

中信证券研究部



许英博
首席科技产业
分析师
S1010510120041



姜妍
首席消费产业
分析师
S1010510120056



王冠然
首席传媒分析师
S1010519040005



杨清朴
首席新零售分析师
S1010518070001



陈俊云
联席首席前瞻研究
分析师
S1010517080001



核心观点



联系人：廖原



联系人：王帆



联系人：贾凯方

互联网行业

评级 无评级（维持）

2021 年互联网公司业绩和股价表现疲软，我们认为业绩和估值将在 2022 年得到改善。2021 年高点以来，中国互联网指数累计下跌近 50%，原因主要为业绩预期下调及投资人信心下降等。当前，互联网公司估值已进入近 5 年低位区间，对比美国互联网公司出现明显估值差。展望 2022 年，我们认为，业务调整、战略投入加大等导致 2021 年企业业绩下调的因素将有所弱化，互联网头部公司核心业务营收料将稳中有升，成熟公司利润端有望实现 15%-20% 增长，估值也将伴随业绩回暖有所修复。我们看好 2022 年互联网板块的配置性机会，在行业规范发展阶段，预计未来互联网企业的股价上行将主要由核心业务稳健增长，云计算、智能驾驶等新科技布局，社区电商、游戏出海等新市场拓展驱动，建议重点关注竞争优势稳固、新业务及新市场拓展领先的头部互联网公司。

■ **市场回顾：2021 年中国互联网指数从高点回撤 50%，估值回落至历史低位。**截至 2021 年 10 月，头部互联网公司如阿里巴巴/腾讯控股/美团/京东/拼多多等自高点跌幅分别为 40%/38%/41%/28%/58%。我们认为，板块回调的主要原因为：1) 业绩预期的下调。根据彭博数据，当前成熟互联网公司 2021 年经调整净利润的市场一致预期较 2021 年初下调幅度在 20% 左右，其他互联网公司波动更大。2) 市场对国内互联网公司信心下降导致估值波动。我们认为，受业务规范调整、战略投入加大等因素影响，互联网公司 2021 年业绩较大可能为阶段性低点，2022 年有望逐步恢复，预计估值中枢伴随着业绩的回暖也将有所上移，2022 年将迎来配置机遇。

■ **业绩展望：2022 年互联网头部公司营收预计稳中有升，成熟公司利润增长预计为 15%-20%。**2021 年互联网公司业绩表现较差的原因主要为 1) 疫情、水灾等突发因素对电商及新零售消费的影响；2) 部分互联网行业业务调整对广告、游戏收入的影响；3) 罚款以及新业务战略投入加大对利润的影响。展望 2022 年，我们预计互联网公司核心业务将逐步完成规范化调整，云计算、出海、社区电商等新兴业务将快速起量，营收将稳中有升。同时，预计核心业务经营表现稳健上行，新业务亏损率的收窄将有望驱动成熟互联网公司 2022 年利润端保持 15%-20% 增长。中长期来看，预计头部互联网公司核心业务增长中枢将逐渐下移并向 GDP 增速收敛，但互联网巨头基于其明显的规模和效率优势、领先的行业地位，中长期利润端预计仍将保持 10%-15% 增长。

■ **估值展望：相对海外互联网巨头已存性价比，新兴业务布局提供估值增量。**2021 年互联网公司估值折价主要来自于业绩预期的下调及海外投资者针对中国互联网公司不确定性所给予的折价。当前，头部互联网公司估值已经回落至 5 年历史低位区间，腾讯控股、阿里巴巴等公司 2022 年 PEG 约为 1.0，低于美国互联网公司同期 1.5-2.0 的水平，中国互联网公司估值性价比更高。我们认为，中国互联网公司在全球的相对竞争优势仍在，未来业绩增速的修复将带动与美国公司估值差的收窄。中长期来看，国内公司在云计算、智能驾驶等下一代前沿科技的布局以及社区电商、电商/游戏/短视频出海等新市场的布局，将提供未来的估值增量。

■ **全球政策：互联网行业政策监管常态化，国内互联网已取得阶段性进展。**2021 年以来，全球市场对互联网行业反垄断、数据安全、个人隐私的政策监管持续落地，国内针对互联网行业的政策脉络也逐渐明晰。从近期高层及监管机构“防止资本无序扩张初见成效”、“支持民营经济、互联网经济和数字经济健康发展”等表述来看，当前互联网行业监管已取得阶段性进展。我们认为，从欧美市场经验来看，未来互联网行业的监管是系统化、常态化的过程，也是推动互联网行业健康发展的有力保障。规范发展阶段，互联网头部公司的行业地位及竞争优势依旧稳固，业务发展仍具高确定性和可持续性，长期投资价值依然不变。

■ **投资策略：电商及新零售重视阿尔法，内容互联网关注游戏及 IP 板块业绩拐点。**

■ **电商及新零售：**2021M1-M9，社零总额/实物电商零售额 2 年 CAGR 分别为 3.9%/15.2%，电商在消费渠道中系统性的地位仍在不断提升，预计 2022 年实物电商规模同比增加约 12.5%，到 2025 年实物电商规模达 17.2 万亿元、在社零中占比提升至 31.8%。从用户（乡镇&村）和品类（生鲜&FMCG）两个维度看，社区团购将是行业最大的增量来源，预计美团和拼多多将在夯实领先地位的前提下提升

UE 水平，阿里将基于集团供应链及数字化优势持续追赶；存量竞争端，电商平台的渠道效率优势保障竞争力，内容电商分流影响相对可控。与此同时，外卖和到店服务业仍处高景气、社区团购打开第二曲线，预计美团将在监管规范下平稳前行，长期平台价值不变。展望 2022 年，监管走向常态化后，预计份额提升、盈利持续优化的公司将享有明显的超额收益。

■ **内容互联网：**游戏领域，未成年人保护政策基本落地，版号年内有望恢复发放，未来重点关注头部游戏公司的海外游戏发展增量。根据伽马数据，2021 年前三季度，中国自研游戏海外市场销售收入达 134.34 亿美元，同比+17.2%，增速高于手游大盘增速（同期 YoY+9.5%），且整体出海游戏收入体量在 2020 年已经突破千亿元人民币规模。视听阅读领域，行业整体用户增长趋缓，根据 CNNIC 数据，21H1 网络视频/音乐/直播/文学用户体量环比分别增长 1.8%/3.5%/3.4%/0.2%，我们预计内容平台未来将加大对优质内容的精细化运营，叠加影视行业工业化生产能力加强，上中游拥有优质 IP 储备及开发能力的公司有望获得长足的业绩弹性。整体来看，头部公司今年市场基本面预期基本形成共识，建议主要关注明年政策、业务的边际变化。

■ **风险因素：**政策监管超预期导致板块估值进一步下行；宏观经济增长放缓，导致电商、新零售、广告等行业增长不及预期；利率上行或流动性收紧导致市场估值中枢的下移；互联网公司业务调整进度不及预期导致业绩回暖不及预期；新业务及新市场拓展不及预期，或投资亏损超预期；个人隐私、数据安全新规对广告收入的影响超预期导致广告收入不及预期等。

■ **投资建议：**我们认为，互联网行业公司业绩基本面有望触底回暖，行业政策脉络逐渐明晰，市场对不确定性的担忧正在边际好转，我们看好 2022 年互联网板块的配置价值。策略上，我们推荐行业优势地位稳固，核心业务稳健增长，新技术及新市场拓展持续领先的头部公司，建议重点关注阿里巴巴、美团、拼多多、京东、百度集团、腾讯控股、网易、哔哩哔哩、快手等公司。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	市值 (亿美元)	PS			PE			评级
		20A	21E	22E	20A	21E	22E	
阿里巴巴	4,545	4.1	3.2	2.6	17	19	17	买入
美团	2,126	12.1	8.0	5.8	444	NA	NA	买入
拼多多	1,114	12.8	6.5	4.3	NA	269	48	买入
京东	1,249	1.1	0.9	0.7	49	61	35	买入
百度集团	580	3.5	3.1	2.7	17	21	17	买入
腾讯控股	5,934	7.7	6.5	5.4	30	28	24	买入
网易	683	6.2	5.2	4.5	31	25	20	买入
哔哩哔哩	291	16.4	10.2	6.7	NA	NA	NA	买入
快手	557	5.9	4.3	3.3	NA	NA	NA	买入
心动公司	27	6.0	6.1	4.0	NA	NA	NA	买入
阅文集团	71	5.3	4.6	4.0	49	37	27	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测
FY2023 年

注：股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价；阿里巴巴为 FY2021 -

目录

互联网行业 2021 年板块回顾.....	1
互联网子行业 2022 年策略展望	9
电商行业：景气维持但竞争加剧，投资更重阿尔法	9
内容电商：行业仍处红利渗透期，关注平台治理和运营能力优化.....	13
本地生活行业：用户重回成长，监管新常态下行稳致远	15
互联网广告：核心价值不改，中长期增长动力可期	17
游戏行业：政策监管导向趋于明朗，出海将成为行业未来看点	21
网络文学：看好头部 IP 跨媒介改编领域的潜力	24
在线音乐：短期行业格局重塑，长期看好付费转化	26
长视频：短期行业生态整顿，长期看好成本优化	28
风险因素	30
互联网板块重点公司推荐	31
阿里巴巴：核心商业稳健增长，云计算等新业务驱动估值上行	31
美团：业绩持续高亮，监管新常态下行稳致远	33
拼多多：成长动力依旧，盈利大幅改善	35
京东：核心业务经营稳健，新业务投入有的放矢	37
百度集团：核心业务具备韧性，关注智能云与创新业务增长前景	39
腾讯控股：核心业务保持稳健，中长期持续上行空间可期	41
网易：基本盘稳健，重磅新游表现亮眼并将陆续拓展全球市场	43
哔哩哔哩：Z 世代泛娱乐社区，广告商业化快速成长	45
快手-W：营销费用率有望缩窄，内容多元化持续拉动商业化	46
心动公司：TapTap 海外增长亮眼，静待自研游戏收获成果	48
阅文集团：网文龙头，IP 运营空间广阔	50

插图目录

图 1: 互联网相关指数走势对比	1
图 2: 互联网指数及头部公司 2021 高点以来涨跌幅	1
图 3: 阿里 FY2022/2023 经调整净利润一致预期变化	2
图 4: 腾讯控股 2021/2022 经调整净利润一致预期变化	2
图 5: 美团 2021/2022 经调整净利润一致预期变化	2
图 6: 京东 2021/2022 经调整净利润一致预期变化	2
图 7: 拼多多 2021/2022 经调整净利润一致预期变化	3
图 8: 网易 2021/2022 经调整净利润一致预期变化	3
图 9: 百度 FY2022/FY2023 经调整净利润一致预期变化	3
图 10: 快手 2021/2022 经调整净利润一致预期变化	3
图 11: 腾讯控股 PE-Band (TTM)	6
图 12: 阿里巴巴 PE-Band (TTM)	6
图 13: 美团 PS-Band (TTM)	6
图 14: 京东 PS-Band (TTM)	7
图 15: 拼多多 PS-Band (TTM)	7
图 16: 网易 PE-Band (TTM)	7
图 17: 百度 PE-Band (TTM)	8
图 18: 快手 PS-Band (TTM)	8
图 19: 2017-2021 年实物电商零售额在社零中占比稳中有升	9
图 20: 2021M1-M9 实物电商两年 CAGR 显著高于社零大盘	9
图 21: TOP3 电商覆盖 90%互联网用户 (20M6)	10
图 22: 2020 年各品类线上渗透率情况	10
图 23: 2017M1-2021M9 微信、TOP3 电商平台及 TOP2 短视频平台日人均使用时间	11
图 24: 2015-2022E 电商营销收入各广告形式分布	11
图 25: 阿里巴巴历史 P/GMV 和 PE 图	12
图 26: 京东历史 P/GMV 和 PE 图	12
图 27: 拼多多历史 P/GMV 图	13
图 28: 唯品会历史 P/GMV 和 PE 图	13
图 29: 2018-2023 年中国直播电商市场规模及增速	13
图 30: 2018-2023 年中国直播电商市场渗透率	13
图 31: 直播电商产业链结构	14
图 32: 2017Q3-2021Q2 美团年度交易用户数及增速	15
图 33: 2017Q3-2021Q2 美团每新增用户对应营销费用	15
图 34: 三到五年维度美团到店业务分子板块规模及收入预测	16
图 35: 2021 年 1-9 月移动广告投放数趋势	17
图 36: 2020.8-2021.8 广告刊例花费变化	17
图 37: 中国社会消费品零售总额及同比高速	18
图 38: 2021.2-2021.7 头部教育机构投放趋势对比	18
图 39: 重点流量平台中教育广告占比	18
图 40: 2021 年 5-7 月教育培训细分行业广告投放占比	18
图 41: 中国直播电商市场规模 (以商品交易总额计)	19
图 42: 抖音电商规模快速增长	19
图 43: 快手平台 GMV 变化情况	19

图 44: 2021 年 1-4 月消费行业广告主广告投放媒介分布	20
图 45: 2021Q1 典型国货品牌在互联网广告投放费用同比增长情况	20
图 46: 中国手机游戏市场和中国自研游戏海外市场实际销售收入对比	22
图 47: 腾讯海外游戏收入情况.....	22
图 48: 中国自研移动游戏出海地区收入占比 (2021H1)	23
图 49: 中国自研移动游戏出海收入前 100 类型占比 (2021H1)	23
图 50: 在线阅读 App 行业月活跃用户 Top10 App.....	25
图 51: 主要音乐 App MAU 对比.....	26
图 52: TME 在线音乐移动端 MAU 及付费率	26
图 53: 网易云音乐在线音乐 MAU 及付费率.....	26
图 54: 主要的文娱内容平台的付费率水平	27
图 55: 在线音乐 App 不同业务板块之间的协同	28
图 56: 头部视频平台分季度剧集有效播放量.....	29
图 57: 头部视频平台分季度综艺有效播放量.....	29
图 58: 头部视频平台付费会员人数	29
图 59: 爱奇艺近几个季度归母净利率变动趋势	29

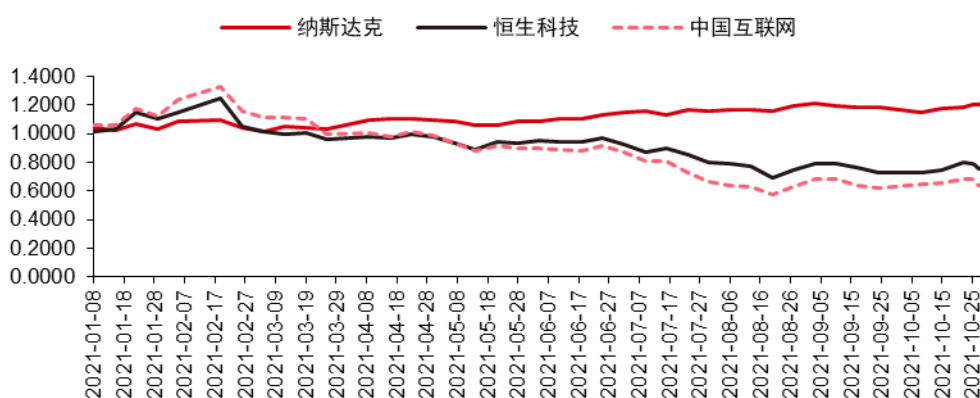
表格目录

表 1: 2021 年中国互联网指数及头部公司表现	1
表 2: 近一年互联网监管政策及案例梳理	3
表 3: 头部互联网公司营收及利润增长比较.....	5
表 4: 腾讯游戏海外工作室布局.....	23
表 5: 《2018 年猫片·胡润原创文学 IP 价值榜》Top20 作品	25
表 6: 2021 年以来部分整顿演艺行业的政策概览.....	29
表 7: 阿里巴巴核心财务指标.....	32
表 8: 美团主要财务指标预测.....	34
表 9: 拼多多主要财务指标预测.....	36
表 10: 京东主要财务指标预测.....	38
表 11: 百度集团核心财务预测.....	40
表 12: 腾讯控股盈利预测.....	42
表 13: 网易盈利预测	44
表 14: 哔哩哔哩盈利预测.....	45
表 15: 快手-W 盈利预测	47
表 16: 心动公司盈利预测.....	49
表 17: 阅文集团盈利预测.....	50

互联网行业 2021 年板块回顾

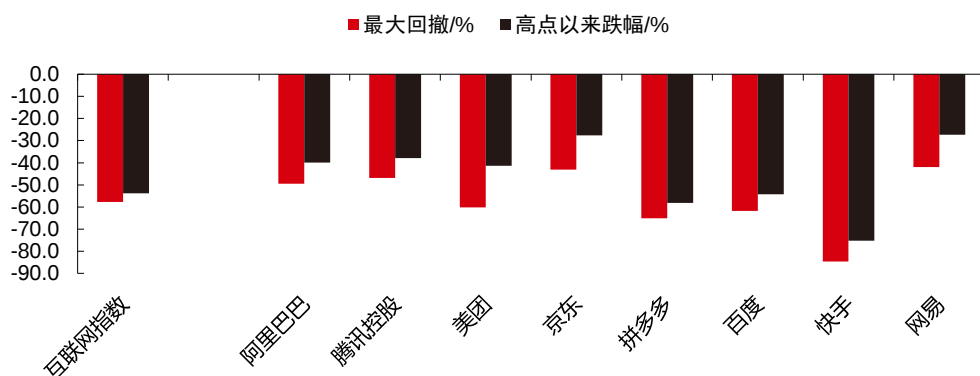
2021 年至今，中概互联网板块受行业监管、业绩波动影响整体表现偏弱。2021 年至今，中概互联网指数自高点以来下跌幅度达 52.7%，估值进入近 5 年低位区间。中概互联网头部公司（市值>500 亿美元），阿里巴巴/腾讯控股/美团/京东/拼多多/百度/快手最大回撤均在 40%以上。我们认为，中概互联网板块表现偏弱，主要原因为 1) 业绩预期的下调。根据彭博数据，截至 2021 年 10 月底，成熟互联网公司 2021 年经调整净利润的市场一致预期较 2021 年初下调 20%左右，其他互联网公司波动更大。2) 市场对国内互联网公司信心下降导致估值波动。

图 1：互联网相关指数走势对比



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间区间为 2021 年 1 月 8 日 - 10 月 29 日

图 2：互联网指数及头部公司 2021 高点以来涨跌幅



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：时间区间为 2021 年 1 月 4 日 - 10 月 29 日

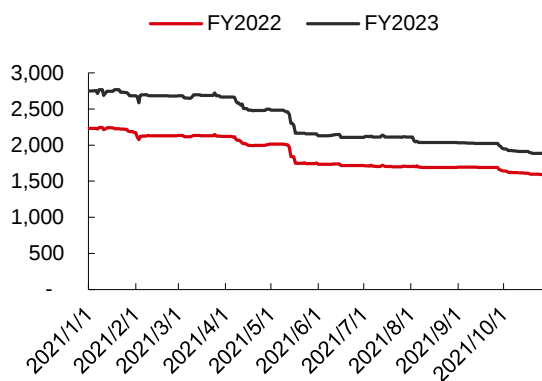
表 1：2021 年中国互联网指数及头部公司表现

	现价	2021 年初	2021 年高点	最大回撤/%	高点以来跌幅/%	YTD 涨跌幅/%
互联网指数	5757.5	9221.0	12463.2	-57.7	-53.8	-38.7
阿里巴巴	164.9	227.9	274.3	-49.5	-39.9	-29.1
腾讯控股	481.0	572.5	775.5	-46.8	-38.0	-14.7

	现价	2021 年初	2021 年高点	最大回撤/%	高点以来跌幅/%	YTD 涨跌幅/%
美团	269.6	292.6	460.0	-60.2	-41.4	-8.5
京东	78.3	86.3	108.3	-43.1	-27.7	-10.9
拼多多	88.9	166.8	212.6	-65.1	-58.2	-50.0
百度	162.2	216.8	354.8	-61.7	-54.3	-25.0
快手	103.5	-	417.8	-84.6	-75.2	-
网易	97.6	96.7	134.3	-42.0	-27.4	1.9

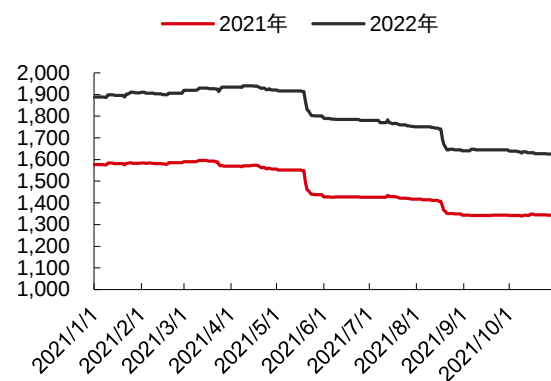
资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 股价截至 2021 年 10 月 29 日

图 3: 阿里 FY2022/2023 经调整净利润一致预期变化 (亿元)



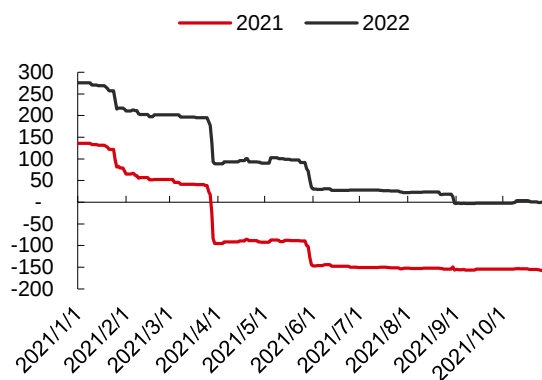
资料来源: 彭博, 中信证券研究部

图 4: 腾讯控股 2021/2022 经调整净利润一致预期变化 (亿元)



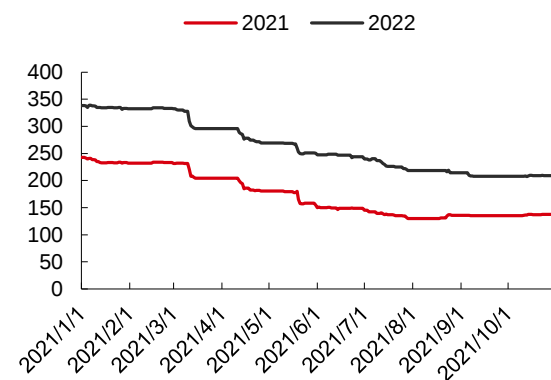
资料来源: 彭博, 中信证券研究部

图 5: 美团 2021/2022 经调整净利润一致预期变化 (亿元)



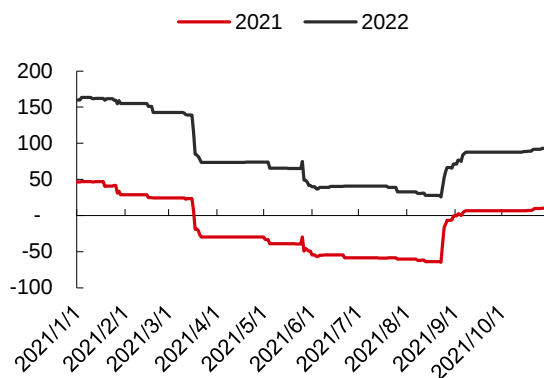
资料来源: 彭博, 中信证券研究部

图 6: 京东 2021/2022 经调整净利润一致预期变化 (亿元)



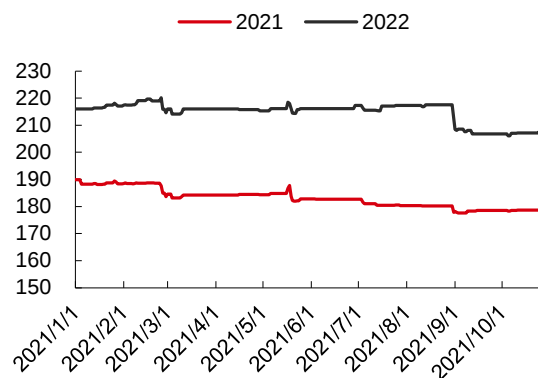
资料来源: 彭博, 中信证券研究部

图 7：拼多多 2021/2022 经调整净利润一致预期变化（亿元）



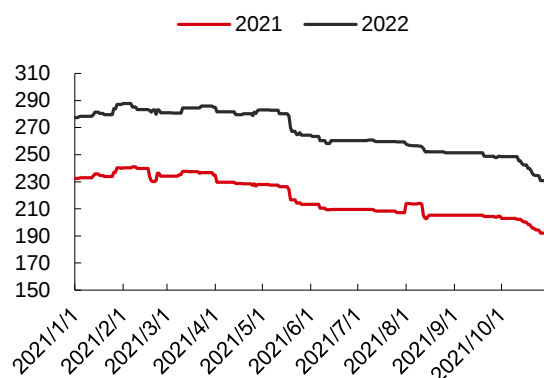
资料来源：彭博，中信证券研究部

图 8：网易 2021/2022 经调整净利润一致预期变化（亿元）



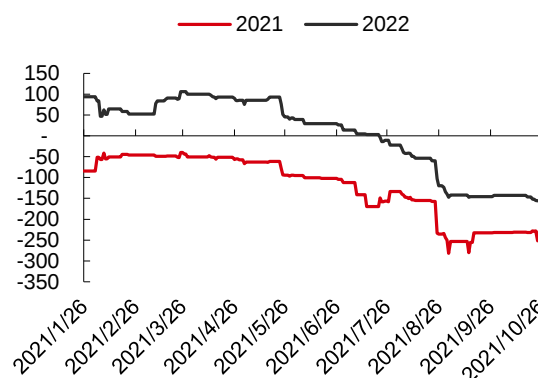
资料来源：彭博，中信证券研究部

图 9：百度 FY2022/FY2023 经调整净利润一致预期变化（亿元）



资料来源：彭博，中信证券研究部

图 10：快手 2021/2022 经调整净利润一致预期变化（亿元）



资料来源：彭博，中信证券研究部

监管角度：政策监管不断明晰，市场担忧正逐步弱化。政策监管的主旨在于维护互联网行业的长周期健康、有序发展。2021 年监管开展过程中，互联网公司业务根据监管要求进行的调整仍存一定不确定性，导致市场风险偏好降低，进而导致股价出现大幅波动。目前，伴随着针对平台经济二选一、个人隐私保护、数据安全、未成年人保护等监管新规及监管案例的落地，政策监管正不断明晰，互联网公司业务调整的不确定性也在不断消除。

表 2：近一年互联网监管政策及案例梳理

时间	主体	对象	重大事件
2020/11/10	国家市场监督管理总局	互联网平台经济领域垄断行为	《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》征求意见稿发布，首次明确将“二选一”定义为滥用市场支配地位、构成限定交易行为，将“大数据杀熟”定义为滥用市场支配地位，实施差别待遇等。
2020/12/14	国家市场监督管理总局	阿里巴巴投资、阅文、丰巢网络	对阿里巴巴投资、阅文和丰巢网络未依法申报违法实施经营者集中案作出 50 万元的顶格行政处罚，是国内互联网领域反垄断第一起执法案例。
2020/12/16	中央经济工作会议	-	中央经济工作会议强调要“强化反垄断和防止资本无序扩张”，“要完善平台企业垄断认定、数据收集使用管理、消费者权益保护等方面的法律规范”。
2020/12/22	国家市场监督管理总局	-	市场监管总局联合商务部组织召开规范社区团购秩序行政指导会，提出“九个不得”。
2020/12/24	国家市场监督管理总局	阿里巴巴集团	市场监管总局宣布对阿里巴巴集团涉嫌“二选一”垄断行为进行立案调查。

时间	主体	对象	重大事件
2020/12/27	中国人民银行、银保监会、证监会、外汇局、人民银行副行长潘功胜	蚂蚁集团	中国人民银行副行长潘功胜就金融管理部门约谈蚂蚁集团有关情况答记者问，金融管理部门对蚂蚁集团提出了 5 个重点业务领域的整改要求。
2021/2/7	国家市场监督管理总局	互联网平台经济领域垄断行为	《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》正式意见稿发布。
2021/3/12	国家市场监督管理总局	包括腾讯、百度、美团、苏宁以及阿里巴巴、京东、字节跳动、滴滴控制的关联方在内的 12 家中国互联网科技公司	对包括腾讯、百度、美团、苏宁以及阿里巴巴、京东、字节跳动、滴滴控制的关联方在内的 12 家国内互联网科技公司未依法申报违法实施经营者集中案作出顶格处罚，分别作出 50 万元处罚。
2021/4/10	国家市场监督管理总局	阿里巴巴集团	对阿里巴巴在国内网络零售平台服务市场实施“二选一”的垄断行为处以其 2019 年中国境内销售额 4% 的罚款，共计 182.28 亿元。
2021/4/26	国家市场监督管理总局	美团	市场监管总局依法对美团实施“二选一”等涉嫌垄断行为进行立案调查。若按照上一年销售额的 4% 进行罚款，罚款额可至 46 亿元。
2021/4/30	国家市场监督管理总局	腾讯、林芝腾讯、万达、上海汉涛、嘉兴创业、滴滴、苏宁、弘云久康、上海云鑫	市场监管总局对互联网领域九起违法实施经营者集中案作出行政处罚，其中三起案件涉及腾讯，三起案件涉及滴滴，阿里、美团、苏宁，市场监管总局分别对涉案企业处以 50 万元人民币罚款。
2021/5/10	国家互联网信息办公室	腾讯手机管家等违法违规收集使用个人信息的 84 款 App	针对 App 非法获取、超范围收集、过度索权等侵害个人信息的现象，国家互联网信息办公室依据《中华人民共和国网络安全法》、《App 违法违规收集使用个人信息行为认定方法》和《常见类型移动互联网应用程序必要个人信息范围规定》等法律和有关规定，组织对安全管理、网络借贷等 App 进行点名通报，指出各 App 在个人信息收集方面存在的主要问题。
2021/6/10	第十三届全国人民代表大会	《中华人民共和国数据安全法》	国家将对数据实行分级分类保护、开展数据活动必须履行数据安全保护义务承担社会责任
2021/7/24	国家市场监督管理总局	腾讯、林芝腾讯、万达、上海汉涛、嘉兴创业、滴滴、苏宁、弘云久康、上海云鑫	市场监管总局对互联网领域九起违法实施经营者集中案作出行政处罚，其中三起案件涉及腾讯，三起案件涉及滴滴，阿里、美团、苏宁，市场监管总局分别对涉案企业处以 50 万元人民币罚款。
2021/8/17	国家市场监督管理总局	《禁止网络不正当竞争行为规定（公开征求意见稿）》	制止和预防网络不正当竞争行为，维护公平竞争的市场秩序，保护经营者和消费者的合法权益，促进数字经济规范持续健康发展
2021/8/20	十三届全国人大常委会	《中华人民共和国个人信息保护法》	个人信息保护法是一部保护个人信息的法律条款
2021/8/27	国家市场监督管理总局	《医疗美容广告执法指南（征求意见稿）》	重点打击制造“容貌焦虑”、利用广告代言人为医疗美容做推荐等广告乱象
2021/8/27	国家互联网信息办公室、中央宣传部、教育部、科学技术部、工业和信息化部、公安部、文化和旅游部、国家市场监督管理总局、国家广播电视总局等九部委	《关于加强互联网信息服务算法综合治理的指导意见》	建立治理机制健全、监管体系完善、算法生态规范的算法安全综合治理格局
2021/8/30	国家新闻出版署	未成年人	严格限制未成年人网络游戏时长 仅周五六日及节假日开放 1 小时
2021/8/31	国家市场监督管理总局	《关于修改〈中华人民共和国电子商务法〉的决定（征求意见稿）》	加强平台内经营者侵犯知识产权打击力度

时间	主体	对象	重大事件
2021/9/2	教育部	《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》	加强义务教育阶段学科类校外培训收费监管
2021/10/9	国家市场监督管理总局	美团	根据《中华人民共和国反垄断法》，市场监管总局对美团处以其 2020 年中国境内销售额 1147.48 亿元 3% 的罚款，计 34.42 亿元。

资料来源：新华网，人民网，央视新闻等，中信证券研究部

业绩角度：宏观及监管压力导致市场对 2021 年互联网业绩预期并不乐观。2021 年，考虑到疫情、水灾等因素影响，宏观经济增长放缓对消费的影响，教育、游戏等行业监管以及个人隐私保护等因素对广告行业的影响，市场对互联网行业 2021 年的业绩预期下调是驱动互联网板块估值下行的主要因素之一。展望未来，短期来看，我们预计伴随着监管政策及案例的持续落地，互联网公司业务调整的结束，2022 年互联网公司业绩有望回暖。长期来看，互联网行业相对于传统行业仍具较高效率优势，预计现有业务仍将保持稳健增长；同时，头部互联网公司在云计算、自动驾驶、半导体等新兴科技领域的布局也将带来长期的业绩增长动能。

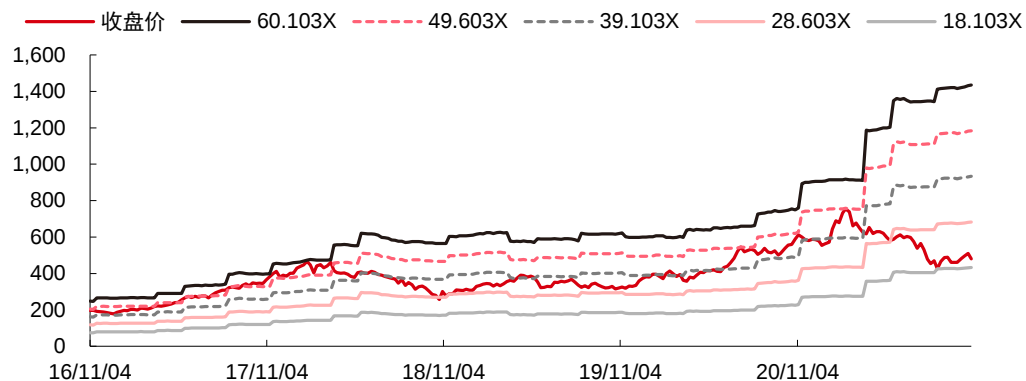
表 3：头部互联网公司营收及利润增长比较

	营业收入增长率 YOY				Non-GAAP 净利润增长率 YOY			
	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
腾讯控股	28%	18%	21%	19%	30%	7%	16%	19%
阿里巴巴	41%	27%	25%	22%	30%	-12%	17%	9%
美团	18%	52%	36%	32%	-33%	-520%	NA	NA
京东	29%	29%	25%	18%	57%	-28%	71%	80%
拼多多	97%	96%	52%	6%	NA	NA	461%	107%
网易	24%	18%	17%	16%	-38%	23%	23%	18%
百度	0%	15%	15%	13%	21%	-18%	25%	30%
快手	50%	38%	30%	25%	NA	NA	NA	NA

资料来源：各公司财报，中信证券研究部预测，注：阿里巴巴为 FY2021-FY2024 数据

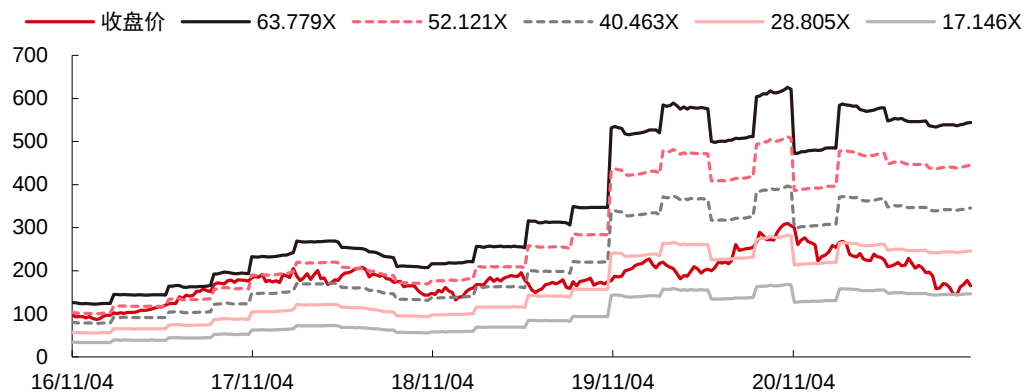
估值角度：互联网公司股价下跌已体现出当前市场的大部分担忧，其估值已进入历史安全区间。受监管带来的市场预期波动以及业绩波动的影响，当前腾讯控股、阿里巴巴等公司估值水平已回落至 5 年低位，安全边际逐渐显现。伴随着未来互联网板块监管的持续落地、公司业绩增速的修复、相对美国科技股相对配置性价比的出现，我们预计未来头部互联网公司的估值仍有上行空间。

图 11: 腾讯控股 PE-Band (TTM)



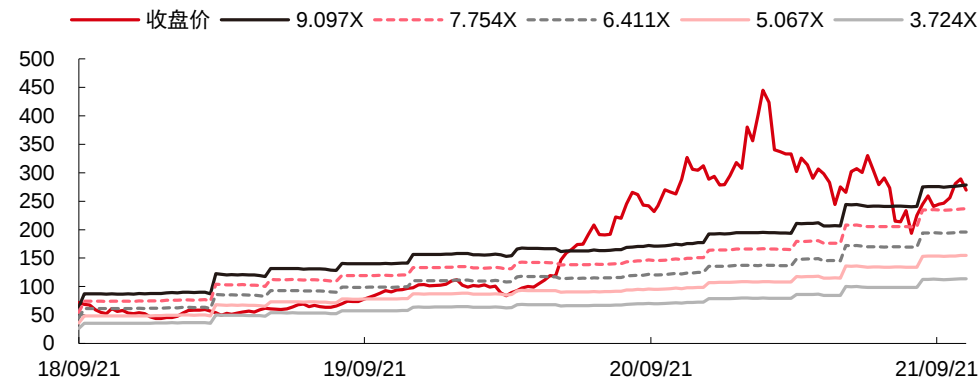
资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 截至 2021 年 10 月 29 日

图 12: 阿里巴巴 PE-Band (TTM)



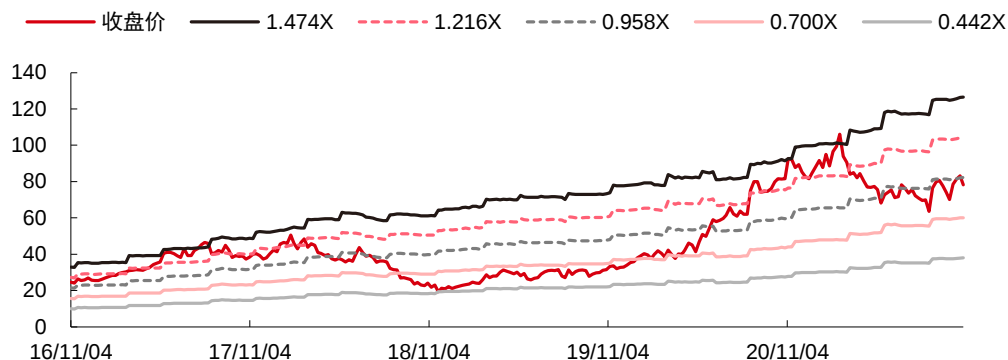
资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 截至 2021 年 10 月 29 日

图 13: 美团 PS-Band (TTM)



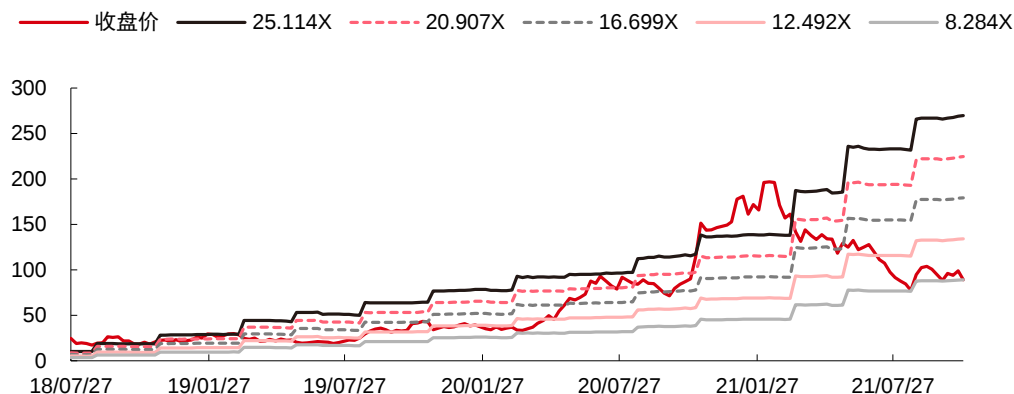
资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 截至 2021 年 10 月 29 日

图 14: 京东 PS-Band (TTM)



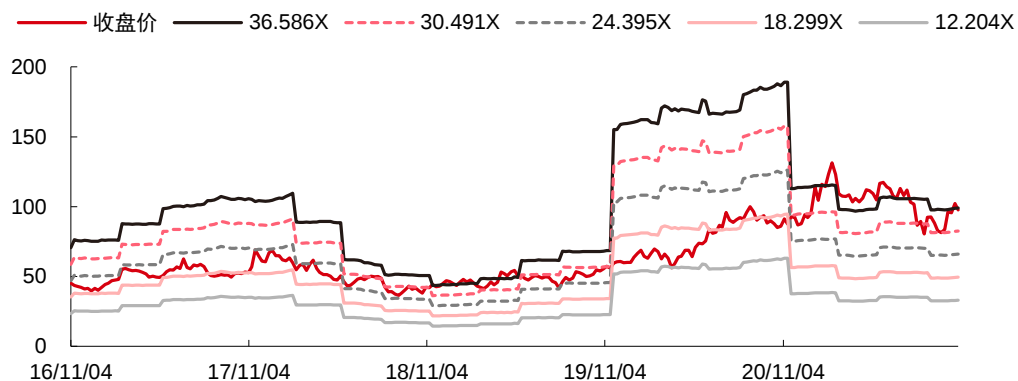
资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 截至 2021 年 10 月 29 日

图 15: 拼多多 PS-Band (TTM)



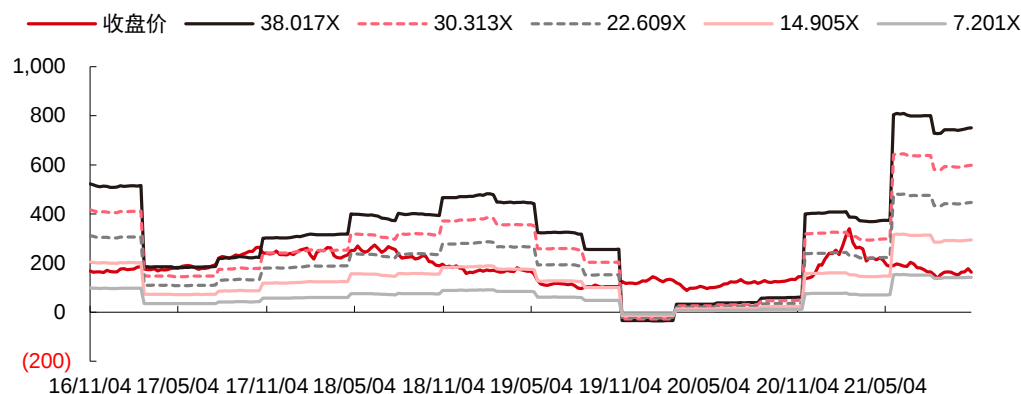
资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 截至 2021 年 10 月 29 日

图 16: 网易 PE-Band (TTM)



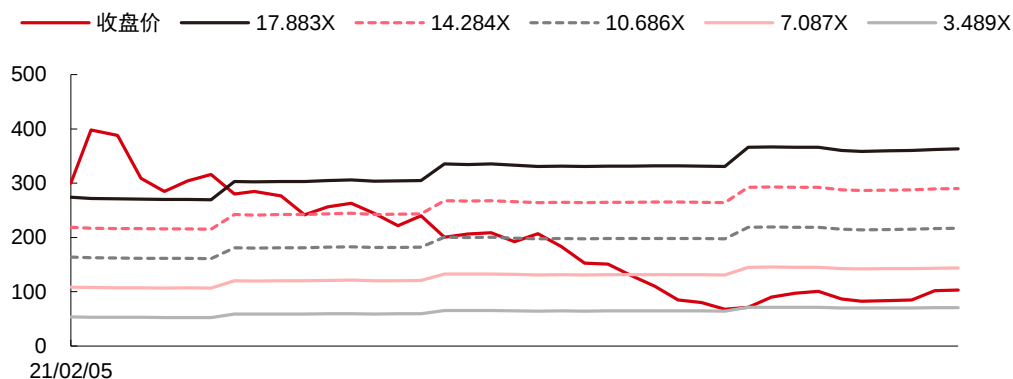
资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 截至 2021 年 10 月 29 日

图 17：百度 PE-Band (TTM)



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：截至 2021 年 10 月 29 日

图 18：快手 PS-Band (TTM)



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：截至 2021 年 10 月 29 日

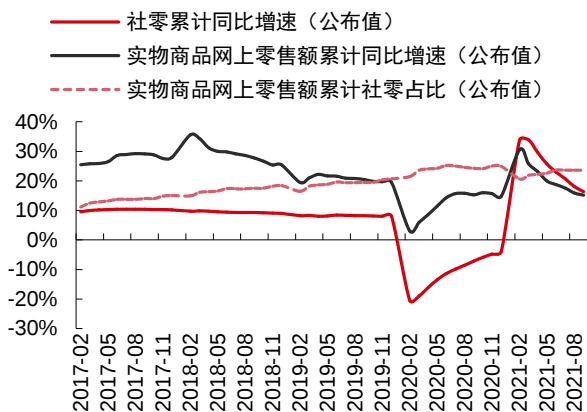
展望 2022 年，我们对互联网板块行情保持相对乐观。政策角度，伴随着部分监管政策的落地，包括阿里、美团反垄断处罚的落地、《数据安全法》（2021 年 9 月 1 日起施行）、《个人信息保护法》（2021 年 11 月 1 日起施行）等监管新规的落地，市场对于互联网监管不确定性的担忧正在逐步消除，后续监管政策落地的市场反应正在逐步弱化。中长期来看，互联网公司依然具备较高的效率优势，也将是未来社会及产业数字化转型、效率提升的核心参与者之一，其市场地位及长期投资价值不改。当前时点，我们认为国内互联网巨头估值安全边际已经出现，我们看好 2022 年互联网板块的配置性机会，在行业发展规范阶段，预计未来互联网板块的股价上行将主要由核心业务增长，云计算、智能驾驶等新科技布局，社区电商、游戏出海等新市场拓展驱动，建议重点关注竞争优势稳固、新业务及新市场拓展领先的头部互联网公司。

互联网子行业 2022 年策略展望

电商行业：景气维持但竞争加剧，投资更重阿尔法

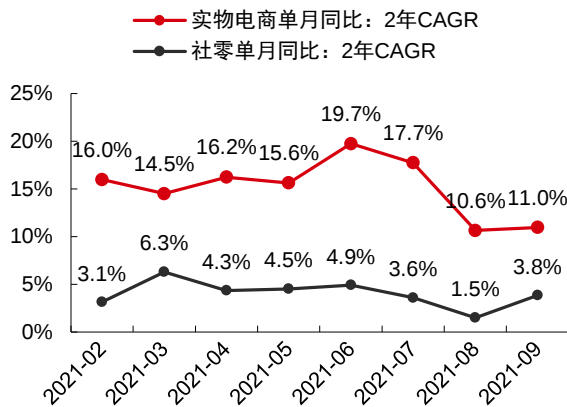
增速剪刀差仍在，预计电商渗透率仍将稳步上升。据国家统计局，2021 年 1-9 月，社会零售消费总额同比增长 16.4%，高于实物商品零售额同比增速 15.2%，实物商品零售额占社零比从 24.3%降至 23.6%。但如果剔除疫情带来的基数扰动，2021 年实物电商各单月的两年复合增长率均大幅高于社零大盘。考虑到内容电商等新业态对消费者时长的持续占领，线上渠道相较线下在运营效率、供给丰富度上的优势明显，预计基数稳定后 2022 年电商渗透率将进一步提升。考虑到整体消费大盘的修复潜力，预计 2022 年电商行业整体增速将维持在较高水平，我们维持前期判断，预计未来五年实物电商复合增长率达 15.7%，至 2025 年规模 20.2 万亿元，在社零中占比增至 34.4%。而龙头电商公司因资源禀赋、底层机制和组织效率的差异，在增量抢夺和存量竞争中具备较大实力。

图 19：2017-2021 年实物电商零售额在社零中占比稳中有升



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 20：2021M1-M9 实物电商两年 CAGR 显著高于社零大盘



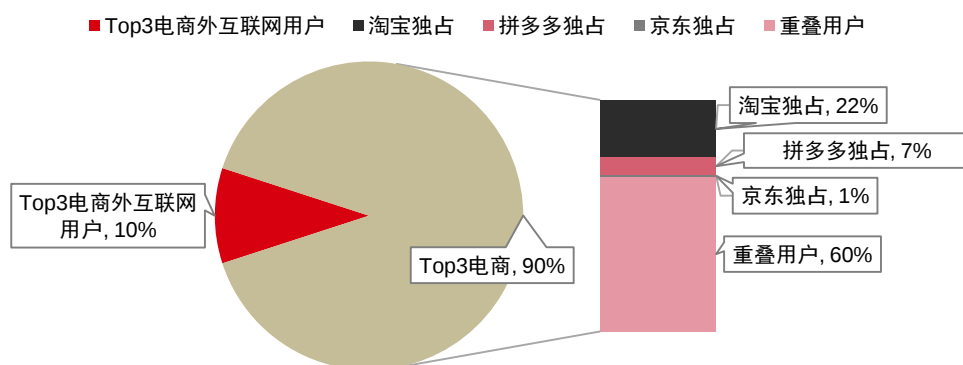
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

行业增量：从用户和品类两个维度看，社区团购是必争之地。经历 PC 互联网、移动互联网和低线城市三轮用户红利后，当下电商行业的用户普及在城市维度基本完成：据极光大数据，20M6 TOP3 电商已覆盖 90% 的互联网用户，快递网点亦已覆盖 95% 以上的县级城市，乡镇村市场是电商最后的用户池。社区团购通过“集单配送+自提”的模式大幅降低了传统电商最后一公里的履约成本，使得充分渗透乡镇村市场成为可能，据我们的草根调研，兴盛优选在湖南 60% 的订单来自县级以下市场。与此同时，生鲜（2020 年线上渗透率 6.9%）、FMCG（多数细分品类线上化率低于 10%）空间大、线上渗透率低，是最有潜力的电商品类。因此，社区团购极有可能成为未来 3-5 年电商渠道最大的增量来源。

上一轮的电商下沉（2018-2020 年）更多是借力第三方资源，如通达系快递下沉、微信支付&支付宝快速普及等。而考虑到传统履约体系进入乡镇村市场并不经济，当下新一轮的电商下沉需要平台自身投入大量资源搭建物流体系，生鲜、FMCG 品类对于时效&损耗的高要求更是提升了投入时间和量级。因此，我们预计 2022 年监管步入常态化以后，头部电商平台仍将持续投入社区团购，争取占据有利的竞争顺位。

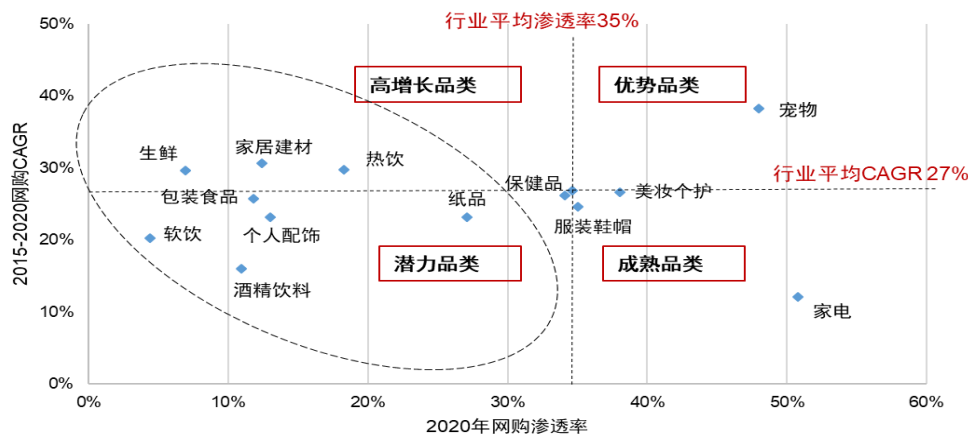
维持中长期行业规模预测，行业格局优化、商业模式打磨后龙头 UE 有望持续优化。考虑到社区团购突出的产业价值及其在电商竞争中的重要地位，我们维持 2025 年行业规模预测 1.5-2.0 万亿元。展望 2022 年，我们预计在资金压力下，类似食享会、同程生活这类区域型平台将持续出清，而头部玩家将进一步夯实份额、提升市占，预测 2022 年美团优选/多多买菜 GMV 达 1,731/2,190 亿元。与此同时，我们的草根调研反馈美团在供应端积极布局全国统采、拼多多通过分仓优化履约体系，龙头玩家在更加精细的商业模型打磨和规模效应释放之下，预计件单价&毛利率提升、履约&营销费用率下降将推动 UE 持续提升，减轻对公司整体盈利的拖累。

图 21：TOP3 电商覆盖 90%互联网用户（20M6）



资料来源：极光大数据，中信证券研究部（重叠用户即至少拥有淘宝/拼多多/京东中两个 APP 的用户）

图 22：2020 年各品类线上渗透率情况

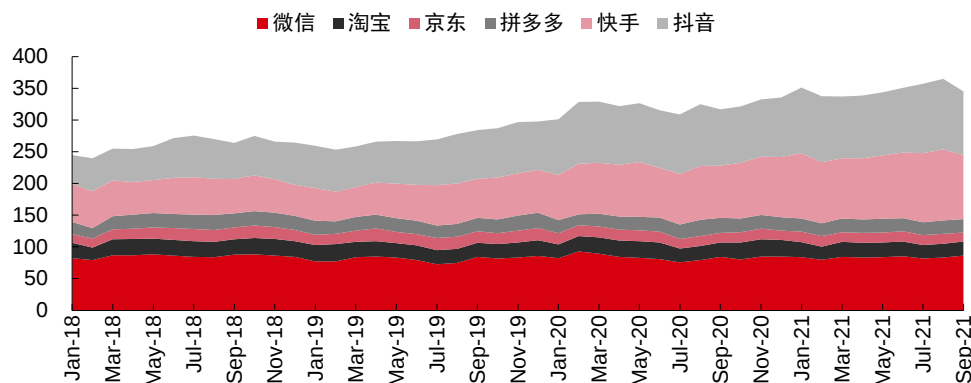


资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

存量竞争：内容电商抢夺品宣蛋糕，渠道效率传统电商仍有优势。我们将电商平台职能分为品宣和销售两类：**1）品宣**，广告本质是流量生意、商家预算分配取决于用户时长分布，抖音&快手平均日使用时长超 100 分钟，大幅领先电商平台，内容生产能力亦强于电商自带内容生态，因此过去承接较多品宣职能的电商平台（主要是阿里）不可避免地遭遇抖快分流；**2）销售**，分利方最少、产业链各方低价换高周转是流通渠道最高效的形态

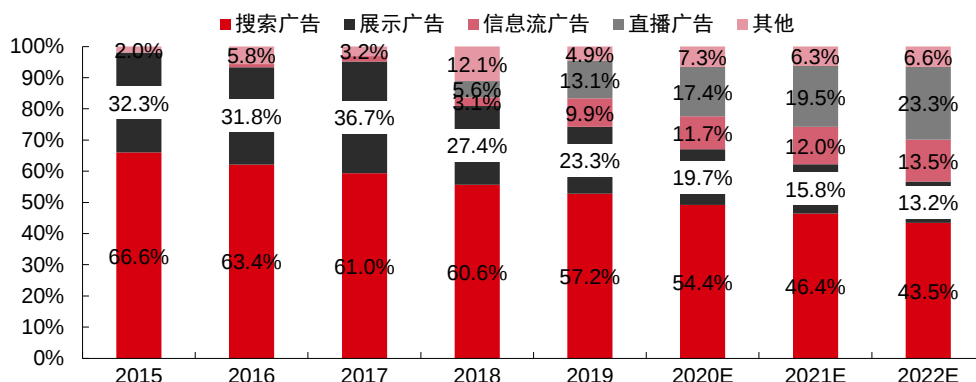
（典型如 Costco），而直播电商分利方众多（平台、MCN、红人等）、营销费用高（中腰部红人抽佣达 20%），尽管在部分定价不透明的非标品类有独特优势，但因较低的渠道效率在品类和场景延伸的过程中缺乏竞争力，因此京东、拼多多等以销售为主的电商平台份额预计不会受到明显冲击。

图 23：2017M1-2021M9 微信、TOP3 电商平台及 TOP2 短视频平台日人均使用时间（分钟）



资料来源：Questmobile，中信证券研究部

图 24：2015-2022E 电商营销收入各广告形式分布



资料来源：艾瑞咨询（含预测），中信证券研究部

监管：预计窗口仍将持续 1-2 年，但极端风险已出清。从近期高层及监管机构“防止资本无序扩张初见成效”、“支持民营经济、互联网经济和数字经济健康发展”等表述来看，我们预计互联网行业的监管将从高压转向常态化，其时间窗口还将持续 1-2 年。而市场对于互联网公司的监管风险也将从一律回避转向具体问题具体分析。我们认为未来电商行业的监管将主要指向用户隐私保护、平台数据分级及数据归属&使用权限划分等领域，而京东、拼多多等电商平台公司不存在“改变业务性质或颠覆估值体系”的极端风险。

- **阿里巴巴：**平台放开“二选一”行为，陆续推出一系列降平台经营成本、提升商家经营效率的措施，包括简化淘宝、天猫开店入驻流程；减免商家经营软件、保险费用；并提供更多精细化的服务支持等，更好的支持中小商户经营。

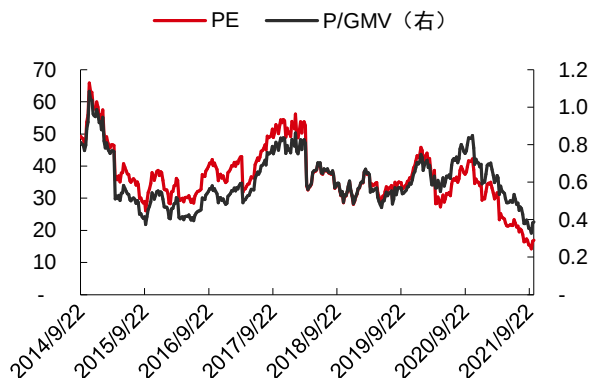
- **拼多多：**平台运营逻辑和流量机制与监管“公平、普惠和共同富裕”的根本指向一致，平台商家运营的固定支出仅为 0.6% 的支付技术服务费、百亿补贴 1% 的佣金率远低于同行，且其基于单品运营的流量分发机制对中小商家更为友好。
- **京东：**“二选一”取缔的最大受益者，Q2 起服装、美妆等多个品牌回流至京东平台；员工权益保护有口皆碑，2020 年 31.4 万名员工，快递小哥、客服等全部为自有员工（非外包），且均按实际工资（非最低缴纳基数）足额缴纳社保。

往后看，市场对电商行业监管的担心主要集中在：

- **数据使用权限收紧对商家广告投放 ROI 的影响：**出于用户隐私保护的需要，8 月起京东等电商平台要求加密客户信息、商家无法拿到具体的用户信息（姓名、电话、地址等），市场担忧此举会影响商家广告投放（尤其是通过代理商投放广告的商家）的精准度，进而抬升商家线上运营的整体成本。但实际上，商家/代理商是基于模糊后的群体标签而非个人的具体信息，数据使用权限收紧对公域投放效率没有太大影响，仅有短信营销等占比较小的私域营销工具受限。
- **不得强制实施个性化推荐的影响：**《中华人民共和国个人信息保护法》已于 11 月实行，其中明确要求“通过自动化决策方式向个人进行信息推送、商业营销，应提供不针对其个人特征的选项或提供便捷的拒绝方式”，意味着平台需要以更显性的方式提供关闭“个性化推荐”的选项。基于“千人千面”的推荐模式是电商平台提升人货匹配效率、释放广告库存的根基，极端情况下如果多数用户选择关闭个性化推荐，对于商家营销和平台变现将产生极大的负面影响。尽管平台后续的措施及相关影响还需观察，但我们倾向于认为取消推荐带来的体验缺失要远大于“信息茧房”的弊端，大部分用户或将保留个性化推荐选项。

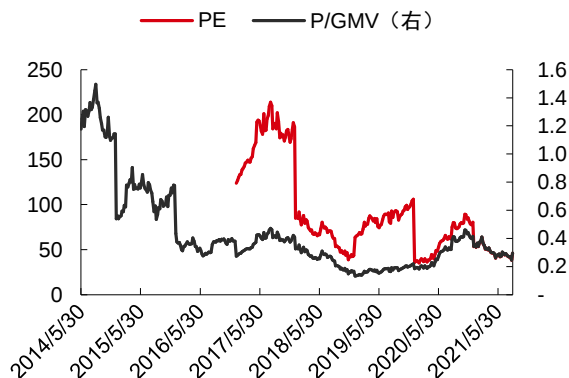
投资策略：估值落入历史低位，建议超配电商龙头。2021 年以来，高基数、高投入下电商龙头业绩走弱，叠加互联网监管持续深化，主要电商平台均迎来较大的股价调整，当前估值从 P/GMV 或 PE 看均已落入历史底部区间。随着监管步入常态化、消费需求进入阶段性底部，我们认为业绩稳健、基本面持续向上的电商龙头有望在 2022 年迎来“戴维斯双击”，建议超配京东、拼多多、阿里巴巴，同时紧密跟踪唯品会的反转机会。

图 25：阿里巴巴历史 P/GMV 和 PE 图



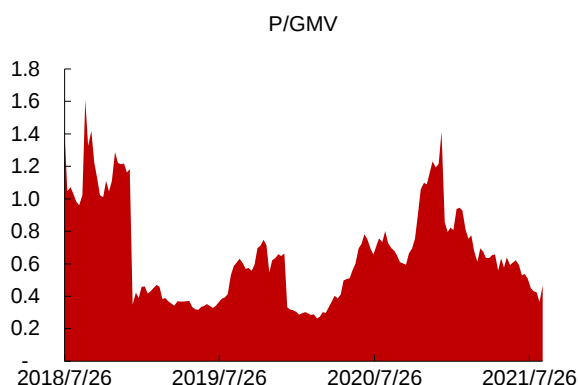
资料来源：wind，中信证券研究部

图 26：京东历史 P/GMV 和 PE 图



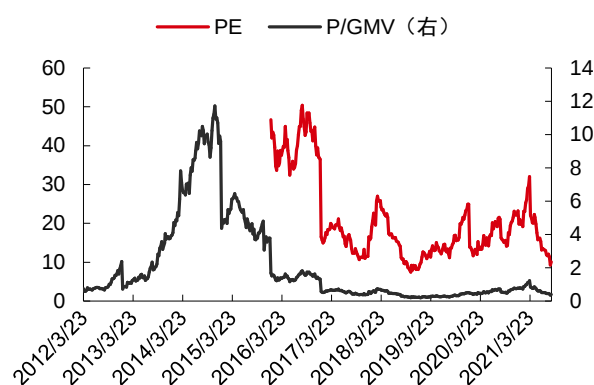
资料来源：wind，中信证券研究部

图 27：拼多多历史 P/GMV 图



资料来源：wind，中信证券研究部

图 28：唯品会历史 P/GMV 和 PE 图



资料来源：wind，中信证券研究部

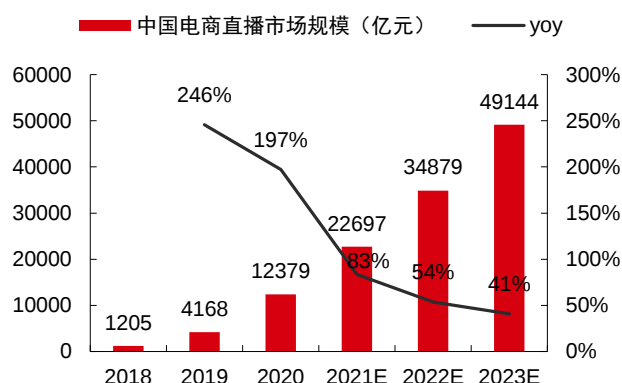
内容电商：行业仍处红利渗透期，关注平台治理和运营能力优化

产业趋势：优质内容与社交场景，愈发成为内容电商行业的关键因素

产业趋势：优质内容与信任关系是内容电商行业长期愈发不可或缺的核心竞争力。短视频行业流量红利见顶、平台间基础设施与供应链差距不断缩小，电商竞争从比拼后端供应链能力逐步转向前端流量场景能力，优质内容与社交场景是前端核心。主要平台均加码电商与内容融合，内容/直播电商保持高速增长与渗透，根据艾瑞咨询，2023 年直播电商规模有望达到 4.9 万亿元，市场渗透率预计有望突破 24%。

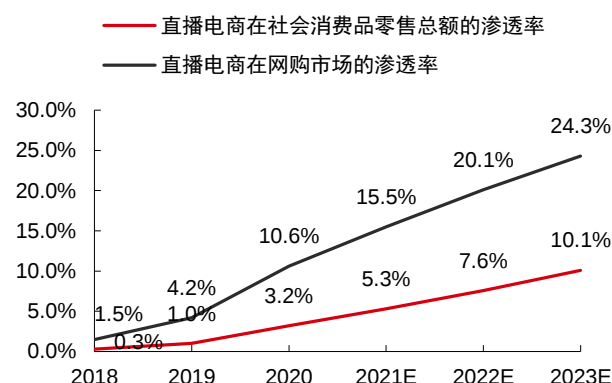
近期发展：2020 年疫情催化商家品牌加码线上渠道与品宣，行业规模加速扩张，GMV 超过 1 万亿。2021 年以来主要平台加码深度运营，积极拥抱品牌商家入驻和自播、完善内容电商服务商、好物联盟、电商闭环体系。

图 29：2018-2023 年中国直播电商市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询（含预测），中信证券研究部

图 30：2018-2023 年中国直播电商市场渗透率



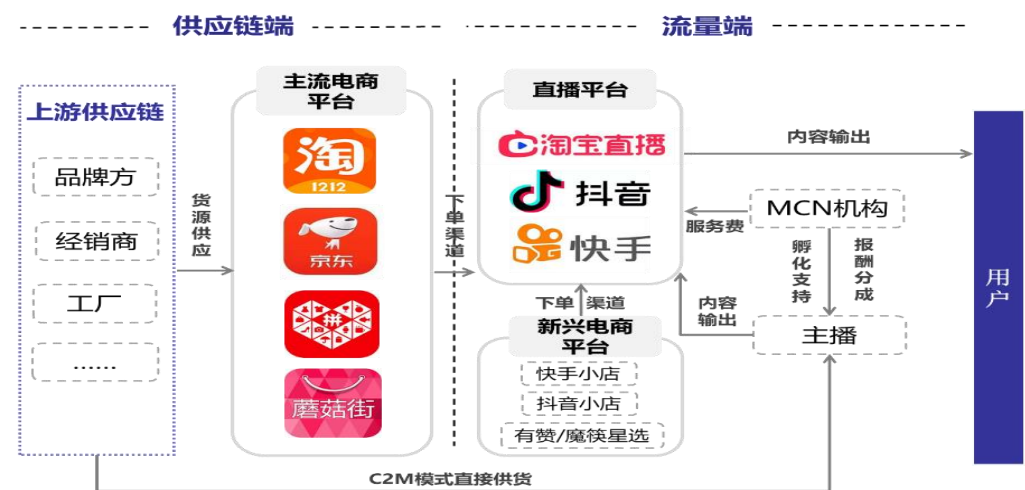
资料来源：艾瑞咨询（含预测），中信证券研究部

产业链结构：内容流量+供应链共同构筑内容电商产业链

直播电商产业链的核心由流量端和供应链端构成。流量端主要包括淘宝直播、快手、抖音平台及 MCN 及主播红人，负责内容生产、用户流量汇聚及分发导流；供应链端包括电商平台（如淘宝、京东、拼多多等）和众多商家（如服装、珠宝、化妆品等行业商家），负责导流后全套的供应链、物流、客服等运营服务工作。

产业链结构中，平台是二级市场投资的核心点。我们认为，内容电商行业快速增长背景下，需要寻求有复利的商业模式，其中相关产业带生产商和服务商可替代性较强，产业链价值集中于平台和具备内容深度的渠道品牌（李佳琦为代表），平台的规模边际更强，确定性与持续性更高。

图 31：直播电商产业链结构



资料来源：中信证券研究部绘制 注：logo 来自各公司官网

行业高增长背后的逻辑与驱动：流量红利+更深度的用户体验

平台端：短视频平台庞大的流量红利与电商平台的内容诉求。1) 根据 CNNIC 数据，截至 2021 年 6 月，我国短视频用户规模为 8.88 亿，使用率已提升至 87.8%。同时根据极光数据，2021 年 9 月抖音、快手主站用户日均使用时长分别为 138 和 113 分钟，庞大流量池成为驱动电商发展基础。2) 传统电商平台内容化：流量红利趋弱，根据 CNNIC 数据，网购用户增速降至 8.4%，根据 Questmobile 数据，用户花在移动购物的时间占总时长仅 4%左右，传统电商平台急需富媒体内容提升用户粘性。

用户端：实时交互式导购带来更丰富、深入的用户体验与信任关系，促进用户购买。1) 更丰富立体的内容形式。①消费门槛低：以视频的方式呈现内容，消费门槛更低，接受度更高；②更加丰富立体：更加生动、立体地呈现商品卖点，能够实时进行商品演示，信息更加丰富，传递更加有效；③互动性与真实感：直播内容形式增添了内容消费的趣味性和商品的真实感，主播在直播间与用户进行长时间沟通的过程容易培育信任，促进销售转化。2) 新的信任机制。直播电商在传统商品售卖的信任机制上引入新的信任机制，即基于对主播的信任消费商品。直播通过长时间、高密度曝光和公众监督构建信任。

产业链与基础设施持续完善。1) 内容环节产业化：MCN 及优质主播体系逐步成型，机构数量已超万家，直播内容质量与供应链把控能力持续提升。2) 供应链直达：直播电商使得部分供应链源头的农场、工厂等能够直接面对消费者，供应链源头产品得以绕过层层经销商，直接触达消费者。供应链的简化一方面使厂商能够让利消费者，提供极致性价比，另一方面使得制造商能够更加直接、深入地了解消费者偏好，推动上游产品设计与定制，打造 C2M 模式。3) 基础设施完善：移动互联网及电商基础设施网络基本构筑，4G 普及、提速降费，根据 CNNIC 数据，2021 年 6 月，网络支付渗透率达 68.3%，乡镇快递网点覆盖率达 98%。

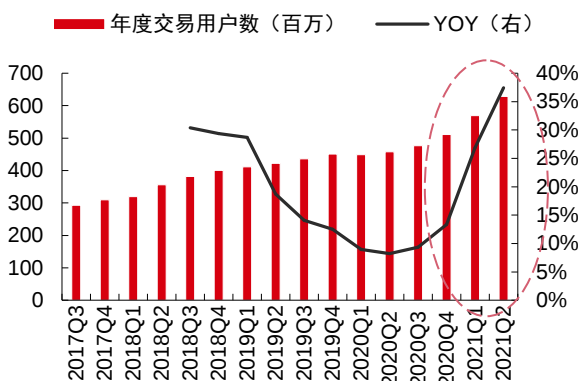
内容电商行业的效率边际：平台治理和运营能力是关键

平台治理和运营能力决定了内容电商的渗透上限。我们认为，应当关注以下三个维度。①流量红利：核心是流量成本与效率的边界，关注平台货币化率与商家利润水平。②平台治理：关注平台能否扶持和激励内容方以及品牌方提供更好的产品服务。③数字化：万亿级的 GMV、百亿级的商品件数，必须依赖数字化，需要关注平台能否更好地积累 SKU 数字化管理能力，提供搜索电商的产品服务。对于内容电商行业，我们认为以抖音、快手、哔哩哔哩、小红书为代表的平台投资价值最高，建议把握当前内容电商增长的红利期机会，关注平台运营和治理能力、商家与用户生态的优化。

本地生活行业：用户重回成长，监管新常态下行稳致远

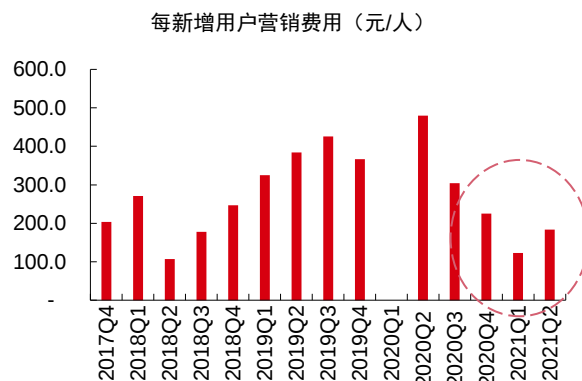
用户增长提速，重回成长赛道。2021 年，美团用户增长明显提速，21Q1/21Q2 年度活跃用户数同比增长 26.9%/37.4%，环比净增 5,870/5,910 万，至 21Q2 年末交易用户已达 6.3 亿，主要由两大因素驱动：1) 社区团购业务出色完成了下沉使命，2021 年上半年拉新超 5,000 万，累计交易用户达 1.2 亿；2) 外卖高价值用户持续提升，6 月会员数突破 5,900 万（vs19Q4 为 2,000 万）。与此同时，获客效率大幅提升，21Q1/21Q2 每新增年活跃用户对应营销费用仅 123/184 元（vs20Q2 480 元）。此外，在餐饮大盘增长和线上渗透率提升的双重驱动下，外卖业务增速预计仍将维持在较高水平，我们预测外卖业务 GTV 未来 3 年/5 年复合增长率分别可达 35.7%/29.5%。

图 32：2017Q3-2021Q2 美团年度交易用户数及增速



资料来源：美团公司公告，中信证券研究部

图 33：2017Q3-2021Q2 美团每新增用户对应营销费用



资料来源：美团公司公告，中信证券研究部

到店业务仍是蓝海，美团竞争优势突出。据工商局全国 300 个地级市商家注册信息统计，生活服务各品类商家数量共计 2429 万家，而美团和大众点评覆盖商户仅 620 万家，其中活跃的营销推广商户仅 180-200 万家，商户覆盖面和付费渗透率均有大幅提升空间。我们预计 2023E/2025E，美团到店业务可达 3,604/4,982 亿元，对应收入 461/669 亿元。市场前期对抖音潜在竞争较为关注，但从近期跟踪来看，美团到店业务作为刚性需求场景的转化能力更强，中小商户投放意愿较难撼动，消费者心智占领更加成熟，因此短期面临的挑战和影响有限，长期来看广告模式及内容升级的推进值得期待。

图 34：三到五年维度美团到店业务分子板块规模及收入预测

单位：亿元	商户总量 (万)	行业规模	美团到店业务GTV			渗透率%			美团到店业务收入			变现率%			行业规模 CAGR%
			2019	2023E	2025E	2019	2023E	2025E	2019	2023E	2025E	2019	2023E	2025E	
到店餐饮	900	45000	650	1072	1506	1.4%	2.0%	2.5%	39	64	90	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
传统休闲娱乐	150	5000	130	203	255	2.6%	3.5%	4.0%	16	24	31	12.0%	12.0%	12.0%	5.0%
洗浴足疗	30	1500	30	52	67	2.0%	3.0%	3.5%	4	6	8	12.0%	12.0%	12.0%	5.0%
玩乐类密室	5	150	40	61	77	26.7%	35.0%	40.0%	5	7	9	12.0%	12.0%	12.0%	5.0%
手工DIY	5	500	20	35	45	4.0%	6.0%	7.0%	2	4	5	12.0%	12.0%	12.0%	5.0%
KTV	10	1300	15	23	27	1.2%	1.5%	1.6%	2	3	3	12.0%	12.0%	12.0%	5.0%
酒吧等娱乐场所	100	1550	25	33	40	1.6%	1.8%	2.0%	3	4	5	12.0%	12.0%	12.0%	5.0%
新兴本地生活服务	950	50000	670	2329	3221	1.3%	3.5%	4.0%	98	396	580	15.0%	16.0%	17.0%	10.0%
丽人	450	7500	100	349	483	1.3%	3.5%	4.0%	10	42	58	10.0%	12.0%	12.0%	10.0%
医美	80	2550	70	187	267	2.7%	5.5%	6.5%	11	34	48	15.0%	18.0%	18.0%	10.0%
亲子	100	10000	60	240	322	0.6%	1.8%	2.0%	7	31	45	12.0%	13.0%	14.0%	10.0%
婚庆	20	8000	45	192	258	0.6%	1.8%	2.0%	11	50	70	25.0%	26.0%	27.0%	10.0%
宠物及其他	300	21950	395	1362	1891	1.8%	4.7%	5.3%	59	239	359	15.0%	17.6%	19.0%	10.0%
合计	2000	100000	1450	3604	4982	1.50%	2.90%	3.40%	153	461	669	11%	13%	13%	

资料来源：美团公司财报，中信证券研究部预测

监管：反垄断处罚落地，骑手权益保障对基本面影响有限。

2021 年 10 月 8 日，针对美团的反垄断处罚结果落地，市监局责令美团停止“二选一”等滥用市场支配地位行为，要求美团全额退还商家独家合作保证金 12.9 亿元，并对美团处以 34.4 亿元罚款，折合美团 2020 年中国境内销售额的 3%。罚款金额好于 Bloomberg 报道援引知情人士所述相关罚款的 10 亿美金，比例亦低于阿里此前的 4%，体现“从轻处罚”的结果。

从后续潜在风险因素来看，我们认为主要聚焦于骑手社保问题的落地执行层面。尽管各地区针对社保或将推出进一步的实施细则，到最终平台落地执行仍将是漫长的时间周期，但社保问题对平台财务端的影响已经明朗化，公司已于 Q2 财报交流电话会上释放相对明确的预期（即每单不超过 5 毛钱的成本增加，我们预测每单成本增加约 2-4 毛钱），市场担忧的情绪已有所消化。在综合对骑手人效控制、外卖订单增长后对日活骑手数量需求继续提升的预期假设下，我们预计未来 2-3 年平台将为确认为劳动关系的骑手陆续缴纳社保（转化率由 50%逐渐提升至 70%），同时将有不同比例骑手按需缴纳 4 险一金或 3 险，叠加 2022 年开始执行的职业伤害险（每单约 5 分钱），我们测算缴纳社保对每单外卖成本端的影响约为 2-4 毛，节奏上预计将贯穿未来 3-5 年。

表 4：2022E-2025E 美团骑手社保+商保对每单外卖成本影响测算

	2022E	2023E	2024E	2025E
单日报送单数（百万）	53.0	66.8	81.5	96.2
专职骑手日均即时配送量	40	40	40	40
需要专职+乐跑骑手数量(万人)	88.8	113.6	142.6	168.3
众包骑手日均配送量	18	20	22	24
需要 3P 众包骑手数量（万人）	97	107	111	120
日均活跃骑手数量（万人）	186	221	254	289
专职骑手月收入（元）	7,177	7,251	7,333	7,330
缴纳基数（元）	3,000	3,000	3,000	3,000
社保成本（亿元，假设 2022 年全面推行）	40.4	64.4	98.0	115.6
认定为劳动关系的骑手转化率	50%	60%	70%	70%
交齐 4 险一金占比%	5%	5%	5%	5%
交 4 险不交一金占比%	60%	65%	70%	70%
交 3 险占比%（不含养老）	35%	30%	25%	25%
商保、职业伤害险（亿元，假设 0.05 元/单）	9.7	12.2	14.9	17.6
社保+商保对每单成本影响（元）- 全收入口径	0.26	0.31	0.38	0.38

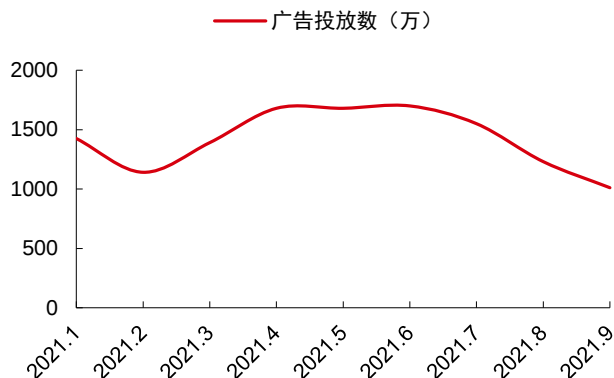
资料来源：中信证券研究部预测

互联网广告：核心价值不改，中长期增长动力可期

短期挑战：宏观经济、政策监管等因素导致互联网广告市场承压

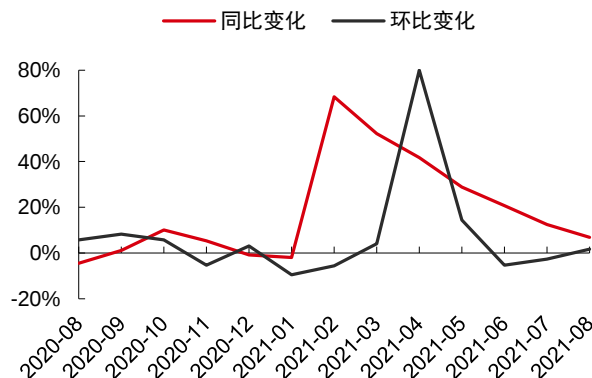
网络广告市场短期承压，广告投放数量和金额有所下滑。根据 App Growing 数据，国内移动广告投放数量在 2021Q3 呈现明显下降趋势。同时根据 CTR 数据，全广告市场支出水平在今年 6-7 月份环比负增长。整体广告市场在 2021Q3 处于承压状态，主要受宏观经济和教育等监管因素影响，其中宏观经济在 2021Q3 有所承压，受 7、8 月份散点疫情等因素影响，8 月经济数据表现偏弱，例如 8 月单月社零两年平均增速为 1.5%，处于年内最低点。此外，教育行业“双减”政策于 5 月通过中央全面深化改革委员会审议，并于 7 月正式印发，根据 App Growing 数据，K12 教育和校外培训广告主投放力度锐减。同时，7 月工信部推进 App 开屏弹窗信息骚扰用户整治，也对网络广告市场造成一定影响。

图 35：2021 年 1-9 月移动广告投放数趋势



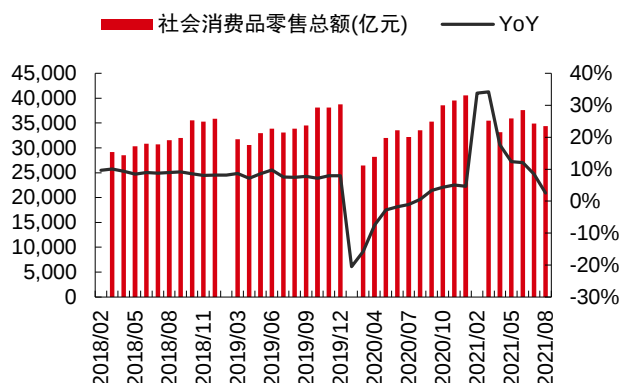
资料来源：App Growing，中信证券研究部

图 36：2020.8-2021.8 广告刊例花费变化



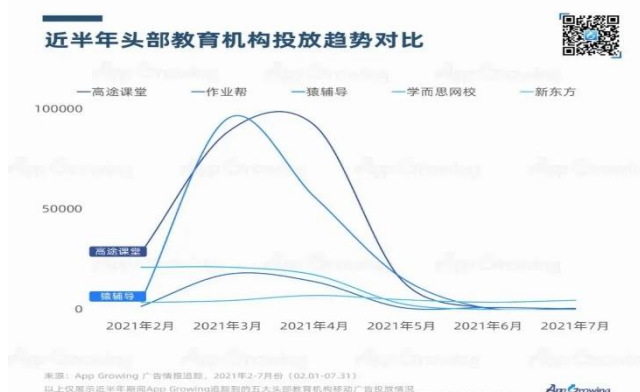
资料来源：CTR，中信证券研究部

图 37：中国社会消费品零售总额及同比高速



资料来源：Wind，中信证券研究部

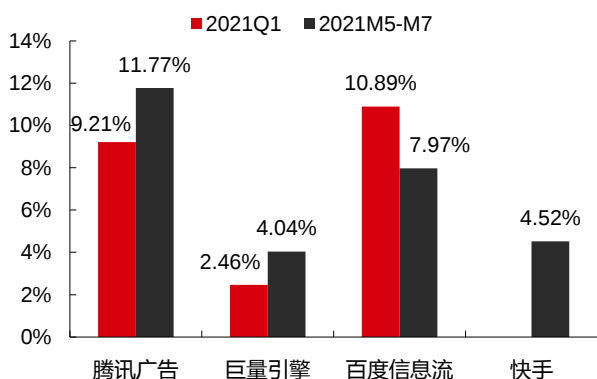
图 38：2021.2-2021.7 头部教育机构投放趋势对比



资料来源：App Growing

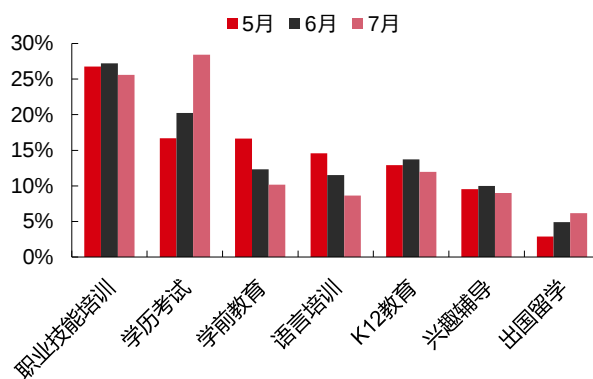
虽然“双减”政策下 K12 教育和校外培训行业广告投放力度锐减，但是教育行业广告需求变化造成的影响相对有限。根据 App Growing 数据，2021 年 5-7 月重点流量平台腾讯/字节跳动/百度/快手的教育广告占比分别为 11.77%/4.04%/7.97%/4.52%。此外，教育培训细分行业中，2021 年 5-7 月广告投放占比最高的细分行业为职业技能培训（25%以上），而 K12 教育广告投放占比在 12% 左右。由此我们认为，教育行业广告主的变化对于整体互联网广告市场造成的影响相对有限。

图 39：重点流量平台中教育广告占比



资料来源：App Growing，中信证券研究部

图 40：2021 年 5-7 月教育培训细分行业广告投放占比



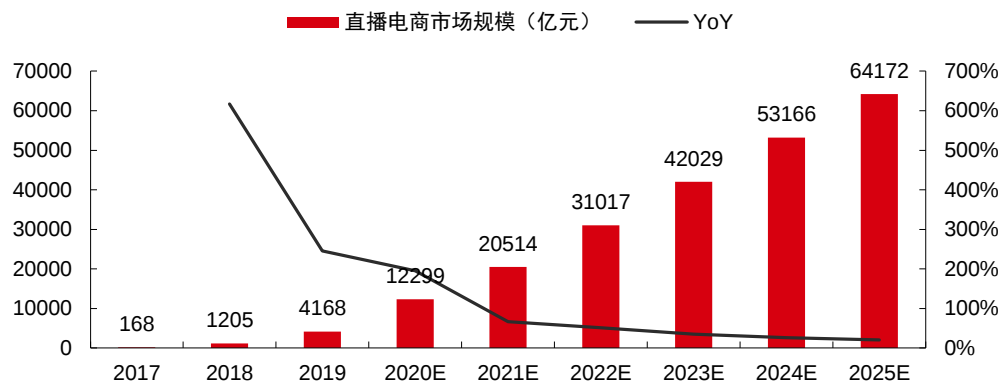
资料来源：App Growing，中信证券研究部

潜在机遇：电商、新消费等广告需求增量有望支撑互联网广告大盘增长

未来电商将有望为短视频营销市场持续贡献可观增量。未来直播电商仍有望保持快速增长，根据艾瑞咨询数据（转引自快手-W 招股书），中国直播电商市场规模 2019-2025 年 CAGR 增速有望达 57.7%，2021 年直播电商市场规模预计可达 20514 亿元。根据抖音电商数据，2021 年 1 月抖音电商 GMV 同比增长 50 倍；根据晚点 LatePost 数据，抖音电商 2020 年全年 GMV 超过 5000 亿元，未来仍有望保持较高增速。我们预测，2021 年快手平台 GMV 有望达到 6518 亿元，同比增长 71%，同时预计 2022 年同比增速有望达 45%。

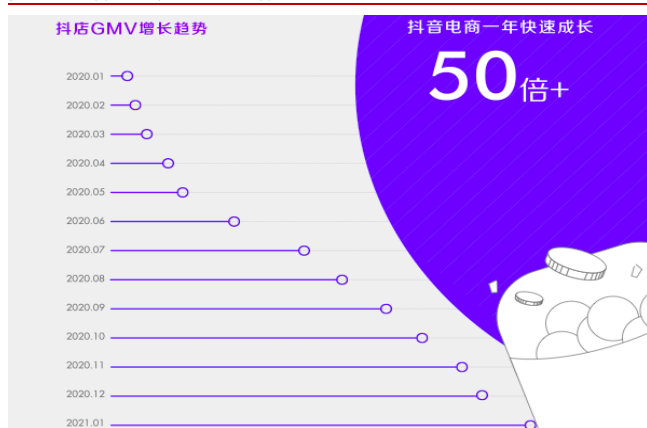
直播电商 GMV 的快速增长有望带动品牌、店铺等直播电商玩家的广告开支大幅提升，并为短视频营销投放规模带来可观的增量空间。

图 41：中国直播电商市场规模（以商品交易总额计）



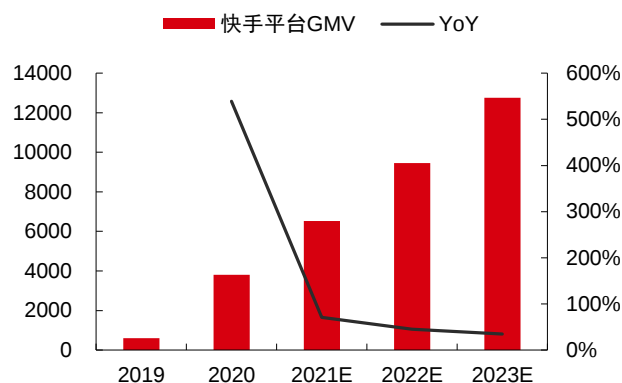
资料来源：艾瑞咨询（转引自快手-W 招股书，含预测），中信证券研究部

图 42：抖音电商规模快速增长



资料来源：抖音电商

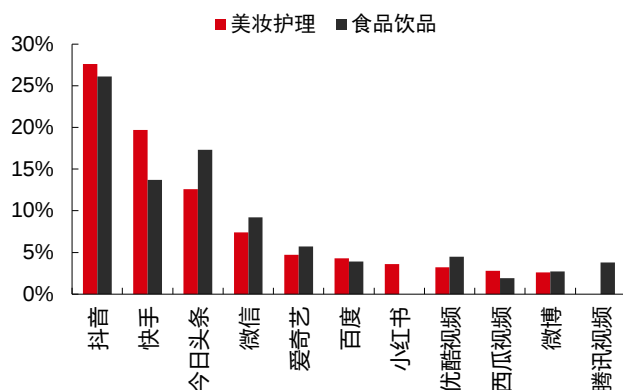
图 43：快手平台 GMV 变化情况



资料来源：快手财报，中信证券研究部预测

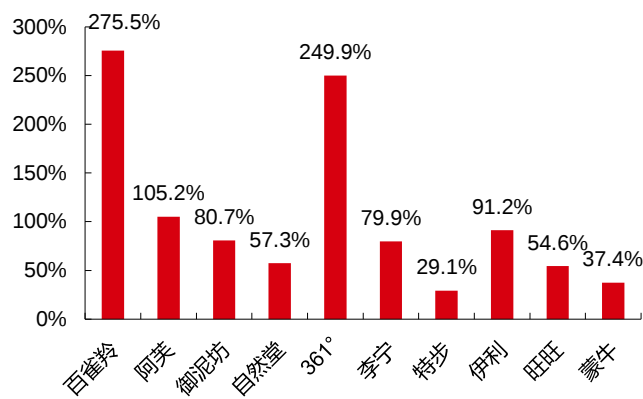
以国货品牌和新消费品牌为代表的广告主也有望为短视频平台带来增量投放规模。抖音、快手短视频平台是快消品如美妆护理、食品饮料的主要网络营销渠道，根据 Questmobile 数据，2021 年 1-4 月美妆护理/食品饮料在抖音和快手平台投放广告规模占比分别达 47.3%/39.8%，同时以花西子/完美日记为代表的新锐消费品牌在短视频平台广告投放占比高达 92.7%/53.4%，旨在加强品牌曝光度和对于年轻用户群体的触达。此外，国货品牌加强数字化营销投入，根据 Questmobile 数据，2021Q1 以百雀羚和 361° 为代表的国货品牌在互联网广告领域投放费用同比提升 200%以上，国货和新锐品牌发力将为互联网平台贡献广告投放需求增量。

图 44：2021 年 1-4 月消费行业广告主广告投放媒介分布



资料来源：Questmobile，中信证券研究部

图 45：2021Q1 典型国货品牌在互联网广告投放费用同比增长情况



资料来源：Questmobile，中信证券研究部

我们认为，虽然短期教育广告主投放意愿降低会对互联网广告行业带来一定影响，但是长期来看直播电商、新消费品牌等广告主的强劲投放需求和意愿将驱动互联网广告市场规模持续扩张。

个人信息保护将规范行业发展，但预计不改互联网广告核心价值

《数据安全法》已于 2021 年 9 月 1 日正式出台，加强对互联网公司数据相关活动的监管。2021 年 6 月十三届全国人大常委会第二十九次会议通过了《中华人民共和国数据安全法》，已于 2021 年 9 月 1 日起施行。同时工信部召开重点互联网企业贯彻落实《数据安全法》座谈会，其中阿里、腾讯、美团、奇安信、小米、京东、微博、字节跳动、58 同城、百度、拼多多、蚂蚁集团等 12 家企业参会，强调了做好重点互联网企业数据安全保护工作。其中《数据安全法》与互联网公司最为相关的法条章节为第四章数据安全保护义务，对数据收集、数据处理、数据交易、风险评估和监测以及配合调取数据等相关活动进行了法律上的规定。

《个人信息保护法》则进一步强调关于用户个人信息数据的保护，并针对利用个人信息进行自动化决策的行为做出相关法律规定。《个人信息保护法》中对自动化决策进行了界定，是指利用个人信息对个人的行为习惯、兴趣爱好或者经济、健康、信用状况等，通过计算机程序自动分析、评估并进行决策的活动。自动化决策，包括用户画像、算法推荐等方式，应当在充分告知个人信息处理相关事项的前提下取得个人同意，保证决策的透明度和结果公平合理（不得通过自动化决策在交易条件上实行不合理的差别待遇），同时提供不针对其个人特征的选项或者向个人提供拒绝的方式。《个人信息保护法》进一步完善了个人信息处理规则，特别是对应用程序（APP）过度收集个人信息、“大数据杀熟”等做出有针对性规范。

《互联网信息服务算法推荐管理规定（征求意见稿）》则进一步针对算法推荐进行了相关规定。8 月 27 日，网信办开始就《互联网信息服务算法推荐管理规定（征求意见稿）》公开征求意见，其中规定应当向用户提供不针对其个人特征的选项，或者向用户提供便捷的关闭算法推荐服务的选项；提供选择、修改或者删除用于算法推荐服务的用户标签的功能；以及不得实施流量造假、操纵用户账号、过度推荐、操纵榜单或检索排序等行为。

我们认为相关监管将规范互联网行业发展，但预计不改互联网广告营销核心价值。《数据安全法》、《个人信息保护法》、《互联网信息服务算法推荐管理规定（征求意见稿）》的核心在于规范数据和算法的使用，并且给用户不提供使用算法推荐的选择权。算法和数据的本质是为了给用户提供优质和便利的体验，规范数据和算法的使用并未影响算法和数据提供优质便利服务的核心价值。广告主会更倾向于选择转化效果更好的营销方式，虽然部分短视频和社交等互联网平台用户可能选择拒绝针对个人特征进行算法推荐的服务，但是**互联网广告仍然是流量基数庞大、营销方式多元、投放精准度高的营销方式**，因此预计并不会导致明显的广告投放需求和数量的下降。虽然相关法律法规的出台或将导致基于大数据和算法能力的程序化广告的投放受到一定程度影响，同时短视频、社交等互联网平台需要在数据安全监测、评估、维护，数据去标识化、匿名化，以及 Ad-Tech 等领域加大投入。但是广告主需求端未来仍有望保持旺盛，并且以抖音、快手为代表的短视频平台、微信等社交平台以及淘宝等电商平台预计将持续优化算法技术和广告投放能力，互联网广告行业的中长期增长动力依然可期。

游戏行业：政策监管导向趋于明朗，出海将成为行业未来看点

游戏监管政策趋严，但是政策导向趋于明朗。2021 年下半年以来，监管机构针对游戏行业出台一系列监管政策，例如出台最严格的未成年人保护监管、监管机构约谈头部公司、新游版号发放减缓等事件，并导致市场对于游戏行业情绪相对悲观。随着一系列相关政策出台，我们认为，监管机构对于游戏行业的政策导向在趋于明朗。

我们认为，监管政策主要目的在于整治行业乱象并指明行业发展方向。9 月 8 日，中央宣传部、国家新闻出版署有关负责人会同中央网信办、文化和旅游部等部门，对腾讯、网易等重点网游企业进行约谈，强调要点包括：①严格落实执行未成年人网络游戏时间限制，不得向未成年人提供网游账号租售交易。②加强网络游戏内容审核把关③抵制不正当竞争，防止垄断。④强化“氪金”管控，杜绝擅自变更游戏内容、违规运营游戏等行为。⑤严格管理游戏宣传推广。⑥加强游戏直播管理，禁止出现未成年人打赏等情况。并且正如中宣部出版局副局长杨芳在 7 月 29 日 ChinaJoy 致辞中所指出，未来游戏行业进一步的发展方向包括：①**进一步增强文化自信**（弘扬主旋律和中华优秀传统文化）；②**进一步增强精品意识**（坚持精品化战略，以高品质立身谋发展，加快游戏引擎、动作捕捉等核心技术攻关和推动 5G、云计算、AI 等运用）；③**进一步增强国际化意识**（立足国际国内两个市场、对标世界一流、让中国故事和中华文化在国际上走得更远）；④**进一步增强安全意识**（全力以赴抓好防沉迷工作，坚决保护青少年健康成长）。

从政策层面来看，我们认为未来游戏行业将沿着降低游戏成瘾性并坚持内容向游戏战略、加强对未成年人保护、鼓励游戏厂商出海三条路径长期发展。

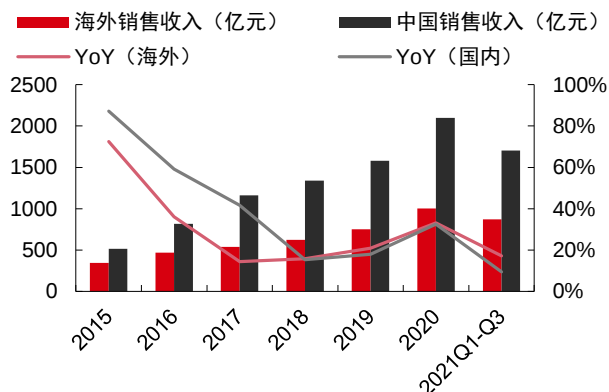
①**降低游戏成瘾性，坚持内容向游戏战略：**游戏产业不能做沉迷性游戏的研发，我们预计未来将更多往 3A 级和类单机游戏发展，主打优质内容、先进技术、更多反映优秀中华文化和艺术性的内容向产品，而非通过刷副本、开黑等成瘾性机制不断延长玩家游戏时长或逼氪等。通过评分制审批的施行，着重考量游戏的导向取向、文化内涵，关注产品的完成度和创新性，综合评判产品的出版价值。

②**加强对未成年人保护**：2021 年 6 月起实施的新修订的《中华人民共和国未成年人保护法》中针对网络游戏等互联网服务领域新增了网络专章，规定了如网络游戏、网络直播、网络音视频、网络社交等网络服务提供者应当针对未成年人使用其服务设置时间管理、权限管理、消费管理等功能；国家建立统一的未成年人网络游戏电子身份认证系统；网络游戏服务提供者不得在每日二十二时至次日八时向未成年人提供网络游戏服务等相关规定。2021 年 8 月，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》，进一步要求严格限制向未成年人提供网络游戏服务的时间，所有网络游戏企业仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日 20 时至 21 时向未成年人提供 1 小时服务，其他时间均不得以任何形式向未成年人提供网络游戏服务等。

③**鼓励游戏厂商出海**：商务部发布了 2021-2022 年度国家文化出口重点企业名单包括腾讯科技、网易雷火、米哈游等众多游戏厂商。未来游戏厂商将立足国际国内两个市场，并将对标世界一流，构建游戏领域的核心竞争力，预计游戏出海将成为游戏公司未来的发展重点。

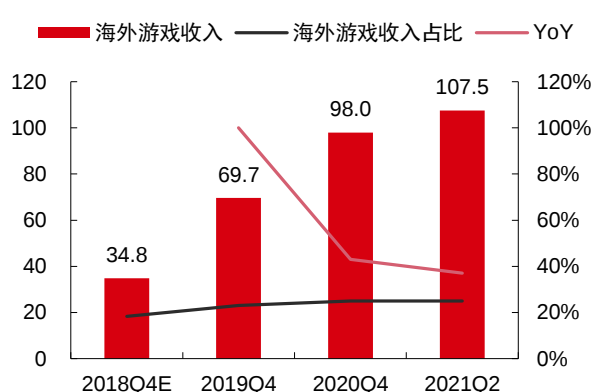
出海市场将成为国内游戏行业的发展重点。根据 CNNIC 数据，2020 年底我国游戏用户规模已达 6.65 亿，同比增长 3.7%，随着国内游戏市场渗透率已达较高水平，国内游戏行业大盘增速有所下滑，根据伽马数据，2021 年前三季度国内手游收入达 1702.41 亿元，同比+9.5%。相比之下，2021 年前三季度中国自研游戏海外市场销售收入达 134.34 亿美元，同比+17.2%，出海游戏收入增速高于手游大盘增速，并且整体出海游戏收入体量在 2020 年已经突破千亿人民币规模。同时，以腾讯、网易为代表的头部厂商的海外游戏收入已经成为公司重要收入来源，根据 2021Q2 业绩发布会数据，腾讯海外游戏收入占比达到 25%，同比增速达 37%，单季度收入体量突破 100 亿元并实现高速增长。海外游戏收入中除了自 2019 年起并表的 Supercell 的收入贡献，还包括《PUBG Mobile》、《CODM》等自研游戏在海外的出色表现。目前中国游戏出海在欧美、日韩等成熟市场已经取得突破，根据伽马数据，2021H1 中国自研手游在美国/日本/韩国/德国/英国收入占比分别为 30.6%/20.2%/8.7%/4.9%/3.1%；同时策略类、射击类和角色扮演类等主流品类是国内游戏出海的重点品类。

图 46：中国手游游戏市场和中国自研游戏海外市场实际销售收入对比



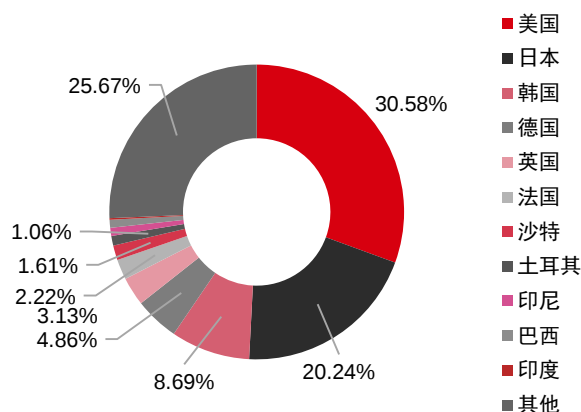
资料来源：伽马数据，中信证券研究部（注：海外销售收入原单位为美元，表中参考汇率 1 美元=6.5 元进行换算）

图 47：腾讯海外游戏收入情况（左轴单位：亿元）



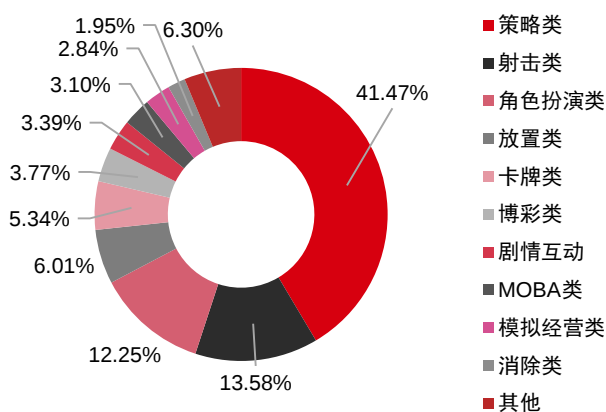
资料来源：腾讯控股公告、业绩发布会，中信证券研究估算

图 48：中国自研移动游戏出海地区收入占比（2021H1）



资料来源：伽马数据，中信证券研究部

图 49：中国自研移动游戏出海收入前 100 类型占比（2021H1）



资料来源：伽马数据，中信证券研究部

国内厂商目前出海主要分为两种打法，其中腾讯、网易两大头部厂商采用投资+头部厂商合作+设立工作室的系统性布局打法，同时以米哈游为代表的厂商基于品类优势主打单款产品集中突破的打法。

投资+头部厂商合作+设立工作室的系统性布局打法主要是通过对外投资打开海外游戏研发合作大门，与头部厂商合作培育用户心智并打响品牌知名度，设立海外工作室作为前沿阵地探索 3A 级游戏研发。

头部游戏公司凭借优质产品来强化欧美等主机游戏文化浓厚的地区对于手游的用户心智，并且拥有了海外头部厂商实现良好合作的先例，凭借强大的“端转手”研发实力吸引更多厂商的研发合作。腾讯海外重要的投资项目包括 Supercell、Riot Games、Epic Games、Sumo Group、动视暴雪、育碧等公司。两大重要产品《PUBG Mobile》、《使命召唤手游》IP 分别来自于蓝洞和动视暴雪，并分别联合腾讯旗下光子工作室群、天美工作室群进行开发。网易也投资了一系列海外知名厂商和工作室，包括 Niantic、Behavior Interactive；同时网易自代理《魔兽世界》以来与暴雪保持良好合作关系，共同研发的新品《暗黑破坏神：不朽》也将于明年面世。

海外自研工作室一方面作为海外战线，产品直接触达欧美市场；另一方面可以将 3A 级主机游戏和工业化研发经验反哺给国内市场，构建起国内外合流的产品线。腾讯旗下天美、光子工作室群 2020 年以来在北美地区布局了多个研发工作室；网易在 2019 和 2020 年也分别在加拿大蒙特利尔和日本东京设立自研游戏工作室布局 3A 游戏研发。

表 4：腾讯游戏海外工作室布局

工作室	位置	成立时间	隶属	工作室简介
TiMi Seattle	美国西雅图	2020	天美工作室群	由《光环 4》首席设计师 Scott Warner 领导，开发主机和 PC 平台的 3A 级 FPS 游戏
TiMi Los Angeles	美国洛杉矶	2020	天美工作室群	由前 EA Partner Scott Warner 领导
TiMi Montréal	加拿大蒙特利尔	2021	天美工作室群	正在开发一款多平台开放世界的新 IP 端游 3A 级产品
LightSpeed LA	美国洛杉矶	2020	光子工作室群	主管为前 Rockstar Games 的 Steve Martin，曾参与开发《GTA》等游戏，目前正在开发 3A 级开放世界主机游戏
Uncapped Games	美国加州	2021	光子工作室群	由暴雪资深老兵 David Kim 和 Jason Hughes 领导，专注于开发

工作室	位置	成立时间	隶属	工作室简介
				PC 平台的即时战略 RTS 游戏
Tencent LA	美国洛杉矶	2021	腾讯	初期规模在 150 人左右，未来三年内公司游戏设计、开发和工程部门将增加新职位
Tencent Europe	荷兰阿姆斯特丹	——	腾讯	曾参与开发《死亡搁浅》的前小岛工作室联合创始人今泉健一郎于 2020 年加入腾讯欧洲

资料来源：Reuters，环球网，Venturebeat，Crunchbase，竞核，Gamelook，Gameindustry，观察者网，Eurogamer，中信证券研究部

基于品类优势主打单款产品集中突破打法的厂商亦可取得亮眼成绩。以米哈游《原神》为例，米哈游基于强劲研发实力和在二次元游戏领域的深厚经验积淀所研发的《原神》上线即成为全球爆款，根据 Sensor Tower 数据，《原神》上线一年以来在全球 App Store 和 Google Play 总收入（不含国内第三方安卓）已达 20 亿美元。在海外取得优异表现的产品也有望为厂商后续的游戏产品研发和发行提供宝贵经验，提升后续产品的成功率。

明年国内厂商多款产品将拓展海外市场，出海成绩值得期待：其中腾讯旗下 Riot Games《英雄联盟手游》在海外已经上线，未来随着英雄池、皮肤等不断积累和玩家规模的提升，料游戏的对局体验和收入体量提升，叠加电竞体系的搭建（9 月中旬开启东南亚 Wild Rift SEA Icon 锦标赛，国内电竞赛事规划后续世界联赛也将开启），《英雄联盟手游》未来有望迎来商业化突破。同时 Supercell 目前有多款管线产品储备；并且根据“腾讯游戏大玩咖”公众号显示，腾讯与 EA 联合研发的《APEX 英雄》手游招募 10 月下旬国内测试玩家，同时游戏已于 9 月下旬在海外部分地区开启新一轮测试，预计有潜力成为像《PUBG Mobile》和《CODM》等的全球爆款。网易方面，《永劫无间》取得国内外玩家良好口碑；同时《哈利波特：魔法觉醒》后续将有望在海外市场上线，其基于全球知名 IP，若开始海外发行有望取得出色表现；此外，根据动视暴雪披露，《暗黑破坏神手游》预计将于 2022H1 面向全球发行，有望在海外取得良好表现。

网络文学：看好头部 IP 跨媒介改编领域的潜力

付费阅读模式成熟，免费阅读成长迅速。在线阅读行业付费模式已较为成熟，以阅文集团为代表，21H1 阅文旗下平台月活跃用户 2.22 亿（YoY-0.3%），平均月付费用户数 930 万（YoY-12.3%），对应付费率 4.0%（YoY-0.5pct），平均 ARPPU 218.4 元（YoY+6.74%）。2018 年下半年以来，以正版免费内容为吸引点、广告为核心盈利模式的移动阅读平台迅速兴起，满足了部分低付费意愿用户的阅读需求，为行业带来明显的用户增量。根据 QuestMobile 数据，截至 2020 年 12 月，番茄免费小说、七猫免费小说等多个免费阅读应用跻身在线阅读 App 榜单前列。免费阅读 App 目前主要通过外部采购网文版权，尚未形成成熟的内容创作生态，相较于发展多年的付费模式仍需要持续打磨商业模式。

图 50：在线阅读 App 行业月活跃用户 Top10 App



资料来源：QuestMobile

下游动漫、影视产业对于头部 IP 需求持续增加，有望带动网文价值放大。随着我国内容产业的工业化水平提升，动漫、影视等下游行业对于具有广泛受众、较为完整世界观架构的故事性 IP 的需求持续增加。网络文学作为内容产业的重要源头活水，将受益于下游的需求扩张。以国内网文领域的头部玩家阅文集团为例，截至 2021H1，阅文旗下拥有 940 万作家资源、1450 万作品储备，雄厚的内容库资源为影视内容改编提供了充足的可能性。通过与下游内容端的联动合作，我们看好头部内容运营商、平台方的价值增量。具体案例方面，2020 年以来阅文集团与腾讯影业、腾讯动漫加大网文向影视和动漫内容的改编合作，掌阅旗下 IP 改编国漫《元龙》在哔哩哔哩热播，我们预计未来此类合作会更加多元化发展，推动网络文学价值外延。

表 5：《2018 年猫片·胡润原创文学 IP 价值榜》Top20 作品

排名	作品	首发平台	排名	作品	首发平台
1	将夜	起点中文网	11	海上牧云记	杂志连载
2	凡人修仙传	起点中文网	12	三体	杂志连载
3	鬼吹灯	起点中文网	13	楚乔传	潇湘书院
4	全职高手	起点中文网	14	琅琊榜	起点女生网
5	盗墓笔记	起点中文网	15	扶摇皇后	潇湘书院
6	三生三世十里桃花	晋江文学城	16	龙蛇演义	起点中文网
7	斗破苍穹	起点中文网	17	武动乾坤	起点中文网
8	择天记	创世中文网	18	九州缥缈录	杂志连载
9	雪中悍刀行	纵横中文网	19	紫川	起点中文网
10	圣墟	起点&创世中文网	20	花千骨	晋江文学城

资料来源：《猫片·胡润原创文学 IP 价值榜》（猫片、胡润研究院），中信证券研究部

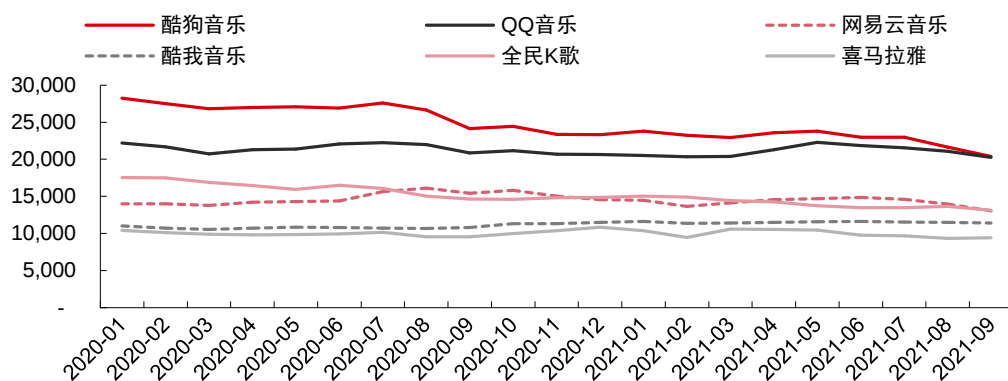
我们认为，在线阅读平台的价值一方面体现在对于阅读需求的深耕，另一方面则体现在利用跨媒介开发放大 IP 价值。深耕方面：通过免费模式将付费意愿较低的流量进行商业化变现，既满足其内容消费的需求，又实现商业化收益；外延方面：通过与下游的动漫、游戏、影视公司的合作，将网络进行跨媒介的开发，将优质作品的故事内核迁移至多元的媒介形式，以扩大受众乃至反哺网文消费。具体公司来看，我们看好阅文集团（0772.HK）在上述两个方面的实力与价值，新任管理层一方面积极推动阅文生态与腾讯系 QQ 浏览器、

手机 QQ 的免费阅读合作，拓展用户基数；另一方面在泛文娱整合发展领域推动阅文旗下 IP 的影视化（阅文+腾讯影业等）、动漫化（阅文+腾讯动漫等）与游戏化（阅文+三七互娱等）改编。我们看好网文内容作为影视行业源头活水的价值，随着内容产业工业化生产能力提升，预计网文平台迎来长期稳健的增长动能。

在线音乐：短期行业格局重塑，长期看好付费转化

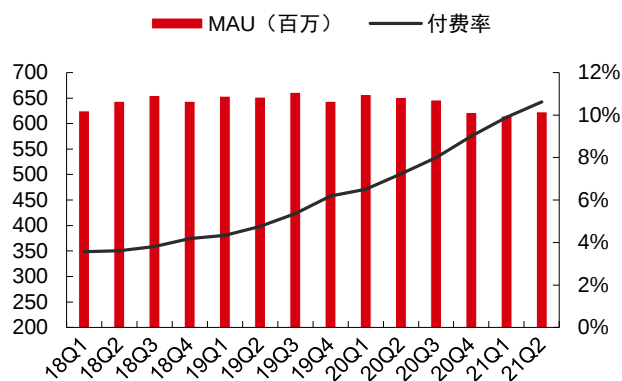
在线音乐行业用户渗透率已较高，付费转化是行业未来发展核心。根据 CNNIC 统计数据，2021 年 6 月我国网络音乐用户 6.8 亿，占总体网民 67.4%，处于较高的渗透率水平。根据极光数据，2021 年 9 月头部音乐 App 酷狗音乐/QQ 音乐/网易云音乐/酷我音乐 MAU 分别为 2.04/2.03/1.31/1.14 亿，各头部 App 用户规模趋于平稳。根据 TME、网易云音乐的数据，截至 21Q2，TME 在线音乐付费用户 6,620 万人，付费率 10.6%（YoY+3.4pcts），按年新增 1,910 万付费用户；截至 21Q1，网易云音乐在线音乐付费用户 2,429 万人，付费率 13.3%（YoY+5.8pcts），按年新增 1.161 万付费用户。头部在线音乐平台付费用户转化均处于增长快车道，我们认为在用户规模增长趋缓的背景下，付费墙建设将是未来在线音乐平台的发展核心。

图 51：主要音乐 App MAU（万）对比



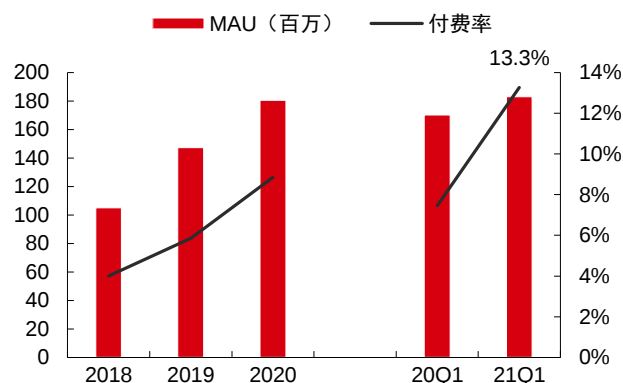
资料来源：极光，中信证券研究部

图 52：TME 在线音乐移动端 MAU 及付费率



资料来源：TME 财报，中信证券研究部

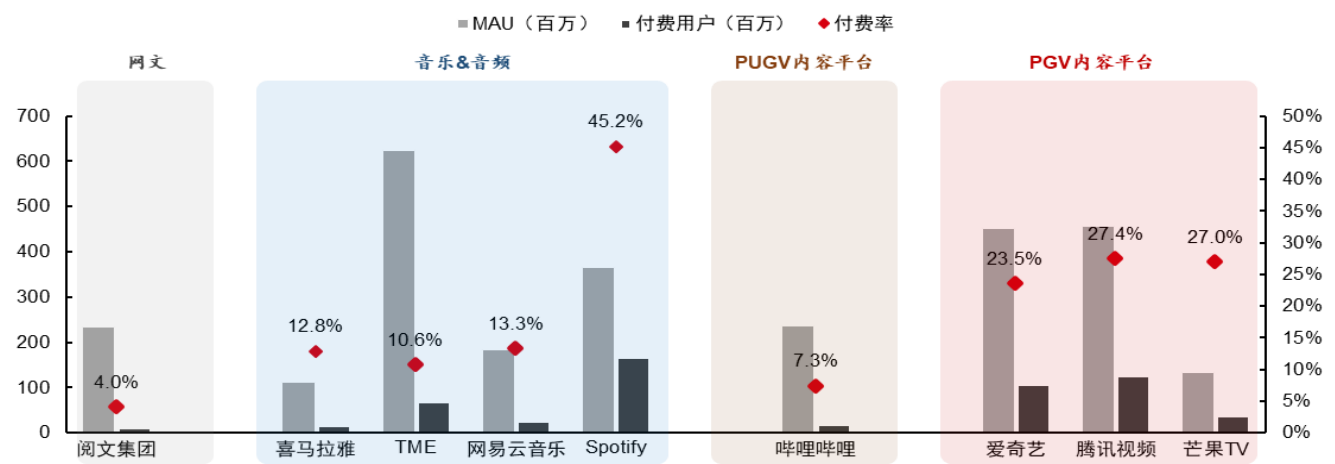
图 53：网易云音乐在线音乐 MAU 及付费率



资料来源：网易云音乐招股书，中信证券研究部

在线音乐付费率和国际同行相较仍有较大提升空间，音乐消费属性使平台拥有较高付费率天花板。目前国内在线音乐平台付费率整体处于 10%-15% 的水平，低于在线视频平台普遍 20%-30% 的水平，远低于国际同行 Spotify 超过 45% 的付费用户比例。考虑到音乐内容消费单个内容时长短、内容消费数量多的特征，用户付费意愿主要取决于平台整体的付费内容库储备，单一内容的影响力不构成核心差异，叠加平台的内容推荐机制随着用户使用历史而精进，用户跨平台迁移的动机弱于长视频平台。因此长期来看，我们预计用户的付费连续性更强，付费率仍有较大的上探空间。

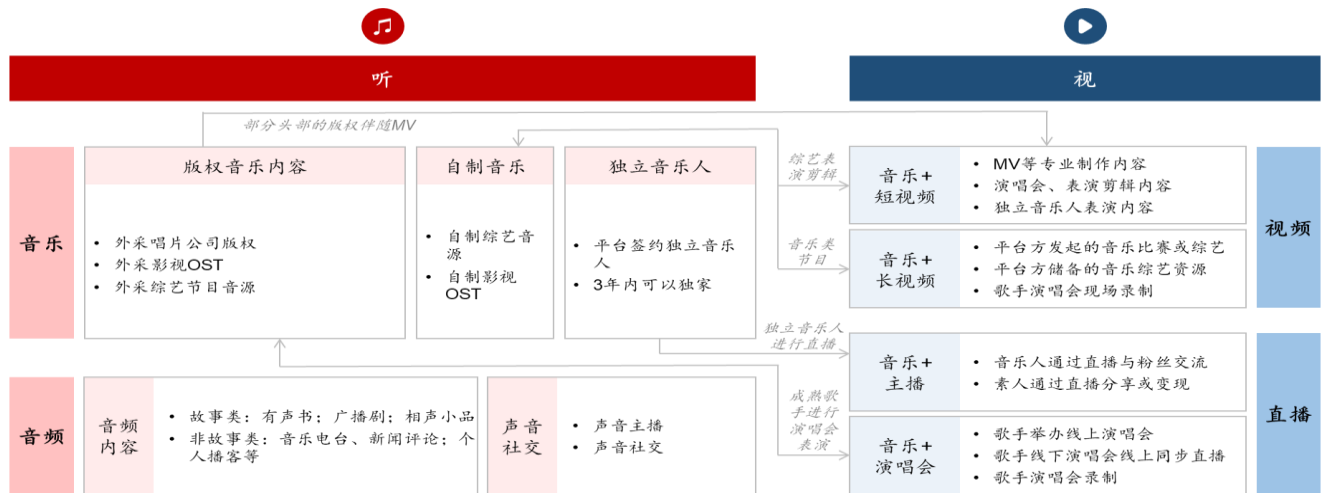
图 54：主要的文娱内容平台的付费率水平



资料来源：各公司财报，极光大数据，中信证券研究部 注：各公司付费用户数均来自财报，其中阅文集团 MAU 与付费用户数据均来自公司财报，统计区间 21H1；TME、Spotify 和哔哩哔哩的 MAU 与付费用户数据均来自公司财报，统计区间 21Q2，哔哩哔哩付费用户为大会员数量；网易云音乐 MAU 与付费用户数据均来自公司招股书，统计区间 21Q1；喜马拉雅 MAU 与付费用户数据均来自公司招股书，统计区间 21Q2，MAU 为移动端用户；爱奇艺和腾讯视频 MAU 数据来自极光大数据，付费用户数据来自公司财报，统计区间 21Q2；芒果 TV MAU 数据来自极光大数据，付费用户数据来自公司财报，统计区间 2020 年。

独家音乐版权遭反垄断审查，平台加码自制内容与独立音乐人。2021 年 7 月 24 日，市场监管总局要求腾讯音乐在 30 日内解除独家音乐版权协议、停止高额预付金等版权费用支付方式、无正当理由不得要求上游版权方给予其优于竞争对手的条件。TME 8 月 31 日发布公告，表示已在期限内向相关上游版权方发函，最大限度寻求尽快解除独家协议，其中绝大部分已按期解约。对于尚未按期完成相流程的合约，公司明确放弃相关独家权利。我们认为监管要求将一定程度缓解原先行业内玩家通过高溢价获取上游版权的竞争压力，推动行业回归到根据音乐播放情况等因素合理付费的状态，有助于音乐平台公司控制内容成本。此外，独立音乐人、自制内容仍可助力平台构建内容优势，我们预计头部音乐平台将加强对于独立音乐人的生态培育。

图 55：在线音乐 App 不同业务板块之间的协同



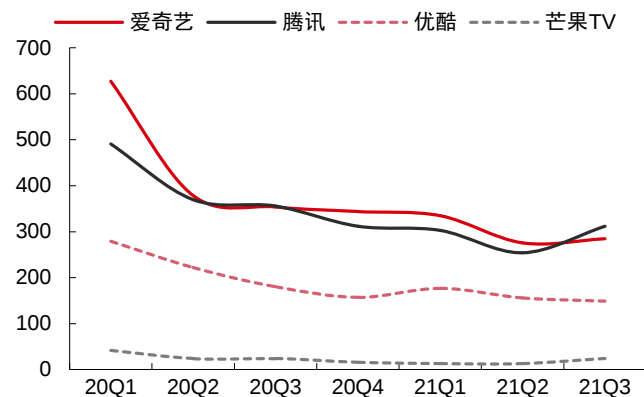
资料来源：中信证券研究部绘制

后独家版权时代，看好围绕核心内容消费需求，打造音乐内容生态的平台公司。我们认为，在线内容的需求确定性高，从行业角度来看付费墙建设、付费用户转化是大势所趋，而围绕音乐歌曲的多元内容布局则是平台公司的差异化优势。以 TME 为例，其围绕核心音乐内容，拓展了音频（有声书、播客等）、直播（演唱会直播、音乐泛娱乐直播）、视频（短视频、长综艺）等多种业态，为用户提供多元化的内容供给。我们建议关注在线音乐龙头公司腾讯音乐娱乐（TME.N）、网易云音乐（未上市）、喜马拉雅（未上市）等。

长视频：短期行业生态整顿，长期看好成本优化

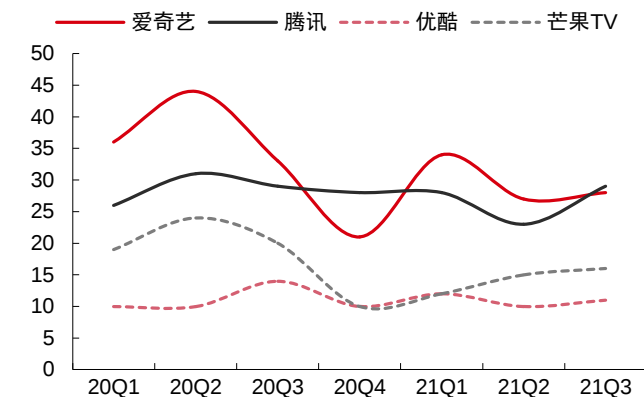
长短视频鏖战趋缓，看好盈利情况改善趋势。根据 CNNIC 统计数据，截至 2021 年 6 月，短视频行业用户规模达到 8.88 亿，渗透率达到 87.8%，已经达到较高水平。随着短视频渗透率趋于饱和，我们预计对于长视频的挤压将逐步趋缓。从长视频行业内部来看，2020 年以来，由于疫情对于剧集制作的冲击在播放端逐步体现，剧集和综艺播放数据整体有所回落。展望未来，我们预计随着 2018 年开始的“限薪令”对于下游平台的影响逐渐体现，平台方加强剧集的自制能力，叠加行业工业化制作能力的逐步提升，行业内的头部玩家成本端整体处于改善通道之中。

图 56：头部视频平台分季度剧集有效播放量（亿）



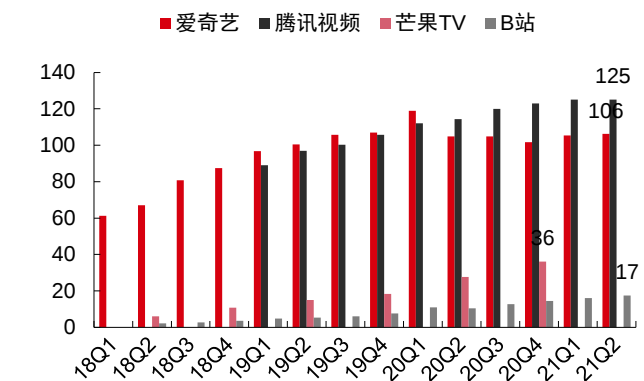
资料来源：云合数据，中信证券研究部

图 57：头部视频平台分季度综艺有效播放量（亿）



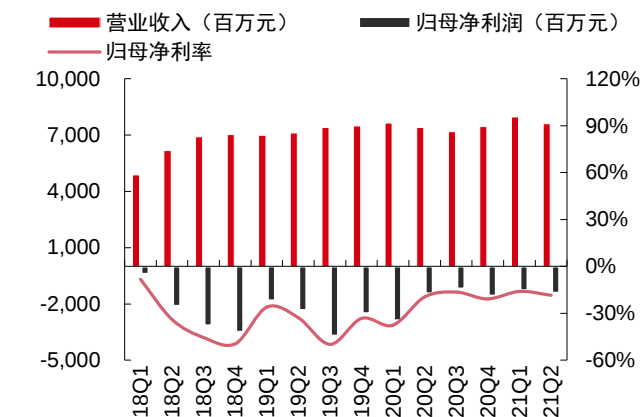
资料来源：云合数据，中信证券研究部

图 58：头部视频平台付费会员人数（百万）



资料来源：爱奇艺财报，腾讯控股财报，芒果超媒财报，哔哩哔哩财报，中信证券研究部

图 59：爱奇艺近几个季度归母净利润率变动趋势



资料来源：爱奇艺财报，中信证券研究部

演艺行业正本清源，推动行业有序发展。自 2018 年，“艺人失德”、“天价片酬”等问题受到社会广泛讨论关注。2018 年 11 月 9 日，广电总局进一步加强对于影视剧内容的审核；2018 年 8 月 11 日，爱奇艺、优酷等平台联合声明抵制不合理过高片酬。2021 年 6 月，中央网信办启动“清朗·‘饭圈’乱象整治”专项行动，严厉打击诱导未成年人应援集资、高额消费、投票打榜等行为；鼓动“饭圈”粉丝攀比炫富、奢靡享乐等行为；以号召粉丝、雇用网络水军、“养号”形式刷量控评等行为。我们认为，对于粉丝经济的治理，有助于引导青少年群体理性追星，树立对于作品及艺人的理性观念，从长期维度来看有利于行业朝着重作品、重内容的健康方向发展。

表 6：2021 年以来部分整顿演艺行业的政策概览

发布时间	发布机构	名称	主要内容
2021/02/05	中国演出行业协会	演出行业演艺人员从业自律管理办法	明晰演艺人员从业规范
2021/06/15	中央网信办	“清朗·‘饭圈’乱象整治”专项行动	规范“饭圈”各参与主体的网上行为，合理优化“饭圈”粉丝活跃产品的相关功能
2021/08/27	中央网信办	关于进一步加强“饭圈”乱象治理的通知	进一步明确加强“饭圈”管理方向
2021/08/31	中央纪委国家监委	斩断娱乐圈乱象背后的资本链条	防资本无序扩张，让市场健康发展
2021/09/02	中宣部	关于开展文娱领域综合治理工作的通知	明确文娱行业规范，加强“饭圈”治理

发布时间	发布机构	名称	主要内容
2021/09/02	国家广播电视总局	关于进一步加强文艺节目及其人员管理的统 治	进一步加强管理，从严整治艺人违法失德、“饭圈”乱 象等问题
2021/09/11	中国演出行业协会	构建清朗网络文化生态自律公约	把好文化内容关，共同遏制歪风邪气

资料来源：各官方机构官网，中信证券研究部

以长视频为代表的 PGC 内容，在内容上汇集了影视行业的最高标准，在体裁上能够承载更多的演绎空间与表达深度，我们认为长视频仍然具有较强的需求刚性与发展空间。随着监管层对于文化产业的引导逐步落地、行业内玩家自发推动工业化进程，我们依然看好中国互联网视频行业的长期向好趋势。我们建议关注长视频领域的两类玩家：1）打通产业链上、中、下游的平台，通过自建工作室等方式从源头把控 IP 质量提升内容投资效率，典型代表为腾讯视频（未单独上市）、爱奇艺（IQ.O）；2）深刻理解细分领域用户与内容，紧扣平台用户需求打造具有调性的内容平台，如哔哩哔哩（BILI.O）、芒果超媒（300413.SZ）。

■ 风险因素

政策监管超预期导致板块估值进一步下行；

宏观经济增长放缓，导致电商、新零售、广告等行业增长不及预期；

利率上行或流动性收紧导致市场估值中枢的下移；

互联网公司业务调整进度不及预期导致业绩回暖不及预期；

新业务及新市场拓展不及预期，或投资亏损超预期；

个人隐私、数据安全新规对广告收入的影响超预期导致广告收入不及预期等。

■ 互联网板块重点公司推荐

阿里巴巴：核心商业稳健增长，云计算等新业务驱动估值上行

核心商业：宏观因素导致 GMV 及 CMR 增速放缓，新业务投入加大，预计 EBITA Margin 有所下滑。①GMV 方面，2021 年 7-8 月社零总额同增 8.5%/2.5%，实物商品网上零售额同增 11.0%/5.1%，9 月季度受暴雨、疫情影响，服装、家装等非必选消费品类受冲击加大，大盘增速有所放缓，我们预计 9 月季度公司核心电商业务 GMV yoy+8%。商业化方面，我们预计公司客户服务收入(CMR)货币化水平保持稳定，9 月季度 CMR yoy+8%。②新业务方面，公司将持续加大对淘特、淘菜菜、本地生活等的投入。9 月 14 日，阿里社区电商（包括盒马集市与淘宝买菜）正式升级为“淘菜菜”，我们认为，过往阿里社区电商业务较为分散，伴随着淘菜菜的整合，未来流量及其他相关资源的分配将更聚焦，高鑫零售、淘特、盒马、阿里数字农业和菜鸟等整套阿里供应链体系都能为淘菜菜提供强劲保障。③EBITA 方面，我们预计核心主站业务 EBITA Margin 保持稳定，但考虑到淘宝特价版、社区团购业务的迅猛增势，我们预计公司仍将持续投入，且投入规模较 6 月季度更大，预计 9 月季度核心商业 EBITA Margin 约 20%，较 6 月季度下滑 4pcts，EBITA yoy -24%。

阿里云：技术优势持续领先，“云钉一体”战略成效逐渐显现，政企业务依然为未来重点突破方向。2021 年云栖大会，阿里云围绕飞天操作系统，不断夯实底层技术基础，完成了从芯片（倚天 710）、服务器（磐久）到操作系统（神龙架构 4.0、龙蜥）、数据库（PolarDB 升级）再到大数据+AI 一体化平台（阿里灵杰）、M6 大模型（多模态预训练模型）的产品发布及升级。云钉一体方面，钉钉提出“组织数字化和业务数字化”的新战略，未来钉钉将成为企业全链路数字化的超级入口，实现组织内人财物事、产供销研、组织上下游生态产业链等场景环节的全链路数字化，成为每个人、每个组织的新的生产力工具，并激活更多的数字化的创造者。截至 8 月 31 日，钉钉用户数突破 5 亿，包括学校、政府和企业等组织数量超过 1900 万家，包括个人、企业、SaaS 软件公司等入驻开发者接近 90 万，低价码应用达 120 万个。展望未来，我们判断政企数字化转型依然是阿里云重点突破方向，在政府、企业及社会的场景融合、生态建设、数字运营等方面给予更多支持，从“强调技术优势”向“强调客户服务”转变。我们预计政企业务在订单上将取得不错进展，收入预计在未来几个季度之间释放。

创新业务投入加大，建议关注下一代科技布局及进展。2021 云栖大会，阿里云智能总裁、达摩院院长张建锋发布 5nm 自研芯片倚天 710，将在阿里云数据中心部署应用。根据达摩院自动驾驶负责人王刚透露，“小蛮驴”发布 1 年间，车队规模超过 200 辆，配送订单已超 100 万，并预计三年后将车队扩容至 10000 辆，配送订单达到日均 100 万单，实现产品化和规模化。我们认为，平头哥倚天 710 的发布、达摩院“小蛮驴”的量产、XR 工作室对元宇宙的探索，均是阿里巴巴前沿科技布局的阶段性成果。尽管公司在自动驾驶、量子计算、芯片、人工智能等多个前沿技术领域的投入短期较难体现为业绩上的增量，但长期将为公司取得下一代科技的核心竞争力及先发优势，也使得阿里云成为新一代科技创新及产业数字化、智能化的主要推动者之一。

风险因素：反垄断等政策监管导致经营调整的风险；大幅投资导致中短期盈利不达预

期的风险；金融业务面临监管风险；电商行业渗透放缓、电商平台竞争超预期导致业绩下滑的风险；宏观经济增长放缓导致业绩下滑的风险；疫情影响超预期导致业绩下滑的风险；对外投资布局拖累利润；中美国际因素影响业务开展及股价波动等。

投资建议：我们维持阿里巴巴集团 2022~2024 财年收入预测为 9,111/11,416/13,873 亿元,同比+27%/+25%/+22%;维持 2022-2024 财年净利润(Non-GAAP)预测 1,508/1,760/1,928 亿元,同比-12%/+17%/+9%,现价对应公司港股 PE (Non-GAAP) 21x/18x/16x。我们给予核心商业 15x PE,云计算 10x PS,同时考虑菜鸟等其他业务估值,基于 SOTP 估值测算,维持公司港股目标价 238 港元/股,美股目标价 243 美元/ADR。我们认为,阿里巴巴核心商业兼具规模和效率优势,市场领先地位依然稳固。同时,阿里云是阿里巴巴新兴技术领域的重要布局,是国内产业数字化转型的主要推动者之一,也将成为阿里巴巴集团下一轮估值上行的有力驱动。维持公司港股及美股“买入”评级。

表 7: 阿里巴巴核心财务指标

项目/年度	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E
营业收入(百万元)	509,711	717,289	911,054	1,141,578	1,387,259
增长率 YoY %	35%	41%	27%	25%	22%
归属普通股净利润(GAAP)	149,433	150,578	146,628	149,472	156,271
增长率 YoY %	70%	1%	-3%	2%	5%
净利润(Non GAAP)	132,479	171,985	150,839	176,077	192,781
增长率 YoY %	42%	30%	-12%	17%	9%
Adjusted EBITA(百万元)	137,136	170,453	151,900	187,206	213,526
Adjusted EBITA Margin	27%	24%	17%	16%	15%
毛利率	45%	41%	38%	37%	36%
PE (GAAP, US)	20	20	20	20	19
PE (Non GAAP US)	22	17	20	17	15
PE (GAAP, HK)	20	19	20	20	19
PE (Non GAAP, HK)	22	17	19	17	15

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

美团：业绩持续高亮，监管新常态下行稳致远

2021 年以来，美团外卖、到店酒旅业务延续强劲表现、贡献稳健盈利。监管环境下社区团购业务整体节奏放缓，但考虑到其用户生态、切入社区电商的战略意义，预计公司仍将保持战略性投入至长期能力建设和经营效率提升。我们认为，监管对外卖长期变现潜力影响可控，定位于居民“美好生活小帮手”的平台价值基础坚实。中长期坚持规范发展、提升平台生态价值、获得规模化合理盈利路径明确，看好平台价值空间，维持“买入”评级。

外卖业务高质量增长。21Q1/Q2，外卖业务 GTV yoy+99.6%/59.5%，对应日均单量 yoy +113.5%/58.9%、AOV yoy -5.5%/+0.4%，单量延续强劲增长、市场份额巩固，AOV 相对稳定；调整后每单经营收益 0.38/0.69 元，对应调整后 OPM 5.4%/10.6%。截至 21Q2 末，美团外卖会员数达 5,900 万创历史新高，用户购买频次同比提升 25%。规模端看，受餐饮大盘增长和渗透率提升双重驱动，叠加平台较高的补贴率，公司外卖业务 GTV 未来三年复合增长率预计可达 35.7%；尽管骑手权益保障或将在长期对公司带来 0.3 元/单的新增成本，但预计公司可以通过增收（广告、消费者端配送费等）、降本（集约化配送、无人配送）抵消，2025 年外卖每单 OP 约 1.0-1.1 元的目标不变。

到店业务延续高增，蓝海市场大有可为。21Q1/Q2，到店&酒旅业务收入 yoy +112.7%/+89.3%，调整后 OPM 41.7%/42.6%。我们认为随商户覆盖面和付费渗透率提升，到 2023E/2025E，美团到店业务 GTV 可达 3,604 亿/4,982 亿元，对应收入 461/669 亿元。市场前期对抖音潜在竞争较为关注，但从近期跟踪来看，美团到店业务作为刚性需求场景的转化能力更强，中小商户投放意愿较难撼动，消费者心智占领更加成熟，因此短期面临的挑战和影响较为有限，长期来看广告模式及内容升级的推进值得期待。

社区团购领跑行业，UE 边际持续改善。我们认为，在核心业务盈利逻辑验证、现金流持续提升的背景下，公司有能力将资源和资金集中投入到更多本地生活服务需求场景的挖掘中，继续扩大平台的生态价值和网络效应。截至 21Q2，美团优选累计交易用户已达 1.2 亿，持续为平台用户增长助力。美团优选在单量上领跑行业，UE 在进销毛利率不断改善、履约效率&补贴效率提升的带动下环比持续优化。随着品类从生鲜向整个食杂零售板块延伸，规模效应下的经营杠杆预计将进一步释放。长期来看，社区团购有望激活全新的低线城市需求场景，推动用户活性和交易频次实现跃升，联动餐饮外卖和本地生活业务实现“1+1>2”的网络效应，对平台场景延伸、产业纵深及电商化路径至关重要。

风险因素：疫情再度扩散，严重情况超预期；互联网政策性风险；平台补贴、竞争加剧导致业绩释放低于预期等。

投资建议：公司连续数个季度以强劲的经营表现验证了其核心业务盈利能力，同时不断扩充生态平台需求场景以承载服务业线上化率提升的需求。短期市场核心关注监管影响，我们认为政府端的态度明确：“规范+发展”，政府核心关注点在满足居民美好生活需求的基础上须注重安全规范，同时兼顾商家、骑手的满意度。我们认为监管影响下公司整体盈利节奏将有所放缓，但对盈利空间影响有限。我们对美团作为当下消费者对美好生活向往的代表性企业，在监管维护下实现良性稳定发展的长期前景保持乐观。

表 8：美团主要财务指标预测（百万元）

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	97,529	114,795	181,810	248,472	326,814
增长率%	49.5	17.7	58.4	36.7	31.5
净利润	2,239	4,708	-22,502	-8,170	11,105
增长率%	101.9	110.3	-577.9	NA	235.9
经调整后溢利/亏损	4,657	3,121	-18,294	-3,398	16,354
EPS (元)	0.38	0.77	-3.67	-1.33	1.81
毛利率%	33.1	29.7	25.5	39.1	42.3
净资产收益率 ROE%	2.4	4.8	-28.0	-10.6	11.8
PE	639	316	-66	-182	134
EV/EBITDA	196	220	-90	-751	71

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

拼多多：成长动力依旧，盈利大幅改善

2021 年以来，公司业绩在行业景气下行过程中展现强劲韧性。2021Q1/Q2，核心 3P 主业在线营销收入 yoy+157%/64%，测算单季 GMV yoy+56.5%/47.0%，增速大幅领先同行；同时核心 3P 主业 OPM 同比大幅提升至约 6.8%/35.9% (vs 20Q1/Q2 为 -54.9%/-5.9%)，盈利能力持续改善。我们持续看好公司长期价值，维持“买入”评级。

成长路径清晰、动力依旧。我们认为，品牌化和社区团购是公司最重要的两条成长路径，跟踪显示二者均在有序推进。**1) 品牌供应链扩容：**我们观察到中小品牌、尤其是定位国产&大众的品牌仍在持续从阿里溢出至拼多多，在我们选取的 50+家品牌官方旗舰店/官方网店中，6 月底拼多多各家店铺 SKU 数量平均为对应天猫官旗的 58% (vs 5 月 48%)、SKU 均价平均为对应官旗的 66% (vs 64%)，量价两个维度均有进展。**2) 社区团购：**今年将是巨头社区团购业务走过的第一个完整年，商业模式仍在打磨期，叠加监管高压管理，整体行业规模爬坡略低于前期预期，但多多买菜已经展现出突出的流量禀赋和运营迭代能力，规模始终保持在行业第一梯队、且 UE 水平行业领先。展望 2022 年，监管有望步入常态化、区域平台出清提升行业集中度、商业模式逐步打磨完成，预计多多买菜有望迎来需求的快速起量、及 UE 的持续改善。

短期行业内卷客观存在，底层机制优势保障长期竞争力。客观来看，电商行业在经历了 2019-2020 年低线用户的红利外溢后，已经进入新的投入周期，而内容平台的电商化、淘特为代表的低价性价比平台大幅投入加剧了用户口袋份额的竞争，拼多多短期的规模增长和盈利变现均面临一定程度的压力。但我们认为，拼多多大单品的运营逻辑、重 SKU 轻品牌的流量分发机制、平权普惠的广告竞价体系，保证了平台可以提供全渠道更具性价比的商品，同时兼顾商家、尤其是中小商家的广告 ROI，其渠道效率要大幅优于内容电商/其他性价比平台。

监管风险可控，“百亿农研计划”深耕助农。从监管角度看，拼多多入驻的商家运营刚性成本仅为 0.6% 的支付技术服务费，且平台流量分发相对平等，符合监管“降低中小企业成本”、公平普惠的大方向。因此我们认为拼多多遭遇改变业务性质、颠覆估值体系的监管风险基本不存在，我们判断监管将更多聚焦于平台治理、用户信息安全等领域，监管风险可控。同时，公司积极主动承担更大社会责任，Q2 业绩会宣布启动“百亿农研计划”，将在未来几个季度投出累计 100 亿元潜在利润，助力农业领域科技攻坚。

风险因素：监管窗口期拉长；行业竞争加剧；消费大盘持续走弱。

投资建议：胜率赔率兼备，建议逐步布局。我们维持前期观点，从行业增量的争夺到存量的再平衡，拼多多均是电商行业竞争力最出众的玩家，公司的长期业务发展和平台生态价值兼具高成长和高确定性。我们预测公司 2021E-23E 年营业收入为 1168/1778/1891 亿元，Non-GAAP 净利润为 28.3/158.7/329.0 亿元。基于 2023 年公司各项业务假设，给予主站 30x P/EBITA、多多买菜 0.5x P/GMV (对应稳态下 30x-35x PE)，对应合理市值 2,209 亿美元，折合目标价 176 美元/ADS，按 10%折现至 2021 年为 146 美元/ADS。当前公司股价已落入极具性价比的配置区间，对应 22 年/23 年 3P 主业 (1P、多多买菜 0 估值) 仅 28x /19x P/EBITA，建议积极布局。

表 9：拼多多主要财务指标预测（百万元）

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	30,142	59,492	116,827	177,807	189,134
YOY	129.7%	97.4%	96.4%	52.2%	6.4%
GAAP 净利润	-6,968	-7,180	-8,326	4,298	25,010
Non-GAAP 净利润	-4,266	-2,965	2,826	15,867	32,901
Non-GAAP 净利率	-14.2%	-5.0%	2.4%	8.9%	17.4%
EPADS（摊薄，Non-GAAP）	-3.69	-2.49	2.37	13.31	27.60
P/GMV	0.28	0.85	0.29	0.22	0.18
PE（Non-GAAP）	NA	NA	256	45	22

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

京东：核心业务经营稳健，新业务投入有的放矢

核心观点：2021Q1/Q2，京东年化活跃用户 yoy+29.0%/27.4%，营收 yoy +39.0%/26.2%，京东零售利润率稳中有升，业绩稳健释放。中长期看，京东成长飞轮运转良好，物流配送优势的用户心智在疫情后进一步强化，行业低线升级的增长主线亦契合公司品质电商定位。我们维持前期观点，京东所代表的品质电商和消费升级与人民对美好便捷生活的追求一致，对一线员工的权益保护更是有口皆碑，商业价值与社会价值兼备。维持“买入”评级。

用户高成长，核心品类份额提升。21Q1/Q2，京东年化活跃用户 yoy+29.0%/27.4%，环比净增 2,790 万/3,210 万至 2021Q2 末，京东年化活跃用户已达 5.3 亿；其中超 80% 的新增用户来自下沉市场，得益于京东主站物流体系下沉和京喜业务（京喜+京喜拼拼）的全面爆发。在供给端，带电品类的份额提升和大商超的快速增长是核心成长驱动力：据国家统计局，1-9 月限额以上家电音像/通讯器材 yoy+13.5%/+17.5%，明显低于京东带电品类 Q1/Q2 收入 yoy+34.0%/19.8%，在竞对（苏宁、国美等）相对弱势的时间窗口，京东抓住大幅提升市场份额，强化用户心智。

零售业绩稳健，新业务投入有的放矢。21Q1/Q2，京东零售收入 yoy+35.3%/22.7%，经营利润 51.5 亿/69.6 亿元，对应 OPM 3.95%/2.57%，yoy+0.27/0.01pct，保持高质量的增长，在行业快速内卷过程中展现出强劲韧性。展望 2022 年，尽管营销费用投放仍有一定压力，但考虑到 20Q3-21Q2 物流仓储的投入期已过，预计仓储利用率提升将推动履约费用率持续下行。社区团购业务上，与美团、多多不同，京喜拼拼定位于区域龙头，在经过 21 个省的试验后，迅速将战区收缩至核心的 10 个省份，进而做精、做深。我们认为有京东主站的供应链做冷启动，新通路的联合仓相配合，京喜拼拼有望在区域市场形成一定突破。

风险因素：行业监管加剧；竞争加剧；上游产能持续受限。

投资建议：京东进入 2018 年后的新一轮战略投入期，我们认为核心业务稳健的规模增长和盈利提升是京东的基本盘，而社区团购等新业务的投入将在长期抬升公司成长中枢。京东所代表的品质电商和消费升级与社会公平并不违背、且与人民对美好便捷生活的追求相一致，同时考虑到京东对一线快递员的权益保护有口皆碑，此番互联网行业的强监管在短期和长期均不太可能对京东形成较大的负面影响。我们预计公司 2021-23 年收入为 9484/11874/14039 亿元，Non-GAAP 净利润为 135.4/234.4/404.1 亿元。基于 2021 年各项业务假设，参考行业平均估值，给予京东零售 30x PE，叠加子公司股权价值，对应合理市值 1464 亿美元/11,349 亿港元，给予京东美股目标价 94 美元/ADS，京东集团-SW 目标价 365 港元/股。维持美股京东“买入”评级，维持港股京东集团-SW“买入”评级。

表 10：京东主要财务指标预测（百万元）

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	576,888	745,802	948,357	1,187,361	1,403,877
营业收入增长率	24.9%	29.3%	27.2%	25.2%	18.2%
Non-GAAP 净利润(百万元)	10,750	16,828	13,538	23,442	40,406
Non-GAAP 净利润增长率	210.7%	57%	-19.6%	73.2%	72.4%
Non-GAAP EPADS（元）	7.25	10.56	8.71	15.08	25.99
PE（Non GAAP, US）	34.0	54.1	58.4	33.8	19.6
PE（Non GAAP, HK）	34.0	54.0	58.5	33.8	19.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

百度集团：核心业务具备韧性，关注智能云与创新业务增长前景

百度集团作为国内领先的搜索与 AI 龙头，我们认为移动生态、智能云、智能驾驶等业务将驱动公司长期增长。虽然三季度受散点疫情、暴雨影响，但在百度云带动下，公司整体业务依旧保持较强的韧性。在互联网公司加大新业务研发与社会投入的大背景下，我们预计公司整体将采取相对谨慎的财务处理方式。考虑到公司智能云、智能驾驶业务的持续推进，以及优质资产独立融资带来的市场认可，我们对公司依旧保持相对乐观的态度，维持“买入”评级。

业绩概览：预计在线广告短期承压，云计算持续增长。我们预计百度三季度收入增长 11%至 315 亿元，Non-GAAP 净利润 48 亿元，对应利润率 15.2%（环比-1.9pcts）。分业务部门，预计百度 core 收入增长 13%至 241 亿元，我们预计在线广告的收入增长将放缓，主要源自散点疫情、暴雨等导致的经济增长放缓，以及教育等部分广告主开支的收紧。考虑到公司云计算业务的增长以及积极的流量采买策略，我们预计百度 core 的 OPEX 将环比上升约 10-15 亿元，non-GAAP 营业利润率 22.8%（环比-3.9pcts）。

在线广告：与宏观经济关联度较高，3Q 受疫情、暴雨等影响。我们认为百度 core 广告收入 2021Q3 同比增速相较上季度有所放缓，主要源自疫情、自然灾害导致的宏观经济走弱，拉低部分中小企业以及线下行业广告主的整体开支。此外，教育、等受监管影响较大的广告主亦收紧预算。我们认为，百度在线广告收入将更多聚焦质量，通过小程序、托管页等方式实现流量闭环，带动中期运营效率的提升。此外，搜索广告因技术上更多关注关键词匹配，对用户数据需求相对较少，因此相较其他信息流推荐厂商，受数据隐私保护等法规的影响相对较小。我们预计，公司广告业务将更多与宏观经济增速挂钩，互联互通的深入推进亦将给公司带来潜在的中长期改善空间。

智能云：在智能交通、政企业务等领域的潜力持续体现。今年以来，百度云继续在智能交通、金融、政务等领域获取订单。智能交通领域，先后中标绍兴、沧州、阳泉等地车路协同项目，单订单金额约 1.5 亿元量级。金融领域，百度深化与民生银行等大型金融机构的合作。政务领域，与上海黄埔、浙江桐乡等达成智能城市以及数字化改造等的订单。此外，百度与中国燃气达成合作，在央企领域继续获得订单。我们认为，百度云以 AI、PaaS 和综合方案为发展重点，持续深耕企业数字化转型，有望在云领域实现弯道超车。同时百度在渠道建设、客户拓展等层面积极培育生态，进一步打开百度云中长期的增长空间，而原有客户复购亦将带来利润率的改善。根据 canalys 数据，二季度百度云增长 70%，是国内增长最快的云厂商之一，我们持续看好百度云的增长空间，以及 2021Q3-Q4 季度云计算集中交付带来的收入改善机遇。

智能驾驶：首次进入 Truck 领域，各项业务积极推进。9 月 17 日智能新能源卡车造车新势力 DeepWay 发布其首款智能新能源重卡-星途 1 代，采用百度 Apollo 自动驾驶技术。此前，百度 Apollo 在自动驾驶赛道中已经在客运、生活服务场景实现了落地应用，DeepWay 的诞生则弥补了关键的货运场景空缺。此前百度世界大会已经就百度自动驾驶业务的中长期规划进行详细展望，商业化路线逐步明朗。萝卜快跑亦积极拓展，北京、广州、长沙、沧州四个城市已经累计实现载人服务超过 40 万人次，7 月用户复乘率已达到 39.3%，次月留存用户月均涨幅达 31.6%。根据 IHS 的预测，2030 年百度 Apollo 自动驾

驶服务整体搭载量和市场规模可达到 38%左右。而集度汽车亦逐步进入加速阶段，根据集度汽车 CEO 夏一平的披露，集度汽车软件团队已基于 SIMU Car(模拟样车)与百度 Apollo 团队协作智能座舱以及智能驾驶功能的开发。我们认为，智能汽车业务的积极进展有望为公司带来较大的估值弹性。

其他业务：爱奇艺持续聚焦效率提升，独立融资业务稳步推进。我们认为，爱奇艺在中短期仍将持续聚焦运营效率的提升，以期实现利润、现金流的持续改善，但短期仍面临宏观经济以及内容监管等压力。小度科技在经过独立融资后，估值 51 亿美元，并积极进入内容服务领域，持续改善收入结构与盈利能力。昆仑芯独立融资后，聚焦 AI 芯片研发，在自用基础上尝试进行商业化。我们认为，独立融资的市场机制能够加业务的积极性，在新业务领域带来潜在机遇

风险因素：国内互联网监管政策持续趋严的风险；疫情演进导致广告主业承压的风险；YY 并购未能完成导致股价波动的风险；组织及人事改革导致业绩波动的风险；爱奇艺亏损扩大的风险；AI、云计算及自动驾驶商业化推广速度不达预期的风险等。

投资建议：虽然 3Q 公司广告业务承压，但我们认为云计算、智能驾驶作为公司的移动生态之外的新增长曲线，中长期的投资价值依旧突出。短期而言，由于在线广告的承压、业务结构的切换以及 ESG 捐赠等因素，预计百度 core 利润将环比下降，但此前市场已有预期。中长期而言，云计算、智能驾驶的积极进展将带来额外的增量空间。我们维持公司盈利预测，预计公司 2021-2023 年收入为 1231/1413/1590 亿元，Non-GAAP 净利润为 180/224/292 亿元。鉴于新业务的持续推进，我们对公司保持相对乐观的态度，维持公司港股 253 港币、美股 260 美元的目标价与“买入”评级。

表 11：百度集团核心财务预测

项目/年度 (亿元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,074	1,071	1,231	1,413	1,590
营业收入增长率 YoY	5.0%	-0.3%	14.9%	14.8%	12.5%
毛利率	41.5%	48.5%	47.2%	47.5%	48.3%
Non-GAAP 净利润	182	220	180	224	292
增长率 YoY	-24.2%	21.1%	-18.4%	24.9%	30.2%
PE (Non-GAAP)	20	17	21	17	13
PS	3.5	3.5	3.0	2.6	2.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

腾讯控股：核心业务保持稳健，中长期持续上行空间可期

增值服务基本盘稳健，腾讯游戏出海蓄势待发值得期待。预计公司 2021Q3 游戏业务营收可达 439.88 亿元（YoY+6.2%）。移动游戏营收预计达 426.99 亿元（YoY+9.0%），其中《王者荣耀》和《和平精英》保持强劲表现，保持稳定业绩基本盘。新游戏《金铲铲之战》于 8 月底上线并取得超预期表现，根据 Sensor Tower 数据，《金铲铲之战》于 2021 年 9 月中国 App Store 手游收入排行榜中排名第 6，但是预计游戏收入贡献将更多体现在后续季度中，而报告期内新上线手游较少，因此预计 21Q3 手游业务同比增速有所下滑。我们认为，公司游戏业务未来看点包括：①《英雄联盟手游》于 10 月 8 日在国内开启不限号不删档测试，上线首日登顶 iOS 游戏免费榜并于畅销榜排名第 2，游戏上线后将不断积累用户并打磨游戏品质，未来游戏商业化空间将不断拓展。②海外游戏业务蓬勃发展，有望保持较高增速，其中 Supercell 目前有多款管线产品储备；并且“腾讯游戏大玩咖”公众号显示，《APEX 英雄》手游招募 10 月下旬国内测试玩家，同时游戏已于 9 月下旬在海外部分地区开启新一轮测试；此外天美、光子等也设立海外工作室并布局面向全球市场的高工业化游戏。预计 21Q3 PC 游戏营收为 111.10 亿元（YoY+1.0%），有望保持稳定。预计 21Q3 社交网络收入 314.78 亿元（YoY+10.9%），虽然 QQ 会员等传统订阅服务模式收入预计有所下滑，但是像腾讯视频延续优质内容管线，《扫黑风暴》等热门剧集表现亮眼，同时公司未来也将持续投入 IP 和视频内容建设，叠加腾讯泛文娱产业链持续整合，TME、阅文、在线视频、QQ、游戏等业务间有望打造更多闭环，驱动良好协同发展。

广告业务短期承压但投放能力持续提升，长期有望随着宏观经济和消费触底带动复苏。预计公司 21Q3 广告业务营收 235.71 亿元（YoY+10.4%），其中预计社交广告营收 198.82 亿元（YoY+12.0%），媒体广告营收 36.89 亿元（YoY+2.5%）。预计 21Q3 教育行业相关监管政策以及工信部开屏广告监管等因素将对公司广告业务收入同比增速产生一定影响。结合微信生态下小程序、朋友圈等场景的流量曝光、交易转化和私域沉淀能力，腾讯广告平台投放能力有望持续提升。11 月 1 日起《个人信息保护法》正式施行，或将导致基于大数据和算法能力的程序化广告受到一定程度影响，但预计整体影响可控。我们认为，未来公司广告业务增速将主要取决于宏观经济和消费复苏情况以及带动广告主需求复苏的情况。

微信支付生态有望受益于行业“互联互通”，云业务有望保持良好增长。我们预计公司 21Q3 金融科技及企业服务业务营收 432.32 亿元（YoY+30.0%）。支付方面，随着微信分步骤开放外部链接，未来互联互通背景下 App 接入小程序或微信支付或将带动微信交易生态发展。目前微信支付与银联云闪付已经开展支付和服务互通，并且根据 36 氪报道，淘特商家开始批量签约开通多元化支付协议并或将接入微信支付。企业服务方面，预计云业务保持良好增长，同时腾讯云持续强化基础能力建设，SaaS 层面持续发挥腾讯生态的优势并扩大业务规模。企业微信基于 ToC 优势在零售、金融等行业进一步渗透，未来将加大与腾讯会议等内部产品打通。

风险因素：反垄断、游戏等政策监管趋紧影响经营的风险；游戏、影视内容上线时间和表现不及预期的风险；内容领域投入持续提升的风险；宏观经济增速下行和数据安全政策监管影响在线广告市场的风险；新兴互联网产品和服务分流用户的风险；市场竞争加剧

的风险等。

投资建议：我们认为腾讯是中国互联网领域的核心投资标的，公司的各项核心业务目前仍保持稳健，在中国互联网领域，公司仍具有较强的产品和竞争优势，同时积极加大在 ESG 领域、云业务以及创新内容等投入以保持长期可持续发展的动力。当前环境下，虽然公司仍然面对游戏、数据安全、反垄断等监管政策影响，以及加大投入有望导致短期公司盈利增速有所承压，但中长期依然有持续上行空间。我们维持公司 2021-2023 年 Non-IFRS 归母净利润预测 1314.27/1518.37/1800.28 亿元，当前价对应估值 31X/27X/23X Non-IFRS PE。随着互联网相关监管政策的陆续出台，未来行业政策导向有望趋于明朗，建议关注公司在极端悲观预期影响下的估值修复机会。基于 SOTP 估值法，维持公司 2022 年目标价 613 港元，维持“买入”评级。

表 12：腾讯控股盈利预测

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	377,289	482,064	568,906	688,944	819,486
营业收入增长率 YoY	20.7%	27.8%	18.0%	21.1%	18.9%
净利润(百万元)	93,310	159,847	142,248	149,773	177,170
净利润增长率 YoY	18.5%	71.3%	-11.0%	5.3%	18.3%
Non-IFRS 净利润(百万元)	94,351	122,742	131,427	151,837	180,028
Non-IFRS 净利润增长率 YoY	21.8%	30.1%	7.1%	15.5%	18.6%
每股收益 EPS (元)	9.72	16.66	14.82	15.61	18.46
每股净资产 (元)	45.09	73.36	91.45	112.17	137.06
Non-IFRS EPS(元)	9.83	12.79	13.70	15.82	18.76
毛利率	44.4%	46.0%	45.1%	43.9%	43.2%
净利率	24.7%	33.2%	25.0%	21.7%	21.6%
Non-IFRS 净利率	25.0%	25.5%	23.1%	22.0%	22.0%
净资产收益率 ROE	21.6%	22.7%	16.2%	13.9%	13.5%
PE	43.2	25.8	27.3	25.9	21.9
Non-IFRS PE	42.8	33.6	29.5	25.5	21.5
PB	9.3	5.9	4.4	3.6	2.9
PS	10.7	8.6	6.8	5.6	4.7
EV/EBITDA	35.0	23.7	25.6	24.8	21.4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

网易：基本盘稳健，重磅新游表现亮眼并将陆续拓展全球市场

《哈利波特》表现出色，多款重磅产品有望突破海外市场。我们预计公司 2021Q3 网络游戏业务实现营收 152.15 亿元，同比+9.8%，环比+4.7%；其中手游/端游营收分别为 110.00/42.15 亿元，同比+9.2%/+11.4%，环比+4.7%/+4.0%。手游方面，2021Q3 经典手游《梦幻西游》、《大话西游》、《阴阳师》等支撑基本盘。新游戏《哈利波特：魔法觉醒》表现超预期，我们预估《哈利波特》首月流水在 18-20 亿元水平，但是考虑到收入递延政策，预计收入贡献较少体现在报告期内。我们参考极光数据，游戏上线首月 DAU 水平在 800 万左右，十一期间峰值突破 1000 万，9 月 MAU 达 1705 万；30 日活跃用户留存率 15%左右，在卡牌类游戏中属于较高水平，预计《哈利波特》有望保持较长时间 5-10 亿元的月流水水平。此外，《哈利波特：魔法觉醒》未来也将上线海外，基于全球知名 IP 和在国国内的亮眼表现，游戏未来在海外表现可期；根据暴雪娱乐披露，明年上半年《暗黑破坏神》手游也有望全球上线。端游《永劫无间》国服于 7 月 8 日开启不删档测试，Steam/Epic Games 版本也于 8 月 12 日全球上线，根据 SteamDB 数据，9 月份同时在线玩家数峰值突破 16 万水平。公司重磅新游戏表现强劲，游戏新品储备丰富，多款产品也有望突破海外市场，游戏业务长期发展动力值得期待。

“双减”政策下，在线教育业务拓展多元化非 K12 教育业务。我们预测 2021Q3 公司在线教育业务实现营收 12.93 亿元，同比+44.4%，环比+0%。在“双减”政策出台后，K12 教育业务预计将受到监管政策的持续影响，公司将持续拓展非 K12 教育业务，加强在学习产品（Q2 推出有道词典笔 K3 系列产品）、STEAM 素质教育（Q2 素质教育课程“有道围棋”收入环比增长 180%）、成人教育（Q2 推出实用英语课程的升级版）和教育数字化解决方案（与海淀教育科学研究院签约合作）四大方向的拓展，适应变化的监管环境，并有望通过产品和创新实现可持续发展。

创新业务保持良好发展，云音乐有望受益于反垄断监管下音乐和版权市场的良性健康发展。我们预测 2021Q3 公司创新业务及其他业务实现营收 51.26 亿元，同比+31.4%，环比+9%。网易云音乐保持良好发展，其中 2021Q2 网易云音乐毛利率首次回正，同时得益于良好的社交功能和 88VIP 等促销活动，网易云音乐付费会员率实现接近翻倍增长。云音乐业务未来有望受益于反垄断监管下音乐及版权市场的良性健康发展。云音乐亦将深耕多元化音乐社区和提升技术创新能力，加码原创音乐扶持，并不断拓展长音频、短视频、直播等模式，探索多元化变现模式和社区生态。此外，网易严选强化全渠道体系建设，四季度也有望受益于电商旺季拉动。未来创新业务有望保持良好发展。

风险因素：游戏、教育等行业政策监管趋紧风险；新游戏发行时间和表现不及预期风险；在线教育业务发展不及预期风险；创新业务发展不及预期风险。

投资建议：公司经典游戏基本盘稳定，《哈利波特：魔法觉醒》重磅新游戏表现强劲，游戏新品储备丰富，多款产品也有望突破海外市场，游戏业务长期发展动力值得期待。“双减”政策下，在线教育业务拓展多元化非 K12 教育业务，并有望通过产品和创新实现可持续发展。创新业务保持良好发展，云音乐有望受益于反垄断监管下音乐和版权市场的良性健康发展。根据公司经营和产品情况，我们维持公司 2021~2023 年 Non-GAAP EPS 预测 5.2/6.4/7.6 元，当前价对应 25/20/17X Non-GAAP PE（Per ADR）。我们持续看好公司中

长期发展动力，维持公司目标价 136 美元/ADR（目标价对应 2022 年 27X Non-GAAP PE（Per ADR）），维持“买入”评级。

表 13：网易盈利预测

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	592.4	736.7	871.1	1015.7	1179.4
营业收入增长率 YoY	16%	24%	18%	17%	16%
净利润(亿元)	212.4	120.6	150.2	183.3	216.1
净利润增长率 YoY	245%	-43%	25%	22%	18%
Non-GAAP 净利润(亿元)	236.4	147.3	180.7	221.9	260.9
Non-GAAP 净利润增长率 YoY	172%	-38%	23%	23%	18%
每股收益 EPS(元)	6.1	3.5	4.3	5.3	6.3
Non-GAAP EPS(元)	6.8	4.3	5.2	6.4	7.6
毛利率	53%	53%	53%	51%	51%
净资产收益率 ROE	39%	17%	16%	16%	16%
PE (Per ADR)	20.3	35.7	28.7	23.5	19.9
Non-GAAP PE (Per ADR)	18.2	29.3	23.8	19.4	16.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价，1ADR=5ADS

哔哩哔哩：Z 世代泛娱乐社区，广告商业化快速成长

预计 21Q3 游戏业务将受益于 Q2 上线新作，同时关注内容监管政策对于新游上线的影响。独代与自研方面，预计 Q2 公司上线的 3 款新游《坎公骑冠剑》、《机动战姬·聚变》、《刀剑神域》将为 Q3 游戏收入贡献稳健支撑。此外，8 月 4 日哔哩哔哩发布 16 款新游戏（6 款自研，10 款独代），有望在中期为 B 站游戏业务贡献动能。联运方面，2021 年公司已联运网易、腾讯旗下等头部游戏。此外，考虑到游戏行业内容监管政策靴子尚未完全落地，我们建议关注游戏行业版号审批与新游上线进度。

预计 VAS 收入将受益于优质 OGV 与直播业务的快速增长。OGV 内容方面，21Q3 公司在优势的动漫品类上保持优异成绩，并发力剧综内容，推出自制综艺《90 婚介所》、原创剧集《双镜》等多部高口碑剧综。直播业务方面，7 月~8 月 B 站推出“直播嘉年华”活动，集结多个分区 UP 主展开上百场主题直播；10 月 5 日开始，B 站继续凭借大陆地区直播独家版权进行英雄联盟 S11 直播，预计将为 B 站的直播业务带来强劲支撑。

广告业务受益于广告主类型进一步丰富，看好 UP 主生态与内容营销的深度结合。随着用户价值的高质量增长和中国新兴消费品牌的快速发展，B 站作为国内头部的 PUGV 视频社区，平台的 UP 主以优质内容与粉丝建立连结，为内容营销奠定了良好的基础。9 月 24 日，B 站正式上线“广告分成计划”，通过播放页框下广告的方式拓展广告位，UP 主加入后单条视频可获得“广告分成”叠加“创作激励”带来的双份收益，预计将进一步丰富对于内容创作者的激励机制，提升 B 站的商业化能力。

风险因素：用户增长不及预期；海外引进游戏版号受限；自研游戏上线进度不及预期；OGV 内容拓展不及预期；内容监管趋严对平台生态造成冲击。

投资建议：我们认为随着用户规模的高质量增长，公司广告和增值服务有望加速，看好公司作为年轻世代泛娱乐内容社区的增长潜力。我们维持公司 2021~23 年营收预测 192.32/292.72/420.85 亿元，维持 2021~23 年净利润预测-60.26/-62.50/-49.86 亿元。从公司长期市值空间来看，参考腾讯、Facebook、Snapchat 等全球社交与社区类互联网龙头公司的估值水平，我们维持公司长期目标 MAU 为 3.5 亿，目标单 MAU 价值 200 美元，对应公司目标市值空间 700 亿美元的预测，对应目标价 182 美元，维持“买入”评级。

表 14：哔哩哔哩盈利预测

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,778	11,999	19,232	29,272	42,085
增长率 YoY%	64.2%	77.0%	60.3%	52.2%	43.8%
净利润(百万元)	-1,289	-3,012	-6,026	-6,250	-4,986
增长率 YoY%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
每股收益 EPS(基本)(元)	-3.35	-7.84	-15.68	-16.26	-12.97
毛利率%	18%	24%	22%	28%	34%
ROE	-17%	-39%	-41%	-33%	-35%
PE	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PB	26.8	15.1	9.4	6.2	4.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

快手-W：营销费用率有望缩窄，内容多元化持续拉动商业化

用户和内容：获客和留存效率实现优化，多元化内容建设持续推进。得益于组织架构调整，快手将增长部、主站产品和运营部汇报线进行合并，同时底层数据实现打通，由此平台拉新和留存效率得到一定改善。①用户规模方面，预计 2021Q3 快手平台 DAU 可达 3.15 亿，环比提升 7%；预计 2021Q3 平台 MAU 可达 5.30 亿，环比提升 5%。②活跃程度方面，预计快手平台仍有望保持 60%左右 DAU/MAU 以及 100 分钟以上单 DAU 日活跃时长水平。③留存方面，我们预计平台 30 日留存率在 60%以上。内容方面，快手持续推进多元化优质内容建设，其中体育、新知识和短剧是目前发展突出的内容品类：奥运、NBA、CBA 等体育内容投入和内容运营带动相关内容消费体量提升；快手与笑果文化共同打造的《新知懂事会》泛知识类脱口秀节目也获得较好口碑；根据快手短剧运营负责人披露，截止今年 10 月，快手平台的短剧日活用户规模达到 2.3 亿，创作者规模增速超 32%，同时短剧创作者的总收入已超过 10 亿。多元化的内容体系对平台长期用户获客和留存效率提升也有望带来促进效果。

商业化：预计广告与电商增长情况符合公司前期指引。预计 2021Q3 广告业务收入 105.70 亿元，同比+71%。虽然宏观经济和部分行业监管政策对报告期广告业务带来一定影响，7、8 月平台信息流广告 eCPM 出现一定程度负向回调，但是 2021Q4 电商大促季开启对广告收入规模有望带来促进效果。同时得益于内容体系建设，优质内容推动更多新品牌广告主引入平台。我们认为作为头部短视频平台，基于流量基数庞大、营销方式多元、投放精准度高等优势，快手广告营销业务拥有较强韧性。预计 2021Q3 公司电商 GMV 有望达 1629 亿元（预计约占 25%全年电商 GMV 规模），并维持全年电商 GMV 规模预测 6500 亿+。快手电商业务仍处于快速渗透红利期，持续拓展私域信任电商品类的同时，今年也在重点推进品牌商品体系建设。预计 2021Q3 公司直播收入 74.82 亿元，同比略下降 6%但环比略有提升（环比+4%），主要受行业周期影响以及平台公域流量占比提升影响。

风险因素：短视频行业竞争加剧，竞争者对公司业务造成较大冲击风险；用户获取与留存成本改善不及预期；货币化效率提升不及预期；宏观经济增速下行和数据安全政策监管影响在线广告市场风险；直播电商供应链及商品质量风险；社区内容审查监管趋严风险。

投资建议：得益于组织架构调整带动增长、产品和运营部门汇报线和底层数据打通，以及加强多元化内容体系建设，平台用户获客和留存效率呈现边际提升趋势。商业化方面，广告与电商业务也有望保持较强增长。随着公司对于效率的重视程度提升，未来销售费用率和净亏损率有望有所收窄。作为国内头部短视频平台，快手有望持续优化迭代产品模式、内容战略及商业化，我们看好公司平台生态和商业化的增长动力。我们维持公司 2021-2023 年收入预测 809/1053/1313 亿元，参考可比公司情况及结合公司自身业务特征，维持公司目标价 160 港元（给予 2023 年直播业务 PS 2x，广告业务 PS 4x，电商业务 P/GMV 0.15x），维持“买入”评级。

表 15：快手-W 盈利预测

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	39,120	58,776	80,861	105,311	131,271
营业收入增长率 YoY	92.7%	50.2%	37.6%	30.2%	24.7%
净利润(百万元)	(19,652)	(116,635)	(77,176)	(14,478)	1,369
净利润增长率 YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
核心净利润(百万元)	1,034	(7,949)	(24,350)	(12,306)	4,083
每股收益 EPS(基本)(元)	(4.73)	(28.04)	(18.56)	(3.48)	0.33
每股净资产 (元)	(13.40)	(38.48)	0.50	0.35	4.77
核心净利润每股收益 EPS(基本)(元)	0.25	(1.91)	(5.85)	(2.96)	0.98
毛利率	36.1%	40.5%	41.6%	47.7%	52.8%
净利率	-50.2%	-198.4%	-95.4%	-13.7%	1.0%
核心净利润率	2.6%	-13.5%	-30.1%	-11.7%	3.1%
净资产收益率 ROE	35.3%	72.9%	-3740.9%	-998.2%	6.9%
PE	-19.1	-3.3	-4.7	-25.3	267.2
PE*	363.9	-48.4	-15.0	-29.7	89.6
PB	-6.8	-2.4	177.4	252.3	18.5
PS	9.6	6.5	4.5	3.5	2.8
EV/EBITDA	-36.7	-5.6	-8.7	-65.7	102.4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价，PE*由核心净利润计算得到

心动公司：TapTap 海外增长亮眼，静待自研游戏收获成果

新游戏上线较少导致游戏营收有所下滑，静待自研游戏收获成果。2021H1 公司游戏业务营收达 10.43 亿元，同比-12.2%，环比-8.9%，其中网络游戏/付费游戏营收分别为 9.40/0.89 亿元，同比-15.4%/+75.5%，环比-9.4%/-5.0%。由于报告期内新游戏上线较少同时部分老游戏流水自然下滑，公司游戏业务营收有所下滑。公司自研游戏研发节奏稳步推进，TapTap 发布会中 6 款自研游戏有望在 21 年底和 22 年陆续落地，包括平台格斗游戏《Flash Party》、多英雄射击游戏《T3》和休闲模拟经营游戏《心动小镇》3 款大 DAU 类游戏和暗黑类 ARPG《火炬之光：无限》、美少女 APRG《萃星物语》、像素风战旗 SRPG《铃兰之剑》三款偏商业化游戏。我们建议持续关注心动自研游戏的进展，目前《T3》和《Flash Party》已经进入不删档篝火测试阶段，另外几款游戏也将陆续开启篝火测试。经过前期测试和 CJ 试玩，我们认为游戏质量上乘，预计上线后有望为公司贡献可观业绩增量。

TapTap 海外表现亮眼，泛游戏内容社区建设持续推进。2021H1 TapTap 平台平均 MAU 达 2867.1 万，同比+15.6%，平台用户规模持续增长，并带动广告收入增长，2021H1 公司信息服务业务营收达 3.36 亿元，同比+32.7%，环比+27.8%。同时 TapTap 平台海外表现亮眼，用户规模实现高速增长，海外平均 MAU 达 1318.3 万，同比+484.4%。TapTap 平台泛游戏内容社区持续迭代，8 月以来，TapTap 平台对视频和推荐开展新的尝试，并且子项评分（提供更多维度的评分机制）、评价带图等新评价机制正在开发中，同时对云游戏体验进行优化。随着平台引入游戏 MCN 机构、未来有望推出直播功能等，TapTap 平台游戏相关内容将更加丰富，有望带动社区粘性和用户规模持续提升。在 2021 年 TapTap 游戏发布会上，腾讯游戏《英雄联盟手游》、网易游戏《漫威超级战争》/《漫威对决》、海外大厂 EA《APEX 手游》、暴雪《炉石传说：佣兵战纪》均选择 TapTap 作为发布平台，TapTap 平台价值正在获得更多主流和独立厂商认可。随着 TapTap 平台在内容社区领域持续迭代，并叠加优质自研产品和精品独占产品未来陆续上线，同时 TapTap 的平台价值获得更多游戏厂商认可，未来 TapTap 平台竞争壁垒以及用户规模和粘性有望持续提升，并带动平台商业价值提升。

风险因素：TapTap 平台建设和用户增长不及预期风险；游戏上线时间和流水不及预期风险；行业监管趋严风险；外部市场变化风险；战略执行不及预期风险。

投资建议：由于公司现阶段以内容社区生态建设和游戏研发能力提升为首要目标导致投入加大，同时自研游戏和社区改版成果尚未落地，导致今年业绩承压。我们维持公司 2021/22/23 年 EPS 预测-1.5/-0.3/0.9 元。但是 TapTap 平台和自研游戏业务沿着既定战略稳步推进，随着公司自研游戏有望于 2021 年底和 2022 年陆续收获成果，游戏业务有望重回增长；TapTap 产品形态上持续迭代，内容社区建设不断推进，泛游戏化内容平台加速发展，用户规模有望持续增长。我们持续看好公司作为游戏产业核心资产的价值，通过分部估值法，我们维持公司 2023 年远期目标价 83 港元，维持“买入”评级。

表 16：心动公司盈利预测

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,838	2,848	2,802	4,280	5,406
营业收入(百万港元)	3,247	3,188	3,234	4,875	6,148
营业收入增长率 YoY	50.4%	0.3%	-1.6%	52.7%	26.3%
净利润(百万元)	347	9	-725	-163	447
净利润(百万港元)	396	10	-836	-186	508
净利润增长率 YoY	21.6%	-97.4%	-8026.1%	N/A	N/A
每股收益 EPS(基本)(元)	0.7	0.0	-1.5	-0.3	0.9
每股收益 EPS(基本)(港元)	0.8	0.0	-1.7	-0.4	1.1
每股净资产 (元)	3.9	4.8	5.7	5.5	6.4
每股净资产 (港元)	4.5	5.4	6.6	6.2	7.3
毛利率	62.4%	53.8%	48.7%	51.6%	54.3%
净利率	12.2%	0.3%	-25.9%	-3.8%	8.3%
净资产收益率 ROE	18.5%	0.4%	-26.4%	-6.2%	14.4%
PE	53.68	2,078.90	-25.44	-114.35	41.90
PB	9.94	8.28	6.72	7.09	6.05
PS	6.56	6.68	6.58	4.37	3.46
EV/EBITDA	47.68	130.30	-50.89	-627.34	45.07

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

阅文集团：网文龙头，IP 运营空间广阔

在线阅读龙头公司，付费&免费业务齐头并进。截至 2021 年 6 月，阅文旗下作家数 940 万人，作品数 1,450 万部，是国内在线阅读行业龙头公司。付费阅读方面，21H1 阅文旗下平台月活跃用户 2.22 亿，平均月付费用户数 930 万。免费阅读方面，阅文与腾讯旗下手机 QQ、QQ 浏览器展开免费阅读深度合作，截至 2021 年 6 月免费内容平均 DAU 超过 1,300 万，公司凭借旗下强大的版权库优势，迅速崛起为免费阅读的头部玩家之一。我们认为，阅文的网文阅读生态成熟而具有活力，作者与读者之间的良性互动生态为优质作品的不断涌现奠定了良好的基础，并将不断催生更多优质的作品。

头部剧集多点开花，版权业务驶入新篇章。漫画方面，阅文与腾讯动漫、快看动漫等公司联合进行网文漫改计划，已有 70 部作品登录腾讯动漫；动画方面，阅文自制的 IP 改编动画继续上线，其中《斗破苍穹》等收获高热度，后续有超过 50 部作品在筹备中；剧集方面，《赘婿》、《斗罗大陆》、《叛逆者》取得高热度与高口碑。电影方面，新丽参与制作及出品的《你好，李焕英》票房达 54 亿元，位列中国电影历史票房榜第二。

IP 开发工业化，系统化挖掘网文版权价值。新任管理层上任后，积极推动阅文集团内部改革，推动腾讯影业与新丽传媒、阅文影视宣布结成影视内容联合生产的“三驾马车”，其联合发布的多个项目上线后取得优异的市场表现。腾讯影业与阅文集团基于网文作品共同打造的剧集《庆余年（第一季）》和《赘婿（第一季）》均取得巨大成功，并将以原班人马打造系列化剧集，有望推动网文 IP 改编进入系列化、精细化开发的新时代。

风险因素：IP 改编剧集或游戏表现不及预期；核心作者及编辑流失风险；免费阅读进展不及预期；付费阅读业务下滑风险。

投资建议：随着新任管理层推动阅文与腾讯泛文娱生态深度合作，公司各项业务逐步恢复并在版权运营领域进一步深化布局。维持公司 2021E-23E 营收预测至 99.09/114.03/129.88 亿元，维持公司调整后净利润预测 12.18/16.50/21.77 亿元，当前股价对应调整后 PE 41x/30x/23x。参考全球 IP 行业龙头公司迪士尼估值水平，我们给予阅文集团调整后 PE 60x，对应目标价 87 港元。我们长期看好阅文 IP 资源的源头活水价值，维持公司“买入”评级。

表 17：阅文集团盈利预测

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,348	8,526	9,909	11,403	12,988
营业收入增长率 YoY	65.7%	2.1%	16.2%	15.1%	13.9%
净利润(百万元)	1,096	-4,484	1,777	1,643	2,179
净利润增长率 YoY	20.4%	N/A	N/A	-7.5%	32.6%
核心净利润(百万元)	1,195	917	1,218	1,650	2,177
每股收益 EPS(基本)(元)	1.08	-4.41	1.75	1.62	2.15
每股净资产（元）	19.10	14.86	16.62	18.25	20.39
核心净利润每股收益 EPS(基本)(元)	1.18	0.90	1.20	1.62	2.14
毛利率	44.2%	49.7%	52.1%	53.0%	52.8%
净利率	13.1%	-52.6%	17.9%	14.4%	16.8%
核心净利率	14.3%	10.8%	12.3%	14.5%	16.8%

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净资产收益率 ROE	5.7%	-29.7%	10.5%	8.9%	10.5%
PE	43.9	-11.0	26.0	28.1	21.2
PE*	40.2	53.6	37.9	28.0	21.2
PB	2.5	3.3	2.7	2.5	2.2
PS	5.8	5.8	4.7	4.1	3.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价，PE*由核心净利润计算得到

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
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	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会员）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、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《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.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

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 2021 版权所有。保留一切权利。