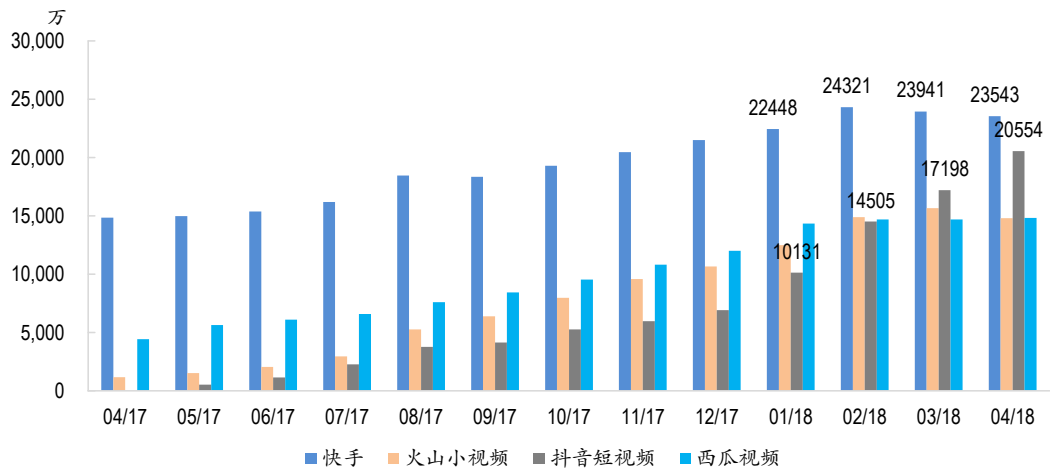
资料来源：易观，安信证券研究中心

### 头条系快速崛起

纵观过去一年的变化，我们看到抖音的快速崛起。我们通过艾瑞指数对比了快手与头条系产品从 2017 年 4 月起至 2018 年 4 月的月度独立设备数。可以看到，2018 年以前，快手在短视频领域的霸主地位稳固，头条系产品的月独立设备数多不到快手的一半。但是，步入 2018 年后，头条系产品，尤其是抖音增势迅猛。1 月，安装抖音的设备尚只有 1 亿台，在四个短视频软件中居于最末。仅三个月后，该数字已经翻倍至 2.1 亿台。与之相反的，快手却出现了安装数量的下降。3、4 两月，快手的月独立设备数环比连续下降 1.6% 和 1.7%，到 4 月末，安装快手的设备总量为 2.4 亿，与抖音的差距已经缩小到 3000 万。

从战略上看，头条系的三款产品虽然具体定位不尽相同，其中抖音偏重音乐短视频，西瓜视频主打 PGC 视频，而火山小视频则被认为是头条真正对标快手的产品，但总体来说，三款产品相加对短视频领域的用户流量吸引是巨大的，对同处一个领域的快手的冲击力也最强。另一方面，根据 QuestMobile 发布的春节期间短视频行业典型 APP 卸载用户去向发布也可以发现，从快手流失的用户中，68.8% 的用户最终流向头条系的三款产品，而头条系三款产品的流失用户虽均有 50% 左右流向快手，但也另有 40% 左右是流向同系的另两款产品。可见，头条“以三打一”的策略不止极具攻击性，在防守方面也卓有成效。

图 27: 2017.04 - 2018.04 快手与头条系产品设备数对比



资料来源: 艾瑞指数, 安信证券研究中心

### BAT 的短视频布局

在短视频头部平台激烈竞争的同时, 百度、阿里、腾讯等互联网巨头也看到了短视频行业的红利与潜力, 进而相继入局。根据 IT 桔子, 腾讯在 2017 年 3 月就曾领投快手的 3.5 亿美元 D 轮融资, 今年 1 月又跟进了快手 10 亿美元的 E 轮融资。根据环球网消息, 阿里巴巴旗下的土豆网也在 2017 年 3 月由长视频转型为短视频网站, 并投入 20 亿现金打造“大鱼计划”。根据新浪科技, 淘宝短视频独立 APP “独客”即将于 6 月初上线, 每条短视频 15-30 秒, 形式与抖音类似, 内容围绕产品, 可以边看边买。而百度在短视频方面也有两手布局: 根据搜狐科技, 百度在 2017 年 11 月上线专业的短视频聚合平台好看视频; 今年, 旗下长视频行业龙头爱奇艺也在 5 月宣布开始进军短视频。此外, 新浪系的秒拍, 360 系的快视频以及美图系的美拍等, 均透露出这些互联网巨头对短视频行业的青睐。

## 7. ARPU 的增长对 IAAS 云市场的重要性加大

表 11: 主要互联网公司一季度云业务收入

	一季度			调整后 EBITA 率	二季度预测		
	收入(百万元)	收入同比增长	收入环比增长		收入同比增长	收入环比增长	调整后 EBITA 率
阿里巴巴	4,385	103%	22%	-8%	101%	12%	-5%
腾讯	955	同比三位数增长	na	na	同比三位数增长	30%	na
金山软件	419	56%	4%	na	54%	12%	na

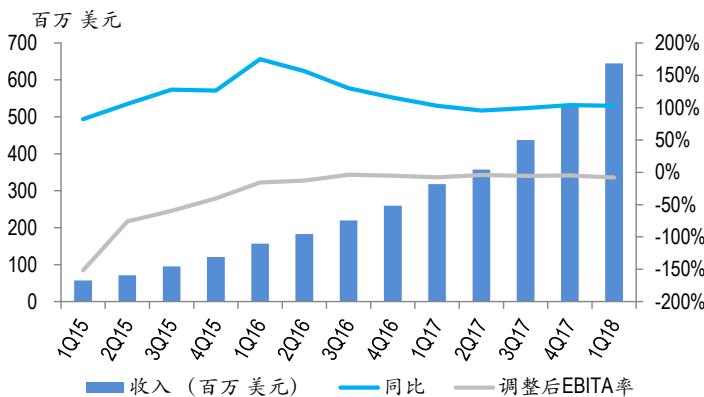
资料来源: 上市公司财报、安信证券研究中心

注: 1Q18 对应阿里巴巴 2018 财年第四季度; 一季度腾讯云业务数据以及二季度预测为安信证券研究中心预测

我们看到公有云 IAAS 市场呈现强者更强的趋势, 阿里云和腾讯云作为市场龙头, 一季度保持了同比三位数的增速。我们认为去年 IAAS 公有云的主要增长动力来源于付费客户数的增长, 而今年开始, ARPU 的成长贡献将更加突出, 市场龙头经过了初期的用户积累以后, 在服务上升级, 从比较基础的 CDN 或者数据库服务升级到高附加值的产品和服务, 一定层面上也反映出了云 IAAS 服务的需求的复杂度在提升。同时, 云 IAAS 巨头相继宣布产品降价, 使得今年云 IAAS 市场竞争也更为激烈, 对市场份额较小的厂商来说压力更大。

阿里巴巴的云计算由用户增长拉动规模效应。4QFY18 云服务收入环比提速，同比增加 102% 至 36 亿元，FY18 云服务同比增速为 101%。我们认为过去财年云服务的主要增长动力来自付费客户数的增长，而在 2019 财年付费用户的 ARPU 将成为主要驱动力之一。我们看到阿里云付费客户数在三个季度前已经超过 1 百万，达到一定规模，今后的业务重点是提高对客户的服务渗透，提高云业务客户对高附加值产品和服务的消费。我们预计 2019 财年，中国公有云市场的竞争会加剧，提价的可能性较低，公司云计算业务的增量将主要来自于单客户的 ARPU 值的提高。我们预期 FY19 云计算业务收入同比增速为 80%，调整后 EBITA 亏损率会维持在中个位数左右。

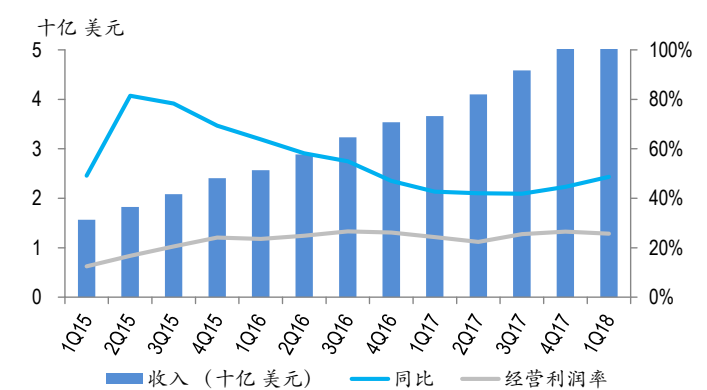
图 28：阿里云收入及调整后 EBITA 率



资料来源：阿里巴巴财报、安信证券研究中心

注：1Q18 对应阿里巴巴 2018 财年第四季度；

图 29：AWS 收入及经营利润率



资料来源：Amazon 财报、安信证券研究中心

腾讯云维持同比三位数增长，启动新一轮降价。腾讯披露一季度云服务收入同比增速超过 100%，在视频和游戏云领域进一步扩大市场份额；我们的模型估计腾讯云在 2017 年收入超过 20 亿元，一季度收入在 9.55 亿接近 10 亿元规模，2018 年收入预测值为 60 亿元左右。腾讯云在 5 月 23 日的“云+未来”峰会上宣布腾讯云拥有 2000+ 合作伙伴，提供了 60+ 行业解决方案，并启动新一轮降价，对 AI 应用服务实行全部免费接入。核心产品价格下调，涉及产品包括 CVM、CDN、数据库、COS 存储等，最高降幅达 50%。

金山云收入客户数和 ARPU 值双重驱动。根据金山软件财报，金山云截至今年 3 月完成 D 轮融资后估值达 23.7 亿美元，并预计 2018 年云收入同比增速在 60% 左右。一季度金山云收入同比增长 56% 至 4.2 亿元，较符合我们的预期。我们认为其动力来自客户数和客户 ARPU 值的生长的双重驱动。我们预计金山云二季度收入同比增加 54%，全年收入同比增加 58% 至 21 亿元，2018-20 年收入增长 CAGR 为 56%。对于整体利润率，我们估计金山云的板块亏损率会在 2017 年 50%+ 的基础上逐年收窄。



## 8. 行业估值对比

### 8.1. 中国互联网公司估值比较

表 12: 中国互联网公司估值比较

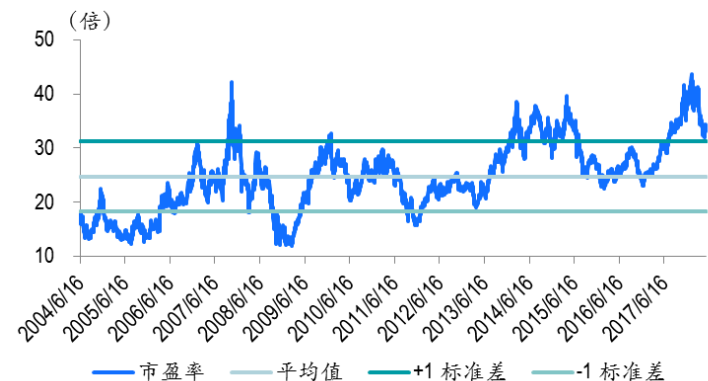
公司名称	股票代码	交易货币	收盘价	本年迄今收益	市值	Non-GAAP P/E			P/S		
			5-25-2018	%		2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
阿里巴巴	BABA US	美元	199.20	15.5	510,182	38.1	31.0	23.5	13.1	8.2	6.1
腾讯控股	700 HK	港币	404.00	(0.5)	489,363	47.9	37.1	28.1	13.1	9.2	6.9
百度	BIDU US	美元	243.80	4.1	85,020	26.2	23.6	20.1	6.4	5.3	4.4
京东	JD US	美元	36.87	(11.0)	52,883	70.0	56.1	35.8	0.9	0.7	0.6
网易	NTES US	美元	228.56	(33.8)	30,016	14.7	19.7	16.1	3.6	2.8	2.2
携程	CTRP US	美元	46.50	5.4	25,353	47.1	39.2	28.2	6.1	5.1	4.1
好未来	TAL US	美元	42.97	44.6	24,468	111.3	74.9	47.8	14.4	9.2	6.3
微博	WB US	美元	102.57	(0.9)	22,889	59.5	36.9	25.3	20.2	12.7	9.0
新东方	EDU US	美元	100.68	7.1	15,920	45.4	33.7	25.2	6.6	5.0	3.9
58 同城	WUBA US	港币	80.47	12.4	11,859	51.9	33.7	24.5	7.7	6.2	5.1
汽车之家	ATHM US	港币	100.48	57.0	11,798	39.6	28.5	22.9	12.2	10.6	8.6
众安	6060 HK	美元	51.40	(25.8)	9,629	na	314.4	60.3	10.8	6.0	3.7
中航信	696 HK	美元	22.60	(3.6)	8,429	22.6	20.3	17.2	7.7	7.0	6.2
阅文集团	772 HK	港币	70.00	(16.0)	8,087	113.2	55.7	36.6	12.8	9.0	6.7
陌陌	MOMO US	美元	38.95	59.1	7,935	23.3	17.0	13.6	6.0	4.4	3.5
唯品会	VIPS US	美元	11.82	0.9	7,790	16.6	15.8	11.8	0.7	0.5	0.4
前程无忧	JOBS US	港币	105.78	73.8	6,591	47.9	36.6	29.1	14.8	11.3	9.2
欢聚时代	YY US	美元	103.00	(8.9)	6,509	15.9	12.8	10.4	3.6	2.7	2.2
新浪	SINA US	美元	90.95	(9.3)	6,500	32.4	28.3	18.4	4.2	2.9	2.2
美图	1357 HK	港币	8.24	(24.3)	4,490	na	47.9	23.9	6.9	3.6	2.5
金山软件	3888 HK	美元	23.15	(11.0)	4,053	16.9	18.9	13.1	5.0	3.8	2.9
搜狗	SOGO US	美元	9.78	(15.5)	3,884	33.4	27.9	17.7	4.3	3.0	2.3
金蝶国际	268 HK	港币	9.21	109.3	3,843	93.7	62.4	46.5	11.0	8.7	6.9
宝尊	BZUN US	港币	58.05	83.9	3,287	81.8	50.8	31.2	5.1	4.0	3.1
易鑫	2858 HK	港币	4.00	(36.2)	3,200	48.6	36.6	13.4	5.7	3.3	2.3
趣店	QD US	美元	8.76	(30.1)	2,880	7.6	5.2	3.7	1.5	0.8	0.8
搜房	SFUN US	港币	5.41	(3.0)	2,402	112.7	22.0	16.1	5.2	5.2	4.5
拍拍贷	PPDF US	美元	7.36	3.5	2,213	102.8	8.2	5.2	3.6	3.0	2.2
IGG	799 HK	美元	11.94	41.5	2,024	12.3	9.2	8.4	3.3	2.4	2.2
中软国际	354 HK	美元	6.75	30.1	2,090	25.0	18.6	14.8	1.5	1.2	1.0
猎豹移动	CMCM US	美元	13.02	7.8	1,851	20.8	28.2	19.4	2.4	2.4	2.2
宜人贷	YRD US	美元	27.50	(37.5)	1,669	8.3	6.6	4.9	2.0	1.5	1.1
易车网	BITA US	美元	22.09	(30.5)	1,578	29.7	14.8	10.1	1.2	0.9	0.7
搜狐	SOHU US	美元	37.37	(13.8)	1,454	na	na	na	0.8	0.7	0.6
畅游	CYOU US	美元	18.10	(27.1)	955	7.3	12.9	9.8	1.6	1.9	1.8
瑞思	REDU US	美元	16.02	8.3	912	59.1	32.2	23.1	6.1	4.7	3.7
迅雷	XNET US	美元	11.81	(23.3)	790	na	na	na	na	na	na
红黄蓝	RYB US	美元	17.05	1.0	498	60.9	92.2	22.1	3.6	3.1	2.2
凤凰新媒体	FENG US	美元	5.51	(15.1)	399	43.3	49.7	28.3	1.6	1.6	1.4
无忧英语	COE US	美元	11.42	(8.6)	231	na	na	na	1.8	na	na

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、学而思和新东方的 2017E 代表其 2018 财年, 以此类推。

## 8.2. 主要互联网公司估值历史走势

图 30: 腾讯 - 市盈率走势



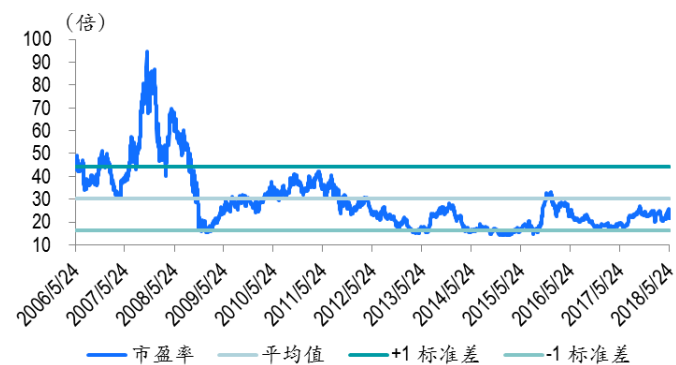
资料来源: 彭博、安信证券研究中心

图 31: 阿里巴巴 - 市盈率走势



资料来源: 彭博、安信证券研究中心

图 32: 百度 - 市盈率走势



资料来源: 彭博、安信证券研究中心

图 33: 京东 - 市盈率走势



资料来源: 彭博、安信证券研究中心

图 34: 网易 - 市盈率走势



资料来源: 彭博、安信证券研究中心

图 35: 携程 - 市盈率走势



资料来源: 彭博、安信证券研究中心

图 36: 微博 - 市盈率走势



资料来源: 彭博、安信证券研究中心

图 37: 新浪 - 市盈率走势



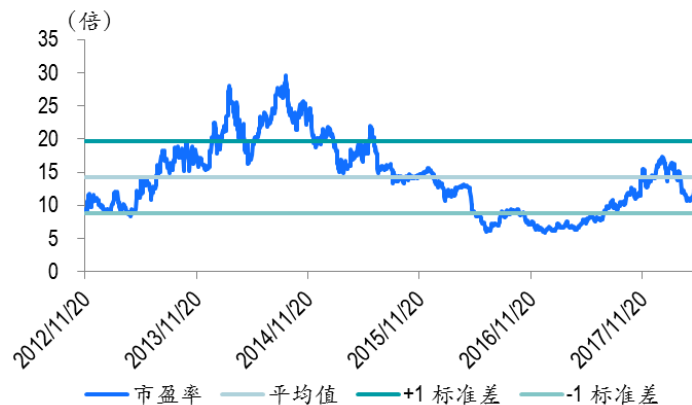
资料来源: 彭博、安信证券研究中心

图 38: 陌陌 - 市盈率走势



资料来源: 彭博、安信证券研究中心

图 39: 欢聚时代 - 市盈率走势



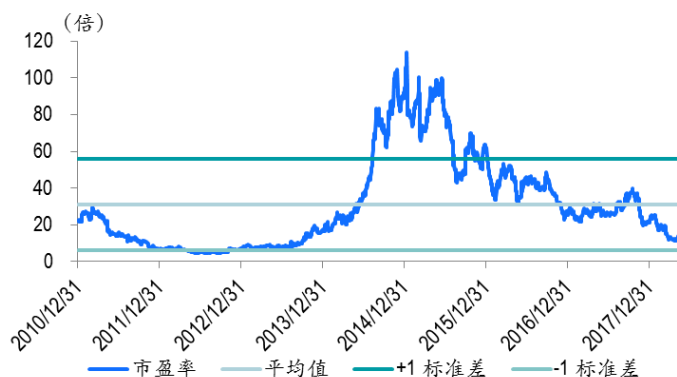
资料来源: 彭博、安信证券研究中心

图 40: 汽车之家 - 市盈率走势



资料来源: 彭博、安信证券研究中心

图 41: 易车网 - 市盈率走势



资料来源: 彭博、安信证券研究中心

图 42: 前程无忧 - 市盈率走势



资料来源: 彭博、安信证券研究中心

图 43: 唯品会 - 市盈率走势



资料来源: 彭博、安信证券研究中心

图 44: 金山软件 - 市盈率走势



资料来源: 彭博、安信证券研究中心

图 45: 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

胡又文声明, 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。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
高思雨		021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
深圳联系人	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@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