

互联网广告行业专题研究

中国互联网广告市场季度跟踪

作者

孔蓉

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521020002
kongrong@tfzq.com

➤ 预计疫情影响广告市场一季度承压, 各平台积极采取新营销策略刺激增长

我们发现互联网应用都不同程度的受到了疫情影响。其中, 图文电商类平台受影响较大, 但部分中短视频平台如哔哩哔哩、抖音、快手等仍有望保持较高增长。另一方面, 各平台积极更新营销策略以刺激广告收入增长, 其中, 视频平台营销主要趋势为积极发展内容生态, 完善商家服务, 寻求品牌方合作等。对于电商平台, 主要的营销策略为推广视频化, 投放智能化等; 图文领域互联网平台则积极更新迭代营销产品, 个别平台如百度强调多业态融合发展, 腾讯力求推进视频号商业化进程, 小红书则选择发扬其现有优势, 持续强调并更新其“种草”营销模式。

➤ 各应用广告收入市场份额与各应用时长市场份额呈一定相关性

我们通过定义广告竞争力指标=应用广告收入份额占比/应用使用时长份额占比, 发现通过对应用广告使用时长的份额变化及广告竞争力的趋势, 可以有效推测未来各应用广告收入市场份额。

➤ 长短视频广告竞争力两级分化严重, 抖音广告竞争力为部分应用 3 倍

我们通过对“广告竞争力”指标进行对比后发现对于视频领域的互联网平台, 抖音的广告竞争力绝对值明显优于其他平台, 2021 年为 0.85, 且绝对值占据整个视频平台的头部, 是爱优腾等绝对值集中在 0.3 左右长视频平台的近 3 倍多。预计 22 年中短视频平台广告竞争力整体持续增长, 长视频持续下降, 其中同为字节系的西瓜视频的广告竞争力有望持续提高 74.86%。

➤ 传统电商行业广告竞争力整体承压, 京东广告竞争力强于其他应用

电商平台广告竞争力 2022 年或持续下滑。从 2021 年广告竞争力绝对值来看, 商家在京东平台投放广告业务的相对优势领先, 达到 13.32, 其次依次为阿里, 美团, 拼多多。我们认为, 绝对值的差距是由于不同平台用户画像不同以及 GMV 体量的差距导致的, 而未来的广告竞争力持续下滑是由于传统电商市场整体增速放缓影响广告收入, 以及短视频电商新业态增长强劲, 进一步蚕食电商份额导致的。

➤ 图文应用广告竞争力受监管面临下行压力, 百度今日头条处于领先地位

在主要图文应用中, 22 年今日头条广告竞争力增速可观, 或将以 1.78 的绝对值超过百度。2021 年百度作为搜索引擎市场龙头, 其广告竞争力仍领先于其他应用, 约为知乎、微博、腾讯图文类应用的 5 倍, 但我们预计 22 年广告竞争力下滑 22.54%。整体来看, 由于互联网广告监管趋严、以及部分行业面临寒冬减少对应投放, 预计除今日头条等个别应用外, 图文领域互联网平台广告竞争力或持续承压。

投资建议: 我们针对部分互联网平台进行了跟踪和预测。1) 对于部分视频类平台, 我们预计哔哩哔哩 22Q1 广告业务 YOY +45.71%至 10.4 亿。受疫情影响, 线下产业及电商销售下滑, 或影响相关广告主投放意愿, B 站广告业务短期亦承受一定压力; 2) 22Q1 快手广告同比+29%至 111.26 亿元, 在广告行业整体承压的情况下, 仍能保持超行业增长水平; 3) 22Q1 字节跳动广告收入有望保持高速增长, 其中抖音为主要阵地, 预计 22Q1 抖音广告收入约为 365.57 亿元; 4) 电商平台中, 我们认为阿里 22 年广告收入同比增速将会和宏观社零消费趋势挂钩, 同时 3-5 月受疫情导致部分地区物流受阻进而影响实际销售额, 因此预计阿里 2022 年客户管理收入同比-12.62%, 达到 2674.31 亿元; 5) 图文领域平台中, 预计百度广告 22Q1 及 2022 年全年在广告行业承压的情况下, 广告同比略微增长, 预计小红书广告 22Q1 及全年能够维持稳健增长; 6) 我们预测 22Q1 腾讯广告将同比-9.77%, 主要由于宏观环境、垂直行业监管、数据算法广告治理等; 7) 我们预计 2022 年国内互联网广告市场规模约在 7238-9147 亿元之间。建议持续关注短视频领域头部公司的广告业务发展及相关产业链投资机会。

风险提示: 1. 测算来自外部平台, 结论有可能不准确; 2. 监管对于内容相关行业增加新的监管政策; 3. 行业竞争加剧, 新平台广告收入超预期; 4. 疫情影响超预期。

内容目录

内容目录	2
图表目录	2
1. 广告收入：阿里暂居龙头，字节跳动迎头赶上	4
2. 使用时长：即时通讯应用保持领先，短视频类增速显著	4
3. 短视频领域：视频领域两级分化，内容+直播驱动短视频发展	5
4. 电商领域：阿里巴巴仍据电商领域龙头，短视频电商迎来红利期	11
5. 图文领域：监管趋紧下，图文应用广告竞争力面临下行压力	16
6. 2022 年广告市场份额预测：字节跳动未来或将超越阿里巴巴	22
7. 2022 年国内主要互联网企业广告收入测算	24
7.1. 视频平台：短视频如火如荼，各平台改善品牌营销服务体验	24
7.2. 电商平台：整体趋向于营销视频化和产品智能化	28
7.3. 图文平台：行业需求承压下平台寻求新发力点	30
8. 2022 年国内互联网广告市场规模预测	35
风险提示：	37
1. 数据预测 MAU 增长速度不及预期、用户时长不达预期：测算依据第三方数据，可能存在误差；测算多来自 QuestMobile 等外部平台，可能因统计范围问题导致数据存在误差，从而导致测算结论不准确	37
2. 广告与视频行业政策变化有超预期风险，监管对于内容相关行业增加新的监管政策，影响用户增长及用户时长的预估	37
3. 行业竞争加剧，新平台获得更多广告收入影响整体测算。如 2022 年小红书广告收入超预期，由于其为非上市公司，数据较少可能会影响整体测算	37
4. 宏观经济影响超预期，如疫情影响超过我们预期，可能会直接影响电商平台流水及广告主投放意愿，影响整体广告收入	37

图表目录

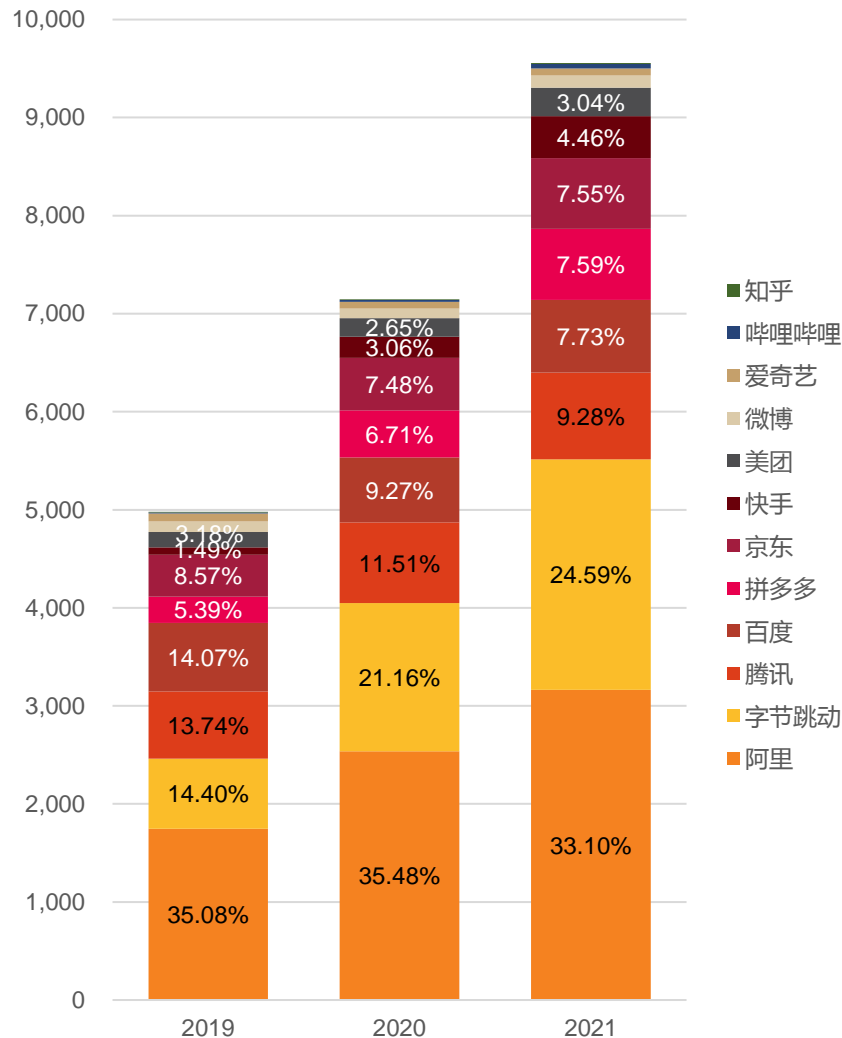
图 1：2019-2021 国内主要互联网应用广告收入情况（单位：亿元）	4
图 2：国内应用使用时长分布（单位：亿分钟）	4
图 3：各视频平台广告收入比较（单位：亿元）	6
图 4：各视频平台广告时长比较（单位：亿分钟）	7
图 5：视频平台广告竞争力	8
图 6：视频平台 DAU 变化情况（单位：万人）	8
图 7：视频平台人均单日使用时长变化情况（单位：分钟）	9
图 8：主要电商企业广告收入比较（单位：亿人民币）	11
图 9：主要电商平台使用时长比较（单位：亿分钟）	11
图 10：主要电商平台广告竞争力	12
图 11：电商平台 DAU（单位：万人）	13
图 12：电商平台用户平均单日使用时长（单位：分钟）	13
图 13：电商平台 GMV（单位：千亿）	14
图 14：电商广告收入/GMV	14
图 15：图文主要应用企业广告收入比较（单位：亿人民币）	16
图 16：图文主要应用使用时长比较（单位：亿分钟）	16
图 17：图文主要应用 DAU 比较（单位：亿分钟）	17

图 18: 图文主要应用人均单日使用时长比较 (单位: 分钟)	17
图 19: 图文主要应用广告竞争力	18
图 20: 百度营销业务行业占比 (前六类)	19
图 21: 巨量引擎业务行业占比 (前六类)	20
图 22: 腾讯广告业务行业占比 (前六类)	20
图 23: 预测 2022 年各应用的广告收入的份额占比	23
图 24: 互联网主要应用 2020、2021、2022 广告收入份额对比	23
图 25: 哔哩哔哩营销动态	24
图 26: 快手营销动态	26
图 27: 字节跳动营销动态	27
图 28: 爱奇艺营销动态	28
图 29: 京东视频化&营销产品动态	28
图 30: 阿里巴巴营销产品&策略动态	29
图 31: 美团视频化&营销产品动态	30
图 32: 拼多多视频化&营销产品动态	30
图 33: 百度营销功能动态	31
图 34: 小红书广告产品与功能动态	32
图 35: 腾讯广告与视频号功能动态	33
图 36: 微博广告营销策略	35
图 37: 知乎种草环节	35
表 1: 国内视频平台相关事件整理	9
表 2: 短视频电商相关事件整理	14
表 3: 2020-2021 年互联网广告政策与法规	19
表 4: 2020-2021 年相关行业监管政策动态	20
表 5: 2019-2022 各应用广告竞争力指标及同比变化情况	22
表 6: 2022 年 1Q 各应用使用时长及份额占比	22
表 7: 2022 年哔哩哔哩 UP 主商单收入测算	25
表 8: 2022 年哔哩哔哩广告收入测算 (单位: 万元)	26
表 9: 2022 年快手广告收入测算	26
表 10: 2022 年字节跳动广告收入预测 (单位: 亿元)	27
表 11: 2022 年抖音广告收入测算	27
表 12: 2022 年阿里巴巴客户管理收入测算 (单位: 亿元)	29
表 13: 2021 年百度广告收入拆分及测算 (单位: 亿元)	31
表 14: 2022 年百度广告收入测算 (单位: 亿元)	32
表 15: 2022 年小红书信息流广告收入测算	33
表 16: 2022 年腾讯广告收入测算 (单位: 亿元)	34
表 17: 2022 年国内互联网广告市场整体收入预测 (单位: 亿元)	36

1. 广告收入：阿里暂居龙头，字节跳动迎头赶上

2019–2021 年，从收入角度纵观国内主要应用，前三名依次为阿里系、字节系、腾讯系，其中阿里系与字节系占比超过一半。阿里系凭借电商广告收入大幅领先，但收入占比受短视频热潮挤占逐年下降，字节系持续推动商业化进程，2021 年收入占比提升至 24.59%。

图 1：2019-2021 国内主要互联网应用广告收入情况（单位：亿元）



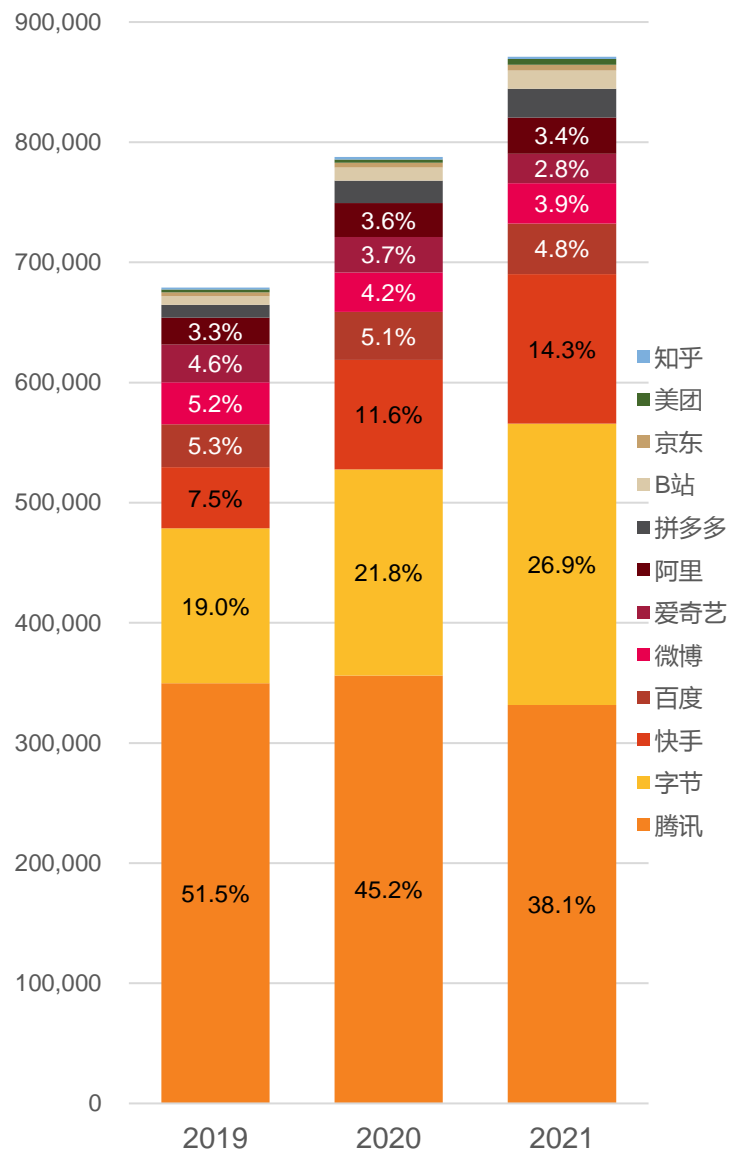
资料来源：各公司年报，界面新闻、路透社、天风证券研究所

注：字节跳动旗下产品广告收入按照 2020 年公开占比计算，且仅包括在中国市场运营的三款产品：抖音、西瓜视频、今日头条，不含 TikTok，下同。

2. 使用时长：即时通讯应用保持领先，短视频类增速显著

国内主要应用的使用时长中，腾讯系、字节系与快手系使用时长分列前三，大幅领先于其他应用。腾讯系受益于微信与 QQ 等即时通讯应用保持在第一位，但受到短视频类应用竞争压力，使用时长占比逐年下降，21 年占据市场头部应用市场使用时长的 38.1%。字节旗下以抖音为代表的产品使用时长与占比，逐年增长显著，21 年达到 26.9%，但与腾讯系仍有差距。同为短视频类的快手同样增速显著，21 年时长占比达 14.3%。百度等图文类、爱奇艺等长视频类与阿里等电商类应用则占比较小。由于竞争压力加大，图文、中长视频与电商类应用尽管绝对时长在上升，其相对占比均有下行趋势。

图 2：国内应用使用时长分布（单位：亿分钟）

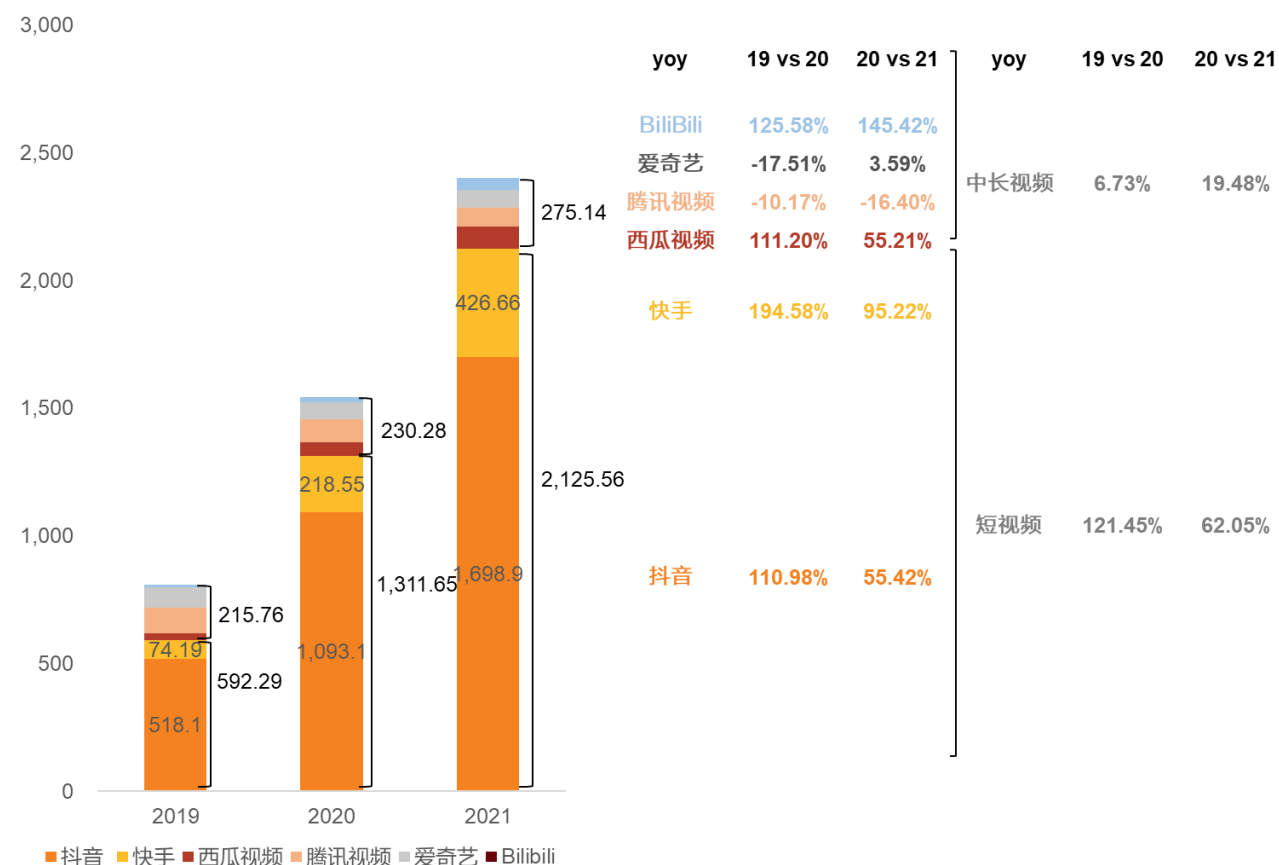


资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所

3. 短视频领域：视频领域两级分化，内容+直播驱动短视频发展

从广告收入上看，短视频与中长视频逐渐分化。短视频方面，抖音快手两强争霸格局形成：2021年，抖音系凭借抖音、抖音极速版与抖音火山版三款产品获得1698.90亿元收入，占视频领域可比主要应用总收入的近70%，稳坐第一；快手系凭借快手和快手极速版获得426.66亿元收入，20、21年分别同比增长194.58%、95.22%，逐步缩小与头部差距。中长视频方面，传统视频平台收入增长停滞，弹幕分享网站哔哩哔哩与字节跳动旗下的西瓜视频增速亮眼。

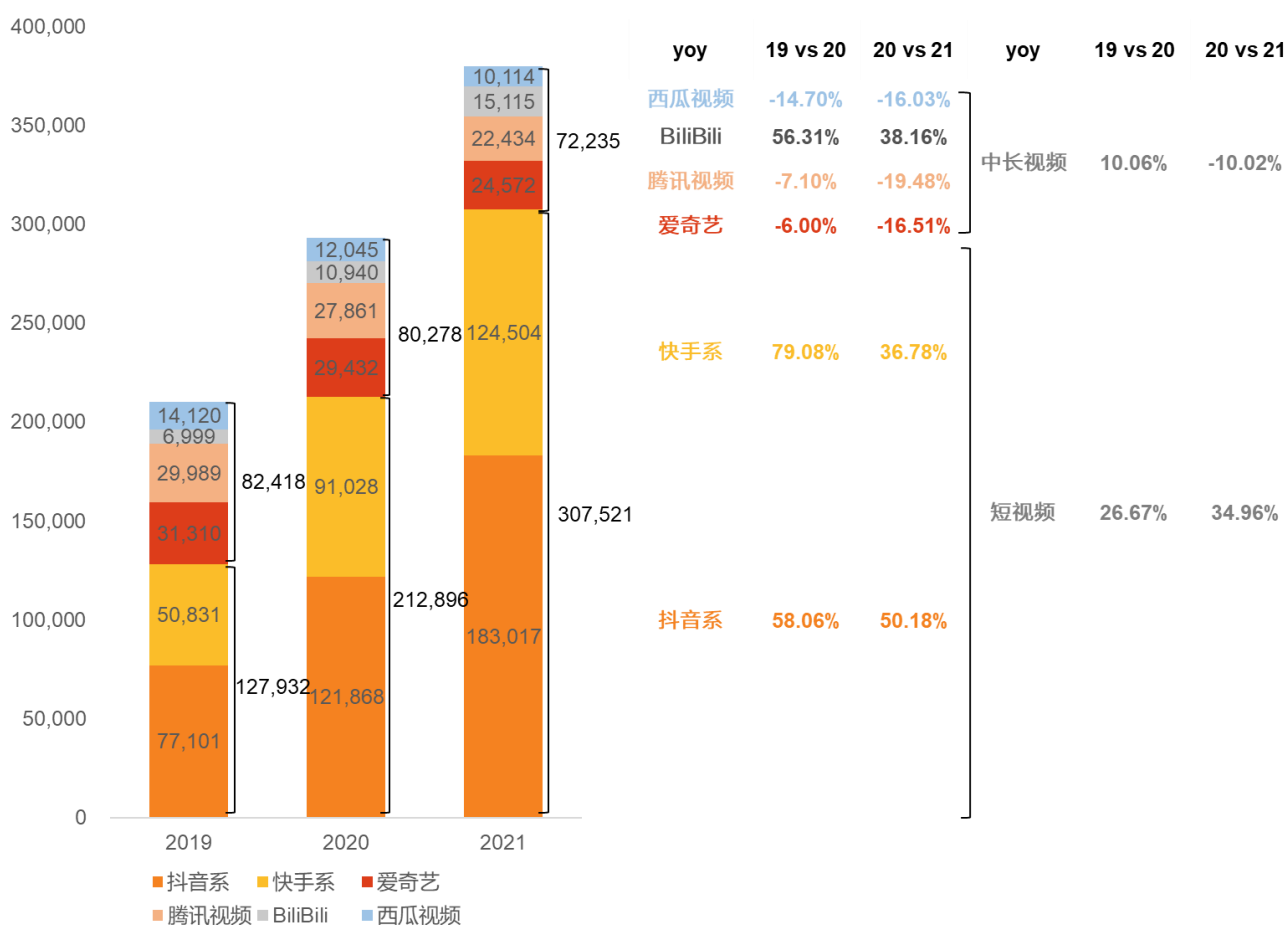
图 3：各视频平台广告收入比较（单位：亿元）



资料来源：各公司公告，界面新闻，路透社、天风证券研究所

从年使用时长看，总体趋势与收入变化相同。短视频产品（快手+抖音）总使用时长持续快速增长，是其余视频产品总和的接近四倍。需要特别指出的是，从时长角度看，传统中长视频已陷入衰退，优酷、爱奇艺、腾讯视频 19-21 年的年使用时长均同比下降；忽略收入增长，西瓜视频近两年使用时长也呈下降趋势，仅有哔哩哔哩能够保持双位数增速。

图 4：各视频平台广告时长比较（单位：亿分钟）

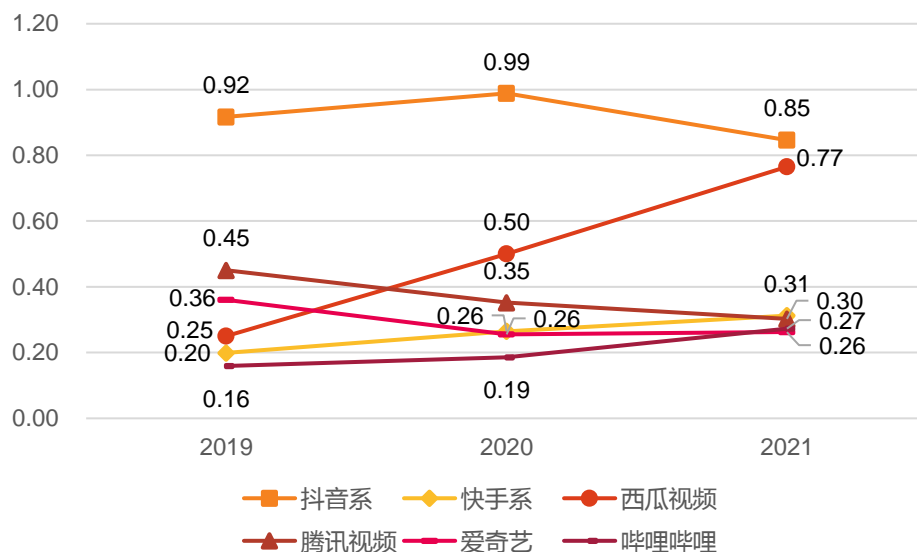


资料来源：QuestMobile、天风证券研究所

为了横向比较各应用广告业务的广告市场竞争力，我们首先定义广告竞争力指标=应用广告收入份额占比/应用年总使用时长份额占比。其中，应用广告收入份额占比=本应用广告收入/互联网主要应用广告收入总和；应用总使用时长份额占比=本应用年总使用时长/互联网主要应用年总使用时长总和。此处互联网主要应用指本报告选取的十五个可比应用。该指标旨在说明应用广告业务的相对优势，用以衡量不同应用在同等时长内获得相对更多广告收入的能力。

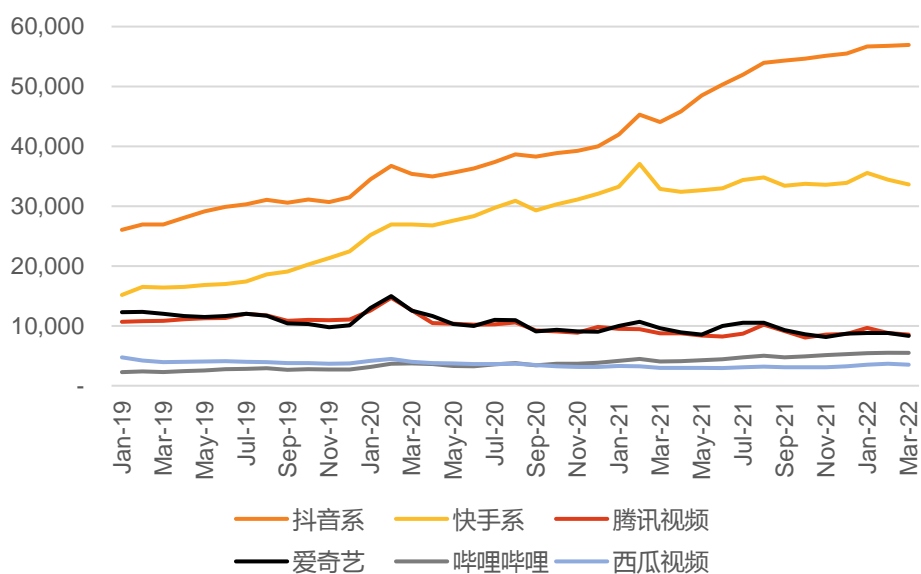
观察视频领域各平台的广告竞争力指标，可见抖音具备较强的广告市场竞争力。20-21年，抖音广告竞争力指标有所下滑；西瓜视频的广告竞争力表现亮眼，近两年来稳定快速提高，目前位居第二；快手与哔哩哔哩市场广告竞争力仍处于较低水平，但仍在持续增长；腾讯视频与爱奇艺作为头部长视频平台，市场广告竞争力逐年下滑。

图 5：视频平台广告竞争力



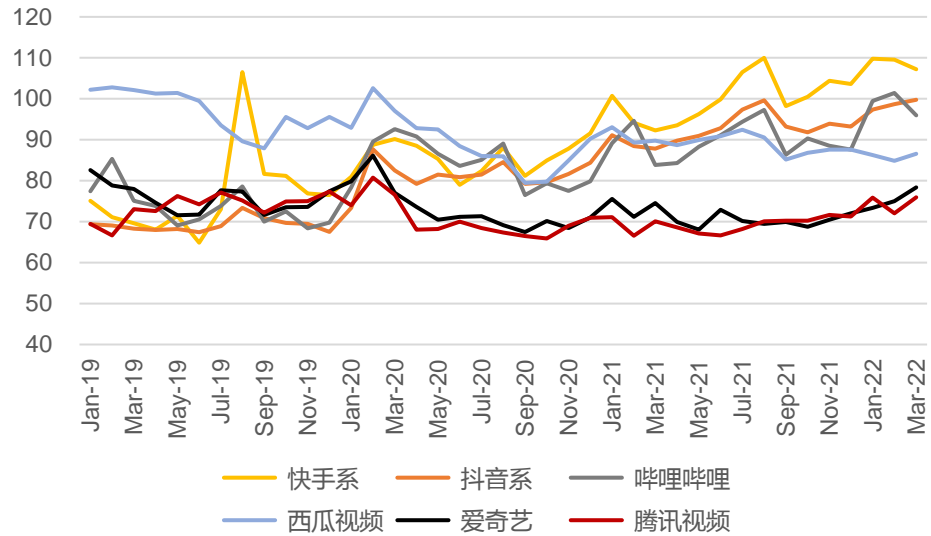
资料来源：各公司公告、界面新闻、路透社、QuestMobile，天风证券研究所

图 6：视频平台 DAU 变化情况（单位：万人）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

图 7：视频平台人均单日使用时长变化情况（单位：分钟）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

抖音+快手 DAU 与人均单日使用时长均快速增长，显著高于其他平台，中长视频平台中仅哔哩哔哩 DAU 与人均单日使用时长实现增长，其余平台略显颓势，我们认为主要有以下两个原因：

内容方面：20-21 年，抖音、快手、哔哩哔哩在内容版权方面不断加大投入，获取包括体育赛事独家转播权、动漫或电视剧独播权与改编权、音乐版权在内的内容资源，以哔哩哔哩为例，其在 UGC 与自制内容的驱动下得以持续吸引新用户；在网综禁令、演员限薪、广告限制等监管因素的制约下，爱奇艺、腾讯视频流失部分广告主资源，DAU 持续下降，人均单日使用时长显著落后于其他平台。

直播方面：抖音、快手、哔哩哔哩均大力发展直播业务，并相继进行“抢人大战”，与各大主播签约。各平台凭借短视频积累的用户基数，通过抢占红人资源、跨界合作等手段进行“破圈”，结合电商带动流量入场，使 DAU 与人均单日使用时长得到显著提高。

表 1：国内视频平台相关事件整理

日期	内容	直播
2019 年 12 月	哔哩哔哩以 8 亿元价格拍得英雄联盟全球总决赛中国区三年独家直播版权。	冯提莫宣布独家签约哔哩哔哩直播。
2020 年 1 月	火山小视频升级为抖音火山版，与抖音品牌整合。 快手与抖音均与腾讯音乐达成深度合作。	
2020 年 3 月		罗永浩官宣独家签约抖音。
2020 年 4 月	爱奇艺表示，受疫情影响，部分综艺将延期播出，结合广告主预算下降，严重影响广告收入。	董明珠抖音直播间首秀。
2020 年 5 月	哔哩哔哩联合主流媒体推出《后浪》主题演讲，并在新闻联播前播放。 腾讯视频组织调整，进行全品类视频内容运营。	董明珠快手直播首秀。 快手科技与京东零售集团宣布正式签署战略合作协议，双方将共同打造短视频直播电商新生态。
2020 年 6 月	哔哩哔哩上线知识区。	网易 CEO 丁磊首次在快手直播带货。
2020 年 7 月	抖音宣布与全球领先的数字音乐公司 Believe 达成版权	周杰伦快手直播间出场 10 分钟，在线观看总人次

	续约合作。	破 4260W。
2020 年 8 月	<p>哔哩哔哩获得中国大陆地区 2020 年至 2022 年连续三年英雄联盟赛事独家直播版权。</p> <p>哔哩哔哩对英雄联盟 S10 全球总决赛直播版权(中国大陆地区)进行分销。企鹅电竞、虎牙、斗鱼获得授权。</p> <p>爱奇艺影业发布了院线新片片单, 1486 个院线电影项目的申请仅有 13 部作品进入立项开发。</p> <p>网易云音乐和抖音正式宣布达成合作。</p>	<p>抖音直播间即将不支持第三方来源商品。</p> <p>雷军抖音直播带货首秀, 两小时销售额破亿。</p>
2020 年 9 月	<p>哔哩哔哩自制首播说唱类综艺《说唱新世代》。</p> <p>哔哩哔哩与欢喜传媒合作上线电视剧《风犬少年的天空》。</p> <p>电影《再见吧! 少年》宣布定档 10 月 5 日。爱奇艺影业为该片唯一出品方。</p>	李诞与《脱口秀大会》冠军王勉抖音直播首秀。
2020 年 12 月		哔哩哔哩投资国内知名的游戏主播经纪与 MCN 公司上海大鹅文化传播有限公司。
2021 年 3 月	<p>爱奇艺、腾讯视频、优酷、芒果 TV、咪咕视频等平台联署艺人与各协会倡议立即清理未经授权短视频, 业界认为此举即针对抖音和哔哩哔哩等平台。</p> <p>快手宣布成为 CBA 联赛的直播平台和官方短视频平台, 允许快手用户对 CBA 赛事内容进行“二创”。</p>	
2021 年 4 月	腾讯 PCG 调整, 腾讯视频、腾讯微视、应用宝合并。	
2021 年 5 月	<p>快手官方宣布与中央广播电视总台签署授权合作协议, 获得两届奥运会视频点播及短视频权利。</p> <p>西瓜视频联合抖音、今日头条共同发起“中视频伙伴计划”。未来创作者发布在抖音上的中视频内容, 可以和西瓜视频一样获得流量分成。</p>	抖音直播即日起重点治理诱导未成年用户充值打赏违规行为。
2021 年 7 月	<p>快手联合 QQ 音乐宣布新的音乐扶持项目——“12 号唱片”年度唱作人大赛正式开始。</p> <p>华谊兄弟表示自己出品的影视作品已和抖音等短视频渠道深度合作。</p>	“哔哩哔哩直播嘉年华”活动开启。
2021 年 8 月	<p>腾讯视频称因抖音上持续存在大量未经授权搬运剪切《扫黑风暴》的侵权视频, 将抖音诉至北京知识产权法院, 索赔 1 亿元。</p> <p>快手机构服务平台新增开放“短剧创作方”入驻功能。</p> <p>抖音宣布支持 2K 超清视频播放。</p>	
2021 年 9 月	快手宣布全面支持全景 4k 视频和直播播放。	
2021 年 10 月	<p>哔哩哔哩上线广告分成计划, 单条视频可获得“广告分成+创作激励”。</p> <p>快手与 NBA 中国达成多年战略合作伙伴关系。</p>	
2021 年 11 月	哔哩哔哩收购“有妖气原创漫画梦工厂”网站及“有妖气漫画”APP 母公司四月星空, 加码头部动画布局。	
2021 年 12 月	<p>哔哩哔哩三季度上线多个热门 OGV, 包括综艺《90 婚介所》《我的音乐你听吗》《元龙第二季》。</p> <p>快手音乐宣布将对版权合作方发放千万年终激励。</p>	
2022 年 1 月		抖音直播调整激励方向, 重点奖励优秀传统文化类内容。
2022 年 2 月	快手体育成为 2021/2022 赛季欧冠官方直播及短视频	

平台，同时获得短视频二次创作授权。

2022年3月

抖音与搜狐达成合作，获得搜狐全部自制影视作品二次创作相关授权。

2022年4月

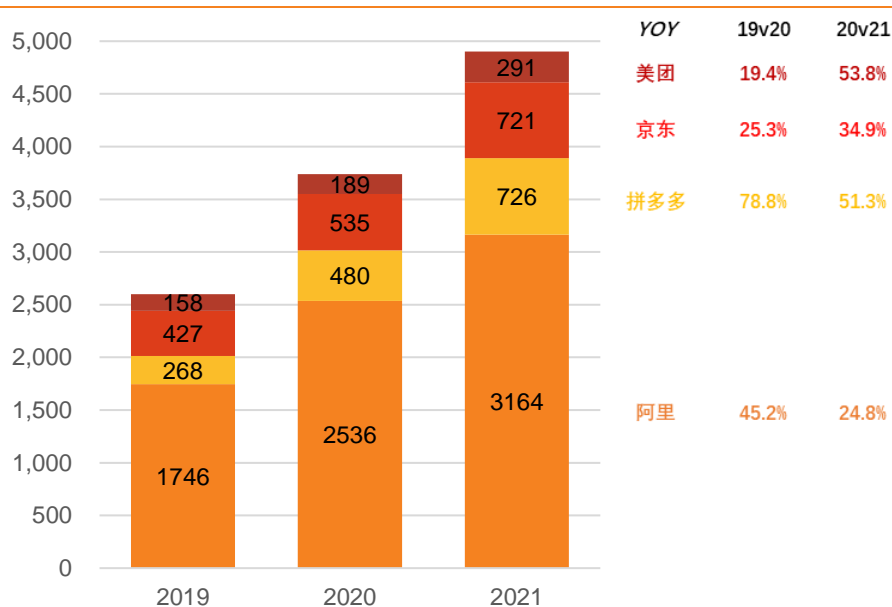
B站直播业务部门计划裁员，名单已初步拟好。裁员原因可能为B站直播区与入驻公会关系的失衡，直播部门“允许”入驻公会用高于行业的标准无限返点刷流水，导致直播区生态失衡。

资料来源：财经网，36氪，第一财经，新京报，凤凰网，新浪科技，界面新闻，新华社，人民网，证券时报，21世纪经济报道，澎湃新闻，钛媒体，IT之家，中国新闻网，央广网，上海证券报，同花顺财经，Donews，Gamelook，中国证券报等，天风证券研究所整理

4. 电商领域：阿里巴巴仍据电商领域龙头，短视频电商迎来红利期

从广告收入上看，电商平台领域中，阿里巴巴远领先于其他平台企业，拼多多增速显著。阿里巴巴中国零售业务21年广告收入为3164亿元，位列第一，增速放缓，年增长由45.2%下降至24.8%。拼多多在21年以726亿超过京东成为电商平台广告收入第二，横向相比增速最快，两年分别为78.8%、51.3%，但广告收入仍与阿里巴巴有较大差距。京东21年广告收入为721亿元，21年增长率为34.9%，增速不及拼多多。美团21年广告收入为291亿元，21年增长率由19.4%上升至53.8%。

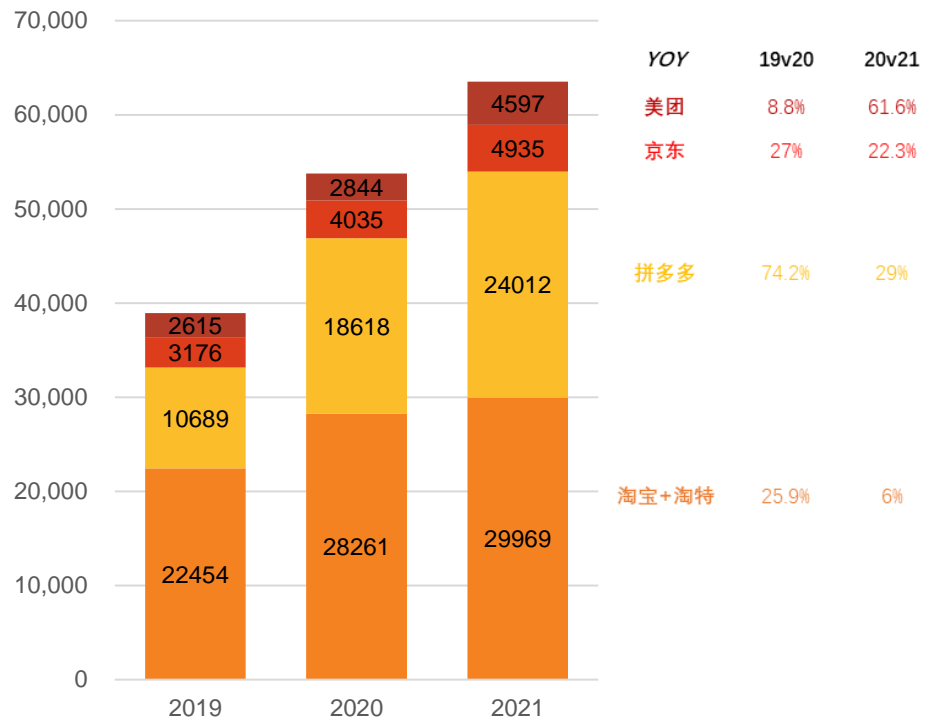
图 8：主要电商企业广告收入比较（单位：亿人民币）



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

从流量上看，淘宝+淘特与拼多多占据头部地位，拼多多增速显著。淘宝+淘特21年用户使用总时长第一，20、21年增长率为25.9%、6%，年增长率在21年明显下降。拼多多20、21年增长率分别为74.2%、29%，增速放缓但仍有优势，21年用户使用总时长逼近淘宝+淘特。京东20、21年增长率为27%、22.3%。美团21年时长增速进步明显，由8.8%提升至61.6%。

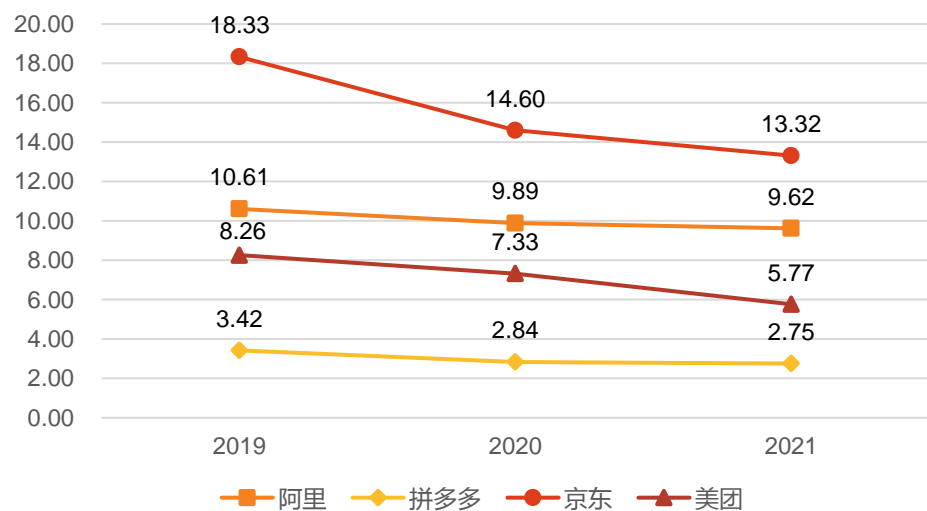
图 9：主要电商平台使用时长比较（单位：亿分钟）



资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所

相较而言, 横向看电商平台广告竞争力在 2019-2021 年均不同程度下滑, 纵向看京东在广告收入上竞争力较强。从绝对值来看, 商家在京东平台投放广告业务的相对优势领先, 其次依次为阿里、美团、拼多多。根据艾媒网 2019 年京东平台用户数据, 我们分析这是由于京东的用户画像男性占比超 6 成, 因此京东用户做购买决策时可能相对更快速。而淘宝销售品类 TOP2 为女装、美容护肤, 因此用户可能花更多时间浏览、种草。对于美团, 由于其单日平均用户时长与京东相接近, 因此美团广告竞争力和京东广告竞争力的相对差距约为其广告收入比值的差距。由于各平台广告收入占 GMV 的比值较为稳定, 因此可以推测出广告竞争力的绝对值差距也是由 GMV 间差距导致的。根据个推大数据, 拼多多四线及以下城市用户占比 45%, 略高于其他同类平台, 平台以价格为导向用户为主, 该类用户倾向于花更多时间比价、参与促销活动。

图 10: 主要电商平台广告竞争力

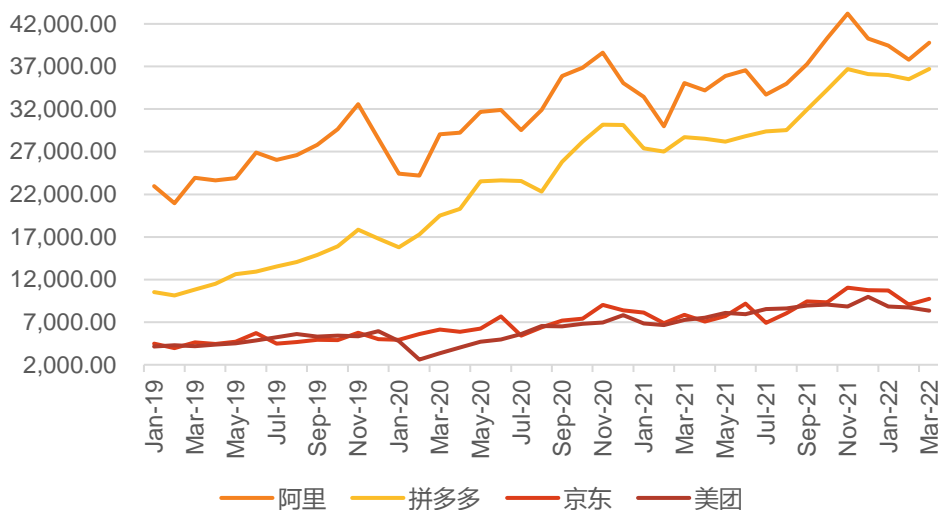


资料来源: 各公司公告, QuestMobile, 天风证券研究所

电商平台 DAU 增长趋势与单日使用时长较为稳定。淘系电商 (淘宝+淘特, 天猫数据暂

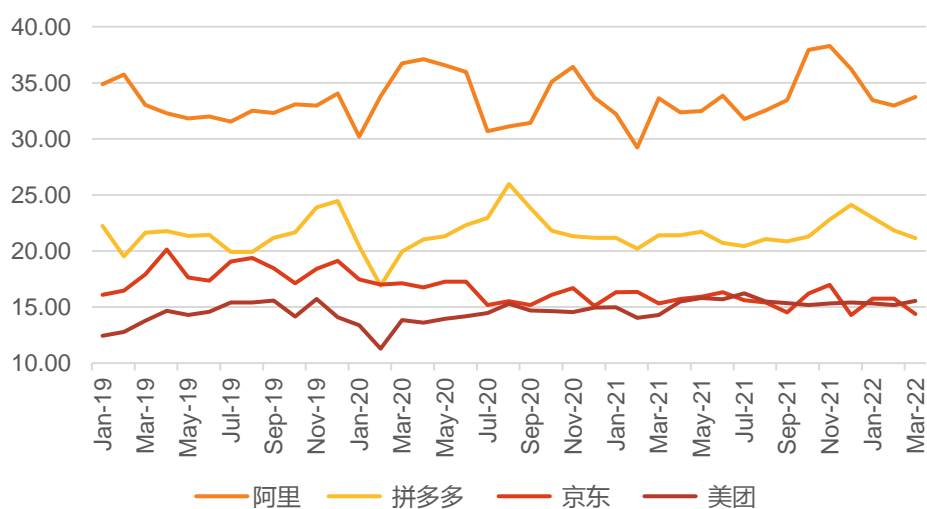
无)和拼多多平台 DAU 增长趋势较为明显,在 2021 年 11 月 DAU 最高分别达 4.3 亿人和 3.67 亿人;京东和美团 DAU 规模相近,当前 DAU 增长至一亿规模左右。电商平台平均单日用户使用时长于 2021 年-2022 年期间无较大波动,其中淘系电商在 30-40 分钟渐波动,拼多多在 15-25 分钟间波动,京东和美团的单日用户使用时长则均低于 20 分钟。

图 11: 电商平台 DAU (单位:万人)



资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所整理

图 12: 电商平台用户平均单日使用时长 (单位:分钟)

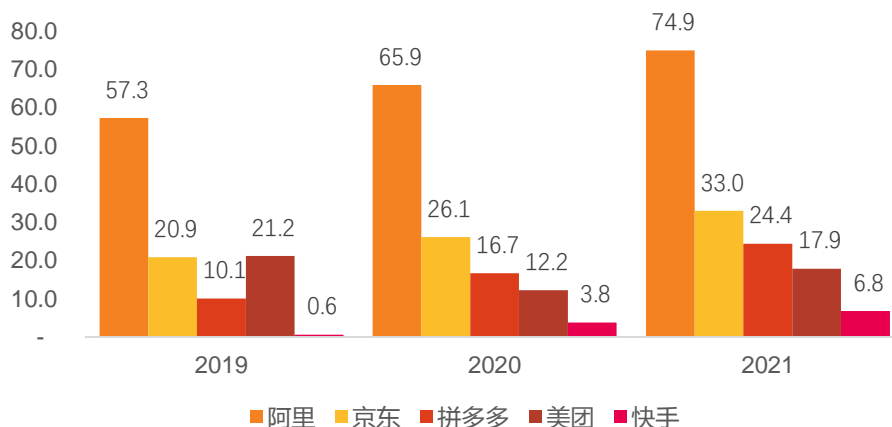


资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所整理

传统电商规模天花板渐显, 广告收入增速对应放缓, 短视频电商新业态增长强劲。根据国家统计局数据,2019-2021 年的社零总额复合增速为 3.9%。在传统电商渗透空间收窄,宏观经济市场下行的大环境下,零售电商平台 GMV 增速均有放缓趋势。其中阿里中国电商(淘宝+天猫)的 GMV 增速由 2020 年的 15.05%下降至 13.74%,拼多多的低线城市

市扩张模式也已经度过了红利增长期，增速从 2020 年的 65.67% 下降到 46.38%，京东的 GMV 增速则小幅上涨，稳定在 25% - 27% 之间。除此之外，美团作为以本地生活服务为主的互联网平台，2020 年由于疫情原因严重影响 GMV 导致其呈现负增长，2021 年增速回弹至 43.61%，但我们测算出的美团交易 GMV 于 2021 年仍未回升至 19 年水平。而与之对应的是快手 GMV 的强劲增长，2021 年快手 GMV 增长率达到 78.38%，表明短视频电商平台有望通过其新业态迎来新一轮增长。

图 13: 电商平台 GMV (单位: 千亿)

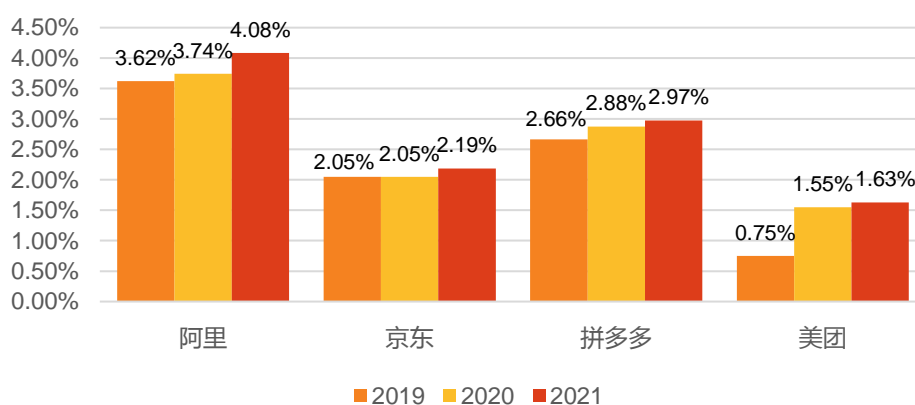


资料来源: Bloomberg, 各公司年报, 快手招股说明书, 天风证券研究所

注: 由于美团财报公布 GMV 为外卖业务 GMV, 我们假设外卖收入占比即为外卖 GMV 占比, 因此我们估算美团集团交易 GMV = 财报公布 GMV/外卖广告收入占其总广告收入比值

各电商平台广告收入占交易 GMV 小幅上升但较为稳定, 美团增幅相对较大。各电商平台广告收入占交易 GMV 比重均低于 5%, 其中美团增幅较大, 从 2019 年的 0.75% 上升至 2021 年的 1.63%; 阿里、拼多多、京东上升幅度较小, 低于 0.5%。

图 14: 电商广告收入/GMV



资料来源: Bloomberg, 公司年报, 快手招股说明书, 天风证券研究所

快抖逐步占领流量高地致力于打造流量闭环, 弯道超车进一步蚕食互联网广告份额。在 2020 年至 2021 年间, 抖音快手均相继推出多种电商自媒体创作扶持计划以及降低商家门槛吸引商家入驻活动, 同时通过完善产品体系, 打造流量闭环, 构筑流量护城河。

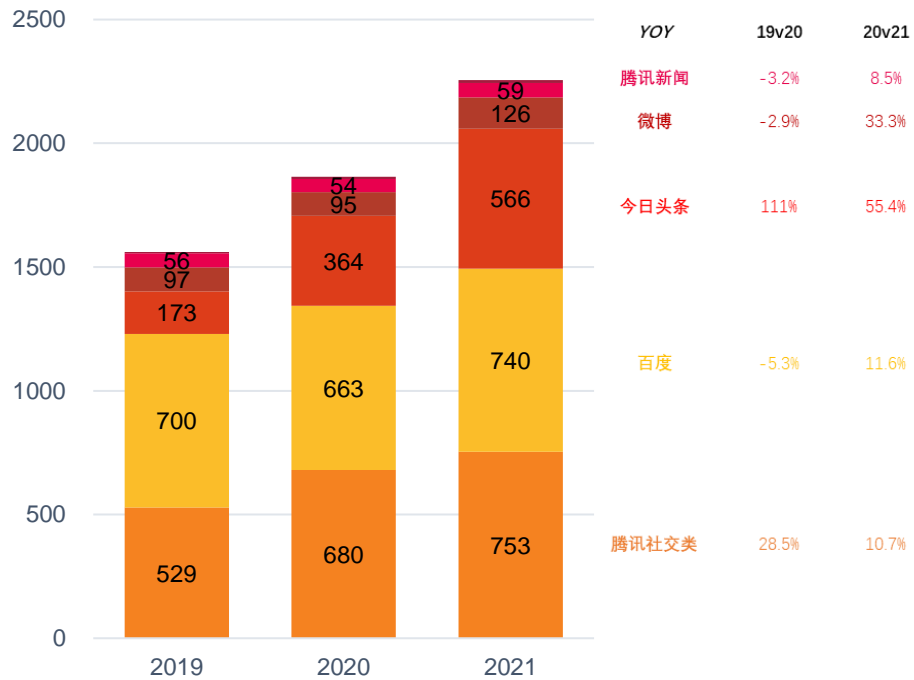
日期	抖音电商	快手电商
2020年2月		发布“快品牌加速成长计划”，扶持初创品牌推广
2020年3月		发布“2020 快手电商合伙人计划”，招募 MCN、电商培训机构等
2020年4月	抖音封禁淘宝 PID 端口，倒逼淘宝店主们在抖音开店；推出直播间付费推广工具“FEED 流”，相比 DOU+，Feed 流更加针对企业用户	
2020年5月		与京东达成深度战略合作，合作后京东自营产品可通过快手直接下单
2020年6月	抖音小店独立 App 抖店正式上线，为卖家提供移动端管理工具 字节跳动成立电商一级业务部门，正式发布抖音电商品牌	推出“破晓计划”，发布现金补贴政策扶持商家和服务商 发布“快手联盟”，自建商家与红人互相匹配的“VaaS 念（视频即服务 video as a service）”平台
2020年7月	与苏宁易购达成合作，全量商品将入驻抖音小店，并开放给抖音电商平台所有主播，同步输出物流和售后服务体验	
2020年8月	抖音将第三方直播带货链接服务费提高至 20%，抖音小店（抖音内部交易场所）只收取 5% 字节通过收购武汉合众易宝科技有限公司获取第三方支付牌照	
2020年9月		推出商家双百扶持计划与服务商合伙人计划，即投入 100 亿资源包，为生态伙伴创造百亿级收入，孵化 10 万个年销售额过 100 万的商家。 宣布旗下磁力聚星（原快接单）与快手粉条全新升级
2020年10月	正式上线抖店罗盘数据平台 关闭电商外链	
2020年11月		推出快手电商主播流量推广工具“小店通”
2020年12月	“种子计划”降低商家入驻门槛	磁力万象平台正式上线，针对电商推出营销服务
2021年4月	一体化智能营销平台“巨量千川”正式上线 宣布服务商三大扶持政策：服务商能力评估与交流培训、更大力度更多维度的激励政策、更完善的产品体系 字节跳动投资迦智科技，智能制造物流机器人产品及解决方案提供商	
2021年7月	抖音电商上线抖店服务市场，帮助商家、品牌商与服务商对接	推出“三个大搞”战略，即“大搞信任电商、大搞品牌、大搞服务商”
2021年8月	字节跳动投资 Sirius 炬星科技，主打拣选物流机器人，为物流中心提供仓储服务 字节跳动投资成立上海道趣跃动物流科技有限公司 推出抖音电子面单，强化物流体系	
2021年12月	上线抖音盒子独立电商 APP	快手与美团达成战略合作，互通本地生活业务
2022年2月		快手电商发布公告，正式切断淘宝、京东等电商平台的外部链接

资料来源：36 氪，亿邦动力，福布斯中国，联盟中国，晚点 LatePost 微信公众号，消费日报，新浪财经，乐居财经，人民网，新华网，站长之家，环球营销网，网易科技，界面新闻，电商报，快手官网，天风证券研究所整理

5. 图文领域：监管趋紧下，图文应用广告竞争力面临下行压力

从广告收入上看，腾讯社交类应用（包括 IM 产品与 QQ 浏览器）与百度系应用形成头部两强格局，今日头条增长显著。腾讯社交类应用广告收入持续增长，20 年超过百度成为图文类第一，21 年达 753 亿元。百度 21 年广告收入为 740 亿元，增长率由 20 年-5.3% 转正为 11.6%。今日头条 20、21 年增长率达到 111%、55.4%，增速远超其他图文应用，21 年达 566 亿元，逐渐逼近百度广告收入。微博 21 年增长显著，由 20 年-2.9% 飙升至 33.3%。知乎 19-21 年收入分别仅为 6、8、12 亿元，但增速迅猛，年增长率分别为 46.1%、37.7%。

图 15：图文主要应用企业广告收入比较（单位：亿人民币）

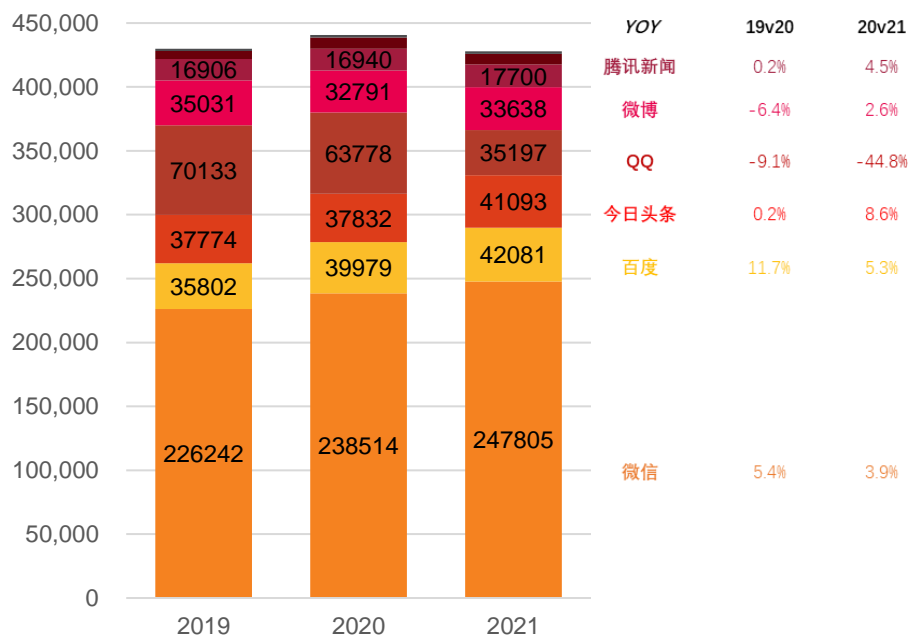


资料来源：各公司公告，界面新闻，路透社，财联社，天风证券研究所

注：知乎由于收入相对较小，图中不可见。

从流量上看，微信的领先地位难以撼动，今日头条、QQ、百度与微博则位列第二梯队。微信 21 年使用时长达 247805 亿分钟，远超其他应用，年增长相对平稳。百度（包括百度、百度地图、百度贴吧）21 年使用时长增速略有放缓，年增长率从 11.7% 下降至 5.3%。今日头条连续两年增长，21 年使用时长达 41093 亿分钟。而 QQ 使用时长逐年加速下滑，年增长率分别为-9.1%、-44.8%，21 年被百度、今日头条反超。微博、腾讯新闻 21 年增长率均略有回升。QQ 浏览器与知乎时长占比相对较小。

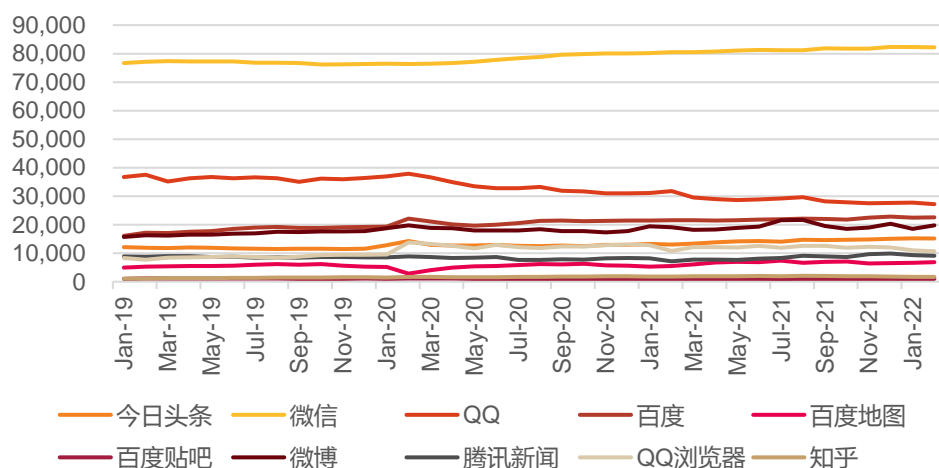
图 16：图文主要应用使用时长比较（单位：亿分钟）



资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所

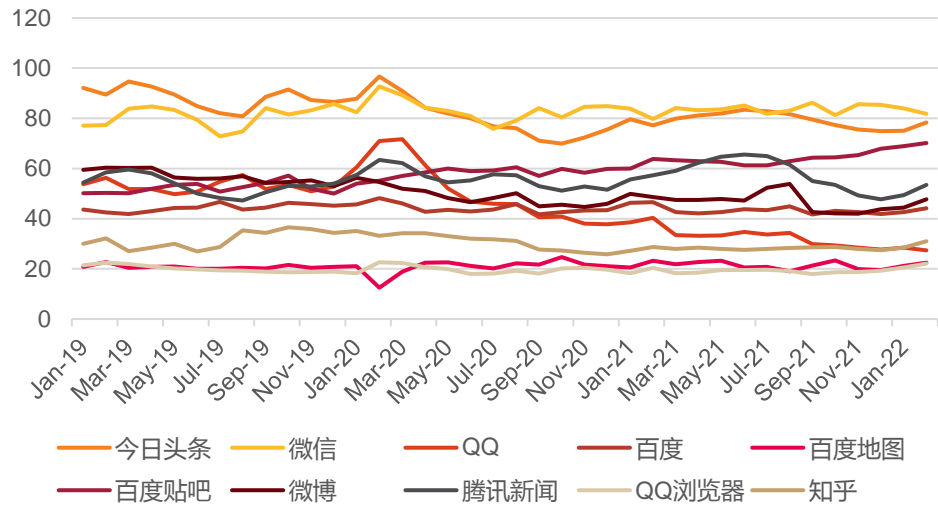
图文主要应用 DAU 总体相对较为稳定, 人均单日使用时长呈现波动。其中 DAU 微信领先地位明显。微信、今日头条与百度 DAU 呈现较为稳定增长, QQ 自 20 年起 DAU 持续下降, 其余应用仅存在小幅起伏。从日均单日使用时长上看, QQ 明显下降, 微博、今日头条、在波动中略有下降, 百度贴吧略有上升。总体而言, 今日头条与微信在单日使用时长上仍有优势。

图 17: 图文主要应用 DAU 比较 (单位: 亿分钟)



资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所

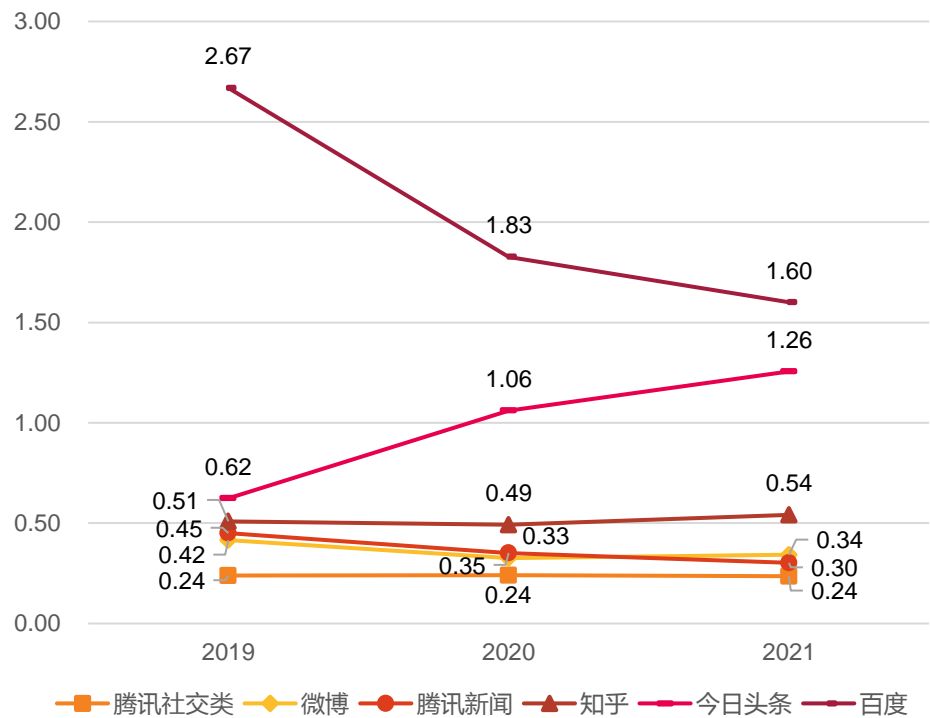
图 18: 图文主要应用人均单日使用时长比较 (单位: 分钟)



资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所

从广告竞争力上看, 在主要图文应用中, 今日头条广告竞争力增速可观, 百度下滑明显, 二者处于领先地位。百度广告竞争力 20 年明显下滑, 21 年降幅回稳, 但由于百度为搜索引擎市场龙头, 其广告竞争力仍领先于其他应用 (注: 由于百度广告收入未按 PC 端/移动端拆分, 百度广告收入包括 PC 端广告收入, 百度市场广告竞争力整体偏高)。19-21 年间, 今日头条市场广告竞争力维持正增长, 逐渐逼近百度并领先于其他应用。腾讯新闻广告竞争力两年间均下滑。知乎、微博、腾讯社交类应用则表现相对稳定。

图 19: 图文主要应用广告竞争力



资料来源: 各公司公告, 界面新闻, 路透社, 财联社, QuestMobile, 天风证券研究所

21 年以来，互联网广告面临更强烈的监管政策，行业整体面临下行压力。由于受到《个人信息保护法》等数据隐私监管措施影响，禁止“大数据杀熟”、不得强制推送个性化广告、数据管理类产品受限，大多数图文类应用广告竞争力均面临挑战，精准营销能力受到一定限制。

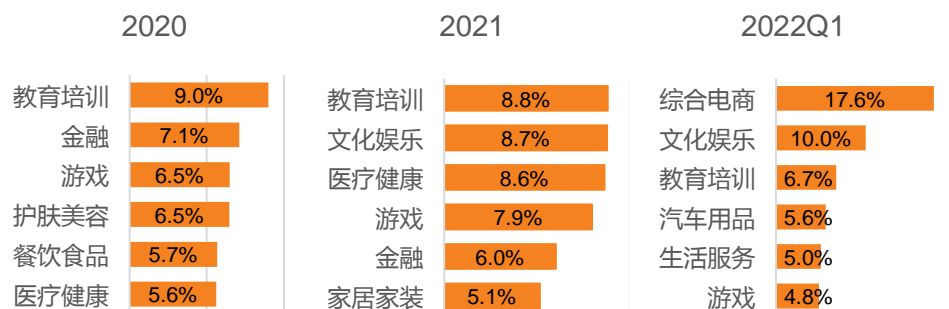
表 3：2020-2021 年互联网广告政策与法规

2020 年 3 月	市场监管总局等部门联合制定《 整治虚假违法广告部际联席会议工作制度 》与 2020 年工作要点，强化部门间广告协同监管，加强广告新业态监管，督促互联网平台自觉履行法定义务和责任。
2021 年 4 月	市场监管总局等单位与 34 家互联网平台企业签署《 依法合规经营承诺 》，提到“自觉维护互联网广告市场秩序”，如依法规范广告经营活动、完善监测机制、加强审核、严格规范发布行为、注意导向、杜绝虚假宣传和低俗内容。
2021 年 5 月	由国家互联网信息办公室等部门联合发布的《 网络直播营销管理办法（试行） 》实施，明确直播营销人员发布的内容构成商业广告的，应当履行广告发布者/经营者/代言人的责任义务。
2021 年 9 月	《 数据安全法 》正式施行，促使平台规范使用数据，明确了数据传输的标准与要求，大型广告平台将承担更多数据保护的责任。 《 个人信息保护法 》正式施行，明确禁止“大数据杀熟”、不得强制推送个性化广告、对处理敏感个人信息作出更严格限制，使数据管理类产品、消费者画像与跨媒体整合营销受限。
2021 年 11 月	市场监管总局公布《 互联网广告管理办法（公开征求意见稿） 》，明确将以互联网直播等形式的商业广告纳入监管。强化对弹出广告“一键关闭”、植入广告等领域的规定，增加对含有链接广告、学前和中小学教育广告的专门规定。

资料来源：中国网财经，新华每日电讯，中国市场监管报，数字营销市场微信公众号，m360，天风证券研究所

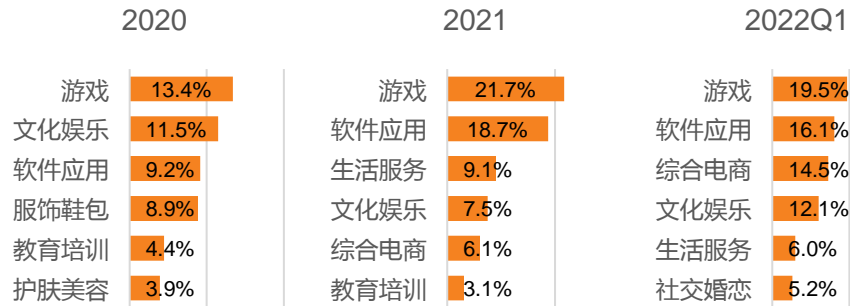
同时，由于教培、文娱业受到全面治理，医美健康、游戏、互联网金融业受到更严格监管，相关业务占比较高的应用平台受到更大影响。第一，自 20 年开展校外培训机构治理工作，21 年“双减”政策落地，课外辅导机构被叫停，教育培训业务占比较大的百度营销信息流广告受显著冲击，业务占比迅速下降，22 年不再位列主要行业前六名。腾讯广告、巨量引擎（字节跳动旗下整合广告平台）同样受到影响。第二，对网络小额贷款与金融广告的治理措施同样影响到百度与腾讯的广告业务，金融业务占比下降。第三，整治非法医美广告的政策措施打击了百度营销在医疗健康领域的业务。此外，21 年“清朗”行动下网信办出台取消明星艺人排行榜单的政策，娱乐产业及相关广告市场受到波及。相较而言，由于游戏业监管加强集中于未成年群体，主流业务受到影响更小，因此以游戏为主体的巨量引擎受到影响更小。此外，“巨量引擎”背靠字节深耕短视频领域的先进算法模型，竞争优势较为明显。

图 20：百度营销业务行业占比（前六类）



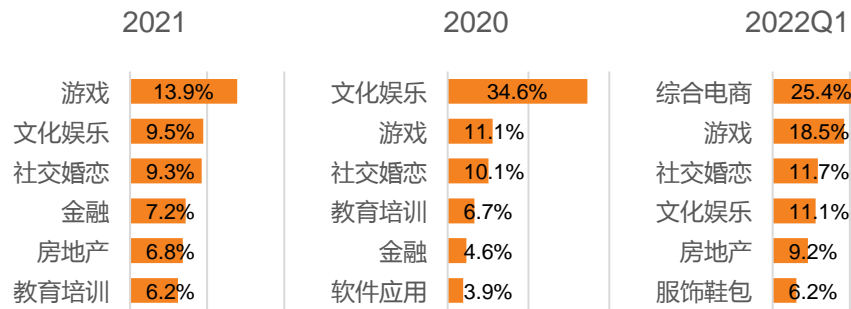
资料来源：App Growing 微信公众号，天风证券研究所整理

图 21：巨量引擎业务行业占比（前六类）



资料来源：App Growing 微信公众号，天风证券研究所整理

图 22：腾讯广告业务行业占比（前六类）



资料来源：App Growing 微信公众号，天风证券研究所整理

表 4：2020–2021 年相关行业监管政策动态

2020 年 2 月	中国网络视听节目服务协会联合多平台发布《网络综艺节目内容审核标准细则》，对各类节目内容审核标准作出详细规定。	文化娱乐
2020 年 3 月	国家市场监督管理总局《药品、医疗器械、保健食品、特殊医学用途配方食品广告审查管理暂行办法》施行，严格“三品一械”广告审查标准，加强“三品一械”广告监督管理。	医疗健康
2020 年 4 月	国家卫生健康委等部门联合发布《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》，规范医疗美容广告发布，加强医疗美容广告监管。	医疗健康
2020 年 5 月	教育部印发《义务教育六科超标超前培训负面清单（试行）》，为各地查处培训机构超标超前培训行为提供了具体依据。	教育培训
2020 年 6 月	新修订的《未成年人保护法》正式施行，新增加强行业监管的“网络保护”专章，要求游戏等网络服务对未成年人的使用时长、消费管理等进行规定，要求不得对学龄前未成年人进行小学课程教育。	游戏、 教育培训
2020 年 7 月	银保监会发布《商业银行互联网贷款管理暂行办法》，合理界定互联网贷款内涵及范围，明确互联网贷款应遵循小额、短期、高效和风险可控原则。	互联网金融
2020 年 9 月	上海市出台《关于进一步加强金融广告监管工作的意见》，明确相关主体的责任和行为规范，细化金融广告发布的内容准则，对未取得相应金融业务资质主体发布金融广告的行为和互联网违法金融广告开展治理。	互联网金融
2020 年 11 月	国家新闻出版署发布《2020 年游戏审批撤销信息》，撤销了两款游戏的出版物号，这是行业首次单独发布版号撤销公告。	游戏
2020 年 11 月	银保监会起草《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》，明确注册资本、控股股东、互联网平台等方面应符合的条件，并公开征求意见。	互联网金融

2020年12月	《网络游戏适龄提示》团体标准发布，规定了适龄提示标识符，提供了绿色的8+、蓝色的12+和黄色的16+三个不同年龄段标识。	游戏
2021年1月	中国银保监会工作会议表明，要加强对互联网平台金融活动监管，加强对银行保险机构与互联网平台合作开展金融活动的监管。 银保监会出台《消费金融公司监管评级办法（试行）》，评级要素为公司治理与内控、资本管理、风险管理、专业服务质量、信息科技管理，以健全消费金融公司风险监管制度体系，强化分类监管。	互联网金融
2021年4月	根据中宣部《游戏审查评分细则》，游戏送审试行全新的评分审查制度，审核将从观念导向、原创设计、制作品质、文化内涵、开发程度5个分项进行打分。游戏需要拿到合格分才有资格申请版号。	游戏
2021年5月	教育部等部门联合印发《儿童青少年近视防控光明行动工作方案（2021—2025年）》，要求引导家庭切实减轻孩子学业负担，不盲目参加课外培训、跟风报班，科学规范使用电子产品等。	游戏、 教育培训
2021年6月	国家卫生健康委等部门印发《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》，强调非医疗机构不得发布医疗广告，未经依法审查取得批准严禁发布医疗广告、或变相发布医疗广告/虚假信息。 互联网金融协会发布《关于规范医疗美容相关金融产品和金融服务的倡议》，严防医美金融产品乱象。	医疗健康
2021年7月	中央网信办决定开展为期2个月的“清明·‘饭圈’乱象整治”专项行动，重点打击包括应援集资、拉踩引战、攀比炫富、雇佣水军、干扰舆论等行为。 中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》，旨在在进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担，全面规范管理校外培训机构，严禁资本化运作。	医疗健康、 互联网金融 文化娱乐
2021年8月	央媒《经济参考报》刊文将网络游戏与“精神鸦片”画上等号，呼吁加强监管。这一说法被迅速删除，但仍引起游戏股大幅波动。 国家新闻出版署印发《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》，进一步限制向未成年人提供网络游戏服务的时段时长，严格落实网络游戏账号实名注册要求，加强对防沉迷措施落实情况的监督检查。	游戏
2021年9月	中央网信办发布《关于进一步加强“饭圈”乱象治理的通知》，要求取消明星艺人榜单，优化调整排行规则，严管明星经纪公司，规范粉丝群体账号，不得诱导粉丝消费等。 中央宣传部印发《关于开展文娱领域综合治理工作的通知》，严格内容监管，压实平台责任，加大对违法失德艺人的惩处。	文化娱乐
2021年11月	市场监管总局等部门联合印发《关于做好校外培训广告管控的通知》，要求全面清理校外培训广告市场，其中包括平台自查整改，进一步完善广告发布审核制度。 市场监管总局发布《医疗美容广告执法指南》，明确医疗美容广告监管重点，要求平台履行内部审核机制。	教育培训 医疗健康

资料来源：国家市场监督管理总局，国务院，上海市市场监督管理局，澎湃新闻，21世纪经济报道，第一财经，经济日报，证券日报，新华网，中国新闻网，每日经济新闻，上海证券报，人民网，新京报，央视网，天风证券研究所

6. 2022 年广告市场份额预测：字节跳动未来或将超越阿里巴巴

此前，我们定义互联网广告竞争力指标=应用广告收入份额占比/应用年总使用时长份额占比，并根据该指标计算出了 2019-2021 年各应用的广告竞争力。假设 2022 年指标同比增长率为 2019-2021 年的复合增长率（CAGR），由此我们可简单预测出 2022 年的各应用广告竞争力指标。下一步，我们根据 2022 年各应用广告竞争力指标及各应用在 2022 年的使用时长的份额占比，粗略估算出各应用在 2022 年的广告收入的份额对比。具体如下表所示：

表 5：2019-2022 各应用广告竞争力指标及同比变化情况

	2019	2020	YOY	2021	YOY	2022	YOY(CAGR)
抖音	0.92	0.99	7.82%	0.85	-14.40%	0.81	-3.93%
西瓜视频	0.25	0.50	99.98%	0.77	52.90%	1.34	74.86%
今日头条	0.62	1.06	70.17%	1.26	18.35%	1.78	41.91%
阿里巴巴	10.61	9.89	-6.79%	9.62	-2.69%	9.16	-4.76%
腾讯社交	0.24	0.24	0.96%	0.24	-2.12%	0.23	-0.59%
腾讯媒体	0.45	0.35	-21.90%	0.30	-14.12%	0.25	-18.10%
快手	0.20	0.26	32.87%	0.31	18.06%	0.39	25.25%
拼多多	3.42	2.84	-17.06%	2.75	-2.95%	2.47	-10.29%
京东	18.33	14.60	-20.34%	13.32	-8.79%	11.35	-14.76%
百度	2.67	1.83	-31.54%	1.60	-12.36%	1.24	-22.54%
美团	8.26	7.33	-11.35%	5.77	-21.28%	4.82	-16.46%
哔哩哔哩	0.16	0.19	16.57%	0.27	46.93%	0.36	30.87%
知乎	0.51	0.49	-3.38%	0.54	9.96%	0.56	3.07%
微博	0.42	0.33	-21.61%	0.34	5.01%	0.31	-9.27%

资料来源：QuestMobile，天风证券研究所整理

根据 QuestMobile 数据，我们可计算出 2022 年 1Q 各应用的使用时长份额占比：

表 6：2022 年 1Q 各应用使用时长及份额占比

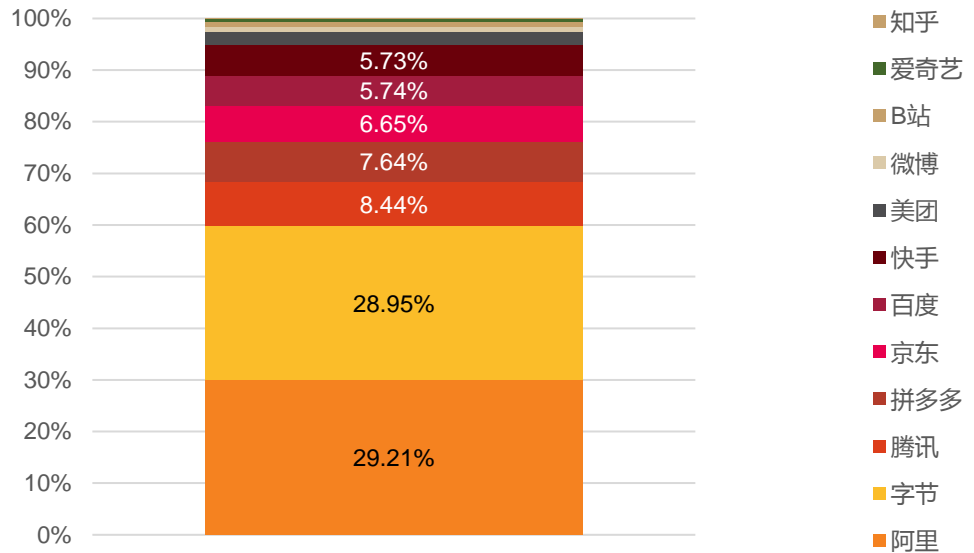
应用名	总使用时长(单位：亿分钟)	份额占比
抖音	41,080	17.74%
抖音火山版	1,904	0.82%
抖音极速版	10,999	4.75%
西瓜视频	2,739	1.18%
今日头条	10,934	4.72%
淘宝	7,056	3.05%
淘特	324	0.14%
微信	63,639	27.49%
QQ	6,749	2.91%
QQ 浏览器	2,085	0.90%
腾讯新闻	4,374	1.89%
腾讯视频	6,061	2.62%
快手	21,369	9.23%
快手极速版	12,534	5.41%
拼多多	7,158	3.09%
京东	1,355	0.59%
百度	10,711	4.63%
美团	1,197	0.52%

哔哩哔哩	4,878	2.11%
知乎	458	0.20%
微博	8,060	3.48%
爱奇艺	5,875	2.54%

资料来源：QuestMobile，天风证券研究所整理

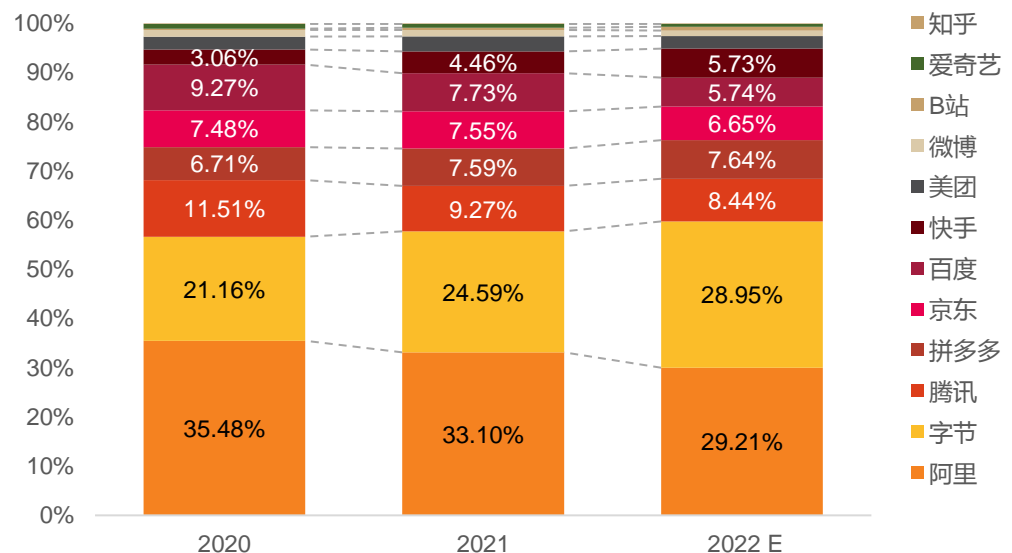
使用以上时长份额占比乘以此前假设的 2022 年广告竞争力指标，可以估算得到 2022 年各应用的广告收入份额占比：

图 23：预测 2022 年各应用的广告收入的份额占比



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所整理

图 24：互联网主要应用 2020、2021、2022 广告收入份额对比



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所整理

根据我们的预测，我们总结出以下规律：1. 短视频平台的广告收入份额有望持续增长，传统电商类平台的广告收入份额也有可能受短视频电商竞争呈现走弱趋势。2. 字节跳动在保持现有增速的情况下，有望凭借旗下三款产品，抖音、今日头条、西瓜视频的广告收入在未来超越阿里巴巴，成为第一大广告收入平台。3. 阿里字节广告收入份额占比有望接近 60%，字节系与阿里系两强独大的格局将进一步巩固。

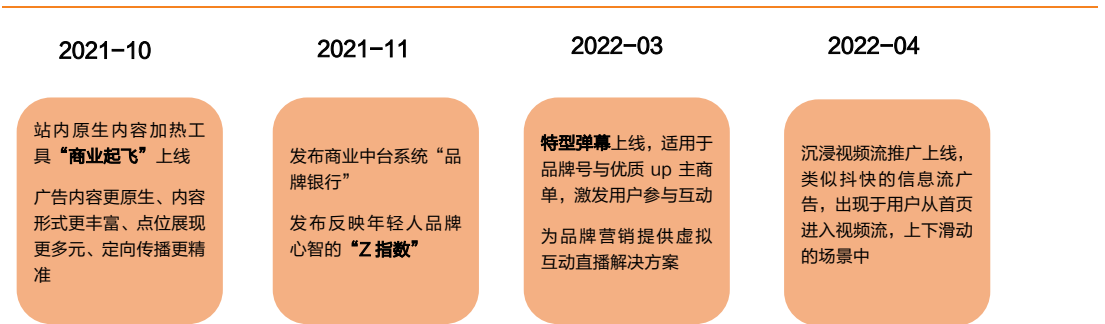
另外，小米集团 2019–2021 年的广告业务收入分别为 107 亿元、127 亿元、181 亿元，但由于其应用使用时长较难衡量及缺少数据，我们未将其纳入计算，因此以上我们对于各应用在 2022 年互联网广告收入市场份额的估计预测的结果可能偏高。同时由于小红书为非上市公司，2019–2021 年广告收入较小且无准确公开来源，影响我们对于其广告竞争力测算，故没有加入整体预测。

7. 2022 年国内主要互联网企业广告收入测算

7.1. 视频平台：短视频如火如荼，各平台改善品牌营销服务体验

哔哩哔哩重视品牌营销与内容资源的整合。哔哩哔哩于去年 11 月上线“商业起飞”内容加热工具，结合原有的“大视窗”内容推广，丰富了原生广告样式与内容形式，意在提升推广覆盖的广度与准度；此外，哔哩哔哩还针对品牌营销推出了特型弹幕、虚拟互动直播解决方案等工具，不断完善针对广告主的服务内容；今年 4 月，哔哩哔哩上线短视频信息流广告，更加体现其营销内容形式多元化发展的趋势。

图 25：哔哩哔哩营销动态



资料来源：哔哩哔哩官网，环球网，IT 之家，哔哩哔哩商业动态公众号，亿邦动力，天风证券研究所整理

我们参考我们之前发布的研究报告《Bilibili：“小破站”的中场战事》将哔哩哔哩广告业务拆分为信息流广告、开屏广告、Up 主商单、招商与冠名四部分进行 2022 全年业绩测算，其中参数也参考了之前报告：

➤ 信息流广告

我们根据广告收入=DAU 均值*人均使用时长*信息流浏览时间占比*每分钟信息流数*Ad load 水平*eCPM*365，对信息流广告收入进行测算，其中关键指标测算如下：

- 根据哔哩哔哩官方表态，假设 Ad load 水平短期内不变，为 5%；
- 假设 App 总使用时长中有 10%的时间用于浏览信息流；
- 根据 B 站首页展示情况，假设每分钟观看信息流数量为 20 个；
- 假设 eCPM 为 10（元/千次）
- 根据 QuestMobile 2022 年 3 月数据同比增长情况，假设哔哩哔哩全年 DAU 均值为 6321.90 万人，全年人均单日使用时长为 99.88 分钟。

计算得 2022 年全年哔哩哔哩信息流广告收入约为 23.05 亿元。

➤ 开屏广告

我们根据广告收入=DAU 均值*每 DAU 日均开屏广告显示次数*填充率*eCPM*365，对开屏广告收入进行测算，其中关键指标测算如下：

- 根据 QuestMobile 2022 年 3 月数据同比增长情况，假设哔哩哔哩全年 DAU 均值为 6321.90 万人；

- 假设每 DAU 日均开屏广告显示次数为 1 次；
- 假设填充率为 80%；
- 假设 eCPM 为 45 (元/千次)。

计算得 2022 年全年哔哩哔哩开屏广告收入约为 **8.31 亿元**。

➤ Up 主商单

- 根据此前报告《哔哩哔哩 (BILI.US/9626.HK) 三问：“小破站”的中场战事》测算，结合过去一年来的粉丝增量情况，我们预估 2022 年底哔哩哔哩将有约 1520 位百万粉丝 UP 主，其中游戏/美妆/汽车/财经分区 UP 主 370 位，其他分区 UP 主 1150 位；
- 假设游戏/美妆/汽车/财经分区百万粉丝 UP 主商单单价为 25 万元/单，每月商单数量为 2 条；
- 假设其他分区百万粉丝 UP 主商单单价为 5 万元/单，每月商单数量为 1 条；
- 对非百万粉的 UP 主整体商单收入按照百万粉 UP 主之和的 15% 测算。

计算得 2022 年全年哔哩哔哩 UP 主商单收入约为 27.08 亿元。

表 7：2022 年哔哩哔哩 UP 主商单收入测算

项目	2022E
游戏/美妆/汽车/财经 UP 主数量	370
商单单价 (万元/条)	25
每月平均商单数量	2
收入 (万元)	166,500
其他分区 UP 主数量	1,150
商单单价 (万元/条)	5
每月平均商单数量	1
收入 (万元)	69,000
收入合计——百万粉 UP 主 (万元)	235,500
收入合计 (万元)	270,825

资料来源：新榜，天风证券研究所测算

➤ 冠名与招商

此部分收入包括：

1. 哔哩哔哩跨年晚会、Bilibili World、Bilibili Macro Link 等活动的广告招商收入；
2. OGV 内容广告植入、冠名收入；
3. 哔哩哔哩外采电竞赛事、体育赛事版权的直播冠名收入。

我们认为，随着哔哩哔哩 OGV 内容及活动持续丰富，冠名与招商收入将进一步提升，2022 年底有望增加至 **7.5 亿元**。

综合来看，我们预计哔哩哔哩 2022 年广告业务 yoy +45.78%至约 65.94 亿元。根据 2021Q1 收入为 2021 全年的 15.8%，据此我们计算 2022Q1 为 10.4 亿元。多地疫情封控影响下广告主投放效果短期内出现暂时性降低，或影响广告主投放意愿，宏观大环境低迷情况下 B 站广告业务短期亦承受一定压力。同时，因疫情影响，部分 B 站 OGV 项目无法拍摄，导致 OGV 冠名投放暂缓，亦对广告业务产生负面影响。我们预计 Q2 广告业务亦将受到一定程度负面影响，建议密切关注国内疫情拐点。

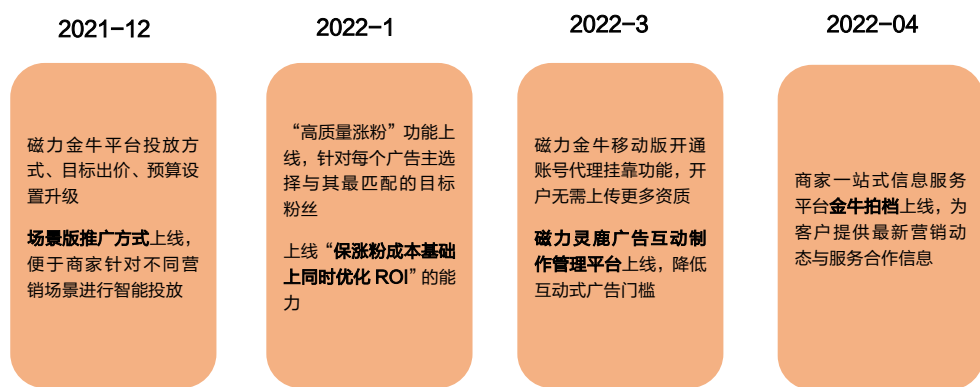
表 8：2022 年哔哩哔哩广告收入测算（单位：万元）

类别	2022E	2022Q1E
信息流广告收入	230,480.32	36,415.89
开屏广告收入	83,069.71	13,125.01
UP 主商单收入	270,825.00	42,790.35
冠名与招商收入	75,000.00	11,850.00
收入合计	659,375.03	104,181.26

资料来源：QuestMobile，同花顺等，天风证券研究所测算

快手不断完善商家服务，降低营销平台使用门槛。以场景版推广方式为代表的智能化投放工具能够让零电商营销基础的商户快速上手；互动式广告制作平台允许商户自创互动广告；磁力金牛移动版的升级则进一步降低了平台的准入门槛，允许更多的中小商家参与到短视频相关的营销活动中。此外，快手于今年一季度推出了头部客户、增量激励、新客激励等一系列政策，鼓励客户增加预算投放。

图 26：快手营销动态



资料来源：快手磁力金牛官方服务号，磁力引擎商业洞察公众号，电商报，天风证券研究所整理

我们预计 22Q1 快手广告同比+29%，在广告行业整体承压的情况下，仍能保持超行业增长水平。从外循环广告来看，整体流量仍呈增长趋势，广告加载率有持续提升趋势，但 CPM 价格或有负向调整，主要系宏观环境影响，广告主投放需求或有承压。1-2 月春节叠加冬奥，品牌广告主加速入驻，品牌广告占比有望提升。3 月下旬受疫情影响，公司广告业务或受一定冲击，我们认为进入 4 月后，全国疫情的反复或将持续影响广告主投放意愿及预算，需持续关注广告主投放趋势，我们预计公司广告市场份额占比仍将稳步提升。

我们根据广告收入=DAU 均值*人均使用时长*每分钟信息流数*Ad load 水平*eCPM*365，对信息流广告收入进行测算，其中关键指标测算如下：

- 假设 Ad load 水平短期内不变，为 7-8%；
- 根据使用测算每分钟播放次数为 2.3；
- 假设全年 eCPM 为 20（元/千次），一季度为 19（元/千次）；
- 根据数据同比增长情况，假设快手+快手极速版全年 DAU 均值为 3.3 亿人、一季度 3.4 亿人，快手与快手极速版全年人均单日使用时长平均为 118 分钟、一季度 119 分钟。

计算得 2022 年全年快手广告收入约为 **523.53 亿元**，同比增长 23%。

表 9：2022 年快手广告收入测算

	2022E	2022Q1E
DAU（亿）	3.3	3.4

单日人均使用时长（分钟）	118	119
每分钟播放次数	2.3	2.3
Ad load	8.00%	7.00%
eCPM（元/千次）	20	19
估算广告收入（亿元）	523.53	111.26

资料来源：快手财报，快手招股书，天风证券研究所测算

字节跳动的巨量引擎以抖音为主要阵地，重视游戏行业广告投放与本地客户支持。字节跳动近半年来频繁更新营销工具，与快手相比，针对直播推广的服务更加完善；今年 2 月，巨量引擎为本地行业 SVIP 客户推出定制化服务，提升投放效率，同时为游戏行业广告上线 Nobid 最大转化投放；3 月，抖音对竞价广告样式进行了原生升级，期望提高商家营销转化率。

图 27：字节跳动营销动态



资料来源：巨量引擎广告服务平台，电商报，天风证券研究所整理

我们预计 22Q1 字节跳动广告收入将保持高速增长，其中抖音为主要阵地，预计 22Q1 抖音广告收入超过 350 亿元。字节跳动背靠巨量引擎，以高用户基数的抖音为主要平台，深度布局品牌营销；广告主需求虽受疫情影响有所承压，品牌信息流广告 eCPM 或有所下调，但抖音流量增长趋势仍稳居行业前列，未来用户使用时长更值得期待，长期来看，平台对广告主吸引力仍将逐渐提升。抖音虽非冬奥授权转播商，其于二月份推出的“冰雪 2022”体育营销活动仍吸引众多消费品品牌参与，通过涵盖 UGC+PGC+OGC 创作者制作出热门节目并实现品牌内容曝光，品牌自播成交率占比达 73%。同时，广告主营销工具的更新、广告主服务内容的丰富、原生广告样式的更新等因素将进一步加强广告主的投放意愿。然而，全国疫情的反复或将对公司产生不利影响，我们仍需进一步观察公司客户获取与流失情况。综上，给予字节跳动旗下抖音产品的高占比与其各项运营数据的高增速，我们预计 22Q1 字节跳动广告收入将保持高速增长。

表 10：2022 年字节跳动广告收入预测（单位：亿元）

产品名称	2022E
抖音	1742.89
西瓜视频	145.55
今日头条	774.15
合计	2,662.58

资料来源：界面新闻，路透社，各公司年报及天风证券研究所测算

注：此处广告收入仅包括在中国运营的产品，不含 TikTok

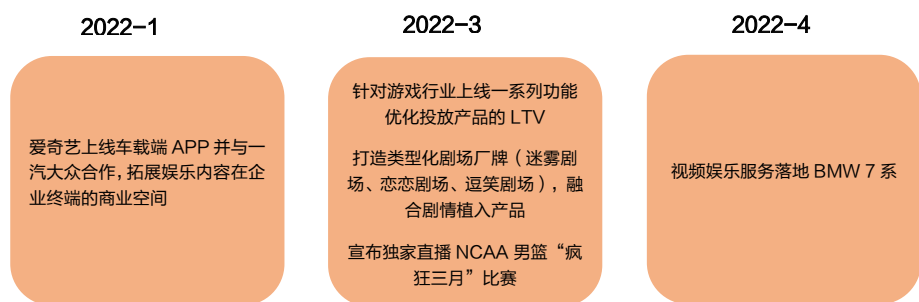
表 11：2022 年抖音广告收入测算

	2022E	2022Q1E
广告收入 (亿元)	1,742.89	365.57
开屏广告收入 (亿元)	131.40	28.18
DAU (亿人)	6.00	5.69
每 DAU 日均开屏广告显示次数	1	1
eCPM (元/千次)	60	55
品牌信息流收入 (亿元)	397.35	74.22
DAU (亿人)	6	5.69
人均使用时长 (分钟)	105.00	104.64
每分钟播放次数	2	2
Ad load 水平	12%	11%
eCPM (元/千次)	60	55
品牌信息流占比	12%	12%
竞价信息流收入	1359.83	247.41
DAU (亿人)	6.00	5.69
人均使用时长 (分钟)	105.00	99.76
每分钟播放次数	2	2
Ad load 水平	12%	11%
eCPM (元/千次)	25	25
品牌信息流占比	88%	88%

资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所测算

爱奇艺营销从内容与车载娱乐终端两大方向入手。爱奇艺此前与一汽大众和 BMW 达成合作, 在车载娱乐终端中预装爱奇艺 APP, 为广告主打开新的落地形式; 同时, 爱奇艺持续结合现有 IP 内容进行品牌植入营销。

图 28: 爱奇艺营销动态



资料来源: 爱奇艺官网, 爱奇艺奇点公众号, 新浪科技, 新浪财经, 天风证券研究所整理

7.2. 电商平台: 整体趋向于营销视频化和产品智能化

京东近期有营销多元化和营销视频化的趋势。京东通过其营销平台“京准通”对短视频营销进行多次改动和功能更新, 体现其对短视频营销的重视; 另一方面, 京东尝试更多营销产品形态, 如线下营销、AI 营销、全域营销等, 并上线营销撮合平台, 其多元化的产品形态或为京东营销收入带来更多可能性。

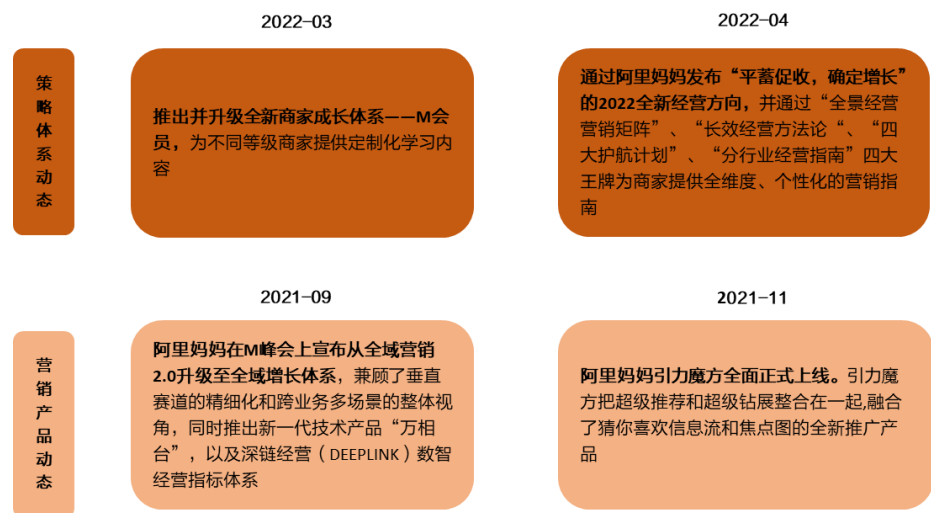
图 29: 京东视频化&营销产品动态



资料来源：京东营销 360（微信公众号），京点书院，Marketing，天风证券研究所整理

阿里巴巴近期营销动态相对平稳，动作集中于营销产品智能化以及长期策略的提出。由于阿里巴巴的视频营销已经相对成熟，因此其近日并无对短视频营销有过多动作，而是将注意力主要集中在对营销产品的集合整改以及对营销数字化的体系完善；另一方面，阿里妈妈致力于坚持为商家定制年度策略，同时完善商家成长体系，根据商家等级为商家提供更加细致、个性化的流量扶持机制。

图 30：阿里巴巴营销产品&策略动态



资料来源：阿里妈妈数字营销公众号，手帕网，天风证券研究所整理

我们预计阿里 22 年客户管理收入同比-12.62%，达到 2674.31 亿元。宏观来看，阿里 GMV 表现和总消费环境趋向一致。在预测 GDP 和对应社零增速或下降的情况下，阿里 GMV 和对应的广告收入或一并承压。另一方面，阿里为了在电商赛道白热化竞争阶段巩固商家基本盘，其在 2021Q4 财报会上表明对商家加大了支持力度，调减了一些服务收费以降低商家的营运开支，因此预计客户管理收入（广告+佣金）的货币化率或将保持不变。另一方面，考虑到 3-5 月疫情导致部分地区物流延缓，进而对电商销售额产生负面影响，因此我们对原预估阿里 GMV 做整体 15% 下调，预计 FY2022 年阿里中国零售 GMV 为 66857.68 亿元。横向来看，预计阿里 2022 年客户管理收入仍将稳居广告收入规模大盘第一梯队的位置，但受到反垄断政策的监督以及直播电商新业态的多重影响，过去阿里一家独大的局面显然已经在向新时代下多元化的市场竞争格局靠拢。

表 12：2022 年阿里巴巴客户管理收入测算（单位：亿元）

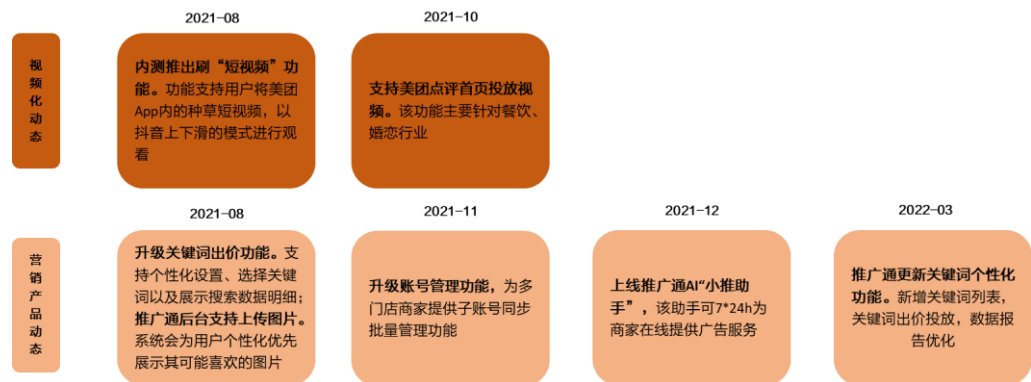
	2022E	2022Q1E
GDP	1,206,571.53	270,177.80
社零总额	465,289.84	108,659.10

阿里中国零售 GMV	66,857.68	18,368.55
阿里中国零售客户管理收入	2,674.31	734.74

资料来源：中国政府网，萝卜投资，Bloomberg，天风证券研究所测算

美团同样有视频化趋势，并致力于营销智能化。根据美团近期动态可以看出，其营销策略分布在短视频化以及对商家的营销产品的更新。由于短视频营销和图文相比转化率更高，美团有望通过短视频化迎来新的广告收入增长曲线。另一方面，随着美团营销收入占比上升以及近期其主动响应政策主动降低中小商家佣金，预计美团未来可能会通过在营销领域发力创收。

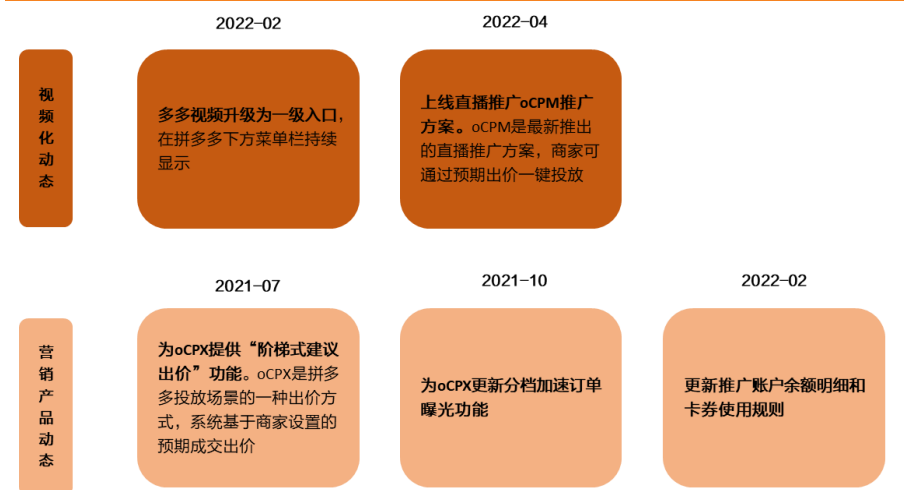
图 31：美团视频化&营销产品动态



资料来源：美团推广通（公众号），品玩，天风证券研究所整理

拼多多同样加码视频营销并积极完善对应商家推广方案。近期拼多多的主要动作即为将“多多视频”升级为一级入口，直播推广智能出价产品 oCPM 也依次上线，体现了拼多多对短视频营销的重视。同时，多多视频通过“看短视频攒金币提现”的方式提升用户粘性，并对商家进行多项扶持补贴计划，引导商家入驻多多视频。若拼多多长期仍能通过该功能维持用户粘性，则有望为其广告收入大幅加码。

图 32：拼多多视频化&营销产品动态



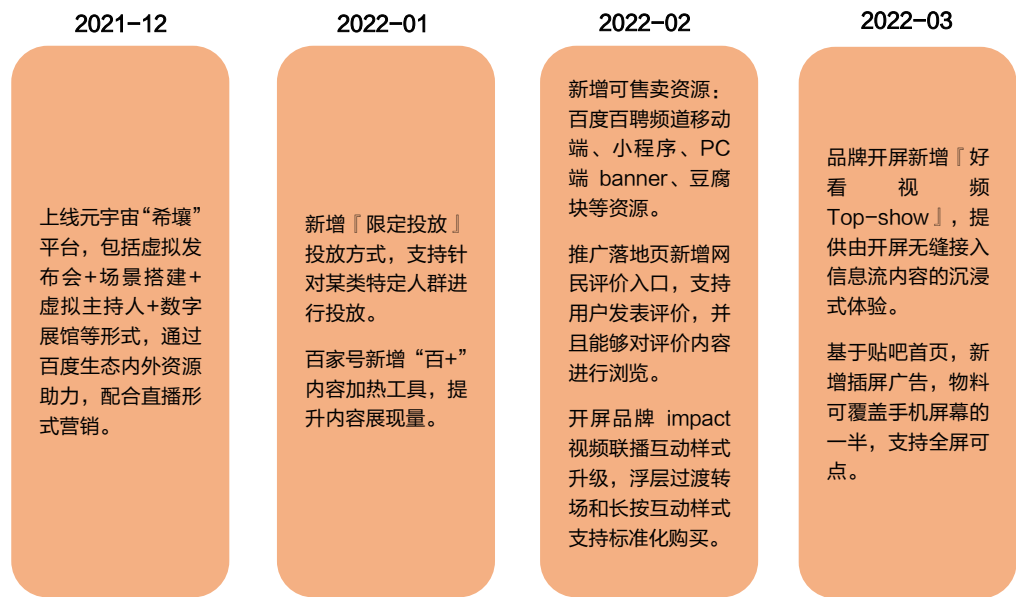
资料来源：亿邦动力，多多营销书院，天风证券研究所整理

7.3. 图文平台：行业需求承压下平台寻求新发力点

2021 年末起百度转向移动生态服务化战略升级，广告策略与其他业务内容融合发展。从百度移动生态事业群组最近对销售体系的调整可以看出，百度改变了过去按照销售部门的属性来划分客户归属、界定服务模式的横向结构，变为瞄准重点行业的纵向销售体系。百

度将借助移动生态业务和服务，为用户提供一站式服务。如在百度营销产品与功能的常规升级外，营销元宇宙“希壤”平台强调整合百度的技术优势，利用生态内外资源展开广告投放。

图 33：百度营销功能动态



资料来源：百度广告观，百度营销中心，天风证券研究所整理

根据《2021年中国互联网广告数据报告》，2021年互联网行业实现广告收入5435亿元（不含港澳台地区），其中搜索类广告市场占比下滑至11.9%。Statcounter显示，2021年1月百度在搜索引擎市场占比达69.71%。因此我们测算：百度搜索广告收入=互联网广告行业收入*搜索市场占比*百度搜索市场占比，得到百度2021年搜索广告收入达451亿，占百度核心广告61.2%。

根据百度披露最新数据，2021年百度联盟预计收益218亿元。同时，百度联盟分成政策显示联盟各App分成达70%。因此我们测算：网盟广告=网盟收入*(1-分成占比)，得到2021年百度网盟广告收入达65亿，占百度核心广告8.9%。根据业务拆解，信息流广告=百度核心广告-搜索广告-网盟广告，我们得出2021年百度信息流广告收入达220亿，占百度核心广告29.9%。

我们预计百度广告22Q1及2022年全年在广告行业承压的情况下，广告同比略微增长。从政策角度来看，22Q1受教育行业双减政策以及游戏版号发放暂停影响的延续，教育及游戏行业以往占比较大的广告主投放需求承压，对应广告预算减少。我们预计受1-2月部分地区疫情的反复以及3月下旬上海疫情的爆发的影响，广告主预算或将下降，公司广告业务将继续承压，需持续关注内地疫情发展以及广告主投放趋势。

表 13：2021 年百度广告收入拆分及测算（单位：亿元）

	2021	2021Q1
百度核心广告	736.28	161.77
搜索广告	450.86	99.06
互联网行业广告收入	5435	-
搜索市场占比 (%)	11.90%	-
百度搜索市场占比 (%)	69.71%	-
搜索广告占比 (%)	61.2%	61.2%
信息流广告	220.02	48.34
信息流广告占比 (%)	29.9%	29.9%

网盟广告	65.40	14.37
网盟收入	218.00	47.90
分成比例 (%)	70%	70%
网盟占比 (%)	8.9%	8.9%

资料来源：公司公告，2021 中国互联网广告数据报告，Statcounter，天风证券研究所测算

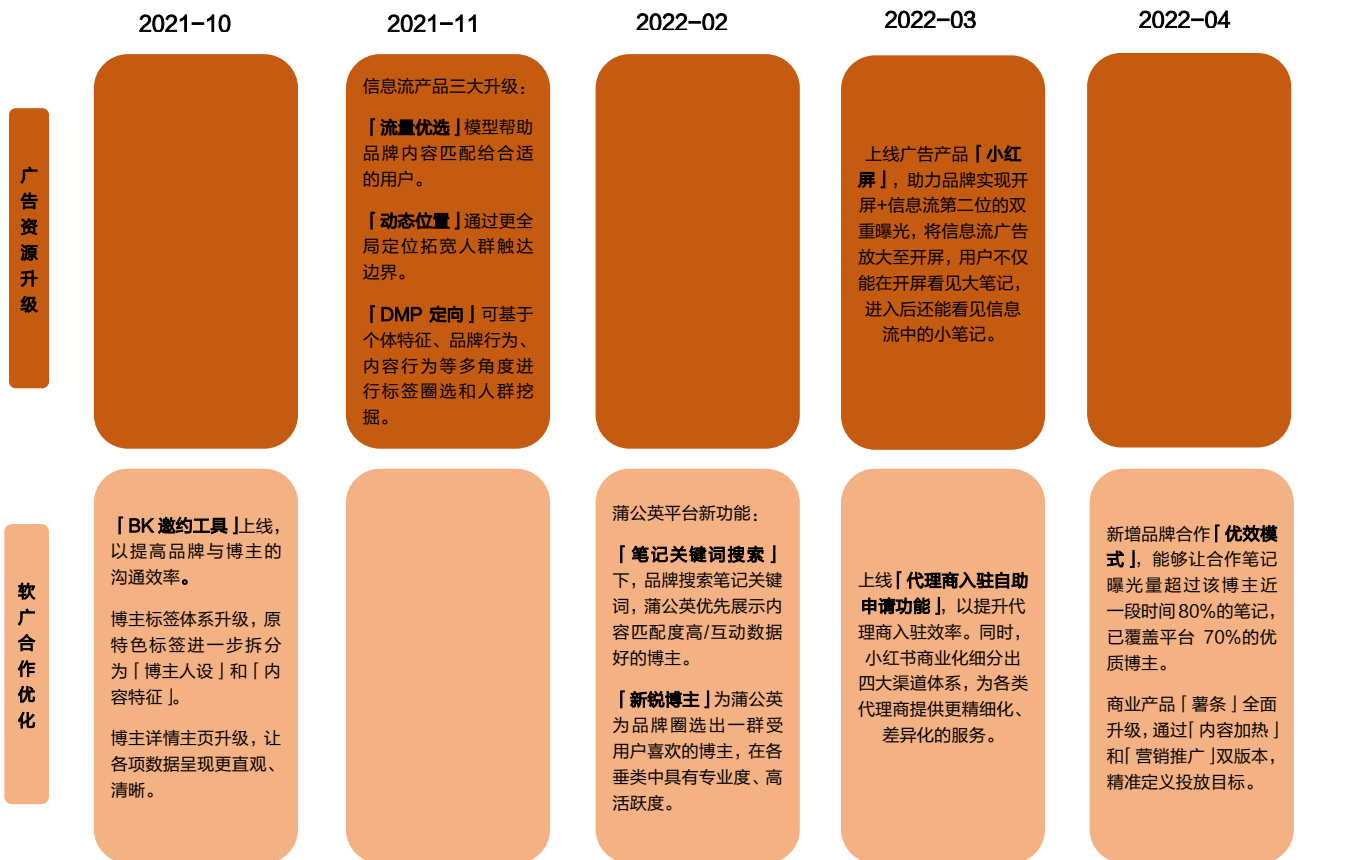
表 14：2022 年百度广告收入测算（单位：亿元）

	2022E	2022Q1E
百度核心广告	754.52	164.59
搜索广告	459.88	100.55
占核心广告收入 (%)	60.9%	61.1%
信息流广告	226.62	49.31
占核心广告收入 (%)	30.0%	30.0%
网盟广告	68.02	14.73
网盟收入	226.72	49.10
分成比例 (%)	70%	70%
占核心广告收入 (%)	9.0%	8.9%

资料来源：公司公告，2021 中国互联网广告数据报告，Statcounter，天风证券研究所测算

小红书营销平台升级频繁，广告业务或持续增长。一方面，小红书不断升级自身售卖广告资源，更新其信息流产品，并推出了开屏-信息流广告联动的“小红屏”等。另一方面，小红书逐渐优化品牌-博主合作并抽佣的过程，在“蒲公英”平台中推出多种提效工具，帮助品牌与 KOL/KOC 完成对接。上述动作将助力其传统广告与“种草”软广持续发展。

图 34：小红书广告产品与功能动态



资料来源：小红书商业动态，天风证券研究所

我们预计小红书广告 22Q1 及全年能够维持稳健增长。小红书广告商业化尚在起始阶段，平台独特的“种草模式”生态优势显著。从流量上看，我们预计小红书 2022 年 DAU、人均单日使用时长能继续增长，且广告加载率相对其他平台仍有提升空间。从需求端来看，尽管上游广告主 Q1 受疫情影响需求受到冲击，小红书内容营销的种草模式受广告主青睐。从供给上看，小红书广告资源与投放工具持续升级（推出“小红屏”“优效模式”等）。因此，即使存在宏观经济与互联网行业疲软对 CPM 等的影响，考虑到小红书独特的营销优势，我们预计小红书 2022 年增速仍会领先大盘，进一步提升市场份额占比。

表 15：2022 年小红书信息流广告收入测算

	2022E	2022Q1E
DAU (亿)	0.6	0.53
单日时长 (小时)	1	1
AD LOAD	10%	10%
CPC	0.84	0.75
CTR	5%	5%
每小时人均浏览量	240	240
广告收入 (亿元)	220.75	42.93

资料来源：QuestMobile，天风证券研究所测算

腾讯发力于视频号商业化进程，视频号广告空间或将成为新增长点。在腾讯广告的持续升级以外，微信视频号更新频繁，功能更加完善并逐渐无缝嵌入微信生态中，充分引入微信既有流量。尽管视频号商业化仍以电商与直播为主，但视频号对企业的便利化措施有利于增强品牌对视频号的关注，电商业务将促进广告业务同步推进。

图 35：腾讯广告与视频号功能动态

	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	
腾讯广告资源更新		微信“搜一搜活动组件”上线，可通过搜索品牌名看到该品牌正在发起的活动。		推出全新的游戏行业专业版投放端，服务游戏全生命周期的转化链路。	本地生活行业投放端上新，在投放前/中/后的区域与门店管理、极速创建、行业策略全方面升级。	推出多种创新营销手段：朋友圈 IP 互动式破框广告，OneShot 破框互动版，朋友圈摇动式卡片广告，视频号个性化气泡组件等。	推出多个组件和能力升级：搜一搜红包封面组件 2.0，搜一搜品牌摇一摇组件等。	信息流广告全新升级，实现“视频+资讯+社交+音乐”媒体矩阵联动，同一创意素材同步登陆腾讯信息流广告投放广告覆盖的多个媒体。	
视频号更新	微信搜一搜打通视频号直播。 视频号默认「发布时长」提高为 1 小时，逐步覆盖到中长视频领域。	企业账号与视频号双向打通，企业可在视频号配置企业微信账号。 直播“粉丝团”上线，用户通过支付微豆，将获得专属粉丝标签等权益。 视频号上线“自动播放”功能。	微信支付上线品牌视频号，提供支付后跳转视频、直播预约等能力。 视频号宣布开启 MCN 招募计划，通过流量与奖金激励 MCN 机构发现、培育视频号创作者。	视频号灰度测试购物车功能，逐步完善电商功能体系。		互选平台升级产品能力，提高广告主对视频号选号能力，互选结算提效，帮助广告主与创作者更好达成合作。		企业视频号可在主页添加「服务菜单」功能，支持直接跳转小程序。不同类型的账号，可自定义视频号服务栏配置。	微信视频号升级商家激励计划，商家引导视频号外自有粉丝进入视频号直播间，直播结束后平台按一定比例赠予流量券给商家作为激励。

资料来源：腾讯广告服务号，微信广告助手公众号，新视服务，天风证券研究所

我们预计 22Q1 腾讯广告同比-15%，环比降幅略微扩大，主要来自宏观环境、垂直行业监管、数据算法广告治理等。从需求端广告主来看，我们预计视频号品牌买量继续向好，但过往占比较高的游戏、金融、教育等广告主投放需求承压，继续造成一定拖累；电商平台控费提效，叠加部分与腾讯广告数据合作模式调整，投放预算或受到一定影响；此外，近期局部疫情对于本地生活、电商类广告亦造成拖累。从供给端广告库存来看，我们预计数据合规性专项治理对于媒体广告、联盟广告的影响仍在继续，同比拖累相对明显。

我们假设腾讯社交类广告主体形式为信息流广告进行粗略计算调整得出结果，得出 2022 年腾讯社交类广告收入约为 690 亿元。对于媒体类广告，我们根据此前利用竞争力得出的腾讯社交类广告与媒体类广告在 2022 年的各自市场份额占比(参考表 6 及图 23)，通过占比的比值代入 2022 年腾讯社交类广告收入估测出 2022 年腾讯媒体类广告收入约为 110 亿元。我们发现 2021 年腾讯一季度广告收入约为全年广告收入的 28%，考虑到 2022 年疫情及经济形势影响，我们预估 2022 年一季度广告收入占比约为 25%，略低于 21 年占比数值。

表 16：2022 年腾讯广告收入测算（单位：亿元）

社交广告部分	朋友圈	公众号	小程序	QQ 系	联盟
广告收入 2022E	430	50	60	50	100
广告收入 2022Q1E	108	13	15	13	25
总和	2022E		2022Q1E		
社交广告收入	690		173		
媒体广告收入	110		30		
腾讯广告收入总和	800		203		

资料来源：公司财报，QuestMobile，网易新闻，36 氪，微信广告官网，澎湃新闻，阿拉丁研究院，腾讯社交广告官网，见实微信公众号，天风证券研究所测算

微博广告营销多维度升级，针对用户抓取与软件升级。用户方面，更大程度吸引“新用户”与“老用户”：互动手势转变广告与受众关系，从“传达和被接受”转变为“吸引和主动参与”。同时，全新粉丝头条通过提高出价有效获取高质量用户与曝光优先级。此外，超粉重定向功能有效推广内容到感兴趣人群，有效降本。系统方面，商业化工具不断升级：自动扩量功能更新，解决放量困难、投放期短、成本飙升等困难。另一方面，微博新推出游戏深度转化出价功能，通过微博与游戏用户画像高度匹配达到广告主投放量级与营销ROI的双重提升。

图 36：微博广告营销策略



资料来源：微博广告助手服务号，天风证券研究所整理

知乎种草将平台包装内容与品牌发布信息两大类推广给消费者，对其消费需求与决策产生影响，为公司带来额外广告收益。AIPL 模型通过品牌曝光-产品种草-决策支持-销售转化的流程产生良好生态内循环。知+对于搜索页面与推广页面的导流措施更快的将种草内容推荐给消费者，再由品牌方与知乎共同发布的权威内容使得“种草”行为的产生，最终消费者的信任与回购带来用户粘性的提升。

图 37：知乎种草环节



资料来源：知乎效果营销服务平台服务号，天风证券研究所整理

8. 2022 年国内互联网广告市场规模预测

我们预计 2022 年国内互联网广告市场规模约在 7238 亿元-9147 亿元之间。在第 6 部分

中我们根据竞争力推测出了各公司 2022 年广告市场份额占比，在第 7 部分中我们拆分测算出了数个领域主要互联网公司的 2022 年广告收入。根据此前估算的各公司 2022 年市场份额占比与 2022 年收入测算，我们可以估测 2022 年国内互联网广告市场规模的大致区间，取推测市场规模平均数约为 9147 亿元，如下所示。由于百度广告收入有相当部分来源于 PC 端，而 PC 端用户时长未纳入 QuestMobile 统计，故没有将百度收入纳入预测市场规模统计中。同时根据 QuestMobile 《2021 中国互联网广告观察预测》报告，2022 年中国互联网广告市场为 7238 亿元，我们结合以上信息预计 2022 中国互联网广告市场规模区间在 7238 亿元与 9147 亿元之间。

表 17：2022 年国内互联网广告市场整体收入预测（单位：亿元）

2022E	市场份额占比预测	收入测算	对应国内广告市场规模
阿里巴巴	29.21%	2674	9156
字节跳动	28.95%	2663	9197
腾讯	8.44%	800	9474
快手	5.73%	524	9140
哔哩哔哩	0.75%	66	8769
平均数			9147

资料来源：QuestMobile 等，天风证券研究所测算

风险提示：

1. 数据预测 MAU 增长速度不及预期、用户时长不达预期：测算依据第三方数据，可能存在误差；测算多来自 QuestMobile 等外部平台，可能因统计范围问题导致数据存在误差，从而导致测算结论不准确
2. 广告与视频行业政策变化有超预期风险，监管对于内容相关行业增加新的监管政策，影响用户增长及用户时长的预估
3. 行业竞争加剧，新平台获得更多广告收入影响整体测算。如 2022 年小红书广告收入超预期，由于其为非上市公司，数据较少可能会影响整体测算
4. 宏观经济影响超预期，如疫情影响超过我们预期，可能会直接影响电商平台流水及广告主投放意愿，影响整体广告收入

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com