

从互联互通及监管政策变化看互联网行业

——传媒互联网行业专题报告

报告要点:

● 政策梳理：全域性监管基调延续，政策落地仍在逐步推进中

分阶段来看，已经明确的政策包括：“二选一”、“大数据杀熟”等不正当竞争行为被定义为垄断明确禁止；人社部等八部门印发《关于维护新就业形态劳动者劳动保障权益的指导意见》，保障灵活用工人员合法权益；苹果 IDFA 新政 4 月落地，开发者不再默认用户授权广告追踪；未成年人防沉迷要求升级，包括强化时长、时段限制以及落实实名制认证；《数据安全法》9 月开始施行；工信部要求互联网平台在 9 月 17 日之前按标准解除屏蔽网址链接。即将施行和仍在推进有待全面落实的政策包括：《个人信息保护法》将于 11 月开始施行；互联网企业部分业务的国家重点软件企业认定以及享有的 10% 的优惠税率存在变动可能；整治文娱行业唯流量论乱象，限制选秀类节目等，肃清行业风气；互联网金融领域监管。

● 行业变化一：互联互通松动平台生态封闭，或将利好公平竞争

工信部要求限期解除平台间的外链屏蔽，9 月 17 日腾讯发表声明，在保护数据隐私、避免过度营销的原则下放开一对一聊天场景下的外链访问。对于平台而言，吸收第三方业务有助于充实现有生态系统，进一步挖掘数据红利，提升算法和平台整体运营效率。实现互联互通为消费者增加了选择范围，提供更便利的操作。1) 对于腾讯而言，依托网络效应的社交基础具备先发优势，作为最大的流量入口有望进一步强化微信在社交领域的优势，同时或将接入更多电商平台，进一步扩大微信支付市场份额。2) 对阿里等交易电商平台，在开放外链逐步落实后，预计或将从微信渠道获得更多的流量来源，提升用户的消费时长和消费频次。3) 对于抖音等内容平台，参照快手引流效果，或将给抖音带来一定用户增量。4) 对于整个消费行业而言，腾讯开放一对一外链，私域流量池入口进一步放开，有助于品牌打通公私域流量，实现从种草到交易下单全链路闭环。

● 行业变化二：渠道变革让利开发者，内容行业回归精品创作

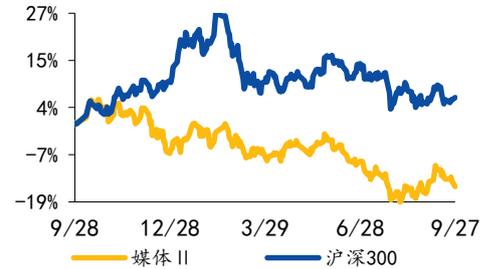
对于内容行业来说，游戏行业规范化、精品化发展仍是主线，渠道变革将有望更多让利上游开发者，而版号评分准则细化一方面强化游戏监管，另一方面有利于在开发初期给予明确指引。在国内监管趋严环境下，厂商提升自研、积极布局出海，开辟业务新增长点，长期看好优质内容研运厂商。对于文娱行业，监管从源头上根治乱象，引导文娱产业将重点回归产品制作本身，提升精品化制作能力，通过优质内容输出和创新作品形式吸引观众，从而达到产业的正向循环。

● 风险提示

宏观及政策监管风险、行业竞争加剧、业务进展不及预期。

推荐|维持

过去一年市场行情



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-游戏行业 2021 年数据跟踪第八期: 8 月手游收入同比增长 8.17%，防沉迷新规落实平台上线》
2021.09.22

《国元证券行业研究-互联网行业事件点评: 逐步落实互联互通政策，腾讯将分步实施开放外链》2021.09.20

报告作者

分析师 李典
执业证书编号 S0020516080001
电话 021-51097188-1866
邮箱 lidian@gyzq.com.cn

分析师 路璐
执业证书编号 S0020519080002
电话 021-51097188-2174
邮箱 lulu@gyzq.com.cn

目 录

1. 政策梳理：全域性监管基调延续，政策落地仍在逐步推进中.....	4
2. 行业变化一：互联互通松动平台生态封闭，或将利好公平竞争.....	7
2.1 工信部要求限期解除外链屏蔽，互联网生态封闭松动.....	7
2.2 流量红利期将结束，互联互通有望带来互利.....	8
2.2.1 小程序带动流量深耕，微信小程序具备先发优势.....	8
2.2.2 流量互通有助于品牌公私域流量打通，实现交易到流量的完整闭环.....	11
2.2.3 平台有望获得流量增量，腾讯或可扩大支付市场份额.....	12
3. 行业变化二：渠道变革让利开发者，内容行业回归精品创作.....	16
3.1 渠道分发变革让利开发者，版号审查评分准则严格细化.....	16
3.2 游戏提升自研实力加快出海，内容行业回归优质内容输出.....	18
4. 投资建议.....	19
5. 风险提示.....	19

图表目录

图 1：近期监管部门对于互联网、文娱行业规范要求及相关整改.....	5
图 2：2021.1-2021.5 中国移动互联网月活跃用户规模及增长变化趋势.....	8
图 3：互联网行业生态格局.....	9
图 4：互联网巨头系 APP/典型细分行业使用时长占比.....	9
图 5：短视频行业整体月活跃用户规模趋势.....	9
图 6：2021.5 小程序流量加持下去重活跃用户规模达到亿级以上的典型应用.....	10
图 7：小程序能力与价值.....	10
图 8：微信小程序布局上具备先发优势.....	10
图 9：全景流量月活用户规模净增 TOP10 流量占比分布.....	11
图 10：美团各渠道用户规模增长.....	11
图 11：2021 年微信私域流量营销.....	12
图 12：2021.5 主要移动购物/生活服务行业 APP 全景流量规模及占比分布.....	13
图 13：微信/QQ 分季度 MAU 变动.....	13
图 14：主要 APP 微信小程序渠道 MAU 及渗透率.....	13
图 15：2019Q1-2021Q2 阿里巴巴零售市场月活用户情况.....	14
图 16：2017-2020 阿里巴巴零售 GMV（十亿）及增速.....	14
图 17：20Q2 支付宝/财付通在第三方支付市场的占比.....	14
图 18：抖快系短视频 APP 月活用户数（万）.....	15
图 19：2021.5 视频类小程序引流 APP 效率.....	15
图 20：《原神》上架小米商城、腾讯应用宝.....	17
图 21：2021 年版号发放情况.....	17
图 22：版号审查评分维度.....	17
图 23：中国自研游戏国内市场收入.....	18

图 24: 中国自研游戏海外市场收入	18
表 1: 近期对于反垄断、数据安全、文娱行业综合综合治理的相关政策	4
表 2: 美国、欧洲加速对于数字、平台经济反垄断监管	6

1. 政策梳理：全域性监管基调延续，政策落地仍在逐步推进中

加强互联网企业全域性监管，引导行业规范发展。我国互联网发展 20 余年，部分企业利用垄断、虚假信息、窃取用户隐私等不当方式收割红利，带来负面作用，20 年底，中央经济工作会议奠定监管基调，强化对互联网行业野蛮生长的管控，核心内容是防止资本和互联网巨头走向垄断与无序扩张。政策部署要围绕完善平台企业垄断认定、数据收集使用管理以及消费者权益保护等三方面制定，兼顾资本方、消费者以及行业竞争对手的利益。此外，对于文娱行业要加强综合治理和内容规范，反对“唯流量论”、加强未成年人保护，引导内容型公司回归优质内容创作。

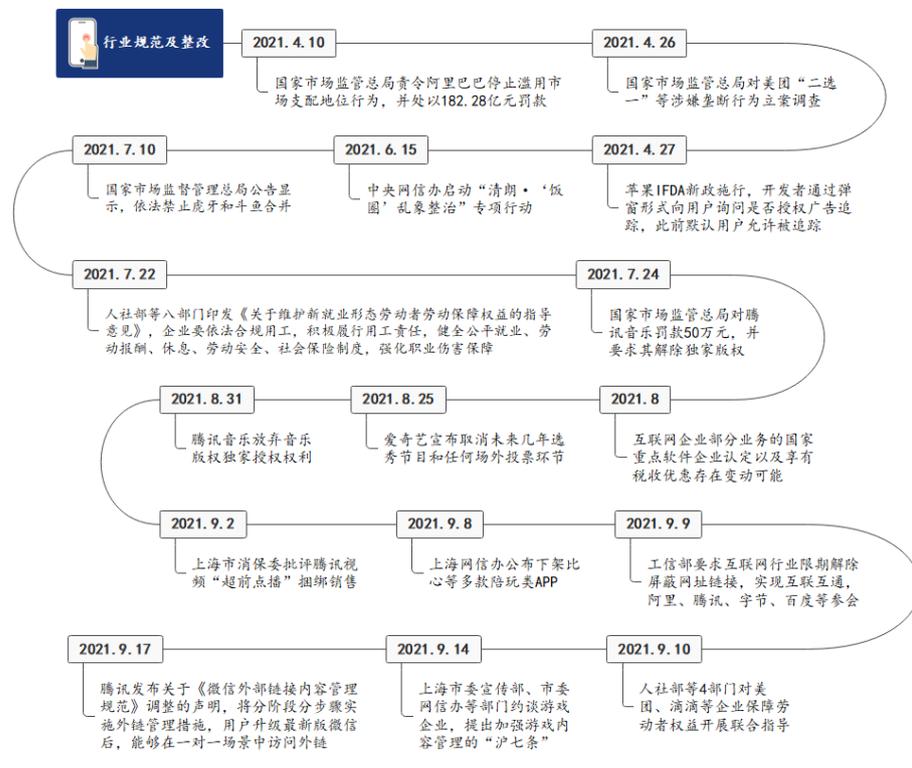
表 1：近期对于反垄断、数据安全、文娱行业综合综合治理的相关政策

适用领域	时间	文件	内容
反垄断	2020.1.2	《〈反垄断法〉修订草案（公开征求意见稿）》	作为新业态的互联网被纳入，新增了互联网经营者市场支配地位认定的相关规定。拟新增认定互联网领域经营者具有市场支配地位还应当考虑网络效应、规模经济、锁定效应、掌握和处理相关数据的能力等因素。
	2020.11.10	《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》	对不公平价格行为、限定交易（二选一）、大数据杀熟、不合理搭售等明确界定，重点强调禁止利用市场支配地位、打压竞争者、阻碍创新、损害消费者利益等。
	2021.8.7	《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》	对平台经济开展反垄断监管应当坚持保护市场公平竞争、依法科学高效监管、激发创新创造活力、维护各方合法利益的原则。
	2021.8.17	《禁止网络不正当竞争行为规定（征求意见稿）》	订立网络竞争行为一般规范，保证各类营销行为的真实性；利用技术手段实施妨碍干扰及其他方式的不正当竞争，“二选一”、“大数据杀熟”、流量劫持、强制外链等跳转等不正当竞争行为被明确禁止。
数据安全	2021.6.19	《中华人民共和国数据安全法》	确立了数据分类分级管理，数据安全风险评估、监测预警、应急处置，数据安全审查等基本制度，明确相关主体的数据安全保护义务。
	2021.8.17	《关键信息基础设施安全保护条例》	阐明了关键信息基础设施的范围、运营者应履行的职责，并对未能依法依规履行职责等情况明确了处罚、处分、追究刑事责任等处理措施。
	2021.7.10	《网络安全审查办法（修订草案征求意见稿）》	规定掌握超过 100 万用户个人信息的运营者赴国外上市，必须向网络安全审查办公室申报网络安全审查。
	2021.8.20	《中华人民共和国个人信息保护法》	明确了个人信息收集和处理过程中的原则，同时对违反规定所承担的法律义务做出了详细界定，如警告、罚款、暂停或终止服务等。
文娱行业	2021.8.30	《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》	所有网络游戏企业仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日 20 时至 21 时向未成年人提供 1 小时网络游戏服务；严格落实网络游戏用户账号实名注册和登录要求。
	2021.9.2	《国家广电总局关于进一步加强文艺节目及其人员管理的通知》	加强文娱行业管理，从严整治艺人违法失德、“饭圈”乱象；反对唯流量论，不得播出明星子女参加的综艺娱乐及真人秀节目，选秀类节目要严格控制投票环节设置；抵制高价片酬，严肃惩戒片酬违规、“阴阳合同”、偷逃税行为；加强从业人员管理和行业自律等。
	2021.9.14	《关于加强网络文明建设的意见》	加强网络空间思想引领、文化培育、道德建设、行为规范、生态治理以及文明创建。

资料来源：国家市场监督管理总局，国家互联网信息办公室，工信部，国家广电总局，国元证券研究所

在监管精神明确传达下，相关政策法规目前仍处于逐步落地过程中。分阶段来看，已经明确的政策包括：1)“二选一”、“大数据杀熟”等不正当竞争行为被定义为垄断明确禁止，2021年4月分别对阿里巴巴、美团“二选一”等涉嫌垄断行为处以182.28亿罚款以及立案调查；2)人社部等八部门印发《关于维护新业态劳动者劳动保障权益的指导意见》，并对美团、饿了么、滴滴等10家头部平台企业开展联合行政指导，保障灵活用工人员合法权益；3)苹果IDFA新政4月落地，开发者不再默认用户授权广告追踪；4)未成年人防沉迷要求升级，包括强化时长、时段限制以及落实实名制认证；5)《数据安全法》9月开始施行；6)工信部要求互联网平台在9月17日之前按标准解除屏蔽网址链接。即将施行和仍在推进有待全面落实的政策包括：1)《个人信息保护法》将于11月开始施行；2)互联网企业部分业务的国家重点软件企业认定以及享有的10%的优惠税率存在变动可能；3)整治文娱行业唯流量论乱象，限制选秀类节目等，肃清行业风气；4)互联网金融领域监管。

图 1：近期监管部门对于互联网、文娱行业规范要求及相关整改



资料来源：网信办，国家市场监督管理总局，国元证券研究所

全球加速数字、平台经济反垄断立法以及对互联网巨头企业的调查。全球数字经济蓬勃发展背景下，针对新业态发展，国际国内均加速针对互联网行业的反垄断立法，强化科技平台监管。2020年底至今全球多家科技巨头受到到反垄断调查。2020年10月，美国众议院颁布《数字化市场竞争状况调查报告》，当月司法部对谷歌提起反垄断诉讼，指控其在搜索引擎和线上广告领域妨碍竞争。此后，Facebook、亚马逊、苹果等互联网企业陆续在美国、欧洲乃至全球范围内受到反垄断指控。

表 2：美国、欧洲加速对于数字、平台经济反垄断监管

时间	事件
2020. 10. 6	美国众议院颁布《数字化市场竞争状况调查报告》
2020. 10. 20	美国司法部对谷歌提起反垄断诉讼，指控其在搜索引擎和线上广告领域妨碍竞争
2020. 12. 9	美国联邦贸易委员会和 48 州及地区对 Facebook 提起反垄断诉讼
2020. 12. 15	欧盟委员会颁布《数字服务法》、《数字市场法》
2021. 5. 25	美国华盛顿哥伦比亚特区对亚马逊发起反垄断诉讼
2021H1	欧盟对谷歌、苹果、Facebook、亚马逊开展反垄断调查

资料来源：Mob 研究院，国元证券研究所

2. 行业变化一：互联互通松动平台生态封闭，或将利好公平竞争

2.1 工信部要求限期解除外链屏蔽，互联网生态封闭松动

腾讯与阿里之间的生态封闭始于 2013 年，阿里入股新浪微博加大淘宝营销力度，同年 7 月微信开始关闭多个营销账号，阿里则屏蔽微信淘宝客类营销应用数据接口，同年 11 月手淘正式关闭微信外链通道，用户无法直接跳转商品或店铺链接，并扩展到阿里系其他产品，微信内部分链接只能以文字粘贴和规避屏蔽词的方式发出。在支付方式上，2014 年微信推出线上红包带动微信支付快速崛起，而支付宝红包不能直接分享至微信，部分淘系产品也不能采用微信支付。但同时仍有部分开放，例如在微信小程序中有部分阿里旗下产品，包括生活服务类的饿了么、淘票票、飞猪旅行、十荟团等。此外，盒马集市已经在 4 月中旬出现在微信小程序中，并且可使用微信支付。淘特、闲鱼也向微信提交了小程序申请。后期的互联互通内容可能包括淘宝和天猫引入微信支付，腾讯可能允许阿里的电商信息在微信分享，或允许微信用户通过小程序使用阿里的服务。

腾讯与字节之间生态封闭则始于 2018 年，头条号不能够在文章或视频内插入二维码，字节系下短视频不能直接分享外链到微信。2021 年 1 月 19 日，抖音 APP 内上线抖音支付，2 月 1 日抖音站内信要求用户删除个人主页资料中所有的包含微信 QQ 等所有站外联系方式，禁止站外倒流。6 月 4 日字节跳动发布公告称，过去三年腾讯共封禁旗下抖音、西瓜视频、火山小视频、飞书、多闪和飞聊等 6 款产品，波及超过 10 亿用户，每天超过 4900 万人次主动分享抖音至微信、QQ 时受阻。

工信部要求限期解除平台间网址屏蔽，微信初步开放一对一外链。7 月 26 日工信部在前期 APP 专项整治基础上开展专项整治行动，重点包括整治恶意屏蔽网址链接和干扰其他企业产品或服务运行等问题。9 月 9 日下午，工信部等部门召开“屏蔽网址链接问题行政指导会”，提出关于即时通信软件的合规标准，要求各平台在 9 月 17 日需前按标准解除屏蔽，内容包括：(1) 具有外部网址链接访问功能的即时通信软件，对于用户分享的同种类型产品及服务的网址链接，展示和访问形式应保持一致；(2) 用户在即时通信中发送和接收合法网址链接，点击链接后，在应用内以页面的形式直接打开；(3) 不能对特定的产品或服务网址链接附加额外的操作步骤，不能要求用户手动复制链接后转至第三方浏览器打开。

2021 年 9 月 17 日，腾讯发布关于《微信外部链接内容管理规范》调整的声明。针对工信部对外链管理提出的专项指导意见，微信将落实“以安全为底线”的互联互通，基于遵守相关法规、保护数据隐私、避免过度营销、以用户为本的原则下，将分阶段分步骤实施外链管理措施，第一阶段将于 9 月 17 日起开始执行，具体内容包含：(1) 在确保信息安全的前提下，用户升级最新版本微信后，可以在一对一聊天场景中访问外部链接；(2) 为用户提供自主选择权。群链接因涉及广大接收方用户，将继续开发功能便于用户自主个性化选择。(3) 设立外链投诉入口，用户可以举报违法违规外链。平台将按照相应规则处理，并对外链提供平台的管理有效性设立信用分级。在 9 月 17 日之后，QQ 上的淘宝、抖音链接已经可以直接跳转。对于平台而言，吸收第三

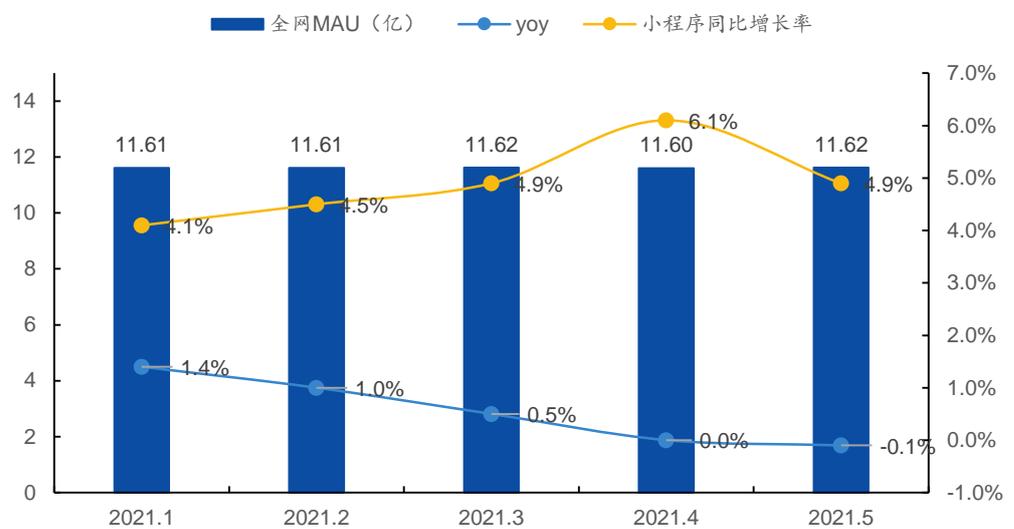
方业务有助于充实现有生态系统，进一步挖掘数据红利，提升算法和平台整体运营效率。同时，实现互联互通为消费者增加了选择范围，提供更便利的操作。

2.2 流量红利期将结束，互联互通有望带来互利

2.2.1 小程序带动流量深耕，微信小程序具备先发优势

移动端流量增量减缓，红利期即将结束。移动互联网用户规模 2021 年以来保持在近 11.6 亿，5 月同比增速首次出现负增长。移动端用户流量增量开始衰退，红利期即将结束。根据 QuestMobile 数据显示，2021 年 6 月中国移动互联网用户规模达 11.64 亿，同比净增 962 万，但较 2020 年 6 月同比净增 1761 万，有所放缓。

图 2：2021.1-2021.5 中国移动互联网月活跃用户规模及增长变化趋势

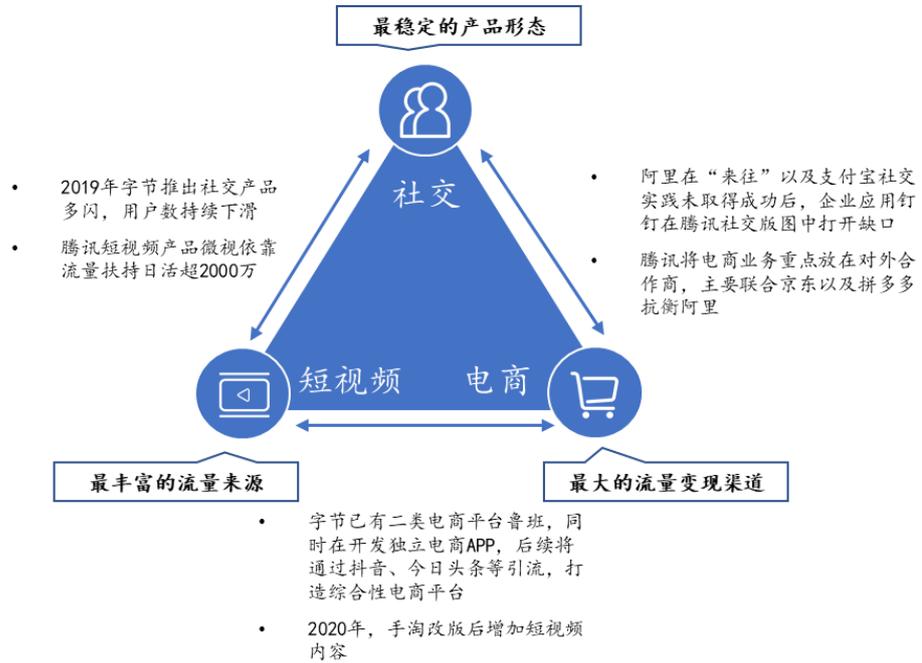


资料来源：Questmobile，国元证券研究所

注：小程序同比增长率为微信、阿里、百度智能小程序加总去重后的月活跃用户规模与去年同期相比较的增长率

存量博弈加剧，社交是最稳定的产品形态。社交、短视频、电商是瓜分流量的几大主要渠道，移动社交、移动视频、移动购物成为最主要使用的应用类型，活跃渗透率均在 90% 以上，使用次数远高于其他行业，其中社交凭借强网络效应是最稳定的产品形态。超级 APP 微信、支付宝、QQ、手淘、抖音等通过小程序布局全景生态，并利用自身流量优势赋能生态内产品或增加变现。存量博弈市场中，以抖音、快手为代表的短视频平台自 2017 年起迅速崛起，活跃用户数呈指数上升，2021 年 8 月抖音、快手的 MAU 分别为 6.7 亿、4.3 亿。

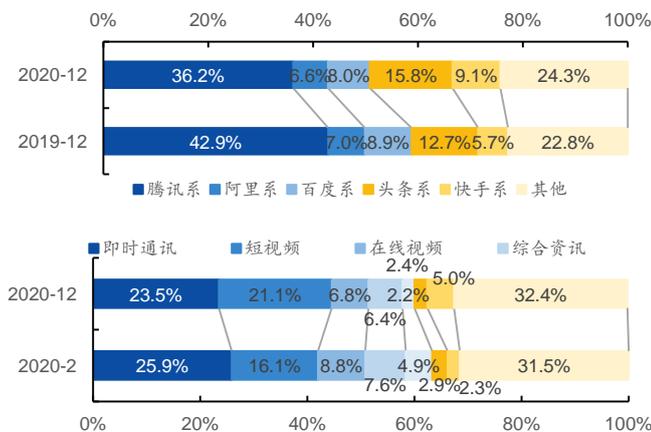
图 3：互联网行业生态格局



资料来源：Mob 研究院，国元证券研究所

“抖快系”短视频爆发成为一级流量入口，带动电商、游戏等次级流量变现。互联网巨头加剧对用户时长的争夺，头条系、快手系通过“短视频+直播”产品形态抢占效果明显，阿里系保持平稳，腾讯及百度系有所下滑。随着短视频内容供给愈加丰富及平台生态的不断完善，用户活跃渗透率已接近八成，短视频保持稳步增长态势，字节及快手系多产品占据头部阵营，极速版进一步拉动增长。同时，随着短视频生态日趋成熟，各平台的其他产品也在逐渐将短视频打造成核心业务形态之一，短视频功能逐渐泛化，带动电商、游戏等次级流量变现。

图 4：互联网巨头系 APP/典型细分行业使用时长占比



资料来源：Questmobile，国元证券研究所

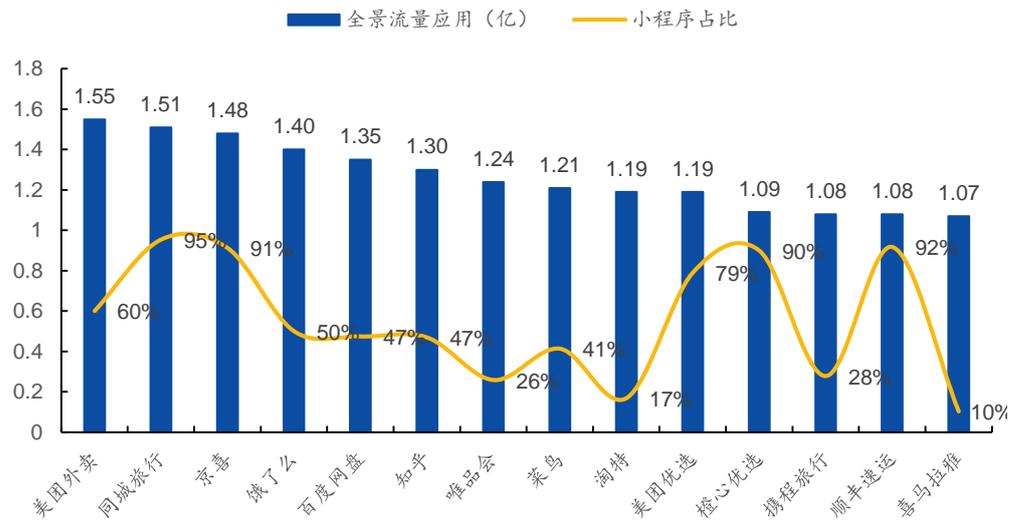
图 5：短视频行业整体月活跃用户规模趋势



资料来源：Questmobile，国元证券研究所

头部企业对流量深耕以及拓展渠道布局，小程序成为重要的流量入口。小程序便于开发并可以在平台快速分享，并且集合多种商业化能力，联通用户生活中多个消费场景需求，因此成为低门槛转型数字化的重要工具。根据 Questmobile 数据，通过小程序流量加持下月活用户达到过亿级别以上的前十位典型应用中，多数都已经上线微信小程序，并带来良好的增量效果。

图 6：2021.5 小程序流量加持下月活跃用户规模达到亿级以上的典型应用

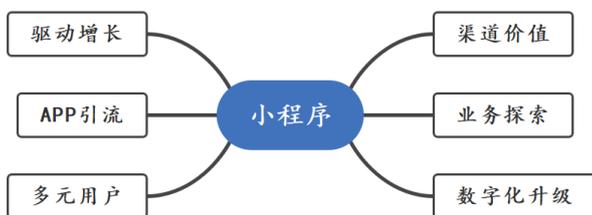


资料来源：Questmobile，国元证券研究所

注：全景流量应用为 App 和其关联的多个小程序的总体

保持增长的头部应用中，小程序展现出渠道价值优势，对于本地生活、购物及出行领域，小程序已成为重要的流量渠道，在实现更多元用户群体覆盖的同时，也为主 APP 带来新的流量支撑，驱动应用整体增长。同时，小程序也成为品牌商进行私域流量运营的重要工具，通过更低的开放成本和更高效的运营效率带动商业数字化升级。头部互联网公司也纷纷布局小程序平台，基于自身功能优势吸引行业应用的同时也在反哺其生态体系。

图 7：小程序能力与价值



资料来源：Questmobile，国元证券研究所

图 8：微信小程序布局上具备先发优势

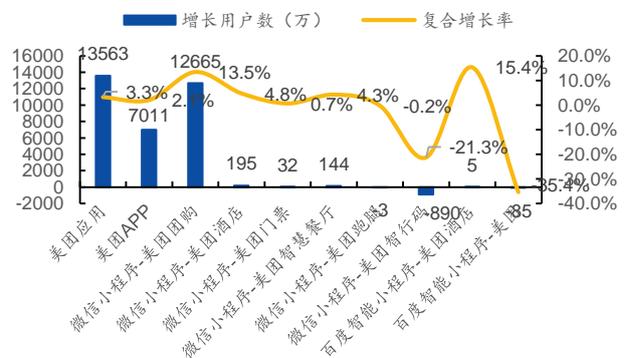
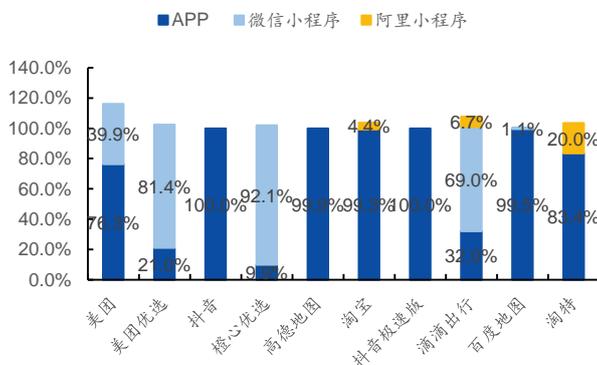


资料来源：Questmobile，国元证券研究所

微信小程序凭借社交流量具备先发优势，作为公域流量池能够普惠接入小程序的应用。BAT 平台小程序布局来看，阿里小程序赋能消费与金融场景，百度小程序以搜索、信息流和 AI 实现精准分发，微信小程序以娱乐、生活服务为主。BAT 是最早布局小程序的互联网企业，其庞大的应用规模已经构成新的流量生态领域，作为公域流量池，普惠各大小程序的同时也在产生虹吸效应，虽然月活跃用户规模在亿量级，用户数量依然在保持一定程度的增长。2021 年根据腾讯公开课公布，20 年微信小程序 DAU 超过 4 亿，全年交易额同比增长超 100%，人均使用小程序个数同比增长 25%，小程序人均交易金额提升 67%。从数量来看，微信小程序数量达到 300 万+，阿里小程序数量达到 200 万+，百度智能小程序数量达到 40 万+。以美团为例，2020 年 5 月至 2021 年 5 月，美团应用整体用户增长主要来自于微信小程序渠道，达到 12665 万人，复合增长率达到 13.5%，引流效果明显。

图 9：全景流量月活用户规模净增 TOP10 流量占比分布

图 10：美团各渠道用户规模增长



资料来源：Questmobile，国元证券研究所 注：时间为 2021.5

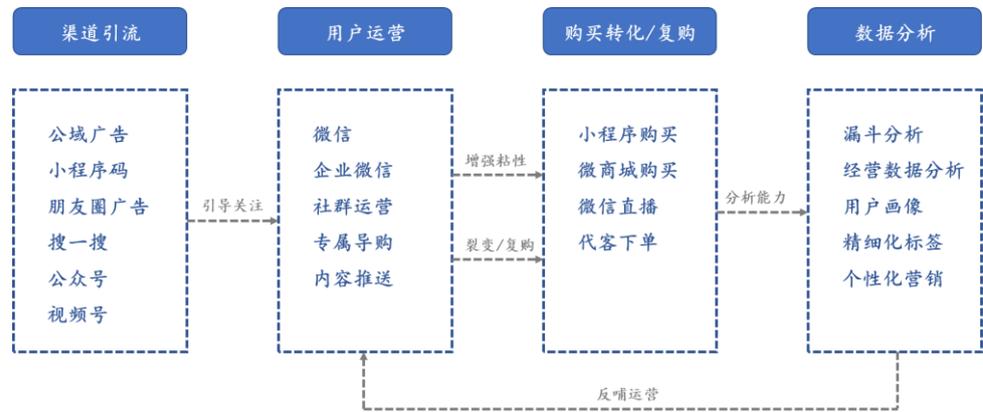
资料来源：Questmobile，国元证券研究所 注：时间为 2020.5-2021.5

2.2.2 流量互通有助于品牌公私域流量打通，实现交易到流量的完整闭环

腾讯开放一对一外链，私域流量池入口进一步放开，电商平台有望打通公私域流量，实现从种草到交易下单全链路闭环。私域流量兴起，品牌方对于流量把控和精细化运营提出了更高的诉求，公域平台的私域流量不仅可以帮助品牌主进行精细化营销，又能够沉淀为公域平台资产，从而实现共赢，而微信作为社交平台天然具有私域流量营销优势，能够实现对于用户的随时反复触达。例如，拼多多、京喜等电商以及瑞幸等品牌基于微信流量通过发放物质奖励鼓励用户进行社交传播，实现用户裂变增长并积累私域流量进行转化完成交易闭环。

用户端来看，可以通过小程序码、朋友圈广告、搜一搜、公众号、视频号的方式将用户引流到品牌私域，再进行社群运营以及定期推送内容增强用户粘性，最后通过小程序、微店以及直播等方式实现购买转化从而完成交易闭环。品牌端来看，企业可以借助企业微信在信息安全、工具组件以及管理协同优势运营和管理用户，并通过用户行为数据分析反哺优化运营流程，双向赋能品牌主与用户。微信号、微信群以及公众号是微信主要的流量池，目前腾讯放开一对一外链，有望为淘宝、抖音进一步打开新的私域流量入口。

图 11：2021 年微信私域流量营销



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

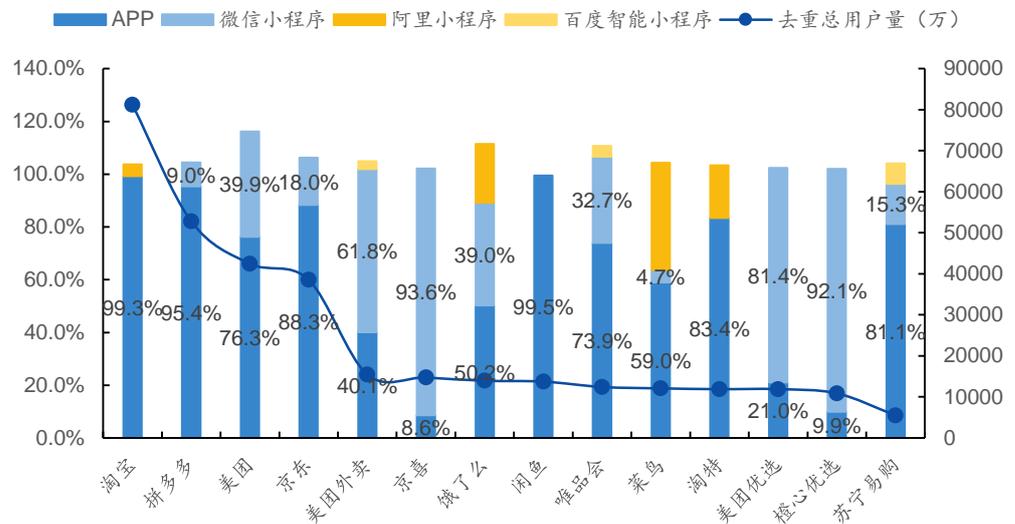
2.2.3 平台有望获得流量增量，腾讯或可扩大支付市场份额

从生态特点来看，腾讯依托社交的基本盘构成主要流量来源。2021Q2，微信和 QQ 的 MAU 分别达到 12.51 和 5.91 亿，积累了庞大的社交流量池，同时强网络效应带来用户高留存率。腾讯依托优质社交流量逐步拓展游戏娱乐、生活服务等内容向领域，强化变现途径。

阿里巴巴核心流量来自于电商交易平台。淘宝/天猫以及支付宝贡献阿里主要的用户基数，但相较于社交流量来说交易类用户的时长和用户粘性较低。阿里基于电商和支付体系的高覆盖率的基础上扩展内容娱乐、本地生活以及 2B 端等业务的布局，提升用户留存。

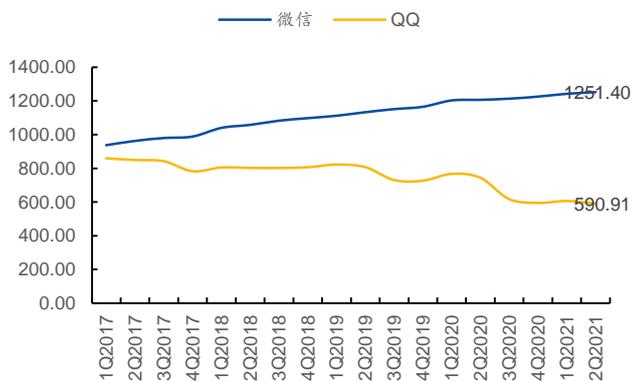
腾讯生态如果进一步放开对于阿里系产品的限制，有望为阿里生态提供更多用户增量，提升用户的消费时长和消费频次。从 2021 年 5 月主要互联网移动购物/生活服务行业 APP 的全景流量分布类比来看，头部 APP 里微信小程序渠道占比中，拼多多占比达到 9%，美团达到 39.9%，京东达到 18%，京喜作为京东旗下特价购物平台，占比达到 93.6%，而阿里系接入小程序的饿了么占比则达到 39%，小程序占比可观。

图 12: 2021.5 主要移动购物/生活服务行业 APP 全景流量规模及占比分布



资料来源: Questmobile, 国元证券研究所

图 13: 微信/QQ 分季度 MAU 变动



资料来源: 公司财报, 国元证券研究所

图 14: 主要 APP 微信小程序渠道 MAU 及渗透率

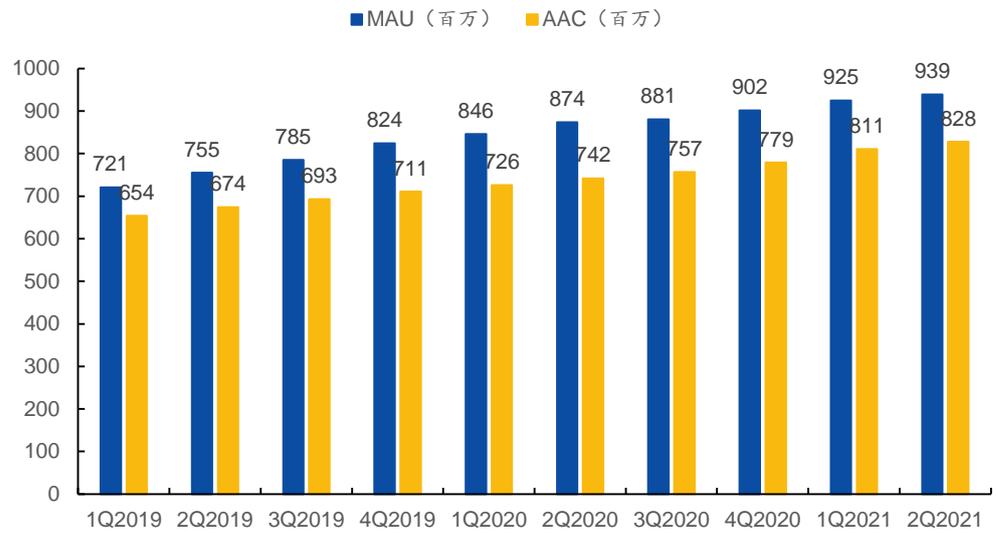


资料来源: 公司财报, Questmobile, 国元证券研究所

注: 微信月活数以腾讯 21Q2 财报公布数据计算

根据阿里巴巴 2021Q2 财报披露数据显示, 中国零售市场年度活跃消费者 (AAC) 达到 8.28 亿, 其中淘特贡献新增量 1000 万。中国零售市场月活用户 (MAU) 达到 9.39 亿, 环比增加 1400 万。对比微信小程序渠道对美团、京东以及饿了么 5% 以上的用户渗透率来看, 逐步放开微信生态或将有助于为阿里生态引入黏性更高的用户流量。而阿里的流量更多偏向于交易购物目的, 对于腾讯生态的引流效果有限。

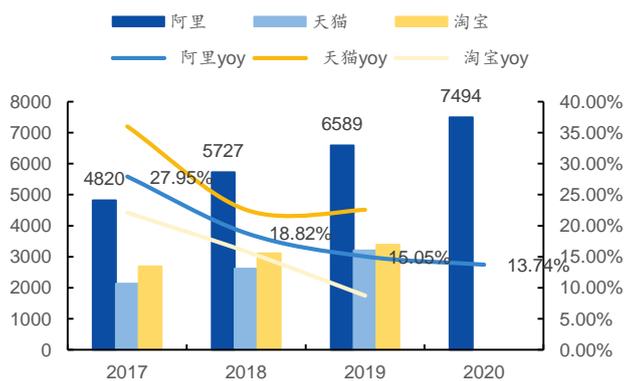
图 15: 2019Q1-2021Q2 阿里巴巴零售市场月活用户情况



资料来源: 公司财报, 国元证券研究所

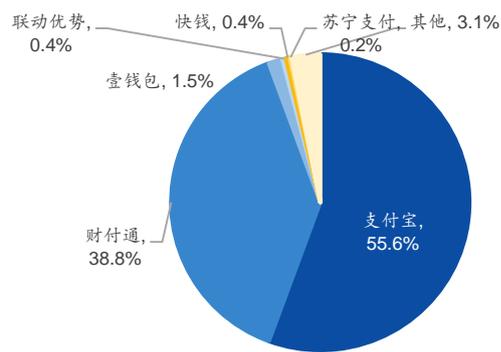
淘系产品后续放开微信支付, 或将进一步提升微信在第三方支付市场中的份额。根据财报披露, 2020 年阿里电商 (淘宝+天猫) GMV 总额已经达到 7.5 万亿, 同比增长 13.74%。从第三方支付市占率情况来看, 根据艾瑞咨询数据, 2020Q2 国第三方支付移动支付交易规模中, 支付宝和财付通分列一、二位, 占比分别达到 55.6% 和 38.8%, 合计占比超过九成, 其中支付宝市场份额占优。如果淘系产品能够进一步引入微信支付, 财付通有望从阿里系的交易规模中获得一定增量。但同时, 考虑到阿里体系内购物、支付已经形成自有的生态闭环, 多引入微信支付的体验和功能重合度较高, 实际用户切换支付方式的效果仍具有不确定性。

图 16: 2017-2020 阿里巴巴零售 GMV (十亿) 及增速



资料来源: 公司财报, 国元证券研究所

图 17: 20Q2 支付宝/财付通在第三方支付市场的占比



资料来源: 艾瑞咨询, 国元证券研究所

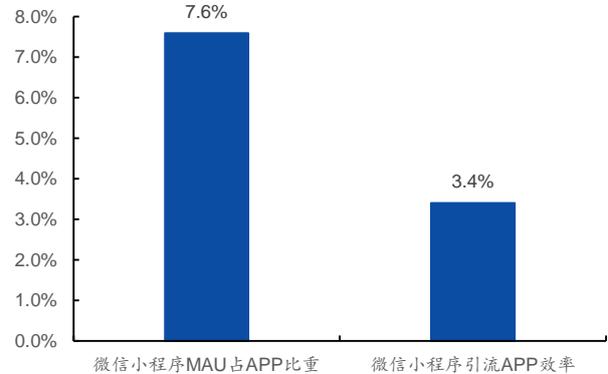
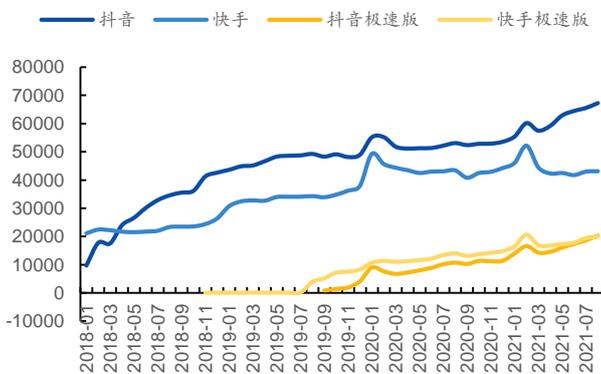
头条系产品通过迎合碎片化娱乐需求的短视频+精准算法推送迅速崛起为新的流量入口。头条系最早通过资讯类 APP 今日头条以及算法推送抓住流量红利, 并在此基础上推出头条号, 并加大扶持创作者力度扩大内容源, 之后通过碎片化娱乐方式短视

频迅速崛起，同时加快出海业务，进一步扩大流量池的积累。在流量基础上，头条产品开始加快变现，一方面将原先各个垂类频道分离出新的 APP，如番茄小说、懂车帝，并通过投资和并购的方式拓展业务领域。另一方面加大对于游戏、电商等业务的投入，完善生态矩阵。

腾讯系与字节系开放生态互通，或将给抖音带来一定用户增量，同时腾讯能够利用短视频用户标签强化效果广告的投放。类比微信小程序对于短视频 APP 快手引流情况来看，2021 年 5 月快手微信小程序 MAU 占 APP 的 MAU 比值为 7.6%，引流效率为 3.4%，具有一定引流效果。同时，生态开放也有望进一步优化腾讯中重度游戏效果广告投放，目前腾讯旗下部分游戏尚不能在抖音大规模投放买量广告，而字节生态能够为腾讯提供不同标签类型的目标用户。

图 18：抖快系短视频 APP 月活用户数（万）

图 19：2021.5 视频类小程序引流 APP 效率



资料来源：Questmobile，国元证券研究所

资料来源：Questmobile，国元证券研究所

注：微信小程序引流 APP 效率=当月小程序与 APP 新用户重合用户数/小程序活跃用户数

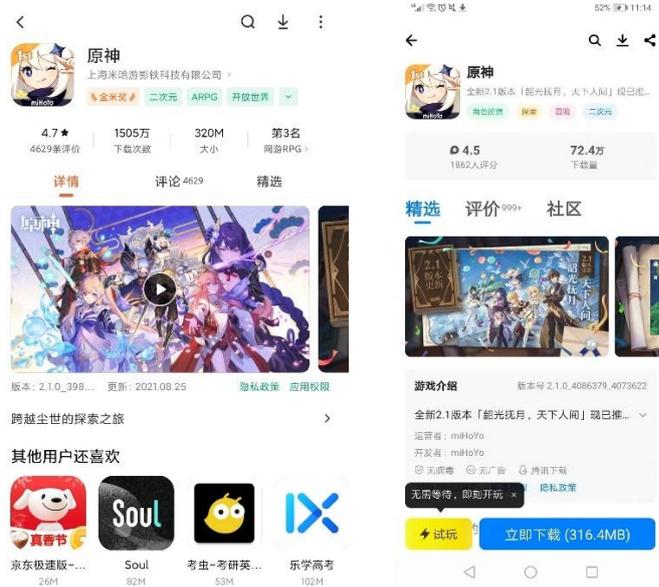
3. 行业变化二：渠道变革让利开发者，内容行业回归精品创作

3.1 渠道分发变革让利开发者，版本号审查评分准则严格细化

国内苹果生态渠道格局相对稳定，但海外已经开始发生变革。Epic 于 2020 年在《堡垒之夜》中加入绕开苹果商店的新支付渠道。同年 12 月 3 日，苹果官方宣布针对小型企业和独立开发者降低抽成佣金计划，目前已经开放注册，佣金抽成将可降低至 15%。2021 年 8 月 31 日，韩国政府颁发《电信业务法部分修正案》，要求无论是谷歌 Google Play 商店、还是苹果 App Store 商店，在韩国市场都不能够强制要求开发者使用平台唯一的支付系统。9 月 2 日，苹果宣布允许阅读器类应用（包括杂志、报纸、书籍、音频、音乐和视频等应用程序）可以绕开 App Store，采用第三方支付，但是其中不包含游戏应用。9 月 10 日，Epic 与苹果之间的诉讼案发布一审判决结果，苹果限制应用程序使用外部支付方式违反了《不公平竞争法》，并对苹果发布了永久禁令，即从 12 月 9 日开始，苹果虽然仍可以收取 30% 渠道费用，但不能阻止开发者引导用户使用第三方支付。

国内安卓生态渠道下，以《原神》为代表的产品开始颠覆原先 5:5 的分成模式，分成变动已开先例，未来有望更多让利给上游精品游戏研发商。国内安卓生态下，过高的分成比例、渠道服维护 SDK 所投入运维成本以及存在版本更新不及时、不能快速根据玩家反馈调整运营内容一直是亟待解决的问题。9 月 21 日，米哈游与腾讯应用宝已于近期达成正式合作，双方合作从《原神》2.1 版本开始。《原神》上架腾讯应用宝并且可以允许云游戏试玩，目前下载量已经达到 1505 万。此前，《原神》已经与小米应用商城达成合作并采取 3:7 分成比例，打破此前安卓渠道 5:5 的分成模式。而区别于此前与小米的合作，此次上架的为《原神》国服版本，并没有接入腾讯应用宝账号系统。

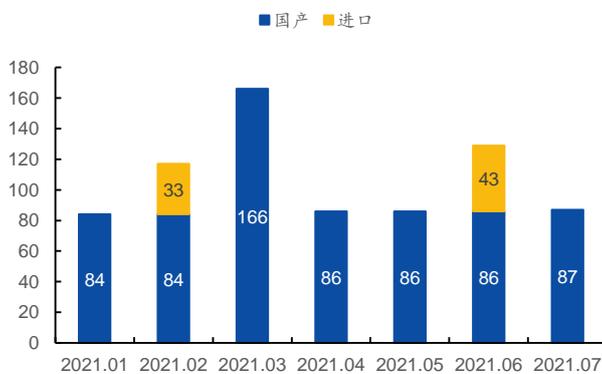
图 20:《原神》上架小米商城、腾讯应用宝



资料来源：小米应用商城，腾讯应用宝，国元证券研究所

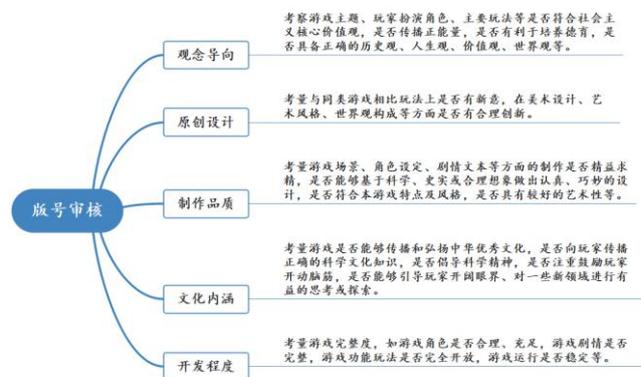
版号发放趋严，五维度评分标准细化审核要求。2021 年以来版号发放数量保持相对平稳，月均在 100 多款左右，但 8 月及 9 月版署暂未有新的版号下发，总量上严格管理的趋势不变。在版号审查标准上，中宣部出版局 4 月 1 日起开始试行全新的“游戏版号审查评分制”，具体来说，每款游戏完成终审后，将由参与审核的专家对送审游戏品质进行评分。评分方式采取 5 分制，分别从“观念导向”“原创设计”“制作品质”“文化内涵”“开发程度”5 个方面进行评分，5 分为最高分，0 分为最低分，3 分为及格分，任何一项出现 0 分、游戏一票否决。其中“导向”上存在明显问题的打 0 分，游戏有明确“扒皮”行为的打 0 分，可一票否决。评分将影响到游戏是否能获得版号，其中 3 分以上可予批准，同等条件下优先考虑 4 分及以上游戏。版号审查评分制度在强化游戏送审要求同时细化评分规则，对于企业打磨游戏质量和游戏内容提供了更加准确规范的参考依据。

图 21: 2021 年版号发放情况



资料来源：国家新闻出版署，国元证券研究所

图 22: 版号审查评分维度



资料来源：Gamelook，国元证券研究所

3.2 游戏提升自研实力加快出海，内容行业回归优质内容输出

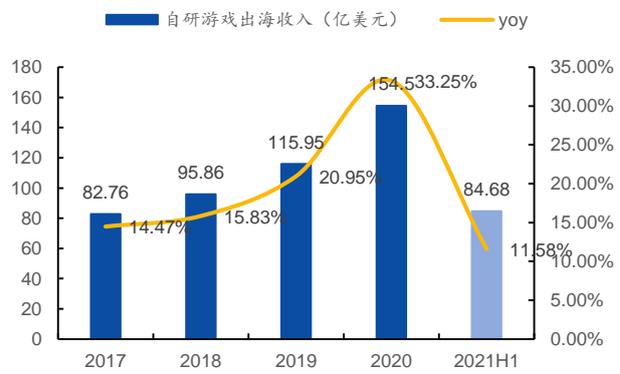
游戏行业来看，提升自研精品游戏实力，加强出海布局仍是长期增长点。长期看行业精品化趋势不变。一方面，厂商加大自研投入并积极拓新品类，提升产品工业化制作水平，加强核心竞争力。监管方面，严格执行防沉迷新规，头部厂商披露数据中来看实际未成年人流水贡献比重很少，同时版号评分准则细化了对于游戏内容品质的要求，在审批趋严的同时也有望在产品研发初期对于内容表现给予相关指引，从而在产品早期及早针对合规要求进行调整，保证产品上线成功率。

一方面，积极开拓海外市场，构建增长第二曲线。网易游戏目前收入中有 10% 来自于海外，公司提出未来海外游戏收入占比目标将达到 50%。2020 年，中国自研游戏的海外市场收入为 154.5 亿美元，同比上升 33.3%，海外市场仍具备一定的营收增长空间。对比美、日、韩、英、德等全球重要移动游戏市场，目前国产移动游戏在这些国家的流水同比增长率均高于该国家移动游戏市场的流水增速；除韩国市场外，国产移动游戏的海外增速均超过国内市场 32.5% 的流水增速，国产移动游戏出海前景明朗。得益于研发能力的提升以及国内移动游戏市场积累的经验与资金实力，各大厂商均积极筹划海外布局，在国内市场版号趋严、监管力度加大以及头部厂商格局稳定的情况下，海外市场有望成为游戏行业的重要增长来源。2021H1，中国游戏企业积极拓展海外市场，在海外市场持续布局，中国自主研发游戏在海外市场的实际销售收入达 84.68 亿美元，同比增长 11.58%，持续保持增长。

图 23：中国自研游戏国内市场收入



图 24：中国自研游戏海外市场收入



资料来源：伽马数据，国元证券研究所

资料来源：伽马数据，国元证券研究所

娱乐行业来看，监管有望引导文娱产品回归优质内容输出，长期利于行业健康发展。此前，影视行业中存在演员高薪带动上游剧集成本水涨船高的问题，同时暴露出“阴阳合同”、偷税漏税等违法违规行为，虽然先后出台“限薪令”相关规范措施以及敦促艺人完成税收补缴，但是“唯流量论”的饭圈乱象和不理智的粉丝打投行为是导致部分流量艺人价值虚高的根源问题。从源头上对乱象进行根治，抵制以流量换取热度，有利于引导文娱产业将重点回归产品制作本身，提升精品化制作能力，通过优质内容输出和创新作品形式吸引观众，达到产业的正向循环，长期来看有利于行业持续、健康发展。

4. 投资建议

政策上，互联网企业全域性监管基调延续，落地仍在逐步推进中。已经明确的政策包括：1) “二选一”、“大数据杀熟”等不正当竞争行为被定义为垄断明确禁止；2) 人社部等八部门印发《关于维护新就业形态劳动者劳动保障权益的指导意见》，保障灵活用工人员合法权益；3) 苹果 IDFA 新政 4 月落地，开发者不再默认用户授权广告追踪；4) 未成年人防沉迷要求升级，包括强化时长、时段限制以及落实实名制认证；5) 《数据安全法》9 月开始施行；6) 工信部要求互联网平台在 9 月 17 日之前按标准解除屏蔽网址链接。即将施行和仍在推进有待全面落实的政策包括：1) 《个人信息保护法》将于 11 月开始施行；2) 互联网企业部分业务的国家重点软件企业认定以及享有的 10% 的优惠税率存在变动可能；3) 整治文娱行业唯流量论乱象，限制选秀类节目等，肃清行业风气；4) 互联网金融领域监管。

互联互通松动互联网平台生态封闭，或将利好公平竞争。1) 对于腾讯而言，依托强网络效应的社交基础具备先发优势，作为最大的流量入口有望进一步强化微信在社交领域的优势，同时或将接入更多电商平台，进一步扩大微信支付市场份额。2) 对阿里等交易电商平台，在开放外链逐步落实后，预计或将从微信渠道获得更多的流量来源，提升用户的消费时长和消费频次。3) 对于抖音等内容平台，参照快手引流效果，或将给抖音带来一定用户增量。4) 对于整个消费行业而言，腾讯开放一对一外链，私域流量池入口进一步放开，有助于品牌打通公私域流量，实现从种草到交易下单全链路闭环。

渠道变革让利开发者，内容行业回归精品创作。对于内容行业来说，游戏行业规范化、精品化发展仍是主线，渠道变革将有望更多让利上游开发者，而版号评分准则细化一方面强化游戏监管，另一方面有利于在开发初期给予明确指引。在国内监管趋严环境下，厂商提升自研、积极布局出海，开辟业务新增长点，长期看好优质内容研运厂商。对于文娱行业，监管从源头上根治乱象，引导文娱产业将重点回归产品制作本身，提升精品化制作能力，通过优质内容输出和创新作品形式吸引观众，从而达到产业的正向循环。

5. 风险提示

宏观及政策监管风险、行业竞争加剧、业务进展不及预期。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188