

科技驱动加速文化出海，四大优质赛道扬帆起航

——传媒互联网行业 2022 年度策略

核心观点：

- **长风破浪正当时，出海势不可挡** 我国互联网产业在经历飞速发展后已逐渐步入产业周期末端，虽仍有上升空间，但已进入存量竞争阶段，国内互联网红利正在逐渐消失。因此，游戏、社交、电商、短视频这四大传媒互联网正在积极寻求海外市场，前景广阔。
- **助力文化强国扬帆起航，游戏乘东风之势出海** 中国自研游戏在全球市场中收入与市场份额均得到明显提升，2021H1 中国移动游戏海外市场份额已达到 23.4%，产品全球竞争力持续加强。
- **聚焦海外年轻客群，社交平台迎爆发期** 全球社交平台市场规模庞大，未来 5 年，全球社交用户数将从 2021 年的 37.8 亿人增长至 44.1 亿人。我国社交应用以新兴市场作为出海切入点，实施本土化运营的方针，未来不论是全球市场规模还是增长潜力均十分可观。
- **国货当道，跨境电商顺势而为** 2020 年全球网上零售额占零售总额的份额达 18%，同比增长 32.35%，预计至 2024 年，全球网上实物零售额或将达到 21.8%。目前，我国跨境电商增长态势迅猛，随着利好政策不断释放，我国跨境电商商业化前景广阔。
- **短视频国际化持续推进，市场领先出海提速** 目前中国部分厂商在短视频相关赛道已经达到国际领先水平，TikTok 作为海外最大的短视频平台盈利模式日趋成熟，在国家政策大力支持的背景下，短视频国际化有望突破国内流量竞争的天花板，成为中国各厂商实现业务增长的新赛道。
- **投资建议** 长期来看游戏行业仍具备较好的成长性，建议关注研发能力出色的：腾讯控股（0700.HK）、网易-S（9999.HK）、三七互娱（002555.SZ）、祖龙娱乐（9990.HK）、心动公司（2400.HK）；我国出海社交平台在海外发展态势良好，影响力和引领作用日益增强，建议关注赤子城科技（9911.HK）、欢聚（YY.O）；此外，政策红利不断释放，促跨境电商高质量发展，建议关注阿里巴巴-SW（9988.HK）、SHEIN（未上市）；目前国内部分厂商在短视频领域已达到国际领先水平，建议关注快手-W（1024.HK）。
- **重点公司盈利预测与估值水平情况（截至 2021 年 12 月 6 日）**

股票代码	股票名称	EPS			PE		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
0700.HK	腾讯控股	14.55	16.18	18.14	25.15	22.62	20.18
002555.SZ	三七互娱	1.25	1.53	1.78	18.53	15.19	13.05
YY.O	欢聚*	-0.12	0.01	0.07	-	300.01	31.88
9988.HK	阿里巴巴-SW*	5.57	6.76	8.10	16.53	13.62	11.37
1024.HK	快手-W*	-14.15	-3.85	-1.02	-	-	-

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

- **风险提示** 市场竞争加剧的风险，政策及监管环境的风险，国际关系风险，用户流失风险，变现不及预期风险，作品内容审查或审核风险，公共卫生风险，变现不及预期风险等。

传媒互联网行业

推荐（维持评级）

分析师

杨晓彤

☎：010-83571329

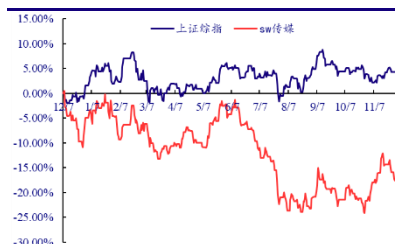
✉：yangxiaotong@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130518020001

特此鸣谢：岳铮

行业数据

2021.12.6



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

【银河传媒杨晓彤团队】行业深度报告_传媒互联网行业_2021 年年度策略报告_新模式、新业态、新消费

【银河传媒互联网】行业深度报告_2021 年中期策略报告_拥抱 Z 世代消费浪潮

【银河传媒杨晓彤团队】行业深度报告_传媒互联网行业_出海系列专题报告（一）：助力文化强国扬帆起航，游戏乘东风之势出海

【银河传媒杨晓彤团队】公司深度_传媒行业_祖龙娱乐（9990.HK）：多品类矩阵释放活力，海外征途持续走高

【银河传媒互联网】快手-W（01024.HK）：广拓流量多元变现——展望快手生态的高成长性

目录

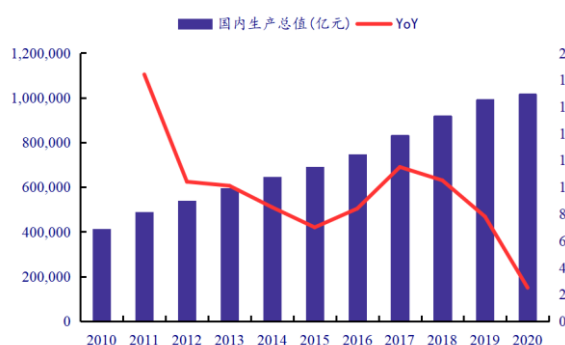
一、长风破浪正当时，出海势不可挡	3
(一) 时代背景：中国经济强势崛起，文化建设上升为国家战略	3
(二) 存量竞争时代，传媒互联网四大产业寻找出海增量	4
(三) 四大赛道融合探索“元宇宙”大未来	5
二、助力文化强国扬帆起航，游戏乘东风之势出海	8
(一) 海外势头加强，出海处于爆发阶段	8
(二) 把握优质品类赛道，携手文化扬帆全球市场	11
1. 品类解读：策略类游戏受到热捧，细分品类游戏挖掘新机遇	11
2. 地区探索：成熟市场潜力仍有，新兴市场竞争加剧	11
(三) 国内厂商研发实力凸显，多重利好助力出海	13
1. 头部公司研发投入不断提升，投融资增势强劲	13
2. 政策扶持力度不断加大	14
三、聚焦海外年轻客群，社交平台迎爆发期	15
(一) 用户需求为本，市场规模逐步扩大	15
(二) 出海产品起步于新兴市场，逐步放眼全球	16
四、国货当道，跨境电商顺势而为	19
(一) 跨境电商快速发展，增长潜力巨大	19
1. 跨境电商高质量发展，深度融入全球市场	19
2. 商家分布集中，交易产品种类丰富，轻工业商品为主	21
(二) DTC 商业模式浪潮兴起，强化竞争优势	22
(三) 多重利好推动跨境电商高质量发展	23
1. 政策进一步支持，商业化前景广阔	23
2. 跨境物流时效性增强，跨境支付交易便捷性提高	25
3. 跨境电商投资增加，商业化前景广阔	26
五、短视频国际化持续推进，市场领先出海提速	27
(一) 短视频海外持续发酵，全球化布局逐步发力	27
(二) 成熟市场竞争激烈，新兴市场迅速起量	28
1. 成熟市场：竞争激励，本土巨头不容忽视	28
2. 新兴市场：市场潜力无限，互联网红利庞大	30
(三) 商业变现以广告和直播电商为主	31
六、投资建议及重点推荐标的	34
七、风险提示	36
插图目录	37
表格目录	38

一、长风破浪正当时，出海势不可挡

（一）中国经济强势崛起，文化建设上升为国家战略

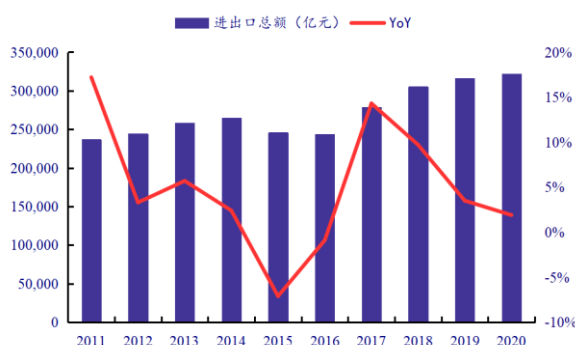
国民经济持续稳定增长。正是经济大发展，为文化繁荣提供了坚实的物质基础。改革开放以来，我国经济保持良好的发展态势。一方面，GDP 总量与增速在世界主要经济体中均名列前茅，疫情之下更加彰显经济活力。2019 年，我国 GDP 约为 99.1 万亿元，稳居世界第二，增长率为 6.1%，已连续 18 个季度保持在 6%-7% 之间，并明显高于全球水平。2020 年，中国经济在全球新冠疫情中率先复苏：2020 年前三季度，我国 GDP 总量为 72.27 万亿元，同比增长 0.7%，是全球的主要经济体中唯一实现 GDP 正增长的国家；2020 年全年 GDP 更是首次突破 100 万亿元，同比增速达到 2.3%。2021 年上半年我国 GDP 达到 53.22 亿元，同比增长 12.7%。其次，对外贸易和外汇储备取得巨大进步，成为支持文化繁荣的重要引擎。2020 年，我国外贸总额由改革开放初期 206.4 亿美元上升到 4.6 万亿美元，已成为全球最大的贸易国。2021 年前三季度，我国外贸总额超 4.37 万亿美元，继续保持全球第一。我国国民经济的飞速发展，为我国文化建设提供硬实力的支撑。

图 1：近十年我国 GDP 及增速情况



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 2：近十年我国进出口总额及增速情况



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

建设文化强国已成重大战略。文化能否繁荣也决定着经济发展的高度和质量。1990 年美国哈佛大学教授约瑟夫·奈首次提出“软实力”概念，即与政治、经济、军事、科技等硬实力相对应的、能产生全球影响的精神力量，这种力量的核心就是文化。当今世界，文化对人类社会发展的渗透力已经日趋明显，综合国力竞争复杂而激烈。许多国家都在努力壮大自己的文化实力。美国、日本、韩国、都是文化软实力博弈的积极参与者，它们的文化不仅形成产业，走向世界，而且成为国家经济的支柱。改革开放 30 多年以来，我国的经济飞速发展，综合国力在很多方面大大提升，也加快了文化发展的步伐。文化在发展取得成绩的同时，与我国快速发展的经济还有很多不适应的地方。在拥有具备强大的经济实力、科技实力、国防军事实力的同时，还需拥有强大文化实力作后盾，这就对我国文化建设提出了新的要求。目前，文化建设已上升到国家战略发展的新布局中。党的十九届五中全会对“十四五”期间繁荣发展文化事业和文化产业、提高国家文化软实力作出全面部署，提出到 2035 年建成文化强国的战略。

表 1：党中央提出和部署建设文化强国战略的时间线

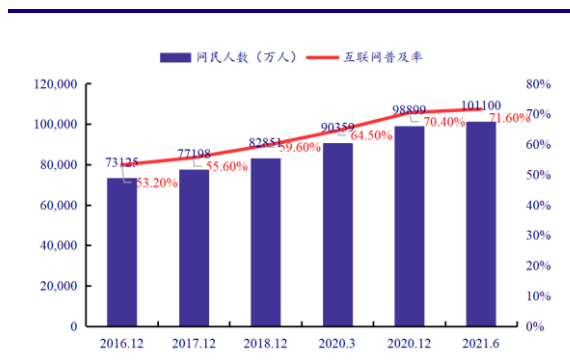
时间	会议	相关内容
2011 年	十七届六中全会	首次提出建设社会主义文化强国的重大战略任务
2012 年	十八大	专列“文化强国”专题，提出“扎实推进社会主义文化强国建设”的目标
2017 年	十九大	进一步阐述了文化发展对于国家建设的重大战略价值，第一次提出将文化自信作为检验文化强国的重要标尺。
2020 年	十九届五中全会	首次明确 2035 年建成文化强国的具体时间表
2021 年	十九届六中全会	梳理新时代文化建设的成就

资料来源：人民网，中国银河证券研究院整理

（二）存量竞争时代，传媒互联网四大产业寻找出海增量

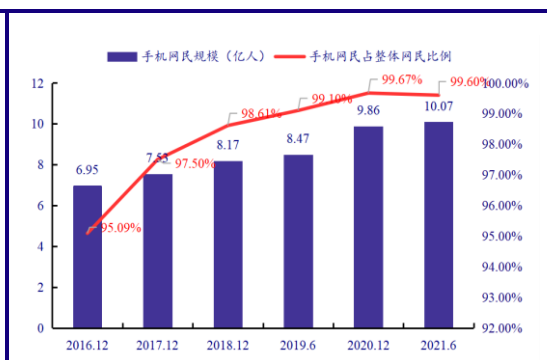
我国互联网产业在经历飞速发展后已逐渐步入产业周期的末端，虽仍有上升空间，但已进入存量竞争阶段。目前我国互联网渗透率接近饱和，截止 2021 年 6 月我国互联网网民人数为 10.11 亿，其中手机网民规模达 10.07 亿，国内手机网民占整体网民比例已达 99.6%，总体看来网民总规模和手机网民规模增长率自 2017 年起基本保持在 5% 以下，增长缓慢，互联网人口红利正在逐渐消失，互联网竞争走向存量市场。

图 3：中国互联网网民规模及互联网普及率



资料来源：CNNIC，中国银河证券研究院

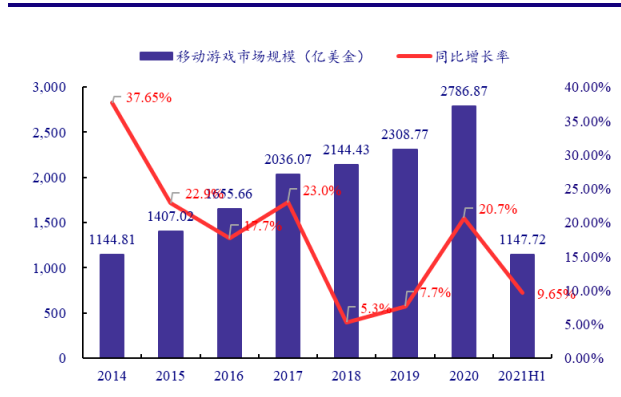
图 4：中国手机网民规模概况



资料来源：CNNIC，中国银河证券研究院

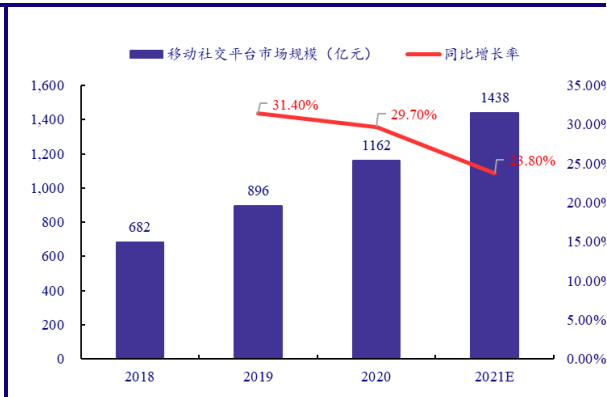
在存量竞争的大背景下，国内互联网领域增速也逐渐回落。据游戏工委数据披露，2020 年我国移动游戏市场规模为 2786.87 亿元，同比增速是 20.7%，2021H1 移增长率下降至 9.65%；根据艾瑞咨询数据统计，2021 年预计移动社交平台市场规模为 1438 亿元，同比增速从 2020 年的 29.7% 下降至 23.8%。我国网上零售额规模和短视频市场规模增速也呈现一致的下降趋势。据国家统计局数据统计，去年我国网上零售额规模增长率由 2016 年的 26.20 降低至 10.9%；此外，据艾媒咨询数据显示，短视频市场规模的增长率从 2019 年就呈现下降的趋势，其增长率由 2020 年的 70% 下降至 38.1%。

图 5：2016-2021H1 国内移动游戏市场规模及增速



资料来源：游戏工委，中国银河证券研究院

图 6：2018-2021E 国内移动社交平台市场规模及增速



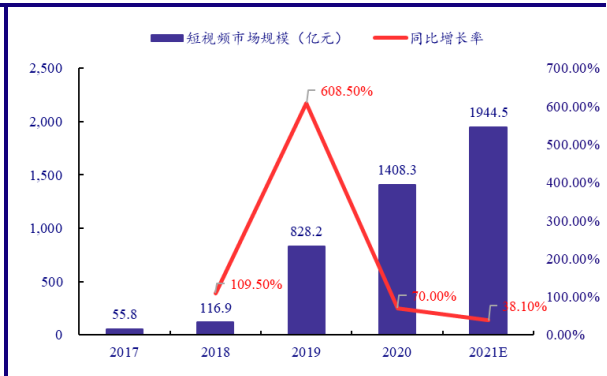
资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

图 7：2016-2020H1 中国网上零售额规模及增长情况



资料来源：网经社，中国银河证券研究院

图 8：2017-2021 年国内短视频市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

（三）四大赛道融合探索“元宇宙”大未来

目前，海内外科技、互联网巨头纷纷布局元宇宙市场，带动游戏、社交平台、跨境电商、短视频等多个赛道融入元宇宙。Metaverse 一词出自科幻作家尼尔·史蒂芬森（Neal Stephenson）1992 年的小说《雪崩》，中文译为元宇宙，旨在创造独立于现实世界的虚拟数字第二世界，人们通过创造虚拟 IP 的方式，在虚拟世界里可以获得如同现实世界般沉浸式的体验。其核心竞争力在于永续性、实时性、无准入限制（多终端）、经济功能（拥有自有闭环经济体）、可连接性（通过终端连接现实世界）、可创造性（PGC&UGC）。基于不断发展的 AR/VR 技术，未来元宇宙将形成与现实世界相似的庞大生态圈，具有极大的目标用户体量及广阔的发展前景。

游戏：沉浸式体验先行者，打开元宇宙世界的敲门砖。游戏作为现实世界的虚拟化代表，在很多方面与元宇宙类似，比如，（1）游戏玩家需要创建一个虚拟身份，拥有自己的用户名和游戏形象后才可以真正进入游戏场景；（2）游戏玩家可以使用平台提供的虚拟货币，在游戏界面进行购物、买卖、转账等操作；（3）游戏平台会给玩家提供一个

丰富且完整的故事线，并搭配拟真的页面和协调的音效，帮助玩家获得一个沉浸式的体验等。因此游戏领域一直被人们看作是元宇宙的开端

表 2：重点游戏公司元宇宙相关布局

	公司名称	元宇宙布局
海外公司	Epic Games	3D 内容及 AR/VR 内容开发引擎 Unreal Engine 的开发商，以及 Xbox360 上的《战争机器》系列游戏；已经搭建 Unreal Engine 作为 Epic 的 3D 引擎环境、设计工作室和资产平台；今年宣布将把今年 4 月获得的 10 亿美元融资着重布局元宇宙；
	Roblox	最接近实现 Metaverse 理念的游戏内容，线上 + UGC 创作世界；今年将投资 1000 万美元开发三款面向初中、高中和大学学生的教育类游戏，为公司元宇宙的布局扩大用户基础
	Pok é mon GO	宣布将获得的 3 亿美元融资用于投资现有的游戏和新应用程序，扩展 Lightship 开发者平台，以及构建“现实世界元宇宙”
	腾讯	在 AI、UGC、PGC 工具及社区服务器等方面投入大量研发；已申请注册上百个与“元宇宙”相关的商标，如“逆战元宇宙”“腾讯音乐元宇宙”“和平精英元宇宙”等
国内公司	网易	开发 VR 游戏《故土》、《荒野潜伏者》等。拥有 Viva 开发组等多个工作室进行 VR 游戏开发；拥有 VR 发行公司网易影核，在自家游戏和云音乐、学习软件中使用 VR/AR 技术；已申请注册“网易云宇宙”“雷火云宇宙”等商标；针对元宇宙的落地，招聘虚拟场景搭建的建造师、虚拟角色的捏脸师等职位
	三七互娱	投资 Archiact、WaveOptics 等 VR/AR 企业；申请元宇宙相关商标
	完美世界	积极推动 VR、AR、人工智能、云计算等前沿技术在游戏研发中的应用，开发和引进了 AR 人体骨骼识别技术、AR 面部识别、折叠屏、高帧率、高分辨率等一系列创新技术；子公司 Unknown Worlds 研发 VR 游戏

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

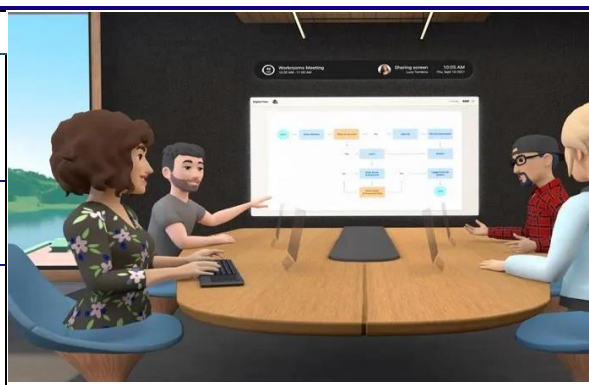
社交：社交方式更新迭代，打造沉浸式社交场景。在元宇宙进入大众视野之前，社交方式已经借由科技、技术的推动持续发生着迭代。由 2G 技术下的以文字为主要介质的社交发展为 3G 背景下的图片式社交，4G 时代的到来又促进了短视频社交方式的兴起，现如今，随着 5G 的普及以及元宇宙概念的火热，沉浸式虚拟社交即将来临。

图 9：Facebook 元宇宙社交领域相关布局

应用	功能
Facebook Space	用户可以设计个人虚拟形象，实现照相、游戏、画图 and 探险等体验，并且可以通过 360 全景视频功能体验社交场景
Horizon	用户可以通过虚拟的卡通形象在全景化的 VR 世界里进行社交
Horizon Workrooms	产品融入 AR 透视、桌面识别等先进功能，用户可以通过穿戴 Oculus Quest 2 以虚拟形象参加会议

资料来源：Facebook，中国银河证券研究院

图 10：Facebook Horizon Workrooms



资料来源：Facebook，中国银河证券研究院

电商：虚拟主播或为电商直播注射新鲜血液。直播电商近年来迅速兴起，但带货形式和内容的同质化是行业面临的主要问题。随着元宇宙概念逐渐被知悉，不少品牌开始通过技术升级来实现直播带货模式的创新。目前，花西子、完美日记、欧莱雅、雀巢等多个知名品牌直播间开始引入虚拟主播，凭借其新鲜的形象、趣味的互动吸引了不少顾客；今年“双十一”期间快手首个官方电商虚拟实习主播“关小芳”也现身直播间；头部主播李佳琦也经常和虚拟主播搭档如虚拟歌手洛天依、天猫美妆虚拟主播猫小美联合开播，并取得了不错的战绩。虚拟主播不仅能够 24 小时不间断的直播，方便顾客随时光临直播间；其次，虚拟主播还可以帮助品牌提升直播间流量；并且，虚拟直播自带 IP 属性，其形象的新鲜感和独特性，也会吸引更多的顾客观看直播间，并固化品牌形象，增加粉丝粘性。

图 11：快手小店实习主播“关小芳”



资料来源：快手，中国银河证券研究院

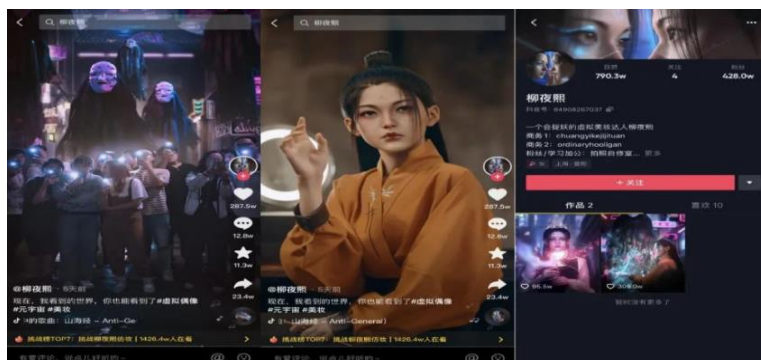
图 12：李佳琦和天猫美妆虚拟主播猫小美直播宣传照



资料来源：天猫，中国银河证券研究院

短视频：虚拟人+元宇宙或成短视频下一风口。短视频行业早期主要是通过提升自身的 VR/AR 技术来接触元宇宙领域的。以抖音举例，2017 年 4 月抖音便推出了与 VR 相关的产品和功能，即 APP 可以根据用户的面部表情生成对应的卡通形式。接着，AR 扫一扫、AR 互动、AR 滤镜等功能被广泛应用于抖音上。今年 11 月“当美妆遇到元宇宙”的话题迅速冲上抖音热榜，虚拟人柳夜熙引起热度，相关短视频发布不到 30 个小时，便涨粉 130 万，获赞 273 万。虚拟人流量的激增，为短视频变现探索了新模式。

图 13：虚拟人柳夜熙人物形象



资料来源：抖音，中国银河证券研究院整理

二、助力文化强国扬帆起航，游戏乘东风之势出海

海外规模攀升，游戏出海提速。经过前期部分厂商游戏出海的实践检验，我国国产游戏具有很强的海外拓展能力，在重点市场不断取得突破，在内容、质量、玩法上同样有着成熟的体系、独到的特色，所以在海外游戏市场表现出较强的竞争优势，迅速征服了当地玩家，取得了良好的收益。可以预见，随着全球数字化技术的不断发展，游戏将会成为未来文化产品中的核心，并且在中国文化产业走向世界的过程中发挥“领头羊”的作用。

（一）海外势头加强，出海处于爆发阶段

萌芽期（端游阶段）：2000 年以前国内游戏公司大都是小团队，受自身技术实力所限，海外似乎遥不可及。而进入 21 世纪后，随着这些公司的日益壮大，在最早的端游时代，中国自研游戏开始尝试出海，《梦幻西游》《大话西游》《天龙八部》《完美世界》等均曾试图进军海外市场。然而这些产品的出海几乎都只停留在了东南亚等与中国文化相近的地方，其中最为代表性的是金山旗下的《剑侠情缘网络版》，2006 年，这款游戏在越南收获了超过 20 万同时在线的成绩，成为当时越南的“国民级网游”，一度占领了当地游戏市场 70% 的份额。然而由于彼时中国游戏在技术缺位和硬件条件上的相对落后，除了《剑侠情缘》外，其他游戏也只是表现平平，并未掀起过多水花，在欧美日韩等传统市场更是反响甚微。

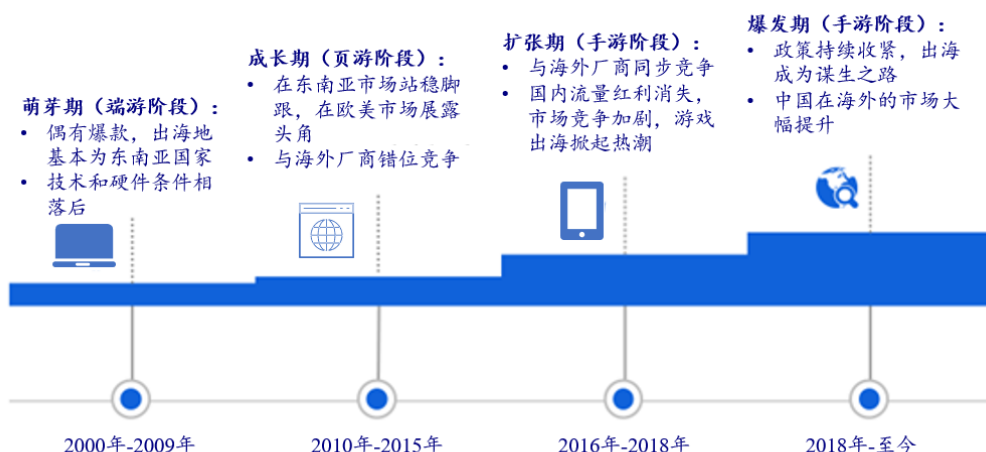
成长期（页游阶段）：2010 年前后，海外市场难以攻克的局面在页游的出现后得到了改善。页游不需要强大技术支撑，操作相对简单，这给予了中国游戏避开技术等薄弱领域，形成错位竞争的机会。这一阶段的中国页游在东南亚地区站稳了脚跟，同时在欧美等地区的表现也开始有所起色，例如第七大道的《神曲》、游族的《女神联盟》均在海外收获了千万美元的流水，而北美均是其重要的市场。其中《女神联盟》曾被评为 Facebook 最佳新游戏，北美市场贡献了其一半的收入。然而此时在国内发行游戏可以较低成本换取高收益，出海的性价比相对较低，因此大部分游戏公司并没有考虑开拓海外市场。

扩张期（手游阶段）：随着智能手机的兴起，页游开始走下神坛，中国游戏厂商也迎来了一个真正逐鹿全球游戏市场的机遇。不同于从前端游时代的起步落后和页游时代的错位竞争，移动游戏时代中国游戏厂商第一次与海外厂商站在了同一起跑线上。2016 年前后，开拓海外市场已在游戏行业掀起一番热潮。在这一阶段中国游戏出海主要缘于国内外不同市场背景的影响：一方面，国内流量红利消失，市场竞争加剧以及政府监管持续趋严。另一方面，相对于集中化明显，风险巨大的国内市场，广阔的海外市场显然蕴藏着更多机会。

爆发期（手游阶段）：2018 年可谓国内游戏业转折的一年，政府通过停发游戏行业版号、控制版号总量等政策引导游戏行业进行供给侧改革。2018 年 3 月末至 12 月游戏版号审批暂停，期间所有新游戏无法在国内上线实现商业化。虽然在 2019 年版号审批重新开放，但发放量依然有限，游戏政策呈现收紧趋势，倒逼游戏厂商大规模出海“谋生”，“不出海就出局”。2021 年 8 月开始，新一轮版号停发开始实行，由于版号停发次数和时间长度的不确定性，游戏厂商再次加码海外游戏市场。另一方面，相对于集中化明显的国内市场，广阔的海外市场蕴藏着更多机会。根据伽马数据，近 5 年来，除 2017 及 2018 年外，中国自研游戏海外市场收入增速均超过国内市场收入增速。2020 年疫情席卷全球，全球线上娱乐需求持续旺盛，海外市场强势增长，更是大大加速了游戏厂商向海外的重心转移。根据 Sensor Tower 报告显示，2021 上半年，全球移动游戏市场收入规模预计达到 447 亿美元，同比增长 17.9%。由游戏工委《2021 年 1-6 月中国游戏产业报告》所示数据，国内

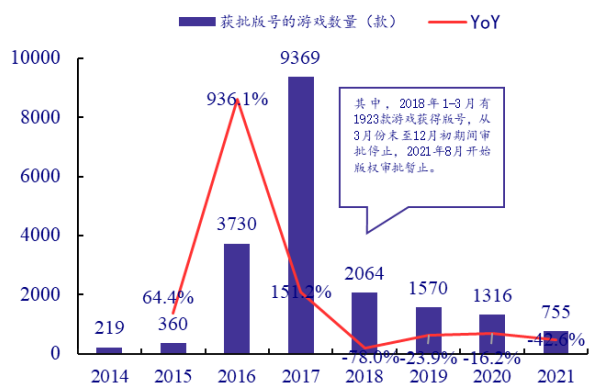
外市场规模均处于扩张期，国内游戏市场销售收入 2021 年 H1 已经达到了 1504.93 亿元，同比增长 7.89%，始终维持平稳的高增速，海外游戏市场的规模也在不断的扩大，2021 年 H1 达到了 84.68 亿美元，同比增长 11.58%，占比稳步提升，因此我们对海内外市场未来的发展前景都保持良好预期，市场空间均相对广阔，仍具有较大的成长空间与丰富的投资机会。

图 14：中国游戏出海历程



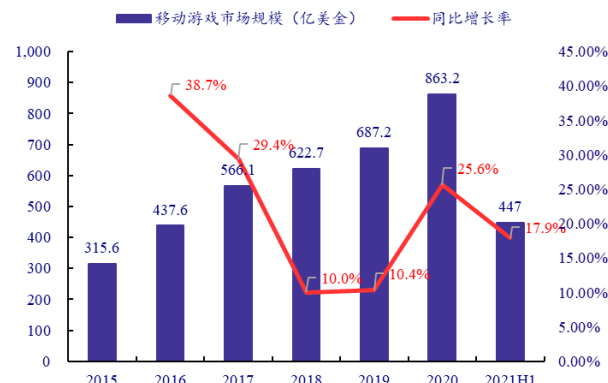
资料来源：中国银河证券研究院整理

图 15：2014-2021 年获批版号的游戏数量



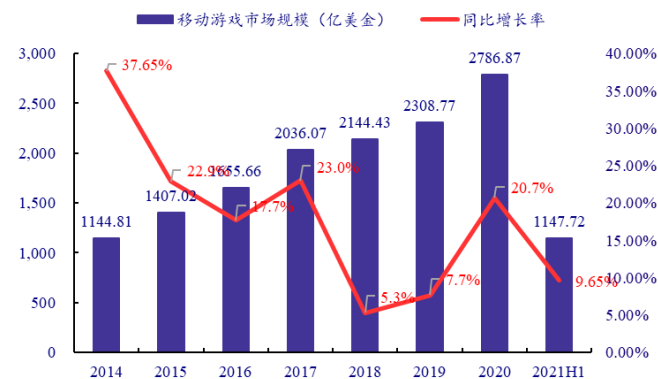
资料来源：国家新闻出版广电总局，中国银河证券研究院

图 16：2015-2021H1 全球移动游戏市场规模及增速



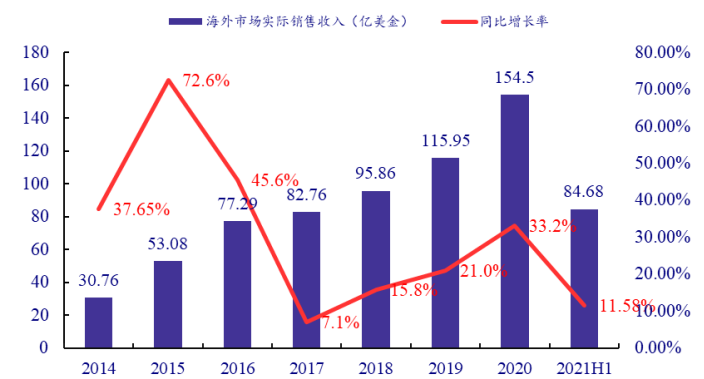
资料来源：伽马数据，中国银河证券研究院

图 17: 2014-2021H1 年我国游戏市场收入变化



资料来源: 游戏工委, 中国银河证券研究院

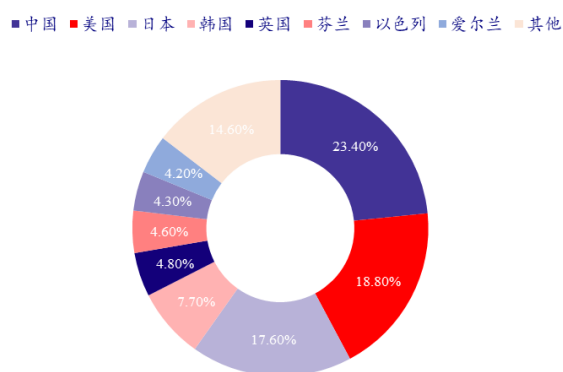
图 18: 2014-2021H1 年我国游戏海外市场收入变化



资料来源: 游戏工委, 中国银河证券研究院

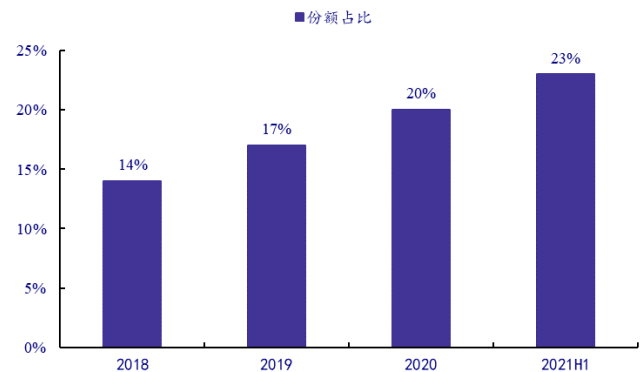
海外市场份额不断攀升。由于我国出海游戏质量的提升, 中国出海移动游戏发行商在海外市场份额持续上升, 据 App annie《2021 年移动游戏出海洞察报告》显示, 2021H1 中国移动游戏海外市场份额已达到 23.4%, 相比于 2020H1 提高了 3.6pp, 与美日韩共同形成第一梯队并占据领先地位。从用户支出来看, 中国出海的移动游戏用户支出占海外移动游戏市场的份额以平均 3.2pp 的年同比速度稳健增长, 自 2018 年以来增长率 9.5pp。2021H1 已达到 23%。此外, 2021H1 中国移动游戏海外下载量创新高, 达到了 17 亿次。从初出茅庐、小试牛刀到坐拥一席之地, 中国游戏出海的阵营日益壮大, 步伐也愈发坚实。

图 19: 2021H1 海外 Top2000 移动游戏的发行商来源国家分布 (按用户支出)



资料来源: App Annie, 伽马数据, 中国银河证券研究院

图 20: 中国出海移动游戏的用户支出占海外市份额情况



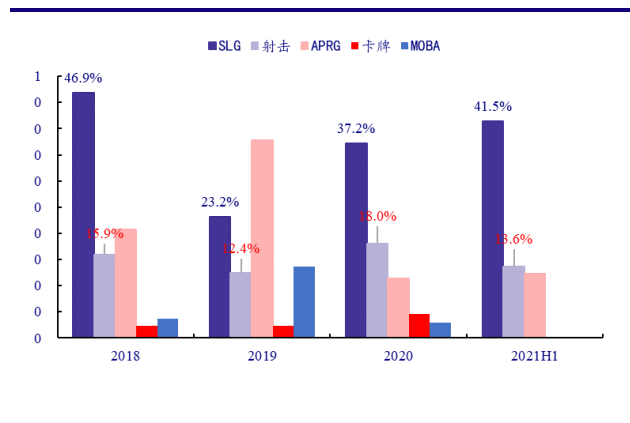
资料来源: App Annie, 伽马数据, 中国银河证券研究院

(二) 把握优质品类赛道，携手文化扬帆全球市场

1. 品类解读：策略类游戏受到热捧，细分品类游戏挖掘新机遇

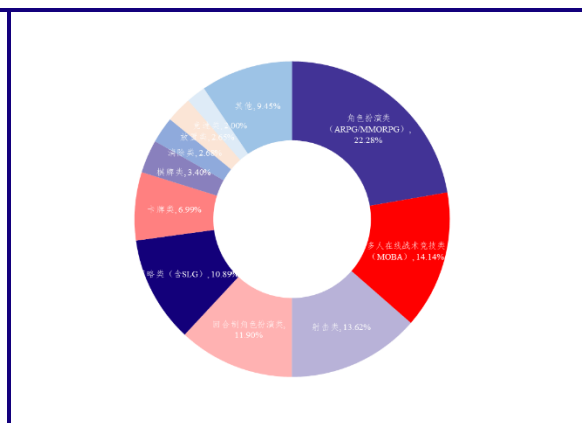
SLG 类、射击、ARPG 类游戏吸金能力强劲。鉴于出海游戏中移动游戏占绝大多数，可以近似认为移动游戏情况代表自研游戏整体表现。从品类分布上看，在进军海外市场的中国自研游戏中，SLG（策略类）、射击以及 ARPG（角色扮演）为主的重度产品最受欢迎。其中《王国纪元》《万国觉醒》等多款 SLG 游戏长期雄踞 Sensor Tower 中国手游出海月度收入 Top30 榜单。但这三种游戏品类的总计占比从 2018 年的 84% 下滑至 2021 上半年的 67%，整体热度有所降低。同时，出海游戏类型也趋于多元化。卡牌、放置类、剧情互动类等细分品类游戏持续挖掘潜在玩家，国产游戏不断向新领域拓展。可以预见，在 SLG 等品类已成为出海厂商的兵家必争之地的情况下，品类创新将成为国内游戏厂商新的突破口。

图 21：2018-2021H1 年中国自研游戏主要出海类型变动情况



资料来源：游戏工委，伽马数据，中国银河证券研究院

图 22：2021H1 中国自主研发移动游戏海外市场收入前 100 类型收入占比



资料来源：中国游戏产业研究院，中国银河证券研究院

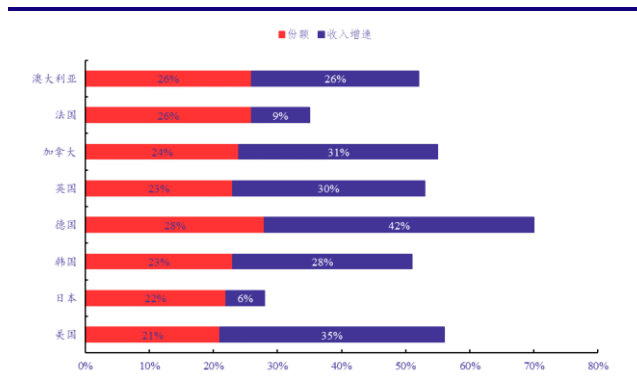
2. 地区探索：成熟市场潜力仍有，新兴市场竞争加剧

分地区来看，国产游戏的海外市场可以分为两类：以美日韩为代表的成熟市场，以及以东南亚、印度、拉美地区为代表的新兴市场。

成熟市场保持高增速，依然将是主要发力点。成熟市场的游戏用户基数庞大、用户付费能力强，是中国游戏厂商出海的主要目标市场。目前，中国游戏厂商在这些重点市场取得了持续突破，虽然不敌本土厂商，但增速迅猛。根据游戏工委发布的数据，2021H1 中国自研游戏的海外市场销售收入地区分布中，美日韩为代表的成熟市场依然是中国出海游戏的收入主要来源地区，三个地区合计占比为 59.51%，较 2020 年的 60.27% 略有下降，占比位居前列的发达国家如德国、英国、法国占比也在增加。我们认为成熟市场仍有较大的发展潜力，一方面，成熟市场更加稳定，拥有新兴市场的不可比拟的规模优势，尽管中国

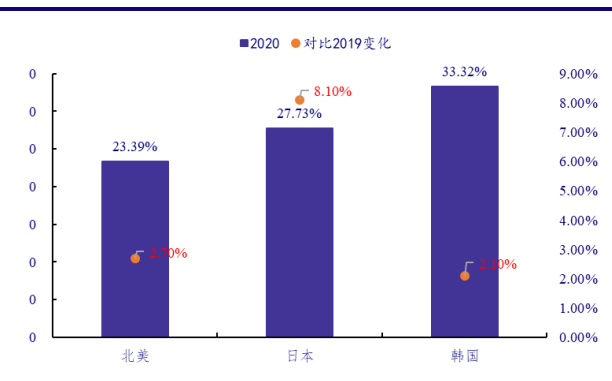
游戏已经积累了一定的市场，主要市场地位仍由本土游戏厂商把握，中国游戏在这些地区的市场份额仍有一定的增长空间。另一方面，在买量成本不断上涨的大环境之下，成熟地区以较高的 ROI 凸显其在买量上的高性价比。

图 23：2021H1 中国发行商在成熟市场的市场份额及增速 (Top2000 游戏，按用户支出，十亿美元)



资料来源：App Annie，中国银河证券研究院

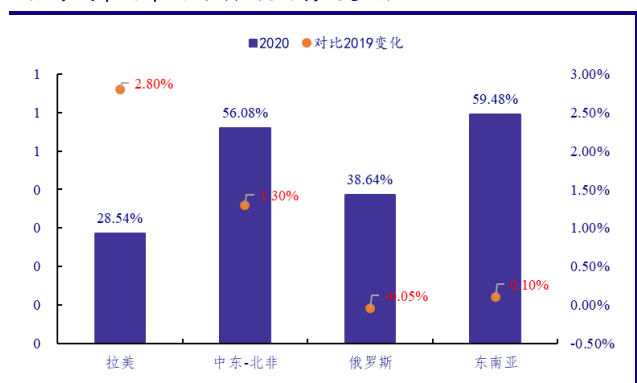
图 24：2019-2020 中国手游在美日韩三地的市场份额 (按 Top100 总收入的占比)



资料来源：伽马数据，中国银河证券研究院

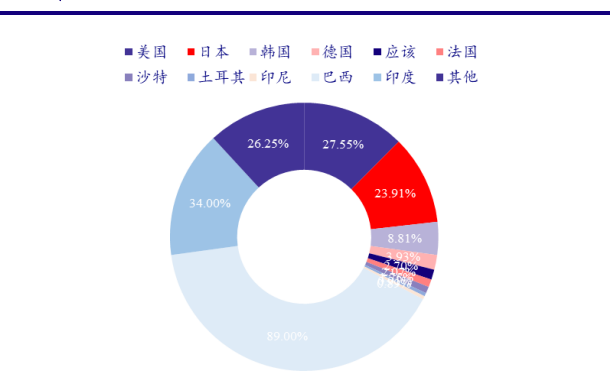
新兴市场市场份额较高，趋于成熟。新兴市场的人口红利巨大，进入门槛低，用户下载量大，但付费能力弱，需要一定时间培育用户习惯。目前中国移动游戏发行商的在这些市场的占有率较高，基本处于领先地位。根据 App Annie 的数据，按用户支出计算，2020 年中国游戏厂商在拉美、中东-北非、俄罗斯、东南亚的市场份额分别达到 28.54%、56.08%、38.64% 以及 59.48%，均高于同期在欧美等发达地区的市场份额。此外，新兴市场占据游戏市场的总体规模较小，自研移动游戏出海营收主要还是依靠于美日韩等成熟地区。由于流量基本见顶，我们认为中国游戏厂商在新兴市场的游戏出海发展相对局限。

图 25：2019-2020 中国发行商在主要新兴市场 Top250 移动游戏中的市场份额 (按用户支出)



资料来源：App Annie，中国银河证券研究院

图 26：2020 中国自主研发移动游戏海外市场收入 top100 地区占比



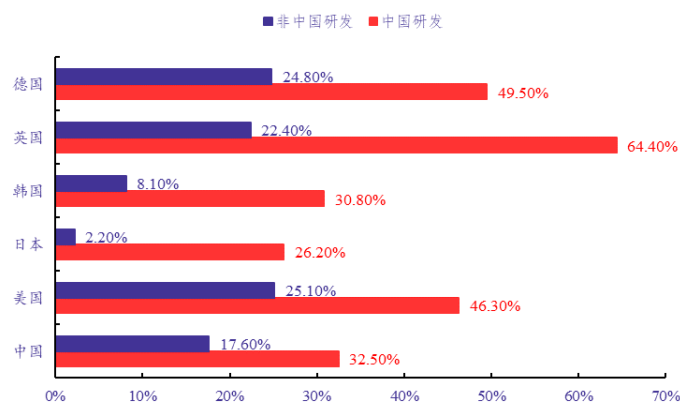
资料来源：游戏工委，易观分析，中国银河证券研究院

(三) 国内厂商研发实力凸显，多重利好助力出海

1. 头部公司研发投入不断提升，投融资增势强劲

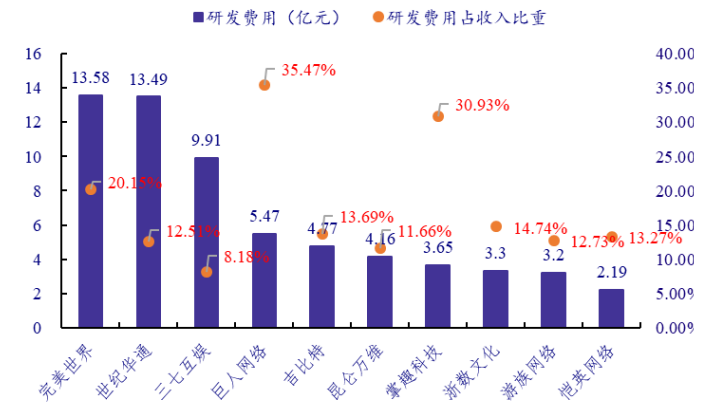
自主研发竞争力明显。国产游戏公司在研发投入上逐渐攀升，纷纷加大自主研发力度。例如完美世界公司在 2021 年前三季度的研发投入达到 13.58 亿元占公司收入的 20.15%，同样，高额的研发投入在海外市场取得了出色的表现，在主要海外市场，国产游戏的流水同比增速要远高于其他国家研发的产品流水增速，展现了我国游戏行业出色的自主研发竞争力，将进一步巩固市场份额，并驱动市场规模的进一步扩大。

图 27：2020 年海内外市场中中国研发游戏流水同比增长情况



资料来源：伽马数据，中国银河证券研究院

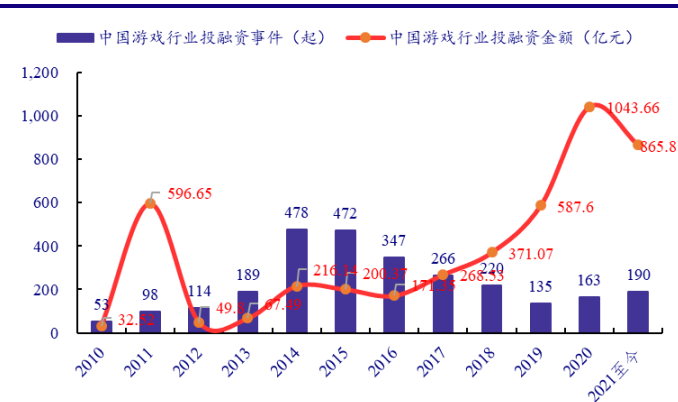
图 28：A 股游戏公司研发投入 Top10 公司研发投入及占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

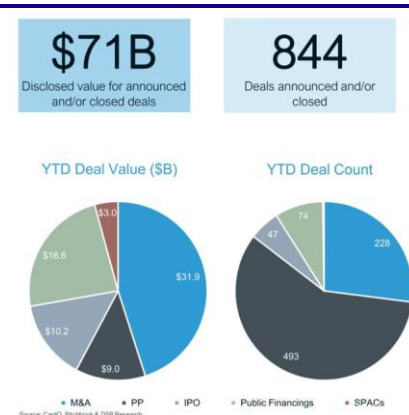
投融资增势强劲。从全球范围看，根据 Drake Star Partners 数据，全球游戏行业 2021 年前三季度共进行了 844 宗交易(包括公司上市、融资和收购与并购)，交易额达到了 710 亿美元，这一数值超过了 2020 全年的总额为 330 亿美元的 664 起并购。从国内市场看，游戏公司纷纷加大投资力度，对优质的游戏公司进行投资与并购，2021 年至今已经产生 190 起投融资事件，高于去年的 163 家和 2019 年的 135 家。今年中国公司成为全球游戏业投资的“领头羊”，以最活跃的腾讯为例，前三个季度其共参与游戏投资收购 14 笔，交易额达 12.78 亿美元。由此，我们研判优质研发公司未来行业趋势良好，前景广阔。

图 29：2010-2021 至今中国游戏行业投融资情况



资料来源：IT 桔子，中国银河证券研究院

图 30：2021Q1-Q3 全球范围游戏行业投融资交易数及交易规模



资料来源：CapIQ, Pitchbook&DSP Research, 中国银河证券研究院

2. 政策扶持力度不断加大

政策打开出海发展路径。基于游戏对于建设“文化强国”的重要意义，政府对游戏出海产业愈发重视，从 16 年开始，从地方到国家层面相继出台了一系列扶持政策。政策的开放性为中国游戏企业开拓海外市场，积极传播中国文化，提供了有力保障和支持。“一带一路”倡议及 2020 年 11 月签署的 RCEP 等相关政策，预计将对出海游戏产生重大利好，中国游戏出海迎来了前所未有的机遇与挑战。

表 3：近年来政府出台的与游戏出海相关的支持政策

时间	出台方	相关政策	相关内容
2010 年	新闻出版总署	“中国原创网络游戏海外推广计划”	着力打造具有国际影响力的知名游戏出版品牌和版权交易平台，将对立意新颖、技术先进、体现中华优秀传统文化内涵的网络游戏作品和相关企业给予重点扶持。
2016 年	广州市政府	《广州市人民政府办公厅关于加快动漫游戏产业发展的意见》	积极开拓国内外市场，鼓励动漫游戏“走出去”。
2018 年	上海市政府	《关于促进上海动漫游戏产业发展的若干实施办法》	支持有条件的动漫游戏企业开拓海外市场，尤其是“一带一路”沿线国家和周边国家市场。
2018 年	文化和旅游部产业发展司	《关于推荐动漫游戏产业“一带一路”国际合作项目的通知》	遴选一批国际合作成效与示范带动效应好的动漫游戏产业，作为“一带一路”国际合作项目予以扶持。
2019 年	北京市政府	《关于推动北京游戏产业健康发展的若干意见》	推动游戏“走出去”，要求推进游戏行业国际传播能力建设，发挥游戏国际化表达优势，讲好中国故事。
2020 年	国家对外文化贸易基地（上海）	“千帆计划”	在数字内容生产、数字内容海外推广、优化原创数字内容生产和发展等方面开展服务。
2021 年	中宣部	《关于支持海南自由贸易港建设放宽市场准入若干特别措施意见》	鼓励网络游戏产业发展。探索将国产网结游戏试点审批权下放海南，支持海南发展网络游戏产业。

资料来源：人民网，中国银河证券研究院整理

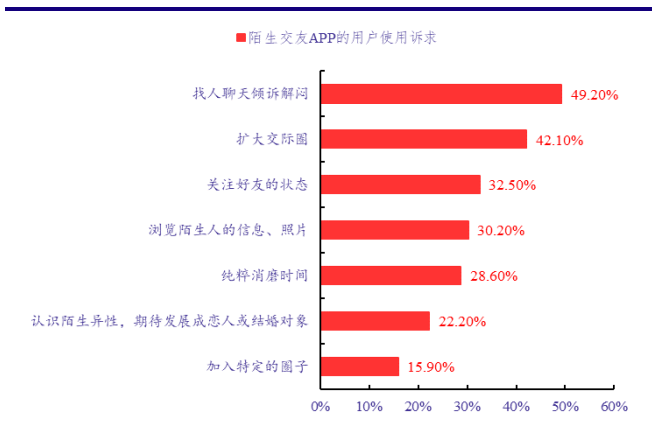
三、聚焦海外年轻客群，社交平台迎爆发期

陌生人社交应运而生。1967年，哈佛大学心理学教授 Stanley Milgram 归纳并提出了“六度分割理论(Six Degrees of Separation)”，该理论表达的观点是：在这个世界上，一个人和任何一个陌生人之间所间隔的人不会超过六个，即最多通过六个人你就能够认识任何一个陌生人，而随着互联网技术的发展，这一理论被应用到了社交网络的发展中。社交网络中将人与人之间关系又分为了强连接和弱连接，在传统社会中，强连接的点为亲人、同学、朋友、同事这些稳定的但传播范围有限的关系；而弱连接则相对于前一种社会关系更广泛的社会认知。传统的强连接社交产品如我们每天都在应用的微信，或称之为熟人社交，而互联网技术的应用使得弱连接得以被利用满足了当代年轻人的社交需求。

(一) 用户需求为本，市场规模逐步扩大

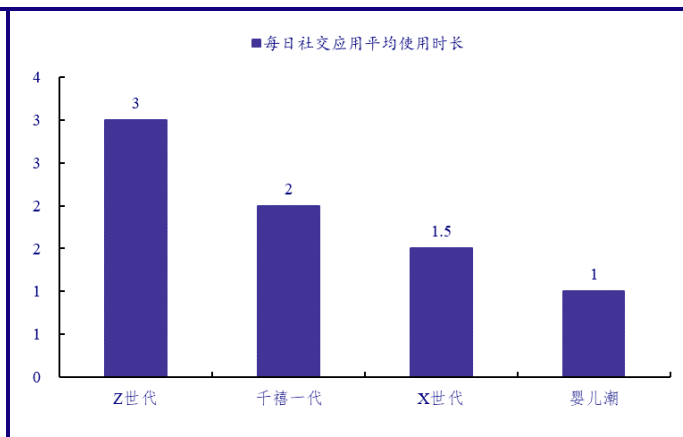
线上交友是移动互联网时代青年们的“必选项”。据《95后社交观念与社交关系调查报告》显示，超八成的被调研用户将社交软件作为拓展人脉圈子的重要途径，其中25.2%的用户表示使用社交软件很频繁，58%的用户选择通过社交软件来寻找伴侣。而Z世代作为目前年轻人口的主力军，追求个性、注重体验、愿意尝试新鲜事物让他们拥有着更加强烈的线上社交需求。据 AppAnnie 数据显示，Z世代人口数量现已占据全球人口的三分之一并成为人口数量最多的一代，全球市场潜力庞大。

图 31：陌生交友 APP 的用户使用诉求



资料来源：极光调研，中国银河证券研究院整理

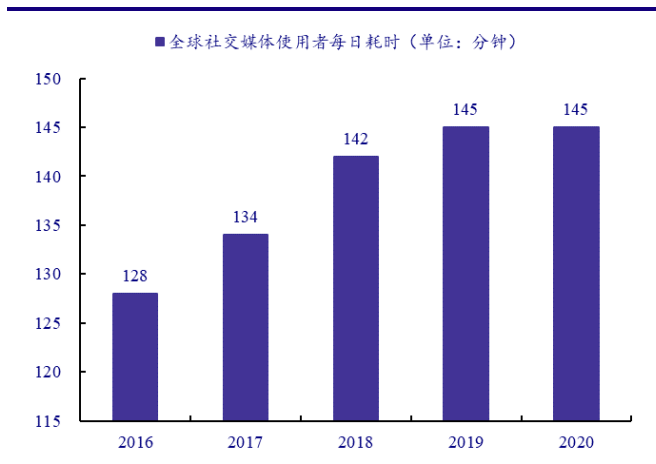
图 32：全球各年龄阶段每天使用社交应用平均时长



资料来源：Social，中国银河证券研究院整理

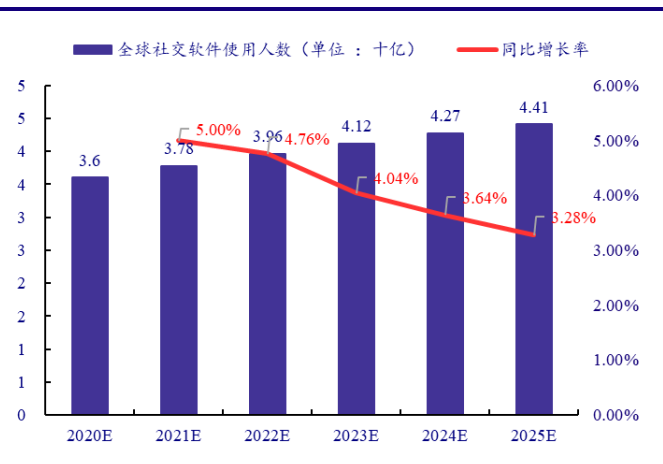
全球社交软件使用时长几乎逐年增加。据 Statistic 显示，社交软件平均使用时长从 2016 年的 128 分钟增加至 2020 年的 145 分钟。Statistic 预计，未来 5 年，全球社交用户数也将从 2021 年的 37.8 亿人增长至 44.1 亿人。随着移动互联网技术的逐渐发展，未来不论是全球市场规模还是增长潜力均十分可观。

图 33：全球社交媒体使用者每日耗时（单位：分钟）



资料来源：Statistic, 中国银河证券研究院整理

图 34：2020-2025E 全球社交软件使用人数（单位：十亿）



资料来源：Statistic, 中国银河证券研究院整理

（二）出海产品起步于新兴市场，逐步放眼全球

全球布局：发达市场产品平分秋色，新兴市场出海产品各显其能。海外陌生人社交平台最初从北美兴起，1995 年 4 月，约会交友网站 Match.com 在美国上线，开创了陌生人交友的先河。随着互联网完成从 PC 时代到移动时代的更迭，Match Group 的规模也越来越大，而 2012 年成立的 Tinder 成为苹果商店和谷歌商店最赚钱的社交应用，同时它的强劲竞争者 Bumble 在 2014 年成立后，一路高歌猛进在 2020 年成为收入第二高的社交 app，并于今年 2 月在美正式上市。

从国内重点公司出海来看，2014 年赤子城科技在海外推出了全球开放式社交平台 MICO，在直播模式的推动下，以极低的获客成本迅速在新兴市场崛起，如今 MICO 已经完成了全球化布局，覆盖了 200 多个国家，用户过亿；2018 年，其又推出以语音社交为主的 Yoho，深耕拥有较高互联网红利的新兴市场并采用本土化方针。今年年初，Yoho 登上海湾国家 APP Store 社交应用畅销榜 TOP10 榜单。2020 年，赤子城科技再次推出新品 Yumy，由于其真实、高效、沉浸式的社交体验，目前已经进入 30 余个国家及地区的社交应用下载榜前 10，在仅上线 1 年的时间里快速积累超过 2000 万的全球下载量。

同为社交平台出海团队的欢聚时代和 Yalla Group 同样发力迅猛。欢聚在 2016 和 2017 年相继推出直播平台 BIGO live 和短视频平台 Likee，在各自的领域均取得了不错的成绩。Yalla Group 在 2016 年推出的语音群聊 Yalla 以阿拉伯语市场为起点，逐步向更多语区拓展，目前已经成为中东北非地区最大的以语音为中心的社交娱乐平台。

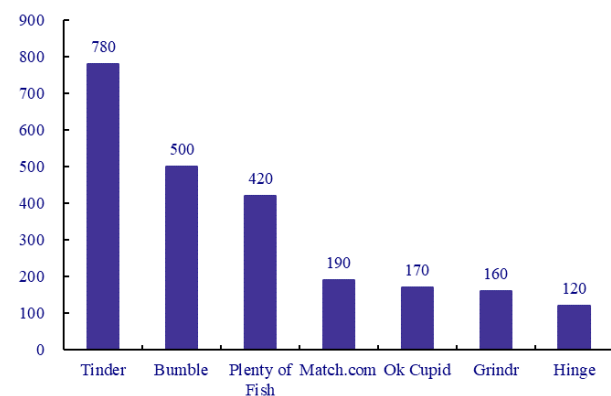
图 35：全球主流陌生人社交平台的发展进程

	海外重点公司	国内重点公司	时间轴									
			2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	Tinder		上线；11月，T用户配对超100万次、留存率达80-90%	赢得Techcrunch年度创业app大奖	Tinder历史总匹配数达到10亿	Tinder Plus会员上线，此后营收一路走高		Tinder gold发布，并且一跃成为app store最赚钱app		营收达到13.55亿美元，成为苹果商店和Google商店最赚钱的app		
	Bumble				被原Tinder的联合创始人之一Whitney Wolfe成立		推出Bumble BFF版本，可在应用内寻找同性好友	推出企业版Bizz，方便用户在职场上的network	Bumble在印度地区上线		9月，MAU达4200万，其中240万为付费用户；在社交约会软件营收上仅次于Tinder，排名第二	2月，在美国纳斯达克上市
	陌陌				主打直播社交的MICO在中东和东南亚地区正式上线				推出以语音社交为主的Yoho，在中东地区大力发展	旗下产品MICO实现盈利；12月，赤子城科技在港交所上市，是国内第一家上市的社交出海公司	6月，正式收购MICO，MICO成为海外第一梯队的陌生人社交平台，全球用户超1亿；视频社交软件Yumy上线	年初，Yoho登上台湾国家的App Store社交应用畅销榜TOP10；Yumy下载量破3千万，并准备率先进行元宇宙改造
	YY						推出直播社交平台BIGO Live	7月，推出Likee短视频应用	BIGO live居于全球下载和收入排行榜第五名，仅次于Netflix	3月，欢聚集团全资收购bigo；第三季度，Likee月活超1亿	Likee成为北美市场用户最大的短视频平台之一，下载量达725万；BIGO Live在全球热门娱乐应用排行榜用户支出榜单和下载榜单中位居第7和第10名	
	YYEC											
	Yalla Group					4月，语音群聊Yalla上线阿拉伯语市场	Yalla增加土耳其语版本，向更多语区拓展	9月，休闲游戏平台Yalla Ludo上线			Yalla成为中东及北非地区最大的以语音为中心的社交游戏平台；第二季度，Yalla Ludo成为阿联酋、沙特等地iOS应用商店下载最多的游戏应用程序	

资料来源：赤子城官网，雅乐官网，中国银河证券研究院整理

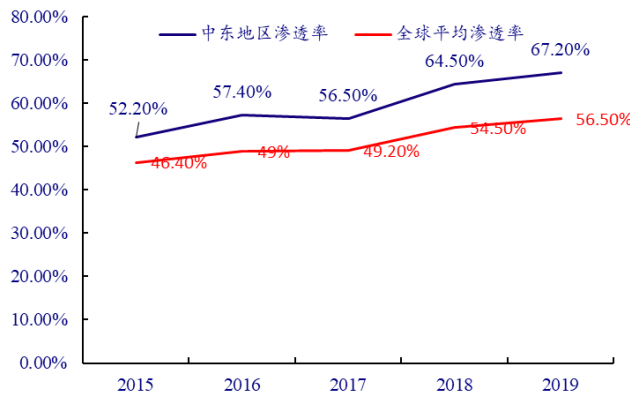
竞争态势：欧美地区竞争激烈，新兴市场前景广阔。欧美地区由于社交产品发展历史较早，竞争格局已较为稳定，逐渐形成以Tinder和Bumble为主导的局面，对于新进入者来说较为困难。据my dating adviser网站统计，在2020年的北美市场占有率排名中，Tinder以780万美元排名第一，紧接着就是市场占有率为500万美元Bumble。剩余公司也均是本地创建历史较久的老牌应用。而新兴市场，例如中东、北非、东南亚等地，陌生人社交市场发展相对较晚，竞争压力相对较小，再加上目前市场需求量较大，对于出海产品来说会相对友好。以MENA（中东及北非）地区举例，MENA地区线下娱乐较为匮乏，年轻人口占比较高，移动互联网渗透率较高，但相对缺少足够的线上应用去满足市场需求，市场前景广阔。

图 36：2020 年北美地区陌生人社交市场占有率（万美元）



资料来源：my dating adviser，中国银河证券研究院整理

图 37：2015-2019 年中东互联网渗透率与全球平均互联网渗透率



资料来源：Statistic，中国银河证券研究院整理

产品功能多样，未来前景可期。我国出海社交产品功能丰富多样。在传统滑动匹配交友模式的基础上创新了语音、视频等多种匹配方式。并且，很多应用又增添了直播、游戏、短视频等多种娱乐元素，通过社交+娱乐的方式打通海外市场，同时进行变现盈利。此外，各家公司在扩张市场上又极其注重发展本土化运营，并均取得良好的成效，未来我国陌生人社交 APP 有望在出海中获得更大的增长点。

表 4：出海产品功能、模式对比

	MICO	Yalla	Likee
所属公司	赤子城科技	Yalla Group	欢聚时代
基础功能	兴趣、滑动匹配	语音匹配	视频匹配
增添功能	直播、短视频、语音房等	语音房、转盘游戏	短视频、直播
本土化运营举例	中东市场，虚拟礼物融入钻石、跑车等本地人偏爱的财富象征元素；日本市场，产品中融入二次元、霓虹等元素，并通过参加漫展等方式和用户互动	根据中东特定的宗教文化、以及喜欢聊天的社交特点打造多对多语音聊天室	在印尼斋戒月期间，发起 Good to Bigood 活动，引起印尼民众的广泛参与
变现模式	直播变现、会员订阅、高级功能购买	虚拟物品消费和升级	直播变现

资料来源：赤子城科技，Yalla Group，欢聚时代，中国银河证券研究院整理

四、国货当道，跨境电商顺势而为

国产品牌崛起，助力国货出海。随着改革开放和加入世贸组织，中国在过去三十年来成为世界工厂，合成了大量的产业上下游资源。凭借长期积累的海外代工经验及硬件设备基础，从大众消费品到高端制造业，国产品牌逐渐向产业链上游攀升。随着中国经济进入高质量发展阶段，以及在跨境电商技术长期积累及消费者多样化需求的催化下，国货的多重优势推动国产品牌崛起并向全球市场突围。

（一）跨境电商快速发展，增长潜力巨大

1. 跨境电商高质量发展，深度融入全球市场

萌芽期（1999-2003）B2B 平台应运而生，交易未能实现闭环。1999 年，B2B 外贸平台开始兴起，阿里巴巴原形 1688.com 被马云创建，打出了“让天下没有难做的生意”的口号，中国中小企业开始接触到海外采购商；同时环球资源、中国制造网、慧聪网等平台也应运而生，跨境电商初具形态。不过，在这一时期以阿里巴巴为首的外贸平台都没有实现交易流程的闭环，实际交易还要靠线下。因此，第一代的 B2B 平台更像是一个商业信息中心，而非真正意义上的电商平台。

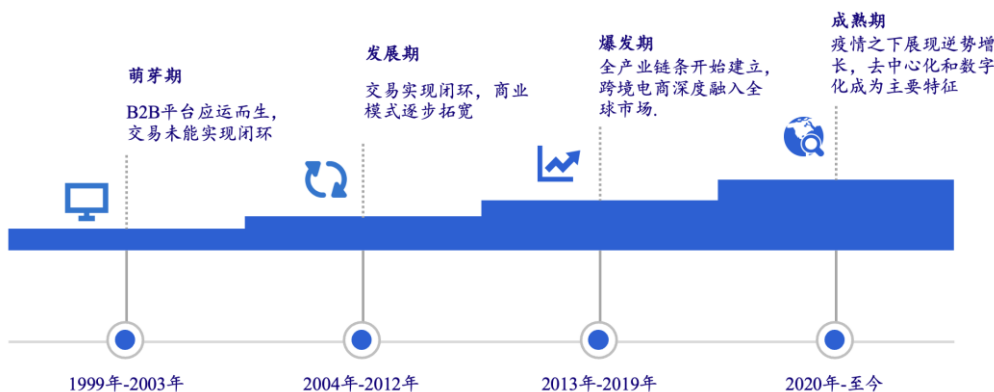
发展期（2004-2012）交易实现闭环，商业模式逐渐拓宽。2004 年，王树彤创办了敦煌网 DHgate，率先将跨境电商交易搬到了线上。从此，跨境电商平台实现了支付、物流、服务等环节的电子化，交易全链路打通。同年，主打担保交易的支付宝应运而生。B2B 行业也因为“支付”迎来了新一轮变革。在商业模式上，各电商平台也由之前单一的会员费逐渐向外拓展。敦煌网创新了“交易佣金”这一变现形式，此外营销服务、支付服务、物流服务等增值收益路径也开始显现。跨境电商开启了快速发展之路。

爆发期（2013-2019）全产业链条开始建立，跨境电商深度融入全球市场。这一阶段，跨境电商全产业链开始建立，跨境电商不再局限于解决“交易”问题，而是打通了从贸易、制造、营销、物流至金融的全链条。2013 年，敦煌网将营销、物流等单点连成生态面，给跨境电商的中小企业提供全方位的能力。同年，阿里成立了菜鸟网络解决零售生态的物流问题；2014 年蚂蚁金服的成立推动支付宝从“支付”单点衍生成今天的金融科技帝国等，各电商公司都在逐步建立起生态服务全产业链。此外，中国电商凭借着自身优势顺利入驻 eBay、亚马逊、速卖通等 B2C 式第三方电商平台，开始深度融入海外市场，同时，为了应对第三方平台逐步增加的运营成本与头部效应等问题，独立站开始兴起，扶持了一批中小企业。我国跨境电商的交易规模在这一时期实现了高速增长，2019 年，我国跨境电商交易规模突破 10 亿元。

成熟期（2020-至今）疫情之下展现逆势增长，去中心化和数字化成为主要特征。这一阶段，我国跨境电商凭借着自身优势以及政府政策的大力支持，在疫情重创全球经济的情况下，进出口贸易额展现了逆势增长，2020 年我国跨境电商进出口 1.69 万亿元，相比于 2019 年增长了 31.1%。此外，去中心化成为了这一阶段的主要特征，除了亚马逊等中心平台外，独立站、直播带货、私域电商、直营电商等模式日益风靡。去年，敦煌网推出

MyyShop，通过瞄准碎片化的各种跨境电商场景，帮助卖家解决了各种问题。同时，数字化驱动的作用在这一阶段也非常明显，需求分析、产品制造与营销、运输物流等都需要数据来做支撑，近年来 SheIn 声名鹊起，其核心原因正是其用数据支撑了整条产业链的发展。

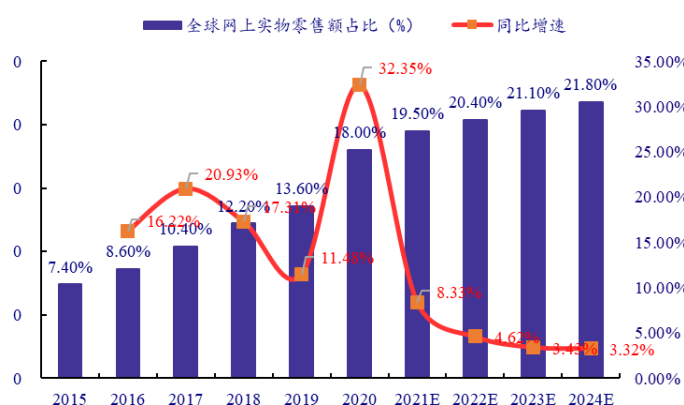
图 38：跨境电商发展历程



资料来源：亿欧智库，中国银河证券研究院整理

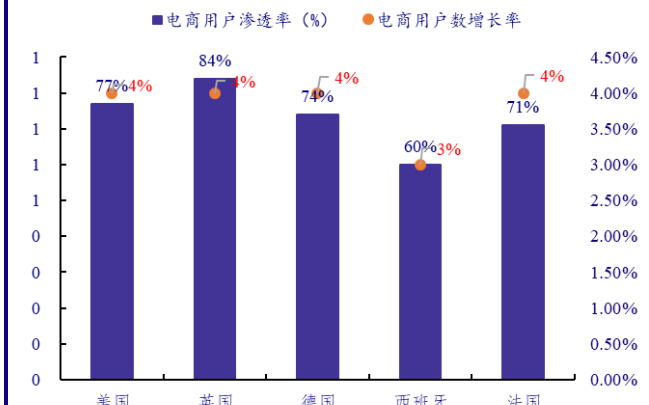
消费习惯迁徙，跨境电商规模持续增长。2020 年疫情在一定程度上改变了消费者的用户习惯，加速了消费习惯转移至线上，据 Statista 数据统计，2020 年全球网上零售额占零售总额的份额达 18%，同比增长 32.35%，预计至 2024 年，全球网上实物零售额或将达到 21.8%。同时，海外欧美等发达国家的电商渗透率已经基本达到了 70%以上的水平，已经形成了良好的电商生态。中国跨境电商规模也因此迅猛发展，从 2015 年到 2020 年，据网经社数据统计，中国出口跨境电商市场交易规模从 4.50 万亿元增长至 9.7 万亿元，增速年均在 20%以上，呈稳健增长态势。

图 39：2015-2024E 全球网上实物零售额占比 (%)



资料来源：Statista，中国银河证券研究院

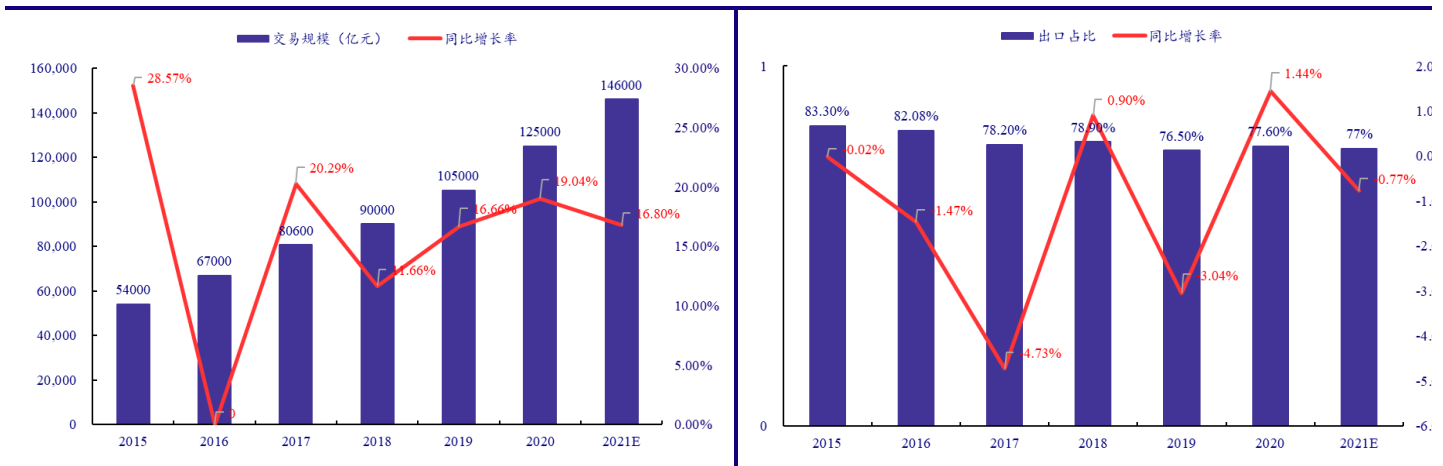
图 40：2020 年全球主要地区零售电商用户概览



资料来源：Statista，The World Bank，德勤，中国银河证券研究院

图 41：2015-2021E 我国跨境电商行业交易规模及增长率

图 42：2015-2021E 我国跨境电商出口占比及增长率



资料来源：网经社电子商务研究中心，中国银河证券研究院

资料来源：网经社电子商务研究中心，中国银河证券研究院

2. 商家分布集中，交易产品种类丰富，轻工业商品为主

供应链和产业链完善，集聚制造业生产要素。从地理位置上看，我国跨境电商主要集中在分布于东南部地区，根据《中国电子商务报告》数据显示，目前我国跨境电商零售进出口总额排名前五的省市分别是广东省、浙江省、河南省、上海市以及天津市，其中广东省的总额远超其他省市。根据我国跨境电商分布的区位特征，归纳出促进跨境电商发展的区位因素有以下两点：一是临近港口的地区，依托港口区位优势，交通便利，进出口物流运输费用低所带来的成本优势会吸引大量外向型产业聚集；二是制造业发达的地区，大量制造业企业集中分布，有利于产业集群的形成，取得规模经济效益。

表 5：各省份优势产业

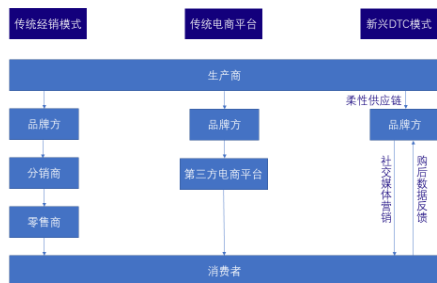
省份	优势产业
广东	电子信息、电气机械、石油化工、纺织服装、食品饮料、建筑材料、造纸、医药、汽车
浙江	纺织、化工、医药、机械、电子
河南	化学制品、氧化铝、电解铝、整车产品、粮食制成品、装备制造业、彩电玻璃、新型电池、血液制品、抗生素原料药和超硬材料
上海	电子信息产品制造业、汽车制造业、石油化工及精细化工制造业、精品钢材制造业、成套设备制造业和生物医药制造业
天津	石油化工、装备制造、电子信息、生物医药、新能源新材料、轻工业
江苏	电子信息产业、纺织产业、医药产业、建材产业、机械产业、石化产业、轻工产业、冶金产业
福建	电子信息业、机械制造业、石油化工
江西	飞机、陶瓷、铜冶炼
安徽	汽车及工程机械、家用电器行业、电子信息产品制造业、软件业、新型建材工业及矿产资源的开发利用、能源、建材、冶金、有色、化工

资料来源：中国国际贸易促进委员会，中国银河证券研究院

(二) DTC 商业模式浪潮兴起，强化竞争优势

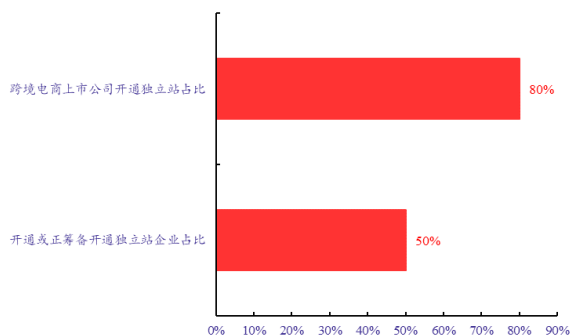
DTC 模式推动跨境电商加速向“去中心化”方向发展。跨境电商传统的商业模式依附于第三方跨境电商平台，但随着 2020 年新冠疫情席卷全球，线上购物需求大增，众多传统的电商平台政策收紧，许多跨境电商纷纷转型经营独立站，在疫情“新常态”下逆势突围、取得了业务增长。在这波转型热潮中，DTC 营销模式脱颖而出、备受青睐，帮助众多跨境电商实现业务模式上质的飞跃。DTC 模式，即 Direct-to-consumer，卖家通过互联网和终端买家直接联系，去中心化、平台化和去中间商差价，以消费者为终端，整合线上线下载生态系统中的营销、支付、物流和售后工具来管理并扩大业务。

图 43: DTC 模式图



资料来源：中国银河证券研究院整理

图 44: DTC 独立站中国市场表现



资料来源：亿邦智库，中国银河证券研究院整理

对比于传统经销模式，DTC 品牌模式优势显著。一是塑造差异化品牌形象，打破跨境电商出口行业同质化程度高的限制，构建行业壁垒，突出品牌自身特色优势；二是进入门槛低，起步快，通过摆脱第三方平台等约束进行自主研发、自主销售，极大降低中间成本，发挥成本优势；三是卖家可与买家建立直接联系，通过买家的实时反馈掌握精准信息，积累自有用户数据，而后从消费者最真实的体验和反馈出发，对下一代产品进行相应改良和升级，以致提升消费者购物体验，塑造良好品牌形象。

表 6: 传统电商平台模式与 DTC 新兴模式比较

传统电商平台模式	DTC 新兴模式
中心化、平台化	去中心化、平台化
有中间商	去中间商差价，直接面向消费者
同质化程度高	差异化品牌认知
运营效率较低	运营效率较高
与消费者互动较少	通过社交媒体与消费者紧密互动，借助数字化优势，以消费者需求为核心，通过数据和用户反馈及时改变产品
依靠跨境电商平台的流量机制，用户粘性较低	建立自己的私域流量池，提高复购和回购率，新品信息更容易传达到用户，更快建立起用户粘性

资料来源：亿邦智库，中国银河证券研究院整理

(三) 多重利好推动跨境电商高质量发展

1. 政策进一步支持，商业化前景广阔

国家政策进一步利好跨境电商。近年来多项政策出台支持跨境电商发展，从国际大环境上看，区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）即将生效，利好跨境电商加速发展，有力支撑双循环发展，助力构建全方位、多层次、立体化的对外开放格局。从政策跨境电商运营体系看，跨境电商享福利，税收政策优惠多。目前，中国跨境电商综合试验区已有 105 个，实行对综合试验区内跨境电商零售出口货物按规定免征增值税和消费税、企业所得税核定征收等支持政策。2021 年 6 月 22 日国务院常务会议指出，下一步要扩大跨境电商综合试验区试点范围，推动外贸升级。

表 7：近三年国家利好跨境电商政策

时间	部门	目标领域	文件	政策内容
2019.3	国务院	跨境电商	2019 年两会	将改革完善跨境电商等新业态扶持政策。推动服务贸易创新发展，引导加工贸易转型升级、向中西部转移
2019.6	国家发改 委、生态 环境部、 商务部	跨境进出 口电商	《推动重点消费品 更新升级畅通资源 循环利用实施方案 (2019-2020 年)》	聚焦汽车、家电、消费电子产品领域，巩固产业升级势头，增强市场消费活力，提升消费支撑能力，畅通资源循环利用，促进形成强大国内市场，实现产业高质量发展。
2019.11	国税总局	退/免税	《关于跨境电子商务综合试验区零售出口企业所得税核定征收有关问题的公告》	跨境电子商务综合试验区内核定征收的跨境电子商务零售出口企业，主要可以享受两类优惠政策：一是符合《财政部税务总局关于实施小微企业普惠性税收减免政策的通知》规定的小型微利企业优惠政策条件的，可享受小型微利企业所得税优惠政策。二是属于《中华人民共和国企业所得税法》第二十六条规定的免税收入的，可享受相关政策。
2019.12	财政部	跨境进口 电商	《跨境电子商务零售进口商品清单 (2019 年版)》	为落实国务院关于调整扩大跨境电子商务零售进口商品清单的要求，促进跨境电子商务零售进口的健康发展，整扩大跨境电商零售进口商品清单
2020.3	海关总署	跨境电商	《海关总署关于跨境电子商务零售进口商品退货有关监管事宜公告》	跨境电子商务出口企业、特殊区域内跨境电子商务相关企业或其委托的报关企业可向海关申请开展跨境电子商务零售出口、跨境电子商务特殊区域出口、跨境电子商务出口海外仓商品的退货业务。
2020.4	国务院	跨境电商	国务院常务会议	推出增设跨境电子商务综合试验区、支持加工贸易、广交会网上举办等系列举措，积极应对疫情影响努力稳住外贸外资基本盘

2020.4	国税总局	退/免税	新闻发布会	新设 46 个跨境电商综合试验区，对综合试验区内跨境电商出口货物实行免征增值税和消费税、企业所得税核定征收等支持政策。
2020.5	国家外汇管理局	跨境电商	《关于支持贸易新业态发展的通知》	从事跨境电子商务的企业可将出口货物在境外发生的仓储、物流、税收等费用与出口货款轧差结算。跨境电子商务企业出口至海外仓销售的货物，汇回的实际销售收入可与相应货物的出口报关金额不一致。跨境电子商务企业按现行货物贸易外汇管理规定报送外汇业务报告。此外，跨境电商平台企业可为客户代垫与跨境电子商务相关的境外仓储、物流、税收等费用。从事跨境电子商务的境内个人，可通过个人外汇账户办理跨境电子商务外汇结算。
2020.6	海关总署	跨境电商	《关于开展跨境电子商务企业对企业出口监管试点的公告》	自 2020 年 7 月 1 日起，跨境电商 B2B 出口货物适用全国通关一体化，也可采用“跨境电商”模式进行转关。首先在北京、天津、南京、杭州、宁波、厦门、郑州、广州、深圳、黄埔海关开展跨境电商 B2B 出口监管试点，根据试点情况及时在全国海关复制推广，有利于推动外贸企业扩大出口，促进外贸发展
2020.7	商务部	跨境电商	例行新闻发布会	继续加大政策、制度、管理和服务创新，加快推动跨境电商健康有序发展
2020.8	国务院	跨境电商	《关于进一步做好稳外贸稳外资工作意见》	更好发挥出口信用保险作用，积极保障出运前订单被取消的风险；以多种方式为外贸企业融资提供增信支持；进一步扩大对中小微外贸企业出口信贷投放；支持跨境电商平台、跨境物流发展和海外仓建设等
2020.11	国务院办公厅	跨境电商	《关于推进对外贸易创新发展的实施意见》	发挥自由贸易试验区、自由贸易港制度创新作用，不断提升贸易便利化水平，优化进出口管理和服务，强化政策支持，加强国际物流保障，提升风险防范能力。促进跨境电商等新业态发展，推进市场采购贸易方式试点建设。积极推进二手车出口，加快发展新兴服务贸易，加快贸易数字化发展。
2020.12	国务院关税税则委员会	关税调整	《2021 年关税调整方案》	自 2021 年 1 月 1 日起，我国将对 883 项商品实施低于最惠国税率的进口暂定税率。相应取消金属废碎料等固体废物进口暂定税率，恢复执行最惠国税率。根据我国与有关国家或地区签订并生效的自由贸易协定或优惠贸易安排，2021 年我国将对原产于相关国家或地区的部分进口商品实施协定税率。
2021.3	十三届全国人大四次会议	跨境电商	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	加快发展跨境电商，鼓励建设海外仓，保障外贸产业链供应链畅通运转。

2021.7	国务院办公厅	跨境电商	《国务院办公厅关于加快发展外贸新业态新模式的意见》	完善跨境电商发展支持政策。在全国适用跨境电商企业对企业（B2B）直接出口、跨境电商出口海外仓监管模式，完善配套政策。便利跨境电商进出口退换货管理。优化跨境电商零售进口商品清单。稳步开展跨境电商零售进口药品试点工作。引导企业用好跨境电商零售出口增值税、消费税免税政策和所得税核定征收办法。
2021.7	商务部	跨境电商	《“十四五”商务发展规划》	推动外贸创新发展，开展跨境电商“十百千万”专项行动、规则和标准建设专项行动、海外仓高质量发展专项行动等，到 2025 年，使跨境电商等新业态的外贸占比提升至 10%。
2021.9	服贸会国 企电商论 坛	跨境电商	《国企电子商务创新发展行动计划》	推动跨境电商协同发展
2021.10	商务部、 中央网信 办、发展 改革委	跨境电商	《“十四五”电子商务发展规划》	支持跨境电商高水平发展。鼓励电商平台企业全球化经营，完善仓储、物流、支付、数据等全球电子商务基础设施布局，支持跨境电子商务等贸易新业态使用人民币结算。推动数字领域国际合作走深走实。深化共建“一带一路”国家电子商务合作，积极发展“丝路电商”，推动各国中小企业参与全球贸易，支持数字产业链全球布局，促进全球电子商务供应链一体化发展。
2021.11	商务部	跨境电商	《“十四五”对外贸易高质量发展规划》	积极发展丝路电商。拓展丝路电商全球布局，建设“一带一路”电子商务大市场。创新发展丝路电商合作框架，推进合作机制建设，丰富合作层次，促进产业对接，扩大产品进出口，支持地方和企业与伙伴国深度合作，培育地方合作集群，推动电商企业加强海外网络建设，加强模式创新和治理经验分享。推进电子商务领域规则谈判，构建电子商务国际规则体系。

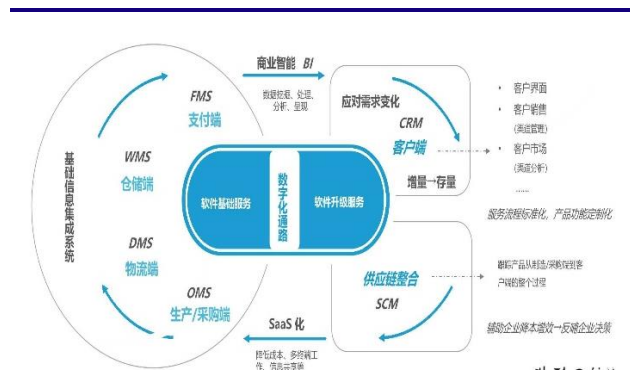
资料来源：中国政府网，国家税务总局，海关总署，国家外汇管理局，商务部，中国银河证券研究院整理

2. 跨境物流时效性增强，跨境支付交易便捷性提高

跨境服务提升支撑跨境电商崛起。一方面，跨境电商物流国际合作不断加深，线下物流体系持续发展，跨境物流时效性因此增强，进一步提升消费者购买网购意愿。以菜鸟国际举例，其提供的“5 美元 10 日达”实现了在 10 个工作日内，将中国商家的产品从国内送到海外。另一方面，移动支付快速普及，电子交易合规持续发展，跨境支付交易便捷性提高。从全球市场来看，据 Statista 数据统计，2020 年全球数字支付市场规模达到 54746 亿美元，同比增速达 15.77%。此外，中国中央政府以及地方政府，都在积极的鼓励银

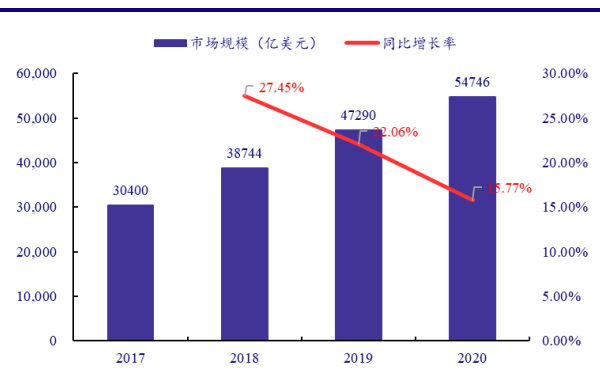
行、支付机构参与到跨境支付当中，为跨境电子商务提供便利化的外汇结算服务，提升结算效率。此外，跨境服务行业围绕市场导向的发展也将有效助力跨境电商崛起。

图 45：跨境软件服务行业发展趋势



资料来源：亿欧智库，中国银河证券研究院整理

图 46：2017-2020 年全球移动支付市场规模情况



资料来源：Statista，中国银河证券研究院整理

3. 跨境电商投资增加，商业化前景广阔

跨境电商市场活跃，迎来发展红利。根据天眼查数据显示，2020 年跨境电商项目共产生融资事件 56 起，披露金额达 186 亿元。2021 上半年，网经社数据统计，中国跨境电商共发生 29 起融资，同比上涨 222%；融资总额超 78.1 亿元，同比增长 324.45%。根据网经社“电数宝”电商大数据库披露的数据，2021 年 7 月份，跨境电商领域共有 9 家平台及服务商，共计获得了超过 58.5 亿元的融资。

表 8：2021 年至今中国跨境电商融资事件

时间	融资事件数	融资方	融资总额
1 月	2	店小秘、马帮	超 1.5 亿
2 月	2	易仓科技、船长 BI	超 3.74 亿
3 月	7	集海科技、空中云汇、马帮、洋码头、CUPSHE、积加、亿数通	超 10.8 亿
4 月	8	智六科技、芒果海外仓、行云集团、易网创新科技、Pongo、爱客科技、细刻、速网电商	超 50.8 亿
5 月	4	领星、Lilysilk、骆驼数科、墨谷	超 2.4 亿
6 月	10	全量全速、SHOPSHOPS、WOOK、橙意出海、17Track、Skyee、数魔跨境、店小秘	超 8.8 亿
7 月	9	patpat、KK 集团、积加、Qbit 趣比汇、客优云、稻米云、TYMO、COZMOX	超 58.5 亿
8 月	6	纵腾集团、亿数通、PatPat、泛鼎国际、易仓科技、马帮	超 16.6 亿
9 月	6	武狄实业、空中云汇、XTransfer、感度汽配、川流、Cider	超 24.2 亿
10 月	4	擎天全税通、邑炎科技、驿玛科技、环世物流	超 20 亿

资料来源：网经社，中国银河证券研究院整理

五、短视频国际化持续推进，市场领先出海提速

短视频具备全球基因，国际化布局成型。10月28日，以商务部，中宣部，文化部等为首的17个部门联合发表了《关于支持国家文化出口基地高质量发展若干措施的通知》，其中第二十三条内容明确表示：鼓励有条件的企业建设覆盖全球的新媒体平台，助推优质文化内容“走出去”。尽管国内以短视频和直播为核心的新媒体平台在近几年发展迅速，但在国内市场流量成本不断走高的情况下，各短视频平台的获客成本压力愈加明显，我们认为目前中国部分厂商在短视频相关赛道已经达到了国际领先水平，在国家政策大力支持的背景下，短视频国际化有望突破国内流量竞争的天花板，成为中国各大厂商实现业务增长的新赛道。

（一）短视频海外持续发酵，全球化布局逐步发力

萌芽期（2014-2016）嗅到海外市场先机，巨头开启试探性出海。

我国短视频行业发展较早，2014年4G网络的普及促进了短视频分发渠道的逐步多元化。并且，随着快手和抖音在2015年和2016年依靠智能算法迅速抢占风口，互联网巨头开始了对于短视频行业的相继布局，国内短视频行业迎来了爆发式的增长。此时，与国内竞争激烈的局面相比，海外短视频市场还存在着较大空缺。广阔的海外市场和潜在的用户增量不断吸引短视频企业走出国门，进行海外扩张。

2014年成立的Musical.ly拉开了中国短视频出海的序幕，其是一款成立于中国但主营美国市场的音乐短视频创作社区平台。并且，在其成立的第二年，Musical.ly就在ios榜单中排名第一，成为30多个国家下载次数最多的免费应用程序。开始了正式的国际化运营试水阶段。次年9月字节跳动也在推出了海外版今日头条——TopBuzz后上线了TopBuzz Video，并很快跃居北美google play榜单前列。自此字节开始着手布局短视频业务。2016年9月，字节推动了海外版西瓜视频BuzzVideo的上线，与此同时，欢聚时代作为最早一批布局海外市场的中国互联网企业，也在2015年正式开展了bigo海外业务板块的布局。并在2016年，推出了旗下头部直播平台BIGO live。

发展期（2017-至今）产品不断推陈出新，海外市场逐步扩大

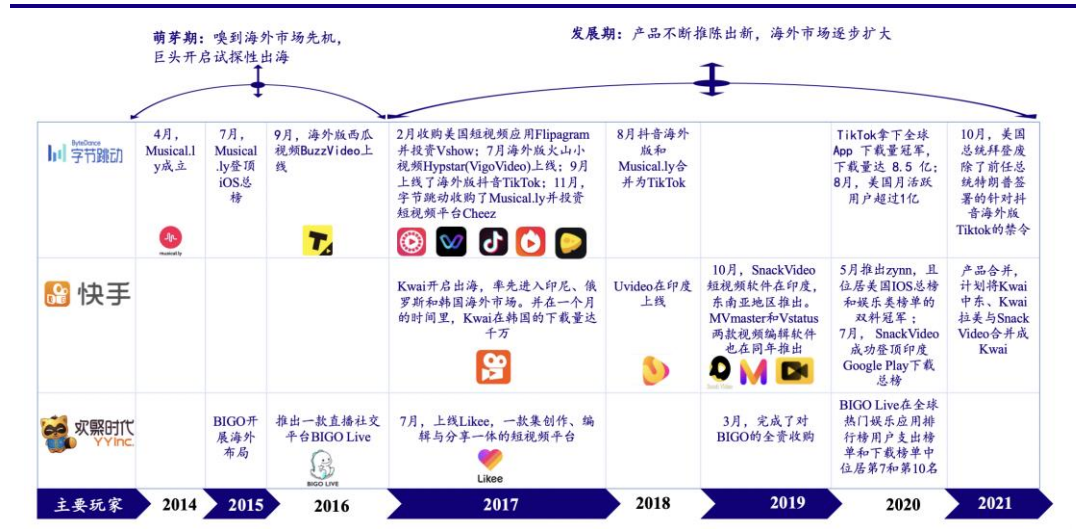
在此阶段，国内短视频行业爆发期已过、行业竞争格局已渐趋稳定，国内外互联网巨头纷纷加入海外市场，从对海外产品实施投资收购的早期发展策略转变为对自身产品不断推陈出新。2020年海外疫情的爆发、人们被迫居家隔离也为出海应用带来了新的机遇，争取拓展更广阔的海外疆土成为短视频巨头谋求高效益的热门选择。

2017年2月，字节跳动收购了美国Flipagram，并投资了Vshow。9月，抖音国际版TikTok在美国正式推出，迅速成为海外短视频行业的一匹黑马。两年之内其下载量便达到了4600万，成为了美国群众最受欢迎的一款APP之一。2020年，尽管TikTok相继受到了美、印政府的封禁政策，但仍扛住压力收获了全球大量用户的支持，拿下了全球App下载量冠军，下载量达8.5亿次。随着美国总统拜登与今年10月废除了前任总统特朗普签署的针对TikTok的禁令，并签署新的行政令以代之，这一举措将更有利于TikTok之后在全球范围内的扩张。

同一阶段，欢聚时代和快手也在相继进行着海外扩张。2017年7月，欢聚时代上线了主打短视频社交领域的Likee，与去年推出的BIGO Live一起为公司拓展其海外市场。2019年3月，欢聚时代也完成了对BIGO余下68.3%股份的全资收购，进一步加速了其全

全球化布局。2020 年，BIGO Live 依靠其多样的社交玩法以及推荐算法，受到全球范围内多个国家的用户欢迎，成为全球热门娱乐应用排行榜用户支出榜单的第 7 名以及应用下载量第 10 名。快手在 2017 年也加入了短视频出海的历程。首先，其海外版本 Kwai 开始出海，分别进入了印尼、俄罗斯和韩国市场。紧接着，快手于 2019 年 10 月上线的 SnackVideo 突然在 2020 年迅猛发力，排名从印度 google play 的 200 开外进行直线上升，7 月份成功登顶，下载量达 2300w。今年，为了迎接更激烈的海外竞争，快手积极做出战略调整，计划进行产品合并，将 Kwai 中东、Kwai 拉美与 SnackVideo 合并成 Kwai。

图 47：中国短视频行业主要玩家出海历程梳理



资料来源：字节跳动，快手，欢聚时代，中国银河证券研究院整理

(二) 成熟市场竞争激烈，新兴市场迅速起量

1. 成熟市场：竞争激励，本土巨头不容忽视

以北美为例。北美短视频行业整体发展较早，现阶段竞争较为激烈，主要玩家可以划分为中国公司旗下的短视频平台和美国本土的互联网巨头两大类。

- 在中国背景的玩家中，字节跳动旗下的海外版抖音 TikTok 自 2017 年在美国上线后就一炮而红，2020 年即使身陷美国政府封禁政策的漩涡也得到了众多美国群众的支持，以绝对性的优势引领其他短视频平台的发展；欢聚集团旗下的 Likee 增长也十分迅猛，自 2020 年以来，Likee 成为北美市场用户最大的短视频平台之一；
- 美国本土互联网巨头感受到短视频行业的福利后也纷纷推出了相应的功能，抢占市场。2019 年，Facebook 开始在 Instagram 原有平台的基础上增添了短视频功能，推出了 Instagram Reels；音乐社交平台 Triller 也开始仿照 TikTok 的产品特点逐渐走向泛娱乐化道路。其他产品如 Byte、Google 旗下的 Youtube Shorts 虽然起步较晚，但也占据了一定的市场份额。

图 48：北美市场主要玩家关键事件总结

主要玩家	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
TikTok			9月TikTok在美国正式推出后，凭借着其出色的内容运营和精准算法迅速成为海外短视频行业的一匹黑马；11月，字节跳动收购了成立于中国，主营美国市场的 Musical.ly	8月抖音海外版和 Musical.ly 合并为 TikTok	TikTok 下载量达到 4600 万，深受美国民众的喜爱	7月31日，美国前任总统特朗普宣布计划禁止 TikTok 在美运营；8月，TikTok 在美月活跃用户超过 1 亿，约占美国总人口的 1/3	10月，美国总统拜登废除了前任总统特朗普签署的针对抖音海外版 TikTok 的禁令；如今，TikTok 全球已经突破 25 亿次下载，月活用户超过 8.5 亿
Likee			7月，Likee 正式上线，是一款集创作、编辑与分享于一体的短视频平台，还具有直播功能	2月，Likee 凭借 4D 魔法功能登上美国 iTunes 排行榜榜首。	MAU 在第三季度超过 1 亿	MAU 在第二季度已超 1.5 亿	
Reels				Instagram 的 MAU 超过 10 亿，且大于 60% 的用户年龄在 34 岁以下，已形成完备的年轻用户池		7月，Reels 正式登陆包括美国在内的全球 50 余个市场	
Triller	7月 Triller 正式上线				3月，MAU 达 1300 万	7月，MAU 突破至 6500 万；8月，美国前任总统特朗普入驻 Triller；Triller 登顶美国区 APP Store 的摄影录像类别，累计新增下载次数超过 3500 万	

资料来源：TikTok, Likee, Triller, Instagram Reels, 中国银河证券研究院整理

中国出海短视频 App 目前发展态势良好。通过对比 Instagram Reels 和 Triller 两个北美本地背景的主要玩家，可以看出 TikTok 几乎在各个领域都以绝对优势胜出，尤其是在产品本地化运营和变现模式方面，并引领了北美市场上短视频行业的发展。Likee 产品功能多样，且已经开始商业化进程，尽管目前在用户粘性上不占优势，但未来发展前景广阔，有望实现更大的突破。

图 49：中美短视频玩家优势对比

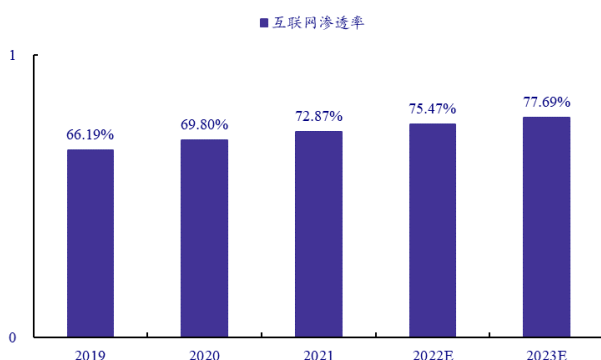
	 字节跳动	 欢聚时代	 Facebook	 Triller
视频多功能剪辑	√	√	√	
平台支持直播	√	√	√	
月活跃用户人数超1亿	√	√	√	
日均使用时长超30min	√		√	
实现海外本地化运营	√	√		
具有内容创作者激励计划	√	√		√
目前已实现变现	√	√		

资料来源：TikTok, Likee, Reels, Triller, 中国银河证券研究院整理

2. 新兴市场：市场潜力无限，互联网红利庞大

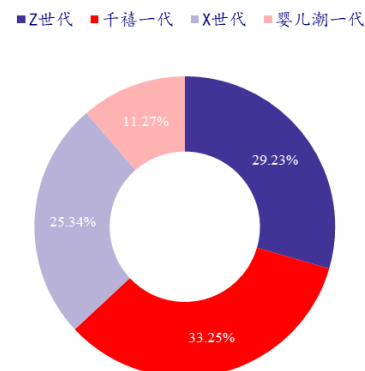
以东南亚印尼为例。据 Statistic 数据披露，2021 年东南亚互联网整体渗透率高达 69%，与中国的 70.6% 水平相当，是新兴市场中的主导力量。印尼是东南亚第一大经济体、全球第四人口大国，互联网行业发展前景广阔，预计 2023 年印尼的互联网渗透率可以高达 77.69%。据德勤报告数据显示，在印尼的人口年龄分布中，Z 世代占总人口的 29.23%，比例位居第二位，第一位则是占比为 33.25% 的千禧一代。年轻化的人口结构也使印尼拥有着庞大的互联网人口红利，特别是 Z 世代，从出生就成长在互联网信息时代中，非常容易成为短视频应用的忠实用户群体。

图 50：2019 年-2023 年印度尼西亚互联网渗透率



资料来源：Statistic, 德勤, 中国银河证券研究院

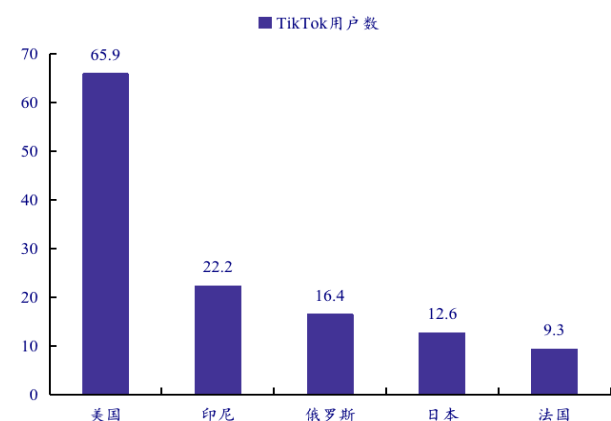
图 51：2017 年印尼人口年龄结构分布百分比



资料来源：德勤, 中国银河证券研究院

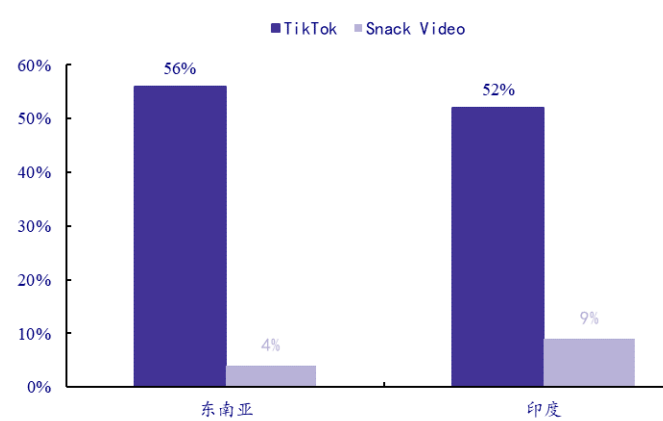
仍有较大增长空间。目前，字节旗下的 TikTok 和快手的 Snack Video 已相继进入东南亚市场，拥有了一定的市场份额，形成了新的竞争局面。据 eMarketer 数据显示，2020 年印尼是 TikTok 用户数量第二多的国家，拥有 2,220 万的用户数量；而于 2019 年进入东南亚市场的快手 SnackVideo 在去年开始发力，冲进印度尼西亚的 Google Play 总榜前十；根据 Sensor Tower 数据显示，目前 TikTok 和 Snack Video 在东南亚市场上分别有 56% 和 4% 的渗透率，在印尼市场上分别占有 52% 和 9% 的渗透率，增长空间依旧广大。

图 52：2020 年 TikTok 在海外用户数 TOP5 排行（单位：百万）



资料来源：eMarketer，中国银河证券研究院

图 53：TikTok 和 Snack Video 分别在东南亚和印度的渗透率



资料来源：Sensor Tower，中国银河证券研究院

（三）商业变现以广告和直播电商为主

随着短视频行业发展不断成熟，其盈利模式逐渐多样化。目前，短视频主要有五种盈利模式，分别是广告变现、直播变现、电商变现、内容变现和会员变现。以 TikTok 为例，作为目前海外最大的短视频平台，其变现模式也主要这五种方式呈现。

表 9：短视频盈利模式

盈利模式	简介
广告变现	通过品牌投放广告获得的收入
直播变现	平台将用户对主播的打赏进行分成
电商变现	网红经济与电商相结合，向商家收取佣金和手续费
内容变现	将平台高品质和专业性较强的内容对用户进行收费，并与内容创作者分红
会员变现	为用户提供相关会员权利，收取对应会员费用

资料来源：吃鲸 MCN，中国银河证券研究院整理

海外变现模式有望进一步拓展。TikTok 作为目前海外最大的短视频平台，盈利模式主要包括广告变现、直播变现、电商变现、网红营销、DOU+推广和社媒矩阵六种。而与 TikTok 相比，抖音在中国发展已日趋成熟，其变现模式更加细分与多样。在与 TikTok 共有的变现模式基础上，还多了流量变现、知识付费与会员制等。由此可以看出 TikTok 的变现模式在之后的海外扩张中，有望实现进一步扩展。

表 10: 抖音与 TikTok 商业模式对比

盈利模式	变现方式	
	抖音	TikTok
广告变现	提供广告投放服务, 收取商家在平台投放广告费	✓
直播变现	平台分成主播打赏收入	✓
电商变现	开通平台购物车功能, 收取商家手续费和佣金	✓
流量变现	分为线上, 线下两种; 用户在抖音平台上看到商家的宣传, 进而去线上小程序或者线下实体店变现; 抖音与商家分红收益	
网红营销	商家与 TikTok 网红合作宣传产品, 抖音与商家分红收益	✓
DOU+推广	视频加热工具, 为用户增加流量	✓
社媒矩阵	为用户打造个人垂直 TikTok 账号	✓
知识付费	对一些具有专业性内容的直播课进行收费	
会员制	提供会员权利, 收取会员费用	

资料来源: 吃鲸 MCN, CSDN, 中国银河证券研究院整理

广告变现: 类型多样, 需求空间大。2020 年, TikTok 推出了 TikTok For Business 广告投放平台, 分别提供五种类型的广告投放服务。广告类型不仅多样化, 还将品牌与用户连接了起来, 吸引了 NBA、美宝莲、Calvin Klein、华盛顿邮报等大量知名品牌的入驻。目前 TikTok 在海外的广告变现增速也十分迅猛, 未来可期。据《晚点 LatePost》数据显示, 字节海外产品的每日广告收入从 2020 年 11 月的 400 万美元增长至 2021 年 5 月的 900 万美元, 其中主要来自 TikTok。

表 11: TikTok 广告分类

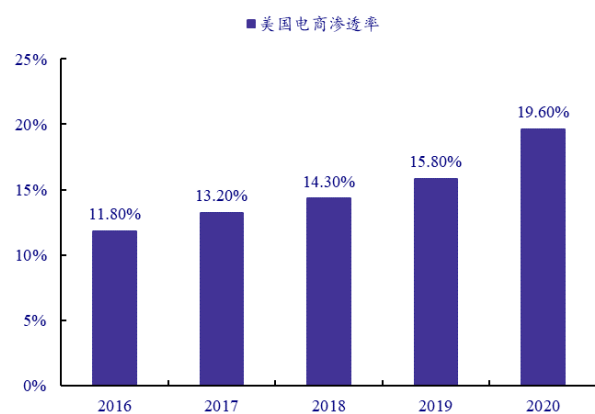
广告类型	简介	特点	定价
In-feed video ads (信息流广告)	用户滚动 For You 页面时出现在视频之间的视频广告	<ul style="list-style-type: none"> 时长: 一般为 9-15 秒 支持各种 call-to-action (下载软件、进入官网) 	\$10/千次展示
Brand takeover (品牌开屏广告)	用户打开应用时出现的第一个全屏广告	<ul style="list-style-type: none"> 时长: 3-4 秒 静态图片、GIF 视频, 并提供跳转品牌 tag 或官网链接 	\$50,000/天
Top View ads (原生开屏广告)	用户打开应用时出现的全屏广告, 并且在 3 秒后会自动转入普通信息流的广告样式	<ul style="list-style-type: none"> 时长: 最长可达 60 秒 支持添加 call-to-action 	\$65,000/天
Branded effects (贴纸定制广告)	TikTok 为品牌提供特定的贴纸和滤镜, 可以添加到其广告视频中	<ul style="list-style-type: none"> 时长: 可持续 10 天 鼓励用户与品牌互动 	\$150,000/周
Branded hashtag challenge (品牌 hashtag 挑战广告)	品牌可以要求用户上传特定的挑战视频, 上传时要添加品牌标签	<ul style="list-style-type: none"> 时长: 持续 6 天 用户点击品牌 tag 即可参与挑战 	\$45,000/月

资料来源: TikTok, 白鲸出海, 中国银河证券研究院整理

直播电商变现: 深入发展并持续升温。欧美电商虽然起步较早, 但以美国为代表的成熟市场数据看, 渗透率仍有较大发展空间。据 Digital Commerce 360 数据披露, 2019 年美国电商渗透率为 15.8%, 大部分顾客还是习惯于去线下购物。新冠疫情期间, 人们被

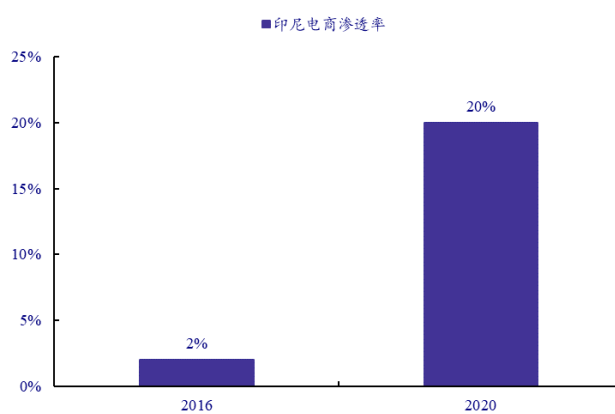
迫居家隔离才逐渐开始养成线上购物的习惯，2020 年美国电商渗透率增长至 19.6%。对比于成熟市场，以印尼为代表的新兴市场电商业务发展更为迅猛，根据 TECHINASIA 的数据显示，印尼的电商渗透率从 2016 年的 2% 增长至 2020 年的 20%。目前，字节跳动电商业务最新目标为 3 万亿 GMV，其中 TikTok 电商 GMV 目标为 2 万亿，由此研判海外直播电商是更具无限增量潜力的市场。

图 54：2016 年-2020 年美国电商渗透率



资料来源：Digital Commerce 360，中国银河证券研究院整理

图 55：2016 年与 2020 年印尼电商渗透率



资料来源：TECHINASIA，中国银河证券研究院整理

六、投资建议及重点推荐标的

游戏出海：随着互联网平台竞争进入相对稳定期，国内流量成本波动成为长期趋势，我们认为，未来游戏行业将以高品质研发来提高游戏成功率及收入能力，从而对冲流量成本上升造成的小幅影响。同时，出海进程的不断加速与国内研发商市场地位的提升，有望为国内游戏厂商贡献新的增长空间，估值和业绩有望双提升。长期来看，游戏行业仍然具备较好的成长性，具有强研发实力的厂商将享有红利，市场集中度和头部稳定性都将提升，建议关注具备出色研发能力的**腾讯控股（0700.HK）、网易-S（9999.HK）、三七互娱（002555.SZ）、祖龙娱乐（9990.HK）、心动公司（2400.HK）**。

【**腾讯控股**】公司旗下的腾讯游戏是全球规模最大的游戏研发和发行平台，已面向中国及海外市场推出了 400 余款产品，连接了 200 多个国家和地区，与多家海外领先企业如 Riot Games、Supercell、Epic Games、Activision Blizzard、任天堂等展开投资与合作，为海外业务的持续增长奠定坚实基础。腾讯常年位于中国手游发行商在全球 App Store 和 Google Play 的收入排名首位，旗下拥有在海外表现突出的《PUBG MOBILE》《英雄联盟》等具有知名 IP 的手游，出海收入预计将保持强劲增长。

【**网易**】网易是中国领先的游戏开发公司，一直处于网络游戏自主研发领域的前端，凭借其历年来稳定的精品游戏输出，已连续多年位居全球手游发行商收入排行榜前列。在诸多网易游戏在海外成绩斐然后，网易决定开展电竞体系的输出，目前网易已成功打造荒野行动 CHAMP、第五人格 COA、TOP Clans 等多个成功的海外赛事品牌，预计未来，网易会在海外大力发展其电竞市场，进一步扩大其海外的商业版图。

【**三七互娱**】三七互娱多款出海产品表现优异，如《Puzzles & Survival》在 2021 年 7 月实现 17.5% 环比增长的基础上，8 月该游戏收入再度提升 19%，成绩斐然。今年上半年海外市场收入超 20 亿元，同比增长 111.03%，占公司总营收的 27.12%。此外，三七互娱一直积极打造“全球化”产品，从游戏研发阶段便与 CP 深度绑定，制定了“因地制宜”的战略，和“产品多元化、运营精细化”这两大方向，未来海外市场前景广阔。

【**祖龙娱乐**】公司拥有开发精品移动游戏能力及良好市场口碑，不断推出现象级精品游戏。在 2017 年至 2019 年间，按海外市场的 iOS App Store 及 Google Play 产生的自研 MMORPG 流水计算，公司在所有中国移动游戏开发商中排名第三。同时，祖龙娱乐也在不断扩大其海外市场，截止目前，已相继推出 16 款精品手游，覆盖 170 多个国家和地区且流水表现亮眼。

【**心动公司**】公司不仅在中国及海外地区从事研发、运营、发行游戏的业务，也运营国内领先的游戏社区平台 TapTap。TapTap 作为一个聚集了大量核心手游用户的社区性平台，在海内外市场具有独特的稀缺性。今年上半年，TapTap 国际版 MAU 同比增长 484.4%

达到 1318.3 万，实现了高速增长。公司多款海外的自研+收购游戏产品都有望持续为 TapTap 国际版引流，提升平台价值。预计未来，TapTap 的价值和影响力在海外市场会持续升高，并且公司会逐渐增加运营方面的投入，沉淀海外的社群生态。

社交应用出海：目前，我国出海社交平台在海外发展态势良好，其全球市场份额逐渐扩大，影响力和引领作用日益增强。在市场路径方面，中国社交产品出海往往选择从新兴市场切入，进而向发达市场延伸，完善全球覆盖。现如今，我国主要出海社交产品已经在新兴市场上取得了良好的成效，有望在发达市场取得进一步的进展。建议关注已在海外布局的**赤子城科技 (9911.HK)**、**欢聚 (YY.O)**。

【赤子城科技】赤子城科技从 2013 年开始出海，打造了面向全球用户的 APP 产品矩阵，其主要社交产品有 mico, yoho, yumy 等，是中国最大的社交出海公司。目前赤子城科技已经积累了近 10 亿全球用户，打造了覆盖全球 200 多个国家和地区的流量生态。为进一步加速开拓海外市场，赤子城科技与今年 1 月正式加入华为 HMS 出海生态联盟，双方在出海扩张方面互帮互助，有了 HMS 的加持，赤子城科技将在未来进一步扩大流量规模，抢占更大的市场份额。

【欢聚】公司是全球首个富集通讯业务运营商，中国最大的互联网语音平台提供商。欢聚主要出海产品 Bigo live, Likee 在全球多个市场均获得可观增长，商业化成绩突出。未来，欢聚集团将继续依靠“全球化+本地化”“短视频+直播”和“内容+社交”的三大方针，在海外市场上保持较强的竞争力。

出口跨境电商：去年我国跨境电商发挥高度灵活性的优势，实现了超过 20% 的高增速。今年上半年，中国跨境电商进出口额为 8867 亿元，同比增长 28.6%，目前全国跨境电子商务综合试验区（简称“跨境电商综试区”）扩容至 105 个。今年 7 月，国务院办公厅出台的《关于加快发展外贸新业态新模式的意见》，进一步释放跨境电商领域政策利好。建议关注拥有跨境电商的**阿里巴巴-SW (9988.HK)**、**SHEIN (未上市)**。

【阿里巴巴】阿里巴巴出口跨境电商方面的布局主要分为 B2B 板块的阿里国际站，零售板块主要的平台包括全球速卖通、Lazada，以及世界电子贸易平台 (eWTP) 等，10 月阿里巴巴在海外推出了一款时尚购物 APP “allyLikes”，目标直指欧美女性市场。依托中国完整的工业体系和制造业，加之在全球各地区、B2B、B2C 等各细分市场布局完善，以及推出类似 “allyLikes” 这样的细分市场跨境电商平台，未来公司出口跨境电商业务具备巨大的增长潜力和良好的市场前景。

【SHEIN】公司是一家国际 B2C 快时尚电子商务公司。该公司主要专注于女装，用户 70-75% 皆为女性。SHEIN 主要针对欧洲、美国、澳大利亚和中东以及其他消费市场，其业务遍及全球 150 多个国家和地区。目前，SHEIN 正在不断进行品类扩充，除女性服饰外，

主品牌（SHEIN，营收占比 90%）同样生产男性服饰，并陆续拓展宠物用品、童装、首饰、美妆、箱包品类，形成包含 SHEGLAM（美妆，有独立网站，营收占比 5%）、MOTF（主打 20-40 美元高端女装）、PETSIN（宠物品牌）、DAZY（主打街头风的潮牌）、CUCOO（鞋子）、EMERY ROSE（主打田园怀旧复古风服饰）在内的 7 大品牌，预计未来 SHEIN 的用户及市场规模将不断扩大。

短视频出海：在经历一系列波折后，海外短视频行业峰会路转迎来新生机，竞争已经从之前的依靠撒钱补贴的用户体量之争转型为商业化层面的较量。目前中国部分厂商在短视频相关赛道已经达到了国际领先水平，在国家政策大力支持的背景下，短视频国际化有望突破国内流量竞争的天花板，成为中国各大厂商实现业务增长的新赛道。建议关注拥有短视频平台的**快手-W（1024.HK）**。

【快手】快手作为国内著名的短视频内容分享平台已于 2017 年开始出海，出海产品矩阵多样，包括 kwai、zynn、snack video 等。2021Q3 快手海外的平均 MAU、DAU/MAU、用户留存率和时长等核心指标均有进一步提升，同时已经开始一系列的海外商业化动作。今年 9 月快手将海外业务正式升格为国际化事业部，集中开发南美、东南亚及中东地区的市场，预计未来，快手将进一步取得良好的海外发展。

表 12：重点标的推荐盈利预测（截止 2021 年 12 月 06 日）

股票代码	股票名称	股价	EPS				PE			
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
0700.HK	腾讯控股	447.80HKD	12.78	14.55	16.18	18.14	28.48	25.15	22.62	20.18
9999.HK	网易-S*	161.20HKD	3.60	4.48	5.37	6.16	35.58	29.42	24.53	21.38
002555.SZ	三七互娱	23.19RMB	1.31	1.25	1.53	1.78	23.89	18.53	15.19	13.05
9990.HK	祖龙娱乐	9.13HKD	-1.42	0.02	0.60	0.63	-	-	369.26	12.51
2400.HK	心动公司*	43.20HKD	0.02	-1.04	-0.15	0.56	1,958.01	-33.97	-235.84	62.68
9911.HK	赤子城科技*	3.46HKD	0.04	0.27	0.40	0.52	37.49	10.50	7.02	5.45
YY.O	欢聚*	44.55USD	0.92	-0.12	0.01	0.07	4.39	-	300.01	31.88
9988.HK	阿里巴巴-SW*	112.70HKD	6.84	5.57	6.76	8.10	26.83	16.53	13.62	11.37
1024.HK	快手-W*	79.30HKD	-	-14.15	-3.85	-1.02	-	-	-	-

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理，标*公司预测数据来自 wind 一致预测（180 天）

七、风险提示

市场竞争加剧的风险，政策及监管环境的风险，国际关系风险，用户流失风险，变现不及预期风险，作品内容审查或审核风险，公共卫生风险，变现不及预期风险等。

插图目录

图 1: 近十年我国 GDP 及增速情况	3
图 2: 近十年我国进出口总额及增速情况	3
图 3: 中国互联网网民规模及互联网普及率	4
图 4: 中国手机网民规模概况	4
图 5: 2016-2021H1 国内移动游戏市场规模及增速	5
图 6: 2018-2021E 国内移动社交平台市场规模及增速	5
图 7: 2016-2020H1 中国网上零售额规模及增长情况	5
图 8: 2017-2021 年国内短视频市场规模及增速	5
图 9: Facebook 元宇宙社交领域相关布局	6
图 10: Facebook Horizon Workrooms	6
图 11: 快手小店实习主播“关小芳”	7
图 12: 李佳琦和天猫美妆虚拟主播猫小美直播宣传照	7
图 13: 虚拟人柳夜熙人物形象	7
图 14: 中国游戏出海历程	9
图 15: 2014-2021 年获批版号的游戏数量	9
图 16: 2015-2021H1 全球移动游戏市场规模及增速	9
图 17: 2014-2021H1 年我国游戏市场收入变化	10
图 18: 2014-2021H1 年我国游戏海外市场收入变化	10
图 19: 2021H1 海外 Top2000 移动游戏的发行商来源国家分布（按用户支出）	10
图 20: 中国出海移动游戏的用户支出占海外市份额情况	10
图 21: 2018-2021H1 年中国自研游戏主要出海类型变动情况	11
图 22: 2021H1 中国自主研发移动游戏海外市场收入前 100 类型收入占比	11
图 23: 2021H1 中国发行商在成熟市场的市场份额及增速（Top2000 游戏，按用户支出，十亿美元）	12
图 24: 2019-2020 中国手游在美日韩三地的市场份额（按 Top100 总收入的占比）	12
图 25: 2019-2020 中国发行商在主要新兴市场 Top250 移动游戏中的市场份额（按用户支出）	12
图 26: 2020 中国自主研发移动游戏海外市场收入 top100 地区占比	12
图 27: 2020 年海内外市场中中国研发游戏流水同比增长情况	13
图 28: A 股游戏公司研发投入 Top10 公司研发投入及占比	13
图 29: 2010-2021 至今中国游戏行业投融资情况	14
图 30: 2021Q1-Q3 全球范围游戏行业投融资交易数及交易规模	14
图 31: 陌生交友 APP 的用户使用诉求	15
图 32: 全球各年龄阶段每天使用社交应用平均时长	15
图 33: 全球社交媒体使用者每日耗时（单位：分钟）	16
图 34: 2020-2025E 全球社交软件使用人数（单位：十亿）	16
图 35: 全球主流陌生人社交平台的发展进程	17
图 36: 2020 年北美地区陌生人社交市场占有率（万美元）	17
图 37: 2015-2019 年中东互联网渗透率与全球平均互联网渗透率	17
图 38: 跨境电商发展历程	20
图 39: 2015-2024E 全球网上实物零售额占比（%）	20
图 40: 2020 年全球主要地区零售电商用户概览	20

图 41: 2015-2021E 我国跨境电商行业交易规模及增长率	21
图 42: 2015-2021E 我国跨境电商出口占比及增长率	21
图 43: DTC 模式图	22
图 44: DTC 独立站中国市场表现	22
图 45: 跨境软件服务行业发展趋势	26
图 46: 2017-2020 年全球移动支付市场规模情况	26
图 47: 中国短视频行业主要玩家出海历程梳理	28
图 48: 北美市场主要玩家关键事件总结	28
图 49: 中美短视频玩家优势对比	30
图 50: 2019 年-2023 年印度尼西亚互联网渗透率	30
图 51: 2017 年印尼人口年龄结构分布百分比	30
图 52: 2020 年 TikTok 在海外用户数 TOP5 排行 (单位: 百万)	31
图 53: TikTok 和 Snack Video 分别在东南亚和印度的渗透率	31
图 54: 2016 年-2020 年美国电商渗透率	33
图 55: 2016 年与 2020 年印尼电商渗透率	33

表 格 目 录

表 1: 党中央提出和部署建设文化强国战略的时间线	4
表 2: 重点游戏公司元宇宙相关布局	6
表 3: 近年来政府出台的与游戏出海相关的支持政策	14
表 4: 出海产品功能、模式对比	18
表 5: 各省份优势产业	21
表 6: 传统电商平台模式与 DTC 新兴模式比较	22
表 7: 近三年国家利好跨境电商政策	23
表 8: 2021 年至今中国跨境电商融资事件	26
表 9: 短视频盈利模式	31
表 10: 抖音与 TikTok 商业模式对比	32
表 11: TikTok 广告分类	32
表 12: 重点标的推荐盈利预测 (截止 2021 年 12 月 06 日)	36

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨晓彤，传媒互联网及教育团队负责人。哈尔滨工业大学管理学学士、硕士，于2017年加入银河证券研究院投资研究部。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦15层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn