

# 长线布局港股互联网优质资产

## ——互联网板块2021年报总结

分析师 李敬雷 (执业证书S1130511030026 )  
联系人 廖馨瑶、许孟婕  
日期 2022-05-03

## 核心观点

- 互联网及内容平台：**1) 互联网平台：监管释放积极信号，完成专项整改转向常态化监管，平台经济的社会价值及对用户习惯培养的不可逆特点在长期具备竞争力。**预计自2020年底以来的监管层面压力将减轻，业绩和估值将迎来修复，此次政治局会议提出将出台支持平台经济规范健康发展的具体措施，我们认为是监管回暖的明显信号，后续相关公司的业绩和估值均有望迎来修复。疫情之下平台经济的社会价值凸显，且大部分用户教育以及完成，各类线上平台已经成为较多居民的基本生活方式，后续消费习惯下沉市场的拓展将推动市场规模提升。**2) 内容平台：增长动力从用户规模增长转向用户付费提升，降本增效持续推进中。**①监管及疫情致使长视频平台4Q21业绩短期承压，22年广告收入或在经济回暖和疫情恢复情况下回暖。②长视频处于提价周期，关注会员价格驱动会员收入提升。爱腾优芒逐年上调会员价格，吸引用户付费主要依靠优质内容，目前各平台自制剧、自制综艺等发展势头良好，会员付费率有望得到提升。③粗放扩张时代已过，降本增效效果初显，未来将继续推进。爱奇艺、哔哩哔哩、快手等公司4Q22亏损均有所收窄，降本增效效果初显。
- 电商平台：**1) 稳增长板块：①综合电商。**政策已有序落地，实施常态化监管。业绩端：电商景气度与消费景气度强相关。短期运力压力预计5-6月回补，自营电商韧性更优，如京东。利润端：关注重营销的平台的销售费用优化后的利润释放，如拼多多。新业务：电商平台聚焦长期高质量发展，战略业务向精细化运营、降本增效转变。**②跨境电商：**原材料上涨+运价上涨+亚马逊封查违规经营行为，多重压力叠加影响部分跨境买家业绩。近期人民币贬值对跨境出口电商的汇兑利好。跨境卖家增长进入稳健期，品牌出海时代关注品牌力、数字化能力、运营能力强的跨境电商品牌，如安克创新。**2) 高成长板块：① 产业互联网：**平台对垂直行业理解加深，发展路径多从提供交易到提供服务，关注“平台+科技+数据”，增长势头持续的工业B2B平台国联股份，以及深耕下沉终端零售，盈利优化路径清晰的农村B2B平台汇通达网络。**②互联网医疗：**与电商平台的流量/物流赋能形成协同效应，在线医药零售和问诊渗透率逐渐提升。关注收入利润增长靓丽的京东健康。**③生鲜电商：**短期疫情下配送时效强及履约确定性高承接更多消费需求，客单价及订单量明显提振。长期重点区域渗透率有望进一步提升，规模化后采购成本及履约费用有望持续优化，关注叮咚买菜。
- 核心推荐标的：腾讯控股、美团-W、京东集团-SW
- 风险提示：行业政策风险；疫情反复导致广告及线下消费恢复不及预期风险；游戏产品或内容上线不及预期风险

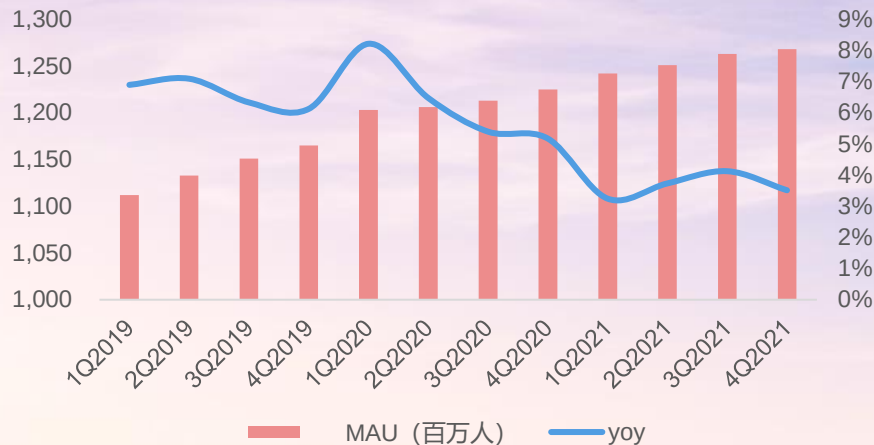
## 【互联网平台】：监管释放积极信号，后续有望迎来戴维斯双击

- ✓ 投资逻辑：监管释放积极信号，完成专项整改转向常态化监管，平台经济的社会价值及对用户习惯培养的不可逆特点在长期具备竞争力
- 1) 预计自2020年底以来的监管层面压力将减轻，业绩和估值将迎来修复。2020年11月市场监管总局发布《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》拉开互联网严监管序幕，后续相关行业的监管措施（如：在线教育、未成年人防沉迷、游戏版号停发、个人信息保护法等）对互联网各个细分行业均产生较大影响，在严监管和中美关系等情况影响下互联网板块整体估值受挫。自4月以来，游戏版号已恢复发放，此次政治局会议提出将出台支持平台经济规范健康发展的具体措施，我们认为是监管回暖的明显信号，后续相关公司的业绩和估值均有望迎来修复。
- 2) 疫情之下平台经济的社会价值凸显。作为社交平台的微信，以熟人社交的优势在疫情期间起到了推动疫情防控工作、保障居民生活等作用；作为生活服务平台的美团，疫情之下其服务受阻给居民生活带来的不便利也说明此类平台对于用户习惯的培养具备不可逆的特点。
- 3) 用户教育已大部分完成，后续是一、二线城市消费习惯向下沉市场的拓展。平台经济所培养的用户消费习惯、如外卖、生鲜到家等已经在一、二线城市年轻居民中获得较高的用户粘性，后续随着线上生活方式渗透率的提升，市场规模将进一步扩大。

## 腾讯：社交护城河稳固，政策负面影响逐渐消化中

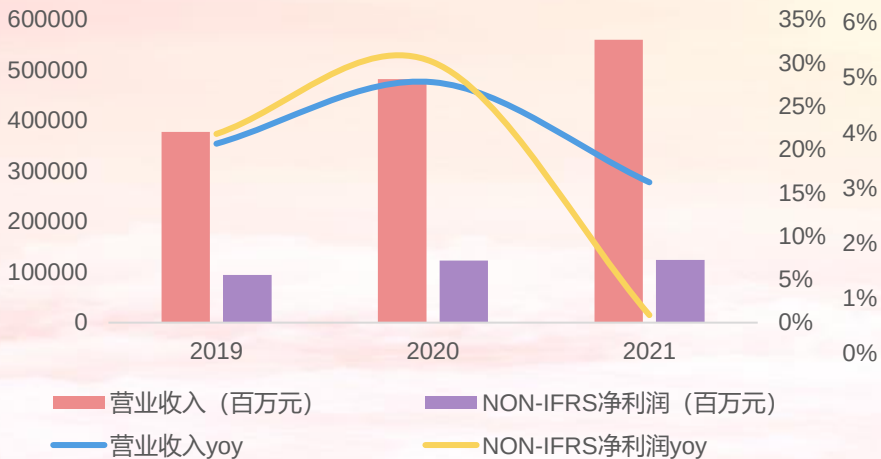
- ✓ **基本盘：**社交基本盘稳固，微信生态日益完善，商业价值仍处于提升趋势。2021年微信月活跃用户数达到12.68亿人，同比+3.5%，其中小程序、视频号等商业化价值高的使用模块在用户使用中占比提升。
- ✓ **业绩端：**营收和利润短期仍然承压，在政策回暖趋势下，下半年或迎来改善。2021年公司实现营收5601亿元，同比+16%，NON-IFRS净利润1238亿元，同比+1%。2021年游戏和广告行业均受到政策影响，目前未成年人对公司游戏业务的影响逐步消化，2021年公司未成年人总流水同比-73%，占国内游戏总流水1.5%，广告相关的负面影响预计随下游回暖迎来改善。

微信用户规模及增长率



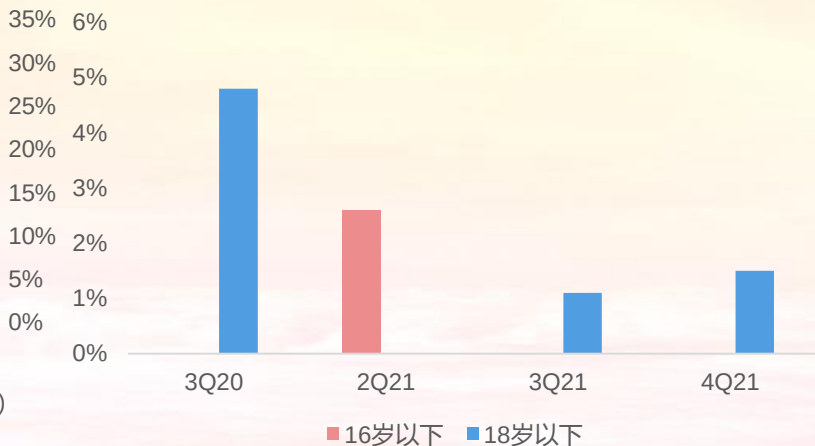
数据来源：公司财报，国金证券研究所

腾讯2019~2021年营业收入&净利润



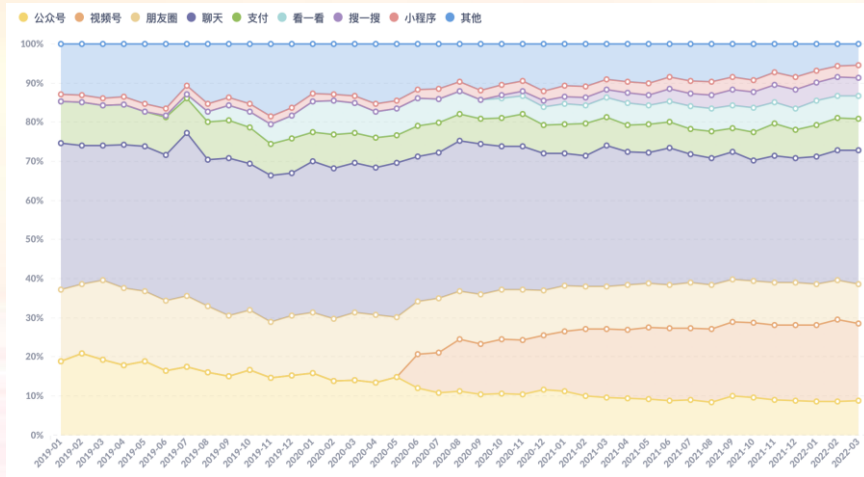
数据来源：公司财报，国金证券研究所

腾讯游戏未成年人流水占比



数据来源：公司财报，国金证券研究所

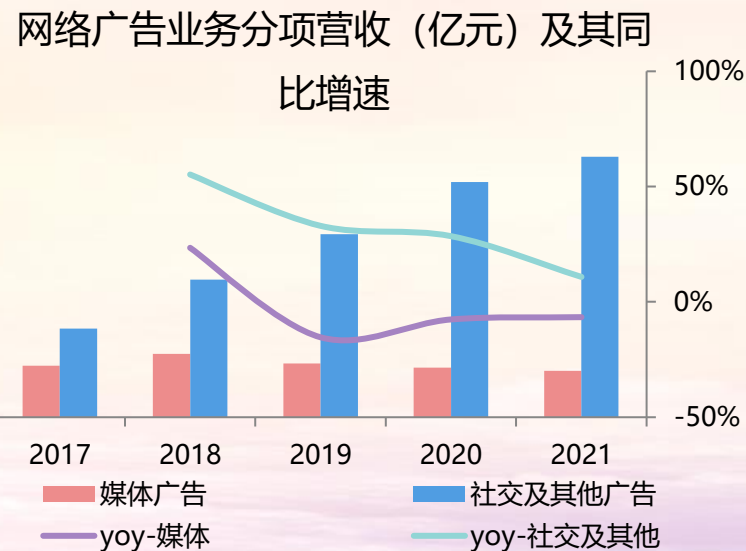
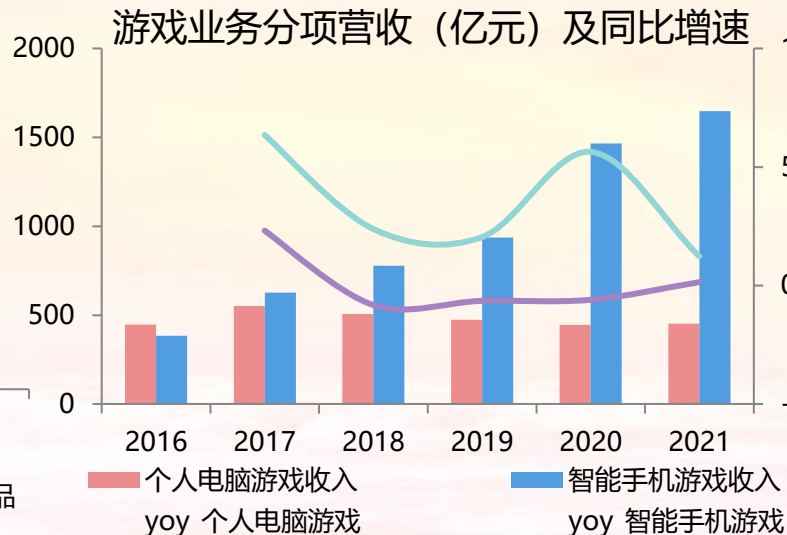
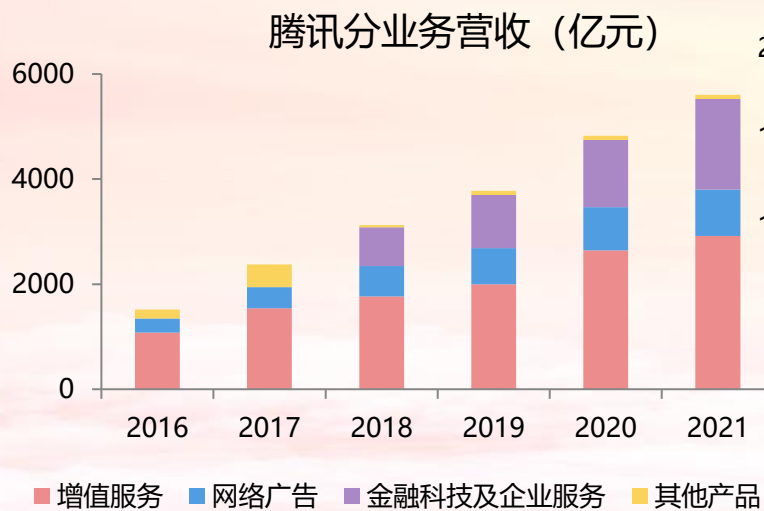
微信用户使用不同模块比例



数据来源：国金证券研究所数字未来Lab

## 腾讯：游戏海外增长亮眼，版号恢复将带来业绩修复

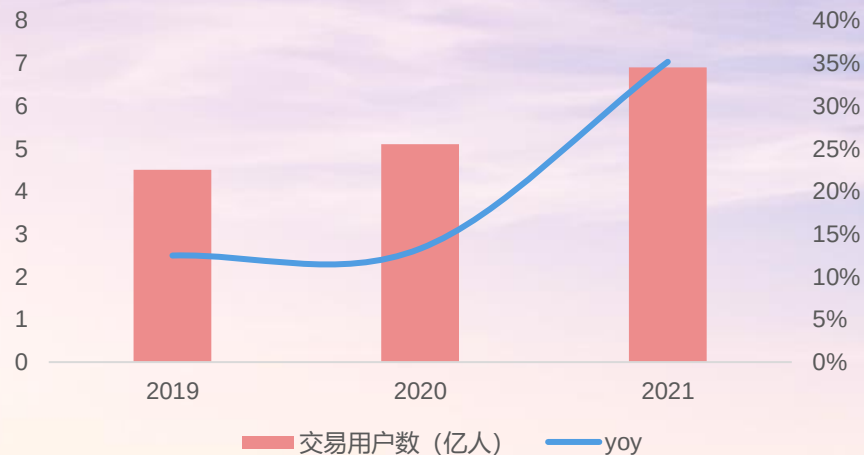
- ✓ **游戏业务：**游戏版号恢复龙头最为受益，短期看海外市场拓展带来的增量，中长期看自研IP手游全球化。2021年游戏业务收入达到2100亿元，同比+10%，手游同比+12%至1648亿，其中海外游戏收入21年同比+31%至455亿元。预计1Q22国内老游戏略微下滑，4Q21上线的《金铲铲之战》《英雄联盟手游》将贡献一定增量。
- **广告业务：**下游投放行业的回暖将带动业绩恢复，预计2H22迎来边际改善。2021年网络广告业务收入同比+8%达到887亿元，其中社交及其他广告同比+11%至753，媒体广告收入同比-7%至133亿元。游戏作为腾讯广告主要投放行业，新游戏上线是构成投放需求的主要原因，在2021年政策打压情况下投放需求量有所降低，我们认为版号发放后，新游戏上线节奏将加快将带来广告业务回暖。
- **金融科技业务：**商业支付稳定增长，或带动支付毛利率提升。2021年公司金融科技与企业服务收入1722亿元，同比+34%，主要由商业支付增长带动。



## 美团：各项业务韧性不减，亏损控制好于预期

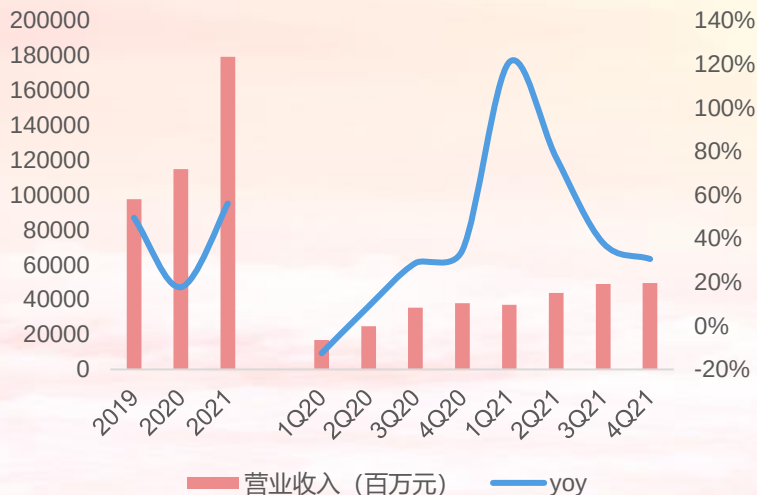
- ✓ 运营端：活跃商家数、交易用户数及单用户平均每年交易笔数保持强劲增长，平台仍保持增长活力。2021年美团活跃商家数达到880万，同比+29.2%，交易用户数6.9亿，同比+35.2%，单用户平均每年交易笔数35.8次，同比27.2%，各项经营数据均保持增长活力。
- ✓ 业绩端：业务处于成长期，21年营收超预期亏损收窄，中小商家纾困政策对后续业绩影响可控。2021年实现营收1791亿元，同比+56%，经调整净利润-155.72亿元，对应利润率-8.69%。公司自去年以来积极响应政策，在收费透明化、纾困中小商家等方面持续采取行动。本次披露的财报中，公司首次给出外卖配送服务收入和佣金收入的具体数据，体现对应变现率4.1%，配送服务每单需公司补贴1.55元。

美团交易用户数



数据来源：公司财报，国金证券研究所

美团营业收入及增长率



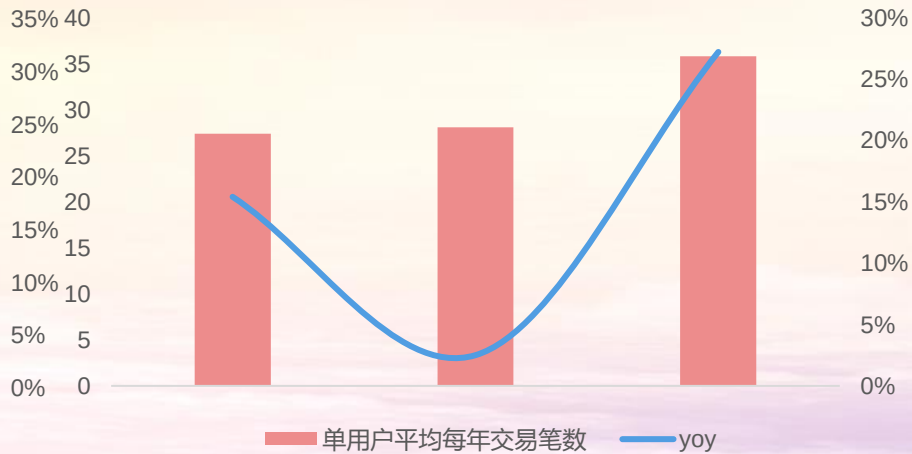
数据来源：公司财报，国金证券研究所

美团活跃商家数



数据来源：公司财报，国金证券研究所

美团单用户平均每年交易笔数

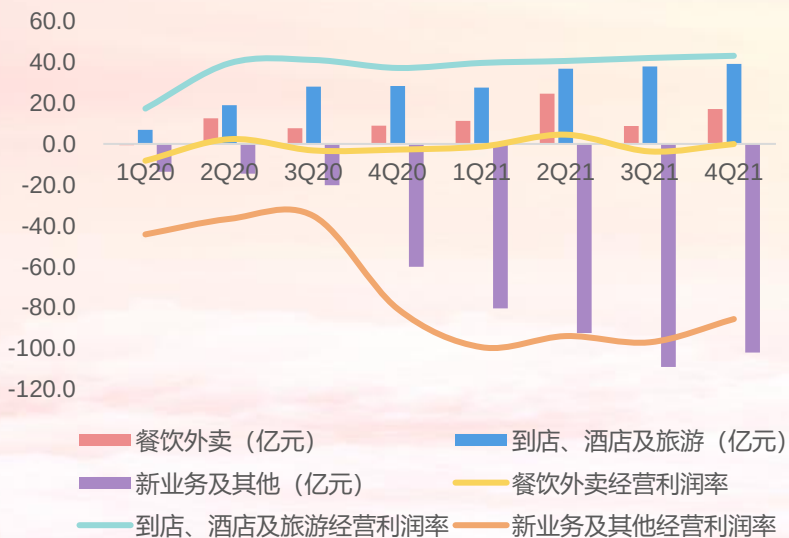


数据来源：公司财报，国金证券研究所

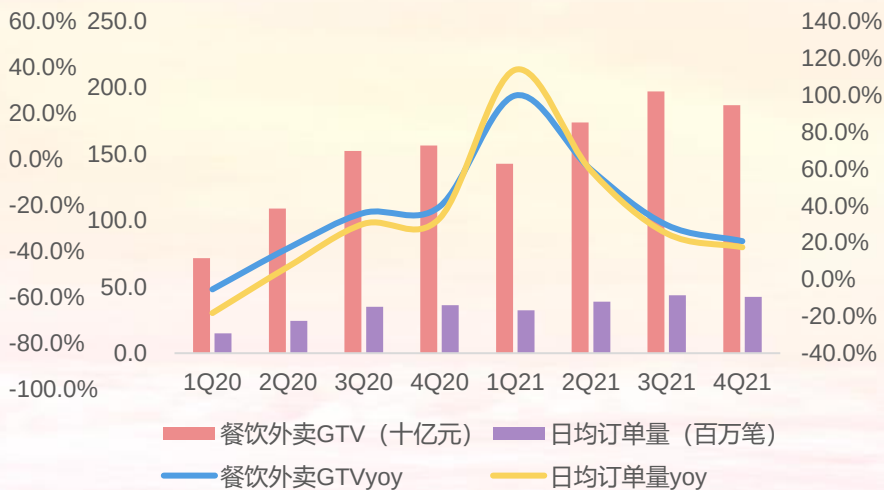
## 美团：经营利润率改善，静待疫情恢复推动线下消费场景修复

- ✓ 餐饮外卖、到店及酒旅等核心业务运营效率提升，新业务社区团购UE有望持续改善。餐饮外卖交易笔数增加带动餐饮外卖经营溢利提升，21年达到62亿元，同比+117.9%，利润率更高的在线营销业务占比提升及规模效应带动经营利润率达到6.4%，同比+2.1pct；到店及酒旅经营溢利21年达到141亿元，同比+72.3%，经营利润率43.3%，同比+4.8pct。新业务部分亏损额环比缩窄至102亿元，其中优选业务更加注重高质量增长，后续将继续改善各环节效率，预计UE将持续改善。
- ✓ 局部地区疫情短期形成扰动，疫情恢复后线下消费场景有望迎来爆发。22年3月深圳、上海等地相继爆发疫情，对美团在该部分城市的业务开展产生影响，目前深圳疫情已基本恢复，预计随上海疫情恢复，核心城市的线下消费场景将逐步修复。此外，预计疫情期间美团买菜、闪购等业务模块用户活跃度提升，后续将形成良好用户粘性。

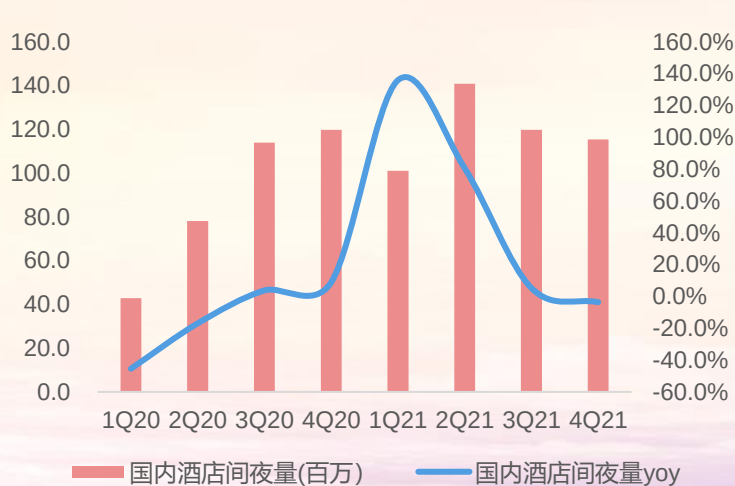
美团分业务溢利及经营利润率



美团餐饮外卖GTV&日均订单量



美团国内酒店间夜量



## 【内容平台】：以降本增效为主线，商业化节奏加速

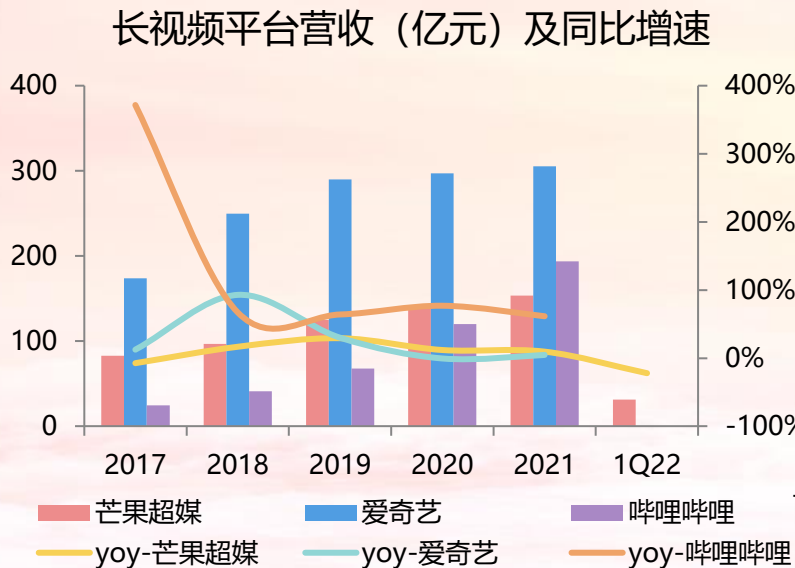
- ✓ 投资逻辑：增长动力从用户规模增长转向用户付费提升，降本增效持续推进中。
- 1) 监管及疫情致使长视频平台4Q21业绩短期承压，22年广告收入或在经济回暖和疫情恢复情况下回暖。4Q21内容监管影响节目排播，致使芒果超媒、爱奇艺等平台硬广销售及会员收入增长均承受一定压力；1H22疫情反复，一方面影响节目拍摄，另一方面影响下游广告主投放。芒果超媒软广销售占比高，招商前置可提前锁定收入，哔哩哔哩花火平台将继续助力广告变现潜力释放，预计二者22年广告收入增长压力相对较低。
  - 2) 长视频处于提价周期，关注会员价格驱动会员收入提升。爱腾优芒逐年上调会员价格，吸引用户付费主要依靠优质内容，目前各平台自制剧、自制综艺等发展势头良好，会员付费率有望得到提升。
  - 3) 粗放扩张时代已过，降本增效效果初显，未来将继续推进。长短视频平台整体流量向上空间有限，获取单用户成本高企的平台将更关注商业化变现，比如爱奇艺、芒果超媒、快手等；爱奇艺、哔哩哔哩、快手等公司4Q22亏损均有所收窄，降本增效效果初显，关注降本增效持续推进，盈亏平衡的到来。
  - 4) 长视频内容：用户阈值提高，优质内容需求旺盛，预计播放及热度将更集中于精品内容。

## 长视频：处于提价周期，关注各平台内容上线和降本增效的推进

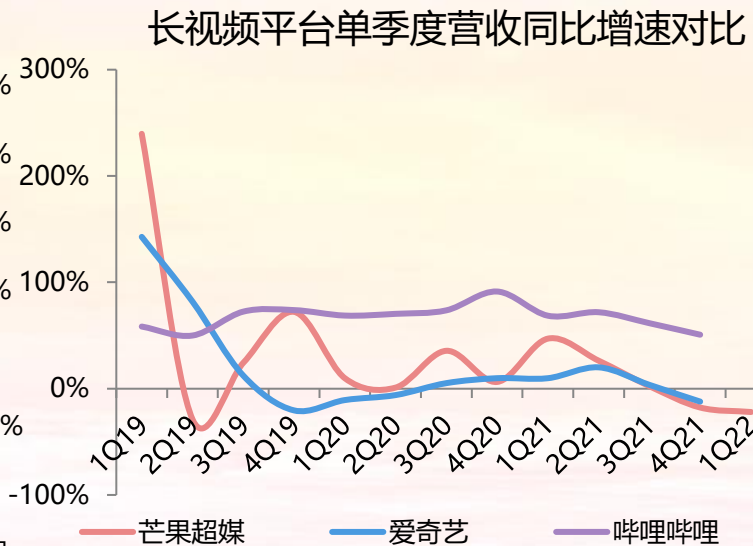
- ✓ 投资逻辑：会员价上调+优质内容推出驱动会员收入增长，降本增效未来有望推动平台达到盈亏平衡拐点
- **1) 广告：**监管及疫情致使硬广承压，自制内容软广销售将为提振22年广告收入的关键。4Q21内容监管影响节目排播，致使芒果超媒、爱奇艺等平台硬广销售承受一定压力；1H22疫情反复，一方面影响节目拍摄，另一方面影响下游广告主投放，预计22年广告承压。然而，芒果超媒软广销售占比高，招商前置提前锁定收入，预计22年广告增长相对稳定。哔哩哔哩广告业务价值尚未完全发掘，广告主横向的拓宽和纵向的深挖具备空间，关注花火平台撬动下，“花火+品牌+效果”广告齐增长。
  - **2) 会员：**长视频行业处于提价周期，关注会员价上调+优质内容推出驱动会员收入增长。爱腾优芒逐年上调会员价格，平台流量增长空间相对有限的背景下，付费率及ARPU值提升是会员收入增长的关键。用户为优质内容付费，22年爱芒片单丰富，《披荆斩棘的哥哥2》（芒果TV）、《风起陇西》（爱奇艺）等精品内容的上线有望拉升会员收入，哔哩哔哩OGV内容的上线预计将继续推进付费转化。
  - **3) 盈利端：**降本增效持续推进。芒果超媒凭借强劲的自制内容实力，且未投入大量资金购置内容，率先实现盈利。行业运用资本粗放式地抢占市场的时代已过，提高自制实力，通过内容成本和销售费用等各项费率优化是爱奇艺等平台后续运营重点，精细化管理下，爱奇艺、哔哩哔哩等平台有望逐步实现盈亏平衡。

## 监管致使爱芒业绩短期承压，哔哩哔哩商业化变现稳步推进

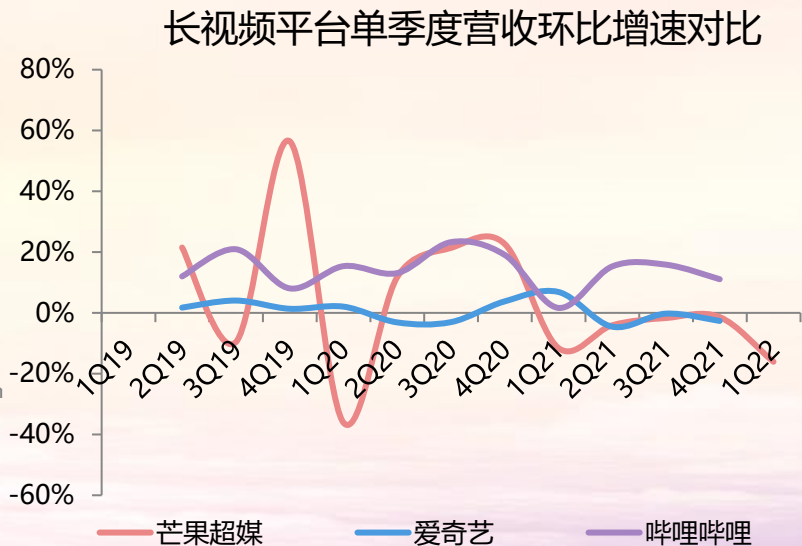
- ✓ 内容监管及经济环境等致使爱芒业绩短期承压，哔哩哔哩商业化变现稳步推进。21年芒果超媒、爱奇艺、哔哩哔哩分别实现营收153.6/305.5/193.8亿元，同比+9.6%/4.6%/61.5%，其中4Q营收分别同比-17.9%/-12.3%/+50.5%，环比3Q分别-1.4%/-2.6%/+11.0%。爱芒短期业绩承压主要系内容监管影响节目排播所致，哔哩哔哩收入增长主要系火花提高撮合效率，广告业务拉动所致。此外，芒果超媒已发布22年一季度业绩，营收同比降低22.1%至31.2亿元，主要系疫情反复影响内容生产，且1Q21基数较大所致，与1Q20相比，营收增长14.5%，预计疫情反复也将导致其他长视频平台承受不同程度的业绩压力。



数据来源：公司财报，国金证券研究所



数据来源：公司财报，国金证券研究所

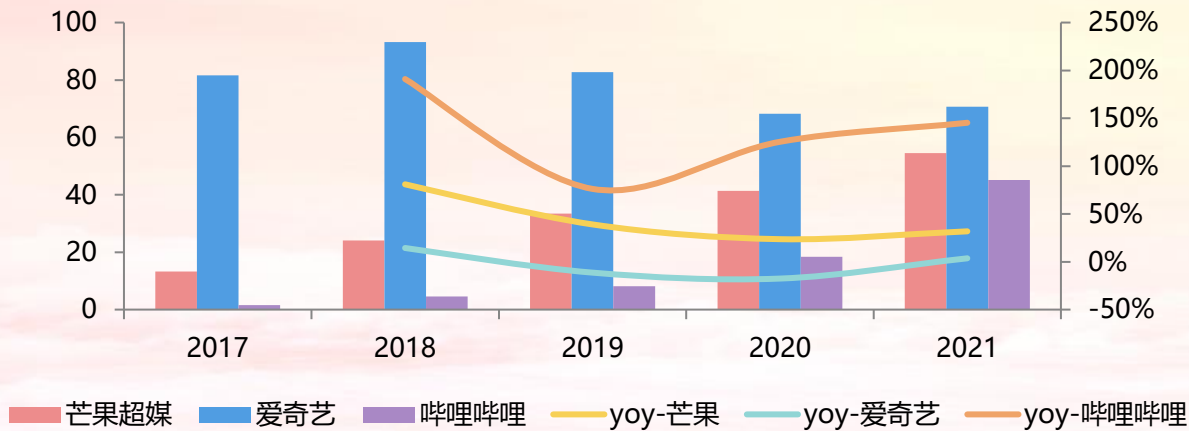


数据来源：公司财报，国金证券研究所

## 广告：监管致使硬广疲软，疫情反复或致1H22承压，下半年有望回暖

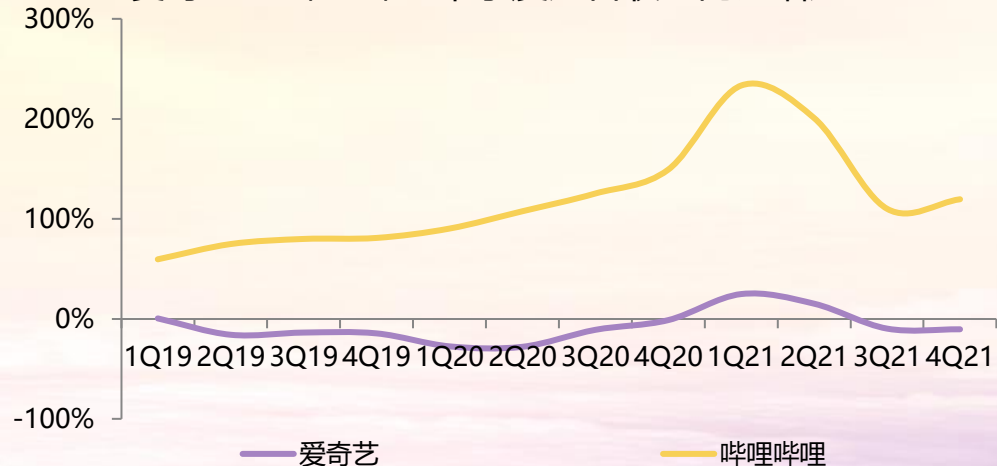
- ✓ 软广拉动芒果超媒收入增长，花火平台撬动哔哩哔哩广告业务，爱奇艺承压较重。21年芒果超媒、爱奇艺、哔哩哔哩广告收入分别为54.5/70.7/45.2亿元，同比+31.7%/+3.6%/+145.5%，爱奇艺增速最慢，主要系内容监管影响所致，其3Q21和4Q21分别同比-9.8%/-10.5%。芒果超媒广告收入的增长主要系自制优质内容吸引招商，软广销售拉动所致；哔哩哔哩的快速增长主要系花火平台提高UP主和广告主撮合效率，撬动尚未完全释放潜力的广告变现模式所致。
- ✓ 展望22年：预计疫情反复致使广告承压，但各公司表现将呈现差异化。22年上半年疫情反复，一方面影响节目生产和排播，另一方面影响下游食品饮料等广告主正常生产经营，或将压缩营销费用，预计22年整体硬广收入或将继续承压。此外，芒果超媒软广销售占广告收入占比70%+，节目排播滞后于招商，预计已提前锁定22年广告收入；哔哩哔哩社区生态持续繁荣，广告变现潜力尚未完全发掘，上升空间较大，花火平台撬动下，预计22年广告主横向拓宽和纵向深挖均有望推进，仍将录得一定涨幅。

长视频平台广告收入（亿元）及其同比增速对比



数据来源：公司财报，国金证券研究所

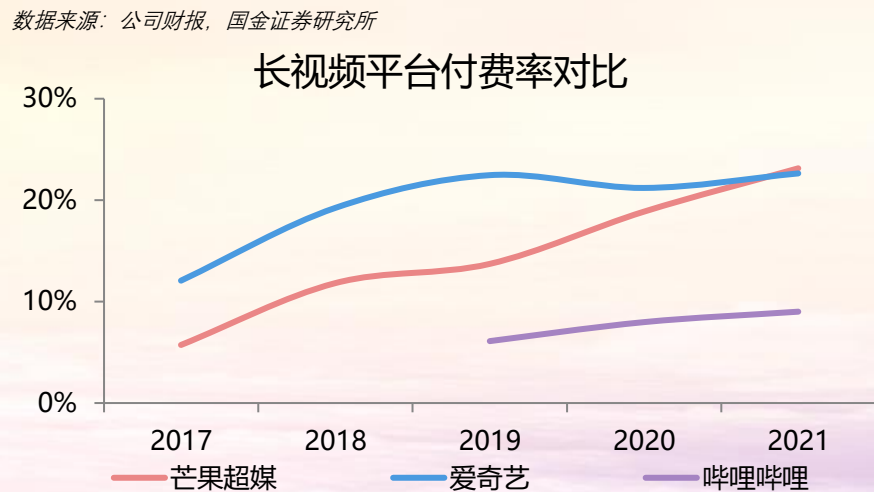
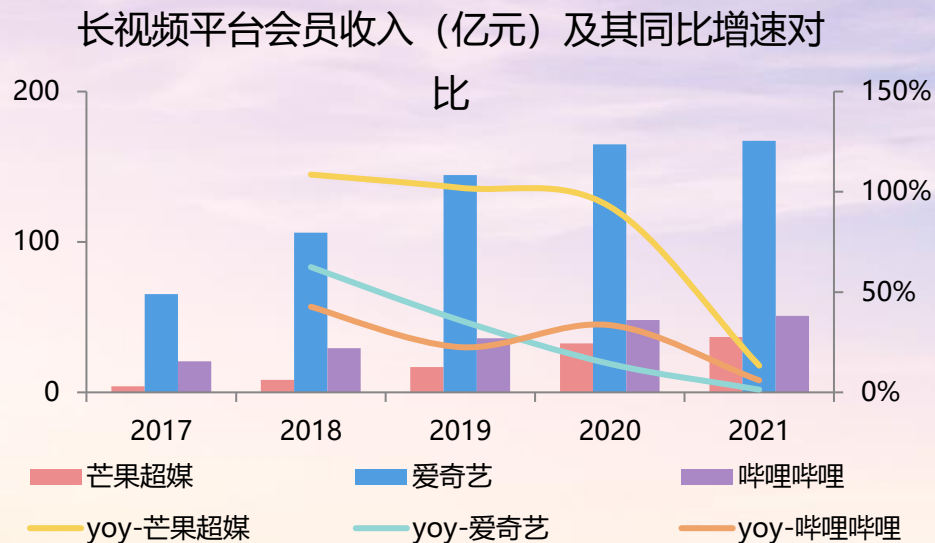
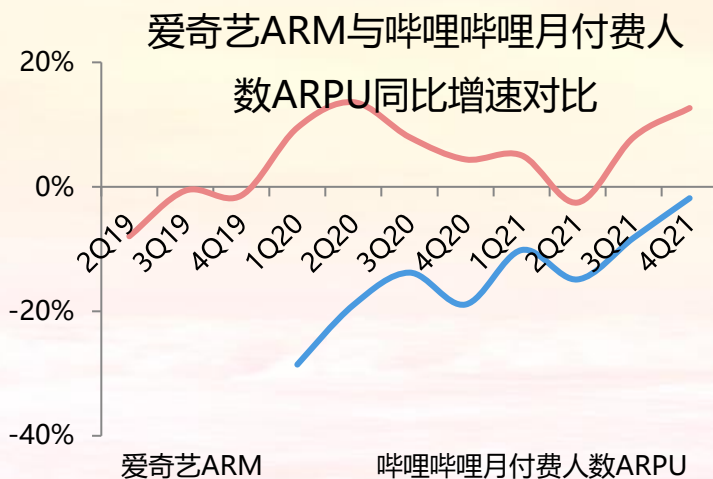
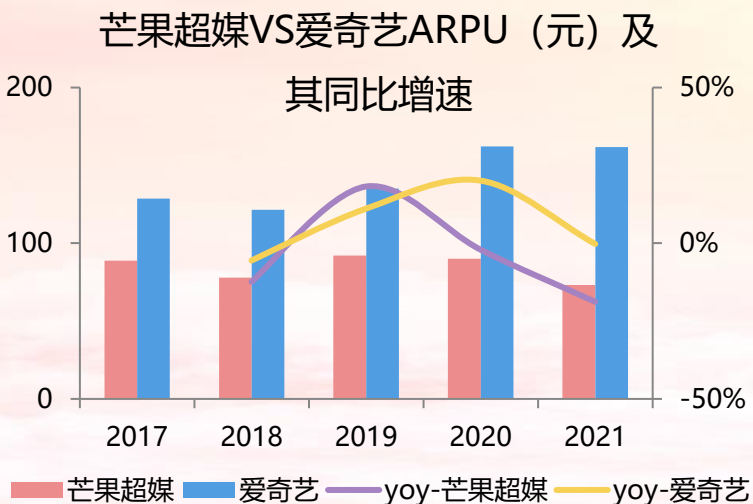
爱奇艺VS哔哩哔哩单季度广告收入同比增速



数据来源：公司财报，国金证券研究所

## 会员：长视频处于提价周期，关注22年ARPU提高拉升收入

✓ 付费会员增长驱动芒果/哔哩哔哩收入提高，ARM拉升爱奇艺收入。21年芒果超媒、爱奇艺会员收入为36.9/167.1亿，同比+13.3%/+1.4%，哔哩哔哩增值服务收入同比+60.%至50.9亿元。其中，芒果收入提升主要来自会员数量扩大，21年末有效会员5040万/yoy+39.5%，付费率升至23.1%，ARPU值有所下滑，主要系会员促销活动所致；哔哩哔哩收入增长主要来自付费人数扩大，4Q21月付费人数同比+36.9%至2450万，付费率升至9%，月付费人数ARPU同比-1.8%至43.4元，主要系价格较低的大会员付费人数增长较快所致。爱奇艺收入增长主要来自ARM（会员月均收入）提高，4Q付费会员数同比-4.6%至9700万，ARM同比+12.6%至14.2元，主要系会员价提高和优质内容的推出。



# 会员：长视频处于提价周期，关注22年ARPU提高拉升收入

✓ 长视频处于提价周期，关注22年精品内容的上线及ARPU提高拉升会员收入。目前长视频处于提价周期，爱奇艺21年12月调高会员价格，提升幅度最高为20%；芒果TV会员价格自22年1月2日上调，提升20-30%；腾讯22年4月再度提高会员价格，上涨幅度最高达到25%。疫情反复影响1Q内容排播，关注2Q22《披荆斩棘的哥哥2》（芒果TV）、《风起陇西》（爱奇艺）等精品内容陆续上线，以及会员价提升背景下，ARPU值提升拉动收入增长；哔哩哔哩方面，关注OGV内容上线拉动大会员转化。

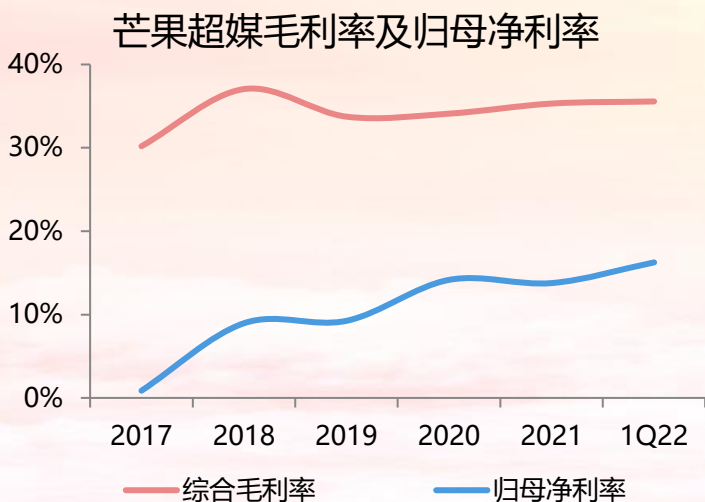
各长视频平台会员价格

| 单位：元 | 芒果TV      |           | 爱奇艺         |                       |               | 腾讯视频       |              | 优酷  |
|------|-----------|-----------|-------------|-----------------------|---------------|------------|--------------|-----|
|      | 2022.1.2前 | 2022.1.2后 | 2020.11.13前 | 2020.11.13-2021.12.15 | 2021.12.16-至今 | 2021.4.10前 | 2021.4.10-至今 | 现在  |
| 连续包月 | 15        | 19        | 15          | 19                    | 22            | 15         | 20           | 15  |
| 连续包季 | 45        | 58        | --          | 58                    | 63            | 45         | 58           | --  |
| 连续包年 | 178       | 218       | 178         | 218                   | 218           | 178        | 218          | --  |
| 单月   | 20        | 25        | 19.8        | 25                    | 30            | 20         | 30           | --  |
| 单季   | 55        | 68        | 58          | 68                    | 78            | 58         | 68           | --  |
| 单年   | 198       | 248       | 198         | 248                   | 248           | 198        | 253          | 198 |

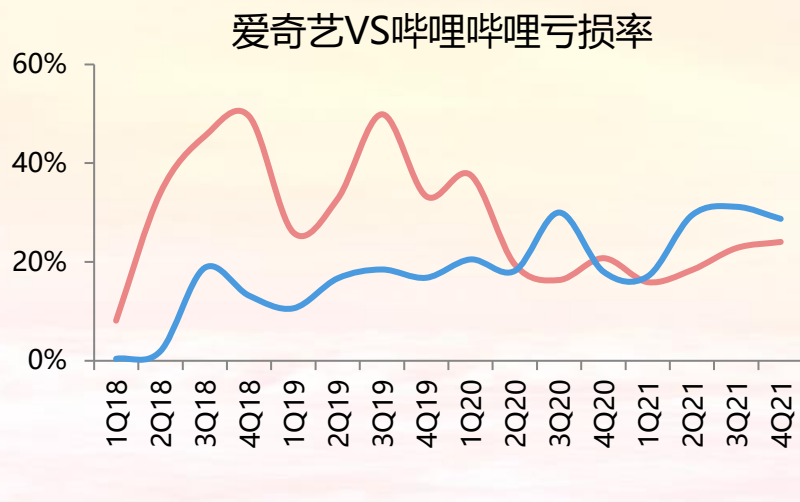
数据来源：各视频平台，国金证券研究所，注：优酷会员价格数据为电脑端口

## 爱奇艺和哔哩哔哩亏损收窄，后续关注降本增效推进情况

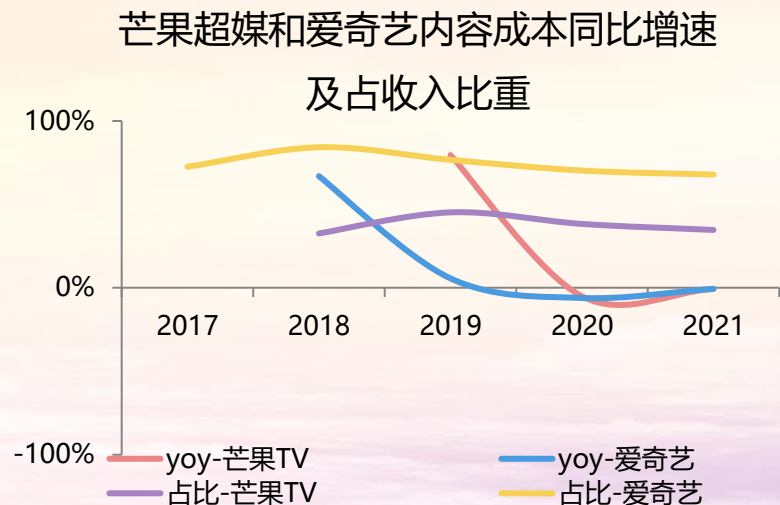
- ✓ 运营商高毛利率拉升芒果超媒综合毛利率，降本增效背景下爱奇艺和哔哩哔哩亏损收窄。1) 芒果超媒：21年综合毛利率提升1.4pct至34.6%，主要系运营商业毛利率提升12.1pct至80.2%所致，芒果超媒17年即率先实现盈利，21年归母净利率13.8%；行业粗放扩张时代已过，各平台推进降本增效，2) 爱奇艺：21年净亏损61.7亿元，较20年收窄12.3%，占营收比重较20年降低3.5pct至20.2%，全年non-GAAP经营净亏损30.26亿元，同比减少32.4%，4Q non-GAAP经营净亏损5.2亿元，环比3Q降低52.0%，同比4Q20降低45.2%，其中，内容成本占营收比重较20年降低2.4pct至67.9%。3) 哔哩哔哩：费率高企致使全年亏损幅度扩大，21年归属普通股股东净亏损67.89亿，占营收比重35%，较20年亏损幅度扩大10pct，但4Q归母净亏损20.88亿，占营收比重36%，环比3Q降低15.3pct，降本增效成果初显。
- ✓ 展望22年：关注降本增效继续推进，亏损收窄。爱奇艺目标是22年实现non-GAAP经营盈亏平衡，哔哩哔哩计划通过降本增效达成24年盈亏平衡的目标，预计首要控制的将会是接近30%的销售费率，关注22年费率降低。



数据来源：公司财报，国金证券研究所



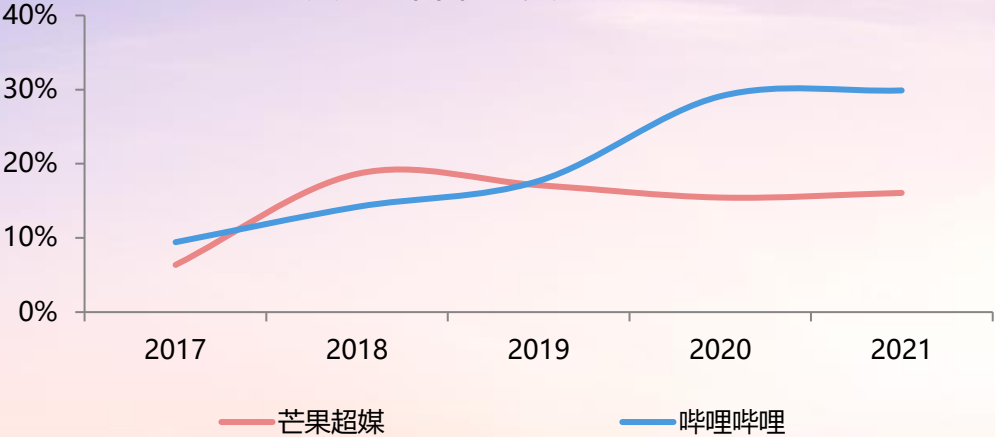
数据来源：公司财报，国金证券研究所



数据来源：公司财报，国金证券研究所

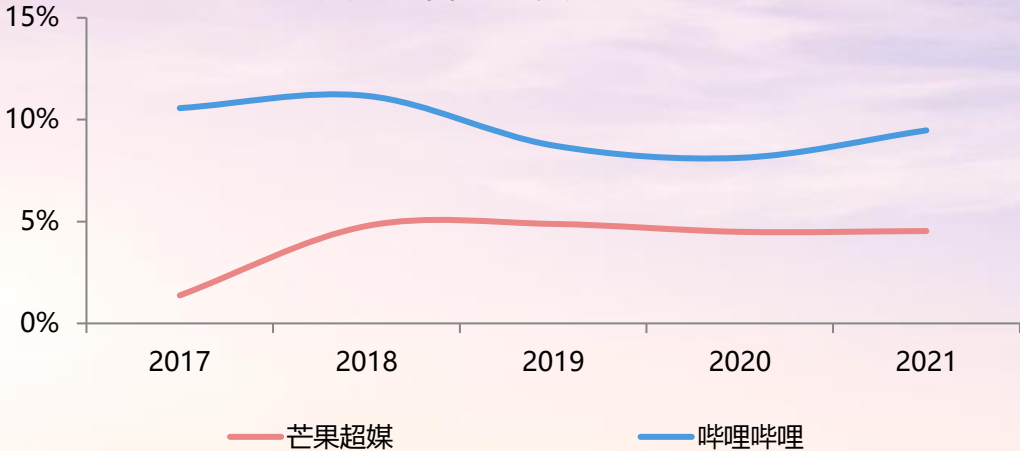
# 费用率保持稳定，用户流量稳定情况下销售费用率有望优化

长视频平台销售费率对比



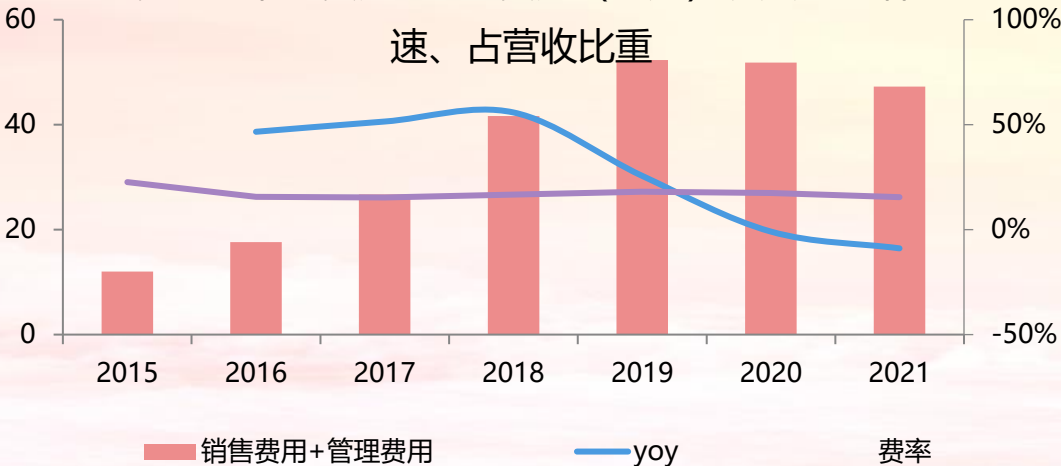
数据来源：公司财报，国金证券研究所

长视频平台管理费率对比



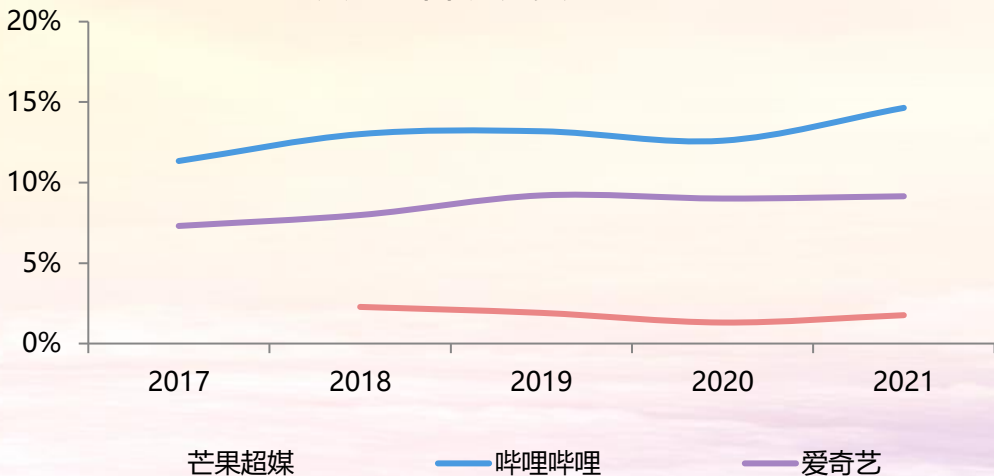
数据来源：公司财报，国金证券研究所

爱奇艺销售费用+管理费用（亿元）及其同比增速、占营收比重



数据来源：各公司财报，国金证券研究所

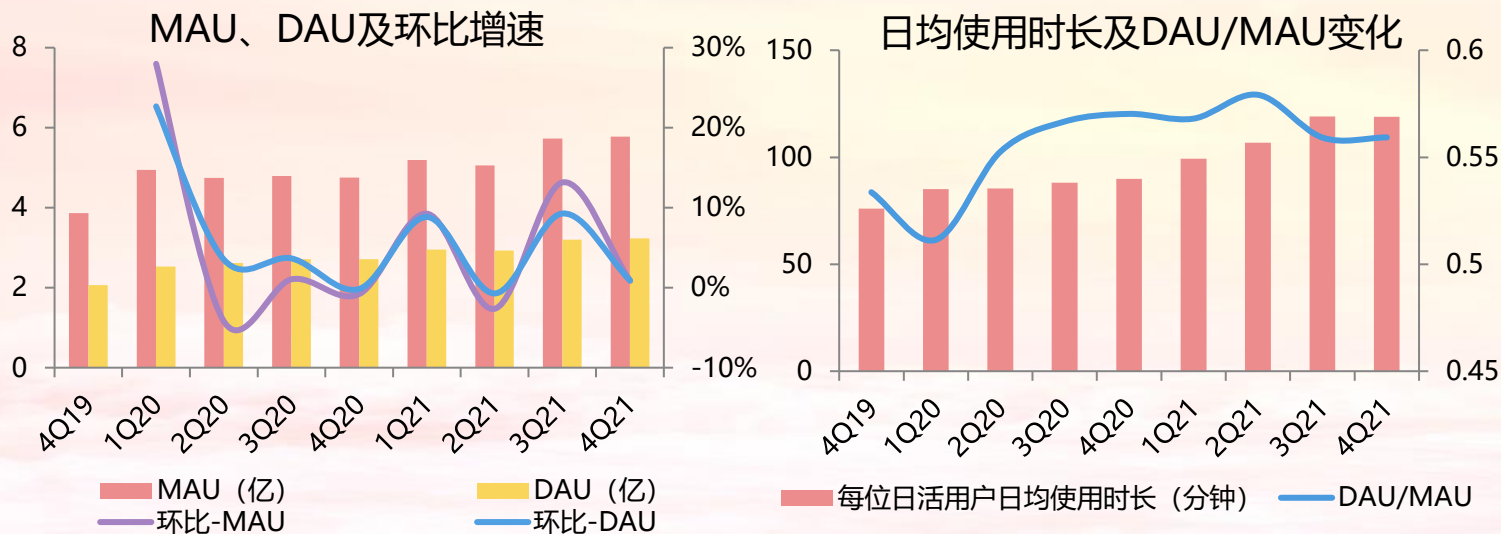
长视频平台研发费率对比



数据来源：公司财报，国金证券研究所

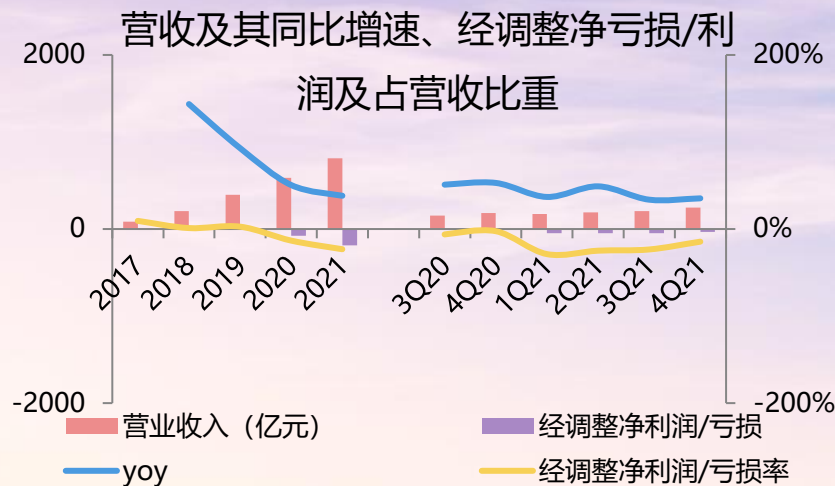
## 短视频——快手：用户规模稳定增长，销售费用率环比持续改善

- ✓ 用户端：用户规模增长稳健，且用户使用时长持续提升为高质量用户增长。2021年快手应用的MAU、DAU 5.4/3.1亿人（yoy 16.5%/13.1%），4Q21单季MAU、DAU 5.8/3.2亿人（yoy 21.5%/19.2%），用户规模仍在逐季提升，用户日均使用时长4Q21已达118.9分钟，在用户规模提升的同时，用户仍保持较高粘性。
- ✓ 业绩端：营收增长保持较快增速，销售费用率环比持续改善，降本增效初见成效。2021年公司营业收入810.8亿元（yoy 37.9%），经调整净利润-188.5亿元（yoy -137.2%），4Q21单季营业收入244.3亿元（+35%），经调整净利润-57.9亿元（yoy -320.3%）。销售费用率自1Q21以来环比持续改善，目前已降至54%，降本增效持续进行中。

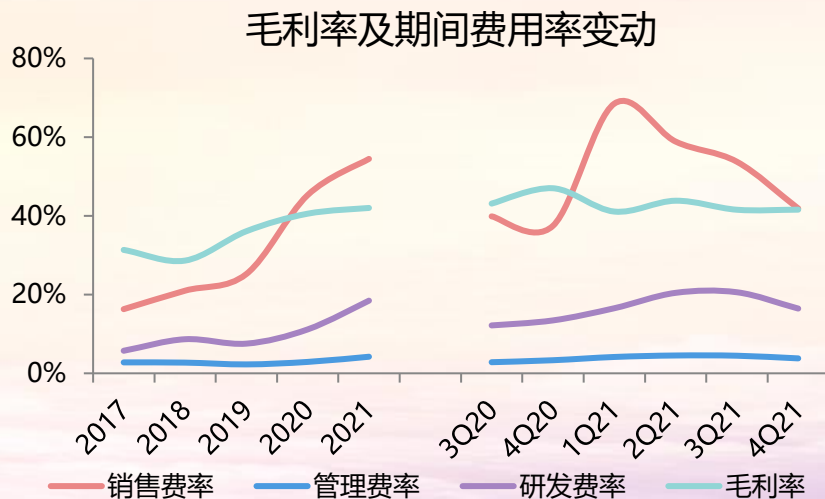


数据来源：公司财报，国金证券研究所

数据来源：公司财报，国金证券研究所



数据来源：公司财报，国金证券研究所

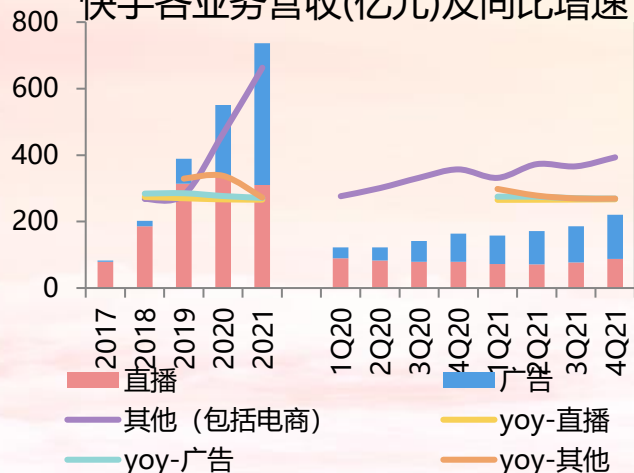


数据来源：公司财报，国金证券研究所

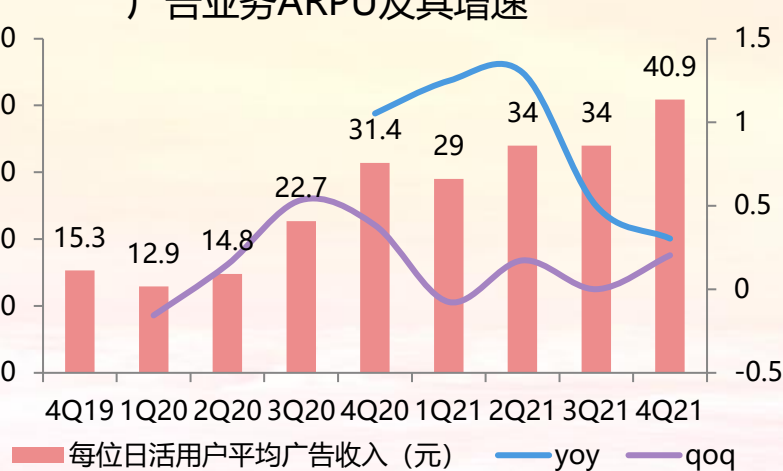
## 短视频——快手：广告收入增长强劲，电商GMV持续提升

- ✓ **广告业务：**广告主数量增长+月均支出提高驱动广告收入提升，疫情反复或致使22年广告短期承压。21年广告收入426.7亿，同比+95.2%，4Q同比+55.5%至132.4亿元，收入快速提升主要系流量持续增长，全年广告主数量同比增长60%以上，月均支出增速也超过两位数。其中，4Q每位日活用户平均广告收入达到40.9元，环比+20.3%，同比+30.3%，单用户广告价值提升。1H22疫情反复，预计下游广告主经营受到影响，或将压缩广告投放，进而致使广告承压，考虑短视频系广告投放重要媒介，平台流量价值尚未得到充分挖掘，疫情影响短期。
- ✓ **电商业务：**信任电商闭环逐步形成，未来将继续深化，价值有望进一步释放。21年其他业务收入74.2亿元，同比+99.9%，4Q同比+40.2%至23.7亿，主要由电商业务贡献。全年电商GMV达到6800亿元，同比+78.4%，其中，4Q电商GMV同比+35.7%至2403亿元，主要系信任电商模式推动复购率提升，快手小店电商闭环挖掘用户价值，21年12月快手小店贡献了98.8%的GMV，同时升级好物联盟为快分销，降低准入门槛提高商家数量，4Q21超30%的GMV来自快分销。疫情短期形成扰动，但伴随信任电商闭环的进一步完善，电商业务规模有望继续扩大。

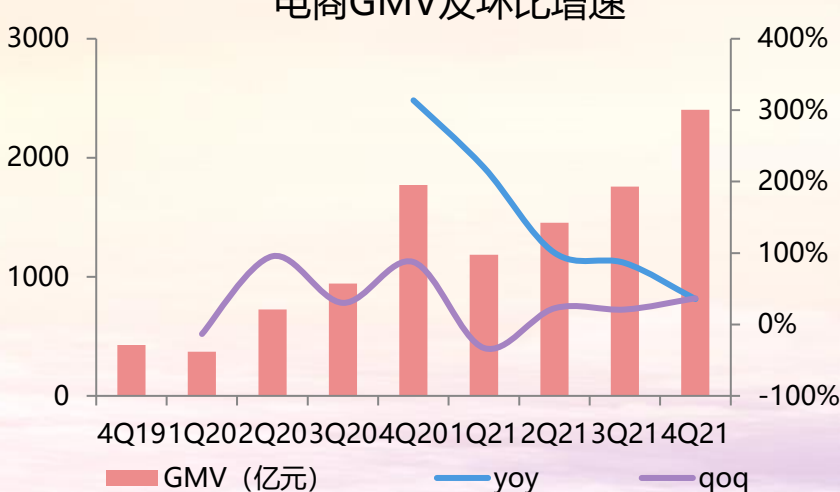
快手各业务营收(亿元)及同比增速



广告业务ARPU及其增速



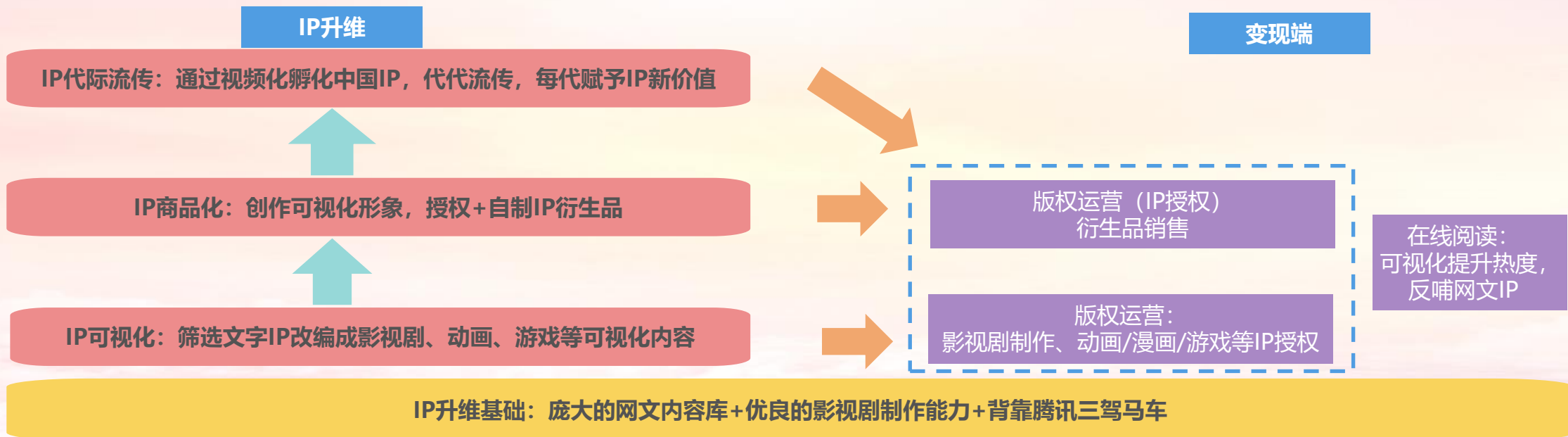
电商GMV及环比增速



## 在线阅读平台——阅文集团：IP生态链逐步成型，版权运营未来可期

- ✓ 业绩端：同比扭亏为盈，2022年精品IP系列剧集有望上线带动业绩增长。2022年3月22日，公司发布2021年全年业绩公告，2021年公司实现营收86.68亿元，同比+1.7%，NON-IFRS净利润12.3亿元，同比+34.2%，2022年《庆余年2》、《赘婿2》等系列剧集有望上线带动业绩增长。
- ✓ IP战略：《赘婿》、《雪中悍刀行》等精品IP的系列可视化模式逐步成熟，“IP可视化—IP商品化—IP代际流传”三步走的IP全生态链战略模式逐渐清晰。2021年公司提出IP升级战略，从IP可视化、IP商品化到IP跨代际流传的战略将为公司未来10年的长期发展奠定基础。继《庆余年》之后，公司围绕平台IP相继推出《赘婿》、《雪中悍刀行》等可系列化影视化作品，我们认为依托公司文学平台的大IP池，后续会有更多系列化的精品IP影视、动漫作品逐步上线。

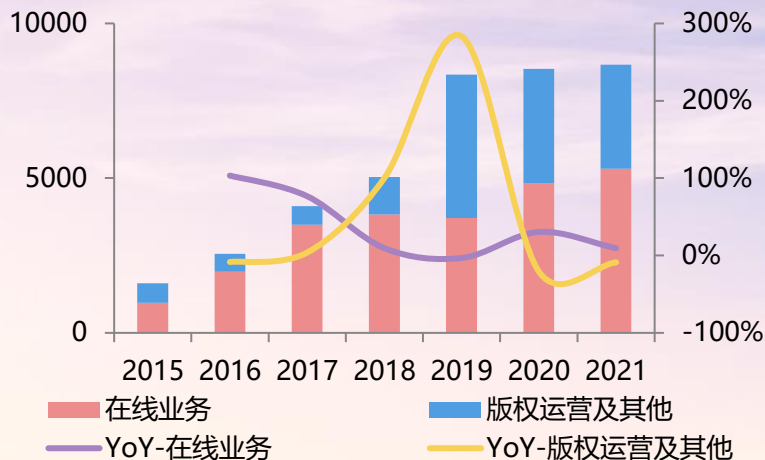
### IP升维战略



## 在线阅读平台——阅文集团：IP生态链逐步成型，版权运营未来可期

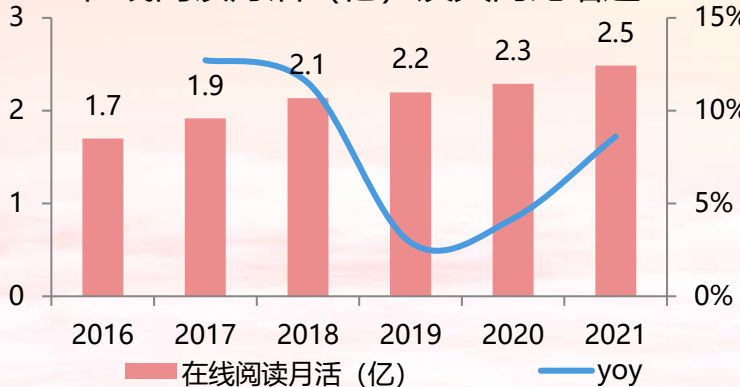
- ✓ **版权运营业务：**新丽定制剧比例提升带动版权运营业务毛利率提升，版权运营业务在行业内容精品化趋势下有望进一步发挥优势。21年版权运营及其他业务收入同比+8.74%至33.6亿，由于新丽传媒定制剧收入确认方式的改变，毛利率提升12.6pct至59%。22年以来，新丽推出的电影《这个杀手不太冷静》及电视剧《人世间》均获得好评，在供给端收紧的情况下其制作精品能力将在未来的竞争中取得优势。
- ✓ **在线阅读业务：**阅读用户增长稳健，付费用户ARPU（每用户平均收入）值提升。21年，公司在线业务收入同比+9.6%至53.08亿元，公司自有平台产品及自营渠道的MAU（月活跃用户数）同比+8.6%至2.49亿人，由于免费阅读业务持续扩张，付费率从4.46%降低至3.5%，但留存付费用户付费意愿更强，付费用户ARPU值同比+14.41%至39.7元/人/月，付费和免费阅读用户的健康发展为公司的IP战略打下良好的用户基础。

各业务营收（亿元）及其同比增速



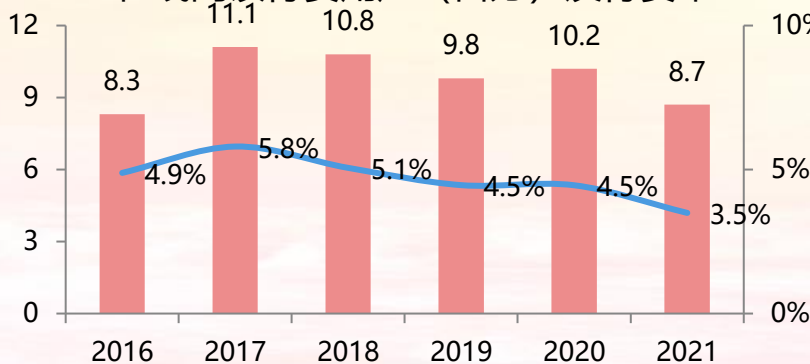
数据来源：公司财报，国金证券研究所。

在线阅读月活（亿）及其同比增速



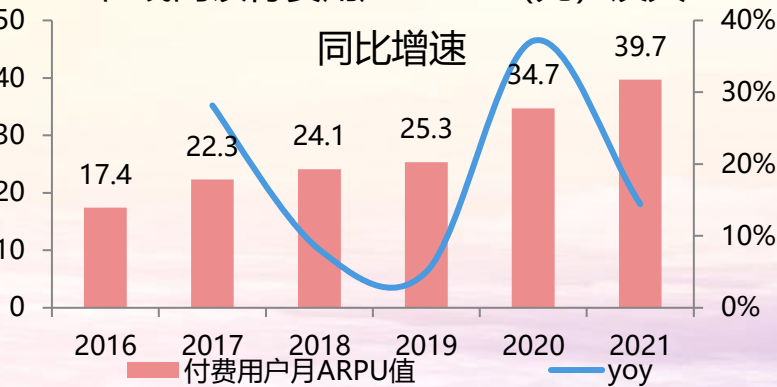
数据来源：公司财报，国金证券研究所绘制

在线阅读付费用户（百万）及付费率



数据来源：公司财报，国金证券研究所。

在线阅读付费用户ARPU（元）及其同比增速



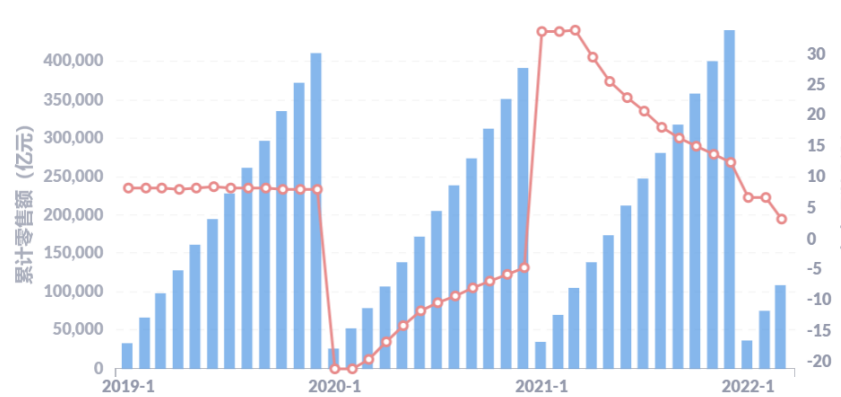
数据来源：公司财报，国金证券研究所。

## 【综合电商】长期逻辑：电商景气度与消费大环境强相关

- 21Q2起社零增速放缓，网上商品和零售的增速11.3%，稍弱于社会零售总体（12.5%），呈现出同样的增速放缓趋势。
- 人均可支配收入放缓，居民储蓄意愿增强，影响消费需求的释放。

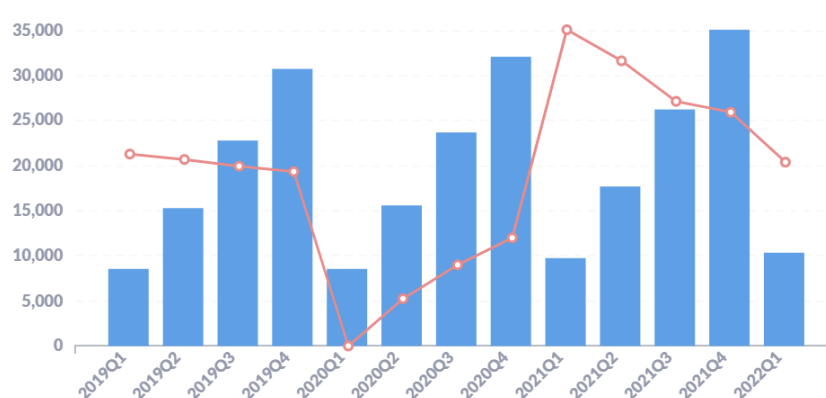
我国社会消费品零售总额及同比增速

● 累计零售额 (亿元) ● 同比增速 (%)



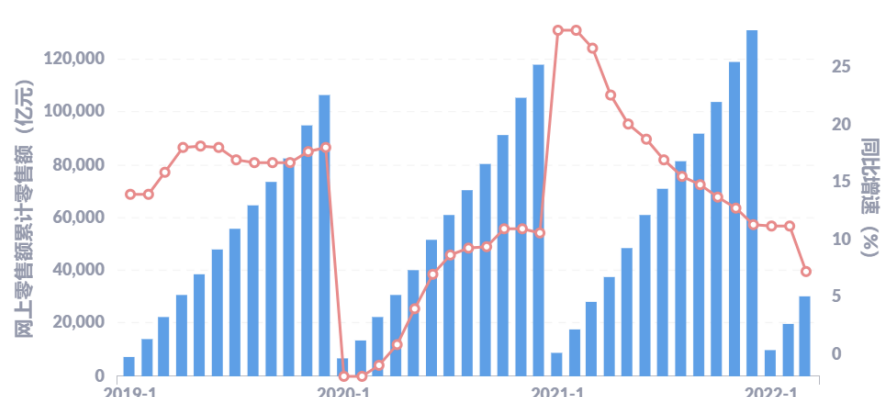
人均可支配收入

● 人均可支配收入累计值 (元) ● 同比增长 (%)



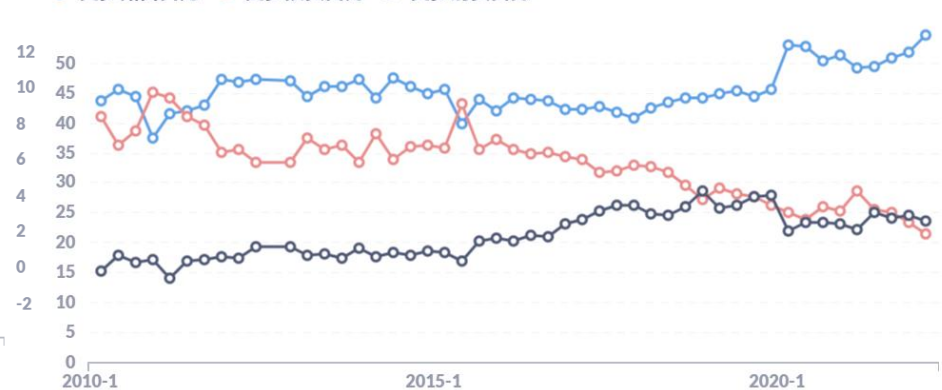
我国网上商品和服务零售额

● 网上零售额累计零售额 (亿元) ● 同比增速 (%)



储蓄、消费、投资占比

● 更多储蓄占比 ● 更多投资占比 ● 更多消费占比



## 【综合电商】短期波动：运力预计在5-6月回补

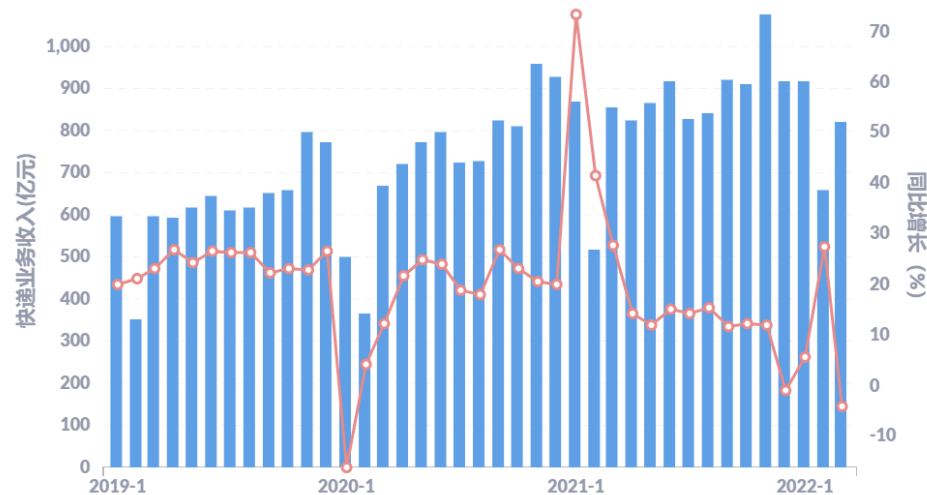
- 2021全年快递收入增速17.5%，快递量增速30%。但三月疫情影响扰动，干支线物流和最后一公里运力相对紧张，快递收入预计运力影响会在5月有所缓解，参考2020年后疫情阶段，快递量会在5-6月有所回补，快递收入回补时间长度长于快递量。

| 时间         | 政策名称                               | 内容                                                                                                                                                                                         | 颁发机构        |
|------------|------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|
| 2022年3月28日 | 关于印发《上海市全力抗击疫情助企业促发展的若干政策措施》的通知    | 支持批发市场、超市卖场、电商平台、城市生活物资配送等保供企业正常运行，着力畅通省际和市内物流运输绿色通道，加大主副食品货源组织。疫情严重地区要依托周边物流园区（枢纽场站、快递园区）、高速公路服务区等，加快设立启用物资中转调运站、接驳点或分拨场地，并及时向社会公告；对需跨省域设立的，相邻省份要给予支持。                                    | 上海市人民政府办公厅  |
| 2022年4月11日 | 《关于切实做好货运物流保通保畅工作的通知》              | 各地区和有关部门要迅速启动部省站三级调度、路警联动、区域协调的保通保畅工作机制，加强路网监测调度，及时解决路网阻断堵塞等问题，确保交通主干线畅通。各地区要根据货运车辆和司乘人员实际行程、是否涉疫等情况，精准实施通行管理。不得随意限制货运车辆和司乘人员通行，不得以车辆地、户籍地作为限制通行条件，不得简单以货车司乘人员、船员通信行程卡绿色带*号为由限制车辆船舶的通行、停靠。 | 国务院         |
| 2022年4月15日 | 《全力抗击疫情助企业促发展的若干政策措施》              | 保供企业可以选用顺丰物流公司、其他物流公司、自行组织保供物资运输。鼓励并支持全国各地蔬菜和猪肉批发经营企业及经营户积极组织货源通过西郊国际中转站转运至西郊国际和江桥批发市场交易，持续供应上海市场。                                                                                         | 上海市商务委员会    |
| 2022年4月24日 | 关于办理上海市商贸物资和生活物资企业《重点物资运输车辆通行证》的通知 | 商贸物资和生活物资企业可以为自有车辆和驾驶员或其承运车辆和驾驶员申请《通行证》。                                                                                                                                                   | 上海市商务委员会    |
| 2022年4月24日 | 关于本市粮油和储备物资《重点物资运输车辆通行证》申请事项的通知    | 本市及各重点粮油和储备物资企业可以为自有运输车辆和驾驶员或者承运企业车辆和驾驶员申请《通行证》。确因保供需要，有关道路货运企业可以作为粮油和储备物资应急保障运力为自有车辆和驾驶员申请《通行证》。                                                                                          | 上海市粮食和物资储备局 |
| 2022年4月25日 | 《关于市商务委外贸领域重点物资运输车辆通行证受理范围的通知》     | 我委外贸领域重点物资运输车辆通行证的受理范围包括：保障民生重要物资进出口的企业。主要是进出口重要农副产品、疫情防控物资，以及日用消费品等民生保障类重要物资的外贸企业                                                                                                         | 上海市商务委员会    |

数据来源：国家统计局，中国人民银行，国金证券研究所

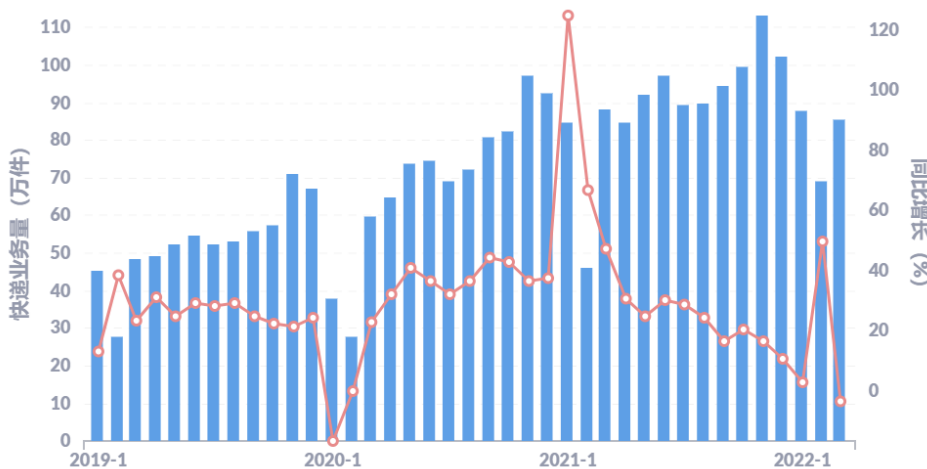
快递业务及增速

● 快递业务收入(亿元) ● 同比增长 (%)



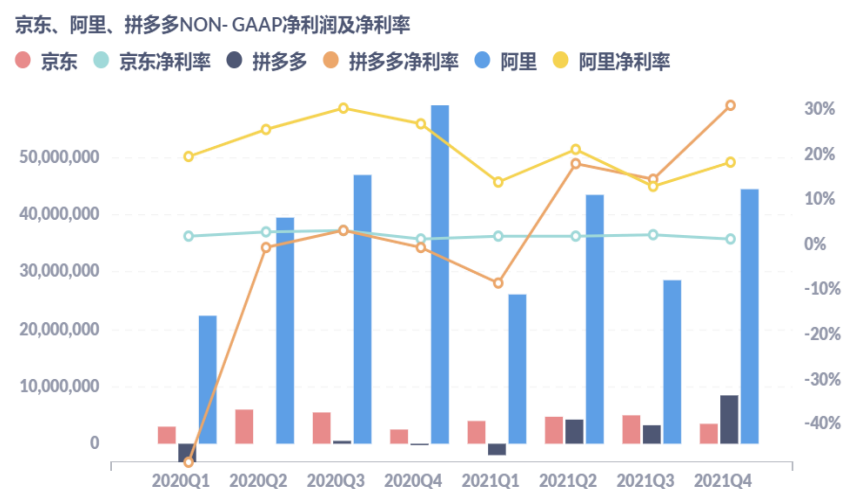
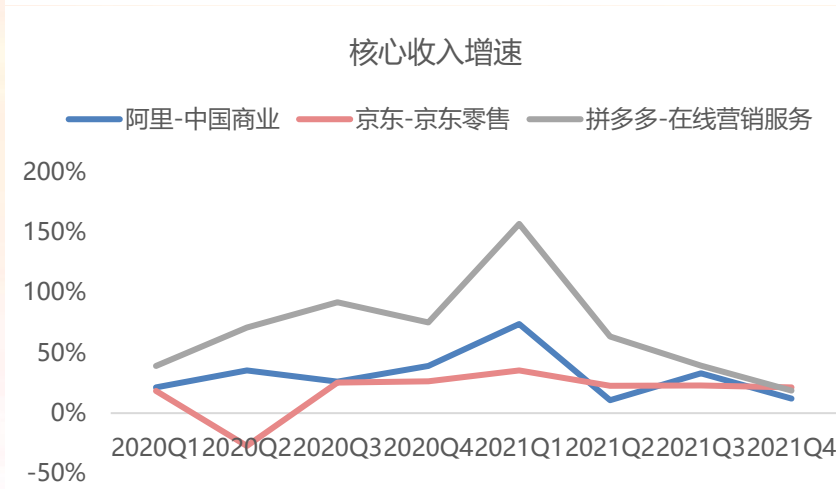
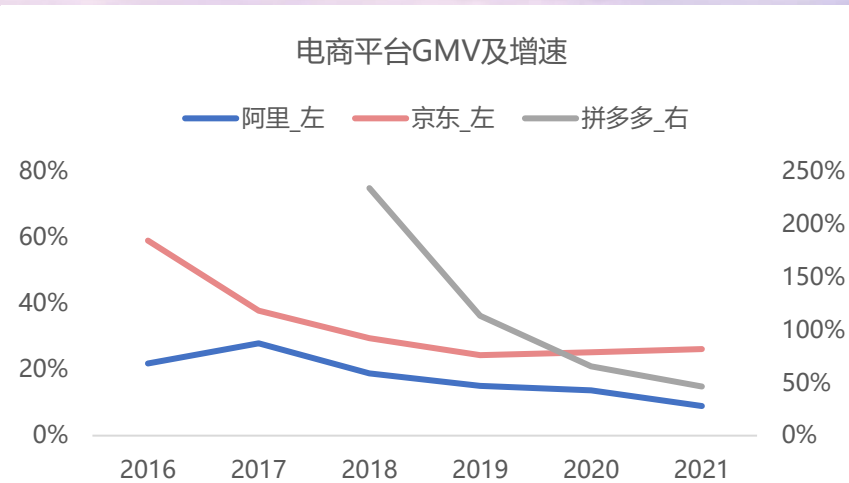
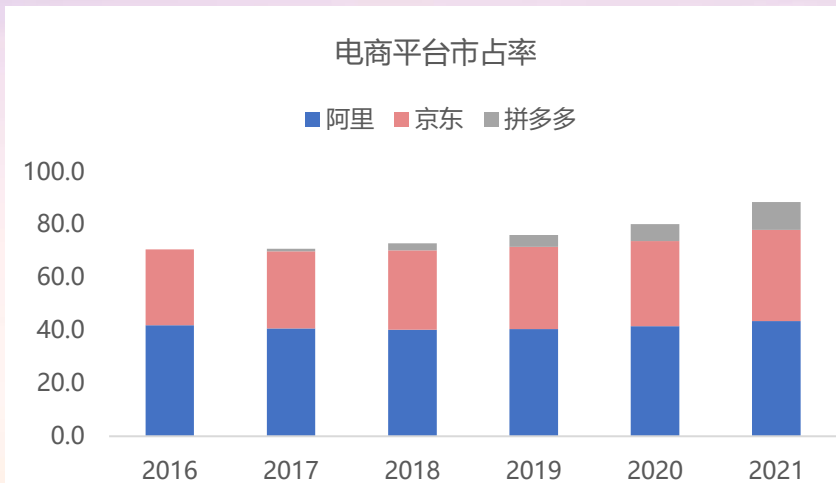
快递业务量及增速

● 快递业务量 (万件) ● 同比增长 (%)



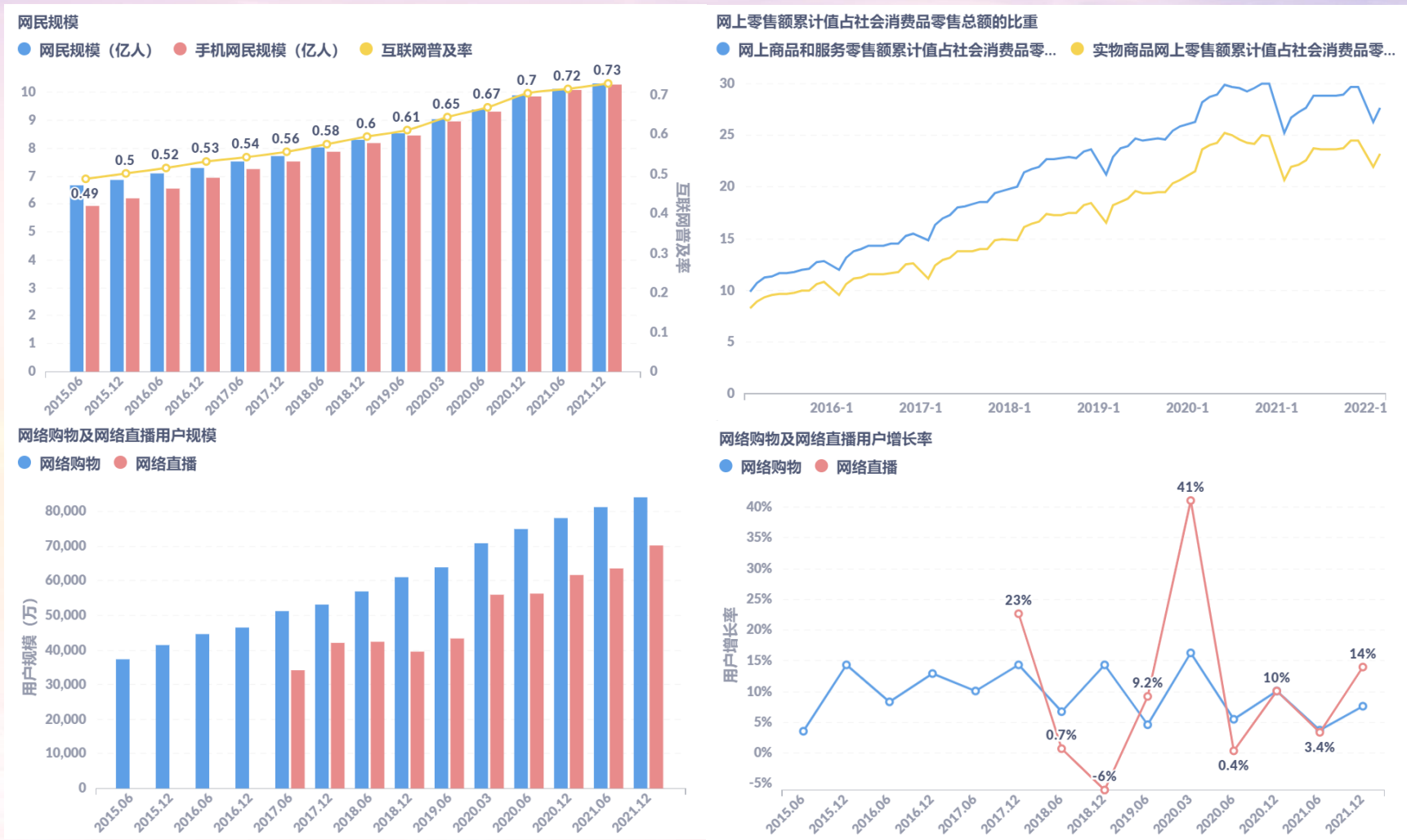
## 【综合电商】收入端：GMV增速放缓，京东更具韧性

- 头部三家市占率超80%。GMV增速均有所放缓，相比之下京东更具韧性，核心业务收入增速更加稳定，自营模式对货品及物流有更强话语权，疫情下积极承担保供社会责任，有望增强用户粘性，进一步强化优质物流的用户心智。
- 2021年拼多多全年扭亏为盈，关注重营销的平台的销售费用优化后的利润释放。
- 22Q1GMV增速表现预计天猫-9%，京东23%，拼多多30%。



## 【综合电商】用户端：新增放缓，直播电商渗透率仍有提升空间

- 截至2021年底，网民规模达10.32亿，互联网普及率73%。网络购物用户渗透率达81%，但网上商品和服务消费占比仅27%。后续增长的驱动用户LTV>AAC。
- 用户数的渗透上，直播电商渗透率仍有提升空间，用户规模7亿人，用户增长率14%。

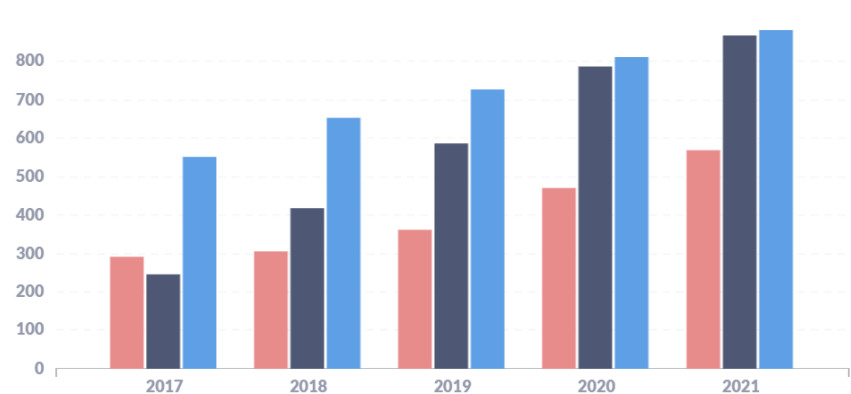


## 【综合电商】用户端：下沉市场提供用户增量，淘特表现优于京喜

- 2021年度活跃用户阿里8.82亿，京东5.7亿，拼多多8.69亿。头部电商平台年度新增用户数均有所放缓。
- 新增用户主要来自下沉市场，对于下沉市场用户的发力，淘特>京喜。淘特MAU近2亿，京喜对微信生态依赖更大，微信小程序MAU近1亿，京喜App的MAU约1300万左右。

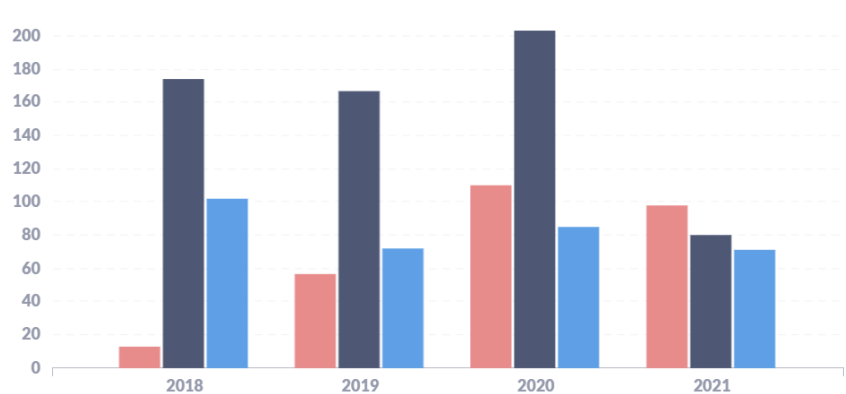
京东、拼多多、阿里年度活跃用户情况

● 京东 (百万人) ● 拼多多 (百万人) ● 阿里 (百万人)

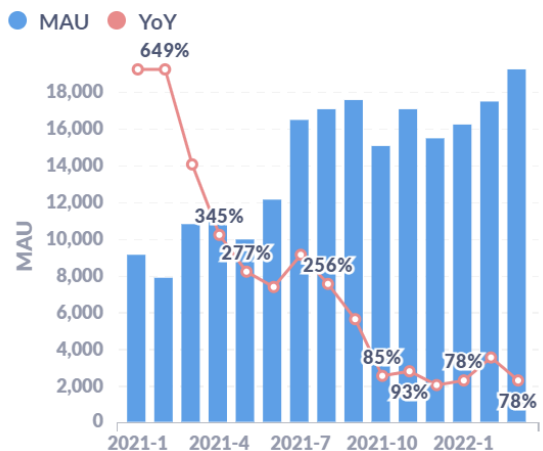


京东、拼多多年度新增活跃用户情况

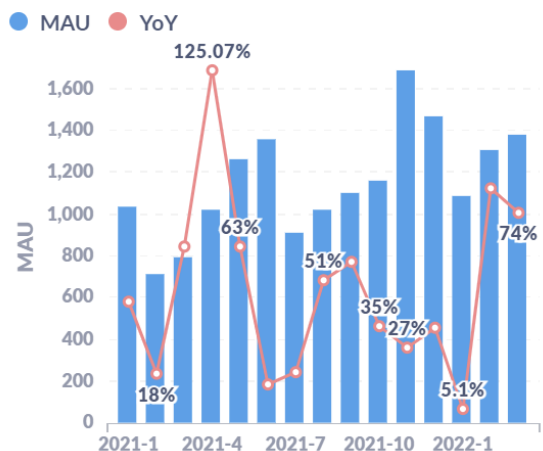
● 京东 (百万人) ● 拼多多 (百万人) ● 阿里 (百万人)



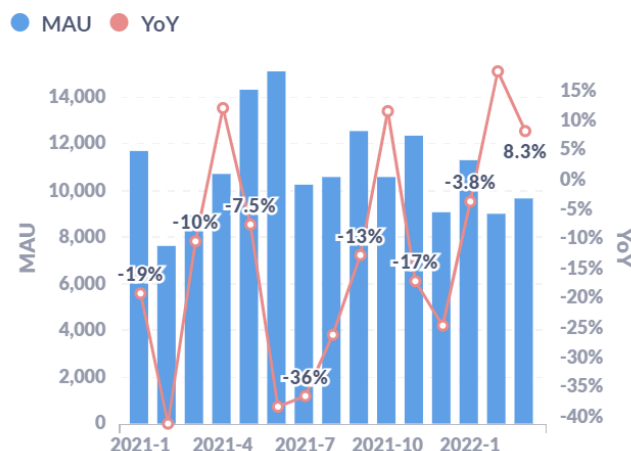
淘特MAU及增速



京喜MAU及增速

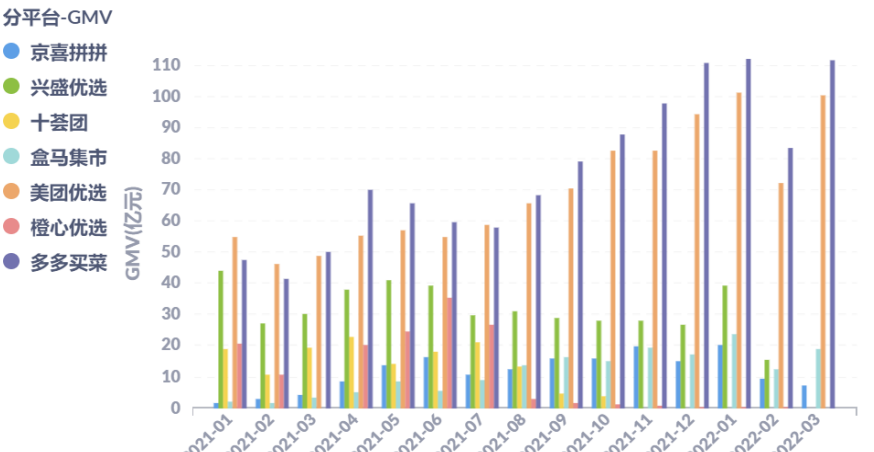
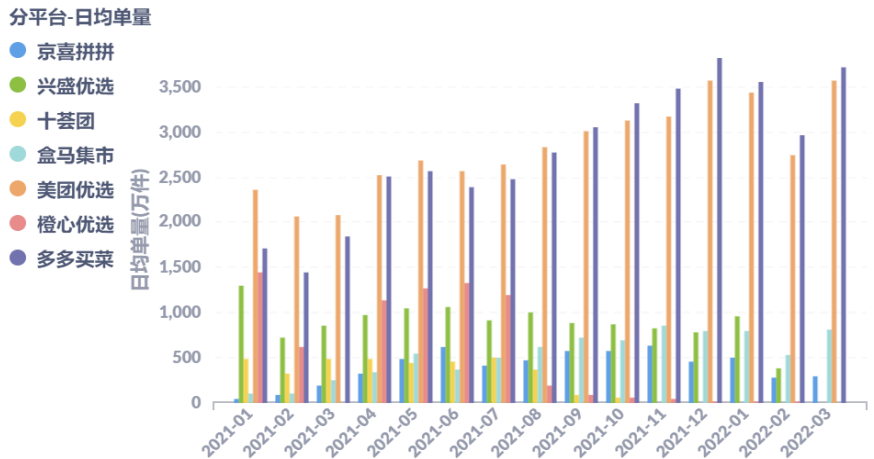
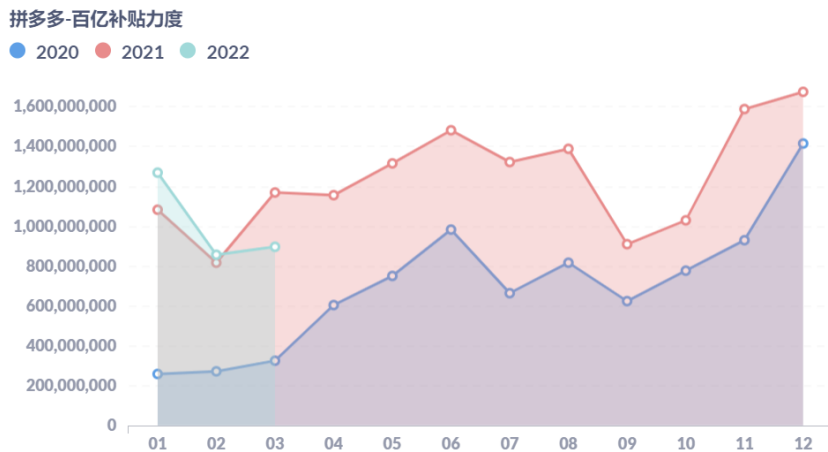
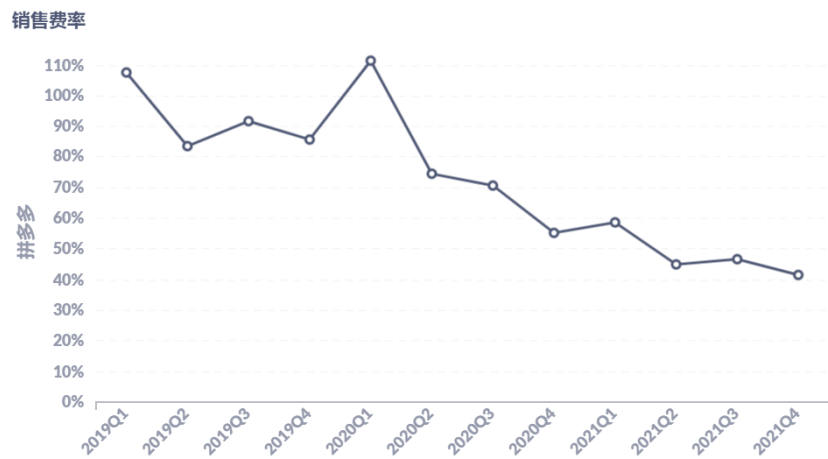


京喜小程序MAU及增速



## 【综合电商】新业务：拼多多发力百亿农研，社区团购业务竞争力提升

- 在消费大环境偏弱的环境下，拼多多销售费用率进一步优化，拼多多年度活跃用户8.69亿人，用户规模的扩张上减少无效营销投放。百亿补贴力度持续，通过高客单+高品质的产品提升ARPU，2021年ARPU为2810元，同比33%。关注费用优化后的利润释放。
- 社区团购业务从日均单量和GMV上均保持头部竞争力。近日美团优选北京大区关停以及优化部分西北区域（甘肃、青海、宁夏、新疆）布局，多多买菜仍维持运营。

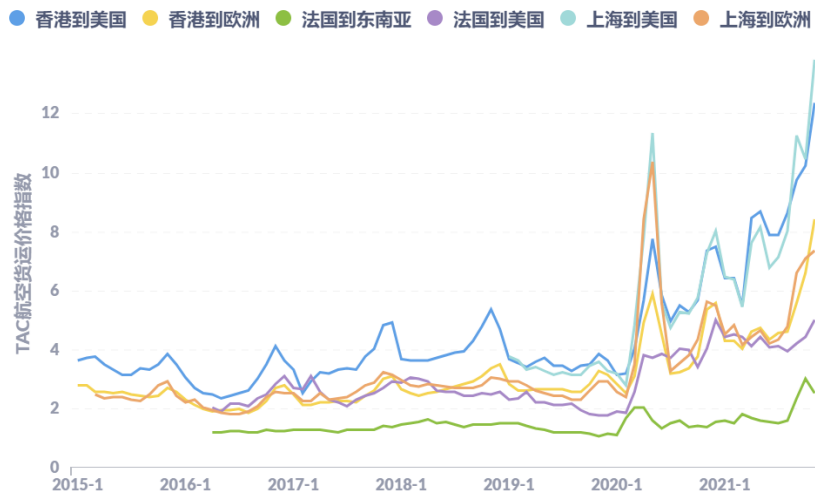


## 【跨境电商】运价及原材料成本上升，利润承压

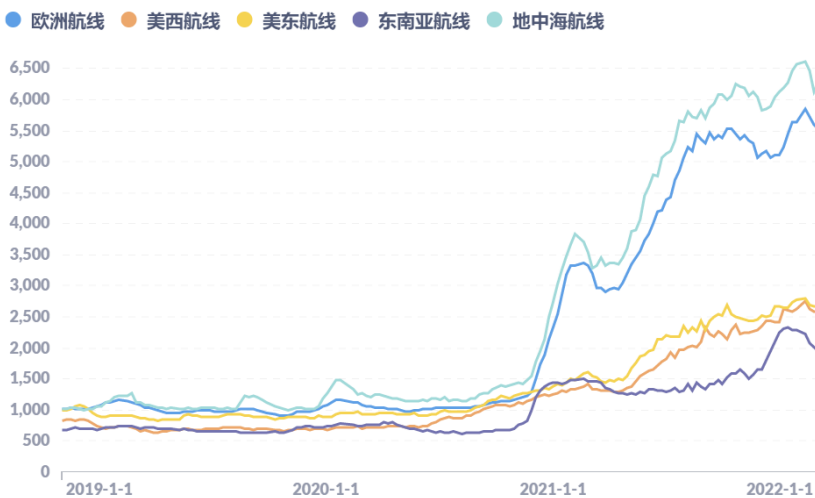
- 航运价格相比2021年增速约70%，相比2020年增速约为250%。
- 空运价格2021年同比增长30%~70%，截至21年底，到美国约为\$13/kg，至欧洲约为\$8/kg
- 亚马逊对美国FBA卖家增收5%的燃油和通货膨胀附加费，对欧盟及英国站卖家征收4.3%物流附加费。
- 2021年毛利率相比2020年整体下滑

| 股票代码      | 公司名称   | 主营产品        |
|-----------|--------|-------------|
| 002640.SZ | *ST跨境  | 母婴、美妆个护、保健品 |
| 300209.SZ | 天泽信息   | 3C电子、户外家居等  |
| 300464.SZ | 星徽股份   | 电子设备        |
| 002280.SZ | 联络互动   | 消费电子        |
| 601113.SH | ST华鼎   | 纺织化纤        |
| 002444.SZ | 巨星科技   | 工具、存储箱柜     |
| 002803.SZ | 吉宏股份   | 纸制品包装       |
| 300866.SZ | 安克创新   | 消费电子        |
| 300729.SZ | 乐歌股份   | 家具办公        |
| 2148.HK   | VESYNC | 小家电         |

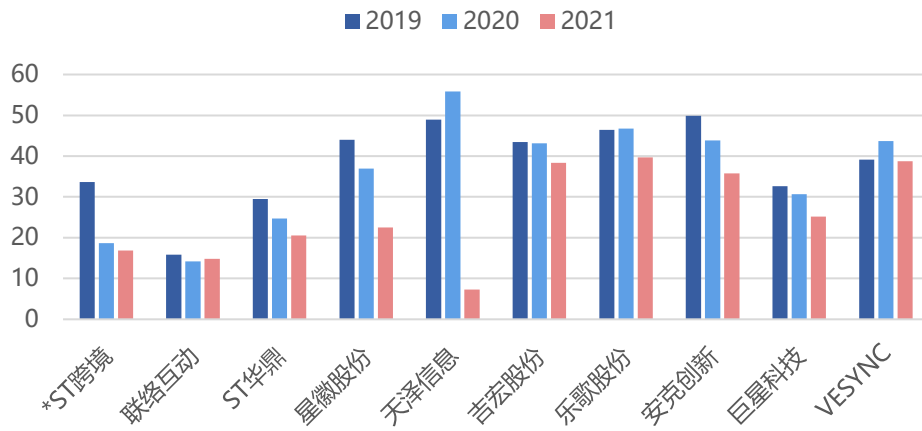
TAC航空货运价格指数



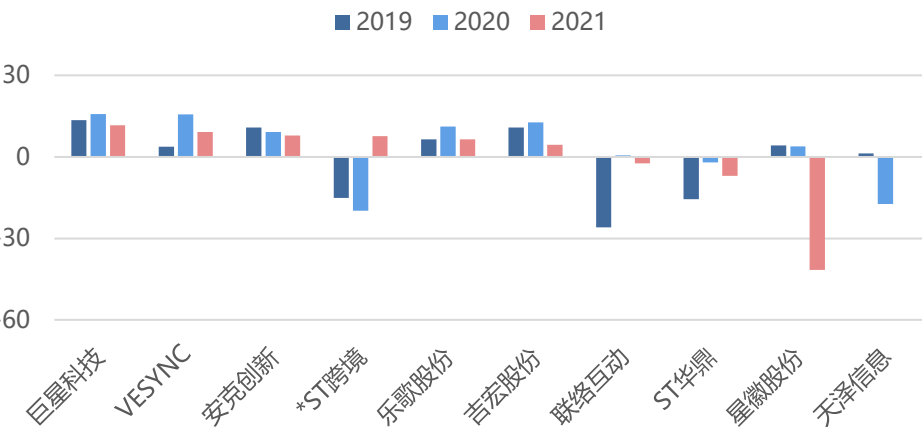
CCFI: 各地区航线指数



跨境电商各公司毛利率 (%)



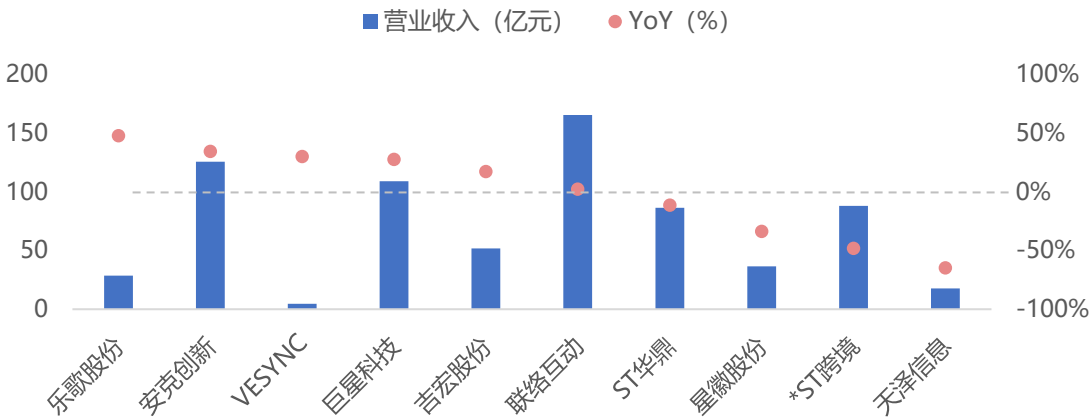
跨境电商各公司净利率 (%)



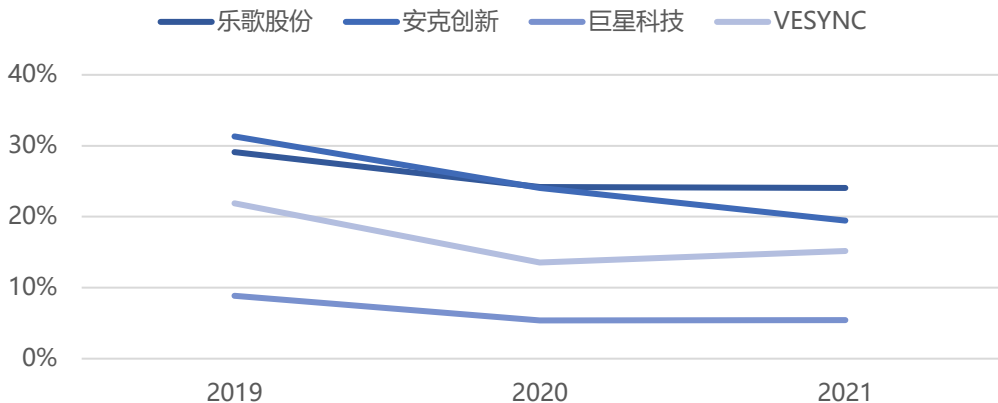
## 【跨境电商】品牌力为核心竞争力

- 自2021年5月起，亚马逊依据《卖家的行为准则》对违规操作的账号进行封杀，部分账号至今仍未恢复运营。此举将促进品牌方在第三方平台上的运营合规化发展，以及探索更多渠道掌握运营自主权，如独立站。
- 跨境电商进入品牌出海时代，从2021年收入规模及增速来看，注重产品创新和研发的公司规模和增速均位列前位。随着品牌力的提升，营销费用随之降低。

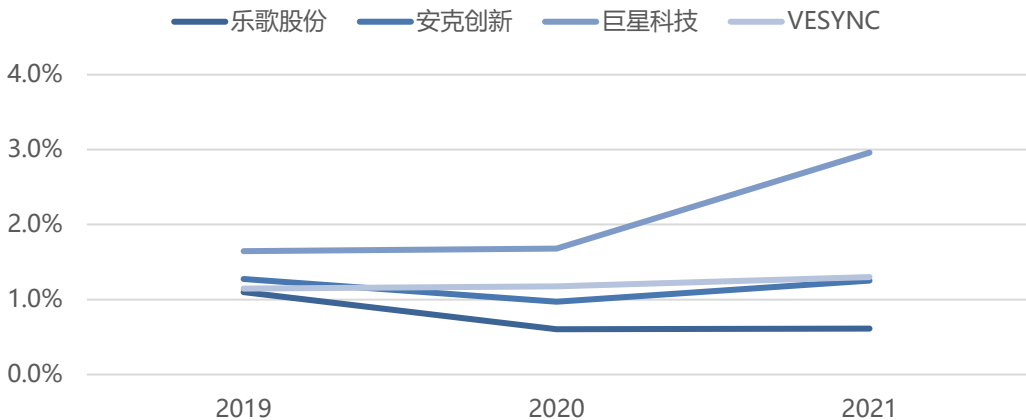
跨境电商各公司营业总收入及增速



跨境电商各公司销售费用率 (%)



跨境电商各公司研发费用率 (%)



## 【跨境电商】跨境出口受益人民币贬值，品牌力为核心

- 2022年以来，美元兑人民币汇率出现回升，截止2022年4月底，汇率已回升至约6.6。美元为多数跨境电商企业出口产品结算的主要货币。人民币贬值将提升公司产品在境外市场的竞争力，预计对公司二季度业绩产生正面影响。
- 汇率变动对VESYNC影响相对最弱，公司应对外汇风险，主要通过将外币净额状况减至最低的方法。

| 股票代码      | 公司名称   | 主营品类        | 出口产品结算货币      | 海外业务占收入比例 | 汇兑损益/净利润绝对值 | 汇率变动对现金的影响/现金及现金等价物绝对值 |
|-----------|--------|-------------|---------------|-----------|-------------|------------------------|
| 002640.SZ | *ST跨境  | 母婴、美妆个护、保健品 | 美元、欧元、英镑、港元等  | 57.86%    | 9.64%       | 48.36%                 |
| 300209.SZ | 天泽信息   | 3C电子、户外家居等  | 美元、港币等        | 93.59%    | 1.66%       | 48.36%                 |
| 300464.SZ | 星徽股份   | 电子设备        | 美元            | 83.74%    | 6.43%       | 22.87%                 |
| 002280.SZ | 联络互动   | 消费电子        | 美元            | 92.54%    | 6.81%       | -58.94%                |
| 601113.SH | ST华鼎   | 纺织化纤        | 美元、英镑、欧元以及日元等 | 69.40%    | 10.13%      | -39.13%                |
| 002444.SZ | 巨星科技   | 工具、存储箱柜     | 美元            | 95.63%    | 4.16%       | -24.15%                |
| 002803.SZ | 吉宏股份   | 纸制品包装       | 美元、港币、新台币、日元等 | 56.91%    | 8.32%       | -14.38%                |
| 300866.SZ | 安克创新   | 消费电子        | 美元、英镑、欧元以及日元  | 96.66%    | 2.98%       | -7.95%                 |
| 300729.SZ | 乐歌股份   | 家具办公        | 美元            | 90.72%    | 8.97%       | -5.99%                 |
| 2148.HK   | VESYNC | 小家电         | 美元            |           | 4.02%       | -0.75%                 |

2020-2022年美元兑人民币汇率

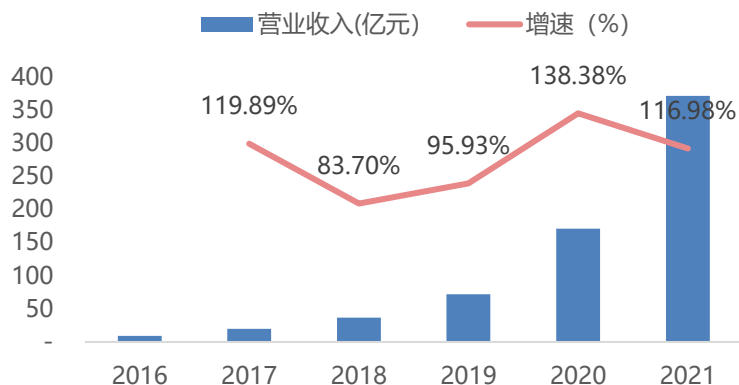


## 【工业B2B】国联股份：“平台+科技+数据”，增长势头持续

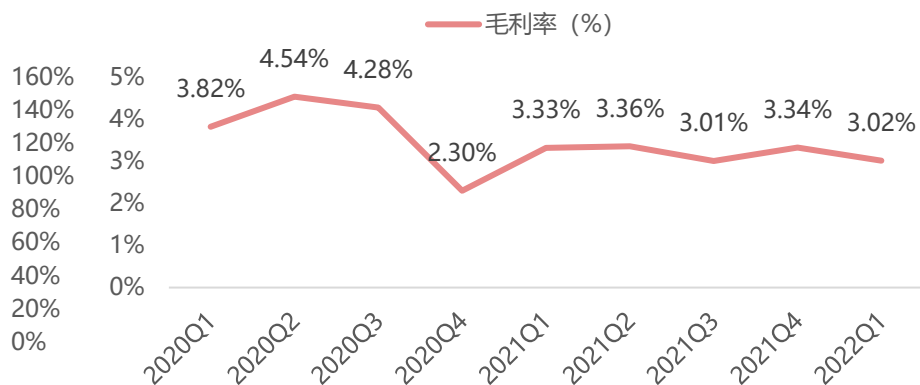
### 交易平台

- “十四五”数字经济发展目标指出，工业互联网应用普及率从2020年的14.7%提升至2025年的45%。公司市场渗透率2021年总体约1.02%，较2020年提升超0.5pct；涂多多作为最早且目前发展最成熟的电商平台，渗透率为2.09%。渗透率提升空间大。
- 2021年收入372亿元，同比117%，双轮驱动交易增长：①现有平台纵向拓展品类；②产业经验横向复制到其他垂直行业，如芯多多、医多多和砂多多
- 2021年多多电商交易用户数13,458户，同比增加63.44%，每户平均收入275.68万元，同比增长33.1%。

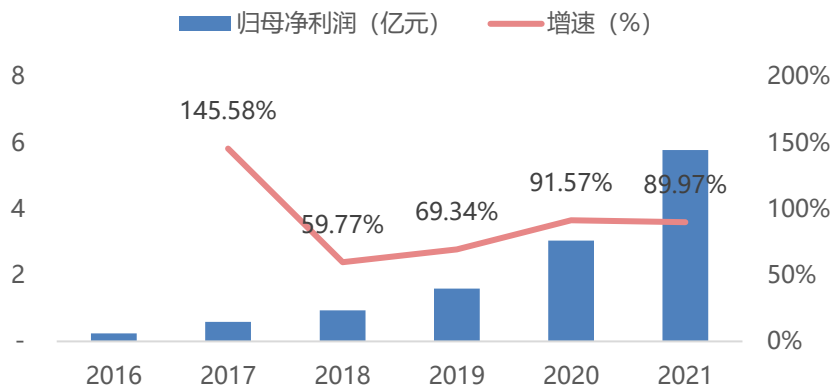
国联股份营业收入及增速\_年度



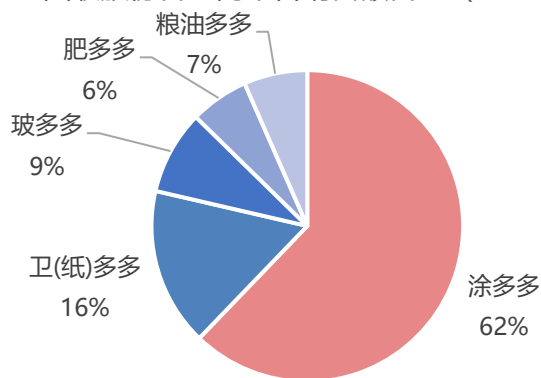
国联股份毛利率\_季度



国联股份归母净利润及增速\_年度



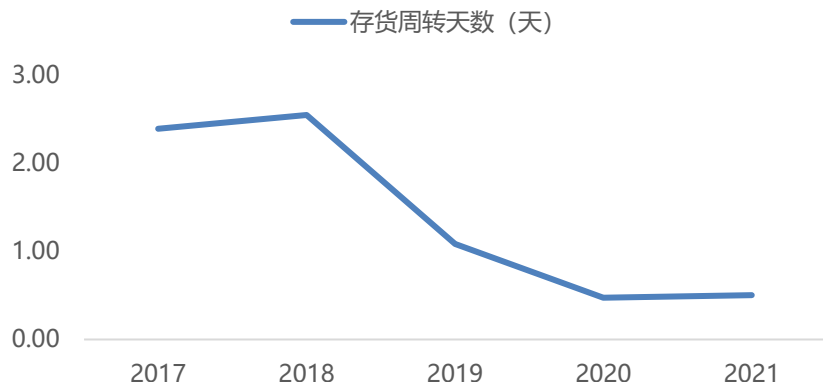
国联股份各电商平台销售额占比 (2021)



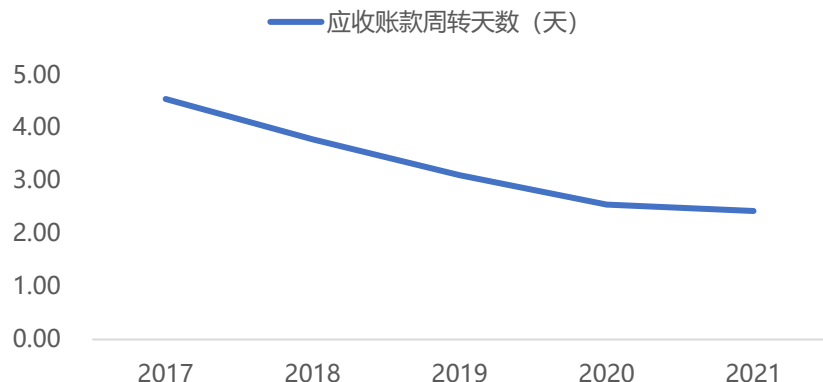
## 【工业B2B】国联股份：“平台+科技+数据”，增长势头持续

- 利润主要来自上游集采的规模效应。
- 高速周转：以销定产，仅保留少量库存用于调剂，让多多平台可以将产品价格及时传导到下游。从平台运营结果来看，原材料价格的波动对公司业绩并未造成重大影响影响。
- 云工厂持续推进数字化，2021年云工厂数量20家，2022年计划新增30-40家左右。云工厂未来按照降本增效效果付费。后续数字服务规模化，通过打通产业链的物流、资金流、订单流等提供增量价值，有望实现稳定现金流，打造公司第二增长驱动。

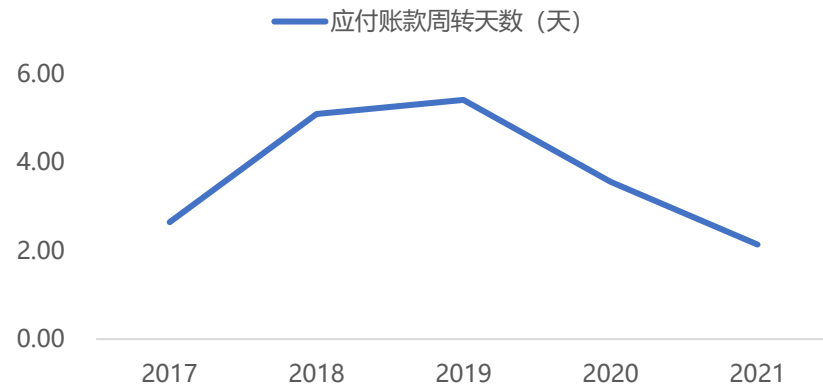
国联股份存货周转天数\_年度



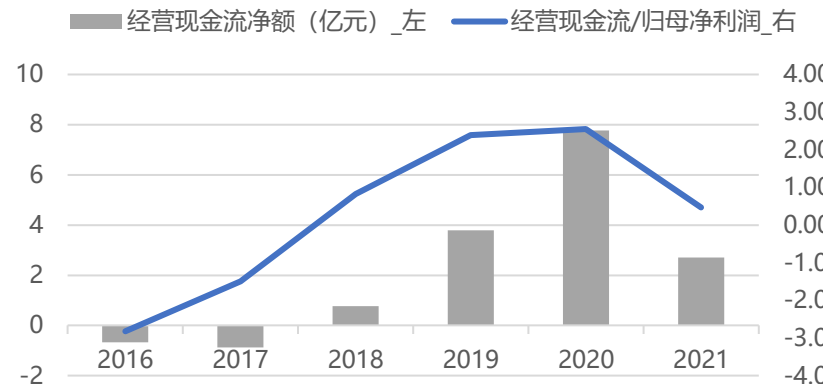
国联股份应收账款周转天数\_年度



国联股份应付账款周转天数\_年度



国联股份经营现金流净额\_年度



## 【农业B2B】汇通达：深耕自营路径，优化盈利模式，布局SaaS+

- 汇通达是一家服务下沉市场零售行业企业客户的交易与服务平台，在下沉市场有超十年的运营经验。汇通达成立于2010年，创立初期致力于家用电器销售。当前注册会员零售门店总数16.9万家，已形成覆盖中国32个省份及超2万个乡镇的零售生态系统。
- 2021年汇通达收入658亿元，同比增速33%，其中99.2%的收入来自交易业务，包括自营模式下的销售收入以及在线撮合业务模式下的佣金收入及服务费用。
- 2021年经调整利润5亿元，同比增速55%，利润水平稳中有升。

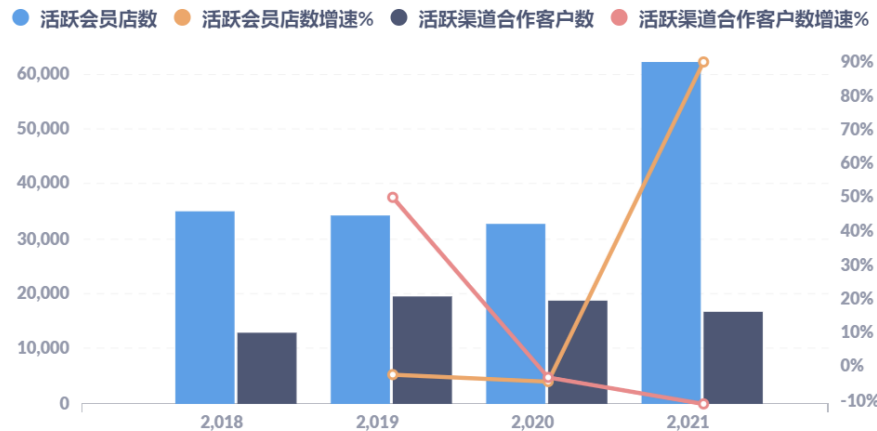


## 【农业B2B】汇通达：深耕自营路径，优化盈利模式，布局SaaS+

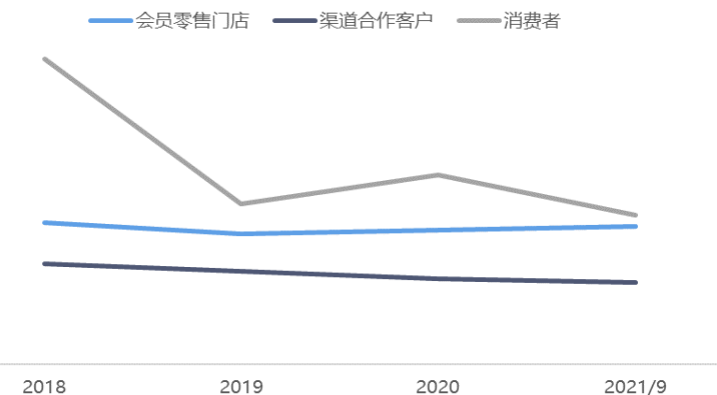
优化盈利路径：

- ①调整客户类型，发力会员店渠道，降低议价能力强的渠道客户占比
- ②布局高毛利品类。2021年自营品类向消费电子倾斜，采取低毛利策略深化与品牌制造商的合作，以提高市场份额。
- ③深化品牌合作，减少采购中间环节。随着公司B端用户的积累，提升上游品牌的合作意愿。品牌商采购比例为38%，有进一步提升空间，重点合作品牌包括苹果、哪吒汽车、五粮液、三星、重庆农资等。

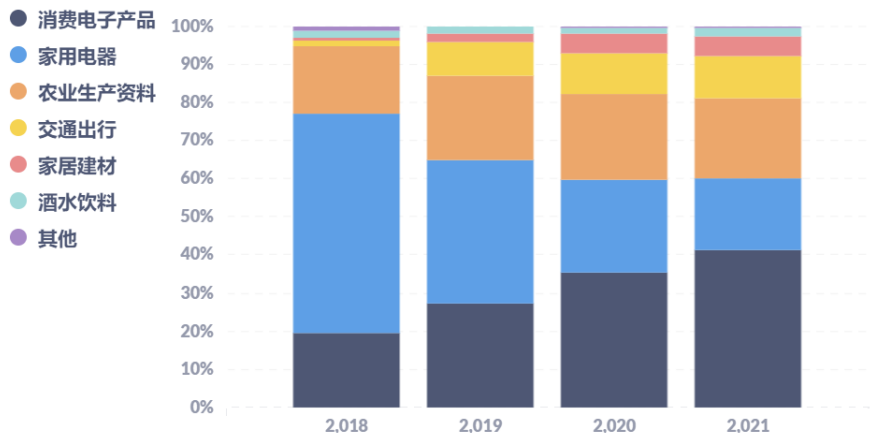
汇通达活跃会员店及渠道合作客户数



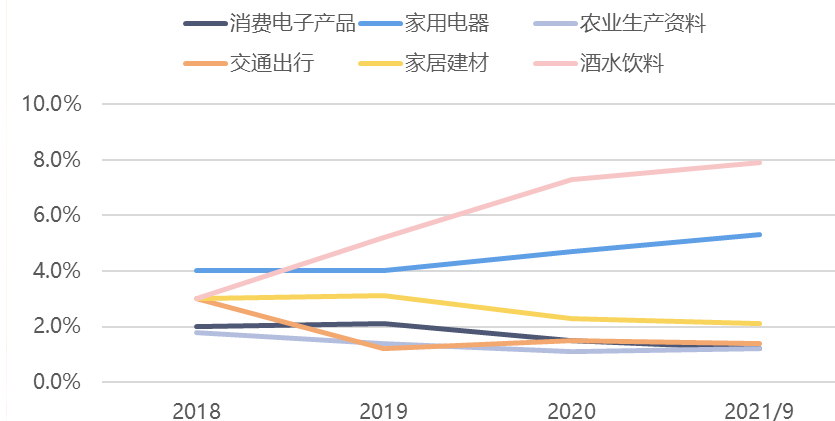
毛利率\_按客户类型



自营收入构成\_按商品类型



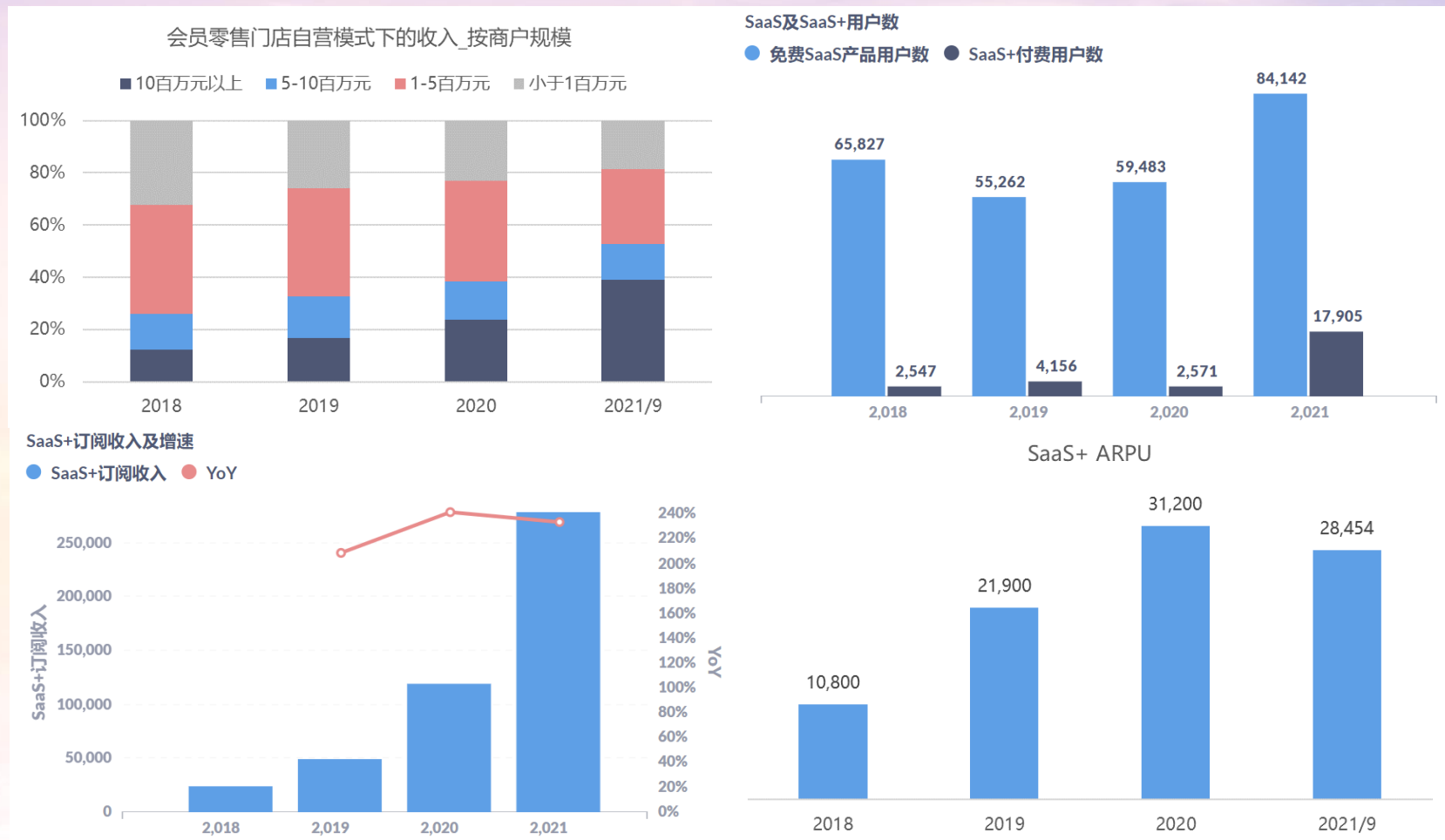
自营业务毛利率\_按商品品类



## 【农业B2B】汇通达：深耕自营路径，优化盈利模式，布局SaaS+

### SaaS+布局规划：

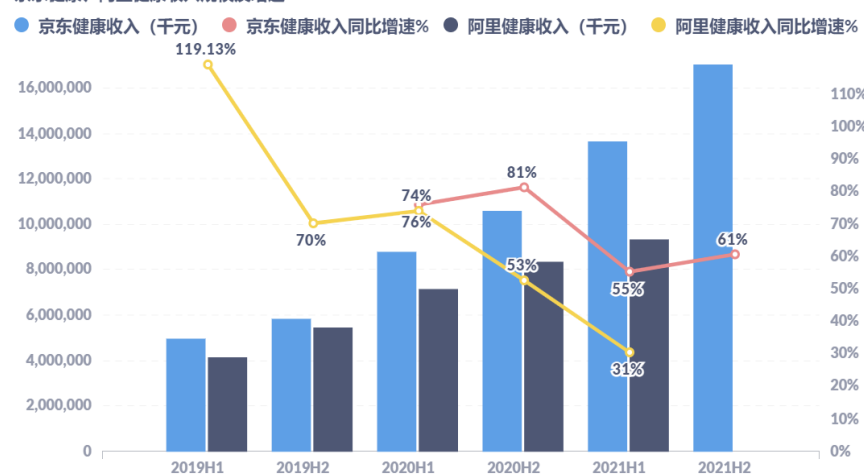
- 会员零售店成为SaaS+的潜在客户群，且高营收的零售店收入贡献增加。2021Q3营业额上千万的会员零售门店数量占比为0.4%，对会员零售门店自营业务的收入贡献为40%，收入贡献逐年提升。
- 客户经理加大对SaaS+模块的推广，2021年初见成效。
- 由于下沉市场对价格的敏感性高，以及业务规模较小对数字化的必要性需求有限，SaaS+服务的付费意愿和付费能力还有待验证。



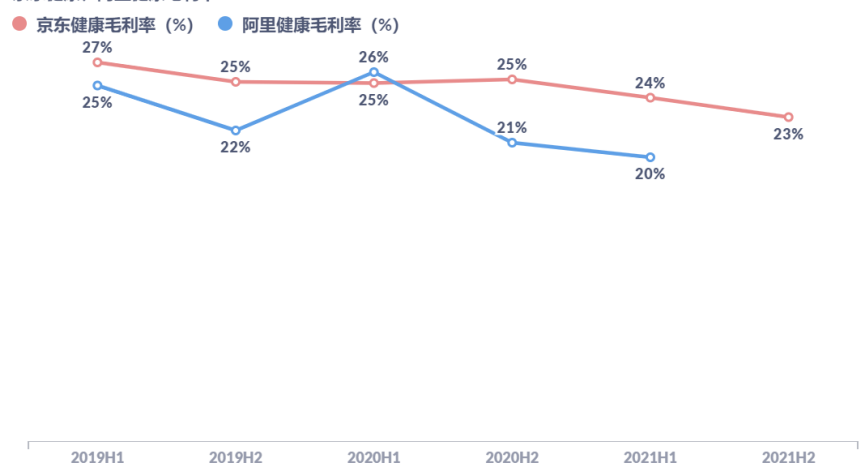
## 【互联网医疗】京东健康：营收利润均超预期，集团协同效应显现

- 京东健康：集团协同效应明显，领先供应链能力为医药零售和服务提供保障。公司2021年营收307亿元，同比增长58.3%；利润超预期，由于产品组合变动及促销导致毛利率下降，但公司控费得当。非国际财务报告准则净利润为14.02亿元，同比91.50%。
- 计划未来两年回购不超过30亿港元的股份，传递积极信号

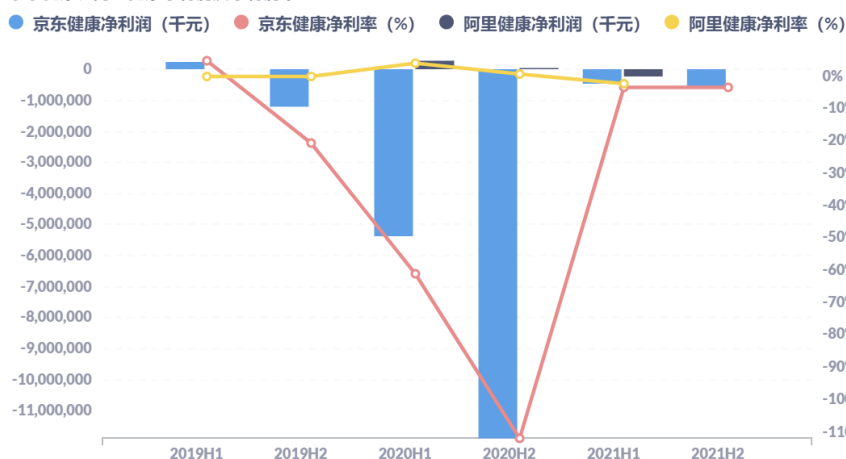
京东健康、阿里健康收入规模及增速



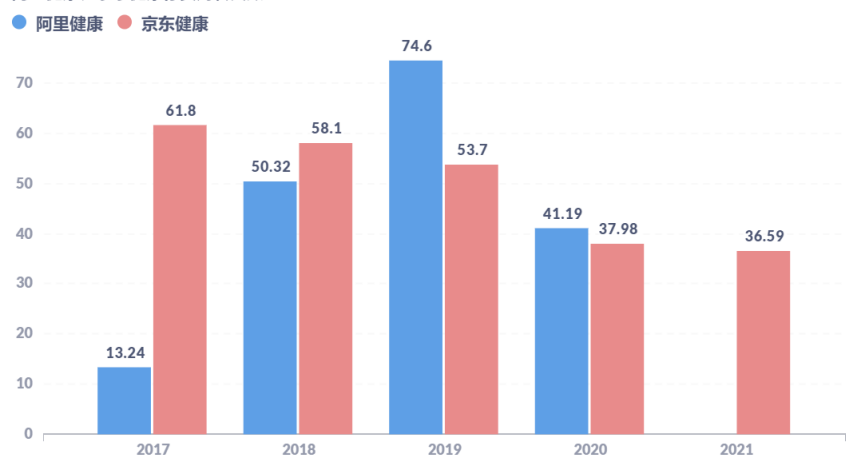
京东健康、阿里健康毛利率



京东健康、阿里健康净利润及净利润率



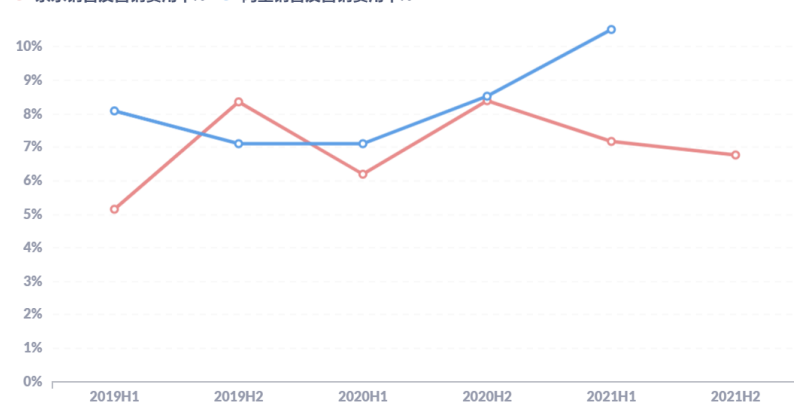
阿里健康、京东健康存货周转天数



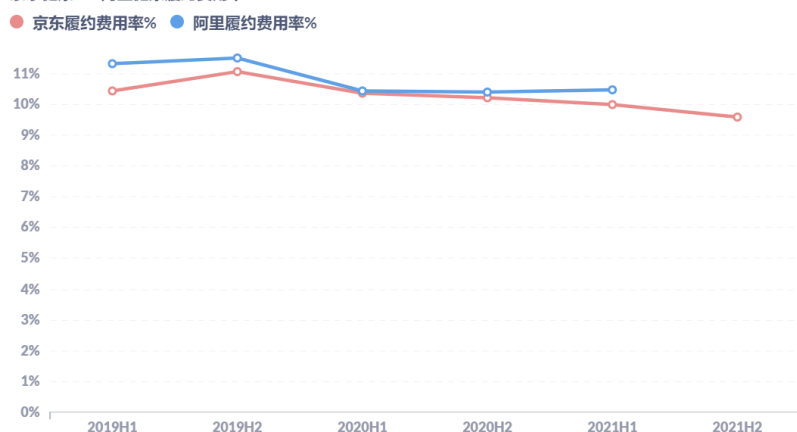
## 【互联网医疗】京东健康：营收利润均超预期，集团协同效应显现

- 年活跃用户达 1.23 亿，同比37%，集团用户渗透率提升至 22%。ARPU 达 212.30 元，同比 13.66%。
- 互联网医疗仍处于渗透率提升阶段，头部企业销售费用率提升以扩大市场份额，让利消费者来培养用户心智。

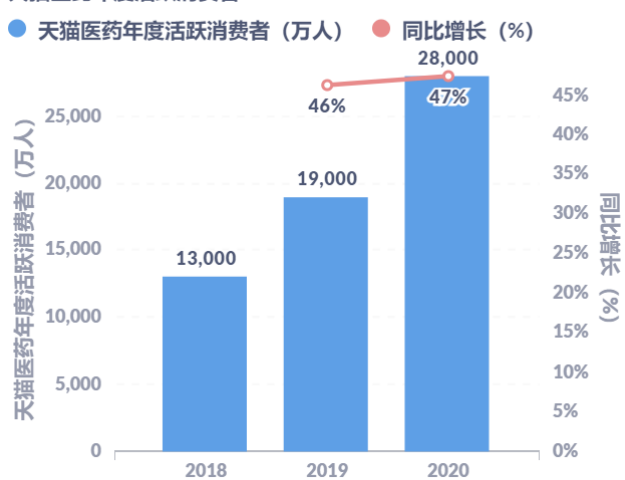
京东健康 v.s. 阿里健康销售及营销费用率



京东健康 v.s. 阿里健康履约费用率



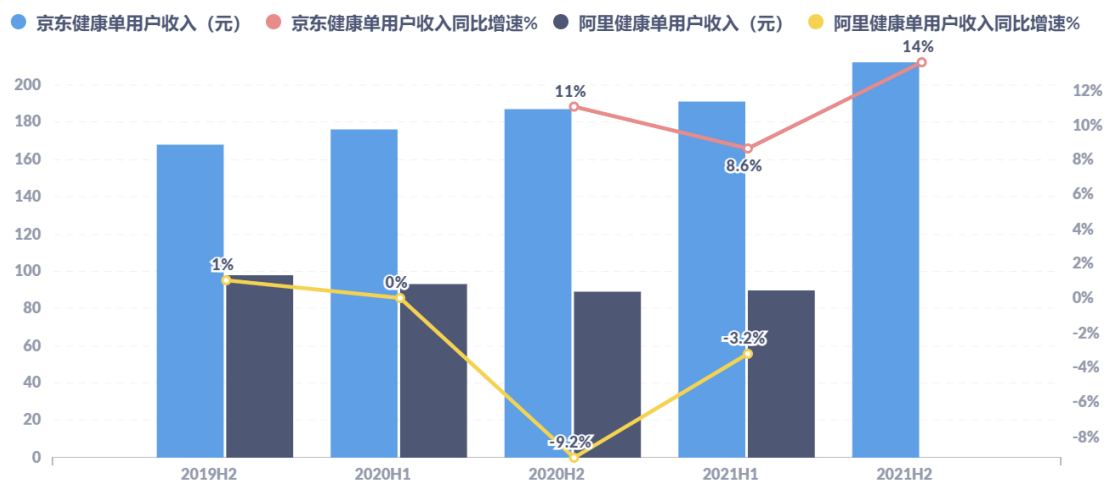
天猫医药年度活跃消费者



公司年度活跃用户数及增速\_半年度

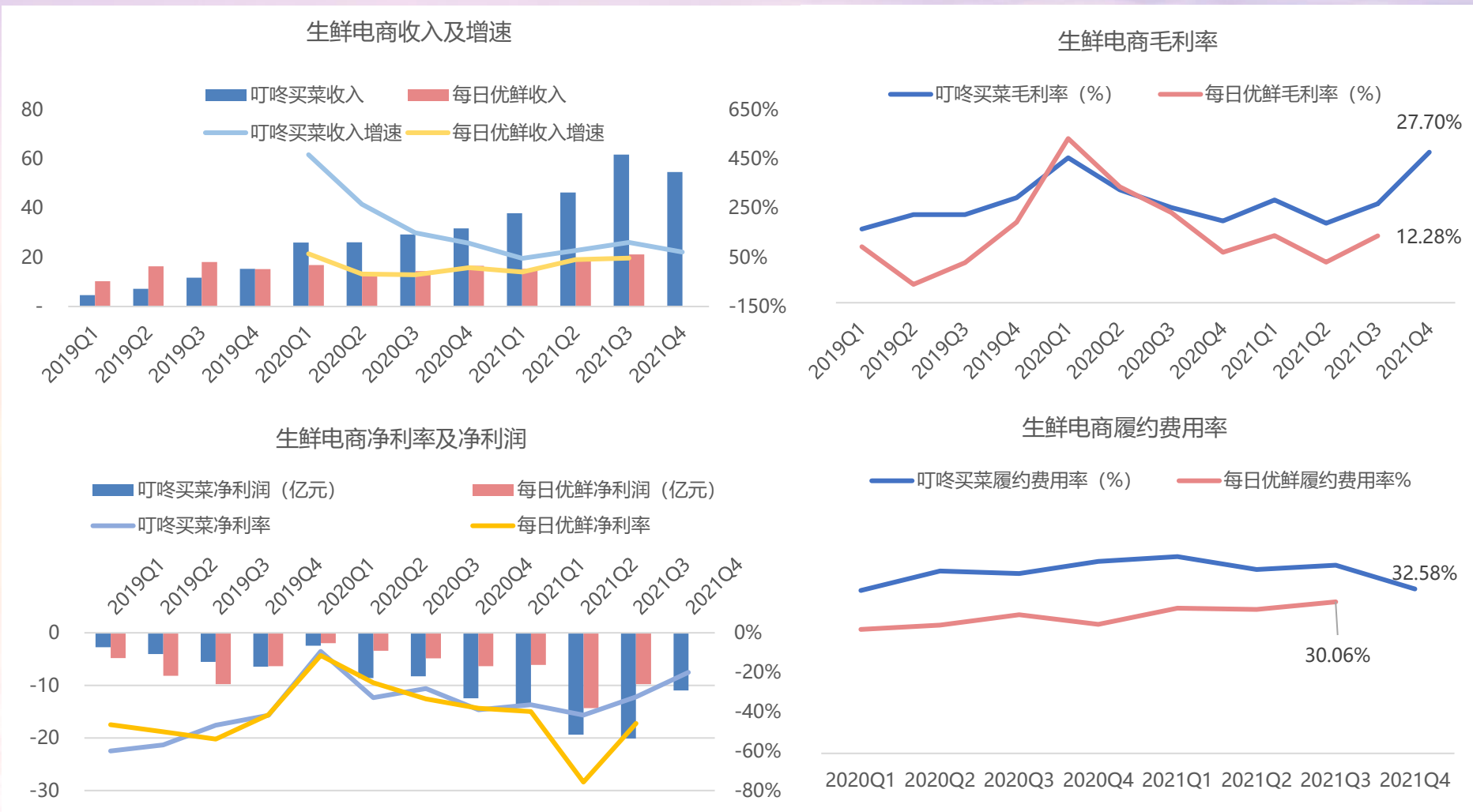


京东健康、阿里健康单用户收入及增速



## 【生鲜电商】疫情下需求提振，履约费用持续优化

- 短期看，疫情下配送时效强及履约确定性高承接更多消费需求，客单价及订单量明显提振。长期看，重点区域渗透率有望进一步提升，规模化后采购成本及履约费用有望持续优化。
- 叮咚买菜收入保持高速增长，履约费用率优化，毛利率提升。2021年收入201亿元，同比78%，净利率-32%，同比提升3.92pcts。



## 风险提示

- **宏观经济运行不及预期风险。**一方面疫情反复影响正常出行和消费，影响宏观经济的正常运行；另一方面，国内经济由高速度转向高质量发展，若宏观经济不及预期，则互联网广告、电商等变现方式均会受到一定冲击。
- **政策风险。**2021年以来，互联网传媒行业的监管收紧，若后续行业监管政策发生变化则会对影响个股及行业表现；另外，元宇宙发展过程中，可能会因为技术进步、应用创新等而触及监管红线，进而对其未来发展造成影响。
- **行业竞争加剧。**电商用户红利接近尾声，各电商平台用户增长减缓，导致市场整体空间受限，平台定价权削弱，进而加剧网络零售业内部竞争。
- **游戏产品或内容上线不及预期风险**
- **数据统计结果与实际情况偏差风险。**报告结论基于我们的线上数据跟踪，数据的样本情况以及统计方式与实际情况有可能有所偏差。

## 特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。