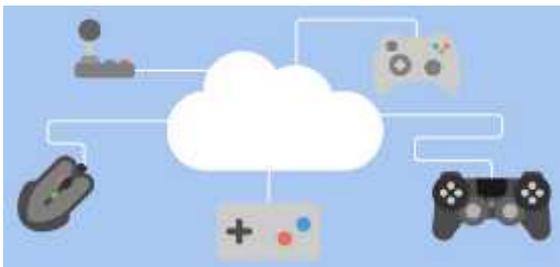


## 前沿科技年度展望系列系列报告4

# 2020全球互联网行业回顾与展望



许英博 首席科技产业分析师

陈俊云 前瞻研究高级分析师

黄亚元 前瞻研究高级分析师

中信证券研究部·前瞻研究

2020年7月8日

- **成长性：全球互联网产业持续快速发展，预计未来3-5年仍将保持近20%的增速。**从PC到移动，全球互联网产业持续快速发展。当前，全球市值最大的10家科技互联网公司加总市值已达8.3万亿美元，2019年加总收入高达10771亿美元。过去十年，美股互联网板块占科技股的市值占比从25%提升至36%，驱动科技板块占美股总市值比重从21%增长至35%。2019年，全球主要科技互联网公司保持20%以上的收入增长。全球互联网未来增长动力预计将来自：1) 新兴和下沉市场将驱动用户数量持续提升：全球互联网用户已达45.4亿人（渗透率59%，2020.1），但印度、印尼等地区渗透率仍不足40%，中国下沉市场渗透率不足50%；2) 视频应用驱动全网用户时长提升：全球人均互联网日使用时长达403分钟，移动占比超过50%，视频占比持续提升；3) 5AIoT技术带来更多数字消费场景：移动互联应用将进一步拓展至更多终端设备和更多场景，如VR/AR、可穿戴设备、汽车、智能家居等设备，以及视频、直播、游戏、教育、生活服务、企业服务等场景，带来更多增量可能。我们预计，未来3-5年，全球互联网市场仍将保持近20%的复合增速。
- **行业格局：互联网科技创新阶段性放缓，头部公司和视频类公司增长较快。**当前，我们正处于两轮科技红利之间，移动互联红利逐渐减弱，5AIoT红利即将到来。在科技创新阶段性放缓的阶段，头部互联网公司凭借庞大的用户基础和流量红利，持续拓展变现领域，视频应用类公司快速成长，其他中小互联网公司相对乏力。互联网巨头凭借更强的研发实力、人才储备与现金流，有机会在更多场景实现突破和提升变现。2019年美国五大科网巨头FAAMG合计实现营收8991亿美元（+12%），调整净利润1633亿美元（+7%），研发费用1086亿美元，研发费用率高达12%。在中国市场，腾讯、阿里增速维持较快，2019年收入分别同比增长21%、51%，视频类公司如Bilibili、斗鱼、虎牙等收入分别增长64%、99%、80%，抖音驱动母公司字节跳动2019年收入达1300亿元量级，较2018年（500亿）大幅增长；其他中小互联网公司收入增长乏力。
- **场景扩展：从“Copy to China”到“Copy from China”，5G有望带来更多应用可能。**全球互联网公司主要变现模式包括：广告、订阅、佣金抽成等。2019年，全球数字广告开支3356亿美元（+14%），游戏市场规模1519亿美元（+10%），均进入平稳增长期。4G时代，中国依靠庞大的本土消费市场，在电商、在线支付、短视频、直播等领域快速增长，形成独特的中国模式，并向海外复制扩张。2020年上半年，TikTok全球下载量超6亿次，APP月内购收入超9000万美元，位居全球第一，成为中国互联网出海的成功案例。未来，5G、AI、IoT等技术综合应用，有望驱动更广泛的数字消费场景以及科网巨头的收入扩张。

- **产业互联网：**云化进程加速驱动全面数字化，2B的产业互联网将为中国科技互联网巨头提供更持久的业绩和估值增长空间。2019年全球数据量达41ZB，十年CAGR近50%。IDC预计到2025年全球数据量达175ZB，CAGR近30%。云计算、5G等数字基础设施发展，驱动属全球数字化进程。根据IDC和中国信通院数据，2019年，全球IaaS云计算市场规模约500亿美元（+38%），中国IaaS云计算市场规模约670亿元（+53%）；上述两机构预计2020年全球、中国IaaS云计算收入规模将分别达到650亿美元（+26%）、950亿元（+42%）。在2C的互联网商业模式持续拓展的同时，2B端产业互联网的机遇不容小觑。COVID-19疫情加速传统企业的云化进程，协同办公、视频会议等SaaS应用需求快速增长。当前全球软件行业SaaS云化收入比重仅为22%。综合考虑偏低的行业渗透率、更多企业的数字化转型需求、新科技周期驱动等因素，我们预计，未来3年全球SaaS市场复合增速将超20%，中国市场增速高于全球。未来，大型企业将超越中小型企业，成为数字化转型和企业云化的主力，在SaaS云计算、工业互联网、产业互联网等纵深领域，带来更多投资机遇。在中国市场上，由于传统软件和2B服务企业相对偏弱，快速成长的互联网巨头有望在云计算和2B的产业互联网领域有更多斩获。我们看到，阿里钉钉、字节跳动飞书、腾讯企业微信、腾讯会议等应用快速成长，2B市场将为中国互联网巨头带来更持久的业绩和估值成长空间。
- **风险因素：**疫情导致全球经济持续低迷的风险；中小企业受疫情影响，IT开支、广告支出持续不及预期的风险；互联网巨头新业务扩展导致利润率承压的风险；5G、AI等技术变迁导致原有科网巨头错过新商业模式的风险等。
- **投资建议：**全球互联网逐渐进入存量竞争阶段，未来的增长料将主要来自：1) 新兴及下沉市场带来的用户增长，2) 视频、直播等新业态带来的用户市场提升和变现，3) 5AIoT技术发展带来新的应用场景，4) 产业互联网在2B端的场景和市场拓展。美国和中国互联网领跑全球，中国互联网巨头具有更多机遇，在2C的商业模式创新以及2B的场景竞争领域享有优势。我们持续推荐平台类互联网公司，关注其向云化、AI和2B领域的拓展和创新。建议重点关注：美股的亚马逊、Facebook、谷歌、奈飞等公司，以及腾讯、阿里巴巴、美团、拼多多、小米集团、京东、Bilibili、百度等中国互联网公司。此外，在一级市场上，我们提示字节跳动、快手等公司的机会。

# 重点公司估值表1

代码	简称	市值	PS			PE (non-GAAP)				PB	PEG
			2019	2020E	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2019
AAPL.O	苹果公司	15,782	6	6	27	29	29	26	24	20.1	5.4
MSFT.O	Microsoft*	15,642	12	11	94	40	39	33	29	13.7	3.6
AMZN.O	Amzon*	14,416	5	4	143	124	140	52	38	22.1	2.5
GOOGL.O	Alphabet	10,034	6	5	33	29	26	23	20	4.9	2.1
FB.O	Facebook*	6,650	9	9	30	36	30	24	20	6.3	1.6
NFLX.O	Netflix	2,097	10	9	173	112	76	54	39	24.9	2.7
SE.N	SEA	545	25	13	NA	NA	NA	NA	NA	56.3	
UBER.N	优步	532	4	4	NA	NA	NA	NA	NA	4.3	
SPOT.N	SPOTIFY	500	7	6	NA	NA	NA	NA	343	22.6	
SNAP.N	SNAP	336	20	16	NA	NA	NA	243	58	15.8	
TWTR.N	Twitter	242	7	7	36	13	77	43	34	2.8	

资料来源：路透一致预测，市值为亿美元，中信证券研究部 带星号为中信证券研究部预测 股价为7月3日收盘价

# 重点公司估值表2

代码	简称	市值	PS		PE (non-GAAP)					PB	PEG
			2019	2020E	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2019
0700.HK	腾讯*	6,465	12	10	59	48	39	32	27	8.9	2.3
BABA.N	阿里巴巴*	5,999	8	6	45	32	26	21	17	4.8	1.4
3690.HK	美团*	1,448	11	9	NA	335	283	55	35	11.2	3.0
PDD.O	拼多多*	1,114	26	16	NA	NA	NA	NA	NA	36.3	NA
JD.O	京东*	949	1	1	194	62	49	33	25	6.5	1.8
NTES.O	网易*	596	7	6	49	20	26	22	20	5.7	-16.9
BIDU.O	百度	425	3	3	13	17	20	15	12	1.8	1.3
1810.HK	小米*	443	2	1	37	27	23	19	16	3.7	1.4
TME.N	腾讯音乐*	237	7	6	40	34	34	26	21	3.8	2.0
IQ.O	爱奇艺	175	4	4	NA	NA	NA	NA	NA	16.8	NA
BILI.O	哔哩哔哩*	158	16	10	NA	NA	NA	NA	NA	15.3	NA
WB.O	微博	76	4	4	12	12	13	11	NA	3.3	NA
YY.O	欢聚	70	2	2	15	22	22	15	11	1.2	0.9
HUYA.N	虎牙直播	43	4	3	78	40	25	17	14	3.3	0.9
DOYU.O	斗鱼	38	4	3	NA	77	25	18	14	3.8	1.0
SINA.O	新浪	24	1	1	11	10	15	11	10	0.6	3.8

资料来源：路透一致预测，市值为亿美元，中信证券研究部 带星号为中信证券研究部预测 股价为7月3日收盘价

1. Facebook(FB.O): 社交巨头, 拓展多元化变现模式
2. Amazon(AMZN.O): 线上消费龙头, 从电商到云和AI
3. Alphabet(GOOG.L): 搜索为根, 探索更多数字应用
4. Microsoft(MSFT.O): 云时代王者归来的巨头
5. Apple(AAPL.O): 智能手机巨头, 探索数字消费边界
6. Netflix(NFLX.O): 流媒体龙头, 凭借自制内容突围
7. Twitter(TWTR.O): 北美社交媒体龙头, 增长承压
8. Snap(SNAP.N): 年轻人喜爱的阅后即焚式社交媒体
9. Spotify(SPOT.N): 音乐流媒体龙头
10. Uber(UBER.N): 立足网约车, 拓展O2O业务
11. SEA(SE.N): 东南亚数字消费龙头

1. 腾讯 (00700.HK)：游戏业务超预期，2B业务高成长
2. 阿里巴巴 (BABA.N, 9988.HK)：立足电商、新零售，2B业务打开成长空间
3. 百度 (BIDU.O)：中国搜索与自动驾驶龙头
4. 京东 (JD.O)：电商业务向纵深方向演进
5. 美团点评 (03690.HK)：生活服务超级平台
6. 小米集团 (01810.HK)：手机业务触底回升，物联网值得期待
7. 网易 (NTES.O)：国内领先的游戏娱乐与邮箱龙头
8. 拼多多 (PDD.O)：社交电商龙头，潜力值得期待
9. 哔哩哔哩 (BILI.O)：年轻人潮流文化社区，渐红出圈
10. 微博 (WB.O)：曾经的社交媒体龙头，增长乏力
11. 爱奇艺 (IQ.O)：中国在线视频领域龙头
12. 欢聚时代 (YY.O)：直播平台，工会模式领先
13. 虎牙直播 (HUYA.N)：游戏直播平台
14. 新浪 (SINA.O)：门户网站，昔日王者
15. 腾讯音乐集团 (TME.N)：音乐流媒体平台，付费模式驱动增长
16. 斗鱼 (DOYU.O)：娱乐直播平台
17. 字节跳动：从“头条”到“抖音”，AI驱动高成长独角兽
18. 快手：快速增长的短视频、直播平台

# CONTENTS

## 目录

---

1. 成长性：头部公司增长持续，技术驱动未来增长
2. 竞争格局：从百花齐放到头部效应持续凸显
3. 场景扩展：寻求ARPU增长的新模式，中国模式走向世界
4. 产业互联网：从互联网到数字化，从基础设施到SaaS应用

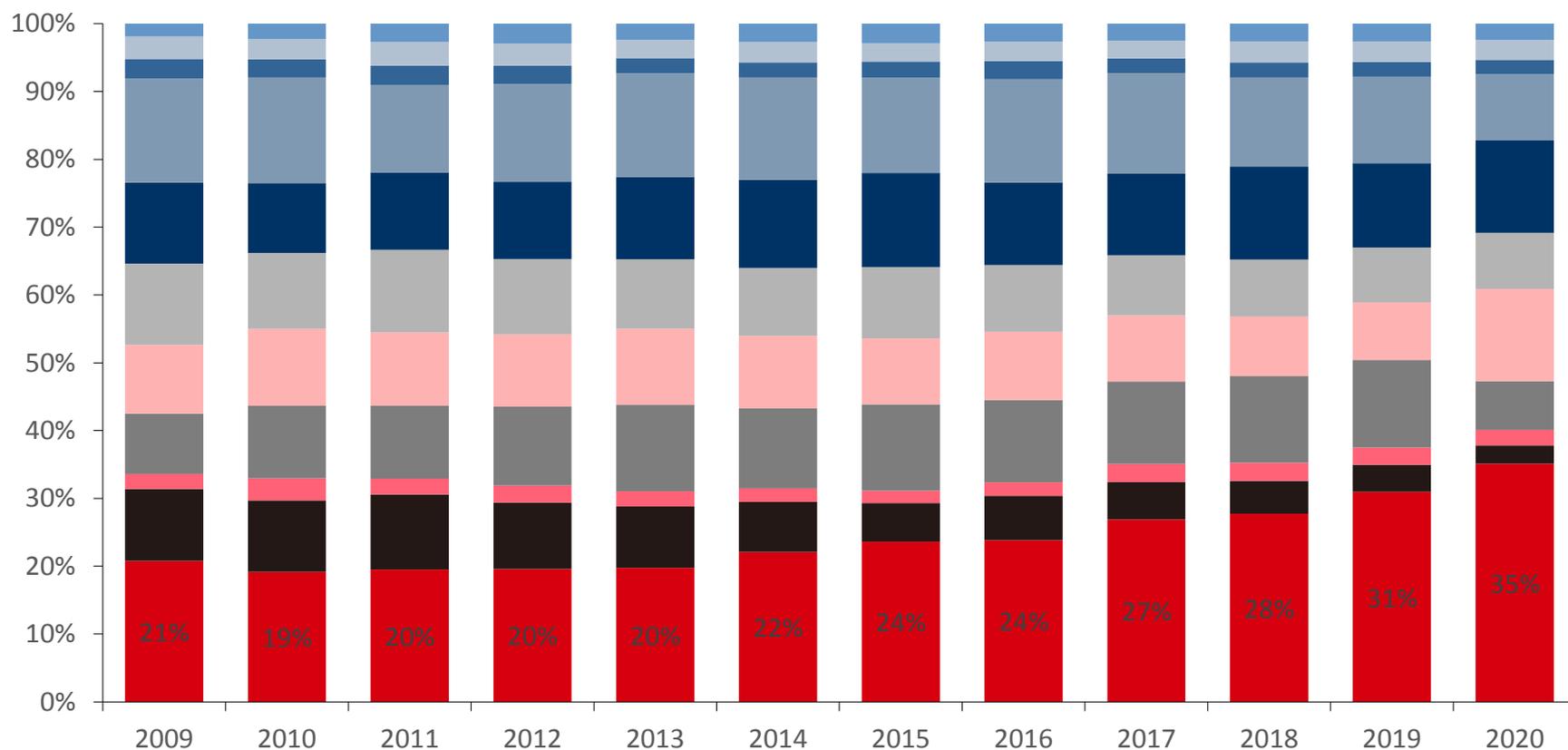
**成长性：头部公司增长持续，技术驱动未来增长**

---

# 科技板块是过去10年美股表现最好的板块之一

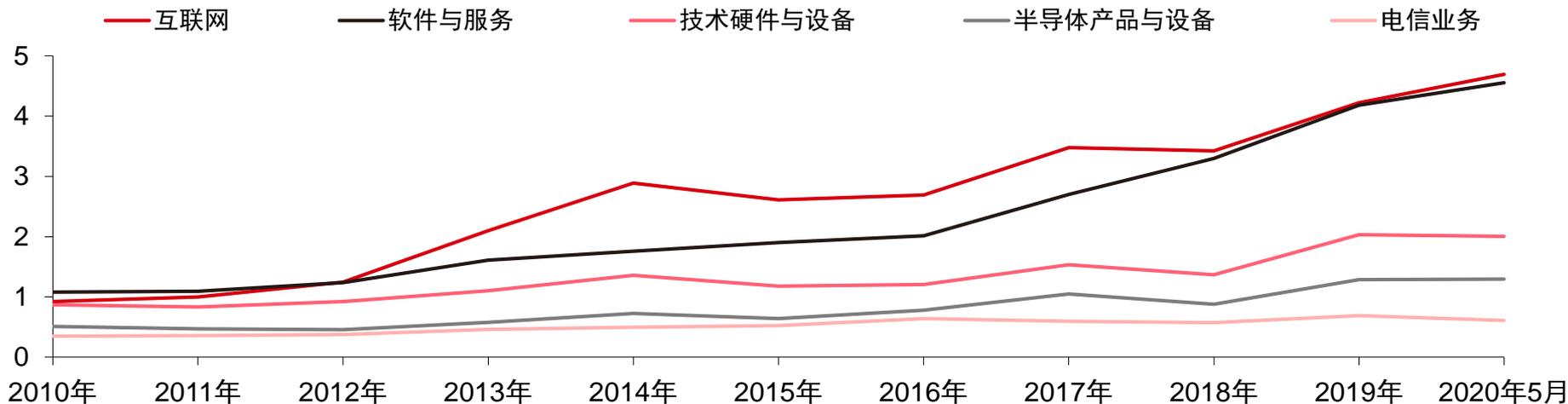
## 标普指数成分结构变化

■ 信息技术 ■ 能源 ■ 材料 ■ 可选消费 ■ 工业 ■ 日常消费品 ■ 医疗保健 ■ 金融 ■ 电信业务 ■ 公用事业 ■ 房地产

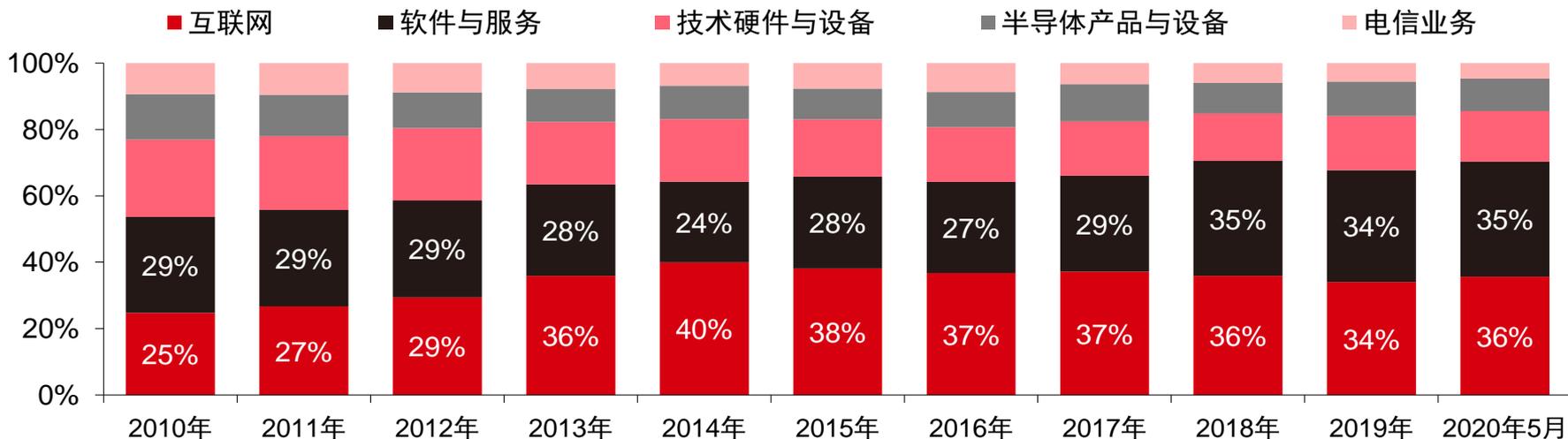


# 互联网亦是过去十年美股表现最好的科技子板块之一

## 美国科技板块市值历年走势（万亿美元）

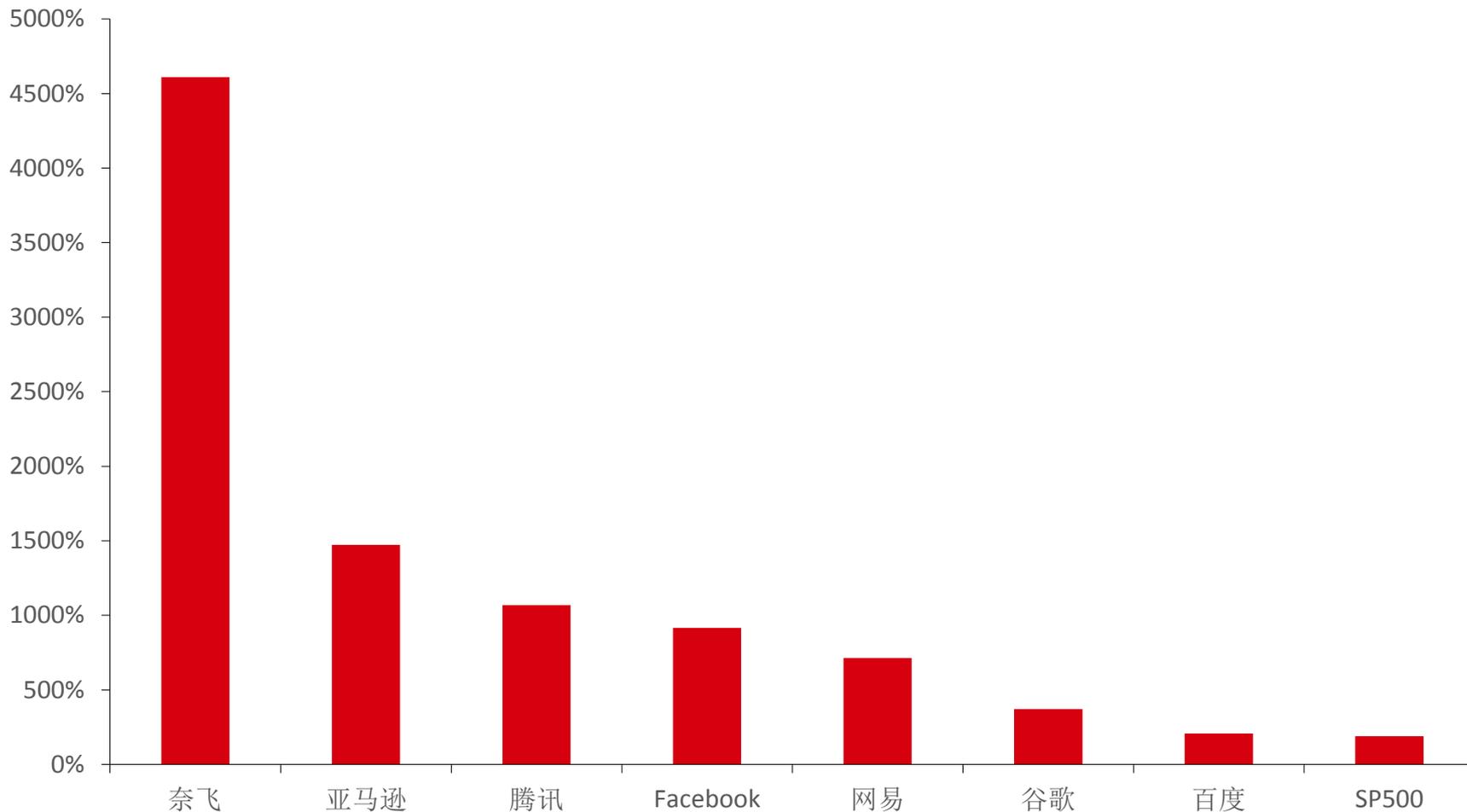


## 美股科技股细分行业市值占比



# 互联网板块过去十年孕育多只牛股

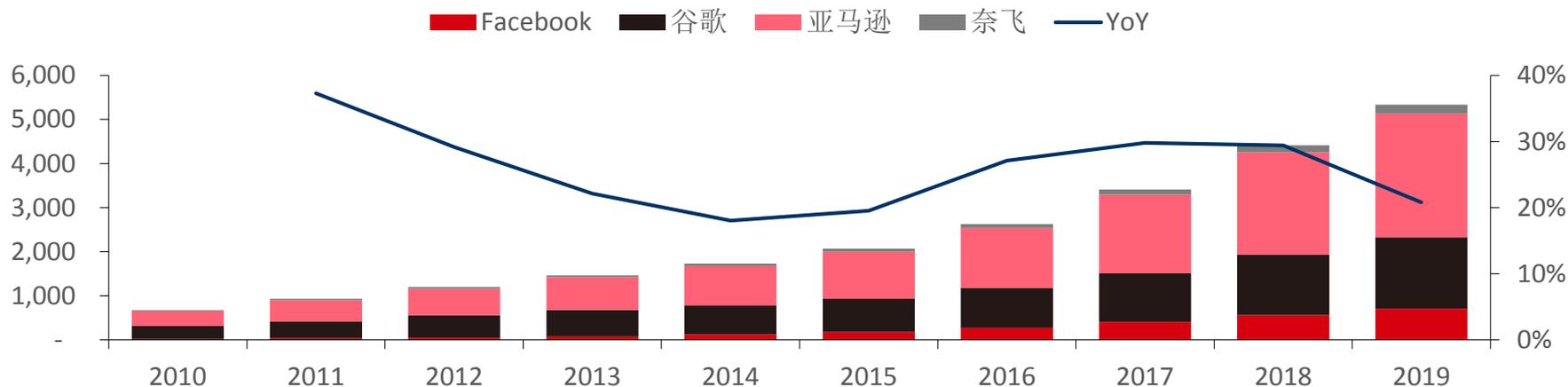
互联网行业部分公司2009-2019涨跌幅



资料来源: wind, 中信证券研究部

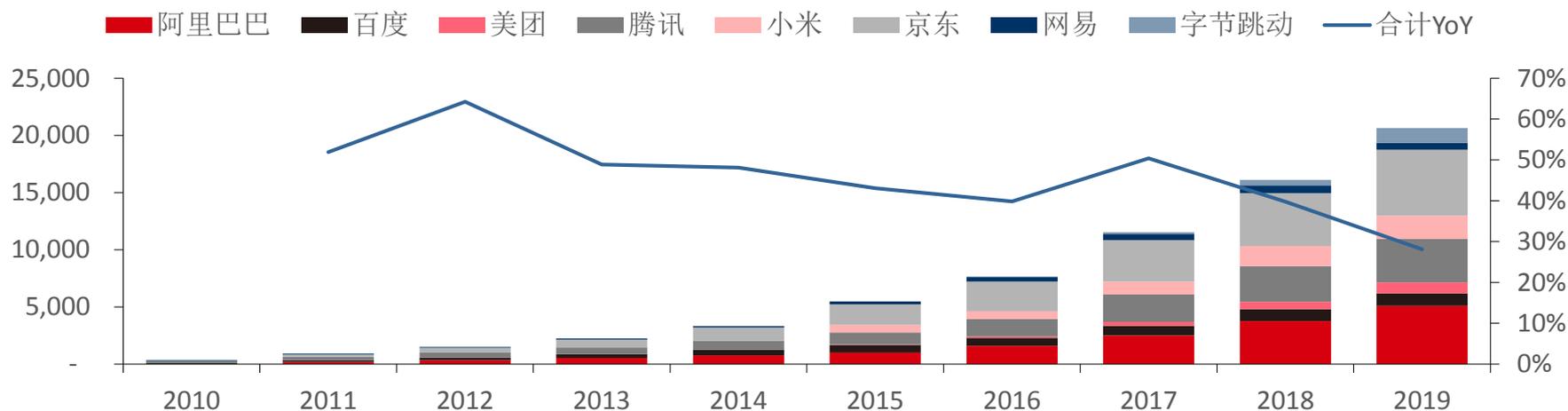
# 2019年中美科技互联网巨头保持了20%以上业绩增速

## 北美四大科技互联网公司营业收入（亿美元）



资料来源：各公司财报，中信证券研究部

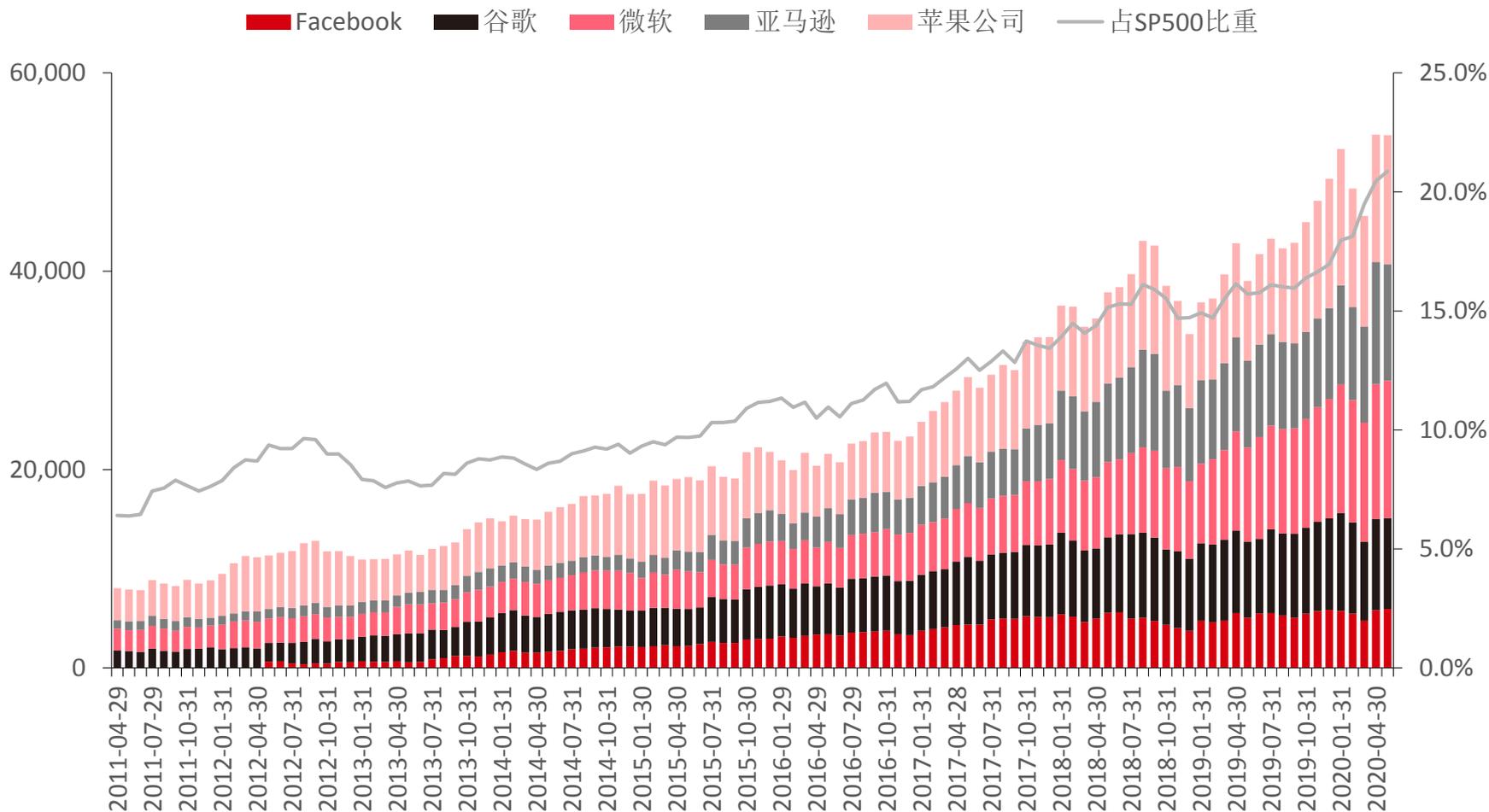
## 中国科技互联网公司收入（亿元）



资料来源：各公司财报，中信证券研究部

# 北美科网巨头：市值规模达到历史高位

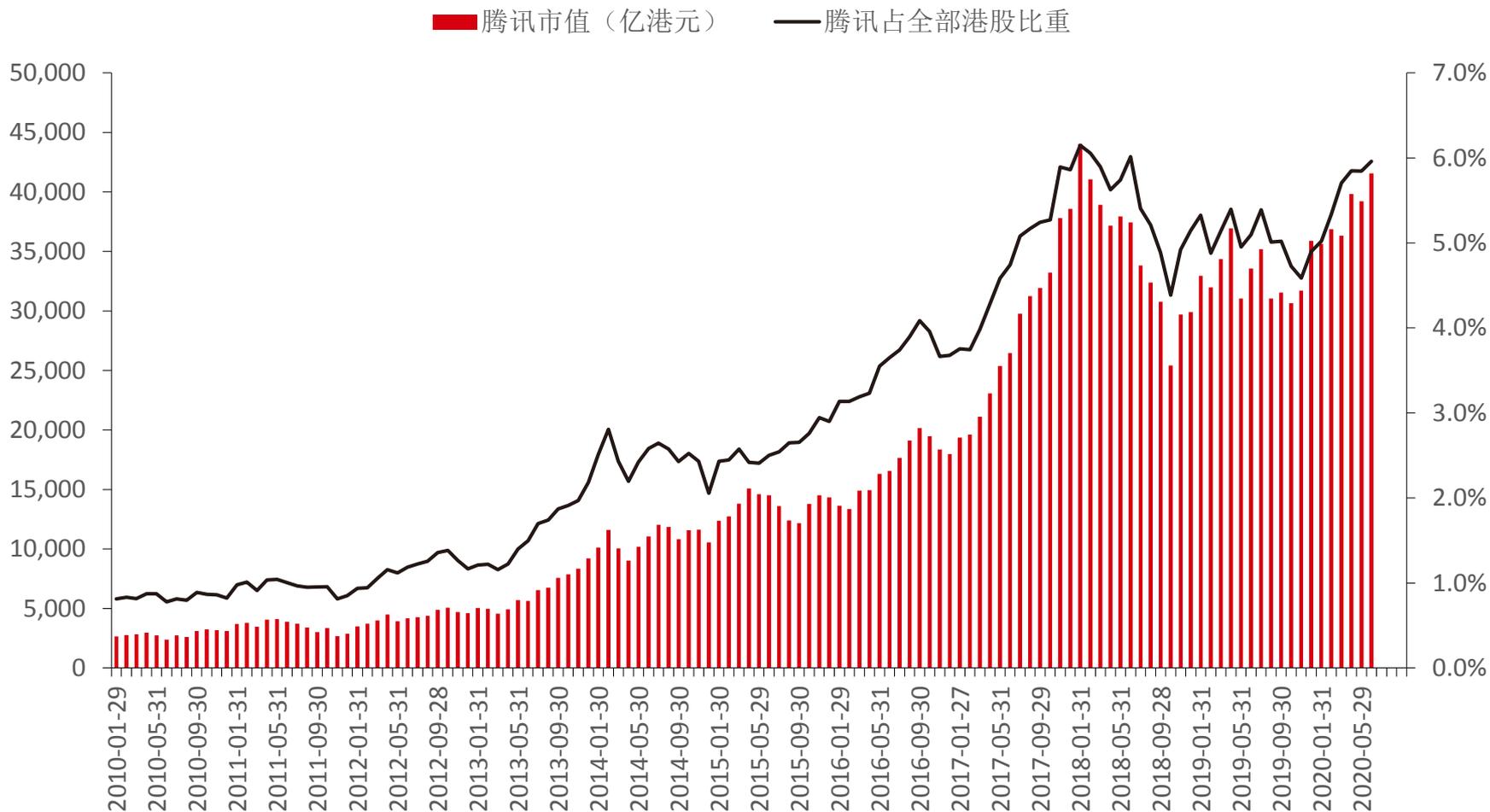
## FAAMG占标普500市值比重（亿美元）



资料来源：wind，中信证券研究部

# 腾讯：占港股市值占比持续提升

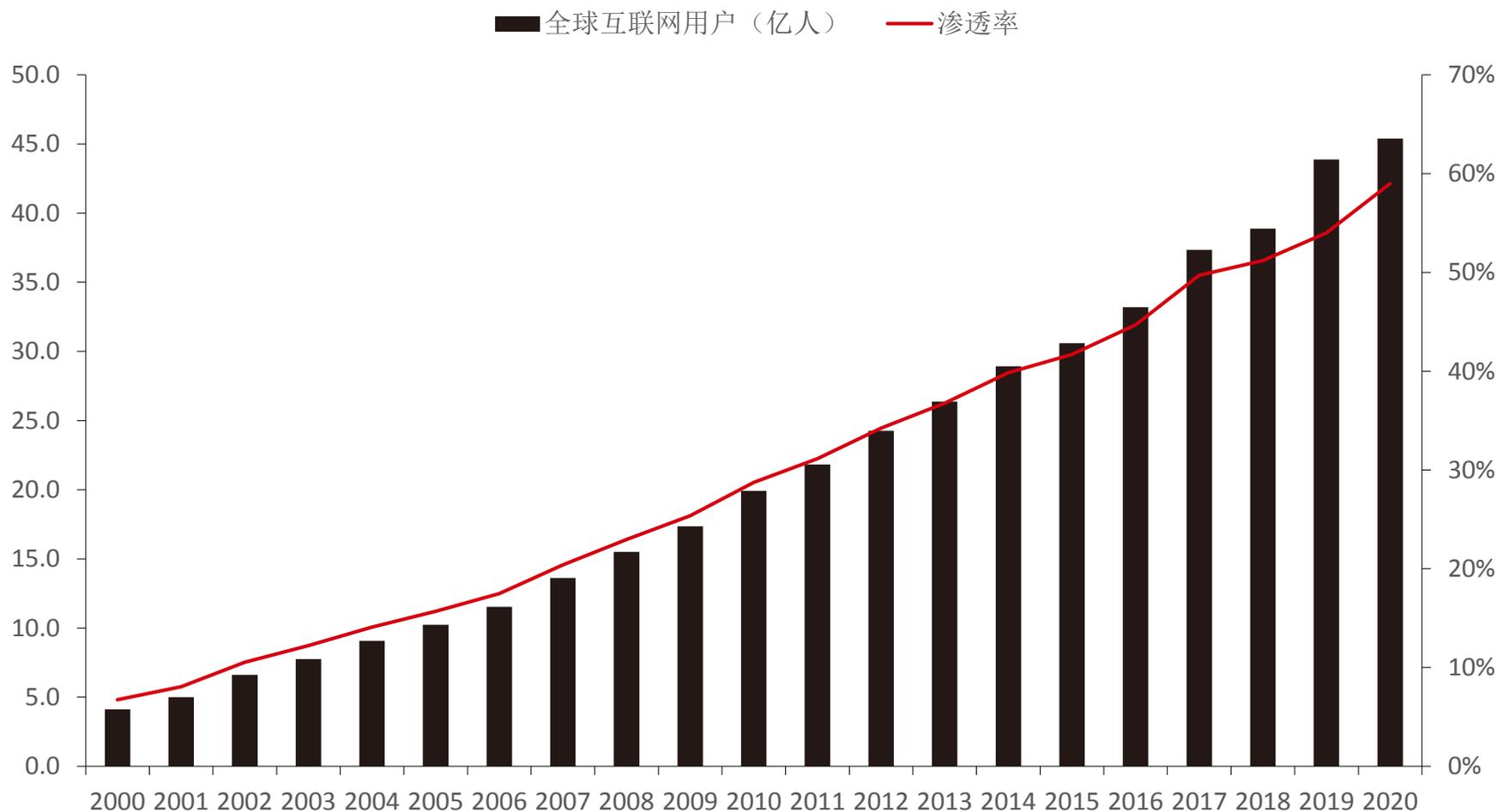
## 腾讯占港股市值比重



资料来源：wind，中信证券研究部

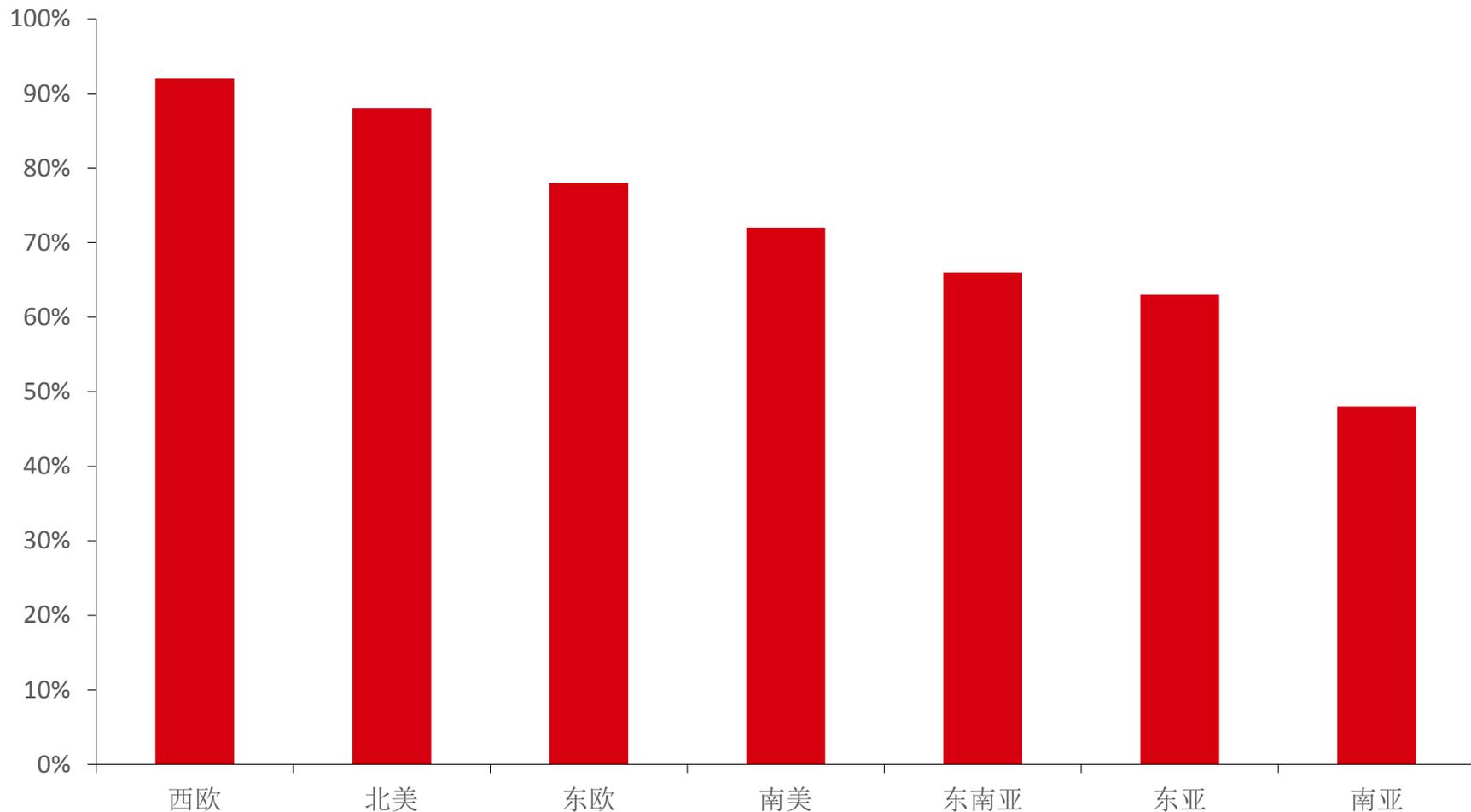
# 全球互联网用户：渗透率接近60%

## 全球互联网人数及渗透率



资料来源：联合国，Hootsuite，中信证券研究部 注：2020数据为2020年一月数据

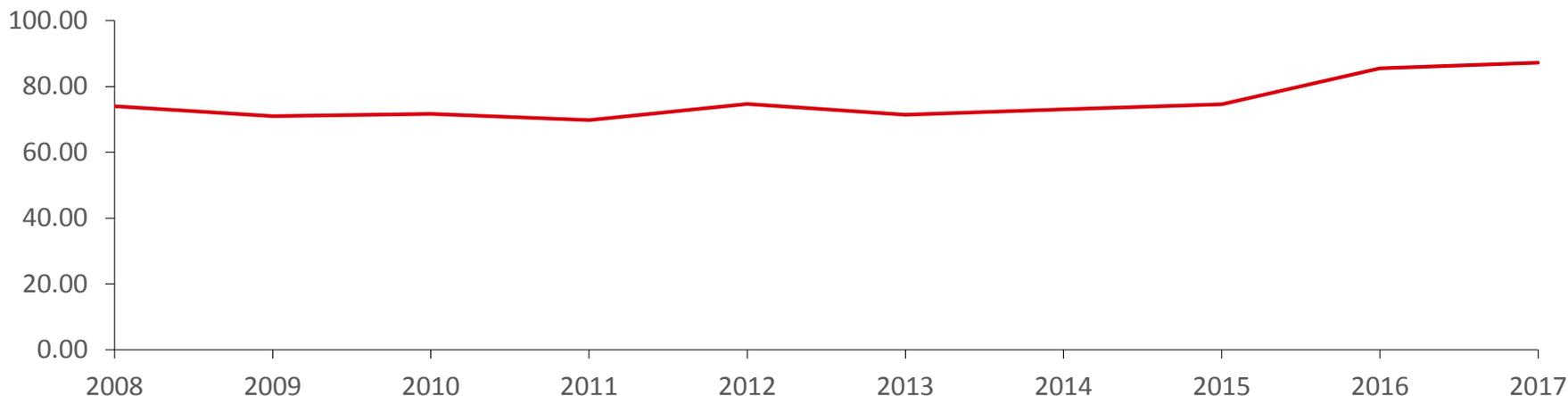
全球2020年1月各地区互联网渗透率



资料来源: Hootsuite, 中信证券研究部

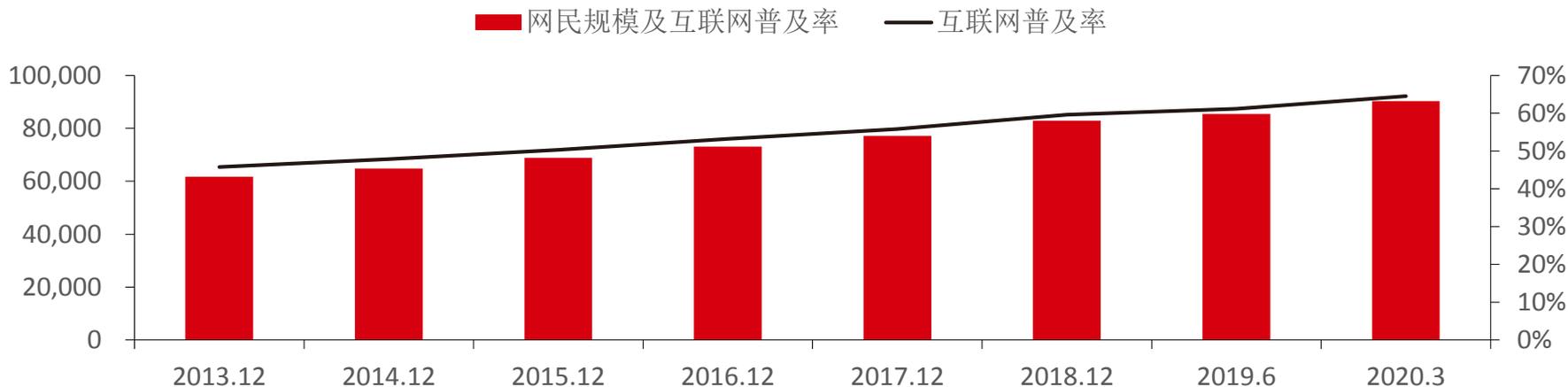
# 中美互联网：美国用户渗透率近8成，中国仍具有空间

## 美国互联网用户渗透率 (%)



资料来源：世界银行，中信证券研究部

## 中国互联网用户 (万)

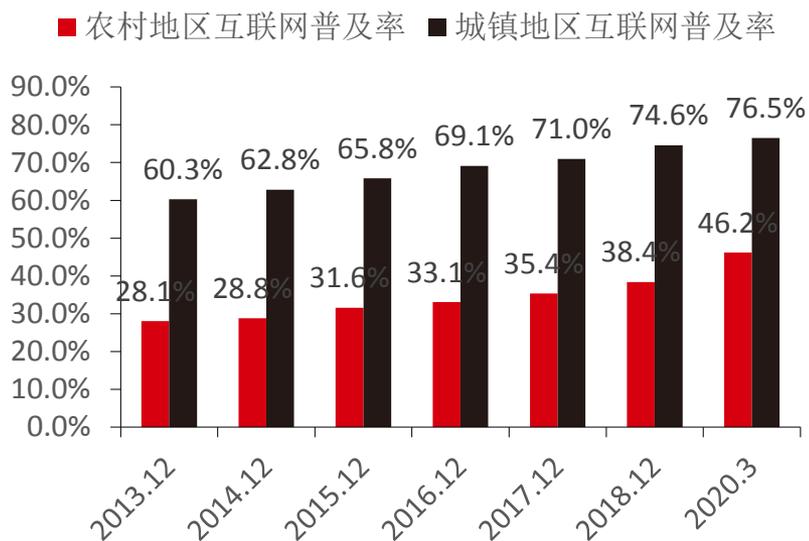


资料来源：CNNIC，中信证券研究部

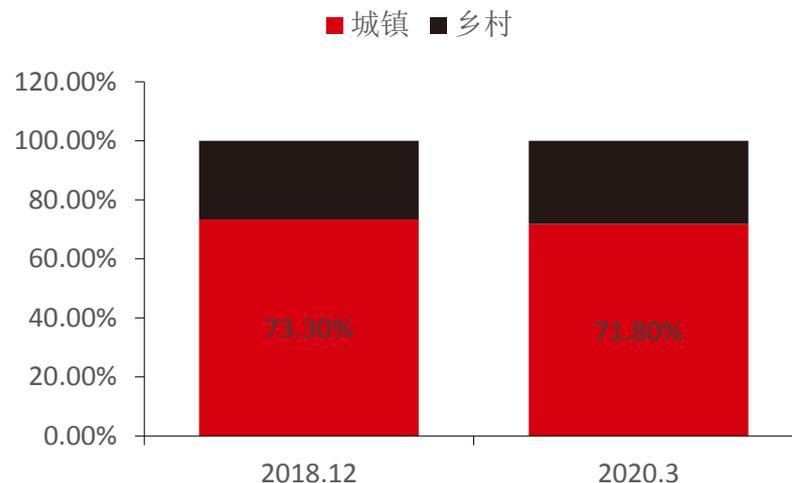
# 国内互联网市场加速用户下沉

- **城乡地区缩小数字鸿沟。**截至2020年3月，农村互联网普及率达46.2%，城乡地区互联网普及率差异减小。
- **农村网民占比提升。**截至2020年3月，农村网民占比28.2%，较2018年底提升1.5%。

## 城乡地区互联网普及率 (%)



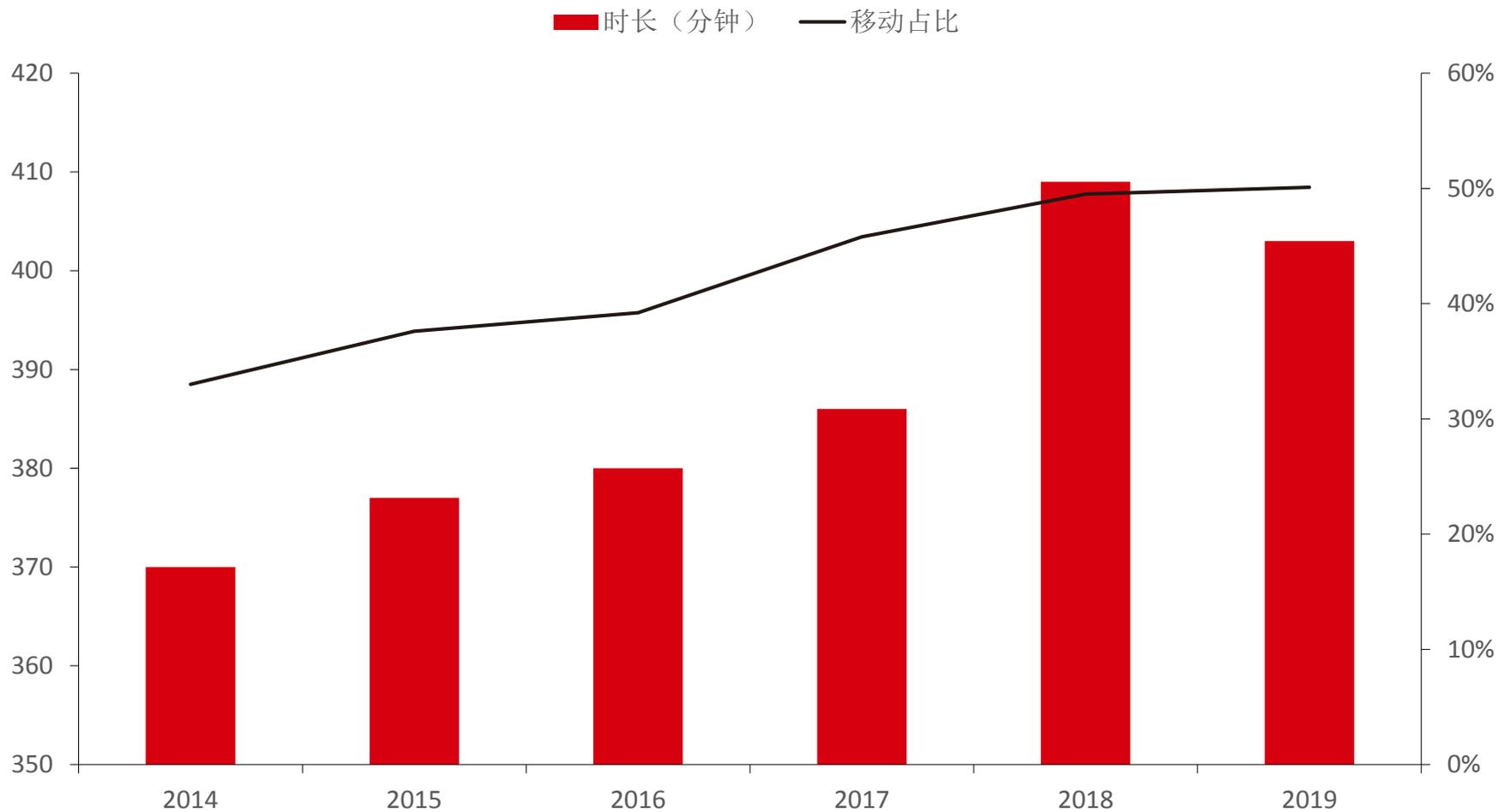
## 网民城乡结构



资料来源：CNNIC，中信证券研究部

# 在线时长：整体趋于平稳，移动占比过半

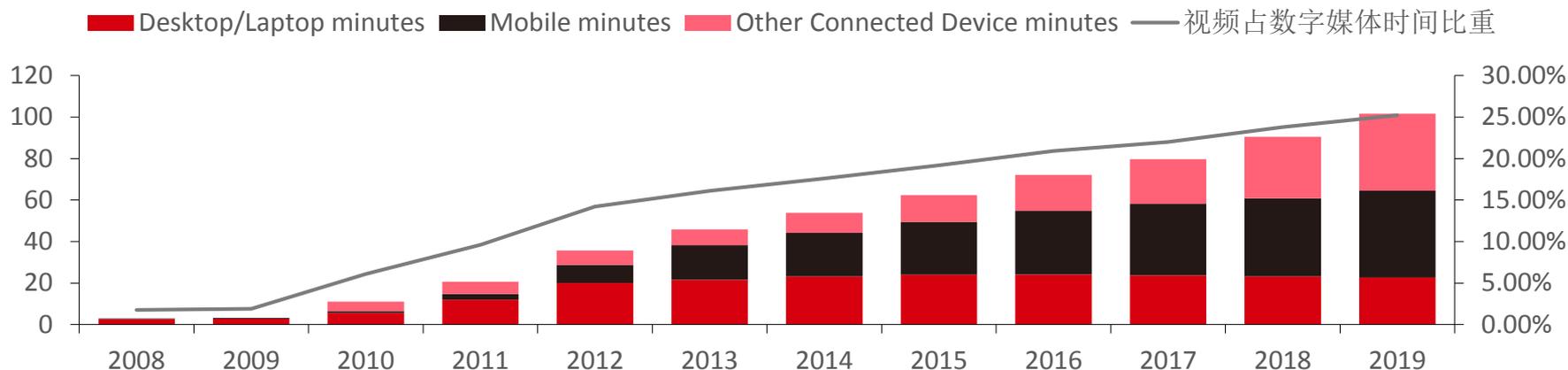
## 全球互联网人均使用时长



资料来源：Hootsuite, 中信证券研究部

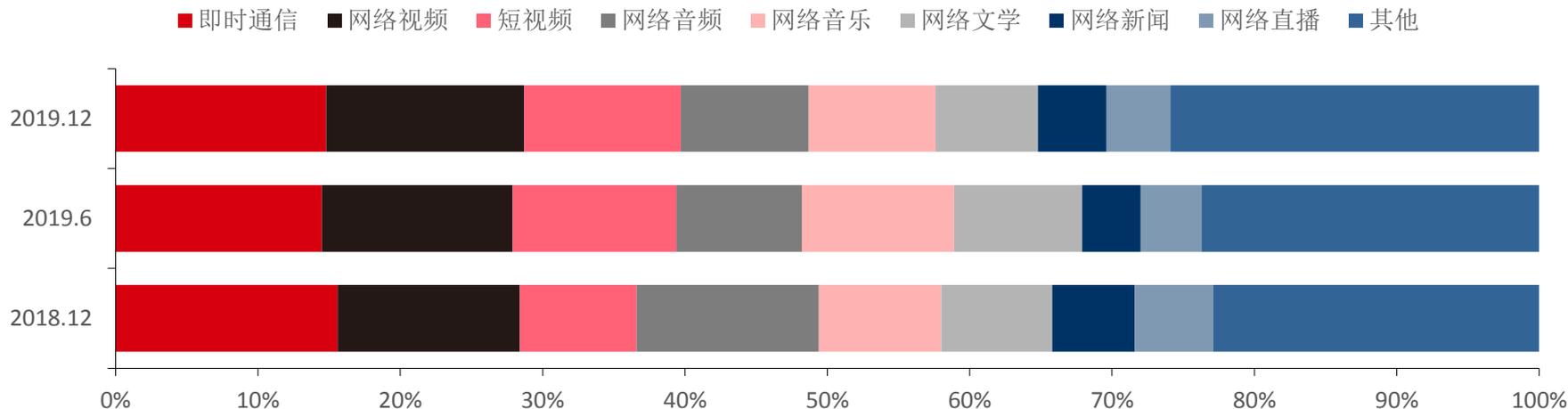
# 在线时长：视频应用占比持续提升

## 美国不同类型视频单日花费时间（分钟）及总时长占比



资料来源：emarketer，中信证券研究部

## 中国各类应用时长占比（%）变化



资料来源：CNNIC，中信证券研究部

## 互联网技术演变

1980

网际网络



2000

电子商务



2010

移动互联



2019

应用生态



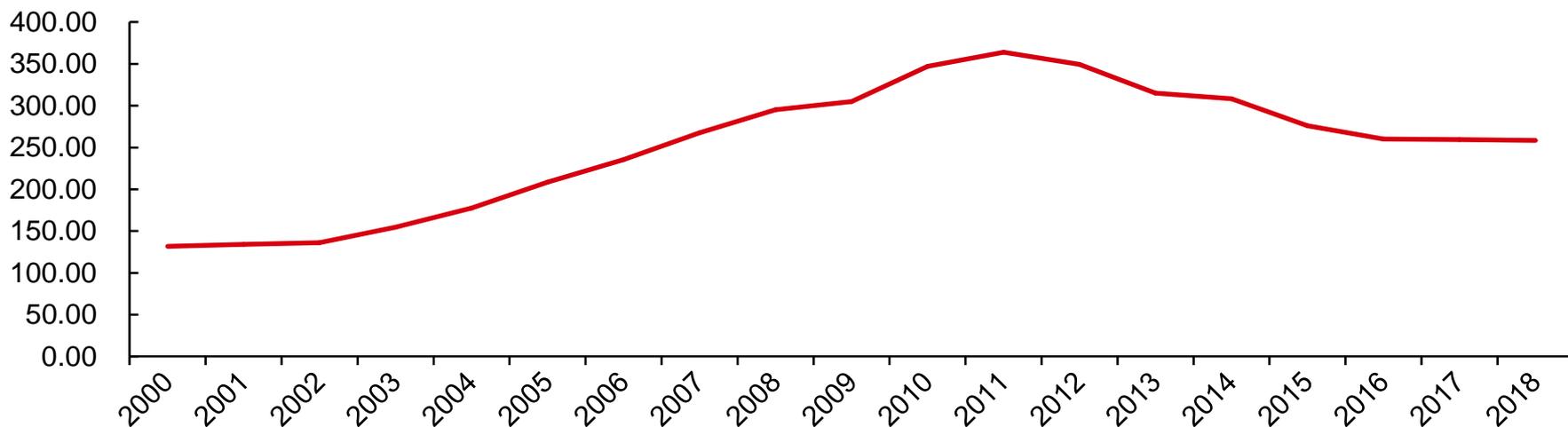
用更宏观的视角来看人工智能：5AIOT=基础+网络+应用

- 数据除了是媒介与工具，将扩大参与分析与决策
- AI不应只限于科技或产品层面，而是数据的应用与生态
- 生态发展上，初期应该是传统场景+AI

# PC时代互联网公司演进



全球PC出货量（百万台）

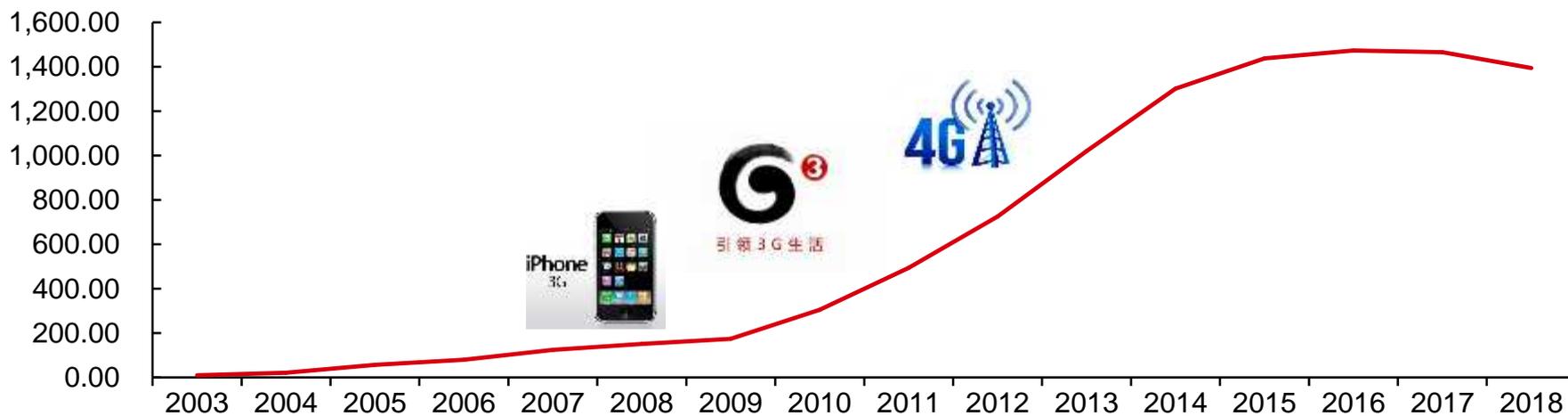


资料来源：IDC，各公司官网，中信证券研究部 注：京东为电商部门成立时间

# 移动互联网时代公司演进



全球智能手机出货量（百万部）



资料来源：各公司官网，IDC，中信证券研究部注：支付宝时间为2011年获得《支付业务许可证》的时间

# 随着移动互联网深入，原有产品形态发生变化

门户与搜索



电子商务



在线支付



娱乐社交



信息找人



商务在线化



移动支付



泛娱乐



# 伴随产业演变，大市值公司从门户到数字消费

2000年市值  
Top3

YAHOO!

ebay

amazon

2014年市值  
Top10



Google

facebook

Microsoft

阿里巴巴  
Alibaba.com

Tencent 腾讯

Baidu 百度

NETFLIX

PayPal

2020年市值  
Top10



amazon

facebook

Microsoft

Google

阿里巴巴  
Alibaba.com

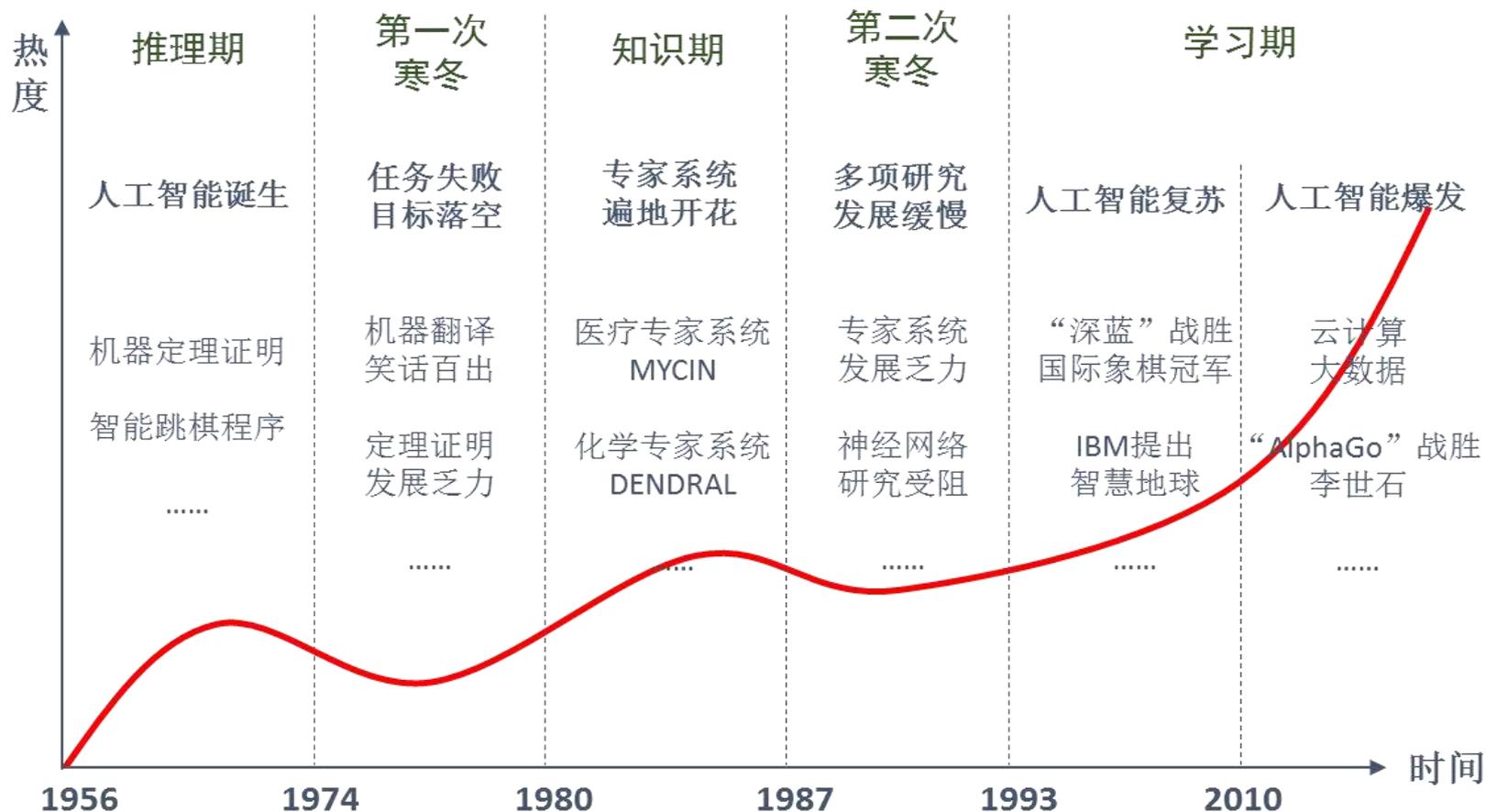
Tencent 腾讯

NETFLIX

PayPal

美团

## 人工智能发展历程



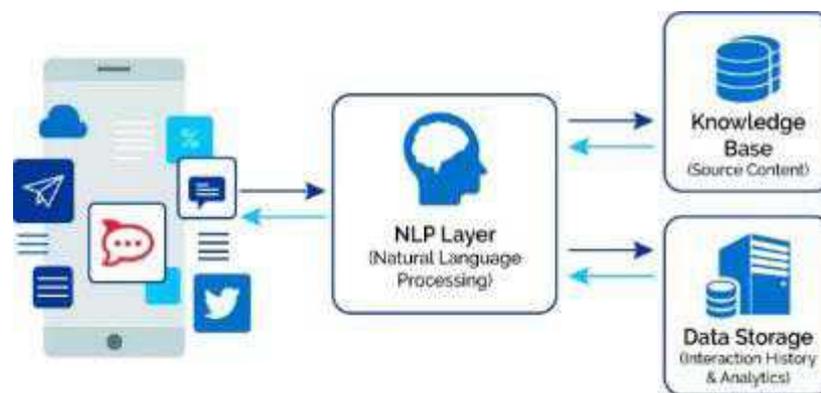
资料来源：中国科学院自动化研究所等，中信证券研究部

- 计算机视觉（Computer Vision, CV）：用机器替代人眼，对目标进行识别、跟踪和测量等，并处理为人眼观察或易于机器检测的图像
- 语音识别（Automatic Speech Recognition, ASR）：将人发出的语音词汇内容，转换为文字或指令
- 自然语言处理（Natural Language Processing, NLP）：研究人机之间以人类语言进行交流的方法

## 语音识别系统框架



## 自然语言处理过程



资料来源：亚马逊，中信证券研究部

资料来源：MARUTITECH

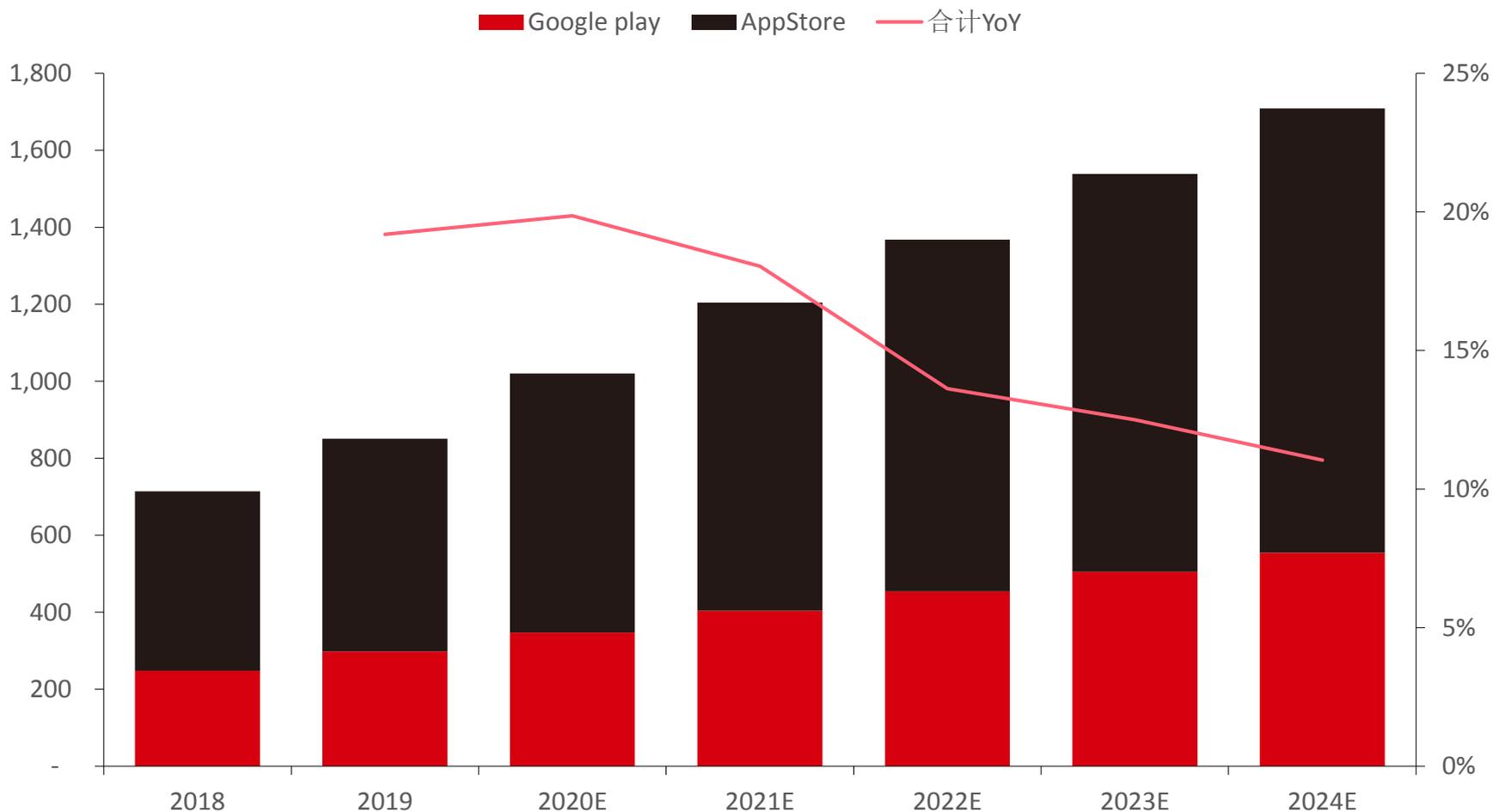
# AI：从通用技术到具体场景

决策类型	复杂程度	举例场景
单次决策	应用单一算法，识别外部信息并做推断或确认	图像、文字、声音的识别（实时美颜、语音转文字、人脸识别）
连续实时决策	应用较复杂模型，根据连续的外部信息做决策	下棋程序、智能客服、智慧交通、语音助理、安防监控
大型专业决策	需结合海量数据与精密模型，来实现高阶人工智能	智能投顾、无人驾驶、自动编程

## AI产业链：基础层、技术层、应用层

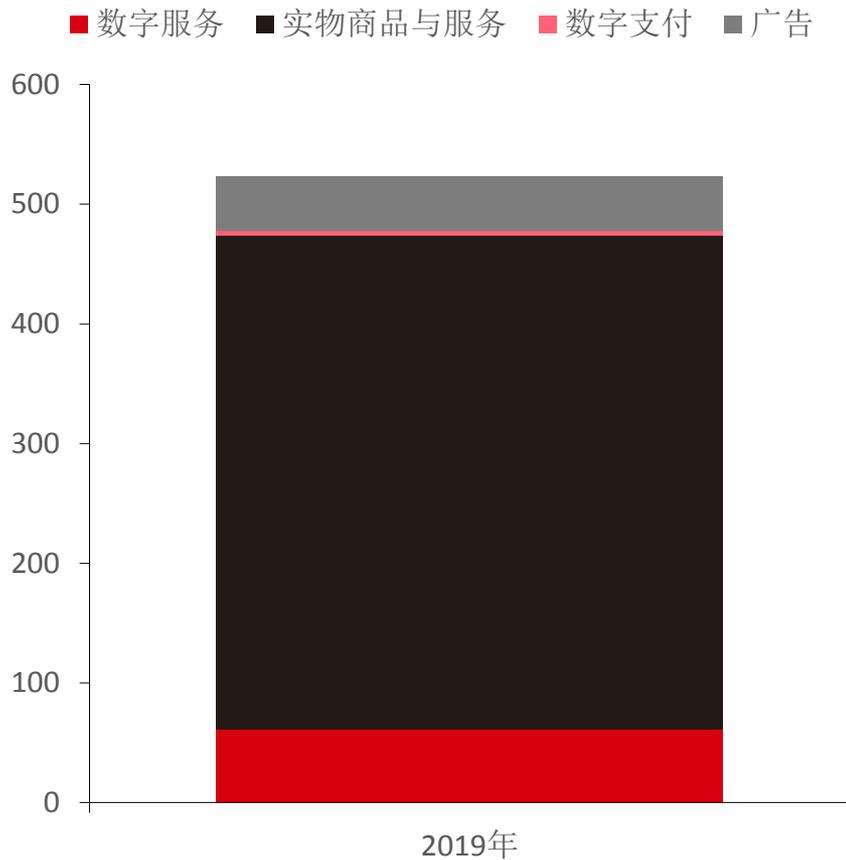
应用层 场景与产品	智能产品	家居	金融	客服	机器人	无人驾驶
		营销	医疗	教育	农业	制造
	应用平台	智能操作系统				
技术层 感知与认知	通用技术	自然语言处理	智能语音	机器问答	计算机视觉	
	算法模型	机器学习		深度学习	增强学习	
	基础框架	分布式存储		分布式计算	神经网络	
基础层 硬件算力	数据资源	通用数据			行业数据	
	系统平台	智能云平台			大数据平台	
	硬件设施	GPU/FPGA等加速硬件			智能芯片	

## 全球AppStore & Google play收入（亿美元）



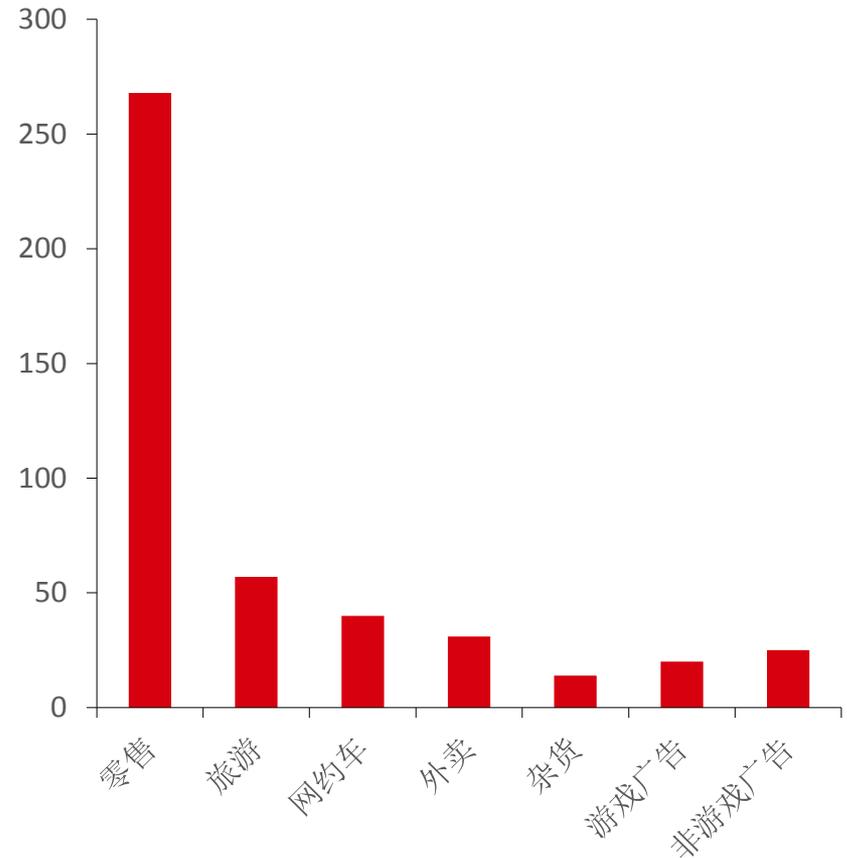
资料来源: Sensor tower (含预测), 中信证券研究部

## 苹果公司2019年数字消费规模（十亿美元）



资料来源：苹果公司财报，中信证券研究部

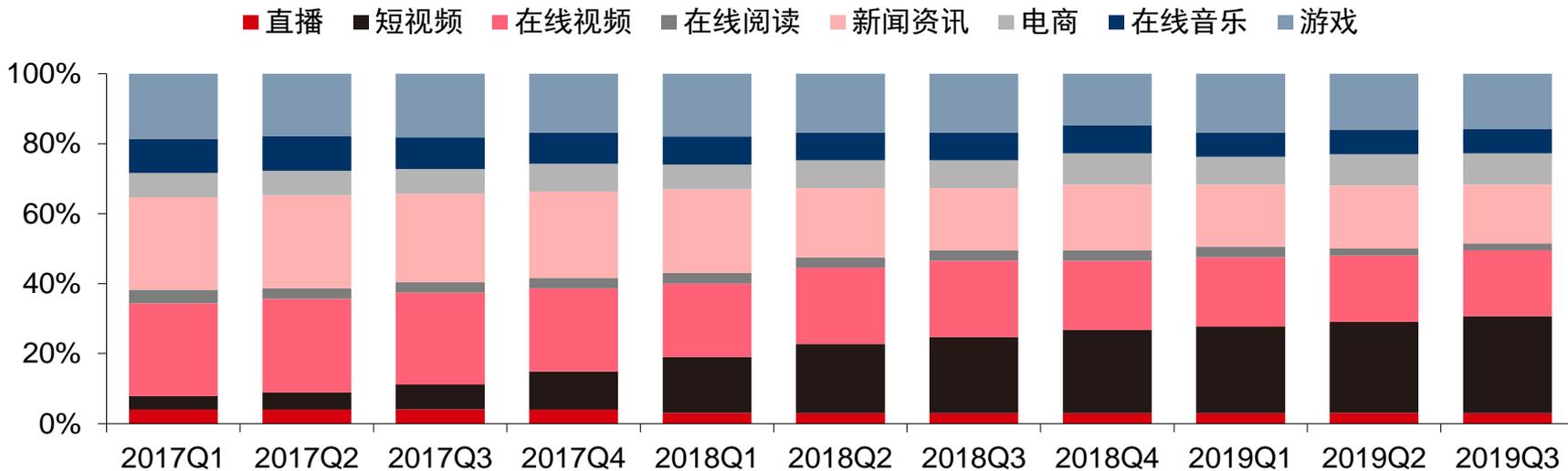
## 苹果公司2019年数字消费子行业规模（十亿美元）



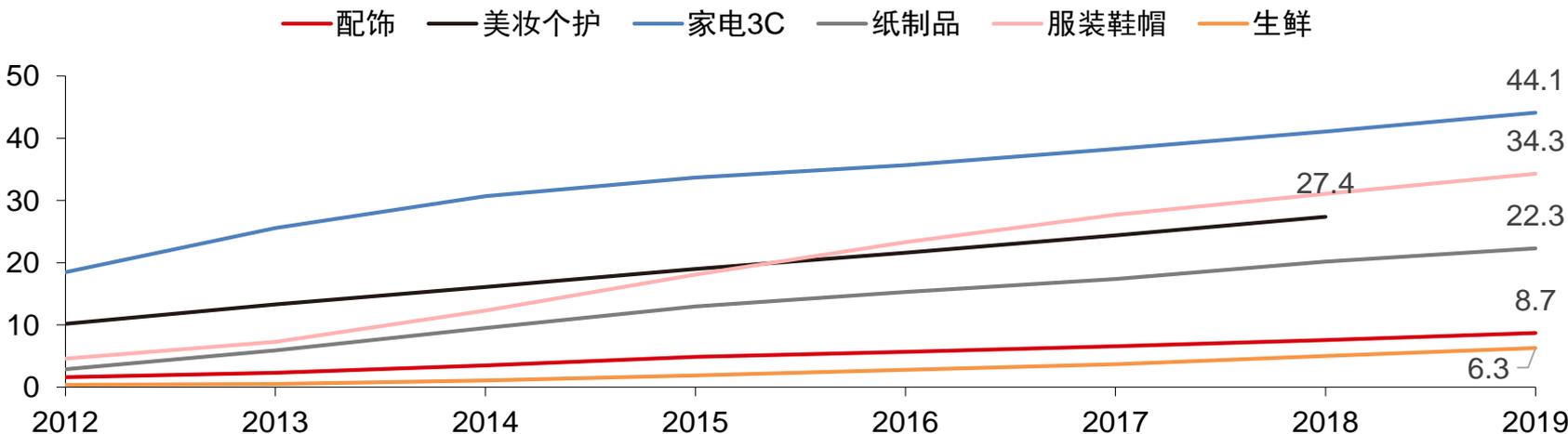
资料来源：苹果公司财报，中信证券研究部

# 2020年：疫情之后线上数字消费加速

国内娱乐互联网时长分布：标准产品时长分布结构趋于稳定



不同品类产品线上渗透率(%)：非标产品线上渗透率较低

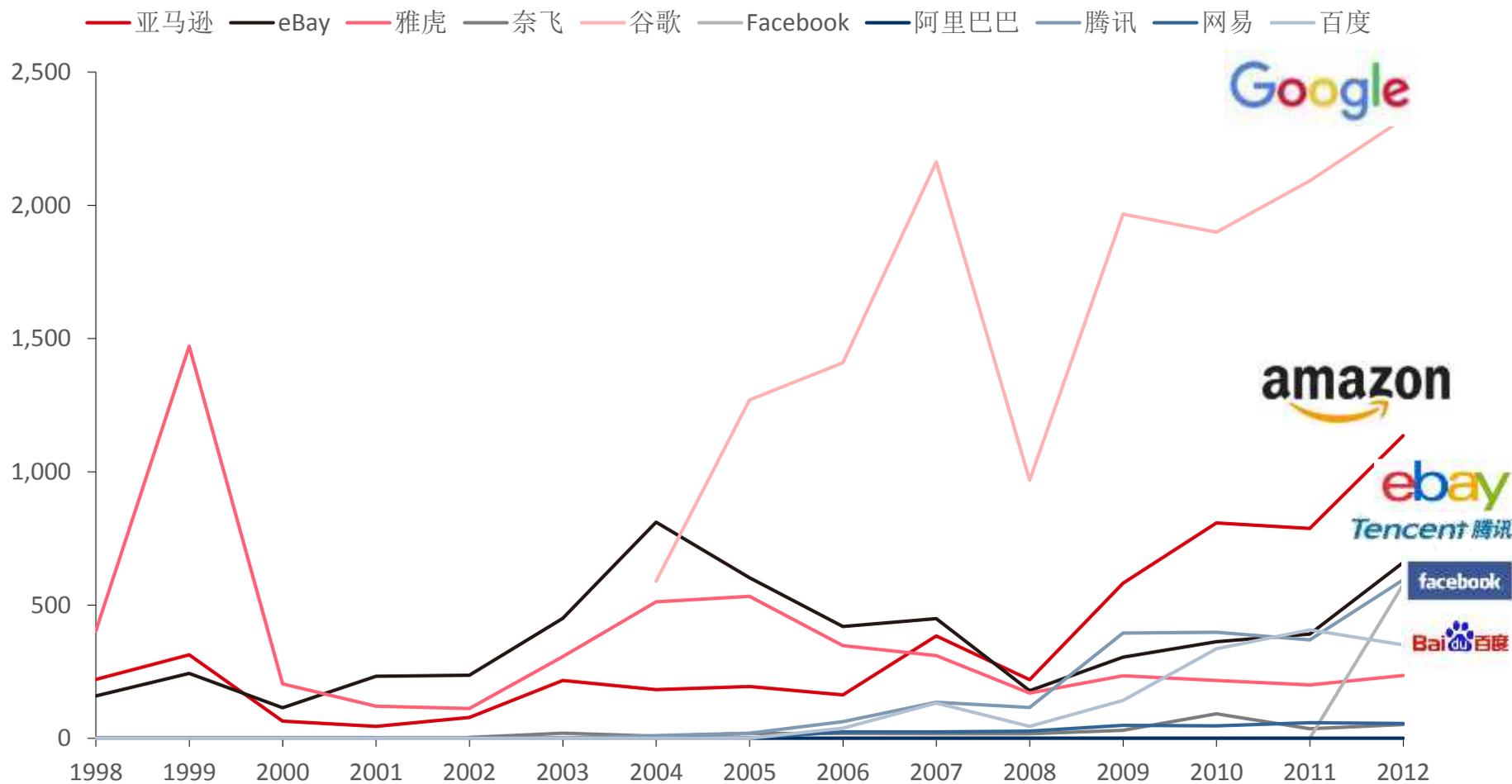


# 竞争格局：头部效应持续凸显

---

# PC时代：谷歌、亚马逊领先，中国互联网崛起

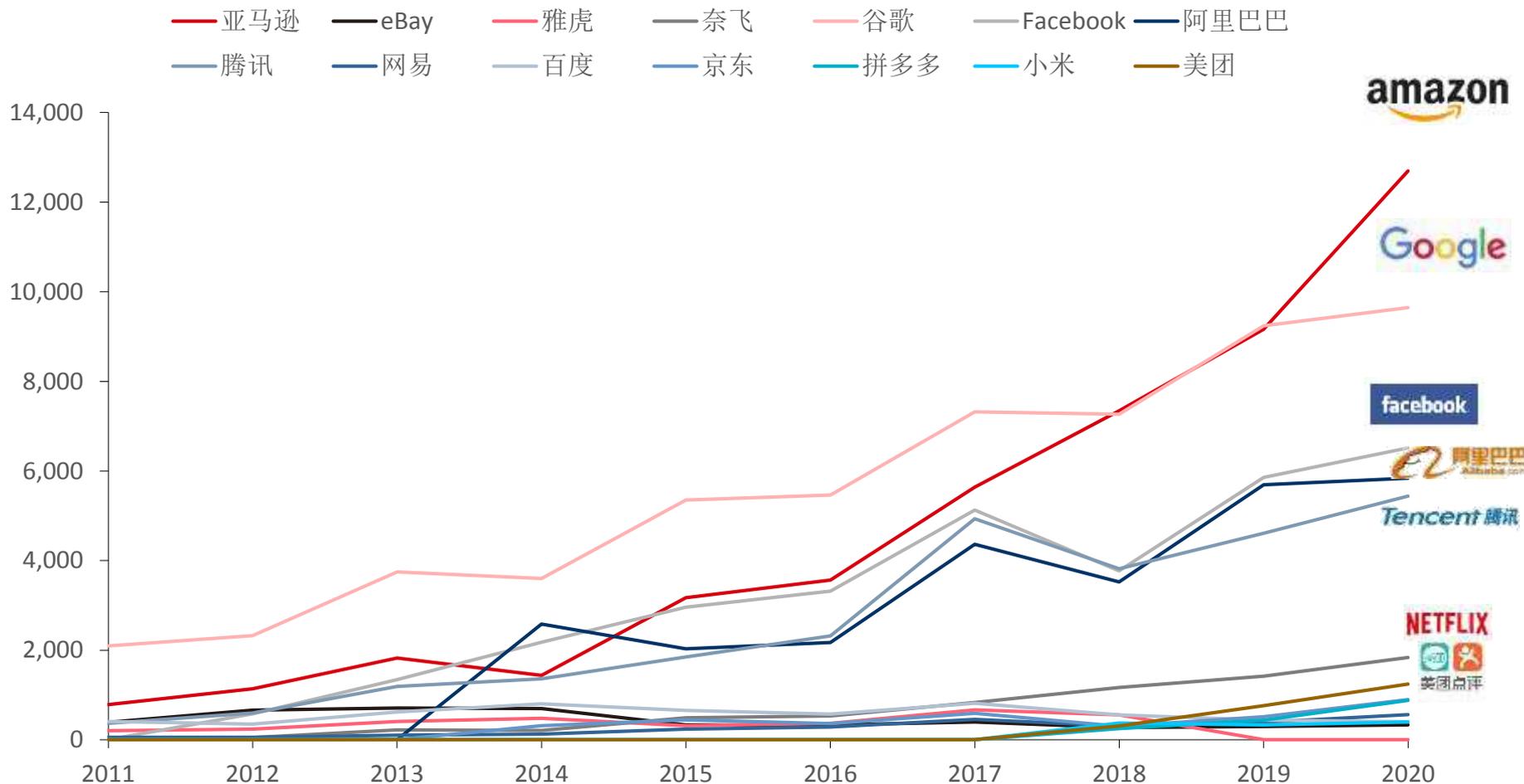
## PC时代互联网公司市值（亿美元）



资料来源：wind，中信证券研究部

# 移动时代：中国互联网公司追赶北美巨头

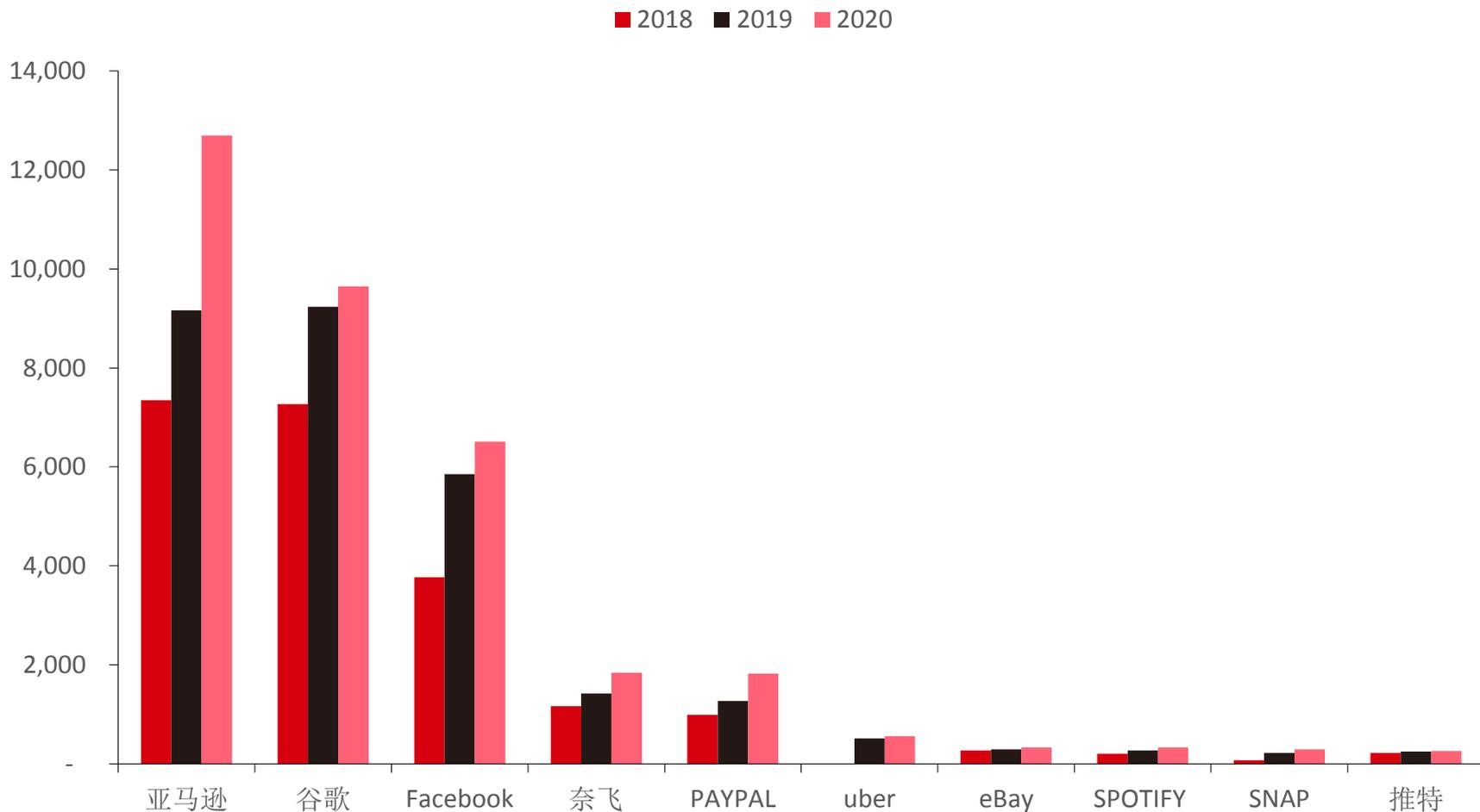
## 移动互联网时代公司市值（亿美元）



资料来源：wind，中信证券研究部

# 北美科技互联网巨头市值高速增长

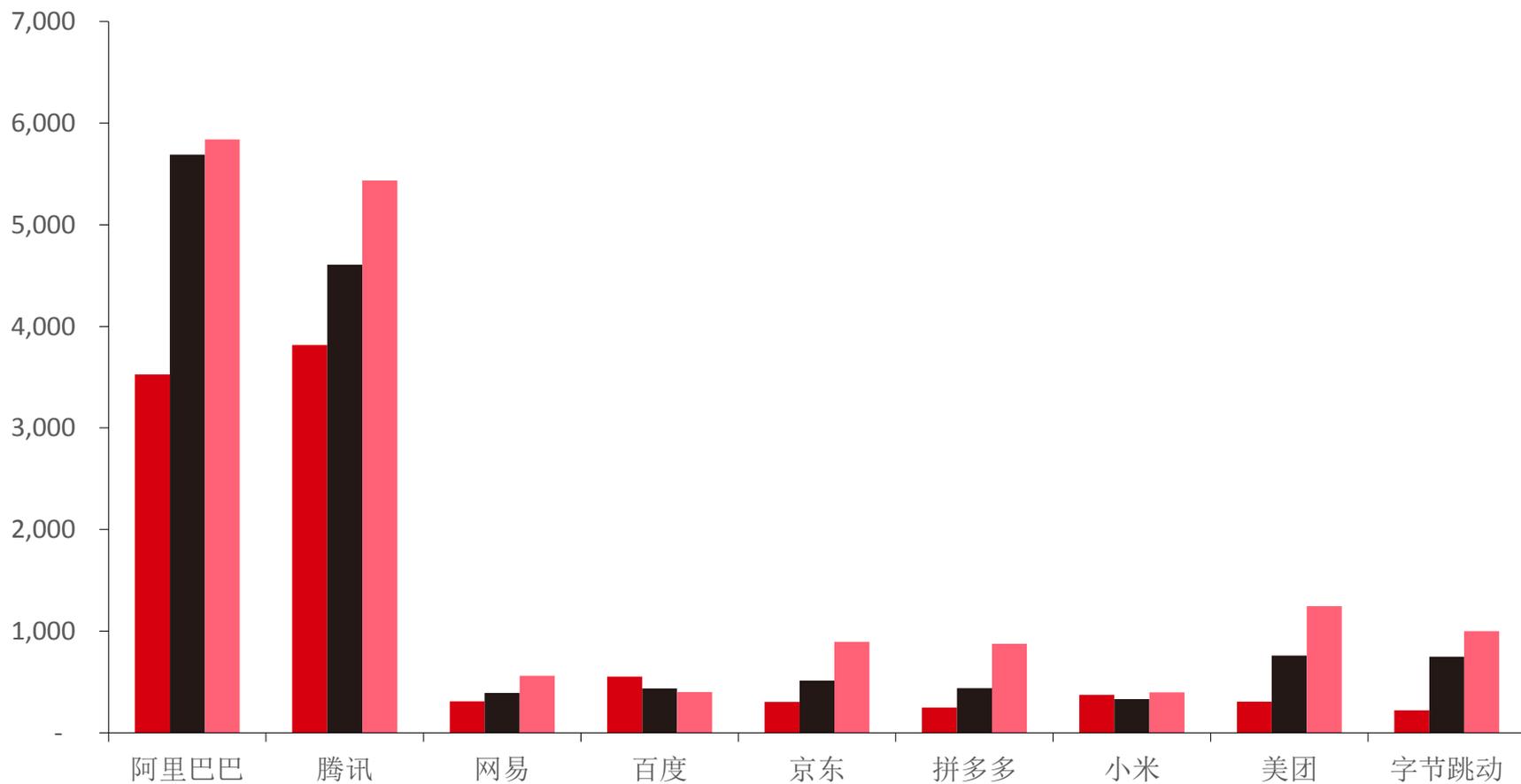
## 美股主要互联网公司市值(亿美元)



资料来源: wind, 中信证券研究部

## 中国互联网公司估值（亿美元）

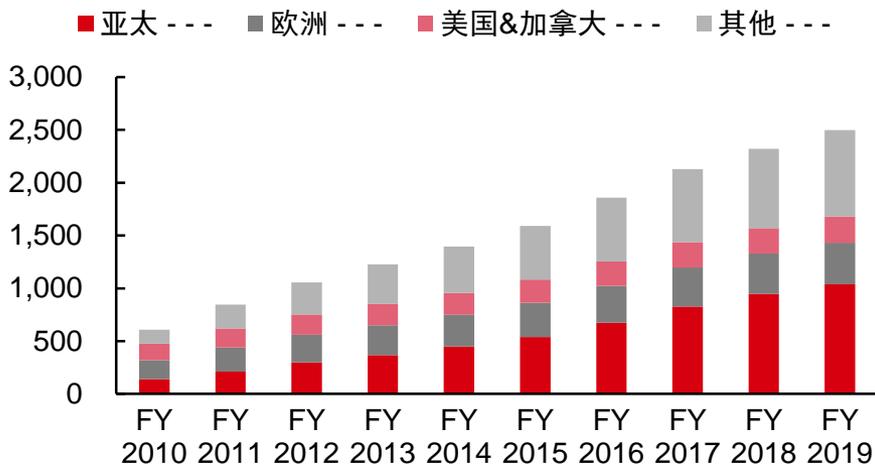
■ 2018 ■ 2019 ■ 2020



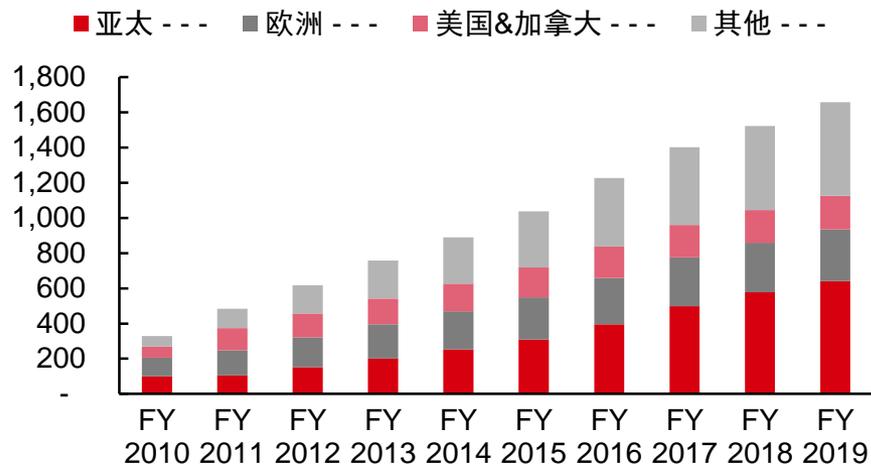
资料来源: wind, 中信证券研究部

# 以社交媒体为代表，互联网用户增长逐步放缓

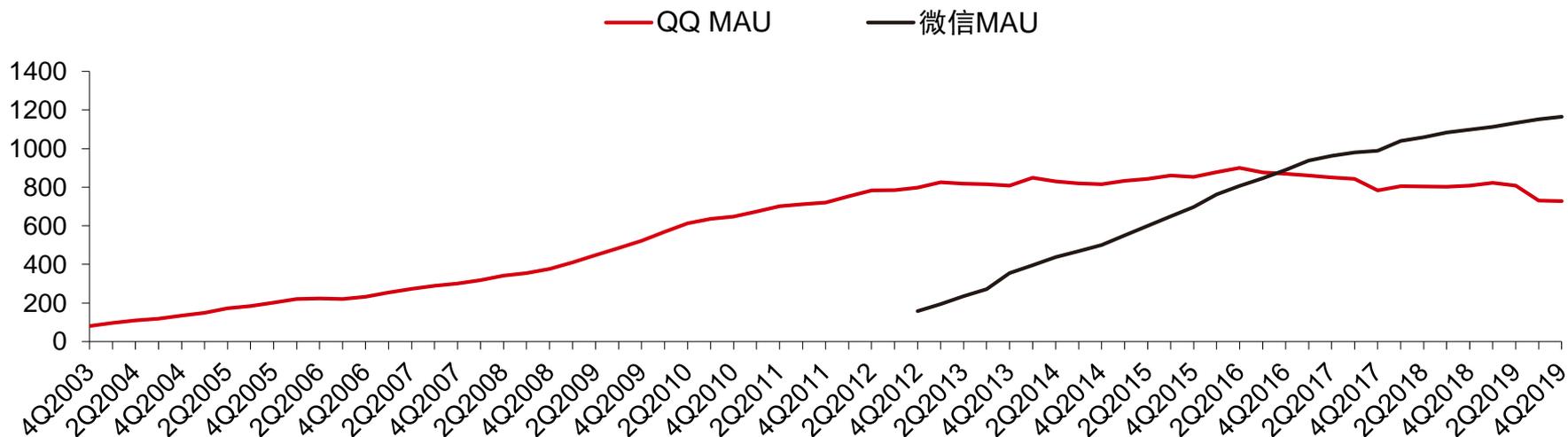
## Facebook全球MAU（百万人）



## Facebook全球DAU（百万人）

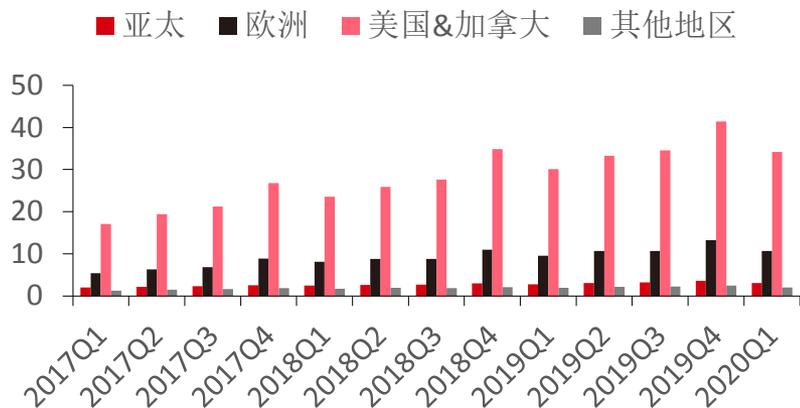


## 腾讯QQ及微信 MAU（百万人）



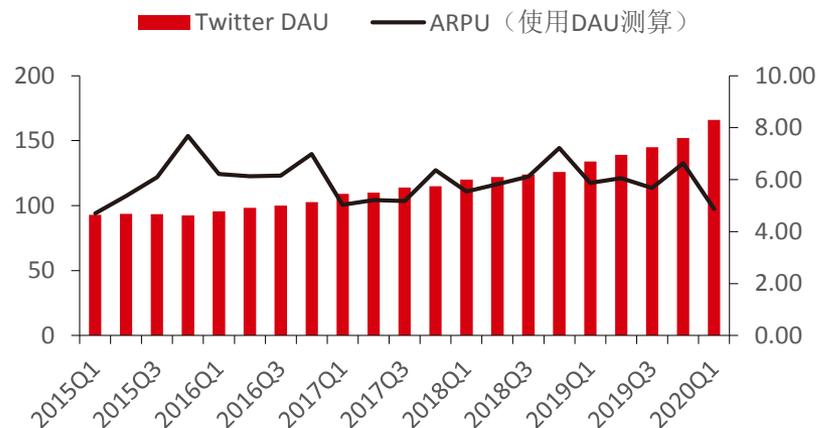
# 互联网用户ARPU值的增长逐步放缓

## Facebook用户ARPU（美元）



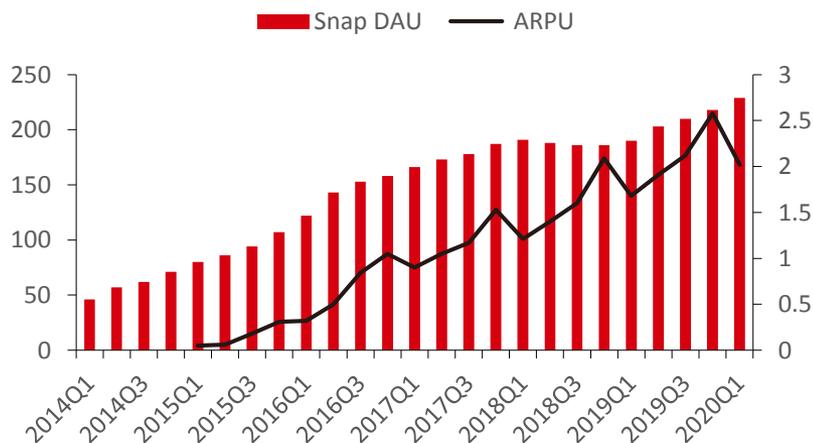
资料来源：Facebook财报，中信证券研究部

## Twitter用户数据（百万，ARPU美元）



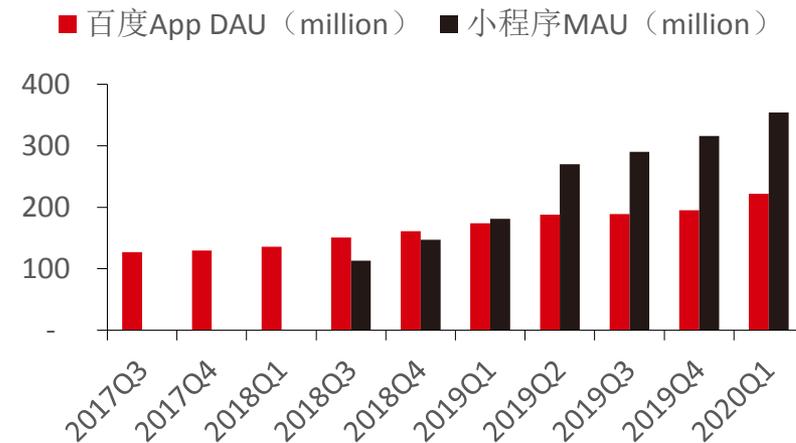
资料来源：Facebook财报，中信证券研究部

## Snap用户数据（百万，ARPU美元）



资料来源：Facebook财报，中信证券研究部

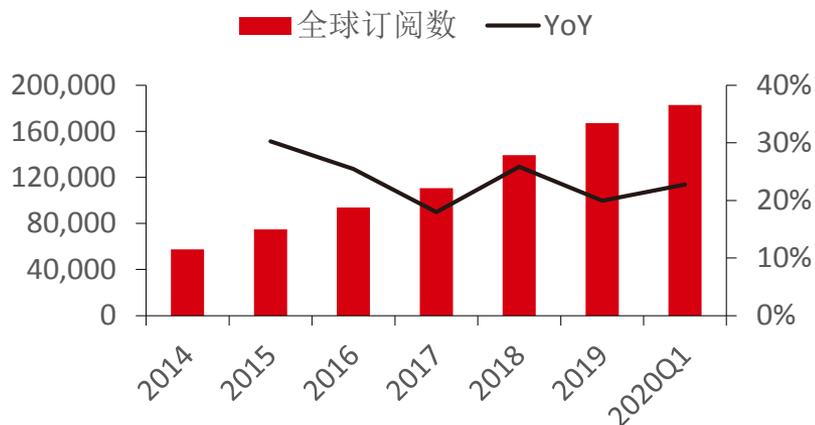
## 百度用户数据



资料来源：Facebook财报，中信证券研究部

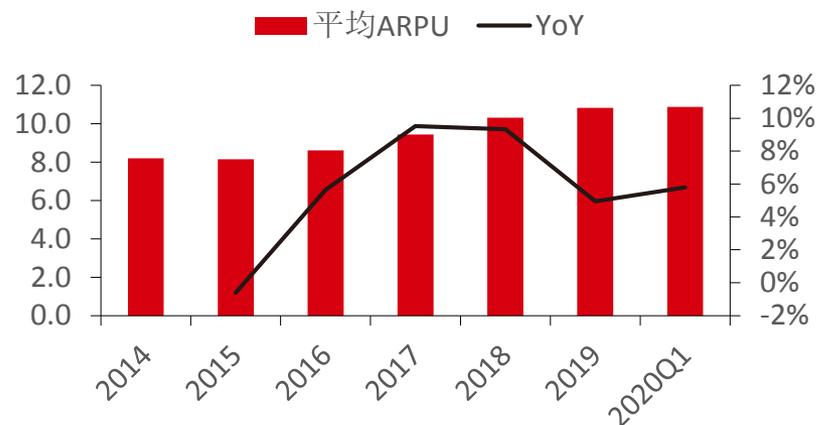
# 流媒体奈飞：用户与ARPU向国际市场寻求增长

## 公司全球订阅数（千）



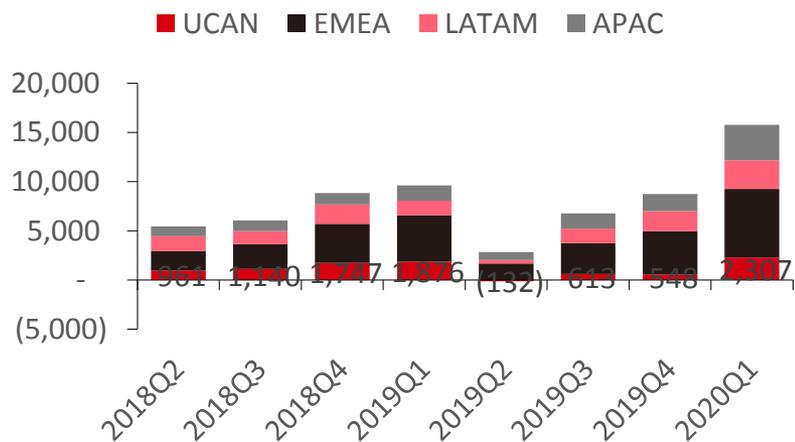
资料来源：Netflix财报，中信证券研究部

## 公司全球人均ARPU（美元）



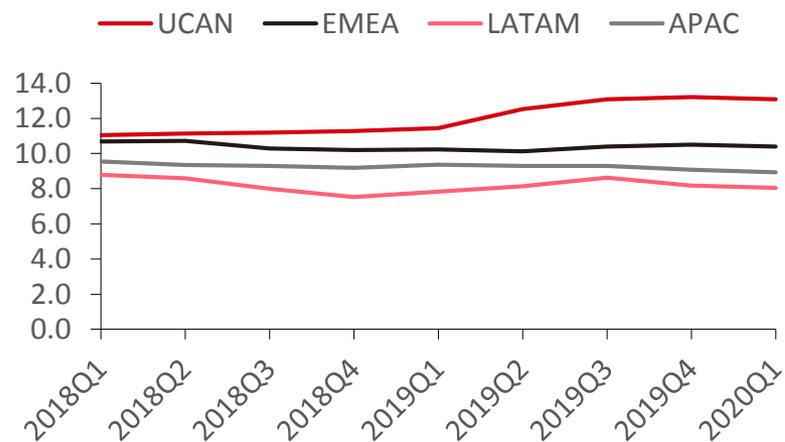
资料来源：Netflix财报，中信证券研究部

## 公司单季度新增用户地区分布（千）



资料来源：Netflix财报，中信证券研究部

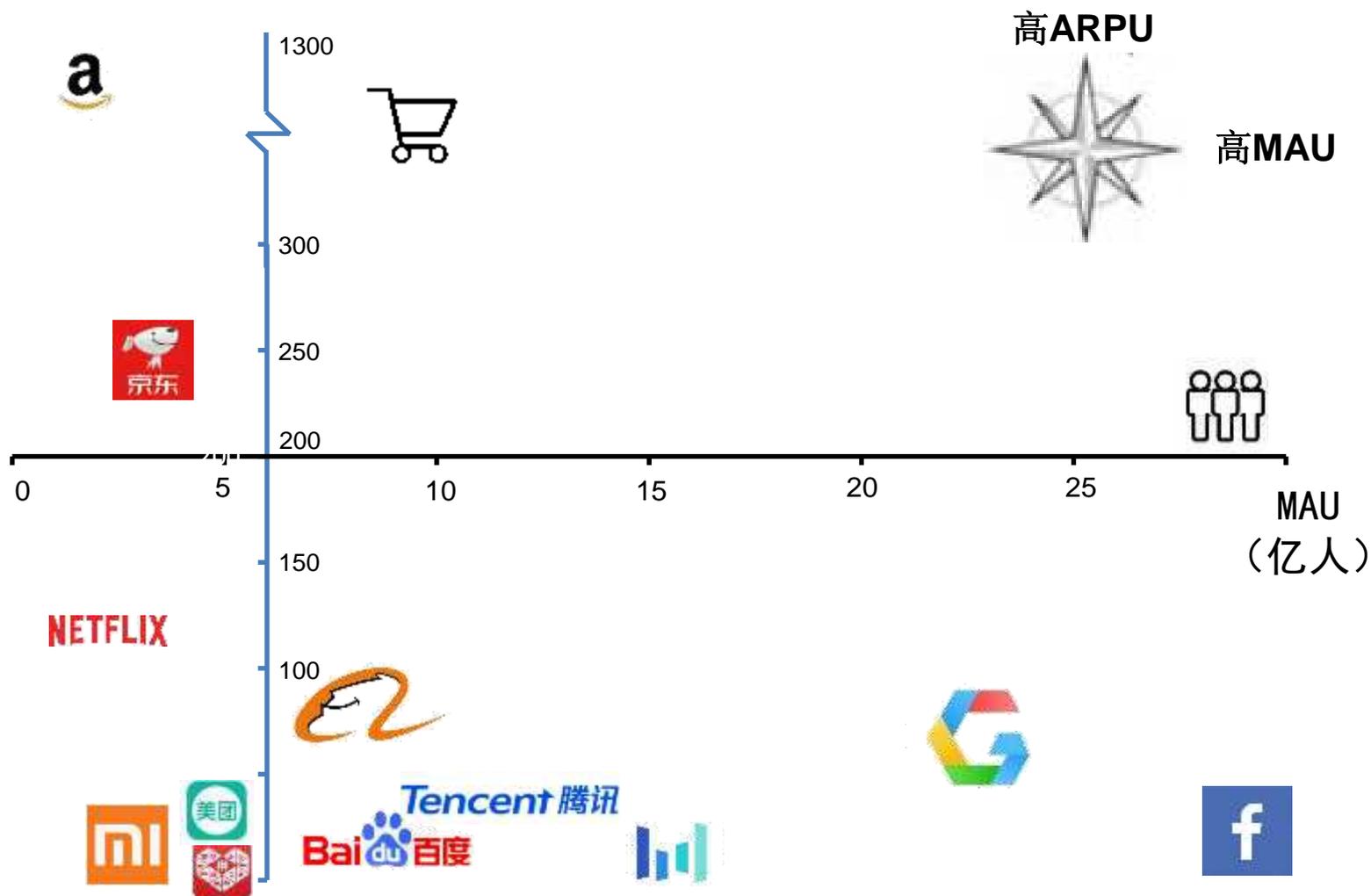
## 公司单季度ARPU（美元）



资料来源：Netflix财报，中信证券研究部

# 科技巨头在用户基础上，向高ARPU方向扩展

## 全球主要互联网公司MAU与ARPU



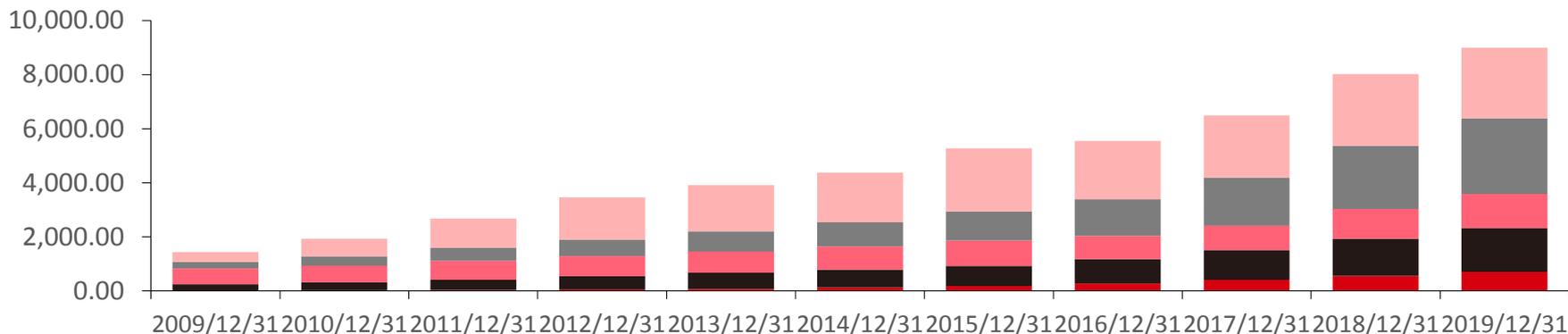
# 为提升ARPU，科技巨头广泛探索AI新业务

公司	应用层		技术层	基础层
	消费级产品	行业解决方案	技术平台/框架	芯片
Google	无人车、Google Home	智能语音平台、谷歌云	TensorFlow系统、Cloud Machine Learning Engine	定制化TPU、Cloud TPU、量子计算机
Amazon	智能音箱Echo、Alexa语音助手、智能超市Amazon Go、PrimeAir无人机	Amazon Lex、Amazon Polly、Amazon Rekognition	AWS分布式机器学习平台	Annapurna ASIC
FB	聊天机器人Bot、AI管家Jarvis	人脸识别平台	深度学习框架Torchnet、FBLearnerFlow	Big Sur
Microsoft	Skype即时翻译、小冰、Cortana语音助手	微软认知服务	DMTK、Bot框架	FPGA芯片
腾讯	wechartAI、Dreamwriter写作机器人、绝艺、天天P图	智能搜索引擎“云搜”、中文语义平台“文智”、优图	腾讯云平台、Angel、NCNN	
百度	百度识图、度秘	Apollo无人驾驶、DuerOS	Paddle-Paddle	DuerOS芯片
阿里	智能音箱天猫精灵、智能客服阿里小蜜	阿里大脑	PAI 2.0	平头哥芯片

# 在AI智能前夕，科技巨头具备强大的增长与盈利能力

## FAAMG历史收入（亿美元）

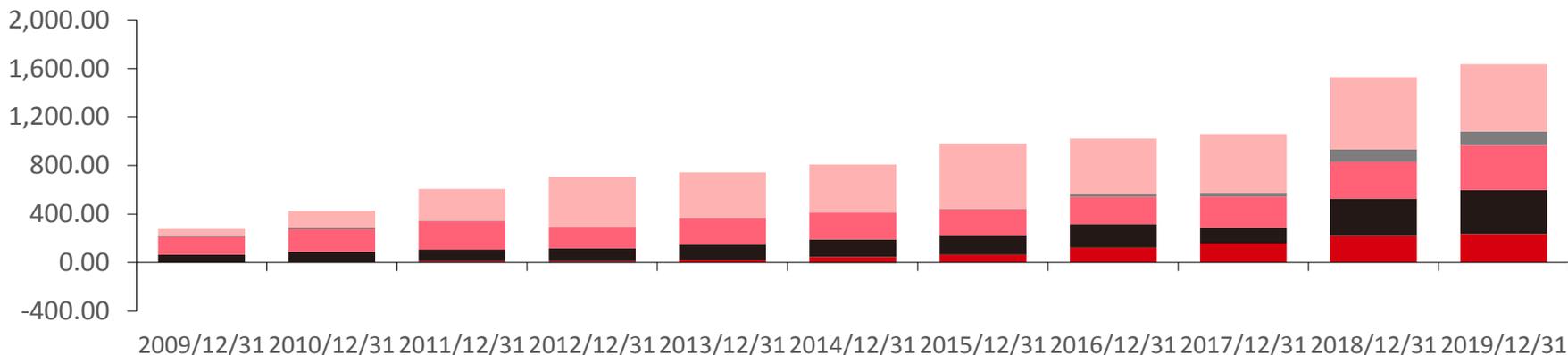
Facebook 谷歌 微软 亚马逊 苹果公司



资料来源：各公司财报，中信证券研究部

## FAAMG历史利润（亿美元，调整后）

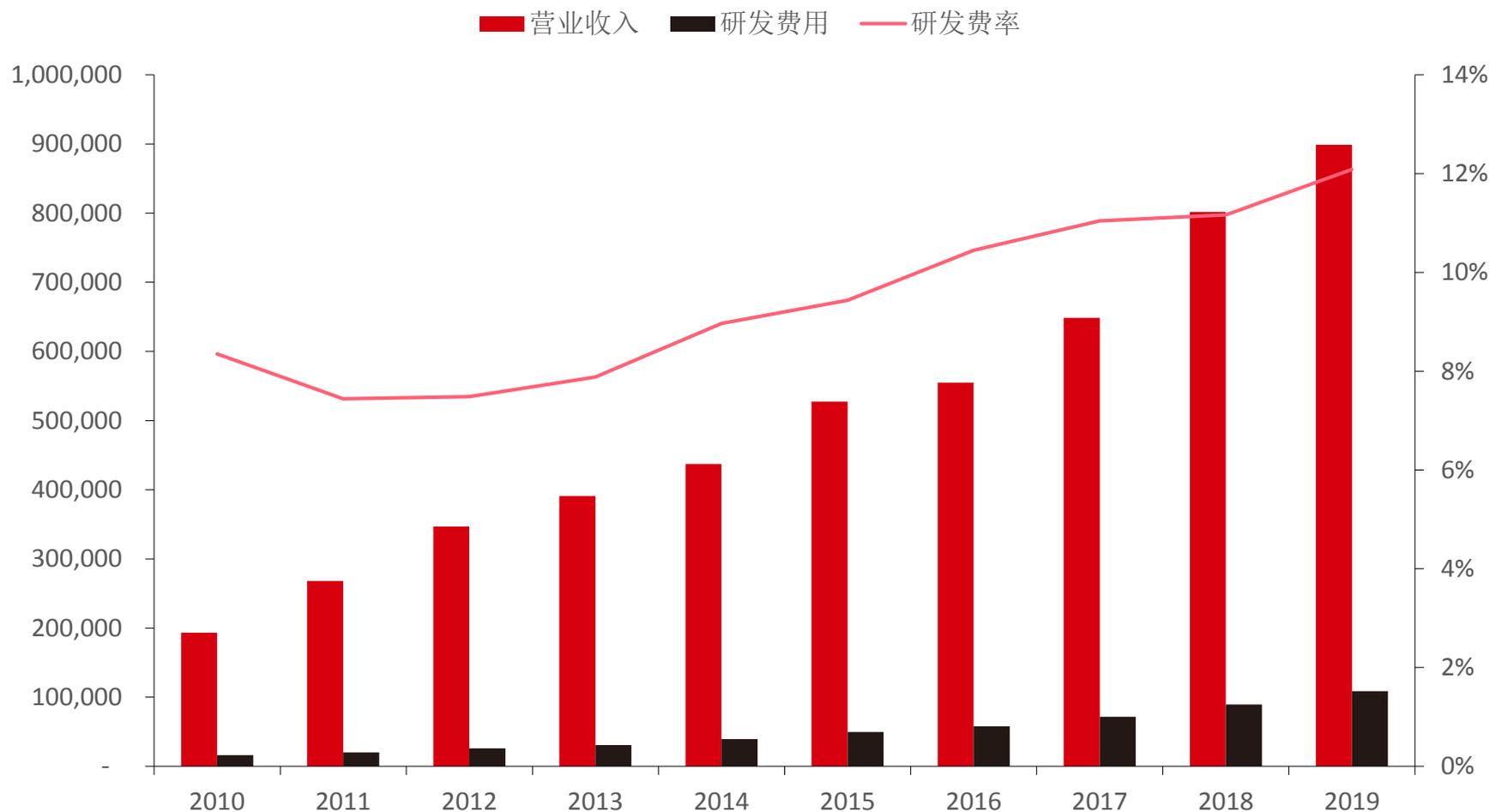
Facebook 谷歌 微软 亚马逊 苹果公司



资料来源：各公司财报，中信证券研究部

# 科技巨头不断加大基础研发投入

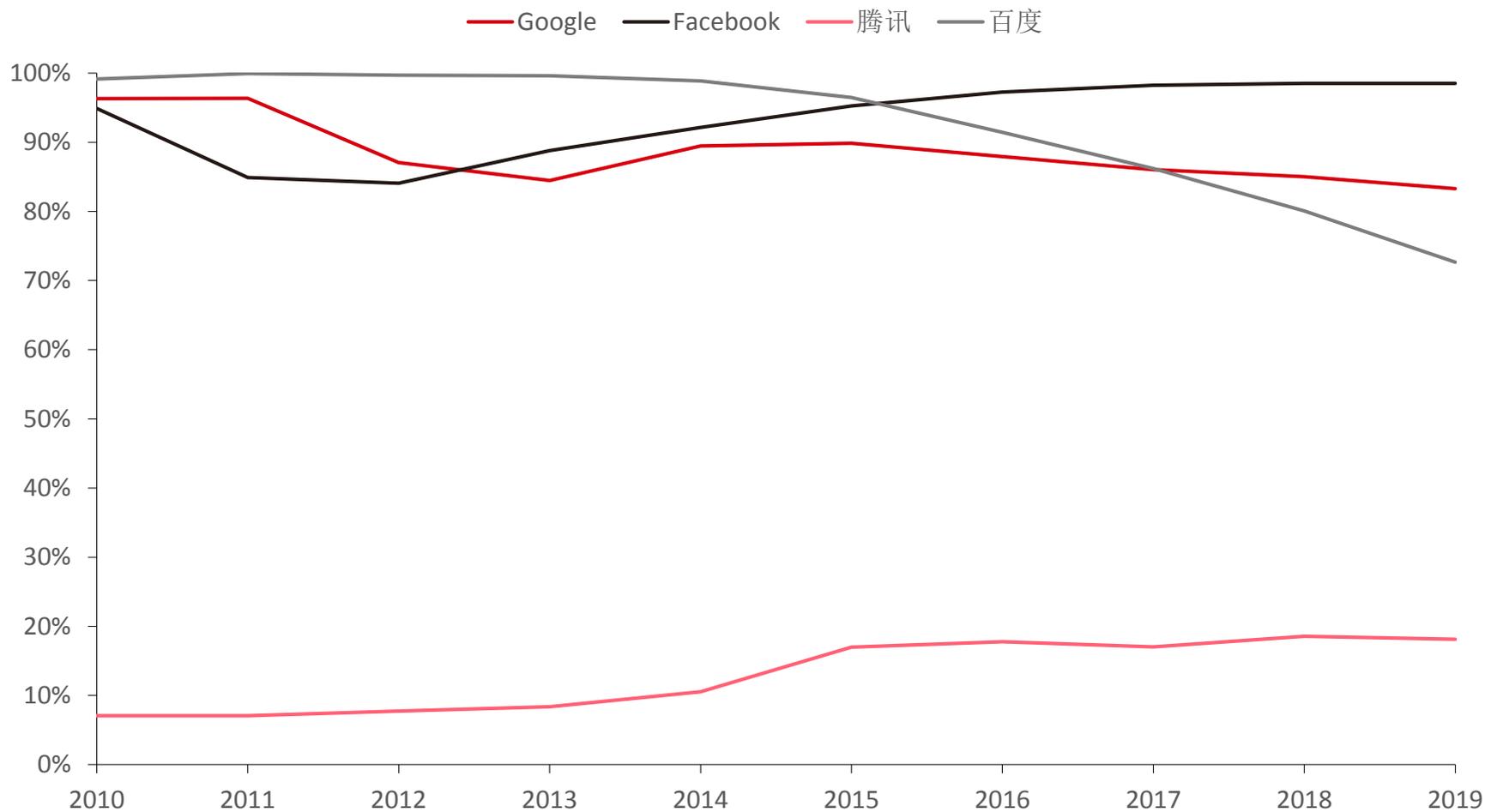
## FAAMG研发费用及研发费率（百万美元）



资料来源: wind, 中信证券研究部

# 新业务带来收入结构的逐步改善

## 科技互联网公司广告收入占比

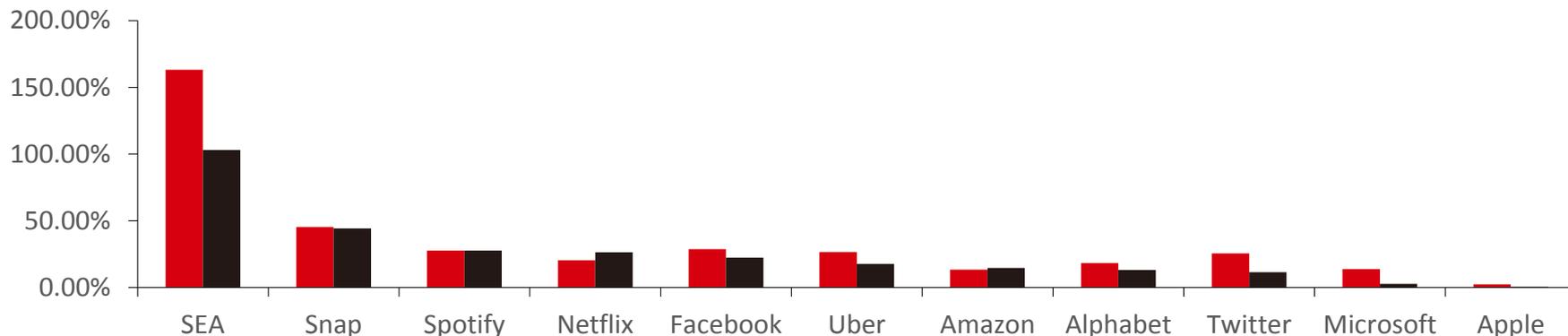


资料来源：各公司财报，中信证券研究部

# 头部互联网公司：增长速度依旧可观

## 海外互联网公司收入增长速度

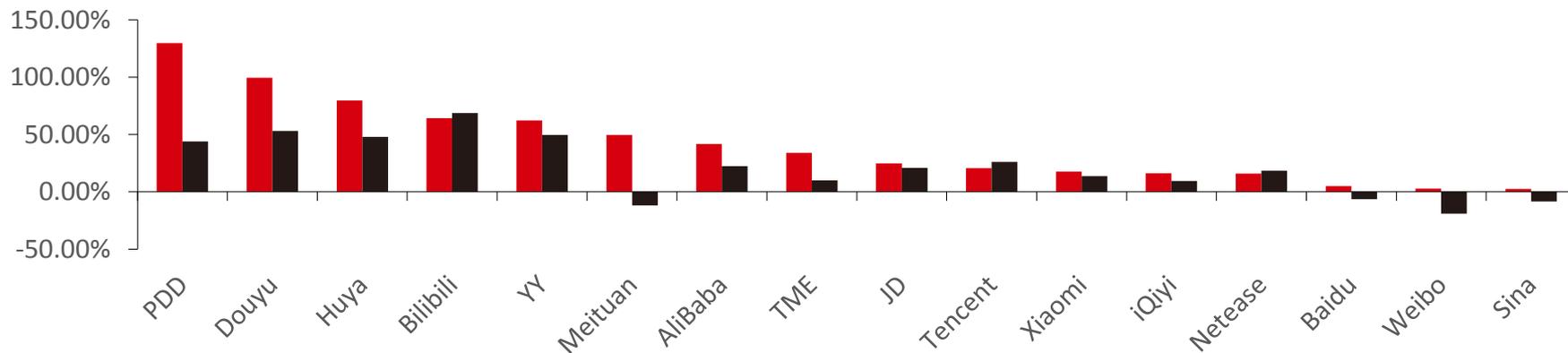
■ 2019年12个月收入YoY ■ 2020Q1收入YoY



资料来源：各公司财报，中信证券研究部

## 中国互联网公司收入增长速度

■ 2019年12个月收入YoY ■ 2020Q1收入YoY



资料来源：各公司财报，中信证券研究部

# 头部公司：利润与现金稳定性强于中小企业

## 美股科技互联网公司净利润增速（Non-GAAP）

	2019年净利润增速	2020Q1净利润增速
Snap	亏损收窄3.87亿美元	亏损收窄1700万美元
SEA	亏损扩大5.02亿美元	亏损收窄4.1亿美元
Spotify	亏损扩大1.08亿美元	扭亏为盈
Twitter	179.70%	-112.65%
<b>Netflix</b>	<b>54.13%</b>	<b>106.10%</b>
<b>Microsoft</b>	<b>32.15%</b>	<b>22.06%</b>
<b>Amazon</b>	<b>15.04%</b>	<b>-28.81%</b>
<b>Alphabet</b>	<b>11.74%</b>	<b>-18.20%</b>
<b>Facebook</b>	<b>6.66%</b>	<b>-9.71%</b>
<b>Apple</b>	<b>-3.20%</b>	<b>-2.70%</b>
Uber	-953.16%	亏损扩大19亿美元

## 美股科技互联网公司现金情况（百万美元）

	2019经营现金流	2020Q1经营现金流	2019年现金等价物	2020Q1 现金等价物
<b>Apple</b>	<b>73,217</b>	<b>13,311</b>	<b>39,771</b>	<b>40,174</b>
<b>Alphabet</b>	<b>54,520</b>	<b>11,451</b>	<b>18,498</b>	<b>19,644</b>
<b>Microsoft</b>	<b>54,126</b>	<b>17,504</b>	<b>134,253</b>	<b>137,626</b>
<b>Amazon</b>	<b>38,514</b>	<b>3,064</b>	<b>36,092</b>	<b>27,201</b>
<b>Facebook</b>	<b>36,314</b>	<b>11,001</b>	<b>19,079</b>	<b>23,618</b>
Twitter	1,303	247	6,639	7,670
Spotify	573	-9	1,757	1,684
SEA	70	-224	3,221	2,630
Snap	-305	6	2,112	2,082
Netflix	-2,887	260	5,018	5,152
Uber	-4,321	-463	11,313	8,996

# 头部公司：利润与现金稳定性强于中小企业

## 中国互联网公司净利润增速（Non-GAAP）

	2019年净利润增速	2020Q1净利润增速
Netease	245.22%	49.08%
Huya	92.64%	99.89%
<b>Alibaba</b>	<b>48.94%</b>	<b>11.12%</b>
<b>Xiaomi</b>	<b>34.80%</b>	<b>24.18%</b>
<b>Tencent</b>	<b>27.13%</b>	<b>29.38%</b>
TME	17.47%	-8.08%
Sina	4.11%	-37.63%
Weibo	3.81%	-44.79%
Baidu	-22.05%	218.72%
YY	-29.53%	-34.37%

## 中国互联网公司现金流状况（百万元）

（单位：百万元）	2019经营现金流	2020Q1经营现金流	2019年现金等价物	2020Q1现金等价物
<b>Alibaba</b>	<b>215,895</b>	<b>2,164</b>	<b>193,238</b>	<b>358,981</b>
<b>Tencent</b>	<b>148,590</b>	<b>54,661</b>	<b>187,838</b>	<b>200,298</b>
<b>Baidu</b>	<b>28,458</b>	<b>2,801</b>	<b>146,367</b>	<b>145,677</b>
JD	24,781	-1,542	61,574	72,893
Xiaomi	23,810	-8,205	47,443	38,203
Netease	17,216	6,500	72,046	75,481
PDD	14,921	-567	41,057	42,575
TME	6,200	1,066	15,432	12,276
<b>Meituan</b>	<b>5,574</b>	<b>5,000</b>	<b>62,832</b>	<b>56,514</b>
Sina	5,190	543	2,904	2,682
YY	4,582	374	26,287	26,259
Weibo	4,407	450	2,404	2,346
iQiyi	3,906	-604	10,514	8,952
Bilibili	195	289	8,069	7,946

# 场景扩展：寻求ARPU增长的新模式，中国模式走向世界

---

# 过去20年，互联网公司收入增长依托四大模式

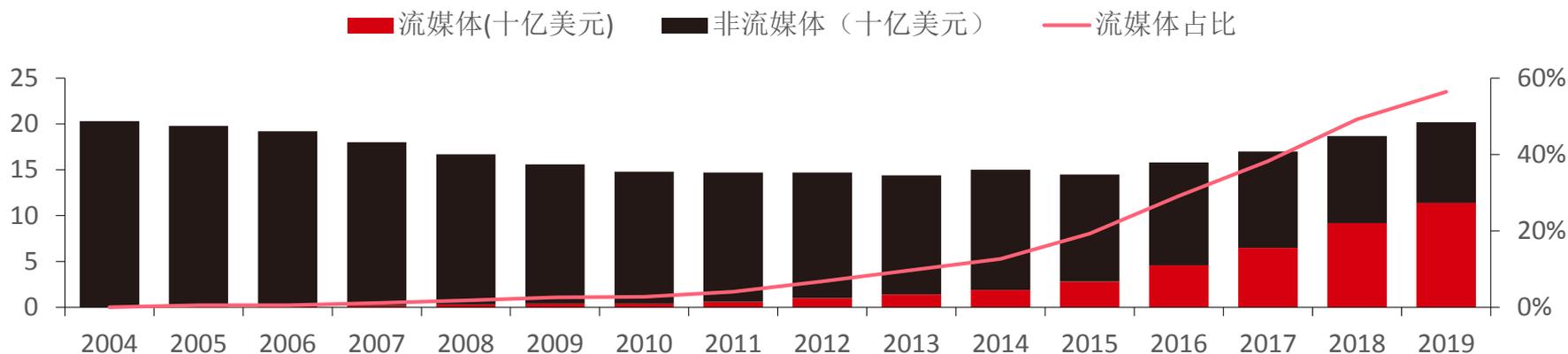
- **直接销售模式：使用者=付费者，个人用户付费，比如Netflix、QQ秀等**
  - 利润 = 付费用户\*ARPU - 流量成本 - 内容成本（视频开支等）
- **广告支持模式：使用者免费，广告商付费，比如在线搜索、新闻门户等**
  - 利润 = 广告主开支（CPC/CPM） - 流量成本 - 内容成本
- **平台佣金模式：交易者付费，使用者、企业主按交易金额比例支付费用**
  - 利润 = 交易总额\*佣金费率 - 流量成本 - 平台成本 - 线下成本（物流等）
- **价值分享模式：极少数用户付费，补贴大多数用户，比如在线直播、网络游戏等**
  - 利润 = 充值总额\*分成比例 - 流量成本 - 维护开发成本

## 部分科技巨头商业模式

企业	盈利模式
谷歌	在线广告
Facebook	在线广告
亚马逊	在线广告、平台佣金、会员订阅等
腾讯	网络游戏、在线广告、会员订阅等
阿里巴巴	在线广告、平台佣金、会员订阅等
百度	在线广告、会员订阅等

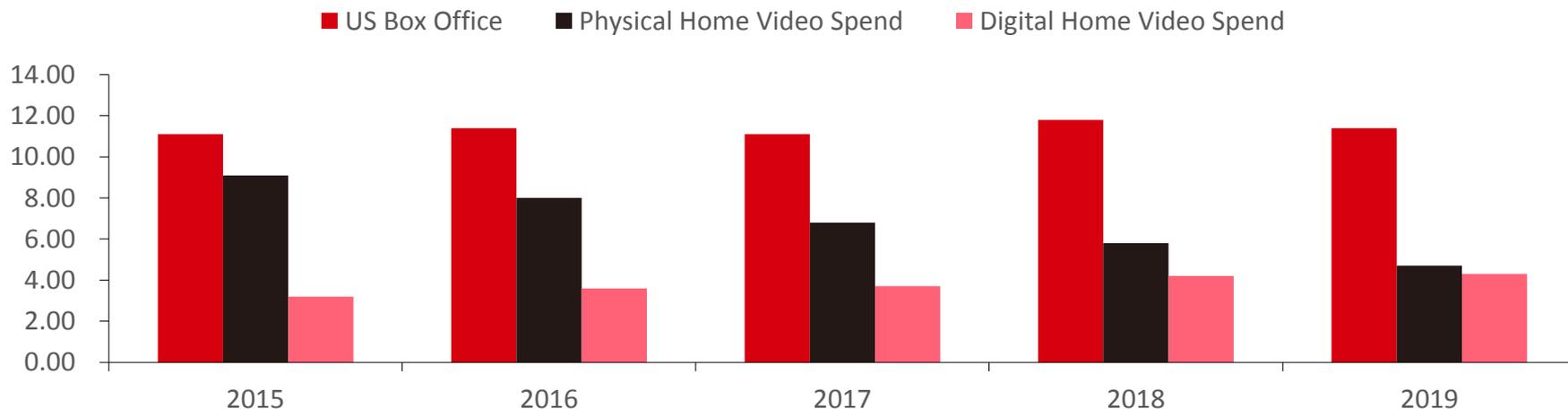
# 订阅模式：视频、音乐流媒体，仍在持续渗透

## 美国音乐流媒体市场



资料来源：IFPI，中信证券研究部

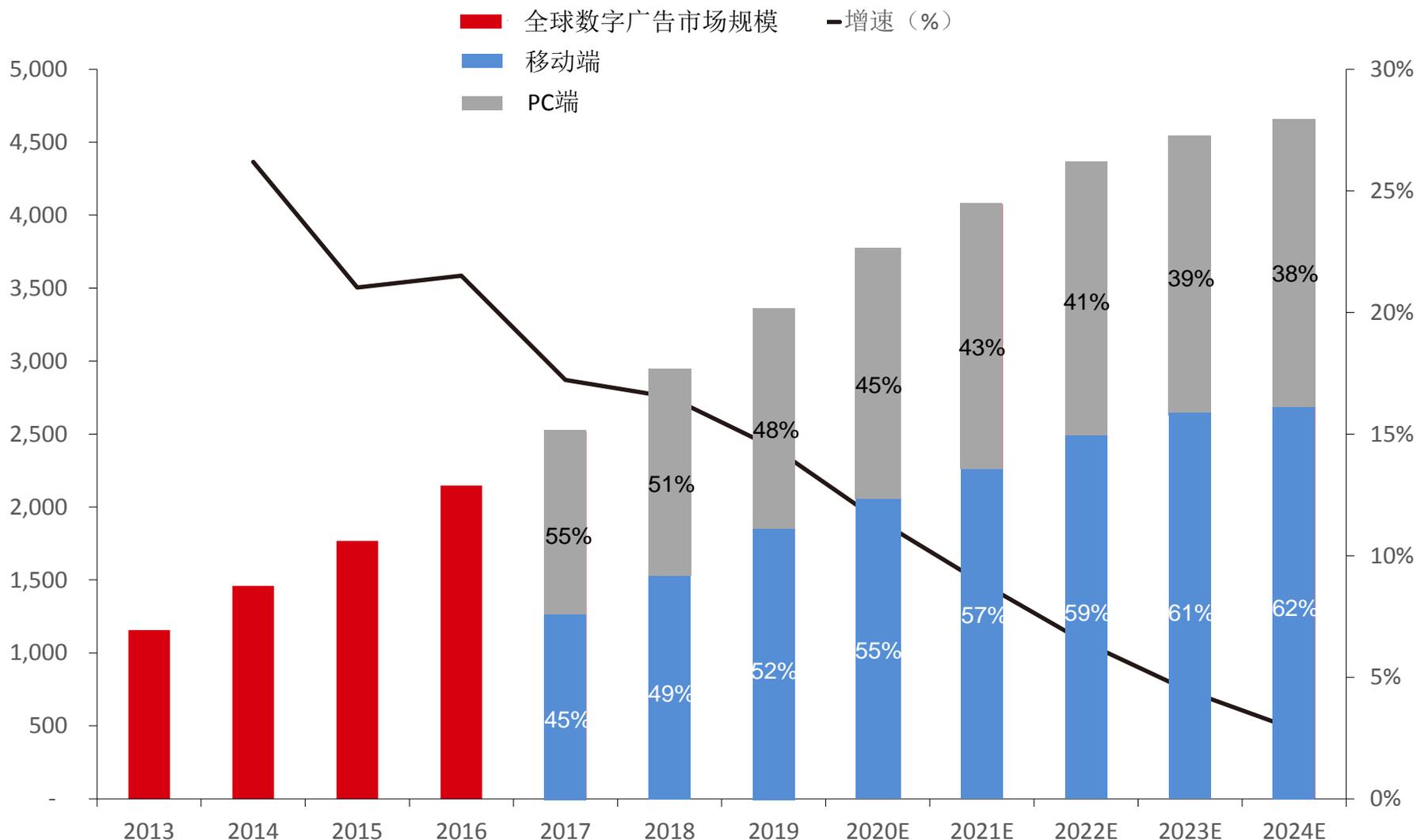
## 美国消费者视频&电影娱乐支出（十亿美元）



资料来源：MPAA，中信证券研究部

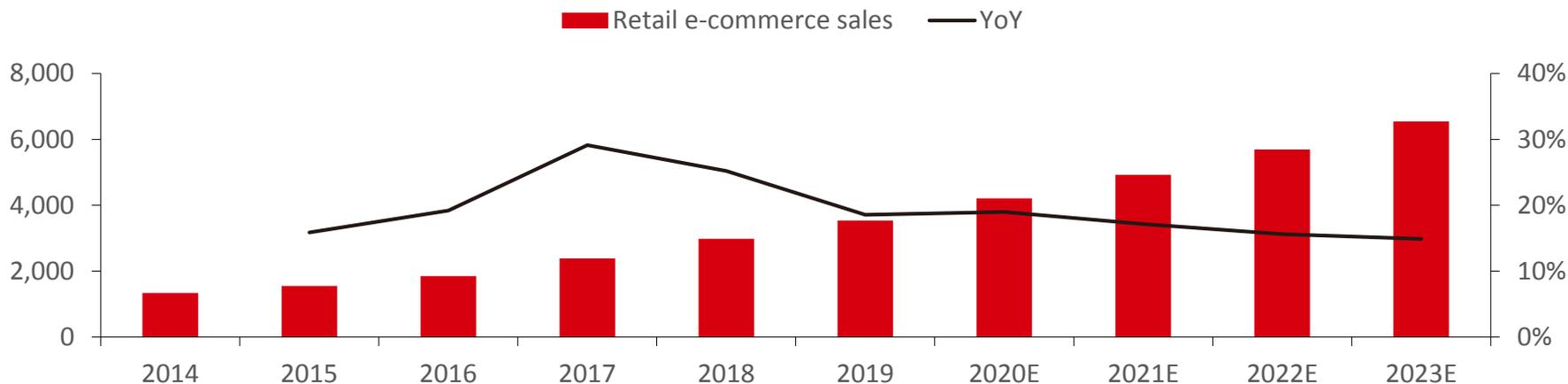
# 广告模式：全球数字广告移动化趋势显著

## 全球数字广告市场规模及移动PC端占比（亿美元）



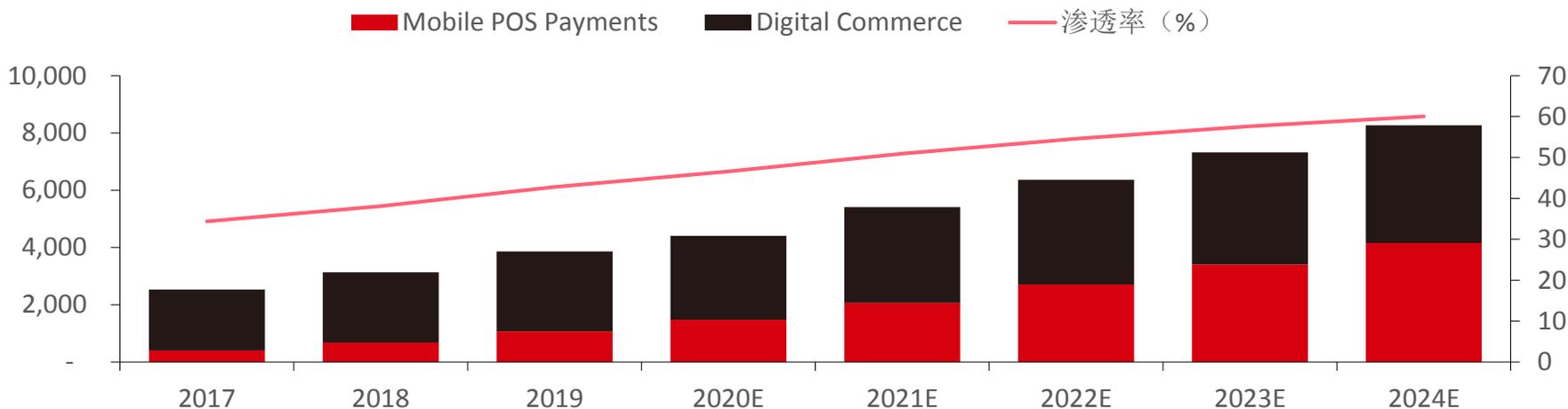
# 佣金模式：电子商务与支付稳健增长

## 全球电商市场规模（十亿美元）



资料来源: statista (含预测), 中信证券研究部

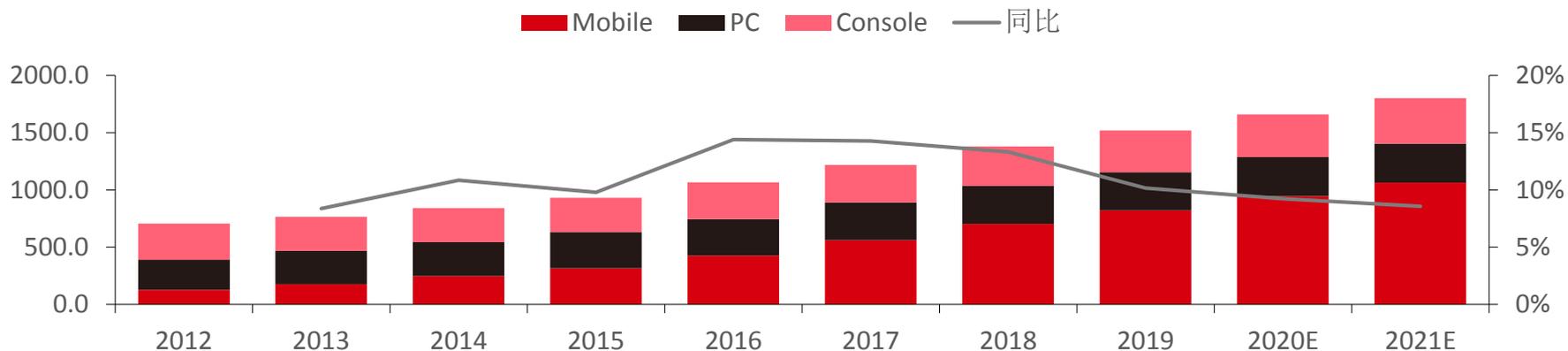
## 全球数字支付市场规模（十亿美元）



资料来源: statista (含预测), 中信证券研究部

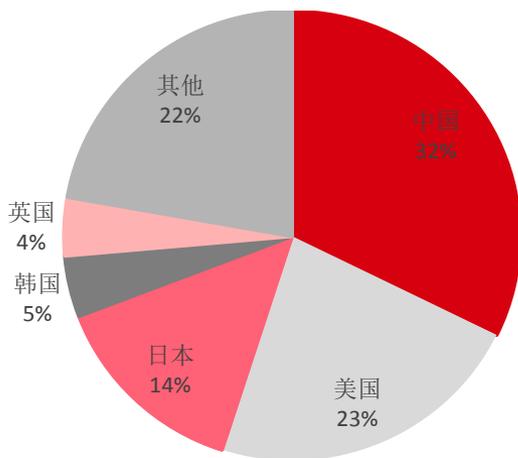
# 价值分享模式：游戏市场稳健增长，中国市场迅速崛起

## 全球游戏市场规模（亿美元）



资料来源：newzoo（含预测），中信证券研究部

## 2019全球各地游戏市场份额

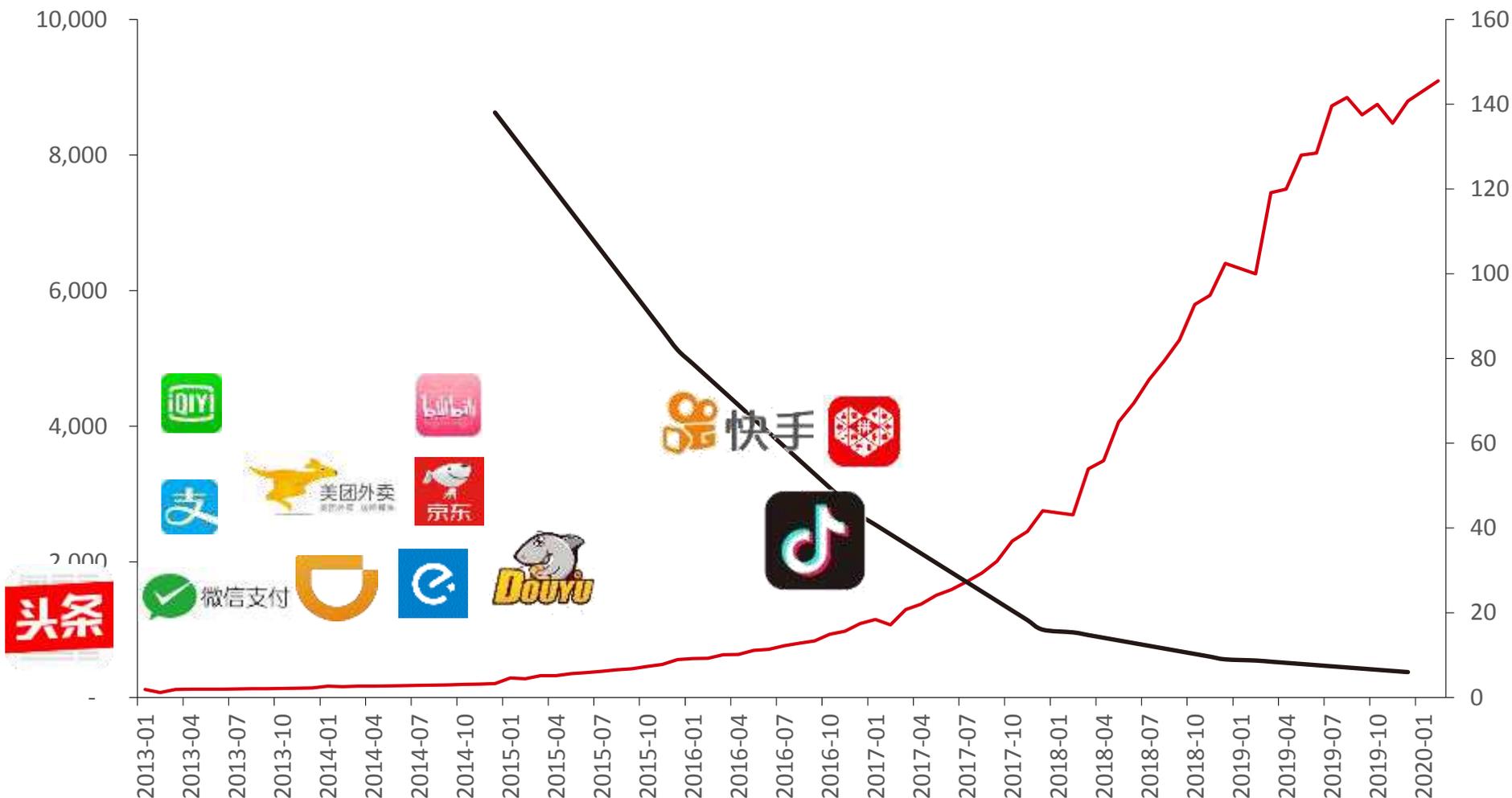


资料来源：newzoo，中信证券研究部

# 中国经验：4G带来短视频与直播红利

## 资费下降与技术提升驱动更广泛的数字消费

— 中国移动互联网户均数据流量（左轴，MB） — 流量资费（右轴，元/GB）



资料来源：工信部，Wind，中国移动，中信证券研究部（Logo来自各公司官网）注：流量资费为年度数据，为年度点直接连线所得

## AI+医疗

- 主要应用于智慧健康管理、智慧医疗设备、智慧药物
- 及时、精准化对病症的诊断及治疗，减少误诊率



• 资料来源：MedGadget，中信证券研究

## AI+自动驾驶

- 主要应用于无人主动操作下的自动驾驶
- 自动驾驶技术包含环境感知、智能决策、控制执行



• 资料来源：Tesla，中信证券研究

## AI+家居

- 物联网发展以AI为基础，为家居导入智慧化系统
- 智能化成为家居生态核心，从传统制造到科技巨头纷纷入局



• 资料来源：LG，中信证券研究

## AI+安防

- 主要利用监控画面进行视频智慧分析，进一步采取安全防护行动
- 场景如智慧监控、安保机器人等



• 资料来源：旷视科技，中信证券研究

## AI+电商零售

- 利用大数据分析技术，降低仓储物流成本、提升购物效率
- 主要有仓储物流、智慧导购和客服等



• 资料来源：Techsophy，中信证券研究

## AI+教育

- 主要应用于知识归类、回答常规问题，配置高效学习模式等
- 场景主要有智慧评测、个性化辅导、儿童陪伴等



• 资料来源：Digital Trends，中信证券研究

# AI逐步成为信息分发的关键技术

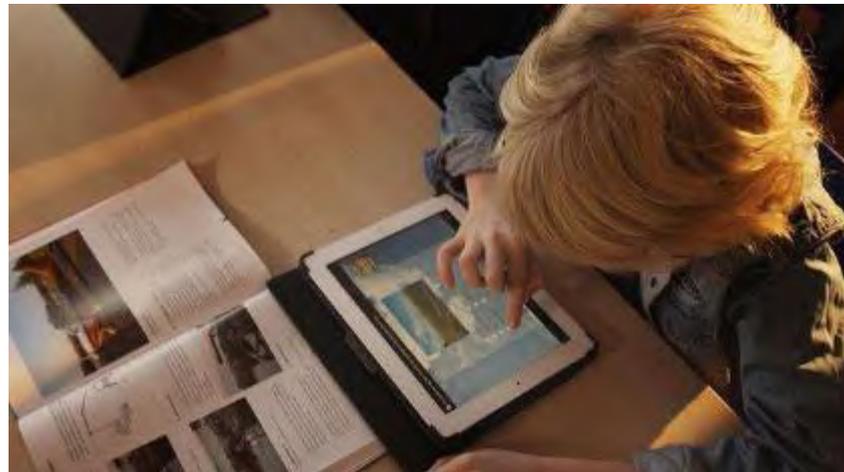


# 疫情之后新变化：中国市场互联网场景迅速扩张

## G20采用视频会议形式



## 线上教育迅速普及



## “直播带货”促进农副产品销售



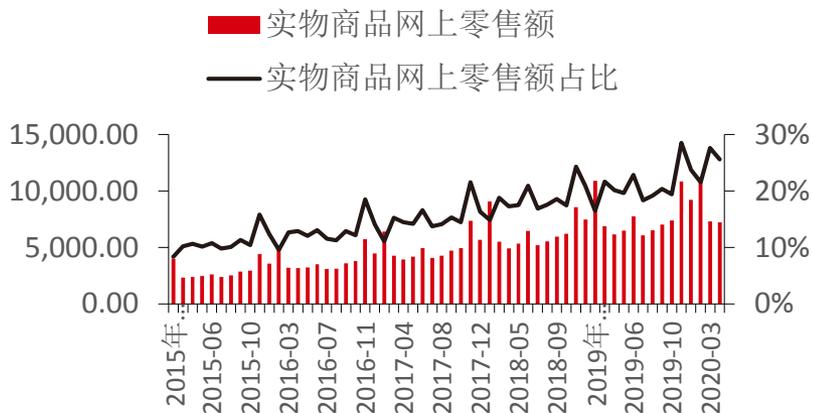
## One world线上演唱会



## 直播的边界正在不断被打破

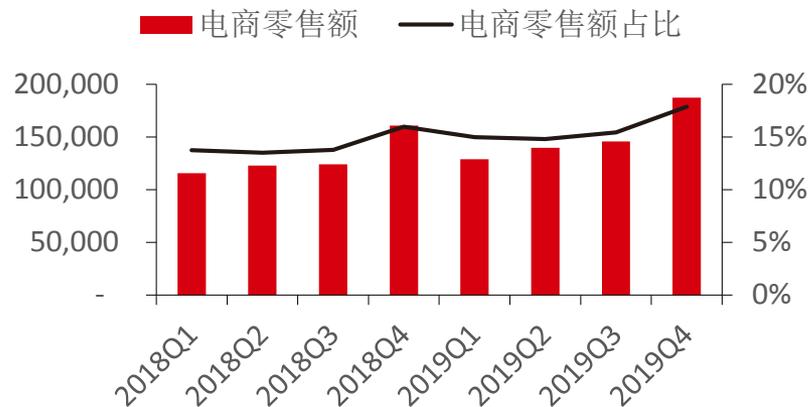


## 中国电子商务规模（亿元）



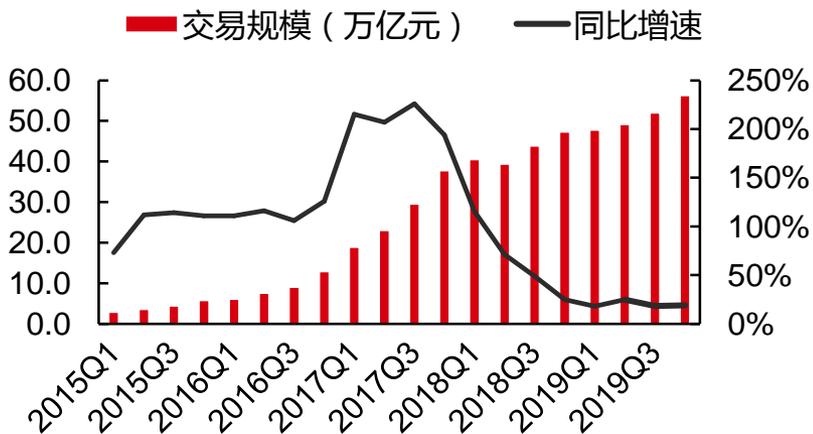
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

## 北美电商零售额（百万美元）



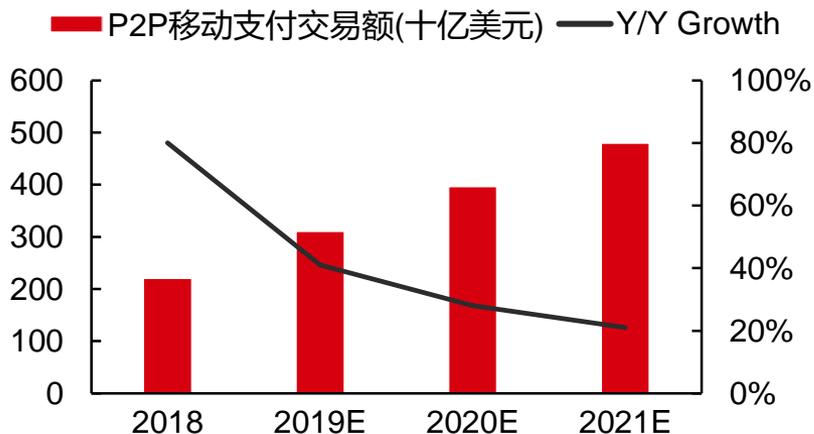
资料来源：美国国家经济局，中信证券研究部

## 中国第三方支付市场规模



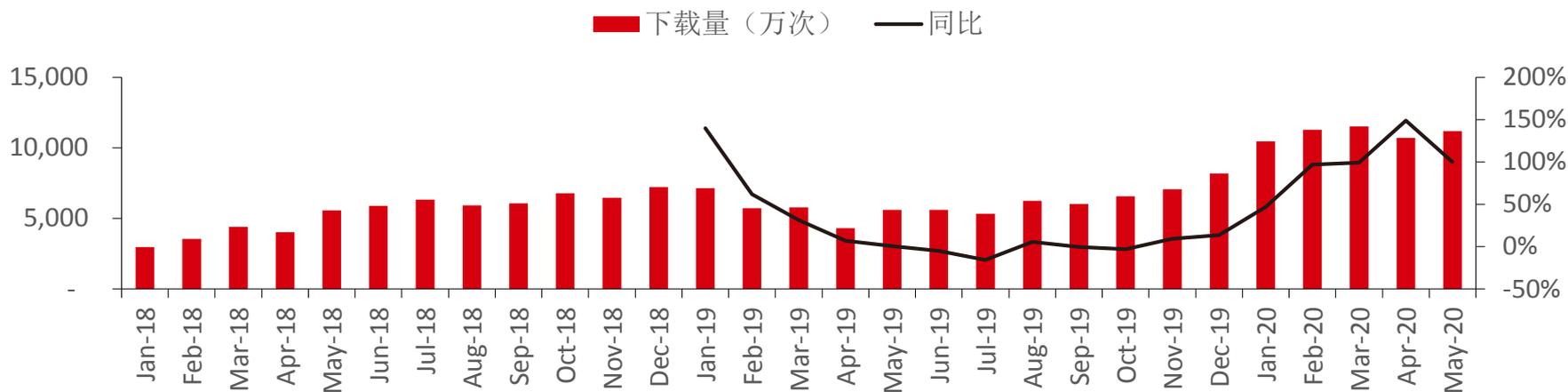
资料来源：易观，中信证券研究部

## 美国P2P移动支付交易额



资料来源：emarketer（含预测），中信证券研究部

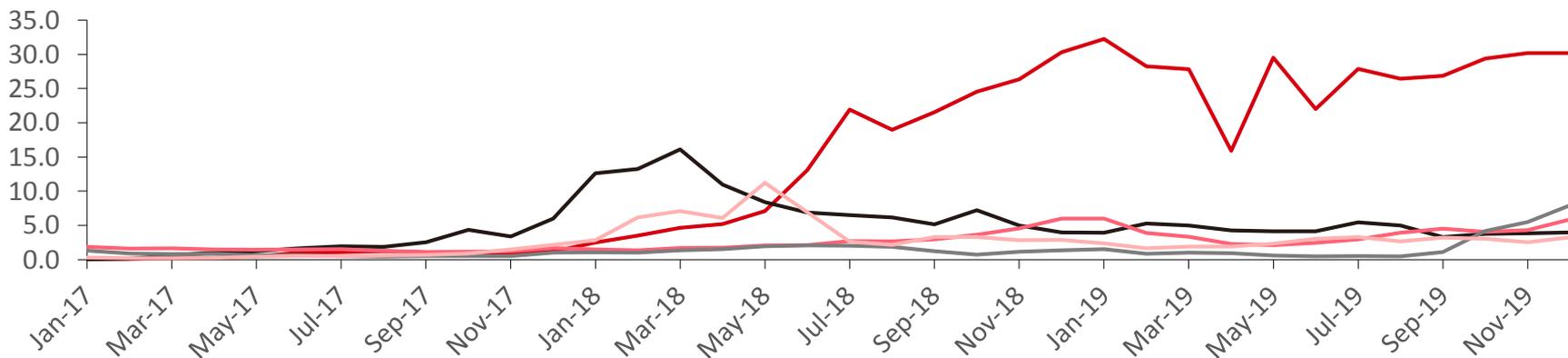
## TikTok全球下载量



资料来源: sensortower, 中信证券研究部, 不含第三方安卓平台

## TikTok全球部分地区下载量 (百万次)

— 印度    — 中国    — 美国    — 巴西    — 印尼



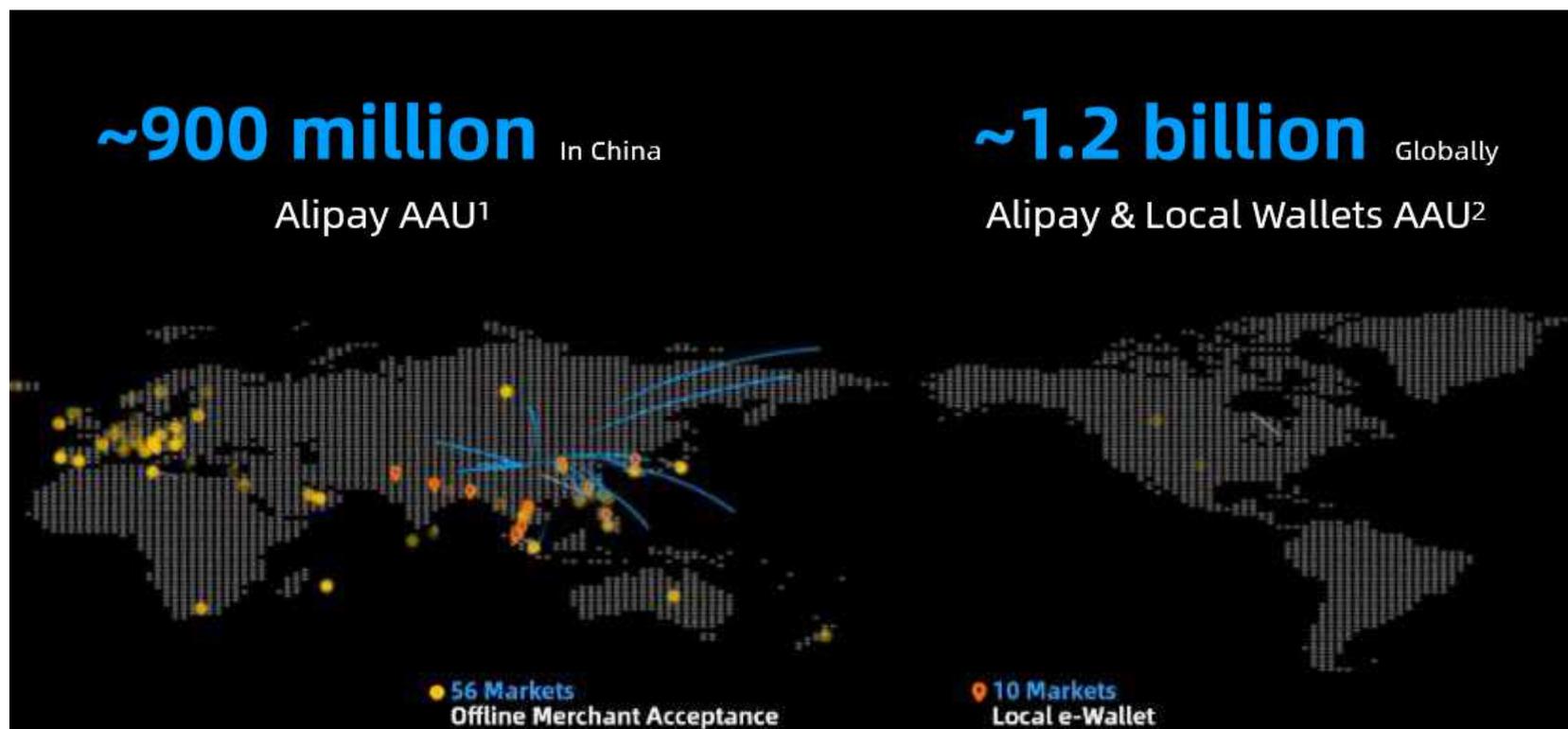
资料来源: sensortower, 中信证券研究部, 不含第三方安卓平台

# Alibaba Lazada: 阿里系电商平台出海东南亚

- **Lazada: 东南亚领先的电子商务平台。**公司成立于2012年，基于阿里电商的技术基础架构不断进行本土化探索，目前已成为东南亚领先的电子商务平台。
- 平台业务覆盖印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国和越南，目标到2030年为3亿消费者提供购物服务。



## 蚂蚁金服出海版图



资料来源：阿里巴巴2019投资者日文件

## 腾讯历年投资入股的游戏公司一览

# Tencent 腾讯

	投资情况	代表作品		投资情况	代表作品
	100%	英雄联盟		5%	魔兽世界
	29%	流放者柯南		11.5%	绝地求生
	5%	刺客信条		80%	流放之路
	84.3%	部落冲突		48.4%	堡垒之夜
	5%	欧陆风云		36%	战锤：末日鼠疫2
FRONTIER GAMES	9%	过山车之星		13.5%	黑色沙漠

# SEA：中国模式在东南亚的成功范例

- **SEA：东南亚领先的综合互联网公司。**公司成立于2009年5月，总部位于新加坡Galaxis，目前已发展为数字娱乐、电子商务和数字金融服务组成的综合平台，腾讯为其最大股东。其中，数字娱乐平台Garena游戏业务在东南亚地区市占率排名第一，电商平台Shopee订单数、GMV数据亦保持持续领先。

## SEA 业务布局



Garena

Digital Entertainment



Shopee

e-commerce

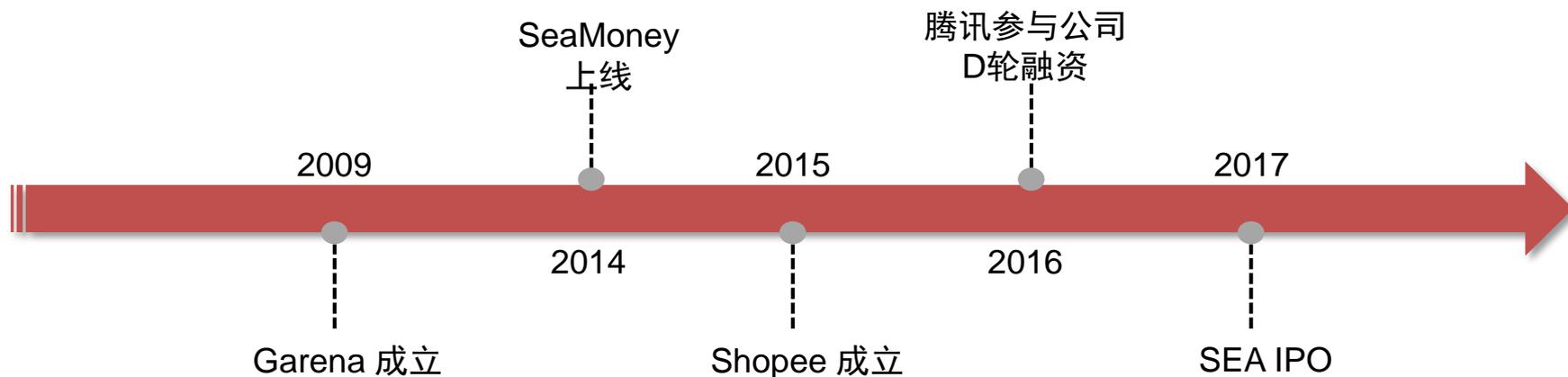


seaMoney

Digital Financial Services

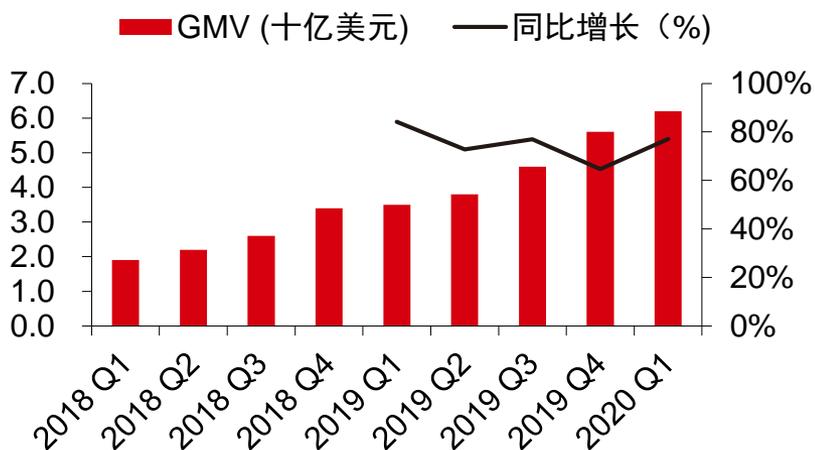
- 2009年，Garena 成立，游戏为平台主营业务
- 2016年，腾讯参与公司1.7亿美元D轮融资
- 2017年，公司改名为SEA于纽交所上市，腾讯成为第一大股东，持股比例达39.8%

## SEA发展历程

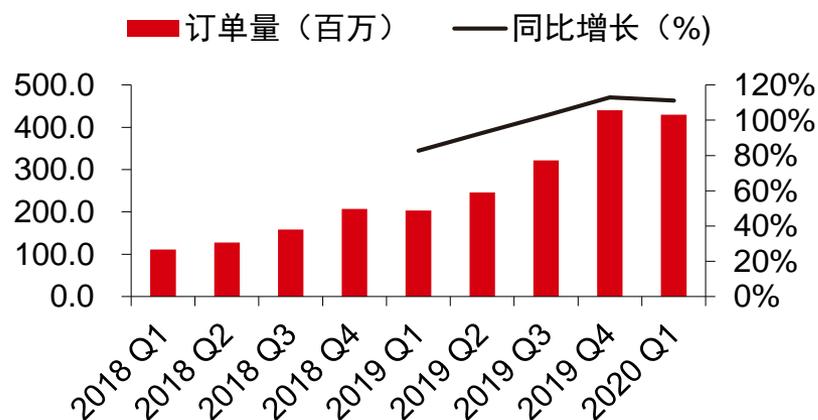


# 公司高速增长体现中国模式在东南亚的可行

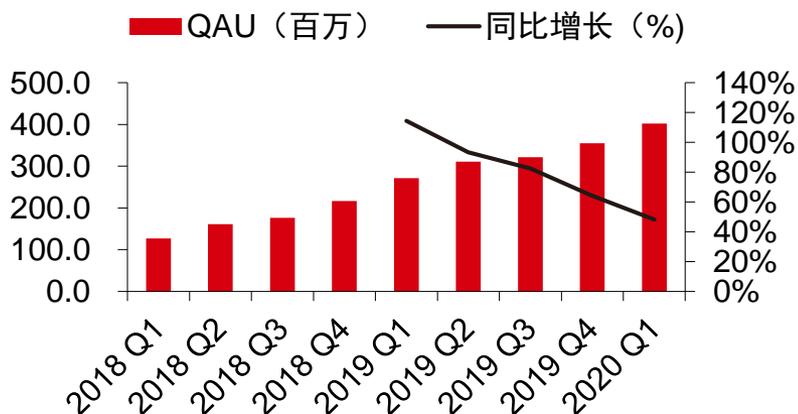
## Shopee GMV及同比增速



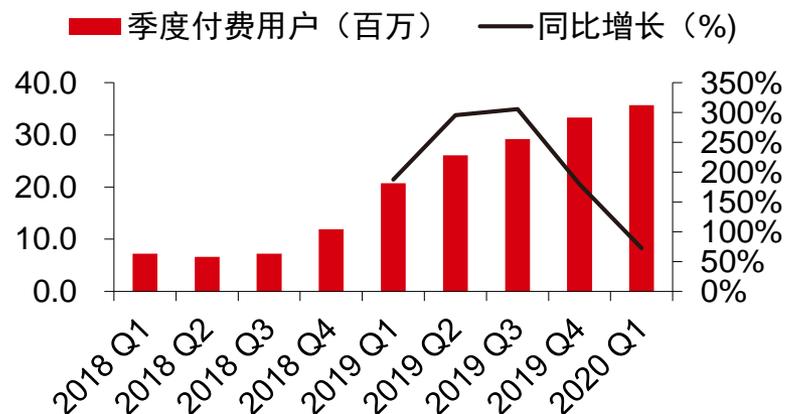
## Shopee 订单量及同比增速



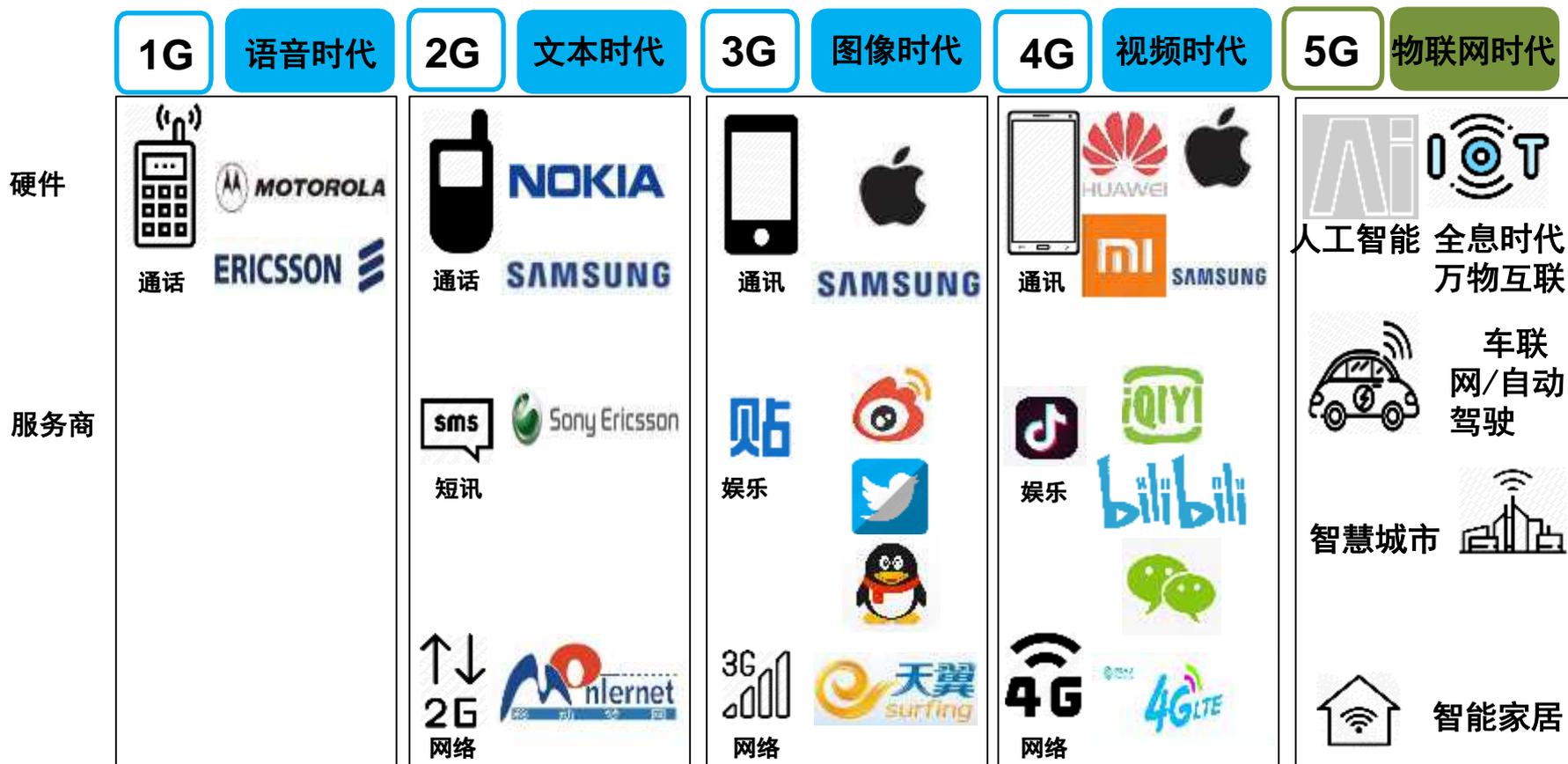
## Garena QAU及同比增速



## Garena 付费用户及同比增速



# 5G带来的影响和改变：5AIoT与数据智能时代



功能增强  
允许联网

传输速度提升

传输速度再提升

- **信息传播**：单向信息推送-->双向信息交互-->实时信息创造、分享、传播
- **承载内容**：文字-->图片-->语音、视频等立体信息
- **硬件终端**：PC-智能手机-->泛在智能终端
- **承载功能**：纯粹虚拟世界-->全面融入社会生活
- **驱动力量**：简单模式创新-->模式、技术共同驱动
- **产业边界**：2C-->2B，线上-->线下
- **市场比较**：从 copy to China 到 copy from China，中国实现引领

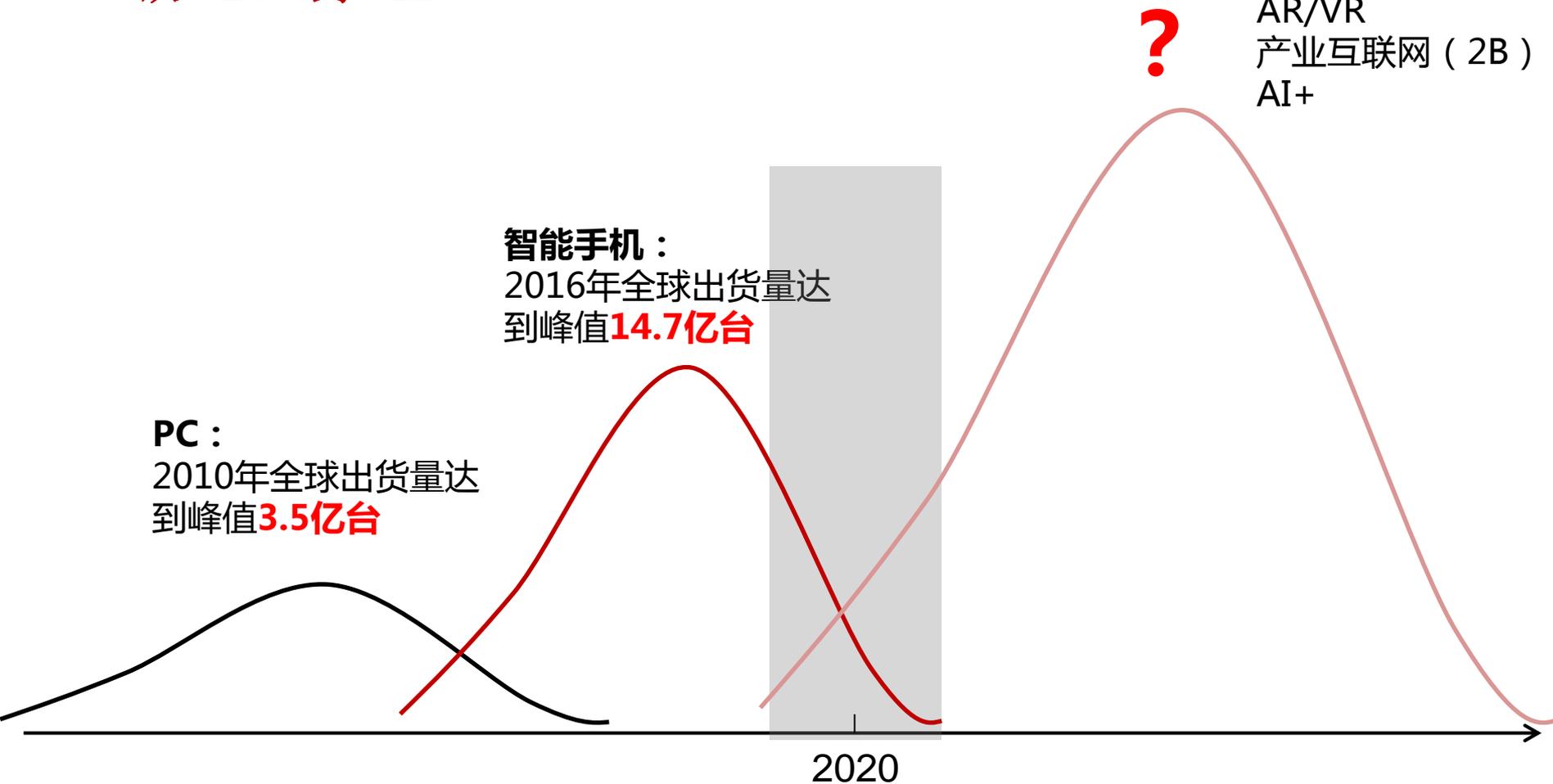
# 产业互联网：从互联网到数字化，从基础设施到SaaS应用

---

# 全球科技产业当前进展：处于两轮科技红利中点

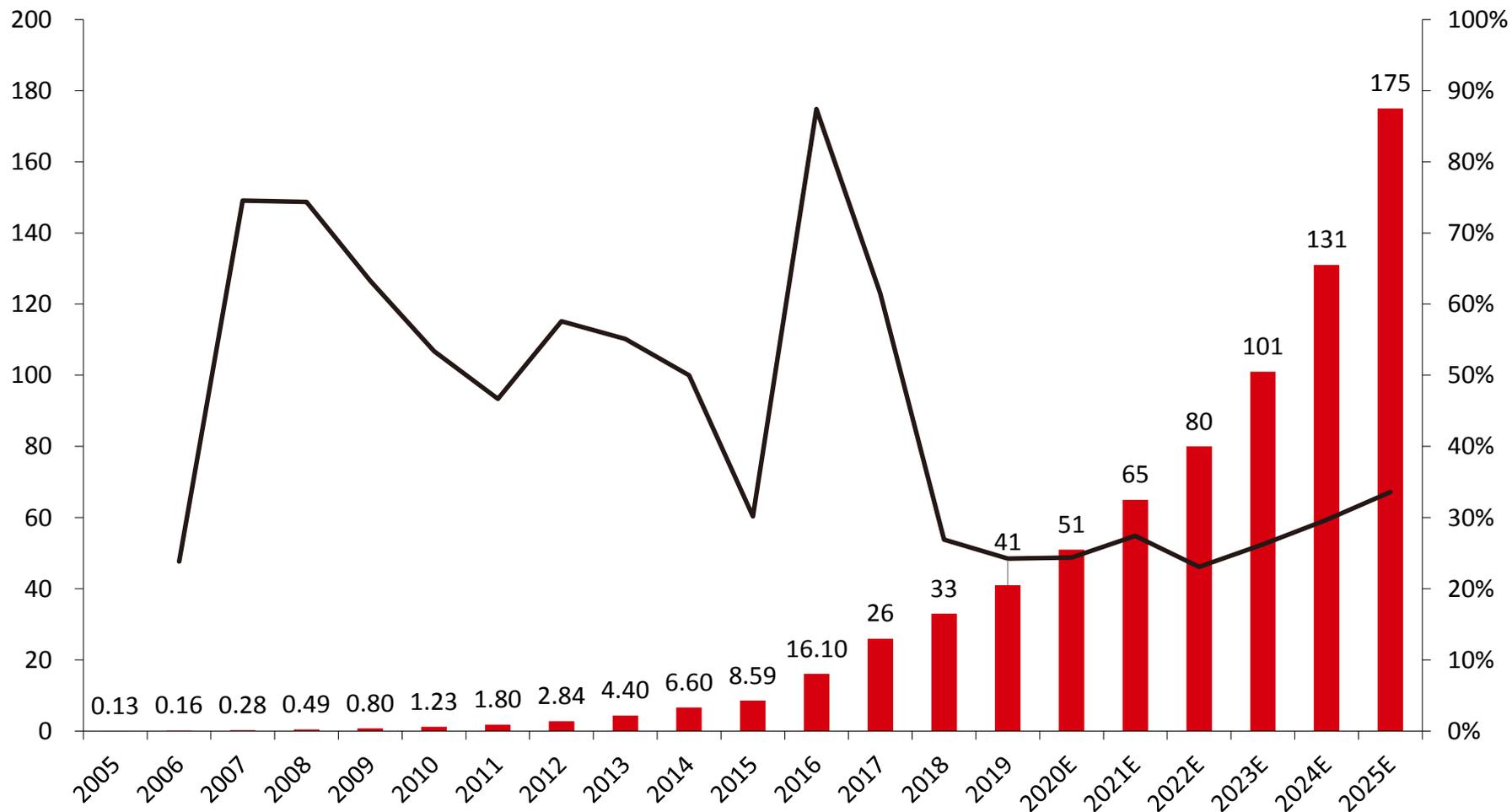
从“移动”到“AI”  
从“2C”到“2B”

数据智能：  
IoT  
AR/VR  
产业互联网（2B）  
AI+



## 全球数据量及增速 (ZB, %)

■ 全球数据量    — 同比增速



2020年，产业互联网将会成为全球互联网巨头探索的重要方向。

2019年上半年我国数字经济规模达16.4万亿元。2018年我国数字经济规模达到31.4万亿元，占GDP的比重为34.8%。IDC预计2025年我国数字经济规模可以达到60万亿元。



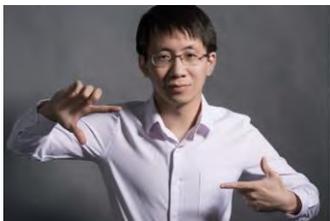
- 从推动互联网+，到发展数字经济，再到建设“数字中国”，我们的消费互联网得到了充分发展，**我们的产业互联网方兴未艾**。（2018）
- 产业互联网具有连接类型多样、行业应用广泛、流程再造深度等特点，日益**成为经济增长的重要驱动力**，在提高现有产业劳动生产率、培育新市场和产业新增长点、实现包容性增长和可持续发展中发挥着重要作用。（2020两会提案）



- 过去20年互联网“从无到有”、未来30年，**互联网将会“从有到无”**。**数据将成为生产资料，计算会是生产力，互联网是一种生产关系**。新时代、新机遇，**数字经济将重塑世界经济**。（2017）
- 互联网就是未来的技术。互联网经济所支撑的实体经济和**数字经济一定是这个国家和世界未来的主要趋势**（2020）
- 世界经济、中国经济正在发生巨大变化。过去互联网技术让企业活得好，**未来互联网技术更是企业活下去的必要条件**（2020）

2020年，产业互联网将会成为全球互联网巨头探索的重要方向。

2019年上半年我国数字经济规模达16.4万亿元。2018年我国数字经济规模达到31.4万亿元，占GDP的比重为34.8%。预计2025年我国数字经济规模可以达到60万亿元。

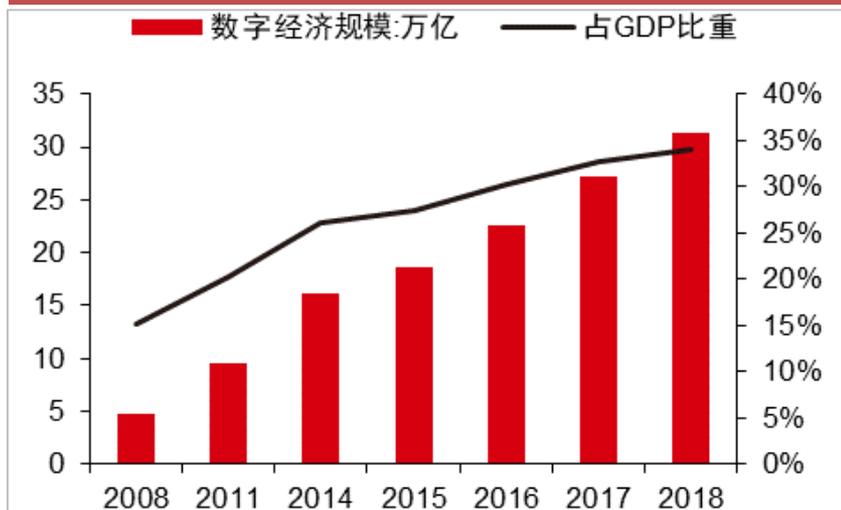


- 以建设“全球创作与交流平台”为愿景的字节跳动，正在参与促进世界互联互通的**信息基础设施建设**。（2018）
- 要在核心技术研发上有所作为，为建设新型信息基础设施贡献力量。**技术是数字经济或是互联网产业的重中之重**。因为互联网产业本身就是IT技术革命浪潮的成果，所以技术是最重要的驱动因素。（2019）



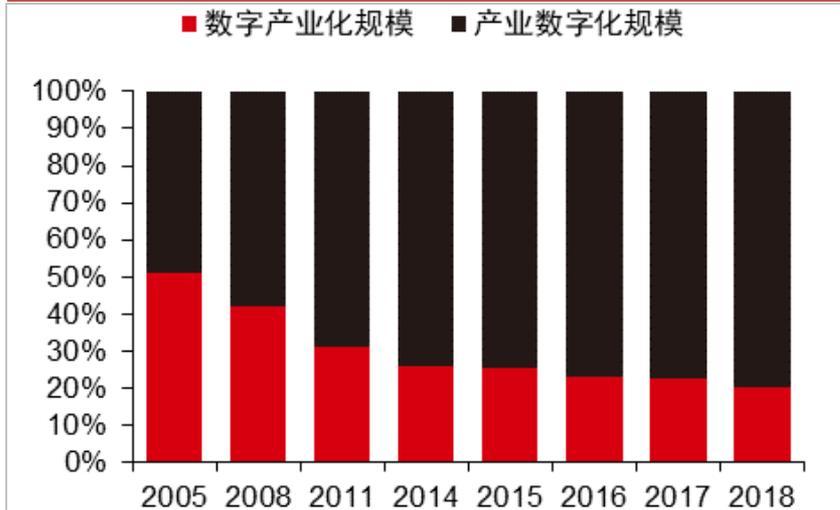
- “互联网+”要做的是各个行业**从上游到下游的产业互联网化**，要更加深入产业做融合，而不仅仅停留在最末端做营销、做交易那一小段，要真正能够用互联网、用IT技术全面提升整个行业的效率。（2018）
- 消费者的数字化是容易的，但是商户那一侧是要精打细算的，时间会长一点，步骤慢一点。我相信**数字经济最终发展起来，需要供给侧全面数字化**。（2019）

## 我国数字经济的规模和占GDP的比重



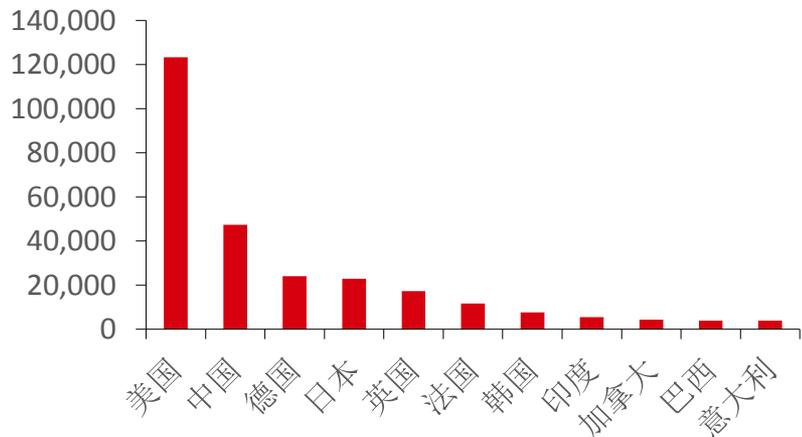
资料来源：中国信通院，中信证券研究部

## 我国数字经济的结构情况



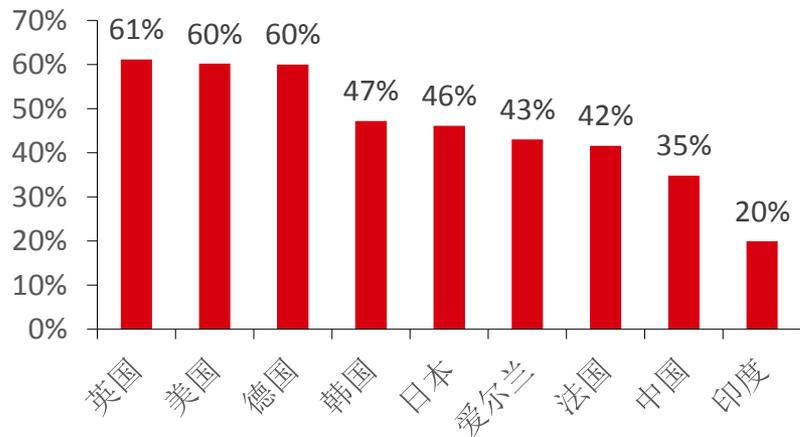
资料来源：中国信通院，中信证券研究部

## 2018年全球主要国家数字经济规模（亿美元）



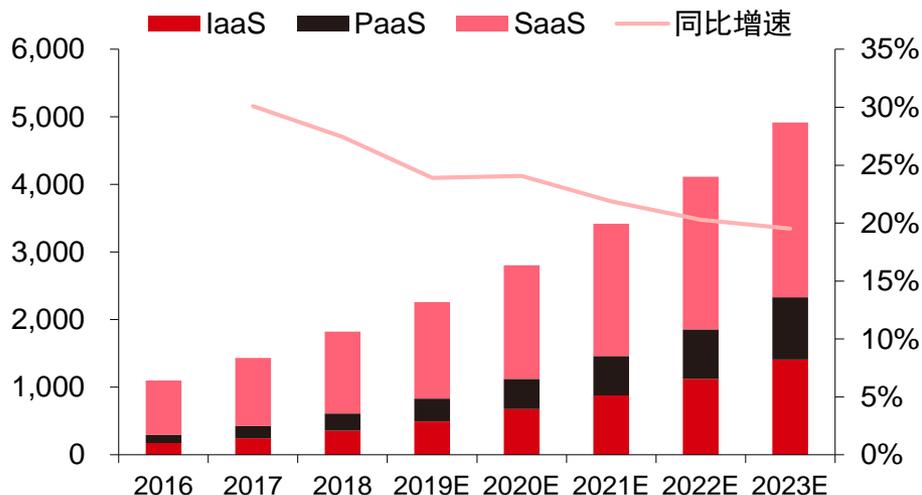
资料来源：中国信通院，中信证券研究部

## 2018年全球主要国家数字经济占GDP的比重

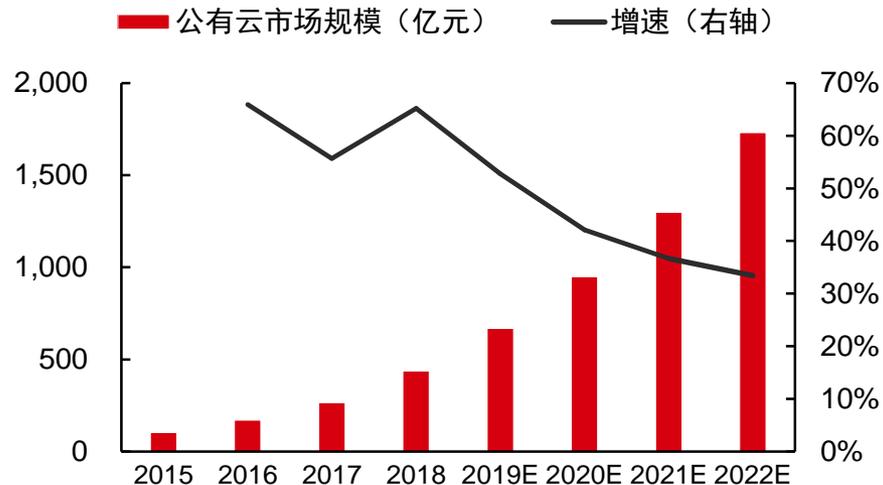


资料来源：中国信通院，中信证券研究部

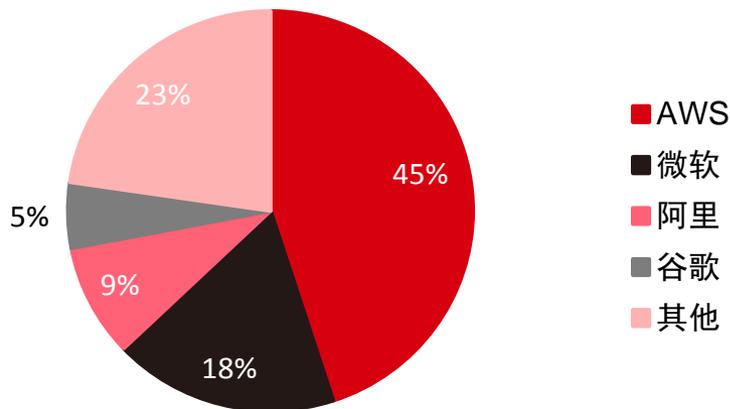
## 全球公有云市场规模及增速（亿美元）



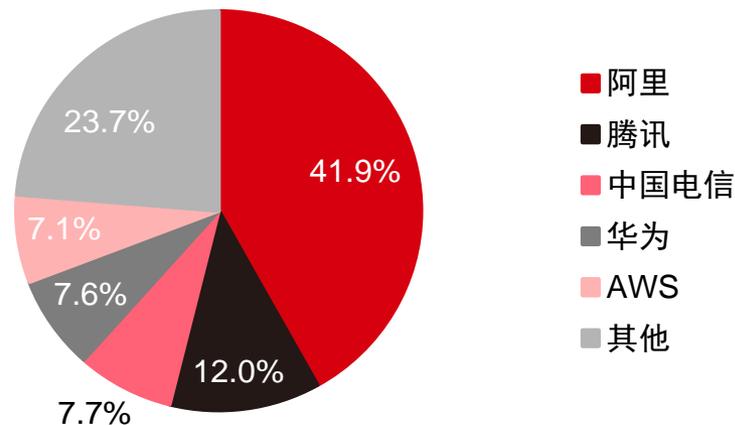
## 中国公有云市场规模及增速（亿元）



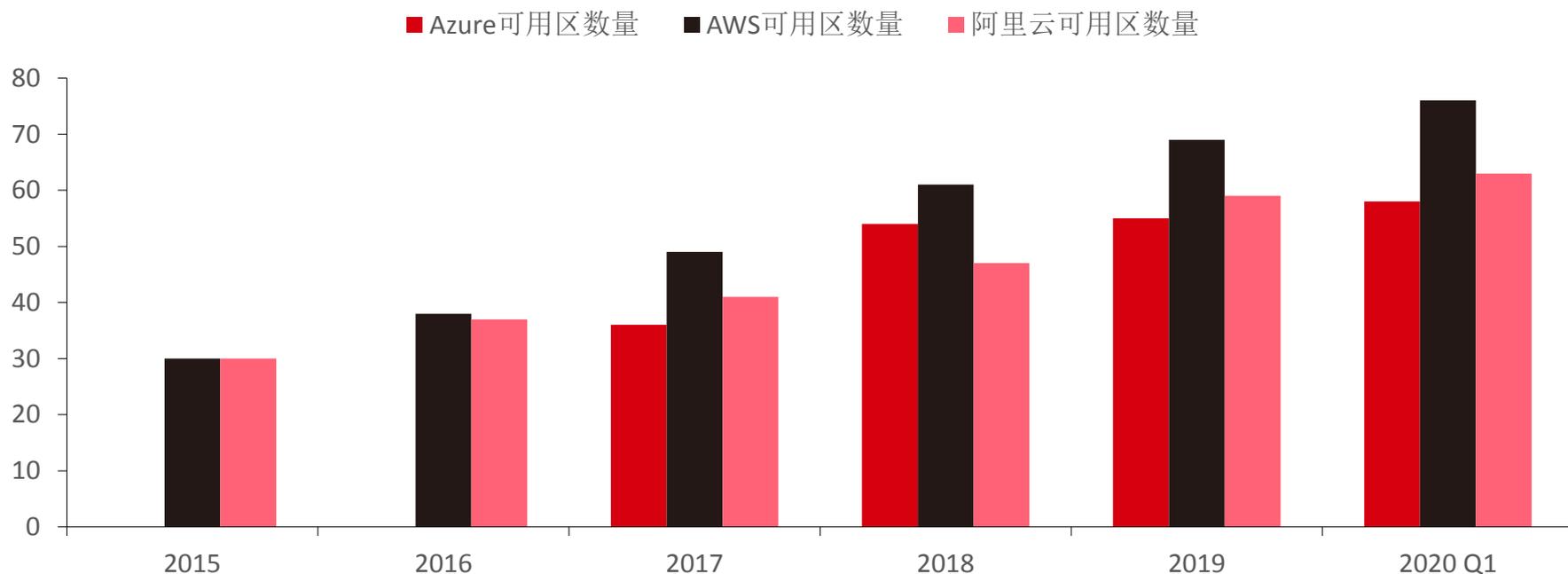
## 全球IaaS公有云市场份额（2019）



## 中国IaaS+PaaS公有云市场份额（2019H2）

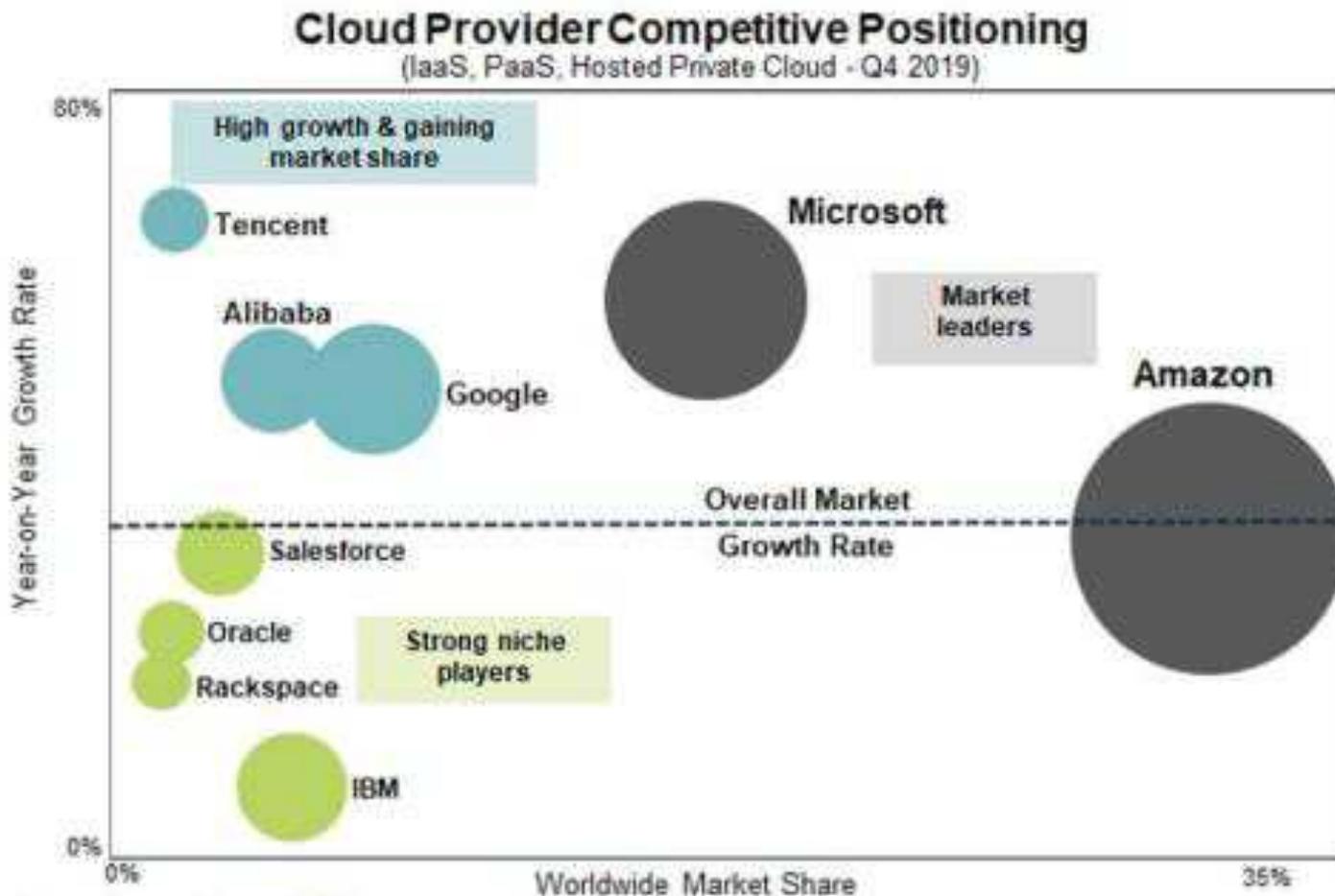


## 微软、AWS、阿里云可用区数量



资料来源：各公司财报，各云厂商官网，中信证券研究部

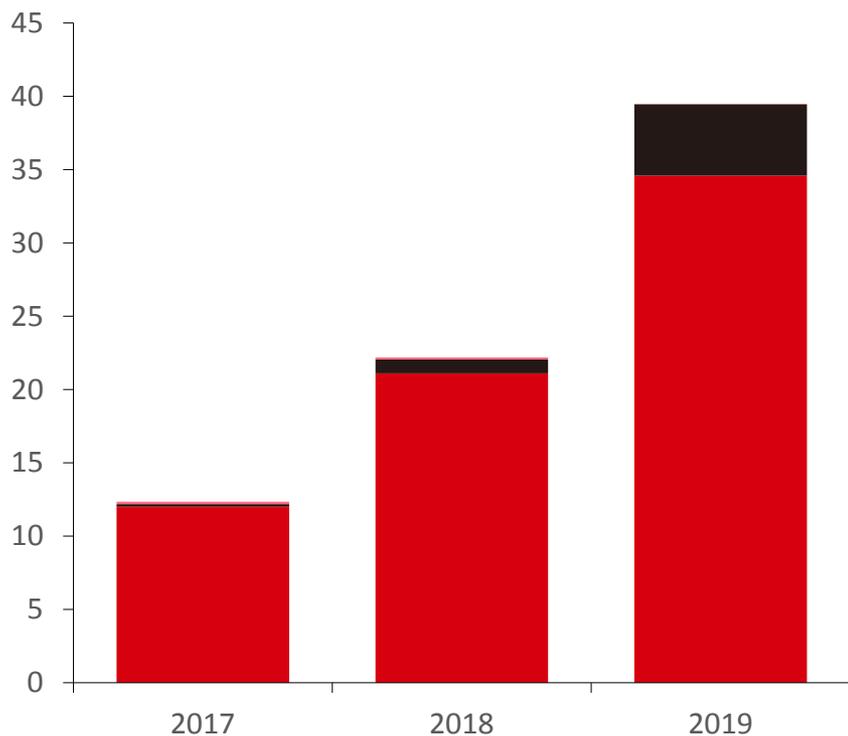
## 全球云计算市场（IaaS+PaaS）竞争格局（2019Q4）



资料来源: Synergy

## 金山云收入结构（亿元）

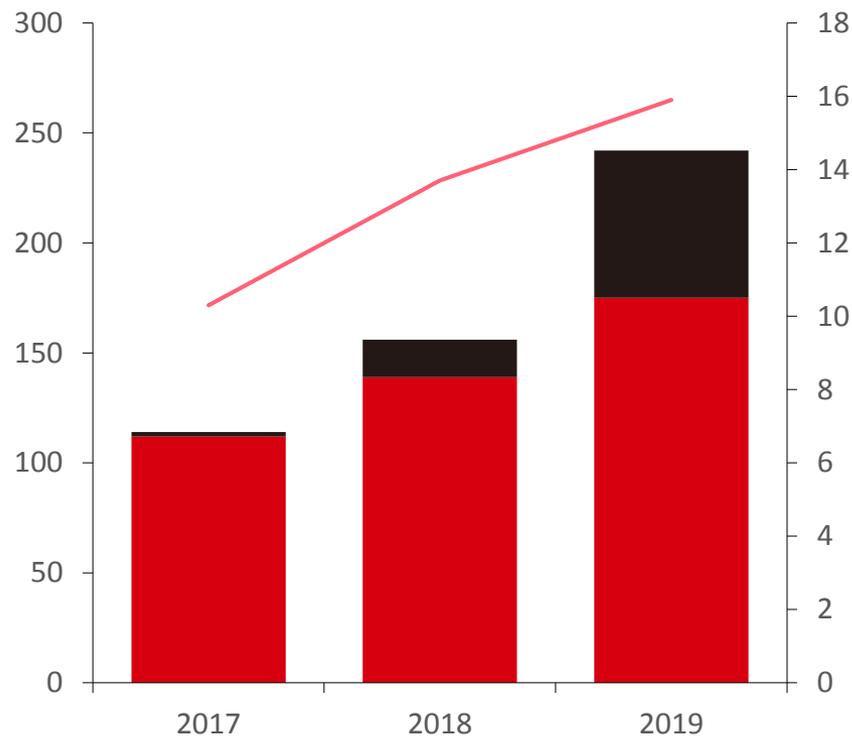
■ 公有云 ■ 企业云 ■ 其他



资料来源：金山云招股说明书，中信证券研究部

## 金山云用户与ARPU

■ 公有云用户 ■ 企业云用户 — ARPU (百万元)



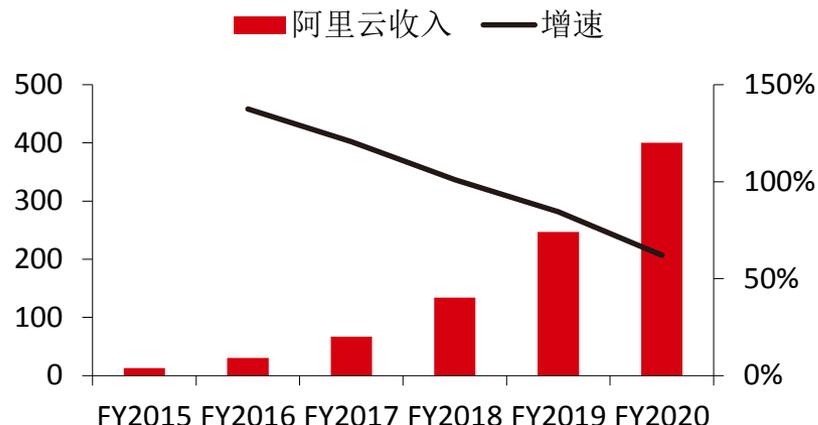
资料来源：金山云招股说明书，中信证券研究部

## AWS收入（百万美元）



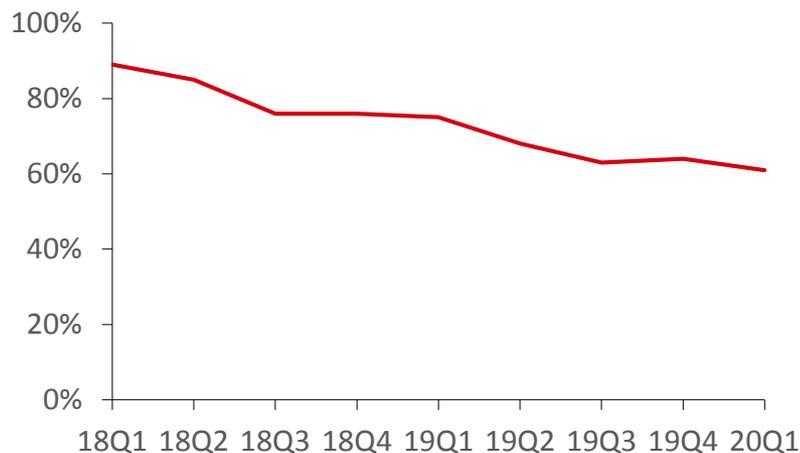
资料来源：亚马逊财报，中信证券研究部

## 阿里云收入（亿元）



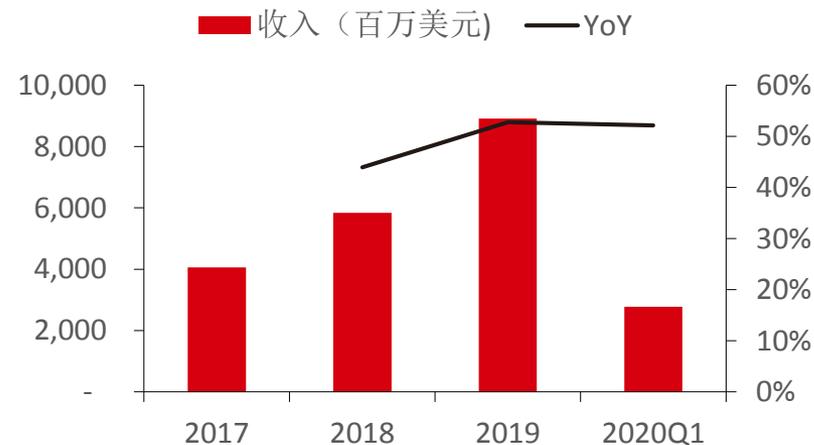
资料来源：阿里巴巴财报，中信证券研究部

## Azure收入增速



资料来源：Microsoft财报，中信证券研究部

## 谷歌云收入增速

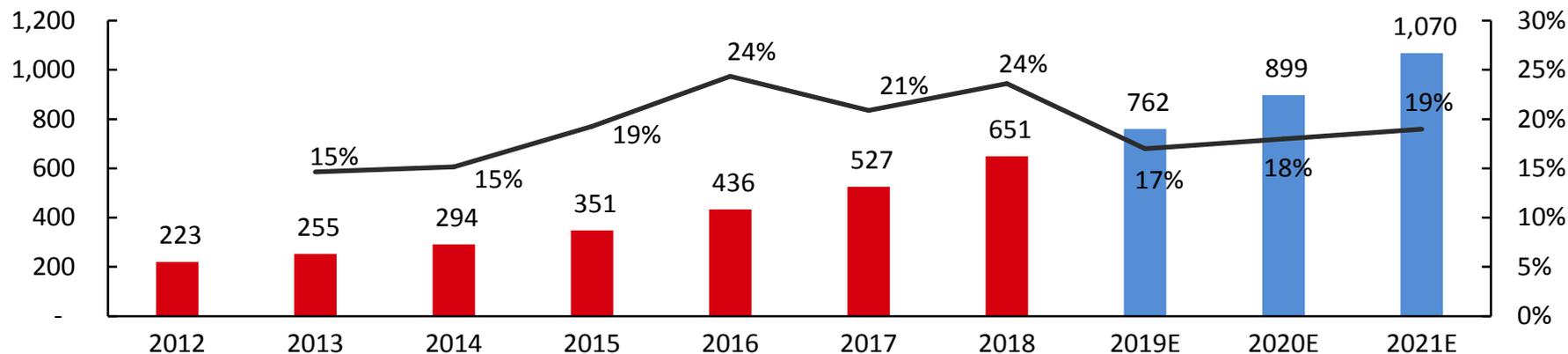


资料来源：谷歌财报，中信证券研究部

# 数字化带来互联网公司对数据中心需求持续高增长

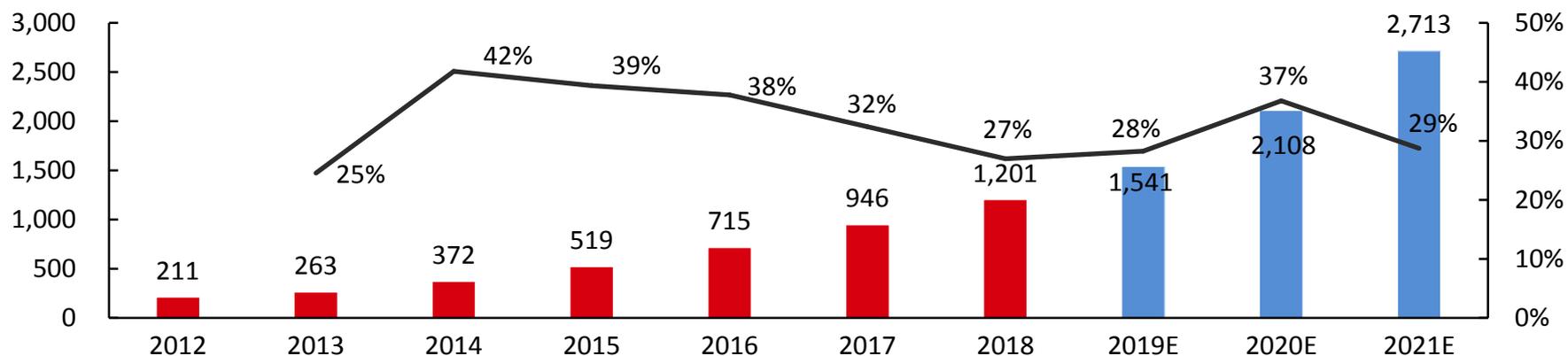
## 全球IDC市场规模（亿美元，%）

■ 市场规模（亿美元） — 增速（%）



## 中国IDC市场规模（亿元，%）

■ 市场规模（亿元） — 增速（%）



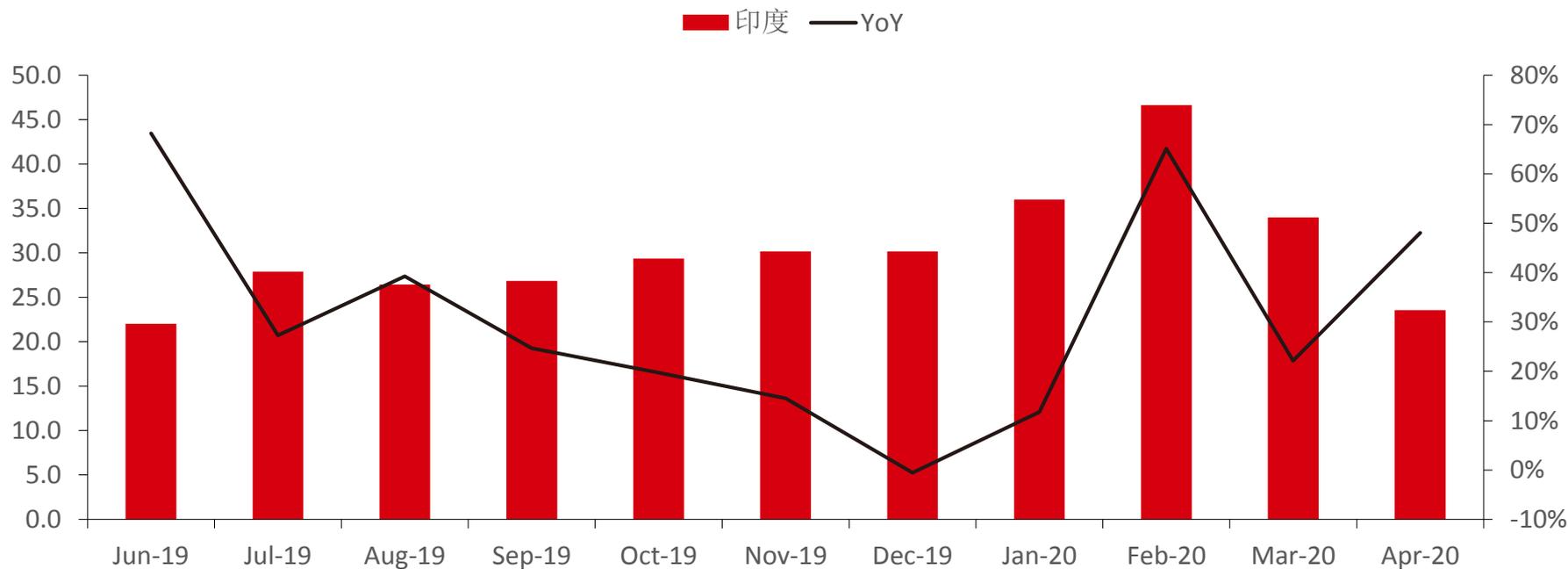
## 快手智能云乌兰察布数据中心项目动态

- 5月29日：快手智能云（乌兰察布）科技有限公司成立，注册资本5000万，法定代表人为贾弘毅，该公司由北京快手科技有限公司全资持股。公司经营范围包括从事：电信业务经营；出版物经营、互联网文化活动经营；互联网平台；互联网安全服务；互联网数据服务；计算机软硬件、电子产品、数码产品、通信产品的研发、制造、销售、服务；软件和信息技术服务等。
- 6月6日，快手宣布智能云大数据中心项落地内蒙古乌兰察布市，投资达百亿元，预计明年投入使用。具体来看，快手乌兰察布大数据中心（IDC）可容纳30万台服务器，占地约500亩，存储容量达60EB，存储量相当于300万个国家图书馆。
- 项目将大量采用国产芯片，同时大规模应用新一代整机柜服务器、新型间接蒸发冷却技术和高压直流（HVDC）等技术，最大限度应用自然冷源、风能、太阳能、余热回收、低功耗设备，预计年节电达5亿度左右，总能耗减少30%以上。据快手介绍，该数据中心PUE规划为预期最佳1.08，平均PUE1.15。
- 快手乌兰察布大数据中心(IDC)既是快手第一个自建超大规模互联网数据中心，也是国内最大的专门为“大数据、人工智能”建设的数据中心。与BAT等互联网巨头的数据中心不同的是，快手乌兰察布数据中心是国内互联网行业第一个自主研发并独立完成整体概念设计的数据中心。

快手  
智能

- 2019年，字节跳动宣布在印度建数据中心，未来3年将投资10亿美元
- 数据中心海外建设主要目的是为了应对海外对数据隐私的监管

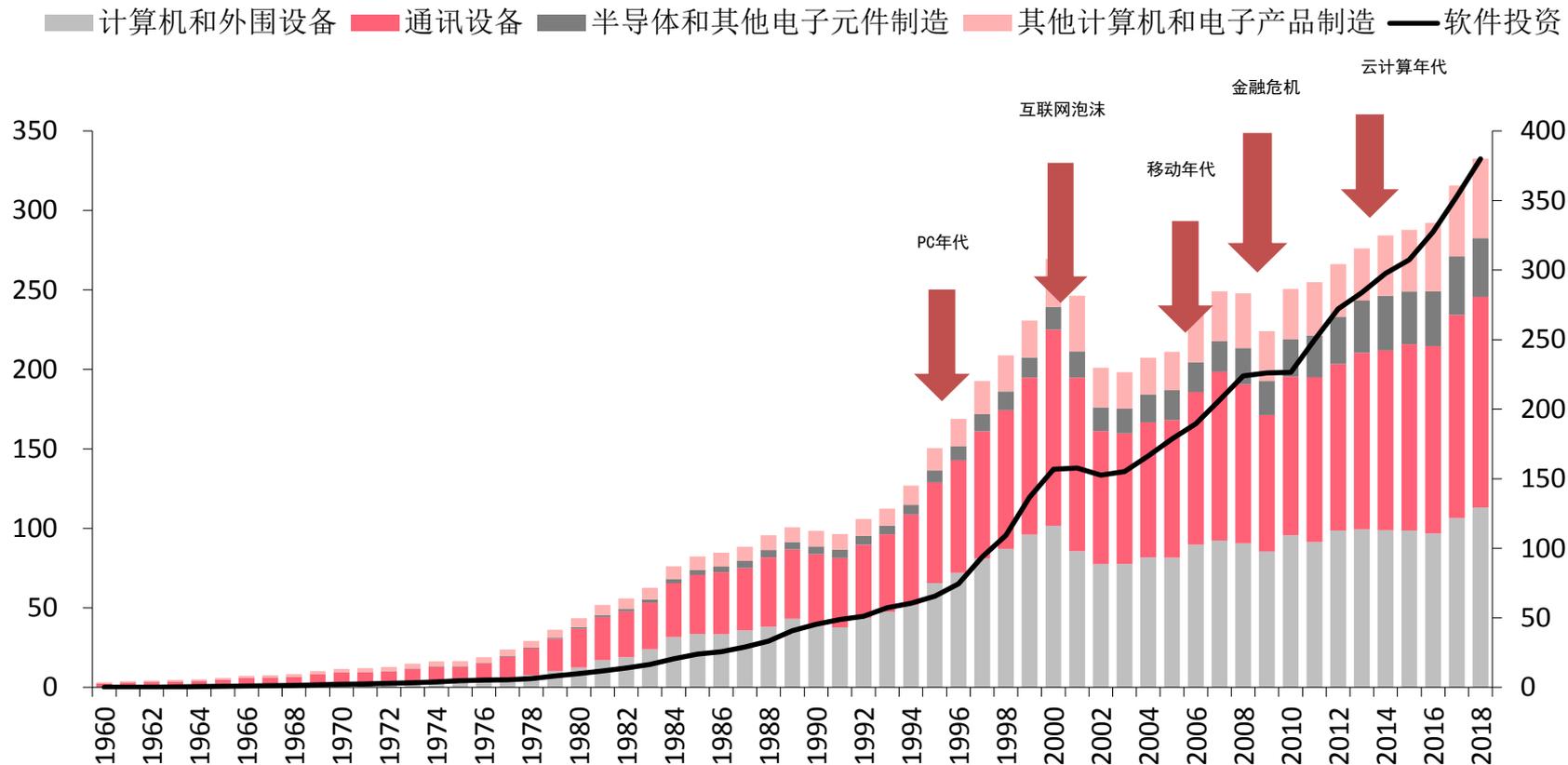
## TikTok印度下载次数（百万次）



资料来源：Sensor tower，中信证券研究部

# SaaS：以美国为代表，产业互联网进入SaaS时代

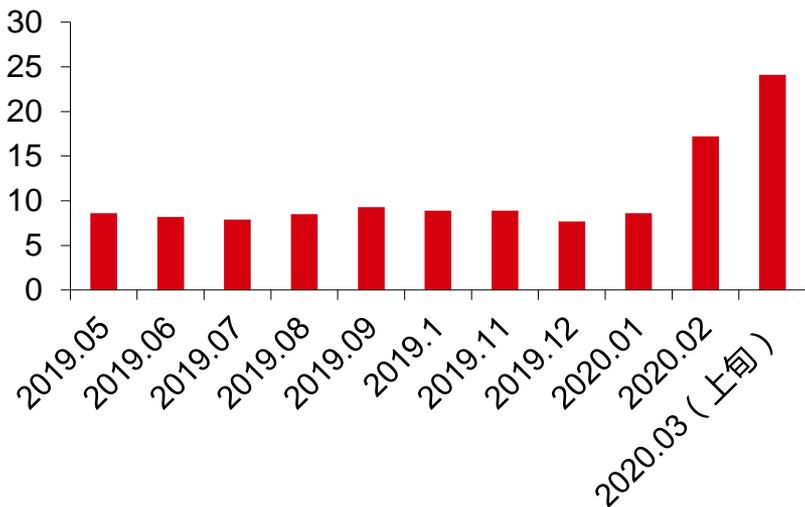
## 美国历年硬件和软件投资总额对比（十亿美元）



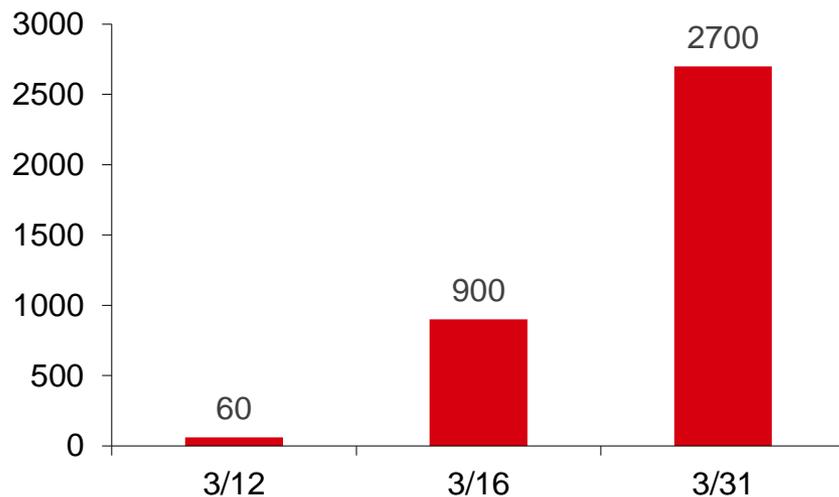
资料来源：美国经济局，中信证券研究部

# 疫情刺激远程办公需求的爆发增长

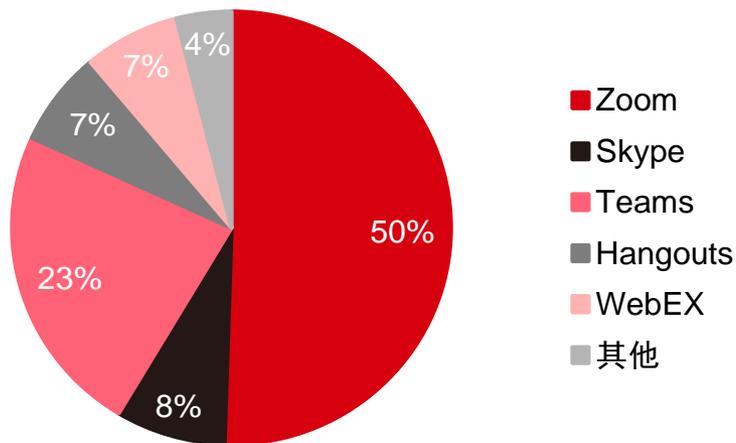
### zoom移动app全球日均下载量（万）



### Teams Meeting 单日在线会议总时长（百万分钟）

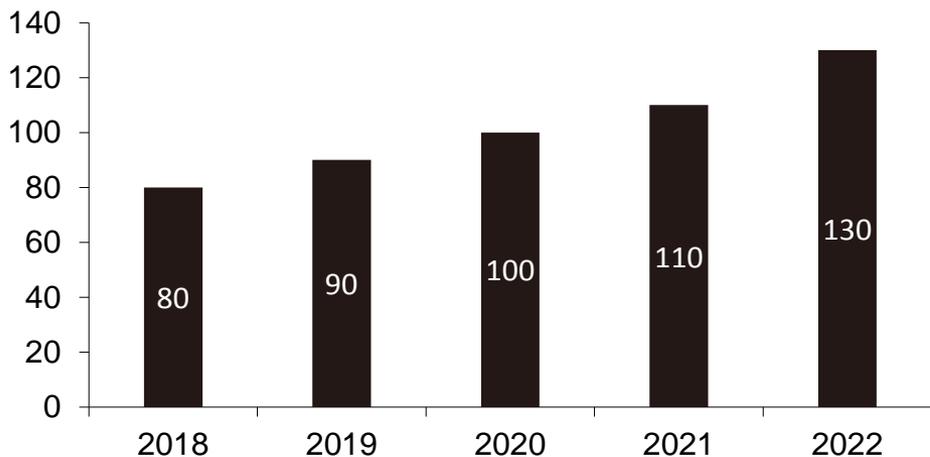


### 全球在线视频会议系统移动app日均下载量占比

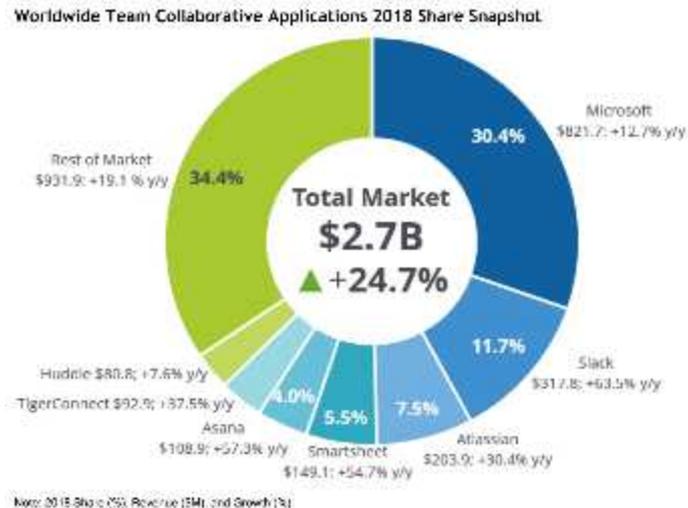


# 远程办公：科技巨头纷纷入局

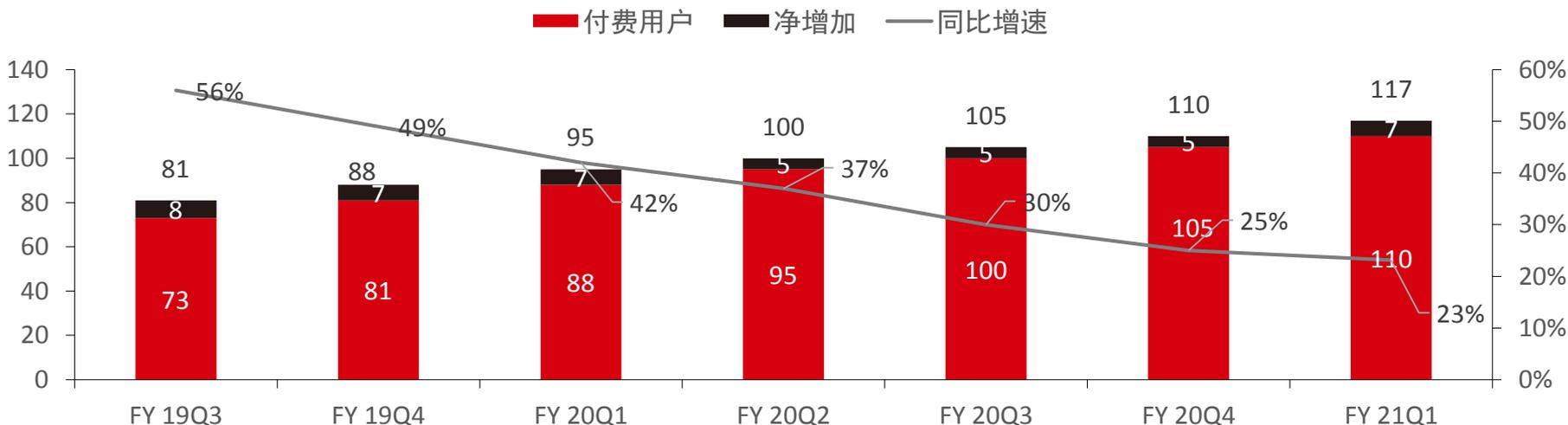
## 全球协同办公潜在市场规模（亿美元）



## 2018年全球协同办公市场份额



## Slack付费用户基数（千人）：2020年一季度付费用户增加7000人



# 远程办公：科技巨头纷纷入局

## Zoom功能



Meetings



Video Webinar



Conference Rooms



Phone System



Chat

## Google Meet功能



Stay connected



Share your screen



Host large meetings



Join from your phone



Take control



Broadcast internal events

## Microsoft Teams功能



即时通信



视频会议



电话会议



协同办公

## Messenger Rooms 移动端界面



## 飞书、钉钉、企业微信、华为云WeLink收费标准

平台	收费标准
飞书	免费版（适合小型团队），10人在线会议，10G云空间
	标准版（适合中小型团队）20元/人/月，10人在线会议，10G云空间与文档水印
	商业版（适合中大型企业）50元/人/月，25人在线会议，100G云空间
	旗舰版（适合超大型企业）200元/人/月，50/100（定制）人在线会议，无限云空间
钉钉	基础功能免费（包括审批、日志、钉邮、视频会议等功能），流量运营商另外计费
	增值服务收取相应服务费（钉盘扩容、企业群扩容、DING充值、办公电话充值等功能）
企业微信	注册使用免费
	企业人数超过200人:300元认证费用（政府免费）、300元年审费用
	公费电话功能：超过赠送额度后，以呼叫人数*通话时间计费
华为云WeLink	可免费试用一年（不超过200用户）：企业+10方会议（40分钟）+50G企业云空间
	商用套餐、增值服务收取相应费用（包括增加用户账号、企业云空间、硬终端接入资源）

资料来源：各产品官网，中信证券研究部

# 投资建议 & 风险因素

---

- **成长性：全球互联网产业持续快速发展，预计未来3-5年仍将保持近20%的增速。**从PC到移动，全球互联网产业持续快速发展。当前，全球市值最大的10家科技互联网公司加总市值已达8.3万亿美元，2019年加总收入高达10771亿美元。过去十年，美股互联网板块占科技股的市值占比从25%提升至36%，驱动科技板块占美股总市值比重从21%增长至35%。2019年，全球主要科技互联网公司保持20%以上的收入增长。全球互联网未来增长动力料将来自：1) 新兴和下沉市场将驱动用户数量持续提升：全球互联网用户已达45.4亿人（渗透率59%，2020.1），但印度、印尼等地区渗透率仍不足40%，中国下沉市场渗透率不足50%；2) 视频应用驱动全网用户时长提升：全球人均互联网日使用时长达403分钟，移动占比超过50%，视频占比持续提升；3) 5AIoT技术带来更多数字消费场景：移动互联应用将进一步拓展至更多终端设备和更多场景，如VR/AR、可穿戴设备、汽车、智能家居等设备以及视频、直播、游戏、教育、生活服务、企业服务场景，带来更多增量可能。我们预计，未来3-5年，互联网市场仍将保持近20%的复合增速。
- **行业格局：互联网科技创新阶段性放缓，头部公司和视频类公司增长较快。**当前，我们正处于两轮科技红利之间，移动互联红利逐渐减弱，5AIoT红利即将到来。在科技创新阶段性放缓的阶段，头部互联网公司凭借庞大的用户基础和流量红利，持续拓展变现领域，视频应用类公司快速成长，其他中小互联网公司相对乏力。互联网巨头凭借更强的研发实力、人才储备与现金流，有机会在更多场景实现突破和提升变现。2019年美国五大科网巨头FAAMG合计实现营收8991亿美元（+12%），调整净利润1633亿美元（+7%），研发费用1086亿美元，研发费用率高达12%。在中国市场，腾讯、阿里增速维持较快，2019年收入分别同比增长21%、51%，视频类公司如Bilibili、斗鱼、虎牙等收入分别增长64%、99%、80%，抖音驱动母公司字节跳动2019年收入达1300亿元量级，较2018年（500亿）大幅增长。其他中小互联网公司收入增长乏力。
- **场景扩展：从“Copy to China”到“Copy from China”，5G有望带来更多应用可能。**全球互联网公司主要变现模式包括：广告、订阅、佣金抽成等。2019年，全球数字广告开支3356亿美元（+14%），游戏市场规模1519亿美元（+10%），均进入平稳增长期。4G时代，中国依靠庞大的本土消费市场，在电商、在线支付、短视频、直播等领域快速增长，形成独特的中国模式，并向海外复制扩张。2020年上半年，TikTok全球下载量超6亿次，APP月内购收入超9000万美元，位居全球第一，成为中国互联网出海的成功案例。未来，5G、AI、IoT等技术综合应用，有望驱动更广泛的数字消费场景以及科网巨头的收入扩张。

- **产业互联网：**云化进程加速驱动全面数字化，2B的产业互联网将为中国科技互联网巨头提供更持久的业绩和估值增长空间。2019年全球数据量达41ZB，十年CAGR近50%。IDC预计到2025年全球数据量达175ZB，CAGR近30%。云计算、5G等数字基础设施发展，驱动属全球数字化进程。根据IDC和中国信通院数据，2019年，全球IaaS云计算市场规模约500亿美元（+38%），中国IaaS云计算市场规模约670亿元（+53%）；上述机构预计2020年全球、中国IaaS云计算收入规模将分别达到650亿美元（+26%）、950亿元（+42%）。在2C的互联网商业模式持续拓展的同时，2B端产业互联网的机遇不容小觑。COVID-19疫情加速传统企业的云化进程，协同办公、视频会议等SaaS应用需求快速增长。当前全球软件行业SaaS云化收入比重仅为22%。综合考虑偏低的行业渗透率、更多企业的数字化转型需求、新科技周期驱动等因素，我们预计，未来3年全球SaaS市场复合增速将超20%，中国市场增速高于全球。未来，大型企业将超越中小型企业，成为数字化转型和企业云化的主力，在SaaS云计算、工业互联网、产业互联网等纵深领域，带来更多投资机遇。在中国市场上，由于传统软件和2B服务企业相对偏弱，快速成长的互联网巨头有望在云计算和2B的产业互联网领域有更多斩获。我们看到，阿里钉钉、字节跳动飞书、腾讯企业微信、腾讯会议等应用快速成长，2B市场将为中国的互联网巨头带来更持久的业绩和估值成长空间。
- **风险因素：**疫情导致全球经济持续低迷的风险；中小企业受疫情影响，IT开支、广告支出持续不及预期的风险；互联网巨头新业务扩展导致利润率承压的风险；5G、AI等技术变迁导致原有科网巨头错过新商业模式的风险等。
- **投资建议：**全球互联网逐渐进入存量竞争阶段，未来的增长料将主要来自：1) 新兴及下沉市场带来的用户增长，2) 视频、直播等新业态带来的用户市场提升和变现，3) 5AIoT技术发展带来新的应用场景，4) 产业互联网在2B端的场景和市场拓展。美国和中国互联网领跑全球，中国互联网巨头具有更多机遇，在2C的商业模式创新，以及2B的场景竞争领域享有优势。我们持续推荐平台类互联网公司，关注其向云化、AI和2B领域的拓展和创新。建议重点关注：美股的亚马逊、Facebook、谷歌、奈飞等公司以及腾讯、阿里巴巴、美团、拼多多、小米、京东、Bilibili、百度等中国互联网公司。此外，在一级市场上，我们提示字节跳动、快手等公司的机会。

# 重点公司估值表1

代码	简称	市值	PS		PE (non-GAAP)				PB	PEG	
			2019	2020E	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2019
AAPL.O	苹果公司	15,782	6	6	27	29	29	26	24	20.1	5.4
MSFT.O	Microsoft*	15,642	12	11	94	40	39	33	29	13.7	3.6
AMZN.O	Amzon*	14,416	5	4	143	124	140	52	38	22.1	2.5
GOOGL.O	Alphabet	10,034	6	5	33	29	26	23	20	4.9	2.1
FB.O	Facebook*	6,650	9	9	30	36	30	24	20	6.3	1.6
NFLX.O	Netflix	2,097	10	9	173	112	76	54	39	24.9	2.7
SE.N	SEA	545	25	13	NA	NA	NA	NA	NA	56.3	NA
UBER.N	优步	532	4	4	NA	NA	NA	NA	NA	4.3	NA
SPOT.N	SPOTIFY	500	7	6	NA	NA	NA	NA	343	22.6	NA
SNAP.N	SNAP	336	20	16	NA	NA	NA	243	58	15.8	NA
TWTR.N	Twitter	242	7	7	36	13	77	43	34	2.8	NA

# 重点公司估值表2

代码	简称	市值	PS		PE (non-GAAP)					PB	PEG
			2019	2020E	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2019
0700.HK	腾讯*	6,465	12	10	59	48	39	32	27	8.9	2.3
BABA.N	阿里巴巴*	5,999	8	6	45	32	26	21	17	4.8	1.4
3690.HK	美团*	1,448	11	9	NA	335	283	55	35	11.2	3.0
PDD.O	拼多多*	1,114	26	16	NA	NA	NA	NA	NA	36.3	NA
JD.O	京东*	949	1	1	194	62	49	33	25	6.5	1.8
NTES.O	网易*	596	7	6	49	20	26	22	20	5.7	-16.9
BIDU.O	百度	425	3	3	13	17	20	15	12	1.8	1.3
1810.HK	小米*	443	2	1	37	27	23	19	16	3.7	1.4
TME.N	腾讯音乐*	237	7	6	40	34	34	26	21	3.8	2.0
IQ.O	爱奇艺	175	4	4	NA	NA	NA	NA	NA	16.8	NA
BILI.O	哔哩哔哩*	158	16	10	NA	NA	NA	NA	NA	15.3	NA
WB.O	微博	76	4	4	12	12	13	11	NA	3.3	NA
YY.O	欢聚	70	2	2	15	22	22	15	11	1.2	0.9
HUYA.N	虎牙直播	43	4	3	78	40	25	17	14	3.3	0.9
DOYU.O	斗鱼	38	4	3	NA	77	25	18	14	3.8	1.0
SINA.O	新浪	24	1	1	11	10	15	11	10	0.6	3.8

# 重点公司介绍

---

1. Facebook(FB.O): 社交巨头, 拓展多元化变现模式
2. Amazon(AMZN.O): 线上消费龙头, 从电商到云和AI
3. Alphabet(GOOG.L): 搜索为根, 探索更多数字应用
4. Microsoft(MSFT.O): 云时代王者归来的巨头
5. Apple(AAPL.O): 智能手机巨头, 探索数字消费边界
6. Netflix(NFLX.O): 流媒体龙头, 凭借自制内容突围
7. Twitter(TWTR.O): 北美社交媒体龙头, 增长承压
8. Snap(SNAP.N): 年轻人喜爱的阅后即焚式社交媒体
9. Spotify(SPOT.N): 音乐流媒体龙头
10. Uber(UBER.N): 立足网约车, 拓展O2O业务
11. SEA(SE.N): 东南亚数字消费龙头

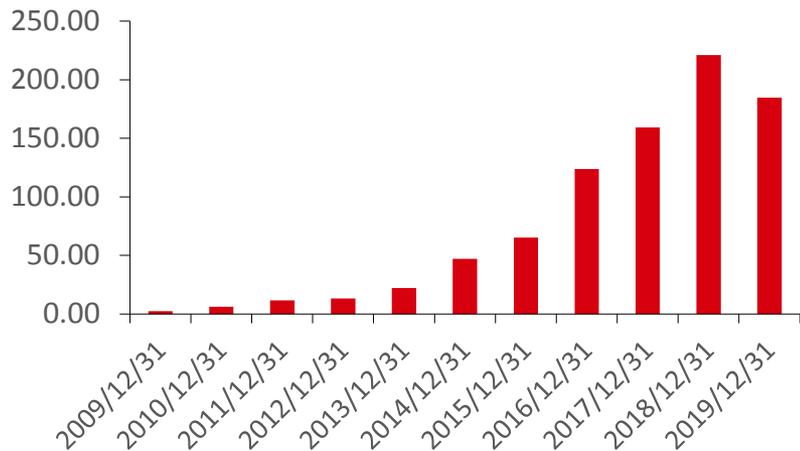
1. 腾讯 (00700.HK)：游戏业务超预期，2B业务高成长
2. 阿里巴巴 (BABA.N, 09988.HK)：立足电商、新零售，2B业务打开成长空间
3. 百度 (BIDU.O)：中国搜索与自动驾驶龙头
4. 京东 (JD.O)：电商业务向纵深方向演进
5. 美团点评 (03690.HK)：生活服务超级平台
6. 小米集团 (01810.HK)：手机业务触底回升，物联网值得期待
7. 网易 (NTES.O)：国内领先的游戏娱乐与邮箱龙头
8. 拼多多 (PDD.O)：社交电商龙头，潜力值得期待
9. 哔哩哔哩 (BILI.O)：年轻人潮流文化社区，渐红出圈
10. 微博 (WB.O)：曾经的社交媒体龙头，增长乏力
11. 爱奇艺 (IQ.O)：中国在线视频领域龙头
12. 欢聚时代 (YY.O)：直播平台，工会模式领先
13. 虎牙直播 (HUYA.N)：游戏直播平台
14. 新浪 (SINA.O)：门户网站，昔日王者
15. 腾讯音乐集团 (TME.N)：音乐流媒体平台，付费模式驱动增长
16. 斗鱼 (DOYU.O)：娱乐直播平台
17. 字节跳动：从“头条”到“抖音”，AI驱动高成长独角兽
18. 快手：快速增长的短视频、直播平台

## Facebook营业收入（亿美元）



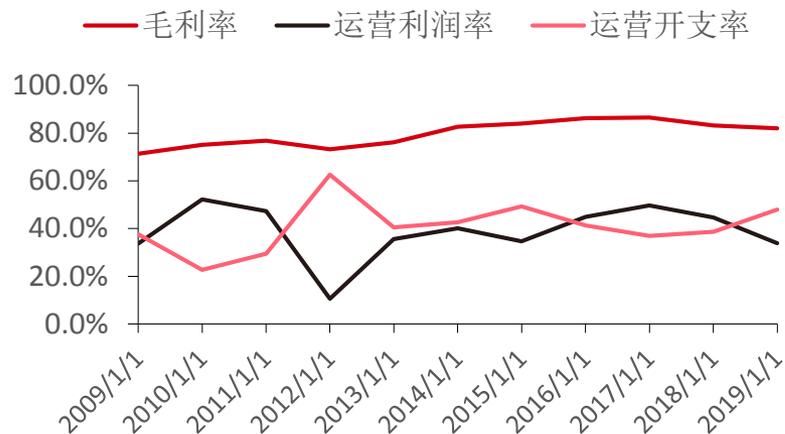
资料来源：Facebook财报，中信证券研究部

## Facebook净利润（亿美元）



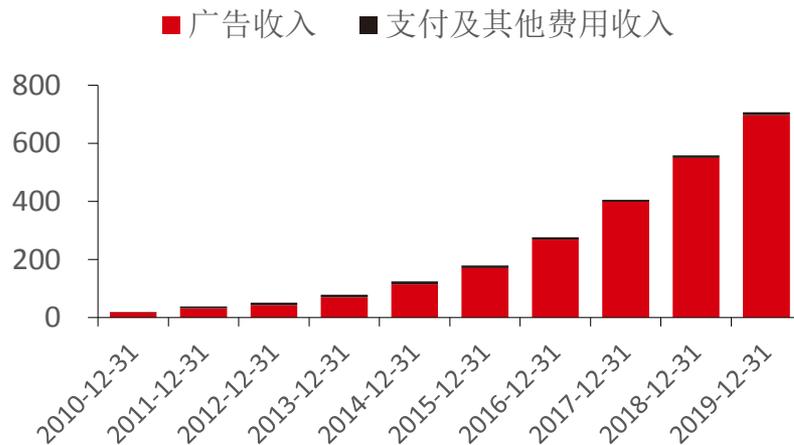
资料来源：Facebook财报，中信证券研究部

## Facebook利润率与费用率



资料来源：Facebook财报，中信证券研究部

## Facebook收入拆分（亿美元）



资料来源：Facebook财报，中信证券研究部

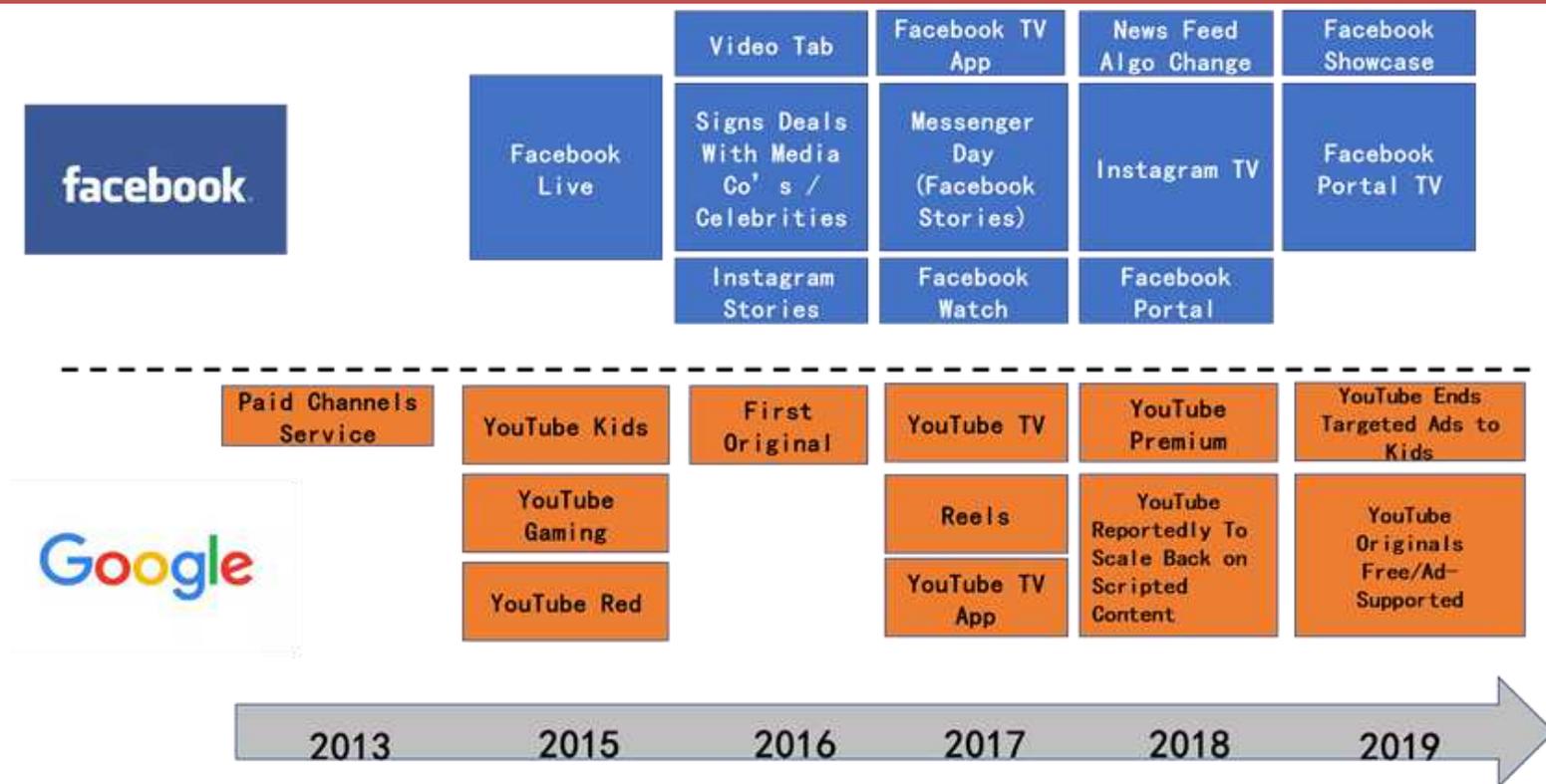
# Facebook(FB.O)：拓展多元变现模式



# Facebook(FB.O): 视频内容: IGTV+Watch+直播

- Facebook watch目前已有7.2亿的月活，1.4亿人每天花费26分钟观看

## Facebook与谷歌在视频流的竞争



Facebook来源: 公司财报, 中信证券研究部

## Instagram stories商业化进展



## Instagram stories广告样式



### Instagram Stories

Immerse people in a beautiful full screen experience in stories on Instagram.  
Tip! Leave a 34" border around your creative to make sure nothing is covered by the @handle and the Sponsored label. [Learn more.](#)

查看示例

创建样式

# Facebook(FB.O): 电商&支付即将商业化

产品	2019Q4最新商业化表述
WhatsApp支付	2018年已在印度进行超过100万人的测试，预计在其他国家陆续推出，在2020的6-7月会有进展
Instagram Checkout	2019年一季度进行了小范围内测，正在慢慢提升体验，美国有数百家企业试用checkout功能，正在缓慢增长
Facebook pay	从C2C销售到B2C销售，从使用当地国家的支付系统逐步切换到自己的系统

## Facebook关于marketplace的表述

Facebook Marketplace	类别	日期/演讲者	Facebook Marketplace	类别	日期/演讲者
在10月份我们推出了Marketplace来帮助人们在他们的团体中发现、购买以及出售产品。 <b>Marketplace</b> 一经推出就有 <b>数百万用户立即在Facebook上购买或出售商品。</b>	规模	1Q16 (CEO)	我们关注的核心仍然是 <b>广告客户</b> ，以及如何在产品层面做广告。	战略	1Q16 (CEO)
我们在 <b>加拿大以及欧洲的17个国家</b> 推出了Marketplace。如今已有 <b>5.5亿用户</b> 使用Marketplace以及Facebook上为交易而成立的 <b>买卖群组</b> 来连接他人。	规模	3Q17 (CEO)	在Marketplace上，我们继续反复做 <b>广告测试</b> ，我们对现在的成果很满意。	战略	4Q17 (CEO)
目前有 <b>7亿用户</b> 每月会来Facebook上购买或出售产品，我们已在 <b>30个国家</b> 上线了Marketplace，包括上季度我们上线的11个国家。	规模	4Q17 (CEO)	总体而言，我们的战略是以 <b>成本价</b> 提供这些服务，从而达到让商家值得在这一系统上投放广告的交易，我们认为，这是开展此项业务最有效的方式。	战略	1Q18 (CEO)
目前Marketplace已有 <b>超过8亿的用户</b> 。在第三季度，我们将广告客户扩展到了 <b>70个市场</b> 。	规模	3Q18 (CEO)	在第四季度，我们致力于让 <b>广告与用户寻找的商品更加相关</b> 。例如，有人正在Marketplace上浏览家具，我们将推送给他们与家具有关的广告。	战略	4Q18 (CEO)
<b>数亿用户</b> 正在使用Facebook上的Marketplace，特别是在一些将WhatsApp作为首选聊天软件的国家	规模	4Q18 (CEO)	我们也为那些从事电子商务的人们 <b>创造广告机会</b> ，他们可以到Marketplace上售卖	战略	2019/2/28 竞争者大会 (CFO)
在Marketplace上，每天买家和卖家之间会发生 <b>数百万次互动</b>	规模	1Q19 (CEO)	为了促进我们在Instagram上的购物以及Facebook Marketplace，我们的商业模式使对广告而不是上架物品收费。	战略	2Q19 (CEO)
每天买家和卖家之间发生 <b>数百万次互动</b> ，并且有 <b>几乎100个领域</b> 的广告客户有机会接触到用户	规模	3Q19 (CEO)	我们提供的付款途径要尽可能负担得起，从而提高用户体验和交易量。当然，随着总体市场的价值越来越大， <b>我们广告费用也会上升</b>	战略	2Q19 (CEO)

# Facebook(FB.O): 社交软件进军视频会议

- 2020年5月15日，Facebook正式发布Messenger Rooms视频会议聊天工具，满足用户实时视频通话需求
- 全球新冠肺炎疫情期间，Messenger与WhatsApp通话量增长一倍翻倍，群组通话较3月增长10倍，直播用户超8亿，Facebook和Instagram直播观看量大幅增加

Messenger Rooms PC端界面



Messenger Rooms 移动端界面



# Facebook(FB.O): 帮助中小企业加快线上转型

- 2020年5月，Facebook正式推出Shops功能，允许商家在Facebook和Instagram上建立网店，以缓解新冠肺炎疫情对中小企业造成的影响

## Shops Facebook界面

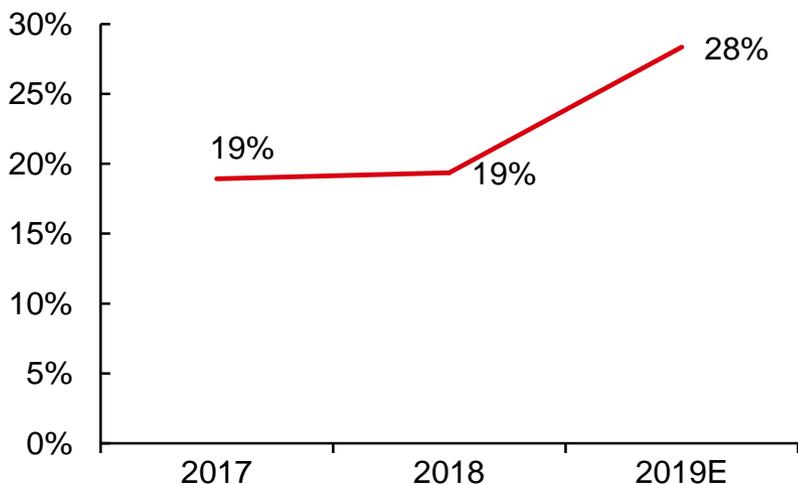


## Shops Instagram界面



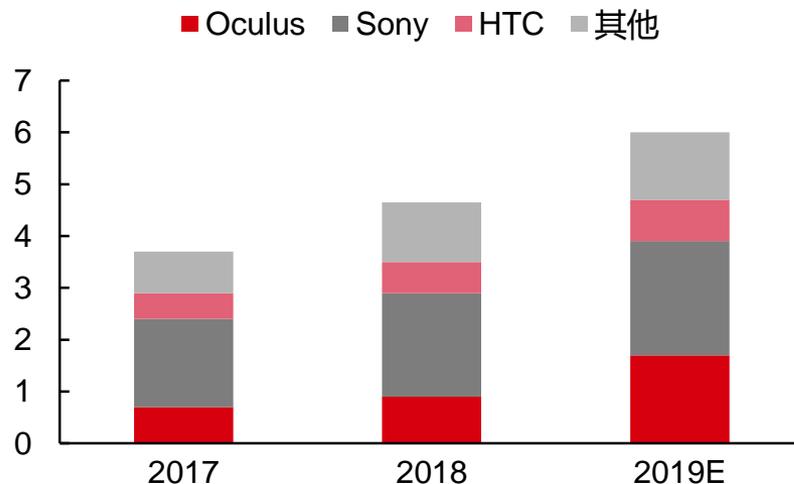
- AR/VR已成为Facebook未来五年重要战略方向。Facebook在2014年收购了Oculus，并围绕硬件开展多项内容服务，其AR/VR的生态链已见雏形。
- AR/VR设备主要玩家集中在索尼、HTC、Oculus等头部公司，Oculus占据全球20%的市场份额，未来依托强大用户优势占有率有望进一步提升。

### Oculus市占率稳步提升



资料来源：拓璞产业研究院（含预测），中信证券研究部

### 主流VR厂商设备出货量（百万台）

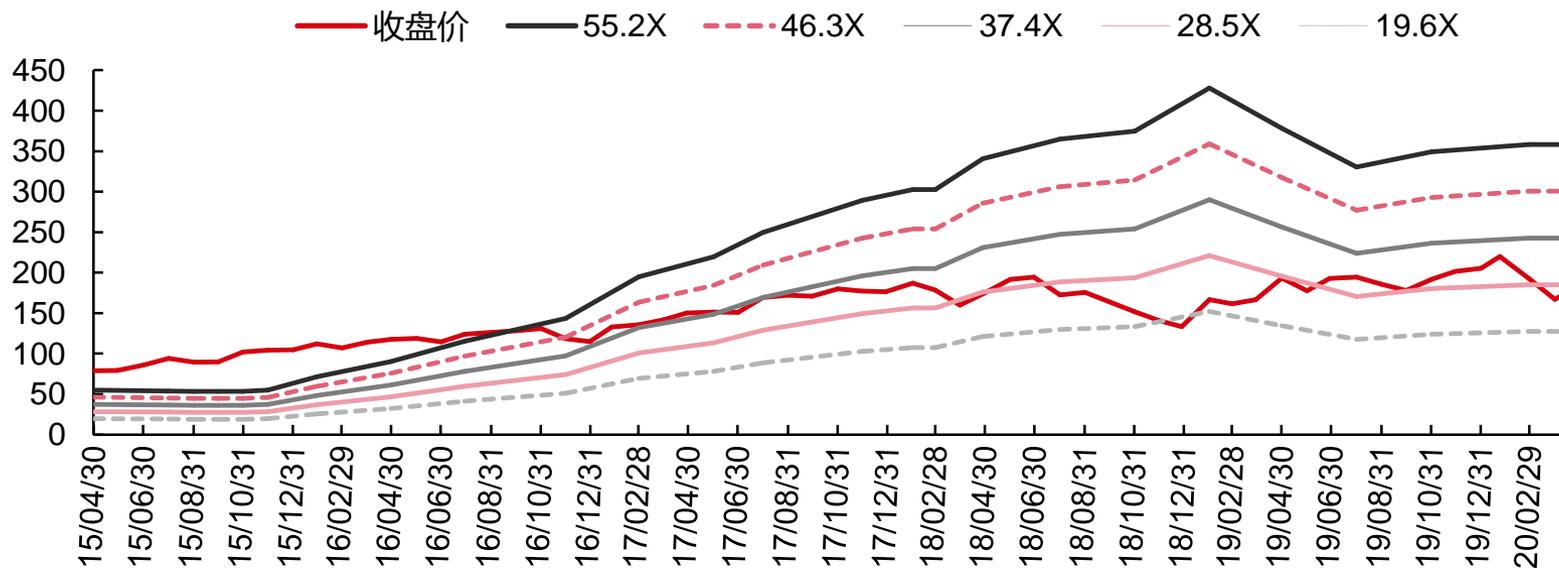


资料来源：拓璞产业研究院（含预测），中信证券研究部

# Facebook(FB.O): 盈利预测

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	55,838	70,697	72,586	93,293	113,039
营业收入增长率YoY	37%	27%	3%	29%	21%
GAAP净利润(百万元)	22,111	18,485	22,027	27,997	33,617
净利润增长率YoY	39%	-16%	19%	27%	20%
PE (GAAP)	30	36	30	24	20

### Facebook历史PE Band (TTM, 前复权)

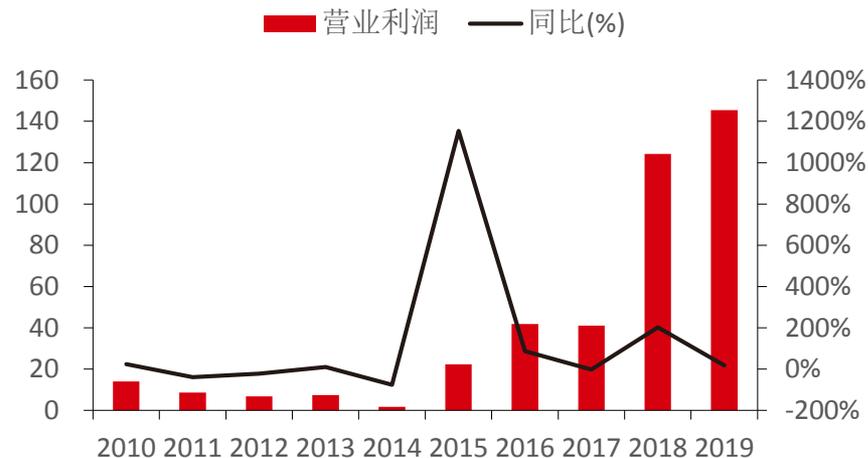


# 亚马逊(AMZN.O)：公司财务概要

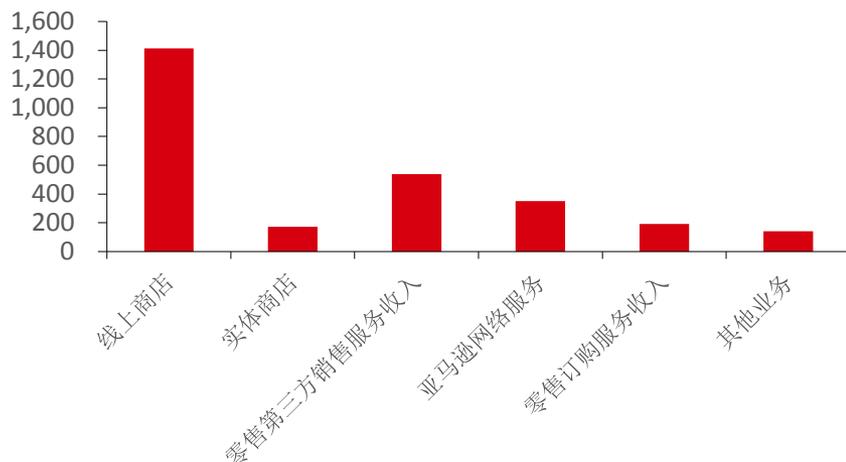
## 亚马逊营业收入及增速（亿美元）



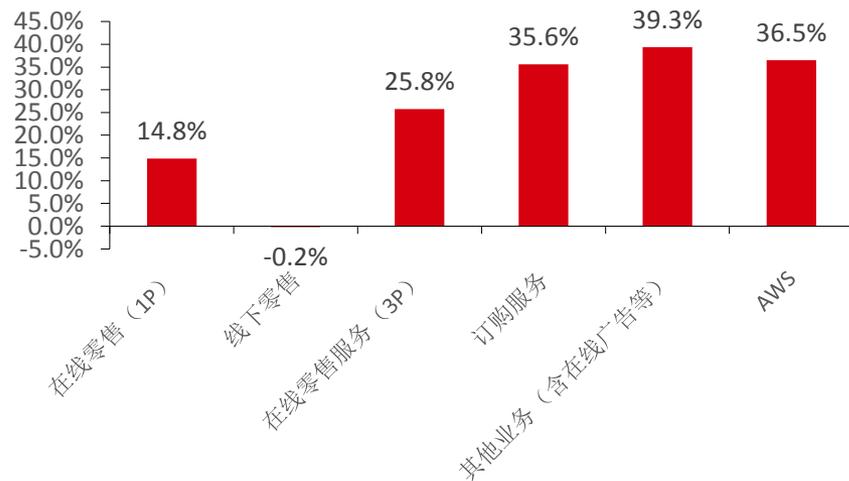
## 亚马逊营业利润及增速（亿美元）



## 亚马逊分业务收入（亿美元）



## 亚马逊分业务收入增速



# 亚马逊(AMZN.O)：从电商到AI+云+新零售、智能物联网



线上业务

线下业务

流媒体服务



云计算服务



电子商务



会员订阅服务



支付

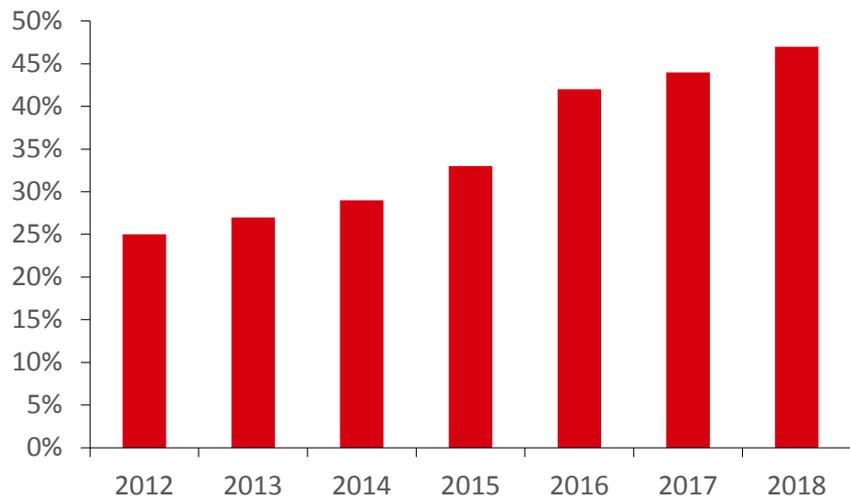
物流



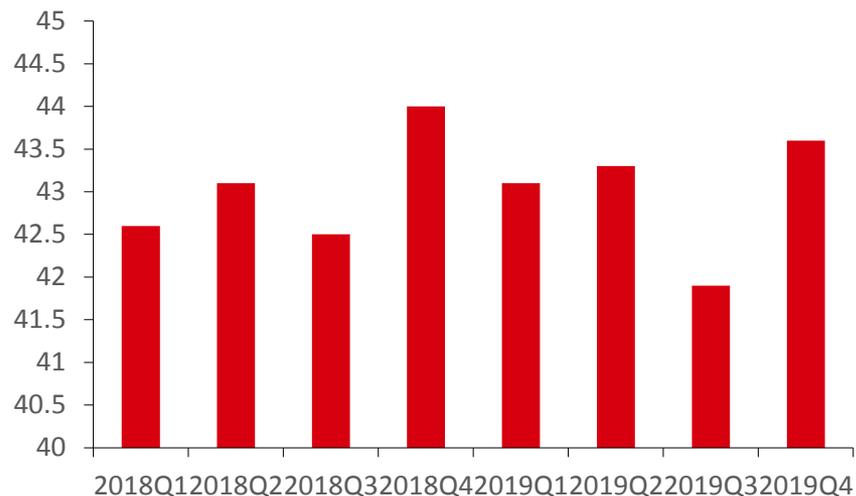
实体零售服务

# 亚马逊(AMZN.O)：零售业务业绩概要

## 亚马逊在美国电商市场份额占比

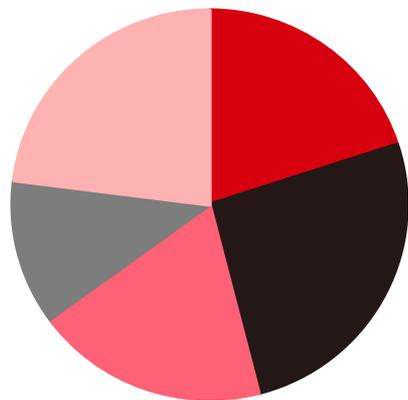


## 亚马逊线下零售业务收入（亿美元）



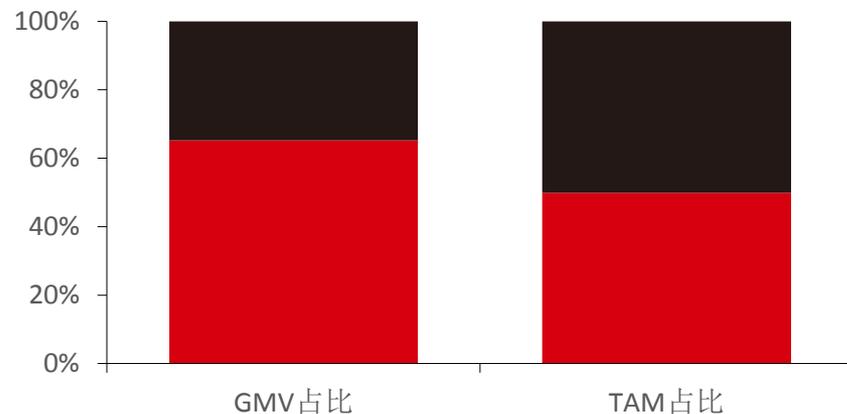
## 亚马逊电商平台GMV品类结构（2019）

■ 必选消费 ■ 消费电子 ■ 家具用品 ■ 服装、首饰等 ■ 其他



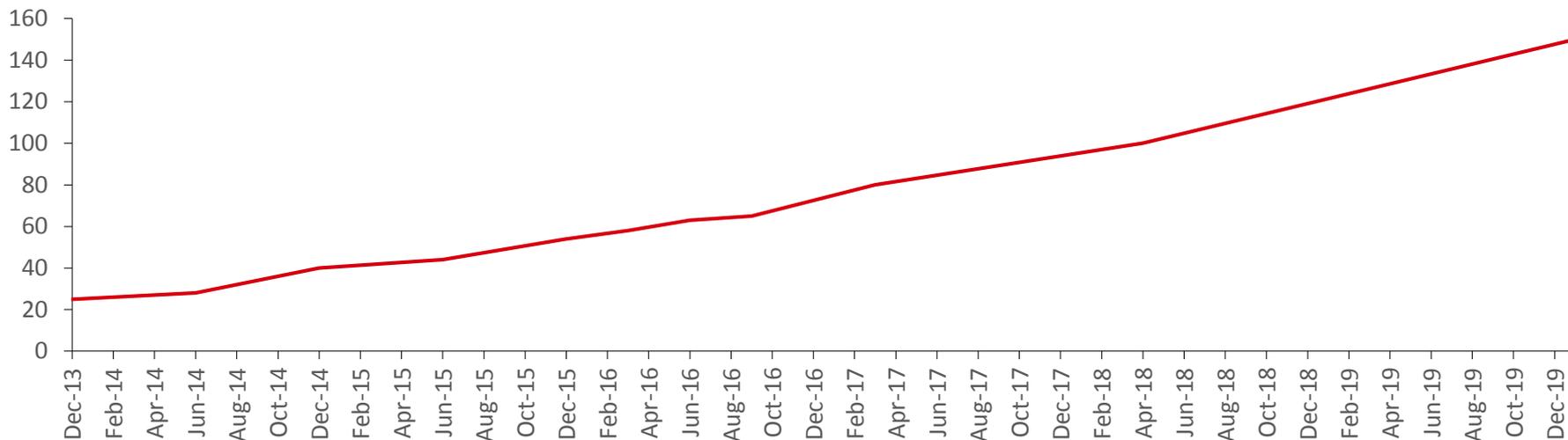
## 亚马逊电商平台分地区结构（2019）

■ 北美 ■ 其他地区

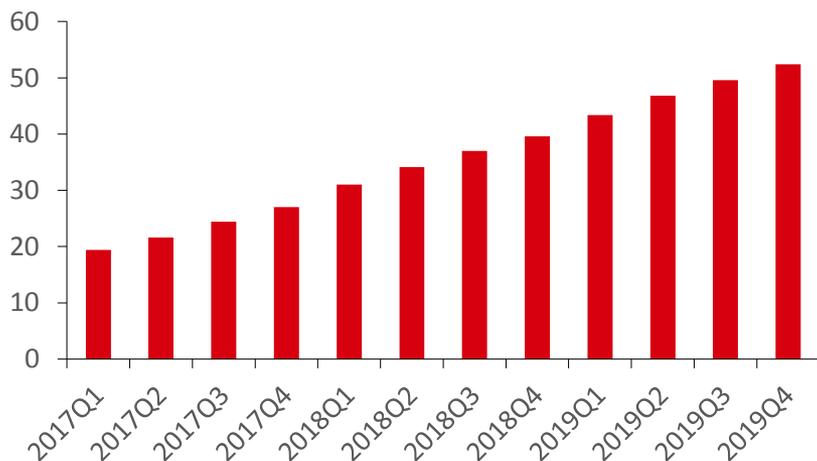


# 亚马逊(AMZN.O)：会员订阅服务

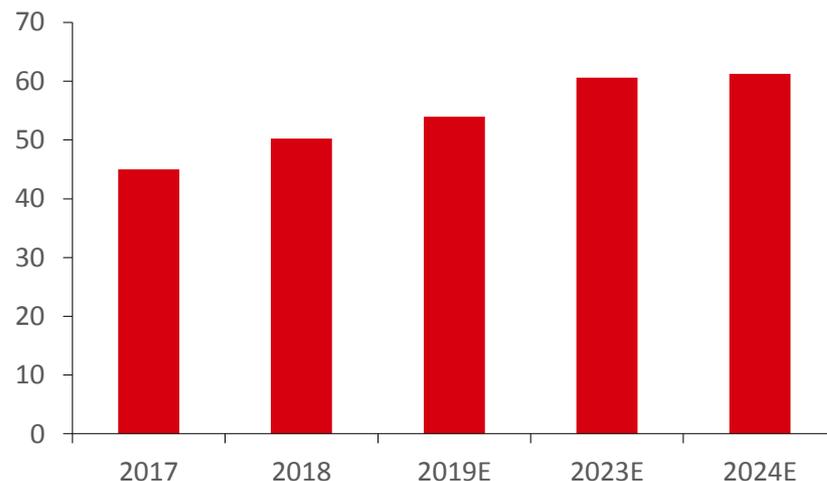
## Prime会员数量（百万人）



## Prime会员订阅收入（亿美元）

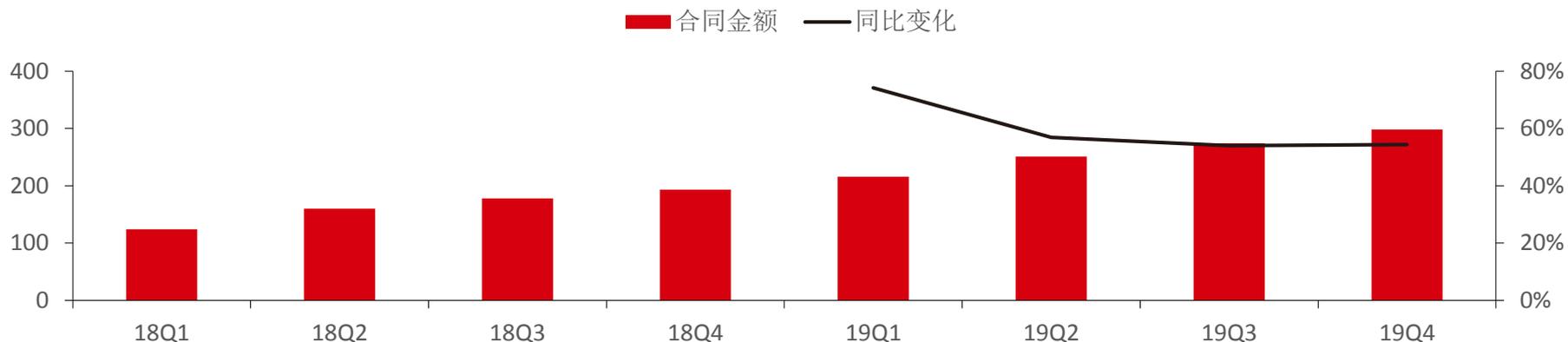


## Prime会员订阅收入（亿美元）

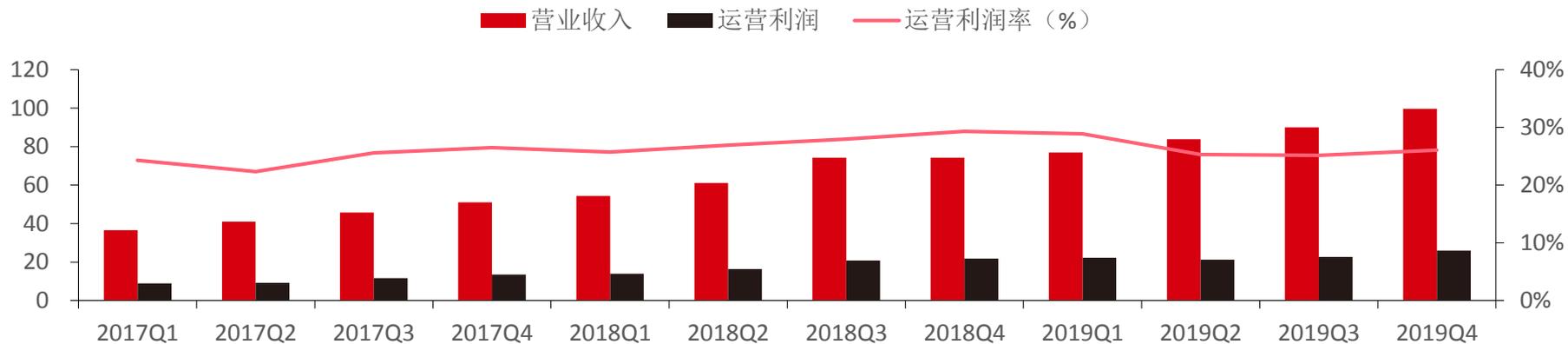


# 亚马逊(AMZN.O)：云计算长期成长性、运营利润率

## AWS在手合同金额（亿美元）



## 亚马逊云业务运营利润（亿美元）及服务器折旧年限、运营利润相关性测算



亚马逊服务器账面价值(亿美元)	折旧年限	年折旧额 (亿美元)	AWS使用占比	服务器折旧/AWS收入比重
276	3	92	50%	26%
276	4	69	50%	20%

# 亚马逊(AMZN.O)：AWS 提升算力，强化混合云

- **转型与创新**：与2017年、2018年分别推出SageMaker、QLDB重新开辟云服务领域不同，2019年AWS re: Invent对发布的产品与服务进行转型与创新，主要方向是：向企业数字化转型
- 未来云计算应用将加速落地

## AWS向企业数字化转型，未来云计算应用将加速落地



## AWS向企业数字化转型的具体方向

计算

依靠Graviton 2.0等提高算力，布局ARM、5G等市场

机器学习

更新6款应用，发布4款新功能

量子技术

三大措施进军量子计算领域

按照应用划分，2019年AWS的计算与服务主要体现在以下十大创新细节中

计算

机器学习

量子技术

数据分析

数据库

管理与监督

联网与内容分发

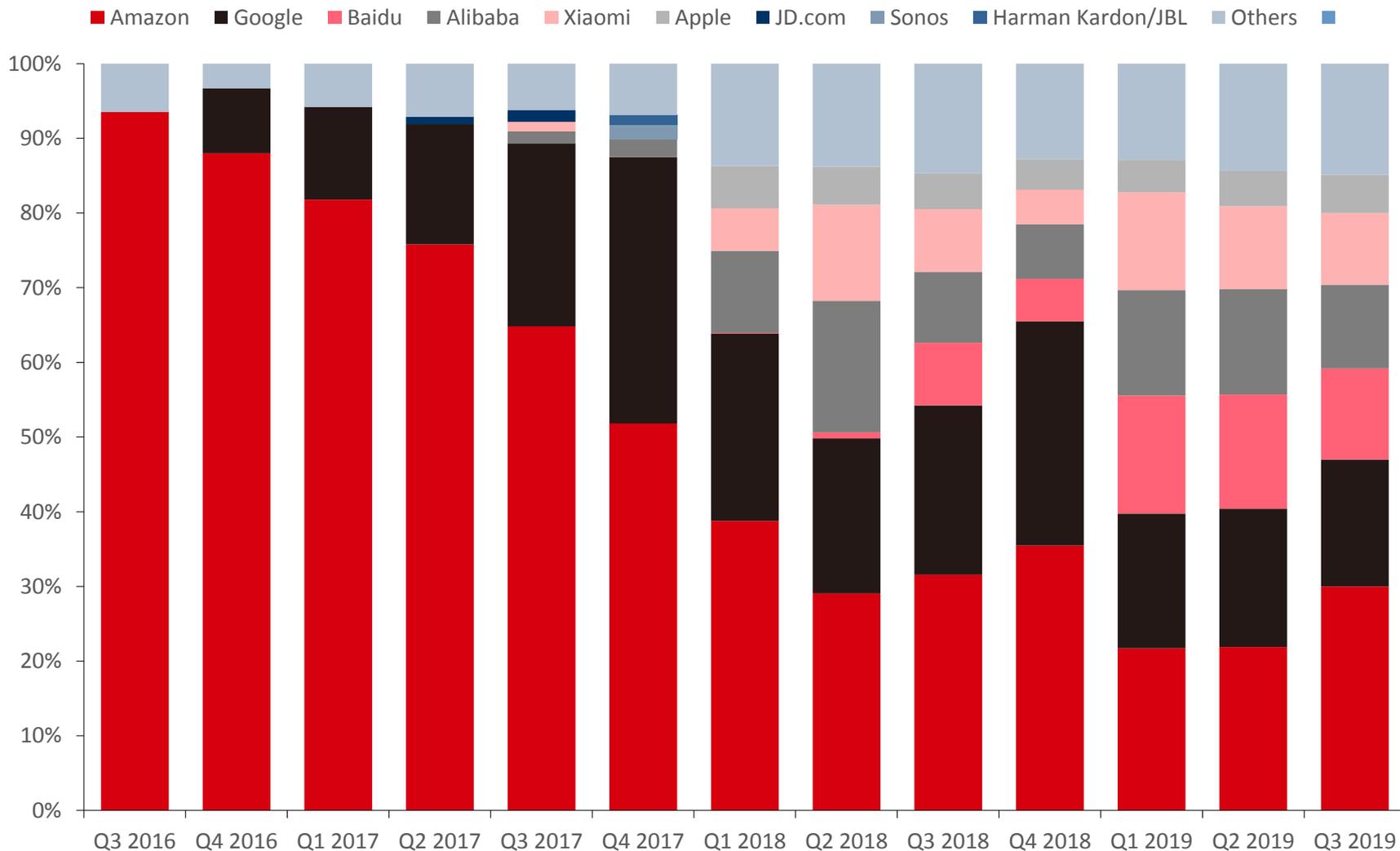
存储

客户支持

安全性、身份与合规性

# 亚马逊(AMZN.O)：创新业务：智能音箱市场

## 全球智能音箱市场销量份额

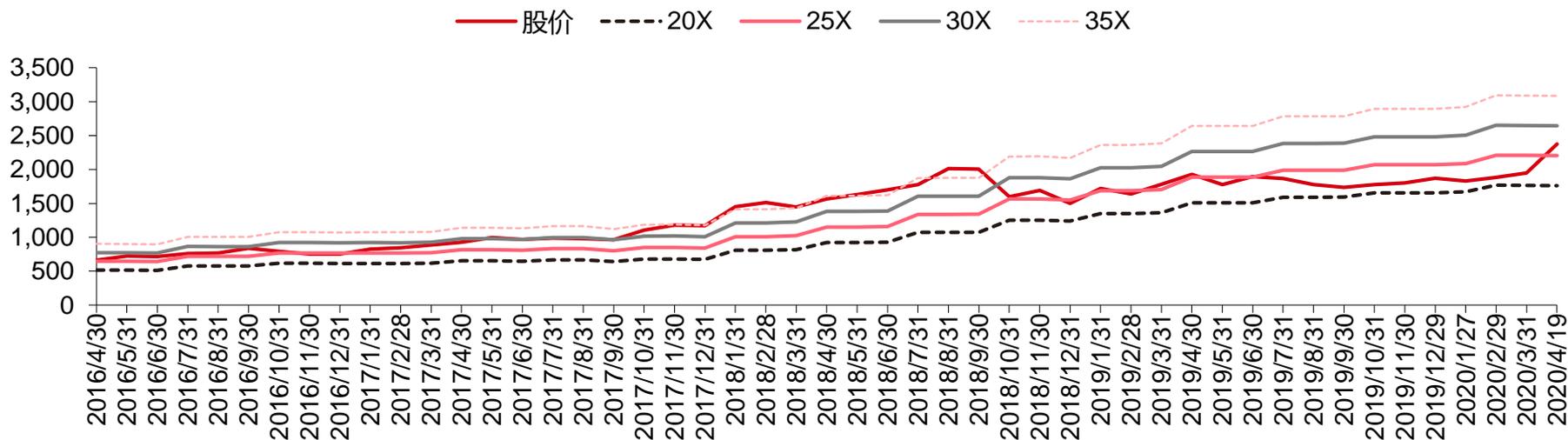


# 亚马逊(AMZN.O)：财务预测

## 亚马逊盈利预测（百万美元）

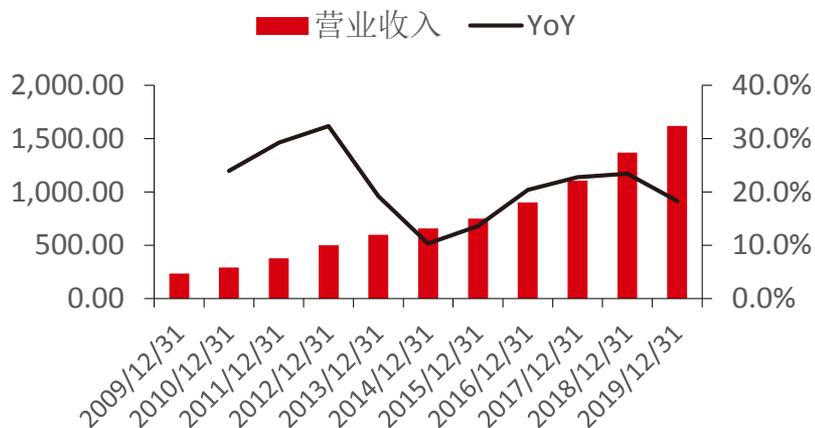
项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	232,887	280,522	330,569	406,660	472,018
增长率YoY	31%	20%	18%	23%	16%
EBITDA（调整后）	32,997	43,397	48,769	66,452	83,040
净利润（GAAP）	10,073	11,588	17,473	27,823	38,501
增长率YoY	232%	15%	51%	59%	38%
PE（GAAP）	143	124	140	52	38

## 亚马逊EV/EBITDA BAND



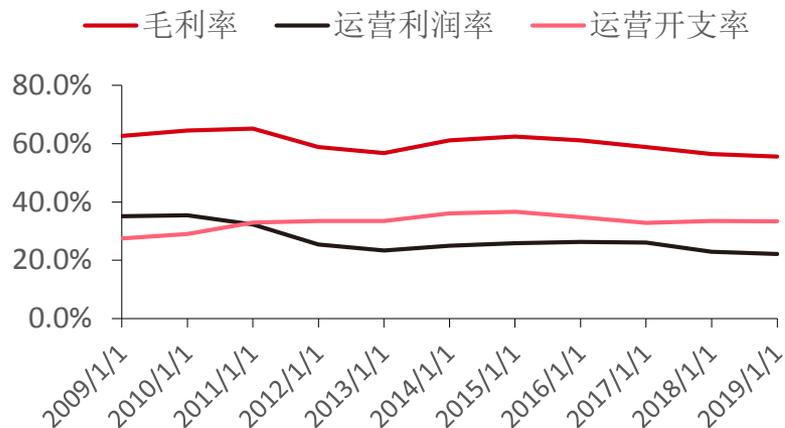
# 谷歌(GOOG.LO): 财务数据概览

## 谷歌收入（亿美元）



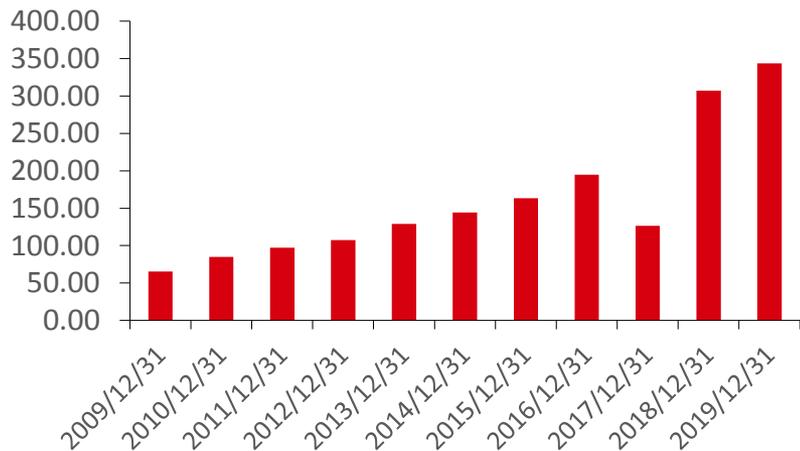
资料来源：谷歌财报，中信证券研究部

## 谷歌利润与费用率（亿美元）



资料来源：谷歌财报，中信证券研究部

## 谷歌净利润（亿美元）



资料来源：谷歌财报，中信证券研究部

## 谷歌收入结构（亿美元）

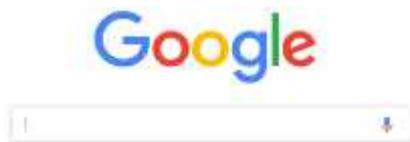


资料来源：谷歌财报，中信证券研究部

# 谷歌(GOOG.LO): 从搜索向更广的前沿科技探索

## 营收结构拆分 (2019Q4)

■ 搜索 ■ YouTube广告 ■ 其他网站 ■ 谷歌云 ■ 硬件与YouTube订阅 ■ Other Bets ■ 对冲收入



搜索 (全球第一)、展示广告 (全球第一)

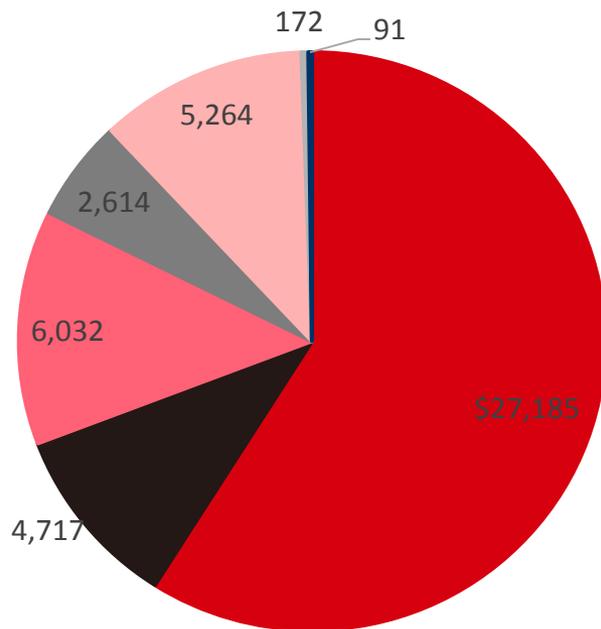


月活20亿, 广告收入150亿美元  
提供音乐、视频订阅



Google Cloud

IaaS、PaaS等基础服务, 提供G  
suit等办公SaaS  
年收入89亿美元, 位居全球前五



手机、智能音箱、路由器等硬件;  
安卓系统收入累计超800亿美元



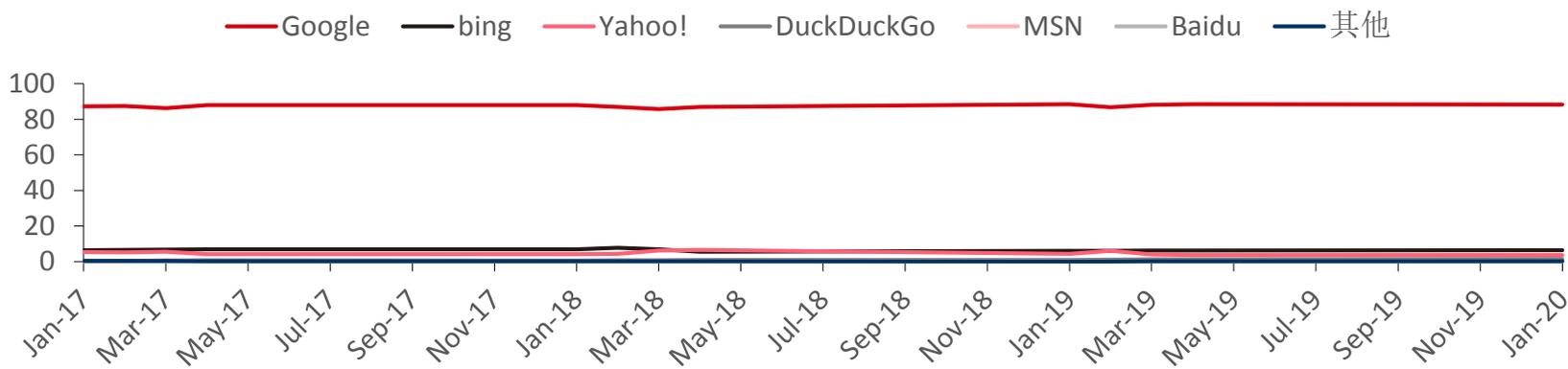
Other bets: 自动驾驶为代表的新兴  
前沿技术, 全年收入接近10亿美元



百度单季度:  
广告营收200+亿元  
视频会员75+亿元  
云及智能硬件80+亿量级

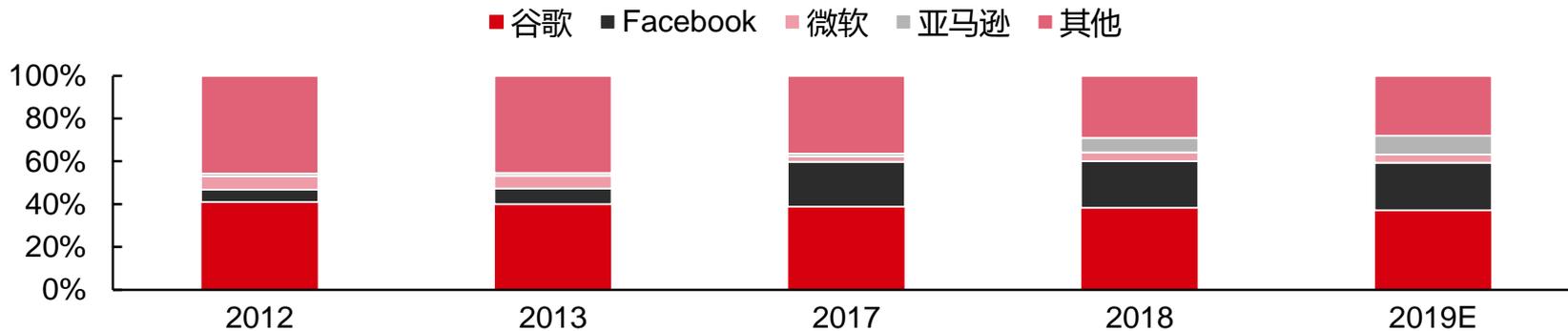
# 谷歌(GOOG.LO): 稳居搜索、广告第一

## 全球搜索引擎市场份额



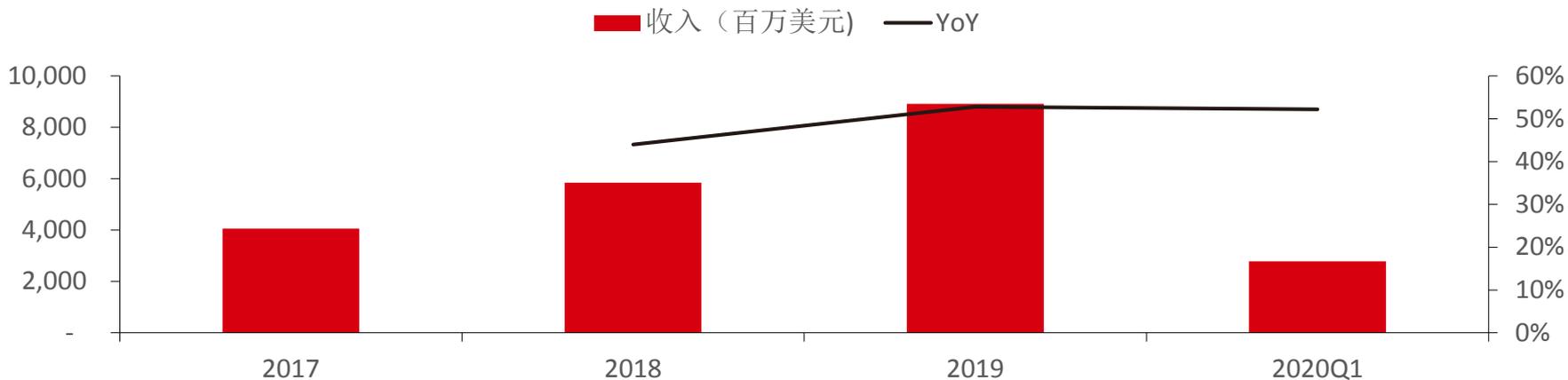
资料来源: statcounter, 中信证券研究部

## 全球数字广告市场份额 (按收入)



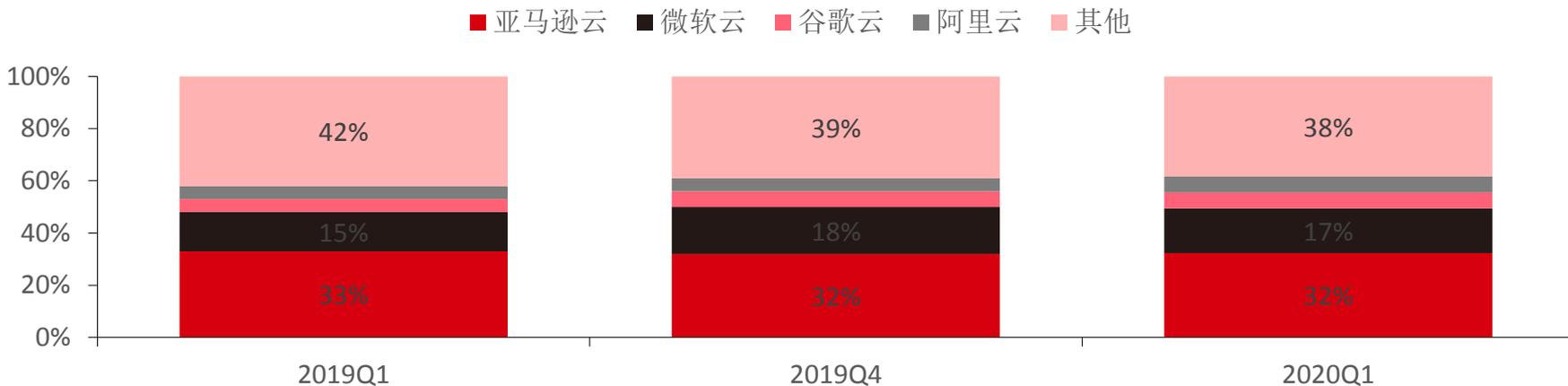
资料来源: eMarketer (含预测), 中信证券研究部

## 谷歌云收入



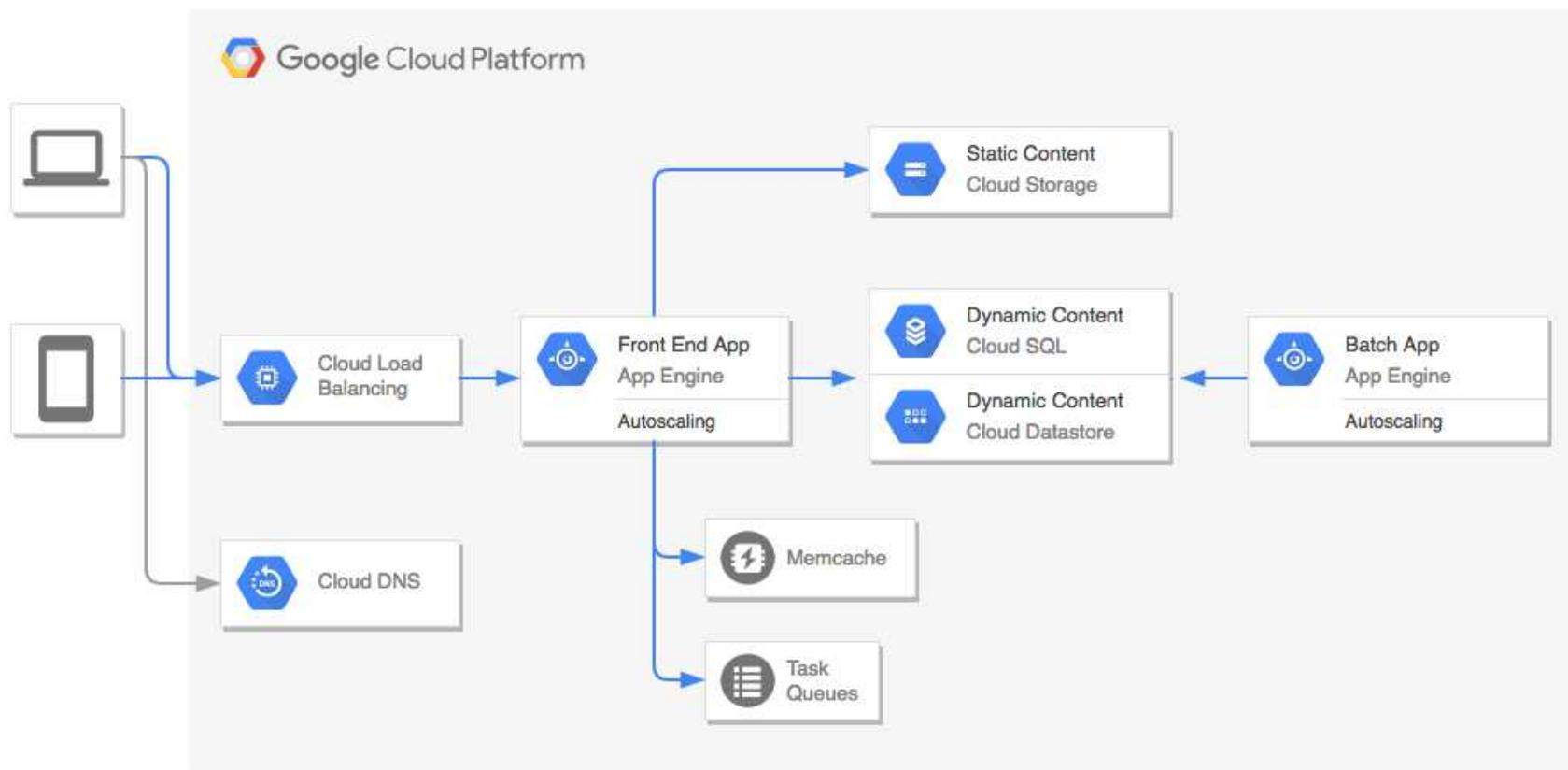
资料来源: 谷歌财报, 中信证券研究部

## 云计算市占率



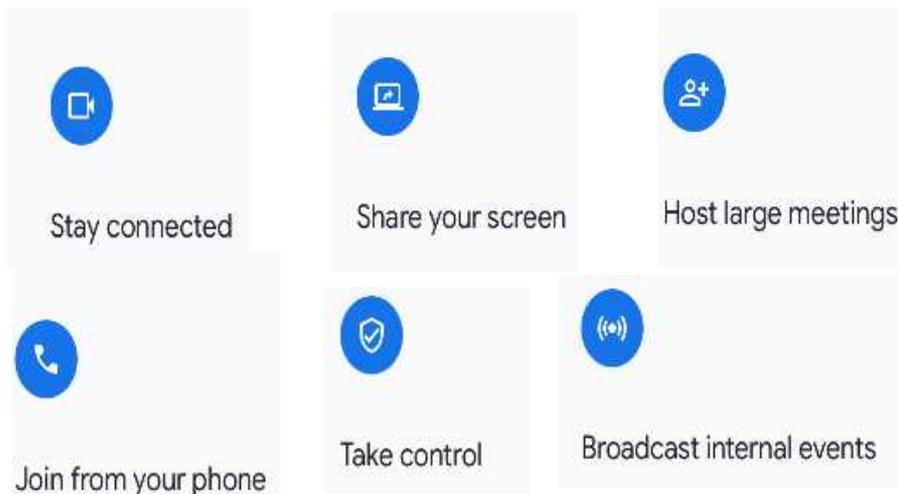
资料来源: canalis, 中信证券研究部

## 谷歌云平台架构



- 2020年5月，Google宣布Google Meet线上视频会议平台的G Suite Essentials付费版本将对所有用户免费开放至2020年9月30日，免费版本的会议限制时长也暂时调整为24小时；10月1日起G Suite Essentials将恢复为每月\$10，免费版本的会议限制时长恢复为1小时
- Google Meet免费版可容纳100人同时参与会议，付费版可容纳250人同时参与会议；支持会议录制、实时字幕、屏幕分享、文件分享及自适应调节网络带宽

## Google Meet功能



## Google Meet收费模式

版本	付费与功能
Free	免费，限时24小时（10月1日起恢复为1小时），最多100名参会者，不限制会议次数，附带15GB Google Drive储存空间
G Suite Essentials	目前免费（10月1日起USD\$10/month），限时300小时，最多150名参会者，不限制会议次数，可同时接通美国/国际电话，附带100GB Google Drive储存空间
G Suite Enterprise Essentials	根据企业规模收费，限时300小时，最多250名参会者，不限制会议次数，可同时接通美国/国际电话，会议录像可储存到Google Drive，附带1TB Google Drive储存空间

- 2018年12月，Waymo开始在亚利桑那州凤凰城推出自动驾驶出租车服务Waymo One，开启全球首例自动驾驶商业化运营，已接送乘客超过10万人次，目前每个月稳定在1500名用户
- Waymo已成为谷歌other bets最为成功的商业化技术之一

waymo无人驾驶

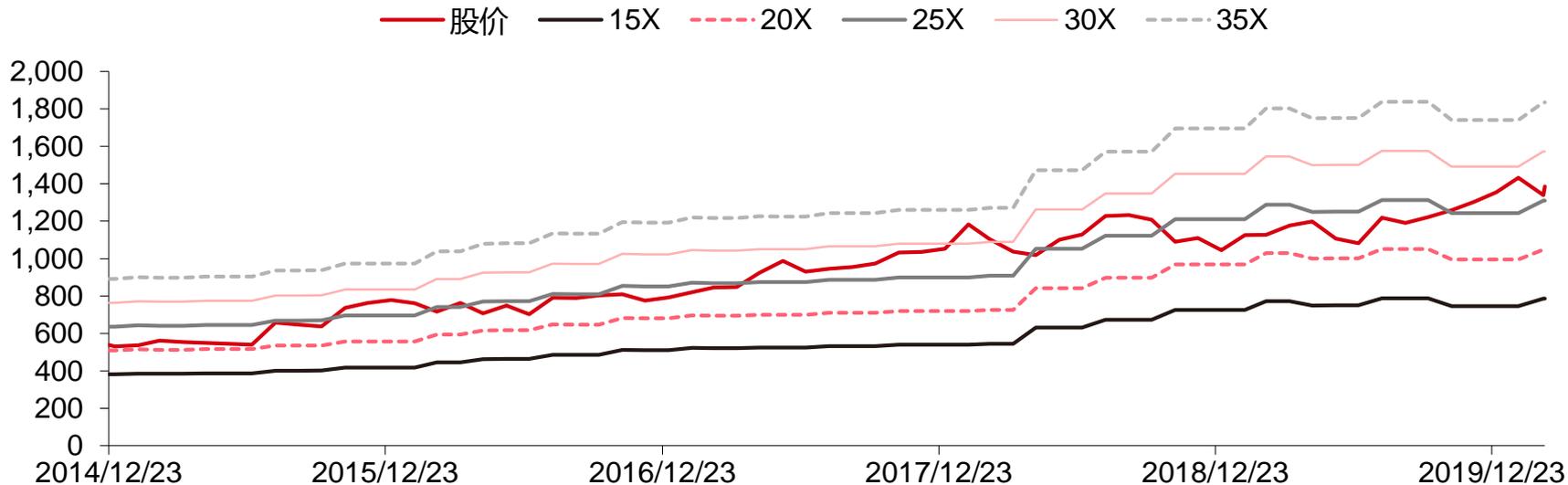


资料来源：腾讯科技

# 谷歌(GOOG.LO): 盈利预测表

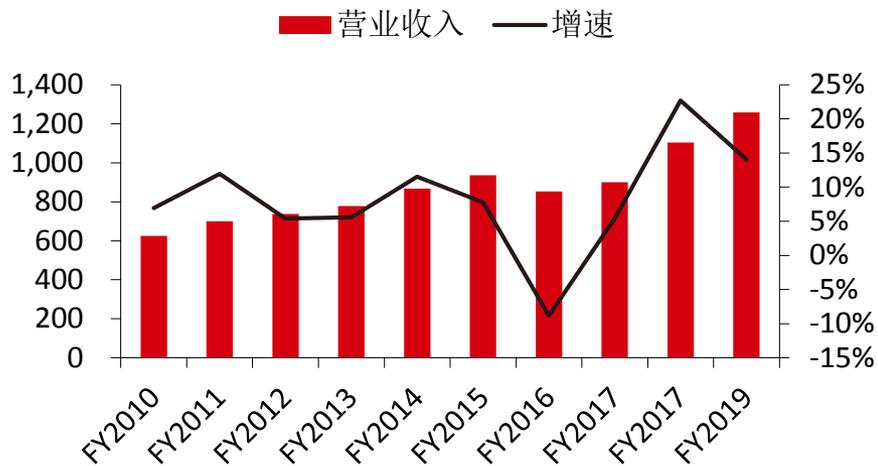
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万美元)	136,473	161,857	191,435	222,495	254,000
YoY	9%	19%	18%	16%	14%
营业利润(百万美元)	26,321	34,231	42,180	48,791	57,223
YoY	1%	30%	23%	16%	17%
运营利润率	19%	21%	22%	22%	23%
毛利率	57%	56%	54%	53%	54%
净利润(百万美元)	30,736	34,343	38,042	43,549	51,028
YoY	143%	143%	11%	14%	17%
PE	33	29	26	23	20

## 谷歌过去5年PE-BAND



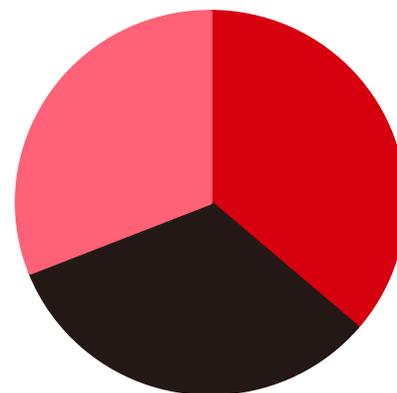
# Microsoft(MSFT.O): 云计算时代的核心玩家

## Microsoft营业收入及增速 (亿美元, %)

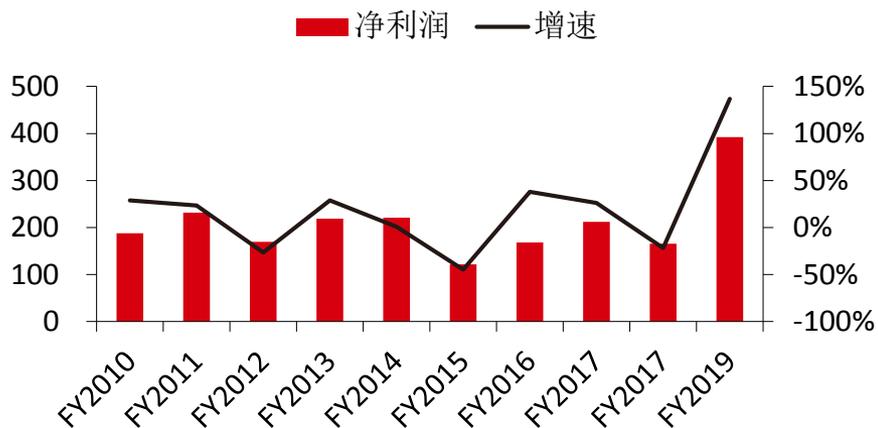


## Microsoft营收结构 (2019)

■ 更多个人电脑 ■ 生产力及业务流程 ■ 智能云



## Microsoft净利润 (亿美元)

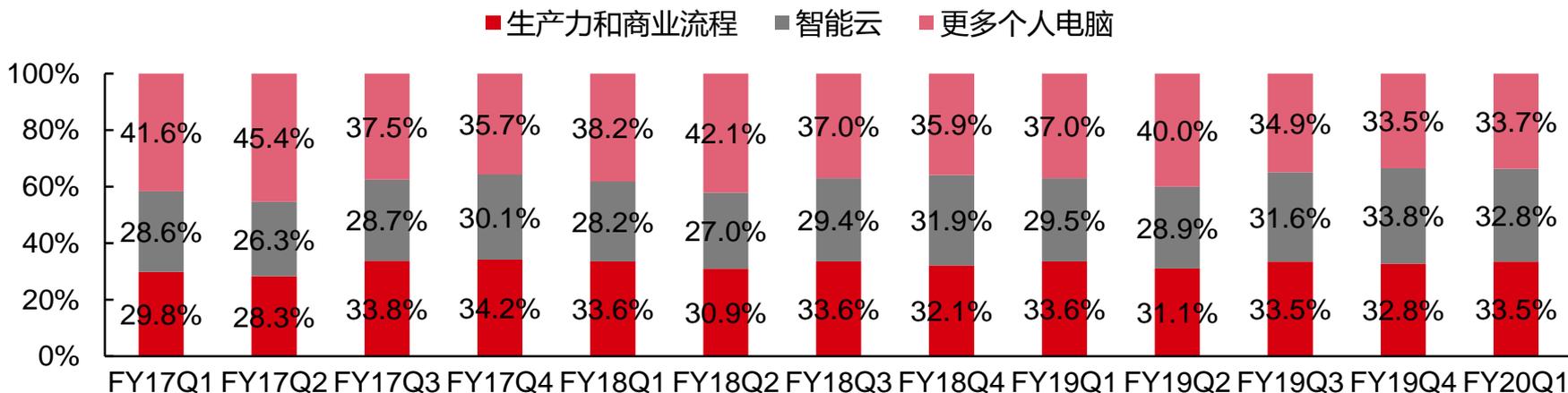


## Microsoft运营效率

	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2017	FY2019
毛利率	69%	65%	62%	62%	65%	66%
管理费用率	6%	5%	5%	5%	4%	4%
销售费用率	18%	17%	17%	17%	16%	14%
研发费用率	13%	13%	14%	14%	13%	13%

# Microsoft(MSFT.O): 云逐步成为公司核心业务

## 微软分业务营收构成



## 微软Azure全景图



# Microsoft(MSFT.O): 软硬兼顾的全场景数字消费场景

- 发布智能手机后，微软形成了以笔记本+手机+智能穿戴的surface生态雏形，Xbox、领英社区、Bing搜索等数字消费场景

## 微软硬件与数字消费生态



云计算



AI应用



Surface系列PC

Surface移动终端

Surface智能穿戴

Xbox游戏

领英社区

Bing搜索

# Microsoft(MSFT.O): Teams: 综合性通讯协作平台

- 2017年，Microsoft发布Microsoft Teams团队通讯和协作平台；平台目前日活跃用户数达7500万人次
- Microsoft Teams支持线上视频会议、文件传输、一对一及群组聊天；内置的Office软件支持Word、Excel、PowerPoint文件实时编辑；Microsoft保护用户隐私，运用安全实时传输协议（SRTP）对用户音频、视频、会议文件及聊天记录进行实时加密

## Microsoft Teams功能



即时通信



视频会议



电话会议



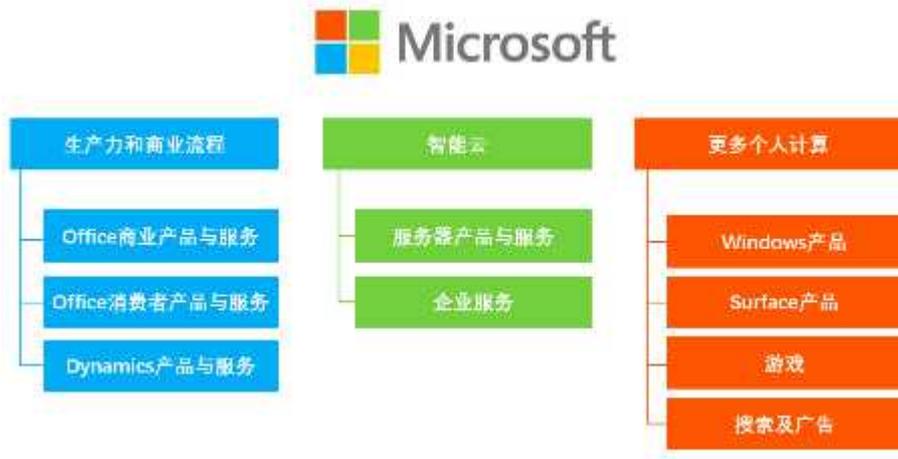
协同办公

## Microsoft Teams收费模式

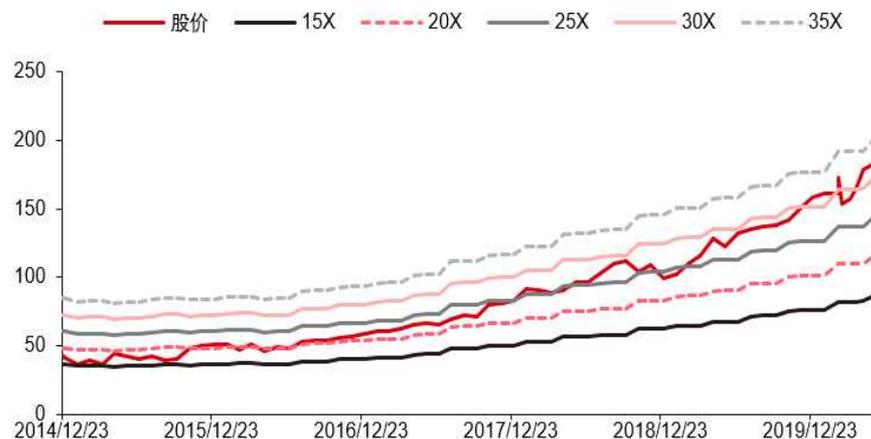
功能	付费与功能
Free	免费，2GB聊天文件传输，支持线上音频视频通话，支持网页版Word、Excel、PowerPoint
Microsoft 365 Business Basic	USD \$5/user/month, Free版本功能 + 1TB聊天文件传输，最多10000人线上视频会议及会议预约、录制，SharePoint Online、Yammer、Planner及Stream服务
Microsoft 365 Business Standard	USD \$12.5/user/month, Business Basic版本功能 + 桌面版Outlook、Word、Excel、PowerPoint、Publisher服务，微软商务软件
Office 365 E3	USD \$20/user/month, Business Standard版本功能 + 无限聊天文件传输，音频会议，PSTN呼叫

# Microsoft(MSFT.O): 盈利预测

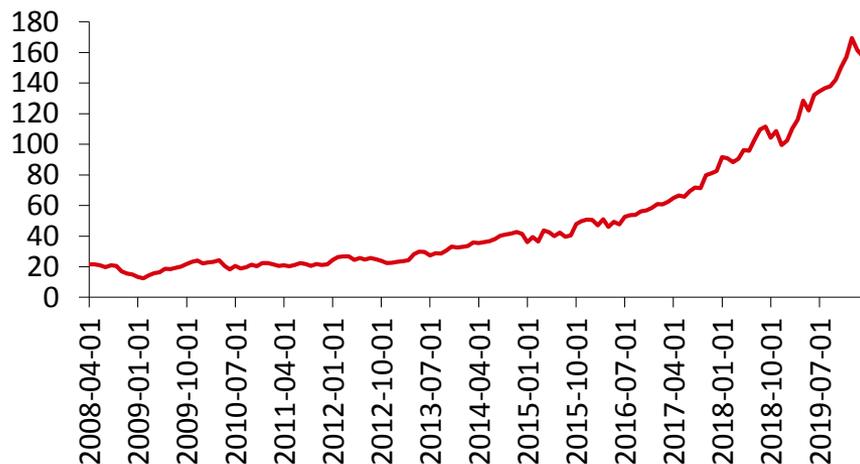
## Microsoft业务模式



## Microsoft PE BAND



## 公司上市以来股价表现

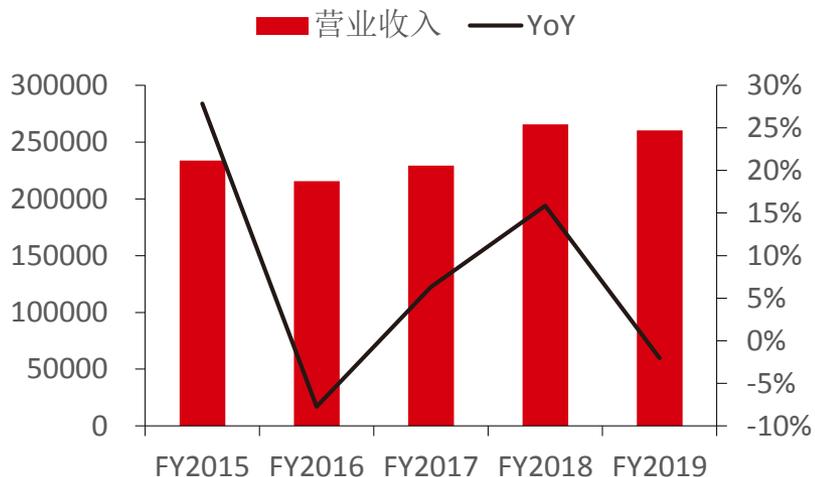


## Microsoft 盈利预测

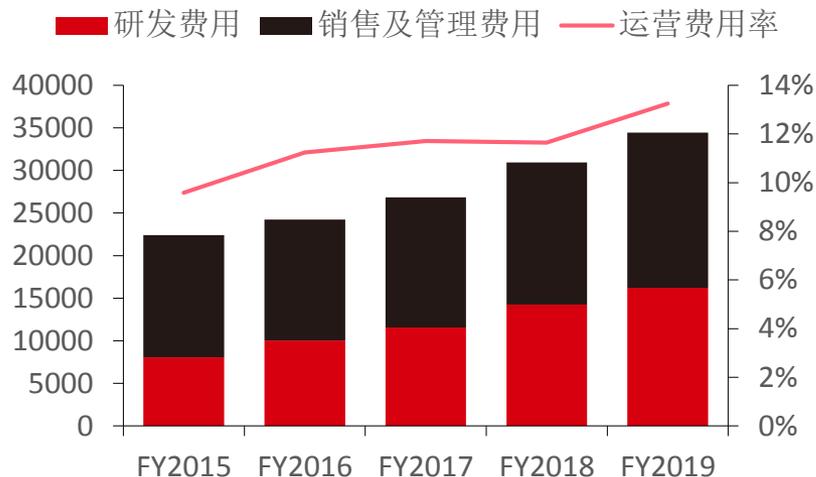
项目/年度	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
营业收入	1,104	1,258	1,427	1,626	1,842
YoY(%)	23%	14%	13%	14%	13%
净利润	303	368	429	487	560
YoY(%)	18%	21%	17%	14%	15%
毛利率(%)	65%	66%	67%	67%	68%
市盈率PE(x)	94	40	39	33	29

# Apple(AAPL.O): 公司业绩概览

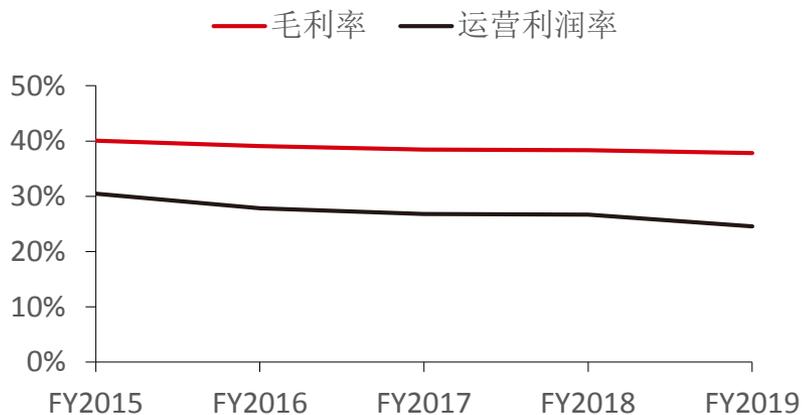
## 营业收入及增速（百万美元）



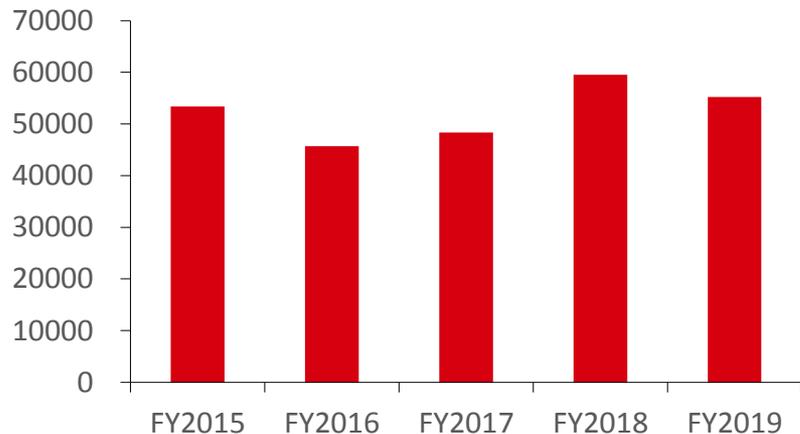
## 费用拆分（百万美元）



## 利润率



## 净利润（百万美元）



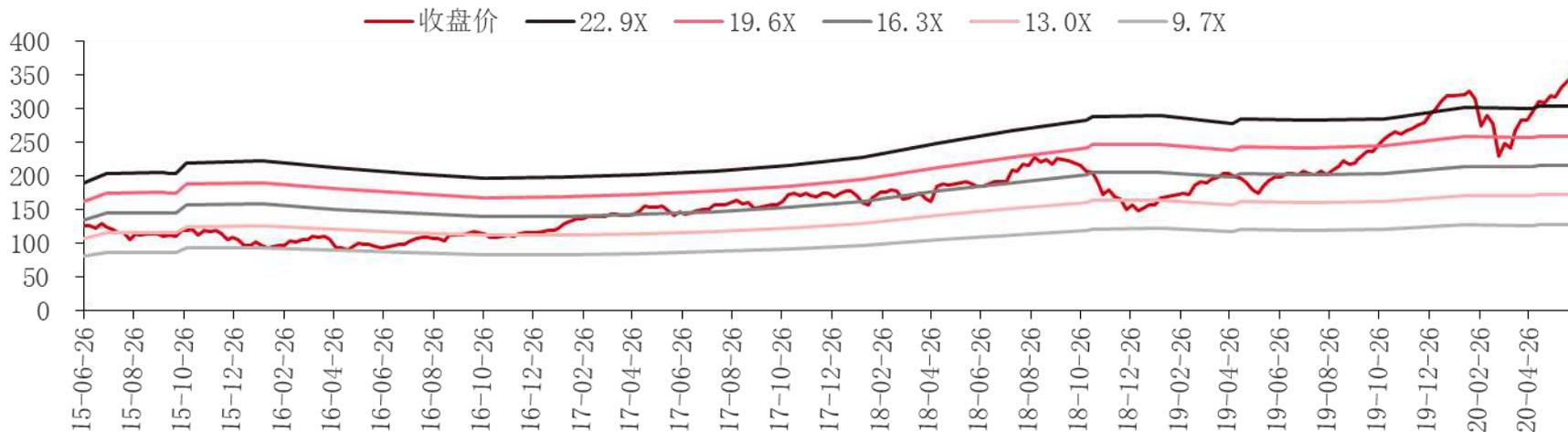
# Apple(AAPL.O): 数字消费+AR/VR

- 2019年是苹果服务产品历史性的一年，营收快速增长，多个新产品相继推出。
- 服务板块2019年创收462.91亿，在总收入占比接近18%。2019年内相继发布了Apple Arcade, Apple TV+, Apple News+ 和Apple Card等新产品，App Store, Apple Music, iCloud等产品依然有较好表现。



# Apple(AAPL.O): 历史估值与盈利预测

## 公司历史PE BAND



## 公司盈利预测

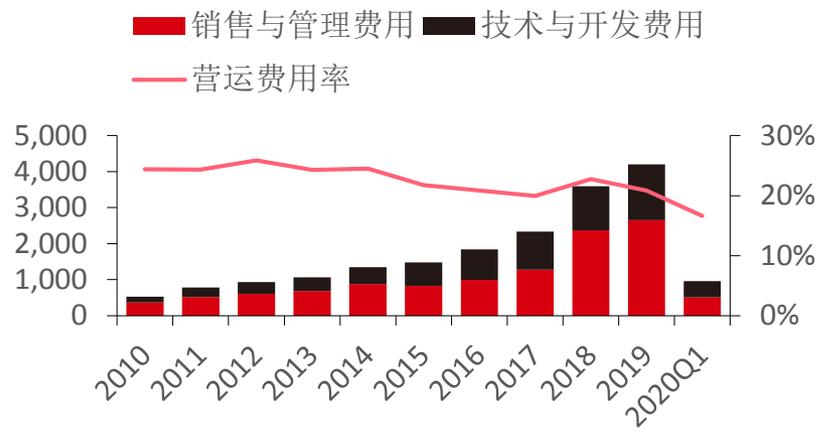
项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万美元)	265,595	260,174	263,655	295,997	309,363
营业收入增长率YoY	16%	-2%	1%	12%	5%
净利润 (百万美元)	59,531	55,256	54,140	61,841	64,477
净利润增长率YoY	39%	-7%	-2%	14%	4%
PE	27	29	29	26	24

## 公司收入 (百万美元)



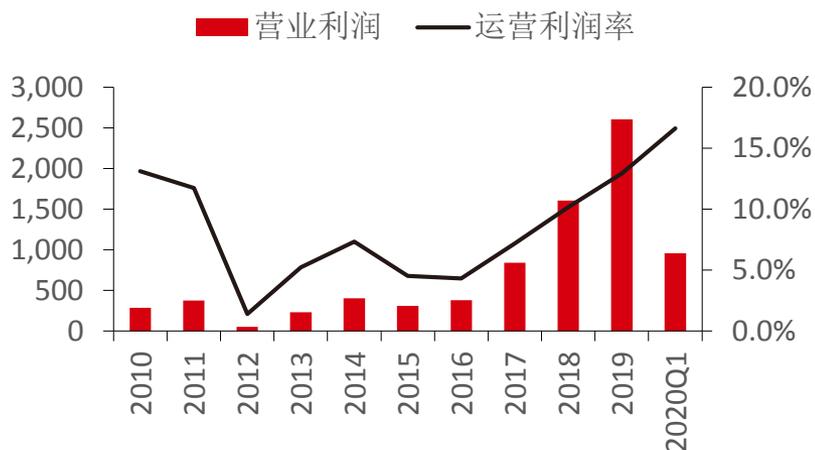
资料来源: Netflix财报, 中信证券研究部

## 公司费用拆分 (百万美元)



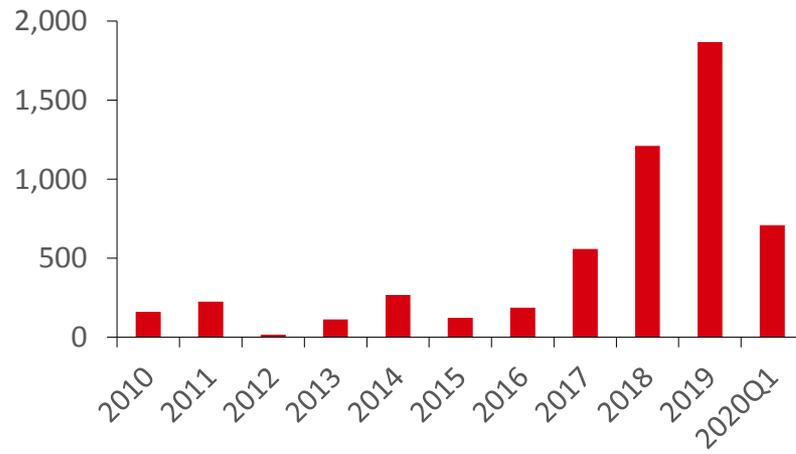
资料来源: Netflix财报, 中信证券研究部

## 公司运营利润 (百万美元)



资料来源: Netflix财报, 中信证券研究部

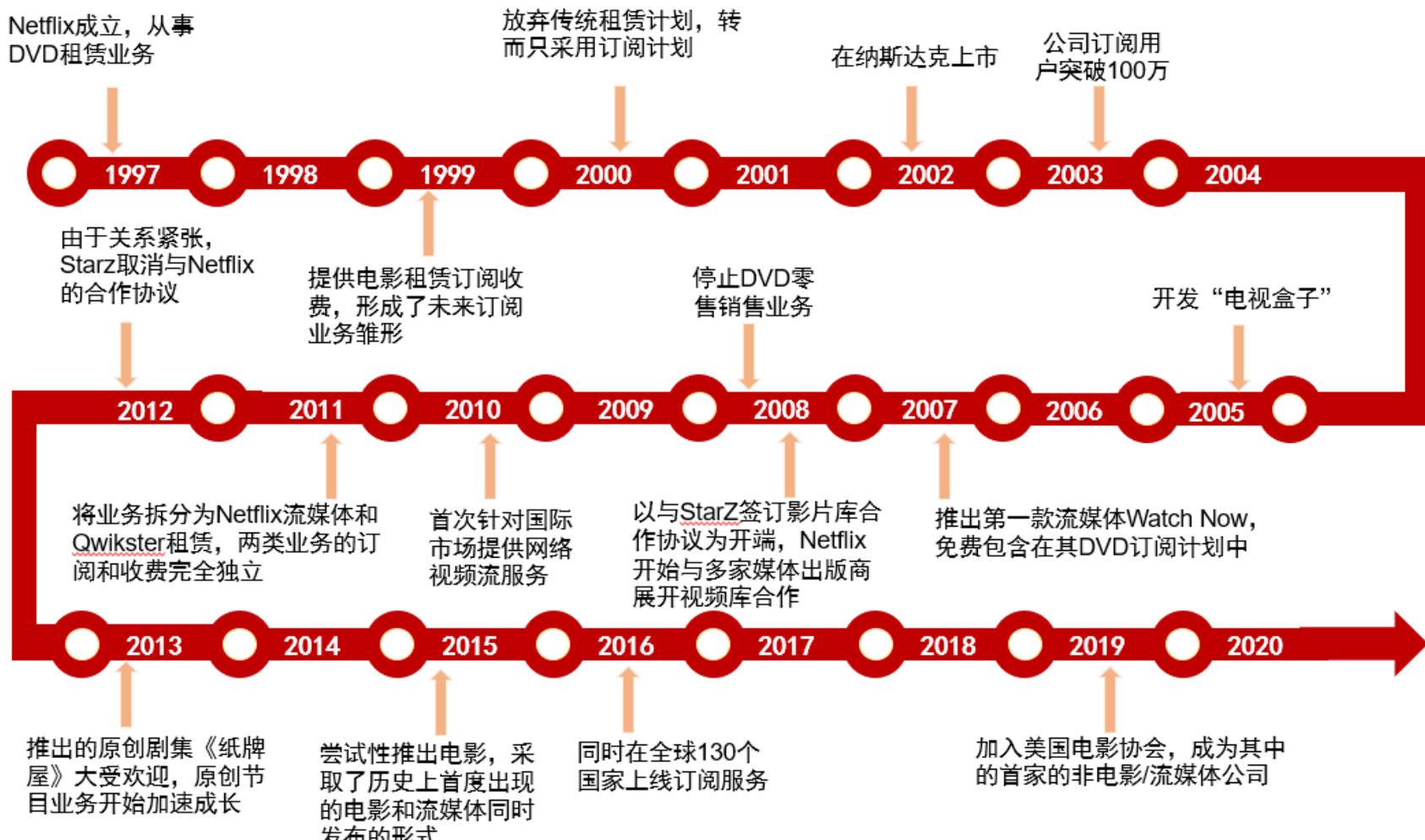
## 归属净利润 (百万美元)



资料来源: Netflix财报, 中信证券研究部

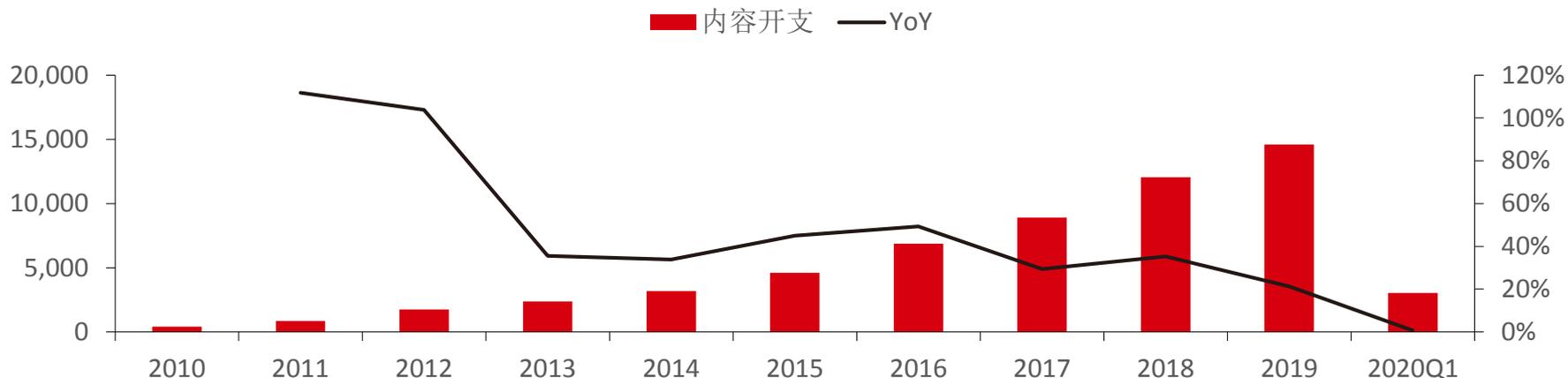
# Netflix(NFLX.O): 深耕流媒体内容的科技巨头

## 奈飞发展历程



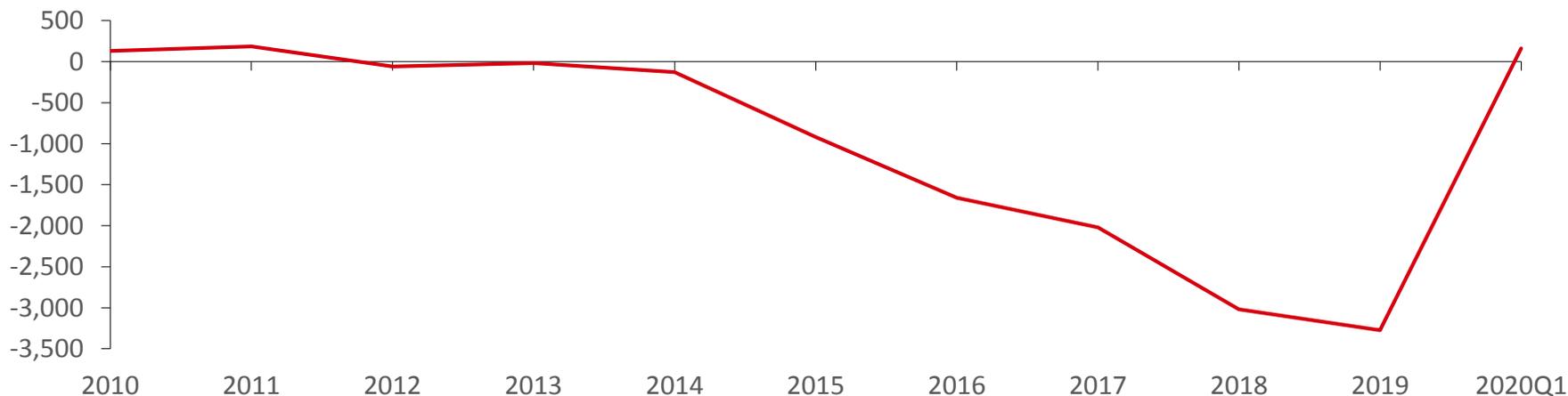
# Netflix(NFLX.O): 支付大量现金以保持内容领先

## 奈飞历年内容开支支付现金（百万美元）



资料来源: Netflix财报, 中信证券研究部

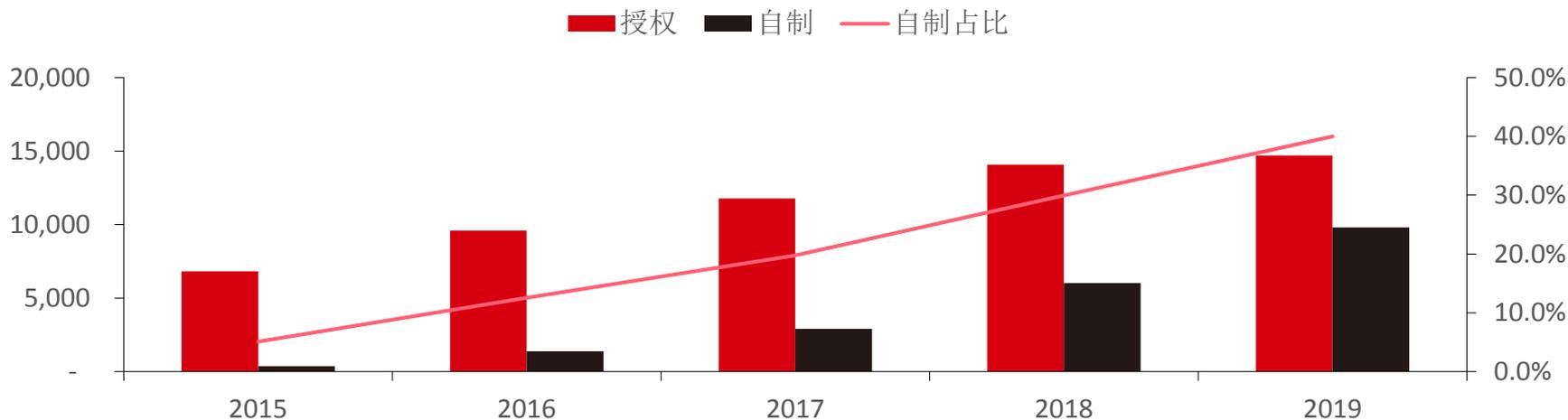
## 奈飞历年自由现金流（百万美元）



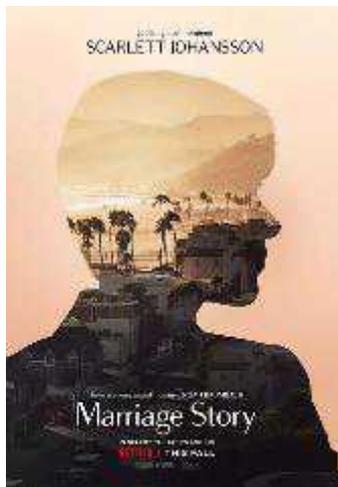
资料来源: Netflix财报, 中信证券研究部

# Netflix(NFLX.O): 自制内容: 斩获奥斯卡多项提名, 深入占据用户心智

奈飞自制内容比例 (百万美元)



《爱尔兰人》获10项提名



《婚姻故事》获6项提名

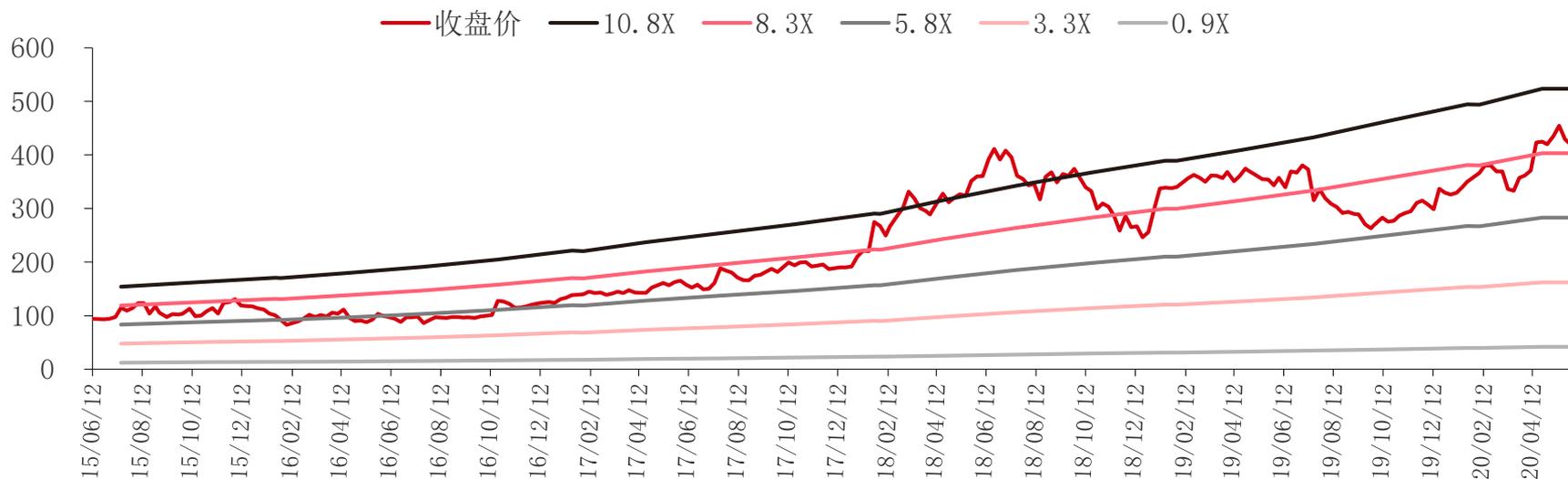


《克劳斯》获1项提名

# Netflix(NFLX.O): 盈利预测与历史估值

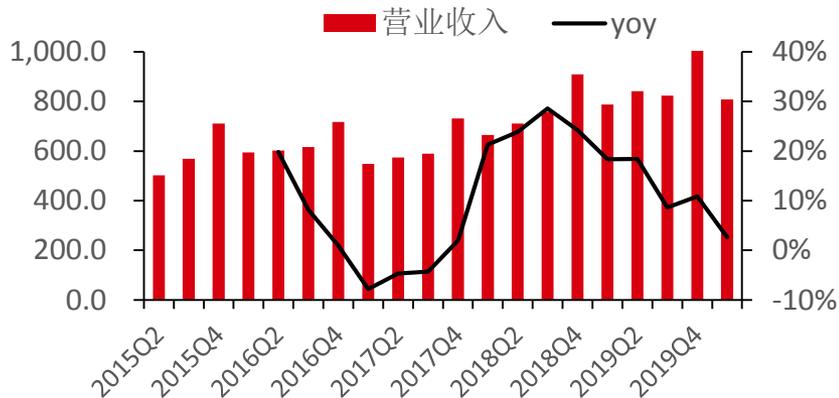
财年	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入 (亿美元)	157.9	201.6	244.1	289.1	337.3
YoY (%)	35.1%	27.7%	21.1%	18.4%	16.7%
EBITDA (亿美元)	20.1	31.1	45.1	60.6	78.3
EBITDA Margin (%)	12.7%	15.4%	18.5%	21.0%	23.2%
净利润 (亿美元)	12.1	18.7	27.6	38.7	53.7
YoY (%)	116.7%	54.5%	47.6%	40.2%	38.8%

## 公司历史PS-BAND (TTM)

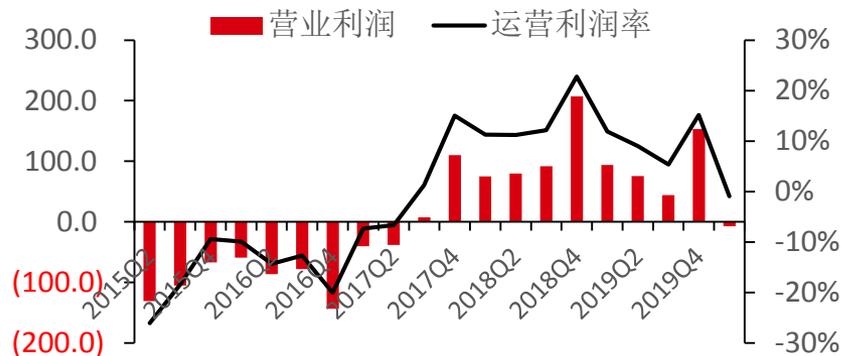


# 推特(TWTR.O): 公司财务数据

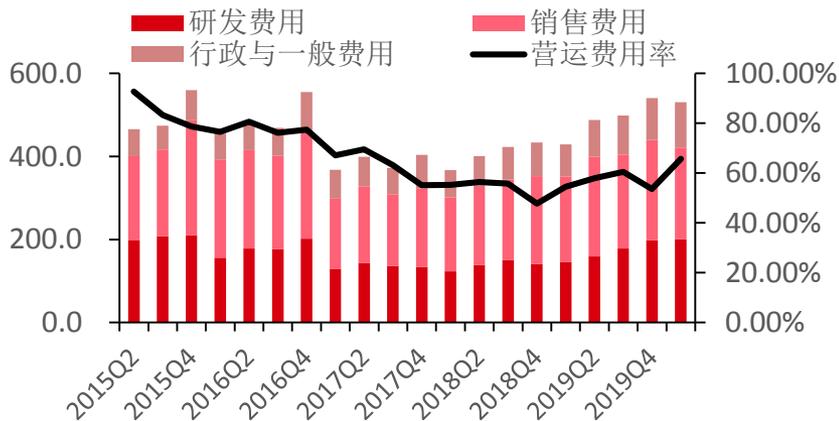
## 公司季度收入 (百万美元)



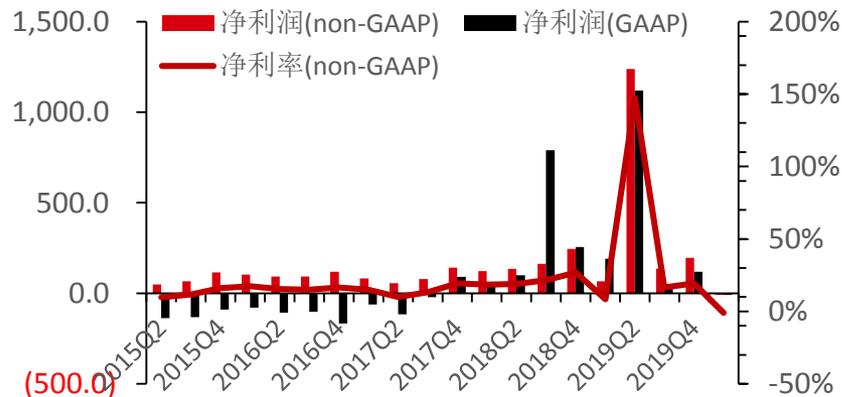
## 公司运营利润 (百万美元)



## 公司季度费用拆分 (百万美元)

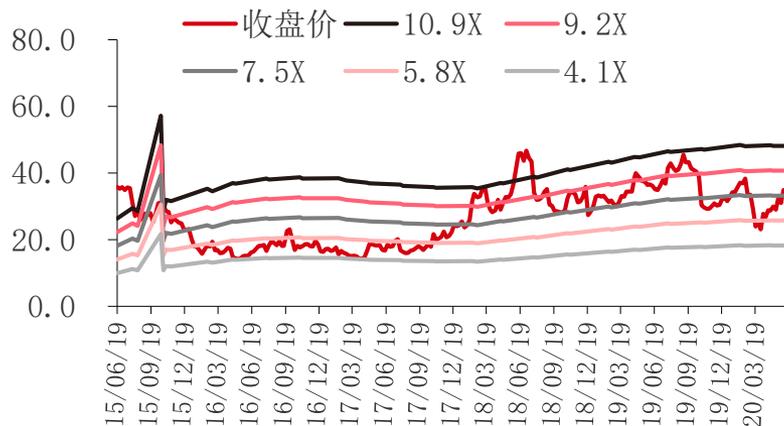


## 公司净利润 (万美元)

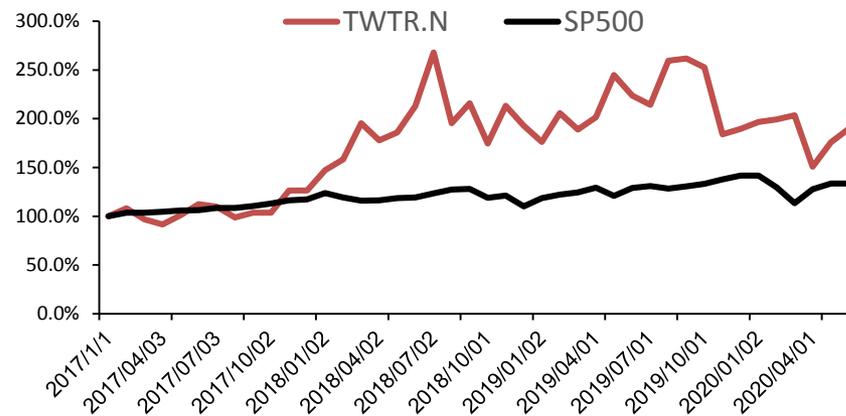


# 推特(TWTR.O): 估值、股价走势与盈利预测

## 公司近5年PS估值



## 公司近3年股价走势

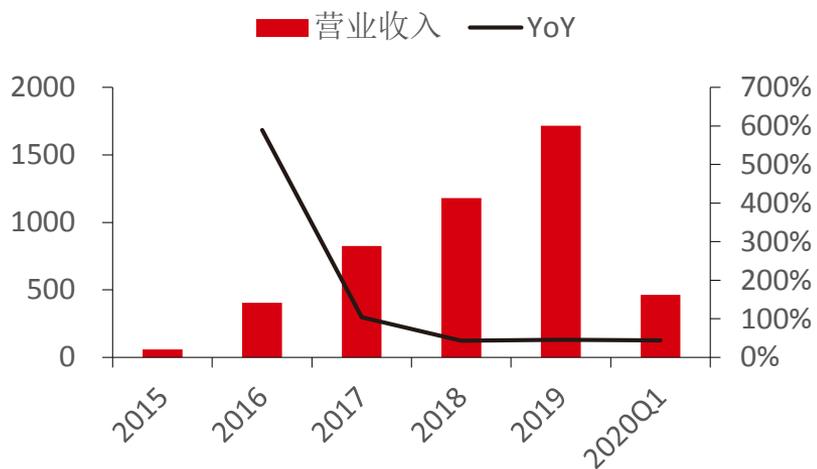


## 公司盈利预测表 (百万美元)

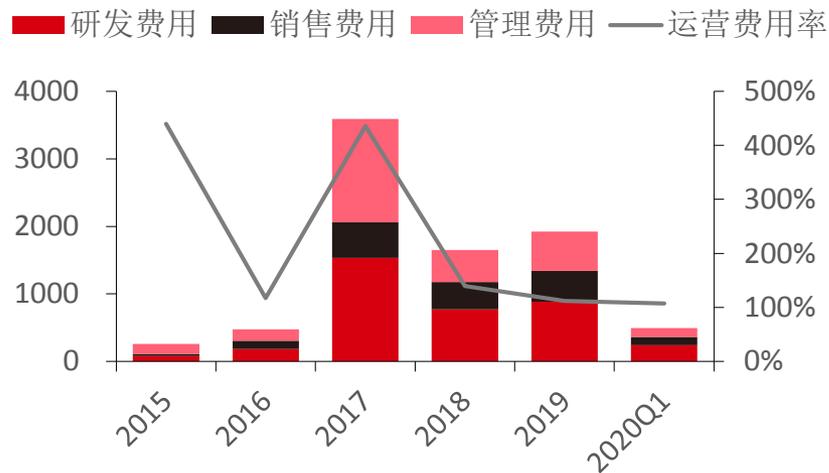
项目/年度	FY2018	FY2019	FY2020E	2021E	2022E
营业收入	3,042	3,459	3,275	3,991	4,509
YoY	25%	14%	-5%	22%	13%
毛利率(%)	69	68	65	66	67
净利润(non-GAAP)	664	1,860	314	569	721
YoY		180%	-83%	81%	27%
PS	8	7	7	6	5

# Snap(SNAP.N): 公司业绩概览

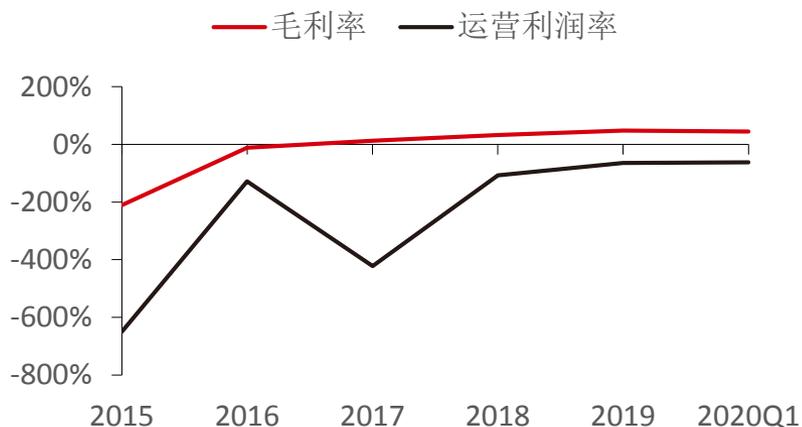
## 营业收入及增速 (百万美元)



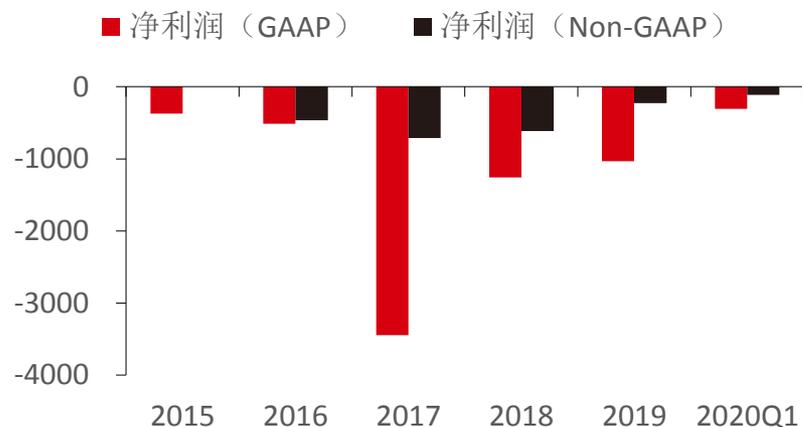
## 费用拆分 (百万美元)



## 利润率



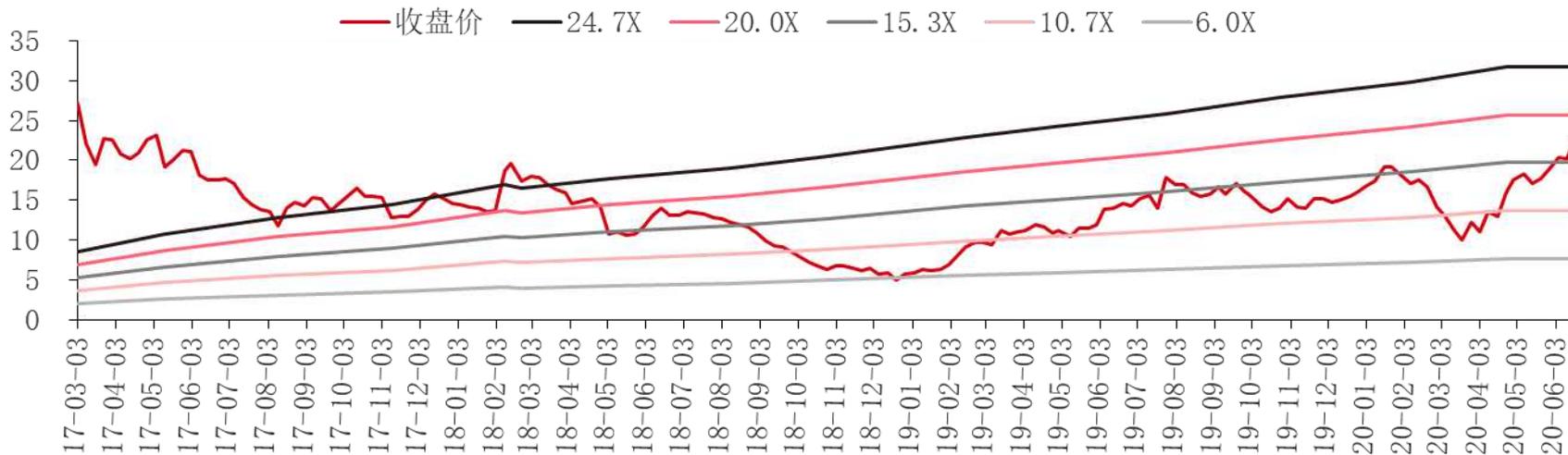
## 净利润 (百万美元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 2015年Non-GAAP净利润未披露

# Snap(SNAP.N): 历史估值与盈利预测

## 公司历史PS BAND

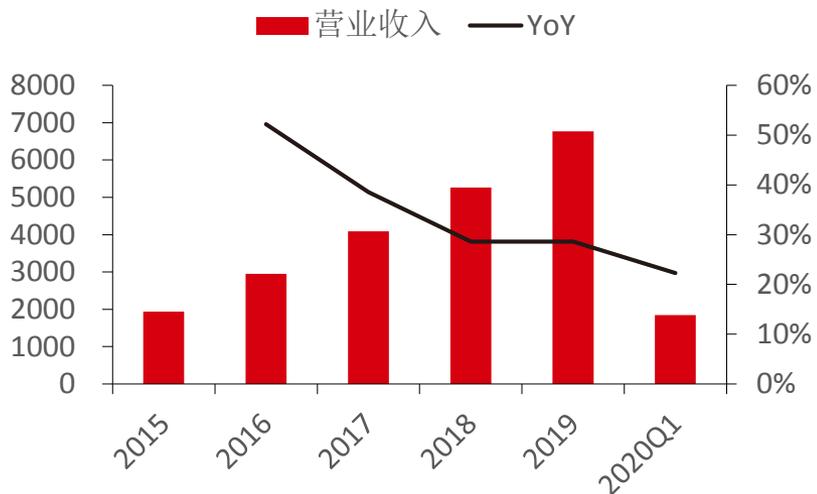


## 公司盈利预测

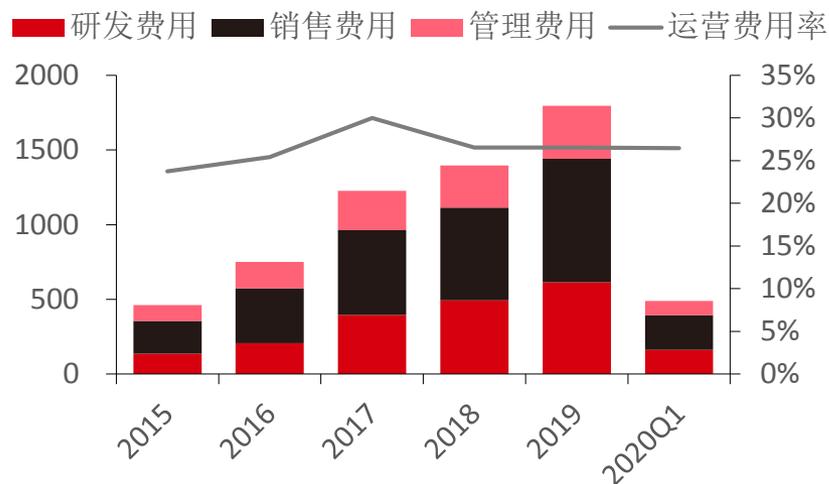
项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万美元)	1,180	1,716	2,103	2,895	3,766
营业收入增长率YoY	43%	45%	23%	38%	30%
净利润 (GAAP, 百万美元)	-1,256	-1,034	-1,083	-674	-269
净利润 (GAAP) 增长率YoY	64%	18%	-5%	38%	60%
净利润 (Non-GAAP, 百万美元)	-612	-226	-276	138	582
净利润 (Non-GAAP) 增长率YoY	14%	63%	-22%	150%	321%
PS	30	20	16	14	8

# Spotify(SPOT.N): 公司业绩概览

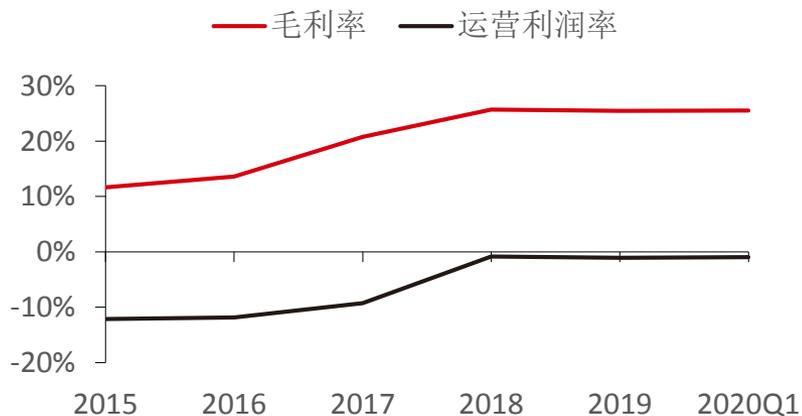
## 营业收入及增速 (百万欧元)



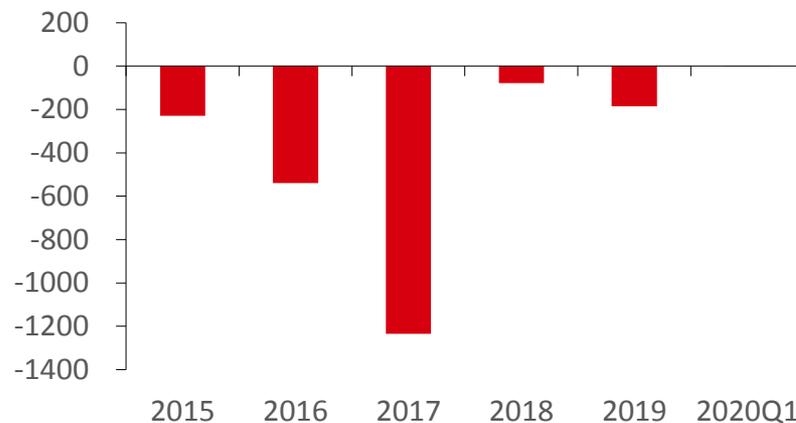
## 费用拆分 (百万欧元)



## 利润率

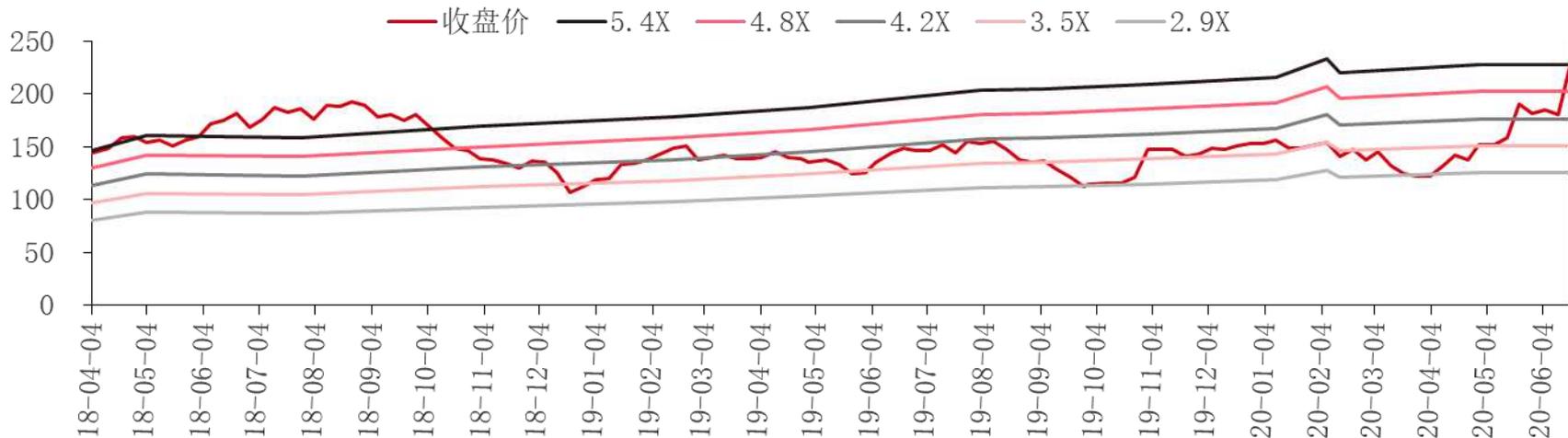


## 净利润 (百万欧元)



# Spotify(SPOT.N): 历史估值与盈利预测

## 公司历史PS BAND

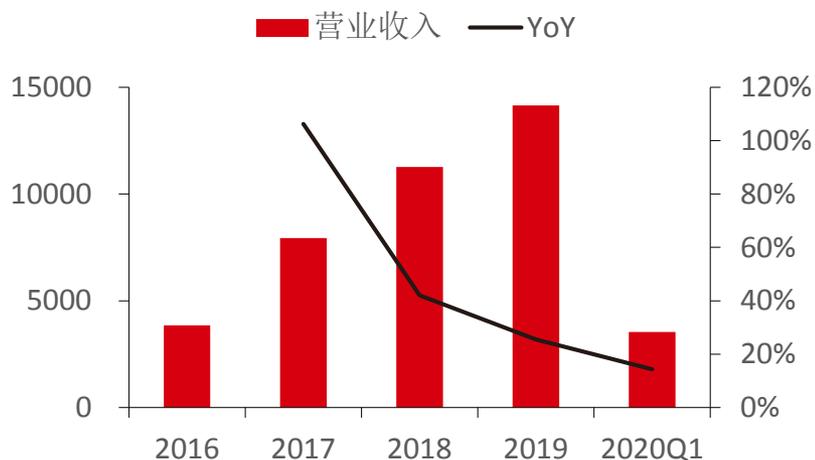


## 公司盈利预测

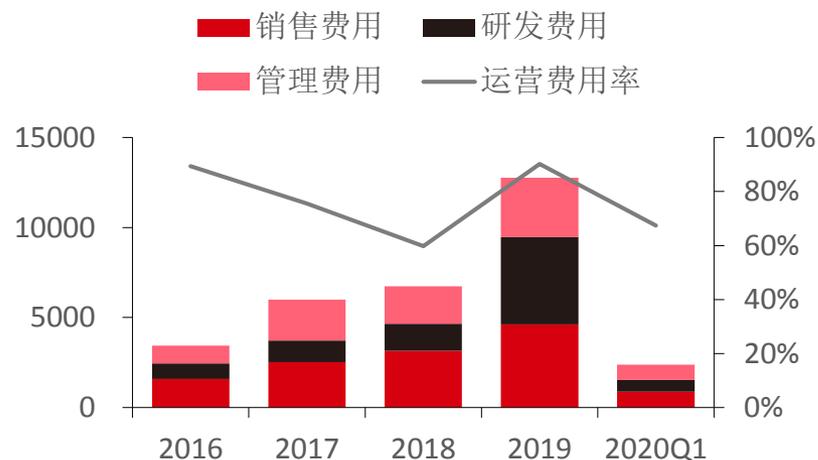
项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万欧元)	5,259	6,764	7,968	9,654	11,699
营业收入增长率YoY	29%	29%	18%	21%	21%
净利润 (百万欧元)	-78	-186	-198	-63	146
净利润增长率YoY	94%	-138%	-6%	68%	332%
PS	8	7	6	4	3

# Uber(UBER.N): 公司业绩概览

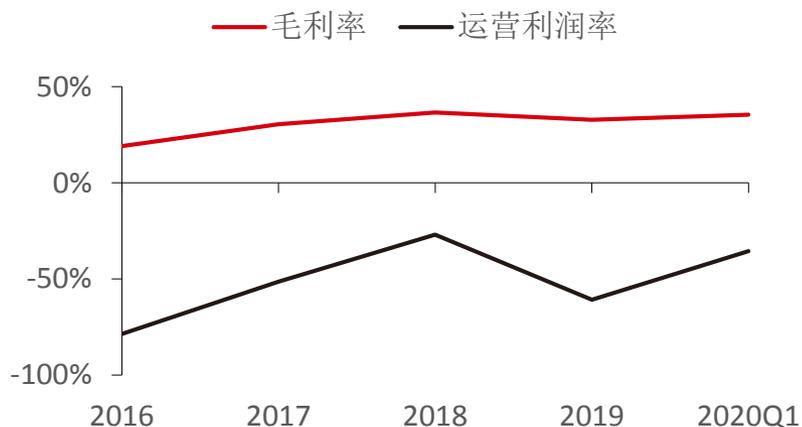
## 营业收入及增速（百万美元）



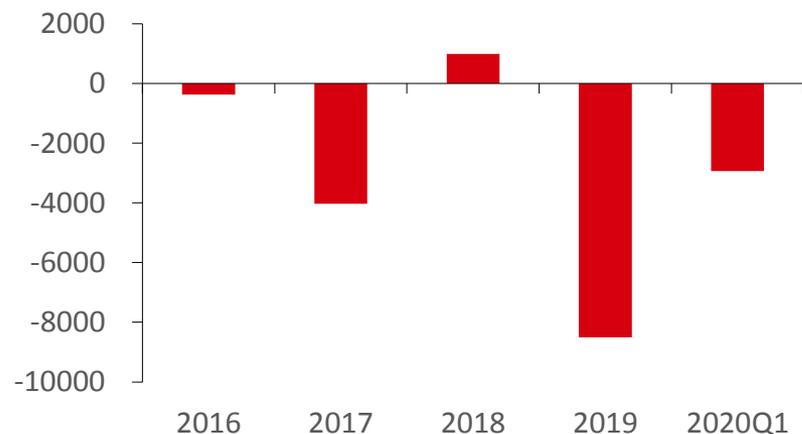
## 费用拆分（百万美元）



## 利润率

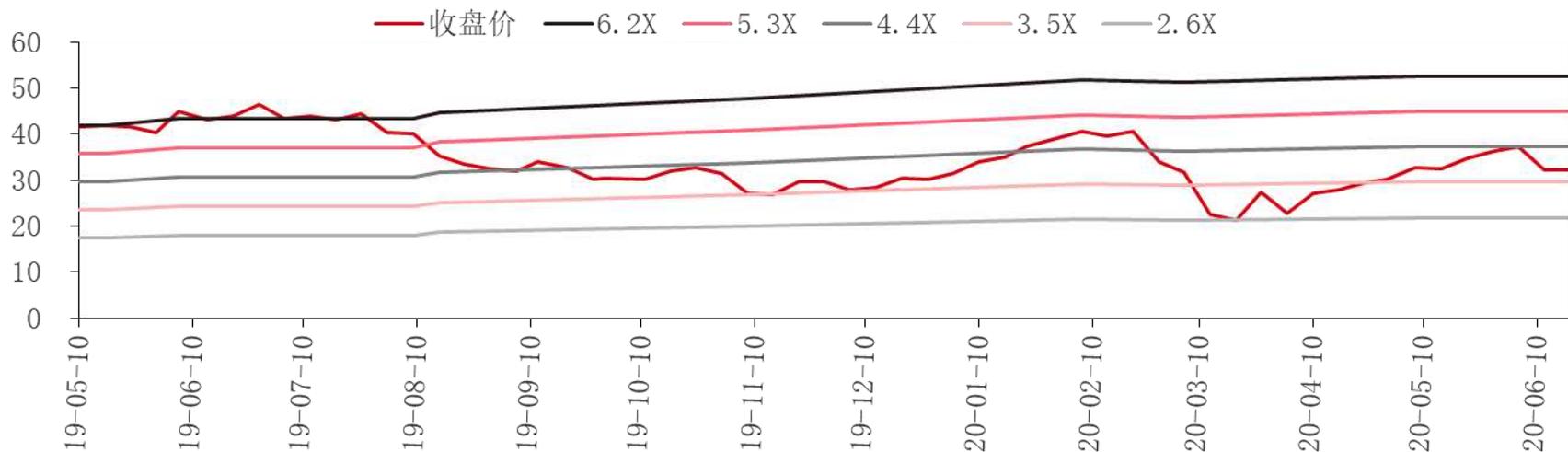


## 净利润（百万美元）



# Uber(UBER.N): 历史估值与盈利预测

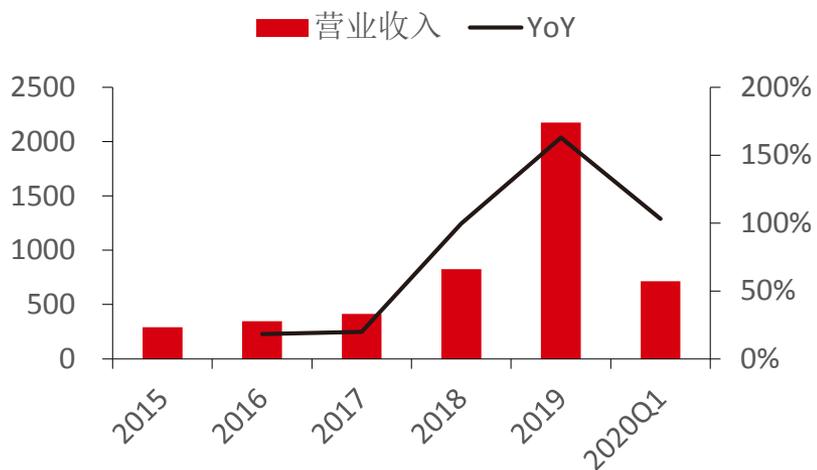
## 公司历史PS BAND



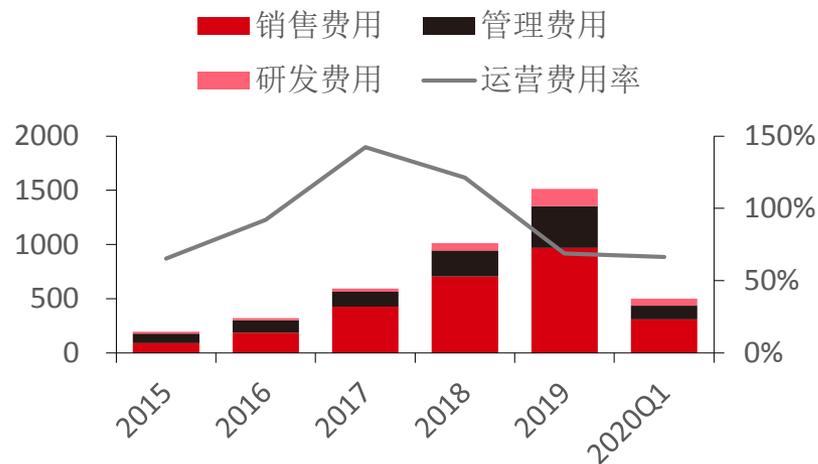
## 公司盈利预测

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万美元)	11,270	14,147	14,013	19,181	24,172
营业收入增长率YoY	42%	26%	-1%	37%	26%
EBITDA	-1,847	-2,725	-2,348	-151	1,279
EBITDA增长率YoY	NA	NA	NA	NA	NA
净利润 (百万美元)	997	-8,506	4,525	-2,582	-1,615
净利润增长率YoY	NA	-953%	NA	NA	NA
PS	5	4	4	3	2

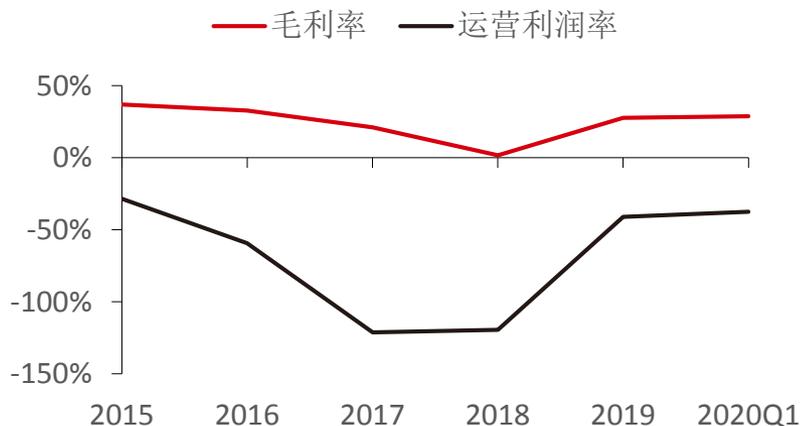
## 营业收入及增速 (百万美元)



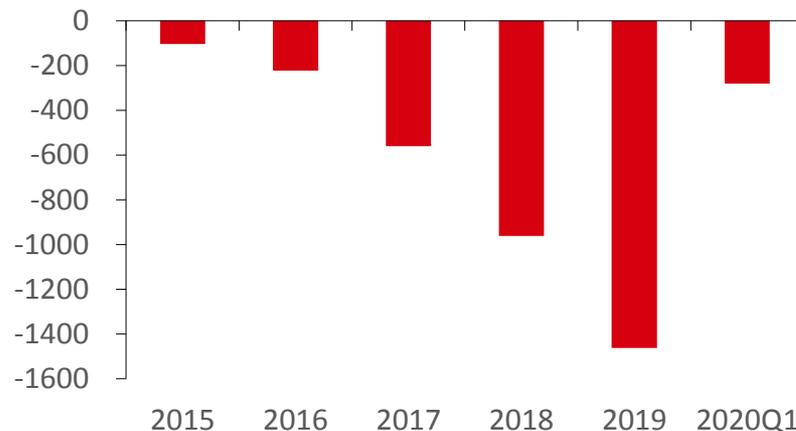
## 费用拆分 (百万美元)



## 利润率

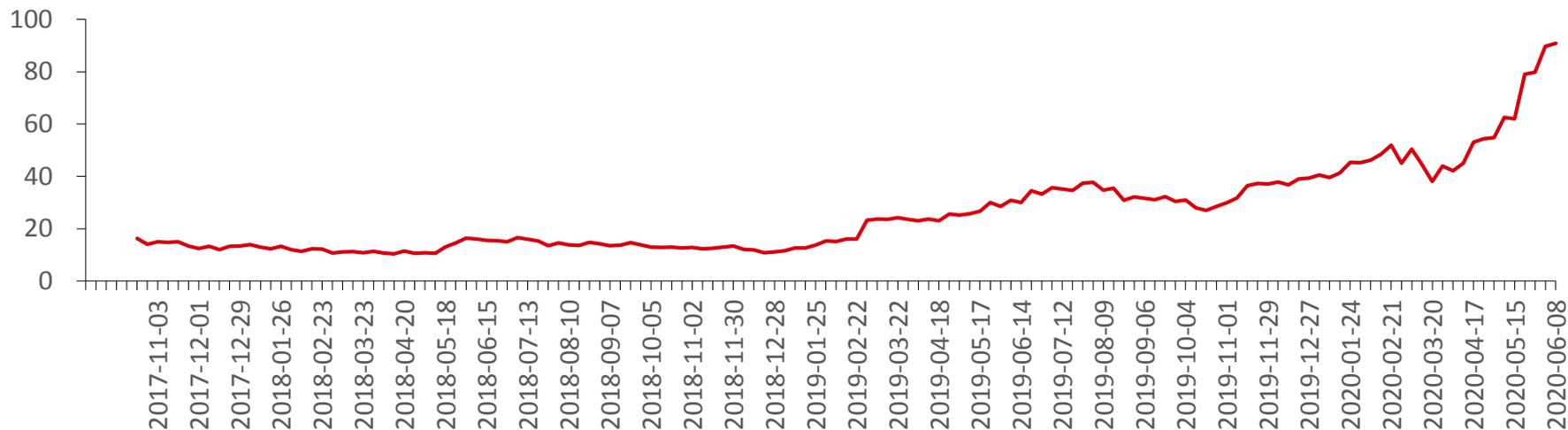


## 净利润 (百万美元)



# SEA(SE.N): 历史估值与盈利预测

## 公司上市以来股价表现



## 公司盈利预测

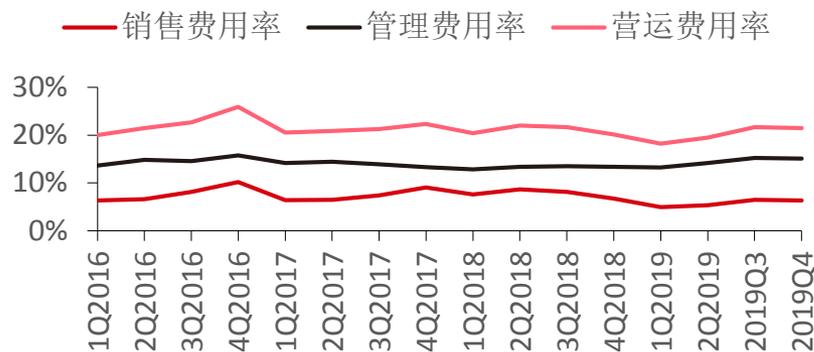
项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万美元)	827	2,175	4,346	6,040	8,299
营业收入增长率YoY	100%	163%	100%	39%	37%
净利润 (百万美元)	-961	-1,463	-993	-656	69
净利润增长率YoY	-71%	-52%	32%	34%	111%
PS	69	25	13	8	6

## 腾讯收入 (亿元)



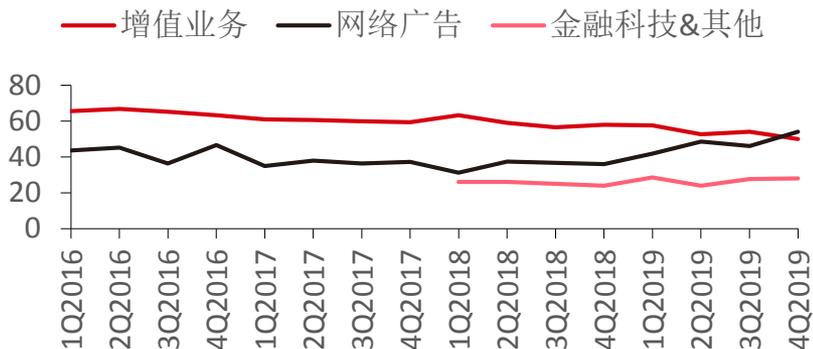
资料来源: 腾讯财报, 中信证券研究部

## 腾讯费用率



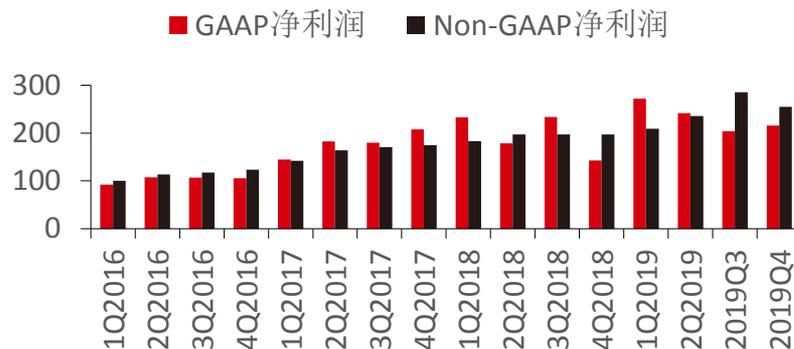
资料来源: 腾讯财报, 中信证券研究部

## 腾讯毛利率



资料来源: 腾讯财报, 中信证券研究部

## 腾讯净利润 (亿元)



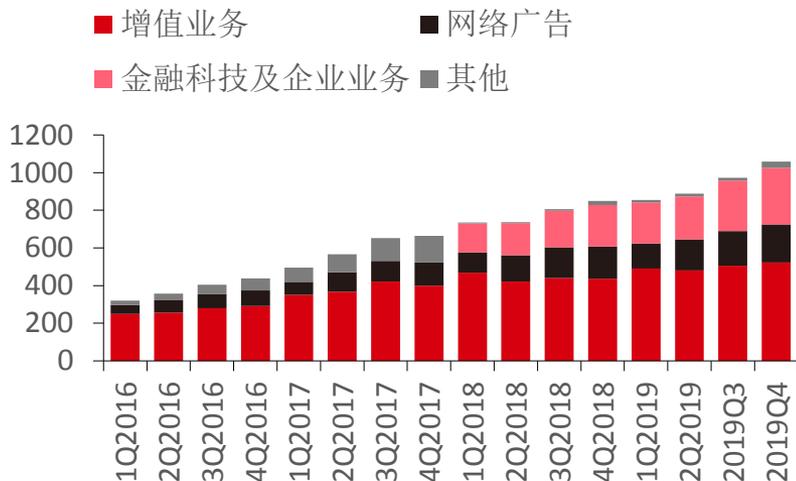
资料来源: 腾讯财报, 中信证券研究部

# 腾讯(00700.HK): 产品矩阵对标Facebook

	facebook	Tencent 腾讯
社交&IM	   	 
金融	 	 <p>微信支付</p>  <p>WeBank 微众银行</p> 
视频	 	  <p>视频号</p> 
电商/游戏	  <p>checkout</p>	 <p>腾讯游戏 Tencent Games</p>  <p>京东</p> 
2B互联网		 <p>腾讯会议 Tencent Meeting</p>  <p>腾讯云</p> 
计算平台		

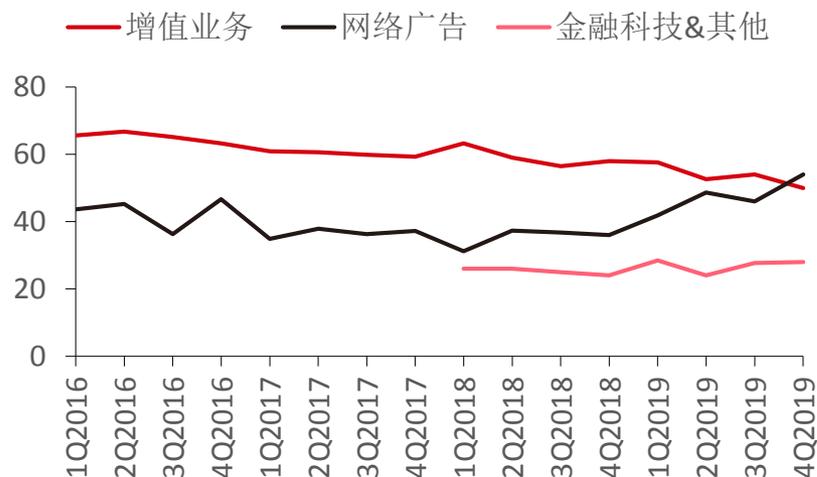
- 腾讯主要通过**游戏和视频增值业务、金融科技与企业业务、广告**三大业务进行货币化。
- **金融科技及企业业务**贡献了腾讯的主要收入增长。2019Q4，板块收入增长率达36%，保持稳健增长趋势。目前主要盈利模式包括支付手续费、信贷余额流量分成、理财佣金收入等。未来亦将通过**微信先享卡、企业微信**等持续发力增值服务。
- **腾讯现金利润主要来自游戏业务、广告业务**。2019Q4，增值业务、网络广告业务毛利率分别达50%，54%；其中网络广告业务毛利率首次超过其他板块，毛利率领先。

### 金融科技收入占比逐渐提高



资料来源: 腾讯财报, 中信证券研究部

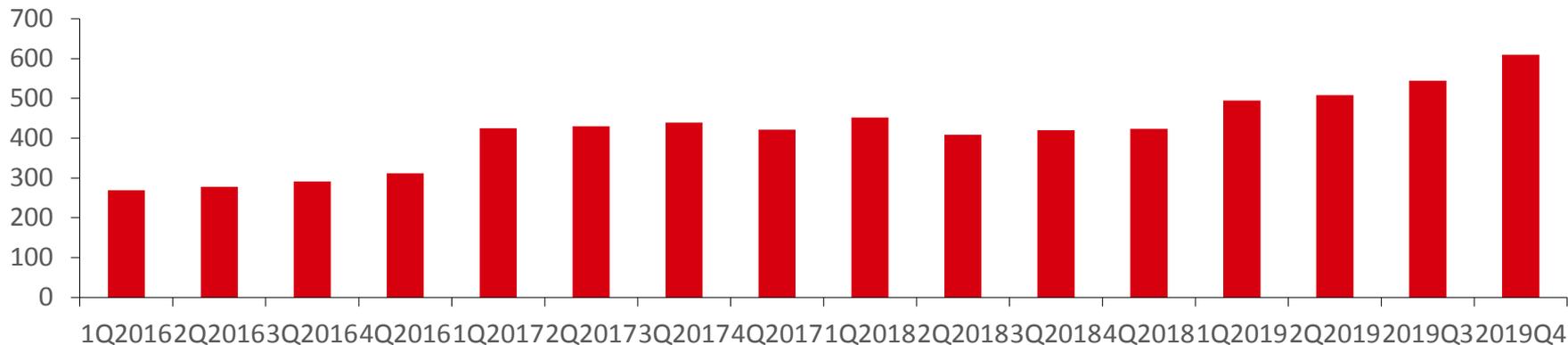
### 网络广告毛利率显著改善



资料来源: 腾讯财报, 中信证券研究部

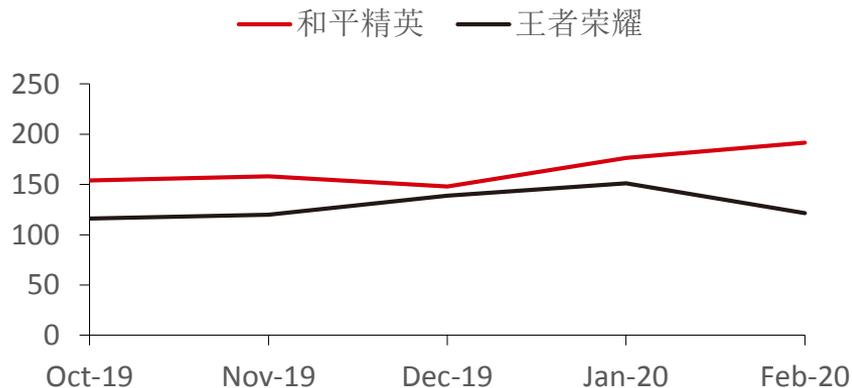
# 腾讯(00700.HK): 游戏在运营产品表现稳定

## 腾讯递延收入 (亿元)



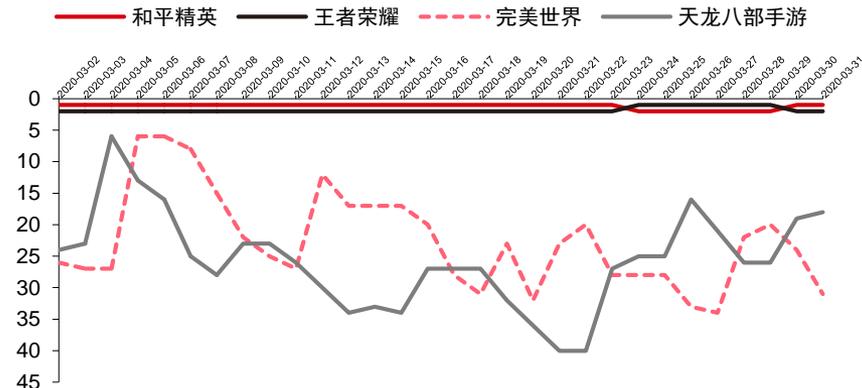
资料来源: 阿里巴巴财报, 中信证券研究部

## 和平精英、王者荣耀全球内购收入 (百万美元)



资料来源: sensor tower, 中信证券研究部 注: 不含第三方安卓, 中国大陆占比95%以上

## 腾讯重点游戏3月国内畅销榜排名



资料来源: 七麦数据, 中信证券研究部

# 腾讯(00700.HK): 广告2020年仍望维持20%以上增速

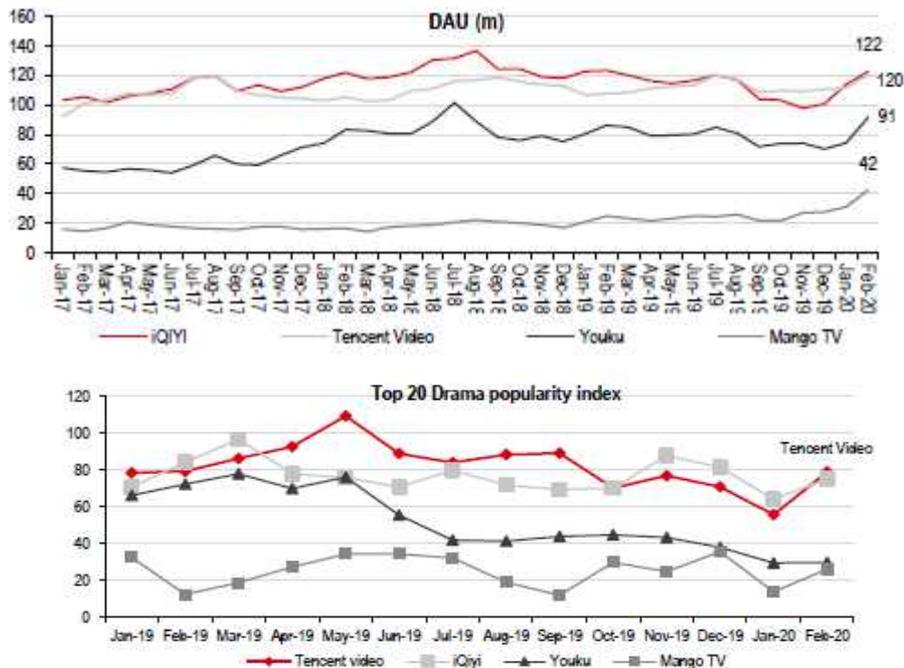
## 媒体广告:

在线视频面临的监管环境好于2019年, 市场有望从二季度开始逐步恢复

## 效果广告:

- Q1:2月中旬开始在朋友圈加载第四条广告, 客户结构较为多样, 游戏、在线教育形成一定对冲
- 2020更多聚焦于投放效率改善, 同时小程序、看一看、搜一搜等仍是潜在的媒体资源

### 腾讯视频数据表现



资料来源: Questmobile, 中信证券研究部

### 腾讯社交广告同比增速



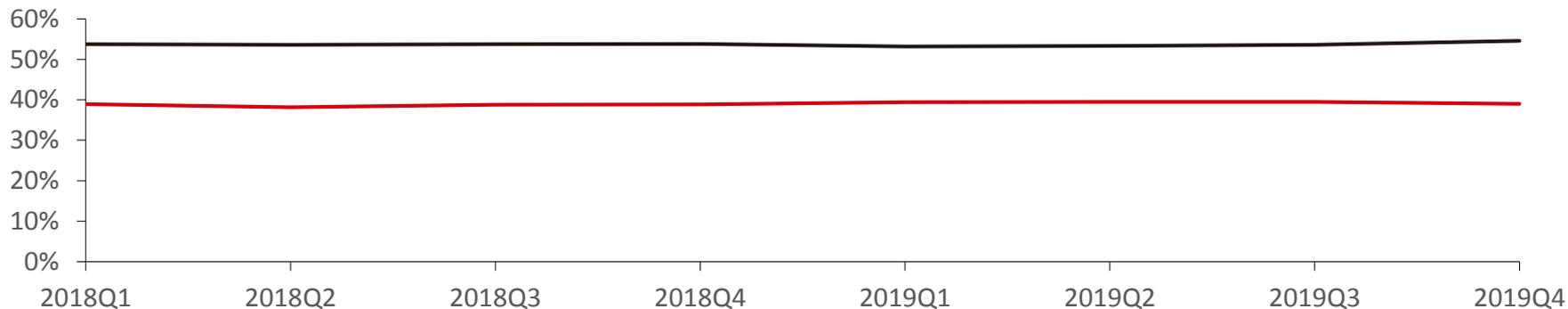
资料来源: 阿里巴巴财报, 中信证券研究部

## 腾讯系金融产品&服务列表

类别	产品
支付	微信支付、QQ钱包、财付通等
银行	微众银行
理财	腾讯理财通、微黄金等
证券	腾讯自选股、腾讯微证券等
保险	腾讯微保、众安在线等
创新金融业务	金融云、征信、信用卡还款、一生保等

## 第三方移动支付交易规模份额

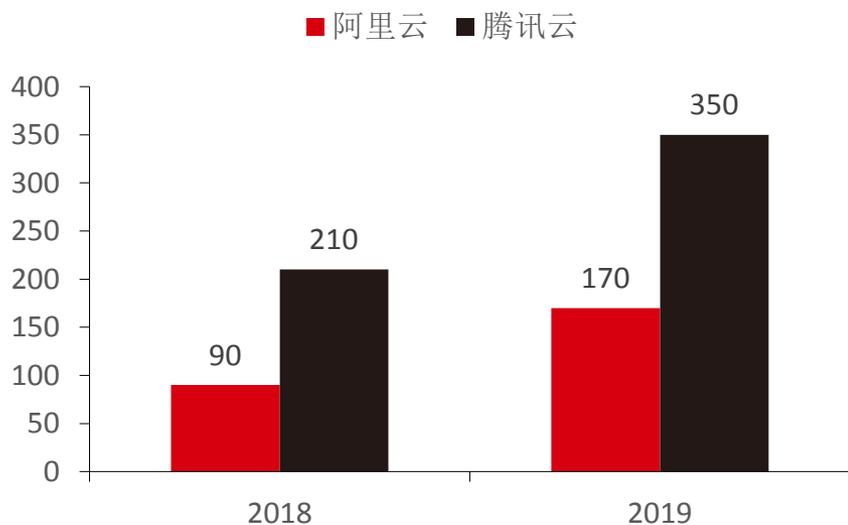
— 腾讯份额 — 阿里份额



# 腾讯(00700.HK): 云进度显著超预期

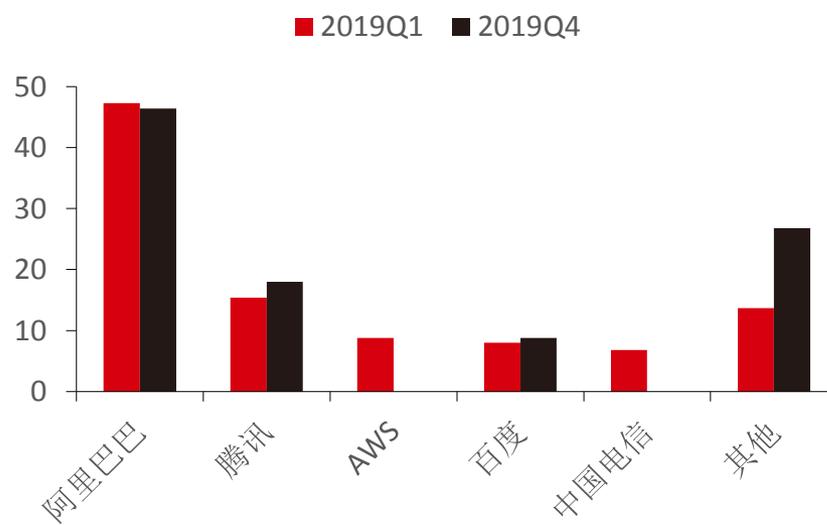
时间	季报表述
2018三季报	前三季度收入超过60亿元
2018年报	全年收入91亿元
2019Q3季报&腾讯云公告	第三季度收入47亿, 同比增长超过80%, 前三季度收入超过100亿元
2019年报	全年收入170亿元, 付费用户超过100万

### 国内云厂商收入数据 (亿元)



资料来源: 腾讯财报, 中信证券研究部

### 国内云计算份额



资料来源: canalys, 中信证券研究部

## 腾讯云AI及新基建架构



- 企业微信扩展微信生态打造“社交圈内办公”，主打客户管理
- 企业微信3.0全面布局工业互联网。目前，企业微信已服务超过250万家企业，活跃用户达到6000万，服务涵盖50多个行业，超过80%的中国500强企业为企业微信客户

## 企业微信功能覆盖



### 与微信一致的沟通体验

简单易用，零成本上手，用熟悉的方式工作。



### 连接微信

添加客户的微信，通过单聊、百人群聊，向客户提供服务，发表内容到客户的微信朋友圈，更有小程序、支付等能力。



### 效率工具与办公应用

集成日程、会议等效率工具及打卡、审批等OA应用，提供丰富的第三方应用供选择，还支持API接入自有应用。

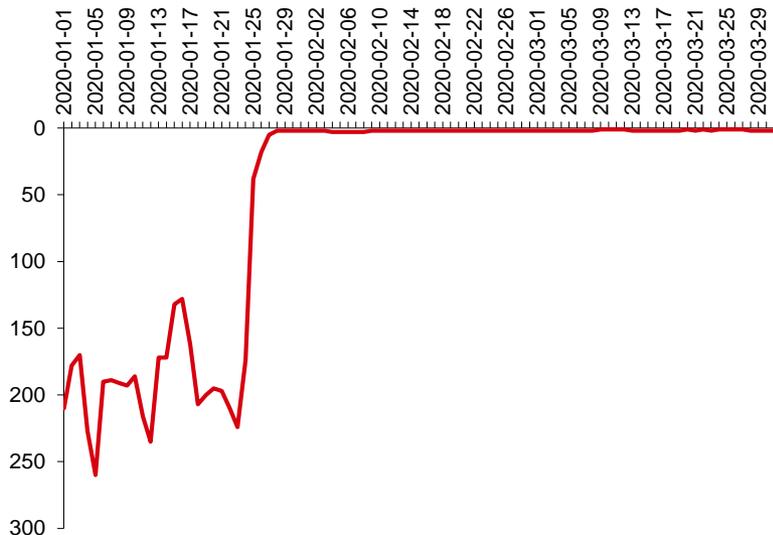


### 全面安全保障

国内首家通过SOC2Type2审计的企业办公产品，国际权威认证，银行级别加密水平，为企业数据安全提供可靠保障。

- 2019年12月底, 腾讯上线腾讯云旗下音视频会议产品: 腾讯会议, 推出两个月内日活跃账户已超过1000万
- 全球抗疫, 腾讯会议紧急研发上线国际版应用VooV Meeting

## 腾讯会议在国内商务APP排名



资料来源: 七麦数据, 中信证券研究部

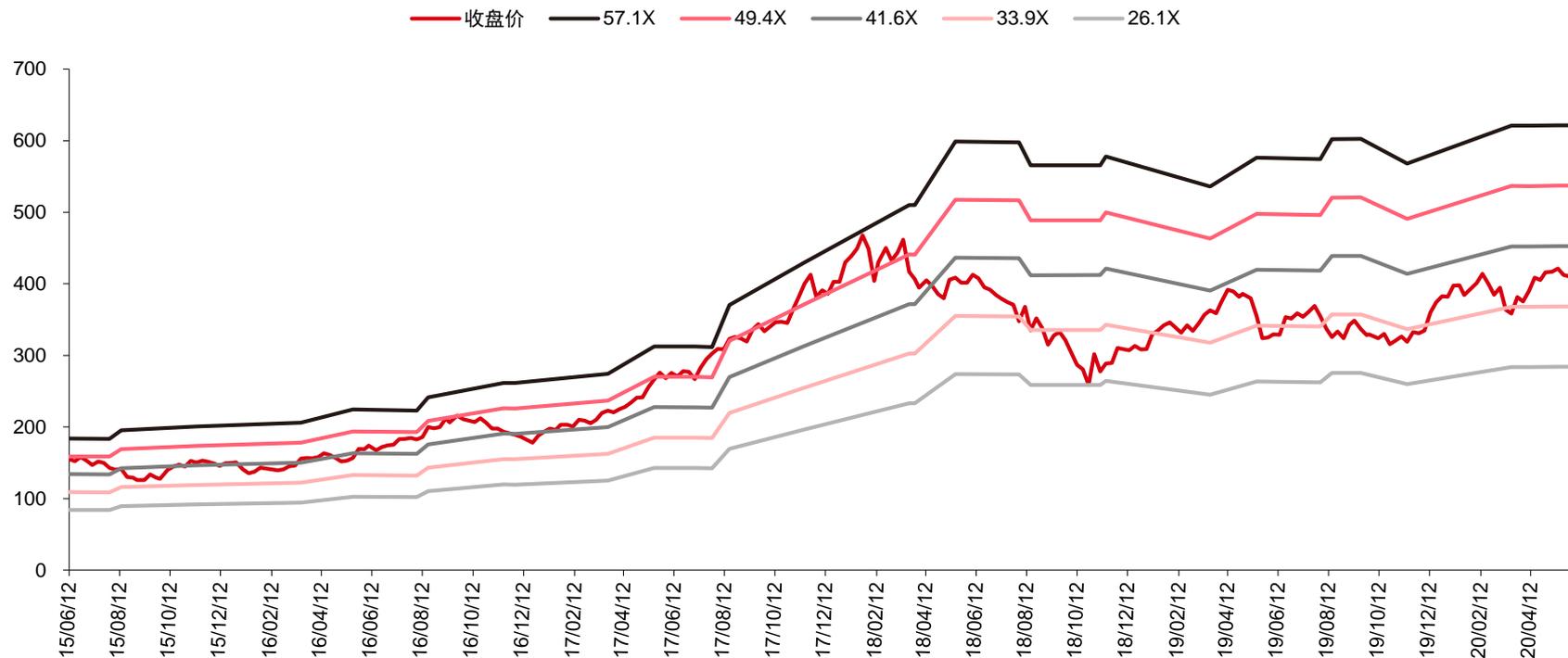
## VooV Meeting 下载界面



资料来源: App Store

# 腾讯(00700.HK): 估值处于历史中枢下方

## 腾讯过去五年PE-BAND (TTM)



资料来源: wind, 中信证券研究部

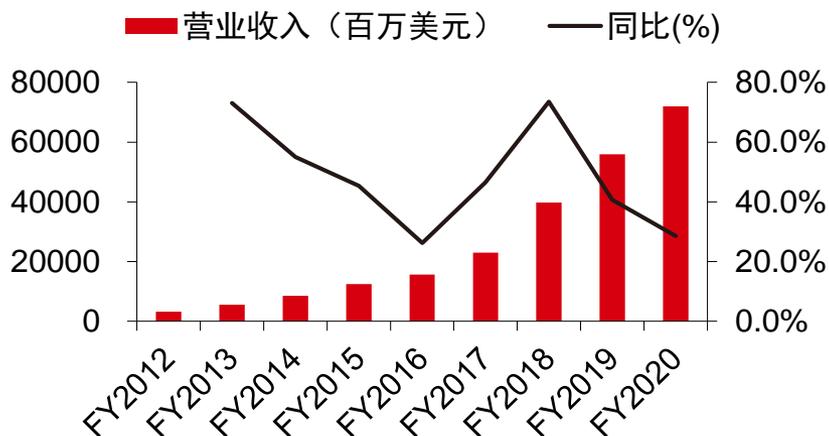
# 腾讯(00700.HK): 盈利预测

## 腾讯盈利预测

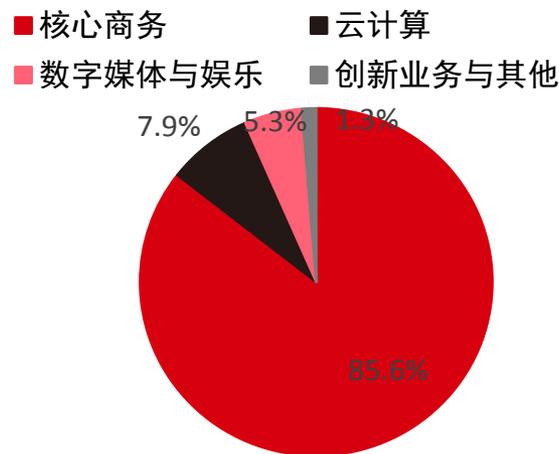
年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入 (亿元)	3,127	3,773	4,582	5,541	6,596
YoY (%)	32%	21%	21%	21%	19%
净利润 (GAAP, 亿元)	787	933	1,107	1,344	1,589
YoY(%)	10%	19%	19%	21%	18%
净利润 (Non-GAAP, 亿元)	775	944	1,127	1,371	1,624
YoY(%)	19%	27%	21%	20%	19%
P/E (GAAP)	58	49	40	33	28
P/E (Non-GAAP)	59	48	39	32	27

资料来源: 腾讯财报, 中信证券研究部预测

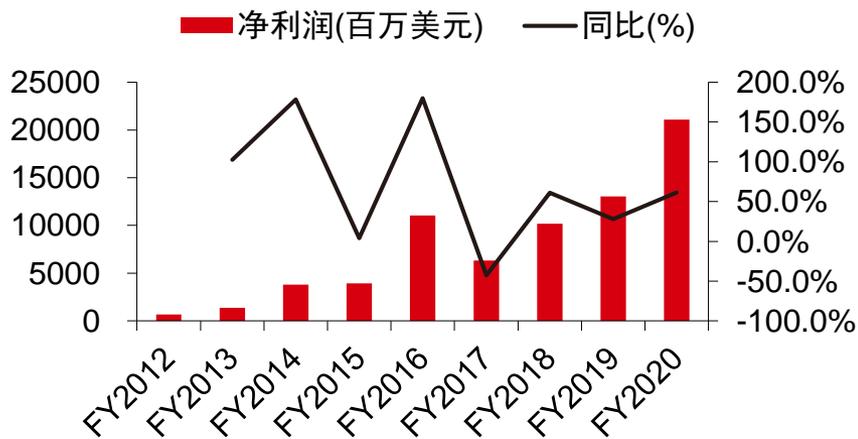
## 营业收入及同比增速



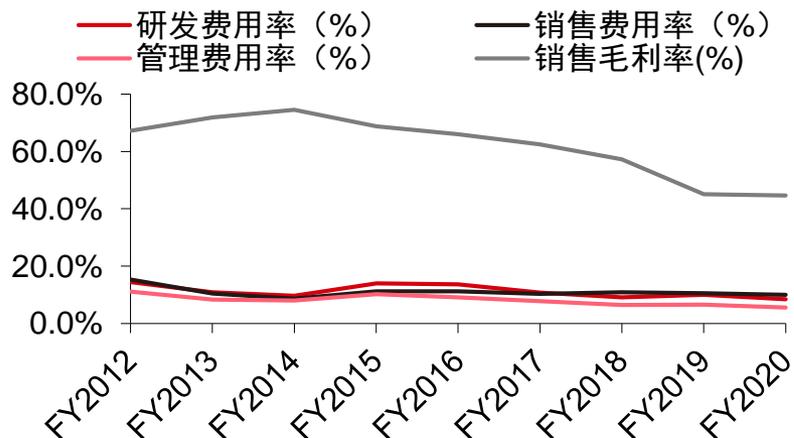
## 公司业务营收结构 (FY2020)



## 公司净利润



## 公司运营效率



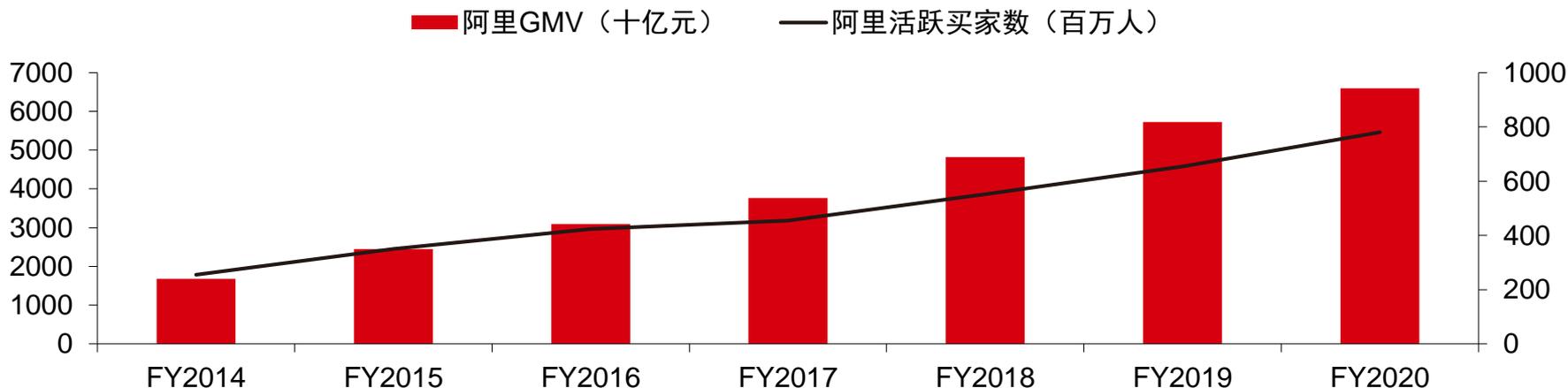
# 阿里巴巴(BABA.N): 电商综合巨头

## 阿里巴巴商业版图

	Core Commerce <i>China Commerce Retail</i> 淘宝网 <sup>TM</sup> 天猫 <sup>TM</sup> Tmall.com Taobao.com 聚划算 农村淘宝 天猫超市 Juhuasuan.com CWT.taobao.com Tmall.com 阿里妈妈 Tmall Global KADLA FRESHIPPO 聚果商业 China Commerce Wholesale 阿里巴巴 International Commerce Retail AliExpress Lazada International Commerce Wholesale Alibaba.com Cainiao Logistics Services 菜鸟 Local Consumer Services 饿了么 口碑	Cloud Computing Alibaba Cloud	Digital Media & Entertainment UC UC News YOUKU 优酷 Tudou 阿里体育 阿里音乐 Tmall TV 阿里巴巴影业 大麦	Innovation Initiatives & Others 高德地图 AliOS 钉钉 天猫精灵 芝麻文娱	Un-allocated <sup>(2)</sup>	Consolidated
FY20 Revenue (MM)	RMB436,104 US\$61,590 35% YoY	RMB40,016 US\$5,651 62% YoY	RMB26,948 US\$3,806 12% YoY	RMB6,643 US\$938 42% YoY	-	RMB509,711 US\$71,985 35% YoY
FY20 Adjusted EBITA (MM)	RMB165,800 US\$23,415	RMB(1,414) US\$(199)	RMB(11,116) US\$(1,570)	RMB(8,815) US\$(1,245)	RMB(7,319) US\$(1,034)	RMB137,136 US\$19,367
FY20 Adjusted EBITA Margin (%)	38%	(4%)	(41%)	(133%)	-	27%

# 阿里巴巴(BABA.N): 中国电子商务绝对龙头

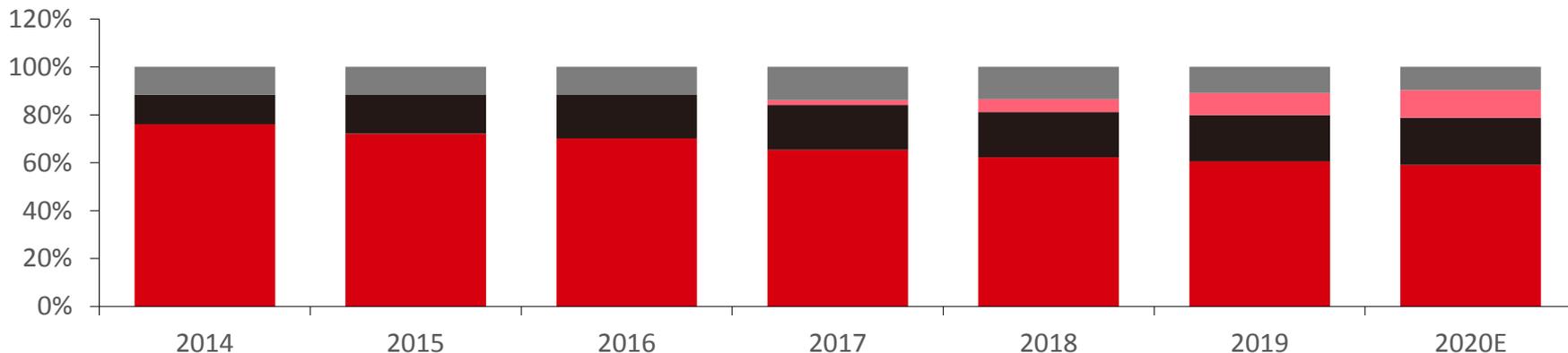
## 阿里GMV与活跃买家人数



资料来源: 阿里巴巴财报, 中信证券研究部

## 中国电商市场份额 (按GMV)

■ 阿里巴巴 ■ 京东 ■ PDD ■ 其他



资料来源: 艾瑞咨询 (含预测), 中信证券研究部

- 支付：以流水手续费及提现手续费为主，成本为ISV手续费、网关连接费、商户验证费
- 信用：按调用次数计费，分为个人与企业两类，费率在0.3-5元/次
- 金融产品：收入包括自有及控股并表收入，合作伙伴业务拓展服务费以及技术服务费等
- 技术输出：类似于云服务IT服务方式收费

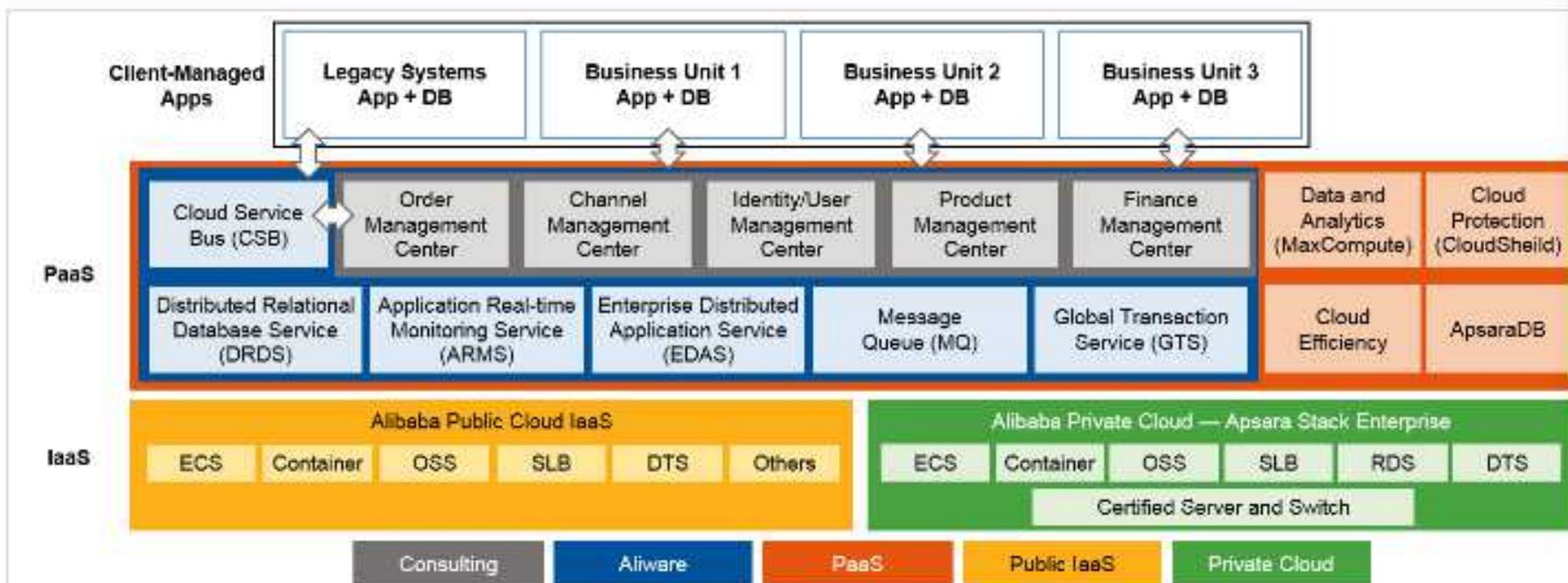
## 蚂蚁金服金融牌照

牌照类型	牌照名	牌照主体	持股比例	获得/注册时间
支付	第三方支付	支付宝	100%	2011.05
	基金销售支付			2012.05
基金	基金管理	天弘基金	51%	2013.06
	基金销售	蚂蚁（杭州）基金销售	68.83%	2015.04
保险	财险、车险	众安保险	13.54%	2013.03
	财险	国泰产险	51%	2015.09
	相互保险	信美人寿	34.5%	2016.06
	保险经纪	保进保险	100%	2017.07
	健康险	阿里健康保险	尚未批筹	未获得
小贷	网络小贷	蚂蚁小微小贷	100%	2013.08
		蚂蚁商诚小贷	100%	2011.06
银行	民营银行	网商银行	30%	2014.09

# 阿里巴巴(BABA.N): “飞天”为基, 覆盖IaaS+PaaS

- “飞天” (Apsara) 是阿里云于2009年成立时即自主研发、服务全球的超大规模通用计算操作系统
- 阿里云为全球客户部署200多个飞天数据中心, 通过底层统一的飞天操作系统, 实现10亿GB级的大数据存储和分析能力, 10K (单集群1万台服务器) 的任务分布式部署和监控调度能力

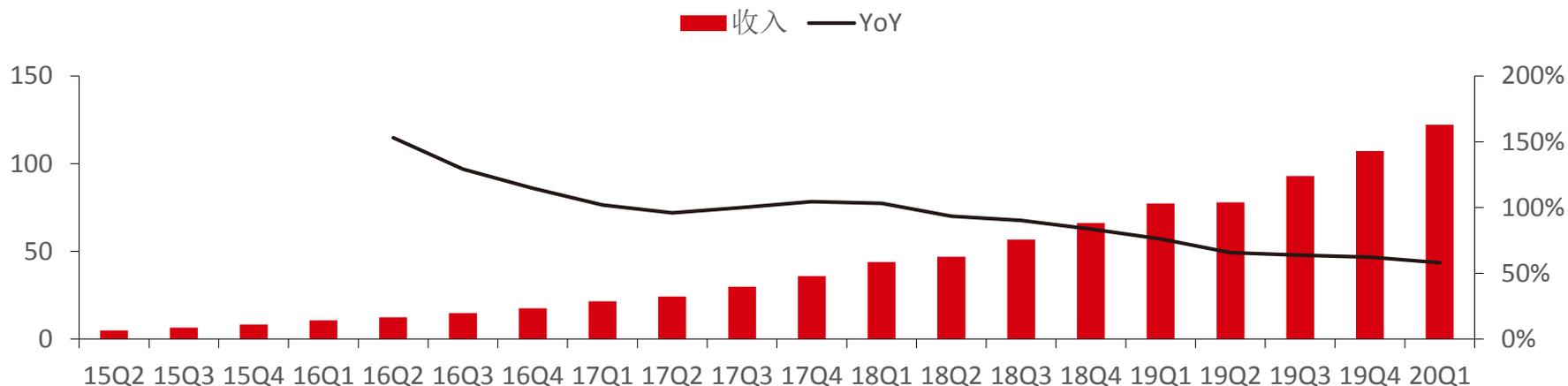
阿里云产品结构



资料来源: 阿里云官网

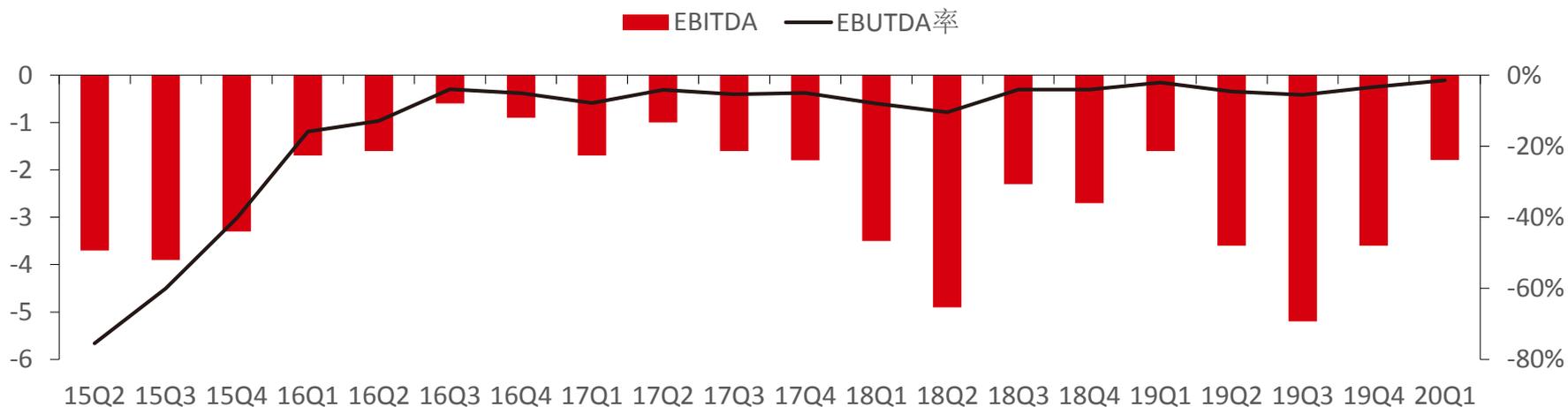
# 阿里巴巴(BABA.N): 阿里云年收入超400亿元

## 阿里云收入 (亿元)



资料来源: 阿里巴巴财报, 中信证券研究部

## 阿里云EBITDA (亿元)

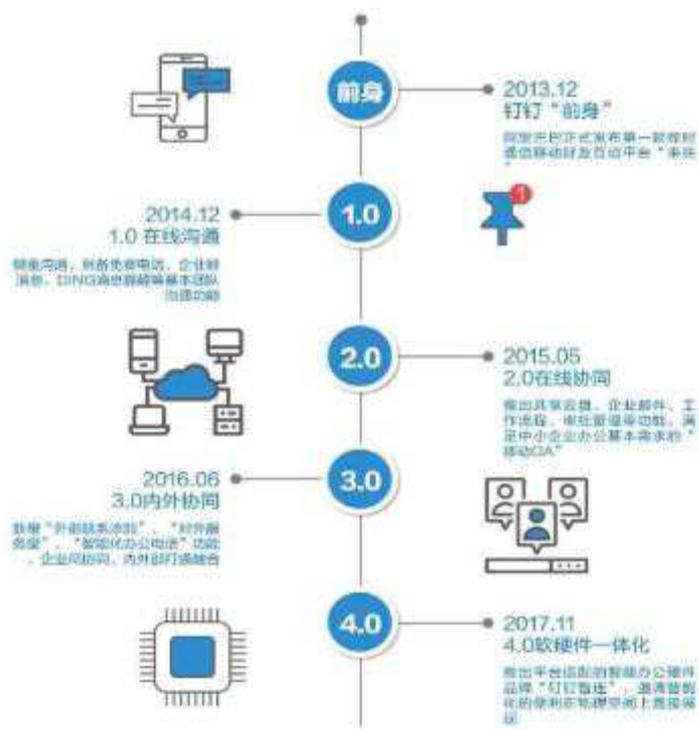


资料来源: 阿里巴巴财报, 中信证券研究部

# 阿里巴巴(BABA.N): 钉钉背靠阿里云, 注重企业内部管理

- 钉钉背靠阿里云等基础设施以及电子商务积累的大量2B资源, 企业组织数超过1000万
- 注重企业内部管理, 提供智能人事、薪酬、考勤、审批解决方案, 被国内中小企业采用

## 钉钉发展历程

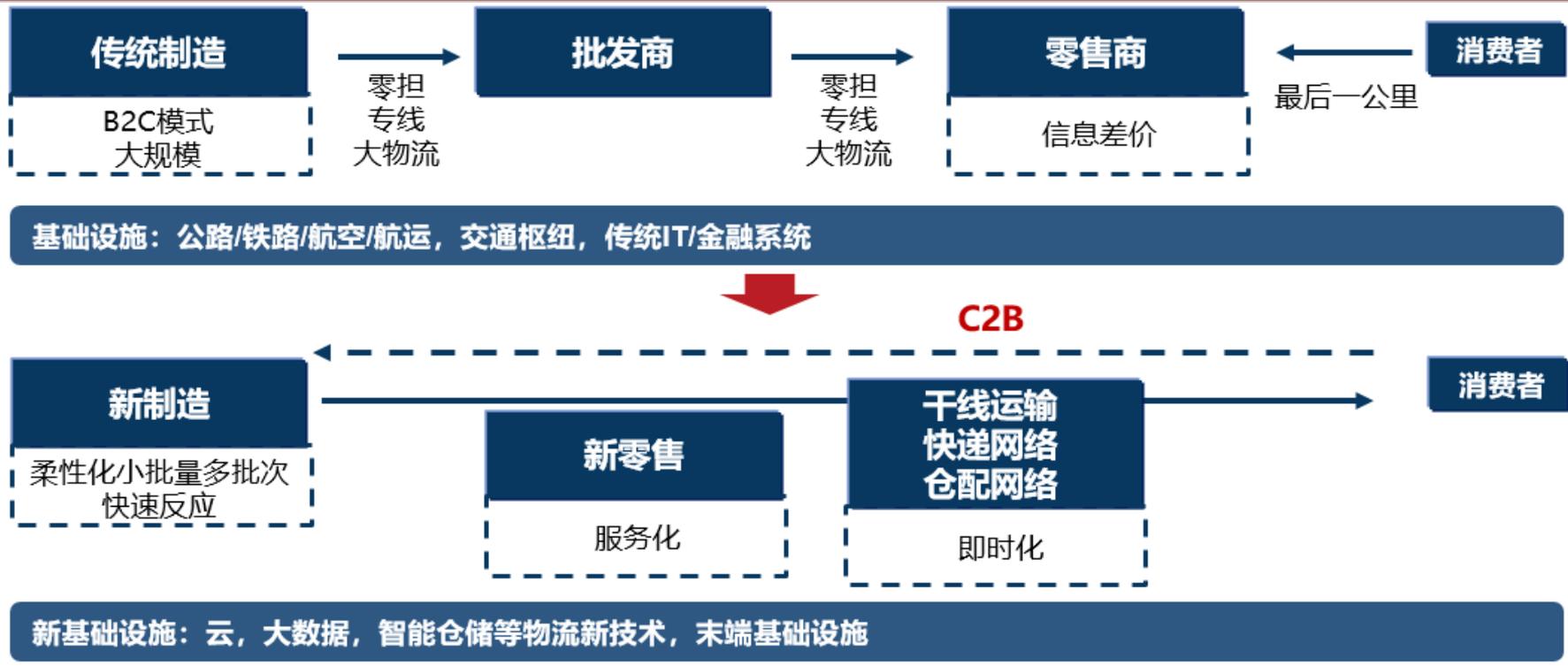


## 钉钉软件界面



- 新制造、新零售催化未来日均包裹量或达10亿级别，服务时效及质量要求进一步提升，物流作为新商业基础设施亟需智能化升级

## 新制造与新零售演进催生新物流出现



# 阿里巴巴(BABA.N): 大文娱是电商外的流量和数据来源

- 数字媒体与娱乐业务是阿里数字化、生态化布局中的重要组成部分，为整个阿里生态提供流量和数据，与电商等核心业务协同
- 2019财年数字媒体和娱乐业务移动MAU超过5亿

## 阿里数字媒体与娱乐业务布局



资料来源：logo来自各公司官网，中信证券研究部绘制

# 阿里巴巴(BABA.N): 达摩院布局基础科学

- 阿里巴巴达摩院成立于2017年10月11日，致力于探索科技未知，以人类愿景为驱动力，开展基础科学和创新性技术研究。
- 阿里巴巴创始人马云对达摩院的发展提出三个要求：“活得要比阿里巴巴长”、“服务全世界至少20亿人口”、“必须面向未来、用科技解决未来的问题”。

壹

机器智能

语音、视觉智能、语言  
技术、决策智能、城市  
大脑五个实验室

贰

数据计算

计算技术、智能计算、  
数据库与存储三个实验  
室

叁

机器人

智能交通实验室

達摩院

ALIBABA DAMO ACADEMY

肆

金融科技

金融智能、区块链、生  
物识别三个实验室

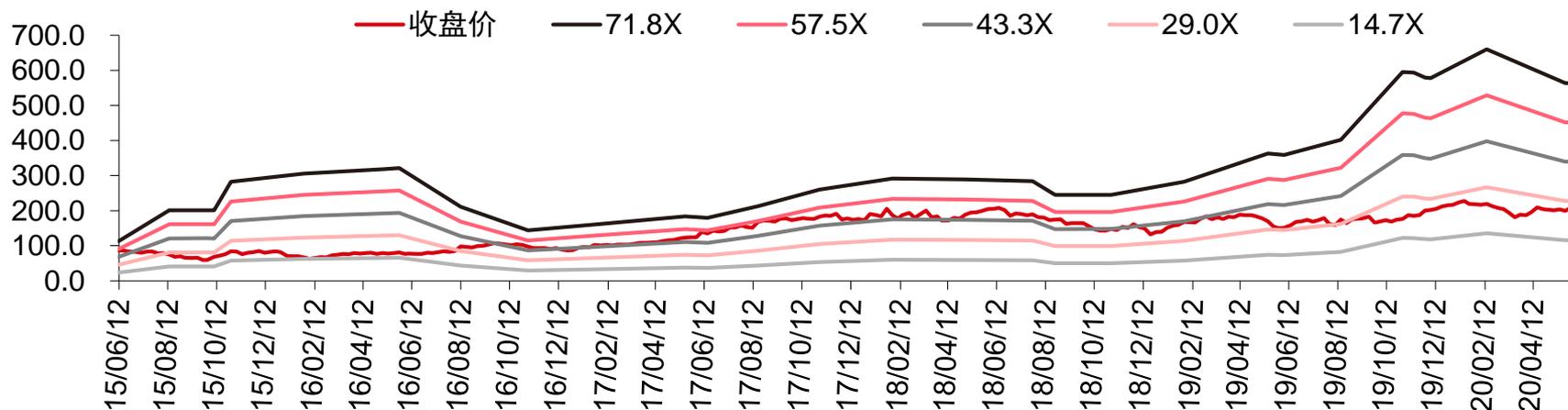
伍

X实验室

量子实验室、人工智能  
实验室

# 阿里巴巴(BABA.N): 估值与盈利预测

## 阿里巴巴PE BAND



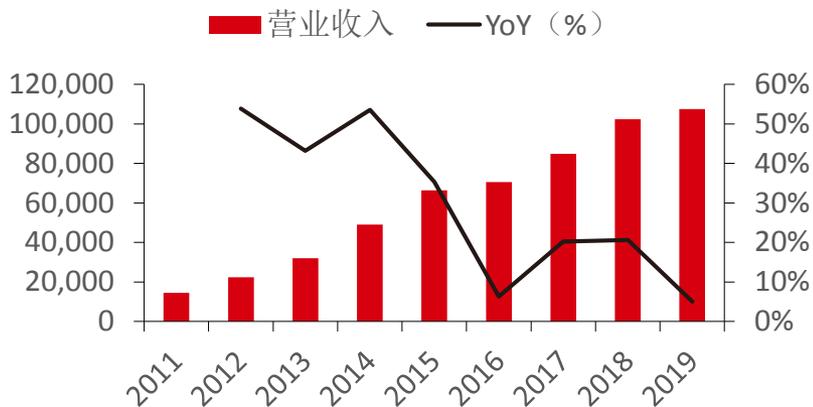
资料来源: wind, 中信证券研究部

## 阿里巴巴盈利预测

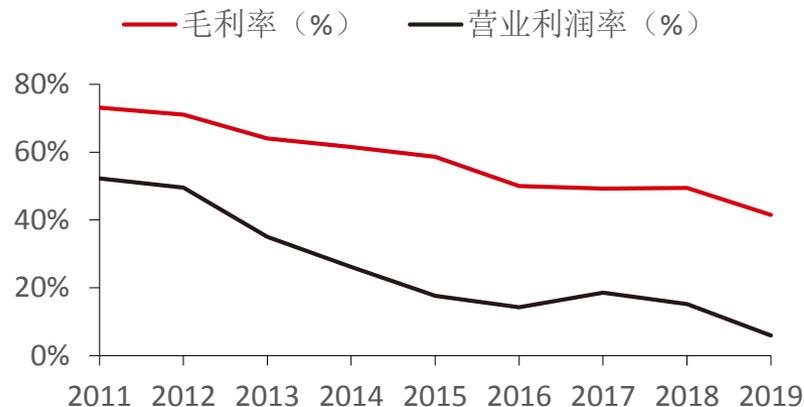
项目/年度	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入 (百万元)	376,844	509,711	653,041	803,542	960,501
增长率 YoY %	51%	35%	28%	23%	20%
归属普通股净利润 (GAAP)	87,600	149,263	120,331	159,400	196,299
增长率 YoY %	37%	70%	-19%	32%	23%
净利润 (非 GAAP)	93,407	132,479	160,345	199,607	243,554
增长率 YoY %	12%	42%	21%	24%	22%
PE (GAAP, US)	45	32	26	21	17

资料来源: 阿里巴巴财报, 中信证券研究部预测

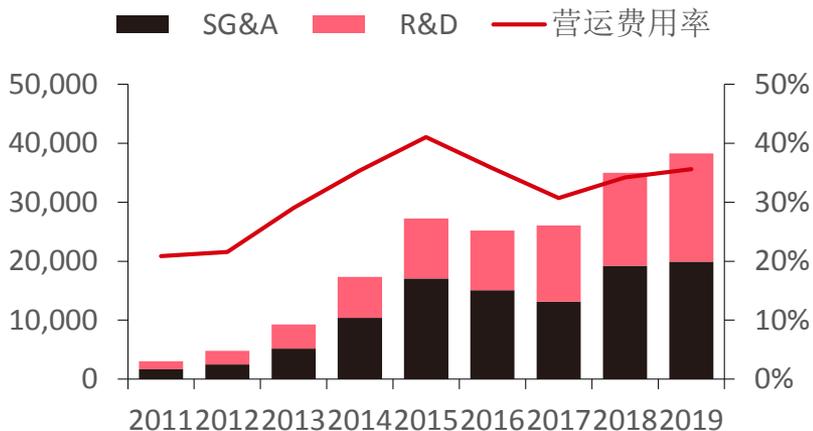
## 百度的营业收入及增速 (百万人民币)



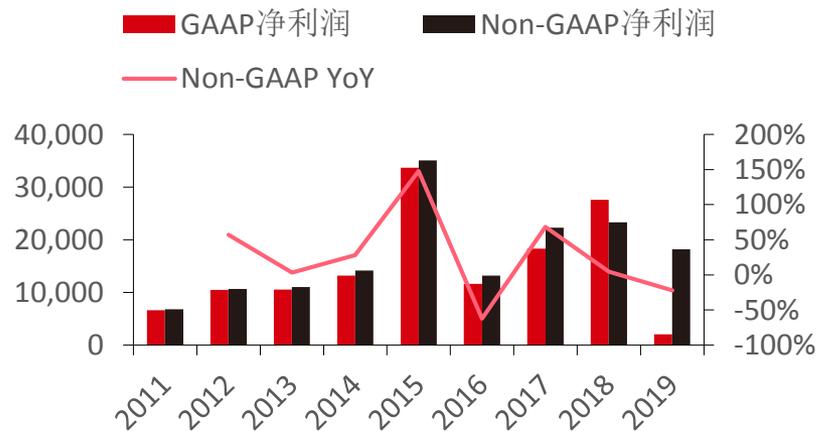
## 百度的利润率情况



## 百度的费用率情况 (百万人民币)



## 百度的净利润及增速 (百万人民币)



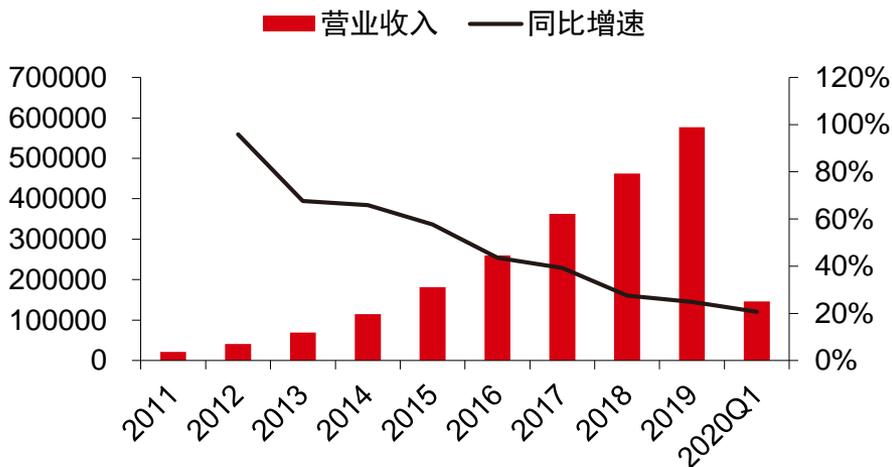
资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

# 百度(BIDU.O): 盈利预测与估值表

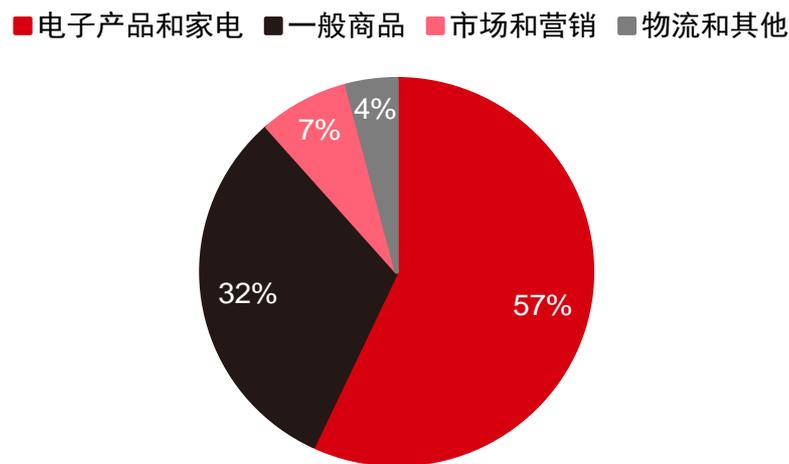
## 百度的营收、净利润增长预测和对应的估值水平

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	102,277	107,413	110,062	125,717	139,268
YoY	20.60%	5.02%	2.47%	14.22%	10.78%
GAAP净利润(百万元)	27,573	2,057	10,668	16,731	21,591
YoY	50.70%	-92.54%	418.60%	56.84%	29.05%
non-GAAP净利润(百万元)	23,324	18,182	14,912	20,645	25,805
YoY	4.70%	-22.05%	-17.98%	38.45%	24.99%
ROE	19.8%	1.3%	7.3%	9.6%	10.2%
PE (GAAP)	11	146	28	18	14
PE (non-GAAP)	13	17	20	15	12

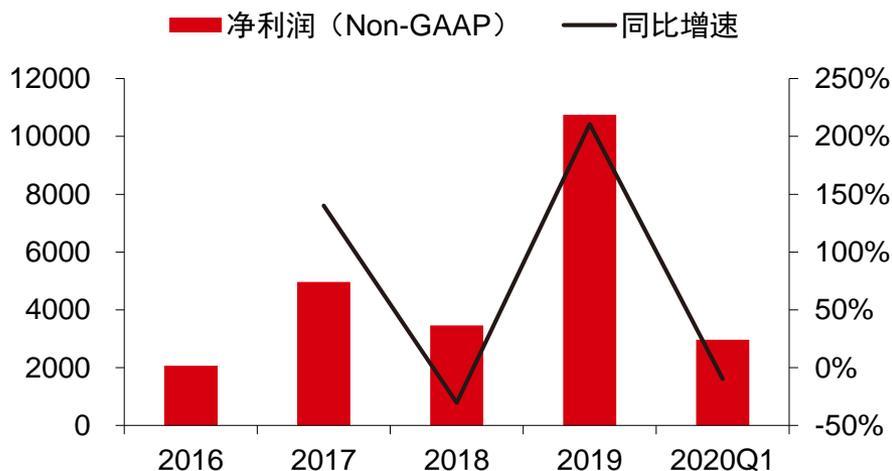
## 营业收入及增速 (百万元)



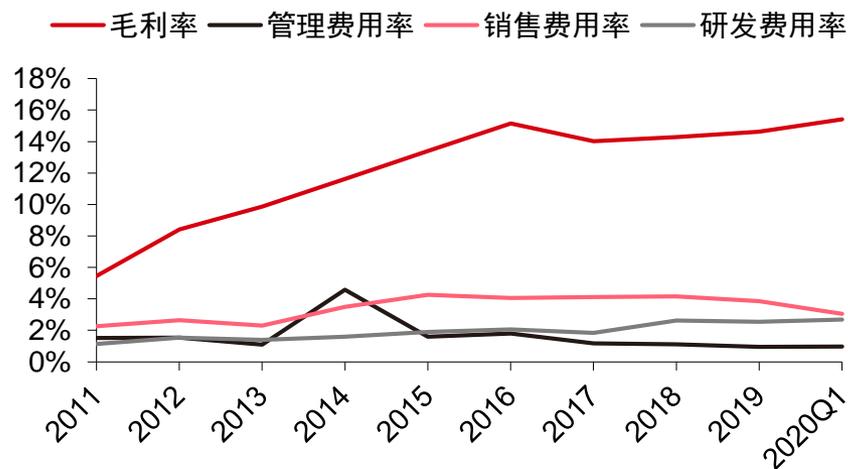
## 营业收入结构 (2019年)



## Non-GAAP净利润及增速 (百万元)



## 毛利率及期间费用率

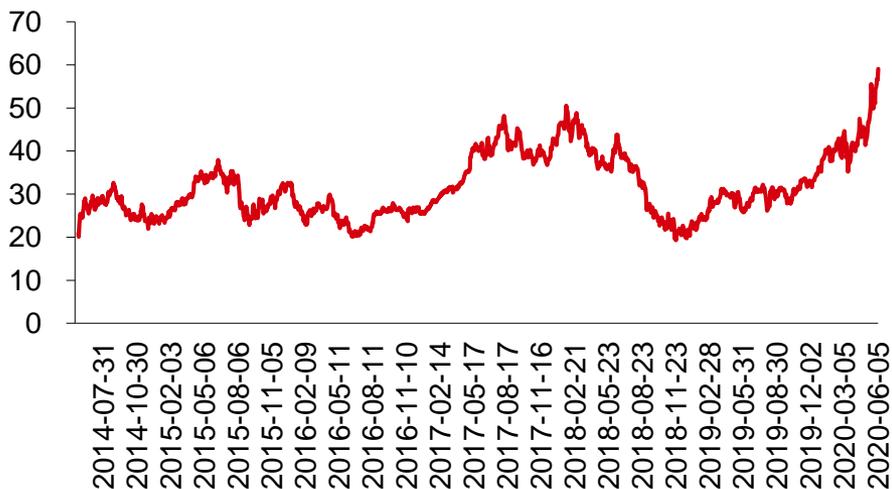


# 京东(JD.O): 公司概况

## 主营业务

业务板块	介绍	
京东零售	自营模式	从供应商采购产品直接向客户销售
	电商平台	向平台第三方商家收取交易佣金
	全渠道布局	与达达集团合作, 为客户和线下零售商提供全渠道解决方案; 与沃尔玛战略合作业务; 7FRESH生鲜食品超市业务
	营销服务	通过京东营销360平台等提供营销服务
京东物流	通过京东物流配送订单; 提供物流服务, 开放物流基础设施, 向第三方提供供应链及物流技术解决方案	
京东智能产业发展	拥有、开发和管理京东物流和第三方的物流设施和其他房地产	
技术创新	京东智联云平台	服务涉及人工智能、大数据分析 & 云计算等领域
其他创新业务	包括海外业务及医疗保健业务等	

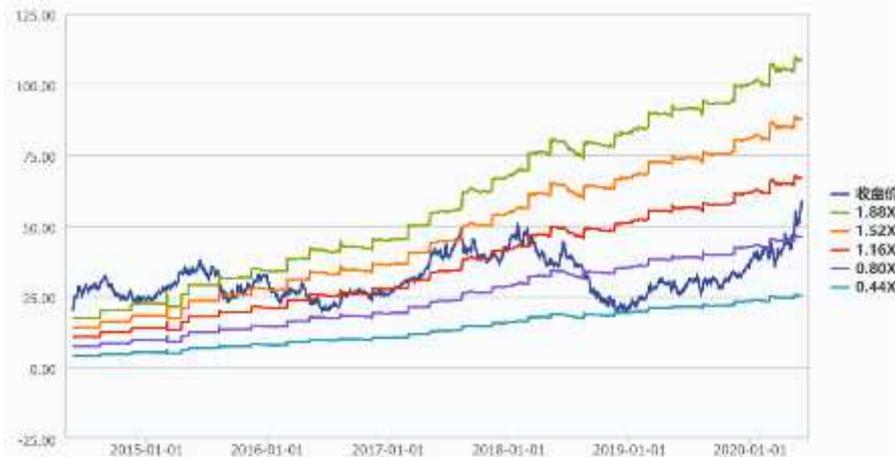
## 上市以来股价表现



## 发展历程

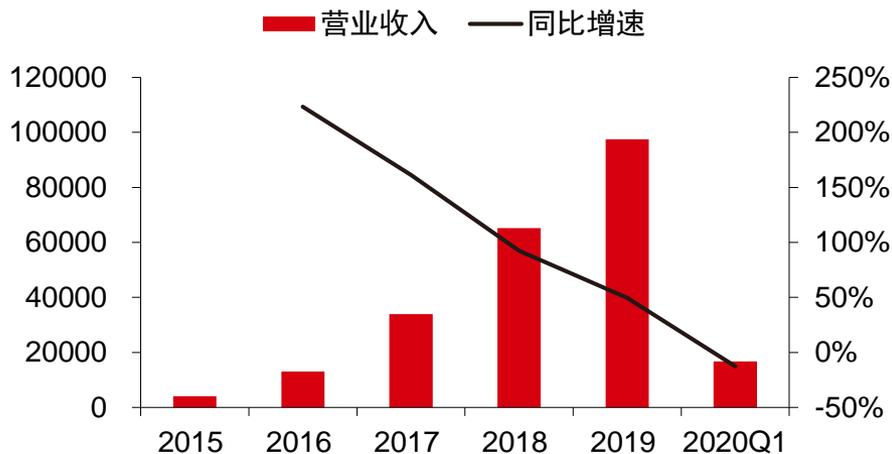


## PS band (TTM)

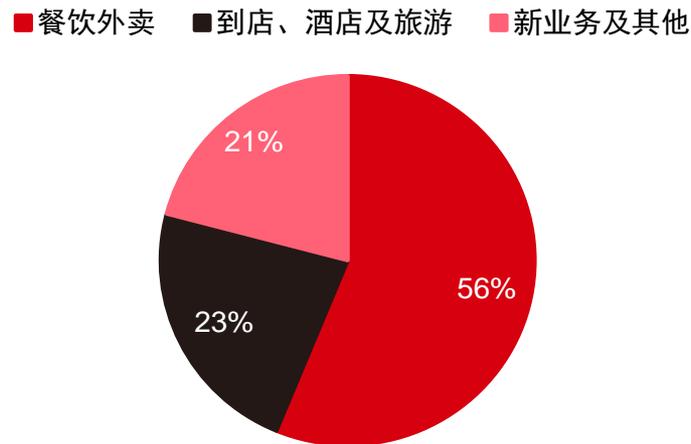


# 美团点评(03690.HK): 主要财务指标

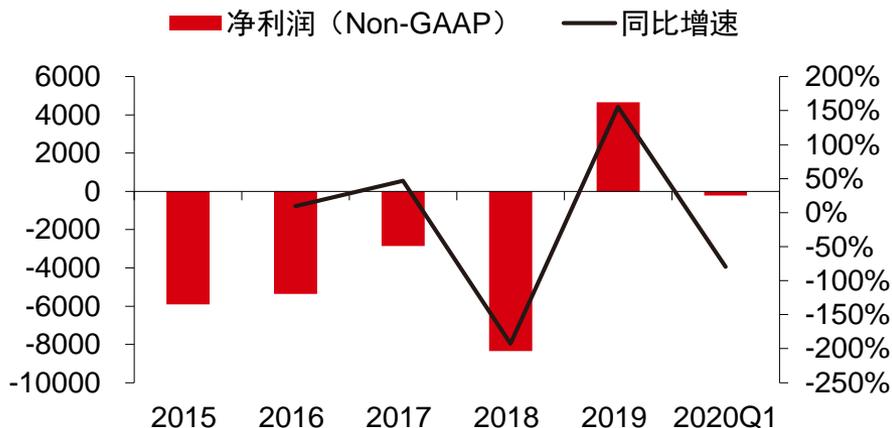
## 营业收入及增速 (百万元)



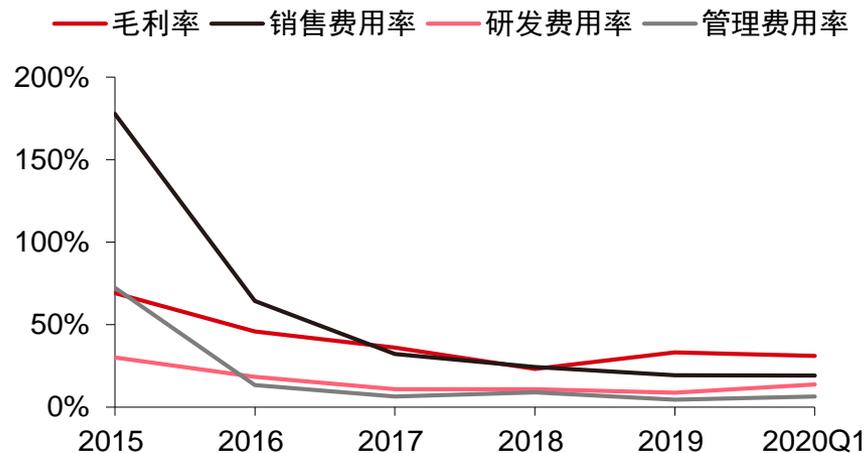
## 营业收入结构 (2019年)



## Non-GAAP净利润及增速 (百万元)



## 毛利率及期间费用率



# 美团点评(03690.HK): O2O领域绝对龙头

## 用户服务

 <p>美团 生活服务线上交易平台</p>	 <p>大众点评 生活信息线上搜索平台</p>
 <p>美团外卖 提供即时配送服务</p>	 <p>美团闪购 30分钟到货的生活卖场</p>
 <p>摩拜单车 单车业务</p>	 <p>美团跑腿 同城速达服务平台</p>
 <p>美团民宿 民宿短租预订品牌</p>	 <p>美团买菜 自营生鲜零售业务</p>
 <p>猫眼 在线娱乐票务服务等</p>	 <p>美团打车 提供拼车、网约车服务</p>

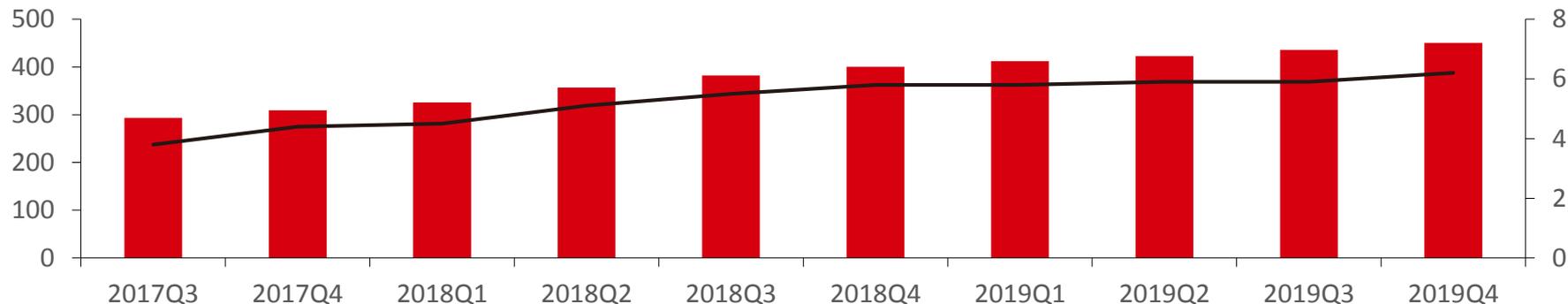
## 商户服务

 <p>美团外卖商家版 美团外卖商家业务管理系统的移动及个人电脑门户</p>	 <p>美团酒店商家版 美团点评酒店商家后台App</p>
 <p>美团管家 餐厅移动管理和数字化经营助手</p>	 <p>别样红 专业的连锁和中小酒店云PMS和数据服务商</p>
 <p>开店宝 美团点评商家后台APP</p>	 <p>快驴进货 餐厅供应链解决方案</p>

# 美团点评(03690.HK): 线下场景进一步线上化

## 美团交易用户及商家 (百万)

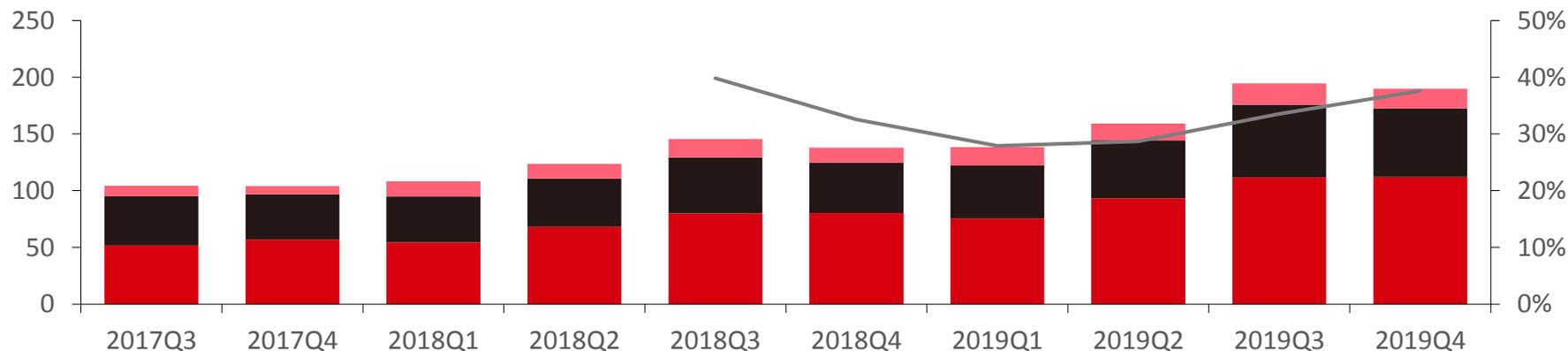
■ TTM年交易用户数 — TTM年活跃商家数



资料来源: 美团点评财报, 中信证券研究部

## 美团交易总额 (十亿元)

■ 餐饮外卖GTV ■ 到店酒店与旅游收入GVT ■ 新业务及其他收入GTV — 合计同比



资料来源: 美团点评财报, 中信证券研究部

# 美团点评(03690.HK): 公司估值与盈利预测表

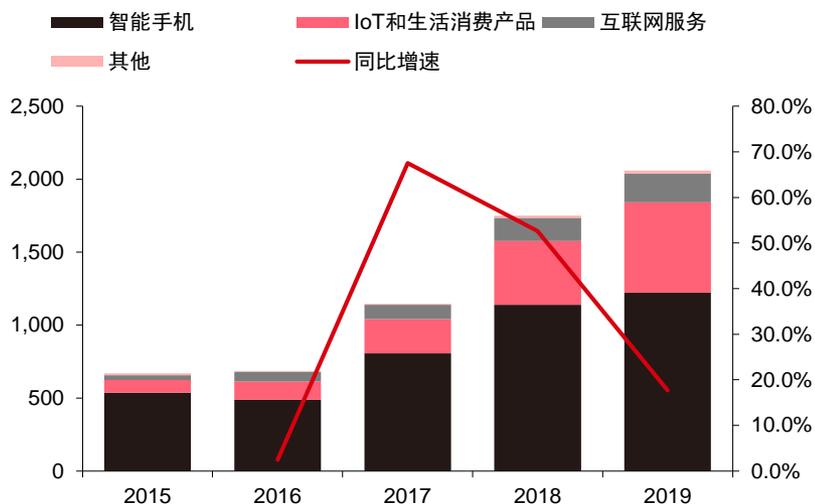
## PS band (TTM)



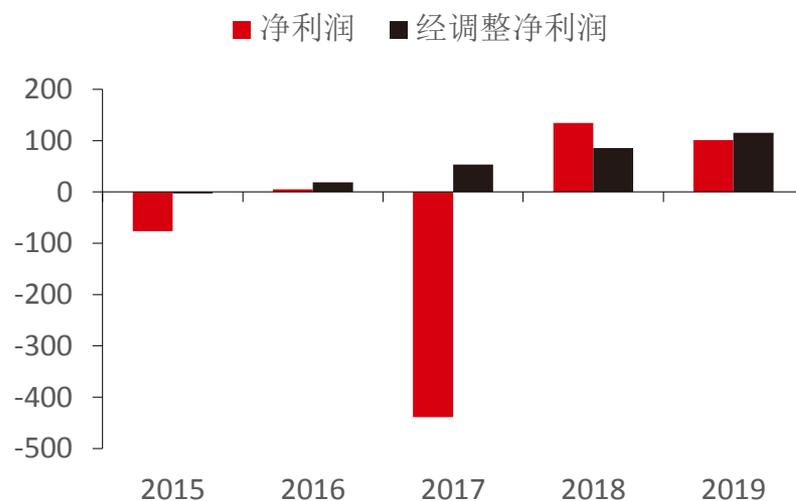
## 公司盈利预测表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	65,227	97,529	110,880	157,053	195,895
YoY	92%	50%	14%	42%	25%
Non-GAAP经营利润	-11,805	3,058	3,619	18,617	29,035
GAAP净利润	-115,447	2,239	1,898	13,187	21,502
Non-GAAP净利润	-8,517	4,657	5,143	17,046	25,433
YoY			10%	231%	49%
PS	15	11	9	7	6

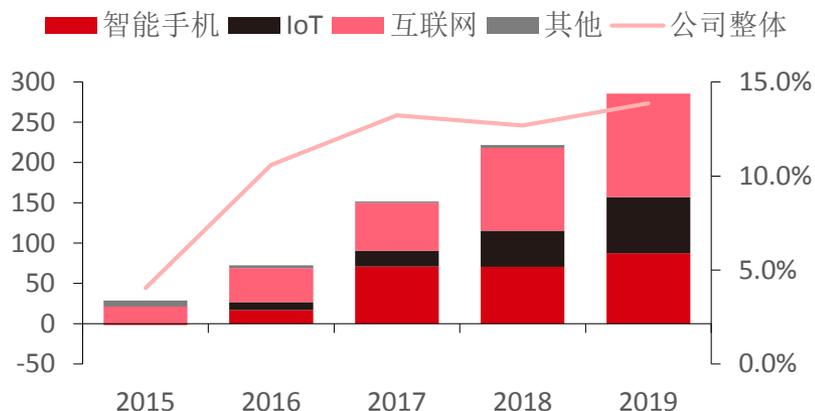
## 公司收入及拆分 (亿元)



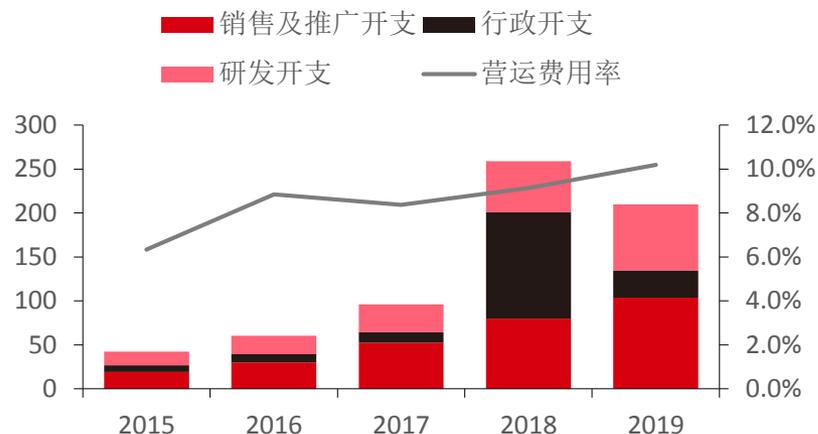
## 公司净利润 (亿元)



## 公司毛利及毛利率 (亿元)



## 公司运营费用 (亿元)



## 小米主要业务&产品矩阵

### 智能手机

#### 小米品牌



小米数字系列



小米MIX系列



小米CC系列

#### Redmi 品牌



Redmi K系列



Redmi Note系列



Redmi 数字系列

### IoT

#### 小米自营



电视



笔记本



空调



洗衣机



冰箱



AI音箱

#### 智能硬件产品



小米手环



移动电源



TWS耳机



小米净水器



九号平衡车



米家扫地机器人



智能摄像机



体重秤



米家智能门锁

#### 生活产品



家居用品



旅行箱



儿童积木

### 互联网服务



小米应用商店  
APP.MI.COM



小米有品

有品生活·更好选择



小米金融



小米互娱



小米音乐

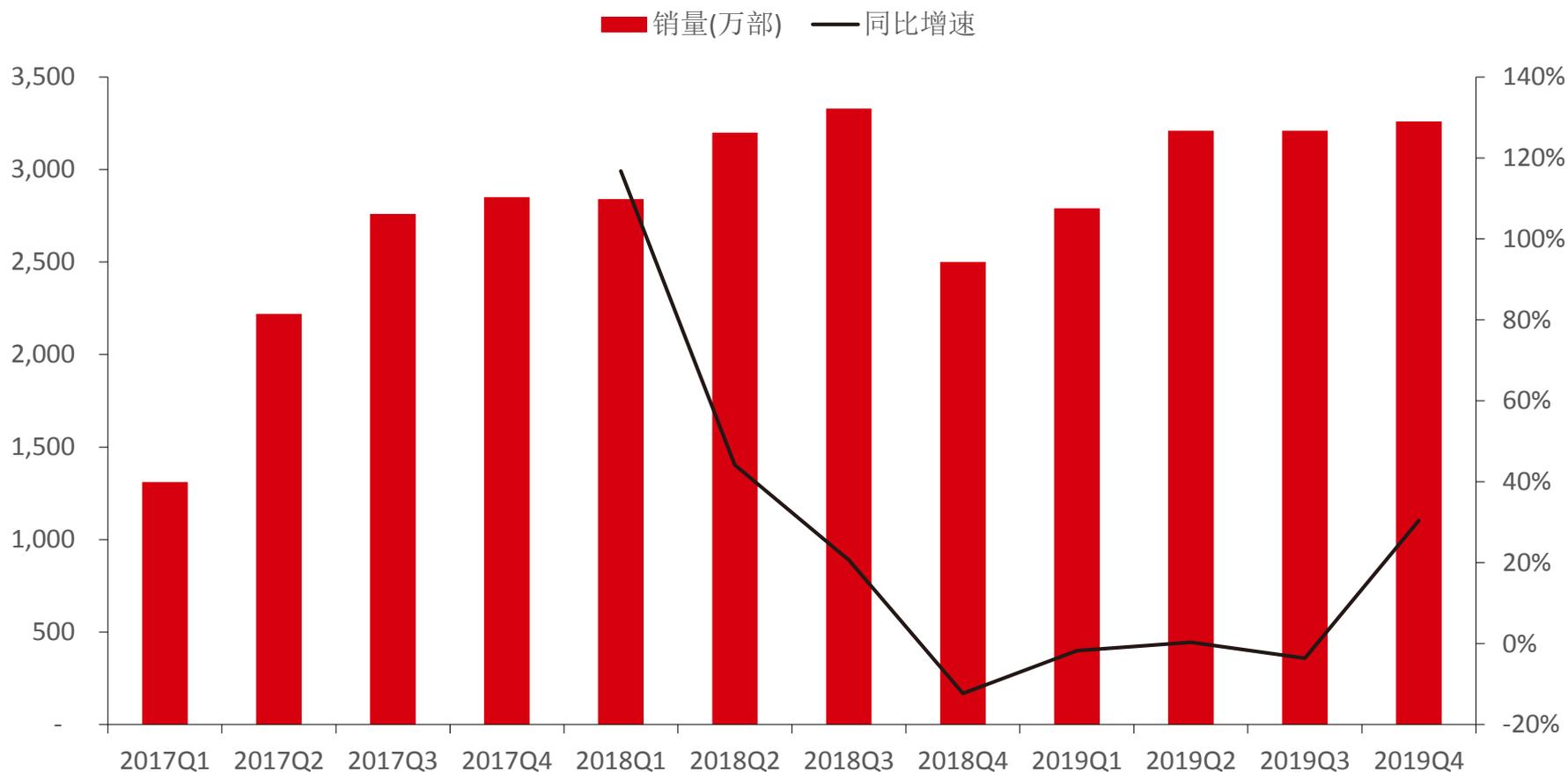


小米安全中心  
Xiaomi Security Center



多看阅读

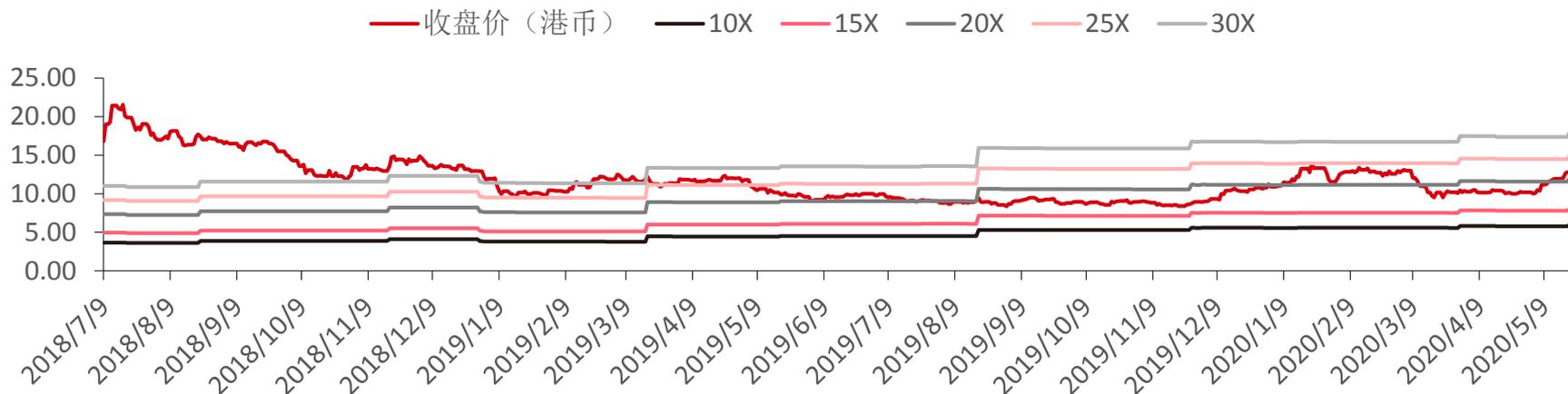
## 小米手机全球出货量



资料来源: 小米集团财报, 中信证券研究部

# 小米集团(01810.HK): 公司历史估值与盈利预测

## 公司历史PE BAND



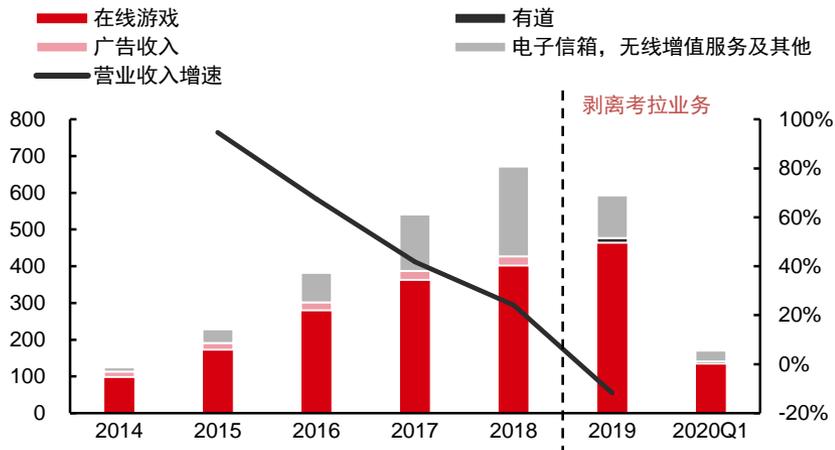
资料来源: 公司财报, wind, 中信证券研究部

## 公司盈利预测

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	1,749.15	2,058.39	2,491.98	2,972.35	3,482.23
增长率YoY%	52.6%	17.7%	21.1%	19.3%	17.2%
净利润(亿元)	85.56	115.30	135.38	161.77	193.45
增长率YoY%	351.3%	34.8%	17.4%	19.5%	19.6%
EPS(基本)(元)	0.36	0.48	0.56	0.67	0.81
毛利率%	12.7%	13.9%	14.5%	14.8%	14.8%
净资产收益率ROE	12.00%	14.18%	14.49%	14.99%	15.43%
每股净资产(元)	2.97	3.39	3.89	4.50	5.22
PE	37	27	23	19	16

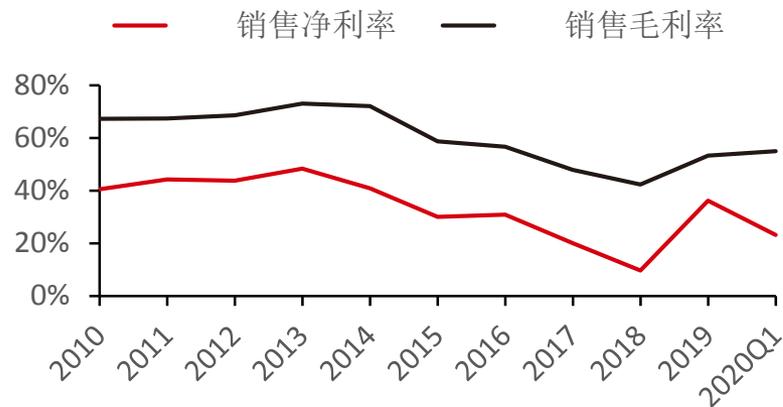
资料来源: 小米集团财报, wind, 中信证券研究部预测

## 公司收入 (亿元)



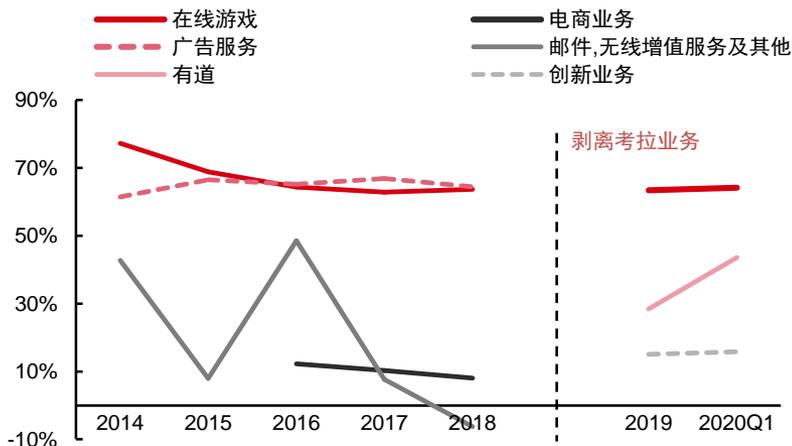
资料来源: 网易财报, 中信证券研究部

## 网易毛利率及净利率 (%)



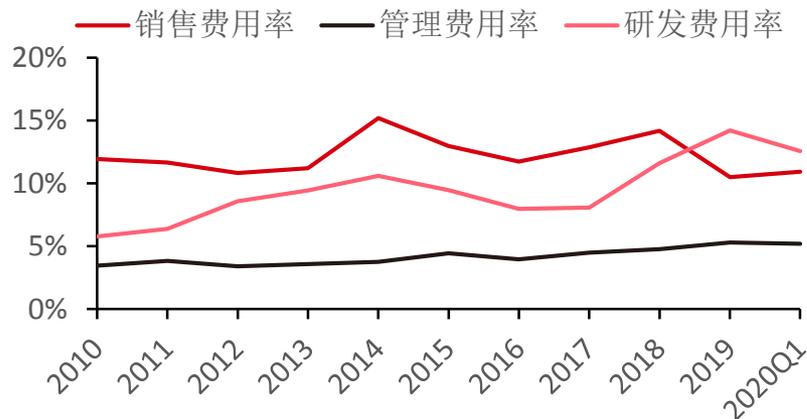
资料来源: 网易财报, 中信证券研究部

## 网易各业务毛利率 (%)



资料来源: 网易财报, 中信证券研究部

## 网易费用率 (%) 变化

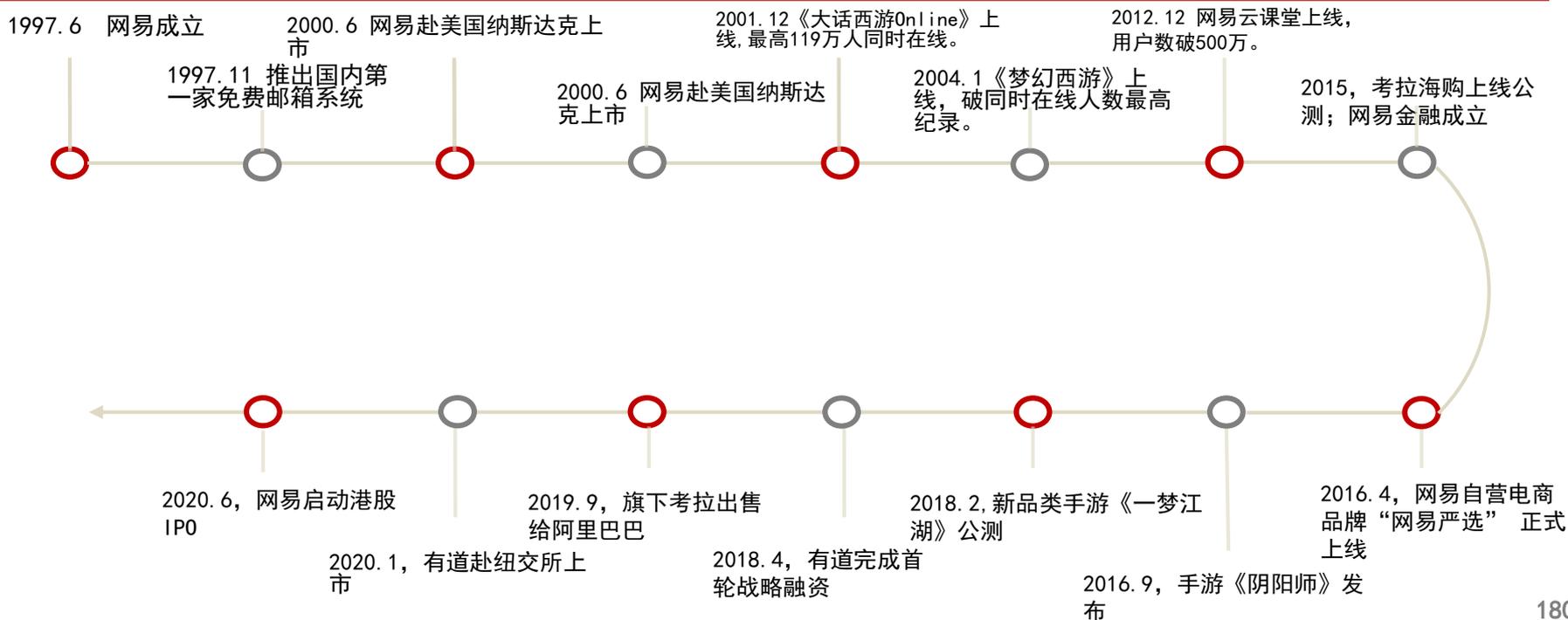


资料来源: 网易财报, 中信证券研究部

# 网易(NTES.O): 游戏为主, 综合性强

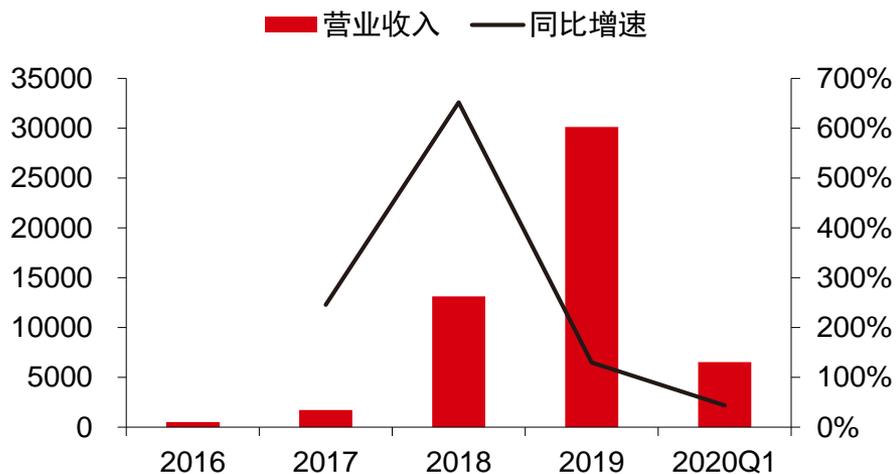
- 网易于1997年由丁磊创办, 2000年在美国NASDAQ交易所挂牌上市, 是中国领先的互联网公司, 全球领先的游戏开发与发行公司, 也是中国最大的电子邮件服务商, 并拥有中国领先的自营品质电商品牌、中国领先的在线音乐平台(网易云音乐)、在线教育平台(有道)、资讯传媒平台(网易新闻), 覆盖全中国超过10亿用户。
- 网易计划于2020年6月在港股二次发行上市, 计划发行不超过1.71亿股, 发售价上限为每股126港元, 融资规模约合28亿美元。在香港上市后, 公司香港上市股份与纳斯达克上市的美股存托股将完全可转换。

## 网易发展历程



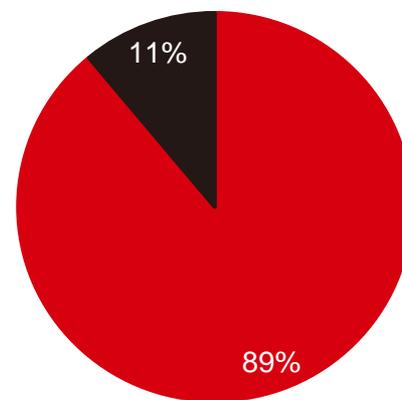
# 拼多多(PDD.O): 财务表现

## 营业收入及增速 (百万元)



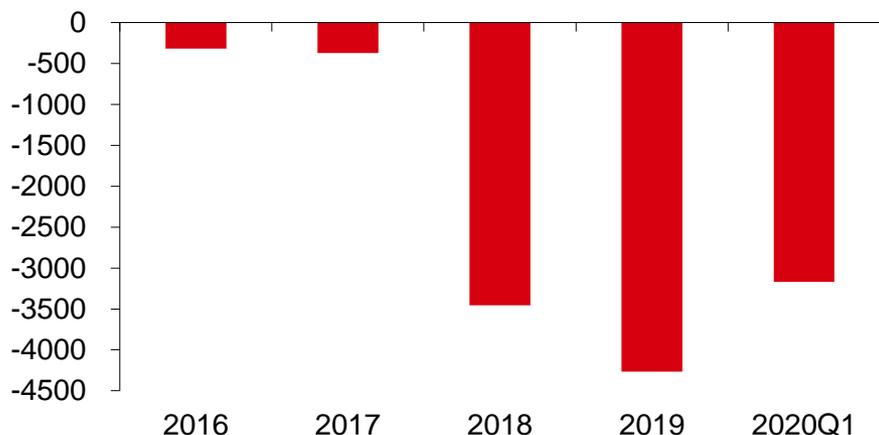
## 营业收入结构 (2019年)

■ 在线营销服务 ■ 交易服务



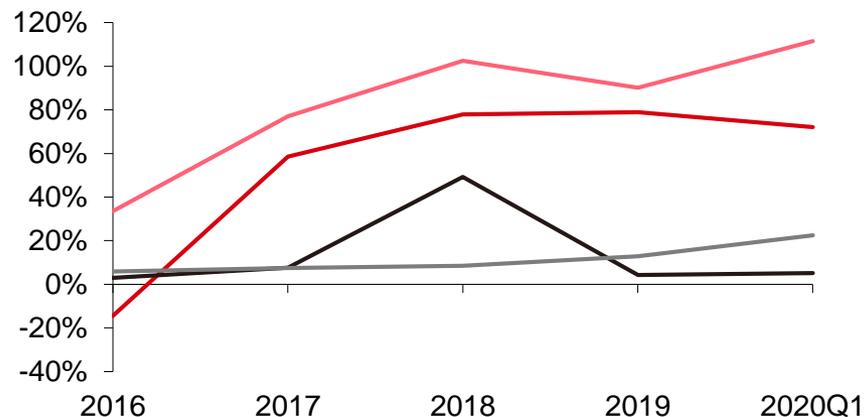
## Non-GAAP净利润及增速 (百万元)

■ 净利润 (Non-GAAP)



## 毛利率及期间费用率

— 毛利率 — 管理费用率 — 销售费用率 — 研发费用率

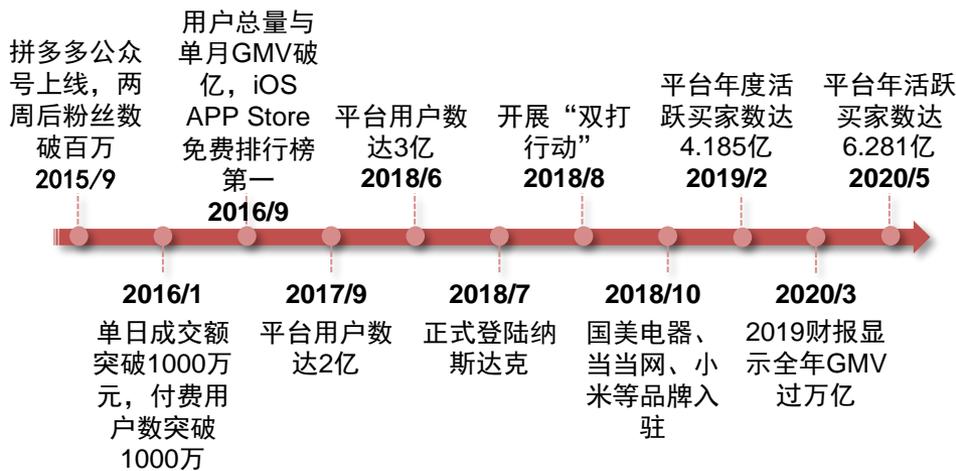


# 拼多多(PDD.O): 公司概况

## 营收来源

业务板块	项目	介绍
在线市场服务	在线营销服务	提供在线营销服务, 包括关键词竞价排名, 以及banner等形式的广告位展示
	交易服务	平台交易服务佣金
商品销售 (2017Q1后停止)	在线直销业务	

## 发展历程



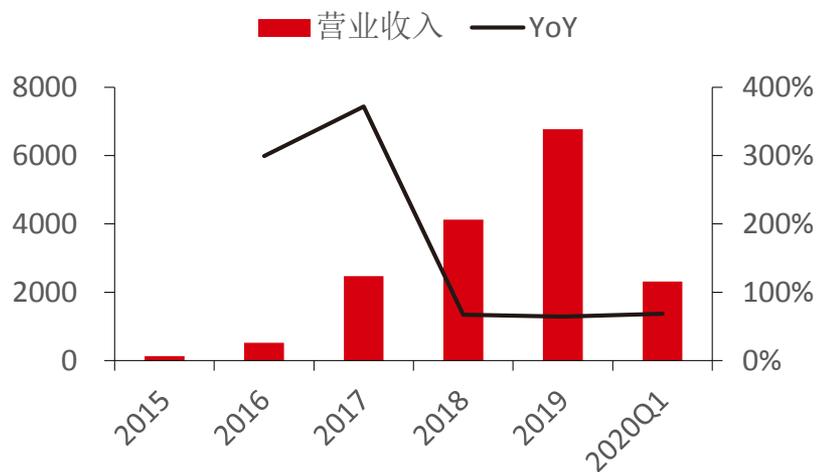
## 上市以来股价表现



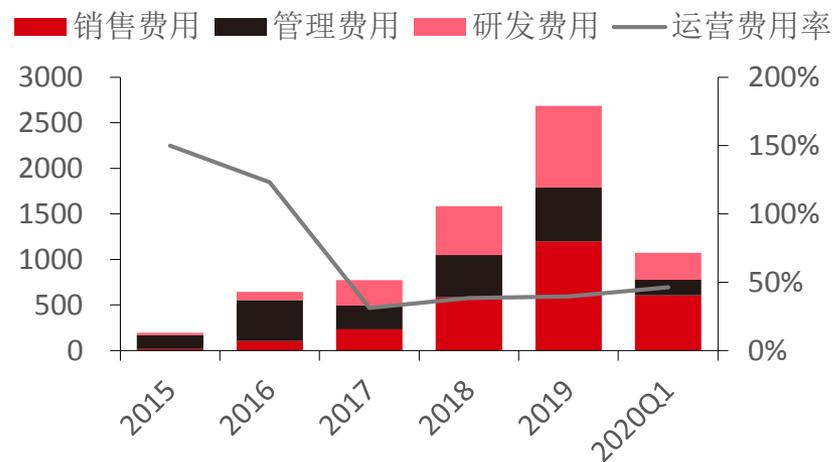
## PS band (TTM)



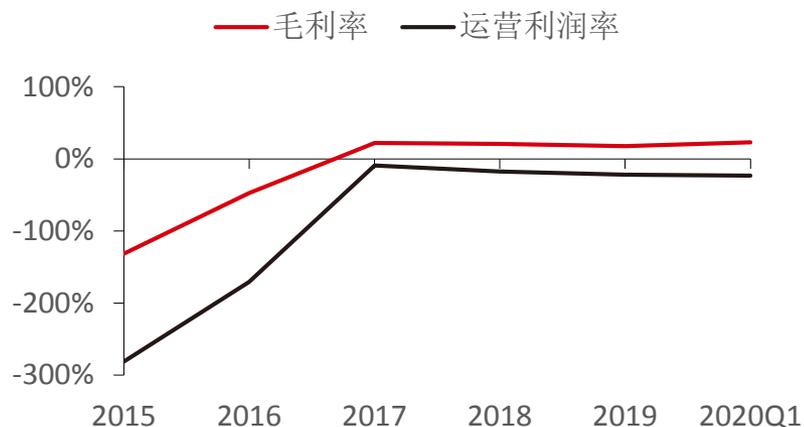
## 营业收入及增速 (百万元)



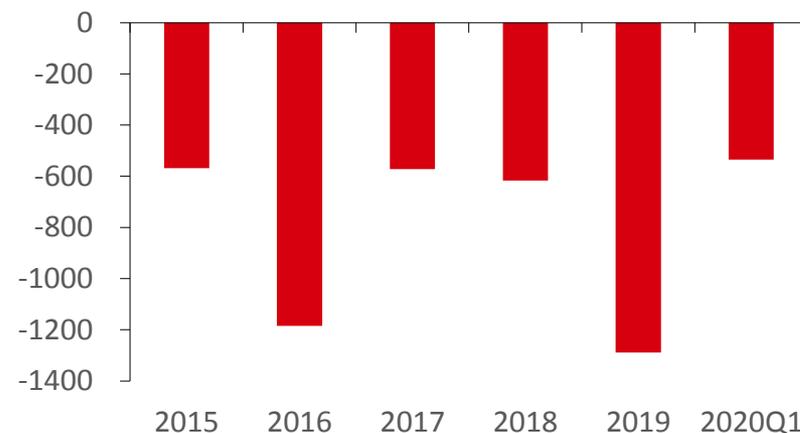
## 费用拆分 (百万元)



## 利润率



## 净利润 (百万元)



# Bilibili(BILI.O): 历史估值与盈利预测

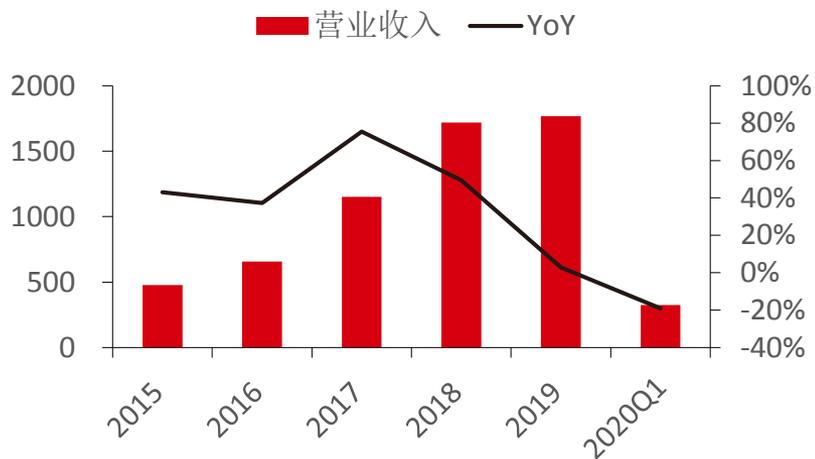
## 公司历史PS BAND



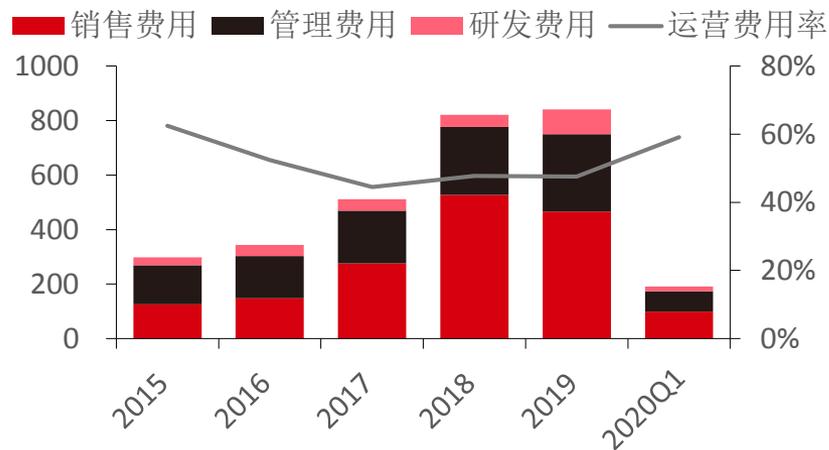
## 公司盈利预测

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4,129	6,778	10,933	16,166	23,367
营业收入增长率YoY	67%	64%	61%	48%	45%
净利润 (百万元)	-616	-1,289	-2,662	-1,901	423
净利润增长率YoY	-8%	-109%	-107%	29%	122%
PS	25	16	10	6	4

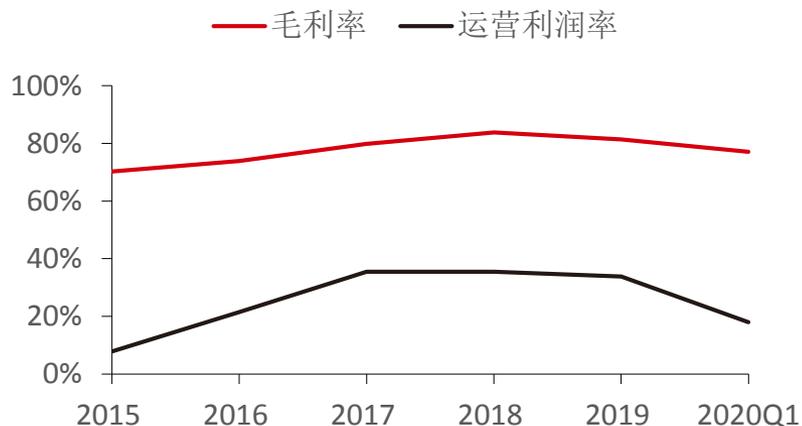
## 营业收入及增速 (百万美元)



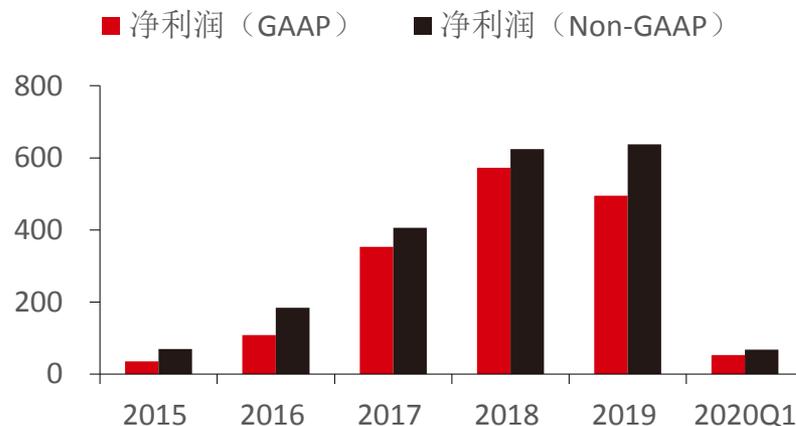
## 费用拆分 (百万美元)



## 利润率

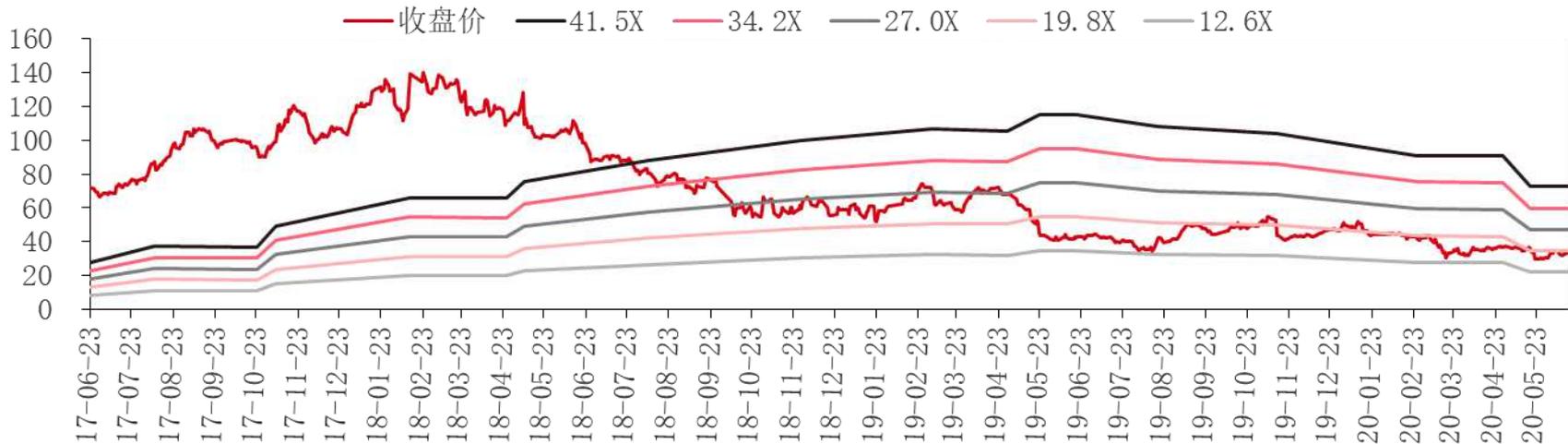


## 净利润 (百万美元)



# 微博(WB.O): 历史估值与盈利预测

## 公司历史PE BAND

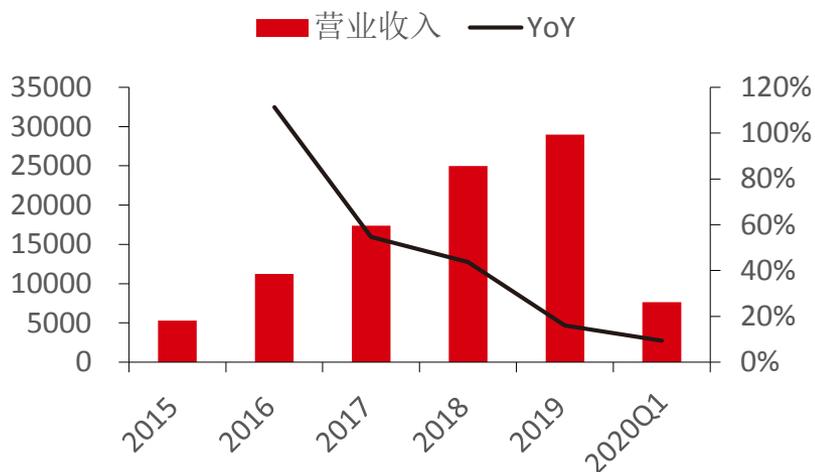


## 公司盈利预测

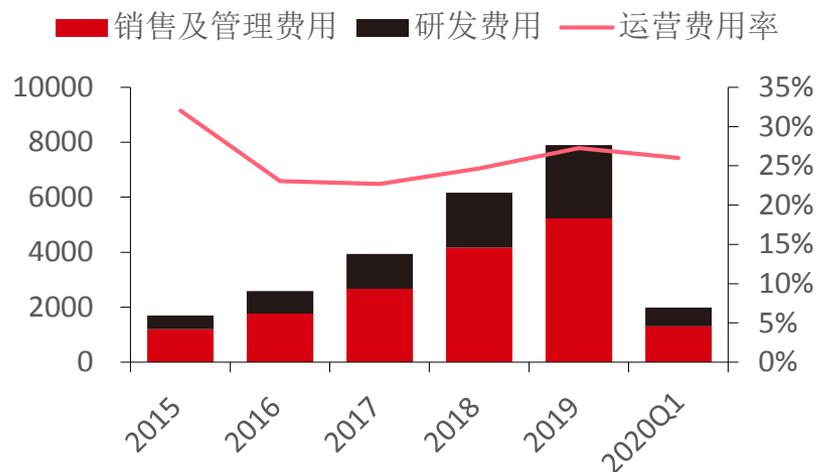
项目/年度	2018	2019	2020E	2021E
营业收入 (百万美元)	1,719	1,767	1,741	1,911
营业收入增长率YoY	50%	3%	-1%	10%
净利润 (GAAP, 百万美元)	572	495	458	523
净利润 (GAAP) 增长率YoY	62%	-13%	-7%	14%
净利润 (Non-GAAP, 百万美元)	624	637	609	682
净利润 (Non-GAAP) 增长率YoY	54%	2%	-4%	12%
PE (GAAP)	13	15	17	15
PE (Non-GAAP)	12	12	12	11

# 爱奇艺(IQ.O): 公司业绩概览

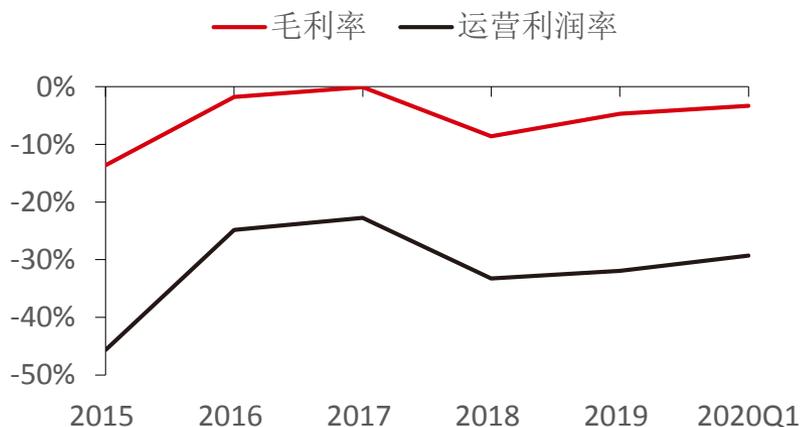
## 营业收入及增速 (百万元)



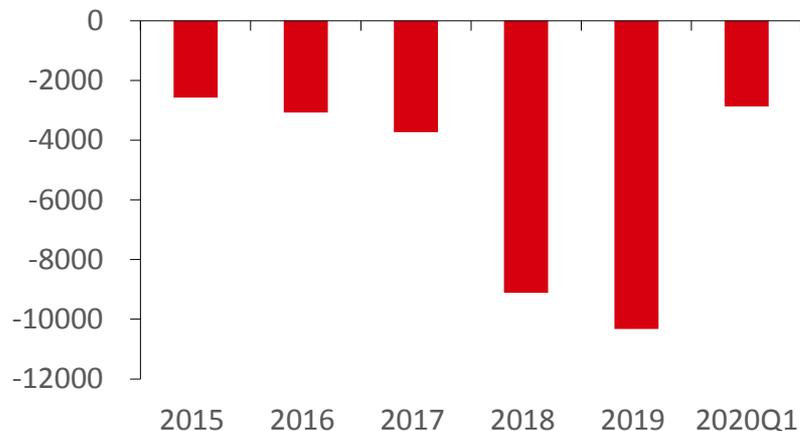
## 费用拆分 (百万元)



## 利润率

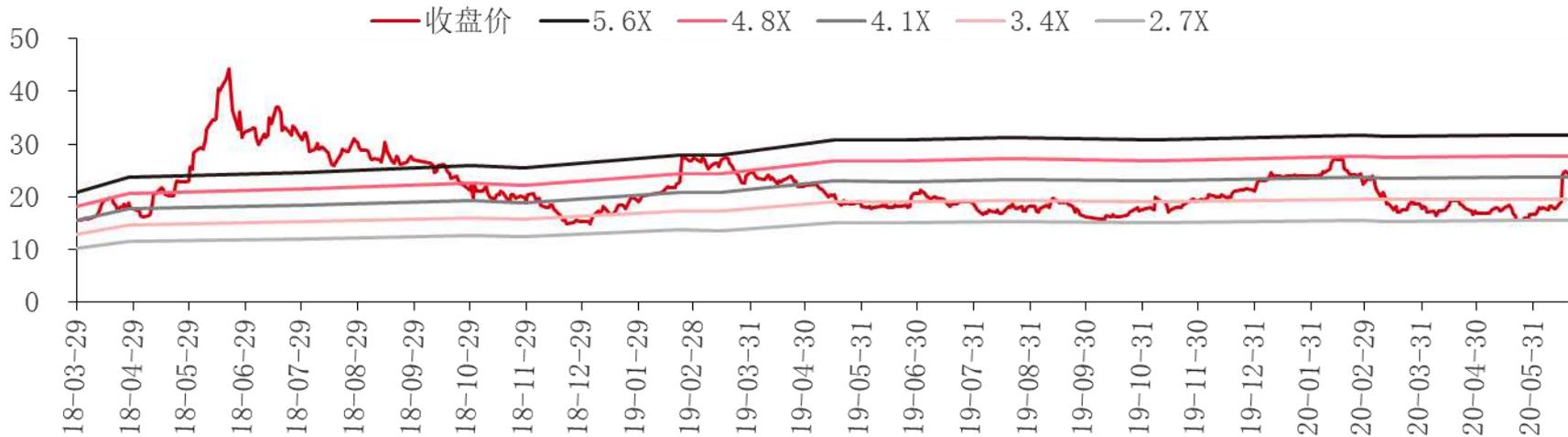


## 净利润 (百万元)



# 爱奇艺(IQ.O): 历史估值与盈利预测

## 公司历史PS BAND



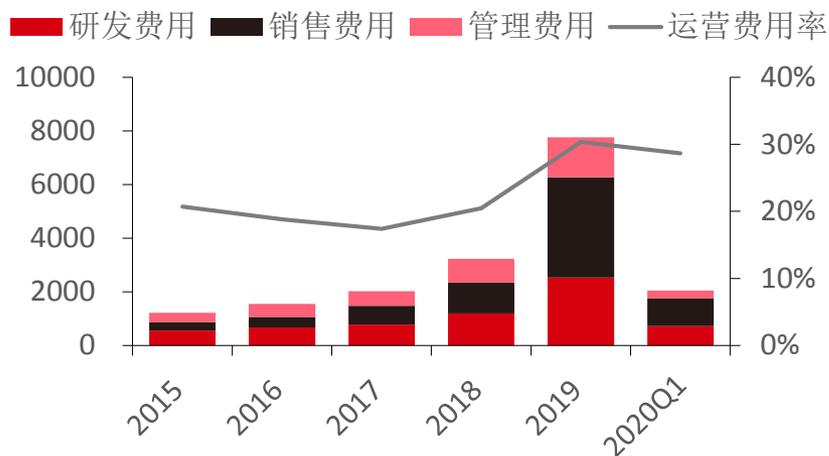
## 公司盈利预测

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	24,989	28,994	31,579	35,740	40,736
营业收入增长率YoY	52%	16%	9%	13%	14%
调整净利润 (百万元)	-8,090	-10,087	-8,430	-6,162	-4,069
每股收益EPS	-1.58	-1.96	-1.66	-1.21	-0.80
PS	5	4	4	4	3

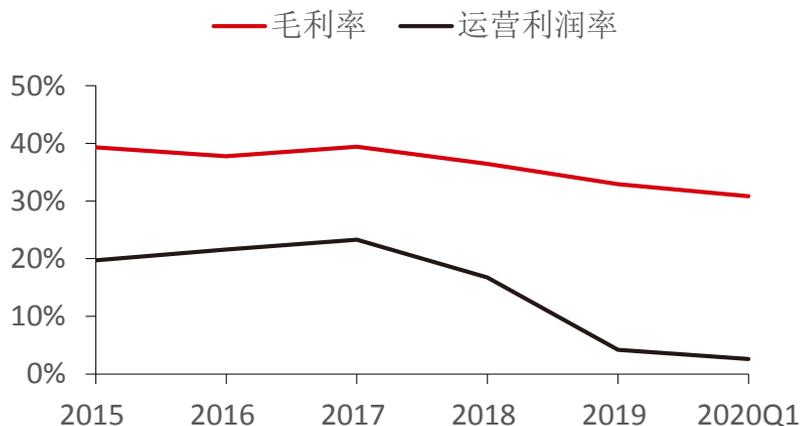
## 营业收入及增速 (百万元)



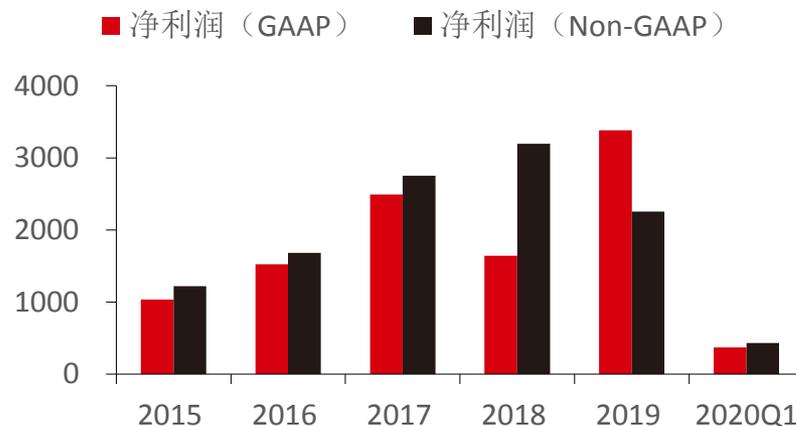
## 费用拆分 (百万元)



## 利润率

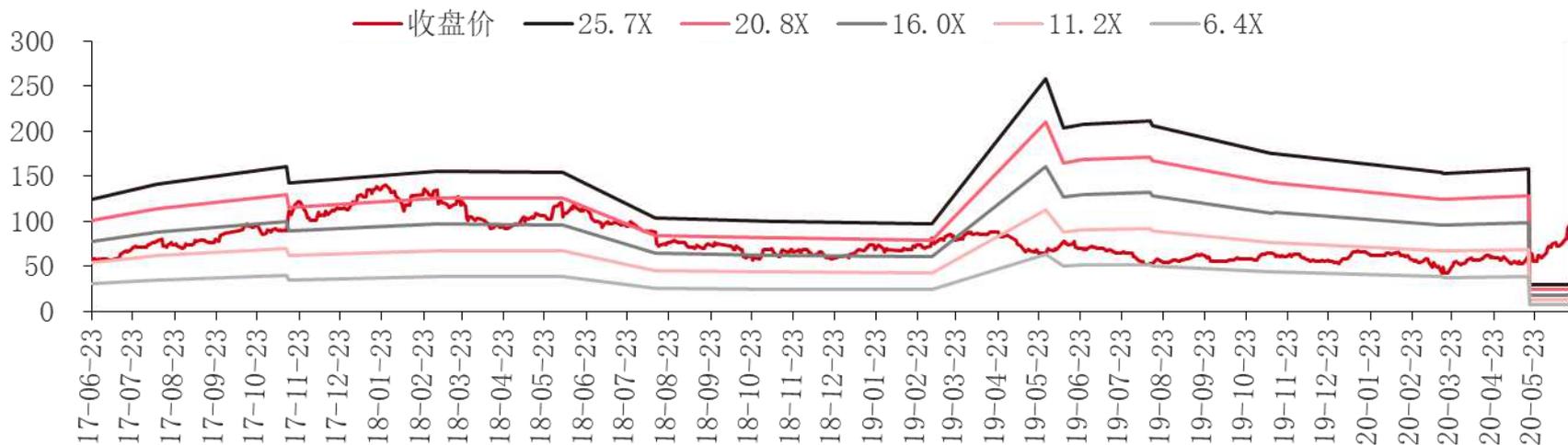


## 净利润 (百万元)



# 欢聚(YY.O): 历史估值与盈利预测

## 公司历史PE BAND

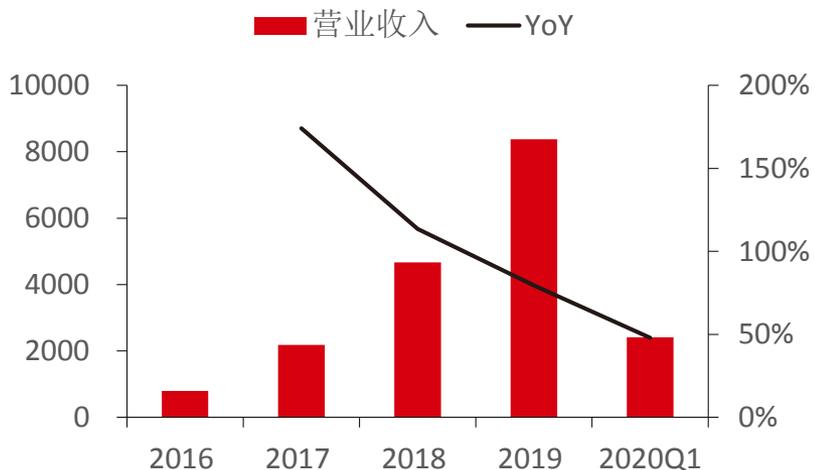


## 公司盈利预测

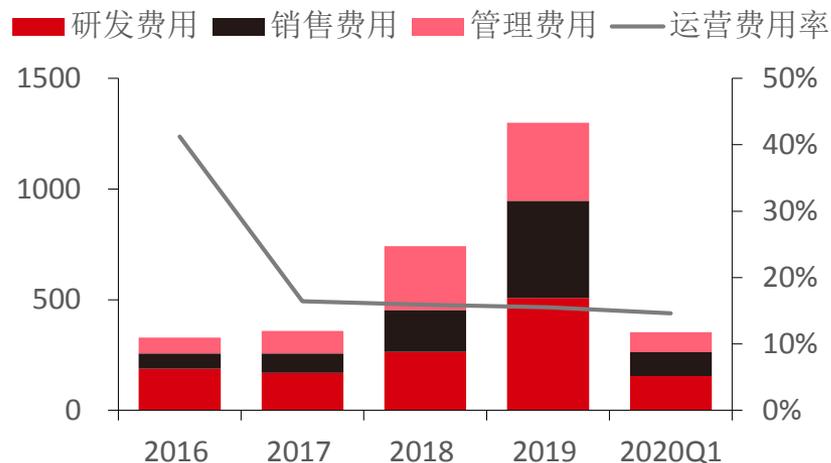
项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	15,764	25,576	24,258	26,386	30,450
营业收入增长率YoY	36%	62%	-5%	9%	15%
净利润 (GAAP,百万元)	1,642	3,379	1,207	1,530	2,526
净利润 (GAAP) 增长率YoY	-34%	106%	-64%	27%	65%
净利润 (Non-GAAP,百万元)	3,196	2,253	2,285	3,292	4,411
净利润 (Non-GAAP) 增长率YoY	16%	-30%	1%	44%	34%
PE (GAAP)	30	15	41	32	20
PE (Non-GAAP)	15	22	22	15	11

# 虎牙直播(HUYA.N): 公司业绩概览

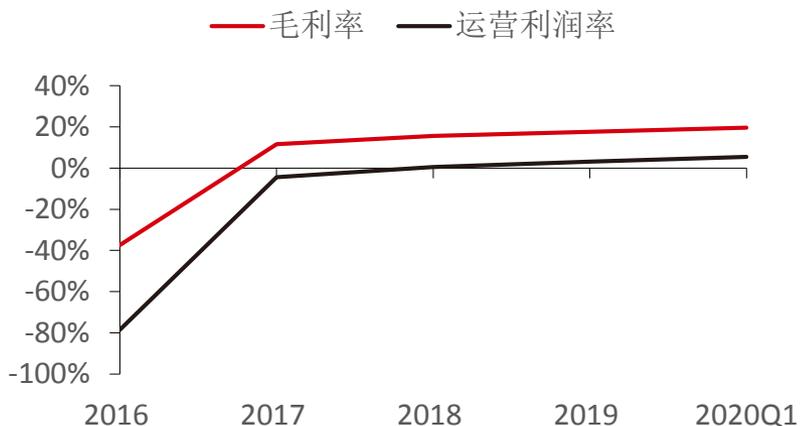
## 营业收入及增速 (百万元)



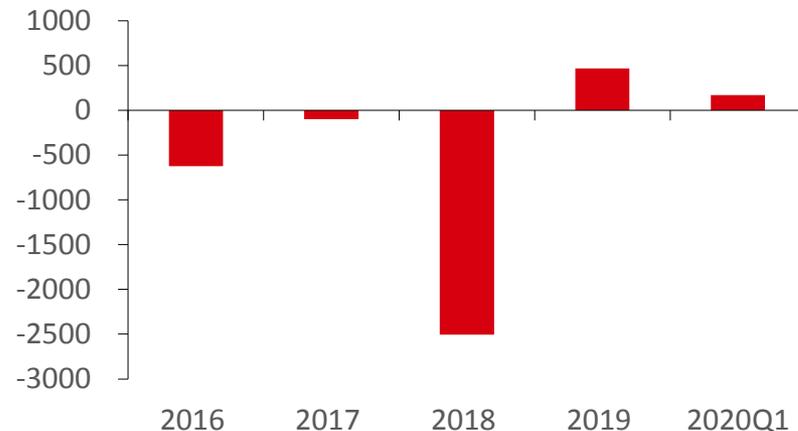
## 费用拆分 (百万元)



## 利润率

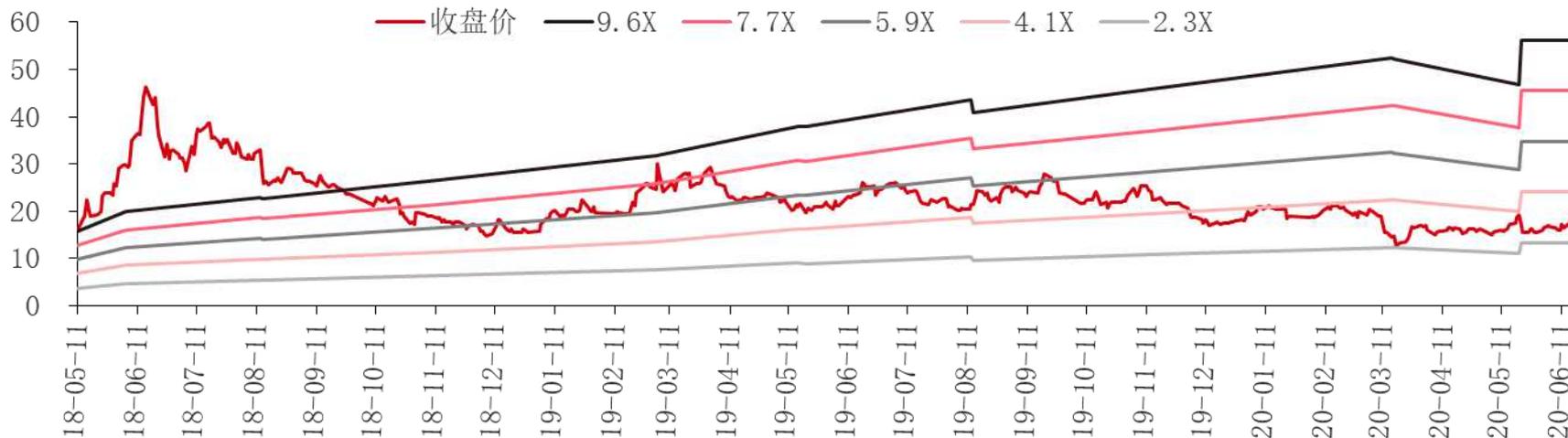


## 净利润 (百万元)



# 虎牙直播(HUYA.N): 历史估值与盈利预测

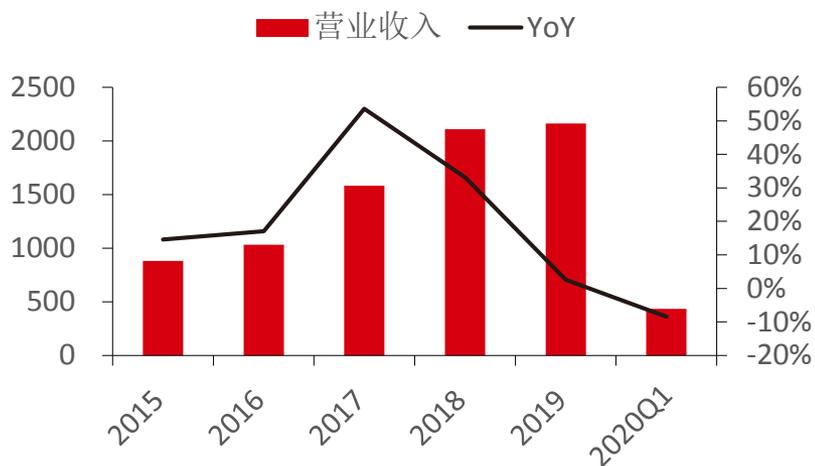
## 公司历史PS BAND



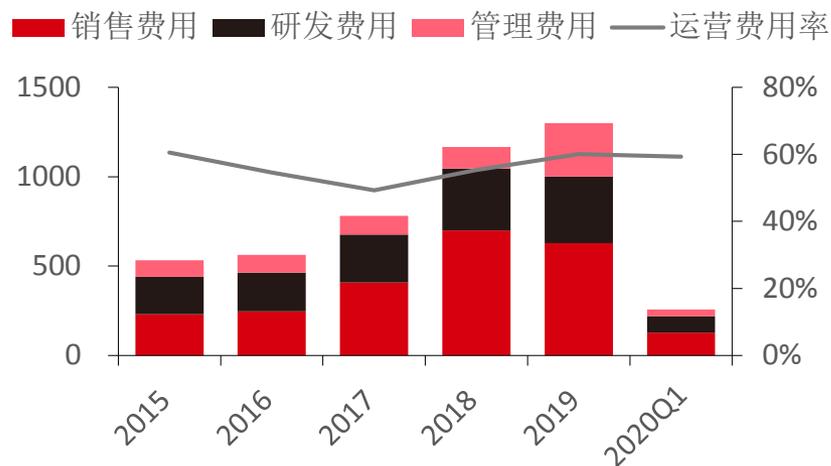
## 公司盈利预测

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4,663	8,375	11,240	13,879	15,941
营业收入增长率YoY	113%	80%	34%	23%	15%
净利润 (GAAP,百万元)	-2,506	468	773	1,335	1,752
净利润 (Non-GAAP,百万元)	389	750	1,193	1,747	2,197
PE (GAAP)	NA	65	39	23	17
PE (Non-GAAP)	78	40	25	17	14

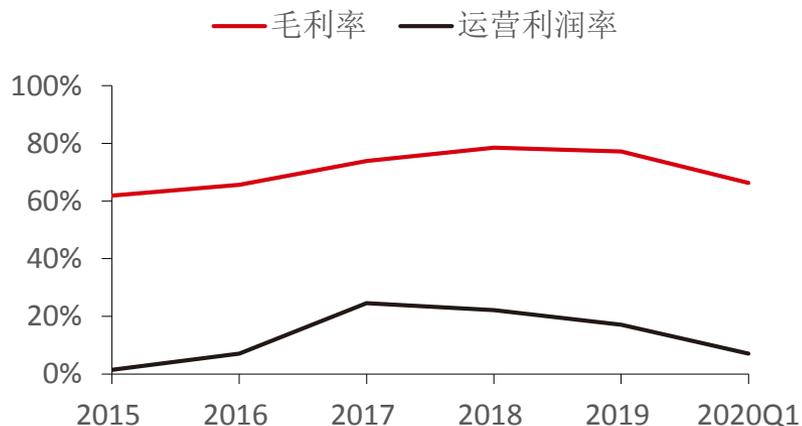
## 营业收入及增速 (百万美元)



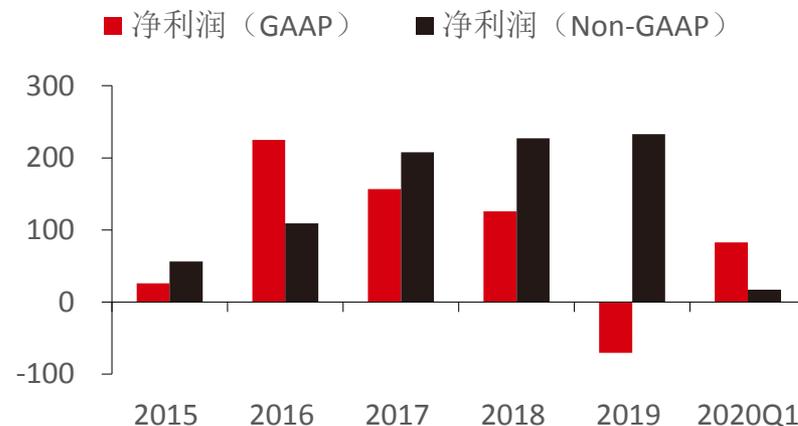
## 费用拆分 (百万美元)



## 利润率

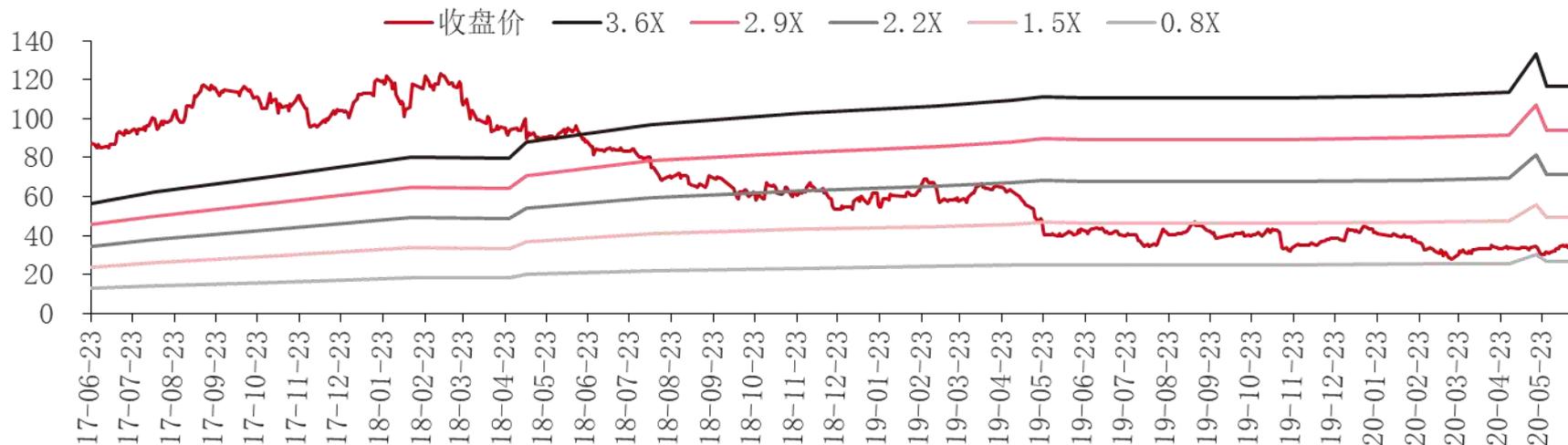


## 净利润 (百万美元)



# 新浪(SINA.O): 历史估值与盈利预测

## 公司历史PS BAND (前复权)

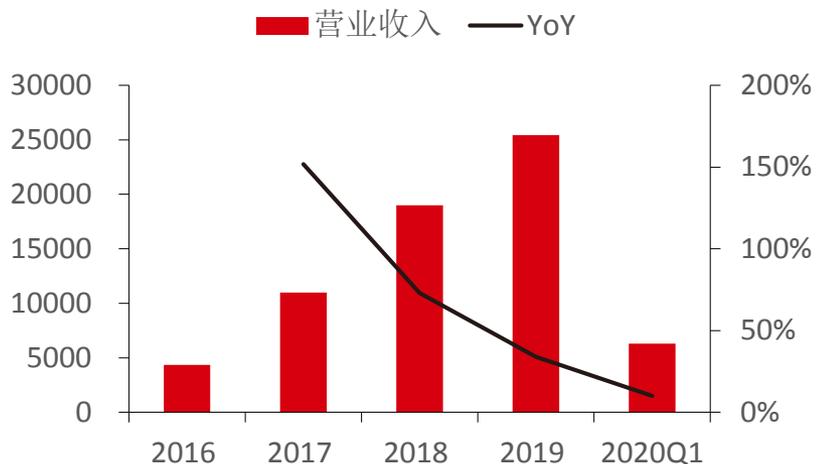


## 公司盈利预测

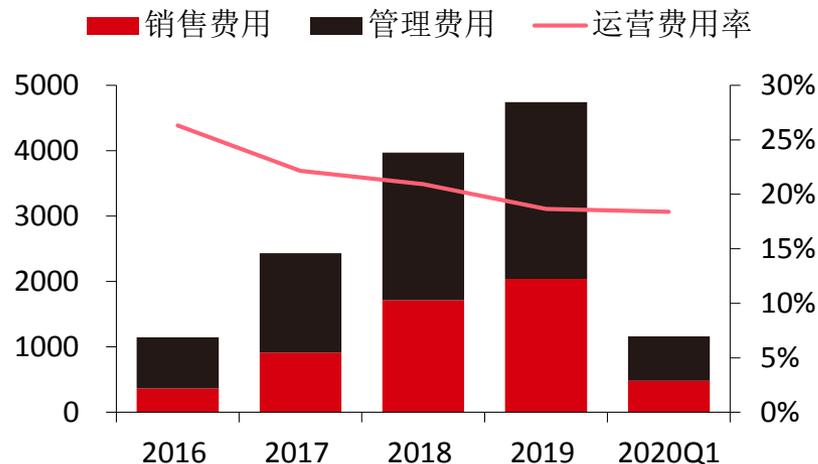
项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,108	2,163	2,129	2,332	2,543
营业收入增长率YoY	33%	3%	-2%	10%	9%
净利润 (GAAP,百万元)	126	-71	145	118	135
净利润 (Non-GAAP,百万元)	227	233	163	215	252
PE (Non-GAAP)	11	10	15	11	10
PS	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9

# 腾讯音乐(TME.N): 公司业绩概览

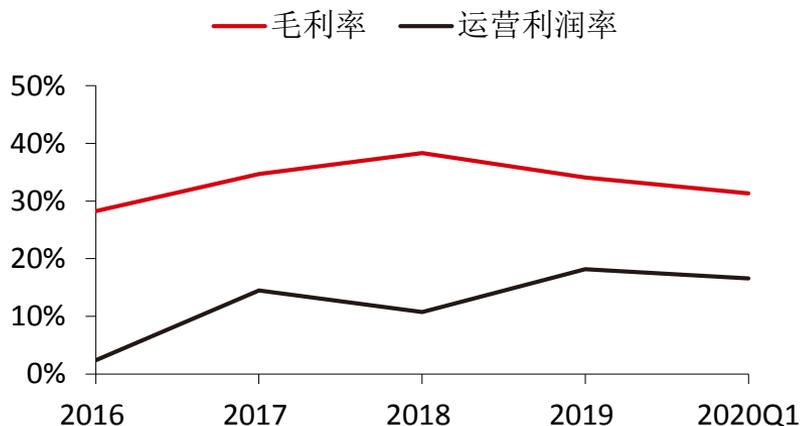
## 营业收入及增速 (百万元)



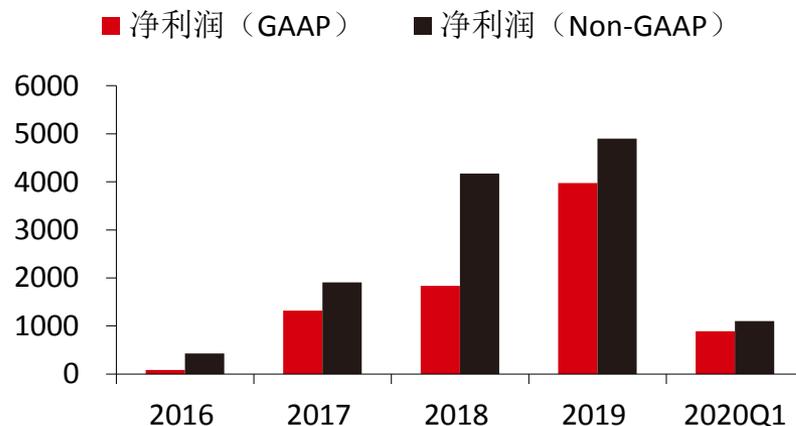
## 费用拆分 (百万元)



## 利润率

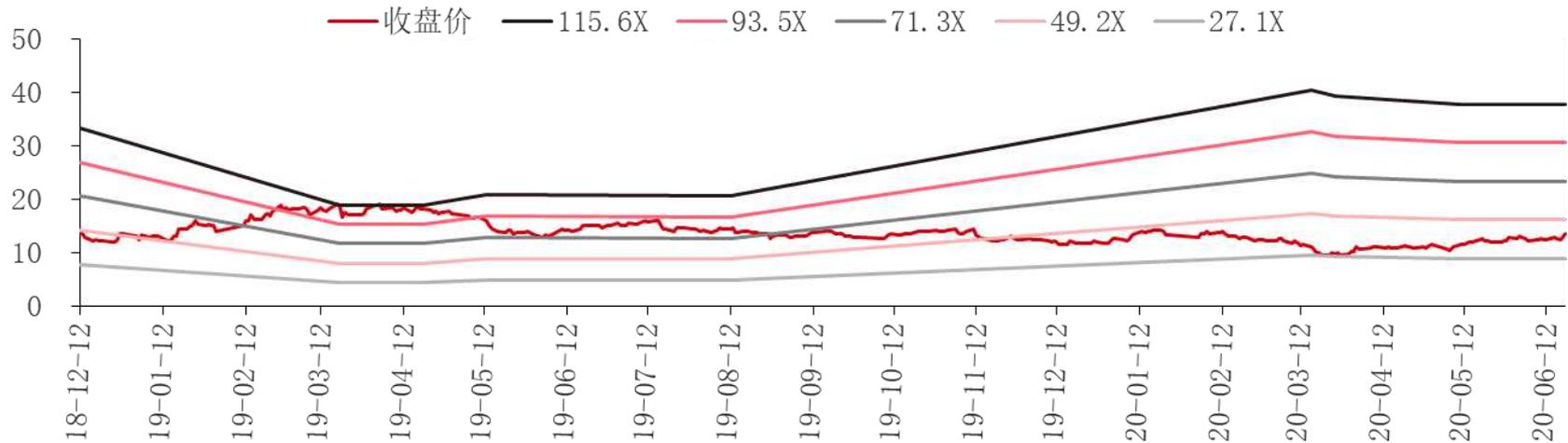


## 净利润 (百万元)



# 腾讯音乐(TME.N): 历史估值与盈利预测

## 公司历史PE BAND

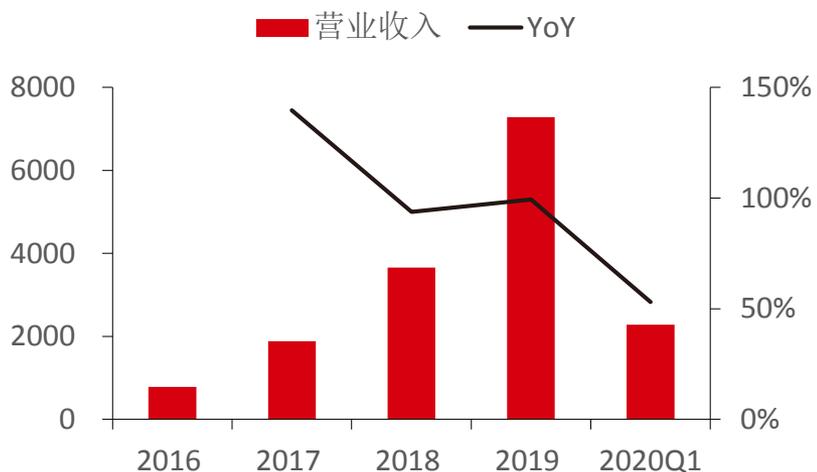


## 公司盈利预测

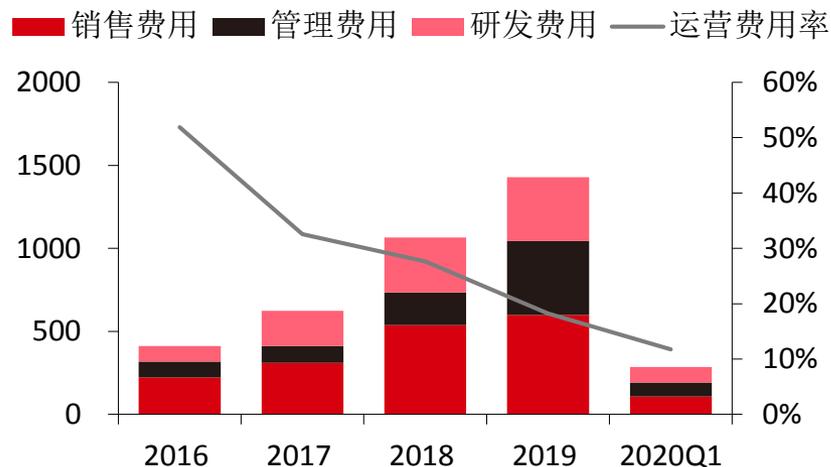
项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	18,985	25,434	29,923	36,215	42,013
营业收入增长率YoY	73%	34%	18%	21%	16%
净利润 (GAAP,百万元)	1,832	3,977	4,119	5,534	6,674
净利润 (Non-GAAP,百万元)	4,174	4,903	4,988	6,566	7,859
PE (GAAP)	88	42	41	30	25
PE (Non-GAAP)	40	34	34	26	21

# 斗鱼(DOYU.O): 公司业绩概览

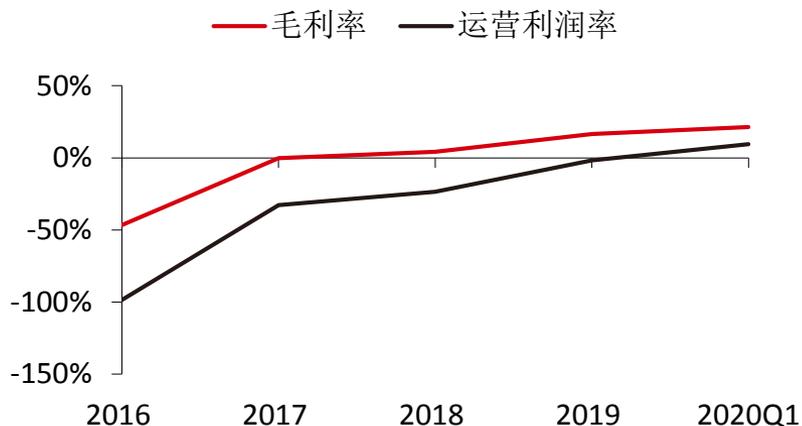
## 营业收入及增速 (百万元)



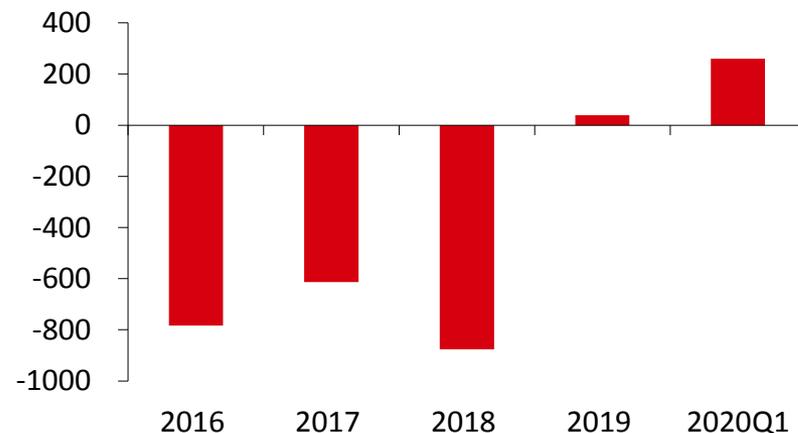
## 费用拆分 (百万元)



## 利润率

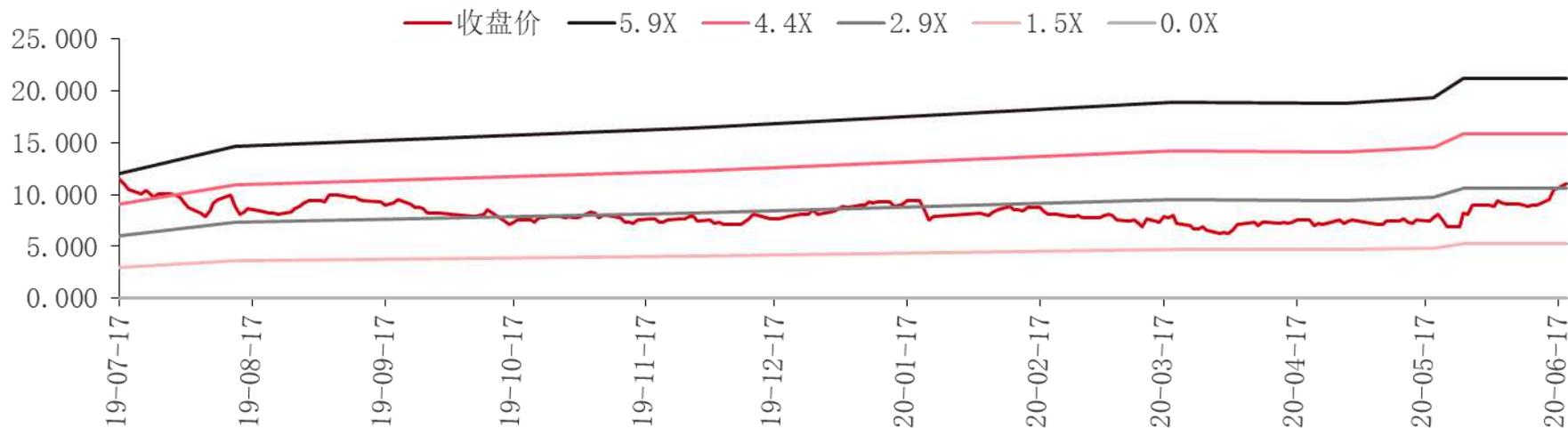


## 净利润 (百万元)



# 斗鱼(DOYU.O): 历史估值与盈利预测

## 公司历史PS BAND

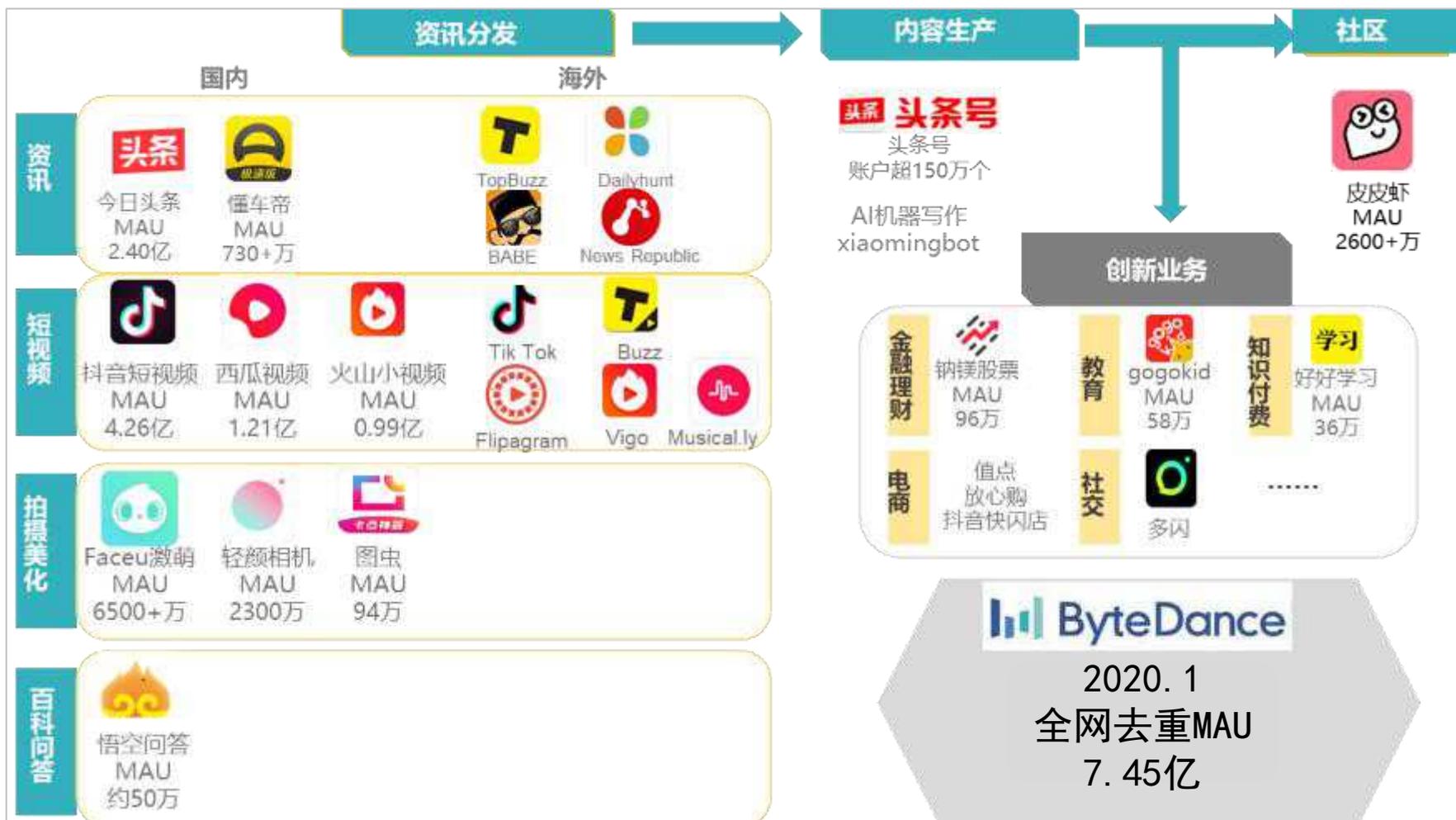


## 公司盈利预测

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,654	7,283	9,943	12,275	14,001
营业收入增长率YoY	94%	99%	37%	23%	14%
净利润 (GAAP,百万元)	-876	40	952	1,344	1,871
净利润 (Non-GAAP,百万元)	-818	346	1,060	1,462	1,971
PE (Non-GAAP)	-	77	25	18	14
PS	8	4	3	2	2

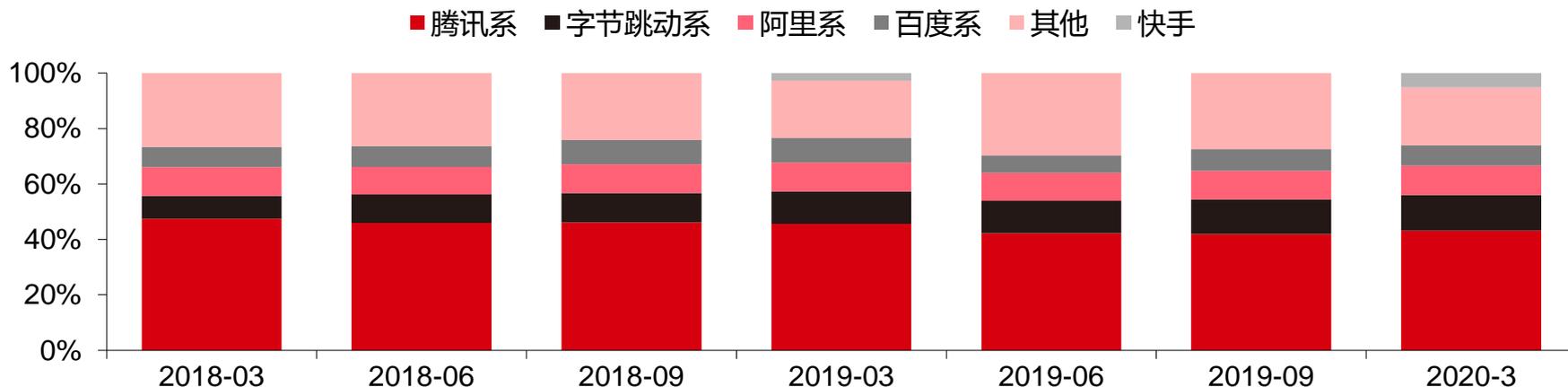
# 字节跳动：高速全球化的社交媒体平台

## 字节跳动产品矩阵



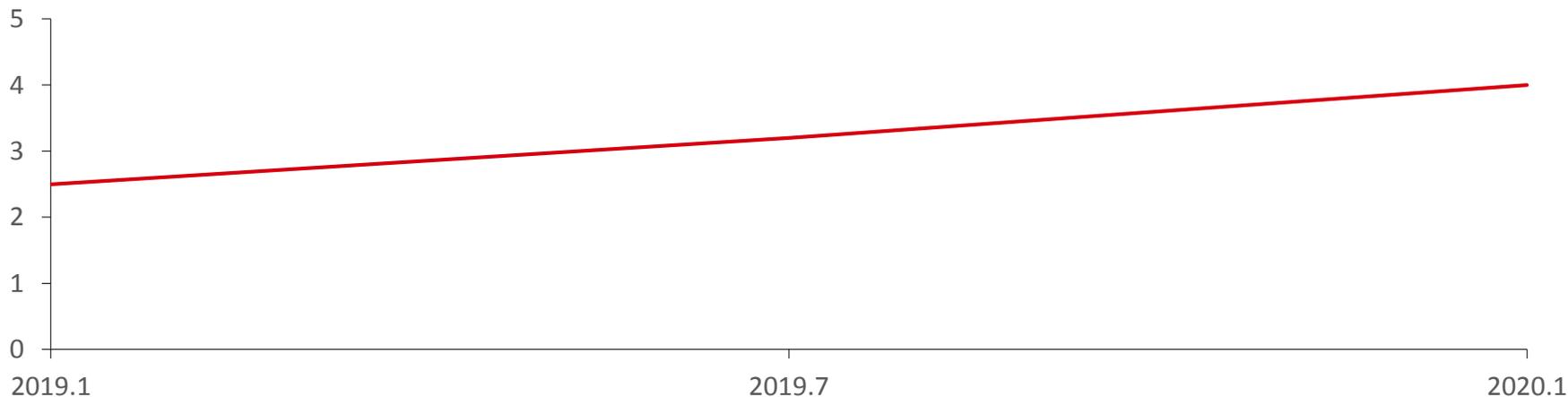
资料来源: questmobile, 中信证券研究部

## 国内互联网巨头APP时长占比



资料来源：questmobile，中信证券研究部

## 2020抖音国内DAU超过4亿



资料来源：抖音2019年度报告，中信证券研究部

# 字节跳动：组织层面加强国际化

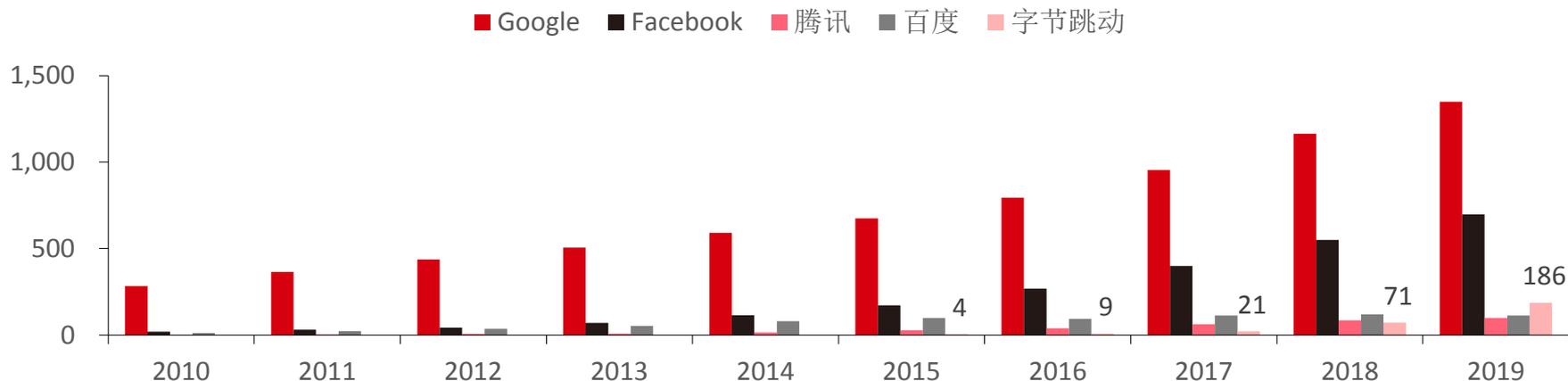
- 2020年3月，在字节跳动成立八周年之际，张一鸣在给员工的信中提到未来三大发展重点：
  - 研究如何更好地改进超大型全球化组织的管理
  - 研究科技公司如何创造更多的社会价值
  - 思考和规划教育等新战略方向

## 字节跳动全球架构



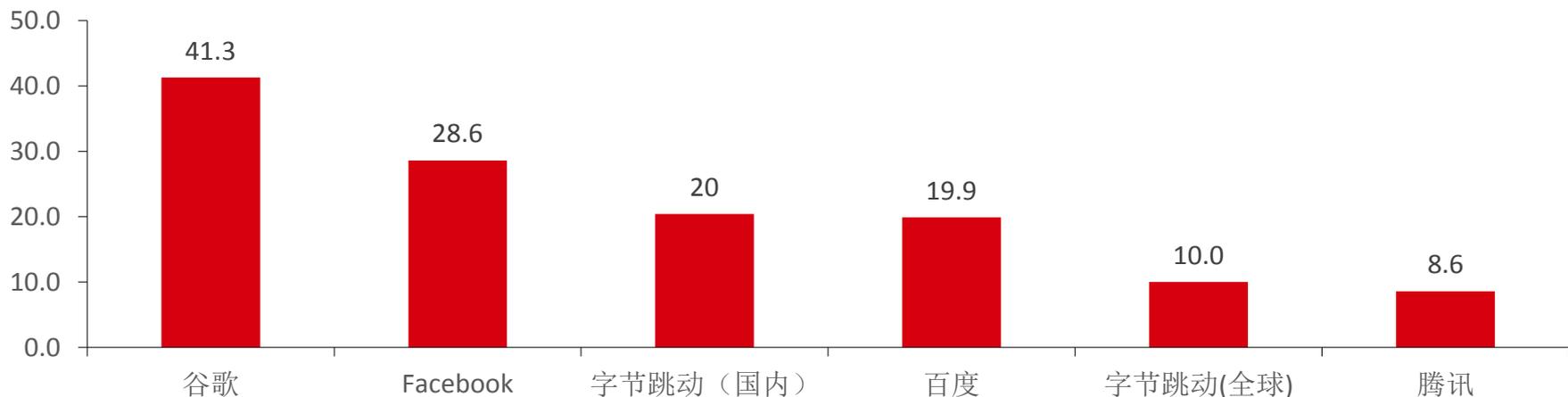
# 字节跳动：广告比肩一线科网巨头

## 字节跳动广告收入与其他公司对比（亿美元）



资料来源：公司财报，questmobile，中信证券研究部

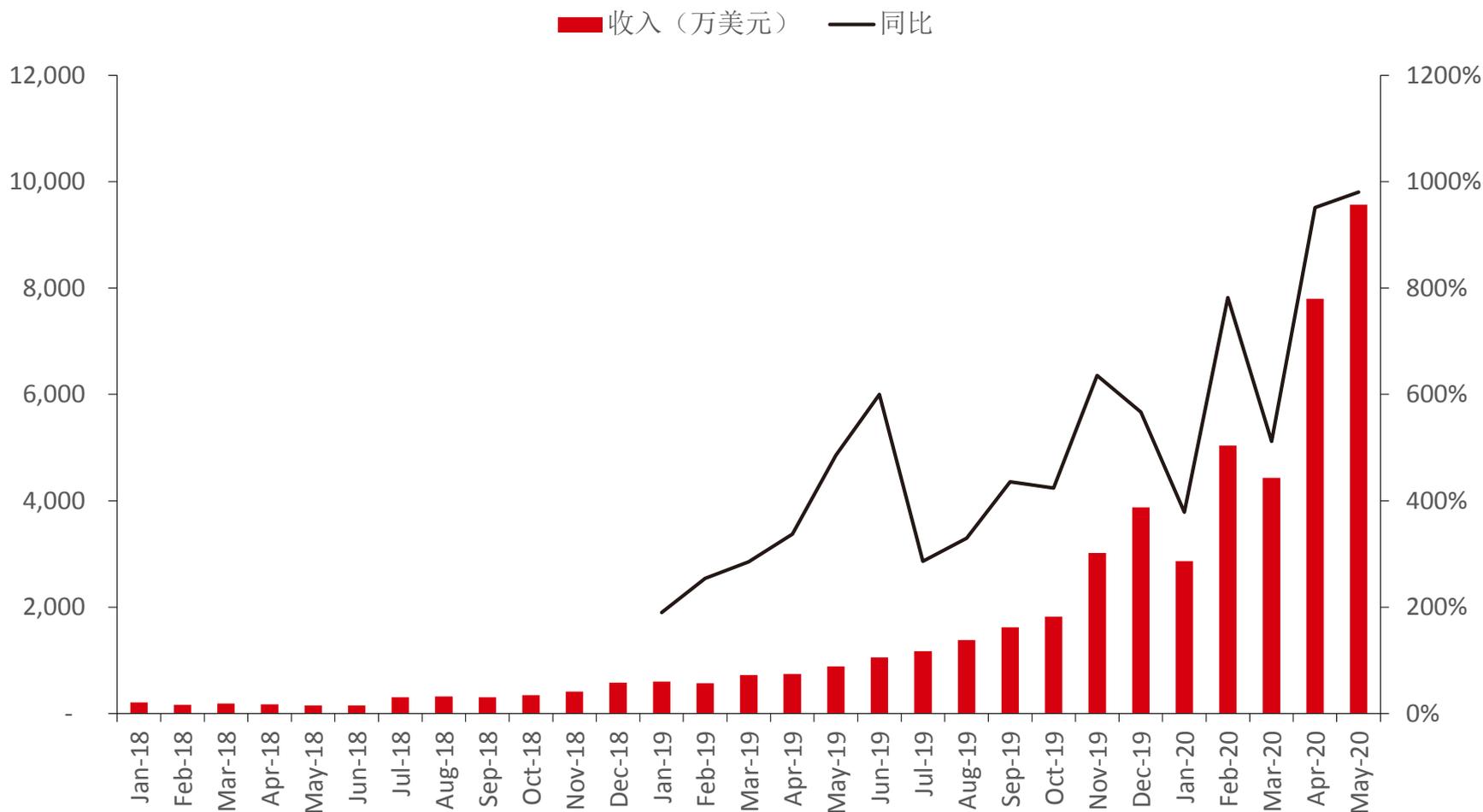
## 字节跳动广告ARPU与其他公司对比（美元）



资料来源：字节跳动财报，questmobile，抖音2019数据报告，中信证券研究部

# 字节跳动：伴随应用渗透，内购收入亦同步增长

## TikTok（含抖音）内购收入



资料来源：Sensor tower，中信证券研究部 不含中国大陆及其他地区第三方安卓平台 直播收入31%来自海外地区（2019全年），2020年2月单月排除海外因素（9%的占比），当月国内直播收入超过4600万美元

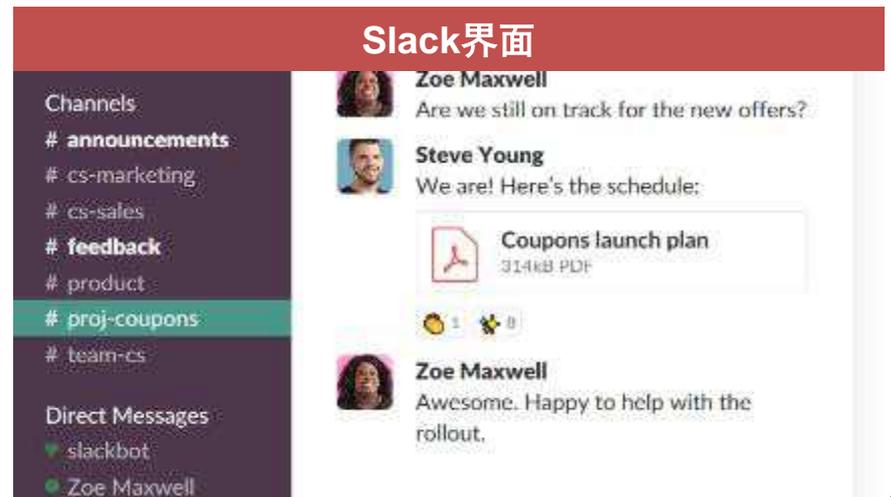
# 字节跳动：孵化Lark尝试2B业务海外拓展



资料来源：各产品官网，中信证券研究部



资料来源：Lark APP



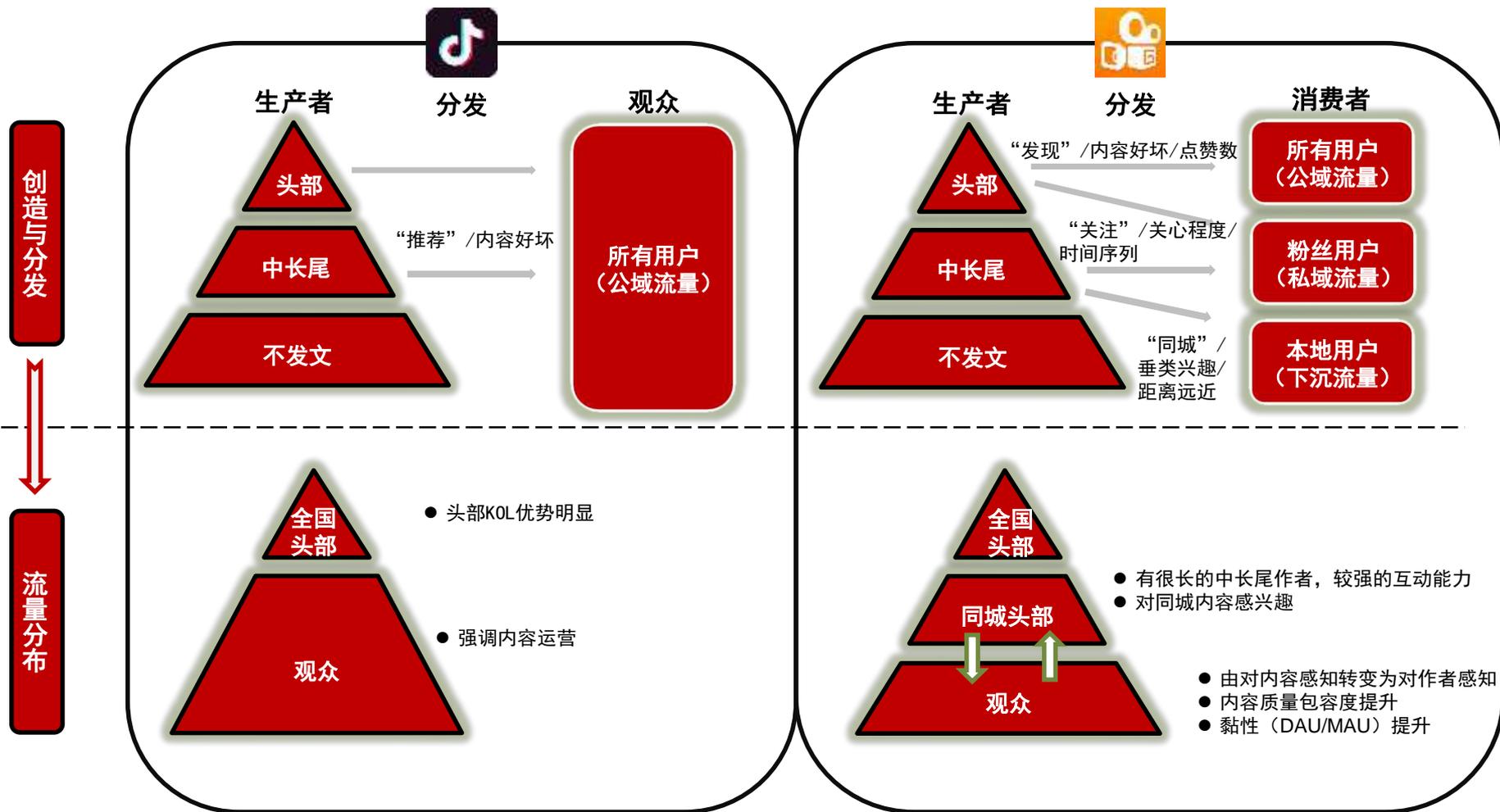
资料来源：Lark APP

# 快手：从工具软件转型短视频独角兽



# 快手：强化本地资源，社交优势突出

## 抖音与快手分发机制差异



# 快手电商：快手小店，打造完整的直播带货体系



# 快手直播：活跃用户已超过1亿

快手2019年直播日活用户



资料来源：快手大数据研究院

快手2019年游戏直播日活用户



资料来源：快手大数据研究院



# 感谢您的信任与支持！

## THANK YOU

许英博（首席科技产业分析师）

执业证书编号：S1010510120041

陈俊云（前瞻研究高级分析师）

执业证书编号：S1010517080001

黄亚元（前瞻研究高级分析师）

执业证书编号：S1010520040001

# 免责声明

证券研究报告 2020年7月8日

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》及《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL（仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2020版权所有。保留一切权利。