

# 互联网行业 2023 年度投资策略

基本面向好+估值修复，在震荡中向上

超配

## 核心观点

**互联网行业 2023 年度策略：**2023 年，我们看好互联网行业的投资机会。我们认为，中国经济和海外流动性都会在 2023 年迎来确定性较高的拐点。流动性方面，经济复苏的逻辑逐渐兑现后，中国资产会体现出相比海外其他市场的高吸引力；基本面方面，我们看好 2023H2 的经济复苏，互联网行业的细分业务如电商、广告、游戏、支付、外卖、到店等，均为顺周期业务。同时，在 2021-2022 年压制互联网行业估值的一大因素，监管也在转向常态化。2023 年的互联网行业有望迎来基本面和估值的“戴维斯双击”。

我们的推荐顺序如下：

- 1) 第一梯队：利润确定程度高，核心主业竞争格局稳健的**腾讯、拼多多**；
- 2) 第二梯队：弹性较高的顺周期资产，**BOSS 直聘、快手**；
- 3) 第三梯队：受益于经济复苏，后续有明确催化剂的**美团、网易**。

**2022 年回顾：**2022 年，恒生科技指数年初至今累计跌幅为 25.3%。整体来看，2022 年恒生科技指数走势可以分为“两落两起”，受到国际政治局势、宏观经济复苏进度、行业监管政策、美国加息等因素的影响。个股方面，港股和美股互联网板块大多数标的在 2022 录得股价下跌。仅拼多多、京东健康、阿里健康录得股价涨幅为正，年初至今累计涨幅分别为 50.6%、33.8%、31.9%。

**行业回顾：**1) **本地生活：**抖音和快手持续加码本地生活，竞争格局或将趋于激烈。2) **电商：**2022 年 1-10 月实物商品网上零售额累计 9.45 万亿，同比增长 7.2%；以双 11 为切入点，综合电商 GMV 同比低个位数增长，直播电商持续抢占份额。3) **短视频：**总时长在互联网细分领域中占比近三成，同比提升 2.3pct；抖音和快手加强对电商和本地生活板块的布局，GMV 增长迅速。4) **游戏：**2022 年 1-9 月，国内移动游戏市场收入同比下降 11%，全球移动游戏支出同比下降 9%；全球游戏行业进入整合期，国际化成为国内游戏公司重点方向。5) **广告：**前三季度网络广告市场同比增速依次为 3.9%、-7.6%、5.1%，22Q3 以来部分平台逐步恢复，其中电商、短视频内循环广告恢复良好。6) **支付：**2022 上半年支付金额因消费疲弱而下滑 6%，备付金逆势同比增长 11%，与住户存款余额趋势一致。

**风险提示：**政策风险，财报业绩不及预期的风险，短视频行业竞争格局恶化的风险，宏观经济下行导致广告大盘增速不及预期的风险，游戏公司新产品不能如期上线或者表现不及预期的风险等。

## 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
0700.HK	腾讯控股	买入	314.0	3,008,616	12.2	14.8	23	19
PDD.O	拼多多	买入	87.8	863,824	4.6	5.4	33	28
BZ.O	Boss 直聘	买入	19.5	8,487	1.7	3.2	81	42
1024.HK	快手	买入	63.7	35,183	-1.5	1.2	-39	47
3690.HK	美团-W	买入	174.3	138,637	0.1	2.0	1735	77
9999.HK	网易-S	买入	113.6	47,943	7.3	6.8	14	15

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 行业研究 · 行业投资策略

### 互联网

### 超配 · 维持评级

证券分析师：谢琦

021-60933157

xieqi2@guosen.com.cn

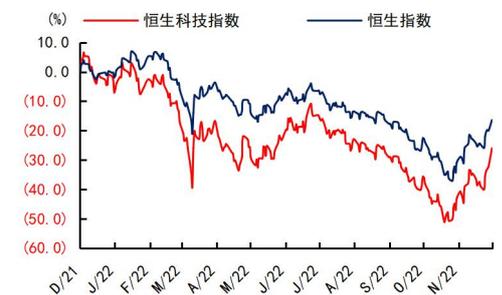
S0980520080008

联系人：徐焱

021-60375437

xutao@guosen.com.cn

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

- 《互联网行业周报（22 年第 47 周）-10 月中国游戏市场环比回暖，2022 年未成年人游戏时长与充值双降》——2022-12-01
- 《互联网行业周报（22 年第 46 周）-今年第六批游戏版号发布，腾讯拟实物分派美团股份》——2022-11-29
- 《互联网行业周报（22 年第 45 周）-多重利好催化互联网行业上涨，电商平台公布双十一情况》——2022-11-21
- 《互联网行业动态点评-互联网龙头底部明朗，短期仍有向上空间》——2022-11-15
- 《互联网行业周报（22 年第 44 周）-恒生科技指数上涨 15.63%，联通与腾讯新设合营企业获批》——2022-11-08

## 内容目录

<b>2022 年度回顾：进入常态化监管，基本面触底复苏</b> .....	<b>6</b>
行情回顾：2022 年恒生科技指数下跌 25.3%.....	6
行业政策总结：以“支持健康发展”为导向，拟推出“绿灯”投资案例.....	8
证券市场政策：港股拟推双币股票市场庄家机制，中美签署审计监管合作协议.....	10
<b>生活服务：竞争终局未至，关注格局演变</b> .....	<b>11</b>
行业回顾：短视频平台加码电商与本地生活，电商大盘增长韧性强.....	11
重点公司财报总结：利润端复苏明显，拼多多营收增速领跑.....	13
政策风向：引导平台承担企业社会责任，鼓励跨境电商发展.....	16
<b>内容文娱：短视频继续扩大业务领域，游戏厂商积极国际化</b> .....	<b>16</b>
行业回顾：短视频时长份额与业务领域双扩大，游戏市场面临全球性逆风.....	16
重点公司财报总结：快手商业化进展良好，腾讯海外游戏取得增长.....	22
政策风向：聚焦未成年人保护，已经取得重大进展.....	26
<b>广告&amp;支付：顺周期业务，随宏观复苏</b> .....	<b>29</b>
行业回顾：受宏观影响较大，三季度以来部分恢复.....	29
重点公司财报总结：各公司复苏情况不一.....	33
政策风向：引导支付降费让利，推动广告高质量发展.....	36
<b>2023 年投资组合及投资建议</b> .....	<b>37</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>37</b>
<b>免责声明</b> .....	<b>39</b>

## 图表目录

图 1: 恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数月度涨跌幅.....	7
图 2: 恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数月度走势.....	7
图 3: 2022 年互联网板块重点公司表现 (截至 2022. 12. 5) .....	7
图 4: 2022 年互联网板块上涨的股票 (%) .....	8
图 5: 2022 年互联网板块跌幅 TOP10 股票 (%) .....	8
图 6: 恒生科技指数 PS-TTM 情况.....	8
图 7: 2022 年 1-10 月实物商品网上零售额及同比增速.....	11
图 8: 2022 年 4 月-11 月全国邮政快递日揽收量和投递量.....	11
图 9: 2022 年双十一销售数据及增速 (亿元、%) .....	13
图 10: 网络购物用户规模及使用率 (万、%) .....	13
图 11: 美团季度营业收入及增速 (亿元、%) .....	13
图 12: 美团调整后净利润及利润率 (亿元、%) .....	13
图 13: 阿里巴巴季度营业收入及增速.....	14
图 14: 阿里巴巴 Non-GAAP 净利润及净利润率.....	14
图 15: 京东集团季度营业收入及增速.....	15
图 16: 京东集团 Non-GAAP 净利润及净利润率.....	15
图 17: 拼多多季度分部营业收入及增速 (百万元, %) .....	15
图 18: 拼多多季度 GAAP 及 Non-GAAP 利润 (百万元) .....	15
图 19: 中国移动互联网细分行业用户使用总时长占比.....	17
图 20: 2022 年 6 月短视频活跃度 TOP5 APP 及月均使用时长.....	17
图 21: 典型抖音本地生活类小程序月活用户规模趋势.....	18
图 22: 2022 年 7 月抖音与饿了么 APP 重合用户分析.....	18
图 23: 快手在本地生活领域布局.....	18
图 24: 2022 年 7 月快手与美团 APP 重合用户分析.....	18
图 25: 视频号 DAU 发展历程 (亿) .....	19
图 26: 视频号与其他平台人均日使用时长比较 (分钟) .....	19
图 27: 国内游戏市场季度收入及增速 (亿元、%) .....	20
图 28: 国内 PC 端游和手游市场月度收入 (亿元) .....	20
图 29: 国产自研游戏出海收入及增速 (亿美元、%) .....	20
图 30: 全球消费者手游支出 (iOS App Store + Google Play) .....	20
图 31: 每季度全球游戏行业的并购数量.....	21
图 32: 2022 年 1-9 月全球游戏行业投资并购交易统计.....	21
图 33: 中国手游发行商收入 TOP30.....	22
图 34: 2022 年 10 月国产手游出海收入排名.....	22
图 35: 快手广告业务收入及增速.....	23
图 36: 快手每小时广告收入.....	23
图 37: 快手其他业务收入及增速.....	23

图 38: 快手电商 GMV 以及增速.....	23
图 39: 腾讯网络游戏收入及增速 (亿元、%) .....	24
图 40: 腾讯递延收入及增速 (亿元、%) .....	24
图 41: 腾讯手游收入及增速 (亿元、%) .....	24
图 42: 腾讯 PC 端游收入及增速 (亿元、%) .....	24
图 43: 腾讯本土市场游戏收入及增速 (亿元、%) .....	25
图 44: 腾讯海外市场游戏收入及增速 (亿元、%) .....	25
图 45: 网易在线游戏收入及增速 (亿元、%) .....	25
图 46: 公司游戏流水及增速 (亿元、%) .....	25
图 47: 公司 PC 端游收入及增速 (亿元、%) .....	26
图 48: 公司手游收入及增速 (亿元、%) .....	26
图 49: 2021-2022 年每月下发游戏版号数量.....	29
图 50: 2022 年 1-11 月各类型下发的游戏版号数量 (有重合) .....	29
图 51: 中国互联网广告市场规模.....	29
图 52: 广告主市场信心打分 (10 分制) .....	30
图 53: 网络支付用户规模及使用率 (万、%) .....	32
图 54: 移动支付用户资金来源账户偏好调查.....	32
图 55: 非银行支付机构处理网络支付业务金额及增速.....	32
图 56: 非银行支付机构处理网络支付业务笔数及增速.....	32
图 57: 货币当局资产负债表-非金融机构存款 (亿元、%) .....	33
图 58: 百度核心广告收入及增速 (亿元、%) .....	33
图 59: 爱奇艺广告收入 (亿元、%) .....	33
图 60: 腾讯网络广告收入及增速 (亿元、%) .....	34
图 61: 腾讯社交及其他广告收入及增速 (亿元、%) .....	34
图 62: 腾讯媒体广告收入及增速 (亿元、%) .....	34
图 63: 腾讯网络广告收入构成.....	34
图 64: 微博广告与营销业务收入及增速 (百万美元、%) .....	35
图 65: 微博 MAU 及增速 (百万、%) .....	35
图 66: 知乎内容商务解决方案收入及增速 (百万元、%) .....	35
图 67: 知乎广告业务收入及增速 (百万元、%) .....	35
图 68: 腾讯金融科技及企业服务收入及增速 (亿元、%) .....	36
图 69: 腾讯金融科技及企业服务毛利率.....	36

表 1: 互联网平台经济领域监管政策及相关文件、会议.....	9
表 2: 2022 年游戏行业重点公司的并购情况.....	21
表 3: 2022 年 1 月-10 月国产手游出海收入排名.....	22
表 4: “清朗·整治网络直播、短视频领域乱象”专项行动主要方法（节选）.....	27
表 5: 《关于规范网络直播打赏 加强未成年人保护的意见》工作举措.....	28
表 6: 各互联网公司广告收入汇总（亿元，%）.....	31
表 7: 相关公司盈利预测及估值.....	37

## 2022 年度回顾：进入常态化监管，基本面触底复苏

### 行情回顾：2022 年恒生科技指数下跌 25.3%

**指数情况：**2022 年，恒生科技指数年初至今累计跌幅为 25.3%。整体来看，2022 年恒生科技指数走势可以分为“两落两起”：

**年初-3 月 15 日：持续下跌。**主要原因包括：①国际政治局势，引发地缘政治风险的担忧；②互联网龙头财报公布，业绩呈现低景气度；③3 月 8 日起，美国证券交易委员会（SEC）陆续将多家中国公司列入《外国公司问责法案》（HCFAA）的临时清单，根据 SEC 的相关法案，如果公司连续三年被列入临时清单，将在三年后（即 2024 年初）被摘牌，引发市场恐慌情绪；④行业监管政策延续，例如 2 月 18 日，国家发改委等 14 部门发布《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》，提出引导外卖等互联网平台企业进一步下调餐饮业商户服务费标准，降低相关餐饮企业经营成本；⑤疫情反复，上海、北京等多地受到影响，宏观经济承压。

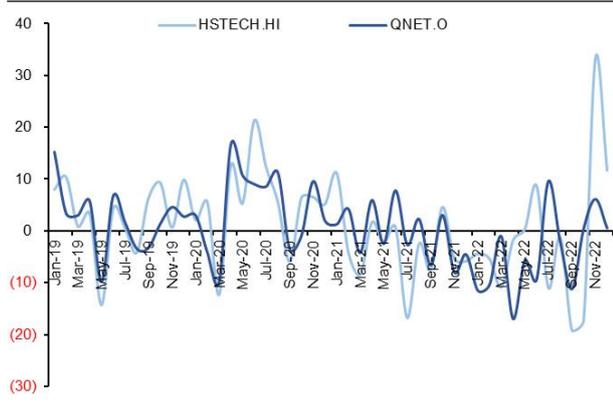
**3 月 16 日-6 月 28 日：震荡反弹，恒生科技指数上涨 47%。**主要原因包括：①政策陆续释放积极信号，平台经济迎来新定调：4 月 29 日，中共中央政治局召开会议提出“要促进平台经济健康发展”、5 月 17 日全国政协“推动数字经济持续健康发展”专题协商会、4 月和 6 月分别发放两批游戏版号；②美联储加息尚处于合理幅度：5 月 13 日，美联储主席鲍威尔重申未来 2 次会议上各加息 50 个基点是合理的，并没有积极地考虑单次加息 75 个基点的可能性；③5 月起疫情陆续恢复，宏观经济有所好转。

**6 月 29 日-10 月 24 日：持续下跌。**主要原因包括：①美联储先后于 6 月 15 日、7 月 28 日、9 月 22 日各加息 75 个基点，且美国通胀仍居高位，美联储主席鲍威尔在 8 月 26 日表示美联储可能会继续加息并让利率在高位保持一段时间以遏制通货膨胀；②中美息差的扩大趋势导致美元兑人民币汇率持续走高，引发外资流出；③宏观经济虽有所复苏，但整体不乐观。

**10 月 25 日至今：震荡反弹，恒生科技指数上涨 51%。**主要原因包括：①美国通胀增速放缓，未来加息有望减缓；②11 月 11 日，国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》，公布进一步优化防控工作的二十条措施。**截至 12 月 5 日，恒生科技指数已较 10 月 24 日收盘价上涨约 51%。**

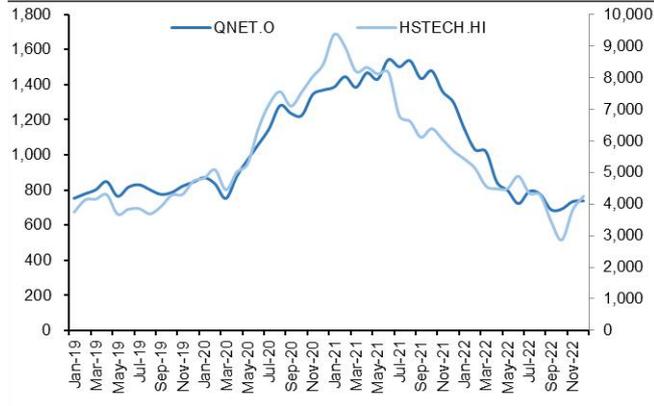
**美股方面：**2022 年，纳斯达克互联网指数整体呈下跌趋势，年初至今累计跌幅为 43.2%。跌幅较恒生科技指数更甚，主要受美股互联网下跌的影响。

图1: 恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数月度涨跌幅



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数月度走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

个股方面, 港股和美股互联网板块大多数标的在 2022 录得股价下跌。仅拼多多、京东健康、阿里健康录得股价涨幅为正, 年初至今累计涨幅分别为 50.6%、33.8%、31.9%。此外:

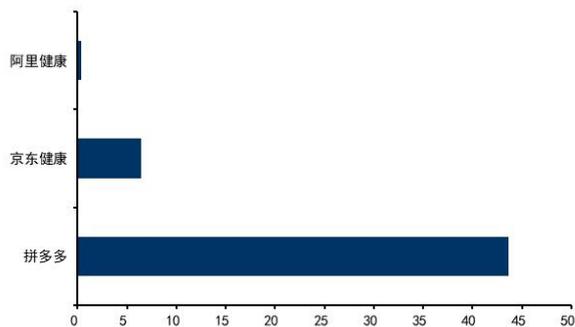
- 1) 港股方面: 快手、金山软件、阿里巴巴为表现相对较好的股票, 年初至今累计跌幅为 11.7%、20.8%、22.1%, 跑赢恒生科技指数 13.6pct、4.5pct、3.2pct。
- 2) 美股方面: 京东、贝壳、百度为表现相对较好的股票, 年初至今累计跌幅为 13.4%、18.3%、21.4%, 跑赢纳斯达克指数 14.7pct、9.8pct、6.7pct。

图3: 2022 年互联网板块重点公司表现 (截至 2022.12.5)

细分板块	证券代码	证券名称	年初至今涨跌幅	与所在指数对比	收盘价	市值 (亿人民币)
阅读	0772.HK	阅文集团	-39.0	-13.7	29.9	275
	0700.HK	腾讯	-28.8	-3.6	314.0	27,214
游戏	9999.HK	网易	-26.6	-1.3	113.6	3,374
	SE.N	SEA	-73.6	-45.5	59.0	2,317
	BILI.O	哔哩哔哩	-57.6	-29.4	19.7	622
社区	1024.HK	快手	-11.7	13.6	63.7	2,476
	9899.HK	网易云音乐	-49.7	-24.4	79.0	151
	WB.O	微博	-46.7	-18.6	16.5	270
	ZH.N	知乎	-75.6	-47.5	1.4	64
平台	BZ.O	BOSS直聘	-44.0	-15.8	19.5	597
	BEKE.N	贝壳	-18.3	9.8	16.4	1,705
	3690.HK	美团	-22.7	2.6	174.3	9,758
	BIDU.O	百度	-21.4	6.7	116.9	2,948
电商	9988.HK	阿里巴巴	-22.1	3.2	92.7	17,750
	JD.O	京东	-13.4	14.7	59.2	6,826
	6618.HK	京东健康	33.8	59.1	82.3	2,366
	0241.HK	阿里健康	31.9	57.1	8.7	1,063
SaaS	PDD.O	拼多多	50.6	78.8	87.8	7,814
	0268.HK	金蝶国际	-36.4	-11.2	15.3	480
	3888.HK	金山软件	-20.8	4.5	27.0	333
	2013.HK	微盟集团	-26.0	-0.7	5.8	135

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

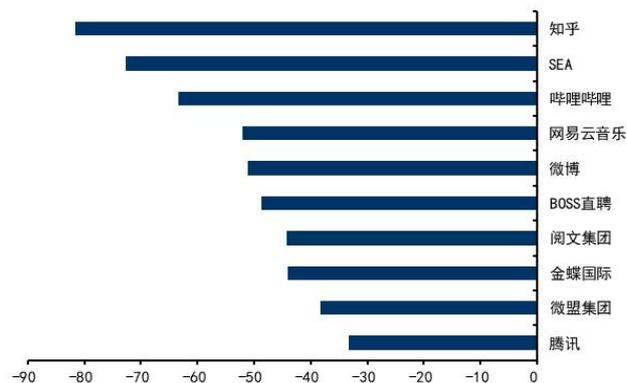
图4: 2022年互联网板块上涨的股票(%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 截至 2022.12.1

图5: 2022年互联网板块跌幅TOP10股票(%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 截至 2022.12.1

从市销率看, 恒生科技指数估值处于 2020 年 9 月以来较低水平: 截至 2022 年 12 月 1 日, 恒生科技指数 PS-TTM 为 1.86x, 处于恒生科技指数成立以来的 8.2%分位点。

图6: 恒生科技指数 PS-TTM 情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 行业政策总结: 以“支持健康发展”为导向, 拟推出“绿灯”投资案例

自 2022 年初以来, 互联网板块政策持续回暖, 市场情绪逐渐修复, 监管以“支持健康发展”为导向。

### ◆ 平台经济迎来新定调: 要完成专项整改, 实施常态化监管

中共中央政治局 4 月 29 日召开会议, 关于平台经济, 会议指出: 要促进平台经济健康发展, 完成平台经济专项整改, 实施常态化监管, 出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。

互联网行业监管逐步回暖, 未来以“支持健康发展”为导向。根据我们梳理 2019 年以来互联网行业监管, 互联网行业监管措辞由“提升监管力度”转向“实施常

态化监管”与“完成平台经济专项整改”，具体措施从“加强规则”转向“出台支持平台经济规范健康发展的具体措施”，或释放平台经济专项整改接近尾声的信号。与此同时，4月27日，国务院常务会议上，肯定了平台经济在保就业方面的作用，表示促进平台经济健康发展，将带动更多就业。

#### ◆ 全国政协专题协商会透露积极信号

全国政协把“推动数字经济持续健康发展”作为今年重要协商议题之一，并于5月17日，通过专题协商会形式进行协商建言。中共中央政治局委员、国务院副总理刘鹤，中共中央政治局常委、全国政协主席汪洋出席并讲话。李彦宏、丁磊、周鸿祎等互联网企业家参会。

会议规格较高，具有不同以往的重要意义。根据新京报评论，这是首次由全国政协组织中央领导与数字科技企业高管一起专题座谈。在频次上，全国政协每年一般只召开2次专题协商会，通常纳入政协年度协商计划。此外，本次会议距4月29日中央政治局关于当前经济形势和经济工作的会议及集体学习才刚过去两周多，召开时间点也透露出中央态度的延续性。

表1：互联网平台经济领域监管政策及相关文件、会议

时间	名称	发布机构	主要内容
2022年1月13日	关于印发《“十四五”现代流通体系建设规划》的通知	国家发展和改革委员会	交通运输行业将建设统一开放交通运输市场，降低流通成本。建立健全城市群交通运输一体化发展机制，推动加大反垄断、反不正当竞争监管执法力度，提升运输高频服务事项“跨省通办”服务水平。
2022年1月16日	《大力推动我国数字经济健康发展》	国家发展和改革委员会	要进一步健全数字经济治理政策法规体系，完善协同监管制度规则，强化反垄断和防止资本无序扩张，建立健全适应数字经济发展的市场监管、宏观调控、政策法规体系
2022年1月18日	《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》	国家发展和改革委员会	《意见》提出，要“对群众反映强烈的重点行业和领域，加强全链条竞争监管执法”。这包括依法查处平台经济领域垄断和不正当竞争等行为、严格依法查处平台经济领域垄断协议、滥用市场支配地位和违法实施经营者集中行为等。
2022年1月19日	《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》答记者问	国家发展和改革委员会	在明确监管重点方面，重点在 <b>反垄断和反不正当竞争、个人信息保护和数据安全、金融</b> 等方面，改进提升监管技术手段，补齐监管漏洞
2022年1月19日	李克强主持召开国务院党组会议	国务院	严格落实监管责任，强化反垄断和防止资本无序扩张
2022年1月21日	印发要素市场化配置综合改革试点总体方案的通知	国家发展和改革委员会	强化反垄断和反不正当竞争执法，规范交易行为，将交易主体违法违规行为纳入信用记录管理，对严重失信行为实行追责和惩戒
2022年1月27日	副局长蒲淳介绍激发市场活力，支持市场主体发展有关情况，并答记者问	国家市场监督管理总局	着力强化竞争政策基础地位，加强和改进反垄断执法，防止资本无序扩张
2022年1月28日	印发《“十四五”市场监管现代化规划》	国务院	完善反垄断和反不正当竞争规则，深入贯彻《关于强化反垄断深入推进公平竞争政策实施的意见》，完善竞争规制基础制度。加快推进反垄断法修订，完善以反垄断法为基础、法规规章为支撑、反垄断指南为配套的反垄断规则体系，增强配套规则的适用性。
2022年2月23日	关于印发《“十四五”电子商务发展规划》的通知	商务部、中央网信办、发改委	加快修订《反垄断法》，推动修订《电子商务法》，制定数据安全、个人信息保护等相关法律的配套规定，完善平台治理规则体系。研究制定数据确权、收集、使用、交易、流动、共享制度和人工智能、算法应用等规则。细化反垄断和反不正当竞争规则，预防和制止平台经济领域垄断、不正当竞争等行为，引导平台经营者依法合规经营。
2022年3月1日	《关于全面加强新时代知识产权检察工作的意见》	最高人民法院	加强对反不正当竞争、反垄断以及打击商标恶意抢注行为等行政执法问题的研究；推动完善与知识产权相关的反垄断、反不正当竞争等领域立法
2022年3月5日	李克强总理代表国务院在十三届全国人民代表大会五次会议上作《政府工作报告》	国务院	深入推进公平竞争政策实施，加强反垄断和反不正当竞争，维护公平有序的市场环境
2022年3月8日	最高人民法院工作报告	最高人民法院	2022年，检察机关将加强反垄断、反暴利、反不正当竞争司法，支持和引导资本规范健康发展。从严惩治非法集资、洗钱等金融犯罪，切实维护金融安全。
2022年3月14日	两会《关于2021年国民经济和社会发展计划执行情况与2022年国民经济和社会发展计划草案的报告》	国家发展和改革委员会	强化政府监管责任，严格落实行业主管部门、相关部门监管责任和地方政府属地监管责任。加快建立健全全方位、多层次、立体化监管体系，实现事前事中事后全链条全领域监管，提高监管效能。强化反垄断和反不正当竞争，深入推进公平竞争政策实施。
2022年3月16日	《最高人民法院关于适用〈中	最高人民法院	明确经营者之间竞争关系的认定标准，不限于同业竞争关系，还包括争夺

	华人民共和国反不正当竞争法>若干问题的解释》		交易机会、损害竞争优势等关系。根据修订后的反不正当竞争法，重点对反不正当竞争法第二条、仿冒混淆、虚假宣传、网络不正当竞争行为等问题作出了细化规定。
2022年3月18日	关于印发《“十四五”市场监管科技发展规划》的通知	国家市场监督管理总局	要求强化构建与国际接轨的市场监管制度规则体系，加强质量基础设施、信用监管、反垄断、知识产权等方面的国际合作交流，维护产业公平竞争权益
2022年3月25日	《市场准入负面清单（2022年版）》	国家发展改革委、商务部	严格落实“全国一张清单”管理要求；切实履行政府监管责任，要强化反垄断监管，防止资本无序扩张；建立违背市场准入负面清单案例归集和通报制度
2022年3月25日	《关于加快建设全国统一大市场的意见》	国务院	健全反垄断法律规则体系，加快推动修改反垄断法、反不正当竞争法，完善公平竞争审查制度，从而维护统一的公平竞争制度。
2022年4月29日	中共中央政治局会议	中共中央政治局	要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施
2022年6月6日	“实施创新驱动发展战略 建设科技强国”发布会	中共中央宣传部	科技部部长表示，我们国家更多地是把激励放在更重要的位置，相信我们的企业家、我们的企业能够规范发展企业的同时，对整个经济社会、民生等方面作出更多积极正向的贡献。
2022年7月2日	《新经济发展时代企业经营合规与市场高效监管》课题工作座谈会	国家市场监督管理总局	课题工作一定要体现市场监管工作的全过程全领域，还要符合中国国情，不能一味照搬国际经验，要根据我国目前的市场主体发展情况，结合党中央、国务院关于市场经济发展、市场监管工作的相关要求，研究探索企业合规发展、市场监管提质增效的良方。
2022年7月28日	中共中央政治局会议	中共中央政治局	会议再次强调“要推动平台经济规范健康持续发展，完成平台经济专项整改，对平台经济实施常态化监管”，并首次提出“集中推出一批‘绿灯’投资案例”。

资料来源：市场监管总局、国务院新闻办、央视网等政府官网，国信证券经济研究所整理

6月6日，中共中央宣传部就“实施创新驱动发展战略 建设科技强国”有关情况举行发布会，会上科技部部长表示，我们国家更多地是把激励放在更重要的位置，相信我们的企业家、我们的企业能够规范发展企业的同时，对整个经济社会、民生等方面作出更多积极正向的贡献。

**市场监管总局发展研究中心召开“企业合规和高效监管座谈会”，阿里腾讯音乐等代表参会。**7月5日中国市场监管报消息，7月2日，由国家市场监管总局发展研究中心、北京华夏产业经济研究院主办的《新经济发展时代企业经营合规与市场高效监管》课题工作座谈会在北京召开。市场监管总局、最高人民检察院、国家知识产权局、中国社会科学院等相关单位同志，阿里巴巴、腾讯音乐等数十家企业代表线上线下参加会议。与会专家一致表示，课题工作一定要体现市场监管工作的全过程全领域，还要符合中国国情，不能一味照搬国际经验，要根据我国目前的市场主体发展情况，结合党中央、国务院关于市场经济发展、市场监管工作的相关要求，研究探索企业合规发展、市场监管提质增效的良方。

**推动平台经济规范健康持续发展，集中推出一批“绿灯”投资案例。**中共中央政治局7月28日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。关于平台经济，会议再次强调“要推动平台经济规范健康持续发展，完成平台经济专项整改，对平台经济实施常态化监管”，并首次提出“集中推出一批‘绿灯’投资案例”。

## 证券市场政策：港股拟推双币股票市场庄家机制，中美签署审计监管合作协议

**中国香港财库局拟推双币股票市场庄家机制。**10月3日，据财联社报道，中国香港特区财经事务及库务局局长许正宇出席特区立法会财经事务委员会会议，提出有关豁免市场庄家就双币股票进行特定交易涉及的股票买卖印花税的立法建议；获得立法会通过，港交所将就双币股票市场庄家机制行政规则咨询市场意见，期望在明年上半年推出。

**深交所新闻发言人就深港通下的港股通股票纳入相关安排答记者问。**10月8日深圳交易所消息，根据《深圳证券交易所深港通业务实施办法》等业务规则规定，

WVR 公司由在港第二上市转换为主要上市后，可以依照规则在考察日对其进行考察，符合《实施办法》第六十五条、第六十六条和第六十七条等规定条件则纳入港股通。中国创盈市场服务有限公司 10 月 8 日发布了《关于深港通下的港股通股票纳入相关安排的通知》，对 WVR 公司从第二上市转换为主要上市后的纳入安排进行说明。以哔哩哔哩为例，公司于 2022 年 10 月 3 日转换为主要上市正式生效后，可以按《实施办法》有关规定纳入港股通股票考察范围，因其在联交所上市已满六个月及其后二十个港股交易日，属于《通知》规定的第二种情形，所以考察日应当为下一个恒生综合指数成份股定期调整生效日前的第二个港股交易日（2023 年 3 月）。届时深交所将按照《实施办法》有关规定对其进行考察，符合纳入条件则将其纳入港股通股票。下一步，深交所将密切关注 WVR 公司在港上市地位的变化，按规定将符合条件的 WVR 公司股票纳入港股通，更好满足投资者需求，坚定不移推动资本市场高水平双向开放。

**中国证监会、财政部与美国监管机构签署审计监管合作协议。**中国证券监督管理委员会、中华人民共和国财政部于 2022 年 8 月 26 日与美国公众公司会计监督委员会（PCAOB）签署审计监管合作协议，将于近期启动相关合作。根据中国证监会有关负责人就签署中美审计监管合作协议答记者问，合作协议主要就双方对相关会计师事务所合作开展日常检查与执法调查作出了具体安排，约定了合作目的、合作范围、合作形式、信息使用、特定数据保护等重要事项。下一步双方将根据合作协议对相关会计师事务所合作开展日常检查与调查活动，并对合作效果作出客观评估。如果后续合作可以满足各自监管需求，则有望解决中概股审计监管问题，从而避免自美被动退市。

## 生活服务：竞争终局未至，关注格局演变

### 行业回顾：短视频平台加码电商与本地生活，电商大盘增长韧性强

**短视频平台加快布局本地生活业务，行业竞争日趋激烈。**8 月抖音与饿了么官宣达成合作，11 月联合推出的外卖场景创新于南京试点上线，南京市民可以享受“即看即点即达”的全新外卖体验；据晚点 LatePost 消息，9 月快手将本地生活将升级为与主站、商业化、电商、国际化等业务平行的一级部门，本地生活业务的重要性进一步提升；Tech 星球报道，10 月抖音成立外卖业务和团购配送业务，形成到家团购、到店团购、旅行等多方位的业务版图，并且餐饮外卖业务将在上海、北京、成都等地试点。新玩家在本地生活领域动作频繁，我们认为接下来几个季度本地生活的竞争格局变动会存在很大的看点。

**电商大盘增长韧性强，个别月份受物流管控影响较大。**整体看，2022 年 1-10 月实物商品网上零售额累计 9.45 万亿，同比增长 7.2%；线上化率 26%，同比提升 1.6pct。在实物商品网上零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长 16.7%、5.3%、6.5%。在宏观经济疲软的大环境下，实物商品网上零售额前 10 个月高个位数增长，线上化率的不断提升，反映出线上零售韧性强，持续保持快于零售大盘的增速。

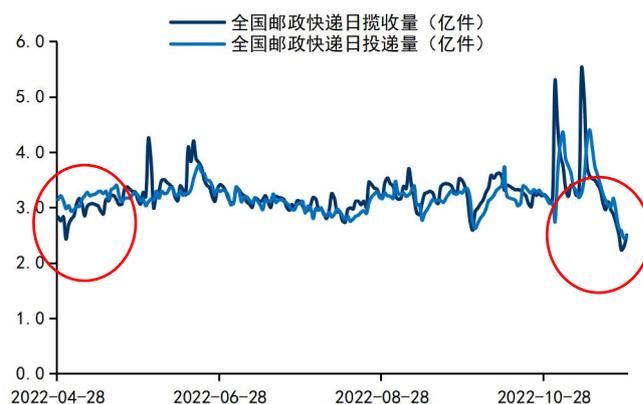
分月份看，除 6 月和 10 月是电商传统大促外，我们发现单月实物商品网上零售额受物流管控影响大，4 月和 11 月受全国多地物流管控影响，全国每日邮政快递揽收量一度跌至 2.5 亿件以下，4 月实物商品网上零售额、线上化率均有所下滑，预计 11 月实物商品网上零售额同样受到影响。

图7：2022 年 1-10 月实物商品网上零售额及同比增速

图8：2022 年 4 月-11 月全国邮政快递日揽收量和投递量



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

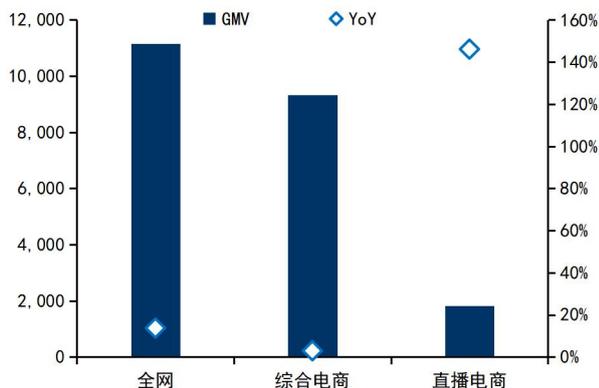


资料来源：交通运输部，国信证券经济研究所整理

以双 11 为切入点，我们观察到电商增长分化明显，直播电商持续抢占份额。据星图数据，以阿里京东拼多多为代表的传统货架电商双 11 GMV 同比低个位数增长，天猫表示“今年天猫双 11 交易规模与去年持平”，京东表示“超越行业增速，创造了新的纪录”；以抖音快手为代表的直播电商保持两位数及以上增长，抖音电商实付 GMV 增速 34%，快手战报显示“买家数同比增长超 40%”，未来电商行业格局演变情况有待持续观察。

用户角度看，网络购物用户规模首次下滑，电商直播用户渗透率持续提升。根据 CNNIC 发布的《第 50 次中国互联网络发展状况统计报告》：①网络购物用户规模首次下滑：截至 2022 年 6 月，我国网络购物用户规模达 8.41 亿，较 2021 年 12 月下降 153 万，占网民整体的 80.0%。②网络消费渠道多元化特征明显：最近半年只在传统电商平台消费的用户占网购用户的比例为 27.3%，在短视频直播、生鲜电商、社区团购及微信等平台进行网购消费的用户比例分别为 49.7%、37.2%、32.4%和 19.6%。③电商直播用户规模增长迅速：从 2020 年 6 月到 2022 年 6 月，我国电商直播用户规模从 3.09 亿增长至 4.69 亿，年复合增长率达 23.2%；网民使用率从 32.9%提升到 44.6%，两年增长 11.7pct。

图9: 2022年双十一销售数据及增速 (亿元、%)



资料来源: 星图数据, 国信证券经济研究所整理

图10: 网络购物用户规模及使用率 (万、%)



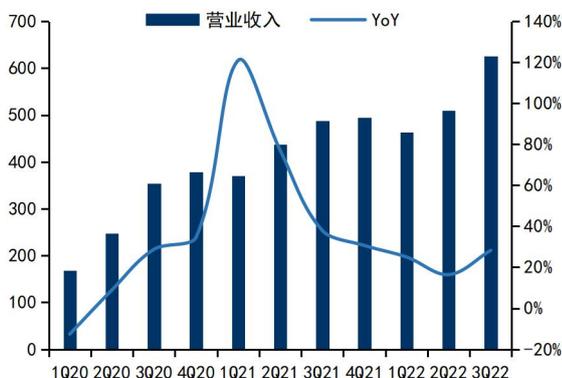
资料来源: CNNIC, 国信证券经济研究所整理

值得一提的是, 多家公司开始布局国际化赛道。据晚点 LatePost 报道, 10月美团开始筹备国际化业务, 首站在中国香港地区试点外卖业务, 由前快手国际化事业部负责人仇广宇带队。拼多多9月上线跨境电商平台 Temu, 首站美国, 据金融界数据, Temu 日均 GMV 已突破 150 万美元, 发展势头迅猛。

### 重点公司财报总结: 利润端复苏明显, 拼多多营收增速领跑

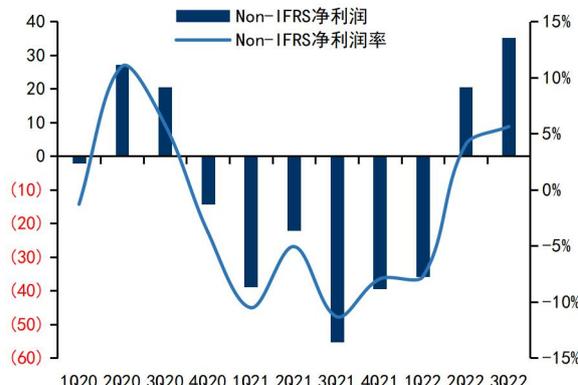
**美团: 利润释放亮眼, 关注到店业务复苏表现。** 2022Q3, 美团实现营业收入 626 亿元, 同比增长 28%, 增速环比回升。其中配送服务收入和交易佣金收入增长强劲, 但广告面临疫情和行业竞争的挑战。本季度公司实现调整后净利润 35 亿元, 同比大幅改善 (去年同期为亏损 55 亿元); 调整后净利润率 5.6%, 同比和环比均有提升, 得益于餐饮外卖补贴效率提升、各项业务的成本费用优化。本季度公司实现了自投入社区团购以来, IFRS 下净利润的首次转正。分业务看, 餐饮外卖和闪购维持强劲增长, 到店酒旅面临宏观挑战。**1) 餐饮外卖:** 我们测算, 本季度餐饮外卖订单量同比增长 14%, 收入同比增速高于订单量增速。**2) 闪购:** 本季度闪购订单量同比增长约 40%, 占到即时配送总订单量的 9%, 单均盈利同比提升而环比下降。**3) 到店酒旅:** 本季度 GTV 同比实现增长, 但由于广告收入占比更高, 受疫情影响更显著, 经营利润率则因控制成本和开支同比有所提升。

图11: 美团季度营业收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

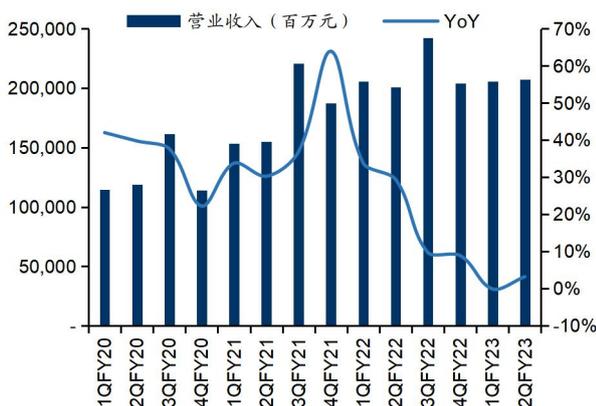
图12: 美团调整后净利润及利润率 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**阿里巴巴：降本增效表现亮眼，履约服务能力持续增强。**2QFY2023，公司实现营业收入 2071.76 亿元（YoY +3%），收入提升的主要原因为菜鸟自 2021 年年底服务模式升级至 4PL，国内 C 端物流服务和国际物流服务收入同比大幅增长。公司 Non-GAAP 净利润为 343.47 亿元，同比+13%，Non-GAAP 净利率为 17%，公司降本增效表现亮眼，其中中国商业经调整 EBITA 利润率从去年同期 30.4%提升至 32.5%，国际商业/本地生活服务/菜鸟/数字媒体及娱乐等亏损业务经调整 EBITA 利润率分别从去年同期-16.4%/-3.2%/-60.5%/-11.5%提升至-6.1%/0.9%/-26.7%/-1.4%，值得一提的是，本季度菜鸟经调整 EBITA 首次转正。

图 13：阿里巴巴季度营业收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

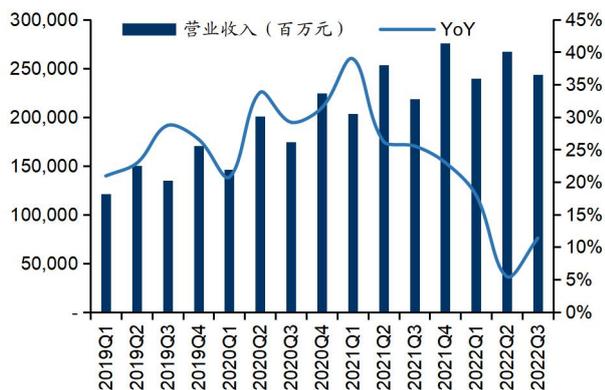
图 14：阿里巴巴 Non-GAAP 净利润及净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

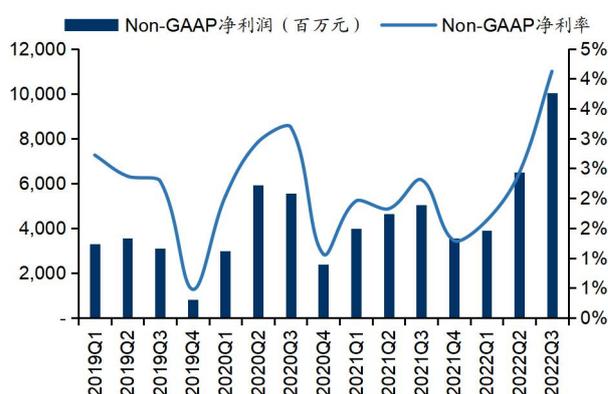
**京东集团：利润表现亮眼，持续关注同城零售业务。**2022Q3，公司实现营业收入 2435 亿元，同比增长 11.4%，受益于零售业务 POP 模式拓展和物流业务外部客户的增加，公司收入增速较上一季度显著回升。平台及服务收入 465.08 亿元，同比增长 42.2%，物流及其他服务收入 275.54 亿元，同比增长 73%。本季度公司聚焦核心业务，降本增效成果显著，利润表现亮眼，Non-GAAP 净利润 100.40 亿元，同比增长 98.9%，Non-GAAP 净利率 4.1%，公司经调整 EBITDA 同比增长 95.5%至 114.63 亿元，利润率 4.7%。年活跃用户持续增长，核心会员用户心智强粘性高。京东年度交易用户较上一季度增长 750 万至 5.88 亿，环比增速 1.3%，京东 PLUS 会员平均年消费水平超过普通用户 8 倍。值得一提的是，京东同城零售发展迅猛，已基本完成对全国 KA 商家的覆盖。

图15: 京东集团季度营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图16: 京东集团 Non-GAAP 净利润及净利润率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

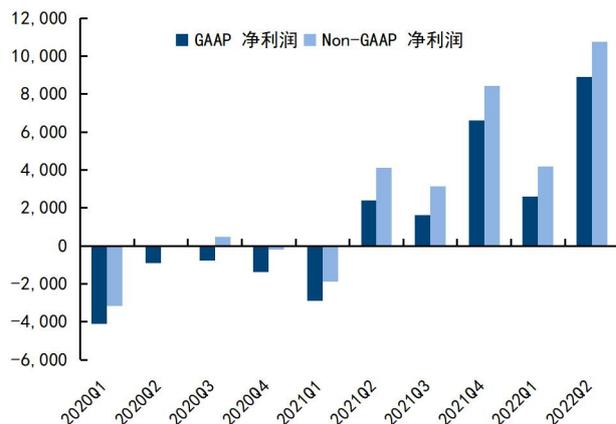
**拼多多: 营收利润加速增长, 跨境业务发展迅速。**2022Q3, 公司实现营业收入 355.04 亿元, 同比增长 65%, 增速环比+29pct, 增长亮眼, 主要系在线营销服务和交易服务收入大幅提升, 同时被商品销售收入减少所抵消。具体看, 本季度在线营销服务收入 284.26 亿元, 同比增速 58%, 我们认为除 GMV 增长外, 与公司近期大力引入品牌有关; 交易服务收入实现 70.22 亿元, 同比增长 102%, 我们认为主要原因一方面是多买菜继续领跑行业, 一方面是本季度电商 GMV 同比大幅提升; 此外, 本季度商品销售收入 (1P) 继续下降, 录得收入 0.56 亿元, 同比下降 31%。本季度公司 non-GAAP 净利润 124.47 亿元, 同比增长 295%, non-GAAP 净利润率 35%, 同比提升 20pct。各项费用看, 本季度各项费用支出均有所提升, 研发费用/销售费用/管理费用分别为 26.98/140.49/9.07 亿元, 同比增长 11%/40%/171%, 费率分别为 8%/40%/3%, 费率变化分别为-3pct/-7pct/+1pct。值得一提的是, 拼多多跨境电商 App Temu 已于 9 月在北美上线, 我们预计 Q4 Temu 实现 GMV 3-5 亿美元, Temu Q4 带来亏损 2.4 亿美元-4 亿美元, 折合人民币 17-29 亿元, 对公司四季度利润影响有限。

图17: 拼多多季度分部营业收入及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图18: 拼多多季度 GAAP 及 Non-GAAP 利润 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 政策风向：引导平台承担企业社会责任，鼓励跨境电商发展

在本地生活特别是餐饮外卖领域，政策主要集中在引导平台降低商户经营成本、保障劳动者权益方面。

- **商户侧：发改委出台政策引导外卖等互联网平台企业进一步下调餐饮业商户服务费标准。**2月18日，国家发改委印发了《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》的通知。《通知》表示将引导外卖等互联网平台企业进一步下调餐饮业商户服务费标准，降低相关餐饮企业经营成本；引导互联网平台企业对疫情中高风险地区所在的县级行政区域内的餐饮企业，给予阶段性商户服务费优惠。
- **劳动者：五部门对美团等11家平台企业保障新就业形态劳动者权益开展行政指导，肯定头部平台的阶段性成效。**9月13日，人力资源和社会保障部官网发布消息，9月9日，人社部会同中央网信办、交通运输部、市场监管总局、全国总工会就维护新就业形态劳动者劳动保障权益对美团、饿了么、滴滴等11家头部平台企业联合开展行政指导。会议总结肯定了头部平台企业贯彻落实维护新就业形态劳动者劳动保障权益等政策取得的阶段性成效，要求平台企业进一步落实好政策要求，积极承担用工责任，切实保障好新就业形态劳动者权益。

在电商领域，政策倾向于鼓励跨境电商发展。

- **税务总局等十部门发布关于进一步加大出口退税支持力度的通知。**4月20日，为支持跨境电商健康持续创新发展，税务总局发布加大出口退税支持力度，促进外贸平稳发展的通知，以进一步优化出口企业营商环境，便利跨境电商进出口退换货管理，加快推动各地跨境电商综试区线上综合服务平台建设。
- **国务院同意在廊坊等33个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区。**11月24日，国务院批复同意在廊坊市、沧州市、等33个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区，名称分别为中国（城市或地区名）跨境电子商务综合试验区，具体实施方案由所在地省级人民政府分别负责印发。

## 内容文娱：短视频继续扩大业务领域，游戏厂商积极国际化

行业回顾：短视频时长份额与业务领域双扩大，游戏市场面临全球性逆风

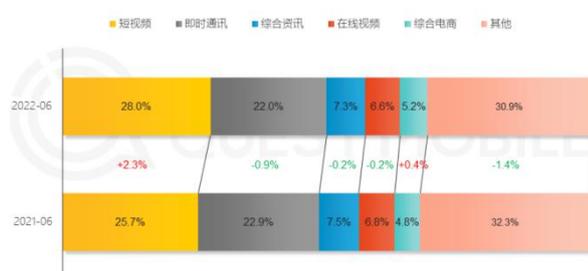
- ◆ **短视频：总时长市占仍在扩大，抖快外向拓展，视频号开启商业化**

短视频大盘：用户规模达9.62亿，总时长在互联网细分领域中占比近三成。

- **短视频用户规模达9.62亿，占网民整体的91.5%。**根据CNNIC发布的《第50次中国互联网络发展状况统计报告》，截至2022年6月，我国网络视频（含短视频）用户规模达9.95亿，较2021年12月增长2017万，占网民整体的94.6%；其中，短视频用户规模达9.62亿，较2021年12月增长2805万，占网民整体的91.5%。
- **总时长在互联网细分领域中占比近三成，同比提升2.3pct。**根据QuestMobile发布的《2022中国移动互联网半年大报告》，当前，短视频用户总时长占比

达近三成，各行业应用也在加强短视频内容板块的构建，各垂域的服务推送也逐步向视频内容化发展。抖音、快手月人均使用时长均有上涨，同比上涨幅度：快手极速版>抖音>抖音极速版>快手。

图19：中国移动互联网细分行业用户使用总时长占比



资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

图20：2022年6月短视频活跃度TOP5 APP及月均使用时长



资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

2022年，抖音和快手重视电商业务的布局，抖音新增“商城”新入口，瞄准下沉市场，快手深度打造“快品牌”战略，货架电商上线延缓。

- 1) **抖音：**①抖音新增“商城”新入口。4月19日，根据Tech星球报道，抖音近期测试了新的“商场”入口，该入口取代了之前的“朋友”入口。此次调整，让“电商”入口更加明显，抖音提升电商业务的优先级，以及在App内的业务占比。根据抖音电商数据，今年抖音双11，平台重点打造了货架电商，加强商城、搜索、橱窗等渠道的经营。活动期间平台货架电商带动日均销量同比增长了156%，商品曝光量是上半年的1.6倍。②抖音电商瞄准下沉市场，测试“9块9特价”频道。10月10日Tech星球消息，抖音电商将推出一个名为“9块9特价”的新频道，该频道内嵌在抖音极速版APP的商城中，用户可以在该频道享受到低优惠的价格。
- 2) **快手：**①快手深度打造“快品牌”战略。4月25日，快手电商发布“快品牌扶持计划”，快手将从流量红利、冷启动福利、产品特权、营销活动、专属服务等5个方面扶持500个快品牌。5月13日快手电商新增“大搞快品牌”战略，将战略升级为大搞信任电商、大搞快品牌、大搞品牌和大搞服务商，计划用超过230亿的流量扶持500个以上的标杆快品牌。根据快手电商数据，快品牌双十一期间表现突出，GMV同比增长超80%。②快手电商灰度测试“商城”板块。8月20日电商报消息，快手电商正在灰度测试“商城”板块。在新版本中，商城进入快手APP首页顶部Tab栏，插入“同城”和“放映厅”Tab之间。

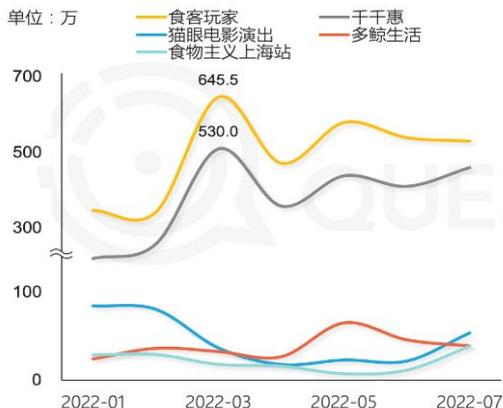
2022年，抖音与快手在本地生活领域积极拓展。①8月，饿了么和抖音宣布达成合作；②9月，快手将本地生活将升格为一级部门。梳理抖音、快手在本地生活领域现状：

- 1) **抖音：**①团购方面，2022年以来GMV实现快速增长，根据36氪消息，2022年上半年抖音本地生活的GMV大约为220亿元，仅用半年时间就超越了去年一整年未能达到的GMV目标。8月，2022全年GMV目标从400亿提升至500亿。②外卖方面，与饿了么合作，打造种草到消费的本地生活服务体系，并通过抖音小程序链接用户完成转化。根据QuestMobile数据，截至2022年7

月抖音与饿了么重合用户规模 0.61 亿，同比增长 5.4%。

- 2) **快手**：与旅游、快递、本地生活平台达成合作，完善用户消费体验，根据 QuestMobile 数据，截至 2022 年 7 月，快手与美团的重合用户数达到 1.19 亿，同比增长 9.7%。

图 21：典型抖音本地生活类小程序月活用户规模趋势



资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

图 22：2022 年 7 月抖音与饿了么 APP 重合用户分析



资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

图 23：快手在本地生活领域布局



资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

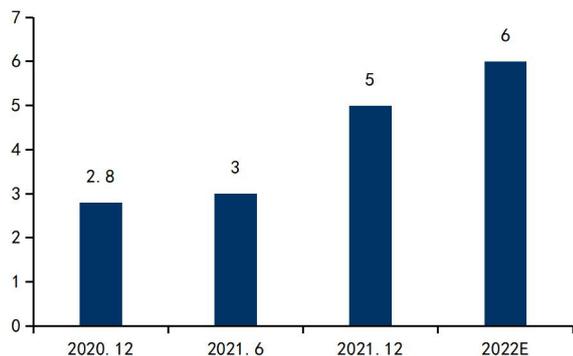
图 24：2022 年 7 月快手与美团 APP 重合用户分析



资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

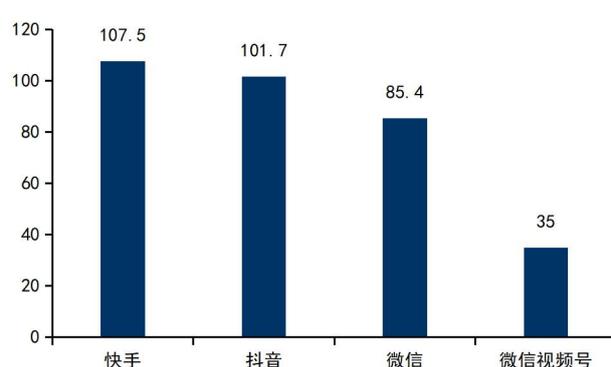
**竞争格局方面，微信视频号月活规模突破 8 亿，超越抖音快手。**根据 Questmobile 统计，截止到 2022 年 6 月，微信视频号月活规模突破 8 亿，微信视频号中抖音、快手平台的用户渗透率分别为 59.2%、30.8%。

图25: 视频号 DAU 发展历程 (亿)



资料来源: 视灯数据, 国信证券经济研究所整理

图26: 视频号与其他平台人均日使用时长比较 (分钟)



资料来源: 视灯数据、Questmobile, 国信证券经济研究所整理  
注: 微信视频号数据来自视灯数据, 其他来自 Questmobile

2022 年以来, 视频号不断加码商业化变现能力, 影响短视频行业竞争格局。当前, 视频号在微信生态有重要意义, 有望激活流量链路, 塑造新场景与新需求。根据腾讯公司二季度业绩公告, 视频号总时长已经超过朋友圈总用户时长的 80%, 总视频播放量同比增长超过 200%, 推荐视频播放量同比增长超过 400%, 日活跃创作者数量和日均视频上传量同比增长超过 100%。

- 1) **视频号小任务开启内测, 上线小黄车功能。**①4 月 22 日, 视频号小任务产品 开启内测, 面向部分创作者开放。小任务以视频号活动为载体, 鼓励广告创作者按照要求创作视频。据了解, 创作者参与视频号活动, 将自己作品投稿至某个话题下, 就有可能拿到完成小任务, 获取品牌方的现金奖励。②视频号小黄车功能正式上线。4 月 26 日, 根据百准消息, 视频号小黄车功能正式上线, 一个视频号限绑一个店铺。视频号【商品分享】功能开通需满足: 有效关注人数(粉丝) 1000 人及以上; 完成实名认证; 持续发表优质原创作品。
- 2) **微信推出“视频号小店”服务。**微信发布《关于优化视频号橱窗使用规则的公告》, 视频号于 7 月 21 日推出“视频号小店”服务, 并逐步优化视频号橱窗的使用规则。公告提及, 未使用视频号橱窗功能的商家, 自 2022 年 7 月 21 日起, 仅支持注册“视频号小店”的商家使用视频号橱窗功能。
- 3) **视频号原生广告正式上线。**7 月 18 日, 微信广告官方公众号宣布, 视频号原生广告正式上线。据介绍, 用户点击视频上的广告组件卡片即可唤起品牌小程序、原生推广页或 H5; 除了可跳转品牌小程序, 视频号原生广告还能够为品牌视频号加粉引流, 或通过原生推广页引导用户添加企业微信。微信视频号原生广告正式上线。

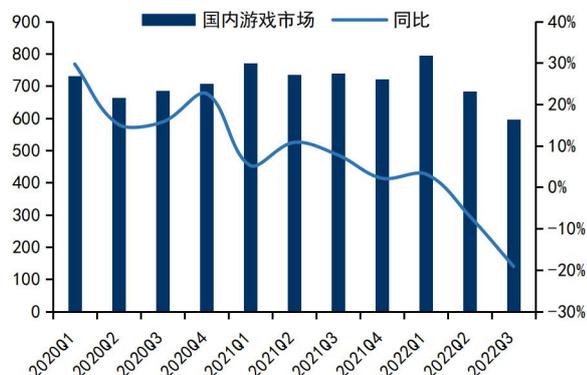
#### ◆ 全球移动游戏市场面临逆风, 行业整合不断进行, 国内游戏公司积极出海

进入 2022 年, 在疫情红利消除、宏观经济疲弱等因素影响下, 全球移动游戏市场均面临逆风。其中:

- 1) **国内: 移动游戏市场持续承压, 端游市场逆势增长。**据伽马数据, 2022 年 1-9 月, 国内游戏市场累计收入 2075 亿元, 同比下降 8%。其中, 移动游戏市场累计收入 1521 亿元, 同比下降 11%, 除 1-2 月收入同比有所增长外, 3-9 月收入均同比下降。PC 端游市场累计收入 463 亿元, 同比增长 3%。
- 2) **海外: 移动游戏市场面临系统性回落, 国产游戏出海收入增速转负。**根据

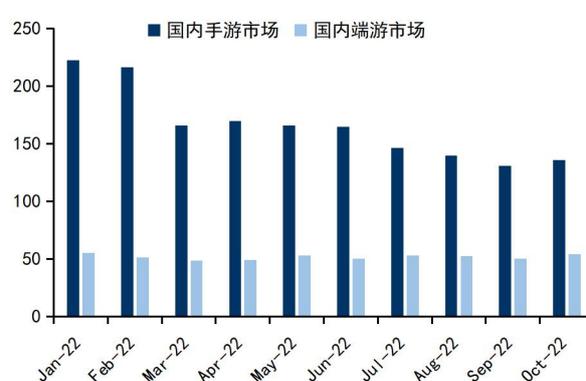
Sensor Tower, 2022年1-9月, 全球消费者移动游戏支出(iOS App Store + Google Play) 同比下降9%, 其中 iOS App Store 同比下降4%, Google Play 同比下降15%。据伽马数据, 2022年1-9月, 国产自研游戏海外市场收入为146亿美元, 同比下降3%, 其中 2022Q3 同比下降14%, 为近三年首次负增长。

图27: 国内游戏市场季度收入及增速(亿元、%)



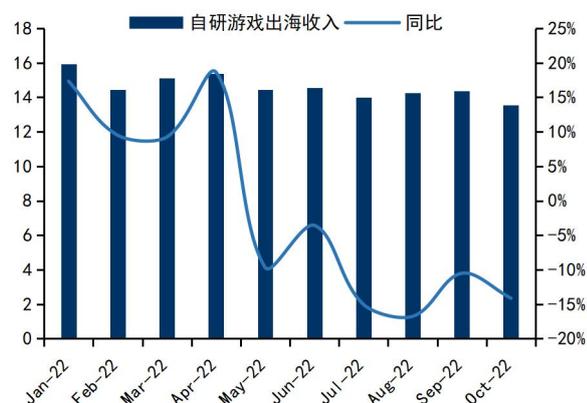
资料来源: 伽马数据, 国信证券经济研究所整理

图28: 国内 PC 端游和手游市场月度收入(亿元)



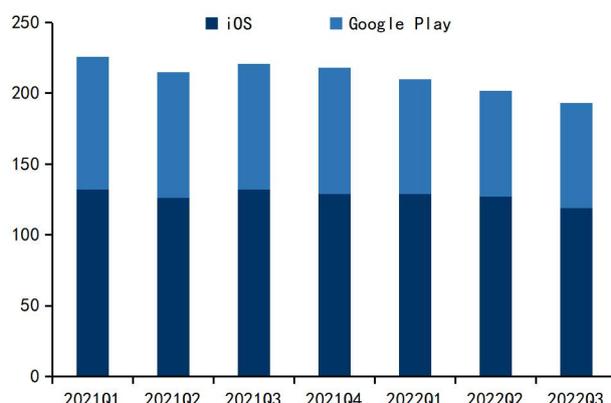
资料来源: 伽马数据, 国信证券经济研究所整理

图29: 国产自研游戏出海收入及增速(亿美元、%)



资料来源: 伽马数据, 国信证券经济研究所整理

图30: 全球消费者手游支出(iOS App Store + Google Play)



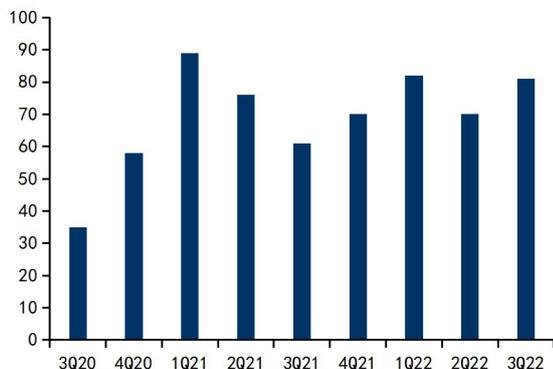
资料来源: Sensor Tower, 国信证券经济研究所整理

**全球游戏行业处于整合期, 多公司开展多项大型并购。**根据 Drake Star 发布的《2022Q3 全球游戏行业报告》, 2022年前9个月, 全球游戏行业共宣布或完成976笔投资并购交易, 总交易额约1230亿美元。第三季度, 并购交易和私募融资的数量均呈现环比回升。从交易双方属性来看, 游戏行业的并购可以大致分为三类: 1) 游戏平台收购研发工作室, 拓展一方内容, 如微软收购动视暴雪、索尼收购 Bungie; 2) 平台拓展型收购, 如 PC/主机大厂 Take-two 收购手游厂商 Zynga, 国内手游大厂腾讯、网易收购海外 PC/主机游戏研发商; 3) 普通的业务扩张型并购, 如 Embracer Group 收购 Crystal Dynamics 和 Eidos。

**国际化成为国内游戏公司重点方向。**国内游戏厂商的国际化战略可以分为三个方向: 1) 国内工作室研发面向全球发行的游戏, 如腾讯旗下的天美工作室群和光子工作室群都将致力于全球化产品; 2) 在海外成立一方工作室, 如腾讯天美在海外成立 Team Kaiju、光子在海外成立 LightSpeed LA 和 Uncapped Games, 网易也在

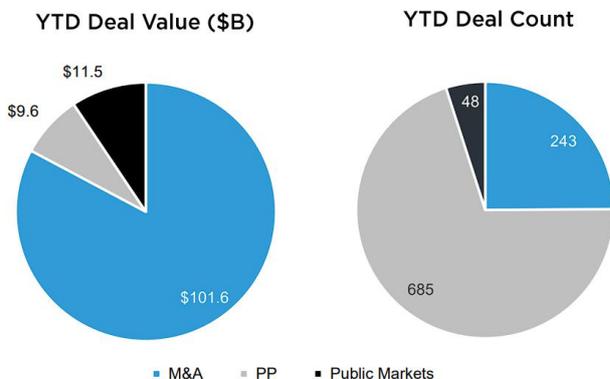
7月18日宣布在西雅图建立了新的第一方工作室 Jar of Sparks; 3) 投资和并购海外游戏厂商, 如腾讯在 2021-2022 年间收购了 Stunlock Studios、Slamfire 等海外游戏公司, 网易于 2022 年 8 月收购 Quantic Dream 等。

图 31: 每季度全球游戏行业的并购数量



资料来源: Drake Star, 国信证券经济研究所整理

图 32: 2022 年 1-9 月全球游戏行业投资并购交易统计



资料来源: Drake Star, 国信证券经济研究所整理

表 2: 2022 年游戏行业重点公司的并购情况

时间	收购方	标的公司	平台	交易金额	国家
Aug-22	网易	Quantic Dream	PC/主机	未披露	法国
Jul-22	Miniclip	Sybo Games	移动	未披露	丹麦
Jul-22	索尼	Bungie	PC/主机	36 亿美元	美国
May-22	Embracer Group	Crystal Dynamics 和 Eidos	PC/主机	3 亿美元	加拿大、美国
Feb-22	腾讯	Inflexion Games		未披露	加拿大
Jan-22	Take-two	Zynga	移动	127 亿美元	美国
Jan-22	微软	动视暴雪	PC/主机/移动	687 亿美元	美国

资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

**中国手游发行商在全球 TOP100 数量增加、收入占比降低。**根据 Sensor Tower 对 iOS App Store 和 Google Play 的统计, 2022 年 10 月, 共 42 个中国厂商入围全球手游发行商收入榜 TOP100 (去年同期为 36 个), 合计收入 18.6 亿美元, 占全球 TOP100 手游发行商收入 38.4% (去年同期为 40%)。

**《原神》持续蝉联中国手游出海收入排行榜首。**据 Sensor Tower, 米哈游《原神》随着 3.1 版本的正式上线, 10 月海外收入维持稳定, 蝉联出海手游收入榜冠军。今年 1-10 月, 除 5 月因新版本延期以外, 《原神》在其他 9 个月份都取得了出海手游收入榜首。腾讯《PUBG Mobile》表现也较为稳定, 除 6-7 月有所下滑以外, 其他月份均处于出海手游收入榜前三。

图 33: 中国手游发行商收入 TOP30



资料来源: Sensor Tower, 国信证券经济研究所整理

注: 不包括第三方安卓商店数据

图 34: 2022 年 10 月国产手游出海收入排名



资料来源: Sensor Tower, 国信证券经济研究所整理

注: 不包括第三方安卓商店数据

表 3: 2022 年 1 月-10 月国产手游出海收入排名

排名	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月
1	原神	原神	原神	原神	PUBG Mobile
2	PUBG Mobile	PUBG Mobile	PUBG Mobile	PUBG Mobile	State of Survival
3	万国觉醒	万国觉醒	万国觉醒	State of Survival	万国觉醒
4	State of Survival	State of Survival	State of Survival	万国觉醒	Puzzles & Survival
5	使命召唤手游	Puzzles & Survival	Puzzles & Survival	Puzzles & Survival	原神
6	Puzzles & Survival	使命召唤手游	口袋奇兵	使命召唤手游	使命召唤手游
7	三国志·战略版	王国纪元	使命召唤手游	王国纪元	王国纪元
8	荒野行动	荒野行动	王国纪元	Mobile Legends	口袋奇兵
9	王国纪元	王国纪元	放置少女	口袋奇兵	Mobile Legends
10	口袋奇兵	黑道风云	荒野行动	三国志·战略版	Age of Origins
排名	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月
1	原神	原神	原神	原神	原神
2	State of Survival	State of Survival	PUBG Mobile	Puzzles & Survival	PUBG Mobile
3	暗黑破坏神: 不朽	Puzzles & Survival	Puzzles & Survival	PUBG Mobile	Puzzles & Survival
4	PUBG Mobile	暗黑破坏神: 不朽	State of Survival	State of Survival	State of Survival
5	Puzzles & Survival	PUBG Mobile	幻塔	万国觉醒	使命召唤手游
6	万国觉醒	万国觉醒	使命召唤手游	使命召唤手游	万国觉醒
7	使命召唤手游	荒野行动	暗黑破坏神: 不朽	Survivor!.io	Survivor!.io
8	口袋奇兵	口袋奇兵	万国觉醒	幻塔	口袋奇兵
9	王国纪元	使命召唤手游	口袋奇兵	暗黑破坏神: 不朽	王国纪元
10	Age of Origins	王国纪元	明日方舟	口袋奇兵	Age of Origins

数据来源: Sensor Tower, 国信证券经济研究所整理

## 重点公司财报总结: 快手商业化进展良好, 腾讯海外游戏取得增长

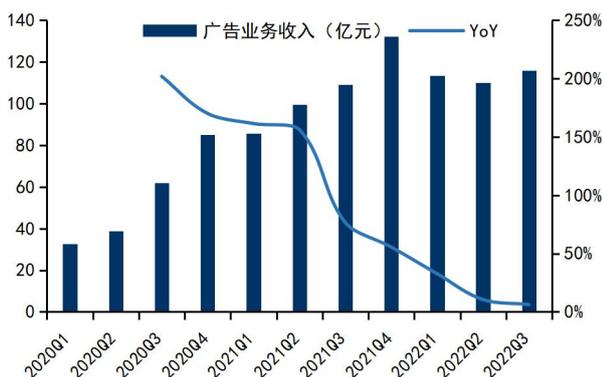
### ◆ 快手 22Q3 商业化进展: 直播、电商发展势头足, 广告逐步修复

- 1) **快手广告:** 22Q3, 收入 116 亿元, 同比+6%, 环比+5%, 增长主要为内循环广告驱动, 外循环广告在宏观环境下略有压力。快手仍是流量洼地, 以 DAU×时长计算总流量, 22Q3 快手总流量同比+23%, 环比+9.2%。Q3 月活跃广告主

数量同比增长超过 65%。

- 2) **快手直播电商**：22Q3，其他业务（主要为直播电商）收入 25.9 亿元，同比+39%，GMV 225 亿元，同比+27%。当前电商业务仍在快速发展阶段，Q3 新动销商家数同比高双位数增长，月活跃买家突破 1 亿，快品牌数量环比高双位数增长。存量用户上，Q3 用户复购率同比提升 1.1pct，月下单频次、客单价均有提升。预计 2022 年 9000 亿年度 GMV 能够完成。
- 3) **快手直播**：公会良好合作推动付费用户数快速提升。22Q3，直播收入 89 亿元，同比+16%，直播付费用户数为 60 亿人，同比+29%。

图 35：快手广告业务收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 36：快手每小时广告收入



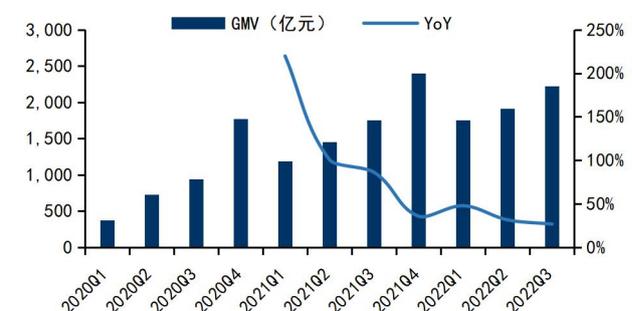
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 37：快手其他业务收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 38：快手电商 GMV 以及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ **腾讯游戏：本土市场成年玩家生态健康，海外市场收入逆势增长。**

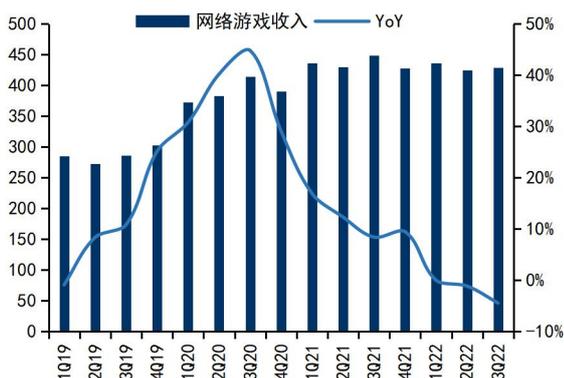
2022Q3，腾讯网络游戏业务收入为 429 亿元，同比减少 4.5%。我们测算，本季度腾讯网络游戏流水（含社交分账）同比下滑约 3%。其中：

- 1) **分平台来看：手游收入（含社交分账）为 410 亿元，同比减少 4%**，主要因《王者荣耀》《和平精英》《PUBG Mobile》的收入下滑。**端游收入为 117 亿元，同比基本持平。**
- 2) **本土市场：流水下滑与宏观经济及消费意愿相关，成年玩家生态依旧稳固。**2022Q3，本土市场游戏收入为 312 亿元，同比减少 7%。其中新产品《英雄联盟手游》《英雄联盟电竞经理》《重返帝国》贡献收入增长，但是被《王者荣耀》《和平精英》等游戏的收入下滑抵消。疫情和宏观经济影响了可选消

费欲望。根据伽马数据，2022年7-9月，国内游戏市场收入同比下降19%，其中移动游戏市场收入同比下降25%。根据公司业绩公告，成年玩家的参与度仍然活跃。2022年9月，公司PC游戏及手游的成年用户日活跃账户数实现同比双位数增长、成年用户总时长实现同比单位数增长，这代表公司游戏的玩家生态仍然非常健康。

- 3) **海外市场：收入逆势增长，《Valorant》流水创新高，新产品验证全球发行能力。**2022Q3，海外市场游戏收入为117亿元，同比增长4%。按固定汇率计算同比增长1%。海外市场仍然受到疫情管控放开后的行业性回落影响。根据Sensor Tower，2022Q3全球手游消费同比下降12.7%，其中App Store同比下滑9.8%，Google Play同比下滑16.9%。在此宏观背景下，公司海外游戏收入仍然实现逆势增长，主要受《Valorant》、新产品《幻塔》驱动，抵消了《PUBG Mobile》的收入下滑。其中《Valorant》在2022Q3流水创新高；根据data.ai，《幻塔》于本季度在日本市场同品类流水排名第一、美国市场同品类流水排名第二。新产品《胜利女神：NIKKE》已于11月4日在海外上线，截至11月16日在日本、韩国等多地位于畅销榜前10，结合《幻塔》海外版的良好表现，公司在海外的发行能力已经得到验证。

图39：腾讯网络游戏收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图40：腾讯递延收入及增速（亿元、%）



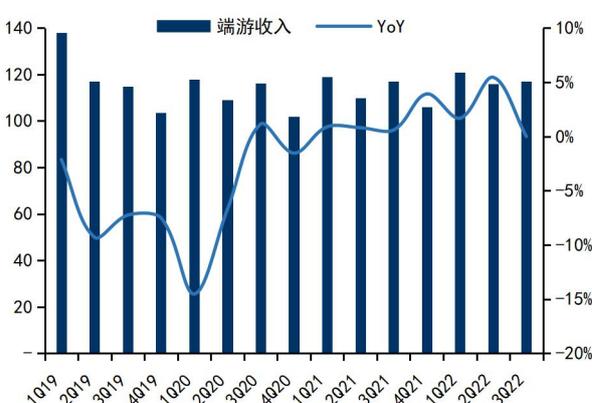
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图41：腾讯手游收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图42：腾讯PC端游收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图43: 腾讯本土市场游戏收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图44: 腾讯海外市场游戏收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 网易游戏: 收入逆势增长, 暴雪授权到期预计影响有限

2022Q3, 网易在线游戏业务收入为 173 亿元, 同比增长 9%。其中:

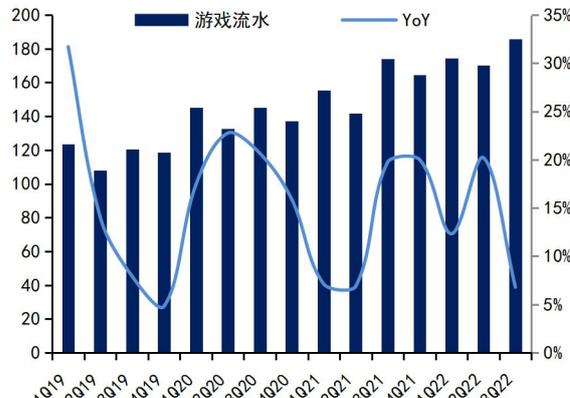
- 1) 手游收入 119 亿元, 同比增长 8%, 主要增长由新产品《暗黑破坏神: 不朽》及去年上线的《无尽的拉格朗日》贡献。PC 端游收入 55 亿元, 同比增长 11%。我们测算, 本季度网易游戏流水同比增速为 7%, 大幅高于行业增速。
- 2) 暴雪授权到期预计对网易的收入及利润影响有限。根据暴雪公告, 网易与暴雪签订相关授权协议、在中国(除港澳台)地区发行的多款暴雪游戏, 在 2023 年 1 月授权到期后将不会续期, 包括《魔兽世界》《炉石传说》《守望先锋》《暗黑破坏神 III》《星际争霸 II》《魔兽争霸 III: 重制版》《风暴英雄》。根据网易公告, 这些代理自暴雪的游戏, 对网易 2021 年和 2022 年前九个月的净收入和净利润贡献百分比均为较低的个位数, 授权到期对公司业绩影响有限。同时, 《暗黑破坏神: 不朽》的联合开发和发行由另一份长期协议所涵盖, 不受本次授权到期影响。

图45: 网易在线游戏收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图46: 公司游戏流水及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

图47：公司 PC 端游收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图48：公司手游收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 政策风向：聚焦未成年人保护，已经取得重大进展

**游戏领域的未成年保护：游戏时长与充值双降，游戏沉迷问题进一步解决。**11月22日，中国音数协游戏工委、中国游戏产业研究院联合伽马数据共同发布了《2022中国游戏产业未成年人保护进展报告》。报告研究显示：1) 超七成未成年人每周游戏时长在3小时以内，未成年人游戏沉迷问题已得到进一步解决。2) 未成年人游戏总时长、消费流水等数据极大减少。3) 近三成未成年人游戏充值减少。4) 游戏企业防沉迷系统覆盖九成以上未成年游戏用户。5) 超85%家长允许孩子在监护下适度游戏。6) 现存未成年游戏用户的家长中，35%以上允许孩子用自己身份证注册账号。7) 未成年人保护工作需多方协同，注重未成年人健康网络习惯的培养。

**短视频领域的未成年保护：两会上，张连起委员建议加大对短视频平台监管力度。**人民网3月8日消息，由于不少未成年人沉迷短视频，损害身心健康，两会上张连起委员带来《关于完善短视频平台防沉迷机制的提案》。2021年，抖音、快手开启青少年模式，青少年模式下，不仅无法进行直播、打赏操作，还会自动开启时间锁，每天使用时长不超过40分钟，晚上10点至次日早上6点无法使用APP。根据媒体报道，当前仅有53.3%的未成年人使用过‘青少年模式’，近六成认为‘青少年模式’的用处不大。

**三部门开展“清朗·整治网络直播、短视频领域乱象”专项行动。**为着力破解平台信息内容呈现不良、功能运行失范、充值打赏失度等突出问题，4月15日，中央网信办、国家税务总局、国家市场监督管理总局开展为期两个月的“清朗·整治网络直播、短视频领域乱象”专项行动。

表4：“清朗·整治网络直播、短视频领域乱象”专项行动主要方法（节选）

方法	细则
从严整治重要功能运行失范问题	1) 全面规范开屏及推荐等重要页面呈现。2) 全面规范频道、活动设置。3) 全面规范互动环节。
从严整治账号管理问题	1) 严管“网红账号”；2) 严管MCN机构账号；3) 强化账号全流程管理。
从严整治直播打赏失度问题	从严整治1) 诱导打赏问题。2) 刺激打赏问题。严格规范直播平台设置的以打赏金额多少为基础的榜单；严格规范直播平台天价礼物、单次打赏限额失度问题；严格规范直播平台设置的以打赏金额多少为基础的算法模型。3) 未成年人打赏问题。
从严治理违法违规营利问题	从严治理1) 营销带货虚假宣传问题。2) 偷逃税问题。3) 借特定人群违规牟利。从严整治直播间、短视频恶意借未成年人出镜牟利；借患病或残障人士、孤寡老人等进行带货牟利；编造演绎情感纠纷等虚假猎奇剧情。
从严整治恶意营销问题	从严整治1) 虚假人设；2) 逢热必蹭。

资料来源：中国网信网，国信证券经济研究所整理

5月7日，中央文明办、文化和旅游部、国家广播电视总局、国家互联网信息办公室联合发布《关于规范网络直播打赏加强未成年人保护的意见》。意见指出7项举措，包括①禁止未成年人参与直播打赏、②严控未成年人从事主播、③优化升级“青少年模式”、④建立专门服务团队、⑤规范重点功能应用（1个月内取消打赏榜单，禁止以打赏额度为标准对网络主播、用户进行排名）、⑥加强高峰时段管理（20-22时高峰时段单直播间连麦PK不超2次且不得设置PK惩罚）、⑦加强网络素养教育等。本次针对网络直播打赏的监管政策主要还是从未成年人保护角度出发，但开始聚焦平台主体责任缺失、主播良莠不齐、打赏行为失范等问题。

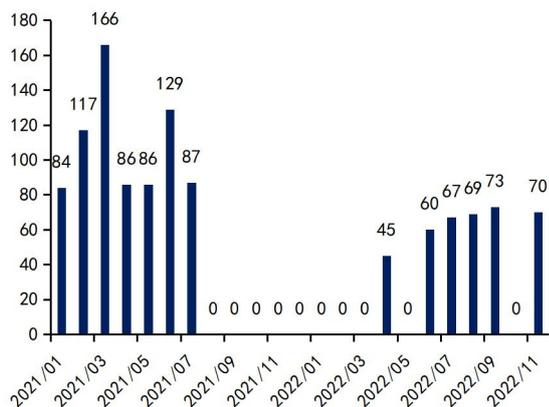
表5: 《关于规范网络直播打赏 加强未成年人保护的意见》工作举措

举措	细则
禁止未成年人参与直播打赏	网络平台应当坚持最有利于未成年人的原则, 健全完善未成年人保护机制, 严格落实实名制要求, 禁止为未成年人提供现金充值、“礼物”购买、在线支付等各类打赏服务。网络平台不得研发上线吸引未成年人打赏的功能应用, 不得开发诱导未成年人参与参与的各类“礼物”。发现网络平台违反上述要求, 从严从重采取暂停打赏功能、关停直播业务等措施。
严控未成年人从事主播	网络平台应加强主播账号注册审核管理, 不得为未满 16 周岁的未成年人提供网络主播服务, 为 16 至 18 周岁的未成年人提供网络主播服务的, 应当征得监护人同意。对利用所谓“网红儿童”直播谋利的行为加强日常监管, 发现违规账号从严采取处置措施, 并追究相关网络平台责任。
优化升级“青少年模式”	“青少年模式”是经过严格内容遴选、适合未成年人观看使用的有益方式。网络平台应在现有“青少年模式”基础上, 进一步优化产品模式和内容呈现方式, 持续增加适合未成年人的直播内容供给。严格内容审核把关流程, 配备与业务规模相适应的专门审核团队, 既选优选精又杜绝“三俗”, 让家长放心、孩子满意、社会叫好。要优化模式功能配置, 在首页显著位置呈现, 便于青少年查找和家长监督, 严禁提供或变相提供各类“追星”服务及充值打赏功能。
建立专门服务团队	网络平台应建立未成年人专属客服团队, 优先受理、及时处置未成年人相关投诉和纠纷。对未成年人冒用成年人账号打赏的, 网络平台应当在保护隐私的前提下及时查核, 属实的须按规定办理退款。对于违规为未成年用户提供打赏服务的网络平台, 以及明知用户为未成年人仍诱导打赏的经纪机构和网络主播, 从严采取处置措施。
规范重点功能应用	榜单、“礼物”是吸引青少年“围观”互动的重要功能应用。网络平台应在本意见发布 1 个月内全部取消打赏榜单, 禁止以打赏额度为唯一依据对网络主播排名、引流、推荐, 禁止以打赏额度为标准对用户进行排名。加强对“礼物”名称、外观的规范设计, 不得通过夸大展示、渲染特效等诱导用户。加强新技术新应用上线的安全评估, 不得上线运行以打赏金额作为唯一评判标准的各类功能应用。
加强高峰时段管理	每日 20 时至 22 时是青少年上网的高峰时段, 也是规范网络直播的重要时段。网络平台在每日高峰时段, 单个账号直播间“连麦 PK”次数不得超过 2 次, 不得设置“PK 惩罚”环节, 不得为“PK 惩罚”提供技术实现方式, 避免诱导误导未成年人。网络平台应在每日 22 时后, 对“青少年模式”下的各项服务强制下线, 并不得提供或变相提供常规模式开启方式, 保障青少年充足休息时间。
加强网络素养教育	鼓励学校开展未成年人网络素养教育, 围绕网络道德意识和行为准则、网络法治观念和行为规范、网络使用能力建设、人身财产安全保护等培育未成年人网络安全意识、文明素养、行为习惯和防护技能。引导未成年人监护人主动学习网络知识, 加强对未成年人使用网络行为的教育、示范、引导和监督。支持社会各界共同开展宣传教育, 促进未成年人开阔眼界、提高素质、陶冶情操、愉悦身心。

资料来源: 中国文明网, 国信证券经济研究所整理

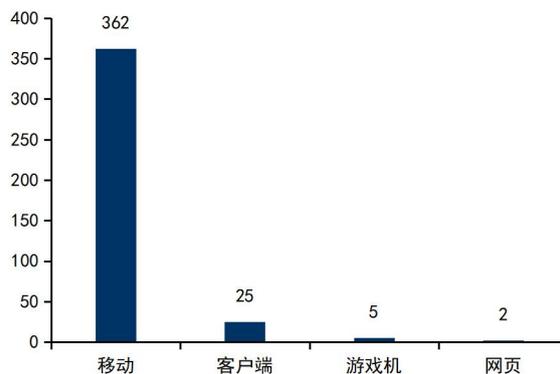
**游戏版号发放逐渐恢复常态化。今年 1-11 月, 共有六批、384 款游戏版号下发。**2022 年 4 月 11 日, 游戏版号时隔 260 余天后重启, 发放游戏版号 45 个。此后版号发放逐渐常态化, 基本维持一月一批的节奏, 仅 5 月和 10 月未发; 单批版号数量也从 45 款逐渐增加到约 70 款。分平台来看, 移动游戏版号仍然最多, 共 362 款(其中 55 款休闲益智); 客户端、游戏机、网页分别 25 款、5 款、2 款; 其中 8 款为移动、客户端双端, 2 款为游戏机、客户端双端。分公司来看, 世纪华通、金山软件、乐蜀网络累计获得版号最多, 各获得 4 款; 朝夕光年、创梦天地、心动网络、多益网络等 12 家公司各获得 3 款; 腾讯和网易各获得 2 款。

图49：2021-2022年每月下发游戏版号数量



资料来源：国家新闻出版署，国信证券经济研究所整理

图50：2022年1-11月各类型下发的游戏版号数量（有重合）



资料来源：国家新闻出版署，国信证券经济研究所整理

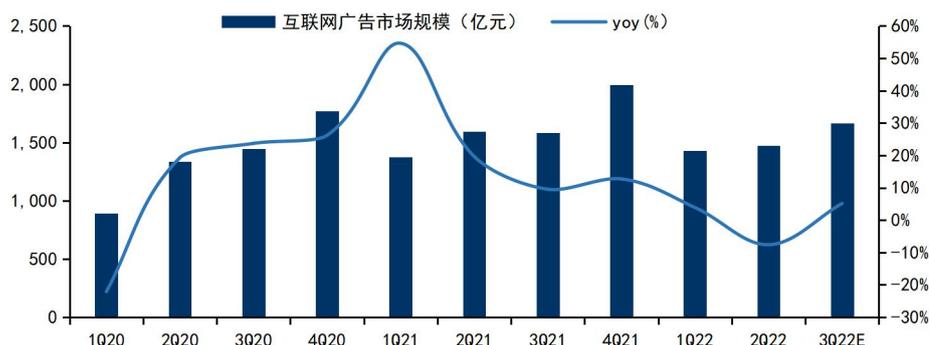
## 广告&支付：顺周期业务，随宏观复苏

行业回顾：受宏观影响较大，三季度以来部分恢复

◆ 广告：22Q2 受疫情影响较大，22Q3 以来部分平台逐步恢复

我们复盘 2022 年互联网广告大盘，根据 QuestMobile 数据，22Q1 互联网广告投放规模同比增长 3.9%，达 1429.3 亿元，疫情常态化重塑消费者起居习惯，居家场景类相关行业广告投放持续增长。22Q2 疫情在多地出现反弹，互联网广告规模 1474.4 亿元，同比下降 7.6%。22Q3，中国互联网广告市场逐步恢复，规模为 1663.3 亿元，同比上升 5.1%。

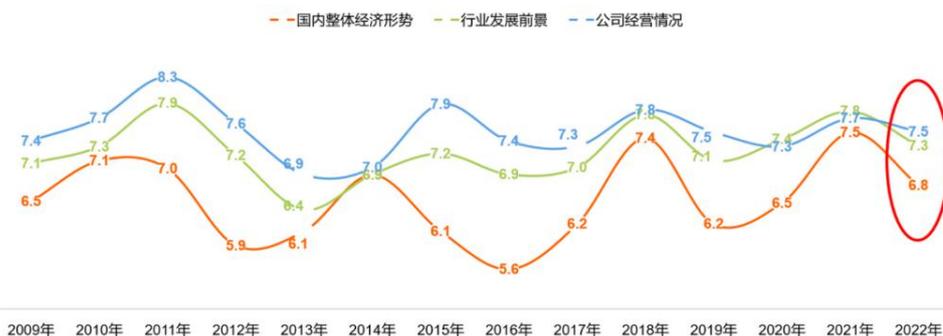
图51：中国互联网广告市场规模



资料来源：QuestMobile，国信证券经济研究所整理

从恢复节奏看：广告主投放态度仍谨慎。根据 CTR 报告显示，广告主对 2022 年经济形势的信心较 2021 年有所下降，但仍高于 2020 年。

图52: 广告主市场信心打分 (10分制)



资料来源: CTR《2022 广告主营销趋势报告》, 国信证券经济研究所整理

**梳理不同平台恢复节奏: 逆风环境下, 广告主对平台转化率的诉求明显。** 1) 三季度, 由于转化链路短频快, 电商、短视频内循环广告恢复良好。2) 受到疫情反复和消费疲软等因素的持续影响, 社区、视频等平台与品牌相关的广告主仍在观望状态, 恢复较弱。

梳理 22Q3 互联网公司广告收入情况:

- ✓ **腾讯广告:** 收入 214.4 亿元, 同比下降 5%, 其中社交及其他广告、媒体广告分别为 189、26 亿元, 同比下降 1%、26%。
- ✓ **电商广告:** 拼多多在电商大盘下行的背景下逆势增长, 其广告收入 284.3 亿元, 同比增长 58%。京东广告收入 189.5 亿元, 同比增长 13%。阿里巴巴客户管理收入 665 亿元, 同比下降 7%。
- ✓ **短视频广告:** 快手广告收入 115.9 亿元, 同比增长 6%, 增长主要得益于短视频与直播电商相关的内循环广告强劲增长。
- ✓ **中长视频广告:** B 站广告收入 13.5 亿元, 同比增长 16%, 三季度, B 站 DAU 达 0.90 亿, 同比增长 25%。爱奇艺广告收入 12.5 亿元, 同比下降 25%。
- ✓ **社区广告:** 微博广告收入 3.9 亿美元, 同比下降 27%。知乎广告收入 2 亿元, 同比下降 39%, 知乎内容商务解决方案收入 2.7 亿元, 同比下降 5%。
- ✓ **搜索广告:** 百度核心广告收入 187 亿元, 同比下降 4%。

**表6: 各互联网公司广告收入汇总 (亿元, %)**

		2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
视频	快手	39	62	85	86	100	109	132	114	110	116
	yoy		202%	170%	161%	156%	76%	56%	33%	10%	6%
	爱奇艺	15.9	18.4	18.6	19.2	18.3	16.6	16.6	13.4	11.9	12.5
	yoy	-28%	-11%	-1%	25%	15%	-10%	-10%	-30%	-35%	-25%
	B站	3.5	5.6	7.2	7.1	10.5	11.7	15.9	10.4	11.6	13.5
yoy	108%	126%	149%	234%	201%	110%	120%	46%	10%	16%	
社区	微博(亿美元)	3.4	4.2	4.5	3.9	5.0	5.4	5.5	4.3	3.9	3.9
	yoy	-8%	1%	12%	42%	47%	29%	21%	10%	-23%	-27%
	知乎										
	——广告	1.7	2.3	3.2	2.1	2.5	3.2	3.8	2.2	2.4	2.0
	yoy	23%	51%	72%	70%	48%	39%	18%	4%	-4%	-39%
——内容商业解决方案	0.1	0.5	0.8	1.2	2.1	2.8	3.7	2.3	2.4	2.7	
yoy				11226%	1529%	511%	380%	88%	16%	-5%	
电商	阿里巴巴-客户管理收入	712	693	1019	636	804	717	1001	634	723	665
	yoy	21%	20%	20%	40%	13%	3%	-2%	0%	-10%	-7%
	拼多多	111	129	189	141	181	179	224	182	252	284
	yoy	71%	92%	75%	157%	64%	39%	19%	29%	39%	58%
京东-佣金和广告收入	141	124	175	141	190	168	222	177	207	190	
yoy	27%	24%	30%	48%	35%	35%	27%	25%	9%	13%	
搜索	百度(剔除爱奇艺)	161	184	188	162	190	194	191	157	171	187
	yoy	-5%	0%	0%	27%	18%	6%	1%	-3%	-10%	-4%
社交	腾讯										
	——腾讯媒体广告	33	36	43	33	33	35	32	23	25	26
	yoy	-25%	-1%	9%	6%	0%	-3%	-26%	-30%	-24%	-26%
	——社交及其他广告	153	178	204	185	195	190	183	157	161	189
yoy	27%	21%	25%	27%	28%	7%	-10%	-15%	-18%	-1%	

资料来源:各公司公告,国信证券经济研究所整理

#### ◆ 支付: 上半年支付金额因消费疲弱而下滑, 备付金逆势增长

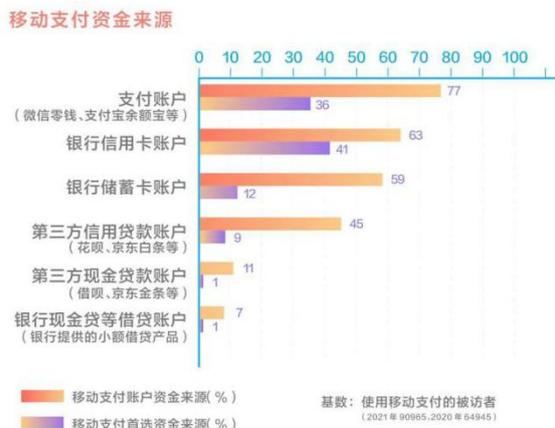
从用户侧来看,网络支付用户渗透率已达较高水平。根据CNNIC发布的《第50次中国互联网络发展状况统计报告》,截至2022年6月,我国网络支付用户规模达9.04亿,较2021年12月增长81万,占网民整体的86.0%;我国农村地区网络支付用户规模为2.27亿,占农村网民的77.5%。根据中国银联在2022年1月发布的《2021年移动支付安全大调查报告》,扫码支付占据绝对主导,使用率达96%,同比提升11pct;支付账户和银行信用卡账户是前两大首选资金来源。

图53: 网络支付用户规模及使用率 (万、%)



资料来源: CNNIC, 国信证券经济研究所整理

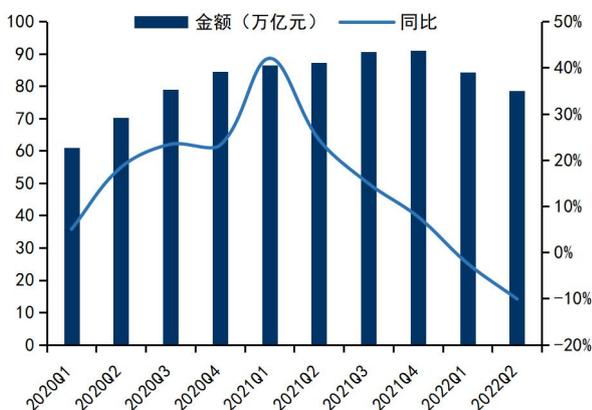
图54: 移动支付用户资金来源账户偏好调查



资料来源: 中国银联, 国信证券经济研究所整理

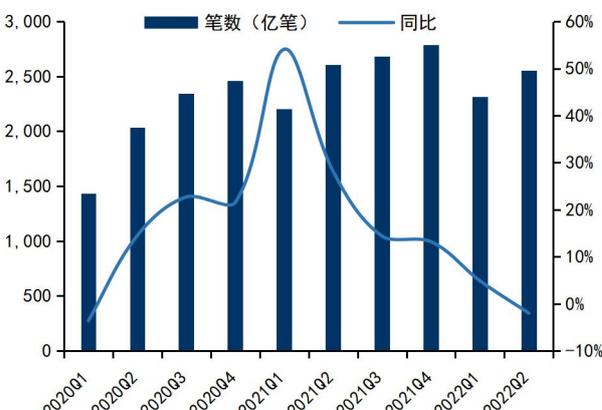
受到宏观消费影响, 2022 上半年, 非银网络支付笔数同比增长 1%, 金额同比下滑 6%。根据中国人民银行发布的《支付体系运行总体情况》, 2022 年上半年, 非银行支付机构处理网络支付业务 4868.5 亿笔, 同比增长 1%; 金额 162.9 万亿元, 同比下滑 6%。其中二季度下滑较为明显, 笔数和金额同比分别下降 2.04%和 10.08%。

图55: 非银行支付机构处理网络支付业务金额及增速



资料来源: 中国人民银行, 国信证券经济研究所整理

图56: 非银行支付机构处理网络支付业务笔数及增速



资料来源: 中国人民银行, 国信证券经济研究所整理

备付金余额则取得逆势增长, 反映用户储蓄情绪。根据中国人民银行每月发布的货币当局资产负债表, 今年 1-10 月, 非金融机构存款 (支付机构交存央行的客户备付金存款) 持续同比增长, 月均备付金余额同比增长达 11%。这反映了用户的储蓄偏好情绪, 与住户存款余额趋势一致。根据中国人民银行每月发布的存款类金融机构本外币信贷收支表, 截至 10 月, 存款类金融机构住户存款同比增长 15%, 1-10 月余额均有两位数的同比增长。

图57: 货币当局资产负债表-非金融机构存款 (亿元, %)



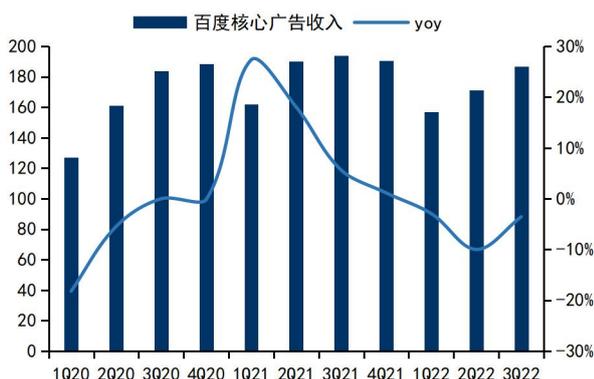
资料来源: 中国人民银行, 国信证券经济研究所整理

### 重点公司财报总结: 各公司复苏情况不一

#### ◆ 百度广告: 对疫情影响较为敏感, 恢复主要为电商、医疗类广告推动

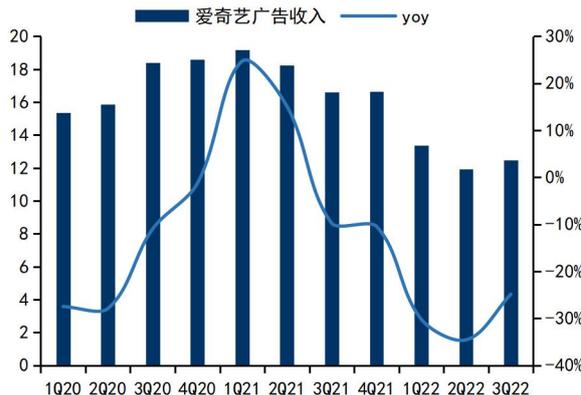
22Q3, 百度营销收入 187 亿元, 同比减少 4%, 恢复主要为电商、医疗类广告推动。除此以外, 百度短视频渗透率提升, 带动信息流广告收入同比正增长。根据管理层介绍, 当前百度广告业务收入对疫情防控措施较为敏感, 8 月实现正增长。但是 9 月因为疫情扰动负增长。四季度来看, 10 月广告收入有好转, 11 月因为广州和北京的疫情影响广告收入短期波动。

图58: 百度核心广告收入及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图59: 爱奇艺广告收入 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

#### ◆ 腾讯广告: 微信广告同比增长, 四季度有望整体转正

2022Q3, 腾讯网络广告收入为 214 亿元, 同比减少 4.7%。社交及其他广告收入为 189 亿元, 同比减少 1%。视频号在 7 月上线原生广告后, 广告主需求强劲; 除去视频号收入, 微信广告收入亦实现同比增长, 其中小程序广告收入增长迅速, 根据业绩公告, 小程序 DAU 突破 6 亿, 同比增长超 30%。媒体广告收入为 26 亿元,

同比减少 26%，主要受到电视剧排期影响，以及去年同期东京奥运会带来高基数。

**根据公司业绩会议，四季度腾讯广告收入增速有望转正。**目前视频号原生广告已经正式上线竞价广告；根据公司业绩会议，视频号有望在四季度实现单季度收入超 10 亿，预计原生广告将贡献主要增长。11 月初，微信搜索结果广告也正式上线，支持竞价推广，支持品牌词、品类词、通用词等多种搜索词售卖。伴随宏观需求的恢复，及去年四季度低基数，我们认为四季度广告收入正增长的概率较大。

图 60: 腾讯网络广告收入及增速 (亿元、%)



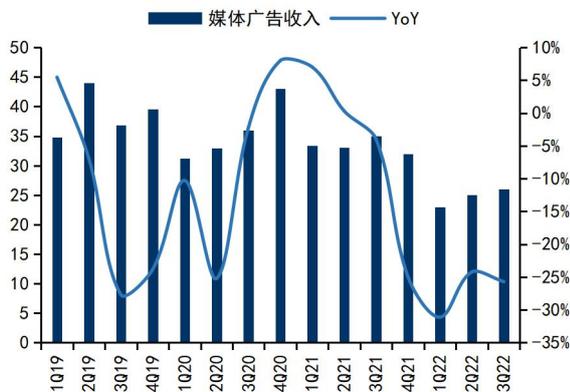
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 61: 腾讯社交及其他广告收入及增速 (亿元、%)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 62: 腾讯媒体广告收入及增速 (亿元、%)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 63: 腾讯网络广告收入构成

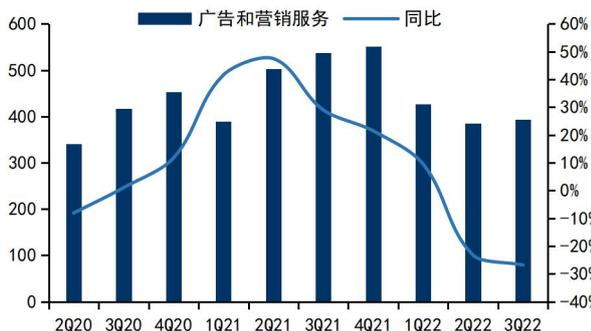


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ◆ 微博广告：广告业务恢复较弱

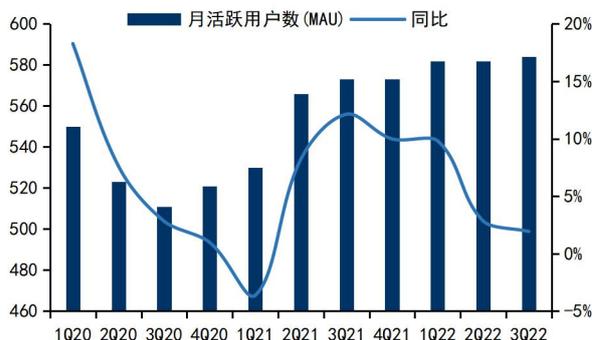
**22Q3, 微博广告与营销收入同比下降 27%，环比增长 2%。**22Q3，公司广告与营销收入 3.93 亿美元，同比-27%，环比+2%。其中，相关方收入（阿里巴巴）0.15 亿美元，同比-28%，第三方收入 3.78 亿美元，同比-27%。三季度客户的广告投放较二季度有所恢复，但不同行业的恢复速度呈现不同的趋势。公司广告占比较大的快消品类广告，受到疫情风控和消费疲软等因素的持续影响，品牌投放态度仍保持市场观望。当前，在微博平台发展较好的广告类型为奢侈品、汽车、游戏等广告，主要系与内容结合的营销方案受到广告主认可。根据业绩会介绍，90%的全新车系发布会都会选择和微博做更深入的新品宣发合作，三季度汽车行业的广告收入保持同比双位数的增长。

图64: 微博广告与营销业务收入及增速 (百万美元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图65: 微博 MAU 及增速 (百万, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 知乎营销业务: 短期仍有压力, 四季度环比双位数增长, 同比下滑

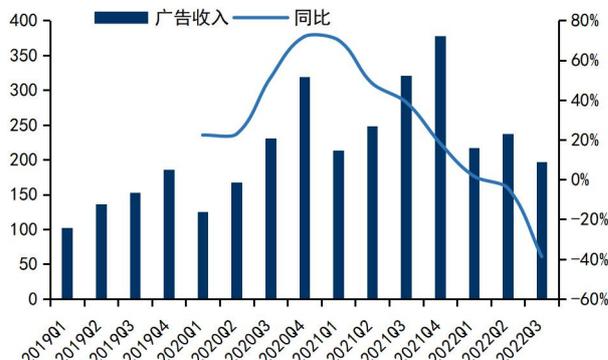
22Q3, 知乎营销业务受到宏观压力: 内容商务解决方案收入同比-5%, 广告业务收入同比-39%。2022Q3, 知乎内容解决方案收入 2.65 亿元, 同比-5%, 环比+10%。知乎广告业务收入 1.97 亿元, 同比-39%, 环比-17%。知乎营销业务 Top5 垂直行业为 IT3C、美妆、电商、汽车和教育。IT3C、汽车、游戏行业作为社区内容优势行业, 三季度实现了同比增长。当前疫情反复, 广告主投放仍较为谨慎, 根据业绩会指引, 公司营销业务四季度有望环比双位数增长, 同比增速受到去年高基数压力, 仍相对疲软。

图66: 知乎内容商务解决方案收入及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图67: 知乎广告业务收入及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 腾讯金融科技: 2022Q3 收入增速环比回升, 商业支付金额双位数同比增长

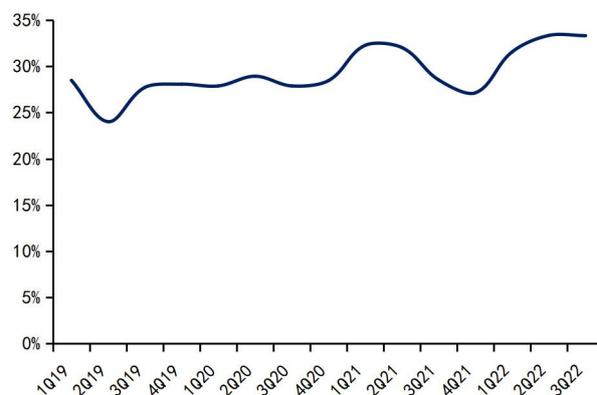
2022Q3, 腾讯金融科技及企业服务收入同比增长 4%至 448 亿元; 毛利率 33.3%, 同比提升 4.8pct, 环比持平。其中随着线上线下消费的复苏, 金融科技收入增速环比提升; 根据公司公告, 商业支付金额在 2022Q3 取得双位数同比增长, 尤其是食品、餐饮、交通出行行业增长显著。根据国家统计局, 2022 年 7-9 月社会消费品零售总额同比增长 3.5%。此外, 公司也积极应对金融方面的监管, 在业绩会议上, 公司表示自己正在争取金融控股公司牌照, 并且预计金融控股公司架构不会对业务产生实际影响。于 8 月, 公司入股三星财险(中国)获得批准, 将成为第二大股东。

图 68: 腾讯金融科技及企业服务收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 69: 腾讯金融科技及企业服务毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 政策风向：引导支付降费让利，推动广告高质量发展

**个人收款码可继续使用。**2月22日，中国支付清算协会发布公告，新设“个人经营收款码”，用户可自由选择使用；现行“个人收款码”不关闭、不停用、功能不变。同日，微信支付和支付宝先后发布公告，3月1日后个人收款码可继续使用；个人收款码可升级“个人经营收款码”，升级完全由用户自主选择，同时，用户原有个人收款码不停用、不关闭、功能不变。

**支付降费让利工作取得阶段性成效。**根据中国支付清算协会6月15日发布的《中国支付产业年报2022》。自降费政策实施以来至2021年底，中国支付清算协会会员单位累计为各类市场主体、社会公众减少手续费支出96.66亿元，其中惠及小微企业、个体工商户等小微主体69.38亿元，降费工作取得阶段性成效。其中，根据微信支付公告，2021年9月至2022年6月，微信支付在支付服务手续费方面已累计让利约30亿，惠及小微商家超过2000万；微信支付降费周期将持续到2024年，预计将实现三年100亿减费让利的总体目标。

**4月27日，市场监管总局印发《“十四五”广告产业发展规划》，系统谋划“十四五”时期推动广告产业高质量发展相关工作。**为实现远景目标，规划明确了10项重点任务，在重点任务项下设计了7个专栏，专栏包括：公益广告振兴行动、广告领域“放管服”改革、广告产业高质量发展引领工程、广告产业服务能力提升行动、广告法律法规体系的健全完善、广告监管能力提升行动、广告人才培养行动等。

**三部门联合发布《互联网弹窗信息推送服务管理规定》。**9月9日，国家互联网信息办公室、工业和信息化部、国家市场监督管理总局联合发布《互联网弹窗信息推送服务管理规定》，自2022年9月30日起施行。《规定》立足当前实际，紧盯弹窗新闻信息推送、弹窗信息内容导向、弹窗广告等重点环节，着力解决利用弹窗违规推送新闻信息、弹窗广告标识不明显、广告无法一键关闭、恶意炒作娱乐八卦、推送频次过多过滥、推送信息内容比例不合理、诱导用户点击实施流量造假等问题。

## 2023 年投资组合及投资建议

2023 年，我们看好互联网行业的投资机会。我们认为，中国经济和海外流动性都会在 2023 年迎来确定性较高的拐点。流动性方面，经济复苏的逻辑逐渐兑现后，中国资产会体现出相比海外其他市场的高吸引力；基本面方面，我们看好 2023H2 的经济复苏，互联网行业的细分业务如电商、广告、游戏、支付、外卖、到店等，均为顺周期业务。同时，在 2021-2022 年压制互联网行业估值的一大因素，监管也在转向常态化。2023 年的互联网行业有望迎来基本面和估值的“戴维斯双击”。

基于上述背景，我们的推荐顺序如下：

- 1) 第一梯队：利润确定程度高，核心主业竞争格局稳健的**腾讯、拼多多**；
- 2) 第二梯队：弹性较高的顺周期资产 **BOSS 直聘、快手**；
- 3) 第三梯队：受益于经济复苏，后续有明确催化剂的优质资产**美团、网易**。

表7：相关公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB (MRQ)
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
0700. HK	腾讯控股	买入	314.0	13.0	12.2	14.8	22	23	19	3.60
9999. HK	网易-S	买入	113.6	6.0	7.3	6.8	17	14	15	3.20
2013. HK	微盟集团	增持	5.8	-0.2	-0.4	-0.1	-24	-14	-37	3.79
3690. HK	美团-W	买入	174.3	-2.5	0.1	2.0	-62	1735	77	7.64
1024. HK	快手	买入	63.7	-4.5	-1.5	1.2	-13	-39	47	6.09
9988. HK	阿里巴巴-SW	增持	92.7	2.8	4.4	5.3	29	19	16	1.85
0241. HK	阿里健康	增持	8.7	-0.02	-0.02	0.01	-389	-389	779	7.11
6618. HK	京东健康	买入	82.3	-0.3	0.3	0.5	-217	273	145	5.28
9888. HK	百度集团-SW	增持	117.9	3.7	3.6	5.3	29	30	20	1.36
9618. HK	京东集团-SW	买入	241.6	-1.1	2.0	5.0	-190	106	44	3.21
9899. HK	云音乐	买入	79.0	-5.0	-1.9	-0.2	-14	-37	-373	1.90
TME. N	腾讯音乐	增持	7.4	2.6	2.9	3.1	20	18	17	1.91
BZ. O	Boss 直聘	买入	19.5	2.0	1.7	3.2	69	81	42	4.90
PDD. O	拼多多	买入	87.8	1.4	4.6	5.4	112	33	28	7.36
ZH. N	知乎	买入	1.4	-1.2	-2.1	-0.9	-16	-9	-20	1.05
WB. O	微博	无评级	16.5	3.1	2.3	2.6	37	51	45	1.21
BEKE. N	贝壳	无评级	16.4	1.9	1.0	3.7	60	110	31	2.13
SE. N	SEA	无评级	59.0	-3.8	-4.4	-2.8	-107	-94	-146	5.26

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理。注：知乎及无评级公司使用彭博一致预期；Boss 直聘为每 ADS 调整后净利润（每 ADS=2 股）；拼多多为每 ADS 净利润（每 ADS=4 股）；贝壳为每 ADS 调整后净利润（每 ADS=3 股）

## 风险提示

### 政策的风险

互联网行业的不同细分赛道均受到政策的强监管，包括个性化广告、直播、餐饮外卖、网络游戏、支付等。

**游戏行业：未成年人防沉迷和版号数量大幅减少的风险。**2021 年 8 月 30 日，国家新闻出版署发布《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》，严格限制向未成年人提供网络游戏服务的时间。同时，2021年8月至2022年3月期间游戏版号停发。尽管2022年4月版号重启、发放趋于常态化，但版号数量较暂停之前减少，后续审批及发放节奏仍然存在不确定性。

**支付行业：费率风险。**2021年6月18日，国务院常务会议上提出，要采取将网络支付商户手续费降低10%等减费措施，帮助小微企业、个体工商户降低成本。第三方支付可能会面临费率难以提升的风险。同时，数字人民币也在稳步推荐试点，且定位为等同于现金，可能会对现有第三方支付的竞争格局、收单模式产生影响。

**外卖：骑手保障和抽成比例风险。**2021年7月，人社部、最高院等8部门发布《关于维护新就业形态劳动者劳动保障权益的指导意见》，提出明确劳动者权益保障责任、补齐劳动者权益保障短板等多项指导意见。2022年2月18日，国家发改委等14部门发布《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》，提出引导外卖等互联网平台企业进一步下调餐饮业商户服务费标准，降低相关餐饮企业经营成本。外卖平台可能面临抽成比例行政指导化的风险。

**直播：大额打赏被限制的风险。**2022年4月15日，中央网信办、国家税务总局、国家市场监督管理总局发布《关于开展“清朗整治网络直播、短视频领域乱象”专项行动的通知》，开展为期两个月的专项行动。2022年5月7日，中央文明办、文化和旅游部、国家广播电视总局和国家互联网信息办公室联合发布《关于规范网络直播打赏 加强未成年人保护的意见》，明确禁止未成年人参与直播打赏，严控未成年人从事主播，并规范榜单等重点功能应用。其中，对PK连麦、礼物特效及榜单等功能的限制，可能会引发大额打赏的减少。

## 短视频行业竞争格局恶化的风险

微信视频号自2020年推出以来，活跃用户数和用户时长持续增长，我们判断，微信视频号已经成为短视频行业面临的重大变量。视频号所独具的社交关系链，让内容消费者、内容创作者顺利完成了冷启动的阶段。此外，B站、小红书等新兴内容社区也开始布局短视频。由于短视频行业不具备绝对垄断性，短视频用户的时长是排他的，新的短视频平台发展壮大，可能会对现有平台的成长产生不利影响。

## 疫情反复的风险

疫情对广告、外卖、电商、支付等行业均有消极影响，其中：疫情会影响宏观经济，从而迫使广告主缩减投放预算，造成广告大盘的收缩；同时，疫情会对物流、配送造成不便，从而导致电商和外卖在履约端受到不利影响；此外，疫情还会影响线下消费，包括堂食和购物，从而造成到店餐饮、线下支付的规模萎缩。倘若后续疫情反复，或者疫情后宏观经济的恢复速度缓慢，则会对不同行业产生不同程度的风险。

## 游戏公司新产品不能如期上线或者表现不佳的风险

游戏公司的业绩很大程度上受到新游戏上线节奏的影响。倘若新产品（尤其是头部产品）推迟上线，则会导致业绩无法如期释放；倘若新产品由于发行或运营的各种原因表现不佳，也会对业绩产生不利影响，从而带来风险。

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032