

## 互联网策论 2: 如何看 Non-GAAP 利润调整?

### 基本结论

- 从近几年各大互联网公司的财报披露中，我们发现互联网公司的 Gaap（一般公认会计准则，这里包括国际准则与美国准则）净利润与 Non-GAAP（非公认会计准则）净利润的差异较大，因此我们选取了腾讯控股、阿里巴巴、美团、拼多多、京东、哔哩哔哩、小米集团、百度 8 家公司作为研究标的，探究应该如何看待从国际准则到非国际准则下互联网公司的利润调整。
- **结论 1: Gaap&Non-GAAP 净利润调整规则因公司而异，不可横向比较，但主要调整项分为 4 类：股权激励、相关投资损益、摊销和减值以及其他。**
  - 1) 不同公司的调整项目类别存在差异，我们将调整项归为四大类：股权激励、相关投资损益、摊销和减值、其他，但并非所有公司能涵盖四类调整。
  - 2) 同一类别的调整明细因公司而异，横向可比性受限。不同公司的会计政策会有所差异，导致大类中细分指标区别较大。
- **结论 2: 从风险角度考虑，我们认为将 Non-GAAP 利润调低的公司财务策略上更为谨慎，考虑风险时需要考虑股权激励的调整对未来报表可能产生影响。**
  - 1) 根据我们选取的研究标的，在互联网反垄断的背景下，大部分互联网公司 2020 年的策略都是由调增转为调减，阿里巴巴，拼多多调增趋势明显，哔哩哔哩虽为调增但整体调整幅度有限。
  - 2) 从股权激励来看，公司将股权激励调增在未来兑现时会对报表有一定影响。目前选取标的中，阿里巴巴和腾讯股权激励调整较高，其中阿里巴巴的股权激励调整占比较高。
- **结论 3: 单个公司纵向来看，投资损益调整幅度反映互联网公司发展阶段，股权激励费用调整变动间接反映了公司研发和管理水平的变化，摊销和减值项目调整相对多时，公司兼收并购活跃，通过协同效应增强行业竞争力。**
  - 1) 相关投资损益调整：处于较为成熟阶段的互联网公司，更多地投资产业链相关标的以扩大自身优势。我们可以发现，腾讯、美团、阿里等一线龙头该项调整较多，而哔哩哔哩、拼多多等新兴互联网公司该项调整较少；
  - 2) 股权激励调整：互联网公司的股权激励实施对象倾向于研发人员和高管人员，其调增额与公司研发管理费用增加趋势较为一致；
  - 3) 摊销和减值项目调整：阿里巴巴兼并收购互联网细分赛道多家公司，实现更大的协同效应，提升行业竞争力，其所形成的无形资产增值在后续年份的摊销额相对较多。

杨晓峰 分析师 SAC 执业编号: S1130520040001  
yangxiaofeng@gjzq.com.cn

### 投资建议

- 我们认为港股互联网公司具备长期发展潜力，未来有望成为配置的核心资产，目前在受反垄断影响的调整过程中具备配置机会，建议关注一线龙头公司：腾讯控股、美团；二线龙头公司：京东；新兴互联网公司：心动公司，哔哩哔哩。

### 风险提示

- 行业政策及监管风险；公司产品或业务表现不及预期；行业竞争加剧风险。

## 内容目录

一、Gaap&Non-Gaap 净利润调整规则因公司而异，不可横向比较，需关注同公司的纵向比较 .....	5
1.1 不同互联网公司净利润调整项目不同，同一调整项目调整明细存在差异，因而横向可比性受限 .....	5
二、各调整项如何影响 Non-Gaap 净利润变化? .....	5
2.1 股权激励费用不影响公司现金流，Non-Gaap 净利润调增。 .....	6
2.2 投资损益调整与投资标的质量呈负相关，投资公允价值上升，调减额增加 .....	7
2.3 因收购形成的无形资产摊销和减值需要调增，商誉减值需要调增，收购行为更多的公司该项调整越大 .....	7
三、纵向比较：各互联网公司在 Gaap&Non-Gaap 调整有何趋势? .....	8
3.1 腾讯：研发管理能力不断提升，投资并购收益回升，行业生态内的竞争力有望在其战略布局下进一步稳固增强 .....	8
3.2 阿里巴巴：投资收购并举，通过协同效应提升行业竞争力 .....	11
3.3 美团：股权激励呈提升趋势，投资损益影响程加大趋势，整体调整平稳 .....	13
3.4 拼多多：股权激励费用回升带动 Non-Gaap 净亏损收窄 .....	15
3.5 京东：达达集团&唯品会市值上升，京东投资效益优异 .....	15
3.6 哔哩哔哩：股权激励费用攀升，未来关注管理研发能力提升 .....	16
3.7 小米集团：投资收益可观，Non-Gaap 净利润仍保持稳定增长 .....	18
3.8 百度：净利润与投资收益均有回升 .....	19
四、风险提示 .....	20

## 图表目录

图表 1：各互联网公司 2018-2020 年 Gaap&Non-Gaap 对应 PE（黄色代表 Gaap&Non-Gaap 中 PE 更高者） .....	4
图表 2：主要互联网公司 Gaap&Non-Gaap 净利润情况（亿元，黄色代表 Gaap&Non-Gaap 净利润更高者） .....	4
图表 3：主要互联网公司 Gaap&Non-Gaap 净利润调整项明细 .....	5
图表 4：腾讯控股 2018-2020 高管股权激励 .....	6
图表 5：阿里集团 2019-2021 财年各项目股权激励占比 .....	6
图表 6：主要互联网公司股权激励调增额占 Gaap 净利润比 .....	7
图表 7：主要互联网公司投资损益调整额占 Gaap 净利润比 .....	7
图表 8：主要互联网公司摊销和减值调整额占 Gaap 净利润比 .....	8
图表 9：腾讯 2018-2020 年净利润调整（亿元） .....	8
图表 10：腾讯 2018-2020 年各项目调整趋势（亿元） .....	8
图表 11：腾讯 2020 年 Gaap&Non-Gaap 净利润调整明细（亿元） .....	9

图表 12: 腾讯 18-20 年研发&管理费用变化趋势 (亿元) .....	9
图表 13: 腾讯主要投资公司 2018-2020 年&最新市值情况 (亿元) .....	10
图表 14: 腾讯主要投资公司 2018-2020 年末市值变化 (亿元) .....	11
图表 15: 阿里巴巴 2019-2021 财年净利润调整 (亿元) .....	11
图表 16: 阿里巴巴 2019-2021 财年各调整趋势 (亿元) .....	11
图表 17: 阿里巴巴 2021 财年 Gaap&Non-Gaap 净利润调整明细 (亿元) ...	12
图表 18: 阿里投资公司 2019-2021 财年&最新市值情况 (亿元) .....	12
图表 19: 阿里主要投资公司 2019-2021 财年市值变化 (亿元) .....	13
图表 20: 阿里巴巴 2018-2021 财年主要收购公司 .....	13
图表 21: 美团 2018-2020 年净利润调整 (亿元) .....	14
图表 22: 美团 2018-2020 年各项调整趋势 (亿元) .....	14
图表 23: 美团 2020 年 Gaap&Non-Gaap 净利润调整明细 (亿元) .....	14
图表 24: 拼多多 2018-2020 年净利润调整 (亿元) .....	15
图表 25: 拼多多 2018-2020 年各项调整趋势 (亿元) .....	15
图表 26: 拼多多 2020 年 Gaap&Non-Gaap 净利润调整明细 (亿元) .....	15
图表 27: 京东 2018-2020 年净利润调整 (亿元) .....	16
图表 28: 京东 2018-2020 年各项调整趋势 (亿元) .....	16
图表 29: 京东 2020 年 Gaap&Non-Gaap 净利润调整明细 (亿元) .....	16
图表 30: 哔哩哔哩 2018-2020 年净利润调整 (亿元) .....	17
图表 31: 哔哩哔哩 2018-2020 年各项调整趋势 (亿元) .....	17
图表 32: 哔哩哔哩 2020 年 Gaap&Non-Gaap 净利润调整明细 (亿元) .....	17
图表 33: 哔哩哔哩 2018-2020 年研发&管理费用变化趋势 (百万元) .....	18
图表 34: 小米 2018-2020 年净利润调整 (亿元) .....	18
图表 35: 小米 2018-2020 年各项调整趋势 (亿元) .....	18
图表 36: 小米 2020 年 Gaap&Non-Gaap 净利润调整明细 (亿元) .....	19
图表 37: 百度 2018-2020 年净利润调整 (亿元) .....	19
图表 38: 百度 2018-2020 年各项调整趋势 (亿元) .....	19
图表 39: 百度 2020 年 Gaap&Non-Gaap 净利润调整明细 (亿元) .....	20

- 从近几年各大互联网公司的财报披露中，我们发现互联网公司的 Gaap（一般公认会计准则，这里包括国际准则与美国准则）净利润与 Non-Gaap（非公认会计准则）净利润的差异较大，同一公司不同年份的调整额波动较大，如腾讯控股 18、19 年调增额在 20 亿元以内，而 20 年转向调减 331 亿元；阿里巴巴 Non-Gaap 净利润在 19、21 财年均高于 Gaap 净利润，而 20 财年却要低；美团非公认准则下亏损 83 亿元，而在国际准则下，亏损 1155 亿元，差额超千亿；百度 Non-Gaap 净利润在 18、20 年均调减，而 19 年调增额 161 亿元。实际研究过程中，我们更多以 Non-Gaap 净利润来作为公司实际经营业绩的衡量标准，因此需要研究互联网公司 Gaap&Non-Gaap 净利润的具体调整情况及调整项背后的具体含义，由此来判断其未来实际经营业绩的增长情况。
- 整体来看，我们认为将 Non-Gaap 利润调低的公司财务策略上更为谨慎，考虑风险时需要考虑股权激励的调整对未来报表可能产生影响。1) 根据我们选取的研究标的，在互联网反垄断的背景下，大部分互联网公司 2020 年的策略都是由调增转为调减，阿里巴巴，拼多多调增趋势明显，哔哩哔哩虽为调增但整体调整幅度有限。2) 从股权激励来看，公司将股权激励调增在未来兑现时会对报表有一定影响。目前选取标的中，阿里巴巴和腾讯股权激励调整较高，其中阿里巴巴的股权激励调整占比较高。

图表 1: 各互联网公司 2018-2020 年 Gaap&Non-Gaap 对应 PE (黄色代表 Gaap&Non-Gaap 中 PE 更高者)

	Gaap				Non-Gaap			
	2018	2019	2020	当前	2018	2019	2020	当前
腾讯控股	30.8	30.9	27.9	31.0	30.7	30.3	35.2	32.8
阿里巴巴	37.5	23.2	27.4	24.6	32.2	24.5	22.9	20.6
美团	/	218.5	304.0	/	/	104.9	458.6	/
拼多多	/	/	/	/	/	/	/	/
京东	/	27.1	17.9	65.7	56.1	30.7	52.6	47.3
哔哩哔哩	/	/	/	/	/	/	/	/
小米	18.7	21.2	34.0	26.7	29.4	18.6	53.1	29.5
百度	12.9	136.1	20.6	13.0	14.8	15.4	21.1	20.2

来源: Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

图表 2: 主要互联网公司 Gaap&Non-Gaap 净利润情况 (亿元, 黄色代表 Gaap&Non-Gaap 净利润更高者)

公司	净利润	2018	2019	2020
腾讯	GAAP	800	959	1601
	Non-GAAP	803	976	1270
阿里巴巴	GAAP	802	1404	1433
	Non-GAAP	934	1325	1720
美团	GAAP	-1155	22	47
	Non-GAAP	-83	47	31
拼多多	GAAP	-103	-70	-72
	Non-GAAP	-35	-43	-30
京东	GAAP	-25	122	494
	Non-GAAP	35	108	168
哔哩哔哩	GAAP	-6	-13	-30
	Non-GAAP	-4	-11	-26
小米	GAAP	135	101	203
	Non-GAAP	86	115	130
百度	GAAP	276	21	225
	Non-GAAP	240	182	220

来源: Wind, Bloomberg, 国金证券研究所



## 一、Gaap&Non-Gaap 净利润调整规则因公司而异，不可横向比较，需关注同公司的纵向比较

### 1.1 不同互联网公司净利润调整项目不同，同一调整项目调整明细存在差异，因而横向可比性受限

- 互联网公司 Gaap&Non-Gaap 净利润调整项目主要可以归为三类：股权激励、相关投资损益调整、摊销和减值调整，具体调整科目和规则因公司而异，横向可比性受限。1) 股权激励是互联网公司的共有调整项目，但具体调整明细不同，如腾讯控股的“股权为基础的工资税支出”，阿里巴巴的“股权激励费用”。2) 相关投资损益因公司而异，如哔哩哔哩并未有此调整项，同时该调整项目的具体科目涵盖内容差异较大，如腾讯控股的“来自投资公司的收益”包括处置投资公司的损益以及投资公司公允价值变动的损益，拼多多仅包括“长期投资公允价值变动”，小米集团的“投资已实现损益”包括股权投资和优先股投资的公允价值变动。3) 摊销和减值，主要指的是收购形成的无形资产摊销、减值以及收购形成的商誉减值，因公司的具体情况而不同，如拼多多并没有该调整项目，有该调整项公司的明细科目也存在差异，如阿里巴巴包括“无形资产摊销”和“商誉、无形资产和投资减值”两个调整项目，而哔哩哔哩仅包括“无形资产摊销和收购相关费用”，因而横向可比性受到一定限制。4) 其他调整项可比性进一步弱化，除了所得税影响调整外的其他调整项目和公司非经常性活动关系密切，如京东的“来自非竞争性协议的收入”，拼多多的“与可转债面值摊销相关的利息支出”。

图表 3: 主要互联网公司 Gaap&Non-Gaap 净利润调整项明细

公司名称	股权激励	相关投资损益	摊销和减值	其他
腾讯控股	股份为基础的工资税支出	来自投资公司的收益	无形资产摊销 减值费用	所得税影响
阿里巴巴	股权激励费用	处置/重估投资损益	无形资产摊销 商誉, 无形资产和投资减值	中国反垄断法规定的罚款 Non-Gaap 税项影响调整
美团	股份为基础的工资税支出	投资的公允价值收益 出售投资及附属公司的收益 重新计量投资的收益	开办产生的收购的无形资产的摊销 资产减值, 重组和其他费用 无形资产的减值	所得税影响
拼多多	股权激励费用	长期投资公允价值变动	/	与可转换债券面值摊销相关的利息支出
哔哩哔哩	股权激励费用	/	无形资产摊销和收购相关费用	与无形资产相关的所得税
小米集团	股份为基础的工资税支出	投资已实现损益	收购相关的无形资产摊销	基金投资者的金融负债价值变动 所得税影响
京东	股权激励费用	长期投资公允价值变动 权益法投资的协调项目股份 出售长期投资损益 出售物业收益 处置投资和业务收益	收购资产和业务产生的无形资产摊销 商誉, 无形资产和投资减值	Non-Gaap 税项影响调整 来自非竞争协议的收入
百度	股权激励费用	长期投资公允价值变动 与权益法稀释投资相关的损失 长期投资减值	无形资产摊销	Non-Gaap 税项影响调整 其他调整

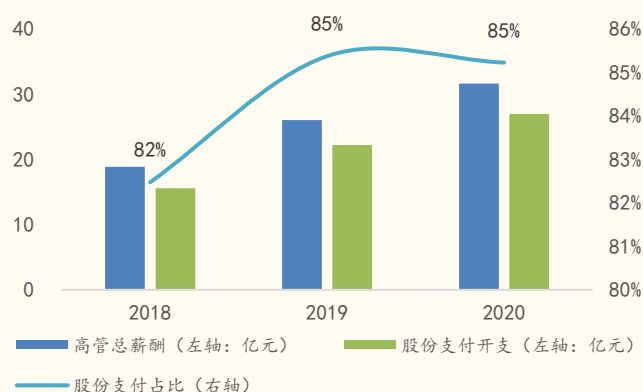
来源: wind, 国金证券研究所

## 二、各调整项如何影响 Non-Gaap 净利润变化?

## 2.1 股权激励费用不影响公司现金流，Non-GAAP 净利润调增。

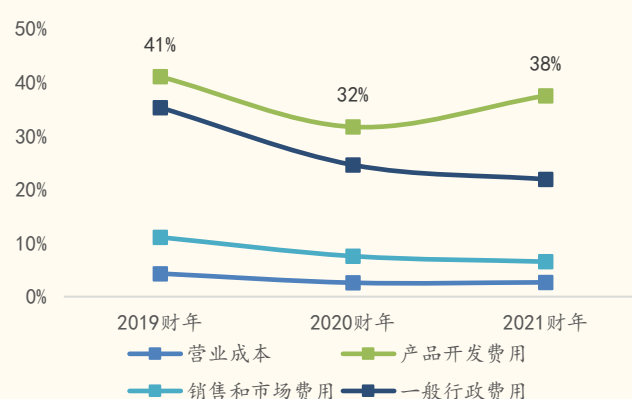
- **Non-GAAP 在 Gaap 净利润基础上调增股权激励费用，以体现公司真实的现金流状况。** Non-GAAP（非通用会计）净利润在 Gaap（美国通用会计准则）净利润的基础上需要调整非现金损益，股权激励针对不同对象计入利润表的不同成本费用，对高管的激励纳入行政管理费用，对研发人员的激励纳入研发费用，对市场销售类员工的激励纳入销售费用中，除了以现金结算的股份支付外，限制性股票、股票期权等以权益结算的激励方式仅影响公司的所有者权益，并不影响公司的现金流量，因而 Non-GAAP 净利润会因股权激励费用的增加而增加。
- **股权激励调整数额越高主要反映公司对研发人员和管理人员的激励程度越高。** 整体来看，互联网公司高级管理人员和研发人员的薪酬中，股权激励占比相较于其他人员较高，因而可以通过该项目的调整看公司对研发人员和高管人员的激励情况。根据腾讯控股 2018-2020 年财报数据，**腾讯高管薪酬中，股权激励占比保持较高水平，均高于 80%**，高管总薪酬的提升主要来自于股权激励的增加。根据阿里集团 2019-2021 财年数据，产品开发费用主要包括和公司业务直接相关的新技术及产品的研发费用，如互联网平台基础设施技术开发、应用程序开发、操作系统开发等相关研究人员的员工成本和股权激励费用，股权激励的占总费用比在 30% 以上，高于其他三项成本费用中股权激励占比。虽然近三年财年一般行政费用中股权激励占比有所下降，但整体比例保持在 20% 以上，位于第二，表明阿里集团更多地对研发人员和管理人员实行股权激励，股权激励占比较高的仍是研发费用和一般行政管理费用两大项目，占比均高于 30%。

图表 4：腾讯控股 2018-2020 高管股权激励



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：阿里集团 2019-2021 财年各项目股权激励占比



来源：公司公告，国金证券研究所

- **新兴电商团购平台股权激励费用调增占比较高，**或在于公司实行较多的股权激励以吸引和保留核心人才，主要增强管理和研发能力，实现业务快速扩张，以获取更多的市场份额，提升细分赛道竞争力。根据各公司 2020 财报数据整理，新兴团购电商平台如美团、拼多多的股权激励费用调增额/GAAP 净利润占比分别为 69.6%/50.3% 高于平均值的 28.1%，游戏视频赛道的腾讯、哔哩哔哩该项占比分别为 10.3%/12.8%，低于平均值。

图表 6: 主要互联网公司股权激励调增额占 Gaap 净利润比

公司名称	21-06-15 市值 (亿元)	报表类型	Gaap 净利润 (亿元)	股权激励
腾讯控股	47519	2020 年报	1601.3	10.3%
阿里巴巴	36950	2021 财年报	1432.8	35.0%
美团	15253	2020 年报	47.1	69.6%
拼多多	9783	2020 年报	-71.8	50.3%
京东	7130	2020 年报	494.1	8.4%
小米集团	5825	2020 年报	203.1	11.5%
百度	4286	2020 年报	224.7	27.0%
哔哩哔哩	2808	2020 年报	-30.1	12.8%
平均值	/	/	/	28.1%

来源: Wind, 国金证券研究所

## 2.2 投资损益调整与投资标的的质量呈负相关, 投资公允价值上升, 调减额增加

- 相关投资损益主要分为处置投资公司和投资公允价值变动带来的损益两部分。与投资标的的质量呈现负相关, 投资标的的公允价值上升, 调减额增加。1) 由于处置投资公司带来的损益为一次性损益, 具有不可持续性, 且与公司的主营业务关联度不大, 因而将其剔除能够更好地反映公司真实的经营状况, 从而 Non-GAAP 净利润在 Gaap 净利润的基础上, 因处置取得的收益需要调减, 带来损失则需要调增。2) 投资公司公允价值的变动是一种宽泛的概念, 由于没有实际处置, 该变动并未影响公司实际现金流量, 因而若公允价值上升时, Non-GAAP 净利润应当调减, 反之则需要调增, 以展现公司核心业务的业绩情况。
- 主要互联网公司的投资损益调整占比普遍较高, 可能因其多进行战略和财务投资, 战略投资有利于公司和被投资公司业务的协同增长, 进而实现股权增值, 财务投资则给公司提供了提高投资收益, 增加利润的一种途径。例如美团、京东、小米 2020 年相关投资损益调整绝对值/GAAP 净利润比例分别为 123.4%/75.9%/59.7%, 均高于平均值的 58.0%。考虑到腾讯控股、阿里巴巴净利润基数较高, 其投资收益同样可观, 腾讯 2020 年投资收益调减额为 693 亿元, 阿里 2021 财年投资收益调减额为 663 亿元。

图表 7: 主要互联网公司投资损益调整额占 Gaap 净利润比

公司名称	21-06-15 市值 (亿元)	报表类型	Gaap 净利润 (亿元)	相关投资损益
腾讯控股	47519	2020 年报	1601.3	45.3%
阿里巴巴	36950	2021 财年报	1432.8	46.3%
美团	15253	2020 年报	47.1	123.4%
拼多多	9783	2020 年报	-71.8	1.2%
京东	7130	2020 年报	494.1	75.9%
小米集团	5825	2020 年报	203.1	59.7%
百度	4286	2020 年报	224.7	53.9%
哔哩哔哩	2808	2020 年报	-30.1	/
平均值	/	/	/	58.0%

来源: Wind, 国金证券研究所

## 2.3 因收购形成的无形资产摊销和减值需要调增, 商誉减值需要调增, 收购行为更多的公司该项调整越大

- 摊销和减值 (无形资产摊销与减值&商誉减值) 并不影响现金流量, Non-GAAP 净利润会随着该项目的增加而增加。该项目调整主要指的是公司因

收购资产和业务产生相关的无形资产增值而形成相关的摊销与减值，也包括收购形成的商誉在后续年份中计提的减值。1) **无形资产方面**，由于大多数互联网公司属于轻资产企业，收购行为更关注的是客户群及客户关系、已开发技术专利、商标等无形资产，因而多形成无形资产而非固定资产增值，后续的摊销与减值与主营业务关系相对较少，Non-GAAP 净利润在 Gaap 基础上调增；2) **商誉方面**，公司收购行为会产生相关的商誉，且后续年份均进行减值测试，若公司判断若干报告单位的账面价值高于其公允价值，则需要计提相关的商誉减值，Non-GAAP 净利润同样需要在 Gaap 基础上调增。

- **市值较高的互联网行业巨头资金实力雄厚并基于相关战略规划考虑，收购行为较多，因而摊销减值调整占比较高。**所选公司市值前三的腾讯控股、阿里巴巴、美团因收购产生的摊销和减值调整项占 Gaap 净利润比分别为 12.7%/19.0%/14.2% 远高于平均的 7.5%，其他公司如哔哩哔哩等收购行为相对较少，该项目调整占比分别为 1.6%，低于平均值。

图表 8: 主要互联网公司摊销和减值调整额占 Gaap 净利润比

公司名称	20-06-15 市值 (亿元)	报表类型	摊销和减值
腾讯控股	47519	2020 年报	12.7%
阿里巴巴	36950	2021 财年报	19.0%
美团	15253	2020 年报	14.2%
拼多多	9783	2020 年报	/
京东	7130	2020 年报	2.9%
小米集团	5825	2020 年报	0.0%
百度	4286	2020 年报	2.1%
哔哩哔哩	2808	2020 年报	1.6%
平均值	/	/	7.5%

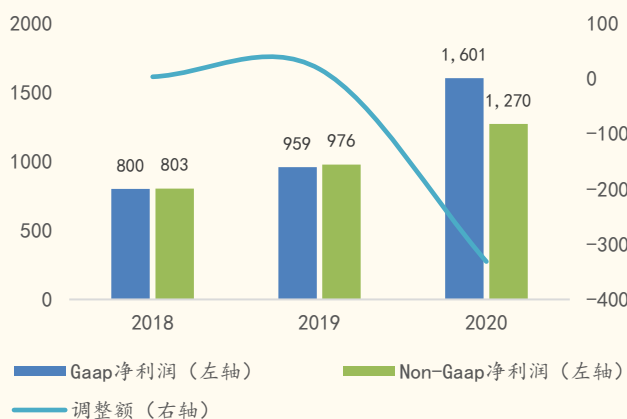
来源: Wind, 国金证券研究所

### 三、纵向比较: 各互联网公司在 Gaap&Non-GAAP 调整有何趋势?

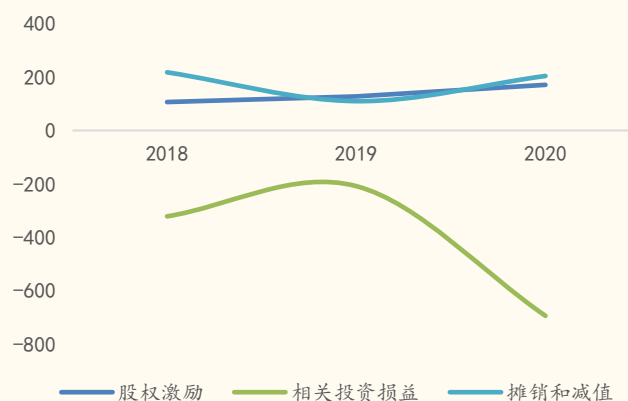
#### 3.1 腾讯: 研发管理能力不断提升, 投资并购收益回升, 行业生态内的竞争力有望在其战略布局下进一步稳固增强

- **腾讯 2018-2020 年 Gaap&Non-GAAP 净利润均持续上升**，国际准则下，2020 年净利润达 1601 亿元，相比 2019 年的 959 亿元，同比增长 67.0%，非国际准则下，2020 年净利润达 1270 亿元，相比 2019 年的 976 亿元，同比增长 33.8%，**2020 年 Non-GAAP 净利润低于 Gaap 净利润较多金额主要源于 2020 年腾讯主要投资公司公允价值大幅上升带来的投资收益调减。**

图表 9: 腾讯 2018-2020 年净利润调整 (亿元)



图表 10: 腾讯 2018-2020 年各项目调整趋势 (亿元)

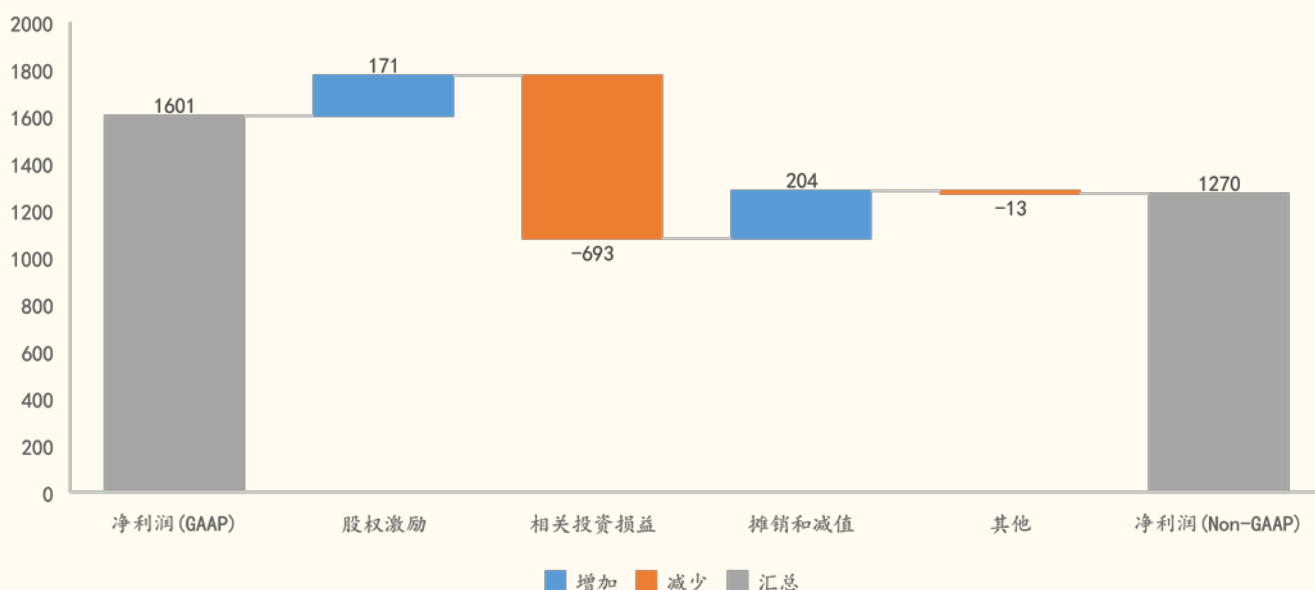




来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

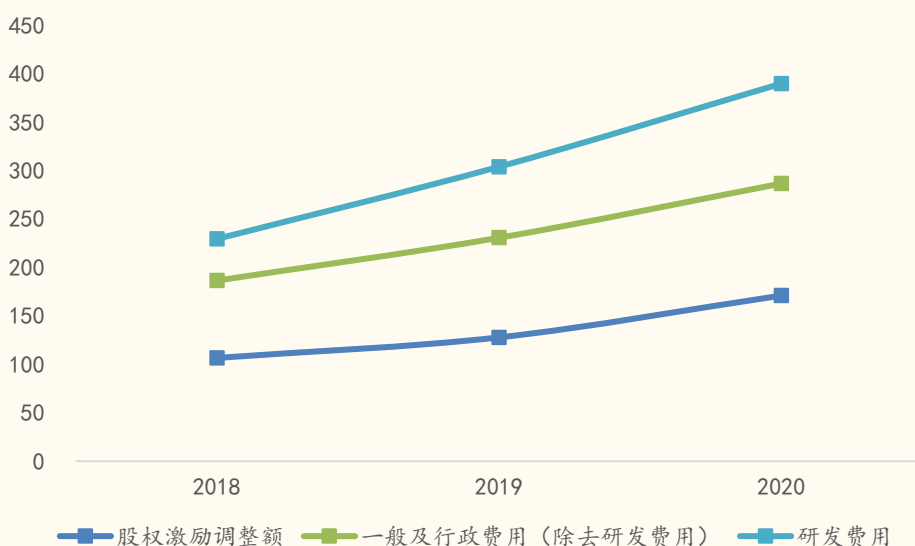
图表 11: 腾讯 2020 年 Gaap&amp;Non-Gaap 净利润调整明细 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

- 近三年, 腾讯控股股权激励调整额持续上升间接反映公司研发及管理能力的提升。腾讯控股 2018-2020 年研发费用以及一般行政管理费用 (去除研发费用) 呈现不断上升趋势, 研发费用分别为 229.4/303.9/389.7 亿元, 管理费用分别为 186.4/230.6/286.5 亿元, 同时股权激励调整额也不断上升, 分别为 106.5/127.7/170.9 亿元, 与两大费用的变化趋势基本一致, 表明公司不断激励研发人员和管理人员, 提升公司整体竞争力。

图表 12: 腾讯 18-20 年研发&amp;管理费用变化趋势 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

- 腾讯 2020 年投资公司公允价值大幅上升带动投资收益调减额上升, 展现公司较强的投资能力。腾讯控股于 2020 年 3 月 31 日向拼多多再投资 5000 万美元, 增加持股比例, 截至 2021Q1, 腾讯共持有拼多多 16% 股份, 同时拼多多市值从 2019 年底的 2817 亿元快速上升至 2020 年底的 14100

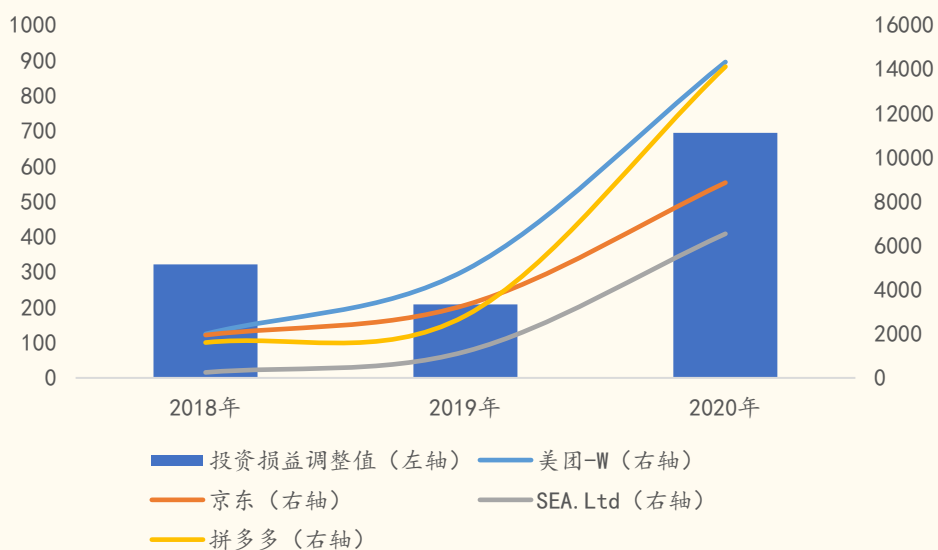
亿元,同比增长 401%;截至 2021Q1,腾讯持有美团股份 21%,同时美团市值从 2019 年底的 4885 亿元迅速上升至 2020 年底的 14311 亿元,同比增长 193%。而 Non-GAAP 净利润调整项中,投资损益调减额从 2019 年的 208.18 亿元攀至 2020 年的 693.48 亿元,同比增长 233%。其增长趋势与主要投资公司(美团、拼多多、SEA、京东)市值的增长趋势较为一致,较高的投资收益调减额展现了公司优秀的投资能力,未来优质公司市值的上升有望带动腾讯估值进一步提升。

图表 13: 腾讯主要投资公司 2018-2020 年&最新市值情况(亿元)

	2018 年末	2019 年末	2020 年末	持股比例	21-06-15 市值	归属腾讯市值
<b>归属腾讯市值的港股市值排名</b>						
美团-W	1990	4885	14311	21%	15253	3203
京东	1941	3300	8846	18%	7130	1283
快手(21-02-05 上市)				18%	7065	1272
阅文集团	306	272	510	59%	727	429
哔哩哔哩	291	391	1933	13%	2808	365
同程艺龙	214	245	270	22%	370	81
易鑫集团	92	91	163	64%	125	80
金山软件	128	229	567	8%	602	48
众安在线	304	341	432	10%	477	48
<b>归属腾讯市值的美股市值排名</b>						
SEA. Ltd	248	1194	6529	26%	8895	2313
拼多多	1601	2817	14100	16%	9783	1565
Snapchat	432	1481	4823	12%	6079	729
蔚来	429	274	4767	14%	4416	618
贝壳(20-08-13 上市)			4669	12%	3616	434
富途		83	397	30%	1425	427
spotify	1315	1766	3835	9%	2958	266
动视暴雪	2278	2927	4606	5%	4778	239
虎牙	202	252	301	48%	247	119
华纳音乐			1252	10%	1134	113

来源: wind, 国金证券研究所

图表 14: 腾讯主要投资公司 2018-2020 年末市值变化 (亿元)

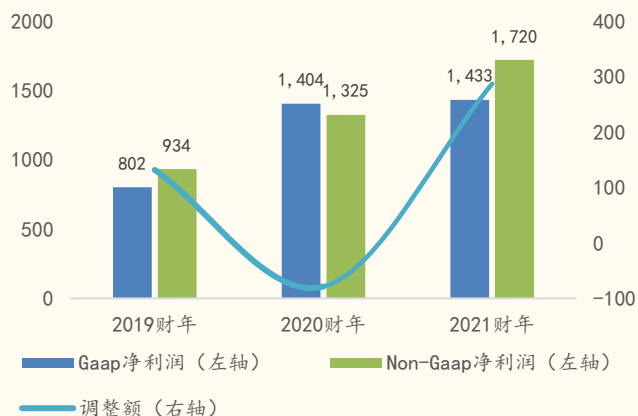


来源: wind, 国金证券研究所

### 3.2 阿里巴巴: 投资收购并举, 通过协同效应提升行业竞争力

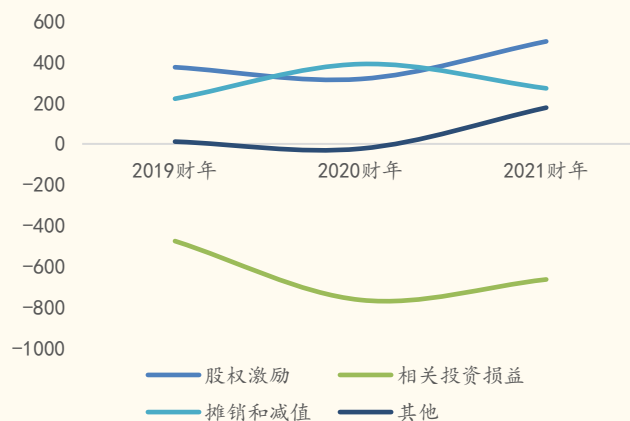
- 阿里巴巴 2019-2021 财年 Gaap&Non-Gaap 净利润持续上升**, 美国准则下, 2021 财年净利润达 1433 亿元, 相比 2020 财年的 1404 亿元, 同比增长 2.1%, 非美国准则下, 2021 财年净利润达 1720 亿元, 相比 2020 财年的 1325 亿元, 同比增长 29.8%, 主要源自 2020 财年阿里相关投资损益调减额增加带动 Non-Gaap 净利润减少, 2021 财年其他项目 (中国反垄断法所规定的罚款 182.3 亿元不可持续, 不反映公司主营业务, 因而调增) 调增额近 200 亿元以及股权激励费用上升至 501 亿元, 带动 Non-Gaap 净利润高于 Gaap 净利润 287 亿元。

图表 15: 阿里巴巴 2019-2021 财年净利润调整 (亿元)



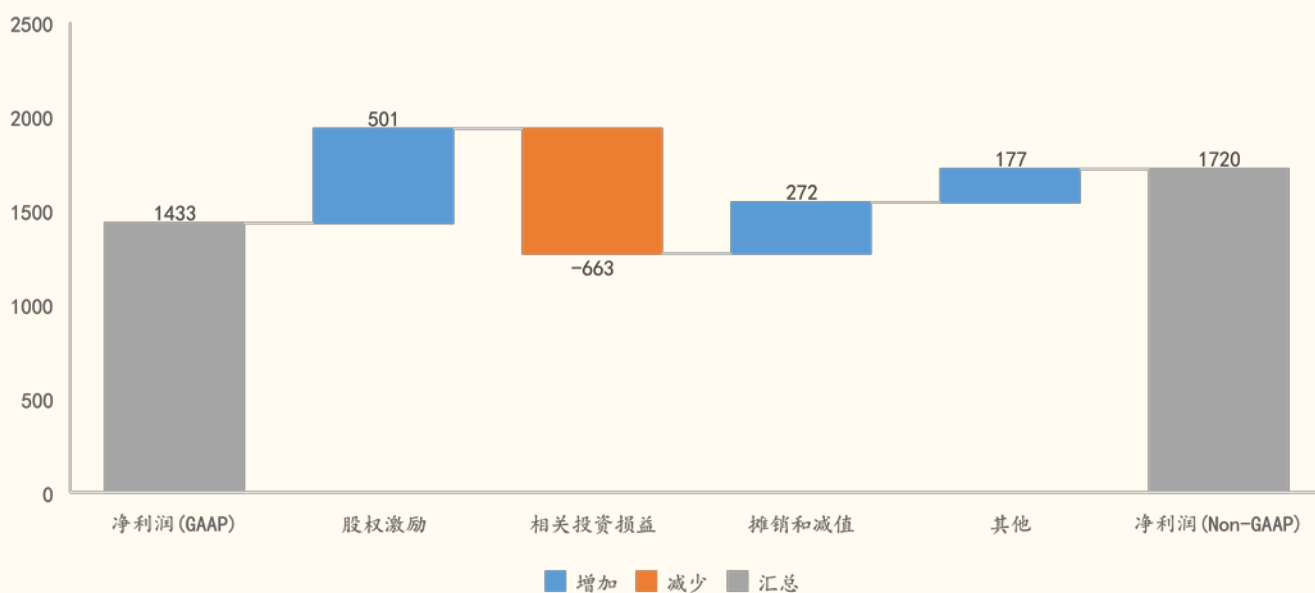
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 16: 阿里巴巴 2019-2021 财年各调整趋势 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 17: 阿里巴巴 2021 财年 Gaap&amp;Non-Gaap 净利润调整明细 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

- 阿里集团 19-21 财年投资公允价值波动上升带动投资收益调减额上升, 公司投资效益可观。根据阿里年报披露, 2020 财年投资损益调减额为 763.3 亿元, 主要原因是阿里集团取得蚂蚁集团 33% 股份所确认收益 715.6 亿元, 2021 财年调减额为 663.1 亿元, 因此剔除取得蚂蚁集团股份的影响, 21 财年该调减额大幅度上升。主要原因在于阿里健康、微博、恒生电子、阿里影业等优质公司市值上升, 阿里健康 21 财年 (截至 2021 年 3 月 31 日) 市值为 2449 亿元, 相较于 19 财年 1291 亿元, 同比上升 90%, 微博 21 财年市值为 730 亿元, 相较于 19 财年的 474 亿元同比上升 54%, 恒生电子 21 财年市值为 887 亿元, 相较于 19 财年的 705 亿元, 同比上升 26%。

图表 18: 阿里投资公司 2019-2021 财年&amp;最新市值情况 (亿元)

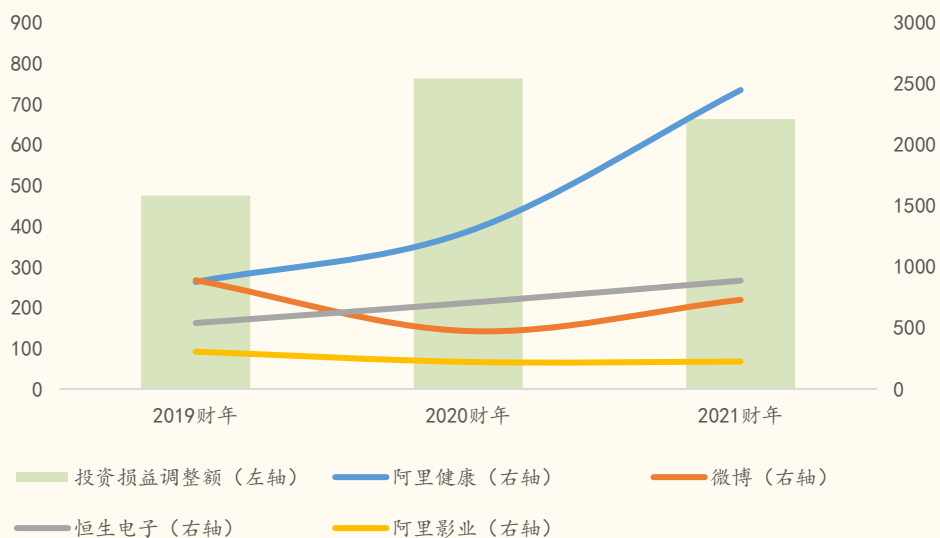
	2019-3-31	2020-3-31	2021-3-31	2021-6-15	持股比例	归属阿里市值
沪深						
恒生电子	540	705	887	946	21%	199
苏宁易购	1168	840	640	520	20%	104
分众传媒	920	648	1362	1377	5%	69
圆通速递	379	366	352	324	14%	45
申通快递	354	267	141	119	30%	36
巨人网络	446	366	291	309	5%	15
韵达股份	661	685	407	395	2%	8
港股						
阿里健康	877	1291	2449	1948	65%	1266
中通快递	0	0	1532	1717	9%	155
阿里影业	305	221	224	234	50%	117
高鑫零售	602	905	500	467	21%	98
哔哩哔哩	49	64	334	362	7%	25
美股						
小鹏汽车	0	0	1797	1978	13%	257



微博	891	474	730	698	30%	210
百世集团	131	134	47	31	33%	10

来源: wind, 国金证券研究所

图表 19: 阿里主要投资公司 2019-2021 财年市值变化 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

- 阿里巴巴 19-21 财年摊销和减值调整额处于高位, 反映公司兼收并购互联网细分赛道优质公司进而通过协同效应提升自身的行业竞争力。阿里集团于 2019 年 3 月以 10.69 亿元现金为对价增加对阿里影业持股, 从 49% 增至 51%, 将其纳入合并范围, 所产生的有限年限无形资产摊销总额 46.5 亿元, 加权平均摊销年限为 11.4 年, 将会在后续年限进行摊销, 并产生商誉 187.50 亿元, 重要的是让公司更好地为中国消费者提供高质量的娱乐体验, 在内容制作和发行方面实现更大的整合与协同效应。阿里集团在 2018 财年至 2020 财年兼并收购行业中多家公司, 如 2019 年 9 月收购考拉, 通过公司数字经济协同效应进一步提升进口服务改善中国消费者体验; 2018 年收购“饿了么”以及整合“饿了么”与“口碑”, 公司的商业平台技术、专有技术和基础设施为口碑平台上的本地商家提供支持; 2017 年 10 月收购“菜鸟网络”, 助于提升本公司数字经济体中消费者和商家的整体物流体验。

图表 20: 阿里巴巴 2018-2021 财年主要收购公司

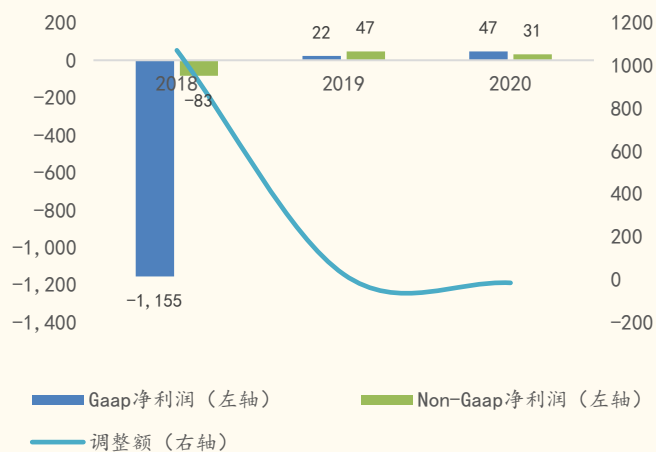
收购公司	时间	有限摊销年限的无形资产 (亿元)	加权平均摊销年限 (年)	商誉 (亿元)	战略意图
考拉	2019-9	52.62	8.5	67.8	通过公司数字经济协同效应进一步提升进口服务改善中国消费者体验
阿里影业	2019-3	46.5	11.4	187.5	为中国消费者提供高质量的娱乐体验, 在内容制作和发行实现更大的整合与协同效应
饿了么及口碑的整合	2018-12	198.2	6.3	368.2	公司的商业平台技术、专有技术和基础设施为口碑平台上的本地商家提供支持
饿了么	2018-5	250.7	5.8	345.7	推动公司在本地生活服务领域提供无缝的线上线下消费者体验的新零售战略
菜鸟网络	2017-10	147.7	14.3	324.2	助于提升本公司数字经济体中消费者和商家的整体物流体验

来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 3.3 美团: 股权激励呈提升趋势, 投资损益影响程加大趋势, 整体调整平稳

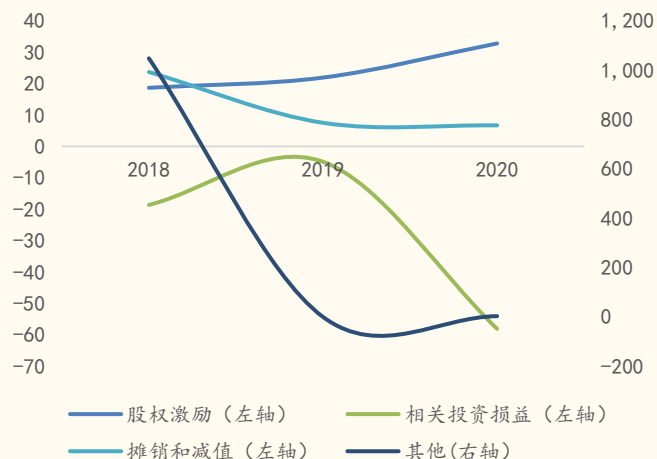
- 美团近三年利润由亏转盈，2020年 Non-GAAP 净利润 31 亿元，核心盈利能力稳定。2018 年美团 Gaap 净利润为-1155 亿元，主要为上市前发放优先股的公允价值在上市后随着美团股价的上升而迅速上升，Non-GAAP 净利润剔除该影响后为-83 亿元，美团 19、20 年净利润由亏转盈，Non-GAAP 净利润分别为 47/31 亿元，体现公司盈利能力稳定。

图表 21: 美团 2018-2020 年净利润调整 (亿元)



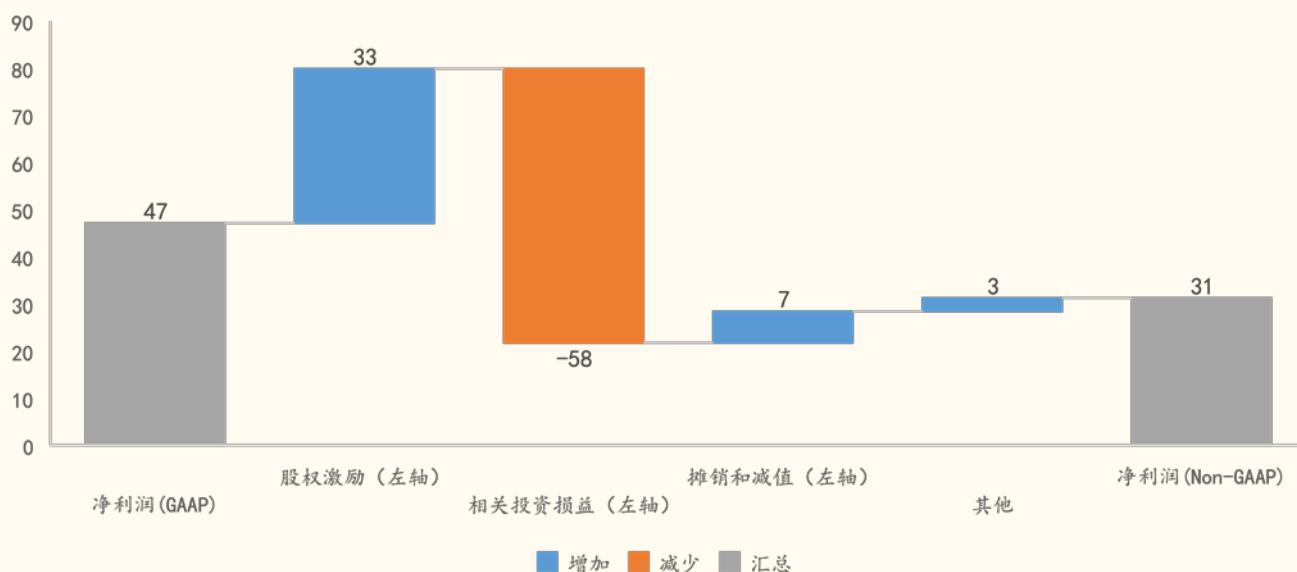
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 22: 美团 2018-2020 年各项调整趋势 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 23: 美团 2020 年 Gaap&amp;Non-GAAP 净利润调整明细 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

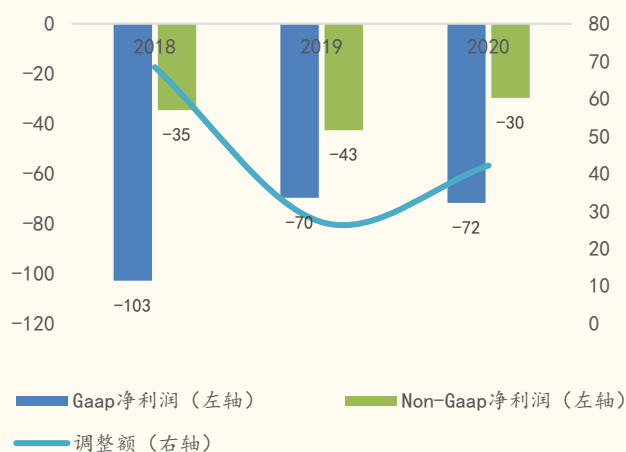
- 美团研发管理能力与投资效益实现双增长。1) 2018-2020 年股权激励费用调增额分别为 18.7/21.9/32.8 亿元，20 年同比增速 49.6%，高于 19 年的同比增速 17.5%，体现公司希望通过股权激励吸引和保留优秀人才，尤其是管理和研发人员，带动公司研发管理能力的进一步提升。2) 2020 年 Non-GAAP 净利润 31 亿元，在 Gaap 净利润 47 亿元基础上调减约 16 亿元，主要在于相关投资损益调减额由 4.9 亿元增加至 58.1 亿元，美团旗下的 Inspierd Elite 持股“理想汽车”14.5%股份，而“理想汽车”上市首日市值 881.97 亿元，2020 年底市值上升 89.5%至 1670.96 亿元。带动美团投

资效益的快速增长。

### 3.4 拼多多：股权激励费用回升带动 Non-GAAP 净亏损收窄

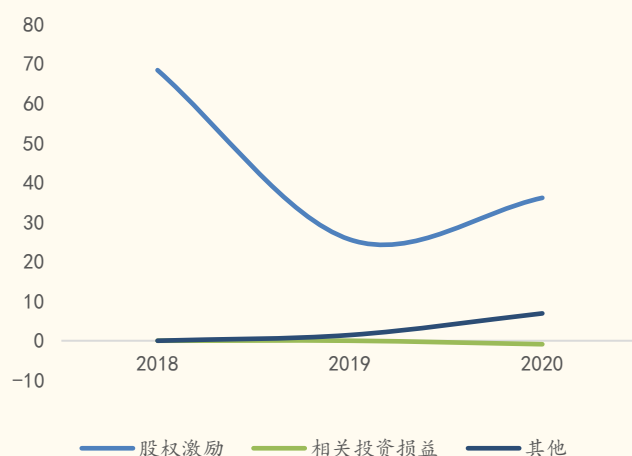
- 拼多多近三年净利润仍处于亏损状态，股权激励费用回升带动亏损收窄。公司 2018-2020 年 Gaap 净利润分别为-103/-70/-72 亿元，Non-GAAP 净利润分别为-35/-43/-30 亿元，非公认准则下，利润调增主要为股权激励费用调增，三年股权激励费用分别为 68.4/25.6/36.1 亿元，20 年该费用有所上升，体现公司关注管理能力和研发能力的提升。

图表 24：拼多多 2018-2020 年净利润调整（亿元）



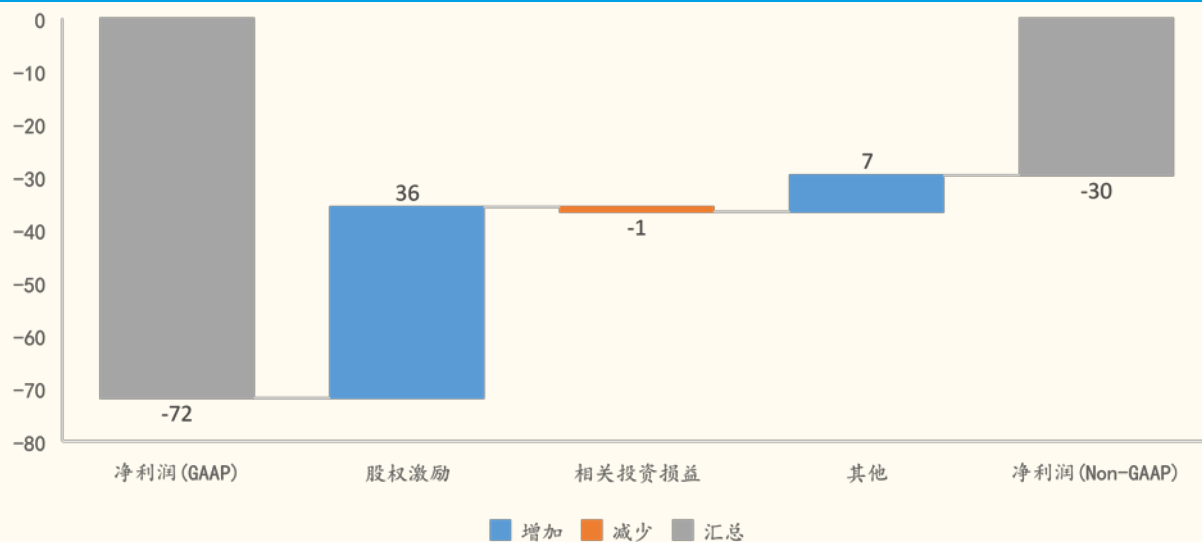
来源：Wind，国金证券研究所

图表 25：拼多多 2018-2020 年各项调整趋势（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 26：拼多多 2020 年 Gaap&Non-GAAP 净利润调整明细（亿元）



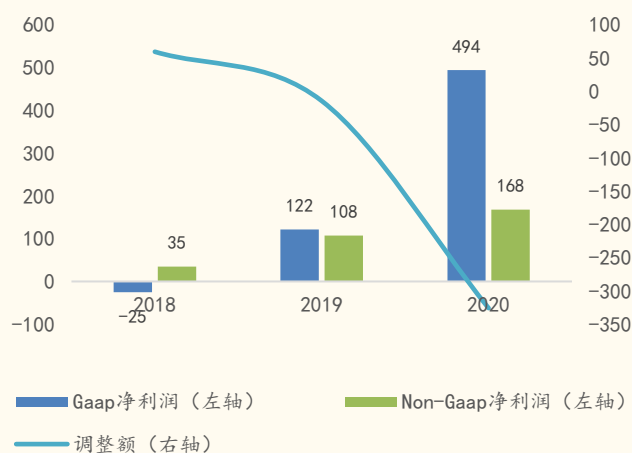
来源：Wind，国金证券研究所

### 3.5 京东：达达集团&唯品会市值上升，京东投资效益优异

- 京东近三年利润持续上升，投资效益优异。2018-2020 年 Non-GAAP 净利润分别为 35/108/168 亿元，不同准则下净利润调整额变化趋势与相关投资损益调增趋势基本一致，2020 年 Gaap 净利润 494 亿元，Non-GAAP 净利润 168 亿元，调减 326 亿元，同时投资收益调减 375 亿元，表明京东主要投资公司的公允价值大幅上升，投资效益优异。2021 年 3 月 22 日，京东以 8 亿美元认购达达新发普通股，共持有达达 51% 股份，截至 2020 年 12 月 31 日，京东集团持有达达集团 46.46% 股份，达达集团的市值从上市的

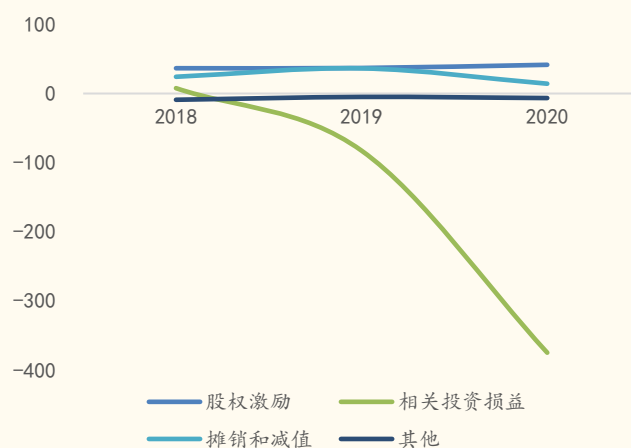
35.54 亿美元上升 142%至 2020 年底的 85.91 亿美元，京东集团享有达达集团公允价值上升的同时，有望推动双方加速拓展即时零售、即时配送和全渠道领域合作，提升零售服务质量，增强行业竞争力；截至 2020 年 12 月 31 日，京东集团持有唯品会 7.53%股份，同时，唯品会市值从 2019 年底的 95.01 亿元上升 101%至 2020 年底的 190.77 亿元。

图表 27: 京东 2018-2020 年净利润调整 (亿元)



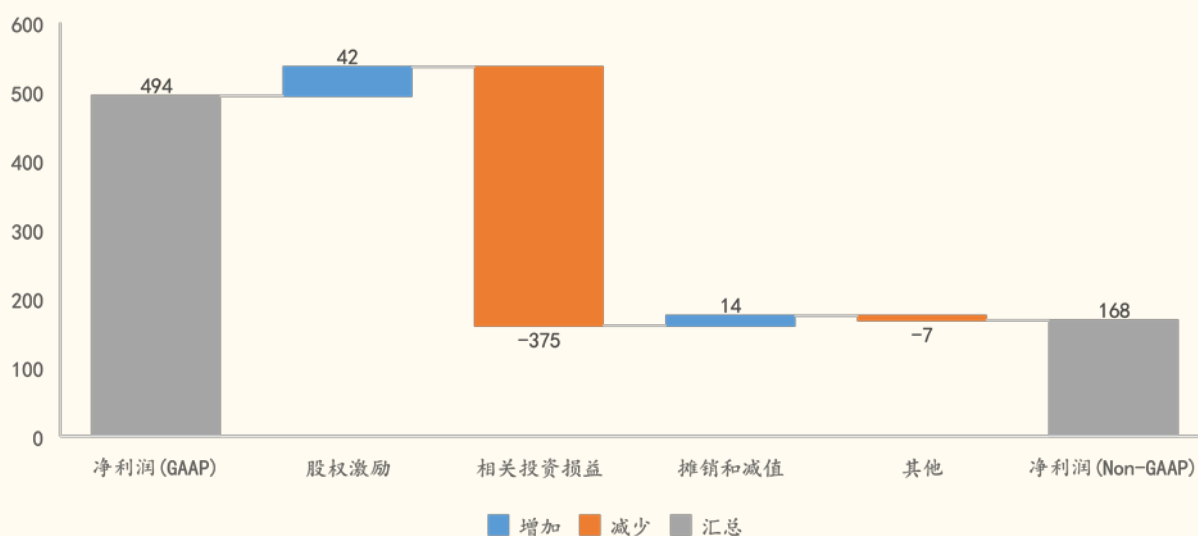
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 28: 京东 2018-2020 年各项调整趋势 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 29: 京东 2020 年 Gaap&Non-GAAP 净利润调整明细 (亿元)



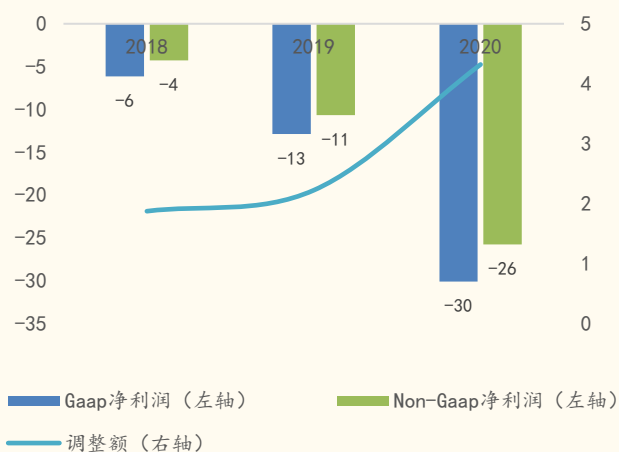
来源: Wind, 国金证券研究所

### 3.6 哔哩哔哩: 股权激励费用攀升, 未来关注管理研发能力提升

- 哔哩哔哩近三年亏损扩大, 股权激励费用攀升, 管理研发能力提升。公司 2018-2020 年 Gaap 净利润分别为 -6/-13/-30 亿元, Non-GAAP 净利润分别为 -4/-11/-26 亿元, 调整后亏损更少主要源自股权激励费用调增增加。哔哩哔哩 20 年研发费用为 15.13 亿元, 相较于 19 年的 8.94 亿元同比增长 69%, 一般行政费用为 7.76 亿元, 相较于 19 年的 5.92 亿元同比增长 65%, 而 20 年股权激励调整额 3.86 亿元, 相较于 19 年的 1.73 亿元同比增长 123%, 间接表明公司研发与管理能力提升。

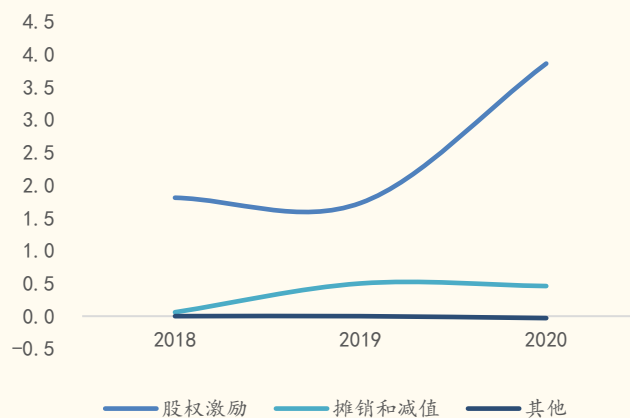


图表 30: 哔哩哔哩 2018-2020 年净利润调整 (亿元)



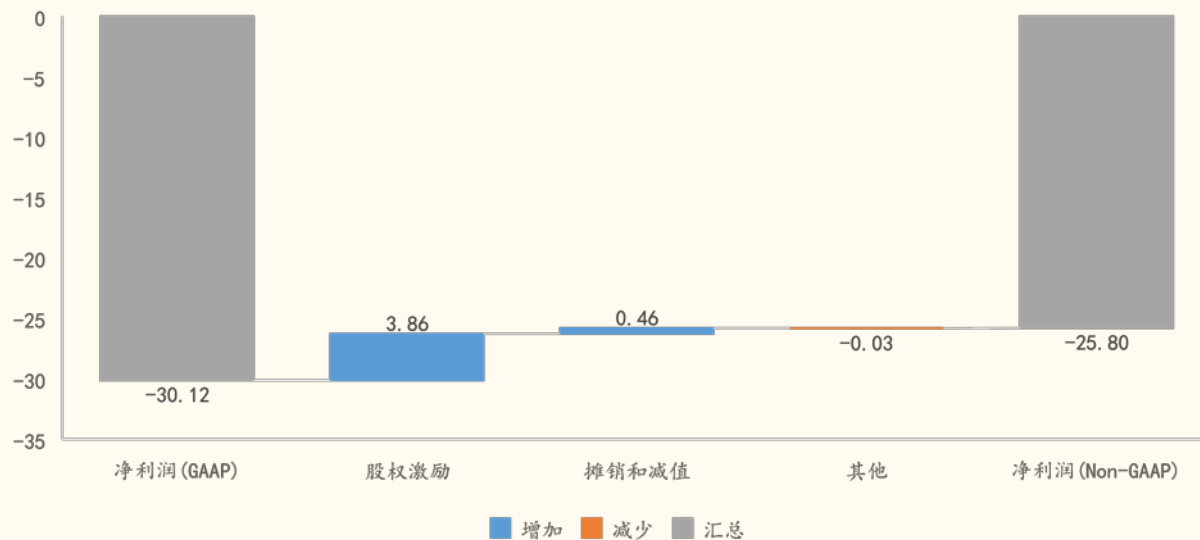
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 31: 哔哩哔哩 2018-2020 年各项调整趋势 (亿元)



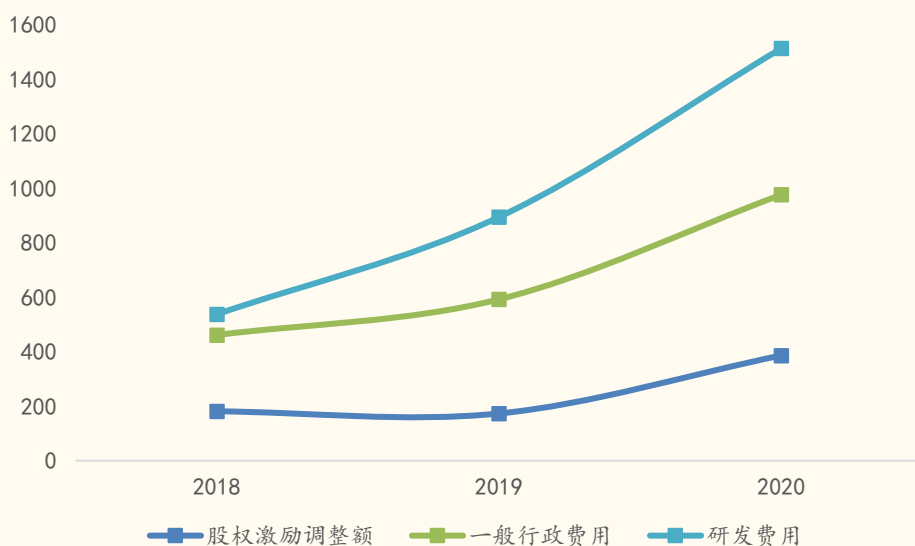
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 32: 哔哩哔哩 2020 年 Gaap&amp;Non-Gaap 净利润调整明细 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 33: 哔哩哔哩 2018-2020 年研发&amp;管理费用变化趋势 (百万元)

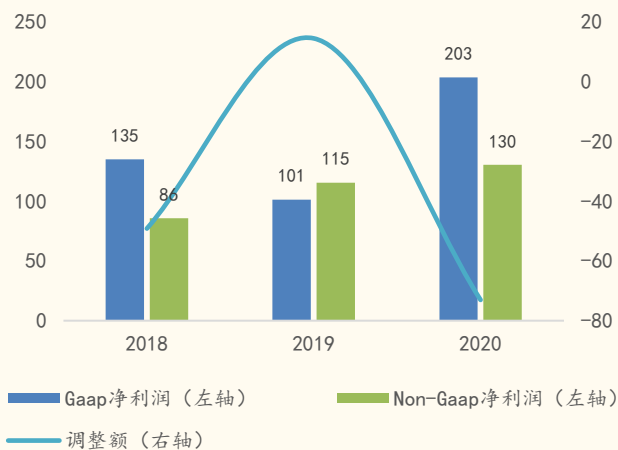


来源: Wind, 国金证券研究所

### 3.7 小米集团: 投资收益可观, Non-GAAP 净利润仍保持稳定增长

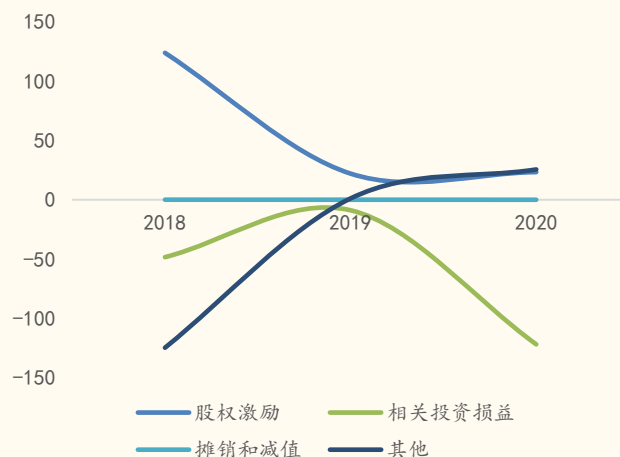
- 小米近三年 Non-GAAP 净利润保持稳定增长, 2020 年投资效益可观。公司 2018-2020 年 Gaap 净利润分别为 135/101/203 亿元, Non-GAAP 净利润分别为 86/115/130 亿元, 两者差异主要源自相关投资损益调整。18 年, 公司因优先股认股权证公允价值变动调减净利润 125 亿元, 股权激励调增 124 亿元, 投资收益调减 48 亿元, 整体调减 49 亿元。股权激励方面, 公司 19、20 年该项费用趋向稳定, 保持在 20 亿元左右。相关投资损益方面, 2020 年投资收益可观, 调减额上升至 122 亿元。

图表 34: 小米 2018-2020 年净利润调整 (亿元)



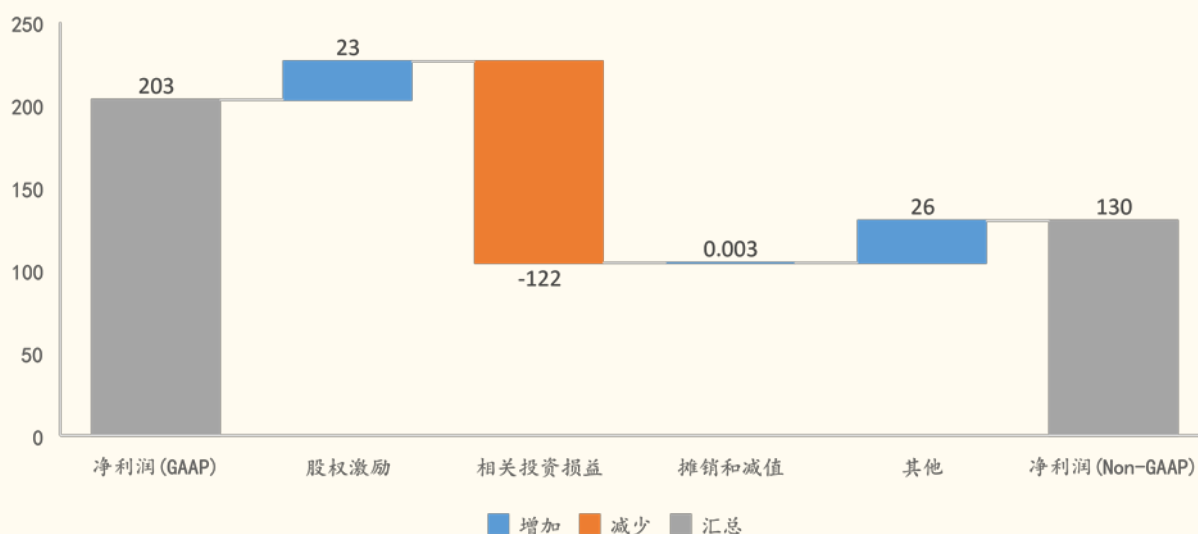
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 35: 小米 2018-2020 年各项调整趋势 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 36: 小米 2020 年 Gaap&amp;Non-Gaap 净利润调整明细 (亿元)

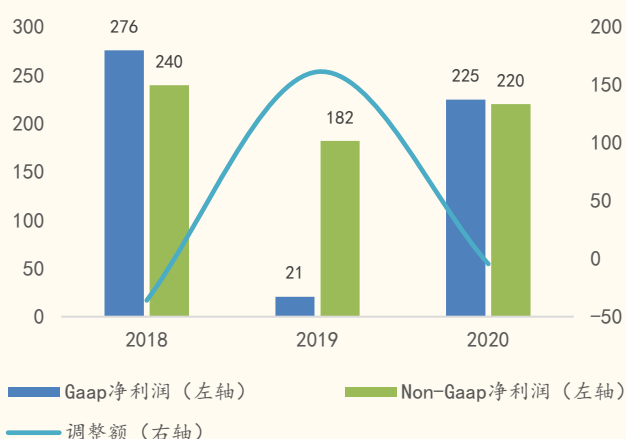


来源: Wind, 国金证券研究所

## 3.8 百度: 净利润与投资收益均有回升

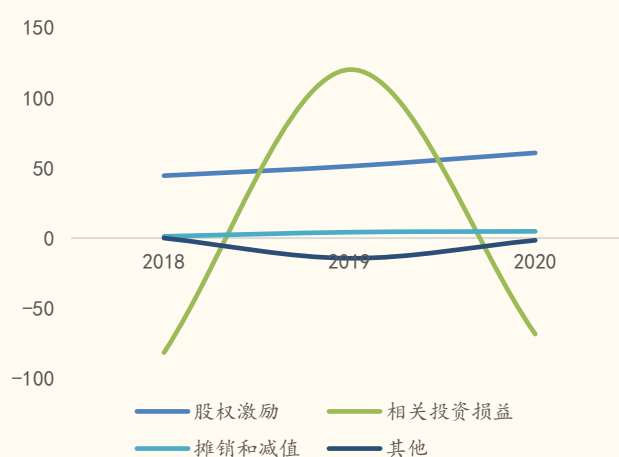
- 百度近三年净利润回升, 2020 年投资效益改善。公司 2018-2020 年 Gaap 净利润分别为 276/21/225 亿元, Non-Gaap 净利润分别为 240/182/220 亿元, 两者利润调整主要来自相关投资损益的调整, 2019Q3 确认携程网股价下降带来非现金损失 89 亿元, 2019 年 Non-Gaap 净利润因长期股权投资减值以及与权益法稀释投资相关的损失而调增 112 亿元, 2020 年投资收益改善, 因长期股权投资公允价值上升而调减 121 亿元。

图表 37: 百度 2018-2020 年净利润调整 (亿元)



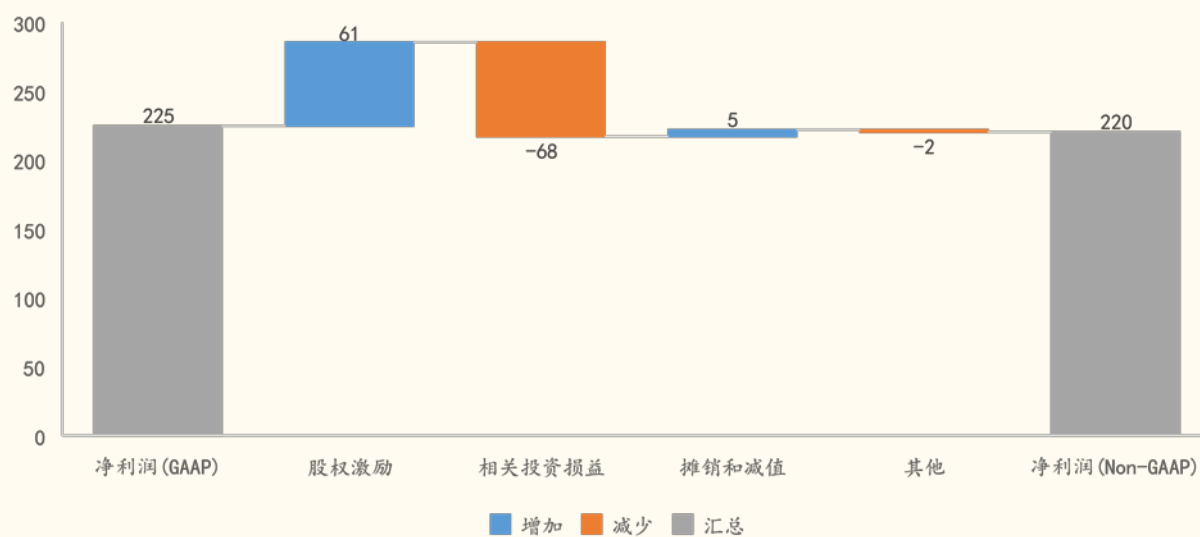
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 38: 百度 2018-2020 年各项调整趋势 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 39: 百度 2020 年 Gaap&amp;Non-Gaap 净利润调整明细 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

#### 四、风险提示

- **行业政策及监管风险:** 互联网行业监管政策不确定性会对公司的主营业务、投资并购产生一定影响。
- **公司产品或业务表现不及预期:** 互联网公司现有产品及新产品以及新业务的拓展表现不及预期会给公司业绩带来一定影响。
- **行业竞争加剧风险:** 细分赛道竞争加剧会给主要公司相关业务带来不确定性。



**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。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402