



Research and
Development Center

云开雾散时，春暖花即开

传媒互联网&海外行业 2022 年中期策略报告

2022 年 5 月 3 日

冯翠婷 传媒互联网及海外首席分析师

执业编号: S1500522010001

联系电话: +86 17317141123

邮箱: fengcuiting@cindasc.com

证券研究报告

策略研究

冯翠婷 传媒互联网及海外首席分析师
执业编号: S1500522010001
联系电话: +86 17317141123
邮箱: fengcuiting@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

云开雾散时，春暖花即开

2022 年 5 月 3 日

- **2022 年政策暖意明显，进入“支持为主、监管为辅”的新阶段。**2021 针对平台经济的监管政策密集出台，互联网各细分行业的监管要求和发展路径正在逐步清晰。在政策的担忧和情绪的波动下，板块内重点公司下跌 30-80%，与历史估值和海外公司相比均具备一定的性价比，公司频频回购彰显信心。2022 年平台经济方针彻底转向，从“严管”走向“呵护”，预计更多有利于行业健康发展的措施即将出台。
- **预测 2022 年下半年将出现的几大趋势：**
 - **（一）降本增效，追求高速增长向追求高质量增长转变。**降本增效是互联网行业 2022 年的主题。降本增效的主要措施包括：通过业务调整有序增减员工数量，优化人力成本；减少营销费用，关注用户价值和生命周期的高质量运营；加大研发投入，提升自主创新能力。
 - **（二）修炼“内功”，寻找稳健可持续的发展路径。**“强化反垄断和防止资本无序扩张”的原则会在未来的反垄断工作中保持并延续，头部互联网平台开始有意收缩对外投资和并购，进行业务的优化调整，在新兴业务上强势发力。
 - **（三）短期内抽佣不是商业化的主要抓手，广告变现提升空间或更大。**国内各个电商平台的货币化率仍有提升空间，但在互联网监管大环境下预计短期难有显著提升。佣金率的提升短期内可能更多的需要通过结构优化，如提升高毛利率、高佣金率品类的占比；广告费率未来提升的空间或大于佣金费率，广告主结构优化及宏观经济回暖后预计得以修复。
 - **（四）共同富裕，鼓励互联网公司强化社会责任，赋能产业链上下游。**在良性的监管环境下，互联网公司将凸显各自的价值。2022 年上海疫情下互联网公司在供应链、物流等方面充分发挥自身社会责任。赋能产业链上下游，是互联网公司未来绕不开的任务。短期来看，平台经济的盈利周期或将加长，但长期来看平台与社会是利益共同体，赋能社会与产业才能帮助平台长远发展。
 - **（五）后疫情时代行业复苏节奏：本地生活、电商、广告行业有望逐步受益。**局部地区疫情爆发以及防疫的严格措施给经济各方面带来阶段性影响，关注需求端的反弹和供给端的恢复。本地生活线上消费，需求旺盛但供给存在一定短缺；电商消费，需求有回补但受制于物流限制；广告行业，主要受到经济影响导致需求端低迷。
- **电商：短期待消费反弹，差异化与重运营是竞争趋势。**2021 年电商行业面临宏观消费低迷，行业内卷加剧。在存量竞争之际，降低获客成本、投入基础设施的高质量运营是助力行业发展长远的关键。直播电商、社区团购、即时零售有望打开电商行业的增量空间：直播电商通过优化购物体验

提升消费者购买频次，当前行业呈三足鼎立格局，头部主播销售额占比不高，扶持品牌自播是未来的趋势；社区团购打开下沉市场和生鲜品类的线上化空间，2022年市场规模有望达到5000亿，维持行业“3+N”格局不变，降低履约成本和实现品类扩充是盈利的关键；即时零售满足消费者的即时性需求，将与中心化电商等多种业态会共存发展，重点品类差异化策略是O2O的增长机会。

- **本地生活：疫情常态化不改刚性需求，复苏潜力或更大。** 外卖行业虽然亦受到宏观和疫情的冲击，但是其刚需的特征保证短期影响过后的反弹空间更大，行业竞争格局稳定，骑手社保政策、纾困政策等对美团外卖单均盈利能力影响有限；到店业务行业竞争趋势是行业关注的重点，到店市场空间巨大，抖快更多的是创造了增量市场，美团依托大众点评的用户心智，竞争格局短期不会有大变化。
- **广告：短期持续低迷，中期看疫情后修复，长期潜在空间可期。** 2021年下半年增速放缓，主要原因有三：宏观消费疲软，行业监管趋严，特定行业投放预算缩减。对于2022年，我们预计消费大盘有望于下半年回暖，广告大盘将滞后于同期的宏观经济恢复；《个人信息保护法》虽会导致精准营销和个性化推送的准确性有所下降，但总体影响有限，且广告主预算预计将进一步向头部平台倾斜；长期来看广告依旧是优质的营销手段，随着经济回暖，广告景气度有望与经济景气度实现共振，或略滞后于经济景气度，会有更多的行业具备更强的广告投放能力。
- **视频：短视频两分天下，视频号迅速崛起；中长视频全力减亏，向商业化探索前进。** 2021年短视频行业用户增速放缓，但用户的使用黏性仍较强。用户规模上，短视频行业的DAU天花板仍较高，或达到11亿左右，抖音和快手通过极速版进一步拓展用户规模，均有较大的渗透空间。竞争格局上，在抖快两分天下之际，视频号正在迅速崛起，用户规模实现迅速提升。商业化进程上，商业化进程相对成熟的抖音和快手将继续通过直播电商和广告变现；处于商业化初期的视频号，未来将主要通过广告进行变现。中长视频2022年全力减亏，调整战略定位，控制支出，降本增效。哔哩哔哩今年或将对新的货币化形式进行探索，压缩品牌和游戏推广费用，预计三费和Margin均出现较大的改善。
- **游戏：拥抱版号常态化戴维斯双击，游戏出海系核心催化。** 随着人口红利的消失，手游市场进一步饱和，供给侧改革等影响内容供给导致行业增速放缓；全球化战略成效显著，游戏出海成为行业主要增量。对板块来说，18年版号停发行业增速底部刚好对应前期估值底部，版号常态化后增速有望回暖；对个股来说，估值周期与产品流水周期有高度相关性，核心产品上线→收入增长→净利增长→估值提升实现戴维斯双击。受21年8月版号停发、830新政等影响，过去一年游戏行业估值呈下行趋势，整体估值偏低，重申强烈推荐。
- **新消费：关注疫情后恢复，看好体育、国潮等细分赛道。** 居民消费水平提高及政府支持体育行业，持续促进运动消费需求增长。运动装备本土四大龙头品牌安踏、李宁、特步、361度及国内体育设备类公司舒华体育有望追赶国际头部品牌。生活圈媒体龙头分众传媒、潮玩龙头泡泡玛特等受

疫情影响 22H1 业绩短期承压，看好经济后周期的业绩修复。

- **投资评级：**我们认为赛道内的优质公司将在 2022 年实现价值回归，维持行业“看好”评级：
- **互联网方面**建议关注：1、业绩增速好、长期竞争力强的中生代消费互联网公司【**美团-W、京东集团-SW**】；2、减亏预期明确，商业模式超群，估值持续压制的短视频平台【**快手-W**】；3、业绩和估值还在底部，耐心等待右侧的行业龙头公司【**腾讯控股、阿里巴巴-SW**】；4、业绩增速和利润率稳定，低 PE 质优公司【**网易-S、拼多多**】；5、顺应政策基调布局新科技领域的【**百度集团-SW**】。
- **传媒方面**建议关注：1、游戏版号常态化及游戏出海核心催化，优先推荐估值锚点【**腾讯控股、网易-S**】，版号弹性及出海龙头【**三七互娱、完美世界、吉比特、心动公司**】及 β 弹性【**宝通科技、姚记科技、世纪华通、哔哩哔哩-SW、中手游、百奥家庭互动**】等；2、疫情恢复 22H2 影响消化【**分众传媒、星期六、三人行、视觉中国**】等；3、元宇宙主题机会，看好 VRAR 产业链、NFT、数字虚拟人、人工智能等【**三人行、视觉中国、星期六、科大讯飞、蓝色光标、凯撒文化**】等；4、中长视频平台回暖【**芒果超媒、哔哩哔哩-SW**】。
- **新消费方面**建议关注：1、经济后周期及消费共振【**分众传媒**】；2、体育受赛事大年及政策支持影响，关注【**安踏体育、李宁、特步国际、361度、Keep、舒华体育、中体产业、姚记科技**】等；3、潮玩龙头疫情后恢复及 IP 出海【**泡泡玛特**】。
- **风险因素：**行业政策风险、监管趋严；疫情反复，控制进程缓慢；宏观经济恢复不及预期；核心游戏、新游表现或上线进程不及预期、海外市场不及预期；核心人才流失风险；汇率波动影响海外收入；原材料价格持续上升等。

目 录

一、互联网行业监管：政策回暖，预期之内与之外	9
1.1 2021 年监管回顾	9
1.2 2022 年监管趋势：暖意明显，行稳才可致远	10
二、资金面：行情短期承压，多数公司性价比较高	12
2.1 政策及情绪影响下，行情短期承压，重点公司表现分化	12
2.2 估值分析：国内多数互联网公司性价比较高	13
2.3 重点公司回购梳理：回购彰显信心，传递积极信号	14
三、2022 年行业趋势判断	16
3.1 降本增效，追求高速增长向追求高质量增长转变	16
3.2 修炼“内功”，寻找稳健可持续的发展路径	18
3.3 商业化：短期内抽佣不是主要抓手，广告变现提升空间或更大	20
3.4 强化社会责任，赋能产业链上下游	21
3.5 后疫情时代互联网行业复苏节奏：本地生活、电商、广告行业有望逐步复苏	22
四、电商：短期待消费反弹，差异化与重运营是竞争趋势	26
4.1 2021 年电商行业总结：宏观消费低迷，行业内卷加剧	26
4.2 展望 2022 年：存量竞争，需注重高质量运营	29
4.3 直播电商：行业增长潜力不减，监管趋严回归良性发展	31
4.4 社区团购：行业三梯队分化，高质量精细运营是重要目标	35
4.5 即时零售：打开电商行业空间的另一个窗口	36
五、本地生活：疫情常态化不改刚性需求，复苏潜力或更大	38
5.1 外卖行业刚需特征及疫情的短期影响	38
5.2 到店业务行业竞争趋势	39
六、广告：短期持续低迷，长期潜在空间可期	40
6.1 2021 年广告行业业绩总结：宏观+监管导致行业增速放缓	40
6.2 2022 年广告行业趋势：渠道引流成为营销重点，短视频类广告持续增长	42
七、短视频：抖快两分天下之际，视频号迅速崛起	43
7.1 2021 年短视频行业总结：用户增速放缓，使用黏性强	43
7.2 竞争格局：抖快两分天下之际，视频号迅速崛起	44
八、游戏：拥抱版号常态化戴维斯双击，游戏出海系核心催化	48
8.1 2021 年游戏行业总结：多因素导致行业收入放缓，盈利弹性有待释放	48
8.2 监管筑底：版号常态化，行业增速有望修复	51
8.3 游戏出海：国内供给加紧修复，海外广阔大有可为	54
九、新消费：关注疫情后恢复，看好体育、国潮等细分赛道	58
9.1 运动装备行业：运动消费需求增长，本土品牌顺势崛起	58
9.2 泡泡玛特：IP 稳定且优质，渠道布局稳固推进	64
9.3 分众传媒：疫情影响致短期承压，待经济复苏后修复	66
附：相关公司估值一览	70
风险因素	71

表 目 录

表 1：2021 年平台经济监管总则回顾	9
表 2：2022 年平台经济相关政策梳理	11
表 3：2022 年监管预计实施方向	11
表 4：重点公司估值	14
表 5：“防止资本无序扩张”相关政策梳理	19
表 6：维护商户利益	22
表 7：抖音“兴趣电商”VS 快手“信任电商”	32
表 8：维护商户利益相关政策梳理	33
表 9：2020 年直播带货红人排行榜 TOP 10 榜	33
表 10：达人播与品牌自播对比	34
表 11：2022 年 2 月抖音&快手直播电商数据对比	35
表 12：社区团购主要玩家对比	36
表 13：互联网零售模式对比	37
表 14：美团和饿了么部分城市销售额份额对比（2019）	39
表 15：广告相关政策监管趋严	41
表 16：各平台广告收入与 ARPU 值	41

表 17: 2022 年 2 月抖音&快手直播电商数据对比	47
表 18: 2019-2021 港股游戏公司季度网络游戏收入 (亿元)	49
表 19: 2019-2021 季度港股游戏公司季度网络游戏收入同比增速	49
表 20: 2019-2021 季度港股游戏公司季度网络游戏毛利率	51
表 21: 2017-2021 港股游戏公司净利润率	51
表 22: 2022 游戏行业监管政策梳理	52
表 23: 2022 年度全球 52 强中国发行商 (全球 iOS&Google Play 综合收入)	56
表 24: 各品牌财务情况	60
表 25: 各品牌流水增长情况	64
表 26: 分众传媒 2020 年、2021 年收入分行业情况	68
表 27: A 股相关公司估值表	70
表 28: 港股相关公司估值表	70

图 目 录

图 1: Facebook 股价走势	10
图 2: Google 股价走势	10
图 3: 行业指数对比	12
图 4: 重点公司股价走势	13
图 5: 重点公司历史估值水平 (倍)	14
图 6: 腾讯回购历史	15
图 7: 阿里巴巴回购历史	15
图 8: 网易回购历史	16
图 9: 互联网公司员工人数变化趋势 (人)	17
图 10: 营销费率	17
图 11: 研发费率	18
图 12: 头部平台在国内私募投资并购活跃度变化 (事件数)	19
图 13: 腾讯收入结构	20
图 14: 阿里巴巴电商货币化率	20
图 15: 拼多多货币化率	21
图 16: 美团外卖货币化率	21
图 17: 拼多多发力农业	22
图 18: 本轮疫情与 2020 年疫情当日新增数量对比 (例)	23
图 19: 生鲜电商及社区团购平台 DAU 变化 (百万)	24
图 20: 传统电商平台 DAU 变化 (百万)	24
图 21: 社零、线上零售额及同比增速	25
图 22: 2020 年疫情结束各行业复苏节奏	25
图 23: 我国社会零售总额及增速	26
图 24: 线上实物零售增速及渗透率	26
图 25: 国内电商格局	27
图 26: 电商平台营收季度增速	28
图 27: 电商平台 Non-GAAP 净利率	28
图 28: 电商平台活跃买家数 (百万)	29
图 29: 电商平台新增活跃买家数 (百万)	29
图 30: 三大电商用户城市级别对比	30
图 31: 三大电商人均 GMV (元)	30
图 32: 三大电商获客成本 (元)	30
图 33: 三大电商维系成本 (元)	31
图 34: 网络直播用户规模及使用率	31
图 35: 直播电商市场空间	31
图 36: 直播电商 GMV (亿元)	32
图 37: 企业自播与达人播市场占比	34
图 38: 不同粉丝量级直播带货 KOL 账号数量占比	35
图 39: 不同粉丝量级直播带货 KOL 直播 GMV 占比	35
图 40: 社区团购流通模式	35
图 41: 即时零售行业用户规模及增速	37
图 42: 即时零售前 15 品类各渠道销售额增幅% (2021vs2020)	38
图 43: 餐饮市场规模	38
图 44: 外卖市场规模	38
图 45: 美团外卖 GTV 及单量市占率	39
图 46: 中国医美行业规模及增速	40

图 47: 剧本杀行业规模及增速	40
图 48: 抖音到店业务	40
图 49: 2021 年 top15 行业广告投放费用规模	41
图 50: 互联网广告市场规模	42
图 51: 互联网典型媒介广告市场份额	42
图 52: 2022 年 1 月互联网广告收入 top10 (亿元)	42
图 53: 典型广告形式投放费用增长趋势	42
图 54: 品牌投放广告与渠道分布 (万元)	43
图 55: 典型媒介投放费用增长趋势	43
图 56: 短视频用户规模及使用率	43
图 57: 短视频行业月活跃用户规模趋势	43
图 58: 用户使用总时长占比	44
图 59: 头部派系 APP 使用时长占比	44
图 60: 短视频平台 MAU (百万)	44
图 61: 短视频平台 DAU (百万)	45
图 62: 视频号 DAU (亿)	45
图 63: 人均单日使用时长 (分钟)	46
图 64: 快手收入结构	46
图 65: 快手电商 GMV	47
图 66: 快手电商业务变现率	47
图 67: 2022 年 2 月抖音快手消费行业直播 GMV 占比	47
图 68: 2017-2021 年整体网络游戏收入及增速	48
图 69: 2017-2021 年腾讯网易及其他公司占比	50
图 70: 2018-2021 年月度版号发放情况	52
图 71: 各游戏公司已有版号未上线游戏 pipeline	53
图 72: 2014-2021 中国移动游戏市场实际销售收入	54
图 73: 2017Q1-2021Q4 中国移动游戏实际销售收入及增速	54
图 74: 中国自主研发移动游戏海外市场实际销售收入与增速及占全球收入比例	55
图 75: 21Q2-21Q4 腾讯游戏海内外市场收入占比及同比增速	55
图 76: 20A-21H1 三七互娱海内外市场收入占比及同比增速	55
图 77: 2020Q4 至 2021Q3 中国手游入围美国手游畅销榜 TOP100	56
图 78: 中国手游热门出海市场收入同比增速 (App Store+Google Play)	56
图 79: 2020 至 2021 年日本、韩国、东南亚移动市场收入	57
图 80: 2021 年中国手游入围日本、韩国、东南亚手游畅销榜 TOP100	57
图 81: 2020Q1-2021Q4 各大品牌流水增速 (取公告区间中位数)	59
图 82: 四大品牌营收情况	59
图 83: 四大品牌营收增速	59
图 84: 四大品牌毛利率	60
图 85: 四大品牌净利率	60
图 86: 2021 年国内运动鞋服品牌市占率	61
图 87: 2021 年双十一运动鞋服销售榜单	61
图 88: 2021 年各品牌门店城市分布情况	61
图 89: 2021 年各品牌门店分布占比	61
图 90: 2020-2021 年各品牌店效 (万元/月) 测算	62
图 91: 2021 年销售费用占营收比例	62
图 92: 2019-2021 年各大品牌电商销售占比	62
图 93: 3 月份天猫及抖音销量	62
图 94: 2021 年各大品牌儿童店数	63
图 95: 各大品牌鞋子价位	63
图 96: 各大品牌衣服价位	63
图 97: 2021 年各大品牌会员数量	64
图 98: 分平台粉丝数	64
图 99: 泡泡玛特分 IP 收入占比	65
图 100: 泡泡玛特自有 IP 收入构成	65
图 101: 泡泡玛特分渠道收入占比	65
图 102: 泡泡玛特线上渠道收入构成对比	65
图 103: 泡泡玛特天猫淘宝 2021 年 3 月-2022 年 3 月销售数据	66
图 104: 泡泡玛特京东旗舰店 2021 年 3 月-2022 年 3 月 GMV	66
图 105: 泡泡玛特 2022 年 1 月-3 月抖音平台销售数据	66
图 106: 分众传媒 19Q2-22Q1 营业总收入及增速	67
图 107: 分众传媒 19Q2-22Q1 归母净利及增速	67

图 108: 分众传媒 2017-2021 年营业收入分产品情况	68
图 109: 分众传媒 19Q2-22Q1 毛利率与净利率	69

一、互联网行业监管：政策回暖，预期之内与之外

1.1 2021 年监管回顾

回顾近一年的监管脉络，我们看到了监管部门的监管思路清晰化。梳理 2020 年以来历次中央会议关于互联网和平台经济监管的相关表述，发现随着行业监管措施的持续落地，监管态度发生了积极的转变。早期中央会议更多强调“加强反垄断、防止资本无序扩张”，体现了高压态势，2021 年全年针对平台经济的监管政策密集出台。《中华人民共和国反垄断法（修正草案）》、《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》为核心的框架性政策的相继落地、各细分行业的监管指导意见逐步明晰（个人信息保护法、数据安全法等）。我们认为互联网各细分行业的监管要求和发展路径正在逐步清晰，平台亦将逐步规范其运营机制和商业模式，寻找更加健康的成长路径。

表 1：2021 年平台经济监管总则回顾

监管目的	日期	监管主体/消息来源	政策/事件	影响及应对措施
平台经济规范健康发展	2020.11.10	市场监管总局	《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》	平台型公司
	2021.2.7	市场监管总局	《关于平台经济领域的反垄断指南》，包括垄断协议、滥用市场支配地位行为、经营者集中、滥用行政权力排除、限制竞争	平台型公司
	2021.8.17	市场监管总局	《禁止网络不正当竞争行为规定（公开征求意见稿）》	互联网行业
	2021.10.19	人大常委会	《中华人民共和国反垄断法（修正草案）》	平台型公司
	2021.10.29	市场监管总局	《互联网平台分类分级指南（征求意见稿）》	对互联网平台分类分级，落实主体责任
	2021.11.18	国家反垄断局	反垄断局成立	由国家市场监督管理总局直属局，变为国务院新组建的副部级国家局

资料来源：各部委网站，信达证券研发中心

行业政策底已经出现，市场有望迎来反弹。中概互联网行业的“政策底”已经确认，未来板块将迎来持续反弹，估值有望修复到合理水平，国内外投资者对这一板块的配置态度也将变得更为积极；长期的投资逻辑仍将回归到行业和公司的基本面表现。复盘微软和谷歌遭受的反垄断监管历程可以看到如果监管不动摇公司核心（如微软不得捆绑销售、谷歌被拆分），监管政策均只会在短期内影响公司的经营和股价表现，且双方和解或政策落地后，股价将迅速见底回升。中长期看，公司价值取决于自身，巨头对于技术长期的研发、业务的广泛布局带来的商业化潜力，促使公司长期保持持续增长的可能性。

图 1: Facebook 股价走势


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2: Google 股价走势


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 2022 年监管趋势：暖意明显，行稳才可致远

从“严管”走向“呵护”，平台经济监管方针彻底转向，更多行业扶持措施即将出台。4月29日中共中央政治局会议召开，会议指出：要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。对比之前历次监管文件精神，此次政治局会议没有延续此前的“反垄断、防止资本无序扩张”“设置资本的红绿灯”等提法，而是强调“完成平台经济专项整改”“实施常态化监管”，意味着对互联网公司的监管已经从树立案例、事件性监管的阶段正式迈入完成整改、监管常态化的新阶段，我们预计大型互联网公司的相关案件调查将进入收尾阶段，未来监管风险有望大为减少。同时，会议提出“促进平台经济健康发展”“出台支持平台经济规范健康发展的具体措施”，意味着平台经济在保就业、保民生、促消费方面的重要作用已经得到充分认可，未来政策对互联网行业的态度将从“严管”走向“呵护”，更多有利于行业健康发展的措施即将出台。我们认为这是一次行业监管方针的彻底转向，未来互联网行业监管将进入一个“支持为主、监管为辅”新阶段。

表 2：2022 年平台经济相关政策梳理

日期	监管主体	主题	具体表述
2022.1.26	发改委等部门	《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》	完善竞争监管执法、建立有序开放生态、带动经济转型发展
2022.3.16	国务院金融委	关于平台经济治理工作作出最新指导	关于平台经济治理，有关部门要按照市场化、法治化、国际化的方针完善既定方案，坚持稳中求进，通过规范、透明、可预期的监管，稳妥推进并尽快完成大型平台公司整改工作，红灯、绿灯都要设置好，促进平台经济平稳健康发展，提高国际竞争力。
2022.4.27	国务院常务会议	保就业、保物流	促进平台经济健康发展，带动更多就业；打通物流微循环，推动因疫情关停的快递等网点恢复运营。
2022.4.29	政治局会议	平台经济	要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整治，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。

资料来源：各部委官网，信达证券研发中心

对于 2022 年监管的节奏，我们认为已经落地或者已被市场充分预期的政策主要包括个人信息保护问题、“二选一”、“掠夺式定价”等问题；仍将继续推进的政策、有待细化落地的方向主要包括：数据安全问题；游戏、短视频行业未成年人监管；直播行业打赏限额、内容监管，直播电商主播查税、劳动者权益保障；提高竞争规则领域国际话语权等方面。

表 3：2022 年监管预计实施方向

政策/方向	依据	观点
数据安全	增强企业合规能力亦是 2022 年反垄断工作的重点；随着 2021 年 6 月《数据安全法》的出台，后续对于数据出境、网络数据安全等细则相继落地	对于掌握海量数据并以此作为变现方式的互联网公司而言，如何进行数据分级管理、对不同级别的数据的使用权限等问题仍有待明晰，料将对部分互联网公司的商业模式有所影响。
未成年人监管	4 月 15 日，国家广播电视总局网络视听节目管理司和中共中央宣传部出版局发布了关于加强网络视听节目平台游戏直播管理的通知 4 月 11 日，《人民日报》再度刊登文章，谈及未成年人普遍沉迷短视频的现象，称近九成受访中学生有使用短视频平台的习惯，近半数家长认为孩子或多或少沉迷于刷短视频，超半数家长认为短视频成瘾对青少年成长存在严重影响。	游戏直播监管再次加码，严禁网络视听平台传播未经批准的网游、直播境外游戏节目或比赛应经批准、游戏直播平台应设立未成年人防沉迷机制、严禁违法失德人员利用直播发声出境等，未成年人相关监管依旧是 2022 年的重心。 这是继 2021 年 8 月 30 日，游戏行业最严防沉迷新政落地后，未成年人沉迷短视频的定调首次发声。预计对短视频平台管理的监督、内容的限制，网络直播的规范等都会有更严格的指导意见出台。
直播行业	3 月 30 日，国家互联网信息办公室、国家税务总局、国家市场监督管理总局联合印发《关于进一步规范网络直播营利行为促进行业健康发展的意见》	强调了平台及相关主体的缴税义务，且不得通过虚假营销、自我打赏等方式吸引流量，诱导消费者打赏和购买商品。预计 2022 年对于直播行业的监管会进入密集期，包括对打赏的限额、内容的监管以及直播电商主播缴税义务的严查等。
劳动者权益	维护平台劳动者权益方面：对于外卖骑手、快递小哥等提出“新就业形态劳动者”的定义	保障平台劳动者的权益从调研到实施预计需要 2-3 年的时间，但从市场表现来看，2021 年市场已经对该政策导致的影响充分 price in。
提高竞争规则 领域国际话语权	《外国公司问责法案》：中美于 2020 年对此事开始协商，至今尚未达成一致 聚焦塑造我国竞争新优势：引导平台企业对标国际领先企业，鼓励平台企业充分利用技术、人才、资金、渠道、数据等方面优势，发挥创新引领的关键作用，推动“互联网+”向更大范围、更深层次、更高效方向方向发展	对于中概股是否会被强制退市、集体退市所带来的流动性冲击等问题当下仍难以评估，预计港股和中概股市场短期内仍将处于动荡之中。 政策有意引导我国互联网企业将公平竞争的“软实力”转化为推动发展的“硬动力”，从关注网络规模效应向关注技术创新效率转化。

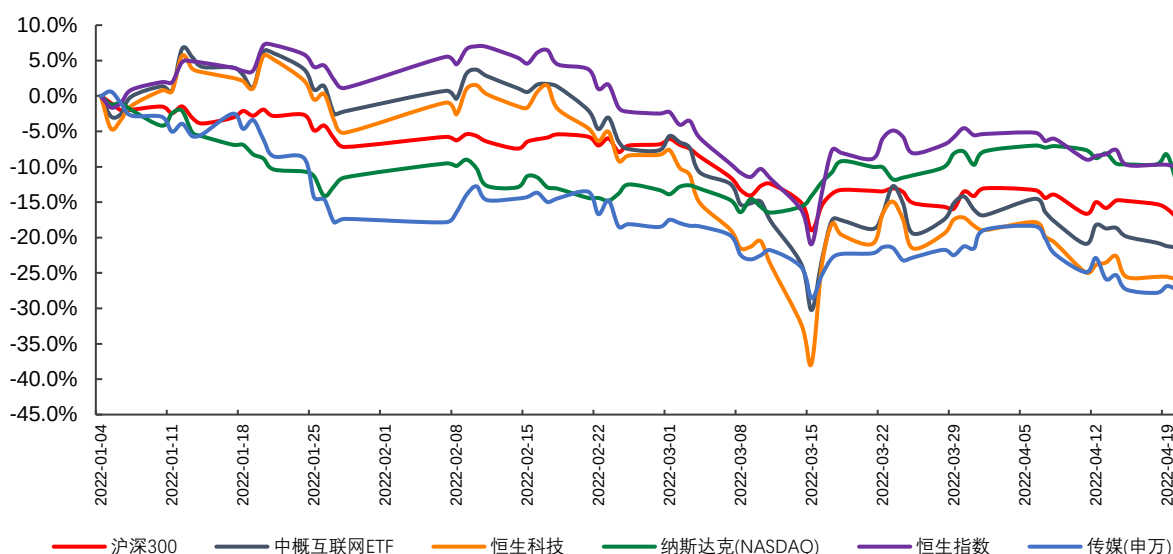
资料来源：各监管部门官网，信达证券研发中心

二、资金面：行情短期承压，多数公司性价比较高

2.1 政策及情绪影响下，行情短期承压，重点公司表现分化

政策担忧和情绪波动影响下，年初至今传媒互联网相关指数均有所下跌，区间走势存在差异。以 2022 年首个交易日为基准，2022 年 1-4 月沪深 300/恒生指数/恒生科技/纳斯达克/中概互联网 ETF/传媒(申万)分别下跌 17.2%/10.1%/25.9%/12.5%/21.4%/27.4%；期内最大涨幅分别为-1.0%/7.2%/5.7%/-1.0%/6.7%/0.6%；期内最大跌幅分别为-19.0%/-20.9%/-37.8%/-16.5%/-30.2%/-28.6%。其中，恒生指数、恒生科技、中概互联网 ETF 行情呈现前高后低的趋势，分别有 29、17、22 个交易日实现超过年初的上涨，且均在 1-2 月之间；纳斯达克指数呈现前跌后涨趋势，虽然仍为回到年初水平，但自 3 月下旬跌幅有所收窄；沪深 300、传媒（申万）指数下跌趋势明显。

图 3：行业指数对比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注：时间截至 2022.4.20

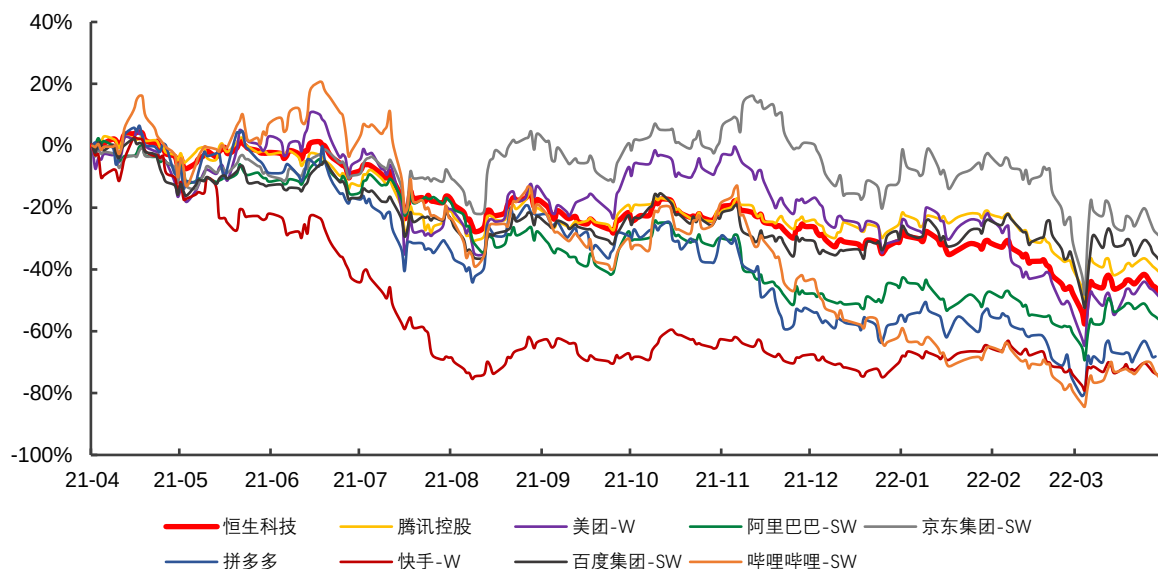
拉长时间周期，从个股角度来看，近一年内中概互联板块内重点公司下跌 30-80%。

跑赢恒生科技指数的公司主要是估值相对合理、业绩比较稳健的公司，如：京东股价下跌 30.53%，大幅跑赢恒生科技指数，主要因为公司电商作为“二选一”政策放开后的真正受益者，在消费大盘不景气的背景下，业绩表现出较强的稳定性。百度下跌 38.86%，跑赢恒生科技指数，主要系公司关注业务的转型，从过去广告业务为主要支撑转向云、智能车等领域，受到政策及行业β的影响有限。腾讯近一年下跌 41.43%，跑赢指数，主要系政策压力较大，但因为公司业绩相对稳定且本身估值比较合理，下跌幅度有限。

跑输恒生科技指数的公司主要是前期估值过高、成长预期过于乐观的公司，如：美团股价下跌 50.84%，与指数基本持平，在疫情反复和消费偏弱的影响下，公司 21Q3 的业绩表现亮眼，且本地生活行业空间广阔、竞争格局优异、公司长期的竞争壁垒足够强劲。阿里巴巴股价下跌 57.75%，近半年明显跑输指数，在宏观经济的影响之外，公司近两个季度的市场份额开始被竞争对手吞噬，市场对于公司的基本盘产生担忧。拼多多下跌 68.15%，在近半年内股价下跌超过 38%，主要系消费大盘不景气，在消费意愿和能力上，用户画像偏向下沉市场的拼多多首当其冲，面临着业绩表现不及预期及活跃消费者增速放缓等多重压力。快手下跌 75.58%，主要系行业因素之外，公司的竞争壁垒和长期发展始终未被市场认可。哔哩哔哩近一年股价走势前高后低，下跌 76.85%，仅近半年下跌则超过 50%，主要因为随着行情走弱，在市场走弱的背景下，使用 PS 估值方法的公司

在收入质量上难以对市场进行有效的说服。

图 4：重点公司股价走势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 时间截至 2022.4.11

2.2 估值分析：国内多数互联网公司性价比较高

业绩短期承压，预计 2022 年下半年开始改善。受到疫情及管控措施的影响，宏观经济疲软、消费需求低迷、供应链受到冲击等不利因素仍存，国内互联网公司 2022 年上半年业绩将持续承压，但由于监管政策回暖及相关影响的消化，随着疫情好转、宏观经济复苏以及各公司对业务的优化转型，2022 年下半年业绩有望实现业绩的大幅改善。

估值已经较低，国内互联网公司性价比凸显。与自身相比，国内互联网公司的估值水平已接近历史低位；与海外互联网公司相比，相同业绩增速下，国内互联网公司估值相对更低，性价比显现。

图 5: 重点公司历史估值水平 (倍)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 4: 重点公司估值

	市值(亿)	营收增速			Non-GAAP 净利润增速			PE				PS			
	2022/4/20	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
腾讯控股	28,394	11%	15%	14%	3%	24%	18%	22.9	22.2	17.9	15.1	5.1	4.6	4.0	3.5
美团	7,310	28%	31%	24%	-47%	-224%	175%	-	-	71.9	26.2	4.1	3.2	2.4	2.0
阿里巴巴	16,051	19%	13%	13%	-25%	7%	17%	9.0	11.9	11.2	9.5	2.2	1.9	1.7	1.5
京东	5,597	19%	19%	15%	10%	50%	32%	32.5	29.5	19.6	14.9	0.6	0.5	0.4	0.4
拼多多	2,992	13%	24%	18%	21%	51%	38%	21.6	17.9	11.9	8.6	3.0	2.7	2.2	1.8
快手	2,136	24%	22%	17%	-41%	-90%	-962%	-	-	-	23.1	2.6	2.1	1.7	1.5
百度	2,808	7%	14%	13%	-15%	37%	26%	14.9	17.5	12.8	10.2	2.3	2.1	1.8	1.6
哔哩哔哩	576	31%	30%	28%	3%	-30%	-86%	-	-	-	-	3.0	2.3	1.7	1.4
网易	630	13%	14%	10%	3%	15%	14%	3.2	3.1	2.7	2.3	0.7	0.6	0.6	0.5
Meta	5,455	12%	17%	14%	-6%	15%	10%	13.9	14.7	12.8	11.6	4.6	4.1	3.6	3.1
苹果	27,291	8%	6%	5%	7%	4%	5%	28.8	27.0	26.0	24.9	7.5	6.9	6.5	6.2
亚马逊	15,672	15%	17%	16%	-5%	42%	33%	42.6	45.0	31.7	23.8	3.3	2.9	2.5	2.1
奈飞	1,004	11%	12%	11%	-2%	23%	21%	19.6	20.1	16.4	13.5	3.4	3.0	2.7	2.5
谷歌	16,939	18%	15%	14%	4%	18%	15%	21.2	20.5	17.5	15.2	6.6	5.6	4.8	4.2

资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

注: 营收和净利润为彭博一致预期, 统计时间为 2022 年 4 月 20 日, 国内公司为人民币, 国外公司为美元

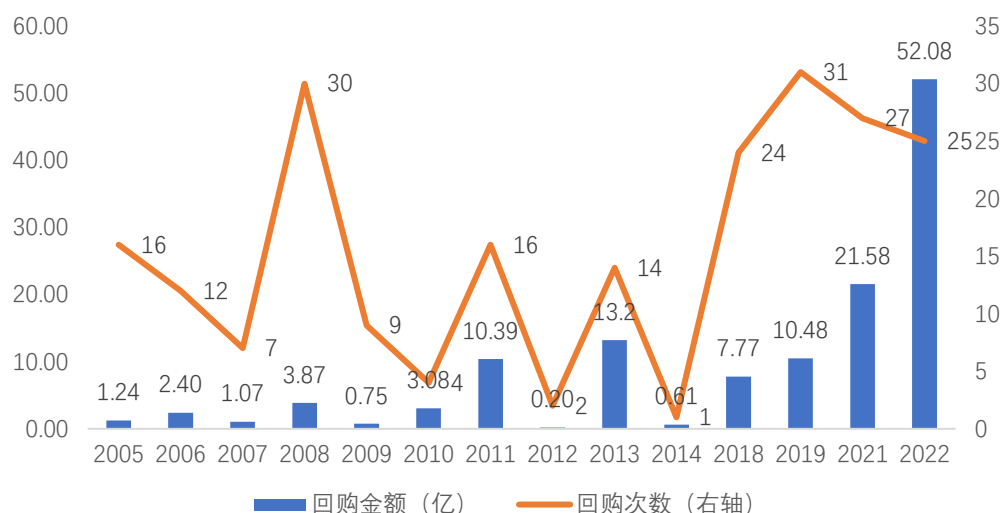
2.3 重点公司回购梳理: 回购彰显信心, 传递积极信号

回购彰显信心, 传递积极信号。在中国互联网上市公司股价普遍被低估之际, 公司开始展开大规模回购。(1) 截至 4 月 14 日, 腾讯在 2022 年共计完成 25 次回购, 回购总股数 1610 万股, 累计耗资约 52.08 亿元, 而 2021 年全年腾讯累计回购 27 次, 累计耗资约 21.58 亿元。(2) 阿里巴巴两次扩大回购规模, 2020 年 12 月 28 日,

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 14

阿里董事会授权回购 100 亿美元的美国存托股；2021 年 8 月 3 日，阿里宣布将回购规模扩大至 150 亿美元；2022 年 3 月 22 日，阿里将股份回购规模扩大至 250 亿美元，有效期至 2024 年 3 月。(3) 京东于 2021 年 12 月 29 日在公告中称董事会已批准修改于 2020 年 3 月采纳的现有股份回购计划，回购授权由 20 亿美元增至 30 亿美元，并延长至 2024 年 3 月 17 日。此次扩大回购计划，充分展现了管理层对公司业务的信心，向市场和公司员工传递积极信号。(4) 网易于 2021 年完成 1 次股票回购，耗资约 193.88 亿元。我们认为互联网公司采用回购的方式一方面彰显了公司对于自身未来发展的信心，同时也增强了资本市场投资者的信心，传递出积极的信号。

图 6：腾讯回购历史



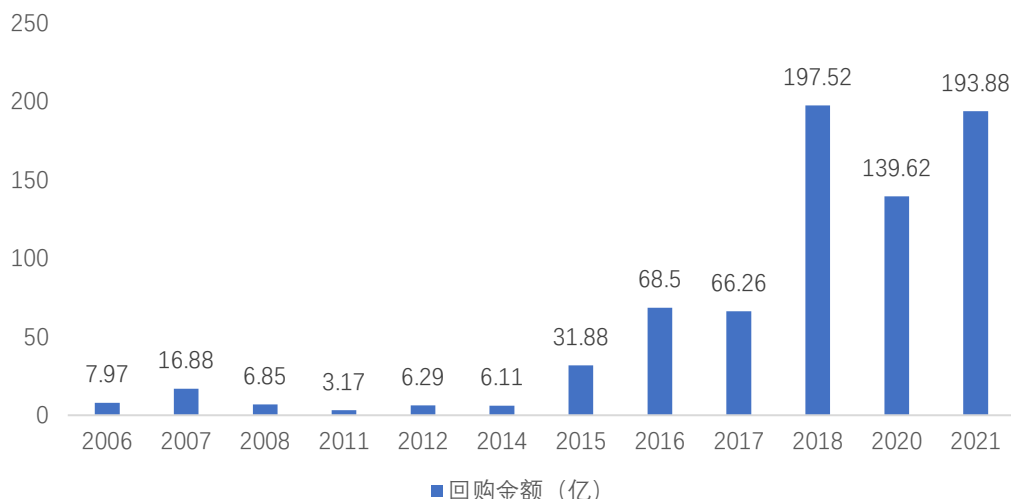
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：阿里巴巴回购历史



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：网易回购历史



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

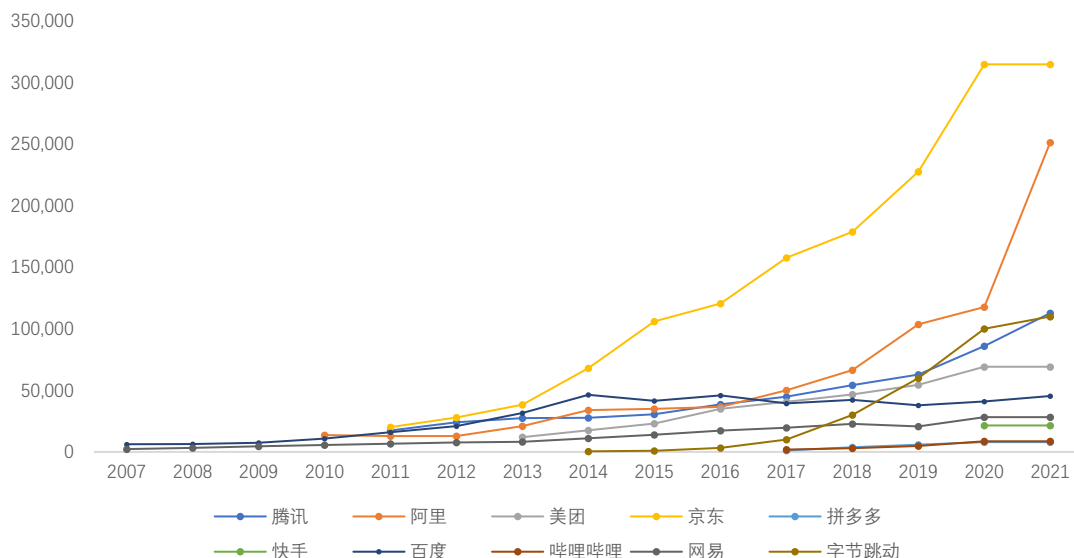
三、2022 年行业趋势判断

3.1 降本增效，追求高速增长向追求高质量增长转变

面对宏观环境的挑战和外部变化的冲击，降本增效是互联网公司健康发展的关键，亦是 2022 年的行业主题。优化人力成本，员工增减有序。据网信网，2021 年 7 月到 2022 年 3 月中旬，腾讯、阿里巴巴、字节跳动、美团、拼多多、快手、百度、京东、网易、微博、哔哩哔哩、蚂蚁集团 12 家企业总离职人数 21.68 万人，总招聘人数 29.59 万人，净增用工 7.91 万人，其中 11 家企业招聘人数多于离职人数。截至 2021 年末，腾讯拥有 11.28 万名员工，同比增长 31.3%，公司在招聘上向核心科技人员倾斜。美团拥有员工人数 6.92 万人，公司员工结构随着业务拓展而优化，到店、到家、网约车等业务线员工均有一定程度的增长，社区团购业务则减少城市级别负责人员。京东则围绕供应链等业务持续加大优秀人才招聘力度，但对于探索型业务的员工队伍进行精简，集团总员工人数基本保持稳定。

优化业务结构，控制不必要开支。美团、京东、阿里巴巴、拼多多——收缩社区团购投入资源。美团优选于 4 月撤出甘肃、青海、宁夏、新疆等西北四省区业务，随后关停北京大区，预计未来将逐渐减少此类亏损率严重同时规模占比较小的区域，以控制亏损、提高单位经济效益和运营效率；多多买菜则选择关闭点，升团效，关闭低效团和低功能团，集中附近团点，降低末端仓配的履约成本。爱奇艺、哔哩哔哩——控制内容支出。哔哩哔哩 2021 年用户增长和收入增长的战略定位为 73 开，2022 年会控制销售费率、压缩品牌和游戏的推广费用，以实现降本增效，预计 2022 年开始 Non-GAAP 运营亏损率会逐年缩窄。腾讯、字节跳动——优化边缘和低效业务。如腾讯 PCG 旗下的社交电商产品小鹅拼拼业务几乎解散，公司关停边缘业务，打散重组部分团队，以聚焦核心战略；字节则优化调整了部分前端业务部门岗位，同时加大内容质量、技术、运营等方面人员的招聘力度。快手——控制国内获客投入和海外业务亏损。21Q4 在实现流量和收入健康增长的前提下，快手的销售费用率进一步缩减至 41.9%，环比明显下降，严格控制获客成本；据志象网，2021 年快手在海外投入 127 亿元人民币，未来公司对海外业务的大策略是不盲目投资资源，着重核心指标。

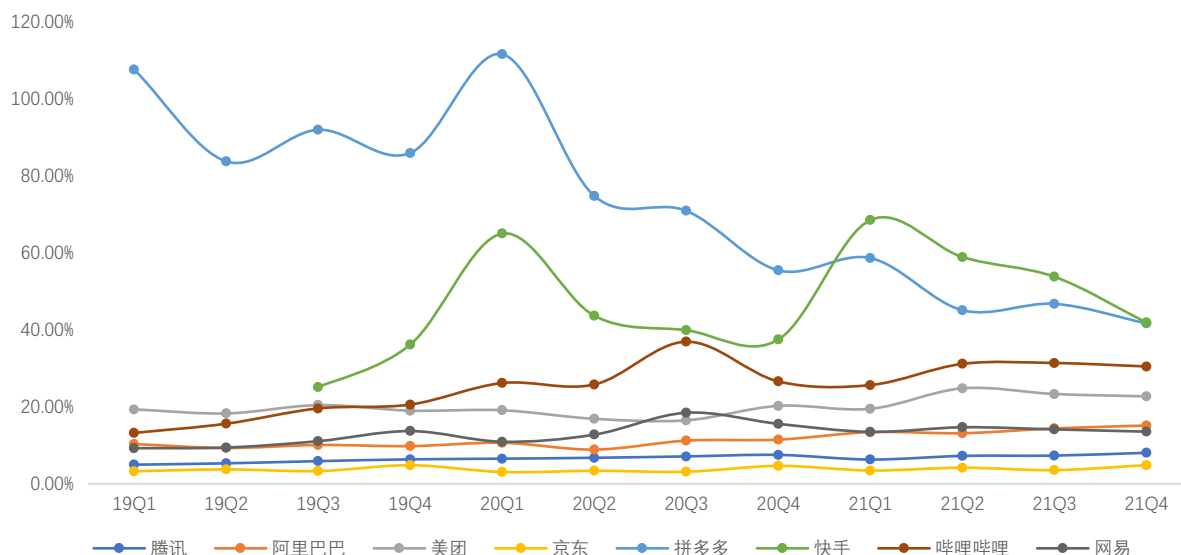
图 9：互联网公司员工人数变化趋势（人）



资料来源: Wind、晚点 LatePost、36kr，信达证券研发中心

减少营销费用，实现用户的高质量运营。2021 年，互联网企业有意控制营销费率，这也成为部分企业扭亏为盈的关键因素之一。拼多多在运营成本和营销费用上作出明显的调整和管控，2021 年全年营销费用 448 亿，同比仅 8.8% 的个位数增长，销售费率逐季连续下降，全年营销费率 47.69%，同比下降 22pct；腾讯、阿里、京东 2021 年销售费率控制在 7.25%、11.36%、4.07%，与上年基本持平，美团、快手的销售费率基本保持在 20% 和 50% 左右，费率仅有个位数增长，有意实现用户的高质量运营。

图 10：营销费率

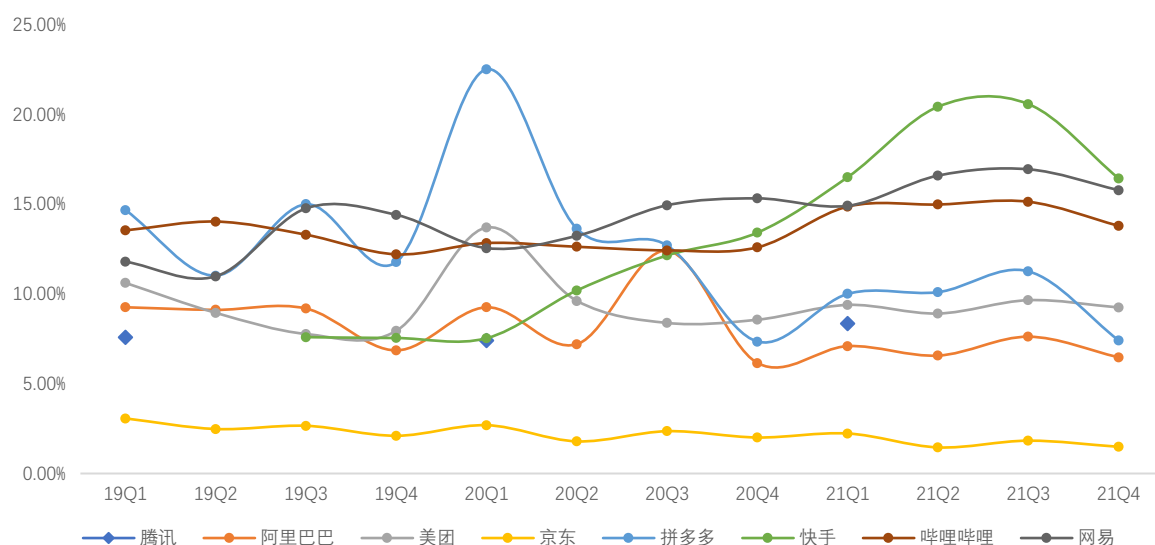


资料来源: 各公司财报，信达证券研发中心

重视研发投入，提升高效产出。互联网公司在降低营销开支，优化成本结构的同时，开始注重自主研发创新能力的培养，以实现高效率和高质量的增长。腾讯在自主创新领域力求实现国产替代，逐步完善自研生态，2021 年研发投入再创新高，同比增长 33%，达到 518 亿元。京东的研发投入主要用于提升全产业链效率，近五年投

入近 800 亿元。拼多多整体重心发生转移，从营销获客转向技术研发，2021 年研发费用达 90 亿元，同比增长 30%，持续投资农业领域。

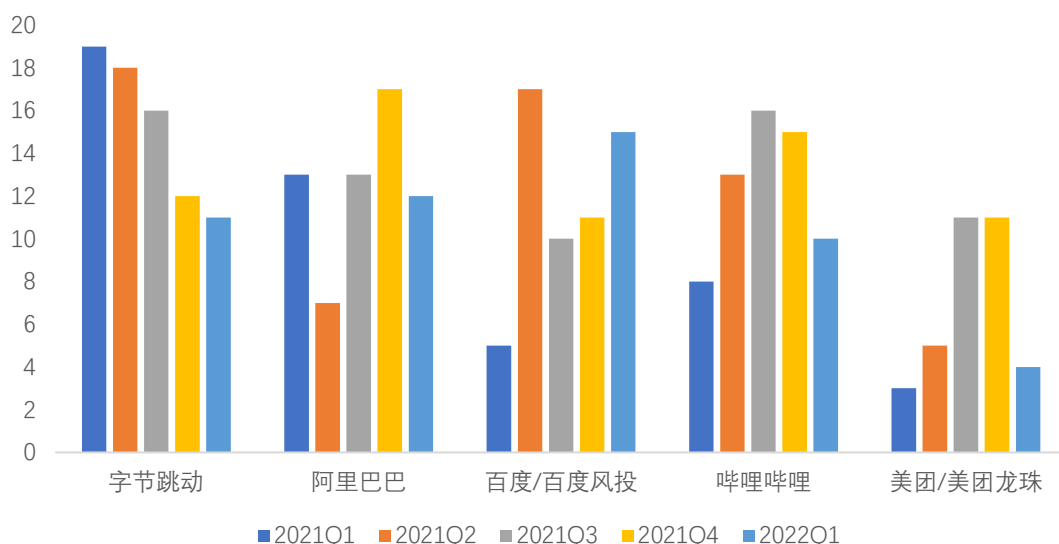
图 11: 研发费率



资料来源: 各公司财报, 信达证券研发中心

3.2 修炼“内功”，寻找稳健可持续的发展路径

减少投资并购，聚焦重点战略领域。2021 年，阿里、美团等多个互联网平台被实施高额罚款。作为经济工作中的八项重点任务之一，“强化反垄断和防止资本无序扩张”的原则会在未来的反垄断工作中保持并延续。防止资本无序扩张，头部互联网平台开始有意收缩对外投资和并购。据 IT 桔子显示，2022 一季度，腾讯共投资 23 家公司，收购 3 家，同比减少 70%，这也是 2021 年来，腾讯投资动作最少的一个季度；字节跳动投资并购数量有 11 起，同比减少 8 起；美团及美团龙珠投资交易 4 起，比上季度减少 63%。

图 12：头部平台在国内私募投资并购活跃度变化（事件数）


资料来源: IT 桔子, 信达证券研发中心

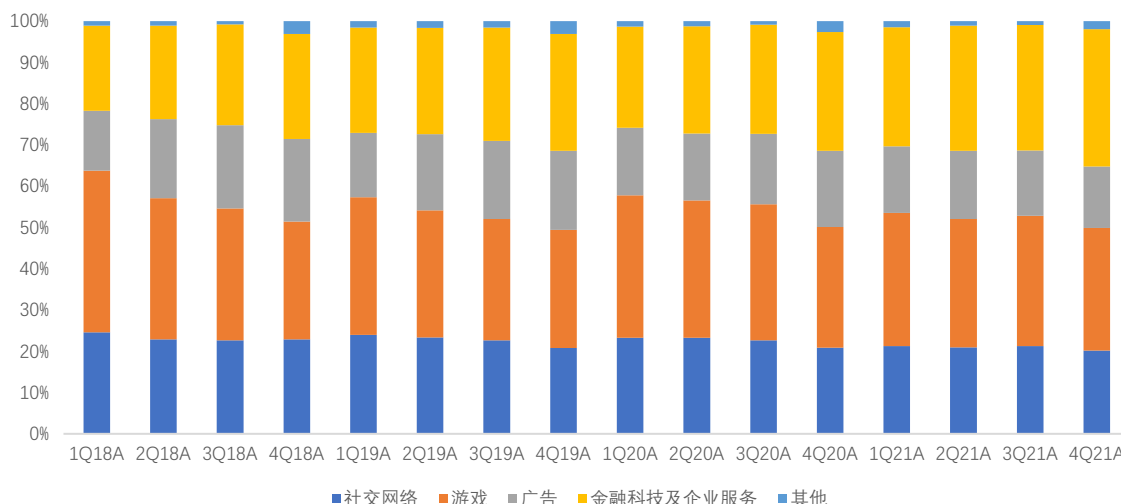
表 5：“防止资本无序扩张”相关政策梳理

分类	日期	监管主体/消息来源	政策/事件	各公司应对措施
集中者经营	2020.12.14	市场监管总局	对阿里、阅文、丰巢违法实施经营者集中案作出处罚	对阿里、阅文、丰巢违法实施经营者集中案各处以 50 万元罚款
集中者经营	2021.3.12	市场监管总局	对 10 起违法实施经营者集中案作出处罚	腾讯、百度、苏宁、滴滴等 10 家公司各处以 50 万元罚款
集中者经营	2021.4.30	市场监管总局	对 9 起违法实施经营者集中案作出处罚	腾讯、滴滴、阿里健康、苏宁、美团等公司各处以 50 万罚款
集中者经营	2021.7.10	市场监管总局	斗鱼和虎牙合并事件	腾讯、斗鱼、虎牙不予批准合并
滥用市场支配地位	2021.7.24	市场监管总局	网络音乐版权	腾讯音乐解除独家版权，恢复市场竞争
防止资本无序扩张	2021.12.23	腾讯公告	减持	腾讯实物分派的方式派发所持有的 4.57 亿股京东集团股份
防止资本无序扩张	2022.1.5	腾讯公告	减持	腾讯宣布将减持 Sea，将削减约 1,450 万股股份，持股比例将从 21.3% 降至 18.7%

资料来源: 各监管部门官网, 腾讯, 信达证券研发中心

业务优化调整，新兴业务强势发力。收入出现积极的结构性调整，2021 年腾讯积极拥抱产业互联网，大力投入数字新基建，金融科技及企业服务收入为 1722 亿元，同比增长 34%，占总营收比重约 30.7%；其中，2021 年第四季度的金融科技和企业服务板块营收 479.58 亿元，占比首次超越游戏，成为腾讯营收贡献最大的业务板块。积极部署新业务，不断挖掘新的增长点。2021 年百度营收 1245 亿元，同比增长 16.3%，其中百度智能云业务增长迅速，聚焦重点战略领域，在制造业、能源行业、交通、汽车等行业都有拓展，在这些垂直行业收入增长超一倍，取得了战略性进展。

图 13: 腾讯收入结构



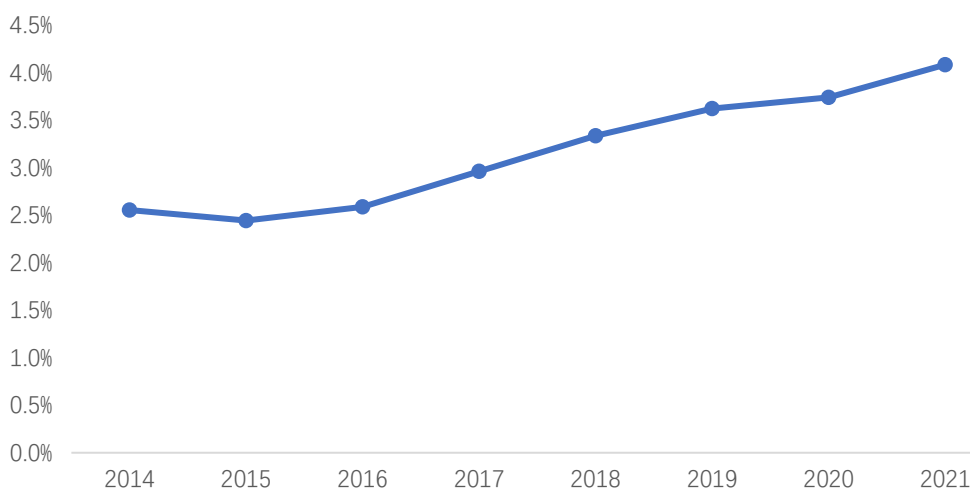
资料来源: 腾讯公司财报, 信达证券研发中心

3.3 商业化: 短期内抽佣不是主要抓手, 广告变现提升空间或更大

国内各个电商平台的货币化率或多或少仍有提升空间, 但在互联网监管大环境下预计短期难有显著提升。阿里巴巴淘系电商货币化率从 FY2020 的 3.7% 提升至 FY2021 的 4.1%。2021 年拼多多的货币化率为 3.55%, 其中在线市场服务货币化率从 2020 年的 2.88% 上升到 2.97%, 佣金货币化率从 2020 年的 0.35% 上升到 0.58%。2021 年美团外卖 (含骑手成本) 货币化率 13.6%, 其中广告货币化率为 1.7%, 较 2020 年继续上升 0.2%。

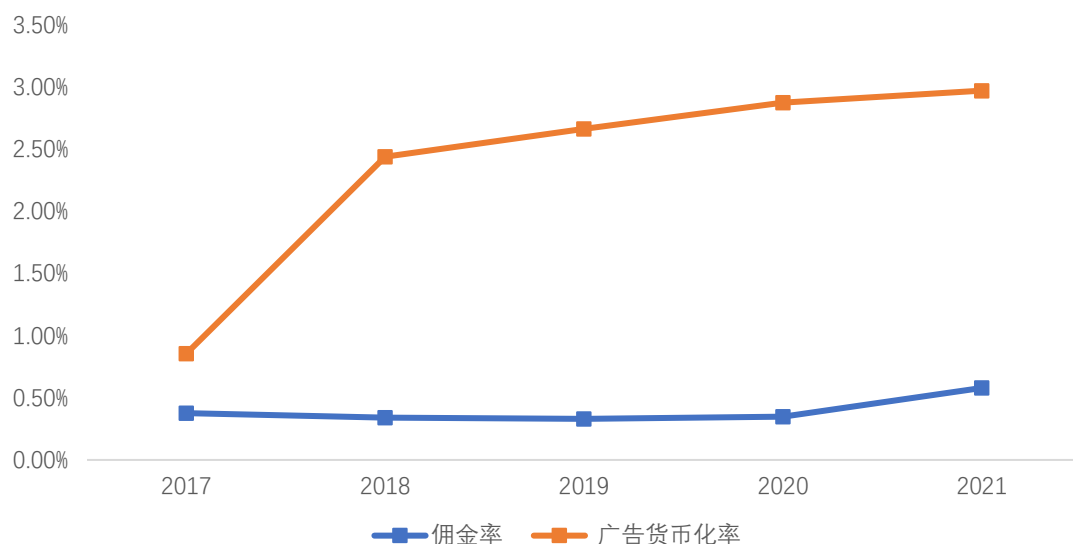
Take rate 上升短期可能更多需要通过结构优化。在互联网监管趋严的大环境下, 电商平台短期较难直接提升各品类的佣金率水平, 所以佣金率的上升短期可能更多需要品类结构的改善, 高毛利率、高佣金率品类占比的提升有利于从结构上提升佣金率水平。广告费率方面, 品类结构优化、卖家行业竞争格局的变化都会影响广告费率, 未来提升的空间或大于佣金费率。

图 14: 阿里巴巴电商货币化率



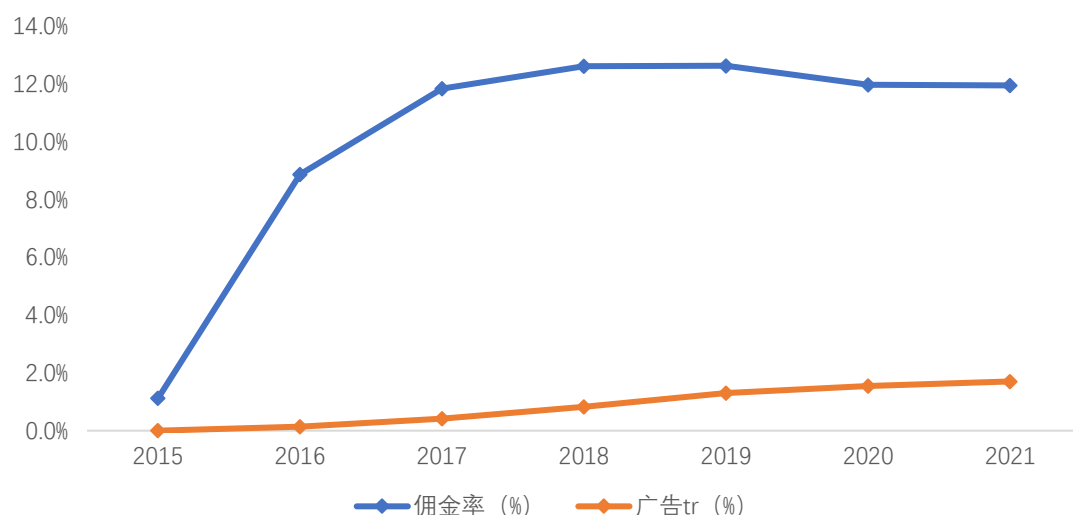
资料来源: 阿里巴巴公司财报, 信达证券研发中心

图 15: 拼多多货币化率



资料来源: 拼多多公司财报, 信达证券研发中心

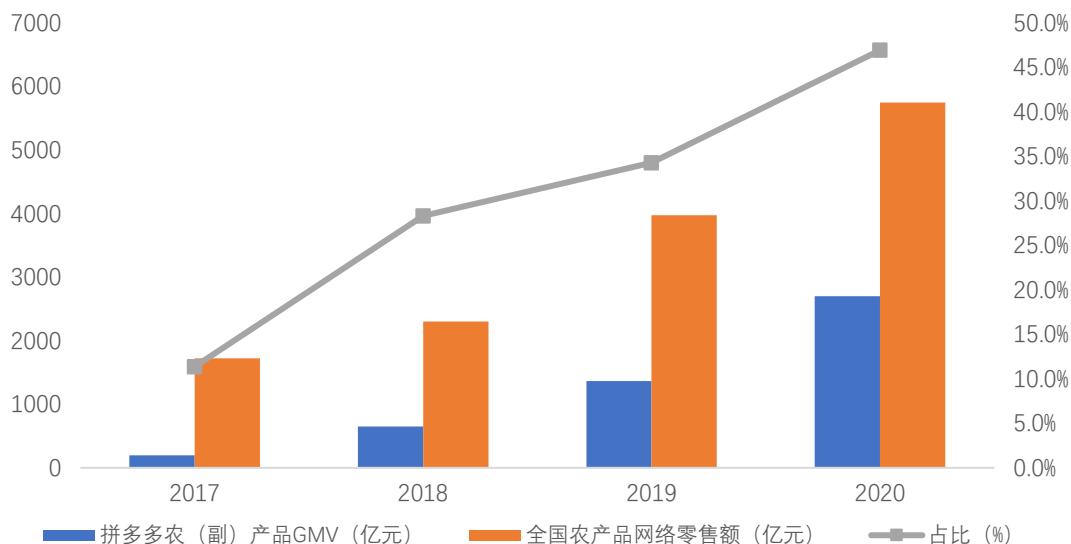
图 16: 美团外卖货币化率



资料来源: 美团公司财报, 信达证券研发中心

3.4 强化社会责任, 赋能产业链上下游

良性监管环境下, 互联网公司凸显各自的价值。钉钉 2021 年的主题发布会名为“科技向实, 万物生长”, 从过去的“科技向善”变为如今“科技向实”, 互联网要为社会、为产业办实事。京东通过开放自身供应链能力、数字化运营和整合营销能力, 深度链接线下实体零售业态, 更多品牌商家、线下实体门店借助京东的全渠道能力加速实现数字化转型, 2021 年全渠道商品 GMV 同比增长近 80%。拼多多激发农村地区消费潜力, 在农产品品牌、农业人才、物流仓储领域进行新一轮投入, 2021 年平台累计产生订单 610 亿件, 同比增长 59%, 涉农订单增幅尤为显著。2020 年我国农产品网络零售额为 5750 亿元, 拼多多农业品类 GMV 达到 2700 亿, 占比 47%。

图 17：拼多多发力农业


资料来源：拼多多公司财报，商务部，信达证券研发中心

赋能产业链上下游，是互联网公司未来绕不开的责任。无论是禁止“低价倾销”、反对“二选一行为”、纾困政策、给予优质小微商户流量扶持等，都反映了政策对平台经济赋能小微企业提出的要求。短期来看，平台经济的盈利周期或将加长，但长期来看这将是必然的趋势和要求，平台与合作商户是利益共同体，电商平台及外卖平台帮助商户扩大业务规模，商户的充足供给是保障平台商业变现和可持续发展的关键。

表 6：维护商户利益

类别	日期	监管主体/消息来源	政策/事件	各公司应对	业务影响
禁止过度补贴	2020.12.22	市场监管总局	社区团购“九不得”行政指导会	平台公司社区团购业务	规范社区团购经营行为
	2021.3.3	市场监管总局	对社区团购不正当价格行为处以罚款	橙心、多多、美团、十荟团各罚款150万元，食享会罚款50万元	取消低价倾销行为，中小平台加速出清，行业高质量发展
反对二选一行为	2021.4.10	市场监管总局	对阿里巴巴二选一等行为处以罚款	处以2019年中国境内销售额4%的罚款（182.28亿元）	部分商户同时入驻京东等其他电商平台
	2021.10.8	市场监管总局	对美团二选一行为处以罚款	处以2020年中国境内销售额1147.48亿元3%的罚款（34.42亿元）	部分商户可同时接入饿了么外卖平台
佣金限制	2021.8.18	交通运输部	在国新办的例行吹风会上表示将进一步规范平台企业经营行为	要求网约车平台规范自主定价行为、降低抽佣比例，设置上线等	料将影响佣金收入
	2022.2.18	发改委	《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》	美团回应：对疫情地区困难商户，佣金减半且每单1元封顶；经营困难中小商户佣金5%封顶	增加外卖成本，单均影响低于0.1元

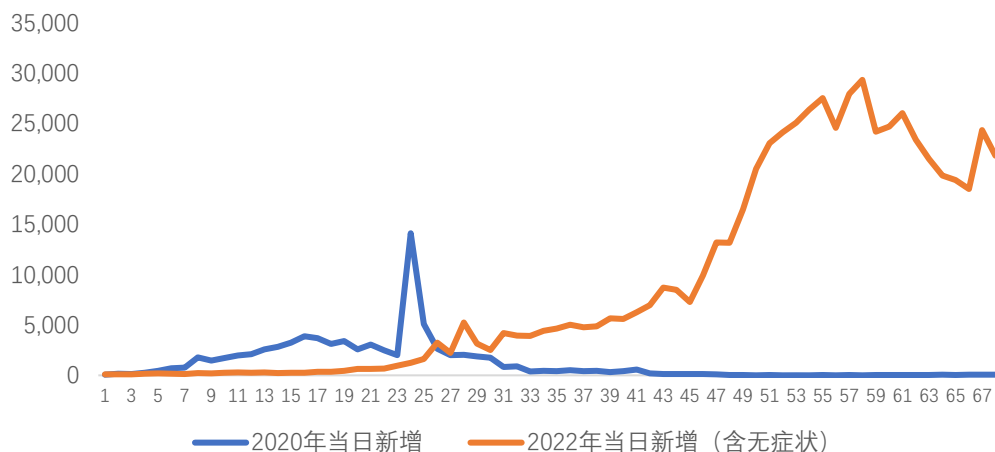
资料来源：各监管部门官网，信达证券研发中心

3.5 后疫情时代互联网行业复苏节奏：本地生活、电商、广告行业有望逐步复苏

局部地区疫情爆发以及防疫的严格措施给经济各方面带来阶段性影响。对于本地生活线上消费，需求旺盛但供给存在一定短缺；对于电商消费，需求有回补但受制于物流限制；对于广告行业，主要受到经济影响导致需求端低迷。我们认为可以关注疫情逐步缓解后，需求端的反弹和供给端的恢复，本地生活、电商、广告行业有望逐步复苏。在复苏节奏上，生鲜电商在管控期间已经表现出较大的弹性，外卖和电商有望在解封后迅速恢复，广告因其后周期属性使得修复进程最晚。

本轮疫情爆发速度较 2020 年更快。我们划定 2020 年 1 月 20 日为 2020 年疫情期的起点，划定 2022 年 2 月 15 日为本轮疫情的起点。由于奥密克戎变异株的传染性强、传播速度快、隐匿性强等特征，本轮疫情的爆发速度更快，单日确诊数量（含无症状）自 4 月 2 日起超过万例，4 月平均单日确诊病例 21956 例，远超 2020 年疫情。

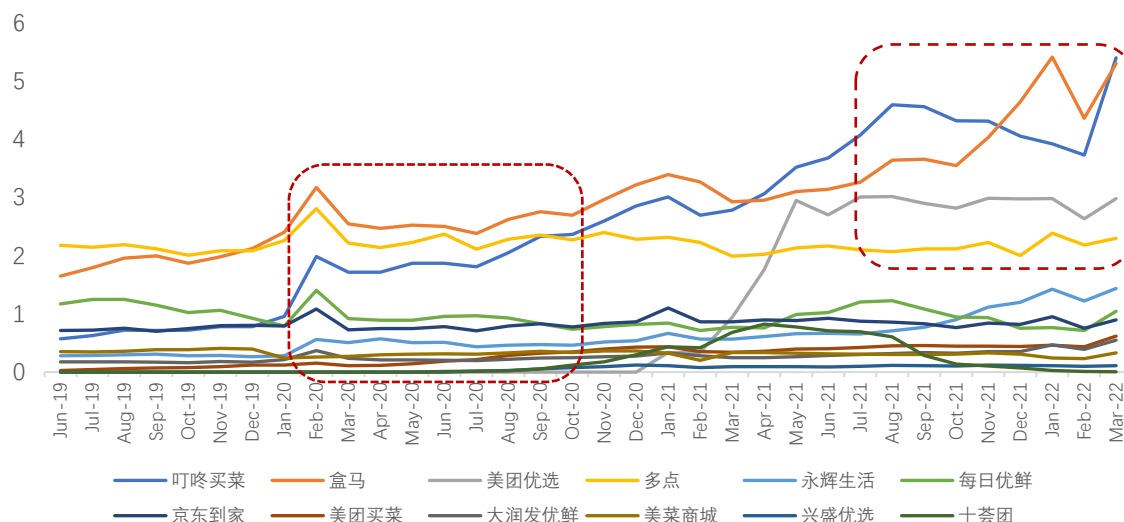
图 18: 本轮疫情与 2020 年疫情当日新增数量对比（例）



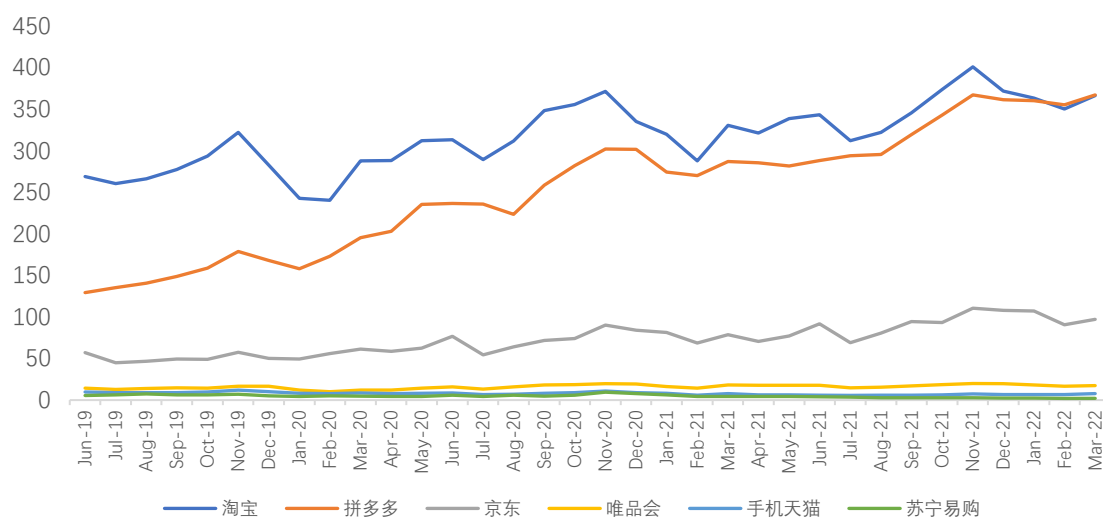
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 横坐标为两轮疫情发展的天数, 2020 年疫情时间取 2020 年 1 月 20 日至 3 月 5 日, 本轮疫情取 2022 年 2 月 15 日至 4 月 23 日

疫情激发本地生活需求, 消费粘性提升。首先, 疫情爆发与防疫措施趋严下, 生鲜电商和社区团购平台作为刚需性的保障, 用户活跃度明显提升。每日优鲜/叮咚买菜/美团买菜/盒马/京东到家等同城消费平台 DAU 分别实现 45.7%/44.9%/42.8%/21.5%/19.4%的环比新增; 而同期中心化电商平台淘宝/京东/拼多多/唯品会 DAU 环比增速仅为 4.6%/7.4%/3.3%/5.1%。第二, 疫情培养了长期的消费者习惯, 本地化、即时性的需求并非短期刺激。对比 2020 年年初的疫情, 我们看到生鲜电商及社区团购平台的使用需求在疫情初期明显提升, 随着疫情常态化, 用户的使用习惯并未消除, 2020 年中后期平台 DAU 仍显著高于疫情之前。第三, 平台供应链能力及 SKU 充足性是长期取胜关键。在 2021 年下半年及 2022 年疫情快速爆发时期, 平台呈现出明显分化, 头部平台凭借其优质的商品能力和稳定的供应链保障, 更加充分的占领了用户心智。

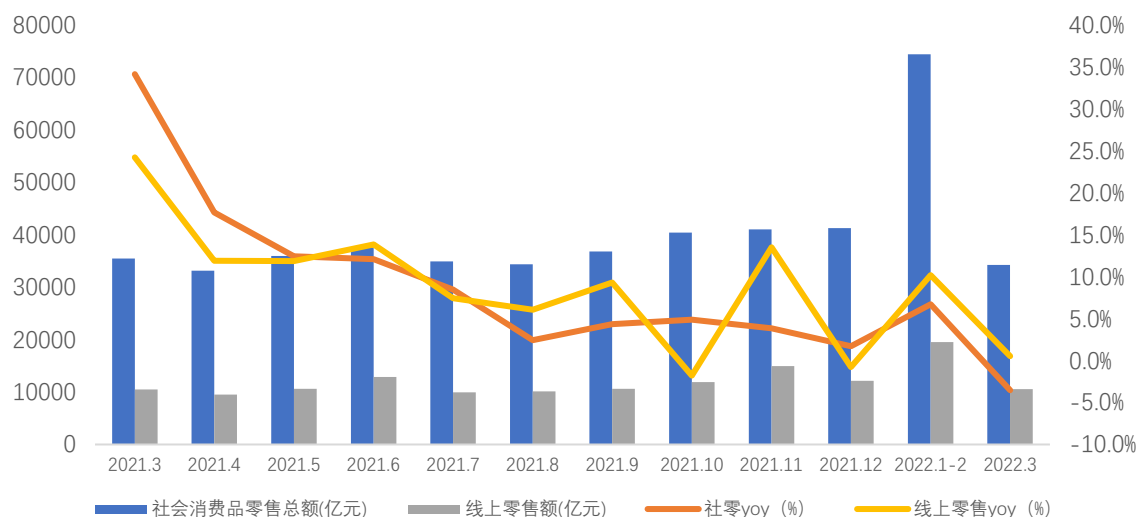
图 19：生鲜电商及社区团购平台 DAU 变化（百万）


资料来源: QuestMobile, 信达证券研发中心

图 20：传统电商平台 DAU 变化（百万）


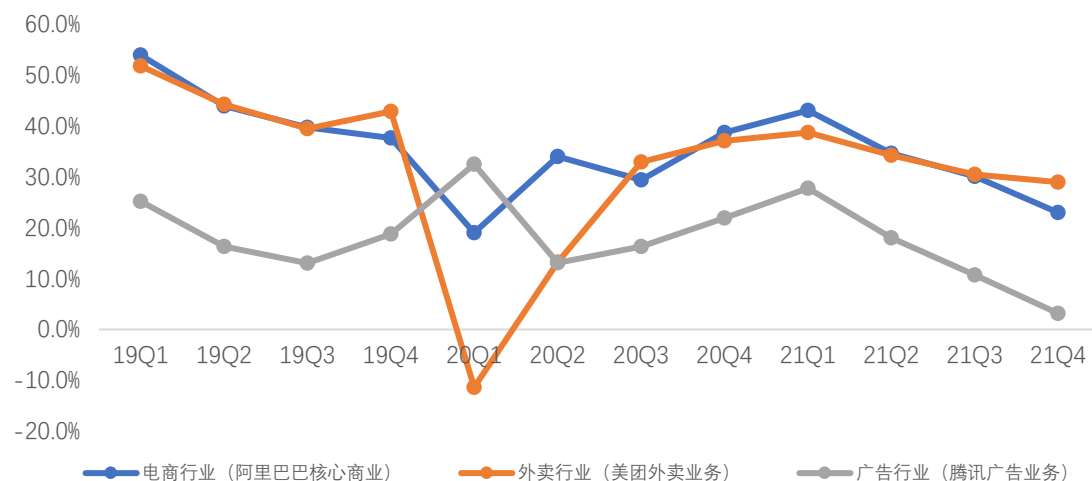
资料来源: QuestMobile, 信达证券研发中心

疫情影响经济环境，广告需求向下，预计年末好转。自 2021 年下半年开始，全国多地疫情反复，社会消费品零售总额 34233 亿元，同比下降 3.53%，线上、线下零售总额增速均有所放缓。广告行业作为经济的晴雨表，在宏观消费疲软的影响下，广告主有意缩减投放预算，互联网公司广告业务增速在 2021 年下半年出现了明显的下滑。我们认为广告业务亦是疫情后期的反弹赛道之一，但由于广告行业的后周期属性，在修复时间上会滞后于宏观经济，预计在 2022 年后期会得以修复。

图 21: 社零、线上零售额及同比增速


资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

在复苏节奏上, 我们认为外卖和电商均有望在解封后迅速恢复, 广告因其后期周期属性使得修复进程最晚。对标2020年疫情, 亦呈现出此类现象。我们用阿里巴巴核心零售业务代表电商行业、美团外卖业务代表外卖行业, 20Q1在疫情影响下电商、外卖行业增速分别下降至19%和-11.4%, 20Q2/Q3/Q4两行业均率先实现修复, 电商行业行业增速分别达到33.9%/29.3%/38.6%, 外卖行业增速分别达到13.2%/32.8%/37.0%, 相比之下, 外卖行业的复苏弹性更大, 电商次之。广告行业受益于20Q1线上流量的爆发, 取得了较高增速, 在疫情后期伴随着经济修复慢慢有所好转, 整体晚于外卖和电商行业。

图 22: 2020 年疫情结束各行业复苏节奏


资料来源: 各公司财报, 信达证券研发中心

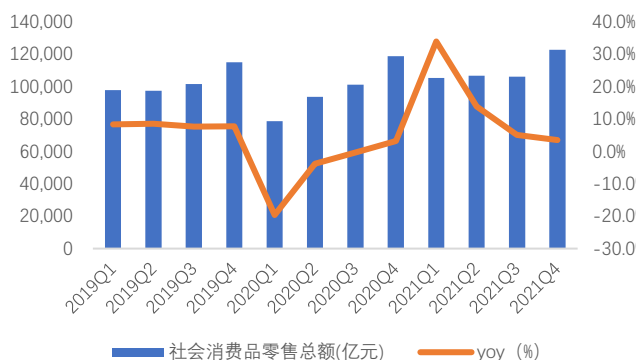
注: 选取代表公司近三年相关业务营收增速展示行业复苏情况, 2021 年各季度增速为2019-2021 年年均复合增长率

四、电商：短期待消费反弹，差异化与重运营是竞争趋势

4.1 2021 年电商行业总结：宏观消费低迷，行业内卷加剧

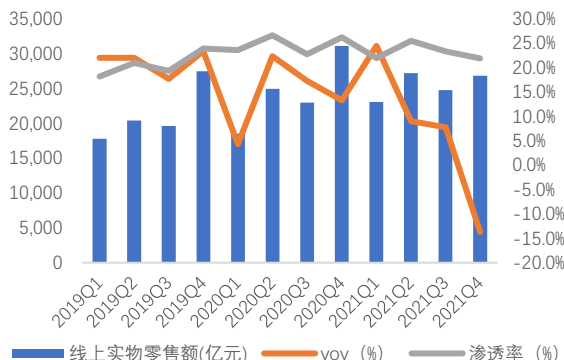
宏观及消费承压，疫情反复致行业景气度低迷。2021 全年我国社零总额 44 万亿，较 2019 年复合增长 3.5%，消费基本恢复至疫情前水平，网上实物零售总额为 10.8 万亿元，同比增速为 12%。2021 年下半年疫情反复导致宏观及消费承压，国内消费增速明显减缓，21Q4 社零总额 12.3 万亿元，同比增长 3.5%，线上实物零售额 2.68 万亿，同比下降 13.7%，渗透率达到 21.9%，较去年同期下降 4.4 个百分点。

图 23：我国社会零售总额及增速



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

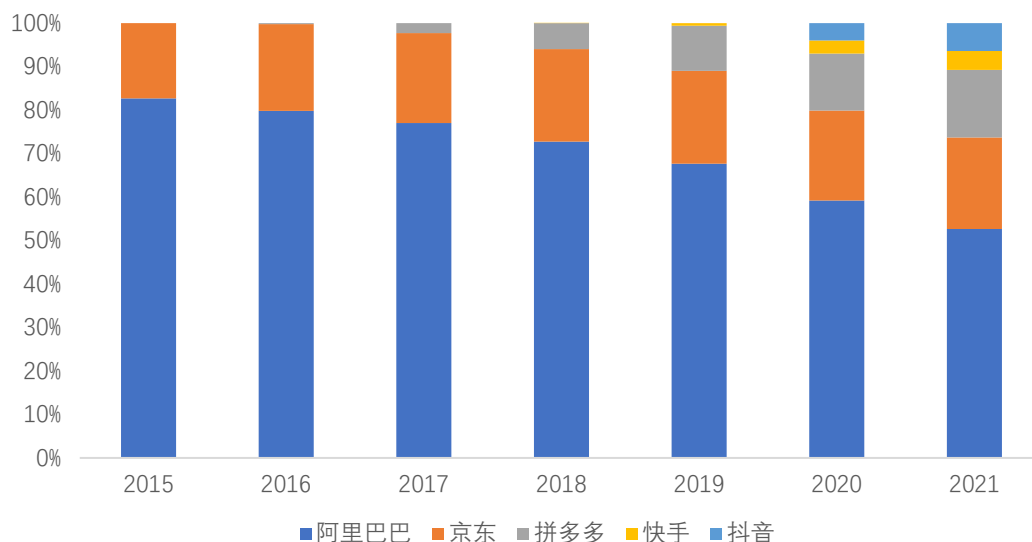
图 24：线上实物零售增速及渗透率



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

行业竞争激烈，内卷加剧。在宏观经济承压的担忧之外，2021 年平台经济反垄断下“二选一”问题终结，传统电商之间的竞争越发激烈。与此同时，抖音、快手等短视频平台继续加码直播电商，美团对近场电商重金投入，行业竞争更加焦灼。阿里巴巴的体量决定其与消费大盘走势保持一致性，在消费大盘低迷与竞争焦灼的背景下，阿里巴巴国内电商的市场份额被行业侵蚀，FY2021 年 GMV 为 7.9 万亿元，预计 FY2022 年将达到 8.2 万亿元。京东 2021 年 GMV 为 3.3 万亿元，同比增长 26.2%，独特的供应链能力使其商业模式展现出足够的韧性，持续打造消费者心智的护城河。拼多多 2021 年 GMV 为 2.4 万亿元，同比增长 46.4%，市场份额持续扩大。快手 2021 年 GMV 为 6800 亿元，同比增长 78.4%，继续保持高速增长。

图 25: 国内电商格局



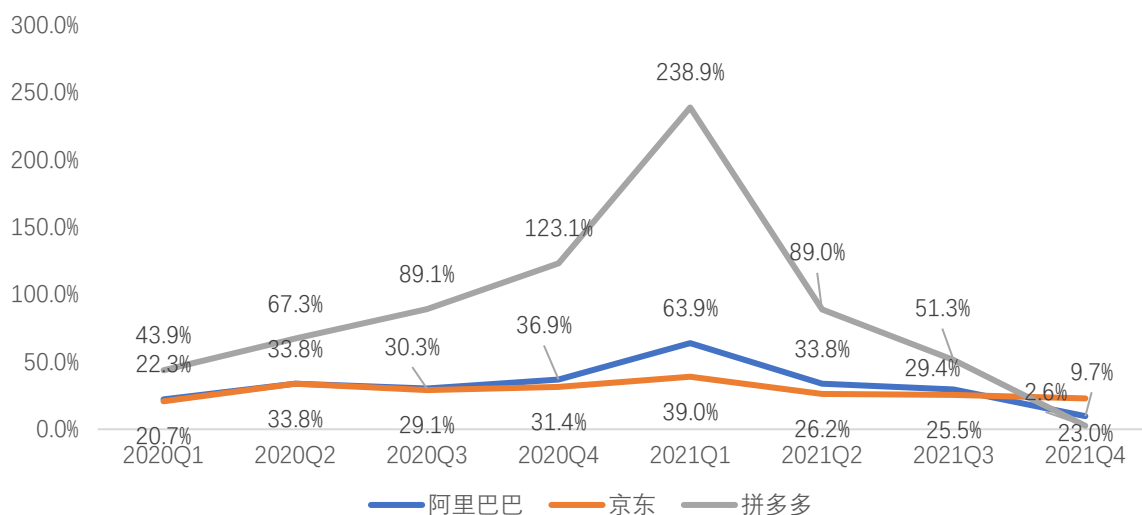
资料来源: 各公司财报, 晚点 Latepost, 信达证券研发中心

收入驱动转向利润率提升, 高质量增长成为主题。

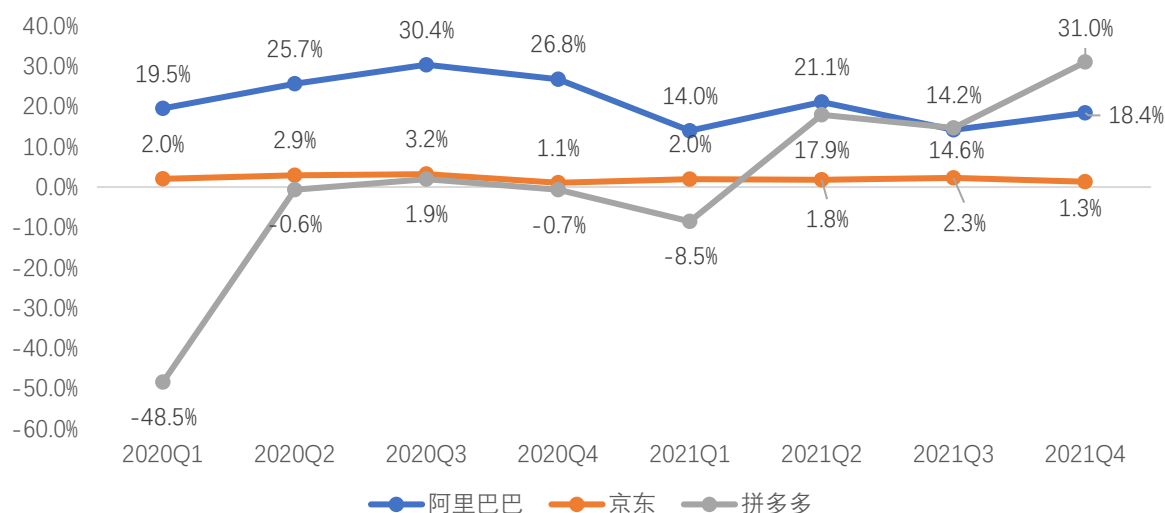
阿里巴巴 2021 年自然年第四季度中国零售商业收入 1680 亿元, 同比增长 7%, 其中客户管理收入 1001 亿元, 同比下降 1%, 首次出现负增长, 淘宝天猫实物商品 GMV 同比仅单位数增长。阿里集团 2021 年四季度收入增速创下历史新低, 营收 2425.8 亿元, 同比增长 9.7%, Non-GAAP 净利润 446.24 亿元, 同比下降 24.6%。

京东 整体业绩略超市场预期, 21Q4 京东集团实现收入 2,759 亿元, 同比增长 23.0%; Non-GAAP 归母净利润 36 亿元, 同比增长 49.4%, 在电商大盘不景气下连续三个季度保持超过 20% 的高增长, 京东商业模式的韧性和供应链能力的提升, 持续关注为消费者创造独特的价值和体验, 打造了消费者心智的护城河。

拼多多 21Q4 收入不及预期, 但利润超预期。实现收入 272.3 亿元, 同比增长 3%; Non-GAAP 归母净利润 84.4 亿元, 同比转正。在线营销服务收入 224.3 亿元, 增速放缓, 同比增长 19% (VS. 21Q3 44%、20Q4 95%); 交易服务收入 47.2 亿元, 同比增长 108%; 1P 业务体量明显收缩, 销售收入 8170 万元, 同比下降 98%。全年 Non-GAAP 归母净利润 138.3 亿元, 去年同期为 -29.7 亿元, 同比扭亏为盈。

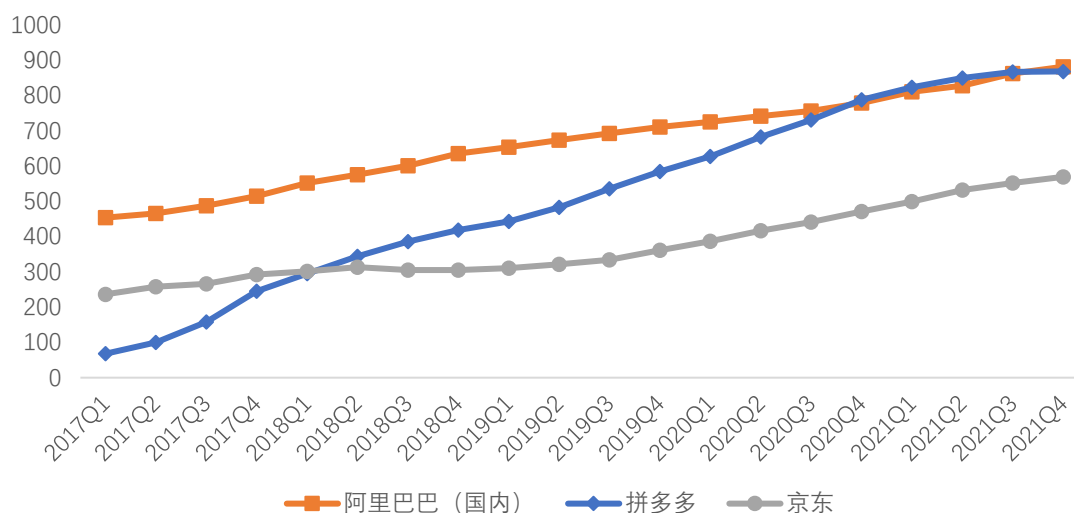
图 26：电商平台营收季度增速


资料来源：各公司财报，信达证券研发中心

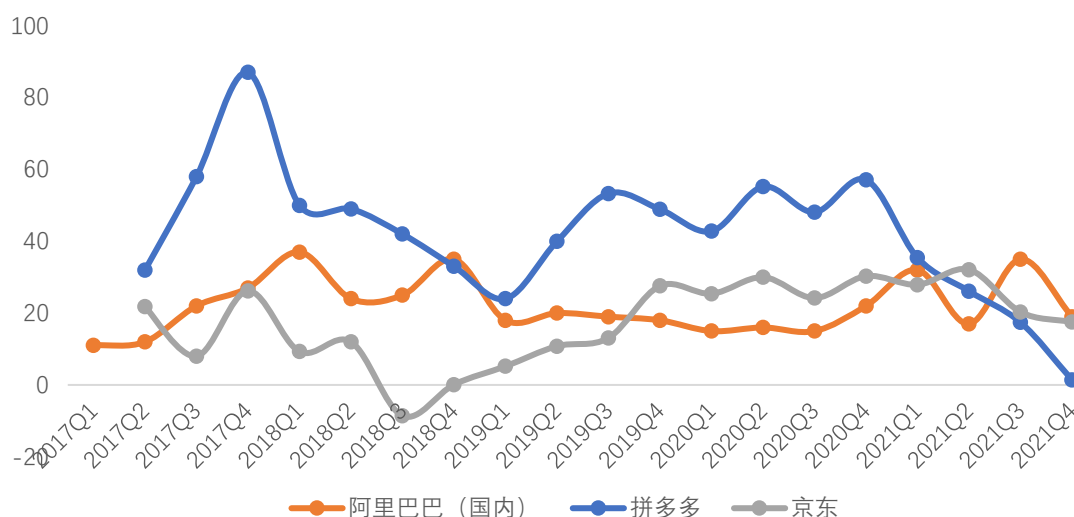
图 27：电商平台 Non-GAAP 净利率


资料来源：各公司财报，信达证券研发中心

用户数量触天花板，下沉市场红利被迅速瓜分。三大电商本季度新增活跃买家数创新低：阿里国内电商环比新增 1900 万、京东环比新增 1750 万、拼多多环比新增 140 万。移动互联网时代，下沉市场的红利正在被几大电商平台迅速被瓜分，从流量竞争向存量竞争仍是关键主题。

图 28：电商平台活跃买家数（百万）


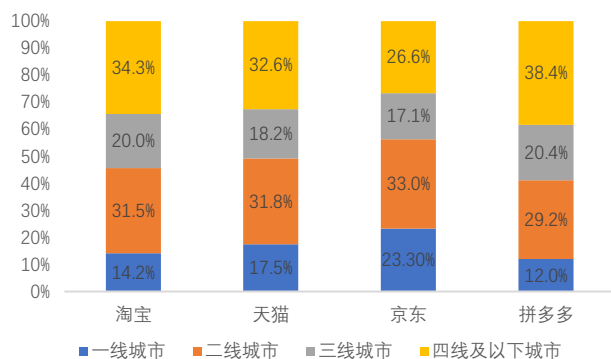
资料来源：各公司财报，信达证券研发中心

图 29：电商平台新增活跃买家数（百万）


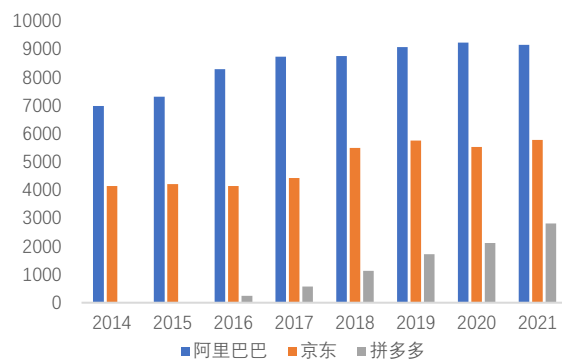
资料来源：各公司财报，信达证券研发中心

4.2 展望 2022 年：存量竞争，需注重高质量运营

拓展新用户与运营老用户并行，提供差异化体验是关键。阿里、京东、拼多多三大电商平台均在布局新市场巩固老市场，但所处阶段不同。对于京东，下沉市场仍有巨大的蓝海，三线及以下城市用户数占比仅为 43.7%，显著低于拼多多和阿里，因此京东下沉市场空间仍较大。随着公司在品类上的拓展以及用户固有印象的突破，未来两年京东 AAC 有望突破 7 亿。对于阿里，全球化是其重要的战略之一。截至 2021 年第四季度，阿里海外 AAC 达到 3.01 亿，季度净增加 1600 万，订单数同比增长 25%，未来在海外市场的拓展上，阿里会更加注重本地供给和跨境供给相结合。对于拼多多，三线及以下城市用户数接近 60%，下沉市场用户红利有限，在现有用户基数已基本触达天花板的情况下，新增用户放缓是必然，增强用户留存复购、提高人均 GMV、打破用户对平台的固有印象，是平台主要的运营方向。

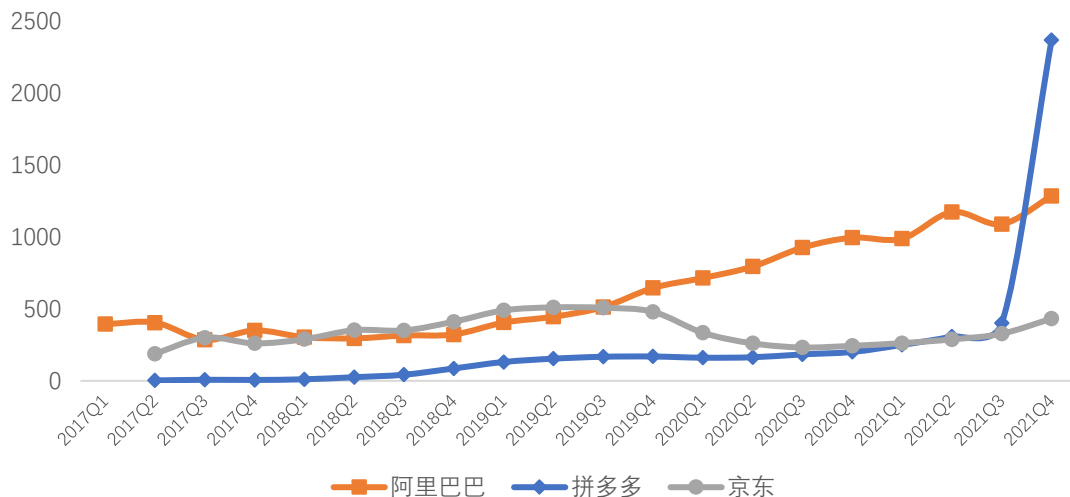
图 30：三大电商用户城市级别对比


资料来源：观研报告网，信达证券研发中心

图 31：三大电商人均 GMV (元)


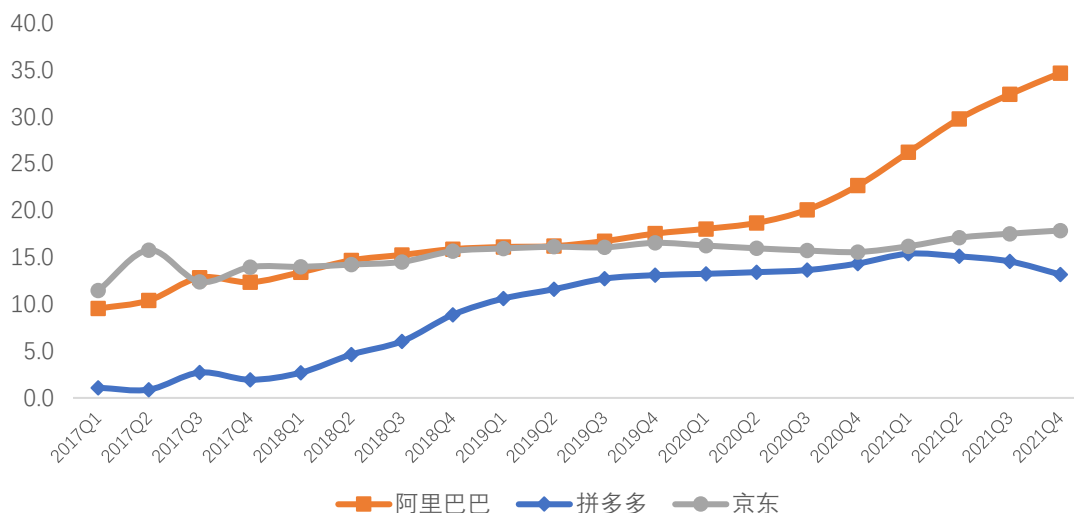
资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

降本增效，关键在于差异化且高质量运营。依靠补贴换取的新用户对于价格敏感、留存率低，无法推动客单价和购买频次的提升，依旧限制整体 GMV 的增长。高昂的获客成本不再具备性价比，各大电商会开始有意克制该部分支出。电商行业的战略从过去重视流量端的营销投入与补贴拉新，转向对基础设施及研发的投入。

图 32：三大电商获客成本 (元)


资料来源：各公司财报，信达证券研发中心

注：1、单用户获客成本估算方法：单季度销售费用/单季新增年活跃用户数，剔除异常值后四季度移动平均（考虑到并非所有营销投入都会用户拉新获客，因此该测算的绝对值系统性偏高；）

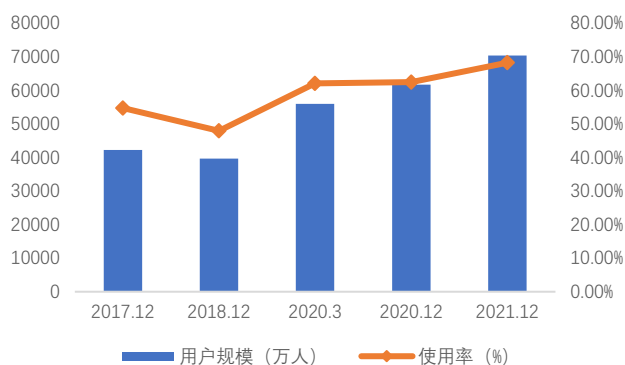
图 33：三大电商维系成本（元）


资料来源：各公司财报，信达证券研发中心

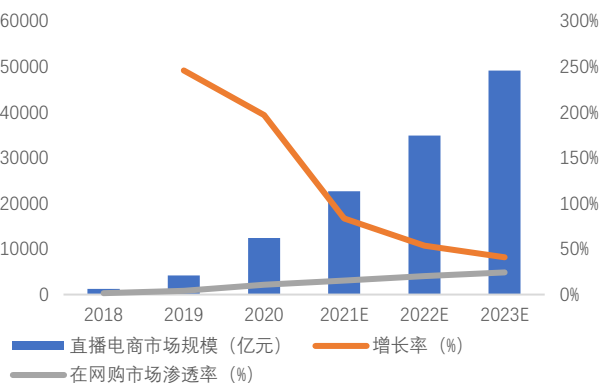
注：用户规模维持成本估算方法：单季度销售费用/年活跃用户数，剔除异常值后四季度移动平均，这一计算结果偏高，但可作为趋势观察提供参考

4.3 直播电商：行业增长潜力不减，监管趋严回归良性发展

直播电商依旧是行业崛起的新力量，未来将进一步占领用户心智和时长。直播电商持续提升电商用户渗透，据 CNNIC 数据显示，截至 2021 年底我国网络直播用户规模达 7.03 亿，较 2020 年 12 月增长 8652 万，在网民整体规模中占比 68.2%；电商直播用户规模 4.64 亿，较 2020 年 12 月增长 7579 万，在网民整体规模中占比 44.9%。根据艾瑞咨询，2021 年中国直播电商市场规模预计达到 2.3 万亿，同比增速 83.3%，随着活跃买家、下单频次、客单价的提升，艾瑞咨询预计 2023 年直播电商规模将超过 4.9 万亿。直播电商将成为重要的销售渠道，在网购市场的渗透率亦将快速提升，预计 2023 年渗透率达到 24.3%。

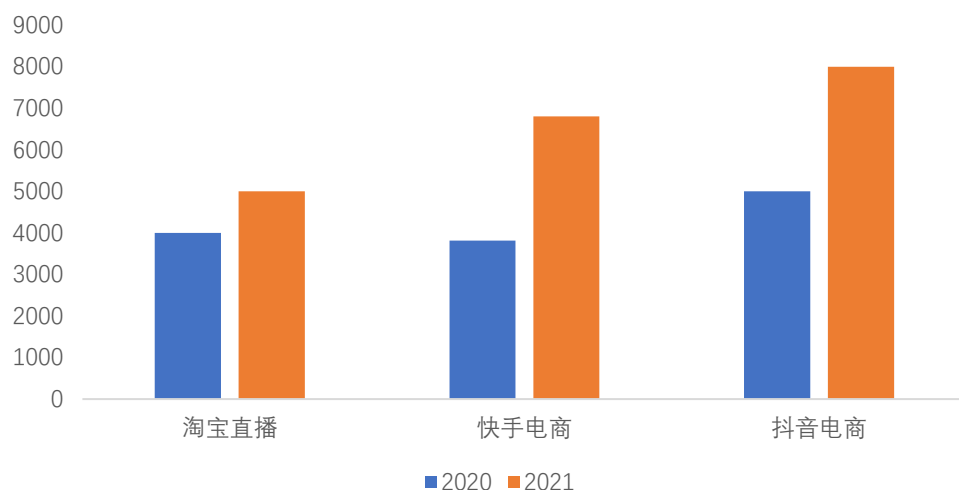
图 34：网络直播用户规模及使用率


资料来源：CNNIC，信达证券研发中心

图 35：直播电商市场空间


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

直播电商三足鼎立，新力量暂时不改行业格局。2020 年，淘宝直播、快手、抖音 GMV 规模分别为 4000+亿元、3812 亿元、5000+亿元，合计占据行业总市场规模的 90%左右。2021 年，快手、抖音仍在高速增长，GMV 规模分别为 6800 亿元、10000 亿元，淘宝直播 GMV 增速有所下滑，据网经社预测约为 5000+亿元左右，先有三大直播电商巨头竞争焦灼，后有视频号、B 站等不断尝试商业化变现的机会。短期来看，直播电商行业三足鼎立的格局未改，但新力量的涌现对于行业格局或增加新的变量。

图 36: 直播电商 GMV (亿元)


资料来源: 快手财报, 晚点 Latepost, 信达证券研发中心

三大平台差异化明显:

抖音电商, 兴趣连接人和商品。超长用户使用时长是抖音电商爆发的基础, 21 年 6 月抖音日活达到 3.8 亿, 人均日使用时长 102 分钟。算法根据用户短视频浏览特点推荐满足其兴趣的产品, 匹配人和货。根据抖音官方数据, 21M1 抖音电商整体 GMV 同比增长 50 倍。商家自播方面, 21M6 商家自播 GMV 是去年同期的 7 倍; 达人带货方面, 21M7 抖音电商创作者带货 GMV 同比增长 3.9 倍。

快手电商, 基于用户关系的信任电商。快手是基于短视频和直播的内容社区, 创作者与消费者之间通过内容与互动沉淀信任, 进而产生购买行为。快手电商粉丝粘性较大, 私域流量提升复购率, 用户生命周期更长。2021 年快手电商 GMV 同比增长 78%, 主要受用户规模、人均订单金额推动, 截至 2021 年 9 月快手电商复购率达到 70%。

淘宝直播, 基于商品和电商基础设施端的发现式电商。作为更高转化效率的销售渠道已融入淘宝生态各个角落, 但内容生态薄弱, 娱乐性较低。随着拥有丰富短视频运营经验的新负责人上任, 短视频与直播联动将加强, 进而向种草拔草一体的发现式电商演进。

表 7: 抖音“兴趣电商”VS 快手“信任电商”

	抖音“兴趣电商”	快手“信任电商”
未来定位	兴趣电商: 采用基于兴趣的推荐算法进行个性化的内容分发, 为用户推荐几可能感兴趣的商品, 激发其购物需求并转化	信任电商: 通过优质内容和商客互动打造极致信任关系, 沉淀私域流量, 促进双方交易
出发点	用户体验	人际信任
流量分发逻辑	中心化, 通过对公域流量对强控制来促进公域流量的需求转化	去中心化, 注重公平普惠, 给予商家和主播建立私域流量池的空间和主动权
GMV 驱动逻辑	看重公域流量海量的市场需求, 通过精准匹配用户兴趣的推荐提高公域流量的转化率, 促进公域流量的价值变现	强调建立在信任关系上的私域流量池, 私域流量具有更高的转化率、复购率和变现价值
对用户的影响	随时随地发现自己感兴趣的商品, 拥有更愉悦的购物体验	和商家建立起信任关系, 接受的服务质量提高, 拥有更高的购物满意度
对商家的影响	商家和品牌自播的冷启动环节更容易过渡	商家和品牌通过积淀私域流量降低销售成本
主播与用户的关系	用户购买商品出于对主播产出内容的兴趣, 用户与主播的互动性较弱, 对作者信任度较低, 用户粘性较低	用户与主播的互动更频繁深入, 关注作者的认可度高, 信任度高, 用户粘性较高。

资料来源: 信达证券研发中心

监管趋严回归良性发展, 头部主播对平台影响有限。行业监管常趋严, 2021 年《关于加强网络直播规范管理工作的指导意见》《网络直播营销管理办法 (试行)》等相关政策陆续推出, 随着规章制度的实施, 电商直播监

管体系得到逐渐完善，消费者权益保护力度进一步提升。2021 年末，雪梨（淘宝直播中排名仅低于薇娅、李佳琦的主播）、林珊珊（淘宝店铺在女装类目排名保持 Top 10）薇娅等知名网络主播因涉嫌偷逃税款，被追缴税款、加收滞纳金并罚款。

表 8：维护商户利益相关政策梳理

发布时间	政策	发布部门	政策解读
2022.3.30	《关于进一步规范网络直播营利行为促进行业健康发展的意见》	网信办、国家税务总局、国家市场监督管理总局	着力构建跨部门协同监管长效机制，加强网络直播营利行为规范性引导，鼓励支持网络直播依法合规经营，促进网络直播行业发展中规范，规范中发展。
2021.8.18	《直播电子商务平台管理与服务规范》	商务部办公厅	对电子商务平台平台的直播出台了相关管理办法，对损害客户权利给予处罚办法。
2021.4.23	《网络直播营销管理办法（试行）》	国家互联网信息办公室等七部委	规范网络市场秩序，维护人民群众合法权益，促进新业态健康有序发展，营造清朗网络空间。
2021.2.9	《关于加强网络直播规范管理工作指导意见》	国家互联网信息办公室等七部委	科学规范行业运行规则，构建良好产业生态，为广大网民特别是青少年营造积极健康、内容丰富、正能量充沛的网络直播空间。

资料来源：各监管部门官网，信达证券研发中心

头部主播销售额占比不高，对平台的影响有限。随着雪梨、薇娅等主播的“倒下”，市场开始担心头部主播对于平台的影响。从她们创造的销售额占比来看，无论是对淘宝直播还是阿里本身，影响非常小。FY2021 财年，阿里巴巴生态体系的 GMV 为 8.11 万亿元，国内零售市场 GMV 为 7.49 万亿元，淘宝直播 FY2021 财年 GMV 虽然超过 5000 亿元，但仅占阿里国内零售市场的 6.7%，影响有限。此外，在淘宝直播 5000 亿大盘中，薇娅、雪梨等头部主播仅占其中的一小部分。根据毕马威与阿里研究院联合发布的《迈向万亿市场的直播电商》数据显示，2020 年薇娅直播带货 GMV 为 310.9 亿元，排名第一；雪梨直播带货 GMV 为 39.86 亿元，排名第五，薇娅和雪梨两人的带货销售额仅占淘宝直播的 7%，淘宝直播前四大红人销售额共占比 11.85%。

表 9：2020 年直播带货红人排行榜 TOP 10 榜

平台	主播	粉丝数（万）	GMV（亿元）
淘宝直播	薇娅	3759.5	310.9
淘宝直播	李佳琦	3786.6	218.61
快手	辛巴	7110.2	121.15
快手	蛋蛋	2508.4	75.26
淘宝直播	雪梨	1804.9	39.86
快手	爱美食的猫妹妹	3887.4	37.8
快手	时大漂亮	1773.2	33.39
淘宝直播	烈儿宝贝	751.3	23.25
快手	瑜大公子	1329.4	22.41
淘宝直播	华为终端	2818.6	21.48

资料来源：毕马威&阿里研究院，信达证券研发中心

此外，平台扶持品牌自播或将成为新的发展趋势。直播电商的服务商有两种模式，品牌自播和达人带货。达人播的方式中，主播凭借自身的专业性和高流量，可以在短时间内帮助商家提升销量和转化率，但受制于主播自身的影响，消费者对于品牌的忠诚度难以保障。因此，自 2019 年开始，越来越多的商家开始采用品牌自播的形式，占比逐年提升，自播的形式可以保障商家获得忠诚度更高的消费者以及更稳定的销量增长。根据艾瑞咨询，2020 年品牌自播的 GMV 占比 32.1%，预计 2023 年将达到 50%。**平台扶持品牌自播，以保障核心商品和**

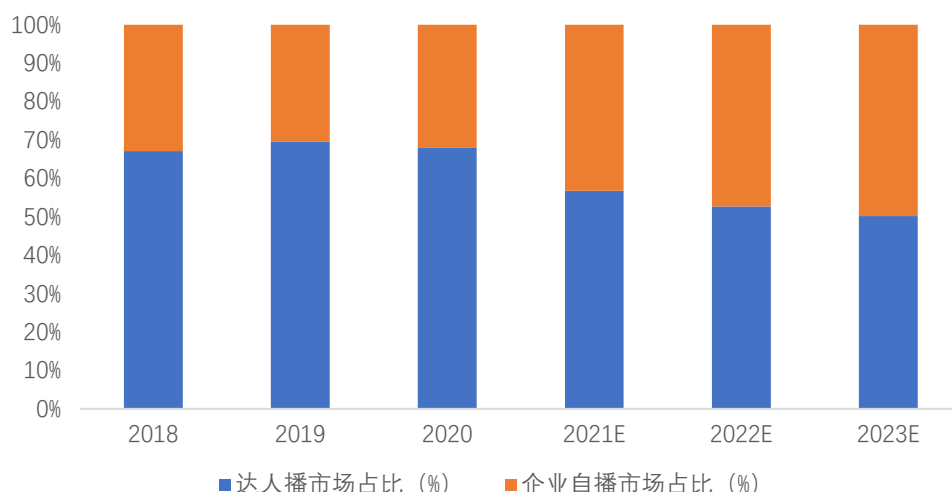
消费者均留存在平台，以淘宝直播为例，21Q3 (LTM) 淘宝直播中商家自播 GMV 占直播总 GMV 的比例已达到 60%，高于明星主播的直播间数量。

表 10：达人播与品牌自播对比

	达人播	品牌店播
ROI	低	高
合作形式	短期合作，频次较低 是否保证 GMV、上播时间与顺序主导权视不同情况而定	季度/半年度/年度合作，全年高频直播 设计全年运营规划，会开展更深度的沟通合作
盈利模式	按场次收坑位费+销售佣金 一般收费高于店播	①按场次收固定服务费+销售佣金②按小时收费 一般单场收费低于达人播
特征	强 IP 人设 转化率高 退货率高	店铺消费者 转化率低 退货率低
集中度	CR5 ≈ 10%	CR5 ≈ 9%

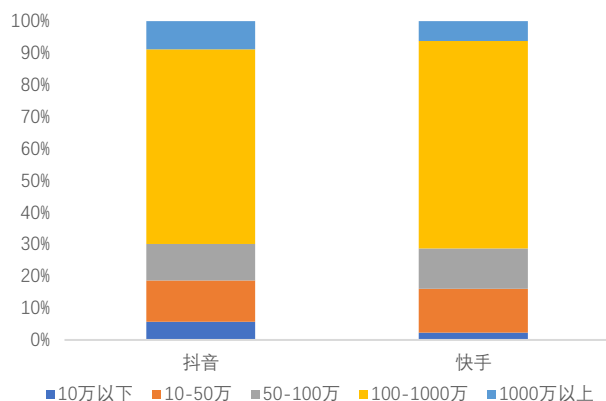
资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 37：企业自播与达人播市场占比

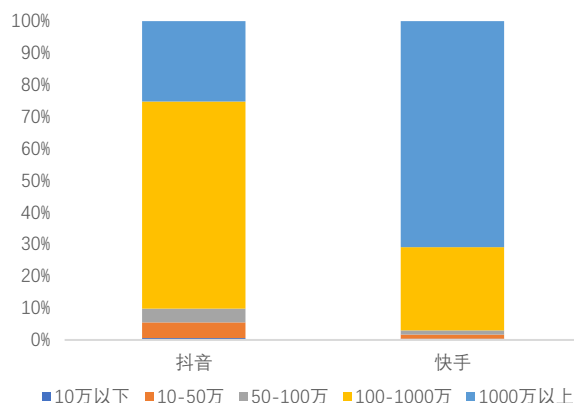


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

达人直播带货差异明显，品牌自播也逐渐崛起。由于两大平台的分发逻辑不同，因此 KOL 带货效果有所差异，目前快手头部 KOL 直播带货效果显著，千万级粉丝数的 KOL 贡献了七成的直播销售额；抖音直播销售额则主要由 100 万-1000 万粉丝的腰部 KOL 带动。未来在达人直播带货外，品牌自播会逐渐崛起，部分知名品牌、高端品牌入场，通过常态化直播低成本可持续地形成品牌消费转化力。科沃斯以品牌自播为主，多账号细分品类运营，吸引高消费能力用户；此外与产品用户契合的达人合作带货，构建品牌直播矩阵；小米凭借自身品牌知名度吸引大量用户，通过官方直播间实现消费转化，推广品类丰富，手机带货效果最好。

图 38: 不同粉丝量级直播带货 KOL 账号数量占比


资料来源: Questmobile, 信达证券研发中心

图 39: 不同粉丝量级直播带货 KOL 直播 GMV 占比


资料来源: Questmobile, 信达证券研发中心

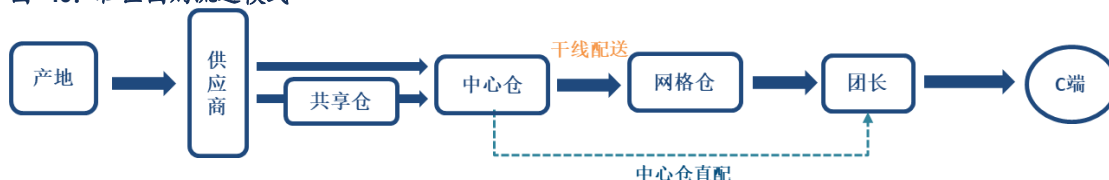
表 11: 2022 年 2 月抖音&快手直播电商数据对比

抖音平台			快手平台		
品牌	GMV (千万 元)	平均件单价 (元)	品牌	GMV (千万元)	平均件单价 (元)
花西子官方旗舰店	6.81	201.3	小米官方旗舰店	1.21	1174.8
小米直播间	5.35	579	李宁体育	0.43	205.8
科沃斯机器人	4.7	5000.6	亨帝诗皮草官方旗舰店	0.3	1104.4
波司登	4.31	1363	御泥坊官方旗舰店	0.25	151.2
太平鸟官方旗舰店	3.33	268.3	完美日记 PD	0.14	72.8

资料来源: QuestMobile, 信达证券研发中心

4.4 社区团购: 行业三梯队分化, 高质量精细运营是重要目标

社区电商发展在我国互联网行业流量红利见顶与消费需求尚未见顶的背景下应运而生。2021 年, 我国网民总数 10.32 亿人, 互联网普及率达到 73%, 同期网购用户数 8.42 亿, 占网民总数的 81.6%, 用户数提升空间有限。然而, 我国生鲜线上化问题始终是巨大的痛点, 传统电商实现了服装、3C、快消品、美妆个护的线上化率提升, 但生鲜品类作为蕴含万亿规模的市场, 线上化率始终不足。社区团购预售制通过以销定产的方式降低库存, 减少库存仓储费用, 降低商品的自然损耗率; 流通环节缩短, 减少加价倍率; 团长处自提的方式节约了末端的配送成本。社区团购“预售制+团长制”的轻资产平台模式, 是对电商行业品类扩张的重要一环, 亦是对下沉市场电商基础设施的重构。

图 40: 社区团购流通模式


资料来源: 信达证券研发中心

2022 年巨头将继续深耕“供应链+仓储配”的基础设施建设，目前三梯队分化明显。美团和拼多多处于第一梯队，两者齐头并进；淘菜菜位列第二梯队，淘菜菜背靠阿里集团，资源充足、基础设施完善。此外，线下零售业务不会出现一家独大的现象，美团优选、多多买菜、淘菜菜虽占领头部地位，但社区团购具有明显的区域性特征，部分做社区团购的小平台会在行业中与头部玩家共存，但仅作为区域性平台作为行业的补充，如兴盛优选等，其在湖南地区具备一定的先发优势，且盈利模型在前期已经跑通，短期内不会被行业淘汰。

UE 模型未来优化的方向：降低履约成本和提高商品毛利。从仓储和配送两个方向着手，关注仓的满负荷率、车辆的满载率；通过对商品组合的优化，提高高毛利商品的权重，降低费用率。2021 年在监管趋严、夏季冷链建设等多重因素的影响下，行业增长不及预期，且头部平台的基础设施投入巨大，在这样的背景下，2022 年降本增效成为头部社区平台的经营战略。

表 12：社区团购主要玩家对比

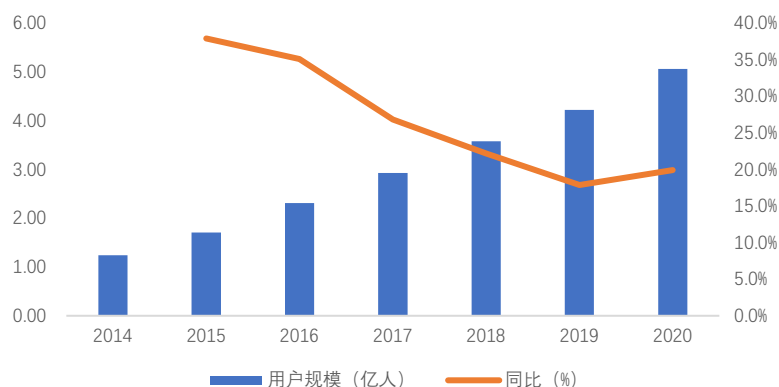
	美团	拼多多	阿里巴巴	兴盛优选
部门	美团优选	多多买菜	淘菜菜	兴盛优选
优势	地推铁军和领先的线下运营能力	下沉市场流量优势，用户认知和粘性高	阿里巴巴集团资源充足	先发优势
不足	下沉市场的自然流量较少，成本和运营费用更高	运营较轻，影响用户消费体验、合作商的合作意愿等	内部资源调配问题和竞争冲突	融资能力较弱
战略定位	打开下沉市场，切入近场电商	拼多多主站的延伸，稳固基本盘。	打造集团新零售矩阵中的重要一环	-
市占率	40%	40%	约 10%	不足 5%

资料来源：信达证券研发中心

综上，我们对 2022 年社区团购行业作出如下判断：(1) 行业规模，2021 年社区团购市场规模约为 4000 亿 GMV，预计 2022 年同比增速 40%，市场规模预计达到 6000 亿。(2) 竞争格局，我们认为经过 2021 年行业的出清，社区团购的行业格局已经基本稳定，第一梯队美团优选、多多买菜继续保持领先优势；阿里的淘菜菜保持较高的增速，处于第三名的位置；小型社区团购平台将作为区域性补充，维持行业“3+N”格局不变。(3) 盈利节点，通过降低履约成本、提高商品力和商品毛利是盈利的关键，仅分析头部两玩家，社区团购业务对美团和拼多多的战略定位不同，因此其发展阶段和目标亦有不同，预计 2022 年多多买菜能够实现盈利，美团优选则以减亏为核心目标。

4.5 即时零售：打开电商行业空间的另一个窗口

即时零售助推近场电商快速增长。从即时配送用户规模来看，已从 2014 年的 1.24 亿人增长至 2020 年的 5.06 亿人，增长近 5 倍，用户规模不断扩大。一方面，即时到家的消费者对于价格的敏感性较低；另一方面，消费者对于即时性需求的习惯和黏性已经养成，且非餐类即时消费需求的可替代性较低。因此，在宏观大环境和疫情的管制的双重压力下，即时配送发展态势展现出一定的韧性。

图 41：即时零售行业用户规模及增速


资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

新模式加速出现，多业态共存发展。即时零售通过完善末端小时达履约网络，渗透到传统电商较难触达的品类，创造了消费者即时消费的新需求，助力商家端实现数字化。以仓配一体、社区团购、传统电商为核心模式的互联网零售正在从各个领域出发满足消费者的不同需求。互联网零售的供应链整合上游产业链最为重要的方式，主要包括：以京东主站为代表 B2C 模式，搭建城市中心仓；以拼多多为代表的产地模式，产地仓一地发全国；本地零售模式，用离消费者最近的前置仓或实体店库存履约，服务半径 3~5 公里以内。其中，本地零售模式细分为到家模式的“小时购”，履约时效 0.5~1 小时，比如京东小时购、美团闪购、每日优鲜、叮咚买菜等；到店模式，如各大实体商超等等。

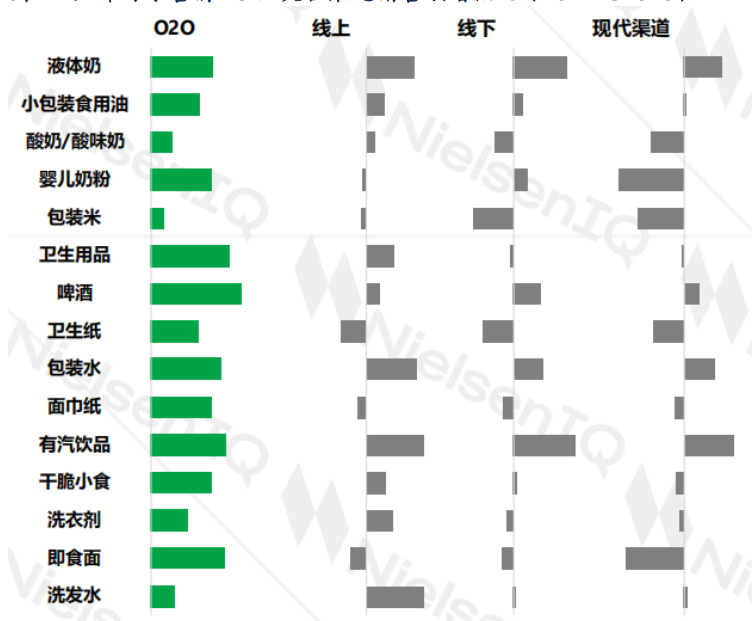
表 13：互联网零售模式对比

	即时零售	社区团购	传统电商
时效履约	小时达	次日	2-3 天
履约方式	依赖前置仓储的集中履约	供应商-中心仓-网格仓-团长，预售+自提模式	依赖收、转、运、派四环节的点对点运输
资产建设	重视仓储设施建设	中心仓自营，网格仓外包	重视转运中心和运输资产的建设
运力	快递员	-	快递员
订单配送方式	网点、快递柜、驿站自取、送货上门	自提	网点、快递柜、驿站自取、送货上门

资料来源：信达证券研发中心

重点品类差异化策略是即时零售的增长机会。中心化电商很好的实现了电子数码、服饰鞋包等品类的线上化，小时达通过渗透到传统电商难以触达的品类，如生鲜、鲜花等，提升了消费者的体验和用户对平台的粘性。未来，对重点品类进行差异化运营是即时零售应抓住的增长机会。如纸品，在即时零售场景的重要性较高，且表现优于全渠道，是值得关注的重点品类；日用必需品，线下转线上消费趋势明显，线下零售商借助即时零售有机会抗衡线上的侵蚀；必需食品和休闲食品等，消费者存在一定的即时性需求，可利用小时达优势，缓解线下零售店客流流失的现状。

图 42：即时零售前 15 品类各渠道销售额增幅%（2021vs2020）



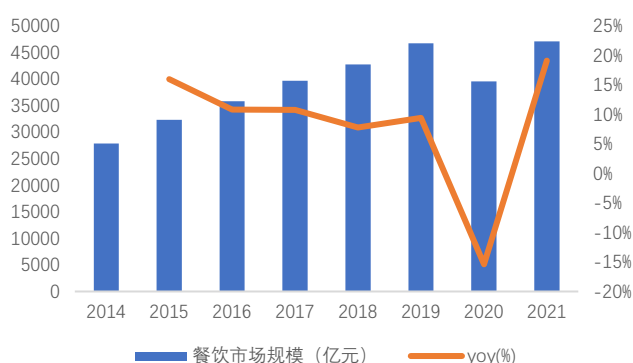
资料来源：尼尔森，信达证券研发中心

五、本地生活：疫情常态化不改刚性需求，复苏潜力或更大

5.1 外卖行业刚需特征及疫情的短期影响

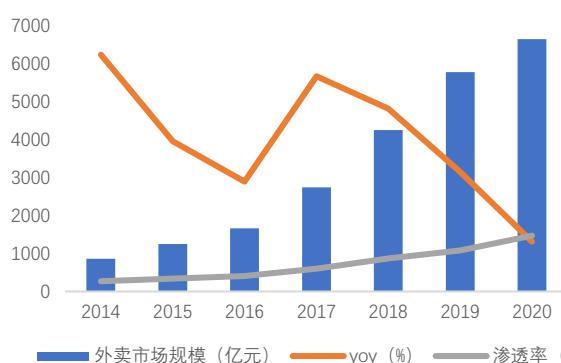
外卖行业受损于疫情的短期冲击，刚需属性或将带来更大的弹性。2014-2021 年餐饮市场规模增速基本保持在 10% 水平上下，2020 年因受到疫情的严重冲击，增速出现了 15% 的下滑。相比之下，外卖行业规模始终保持着领跑餐饮行业的高速增长。2020 年疫情的催化下，外卖市场增速实现正增长，远超餐饮市场规模增速 30pct，渗透率从 2014 年的 3.1% 提升至 2020 年的 16.8%。尽管 21Q4 开始宏观消费需求疲软，22M3 开始个别地区疫情爆发，行业增速有所放缓，但我们认为疫情的冲击属于短期影响，需求端充分释放，用户心智进一步加强，一旦疫情好转、供给到位，外卖业务的修复潜力或更大。

图 43：餐饮市场规模



资料来源：中国连锁经营协会，信达证券研发中心

图 44：外卖市场规模

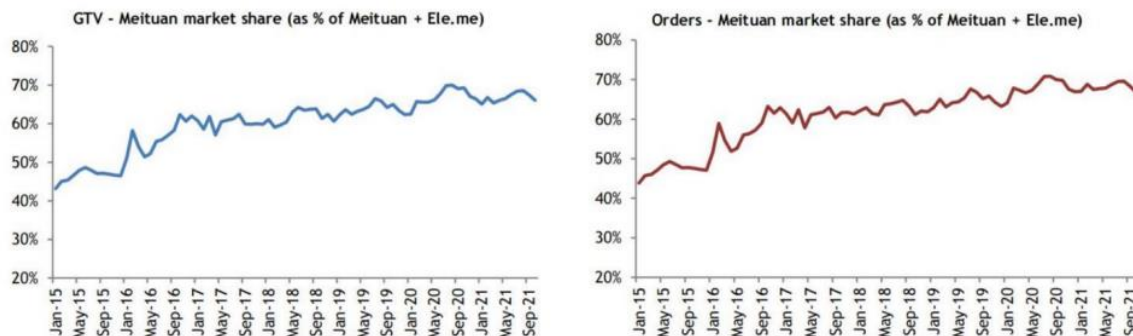


资料来源：中国连锁经营协会，信达证券研发中心

行业竞争格局优异，美团外卖龙头地位稳固。在到家的赛道上，既依赖“地推铁军”与商家建立稳固联系，又依赖专职与兼职搭配的骑手团队提高履约效率，经过多轮洗牌后，只有美团和饿了么两家主要竞争对手，竞争格局远好于电商领域。外卖业务是美团内部优先级最高、公司最重视的业务，自 2016 年以来持续保持着市场领先的份额，无论从 GTV 还是订单量角度，目前稳定在 65-70%，并仍在不断提升，竞争优势非常稳固。分城

市来看，饿了么只有在少数一线城市有与美团外卖接近的市场份额，在广大二三线及以下城市，美团的市场份额均占据绝对优势。

图 45：美团外卖 GTV 及单量市占率



资料来源：T.H.Data，信达证券研发中心

表 14：美团和饿了么部分城市销售额份额对比（2019）

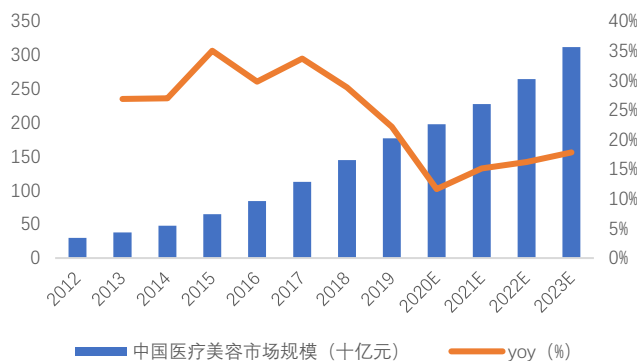
	美团	饿了么
北京市	70%	30%
上海市	68%	32%
广州市	90%	10%
深圳市	80%	20%
苏州市	82%	18%
东莞市	90%	10%
佛山市	95%	5%
南京市	70%	30%
温州市	20%	80%
武汉市	70%	30%
成都市	90%	10%
杭州市	90%	10%

资料来源：萝卜投研，信达证券研发中心

5.2 到店业务行业竞争趋势

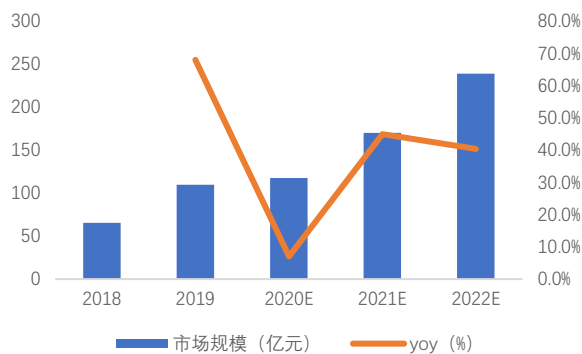
行业线上化率不足，仍处于高速增长阶段。到店业务的下游包括餐饮、休闲娱乐、美容美发、医美等行业，整体线上化水平仍然不足，行业均具有广阔的市场空间。商家的营销意愿强烈且预算空间足够，特别是休闲娱乐的一些新业态（如密室逃脱、剧本杀、桌游吧等），以及医美服务等新兴业态，本身就处于高速发展阶段，且业务属性和以年轻人为主的受众群体的特点，决定了线上营销对它们的生存发展是至关重要的。

图 46：中国医美行业规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 47：剧本杀行业规模及增速



资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

受制于用户心智，到店业务的竞争格局短期不会有大变化。到店业务不依赖于自营的物流体系，本质上模式较轻，因此导致大量竞争者参与其中，美团在到店行业占有绝对的领先地位，是大众认知中几乎唯一可选的全国性的餐饮导购平台。面对抖音对本地生活板块的竞争，美团能否保持竞争优势被市场关注。抖音通过低价团购券等方式，依靠更大的流量和更长的用户使用时长，大举进军本地生活，但我们认为短时间内抖音仍存在几方面困境：（1）作为综合型的流量平台，能分给线下商铺的流量比例很低；（2）店面信息简陋，点评数量不足；（3）搜索、筛选、榜单等导购类功能缺乏；（4）营销只适用于网红店模式，广大中小商家做短视频转化成本高，用户粘性低。因此，我们认为短时间内美团在消费者的认可、闭环转化上仍拥有较强优势，另一方面美团本身在到店领域的份额并不高，抖音取得了广告收入更多是挤占了中小参与者的份额，并不会对美团的增长形成明显冲击。

图 48：抖音到店业务



资料来源：抖音APP，信达证券研发中心

六、广告：短期持续低迷，长期潜在空间可期

6.1 2021 年广告行业业绩总结：宏观+监管导致行业增速放缓

2021 年下半年增速放缓，主要原因有三：宏观消费疲软，行业监管趋严，特定行业投放预算缩减。一是，宏观消费疲软导致广告主的投放能力下降。2021Q3/Q4 我国社零总额增速下降至 5.0%/3.5%，较 Q1/Q2 的 33.9%/13.9%增速下降明显。二是，广告行业监管趋严，广告投放 ROI 下降，预算削减。《个人信息保护法》要求个人信息处理方需要取得个人同意后才可处理个人信息，导致基于用户数据的广告算法匹配精准度可能下

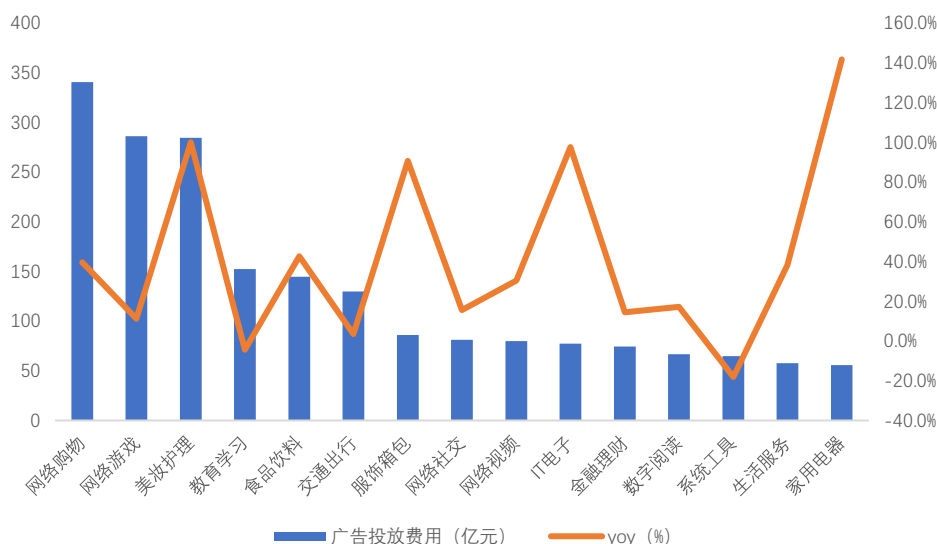
滑，算法精度越高的平台受到的潜在影响更大，目前尚未出现能承接因平台广告投放 ROI 下降而削减的预算，因此行业短期增速放缓。三是，广告主所处行业自身监管趋严，此前广告行业重要的广告主，包括教育、游戏、互联网金融等均在 2021 年被政策严格监管，直接影响了广告行业的头部广告主的投放。

表 15：广告相关政策监管趋严

类型	时间	部门	政策	影响
个人信息保护	2021.4.26	网信办	《移动互联网应用程序个人信息保护管理暂行规定》	
个人信息保护	2021.8.20	人大常委会	《中华人民共和国个人信息保护法》	加大对个人信息处理的合规审核，影响互联网部分细分赛道广告投放 ROI
个人信息保护	2021.8.27	网信办	《互联网信息服务算法推荐管理规定（征求意见稿）》	影响直播、广告行业精准算法推荐模式
个人信息保护	2021.11.26	市场监管总局	《互联网广告管理办法（公开征求意见稿）》	
未成年人保护	2021.8.30	国家新闻出版署	《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》	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。

资料来源：各部委网站，信达证券研发中心

图 49：2021 年 top15 行业广告投放费用规模



资料来源：Questmobile，信达证券研发中心

表 16：各平台广告收入与 ARPU 值

	腾讯	抖音	快手	Tik Tok	谷歌	Meta
DAU	11 亿	6 亿	3 亿	6 亿	12 亿	19 亿
广告收入	887 亿元	2000 亿元	427 亿元	200 亿美元	2095 亿美元	1149 亿美元
ARPU	78 元	333 元	132 元	33 美元	175 美元	60 美元

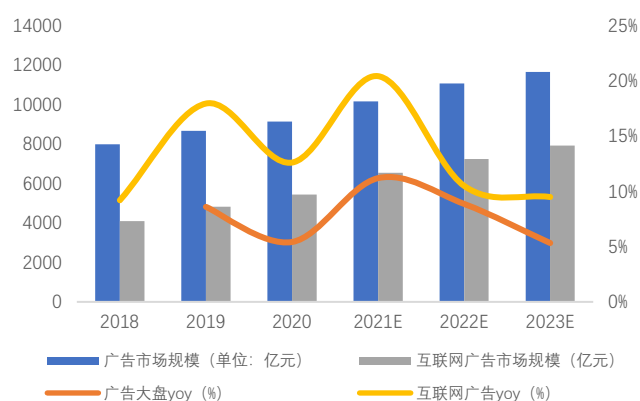
资料来源：各公司财报、草根调研、36kr，信达证券研发中心

注：腾讯 DAU 为 2021 年 4 个季度按 MAU 90% 估算的平均值；Tik Tok 10 亿 MAU、谷歌 20 亿 MAU，均按 60% 计算 DAU

6.2 2022 年广告行业趋势：渠道引流成为营销重点，短视频类广告持续增长

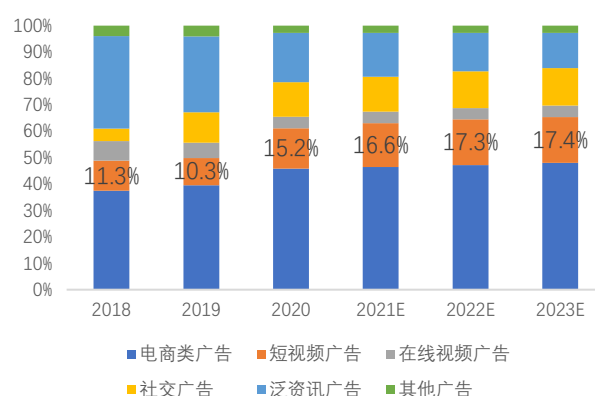
投放渠道变革，电商类和短视频类广告持续增长。2022 年预计广告大盘仍将显著受到经济大盘影响而承压，下半年随着宏观经济回暖以及 2021 年下半年低基数效应，平台广告收入增速或有所回升。长期来看，行业依旧有确定性的增长空间，长期也有望跑赢宏观经济增速。根据 Questmobile，泛资讯类广告市场份额逐步被短视频类广告稀释，短视频成为广告主越来越青睐的渠道，市场份额预计从 2021 年的 16.6% 提升至 2023 年的 17.4%。广告主重点布局短视频及在线视频平台，2022 年 1 月互联网广告收入 top10 平台中有 50% 均为视频平台，视频类平台通过高粘性和个性化推荐的内容，为品牌带来持续的营销触点和价值。电商类广告保持增长，市场份额从 2021 年的 46.5% 提升至 2023 年的 48.0%，主要受益于消费习惯的加速向线上迁移，品牌方与渠道建立更强粘度合作关系，广告投放与渠道合作的融合，提升销售转化。

图 50：互联网广告市场规模



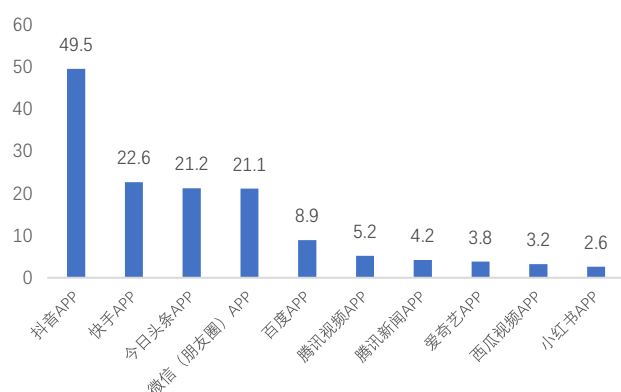
资料来源：Questmobile，信达证券研发中心

图 51：互联网典型媒介广告市场份额



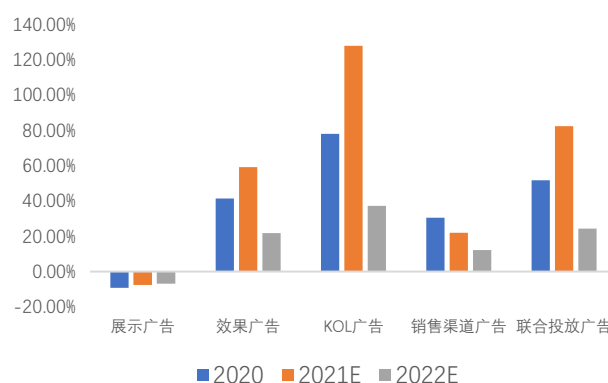
资料来源：Questmobile，信达证券研发中心

图 52：2022 年 1 月互联网广告收入 top10 (亿元)



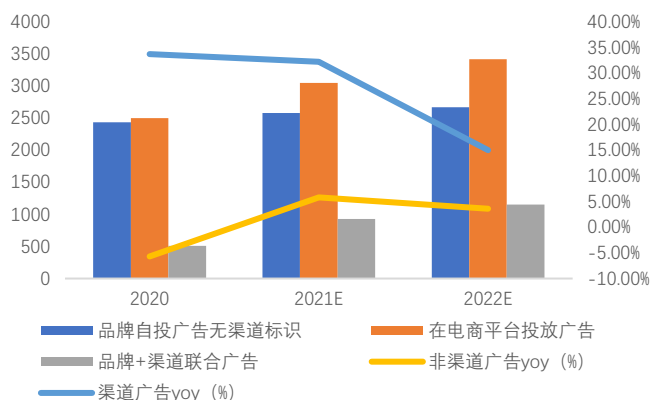
资料来源：Questmobile，信达证券研发中心

图 53：典型广告形式投放费用增长趋势

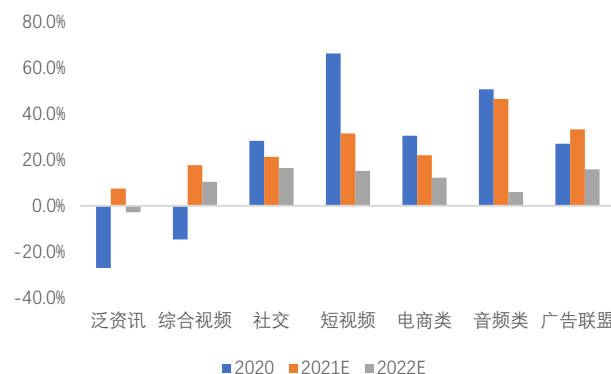


资料来源：Questmobile，信达证券研发中心

渠道引流成为营销重点，品牌方广告投放继续向社交类媒介倾斜。广告投放与渠道合作更为紧密，与非渠道相比，在平台投放广告与“品牌+渠道”联合投放广告更受广告主青睐，2021 年电商平台投放广告 3046 万元，联合广告 929 万元，同期非渠道广告 2576 万元。渠道广告在保持高绝对值的情况下，增速依旧远高于非渠道广告，2021 年渠道广告增速达到 32.2%，而非渠道广告增速仅为 5.8%。此外，内容营销推动下，品牌方广告投放继续向社交类媒介倾斜。

图 54：品牌投放广告与渠道分布（万元）


资料来源：Questmobile，信达证券研发中心

图 55：典型媒介投放费用增长趋势


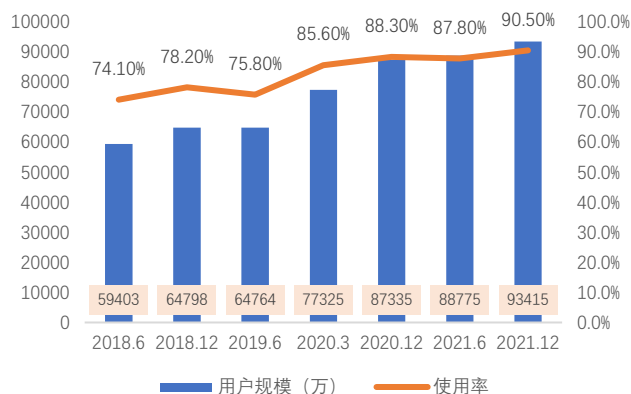
资料来源：Questmobile，信达证券研发中心

对于2022年广告行业，我们作出如下判断：首先，预计消费大盘有望于2022年下半年回暖，广告大盘将与宏观经济保持相同的走势，但滞后于同期的宏观经济恢复。第二，对于广告行业的监管，《个人信息保护法》要求个人信息处理方需要取得个人同意后才可处理个人信息，但由于推送主要是根据浏览内容和用户群体画像做出的，因此我们认为精准营销和个性化推送的准确性虽然或有一定程度的下降，但总体影响有限，且广告主预算预计将进一步向头部平台倾斜。第三，对于广告主，部分行业虽受到监管的影响，但长期来看广告依旧是优质的营销手段，我们认为随着经济回暖，会有更多的行业具备更强的广告投放能力。

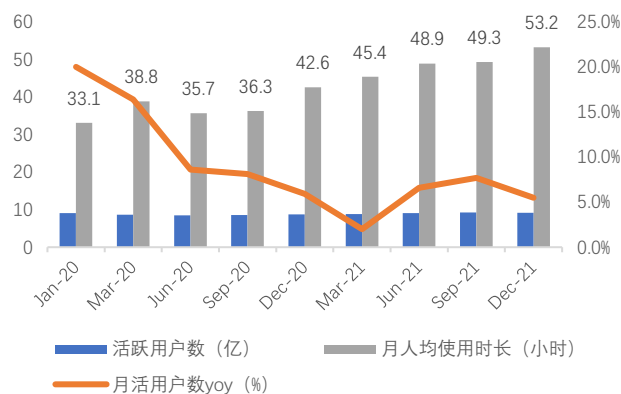
七、短视频：抖快两分天下之际，视频号迅速崛起

7.1 2021年短视频行业总结：用户增速放缓，使用黏性强

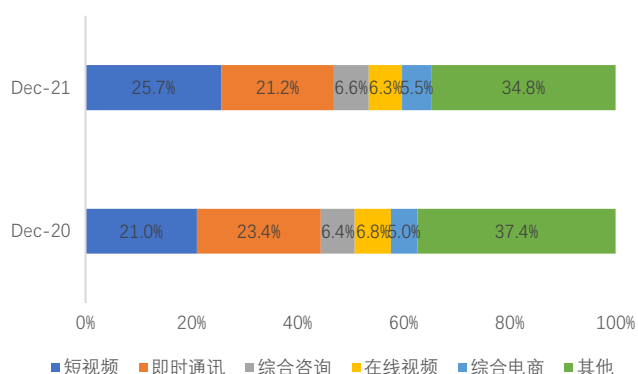
用户增速放缓，使用黏性强。据CNNIC数据，2021年末我国短视频用户达到9.34亿人，使用率超过90%，用户规模同比增长7%，增速较上年有所放缓，短视频行业的用户渗透已经处于高位，用户端的高增长较难实现。然而，用户观看短视频的习惯已经养成，短视频使用时长增长迅猛，月人均使用时长已超越即时通讯，成为占据人们网络时间最长的行业。据QM数据，短视频行业用户月人均使用时长从42.6分钟提升至53.2分钟，使用时长占比从21.0%提升至25.7%，是增长最多的细分场景。字节及快手依托短视频行业的快速增长，继续提升对用户时长的占据，用户的时间争夺不断加剧，市场格局也在逐步被改变。

图 56：短视频用户规模及使用率


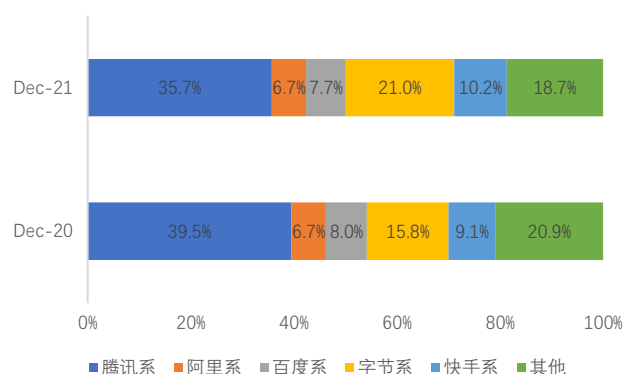
资料来源：CNNIC，信达证券研发中心

图 57：短视频行业月活跃用户规模趋势


资料来源：Questmobile，信达证券研发中心

图 58：用户使用总时长占比


资料来源: Questmobile, 信达证券研发中心

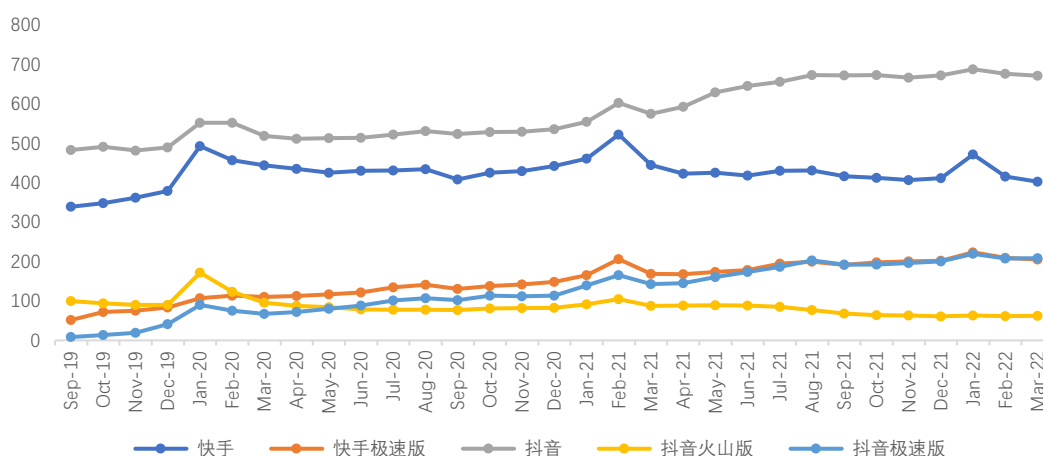
图 59：头部派系 APP 使用时长占比


资料来源: Questmobile, 信达证券研发中心

7.2 竞争格局：抖快两分天下之际，视频号迅速崛起

抖音和快手用户基数可观，并通过极速版进一步拓展用户规模。根据快手财报数据，截至 2021 年末快手 MAU 5.78 亿、DAU 3.23 亿，DAU 持续增长，21Q4 DAU 同比增长 19.2%，中长期朝着 4 亿目标迈进。根据 QuestMobile 数据，抖音最新 MAU 6.71 亿，DAU 4.18 亿。为进一步拓展用户规模，抖音、快手均于 2019 年推出极速版 APP，据 QuestMobile 数据，截至 2022 年 3 月，抖音极速版和快手极速版 MAU 分别为 2.09/2.05 亿，DAU 分别为 0.24 亿/1.26 亿。根据快手管理层公开指引，短视频行业 DAU 空间将达到 11 亿左右，两大平台仍有较大的渗透空间。

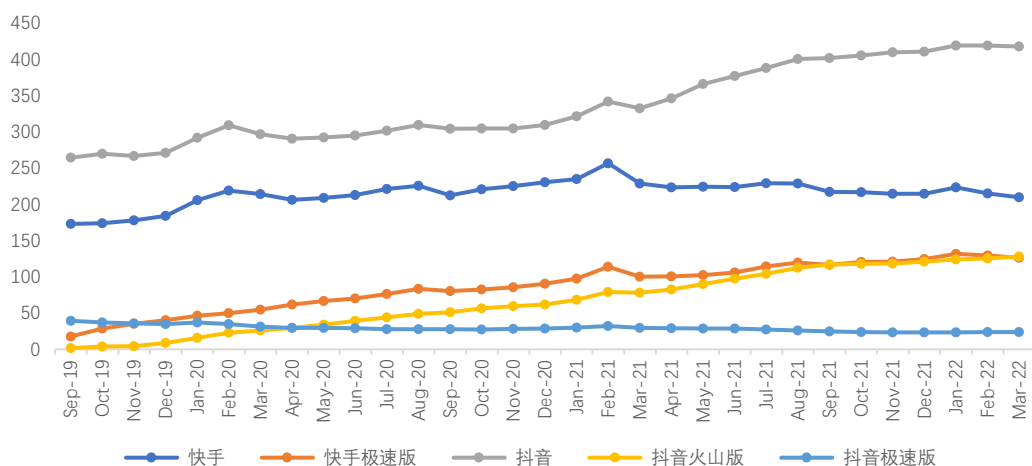
视频号正在迅速崛起，用户规模发展迅速。视频号于 2020 年 1 月上线，受益于微信流量导流及特有的产品优势，用户规模实现迅速提升。根据视灯研究院数据，2021 年 12 月视频号 DAU 已超过 5 亿，同比增长 78%，超过快手主站+极速版用户数之和，直逼抖音。12 月 17 日晚 9 点，视频号独家举办的 Westlife 线上演唱会，

图 60：短视频平台 MAU（百万）


资料来源: QuestMobile, 信达证券研发中心

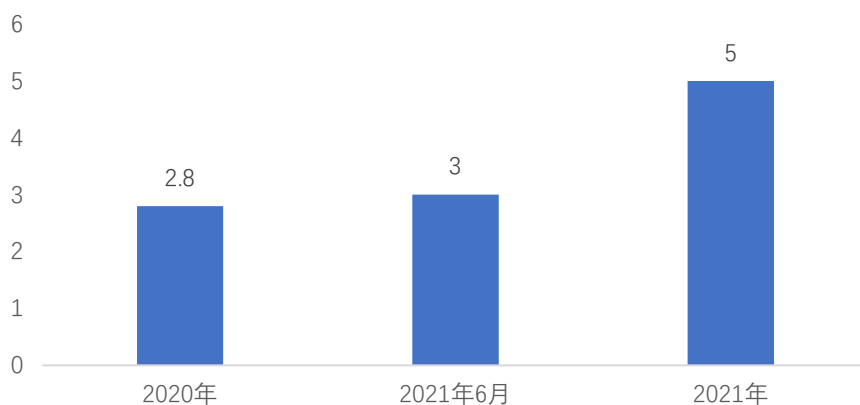
吸引超 2700 万人次观看。此外，视频号用户使用时长已达 35 分钟，同比增长 84%。

图 61: 短视频平台 DAU (百万)

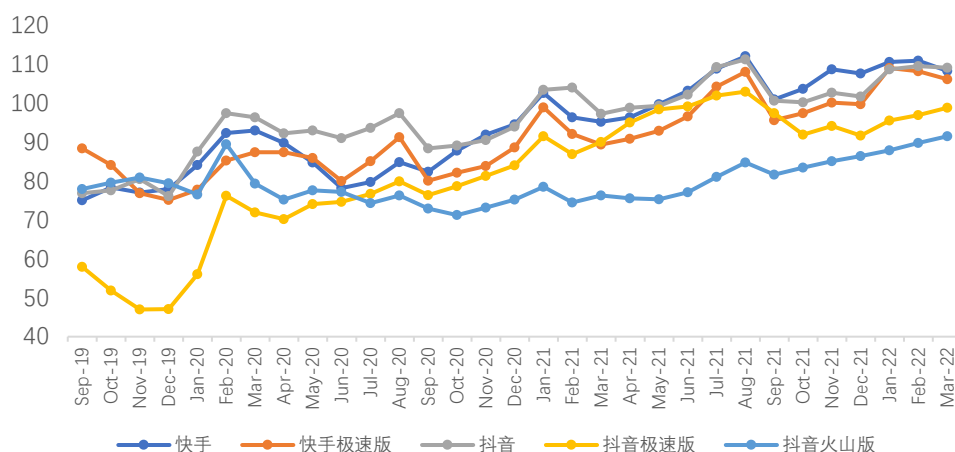


资料来源: QuestMobile, 信达证券研发中心

图 62: 视频号 DAU (亿)

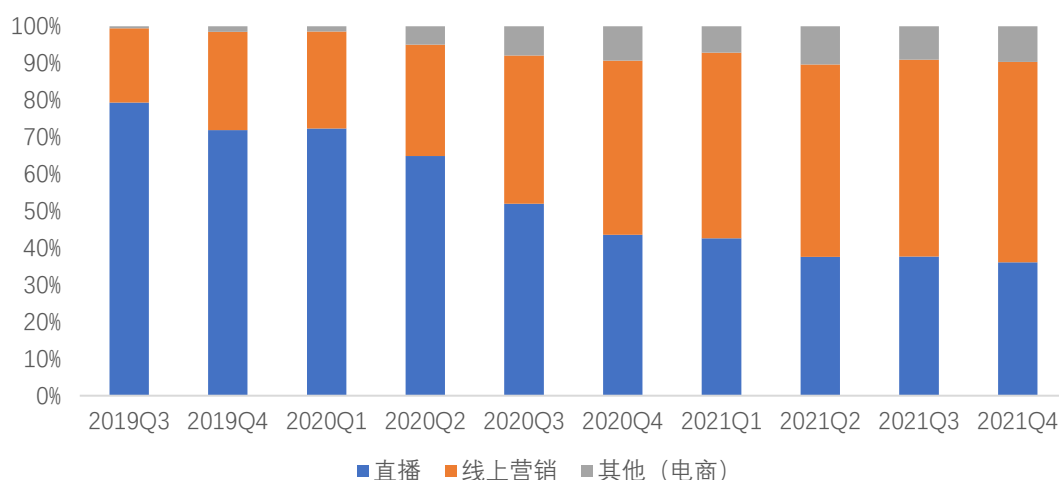


资料来源: 视灯研究院, 信达证券研发中心

图 63: 人均单日使用时长 (分钟)


资料来源: QuestMobile, 信达证券研发中心

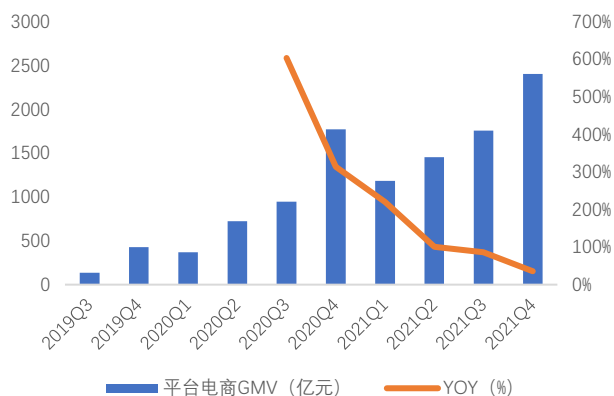
对于社交和内容平台而言，商业化潜力是核心竞争力。目前来看，视频号的变现历程仍与抖快有一定差距。我们认为商业化进程相对成熟的抖音和快手将继续通过直播电商和广告变现，而随着直播流量向直播电商迁移的趋势，秀场直播收入增速承压，直播付费率与 ARPU 或会呈现一定下降趋势。处于商业化初期的视频号，由于去中心化的内容分发逻辑，视频号将流量进行商业化变现的效率较低，未来将主要通过广告进行变现，对于直播电商的探索历程需要花费更长的周期。

图 64: 快手收入结构


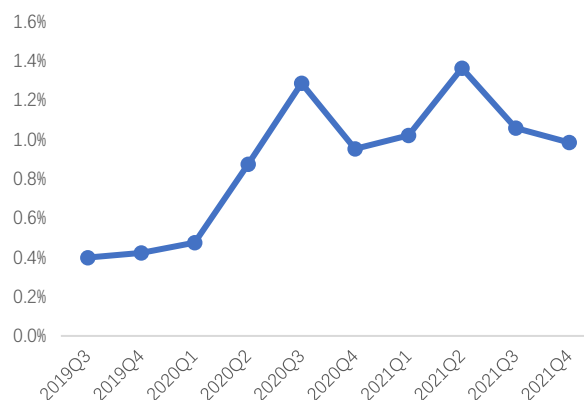
资料来源: 快手公司财报, 信达证券研发中心

短视频广告是商业化初期的重要变现途径。我们在前文分析出，互联网广告市场规模在 2022 年将达到 7238 亿元，其中通过短视频广告占比将提升至 17.3%，短视频广告趋势不减。信息流广告收入=DAU*人均 feed*Ad load*CPM/CPC。DAU 来自 MAU 与用户粘性双重驱动，抖音快手皆有较大上升空间。人均 feed: 相比长视频每一个 VV 平均需要消耗用户 20 分钟到半小时，每一个 feed 可能只需要消耗用户几秒钟到几分钟，因此在同一单位时间内广告的库存量被极大的提升。Ad load: 单列产品更适合做广告商业变现，随着短视频行业逐渐单列化，也将进一步提升广告加载率。单价: 商业化底层基础设施完善则有望提升 ROI 从而提升单价。

内容电商化与电商内容化共同助推行业发展。根据快手管理层公开指引，直播电商的变现效率更高，适合有预算无目标的用户，长期 GMV 规模有望达到 6 万亿。

图 65: 快手电商 GMV


资料来源: 快手财报, 信达证券研发中心

图 66: 快手电商业务变现率


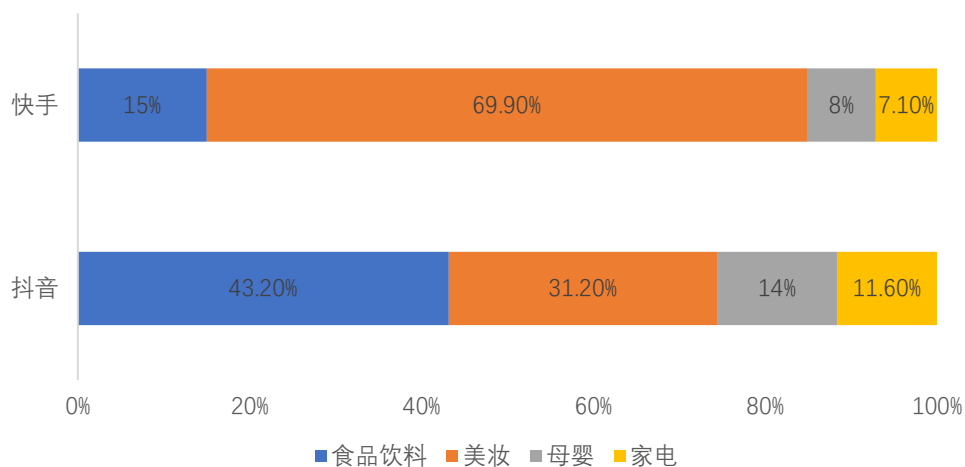
资料来源: 快手财报, 信达证券研发中心

抖音、快手的差异化竞争态势也已经显现。抖音铺货广单价低，快手则相反；且从直播场次来看，抖音月直播场次远高于快手。抖音直播中，食品饮料此类高频次低单价的产品占销售主导，其中尤其以休闲零食、方便速食类产品销量显著；而母婴与家电两大行业总体销售情况不及三分之一。快手平台中，美妆的直播带货表现尤为强势，尤其是护肤类产品，其销售额与其他品类差距明显。具体来看，2022 年 2 月，抖音月直播 5.1 万次、月直播商品数量 6.8 万个、月平均销售件单价 37.2 元；快手月直播场次 2.2 万次，月直播商品数量 2.7 万个，月平均销售件单价 93.3 元。

表 17: 2022 年 2 月抖音&快手直播电商数据对比

	月直播场次	月直播商品数量	月平均销售件单价
抖音	5.1 万次	6.8 万个	37.2 元
快手	2.2 万次	2.7 万个	93.3 元

资料来源: QuestMobile, 信达证券研发中心

图 67: 2022 年 2 月抖音快手消费行业直播 GMV 占比


资料来源: QuestMobile, 信达证券研发中心

八、游戏：拥抱版号常态化戴维斯双击，游戏出海系核心催化

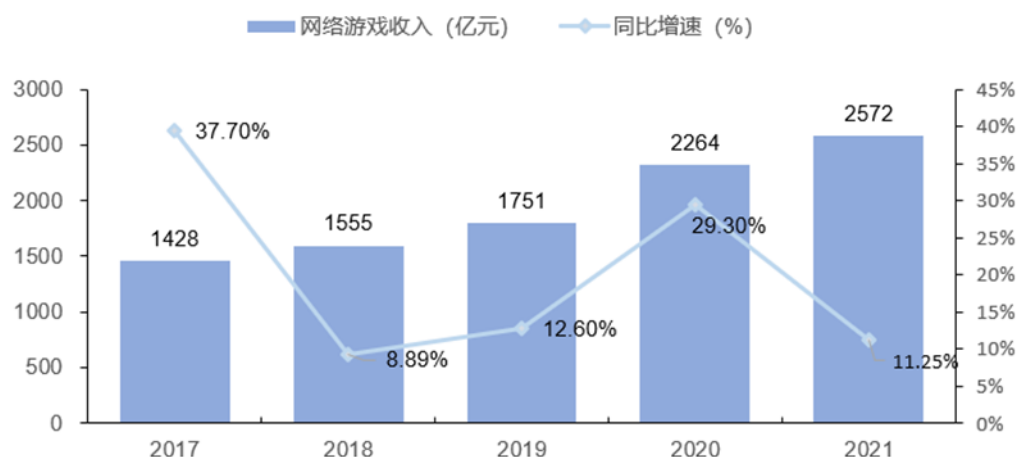
8.1 2021 年游戏行业总结：多因素导致行业收入放缓，盈利弹性有待释放

2021 年整体收入增长放缓，2022 年影响有望消除，供给侧改革后更重视研发及长周期运营。

2021 年 9 家港股游戏公司网络游戏收入共 2572 亿元（含出海），yoy+11.24%，整体毛利率 53%，增长来源于腾讯、网易经典旗舰游戏及新锐游戏表现。腾讯游戏业务增长得益于《王者荣耀》、《使命召唤手游》、《PUBG Mobile》及《Valorant》海内外表现，网易游戏业务增长得益于热门新款手游《永劫无间》、《哈利波特：魔法觉醒》热门新款游戏及经典旗舰产品《梦幻西游》、《大话西游》。哔哩哔哩、IGG、中手游同比略有增长，心动、祖龙娱乐、百奥家庭互动、友谊时光均略有下降。

A 股已披露公司中，三七互娱 2021 年实现营收 162.16 亿元，同比上升 12.62%，公司新上线的《斗罗大陆：魂师对决》《荣耀大天使》《斗罗大陆：武魂觉醒》，以及全球发行的《Puzzles & Survival》《叫我大掌柜》《云上城之歌》等多款游戏表现优秀，不断推动产品精品化、多元化和市场全球化，取得阶段性成果；2022Q1 营收 40.89 亿元，同比增长 7.11%。完美世界 2021 年营收 85.18 亿元，同比减少 16.69%，主要受部分探索类新游《战神遗迹》等表现不及预期理想，以及部分游戏随生命周期自然衰减影响；2022Q1 营收 21.28 亿元，同比下降 4.60%，其中游戏业务本期实现收入 19.73 亿元，较上年同期增加 23.01%。吉比特 2021 年实现营收 46.19 亿元，同比增长 68.44%，超过港股整体水平，主要得益于新游《一念逍遥》突出表现、以及《问道手游》等老产品收入增加；22Q1 营收 12.29 亿元，同比增长 9.98%。

图 68：2017-2021 年整体网络游戏收入及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

多公司受版号暂停、新游递延、830 新政等影响收入增长。从季度及半年度来看，多公司 H2 同比收入下降明显，主要由于成熟产品收益随生命周期影响有所减少。腾讯、网易手游业务收入占中国手游海内外市场收入达 64%，830 新政影响 22H2 有望基本消除。2021Q4 腾讯游戏业务同比增长 9%，增速同比减少 20 pcts，未成年人总时长同比减少 88%，占本土市场游戏总时长的 0.9%，未成年人总流水同比减少 73%，占本土市场游戏总流水的 1.5%。公司预计未成年人保护措施的影响将于 2022 年下半年全面消化，且公司游戏业务有望受益于版号恢复发放以及新游戏的推出。网易在 Q4 凭借推出新游戏《永劫无间》、《哈利波特：魔法觉醒》带来亮眼贡献，同比增长 30%。另外祖龙娱乐、友谊时光还受新游产品排期安排影响及新游表现不及预期影响。

A 股已披露公司中，三七互娱 2021 年归母净利润 28.76 亿元，同比上升 4.15%，扣非后净利润 26.27 亿元，同比上升 9.82%；22Q1 归母净利润 7.60 亿元，同比增长 550.80%，扣非归母净利润 7.62 亿元，同比增长

19774.29%，归母净利润同比高增主要系运营产品所处生命周期不同，《斗罗大陆：武魂觉醒》《荣耀大天使》等多款新游于上年同期上线致利润低基数，22Q1 游戏步入回收期，稳步贡献利润增量。完美世界 2021 年全年归母净利润 3.69 亿元，同比下降 76.16%，扣非归母 1.02 亿元，同比下降 90.65%；2022Q1 实现归母净利润 8.40 亿元，同比增长 80.99%，扣非归母 4.14 亿元，同比增长 30.15%，主要系《幻塔》《梦幻新诛仙》贡献主要增量。吉比特 2021 年归母净利 14.68 亿元，同比增长 40.34%，扣非归母 12.26 亿元，同比增长 36.24%，净利润率达 38%，新游《一念逍遥》贡献主要增量；22Q1 实现归母净利润 3.50 亿元，同比下降 4.27%，低于预期，主要系薪酬增加、参股公司持股比例及业绩变动影响、买断制游戏《鬼谷八荒（PC 版）》本期贡献利润减少等原因所致。

表 18：2019-2021 港股游戏公司季度网络游戏收入（亿元）

公司	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4
腾讯控股	285	273	286	303	373	383	414	391	436	430	449	428
网易-S	119	114	115	116	135	138	139	134	150	145	159	174
哔哩哔哩	9	9	9	9	12	12	13	11	12	12	14	13
心动公司		13		15		14		14		14		13
IGG		25		22		22		23		27		22
中手游		15		15		17		21		22		18
友谊时光		8		9		11		11		8		9
祖龙娱乐		3		8		6		6		6		4
百奥家庭		2		5		7		4		5		4

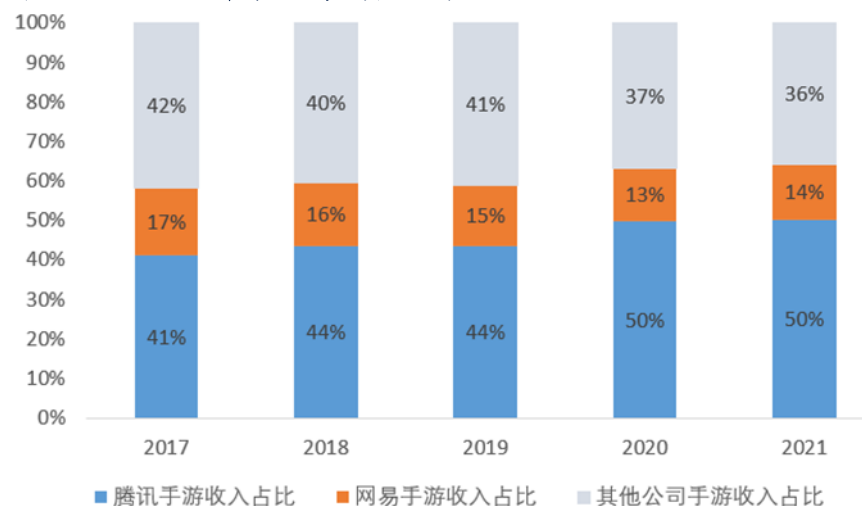
资料来源：Wind，信达证券研发中心，注：除腾讯、网易、哔哩哔哩外，其余公司公布半年度数据，下同

表 19：2019-2021 季度港股游戏公司季度网络游戏收入同比增速

公司	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4
腾讯控股	-1%	8%	11%	25%	31%	40%	45%	29%	17%	12%	8%	9%
网易-S	35%	14%	11%	5%	14%	21%	20%	16%	11%	5%	15%	30%
哔哩哔哩	29%	13%	29%	29%	33%	33%	44%	22%	0%	0%	8%	18%
心动公司				50%		10%		-7%		0%		-7%
IGG		-9%		-11%		-12%		5%		23%		-4%
中手游		127%		90%		13%		40%		29%		-14%
友谊时光				15%		38%		22%		-27%		-18%
祖龙娱乐				23%		100%		-25%		0%		-33%
百奥家庭		4%		139%		250%		-20%		-29%		0%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：心动公司、IGG、中手游、友谊时光、祖龙娱乐、百奥家庭互动等公司业绩半年报披露

图 69: 2017-2021 年腾讯网易及其他公司占比



资料来源：腾讯、网易公司财报，游戏工委，信达证券研发中心

寒冬中多公司利润下滑，行业盈利弹性有待释放。大部分公司 21 年受版号停发、新游延后、新游表现不佳、产品研发开支增加、推广及广告开支增加等影响，净利润率有所下降。腾讯、网易净利润率受到多业务影响，腾讯净利润率 40%，yoy 增加 7pcts，网易净利润率 19%，yoy 增加 2pcts。祖龙娱乐、心动公司 2021 年亏损放大，其中，祖龙娱乐 MMORPG 手游《诺亚之心》和欧美风 SLG《项目代号：Sigmar》未在 2021 年上线带来收入贡献，预计在 2022 年全球上线，有望带来业绩提升，心动公司 2022 年上半年《Flash Party》及《T3》于海外市场上线，下半年《铃兰之剑》《火炬之光》等头部游戏上线可期，22 年整体有望缩亏。三七互娱坚持产品精品化、多元化和市场全球化的策略，面向海内外储备了近三十款产品，《斗罗大陆：武魂觉醒》《荣耀大天使》等多款新游在 22Q1 步入回收期，利润同比大幅增长 550.80%至 7.6 亿元。完美世界 21 年游戏业务实现营业收入约 7.2 亿，净利率 9.7%，下降明显，主要由于新老游戏衔接、加大研发投入以及被投资企业经营性利润下滑等原因；22Q1 游戏业务实现收入 19.73 亿元，同比上升 23.01%，净利率 39.47%，公司游戏储备充足，手游产品《天龙八部 2》、《朝与夜之国》及端游产品《诛仙世界》（已获取版号）等多款游戏待上线。吉比特 2021 年净利润率达 38%，主要系 21 年 2 月《一念逍遥》上线贡献，22Q1 净利率为 28.5%，受到员工薪酬、投资收益、游戏产品周期等多重因素影响，但公司主力游戏《问道手游》《一念逍遥》表现依旧稳定，《奥比岛：梦想国度》的表现值得期待。

表 20：2019-2021 港股游戏公司季度网络游戏毛利率

公司	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4
腾讯控股	58%	53%	52%	50%	59%	54%	53%	51%	55%	53%	53%	49%
网易-S	64%	63%	64%	63%	64%	64%	64%	63%	65%	66%	65%	64%
哔哩哔哩	14%	15%	17%	18%	23%	23%	23%	24%	24%	23%	22%	21%
心动公司		67%		62%		57%		54%		49%		45%
IGG		69%		69%		69%		70%		71%		69%
中手游		35%		36%		31%		32%		39%		37%
友谊时光	64%	64%		65%		66%		67%		67%		67%
祖龙娱乐		85%		83%		75%		77%		80%		77%
百奥家庭		72%		53%		38%		38%		46%		45%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

表 21：2017-2021 港股游戏公司净利润率

公司	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
腾讯控股	30%	25%	25%	33%	40%
网易-S	20%	9%	36%	16%	19%
哔哩哔哩	-7%	-13%	-19%	-25%	-35%
心动公司	9%	15%	12%	0%	-32%
IGG	26%	25%	25%	38%	6%
中手游	30%	19%	8%	18%	15%
友谊时光	17%	23%	25%	23%	17%
祖龙娱乐	-12%	-9%	11%	-63%	-33%
百奥家庭互动	-4%	39%	22%	24%	3%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

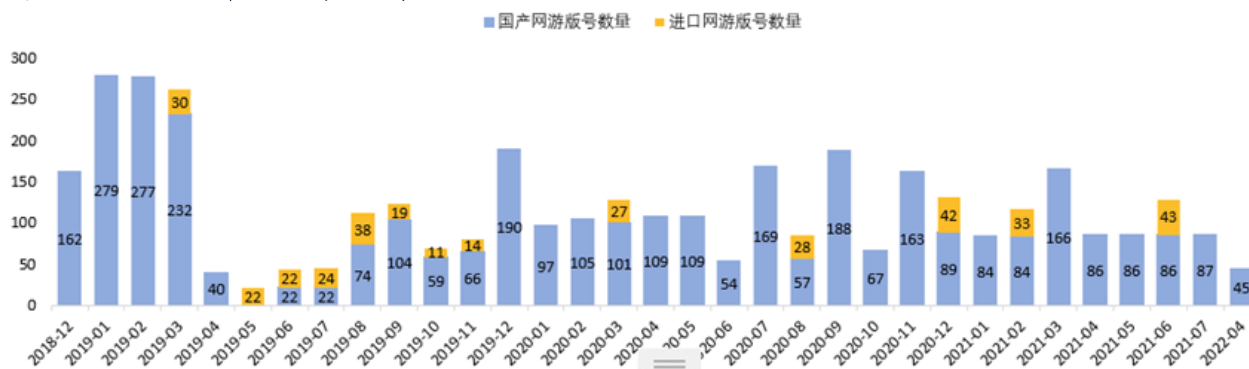
8.2 监管筑底：版号常态化，行业增速有望修复

政策监管渐明朗，版号常态化促增长。自 2021 年下半年开始，游戏行业监管政策再次收紧，防沉迷新规落地、重点游戏企业被约谈、版号审批“寒冬”持续，游戏行业面临的监管压力不断上升。22 年 3 月，中宣部出版局接受《中国新闻出版广电报》专访，提出将指导出版单位贴近未成年人等读者受众，推出一批主旋律鲜明、正能量充沛的高品质网络游戏。**2022 年 4 月 11 日晚，国家新闻出版署公布 4 月份国产网络游戏审批信息，共 45 款游戏，距离 2021 年 8 月游戏版号停发以来共 263 天。**

网易、吉比特、三七互娱、心动公司、创梦天地、友谊时光等在列。本次版号发放涉及 A 股公司：网易旗下宝船游戏《梦幻小狗》、吉比特（雷霆）《塔猎手》（roguelike）和《盒裂变》、三七互娱《梦想大航海》（SLG 塔防）、游族网络《少年三国志：口袋战役》、中青宝《铸时匠》；涉及港股上市公司：心动公司《派对之星（Flash Party）》（动作格斗）、创梦天地《小心火烛》、友谊时光（好玩友）《零号遗迹》、百度集团-SW《进击的兔子》、金山软件（西山居）《剑网 3 缘起》（3DMMORPG）。

游戏产品类型、题材多元，厂商分布正常。本轮审批通过的 45 款游戏产品，类型涉及 3DMMORPG、SLG、射击等，包括动作格斗、治愈系解密、暗黑童话、休闲闯关、休闲、模拟经营、三国、长征等题材，既有头部厂商研发，也有中小型游戏公司，其中包括《剑网 3 缘起》《前进之路》《派对之星》等在内的多款游戏已在多轮测试中调优待上线。

图 70: 2018-2021 年月度版号发放情况



资料来源: 国家新闻出版署, 信达证券研发中心

表 22: 2022 游戏行业监管政策梳理

时间	政策文件/事件	政策
2022	国家网信办发布《未成年人网络保护条例(征求意见稿)》	3月14日,国家互联网信息办公室就《未成年人网络保护条例(征求意见稿)》再次公开征求意见,内容包括 网络游戏、网络直播等网络服务提供者不得向未成年人提供与其民事行为能力不符的付费服务 。
2022	国家新闻出版署相关人士回应“游戏版号申请仍在接收”	2月21日据新浪科技报道,国家新闻出版署相关部门相关人士表示,对游戏版号停发暂无明确回应,可以关注官网公告信息,但目前仍在正常接收游戏公司的版号申请。
2022	中宣部出版局接受《中国新闻出版广电报》专访	近日,出版局中宣部接受《中国新闻出版广电报》专访,提出将指导出版单位贴近未成年人等读者受众,推出 一批主旋律鲜明、正能量充沛的高品质网络游戏 ,大力营造有利于青少年健康成长的网上网下出版环境。为此,出版局将重点实施“网络游戏正能量引领计划”,引导网络出版企业,精心打造一批传承中华优秀传统文化、革命文化、社会主义先进文化,弘扬社会主义核心价值观,深化中国特色社会主义和中国梦宣传教育等方面的出版精品。
2022	国家新闻出版署恢复版号发放	4月11日晚,国家新闻出版署公布4月份国产网络游戏审批信息,共45款游戏,距离2021年8月游戏版号停发以来共263天。
2022	广电总局、中宣部《关于加强网络视听节目平台游戏直播管理的通知》	4月18日,广电总局、中宣部联合发布《关于加强网络视听节目平台游戏直播管理的通知》,强调 网络影视剧、网络综艺、网络直播、短视频等各类网络视听节目均不得直播未经主管部门批准的网络游戏 。具体包括:严禁网络视听平台传播违规游戏;加强游戏直播内容播出管理;加强游戏主播行为规范引导;督促网络直播平台建立并实行未成年人保护机制;严格履行分类报审报备制度。

资料来源: 信达证券研发中心整理

注: 2018-2022 年详细政策梳理可参见已外发报告《游戏行业策略报告: 广阔天地, 大有可为》

图 71: 各游戏公司已有版号未上线游戏 pipeline

序号	游戏公司	游戏名称	类型
1	腾讯	黎明觉醒	开放世界
2	腾讯	暗区突围	FPS
3	腾讯	金盾对决	动作
4	腾讯	格莉斯的旅程	冒险
5	腾讯	从前有座灵剑山	RPG
6	腾讯	诺亚之心	MMORPG
7	腾讯	英雄联盟电竞经理	策略 SLG
8	腾讯	地下城与勇士 M	格斗
9	腾讯	艾兰岛	3D沙盒
10	腾讯	传奇天下	3D MMORPG
11	腾讯	全民大灌篮	3v3卡通篮球
12	腾讯	一拳超人正义执行	3D 动作
13	腾讯	指尖领主	策略 三消除 ARPG SLG
14	腾讯	高能英雄	放置冒险
15	腾讯	卡通农场	模拟经营
16	腾讯	全境封锁2	射击
17	腾讯	牧场物语 (手游)	模拟经营
18	腾讯	黑色沙漠	MMORPG

序号	游戏公司	游戏名称	类型
19	网易	永劫无间 (PC)	战术竞技
20	网易	绿茵信仰	模拟
21	网易	暗黑破坏神: 不朽	ARPG
22	网易	倩女幽魂隐世录	ARPG+卡牌
23	网易	要塞远征	卡牌
24	网易	蒸汽战棋: 联盟 (PC)	
25	网易	战争怒吼	即时战略
26	完美世界	诛仙世界 (PC)	MMORPG
27	心动	进化之地2	RPG
28	心动	龙零英雄	Roguelike
29	心动	寻找天堂	像素风 RPG
30	心动	霓虹深渊: 无限	Roguelike 动作
31	心动	玛娜希斯回响	RPG
32	心动	部落与弯刀	沙盒 策略
33	心动	逆向坍塌	战棋
34	心动	风采之国	AVG RPG
35	心动	少年的人间奇遇(手+端)	文字
36	心动	海沙风云(手+端)	AVG 剧情
37	心动	最高舞台 (端)	动作
38	心动	Flash Party	大乱斗 PvP

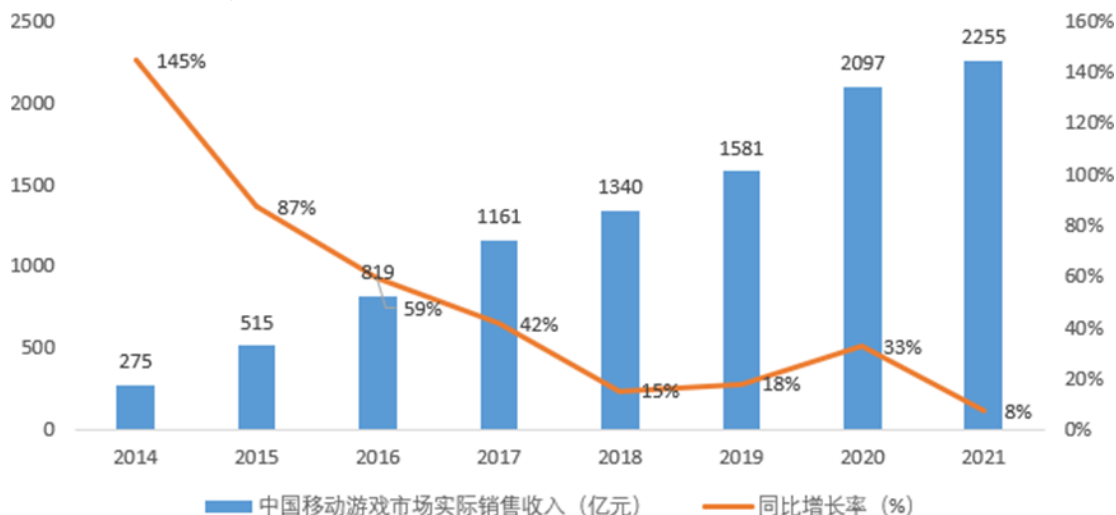
序号	游戏公司	游戏名称	类型
39	吉比特	塔猎手	Roguelike
40	吉比特	上古宝藏	RPG Roguelike
41	吉比特	奇缘之旅	卡牌 放置
42	吉比特	航海日记2	RPG 开放世界
43	吉比特	黎明精英	动作射击 Roguelike
44	吉比特	花落长安	RPG养成
45	吉比特	超载地牢	
46	吉比特	召唤师纷争	
47	吉比特	刃心2	休闲
48	吉比特	勇敢的哈克	动作
49	吉比特	法洛伊: 幻境	
50	吉比特	奥比岛: 梦想国度	休闲
51	吉比特	奇迹摩托	
52	吉比特	白之物语	角色扮演
53	吉比特	守护神域	卡牌
54	吉比特	狂漂	竞速
55	吉比特	命运圣契	
56	吉比特	使魔计划	RPG卡牌
57	吉比特	盒裂变	
58	三七互娱	梦想大航海	塔防
59	三七互娱	传世之光	MMO
60	三七互娱	最后的原始人	卡牌
61	三七互娱	曙光计划	MMO
62	三七互娱	空之要塞: 启航	卡牌

资料来源: 国家新闻出版署, 信达证券研发中心

8.3 游戏出海：国内供给加紧修复，海外广阔大有可为

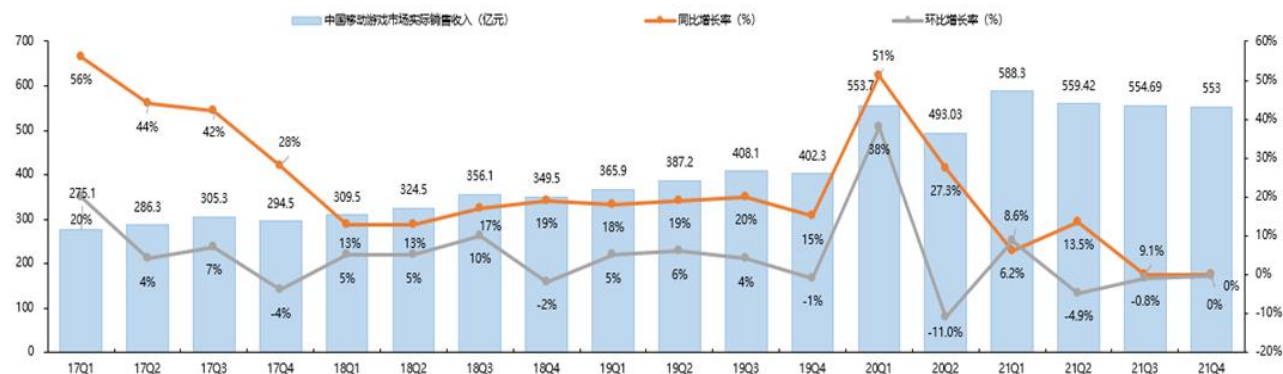
内容供给承压，手游市场增幅缩减。受监管、版号停发等影响，手游市场收入增幅缩减。2021 年中国游戏市场实际销售收入 2965.13 亿元，yoy+6%，其中手游市场收入 2255 亿元，yoy+8%，首次跌破双位数，下半年受监管影响新游减少且头部存量游戏回调明显。受 830 新政及版号暂停发放等影响，21Q4 手游收入 553 亿 yoy-2%，季度增速创新低。

图 72：2014-2021 中国移动游戏市场实际销售收入



资料来源：游戏工委，信达证券研发中心

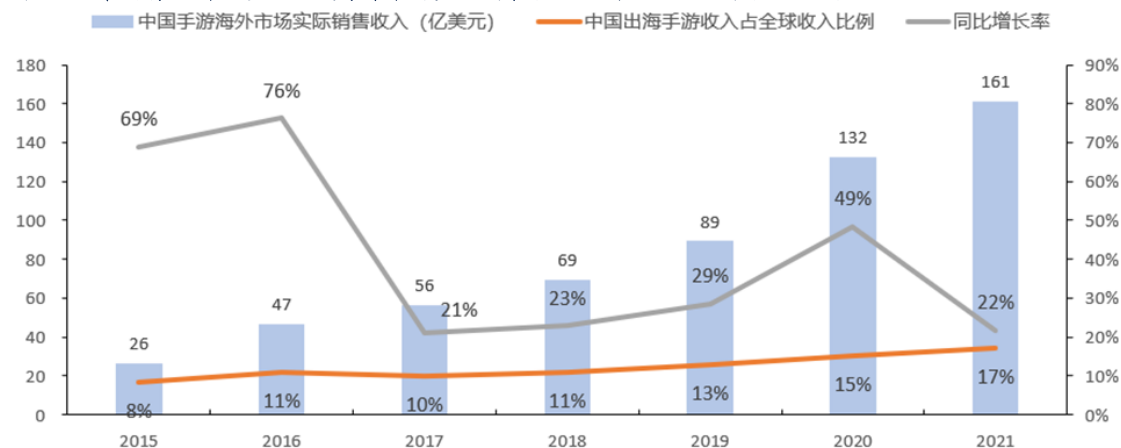
图 73：2017Q1-2021Q4 中国移动游戏实际销售收入及增速



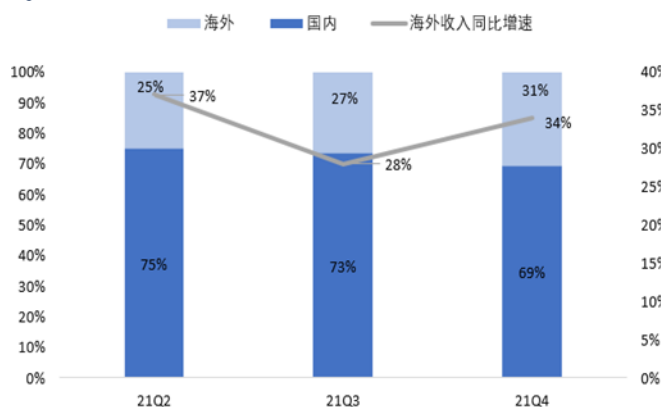
资料来源：游戏工委，信达证券研发中心

人口红利趋于消失，手游市场进一步饱和，受供给侧改革等影响 APRU 增速放缓。2021 年中国移动游戏用户规模 6.56 亿人，增速下滑至 0.23%，平均每用户收入（APRU）344 元，同比增速下滑至 7.3%。

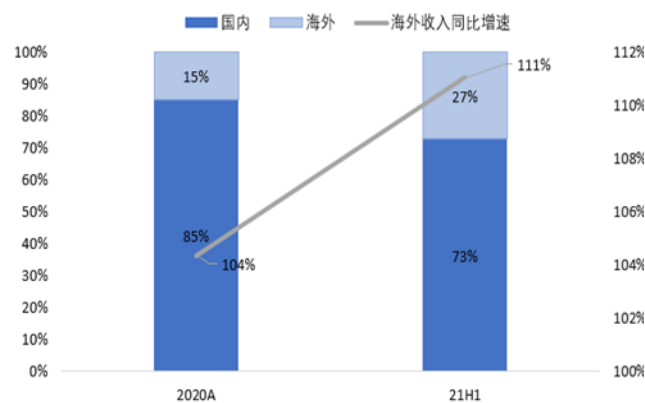
国产游戏出海成风，全球化战略成效显著。2021 年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入达 160.9 亿美元，yoy+21.8%。中国游戏厂商出海成绩斐然，多品类开拓表现亮眼，42 款手游海外市场超 1 亿美元，三七互娱“三消+SLG”《Puzzles & Survival》新游创新高。以腾讯、网易、三七互娱等为代表的游戏公司海外收入占比持续上升，精细化运营成为关键。

图 74：中国自主研发移动游戏海外市场实际销售收入与增速及占全球收入比例


资料来源：游戏工委，信达证券研发中心

图 75：21Q2-21Q4 腾讯游戏海内外市场收入占比及同比增速


资料来源：腾讯公司公告，信达证券研发中心

图 76：20A-21H1 三七互娱海内外市场收入占比及同比增速


资料来源：三七互娱公司公告，信达证券研发中心

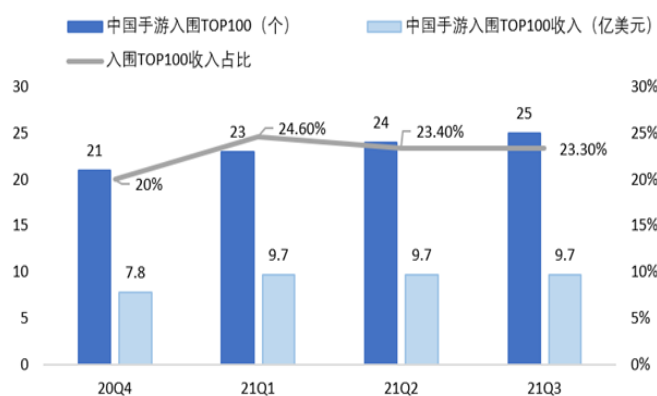
腾讯、网易连续五年蝉联全球 52 强发行商第一、第二，字节跳动、米哈游、三七互娱提升迅猛。4 月 13 日，data.ai 发布了 2022 年度的 Level Up 全球 52 强发行商大奖榜单，中国发行商数量为 17 家，首次超过美国。字节跳动由 2021 年的 24 名一跃为第 7 名，米哈也从去年的 35 名提升至第 14 名。得益于《Puzzles & Survival》《叫我大掌柜》《云上城之歌》等在全球各市场发行的游戏持续贡献收入，原本 47 名的三七互娱实现爆发增长，跻身榜单第 25 名，同时，三七互娱在 data.ai 盘点的 2022 年度中国游戏厂商出海收入飞跃榜 30 强第二，验证了三七互娱强劲的出海发行能力以及长线运营实力。此外，江娱互动和世纪华通首次进入 52 强榜单。中国游戏厂商席位、新锐力量以及收入流水的逐年增加，代表着中国游戏行业精品化探索与改革已经进入回报期，随着内容品质、技术壁垒的进一步提升，有望迎来催生新一轮的马太效应。

表 23: 2022 年度全球 52 强中国发行商（全球 iOS&Google Play 综合收入）

排名	公司名称	2021 年排名	同比进退
1	腾讯	1	0
2	网易	2	0
7	字节跳动	24	17
14	米哈游	35	21
19	莉莉丝	12	-7
24	趣加	15	-9
25	三七互娱	47	22
32	阿里巴巴	26	-6
34	百度	29	-5
36	IGG	37	1
39	欢聚集团	41	2
44	友塔游戏	44	0
45	壳木游戏	--	--
46	龙创悦动	46	0
47	江娱互动	--	--
48	博乐游戏	50	2
50	世纪华通	--	--

资料来源: data.ai, 信达证券研发中心

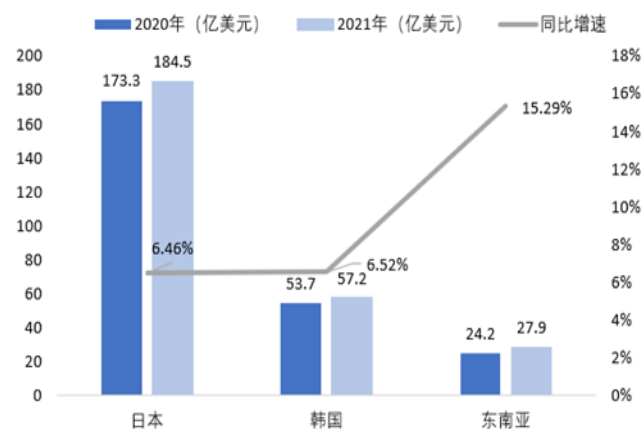
广阔天地大有可为，美日韩成兵家必争之地。疫情后时代海外手游市场未见回落，美国、日本、韩国及东南亚移动游戏市场销售收入仍同比增长 6% 以上。在 20 年高基数下，2021 年中国手游在美国地区收入同比增长超过 50%，美国地区再次成为最大海外市场，同时也凭借超过 20% 的市场份额中国成为美国手游市场最大的进口国。此外，21 年中国手游在英国、德国和港澳台地区也取得 30% 左右同比增长，并在日韩 TOP100 收入占比超过 20%，在东南亚市场 TOP100 收入占比达 50% 以上，包括网易《荒野行动》、三七互娱《云上城之歌》、《Puzzles & Survival》、阿里旗下灵犀互娱《三国志·战略版》等在内的中国手游持续刷新海外各地区收入榜、下载榜、增长榜等。

图 77: 2020Q4 至 2021Q3 中国手游入围美国手游畅销榜 TOP100


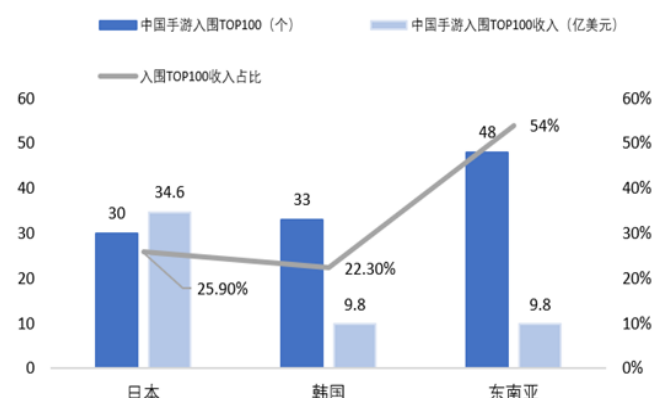
资料来源: Sensor Tower, 信达证券研发中心

图 78: 中国手游热门出海市场收入同比增速 (App Store+Google Play)


资料来源: Sensor Tower, 信达证券研发中心

图 79：2020 至 2021 年日本、韩国、东南亚移动市场收入


资料来源: Sensor Tower, 信达证券研发中心

图 80：2021 年中国手游入围日本、韩国、东南亚手游畅销榜 TOP100


资料来源: Sensor Tower, 信达证券研发中心

拥抱版号常态化戴维斯双击，游戏出海系核心催化。我们认为游戏行业已处于人口红利后周期，供给侧改革更加剧行业增速放缓，游戏出海成为行业主要增量。(1) 对板块来说，18 年版号停发行业增速底部刚好对应前期估值底部。(2) 对个股来说，估值周期与产品流水周期有高度相关性，核心产品上线→收入增长→净利增长→估值提升实现戴维斯双击。(3) 此外，最新一轮版号停发的供给侧改革促使产业更加重视核心产品长周期运营及全球化定位，目前游戏公司的头部核心产品都有更长的生命周期要求以及更广阔的海外市场空间，产品上线及良好表现将对中长期业绩带来更加坚实的基础，有利于提升估值。

受 21 年 8 月版号停发、830 新政等影响，过去一年游戏行业估值呈下行趋势，整体估值偏低。我们认为游戏行业合理估值水平应为：(1) 游戏龙头【腾讯（22 年 22x）、网易（22 年 20x）】长期能回到 25x 以上稳态估值；(2) 以腾讯、网易以及 A 股龙头三七互娱、吉比特历史估值作为估值锚点，给予 A 股板块估值中枢目标 22 年 20x，港股其他标的估值中枢目标 22 年 10~15x；(3) 后续关注谁能拿到版号，谁能尽快把游戏推上线创造新的业绩弹性，头部产品上线催化戴维斯双击，建议关注版号常态化弹性大+游戏出海受益标的【三七互娱、完美世界、吉比特、心动公司】及其他 A 股【宝通科技、姚记科技、世纪华通、凯撒文化、巨人网络、昆仑万维、盛天网络、顺网科技、冰川网络】、港股【中手游、百奥家庭互动、祖龙娱乐、青瓷游戏、创梦天地、网龙】等。

游戏版号常态化弹性+游戏出海龙头：

三七互娱：国内和海外市场主力游戏保持良好表现。公司 2021 年实现营收 162.16 亿元，同比增长 12.62%，归母净利润 28.76 亿元，同比增长 4.15%，扣非归母净利润 26.27 亿元，同比增长 9.82%；22Q1 实现营收 40.89 亿元，同比增长 7.11%，归母净利润 7.60 亿元，同比大幅增长 550.80%，扣非归母净利润 7.62 亿元，同比增长 19774.29%。公司海外品牌 37GAMES 已覆盖多个国家和地区，公司海外发行的移动游戏最高月流水超 5 亿，其中，《Puzzles & Survival》表现最为突出，最高单月流水超 2 亿人民币，进入过 52 个地区 iOS 畅销榜前十。海外头部产品《Puzzles & Survival》、《云上城之歌》等随着前期成本投入实现回收，有望提升整体净利率。公司新游戏储备丰富，国内市场版号恢复发放，三七互娱《梦想大航海》获批，并储备有自研产品《传世之光》（21 年已获版号）、《代号魔幻 M》、《代号三国 BY》、《代号 C6》、《代号 AOE》、《代号女性向 CY》等，为 23-24 年业绩增长夯实基础。

完美世界：2021 年公司处于转型阶段，多个因素叠加导致业绩低于预期。公司产品将聚焦于年轻化和长线化，产品思路聚焦“MMO+”和“卡牌+”两大赛道，并且全球化进程亦将持续推进。公司 22Q1 实现营收 21.28 亿元，同比下降 4.60%，其中游戏业务本期实现收入 19.73 亿元，同比上升 23.01%，归母净利润 8.40 亿元，同比增长 80.99%，扣非归母净利润 4.14 亿元，同比增长 30.15%。公司在国内产品出海方面加大自主发行力度，《幻塔》上线重大更新 2.0“维拉”版本，有望带动游戏流水提升，已于 4 月在日本和欧美等主流地区开启海外发行测

试，预计 Q3 上线海外版本，国内版本迭代以及海外市场有效延长龙头产品的全生命周期价值。此外，公司储备有《天龙八部 2》、《一拳超人：世界》、《代号 MA》、《P5》、《朝与夜之国》、《黑猫奇闻社》等游戏产品，为 23-24 年业绩增长夯实基础。

吉比特：公司布局多元化产品矩阵，涵盖放置养成、模拟经营、roguelike、SLG 等游戏品类，坚持“精品化”以及长周期运营。公司 2021 年实现营收 46.19 亿元，同比增长 68.44%，归母净利 14.68 亿元，同比增长 40.34%，扣非归母 12.26 亿元，同比增长 36.24%；22Q1 营收 12.29 亿元，同比增长 9.98%，归母净利润 3.50 亿元，同比下降 4.27%。存量游戏《问道手游》、《一念逍遥》等表现稳定，22 年可发行新游的游戏版号储备丰富。《问道》手游长周期运营稳定，长线流水持续保持良好态势；《一念逍遥》21 年 2 月 1 日上线后维持买量已成修仙放置品类龙头；22 年雷霆代理《奥比岛：梦想国度》表现值得期待。公司还储备有《花落长安》、《失落四境》、《家族物语（M66）》、SLG 项目等多款游戏，为 23-24 年业绩增长夯实基础。

心动公司：公司自研游戏《Flash Party》、《T3 Arena》、《铃兰之剑》、《火炬之光：无限》、《心动小镇》等将于今年及明年陆续上线，有望收获成果并带动游戏业务实现增长。TapTap 平台持续吸引海内外用户，21 年海外和国内活跃用户数分别为 1224.2 万和 3157.0 万，信息服务将成为新的增长点。22 年看点系海外新游上线收入和平台活跃度增长，国内版号恢复，整体业绩缩亏。

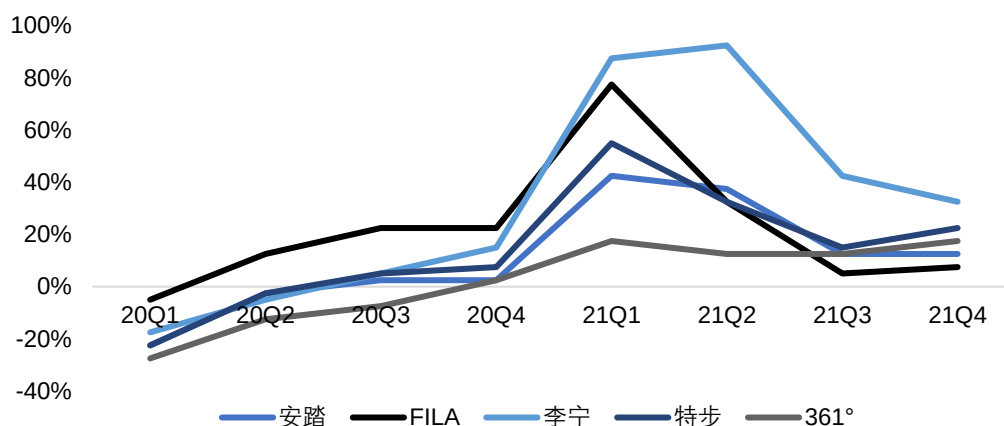
网易：公司经典 IP《梦幻西游》、《大话西游》等存量游戏保持稳定，21 年新游《哈利波特：魔法觉醒》、《永劫无间》端游带来 22 年增量贡献。22 年重点关注《暗黑破坏神：不朽》、《哈利波特》海外、《黎明杀机》、《倩女幽魂隐世录》、《永劫无间》端游（海外版）等重点产品上线。长期来看，网易重研发，未来 3-5 年重视出海，希望实现收入占比 30~50% 的增长，并重视元宇宙布局，元宇宙平台“瑶台”上线。

九、新消费：关注疫情后恢复，看好体育、国潮等细分赛道

9.1 运动装备行业：运动消费需求增长，本土品牌顺势崛起

疫情后各品牌流水保持快速增长。2020 年疫情爆发，各品牌 2020 年 Q1 流水陷入负增长状态，除 361 度外，2020Q2-Q4 安踏，李宁，特步，流水保持低单位数增长。定位高端运动休闲的 FILA 在众品牌中表现出极佳的增长能力，仅在 2020Q1 经历了一段低单位数的下降，2020Q2 开始保持高双位数增长，全年流水接近 200 亿。2021 年各大品牌流水出现爆发状态，其中李宁的流水增速最为明显，2021Q1-Q2 流水达到 85% 的增速，2021Q3-Q4 也保持了 30-50% 的中段增长。FILA 在 21Q1 流水爆发达到 75%-80% 增速后，21Q2-Q4 流水增速减缓。安踏和特步在 21Q1 经历爆发增长后，21Q2-Q4 逐渐稳定双位数增长。361 度 21 全年保持双位数增长。

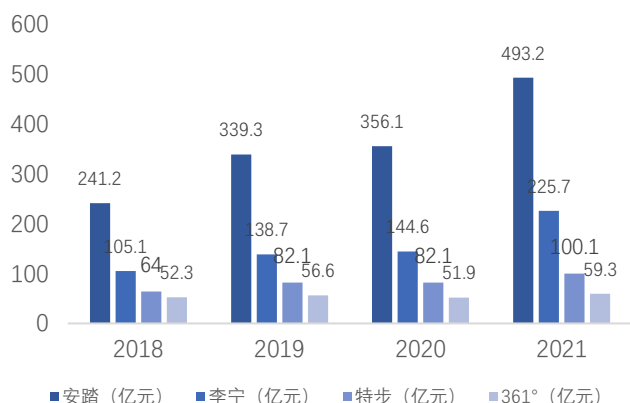
图 81: 2020Q1-2021Q4 各大品牌流水增速 (取公告区间中位数)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

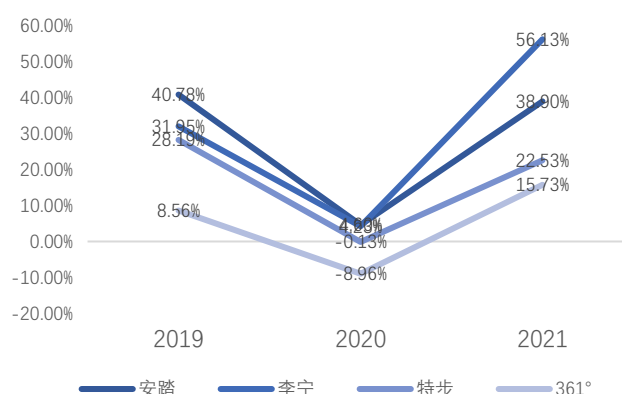
四大运动装备公司 21 年仍取得靓丽增长表现。安踏体育/李宁/特步国际/361 度 21 年收入同比增长分别为 38.9%/56.1%/22.5%/15.7%，归母净利润同比增长分别为 49.6%/136.1%/77.1%/45.0%。由于四大公司的产品折扣率都有改善，安踏体育/李宁/特步国际/361 度 21 年毛利率分别为 61.64%/53%/41.7%/41.7%。尽管各大公司的销售费用增长速度非常快，但通过成功的费用管理，和毛利率的提升，仍实现稳定的净利率。2021 年安踏体育/李宁/特步国际/361 度净利率分别为 15.7%/17.8%/9.1%/10.1%。

图 82: 四大品牌营收情况

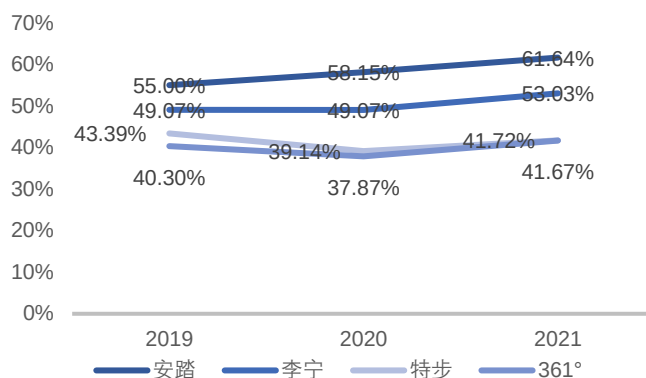


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

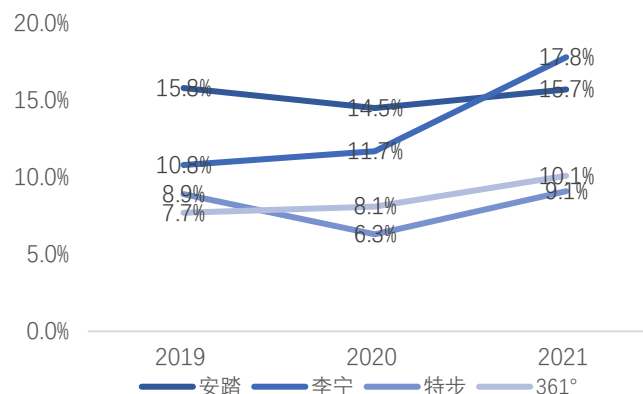
图 83: 四大品牌营收增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 84: 四大品牌毛利率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 85: 四大品牌净利率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

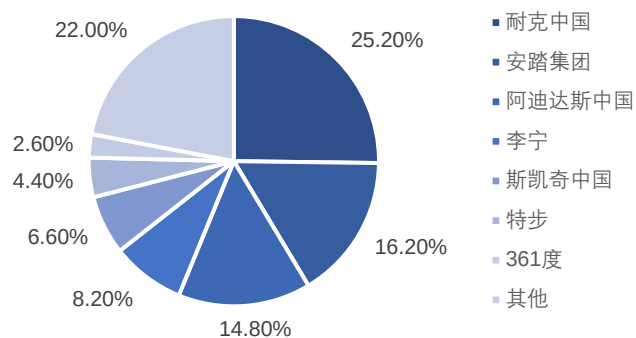
各大公司分品牌共同驱动公司的增长。安踏和特步都采取多品牌战略，定位于不同市场，李宁为单品牌多品类战略，361° 有童装的单独品牌。从各大公司分品牌的情况来看，主品牌均为主要的收入来源，其余品牌有逐步成为第二增长曲线的趋势。安踏的主品牌和 FILA 都为安踏的主要收入来源，FILA 的毛利及毛利率水平更高，毛利率增长水平最高，而安踏的其他品牌面向的定位均为高端专业市场，因此毛利率达到 71%，为各大子品牌的首位。李宁单一的品牌使得营收增速为各品牌最高，达到 56.1%。特步国际新收购的索康尼、迈乐毛利变动达到 171.1%，361 度童装营收增速超过成人装，有望成为新的增长点。

表 24: 各品牌财务情况

公司名称	品牌名称	营业收入(亿元)	营收增速 (%)	毛利 (亿元)	毛利变动 (%)	毛利率 (%)
安踏体育	安踏	240.12	52.5	125.28	78.1	52.2
	FILA	218.22	25.1	153.94	27.3	70.5
	所有其他品牌	34.94	51.1	24.82	62.9	71.0
李宁	李宁	225.72	56.1	119.69	56.1	53.0
特步国际	特步	88.41	24.5	36.64	32.7	41.4
	盖世威、帕拉丁	9.71	-2.8	4.32	6.3	44.6
	索康尼、迈乐	2.01	180.2	0.81	171.1	40.3
361 度	成人	47.48	14.9	20.05	29.1	41.7
	361° 儿童	11.07	18.70	4.56	19.3	41.0

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

国产品牌崛起，行业呈现“一超多强”格局。2021 年底，中国体育服饰行业市场规模已达 3718 亿元，同比增长 19.1%。2019-2021 年 CAGR 为 7.8%，总体上呈现了大体量，高增长的态势。相比于纺服其他细分板块，运动鞋服专业属性强，技术壁垒高，消费者对运动产品的功能性要求较高，品牌粘性强，因此头部品牌马太效应明显。从市占率看，20 年前 NIKE 和 Adidas 仍然坐稳我国运动鞋服前两大席位，位于第一梯队，整个运动鞋服市场呈现出“双超多强”的格局。2021 年中国本土头部运动品牌安踏国内运动鞋服市场份额为 16.2%，同比上涨 1 个百分点，成功超越 14.8% 市占率的阿迪达斯，与耐克差距进一步缩小。李宁/特步/361 度市占率分别为 8.2%/4.4%/2.6%。随着国产品牌的认可度提升，2021 年新疆棉事件，2022 年冬奥会等事件，国产品牌的运动鞋服的消费热情被点燃。与此同时，国产品牌产品研发和设计能力逐步增强，符合大众的运动专业需求及中国人的审美，本土品牌趁乱崛起。根据天猫官方发布的“双十一”运动户外销售排行榜，耐克、安踏、李宁、阿迪达斯和 FILA 销售排名位居 2021 年双十一销售排行榜前五。由于 FILA 为安踏子品牌，意味着 2021 年安踏集团在销售总量上首次超越耐克，累计成交额超 46.5 亿元，同比增长 61%。李宁销售额达到 10.6 亿元，同比增长 38%。

图 86：2021 年国内运动鞋服品牌市占率


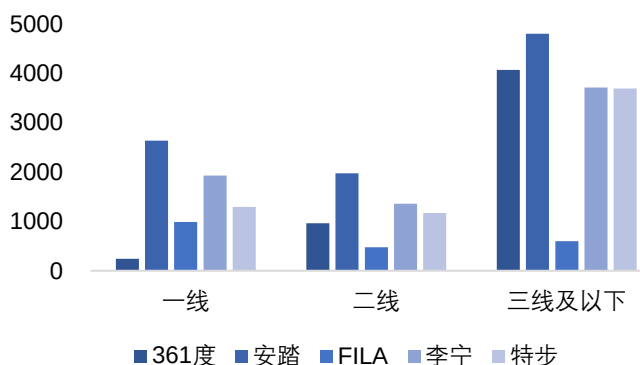
资料来源：欧睿，前瞻产业研究院，信达证券研发中心

图 87：2021 年双十一运动鞋服销售榜单

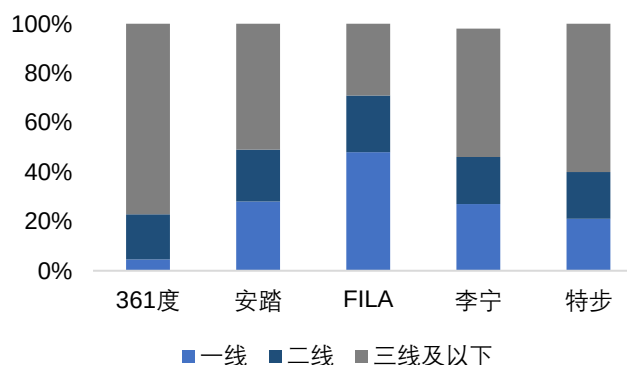
排名	店铺名称
1	Nike
2	安踏
3	李宁
4	Adidas
5	Fila(安踏)

资料来源：国家体育总局官网，信达证券研发中心

渠道布局竞争激烈，一线城市渠道扩张积极。目前各大品牌商在三线及以下城市渗透率高，除了 FILA 品牌定位为高端运动鞋服，在一二线城市占比超 70%，安踏、李宁一二线城市门店占比超 40%，特步一二线城市占比接近 40%，361° 由于主打三线城市，一二线城市占比仅占 23%。各大品牌前期依靠高性价比的优势，渗透低线城市，在一二线城市与国际品牌相比产品竞争力不足。但随着国民消费观念的改变，国产品牌力和产品力的提升，渠道资源优质的一二线城市将逐渐成为各大品牌的战略方向。各大品牌都进行了战略转型，坚持“关小店，开大店”，一二线城市的重要商圈成为重点，而三线及以下城市人流量较少的街边店将逐渐减少。

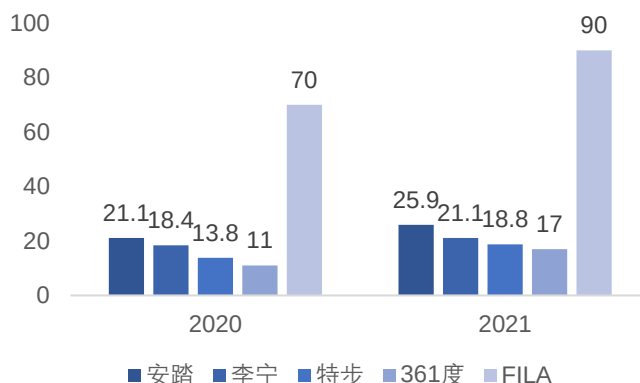
图 88：2021 年各品牌门店城市分布情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

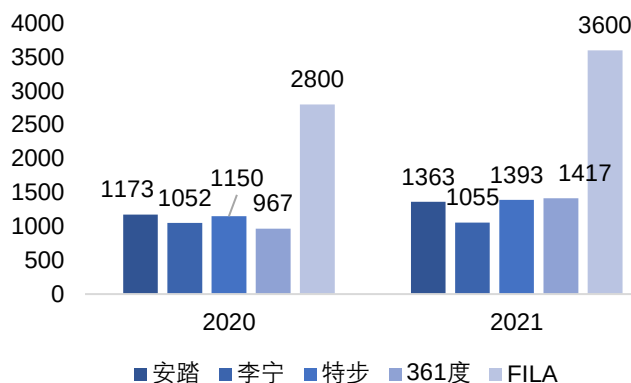
图 89：2021 年各品牌门店分布占比


资料来源：Wind，信达证券研发中心

门店升级换代促进店效快速增长。“开大店关小店”成为各大品牌的原则，更加注重单店店效的提升。2021 年各大品牌店铺面积均有所增长，安踏超过 190 平，李宁超过 200 平，特步超过 130 平，361 度超过 120 平，FILA 超过 250，较 2020 年均有所提升，提升的面积使单店店效快速增长，2021 年安踏/李宁/特步/361 度/FILA 单店店效分别增加 4.8/2.8/5.6/20 万元/月。而各大公司对直营和经销商比例进行调整，促进了坪效的增长，2021 年安踏/李宁/特步/361 度/FILA 坪效分别增加 190/3/243/116/800 元/月。FILA 由于高端国际品牌的优势，店效和坪效上仍独占鳌头。李宁由于单店面积增长较快，坪效增长有所减缓。

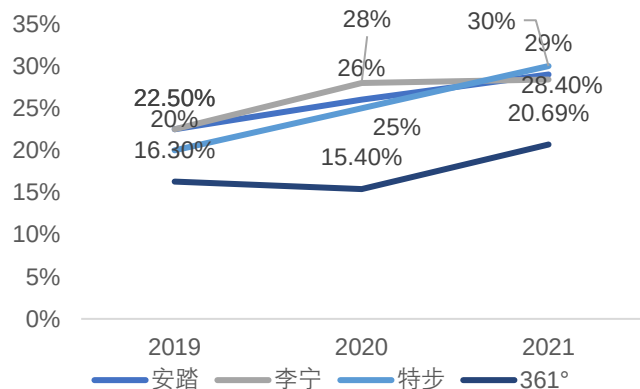
图 90：2020-2021 年各品牌店效（万元/月）测算


资料来源:各公司公告, 信达证券研发中心

图 91：2021 年销售费用占营收比例


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

电商业务占比逐渐提升，成为各大品牌商提高零售效率发力点。2020 年疫情促进了消费者行为的转变，线上销售成为了重要的渠道，各大品牌商将市场推广和销售资源转移到社交媒体平台。不仅创造协同效应带动零售表现，更是缓解因疫情带来的线下门店的经营和库存压力。目前天猫、京东、唯品会、拼多多、抖音、小红书均成为各大平台电商业务的发展平台。2019 年各大品牌电商销售占比均为 20% 左右，到了 2021 年，根据各大公告显示，安踏、李宁、特步电商销售占比均将达到 30%，361 度也达到 20%。从金额来看，安踏 2021 年同期增长 50%，李宁同比增长 58.4%，361 度同比增长 55.1%。逐渐扩张的线上渠道不仅承担了去库存的作用，更是品牌推广的重要途径及品牌线上升级的重要阵地。

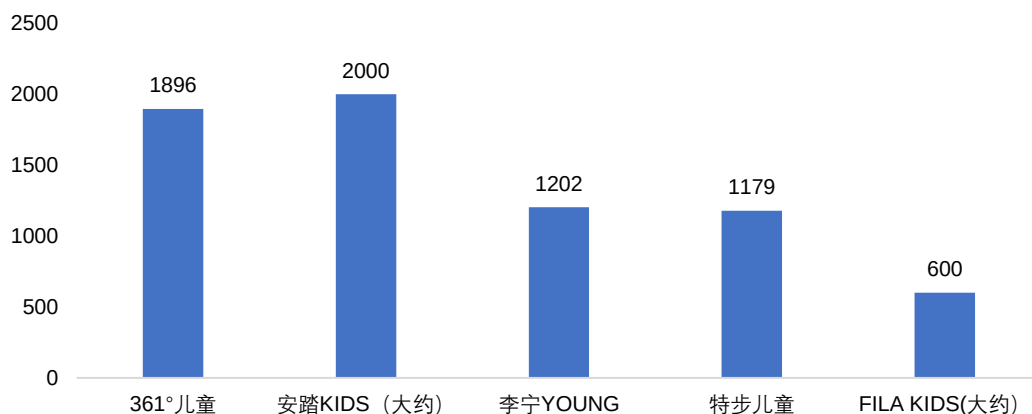
图 92：2019-2021 年各大品牌电商销售占比


资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

图 93：3 月份天猫及抖音销量

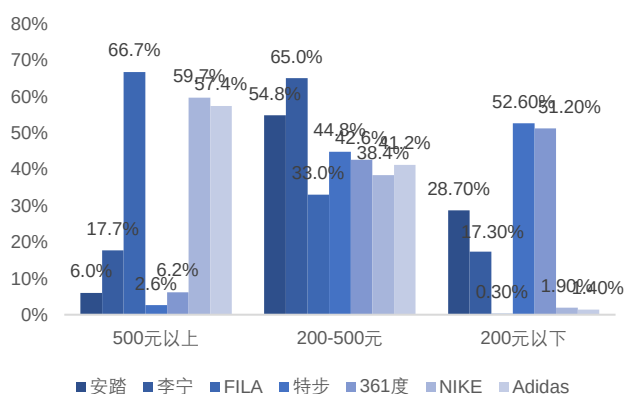

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

儿童服饰或成第二增长曲线。随着三胎政策的实施，儿童体育运动得到重视。儿童运动鞋服具有极大的市场增长空间和行业整合机会，各大公司均布局儿童。其中安踏 KIDS 在市场建立了领先地位，拉开了与主要国际品牌竞争对手的差距，目前安踏儿童在中国运动鞋服市占率为 2%，领先耐克儿童（1.8%）与阿迪达斯儿童（1.6%），渠道端共有大约 2000 的店铺。FILA KIDS 则成功建立在高端童装的领导地位，渠道端共有大约 600 的店铺。李宁 YOUNG 则以“源自中国、具有时尚性的专业运动童装品牌”为定位，渠道已覆盖 30 个省份、直辖市和自治区，共有店铺 1202 间。特步儿童通过多项市场推广战略增加品牌曝光率，目前共有 1179 个销售点。361 度则作为国内最早布局儿童领域的运动品牌之一，从各方面挖掘儿童及青少年运动生活场景中的穿搭需求，细分产品品类匹配跑步、足球、篮球、户外等各种场景，截至 2021 年 12 月 31 日，共有 1896 家销售网点。

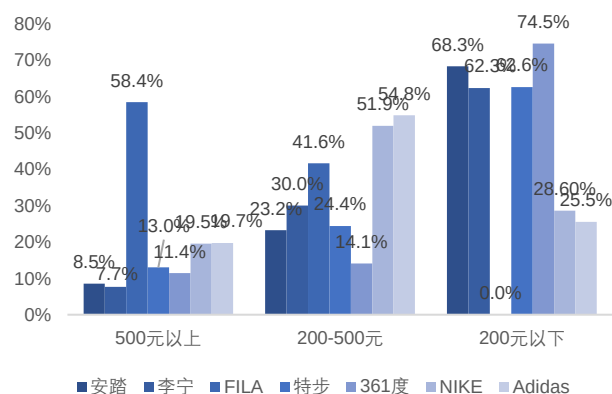
图 94：2021 年各大品牌儿童店数


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

大众专业运动定位凸显。根据天猫旗舰店数据显示,在鞋子价位上,除 FILA 外各大品牌均价在 500 以下,特步及 361° 200 元以下鞋子占比超过 5 成,200-500 元也超过 40%,但到了 500 元以上占比分别下降到 2.6%/6.2%。安踏和李宁在 200 元以下占比分别为 28.7%/17.3%, 200-500 元增加到 54.8%/65.5%,但到了 500 元以上安踏仅 6%, 李宁 17.7%。表明大部分品牌产品位于中低价位段,仅有少数产品渗透到高价位段,在 1500 元以上,仅有李宁仍拥有 1.7%的市占率。由于 FILA 的高端定位, FILA200 元以下产品仅有 0.3%, 200-500 元有 33%, 500 元以上高达 66.7%。在衣服价位上,安踏、李宁、特步和 361° 在 200 元以上价位均超 7 成, FILA 则为 0,到了 500 元以上,没有呈现与鞋子相同的趋势,特步与 361° 在 500 元以上的衣服价位占比超过安踏和李宁,均有 10%以上。

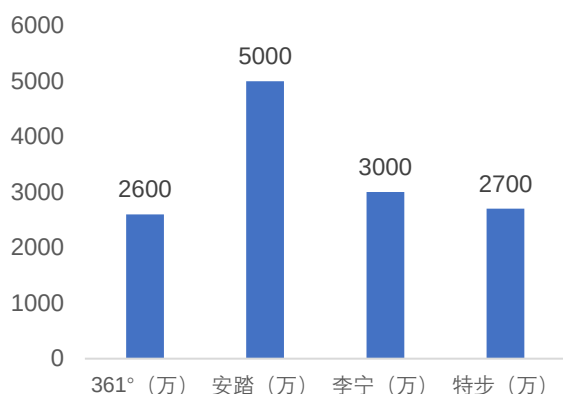
图 95：各大品牌鞋子价位


资料来源:阿里第三方数据, 信达证券研发中心

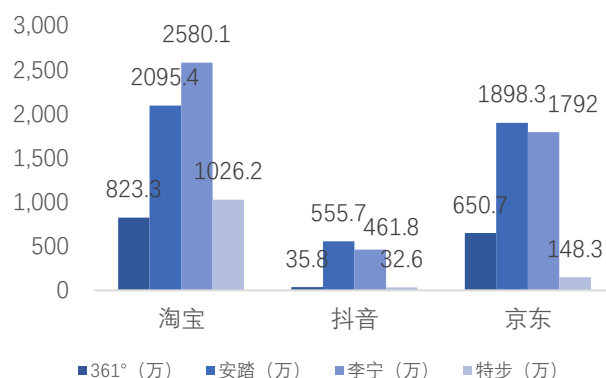
图 96：各大品牌衣服价位


资料来源:阿里第三方数据, 信达证券研发中心

各大品牌会员规模超 2000 万。目前安踏/李宁/特步/361° 拥有会员数 5000 万/3000 万/2700 万/2600 万。分平台来看,主要渠道为传统主流平台,以淘宝和京东为代表,及以抖音为代表的新兴直播平台。比较各平台的粉丝数,传统的电商平台粉丝数量依然庞大,大多数品牌淘宝渠道占销售比例仍超过 50%, 淘宝粉丝数安踏/李宁/特步/361° 分别为 2095.4 万/2580.1 万/1026.2 万/823.3 万, 京东粉丝数安踏/李宁/特步/361° 分别为 1898.3 万/1792 万/148.3 万/650.7 万。总体而言,李宁和安踏位于第一梯队,特步和 361° 位于第二梯队。比较抖音官方账号,李宁和安踏较敏锐的抓住这一新型直播平台营销红利,特步和 361° 抖音粉丝数较少。

图 97：2021 年各大品牌会员数量


资料来源:各公司公告, 信达证券研发中心

图 98：分平台粉丝数


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

看好行业前景，马太效应将使头部品牌份额持续提高。从行业看，随着居民消费水平提高，运动专业需求提高，加上全民健身的红利将持续促进运动消费需求的持续增长。从竞争格局看，本土 4 大龙头品牌随着品牌及产品力的提升，有望追赶国际头部品牌，加上行业集中度高，有望持续提高市场份额。从细分领域看，本土在各大运动细分领域各有建树，并在国潮的文化引领上以逆转占据上风。随着各大品牌突破升级，逐步扩大直营及电商销售渠道，并加大研发提高科技含量向高端市场进发，未来仍有较大成长空间。

表 25：各品牌流水增长情况

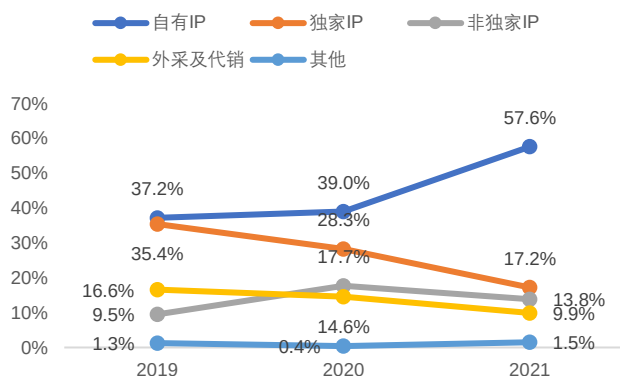
	22 年 1-2 月流水增速	22Q1E 流水增速	全年指引	22Q1 天猫销售量	22Q1 天猫销售量同
安踏	超 20%	18%-22%	20%-25%	968,860,949	36%
李宁	超 40%	25%-30%	15%-20%	1,085,739,064	21%
特步	超 30%	28%-32%	25%-30%	254,816,322	20%
361 度	超 20%	17%-20%	20%-25%	187,589,273	31%
FILA	超 15%	12%-15%	15%-20%	833,846,133	9%

资料来源: 各公司业绩交流会, 淘数据, 信达证券研发中心

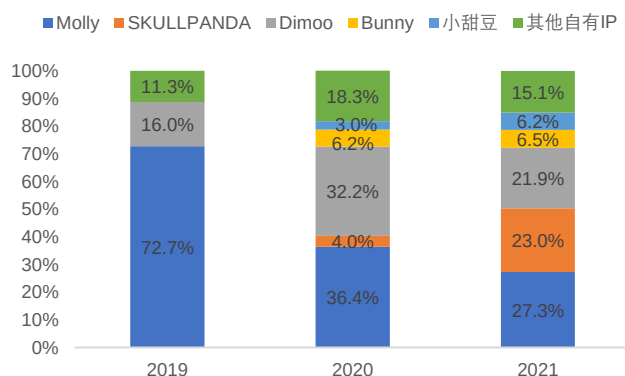
9.2 泡泡玛特：IP 稳定且优质，渠道布局稳固推进

泡泡玛特作为中国潮流玩具行业的龙头企业，具备全产业链覆盖、全渠道销售网络和 IP 创作的竞争优势。2021 年实现营业收入 44.91 亿元，同比增长 78.7%，在疫情反复的影响下保持高速增长。注册会员规模增长，单会员销售收入有所下滑。截至 2021 年 12 月 31 日，泡泡玛特累计注册会员数从 2020 年末的 740.0 万人增加至 1958.0 万人，同比增长 164.6%。其中，21 年会员贡献销售额占比 92.2%，会员复购率为 56.5%。泡泡玛特注册会员 21 年为公司贡献收入 41.4 亿元，同比增长 85.5%；单会员贡献收入从 20 年的 301.62 元下降至 21 年的 211.46 元。

分 IP 看，头部 IP 营收稳步增长，收入结构优化。2021 年各 IP 收入均实现快速增长的同时，普通 IP 的收入占比也更加均匀。21 年共有 7 个 IP 收入破亿元，其他 IP 收入占比 40.2%。其中，诞生 15 周年的 IP Molly 实现收入 7.05 亿元，同比增长 97.6%；Dimoo 和 SKULLPANDA 在 21 年分别实现收入 5.67 亿元和 5.95 亿元，同比分别增长 79.8%和 1,423.8%；Bunny 和小甜豆两款 21 年首次破亿元收入的 IP 分别实现收入 1.68/1.62 亿元，同比增加 175.6%/458.1%。

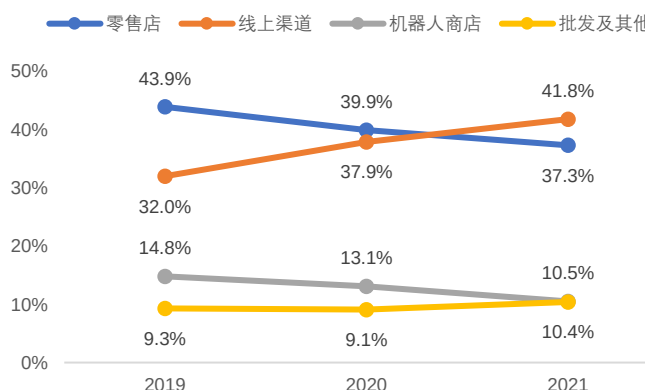
图 99：泡泡玛特分 IP 收入占比


资料来源:泡泡玛特公司公告, 信达证券研发中心

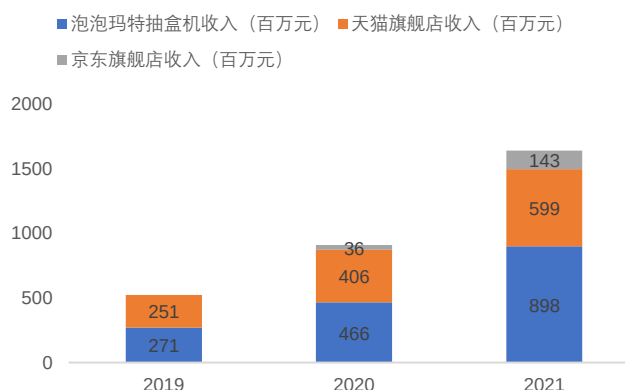
图 100：泡泡玛特自有 IP 收入构成


资料来源:泡泡玛特公司公告, 信达证券研发中心

分渠道看，各渠道收入均呈增长态势。其中线上渠道 21 年收入同比增长 97.4%，占比继续攀升。线上渠道中，泡泡玛特抽盒机及京东旗舰店 21 年度销售收入均大幅提高，占比提升。零售店、机器人商店单店平均营收能力小幅提升，不同地理区域划分有所差异。泡泡玛特零售店平均单店收入 21 年为 567 万元，同比增长 5.8%；其中，一线城市和新一线城市的零售店单店收入均有小幅提升，其他城市单店收入小幅下降。泡泡玛特机器人商店平均单店收入 25 万元，同比增加 3.2%；其中，一线城市机器人商店单店收入出现小幅下降，新一线城市及其他城市单店收入小幅提升。

图 101：泡泡玛特分渠道收入占比


资料来源:泡泡玛特公司公告, 信达证券研发中心

图 102：泡泡玛特线上渠道收入构成对比


资料来源:泡泡玛特公司公告, 信达证券研发中心

IP 丰富，海外布局加速，未来可期。

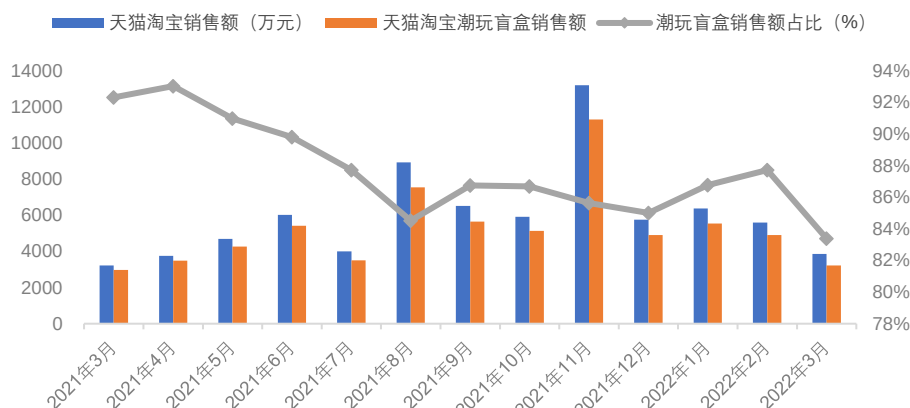
在 IP 方面，22 年公司将重点发展 MEGA 产品线，丰富 IP 类型，满足客户多样化需求。2021 年公司推出高端潮玩产品线“MEGA 珍藏系列”，相比传统盲盒定价更高，利润空间更大，21 年实现收入 1.78 亿元，22 年公司将重点发展 MEGA 产品线。内部设计师团队 PDC 推出众多不同风格的原创 IP，例如 21 年 10 月上市的新 IP 小野(Hirono)，凭借其独特的设计风格在 21 年实现超过 5200 万元收入。充足且风格多样的 IP 供给充分保障公司未来业务发展。

在渠道方面，线下稳步推进高线城市布局，线上加速电商直播平台发展。公司 22 年将继续稳步发展线下渠道，重点布局一、二线城市，同时优化已开设时间较长的门店，多开优质门店，不过度追求数量。线上业务继续以微信小程序、天猫旗舰店、京东旗舰店为主，同时加速发展包括抖音在内的电商直播平台销售。

此外，公司将加速布局海外市场，ToB 向 ToC 转化。2021 年，泡泡玛特通过举办海外线上潮玩展，参加美国 DesignerCon、迪拜世博会等全球性的展会，向海外推广泡泡玛特品牌。公司的海外业务逐渐向 ToC 方式转变，

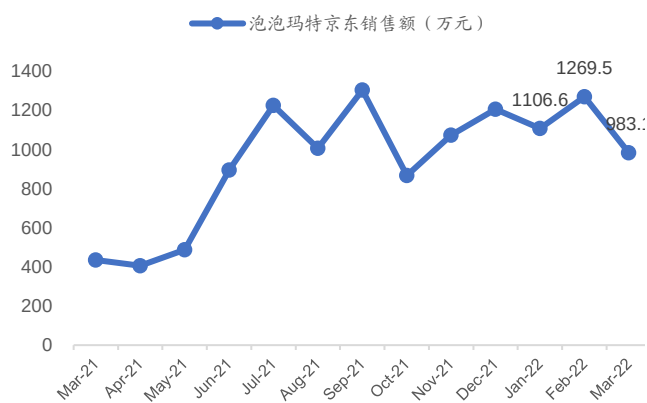
截至 2021 年底，港澳台地区及海外的门店数达到 7 家，机器人商店达到 9 台，预计 22 年将在海外地区开设 40-50 家门店并发展跨境电商业务，根据不同地区对 IP 产品的不同喜好，推动海外业务产生新的增量。

图 103: 泡泡玛特天猫淘宝 2021 年 3 月-2022 年 3 月销售数据



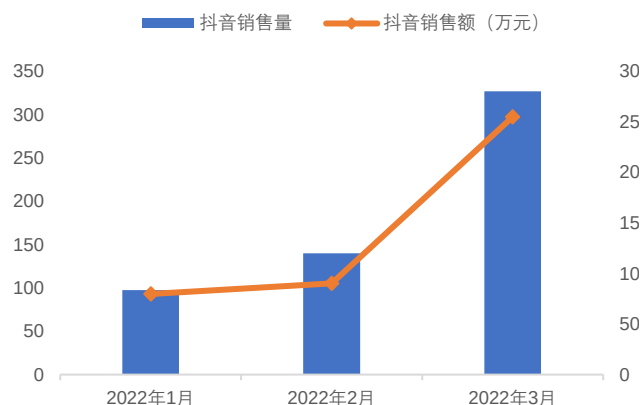
资料来源: Datayes!, 信达证券研发中心

图 104: 泡泡玛特京东旗舰店 2021 年 3 月-2022 年 3 月 GMV



资料来源: Datayes!, 信达证券研发中心

图 105: 泡泡玛特 2022 年 1 月-3 月抖音平台销售数据

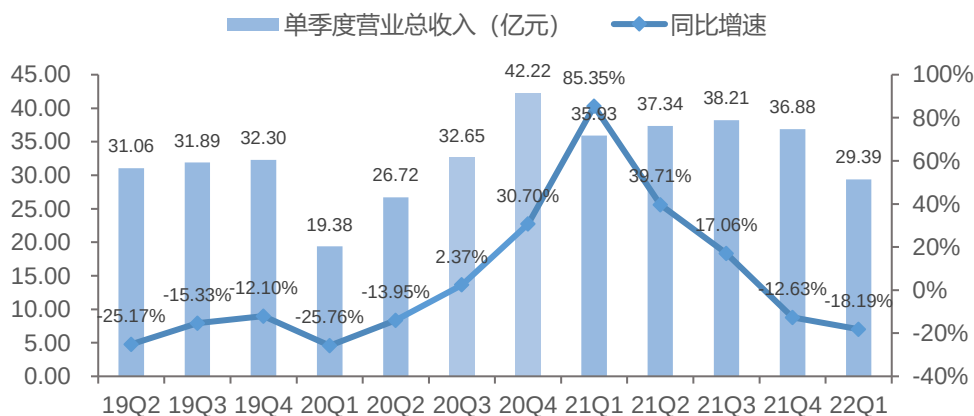


资料来源: 抖查查, 信达证券研发中心

9.3 分众传媒：疫情影响致短期承压，待经济复苏后修复

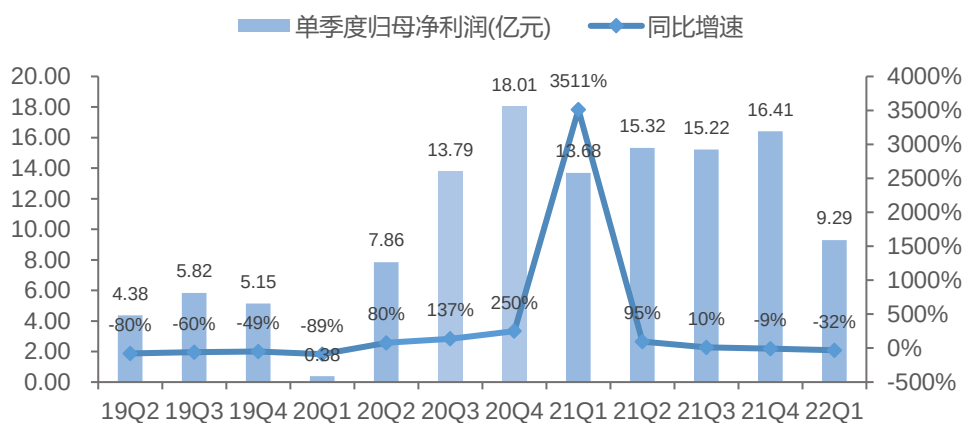
广告投放与宏观经济景气度高度相关，22H1 短期承压待疫情后复苏。生活圈媒体赛道，特别是消费品广告主投放景气度与经济高度相关，与消费共振，同时具备后周期属性，关注疫情后的修复机会。2021 年宏观经济回暖，广告行业整体投放同比呈现复苏态势。分季度看，由于基数原因以及下半年宏观波动，复苏力度前高后低，21Q4 行业增长乏力，22H1 疫情影响短期承压。1-2 月有高基数压力但整体符合预期，3 月受疫情突然爆发影响业绩承压，4 月上海疫情更为严重，业绩需静待后续疫情复苏改善。3 月起主要在深圳、上海等一线城市，一线城市作为公司业务核心区域具有高上刊率、高单价的特点，封控导致无法上刊，短期业绩承压；21Q1 在线教育等广告主投放亦形成相对高基数。

图 106: 分众传媒 19Q2-22Q1 营业总收入及增速



资料来源: 分众传媒公司公告, 信达证券研发中心

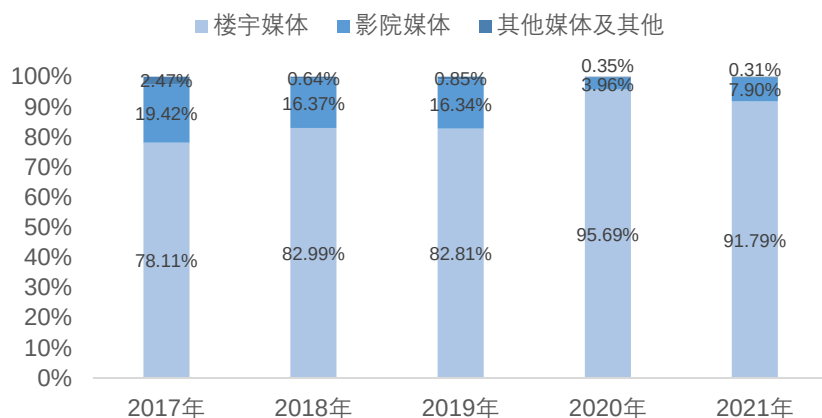
图 107: 分众传媒 19Q2-22Q1 归母净利润及增速



资料来源: 分众传媒公司公告, 信达证券研发中心

客户结构持续优化, 消费品类持续加码。日用消费品行业广告主持续认可梯媒价值, 2021 年楼宇媒体日用消费品广告主收入为 58.05 亿元, 同比增长 35.36%, 收入占比提升 3.67ppt 至 39.12%; 影院媒体收入中占比为 3.55%, 同比增长 1.82ppt。

图 108: 分众传媒 2017-2021 年营业收入分产品情况



资料来源: 分众传媒公司公告, 信达证券研发中心

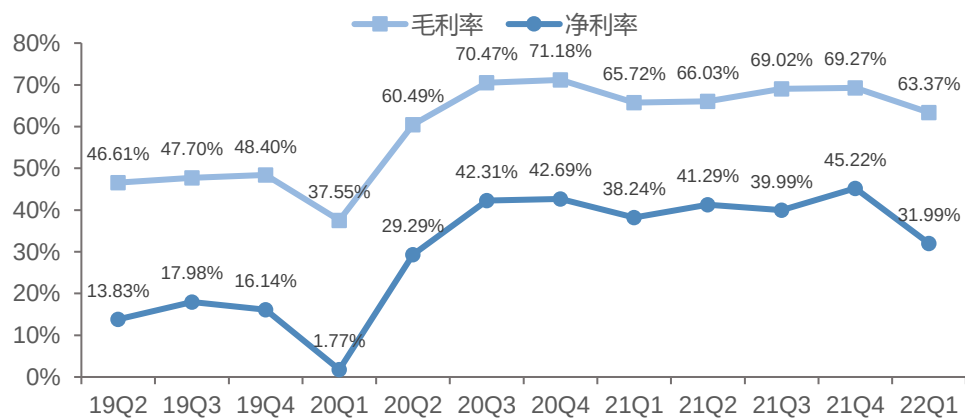
表 26: 分众传媒 2020 年、2021 年收入分行业情况

	2021 年		2020 年		同比增减
	金额 (亿元)	占营业收入比重	金额 (亿元)	占营业收入比重	
营业收入合计	148.36	100.00%	120.97	100.00%	
楼宇媒体及其他					
日用消费品	58.05	39.12%	42.88	35.45%	35.36%
互联网	40.20	27.10%	32.82	27.13%	22.49%
娱乐及休闲	10.64	7.17%	7.62	6.30%	39.56%
商业及服务	7.01	4.73%	6.01	4.97%	16.67%
交通	6.75	4.55%	10.13	8.37%	-33.32%
房产家居	5.58	3.76%	6.17	5.10%	-9.62%
通讯	2.18	1.47%	3.19	2.64%	-31.50%
其他	6.22	4.18%	7.36	6.08%	-15.46%
影院媒体					
日用消费品	5.26	3.55%	2.10	1.73%	151.10%
互联网	2.07	1.40%	0.54	0.45%	284.97%
通讯	1.63	1.10%	0.79	0.65%	107.56%
交通	1.45	0.98%	0.91	0.75%	59.03%
娱乐及休闲	0.64	0.43%	0.23	0.19%	178.90%
房产家居	0.33	0.22%	0.04	0.03%	755.76%
商业及服务	0.29	0.20%	0.16	0.14%	80.01%
其他	0.06	0.04%	0.02	0.02%	134.00%

资料来源: 分众传媒公司公告, 信达证券研发中心

更注重成本效率, 毛利率、净利率持续上升。公司 21 年整体毛利率 67.53%, 同比上升 4.29pct, 其中楼宇媒体毛利率为 71%, 同比增长 6.87pct, 公司楼宇媒体业务相关的媒体资源成本同比去年略有下降。公司 21 年媒体资源成本较 20 年增长 13.16%, 主要系 21 年疫情后恢复, 影院业务的映前时长采购成本上升 221.53%, 导致影院业务持续亏损。除此以外, 受益于良好的成本控制, 公司楼宇媒体业务相关的媒体资源成本同比去年略有下降。公司 22Q1 整体毛利率 63.37%, 同比下降 2.35pct, 整体净利率 31.99%, 同比下降 6.25pct, 公司争取疫情租金减免及疫情恢复后盈利能力将逐步恢复。

图 109: 分众传媒 19Q2-22Q1 毛利率与净利率



资料来源: 分众传媒公司公告, 信达证券研发中心

附：相关公司估值一览

表 27: A 股相关公司估值表

证券代码	当前股价 (元)	证券简称	总市值 (亿元)	2021A净利润	2022E净利润	2023E净利润	2021PE	2022PE	2023PE
游戏									
002555.SZ	24.15	三七互娱	535.61	28.76	33.11	38.35	18.63	16.18	13.97
002624.SZ	14.77	完美世界	286.53	3.69	19.05	21.64	77.62	15.04	13.24
603444.SH	338	吉比特	242.91	14.68	16.60	19.48	16.54	14.64	12.47
002602.SZ	4.76	世纪华通	354.74	23.27	37.33	45.81	15.25	9.50	7.74
002605.SZ	14.63	姚记科技	59.23	5.74	7.14	8.58	10.32	8.29	6.90
300031.SZ	14.18	宝通科技	58.42	4.03	5.35	6.44	14.51	10.92	9.07
传媒龙头									
002027.SZ	5.83	分众传媒	841.98	60.63	69.57	82.32	13.89	12.10	10.23
300413.SZ	35.8	芒果超媒	669.72	21.14	25.61	30.45	31.68	26.15	22.00
元宇宙相关									
605168.SH	118.6	三人行	82.64	5.05	7.37	10.28	16.36	11.21	8.04
000681.SZ	11.94	视觉中国	83.65	1.53	2.50	3.16	54.73	33.42	26.45
002291.SZ	13.13	星期六	119.45	-7.00	7.50	10.90	-17.06	15.92	10.96
002230.SZ	37	科大讯飞	860.00	15.56	21.53	29.41	55.25	39.94	29.24
300058.SZ	5.74	蓝色光标	142.99	5.22	7.98	9.47	27.40	17.93	15.10
600986.SH	5.01	浙文互联	66.25	2.94	3.89	4.90	22.51	17.05	13.53
603825.SH	14.48	华扬联众	36.68	2.29	3.71	4.71	16.02	9.88	7.79
002425.SZ	5.29	凯撒文化	50.61	0.82	2.11	2.47	62.09	23.93	20.47
体育									
600158.SH	7.55	中体产业	72.44	0.55	1.04	1.68	131.91	69.56	43.14
605299.SH	9.46	舒华体育	38.93	1.16	1.74	2.05	33.62	22.35	18.98

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

时间: 2022/4/29 收盘后

表 28: 港股相关公司估值表

Ticket	公司	市值 (亿人民币)	2022E	PE 2023E	2024E	2022E	PS 2023E	2024E
互联网媒体与服务								
700 HK Equity	腾讯控股	30523.41	23.77	19.57	16.25	4.94	4.30	3.77
3690 HK Equity	美团-W	8947.35	-	105.20	33.26	3.98	3.04	2.43
1024 HK Equity	快手-W	2396.11	-	-	25.09	2.42	1.98	1.68
9988 HK Equity	阿里巴巴-SW	18631.57	15.48	13.47	12.58	2.19	1.94	1.72
9618 HK Equity	京东集团-SW	6980.51	41.11	26.49	19.66	0.62	0.53	0.46
9626 HK Equity	哔哩哔哩-SW	669.16	-	-	-	2.59	1.96	1.52
9888 HK Equity	百度集团-SW	3037.82	20.76	14.50	11.71	2.30	2.03	1.81
PDD US Equity	拼多多	3597.08	29.51	19.22	13.47	3.22	2.59	2.20
手机及在线游戏								
9999 HK Equity	网易-S	4347.29	21.66	18.56	16.21	4.38	3.86	3.52
2400 HK Equity	心动公司	85.30	-	-	30.48	2.69	2.05	1.61
302 HK Equity	中手游	48.68	6.18	4.96	5.68	1.03	0.86	0.87
2100 HK Equity	百奥家庭互动	10.96	4.95	2.33	1.80	0.63	0.42	0.39
运动服饰								
2020 HK Equity	安踏体育	2097.23	25.27	19.72	16.20	3.71	3.11	2.63
2331 HK Equity	李宁	1377.28	28.71	22.96	18.81	5.15	4.24	3.54
1368 HK Equity	特步国际	257.62	21.64	17.32	13.97	2.04	1.66	1.38
1361 HK Equity	361度	71.16	9.98	8.77	8.99	1.07	0.97	0.89
潮玩								
9992 HK Equity	泡泡玛特	426.60	31.37	22.68	17.76	6.34	4.80	3.83

资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

时间: 2022/5/1 上午10点10分

风险因素

行业政策风险、监管趋严；疫情反复，控制进程缓慢；宏观经济恢复不及预期；游戏及影视等内容不及预期；海外市场不及预期、汇率波动影响海外收入；核心人才流失等治理结构；原材料价格持续上升等风险。

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021 年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获 21 年东方财富 Choice 金牌分析师第一、Wind 金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20 年 Wind 金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瑾	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyupei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。