

互联网行业的本质和未来

报告人：高博文
东方财富证券研究所

2021年09月17日

核心观点

- **效率提升已至临界点，效用短期空间有限。** 互联网的本质是提升效率和效用，效率发展取决于效率差，效用取决于取决于时长和消费能力。互联网平台商业化的本质是征税，其大小取决于征税方式、平台掌控力（内部分配）、用户黏性（总体价值）以及数据价值（垄断定价）。目前我们看到的互联网平台大部分属于“双边网络效应”，但由于临界点低，供给侧成熟为潜在竞争对手提供了便利，竞争日益激烈。
- **“三座大山”改变互联网传统模式，海外、VR和车载娱乐可期。** 反垄断打破双边网络“壁垒”，防止资本无序扩张。个人信息保护严厉程度对标GDPR，精准营销或受影响。未成年保护收入影响有限，但新趋势往往来自于年轻用户。技术更迭仍将推动互联网发展，海外、VR和车载娱乐前景广阔。中国互联网模式领先全球，海外扩张可期。Facebook、字节跳动纷纷进入VR领域，1000万出机量奇点将至，再造一个主机市场。自动驾驶渗透率逐步提升，将汽车变成下一个客厅，参考苹果20%的软件服务收入占比，车载娱乐系统空间广阔。
- **内容为王，产品为王。** 游戏行业市场长期看消费（与GDP $R^2=0.97$ ），中期看技术（4G带来移动游戏大发展），短期看供给（游戏产品）。游戏行业发展的后期：优胜劣汰导致大量内容方出清，游戏用户经过洗礼对品质要求提升，行业重新回到“内容为王”。互联网流量从中心化到去中心化，内容方重拾流量主动权，私域也为内容方/品牌提供了直面消费者的通路。



目录

1. 本质：效率、效用和征税
2. 阶段：昨天、今天和明天
3. 行业：内容和产品的机遇

1.1. 互联网的本质是提升效率和效用

- 效率：搜索、电商、外卖、出行、招聘、视频会议，其发展取决于**效率差**、盈利能力取决于**竞争**。
- 效用：资讯、音乐、视频、游戏、社交，其发展取决于**娱乐时长和消费能力**、盈利能力取决于**产品和内容**。

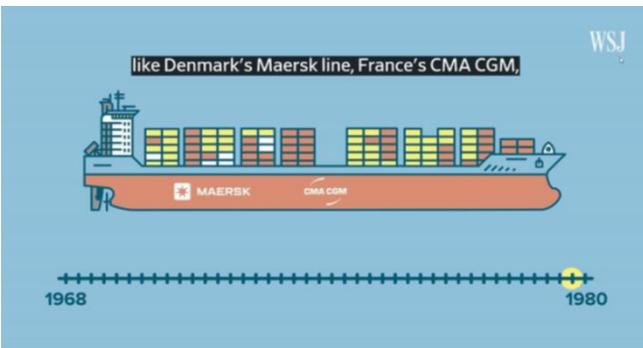
图表：互联网的本质是提升效率和效用



1.1. 效率：提升已至临界点，互联网渗透率领先全球

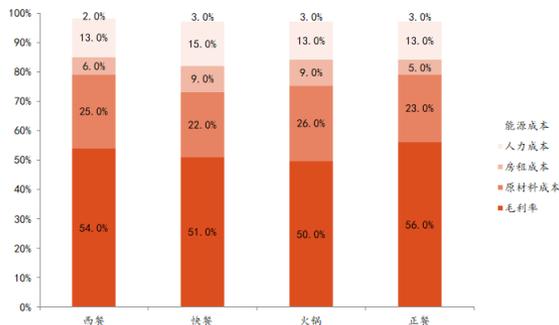
- 集装箱理论**：1956年以前，水路运输主要是靠“散船”（一包一包的东西，由码头工人，从一个码头搬上船）。1956年，麦克莱恩完成了集装箱的首航，新方法的运输成本将比传统方法**降低90%以上**。如今，因为集装箱，一台iPhone从深圳蛇口运到韩国釜山，现在只需要3分钱人民币。
- 互联网模式**：突破物理界限汇聚大量用户需求 —— 通过数据标签进行精准匹配/优化（中后期出现） —— 通过集装箱模式履约。线上效率远高于线下效率，带来商品和服务价格下降。（如：餐饮人力+租金占比20%左右）
- 临界点**：随着线上对线下的挤占，线上流量成本高企，线下成本下降，线上线下回到均衡。事实上，拼多多、微信私域乃至抖音对淘系电商的挤占，都是一种效率提升。我们认为互联网对商业的效率提升已经达到临界点，未来尚存在提升的方面包括**社区团购、门店SaaS、在线教育、产业互联网等**。（中国外卖18% V.S. 日本外卖21%）

图表：集装箱降低了90%运输成本



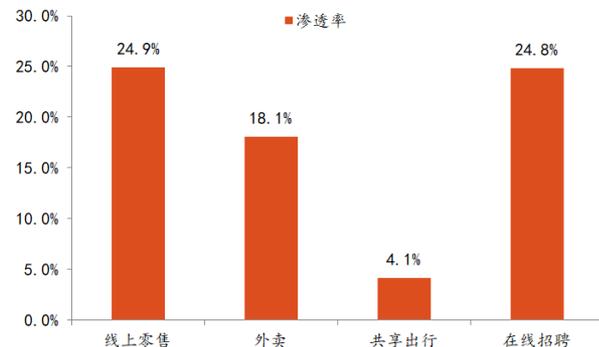
数据来源：华尔街日报

图表：外卖降低租金、人力成本



数据来源：亿欧智库（2017年）

图表：2020年“效率类”互联网渗透率



数据来源：国家统计局、《2020中国新茶饮行业发展白皮书》、滴滴招股书、BOSS直聘招股书（雇主端）

1.1. 效用：移动时长放缓，长期看娱乐时长和消费能力提升

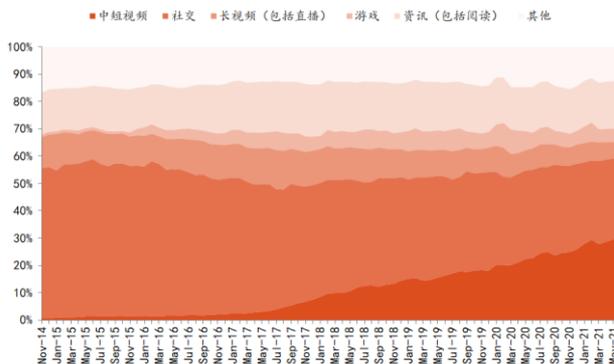
- **时长放缓**：根据QuestMobile数据显示，2021年上半年移动互联网总时长约8,878亿小时，同比下降2%（受疫情线上“红利”同比影响），时长红利逐步消退；日均移动互联网总时长约49亿小时，**单用户时长估计约5小时/天**。
- **时长结构**：根据QuestMobile数据显示，2021年6月中短视频成为第一大移动互联网时长应用，占比约30.2%；社交（包括即时通讯）作为第二大时长应用，占比约29.3%；资讯（包括阅读、搜索等）占比17.3%；游戏占比4.6%。随着短视频用户数和时长趋稳，**结构变化亦有所放缓**。
- **长期驱动**：效率与效用共同受益于人均GDP和消费能力增长，此外，效用还有益于效率提升。中国劳动力平均工作时长约46小时/周，相比之下，发达国家一般在30小时/周左右。中国的娱乐支出比例约6%左右，日德等国家接近10%。**生产效率提升有助娱乐时长增长，有利于娱乐消费意愿提升**。产业互联网（智能制造等）、自动驾驶等。

图表：移动互联网时长放缓（亿小时）



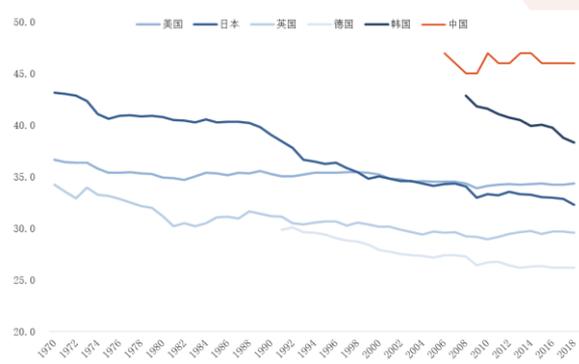
数据来源：Questmobile

图表：移动互联网细分行业时长占比



数据来源：Questmobile

图表：全球各国工作时长（小时/周）



数据来源：OECD

1.2. 互联网平台商业化的本质是征税

- 征税权：特指对平台合作伙伴，主要是内容方/商家征收经济资源的权力。
- 征税形式：1) 显性：抽佣、分成（联运、直播等）；2) 隐性：广告、账号体系（游戏、金融等）、为平台引流。

图表：互联网平台商业化的本质是征税



1.2. 互联网平台商业化的本质是征税

- 单用户贡献：阿里巴巴最高，其次是腾讯和字节跳动，再次是拼多多、快手和哔哩哔哩。
- 征税能力影响因素：1) 征税方式：游戏、广告、佣金、直播、增值服务和金融等；2) 平台掌控力：产品和算法决定了平台、内容方和用户的**关系**，体现为私域属性；3) 用户黏性：**决定了“剥削程度”和“流失率”**，用户黏性越强，平台与内容方共同的收益也就越大；4) 数据能力：进一步放大单个用户的价值，实质是**垄断定价**。

图表：互联网平台的单用户收入贡献和征税能力

公司和产品		指标			征税能力			
公司	典型产品	2020年收入（亿）	MAU（亿）	单MAU收入贡献	征税方式	平台掌控力	用户黏性	数据能力
腾讯	微信等	4,821	16.5	292	游戏、广告、金融	中	67.3%	弱
字节跳动	抖音等	2,200	8.2	270	广告、直播	强	54.0%	强
阿里巴巴	淘宝等	7,173	15.6	461	广告、佣金、金融	强	43.0%	强
快手	快手	374	5.9	63	直播、广告、佣金	中	54.2%	中
拼多多	拼多多	595	5.6	107	广告、佣金	强	54.0%	强
哔哩哔哩	哔哩哔哩	120	1.3	90	游戏、广告	弱	28.6%	弱

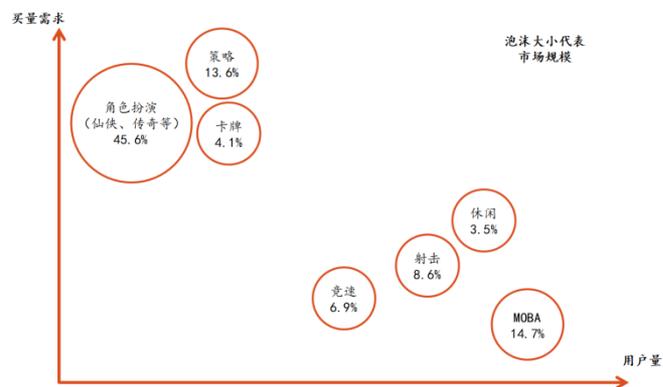
数据来源：公司财报，Questmobile（DAU采用TOP 2应用DAU非去重加总、用户黏性取TOP 2应用合计DAU/MAU）

1.2.1. 征税方式：不同属性平台适合不同变现模式

征税方式：

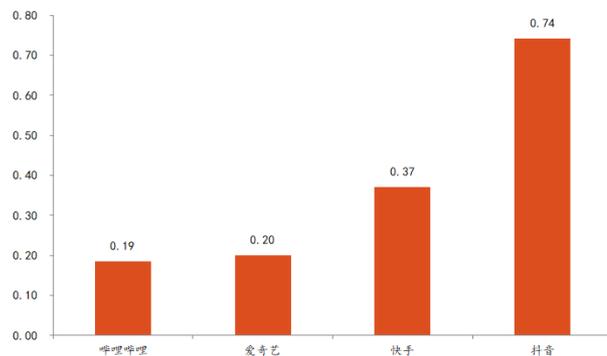
- **游戏**：包括自研、代理和联运。是不是有流量就能做好游戏？腾讯，兼具自研能力和流量，其**熟人账号体系**对于MOBA、FPS等休闲竞技游戏帮助极大；小红点也提供了强大的流量支持。哔哩哔哩，代理和联运，代理主要在于日系二次元游戏（FGO、公主链接、赛马娘等），联运依赖于其主站的二次元核心用户（**精准流量**）。
- **广告**：最广泛的互联网变现模式。一般来说，**平台掌控力越强，广告变现能力越强**。哔哩哔哩——快手——抖音，平台掌控能力逐步增强，广告加载率也从5%到15%，单个日活用户广告价值也从0.19元/天上升至0.74元/天。
- **电商**：“广告+佣金”，包括淘系&拼多多的效率电商、抖音的兴趣电商以及快手的信任电商。（**流量+供应链**）
- **金融科技**：**基于商业场景和用户习惯**，典型是微信支付（起于“微信红包”）和支付宝，马太效应非常明显。

图表：不同游戏品类的流量需求



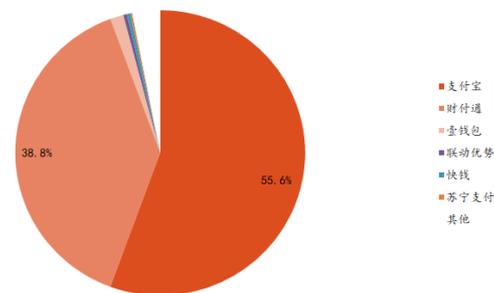
数据来源：东方财富证券研究所绘制

图表：平台掌控力越强广告变现越强



数据来源：公司财报（2021Q2）

图表：第三方支付市场份额



数据来源：艾瑞咨询（2020Q2）

1.2.2. 平台掌控力：产品和算法决定了平台、内容方和用户的关系

平台掌控力：

- **产品设计**：微信是契约逻辑（平台控制力弱），淘宝是搜索逻辑（平台控制力强）。以短视频为例，**单列控制力强、双列控制力弱**，单列消费效率更高、算法效率更高、商业化效率更高；双列创作者友好度更高。
- **算法理念**：不同的算法权重代表着不同的价值观。快手强调“拥抱每一种生活”（公平普惠），会对头部内容限流，保障每个创作者都被观看。抖音强调“记录美好生活”，算法优先推荐爆款内容。哔哩哔哩强调“你感兴趣的视频”，**互动率和完播率**都有着更高的指标。通常抖音推荐中大概会展示10%的已关注内容。
- **三方关系**：**内容与用户关系越近，平台的掌控力越弱**；反之亦然。这种关系最后表现为私域属性，也就是复看和复购。以某头部MCN为例，其快手上单月用户复购率达50%，抖音上单月用户复购率只有30%。

图表：单列 VS 双列



图表：各平台算法比较

	Facebook	Twitter	Instagram	YouTube	快手	抖音	哔哩哔哩
算法理念	有意义的社交互动	现在正在发生的事情	与家人和朋友分享	展示自己	拥抱每一种生活	记录美好生活	你感兴趣的视频
质量评分	站内内容、直播等	站内内容、可信账号、字数	是否建立社群等	省略画质、时长分钟等	点赞、互动、转化等	点赞、互动、转化等	点赞、互动等
测试方式	小范围用户	小范围用户	小范围用户	小范围用户	小范围用户	小范围用户	小范围用户
算法权重	点赞、评论、分享、观看时长等	点赞、回复、转发、在线粉丝数量等	点赞、评论、分享、观看时长等	点赞、评论、分享、观看时长等	点赞、评论、分享、 完播率 等	点赞、评论、分享、 完播率 等	点赞、评论、分享、 完播率 等
优先内容	直播内容、长评内容、促进朋友和家人间对话内容	时间顺序、信誉度高账户、互动最多的人的推文	发布次数、互动次数	观看时长、观众留存、粉丝数、上传频率	关注、限流	关注、高赞	关注、搜索、观看等

数据来源：东方财富证券研究所绘制

1.2.3. 用户黏性：黏性越强，用户的潜在付费意愿也就越强

用户黏性：

- **理论：**无论是直接付费还是间接付费，本质上用户都是为了**娱乐时长付费**。用户黏性决定了“剥削潜力”和“流失率”的权衡，同品类中用户黏性越强，平台与内容方共同的收益也就越大。
- **几个重要指标：**1) 用户时长：抖音、快手、B站的用户日均使用时长均在1.5个小时左右；2) DAU/MAU指标：抖音、快手都在50-60%之间、B站约30%，主要由于B站UP主平均8.6天/更新，快手UP主平均3.4天/更新，B站内容不足导致的，实际黏性较强；3) 留存率：7日活跃留存，快手92%、抖音84%、B站67%。
- **守恒定律猜想：**以广告变现为例，**同品类用户承受能力相似**（以20%的“广告”加载率为例，非实际值），抖音平台15%+内容5%，快手平台5%+内容15%。（实际上，双列会存在一定耗损，此处暂不考虑）

图表：中短视频平台用户黏性指标

	抖音	快手	哔哩哔哩	视频号
MAU（百万）	644.9	417.4	154.0	-
DAU（百万）	377.2	224.0	44.2	300.0
DAU/MAU	58.5%	53.7%	28.7%	-
单DAU日均时长（分钟）	102.2	103.2	91.2	19.0
私域属性	弱	强	强	直播强、视频中
产品算法逻辑	爆款内容	关注	兴趣内容	朋友圈层

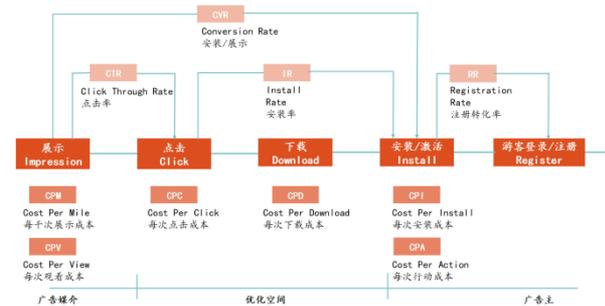
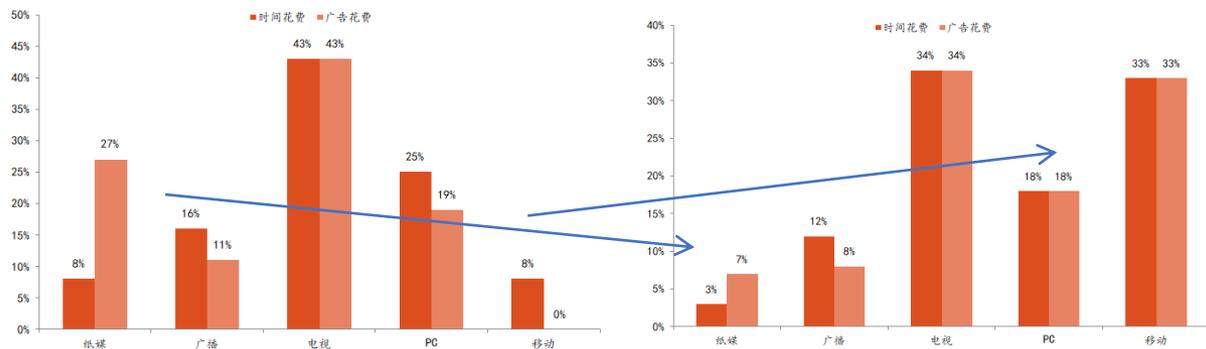
数据来源：Questmobile，视灯

1.2.4. 数据：提升用户变现价值，本质是垄断定价

数据：

- **过往：广告花费向时间花费趋同。**从2010年至2018年，纸媒全球娱乐时长占比从8%下降至3%，广告花费从27%下降至7%；移动互联网时长从8%上升至33%，广告花费从0%上升至33%。一方面，我们无法分别不同娱乐群体的商业价值；另一方面，同一娱乐形式下，不同用户的商业价值也无法辨别，从而导致时长（关注度）成为关键指标。
- **现在：数据提升了用户的变现价值，甄别高价值用户并以更高价格“出售”。**以游戏为例，1) 不同用户的游戏偏好不同，如男性很少玩女性向游戏，给男性用户推荐女性向用户转化率低；2) 大部分免费游戏是“大R”付费模式，通常游戏的付费率在3-7%之间，在付费用户中月付费万元以上的用户占比0.8%、金额占比33.2%；月付费千元以上的用户占比8.5%、金额占比78.5%（女神联盟页游数据），“大R”用户更具价值。

图表：全球娱乐时长及广告花费（2010） 图表：全球娱乐时长及广告花费（2018） 图表：数据优化提升变现价值



数据来源：互联网趋势报告

数据来源：东方财富证券绘制

1.3. 网络效应的临界点和壁垒失效

拼多多、极兔速递为何会崛起：

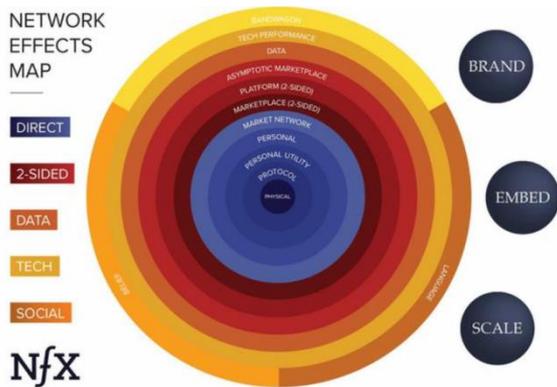
- 网络效应：随着用户数量的增加，网络的价值呈几何级数增长。网络效应是在数字世界建立可防御性的头号手段，**并不是所有的网络效应都是生来平等的。**

1、直接网络效应：网络的价值与连接用户数的平方成正比关系，包括物理（电信、交通）、协议（以太网、以太坊）、个人效用（FB、微信）、个人（领英）、市场网络效应（N边）。**网络效应边际递减的临界点非常高。**

2、双边网络效应：供给侧和需求侧用户出于不同的原因加入网络，并且为对方提供了互补性的价值。市场型（电商、陌生人社交、支付）、平台型（主机、操作系统）、渐近型市场（滴滴）。**临界点显著低于直接网络效应。**

3、数据网络效应：产品的价值随数据增多而提升，并且当产品的使用增多会产生数据时，就有了数据网络效应。

图表：5大类13种网络外部性



数据来源：NFX

包括谷歌、大众点评等。

4、技术性能网络效应：具备技术性能网络效应的网络越大就会变得越好。包括BitTorrent、IoT物联网。

5、“社交”网络效应：通过心理学和人们之间的互动发挥作用的。包括语言型（英语）、信念型（宗教）、从众型（苹果）。

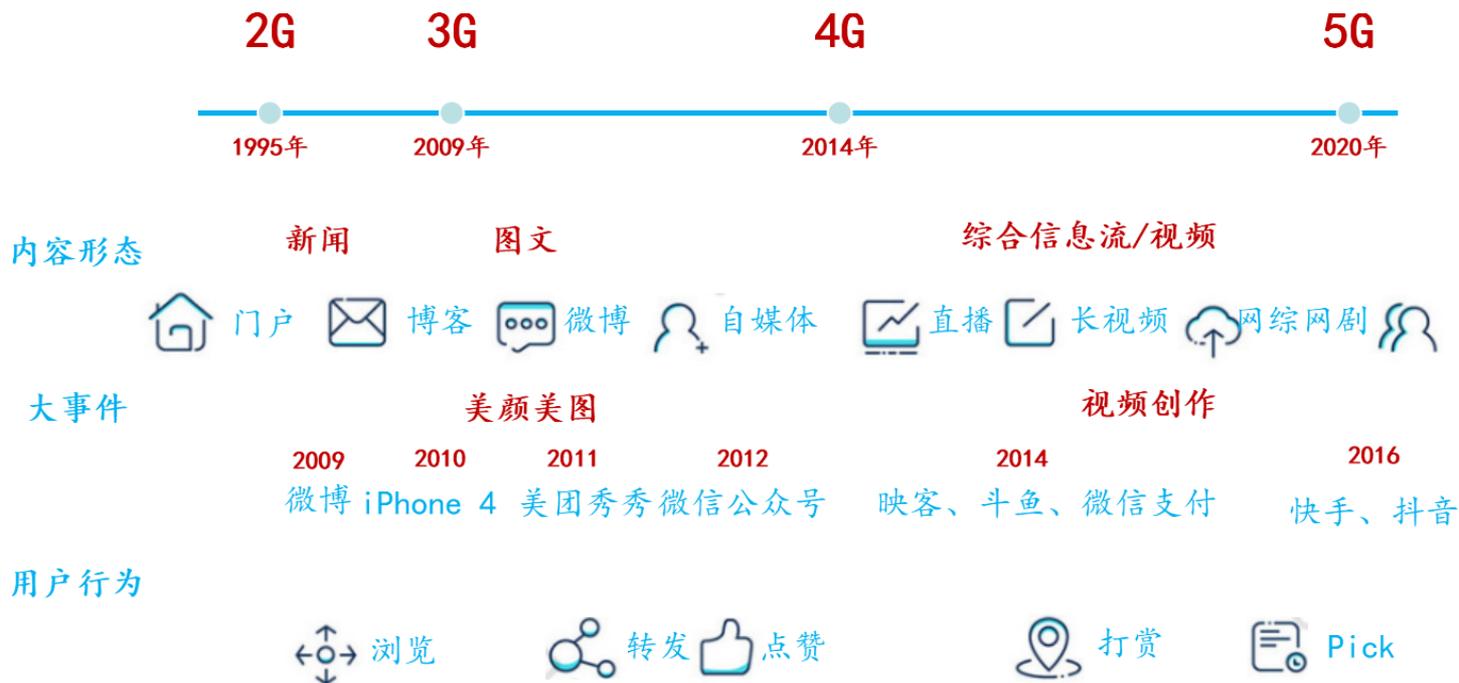
同一产品可能包含众多网络效应，但强弱有所差异。

目前我们看到的互联网平台大部分属于“双边网络效应”，但由于临界点低，**供给侧成熟为潜在竞争对手提供了便利**，只需要考虑需求侧攻略。

2.1. 互联网发展变化：内容形态的富媒体化，用户行为的互动化

- 内容形态：从2G-5G，内容形态从新闻到图文，从长视频到短视频，表现形态越来越富媒体化，未来可能是VR。
- 用户行为：从2G-5G，用户行为从单项浏览到转发、点赞，从Pick到创作，用户行为越来越互动，未来可能是元宇宙。

中国互联网内容形态、用户行为变化



2.2.1. 反垄断：打破双边网络“壁垒”，防止资本无序扩张

互联网垄断范式：

- “二选一”：正如我们前文所说，双边网络效应是不断增强供需两侧效用形成的，但突破某一临界值后，这种护城河相对薄弱。所以头部企业会选择**通过“二选一”的方式绑定供给侧**，从而抑制竞争。
- “烧钱战”：通过资本力量不断烧钱补贴，挤压中小竞争者，从而获得龙头地位。最终利用龙头地位，进行提价、提高佣金，从而实现盈利。

图表：反垄断政策持续加码

时间	事件	要点
2020/1/2	<反垄断法>修订草案（公开征求意见稿）	首次增设互联网经营者市场支配地位认定的规定
2020/9/19	市场监管总局发布多行业反垄断相关指南	《经营者反垄断合规指南》、《关于知识产权领域的反垄断指南》等
2020/12/11	中央经济工作会议	首次提出“ 强化反垄断和防止资本无序扩张 ”
2021/2/7	《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》	首次明确了利用 技术手段、数据、算法、平台规则 等方式达成横向垄断或纵向垄断协议的方式
2021/3/12	《中华人民共和国国民经济和社会发展规划第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	加大反垄断和反不正当竞争司法力度，防止资本无序扩张
2021/4/10	对阿里巴巴国内零售平台服务实施“二选一”垄断行为作出行政处罚	责令阿里巴巴集团停止违法行为，并处以其2019年中国境内销售额4557亿元4%的罚款，即182亿元
2021/7/10	市场监管总局依法禁止虎牙与斗鱼合并	如虎牙与斗鱼合并，使腾讯具有或者可能具有排除、限制竞争效果，不利于市场公平竞争、可能减损消费者利益
2021/7/24	腾讯控股有限公司收购中国音乐集团股权违法实施经营者集中案行政处罚决定书	要求公司自决定书发布之日起三十日内解除与上游版权方已达成的独家协议
2021/8/30	《关于强化反垄断深入推进公平竞争政策实施的意见》	从战略高度强化反垄断反不正当竞争监管
2021/9/9	工信部召开了“屏蔽网址链接问题行政指导会”	要求限期内各平台必须按标准解除屏蔽

数据来源：市场监管总局，工信部

图表：互联网平台企业行政指导会

垄断行为相关问题	参会公司
强迫实施“二选一”	
滥用市场支配地位	
实施“掐尖并购”	爱奇艺、百度、贝壳找房、滴滴、当当网、多点、京东、快手、美团、每日优鲜、奇虎360、去哪儿网、搜狗、微店、58同城、新浪微博、字节跳动、哔哩哔哩、叮咚买菜、饿了么、国美、盒马生鲜、拼多多、携程、小红书、阅文、苏宁易购、阿里（严选）、云集、唯品会、腾讯等34家互联网平台
烧钱抢占“社区团购”市场	
实施“大数据杀熟”	
漠视假冒伪劣	
信息泄露	
实施涉税违法行为	

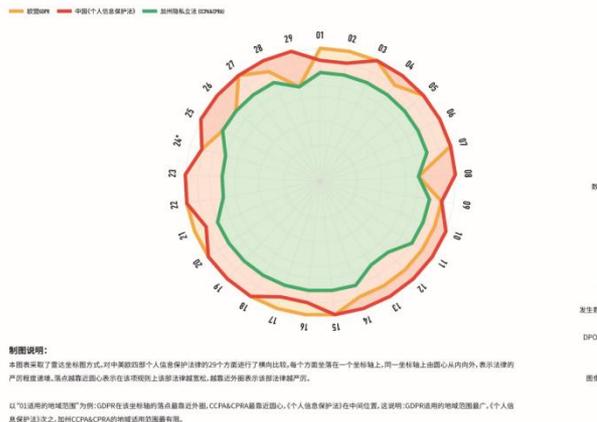
数据来源：市场监管总局(2021/4/13)

2.2.2. 个人信息保护：严厉程度对标GDPR，精准营销或受影响

- **全球浪潮**：2018年欧盟GDPR实施，截至现在全球60多个国家和地区都在制定和修订个人信息保护法律法规。《中华人民共和国个人信息保护法》将于2021年11月1日实施，**严厉程度对标欧盟GDPR**。FB面临欧盟2.7亿美金罚款。
- **主要内容**：1、“个人同意”为起点；2、信息处理合法合规；3、风险评估；4、主体权力（知情、删除等）；5、非歧视性原则（解决大数据杀熟）。
- **主要影响**：1、**以精准营销和个性化推送为核心业务的电商、广告和游戏行业**。Facebook曾表示苹果IDFA政策会影响其广告联盟50%的收入。2、差异化定价的互联网产品不复存在，不能通过大数据杀熟。3、对于APP运营者，个人信息保护增加合规成本。

图表：《个人信息保护法》对比

对比概览图



*2021年11月1日起正式生效，2022年起为个人信息保护法施行日期(国家网信办(国家互联网信息办公室)发布《个人信息保护法》施行日期公告)

数据来源：腾讯研究院

图表：如何在淘宝APP关闭个性化推荐

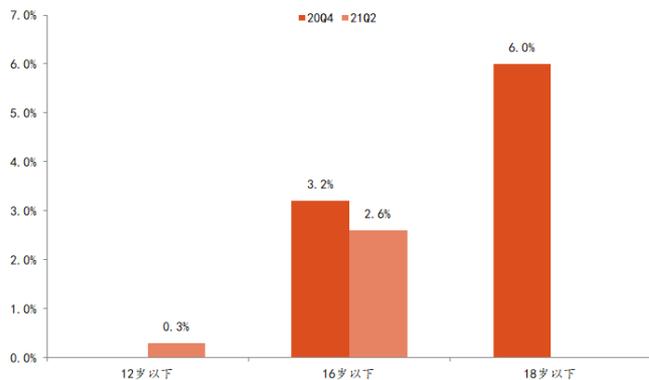


数据来源：淘宝

2.2.3. 未成年保护：收入影响较小，但新趋势往往来自于年轻用户

- 未成年保护**：8月30日，国家新闻出版署下发《关于进一步严格管理切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》，要求严格限制未成年网络游戏时间（周五至周日及节假日仅1小时）；实名注册和登录。**短视频等行业也开启青少年保护模式。**
- 短期影响有限：未成年用户贡献收入有限。**根据腾讯财报披露，2020年第四季度，18岁以下用户国内流水贡献占比为6.0%，16岁以下用户国内流水贡献占比为3.2%。活跃度影响略大于流水贡献。一般来说，未成年用户中比：二次元游戏 > 休闲竞技类游戏 > 传统MMO类型游戏。
- 长期影响**：尽管未成年用户贡献收入有限，但其**喜爱的游戏代表未来主流游戏和主流IP**。我们从2018年数据来看，B站、抖音、快手、王者荣耀等年轻用户占比高；现在这些互联网产品成为市场主流。

图表：腾讯国内未成年流水贡献



数据来源：公司财报

图表：不同游戏未成年用户占比



数据来源：百度指数

图表：年轻用户代表新趋势



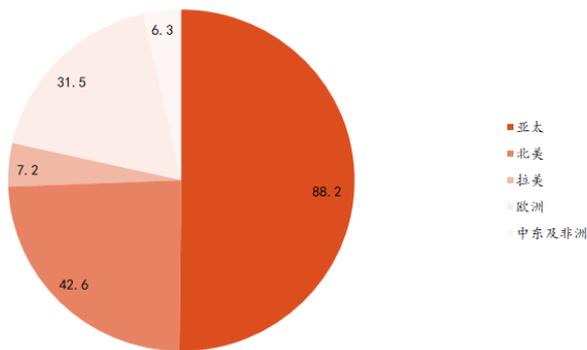
数据来源：Questmobile

2.3.1. 海外市场：空间广阔，中国互联网模式全球领先

三个关键因素：

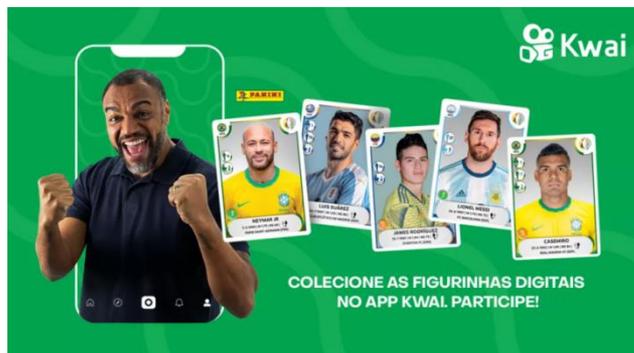
- **强大的内需：**内需是产业发展的基本驱动力。以游戏行业为例，2021年中国市场凭借着456亿美元成为全球第一大游戏市场，甚至超过整个北美游戏市场。**强大的内需推动供给端的成熟和壮大。**
- **成熟的互联网模式：**TikTok海外月活超过7亿，用户平均时长超过Youtube；快手海外月活用户超1.8亿，聚焦拉美和东南亚。中国互联网模式全球领先，体现在**产品、运营、裂变**等方面，比如快手在拉美上线“球星卡”（类似于“集五福”），成功推动DAU环比提升20%。
- **工程师红利：**原神是7月全球TOP 3移动游戏，其团队超过千人。根据伽马数据统计，2018年中国游戏行业从业者约145万，本科及以上学历从业者接近60%，然而北美视频游戏行业从业者超14.3万，韩国游戏行业从业人数约8.5万。

图表：全球游戏市场规模（bn）



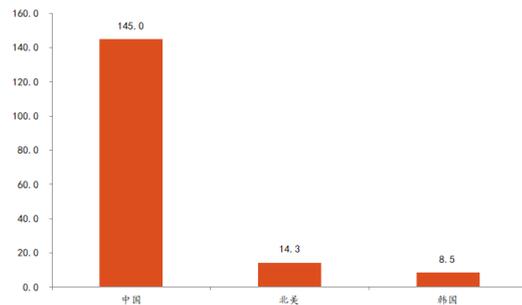
数据来源：Newzoo

图表：Kwai海外集“球星卡”



数据来源：Kwai

图表：游戏行业的工程师红利

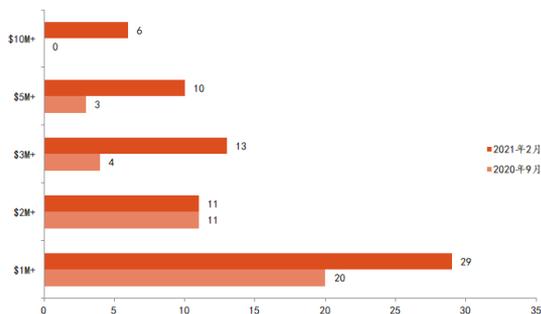


数据来源：伽马数据，Newzoo，韩国文化部

2.3.2. VR：千万出机量奇点临近，爆发式未来未远

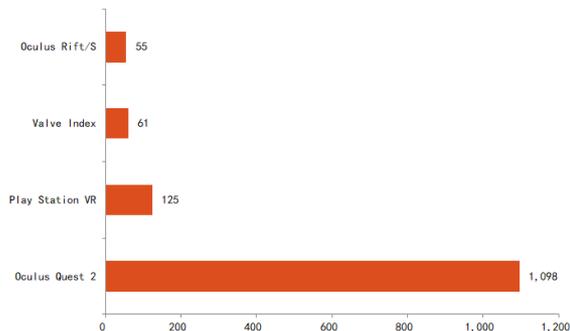
- **巨头入局**：2014年3月，Facebook以20亿美金收购Oculus VR。2021年，Facebook从事VR相关领域员工接近1万人，占比达到**17%**（2017年仅5%），囊括硬件、系统和软件开发。2021年8月，字节跳动斥资90亿收购国内最大VR设备商Pico。对于头部企业来说，致力于硬件、系统、软件一体化解决方案，**扼住下一代通用技术设备入口**。
- **奇点临近**：Facebook将**1000万**Oculus用户定位转折点，届时整个生态将会蓬勃发展起来。在VR发展的早期，开发者的盈利比较困难，需要巨头扶持，Facebook对开发者提供IP、资金、技术甚至营销全方位支持；等到了千万级的时间节点，市场就可以支撑起来，越来越多内容开发者加入进来，更多好内容被生产，整个VR生态实现自循环。
- **市场空间**：短期来看，VR行业更像**主机行业**。随着VR技术的成熟，其有可能超越原有的主机游戏市场。2020年全球主机游戏市场规模521亿美元（包括软硬件），占全球游戏市场的30%，其中**软硬件比例约1：1至1：2左右**。

图表：平均3款中有1款游戏收入过百万



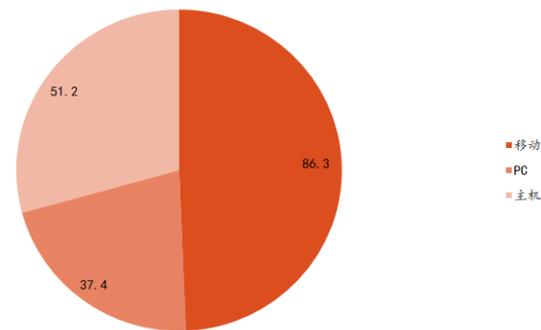
数据来源：Oculus

图表：4Q20 VR头显出货量



数据来源：Superdata

图表：2020年全球游戏市场规模 (bn)



数据来源：Newzoo

2.3.3. 车载娱乐系统：硬件渗透率提升，软件未来可期

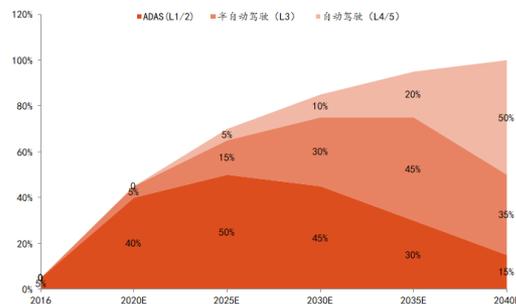
- **车载娱乐系统**：随着自动驾驶技术将汽车变成下一个**客厅**，娱乐公司正在探索新的技术和服务来招待乘客。一旦4或5级水平的自动驾驶技术完善并被消费者接受，诸如车载电子等设备的选择差异化因素将成为驾驶者的娱乐体验。这为在线音频和娱乐公司提供了创新机会，为汽车带来更多身临其境的娱乐技术。
- **自动驾驶爆发**：据HIS预测，到2025年，全球智能网联汽车渗透率将从2018年的30.7%攀升到59.4%，其中国内渗透率将超越全球，在2025年达到75.9%。
- **娱乐系统空间**：参考苹果，2020年苹果收入2,745亿美金，其中软件服务538亿美元，**占比约19.6%**。车载娱乐系统未来空间广阔。

图表：特斯拉信息娱乐系统



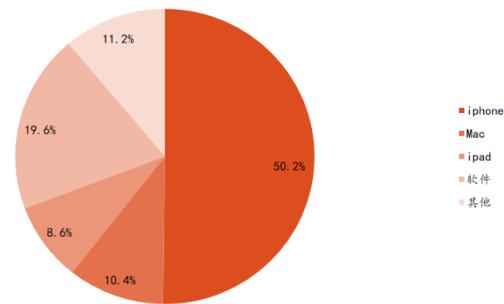
数据来源：特斯拉官网

图表：自动驾驶渗透率持续提升



数据来源：中国汽车工业协会

图表：苹果软件服务占收入20%

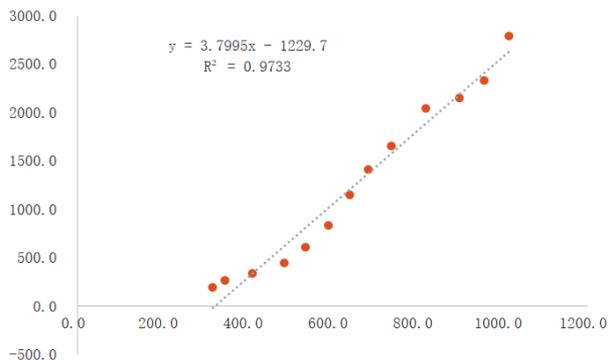


数据来源：公司财报（2020年）

3.1. 游戏：渠道先发制人，内容后发先制

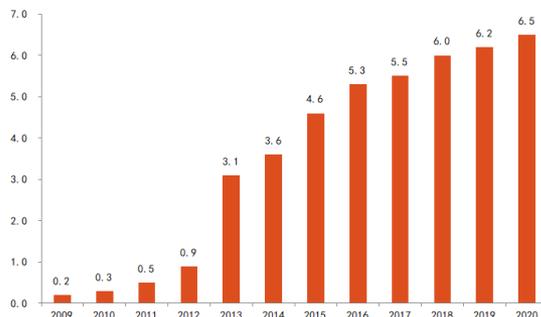
- **市场规模**：根据伽马数据统计，2020年中国游戏市场2,787亿，同比增长21%，其中移动游戏2,097亿，同比增长33%。游戏行业市场**长期看消费**（与GDP $R^2=0.97$ ），**中期看技术**（4G带来移动游戏大发展），**短期看供给**（游戏产品）。
- **渠道和内容方**：1) 游戏行业发展的早期：内容为王，爆款内容会带来渠道、硬件销量，渠道抢占独占内容和首发；2) 游戏行业发展的中期：内容供给量大幅提升，渠道掌握了流量分配，对内容方加大挤压；3) 游戏行业发展的后期：优胜劣汰导致大量内容方出清，游戏用户经过洗礼对品质要求提升，行业重新回到“**内容为王**”。
（原神并未上线传统渠道，通过口碑仍然取得非常好的成绩）

图表：中国游戏行业与GDP关系



数据来源：伽马数据，国家统计局（y轴游戏，x轴GDP）

图表：中国移动游戏用户数（亿） 图表：渠道变革过程



数据来源：伽马数据



3.1. 游戏：旧王未老，新王亦立

- **畅销榜：**9月某周iOS畅销榜TOP 20数据，腾讯平均占据6.1席，网易平均占据3.6席，吉比特占据1.6席，三七占据1.0席，完美世界占据0.7席。一方面，腾讯、网易仍然占据半壁江山，老游戏是中流砥柱；另一方面，米哈游、灵犀互娱、莉莉丝等公司崛起。
- **游戏的两极化：**1) 重度化：原神将游戏研发门槛进一步提升，自上线至今其人员数从200上升至1000，地图更新速度从2个版本1张地图到1个版本1张地图。在老IP游戏逐步承压下，重度游戏又迎来新的军备竞赛。2) 轻度化：具有可玩性、创新性的游戏将填充用户的游戏时间。

图表：IOS畅销榜排名（2021.9.4-2021.9.10）

排名	星期六	星期日	星期一	星期二	星期三	星期四	星期五
1	王者荣耀	王者荣耀	王者荣耀	王者荣耀	王者荣耀	哈利波特	哈利波特
2	原神	原神	原神	原神	梦幻西游	王者荣耀	王者荣耀
3	和平精英	和平精英	和平精英	和平精英	原神	梦幻西游	梦幻西游
4	金铲铲之战	金铲铲之战	金铲铲之战	金铲铲之战	和平精英	和平精英	和平精英
5	三国志战略版	三国志战略版	三国志战略版	梦幻西游	金铲铲之战	金铲铲之战	金铲铲之战
6	梦幻西游	梦幻西游	梦幻西游	斗罗大陆	斗罗大陆	原神	原神
7	斗罗大陆	斗罗大陆	斗罗大陆	三国志战略版	三国志战略版	斗罗大陆	斗罗大陆
8	穿越火线	穿越火线	穿越火线	穿越火线	穿越火线	三国志战略版	三国志战略版
9	航海王	QQ飞车	一念逍遥	一念逍遥	天涯明月刀	明日之后	火影忍者
10	QQ飞车	一念逍遥	大话西游	大话西游	一念逍遥	穿越火线	穿越火线
11	小浣熊百将传	小浣熊百将传	万国觉醒	JJ斗地主	大话西游	一念逍遥	一念逍遥
12	一念逍遥	万国觉醒	JJ斗地主	率土之滨	JJ斗地主	大话西游	QQ飞车
13	大话西游	JJ斗地主	QQ飞车	万国觉醒	率土之滨	天涯明月刀	明日之后
14	JJ斗地主	大话西游	天涯明月刀	神武4	万国觉醒	率土之滨	率土之滨
15	万国觉醒	航海王	神武4	荣耀全明星	神武4	JJ斗地主	万国觉醒
16	神武4	荣耀新三国	梦幻新诛仙	QQ飞车	荣耀全明星	火影忍者	神武4
17	梦幻新诛仙	梦幻新诛仙	率土之滨	天涯明月刀	开心消消乐	神武4	JJ斗地主
18	明日之后	神武4	小浣熊百将传	梦幻新诛仙	梦幻新诛仙	万国觉醒	大话西游
19	率土之滨	天涯明月刀	荣耀全明星	开心消消乐	QQ飞车	开心消消乐	问道
20	荣耀新三国	开心消消乐	问道	问道	问道	指尖四川麻将	天涯明月刀

数据来源：七麦数据

图表：原神版本更新情况

版本	开始时间	地图
1.0	2020/9/23	蒙德、璃月
1.1	2020/11/6	
1.2	2020/12/21	龙脊雪山
1.3	2021/1/29	
1.4	2021/3/16	
1.5	2021/4/26	
1.6	2021/6/8	海岛（临时）
2.0	2021/7/19	稻妻
2.1	2021/8/31	稻妻（清籁岛、海祇岛）

数据来源：TapTap

3.2. 电商：直播电商崛起，品牌自播渗透率提升

- **直播电商崛起**：根据国家统计局数据显示，2020年中国网上实物零售额约9.8万亿，占社会商品零售总额的25.0%，增速回落至14.8%，伴随着服装、电子等传统品类渗透步入高位，放缓趋势更为明显。传统搜索电商模式进入瓶颈期，以快手、抖音为代表的推荐电商崛起。预计2021年直播带货GMV将接近2.0万亿。
- **品牌自播**：1) 电商内容化（即品牌自播）**提升转化**，从传统的文字、图片到视频、直播展示商品信息和功能，视频的信息传递效率和效果远高于图文，这也是淘系直播电商的应有之义。2) 内容电商化（即MCN带货）**创造需求**，内容反哺电商，实际上创造了新的需求，很多产品在直播前、用户甚至不知道它的存在。现在而言，淘系电商的货币化率仍然高于快手，抖音的引流能力仍高于淘系，目前抖音品牌自播占比估计约2-30%，未来自播是直播电商增长的重要驱动。

图表：阿里及京东历财年GMV增速



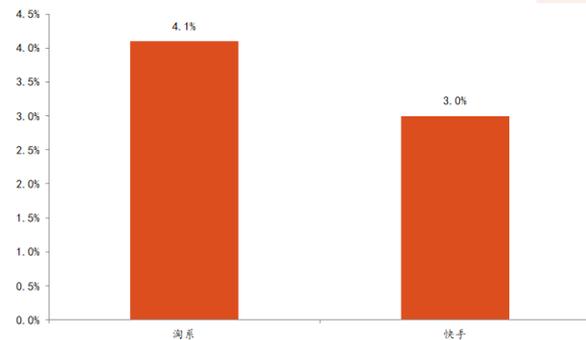
数据来源：公司财报

图表：淘系电商国内零售货币化率



数据来源：公司财报（货币化率=“客户管理+佣金收入”/国内零售GMV）

图表：淘系和快手电商货币化率对比



数据来源：公司财报

3.2. 电商：流量去中心化趋势，私域的本质是复看和复购

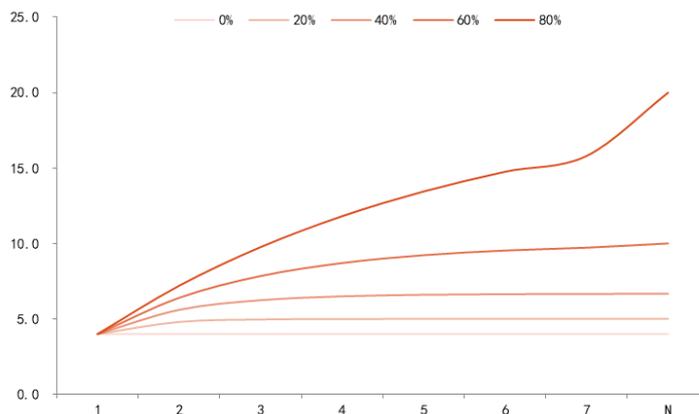
- 从搜索到推荐：搜索电商（包括淘宝、京东等），平台**对于中腰部品牌具有非常强的流量掌控力**，但是对于头部品牌，用户认知强，平台控制力相对较弱；推荐电商（包括拼多多、抖音、快手等），平台**对于所有品牌都具有流量掌控力**，但是**内容方同样具有对流量的掌控力**，随着私域属性不同而不同。
- 私域的核心是复购：1) 流量可控：中心化平台中用户属于平台，与商家并没有关系，只有将用户导入自己的平台中才能实现真正的流量可控。2) 反复低成本触达：商家在流量池中获得曝光是需要付费的，而获客成本不断攀升。尽管私域流量也需要商家运营维护，但与获客成本相比却相对低廉且更为长期。

图表：中短视频平台私域属性对比

	抖音	快手	哔哩哔哩	视频号
MAU (百万)	644.9	417.4	154.0	-
DAU (百万)	377.2	224.0	44.2	450.0
DAU/MAU	58.5%	53.7%	28.7%	-
单 DAU 日均时长 (分)	102.2	103.2	91.2	35.0
私域属性	弱	强	强	直播强、视频中
产品算法逻辑	爆款内容	关注	兴趣内容	朋友圈层

数据来源：Questmobile, 百准指数

图表：不同复购率下LTV (N) 对比

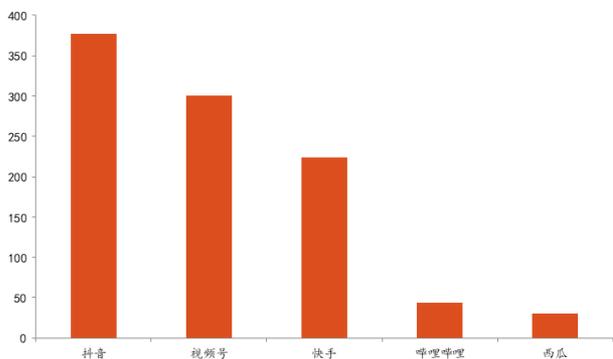


数据来源：东方财富证券绘制

3.3. 短视频：UGC将进一步挤占PGC，短视频三足鼎立

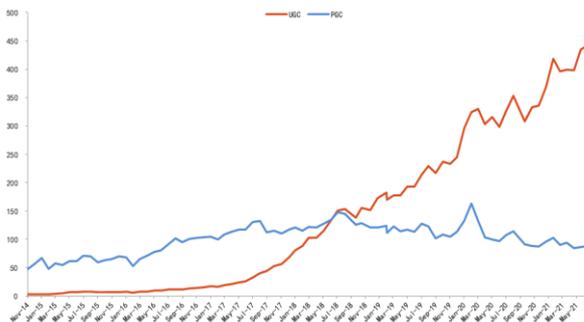
- **UGC VS PGC**: UGC从用户数和时长全面超越PGC。相比于PGC，UGC有两大优势：1) **用户选择优**。年轻用户更喜欢UGC，中年用户更喜欢PGC，UGC有着充足的内容供给和贴近实时热点。2) **商业机制优**。PGC平台是自助餐模式，难以跟内容方定价（定价机制是成本加成型），平台的竞争主要集中在独家内容。对于UGC平台，好的内容意味着更高的观看量，更高的观看量带来更大的商业化潜力。“**PGC内容引流，UGC内容留存**”成为趋势。
- **短视频平台三足鼎立**: 作为TOP 1短视频的抖音，在数据、运营和商业化上有着全面优势，但快手社区属性更强，基本盘仍相对稳固（二者重合率40%-50%之间）。依托微信引流，视频号异军突起，大量收割了新短视频用户，尤其是中年用户，间接影响了快手的成长。哔哩哔哩的用户集中于一二线城市年轻人（二者重合率10%-20%），三四线年轻用户是重要破圈方向。短视频三足鼎立格局已经形成，未来更多是**逐城逐地的内容和运营上的争夺**。

图表：短视频平台日活用户数（百万）



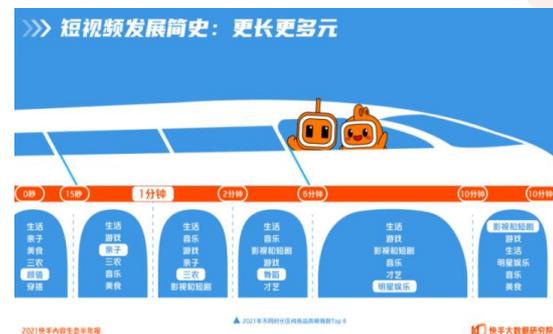
数据来源：Questmobile (2021/6)，视灯

图表：UGC视频平台时长超过PGC平台



数据来源：Questmobile

图表：短视频更长更多元

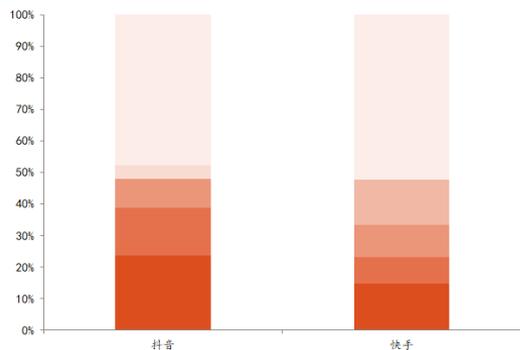


数据来源：《2021快手内容生态半年报》

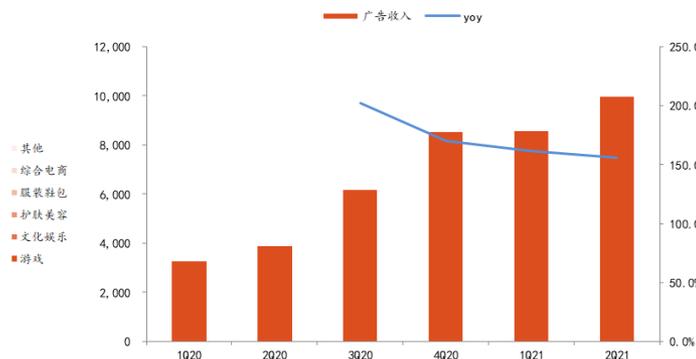
3.3. 短视频：抖音电商加速，快手广告、电商齐发力

- **商业化**：短视频变现的本质是流量，尽管场景化能力并不强，但用户时长可观、有足够的流量支持，并且短视频平台可以**进一步向上游延伸**，广告主结构具有较大价值。短视频行业，电商占比15-25%，游戏占比15-25%。
- **快手**：1) 广告：品牌广告、算法优化以及电商（小店通）是快手广告蓬勃发展的三驾马车。2021年上半年，直播打赏业务营业收入185.2亿，同比增长158.6%，增长强劲。从广告业务结构上看，品牌、信息流等广告约占50%左右，电商（小店通等）占30%左右（约占电商GMV的2%左右），广告联盟占20%左右（通过收入分成款推算）。2) 直播电商的本质是“选品”+“折扣”，快手更注重关注关系，商品主要通过“人”作为纽带，而抖音则仍以“产品”作为纽带。2021年上半年，电商等其他业务营业收入31.9亿，同比增长294.6%；实现GMV 2,640亿，货币化率1.2%。

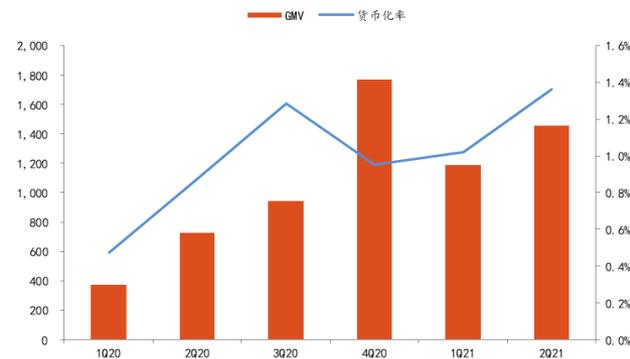
图表：抖音广告主行业占比



图表：快手广告收入增长



图表：快手GMV增长及货币化率



数据来源：AppGrowing (2020.07)

数据来源：公司财报

感谢聆听！