疫情波动带来高波动性，行业成长趋势可持续

——传媒互联网行业 2023 年度投资策略

核心观点

- 22 年以来，行业在政策层面边际转向平和，海外的宏观事件叠加国内疫情管控的波动，导致公司面临较高的经营不确定性，股价波动性显著提升。进入 11 月，二十大报告明确行业发展方向，互联网赋能实体经济依然具有长期成长性。近期，中央经济工作会议顺利召开，提到“要大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中大显身手”**我们预期进入 23 年，从行业周期同步性和弹性角度，互联网多平台均有望逐步迎来拐点。**
- **广告依然是互联网的核心基本盘，多轮顺逆周期，同步性强弹性可验证。**22 年疫情零星反复，流量增长相比 21 年相对加速。互联网广告行业增长受到消费需求疲软、降本增效缩减预算等因素的影响：**外循环广告收入呈现负增长，内循环广告受益于内容电商的市场份额增长保持健康增长。**23 年随着宏观经济复苏，预期消费需求逐渐回暖，商户和广告主有望逐步增加预算，各类广告形式中短视频广告有望新增预算维持更高份额，复苏速度更快。
- **服务型交易平台（本地生活/线上招聘）融合“新十条”实施，周期同步性更强。**22 年虽然受疫情管控影响（商品供给端、配送端、线下消费端受到影响），但线上业态具有韧性，优于线下同类型业态增长。防控“新十条”实施后，线下活动有望增加，商家供给、骑手配送等供给制约因素减弱。此外，招聘行业来看，中小企业经营确定性提升，招聘需求有望同步复苏。对比海外，我们发现**招聘行业弹性高于线下服务业与广告业。**
- **提振消费下，商品型交易平台线上化率预计持续上行，但格局仍未稳定。**22 年疫情导致的消费疲弱及物流受阻压制行业整体增长，大多电商平台出现 Q2 起多季度持续受冲击（仅 Q3 稍有放松），但整体线上化率仍提升。展望 23 年，防疫政策优化、后续物流端负面影响因素将逐步消除，政策朝着内需和消费倾斜，消费场景终将恢复、消费意愿终将抬升。**竞争格局上，**差异化依然是核心竞争力，居民收入压制下拼多多体现差异化价值，内容电商业务增长较快，综合类电商依然承压。
- **游戏板块疫情放松下，居家时长是 23 年关键变量。**22 年行业受到供给和需求双重压制：供给侧，版号暂停及批次减少带来新游戏供给量下滑；需求端，未成年人保护法实施影响未成年人时长。从海外经验来说，疫情阶段性应对措施，带来居家及用户时长上升，游戏业态整体受益。
- **22 年降本增效效果显著，23 年收入复苏下利润弹性更大。我们预计各平台仍会严控新业务投入。**22 年互联网大多公司在主业降本增效+新业务大幅减亏双条件下，整体利润池保持较高位（并未受收入 TOPline 下滑影响）。**我们认为 23 年各公司将继续保持对主业优化、对新业务投入的审慎态度，进一步体现在利润弹性上。**

投资建议与投资标的

- **经济稳增长预计将成为 23 年的主线，结合行业周期，业务弹性与估值水平，排序如下：**拼多多(PDD.O，买入)、BOSS 直聘(BZ.O，买入)、腾讯控股(00700，买入)、快手-W(01024，买入)、 京东集团-SW(09618，买入)、美团-W(03690，买入)、阿里巴巴-SW(09988，买入)等。
- **此外，1）单位流量价值均值回归角度，**哔哩哔哩-W(09626，买入)、芒果超媒(300413，增持)、分众传媒(002027，买入)；**2）游戏板块关注海外业务储备更多，产品精品化、游戏生命周期更长的标的：**网易-S(09999，买入)、三七互娱(002555，未评级)、完美世界(002624，买入)、吉比特(603444，未评级)。

风险提示

- 国际局势、疫情及宏观经济、政策、竞争格局、假设变动影响测算等风险

行业评级	看好（维持）
国家/地区	中国
行业	传媒行业
报告发布日期	2022 年 12 月 22 日



证券分析师

项雯倩 021-63325888*6128
xiangwenqian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020003
香港证监会牌照：BQP120

李雨琪 021-63325888-3023
liyuqi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520050001
香港证监会牌照：BQP135

吴丛露 wuconglu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520020003
香港证监会牌照：BQJ931

詹博 021-63325888*3209
zhanbo@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860521110001

崔凡平 021-63325888*6065
cuifanping@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860521050003

相关报告

虚拟现实产业指导方针落地，硬件内容协同发展：——《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划》点评 2022-11-02
TikTok 的十亿用户之路：——海外短视频系列报告之一 2022-09-30
蓝领求职市场如何拆解？空间与格局：——蓝领招聘行业深度报告 2022-09-28

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目录

前言：股价复盘：周期底部明确，静待基本面复苏 6
外部不确定性拉升股价波动率，行业持续受到冲击 6
十月中旬二次探底反弹显著，南下资金放眼长期 7
1. 互联网流量回顾：发展阶段和疫情环境，带来行业差异化表现 8
1.1 流量大盘：22 年流量小幅加速提升 8
1.2 各细分领域：短视频市占率仍在提升，生活服务加速数字化 11
1.2.1 短视频行业：场景持续拓展，流量增长高于行业 11
1.2.2 电商行业：用户渗透率达到高点，履约效率决定后续线上渗透率 12
1.2.3 生活服务行业：疫情催化持续，供需持续正反馈 13
1.3 海外经验，各业务板块复苏较为同步，但弹性有差异 13
2. 细分行业：外部环境持续改善，内部降本增效蓄力增长 14
2.1 UGC：短视频流量维持健康增长，电商是商业化重点 14
2.2 中视频：B 站加强成本管控，23 年亏损有望大幅收窄 17
2.3 商品交易型平台：持续降本增效，疫情扰动下持续复苏 18
2.4 服务交易型平台：22 年收入受疫情影响，预计 23 年逐步恢复，降本增效显现利润弹性 22
2.5 游戏：版号重启强化信心，新游、长线产品同时发力 29
2.5.1 政策：版号重启激活行业，虚拟现实有望带动产业发展 29
2.5.2 22Q3 手游收入同减 24.93%，未保法及疫情双向施加影响 30
2.5.3 22Q3 端游国内收入同增 3.2%，海外大作拉动增长 32
2.6 长视频：明确核心用户，挖掘核心价值 33
2.6.1 政策：鼓励优质内容文化输出，加强从业人员规范 34
2.6.2 用户接近天花板，提价成为行业共同选择 34
2.6.3 广告有所承压，芒果逆势增长 35
3. 互联网平台发展方向：赋能实体经济，良好网络生态，持续健康发展 36
4. 投资建议 38
风险提示 38

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附录 40

图表目录

图 1：互联网行业股票指数复盘（截止 11 月 15 日） 6
图 2：部分公司股价涨跌幅的波动率（截止 12 月 19 日） 7
图 3：中国移动互联网月活用户数（百万）及增速 9
图 4：中国网民每周上网时长（小时） 9
图 5：各行业的月活用户在移动互联网月活中的渗透率（%） 10
图 6：移动网民 APP 每日使用时长占比（%） 10
图 7：微信时长占互联网总时长比例（%） 10
图 8：3Q22 抖音和快手的月活（mn）和人均单日时长（min） 11
图 9： 移动购物行业的月活用户数（百万） 12
图 10：网上零售额占社零比例（%） 12
图 11： 生活服务行业的月活用户数（百万） 13
图 12：22M9 移动互联网一级行业用户增长 Top 10 13
图 13：美团外卖商家版和饿了么商家版的月活用户 13
图 14：美国部分行业与头部公司收入增速对比 14
图 15：抖音及抖音极速版的 DAU（mn） 15
图 16：抖音和抖音极速版的总时长同比增速 15
图 17：快手平均 DAU（mn）及增速（%） 15
图 18：快手总时长的同比增速 15
图 19：快手的销售费用（mn）及同比增速（%） 15
图 20：快手的员工成本及费率（%） 16
图 21：快手经调整净利润（mn）及利润率（%） 16
图 22：月活用户数量持续增长 17
图 23：BILIBILI 月视频投稿量 17
图 24：B 站成本费用率 17
图 25：《三体》动画版 12 月 10 日上线 18
图 26：阿里巴巴、拼多多、京东 GMV（十亿元） 18
图 27：阿里巴巴、拼多多、京东 GMV 同比增速 18
图 28：阿里巴巴、拼多多、京东用户规模（百万） 19

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 29：阿里巴巴、拼多多、京东用户规模 qoq 增长值（百万）.....19
图 30：阿里巴巴、拼多多、京东 ARPU（元）.....20
图 31：阿里巴巴、拼多多、京东 ARPU yoy.....20
图 32：阿里巴巴、拼多多、京东货币化率.....21
图 33：阿里巴巴、拼多多、京东 non-GAAP 销售费用率.....21
图 34：阿里本地生活、国际商业经调整 EBITA（百万元）.....22
图 35：京东新业务分部运营利润（百万元）.....22
图 36：美团年化交易用户数（百万）及增速（%）.....24
图 37：美团每交易用户年平均交易笔数及增速（%）.....24
图 38：美团年化活跃商家数（百万）及增速（%）.....24
图 39：饿了么 mau(万人).....24
图 40：饿了么 dau(万人).....24
图 41：美团营业收入及增速（百万元）.....25
图 42：美团外卖经营利润及经营利润率（含测算）.....26
图 43：美团到店经营利润及经营利润率（含测算）.....26
图 44：美团核心本地商业经营利润及利润率（22Q2 调整新口径，财报披露）.....26
图 45：阿里本地生活板块收入（百万元）.....27
图 46：阿里本地生活板块经调整 EBITA（百万元）.....27
图 47：美团三费费率（%）.....27
图 48：美团新业务经营利润及经营利润率（老口径）.....27
图 49：美团新业务经营利润及经营利润率（新口径）.....27
图 50：美团 Non-gaap 净利润（百万）及 Non-gaap 净利润率.....28
图 51：国内单季度游戏市场总收入（亿）.....29
图 52：国内单月游戏市场总收入（亿）.....29
图 53：月度版号发布数量（个）.....30
图 54：国内单季度手游市场收入（亿）.....30
图 55：国内单月手游市场收入（亿）.....30
图 56：头部游戏 DAU 变化（万）.....31
图 57：头部游戏总时长变化（亿小时）.....31
图 58：游戏公司出海排名变化.....31
图 59：头部游戏公司市占率变化.....31
图 60：国内端游市场收入（亿）.....32
图 61：网易端游《永劫无间》上线后玩家数量变化.....32
图 62：优爱腾芒 MAU（万）变化趋势.....34
图 63：优爱腾芒人均单日使用时长（分钟）变化趋势.....34
图 64：爱奇艺 ARPPU（元）变化.....35
图 65：优爱腾芒综艺广告品牌总数（个）.....35
图 66：优爱腾芒广告总时长（秒）.....35

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 67：优爱腾芒各平台品牌广告数目变化（个）.....36
图 68：优爱腾芒各平台品牌广告总时长变化（秒）.....36
图 69：2020 年以来反垄断进程.....37

表 1：主要互联网公司股价波动分析（截止 12 月 18 日）.....8
表 2：沪港通持股变化（%，截止 10 月 31 日）.....8
表 3：互联网平台商业领域相关法规和指导意见相继落地.....20
表 4：Q3 移动游戏流水测算榜 TOP10.....31
表 5：头部游戏公司端游 pipeline.....33
表 6：中央政治局会议中有关互联网和平台经济的表述.....38
表 7：互联网行业公司估值表.....40

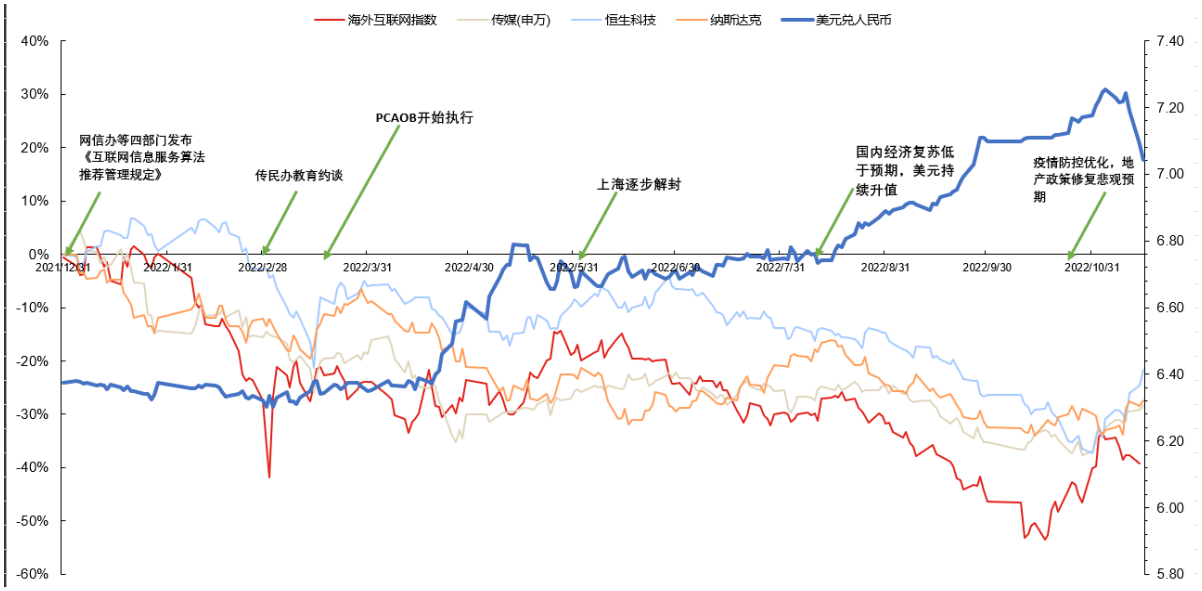
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

前言：股价复盘：周期底部明确，静待基本面复苏

外部不确定性拉升股价波动率，行业持续受到冲击

受宏观经济和美元指数扰动，传媒互联网板块在 22 年整体下滑。自 2022 年 1 月 1 日以来，截止 11 月 15 日传媒指数整体下降 29%，海外互联网指数下滑 37%。反映宏观复苏缓慢，总结来看 22 年上半年事件性驱动占比更高，22 年下半年宏观经济和全球资本市场环境对互联网行业影响更大。**从趋势来看，行业指数在 10 月末迎来反弹，反映疫情管控优化后带来宏观经济的修复。**

图 1：互联网行业股票指数复盘（截止 11 月 15 日）



数据来源：wind、东方证券研究所，注：海外互联网指数采用非 A 股上市主要 48 家公司市值进行加总计算

宏观疫情的波动依然对行业发展带来较大的不确定性：

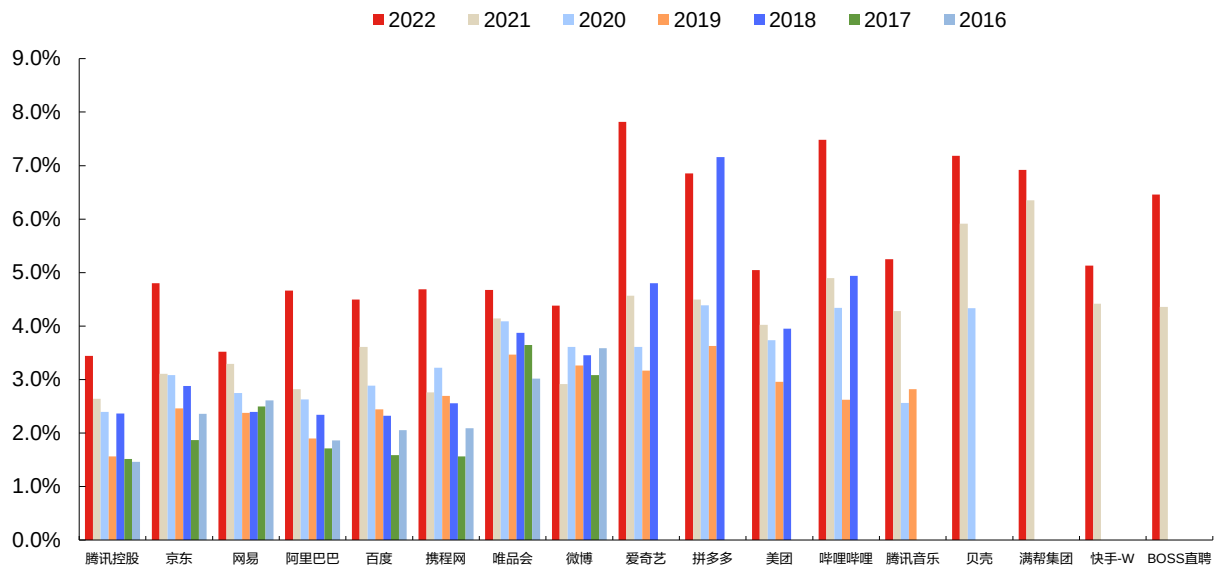
- **22 上半年：**22Q1 起全国各地陆续出现疫情反复，主要集中在深圳、广州、北京、上海等一线城市。3-4 月全国每日新增确诊人数增加、达到全年峰值，多地实施了“最严”封控防疫措施，大范围停工、停产。深圳、广州新增确诊人数于 3、4 月达到峰值，两地分别开始实施居家停止非必要流动等强管控；3 月下旬上海疫情全面反弹， 4-5 月持续影响，并采取居家隔离，减少流动，暂停堂食，外卖不进楼（放置小区门口）等措施；4 月底北京新一轮疫情，开始加强管控，五一假期全市餐饮停止堂食，娱乐场所、互联网上网服务场所、室内体育场所暂停经营，管控措施在假期后持续。
- **22 下半年：**22Q3 下半季度起全国疫情散点式反弹，在全国范围内造成持续影响。8 月海南、西藏、四川等地疫情严重，每日新增确诊人数达到全年峰值；9 月、10 月，新疆、山西等地疫情反弹；10 月末至 11 月初，新一轮疫情在广东、北京、河南、重庆等地陆续蔓延，其中，北京、广州疫情最为严重，达到第二波峰值。北京进返京政策相对严格，同时严格落实常态化疫情防控措施；广州多区加强管控，采取全区范围内暂停堂食、密闭半密闭场所暂停营业、居家办公、非必要不外出等措施。而随着疫情形势变化，12 月 7 日国务院联防联控机制发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》（“新十条”），要求更加精准的划分风险区域，优化调整隔离方式，“快封快解”等，最大限度减少疫情对经济社会发展的影

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

响，随后我国交通部门，文旅部门及各城市发布跟进措施，公共交通、跨城流动和部分楼宇不再查验核酸，同时推进复工复产，高效统筹疫情防控和经济社会发展。

宏观环境不确定性提升，股价涨跌幅波动率提升。正如二十大报告中提到的“应对严峻复杂的国际形势和接踵而至的巨大风险挑战”，进入 22 年中概股审计、俄乌冲突、美国加息、疫情反复等多重因素， 宏观到国民经济，中观到产业发展都产生了深远影响。从互联网公司的股价也可以看到，22 年以来单日股价的振幅的波动率显著提升，以上市时间较早的腾讯为例，16-19 年平均来看波动率仅为 1.7%，而 20/21/22 三年波动率分别为 2.4%/2.6%/3.4%。

图 2：部分公司股价涨跌幅的波动率（截止 12 月 19 日）



数据来源：wind、东方证券研究所（股价当日涨跌幅的标准差）

十月中旬二次探底反弹显著，南下资金放眼长期

二次探底后，行业在 11 月初开始反弹。具体到公司层面，行业大多数公司在 10 月末经历了二次探底，其中腾讯、BOSS 直聘、快手、京东、阿里等跌幅超过 3 月中旬的 PCAOB 审计事件性冲击。进入 11 月，整体股价已经显著反弹，但仍然低于 22 年下半年的高点，反映投资者对国内经济复苏预期企稳，同时也隐含着投资者对后续疫情波动的复苏持续性的担忧。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 1：主要互联网公司股价波动分析（截止 12 月 18 日）

		22 年 6-10 月股价最低点	22 年 6-10 月股价高点	当前股价	当前股价 与 10 月股价低点差距	当前股价 与 6-10 月股价高点差距
沪港通	腾讯	201	396	317	-37%	25%
	美团	121	208.2	176	-31%	18%
	快手	32	90	70	-54%	29%
电商	拼多多	44	72	87	-49%	-17%
	阿里巴巴	63	122	87	-27%	41%
	京东	37	66	57	-35%	17%
	唯品会	7	12	13	-48%	-13%
游戏&广告	网易	55	106	71	-22%	49%
	哔哩哔哩	9	30	23	-61%	29%
	百度	76.6	155	113	-32%	38%
产业互联网	微博	11	25	18	-39%	40%
	贝壳	10	19	14	-32%	30%
	满帮	5	9	9	-45%	9%
娱乐内容	BOSS	11	28	19	-44%	47%
	爱奇艺	2	5	4	-46%	34%
	腾讯音乐	4	5	8	-54%	-32%
旅游	携程	20	29	35	-42%	-17%

数据来源：wind、东方证券研究所（结合股价前复权数据计算股价区间的最高点和最低点，差距计算为对应 高点或低点/当前股价-1 ）

下半年宏观经济修复缓慢，南下持仓较为稳健，注重长期价值。可以看到 22 年上半年随着主要监管政策的持续落地，南下资金在核心互联网标的中持仓比例迎来拐点，其中快手、美团、心动南下资金持仓比例提升最为显著，分别较年初持仓比例提升 6.43%、4.84%和 2.48%。下半年持仓整体变动不大，微盟、腾讯、明源云持仓比例上升较大。

表 2：沪港通持股变化（%，截止 10 月 31 日）

	2021/6/30	2021/12/31	2022/1/28	2022/2/28	2022/3/31	2022/4/29	2022/5/31	2022/6/10	2022/10/31	22H1 变化	22H2 变化
腾讯控股	6.7	6.3	6.5	6.3	6.9	6.9	7.1	7.0	8.6	0.69	1.59
美团-W	7.6	6.4	7.4	7.7	9.0	10.1	11.3	11.3	10.7	4.84	-0.53
快手-W	0.0	5.3	7.2	8.0	9.2	9.5	9.9	11.8	11.2	6.43	-0.62
京东健康	0.5	1.0	1.1	1.2	1.5	1.6	1.7	1.8	2.3	0.85	0.41
阿里健康	1.7	2.4	2.7	3.1	3.6	3.7	4.0	4.7	5.3	2.24	0.63
阅文集团	9.5	8.2	8.5	8.8	10.4	10.2	10.2	10.3	11.0	2.09	0.71
同程旅行	5.9	4.4	4.7	4.9	4.3	3.9	3.6	3.8	3.8	-0.59	0.00
平安好医生	7.4	10.1	11.0	11.3	11.3	11.0	10.8	11.0	11.6	0.95	0.51
明源云	2.3	2.7	3.1	3.4	3.6	3.5	3.6	4.8	6.4	2.09	1.58
中教控股	6.3	6.5	6.6	6.0	5.3	5.2	4.9	6.4	7.6	-0.10	1.19
微盟集团	20.9	10.3	11.5	12.1	12.5	12.3	12.1	12.6	17.7	2.34	5.04
心动公司	18.0	18.3	18.5	18.5	21.3	22.2	22.5	20.8	20.1	2.48	-0.69

数据来源：wind、东方证券研究所

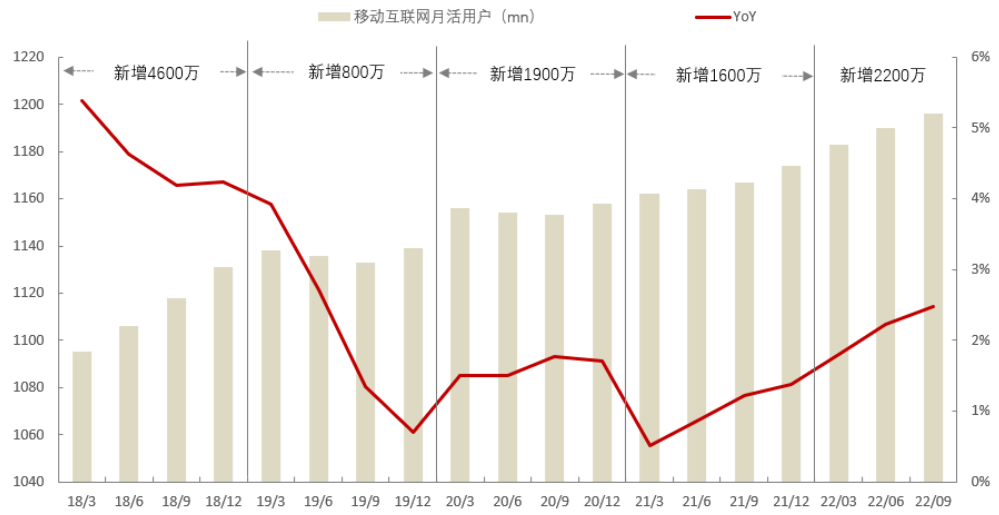
1. 互联网流量回顾：发展阶段和疫情环境，带来行业差异化表现

1.1 流量大盘：22 年流量小幅加速提升

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

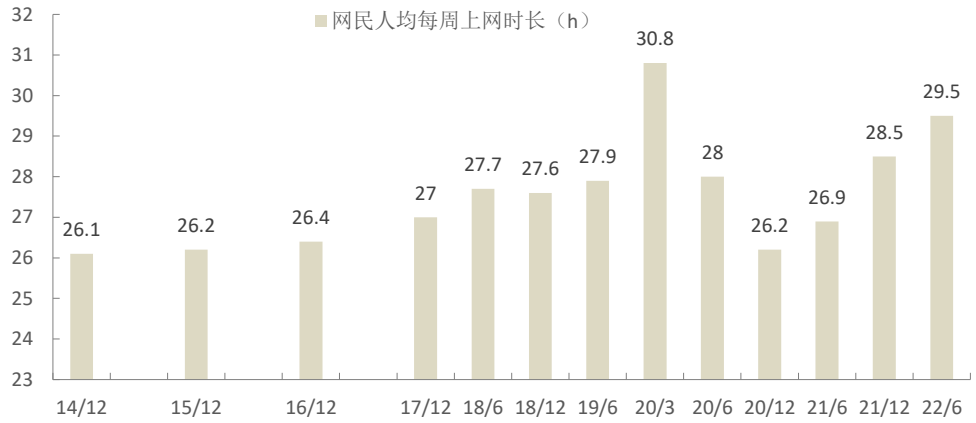
疫情零星反复，流量增长相比 21 年相对加速。用户数的角度，根据 QuestMobile 的数据，2018 年之后中国移动互联网月活用户的增速开始放缓： 2019 年的增量下降至 800 万， 20 年开始月活增量有所回升，至 21 年底至 11.74 亿；虽用户数已至高位，但 22 年的前 3 个季度新增的用户数达 2200 万（超过 20、21 全年增量）。**人均时长方面**，根据 CNNIC 的数据，疫情前，用户的每周上网时长维持在 27~28 小时，疫情初期（20 年 3 月份）达到了 30.8 小时，20 年底~21 年上半年时长回落至疫情前水平，而 22 年上半年人均时长增长提速，**至 22/06 达到 29.5 小时（同比增加 2.6 小时/周）**。

图 3：中国移动互联网月活用户数（百万）及增速



数据来源：QuestMobile，东方证券研究所

图 4：中国网民每周上网时长（小时）



数据来源：CNNIC，东方证券研究所

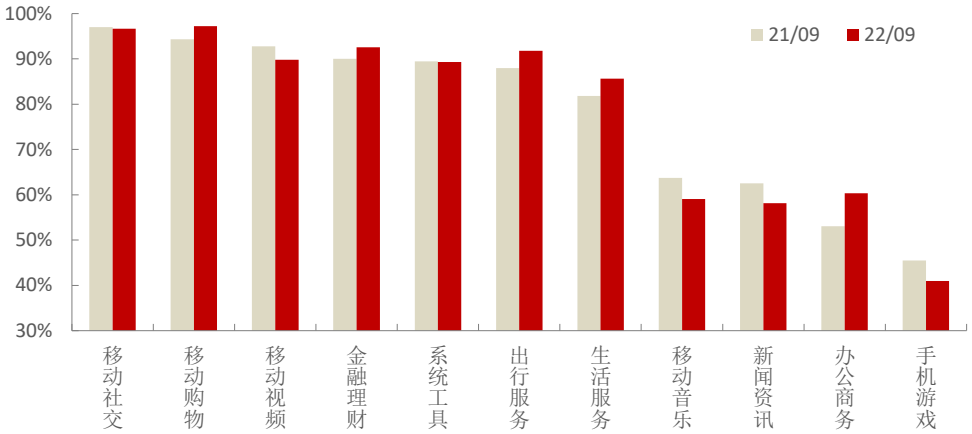
分行业看：

1）用户数角度：商品/服务消费线上化率持续提升。从渗透率上来看，社交、购物、娱乐、办公、服务等多个行业的用户渗透率（=该行业月活/全网移动月活）均接近甚至超过 90%；而从增量角度，22/09 月活同比增量最大的行业主要有：**移动购物、生活服务、出行服务、办公商务**等，和 2022 年各地由于疫情反复导致的线上购物、办公等需求增加有关。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

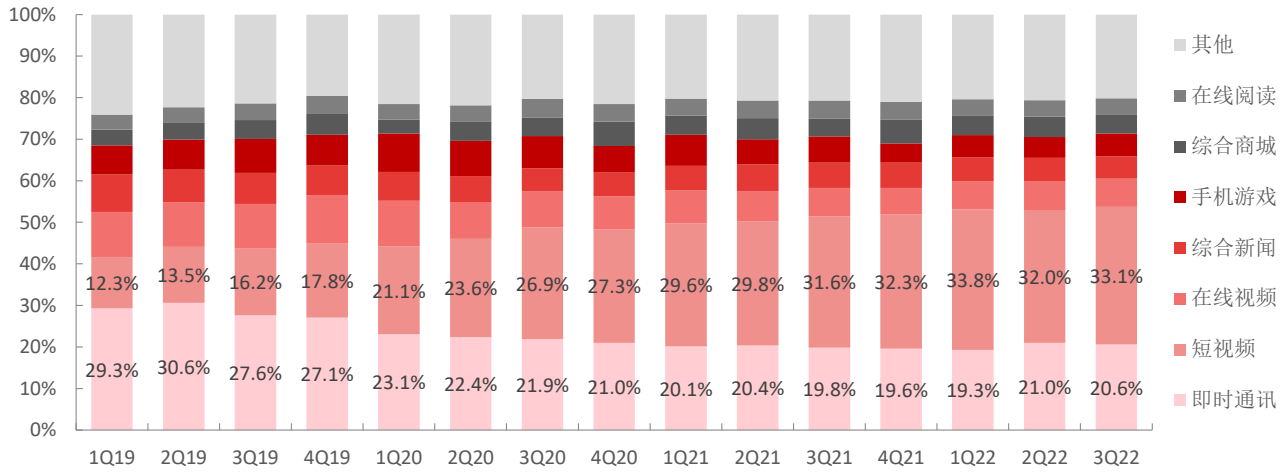
2）时长角度：短视频的时长占比仍然在提升。根据极光大数据，截至 3Q22，**短视频**行业的时长占比达到 33.1%（同比提升 1.5pp）；**综合商城**的时长占比小幅提升 0.3pp；**即时通讯**的时长占比经历了多个季度的持续下滑，今年开始企稳回升，我们认为和**微信视频号**的用户数及时长增长有关（如下图所示，微信的时长占比也开始止跌回升，由 21/09 的 20.6%提升至 22/09 的 21.4%），本质仍然是短视频的时长占比在提升；除了上述三个细分行业，其他主要行业的时长占比都在下滑，例如游戏时长占比同比下滑 0.8pp，阅读时长同比下滑 0.4pp。

图 5：各行业的月活用户在移动互联网月活中的渗透率（%）



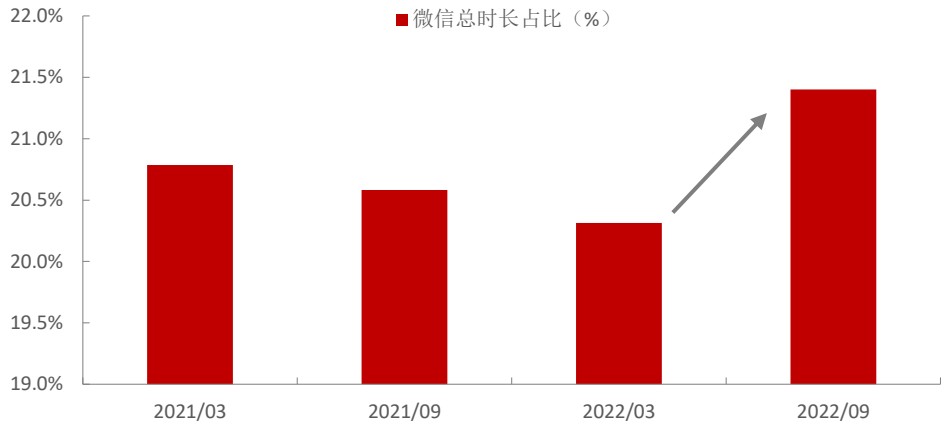
数据来源：QuestMobile，东方证券研究所

图 6：移动网民 APP 每日使用时长占比（%）



数据来源：极光大数据，东方证券研究所

图 7：微信时长占互联网总时长比例（%）



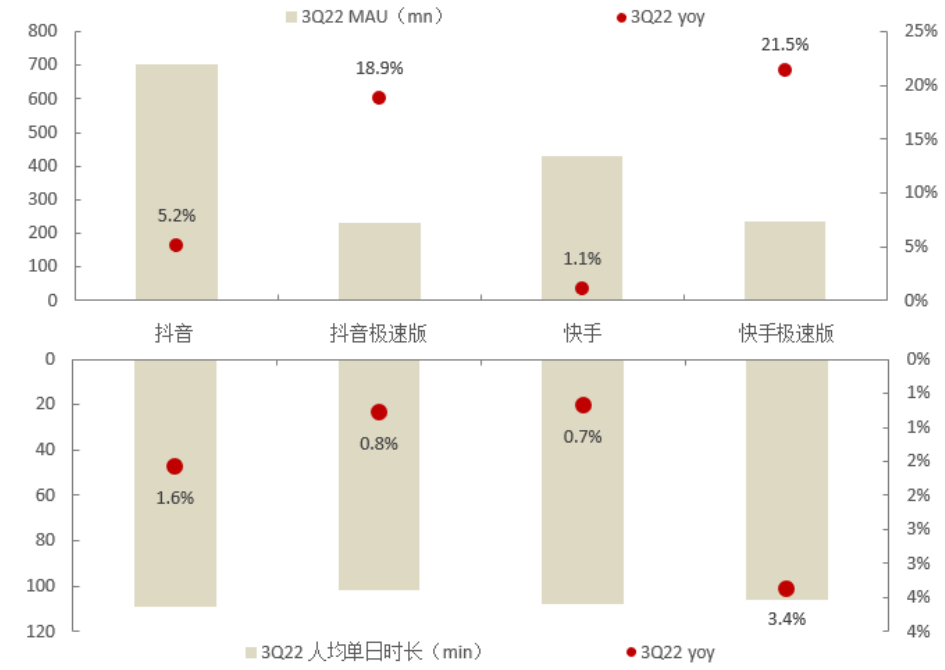
数据来源：QuestMobile，东方证券研究所

1.2 各细分领域：短视频市占率仍在提升，生活服务加速数字化

1.2.1 短视频行业：场景持续拓展，流量增长高于行业

短视频的流量仍旧保持增长（虽然增速有所放缓）。以抖音、快手系列产品为代表的短视频的用户数和人均消费时长仍然维持增长，根据 QuestMobile 的数据，抖音和快手的主版产品的月活用户至 3Q22 仍然维持个位数增长，而极速版产品实现两位数增长；人均单日时长仍然维持同比正增长。

图 8：3Q22 抖音和快手的月活（mn）和人均单日时长（min）



数据来源：Questmobile, 东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

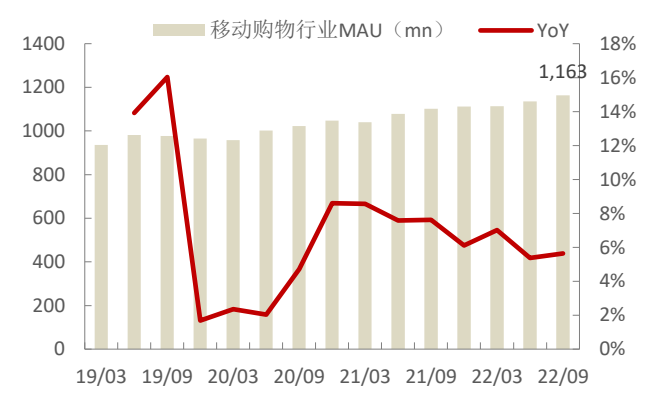
短视频应用场景持续丰富，海外市场成为新增长极。

- **电商领域：**2022 年抖音、快手的电商的交易规模仍然维持高速增长：根据《晚点 Latepost》的报道，**抖音** 2022 年的电商 GMV 有望达到 1.5 万亿，相比 2021 年的 8500 亿元同比增速达 70%以上；而**快手** 2022 年的电商 GMV 目标为 9000 亿元，相比 2021 年实现的 6800 亿元同比增长 32%。同时，**微信视频号**在用户数和时长提升的背景下，也在积极布局电商业务，2022 年首次参与双十一，推出“双 11 购物狂欢节”。
- **本地生活领域：**抖音、快手近两年来布局本地生活业务，通过短视频/直播信息流内容为本地的餐饮、生活服务等业态提供种草、引流、成交等服务。根据**抖音**官方数据，2022 年抖音生活服务 GMV 增长 30 余倍，动销商户数增长 22 倍。根据《晚点 Latepost》报道，2022 年抖音生活服务预计实现 GMV 达 500 亿，目标在 2024 年实现 2500 亿元交易额。而**快手**也在今年成立了本地生活业务的一级部门，部门进行了人员扩张，并在大力拓展商家资源。
- **海外市场方面，加速商业化：****抖音方面**，TikTok 的流量仍然在快速增长过程中，根据媒体报道 TikTok 全球的日活用户在 22 年 10 月份突破 10 亿，商业化将是 TikTok 下一步的业务重点：预计 TikTok 2022 年的广告收入达 100 亿美元（相比 2021 年的 40 亿美元同比增长 150%）；电商方面，TikTok Shop 近期开放了美国站的入驻申请，截至目前 TikTok 的闭环电商业务（TikTok Shop）已在英国、美国、东南亚地区上线。**快手方面**，商业化也是国际化业务下一阶段的发展重心，根据《晚点 Latepost》报道，快手将把巴西作为商业化标杆市场，定下底完成单月打平的目标。

1.2.2 电商行业：用户渗透率达到高点，履约效率决定后续线上渗透率

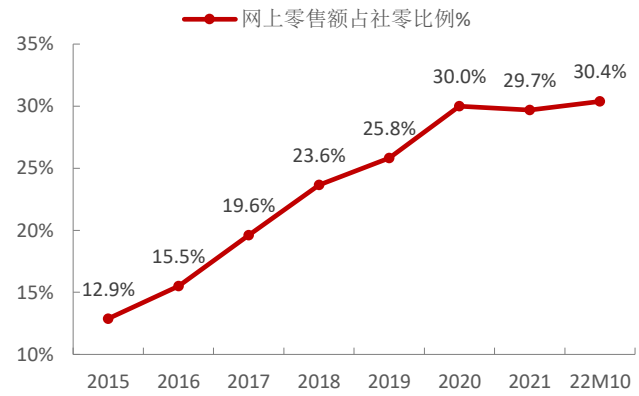
电商用户渗透率已达较高水平，线上零售额经过疫情加速后回归稳定增长。2020 年开始，疫情叠加电商平台在下沉市场较为激进的获客策略，电商用户迎来了一波小的增长高峰，根据 QuestMobile 数据，移动购物行业至 22/09 的月活跃用户数达 11.63 亿，占整体移动互联网用户的比例已达 97%以上，已接近天花板。而从零售额的角度，网上零售额占社零的比例在 2021 年有小幅回落，2022 年前 10 个月该比例恢复到 30%以上。后续电商渗透率的提升，除了要依靠在信息匹配环节的优势之外，线下履约的效率的提升和相应用户体验的改善也逐渐成为关键要素，各头部电商平台也均加强了相关能力的建设，但线下履约效率提升的难度较大（相较于提升纯线上的信息匹配能力），因此后续商品交易额线上化率的提升速度相较前几年或将有所放缓。

图 9： 移动购物行业的月活用户数（百万）



数据来源：QuestMobile，东方证券研究所

图 10：网上零售额占社零比例（%）



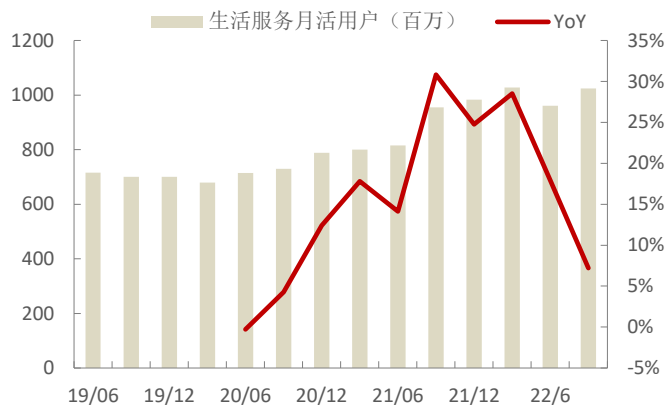
数据来源：统计局，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

1.2.3 生活服务行业：疫情催化持续，供需持续正反馈

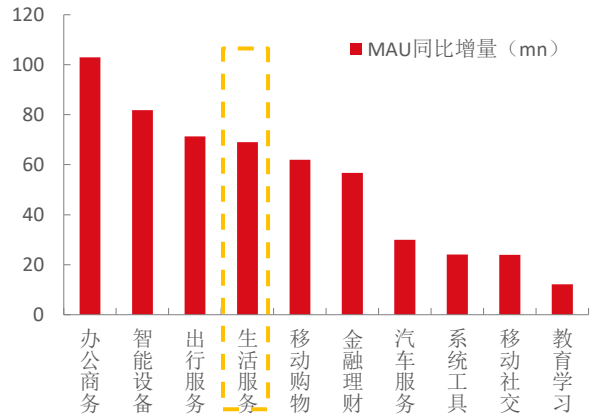
疫情催化下生活服务行业加速线上化，用户（需求）和商户（供给）均快速增长。20 年疫情发生之后，生活服务行业的线上渗透率快速提升，无论是在用户端还是商户端。一方面，疫情期间用户培养起了线上消费的习惯，生活服务类线上平台、电商平台的月活用户加速增长（需求端），根据 QM 数据，生活服务行业是 22/09 月活用户同比增长最多的几大行业之一；另一方面线下的本地商户经过疫情的冲击，也意识到数字化的重要性，入驻线上平台的商户数显著增加（供给端）：22/09 美团和饿了么的商家版 APP 月活比 20/03 分别增加了 82%/86%。需求和供给均向线上转移，使 C 端用户的服务、商业交易加速向线上平台转移。

图 11：生活服务行业的月活用户数（百万）



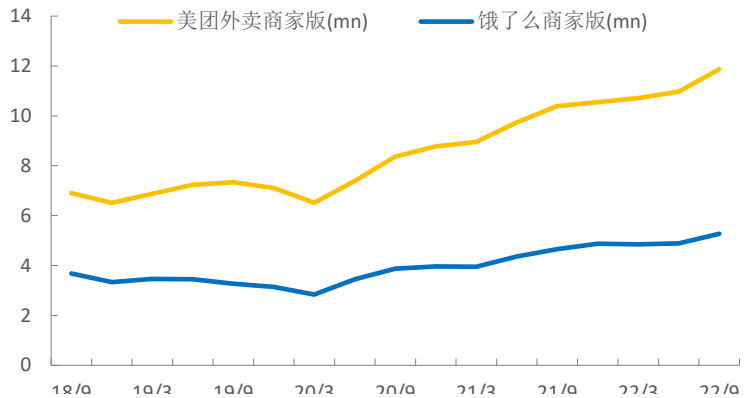
数据来源：QuestMobile，东方证券研究所

图 12：22M9 移动互联网一级行业用户增长 Top 10



数据来源：QuestMobile，东方证券研究所

图 13：美团外卖商家版和饿了么商家版的月活用户



数据来源：QuestMobile，东方证券研究所

1.3 海外经验，各业务板块复苏较为同步，但弹性有差异

对标海外数据，行业在疫情管控放松后弹性有所差异。美国在 20Q2-21Q1 整体管控较为严格，从周期性来看，线上零售与服务业（含广告）周期性的状态存在差异。

- **线上零售业务：**美国线上零售渗透率增长相对缓慢，但为长期趋势，疫情前线上增速高于线下及 GDP 增速。20Q1 疫情影响开始扩大后，GDP 及线下零售受到显著冲击，但是对应线

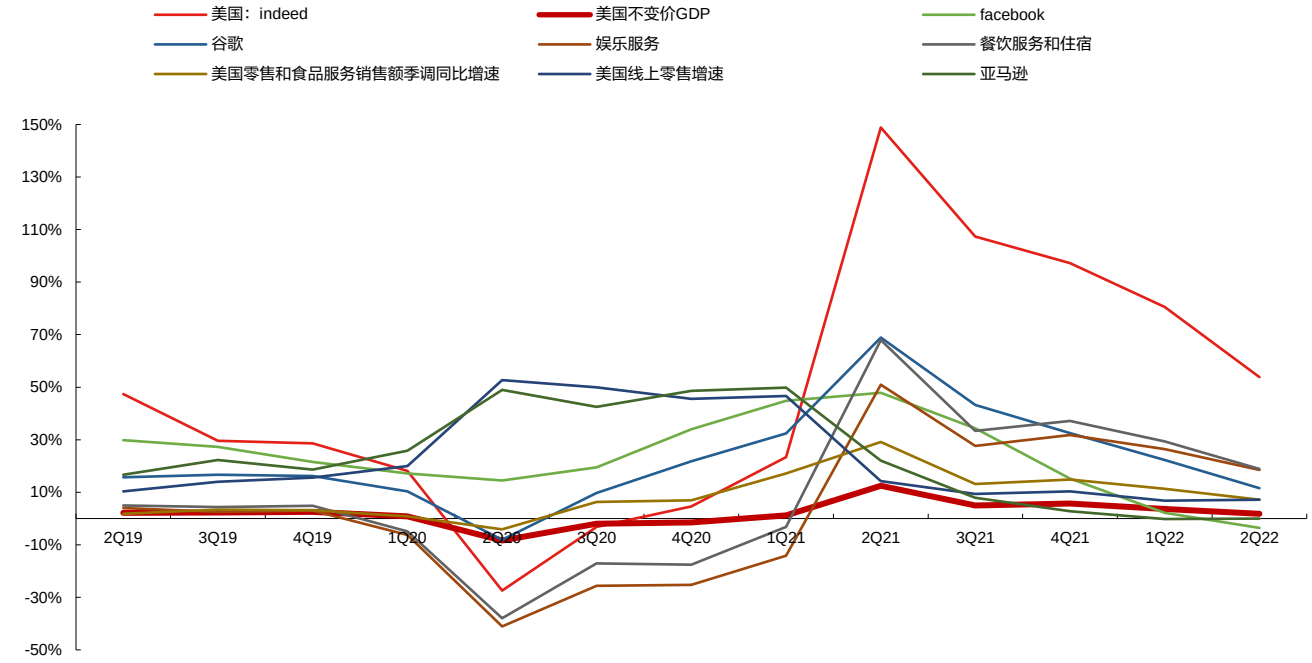
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

上零售呈现快速增长，且维持接近 4 个季度。21Q2 起随着 GDP 开始复苏，线上增速迅速下滑。

- **服务业（含广告）：**都呈现了较为显著的周期弹性，21Q2 各个板块同步复苏，从弹性来看招聘行业>餐饮娱乐>广告行业，反映与线下活动相关的行业复苏弹性更为显著。

考虑国内情况，疫情管控放松下，服务业相关板块尤其是与线下活动更为相关的业务复苏弹性将更为显著。与国外不同的是，国内电商业务前期受物流影响供给被压制，所以国内业务反弹预计强于海外线上零售，但考虑线下活动的复苏，复苏弹性一定程度上也会被抑制。

图 14：美国部分行业与头部公司收入增速对比



数据来源：wind、东方证券研究所

总结：经过疫情后的加速增长阶段，近期互联网的用户数量和时长都逐渐进入平稳增长阶段，在流量红利逐渐见顶的情况下，**各行业的公司开始追求高质量的增长**。细分领域来看，**短视频平台**和**生活服务**在流量端的增长趋势最为明显。**若考虑新十条政策的催化**，各个板块业务的复苏进程和弹性预计有所差异，我们预计招聘行业>餐饮娱乐>广告行业>电商，其中与线下活动更为紧密相关的板块周期弹性更大。

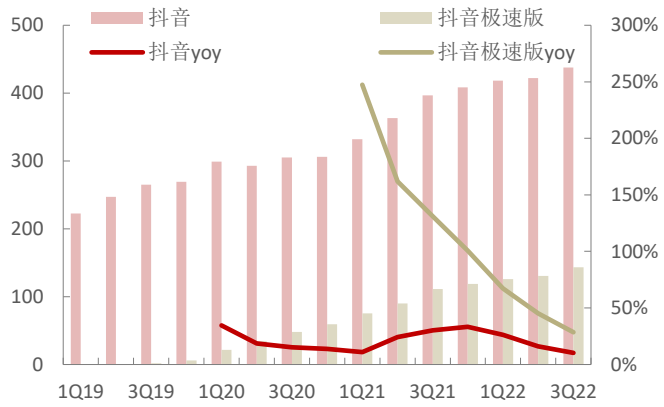
2. 细分行业：外部环境持续改善，内部降本增效蓄力增长

2.1 UGC：短视频流量维持健康增长，电商是商业化重点

流量侧：

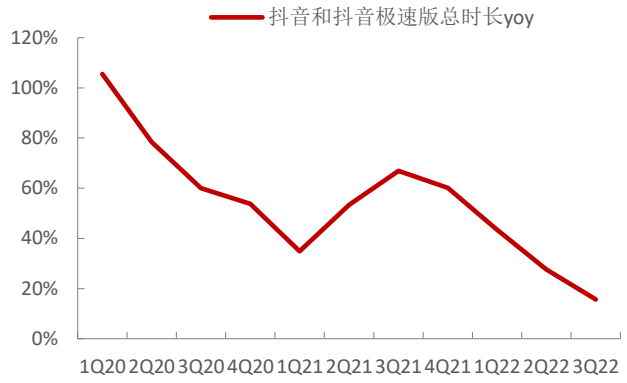
短视频流量在高基数的背景下，仍保持稳健增长。由于短视频的用户渗透率已经较高，尤其是经历了 2020 年的高增长之后，近期用户增速趋于平稳：根据 QM 数据计算，3Q22 抖音和抖音极速版的 DAU 分别为 4.4 亿（yoy+10%）/1.4 亿（yoy+29%）；根据公司公告，快手 2Q22 的 DAU 同比增长 18%至 3.47 亿。短视频/直播应用场景的丰富化（内容消费垂类不断拓展的同时，向本地、招聘等新领域做延伸），整体流量池（DAU×人均单日时长）维持稳健增长：根据 QM 数据，22 年前三个季度，抖音和抖音极速版的总时长同比增速达 28%；而快手 1Q22/2Q22 的总时长同比增速分别为 51%/39%。

图 15：抖音及抖音极速版的 DAU（mn）



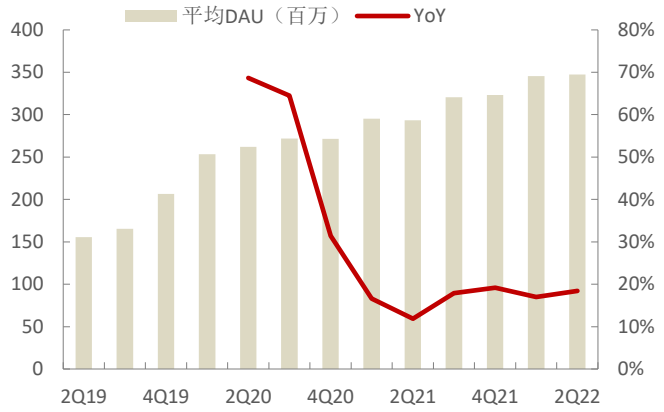
数据来源：QuestMobile，东方证券研究所

图 16：抖音和抖音极速版的总时长同比增速



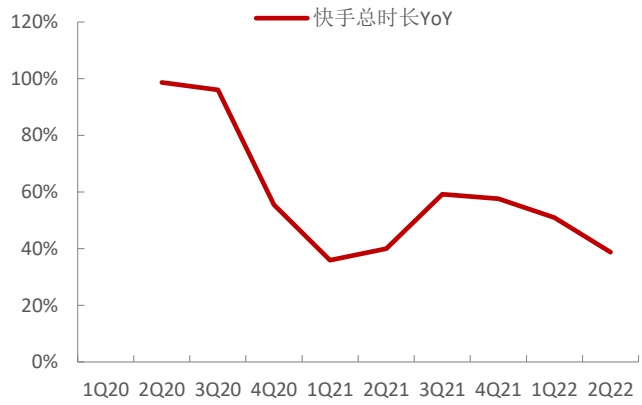
数据来源：QuestMobile，东方证券研究所

图 17：快手平均 DAU（mn）及增速（%）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 18：快手总时长的同比增速

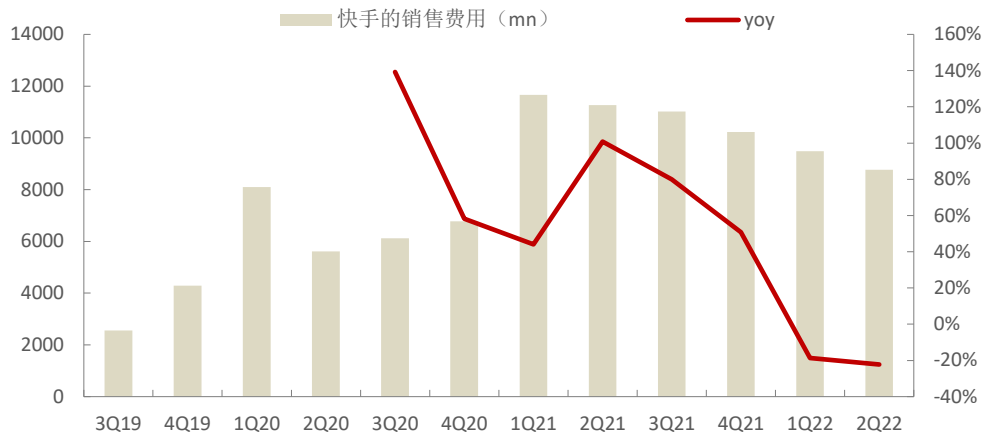


数据来源：公司公告，东方证券研究所

竞争格局趋缓，增长策略由买量投放驱动转变为内容驱动。经过 2020~2021 年的激烈竞争后，随着短视频行业用户渗透率的逐渐见顶，行业竞争格局有所缓和，抖音和快手通过费用投放来驱动用户增长的阶段告一段落：观察快手的销售费用，从 1Q21 的高点 117 亿/季逐季下降，至 2Q22 达到 87.6 亿/季（yoy-22.2%），与此同时流量仍然维持较高速的增长。平台开始通过提供更优质、丰富的内容来提升用户的黏性。

图 19：快手的销售费用（mn）及同比增速（%）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

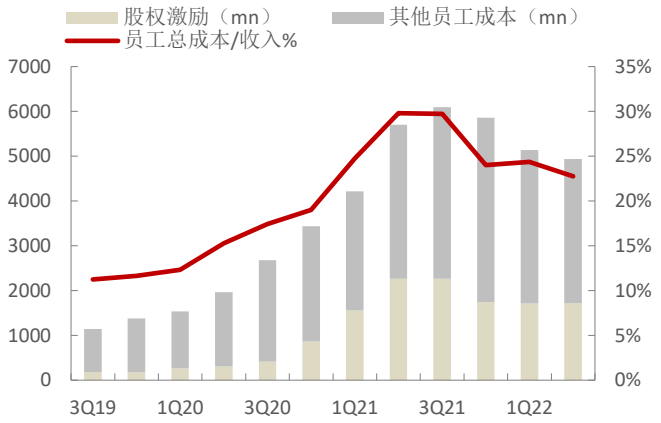


数据来源：公司公告，东方证券研究所

商业化侧：消费需求疲软，平台商业化能力出现分化。由于消费需求不振，广告主或者商户的营销预算有所收缩，在预算的分配方面更加精细化，会优先将预算分配到用户消费力更坚韧、投放效率更高的平台。**因此今年不同平台的广告、电商收入增长会出现分化**：用户消费能力强、消费需求坚韧，且广告投放效率更高的平台无论在广告还是在电商方面的恢复及增长速度会更快一些；而投放效率欠佳的平台的收入受到的负面影响会更大，恢复的速度也相对慢，但是如果消费需求复苏，广告主预算分配恢复，那么这些平台的收入增长弹性会更大。

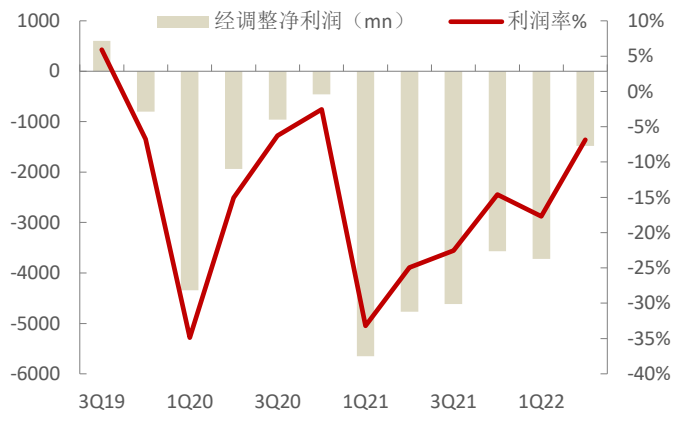
盈利侧：竞争格局趋缓，叠加降本增效策略，平台的盈利能力逐渐改善。互联网公司从 2021 年末开始进入降本增效周期，以快手为例，其人员成本从 4Q21 开始出现绝对额的下滑，且带宽、折旧等固定成本也开始呈现下降趋势；叠加短视频行业用户竞争趋缓带来的销售费用的减少，快手的亏损金额不断收拢：2Q22 的经调整净亏损为 14.8 亿元，相比 2Q21 的 47.7 亿元亏损有明显的减亏趋势。我们预计，降本增效仍然会是平台的策略，盈利的改善趋势会越来越明显。

图 20：快手的员工成本及费率（%）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 21：快手经调整净利润（mn）及利润率（%）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

UGC 短视频行业总结：流量端，竞争格局趋缓，抖快拥有各自差异化用户群体，增长方式由买量驱动转为内容和生态驱动，在缩减营销开支情况下快手仍实现了流量的健康增长（DAU 和人均时

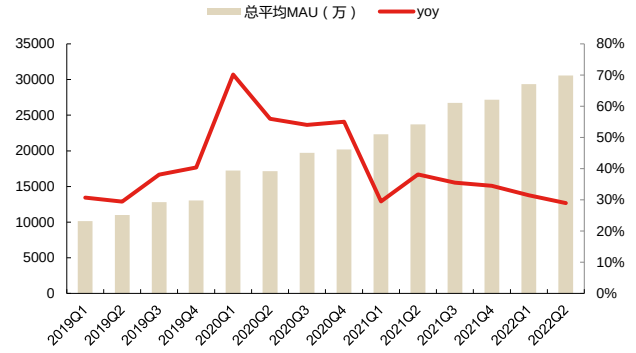
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

长 1Q22、2Q22 均有良好的表现）；**商业化**方面，虽然流量端表现量化，但由于今年宏观经济环境及疫情的影响，电商交易及广告主投放需求受到一定抑制，不同平台的表现会有所分化（第一梯队平台恢复和增长速度更快，第二梯队受到负面影响更大，但后续恢复弹性更大）；我们判断电商业务会随物流的恢复实现更快的复苏，广告投放的恢复有一定滞后性，预计恢复速度相对慢；**盈利**方面，降本增效是行业今年的大方向，以已经上市的快手为参考，1H22 已经实现了销售成本、销售费用的效率改善，盈利能力在同比改善中。

2.2 中视频：B 站加强成本管控，23 年亏损有望大幅收窄

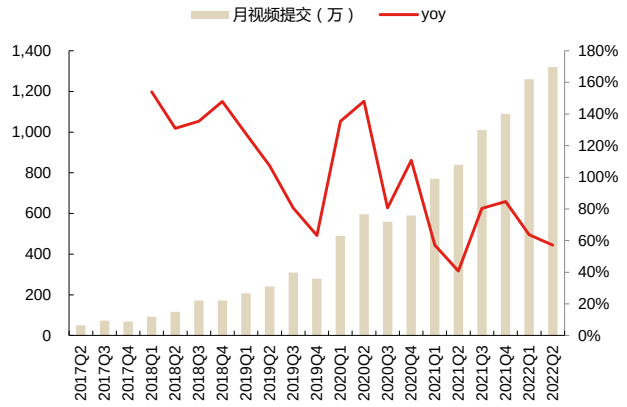
用户稳步增长，创作者生态持续繁荣。获客投入有限下，用户持续增长，根据公司财报的数据，截止 22 年 2 季度月活用户数为 3.06 亿，DAU/MAU 为 27.3%，日均播放量达到 31 亿（yoy+82.35%），PUGV 和短视频内容同步实现搞增长。创作者端内容创作踊跃 22Q2yoy+50%，达到 360 万，月提交视频数量 1320 万（yoy+57%），短视频等新形势降低用户供给成本。

图 22：月活用户数量持续增长



数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 23：BILIBILI 月视频投稿量

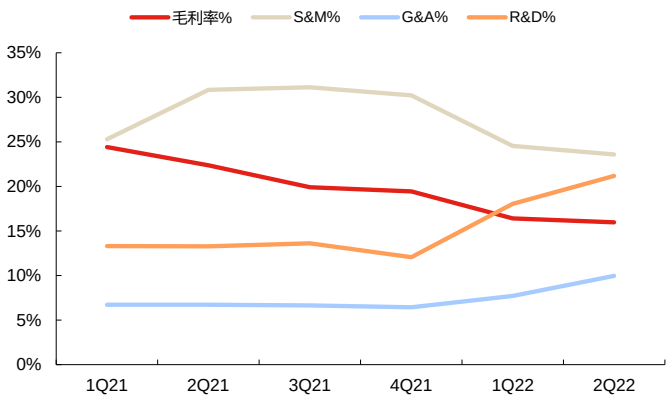


数据来源：公司财报，东方证券研究所

上半年一次性费用较多，降本增效持续推进。22Q2 优化组织与终止若干游戏项目开支产生近 2 亿的一次性支出，收入占比为 4%(主要确认在费用中，占比为 3.4%)，亏损幅度超此前预期。Q2 调整后毛利率为 16%，主要来自收入结构的影响。销售费用绝对值同比下降 16%，费用率控制在 24%，获客成本持续下降。同口径调整下，管理和研发费用率分别为 10%/21%(yoy+3pct/8pct)，如果扣除掉人员和游戏项目的一次性调整，管理和研发费用合计为 13.62 亿（Q1 为 13.02 亿元）。

图 24：B 站成本费用率

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：公司财报、东方证券研究所

展望 23 年关注成本端改善，以及内容供给进度。成本端降本增效持续，23 年低基数下，收入增长业务协同效应将逐步显现。受疫情和广告需求影响，部分内容上线延迟，12 月 3 日《三体》动画版将上线，《屋檐之夏 2》、《小主客栈》、《守护锦官城》等内容有望在 23 年集中上线，对公司广告收入将阶段性提振。游戏业务，《斯露德》、《艾塔》等自研游戏有望在 23 年上线，前期自研投入有望持续兑现。

图 25：《三体》动画版 12 月 10 日上线



数据来源：公司官网、东方证券研究所

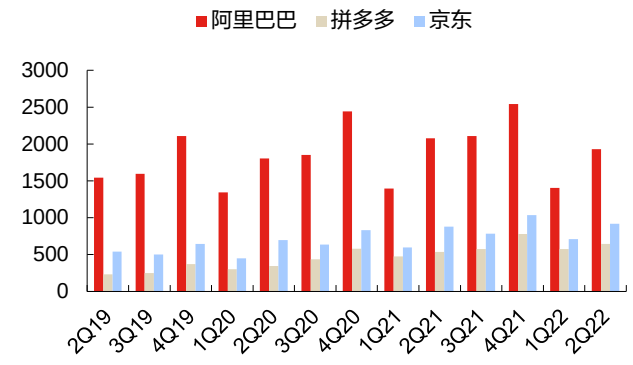
2.3 商品交易型平台：持续降本增效，疫情扰动下持续复苏

2Q22 电商 GMV 增长受疫情冲击较大，中期看将在疫情扰动下呈现缓慢复苏。根据各公司财报披露数据，2022 年 Q2，阿里巴巴、拼多多、京东 GMV 规模分别达到 1.93、0.65、0.92 万亿，同增-7.0%、20.0%、4.3%。根据国家统计局公布的数据，2Q/3Q 网上社零同增 3.0%/7.1%，头部三强表现相对有所分化。从近期双 11 看：根据星图数据统计，综合电商平台增速降低至 2.9%，此外，根据国家邮政局数据，2022 年快递处理包裹数量 11 月 1 日 5.29 亿件（yoy-7.0%），11 日 5.52 亿件（yoy-20.7%），1-11 日累计 42.72 亿件（yoy-10.5%），我们预计疫情对于消费意愿、物流履约的影响仍在持续，中期看电商行业整体将在疫情扰动下呈现缓慢复苏。

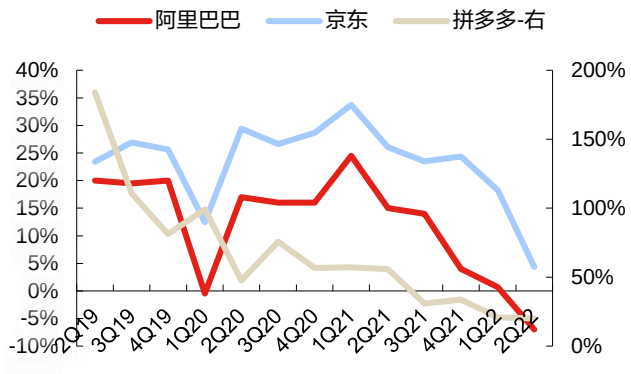
图 26：阿里巴巴、拼多多、京东 GMV（十亿元）

图 27：阿里巴巴、拼多多、京东 GMV 同比增速

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



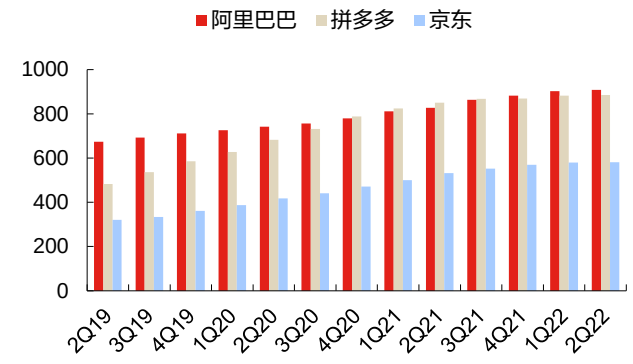
数据来源：公司公告，东方证券研究所



数据来源：公司公告，东方证券研究所

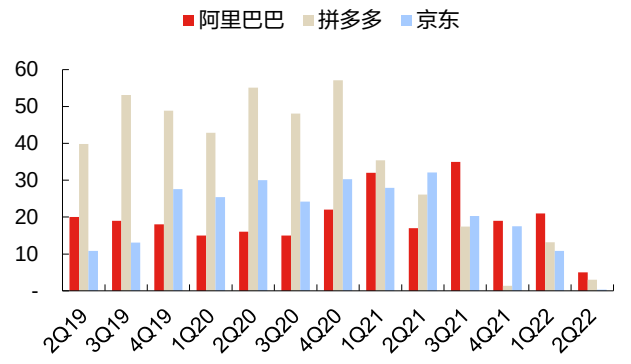
用户规模到达高位，季度环增显著放缓。根据各公司财报披露数据，截止 2022 年 Q1 末，阿里巴巴、拼多多、京东分别达到 9.03 亿、8.82 亿、5.81 亿，季度环比增加分别为 2100、1300、1100 万 。根据历史数据，拼多多在 1Q21 前用户连续维持高增长，京东 4Q19-2Q21 阶段用户增速较高，阿里巴巴在拥有较高用户规模的情况下在 1Q21-3Q21 实现了相对较高的用增。截止 2022 年 Q2，阿里巴巴与拼多多不再披露具体用户数据，京东单季度仅新增 30 万。现阶段，我们认为，头部平台的用增将持续放缓，一方面由于用户规模均已达到高位，尤其是下沉市场用户的开发逐步完成，后续待渗透人群获客难度增加；另一方面，由于行业、宏观及政策环境的改变，头部平台战略转变。

图 28：阿里巴巴、拼多多、京东用户规模（百万）



数据来源：公司公告，东方证券研究所，注：2Q22 阿里、拼多多为推算值

图 29：阿里巴巴、拼多多、京东用户规模 qoq 增长值（百万）



数据来源：公司公告，东方证券研究所，注：2Q22 阿里、拼多多为推算值

政策作为自 2021 年以来影响行业发展的核心要素之一，其主要目标是防止垄断行为，维护人民权益，同时促进互联网平台对于其他行业、线下商业的赋能，最大化社会价值。我们梳理了近期对于互联网领域出台的各项法律法规和指导意见，总结看来，对互联网交易平台提出的要求主要包括：1）促进线上线下消费有机融合；2）保护消费者、平台内经营者和劳动者的权益；3）注重赋能实体经济高质量发展；4）预防网络不正当竞争行为，鼓励和支持创新，维护公平竞争的市场秩序。**我们认为，在当前政策环境中，头部平台已经结束激进地进行业务扩张投入和用户获取的发展阶段，增长速度的权重减低，增长质量重要性显著提升。**

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

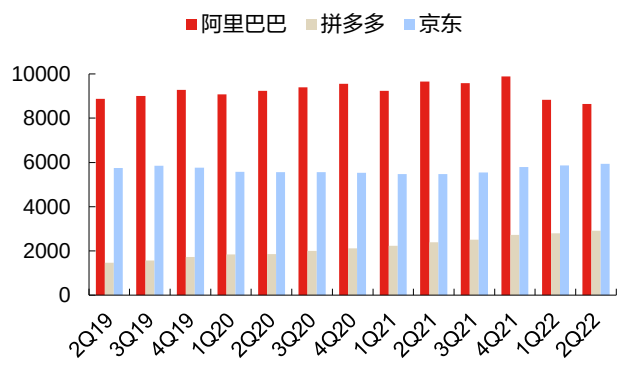
表 3：互联网平台商业领域相关法规和指导意见相继落地

相关领域	政策名称	公布时间	发布部门
综合	《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》	2020/9/21	国务院办公厅
	《加快培育新型消费实施方案》	2021/3/22	发改委等 28 个部门
	《互联网平台分类分级指南（征求意见稿）》和《互联网平台落实主体责任指南（征求意见稿）》	2021/10/29	市场监管总局
	《数字乡村发展行动计划（2022-2025 年）》	2022/1/26	网信办等 10 部门
	促进互联网企业健康持续发展工作座谈会	2022/1/29	网信办、发改委、工信部、市场监管总局
	《网络交易监督管理办法》	2021/3/15	市场监督管理总局
	《关于开展 2021 年电子商务进农村综合示范工作的通知》	2021/5/11	财政部办公厅 、商务部办公厅、国家乡村振兴局综合司
	《直播电子商务平台管理与服务规范（征求意见稿）》	2021/8/18	商务部
平台用工	数字平台经济促就业助脱贫行动	2020/5/22	人社部办公厅、国务院扶贫办综合司
	关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策	2022/2/8	发改委等 14 个部门
市场公平、互联互通	国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南	2021/2/7	国务院反垄断委员会
	《禁止网络不正当竞争行为规定（公开征求意见稿）》	2021/8/17	市场监管总局

数据来源：发改委，网信办，工信部，国务院等，东方证券研究所

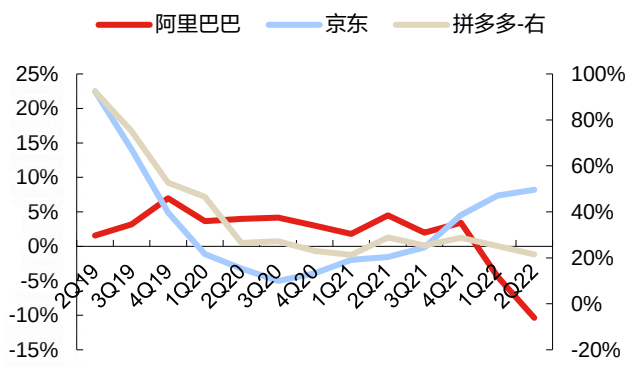
我们判断各平台转向追求用户质量阶段，用户 ARPU 层面逐步已有所展现。基于公司财报披露信息，根据我们的测算，截止 2022 年 Q2，阿里巴巴、拼多多、京东的用户 ARPU（LTM）分别达到 8648、2906、5931 元，同增-10%、22%、8%。1）阿里巴巴：由于在 1Q21-3Q21 依托淘特在下沉市场获取大量新用户，导致 1Q22 用户 ARPU 有所降低，2Q22 主要受疫情对于服饰等可选类目消费的冲击导致 ARPU 降低。根据公司 2Q22 公开业绩会表述，截至 2022 年 6 月 30 日的 12 个月中，在淘宝天猫上消费达到人民币 1 万元的消费者的数量超过 1.23 亿，88VIP 用户达到 2500 万，每名会员年平均消费额达到 57000 元；2）京东：在过去两年中京东已经获取超过 2 亿新用户，公司已经将战略重心转向提高用户活跃度，根据公司 2Q22 公开业绩会，京东 PLUS 用户已经突破 3000 万，其年均消费水平也超过普通用户八倍；3）拼多多：目前用户增长已经放缓，重心从拉新转移到如何更好服务用户，在这个过程中希望进一步增强核心的竞争力。

图 30：阿里巴巴、拼多多、京东 ARPU（元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 31：阿里巴巴、拼多多、京东 ARPU yoy

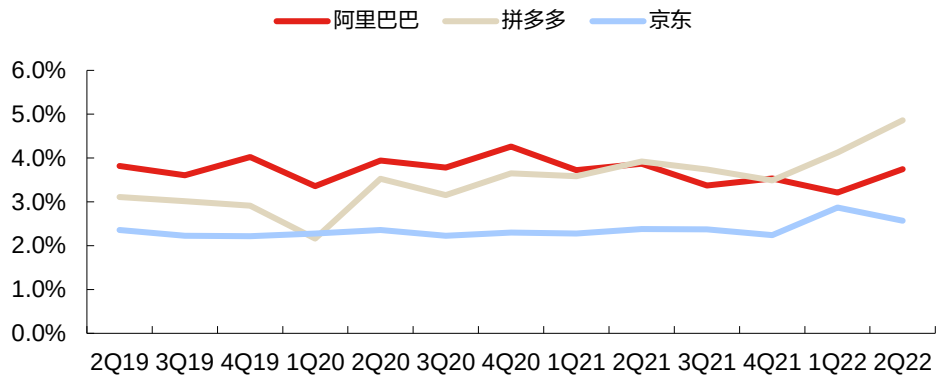


数据来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

高质量增长战略下，平台货币化率 2 年以来表现平稳，预计未来下滑趋势将有所缓解。基于公司财报披露信息，根据我们的测算，截止 2022 年 Q2，阿里巴巴、拼多多、京东的货币化率分别为 3.7%、4.9%、2.6%，年度同比变动分别为-0.1、0.9、0.2pct，季度环比变动分别为 0.5、0.7、-0.3pct。头部三家平台在 4Q21 普遍出现货币化率同比下滑，其中阿里巴巴及京东已连续多个季度出现货币化率同比下滑。随着高质量增长战略的推进，我们认为，疫情影响消除后，各平台货币化率持续下滑的情况将出现改善（下滑幅度降低 or 缓慢回升）。

图 32：阿里巴巴、拼多多、京东货币化率

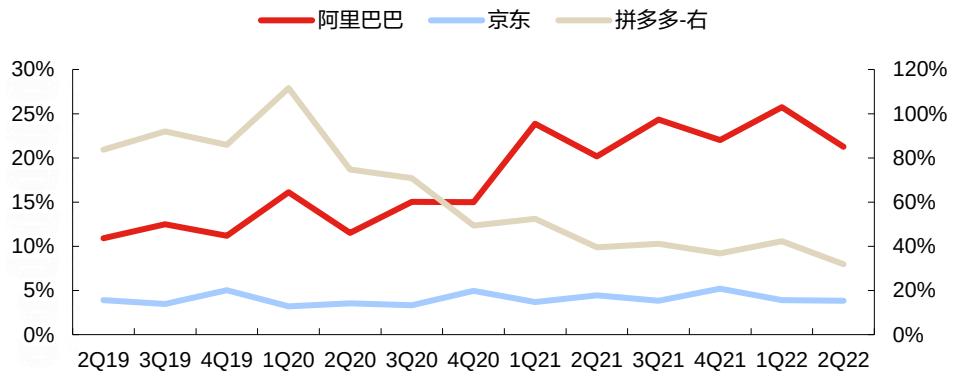


数据来源：公司公告，东方证券研究所

注重降本增效，主要表现在营销费用投入的减少及亏损业务投入的减少。

- **控制营销费用投入，减少低效投放。**根据各公司财报披露数据及我们的测算，截止 2022 年 Q2，阿里巴巴、拼多多、京东电商业务销售费用率分别为 21.2%、31.9%、3.8%，年度同比变动分别为 1.1、-7.7、-0.6pct，季度环比变动分别为-4.5、-10.4、-0.1pct。阿里巴巴自 1Q21 以来销售费用率显著高于往年，2Q22 出现明显环比下降，同比增加减小为 1.1pct，整体费用控制逐步向好。拼多多销售费用率已经连续多个季度呈现同比快速下降。京东集团也在 1Q22 至 2Q22 连续两个季度出现销售费用率环比降低。

图 33：阿里巴巴、拼多多、京东 non-GAAP 销售费用率

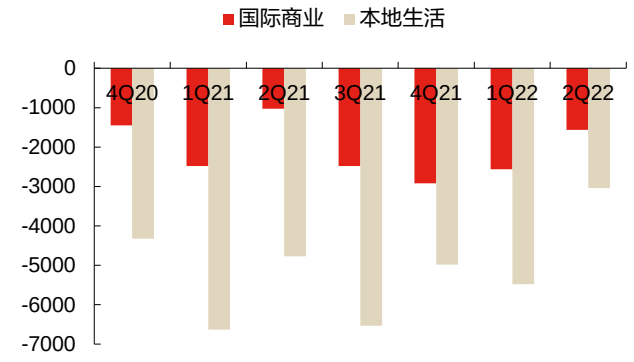


数据来源：公司公告，东方证券研究所

- **新业务投入力度得到有效控制。**阿里巴巴：国际商业及本地生活业务在 2Q22 实现经调整 EBITA 分别为-16 亿元（利润率-10%，yoy-3pct）、-30 亿元（利润率-29%，yoy+19pct），

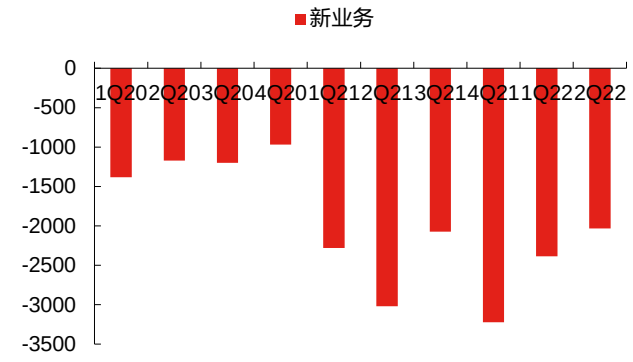
国际商业自 3Q21 起投入力度增加，现环比亏损已呈现显著下降，本地生活业务存在季度性波动，亏损绝对额同比大幅减少，阿里在发展中业务的投入管控方面已经初现成效。京东：新业务 2Q22 实现运营利润为-20.3 亿（同比亏损减少 9.9 亿，环比减少 3.5 亿），京东自 2Q21 阶段开始迅速扩大对新业务京喜拼拼的投入，随着 4Q21 起对其有纪律性的投入控制，1Q22 及 2Q22 亏损环比持续显著改善。

图 34：阿里本地生活、国际商业经调整 EBITA（百万元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 35：京东新业务分部运营利润（百万元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

综合以上，我们认为 2023 年商品交易型互联网平台的成长将呈现两方面特征：

1）收入层面：呈现疫情持续扰动下的持续复苏。2022 年 3 月以来国内开始出现疫情反复，4 月/5 月疫情防控形势严峻，社零分别同比降低 11.1%/6.7%，8 月以来，疫情影响有所削弱但全国疫情仍然呈现出“点多、面广”的特点，对于消费复苏造成扰动，7-10 月社零同增 2.7%/5.4%/2.5%/-0.5%，网上社零同增 6.3%/6.5%/8.3%/15.3%（10 月增速较高有双 11 大促消费前置的口径影响），线上零售整体表现好于社零整体但趋势也与社零整体相似。现阶段，一方面，国家依然面对复杂的疫情防控形式；另一方面，由于消费者信心修复需要一定时间的缓冲，电商消费在 2022 年无法实现迅速的回暖，故我们判断商品交易型互联网平台收入增长呈现“nike 型”走势的时间跨度将会自 2022 年延长至 2023 年，行业整体在 2023 年将呈现疫情持续扰动下的持续缓慢复苏。

2）盈利层面：主要受到公司方面降本增效举措的持续影响。在现阶段的政策及宏观环境下，高质量增长将成为行业头部公司的战略重心。一方面，将注重用户频次及 ARPU 的提升，另一方面，注重降本增效，主要表现在营销费用投入的减少及亏损业务投入的减少。我们判断 2023 年商品交易型互联网平台在疫情影响逐步消退之后，在利润层面将呈现显著向好趋势，阿里巴巴或在 FY2024 年重回经调整 EBITA 利润同比提升区间，京东集团及拼多多 2023 年利润向上弹性充足。

2.4 服务交易型平台：22 年收入受疫情影响，预计 23 年逐步恢复，降本增效显现利润弹性

疫情对服务交易型平台业绩影响较大，动态变化需持续观测。由于服务型平台主要为线下业态提供线上化服务，虽在线上完成交易，但需在线下完成服务，因此随线下业态受疫情及政策管控影

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

响较大。整体来看，疫情对线下消费特别是餐饮消费、到店酒旅造成冲击，尤其高线城市，而美团外卖、到店酒旅业务高线占比高，对美团业务造成较大影响。

结合疫情变化及公司发展策略，我们分两个层面看服务交易型平台：

- 收入层面：22Q1 收入增长开始受到疫情影响，由于疫情在 22Q2 相对集中，业绩增长受疫情影响程度 22Q2 远大于 22Q1，6 月开始逐步恢复，22Q3 上半段疫情有所减弱，业绩复苏明显，但伴随 22Q3 下半段疫情反复，业绩受影响走弱。我们预计 22Q3、22Q4 及 23 年初业绩增长会持续受到疫情影响，具体不同业务类型受影响程度和恢复速度存在差异，取决于疫情严重程度、业务特征（是否刚需，是否集聚等）。
- 盈利层面：受公司降本增效措施影响，注重高质量用户增长，主业优化补贴投放，降低营销费用，新业务方面聚焦减亏。

美团作为服务型平台的龙头公司，外卖、到店等业务在行业内占优，我们下面将主要以美团为例并结合阿里本地生活展开分析。

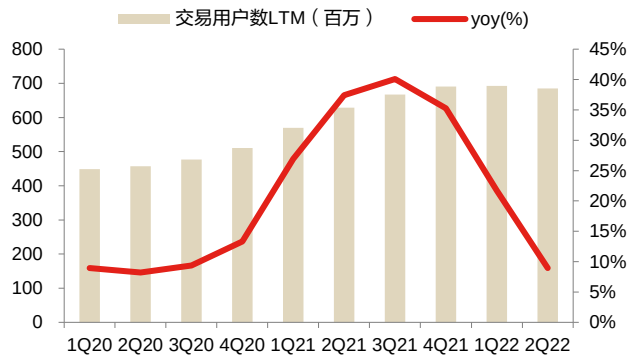
用户端：交易频次增长达到历史高位，交易用户新增放缓，单量（用户数*频次）驱动力主要在于提频。

- **用户数：**22Q2 平台交易用户数达 6.85 亿，yoy+9%，环比微降，相较历史增速放缓。**短期来看，**疫情对业绩增长的影响，带来补贴实际投放和拉新动作减少，新增用户减缓。**长期来看，**用户规模已达到高位，后续获客难度高于此前，公司战略从规模增长向高质量增长转变，用户激励持续优化。
- **用户频次：**22Q2 单用户年平均交易笔数 38.2，yoy+16.5%，环增 1 笔/人，进一步加强了高质量用户的转化和提频，以外卖为例，22Q2 中高频用户贡献继续增加，外卖中高频用户在频次、规模、订单占比上的增长都好于中低频用户，外卖对于中高频用户来说是刚需，Q2 疫情逐步验证外卖中高频用户频次仍可提升，我们认为提频相较提升用户数更容易达成，未来可以通过提频来驱动单量提升。

提频途径：未来美团将进入追求用户质量阶段，补贴投放有的放矢，多策略提高用户下单频次。一方面，提升中高频用户的频次。主业业务如美团外卖补贴减少，补贴策略调整，重点向高质量用户（会员）倾斜，并主打提频，面向会员的优惠券从 6 元×4 张变为 5 元×6 张，降低单次优惠券金额，提高优惠券频次。该提频策略效果显现，数据表现上，22Q1 外卖季度交易用户数及交易频次均同比增加，尤其中高频次用户交易频次增速超过平均水平，22Q2 外卖高频用户贡献了更高的订单量。另一方面，发展拼好饭业务，承接主站价格敏感型用户，利用低价优惠产品提升转化原中低频用户消费频次。在补贴方面，短期由于疫情期间尤其 Q2 消费受限，美团实际投放补贴下降，我们判断未来随着疫情缓解，美团或短期提高一定补贴率，但长期来看，降补贴，提质量路线不改。

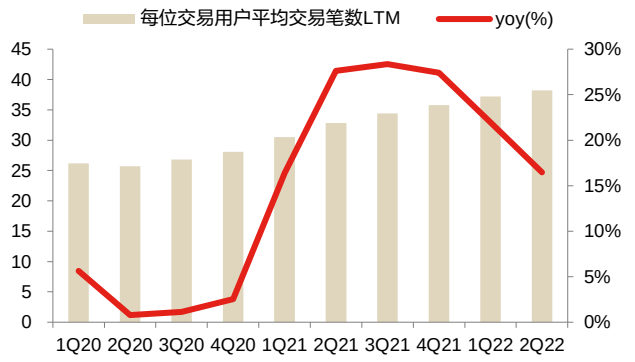
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 36：美团年化交易用户数（百万）及增速（%）



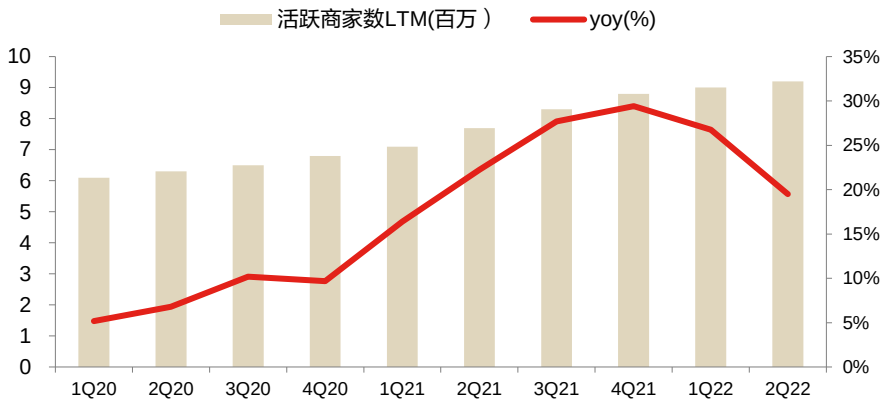
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 37：美团每交易用户年平均交易笔数及增速（%）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 38：美团年化活跃商家数（百万）及增速（%）



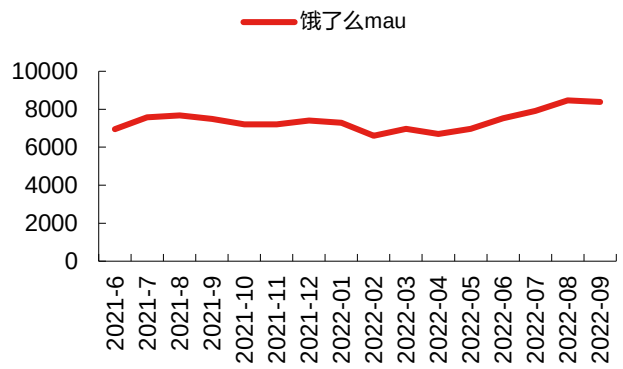
数据来源：公司公告，东方证券研究所

饿了么联合抖音，本地生活发展趋势良好。根据 QM 披露数据，饿了么整体 MAU 水平自 2022 年以来有所下降，DAU 相对稳定。根据阿里巴巴财报披露，本地生活板块（包含饿了么及高德地图）截止 2022Q1 的 AAC 约为 3.76 亿，qoq+400 万，yoy+6400 万，订单量同比增长 9%。由于疫情影响在 Q2 进一步增加，饿了么业务开展受到冲击，但是由于本地业务与居民生活相关性较强，消费的恢复意愿略高于交易型电商，同时疫情也催化了消费者对食品、快消、药品等非餐饮外卖的消费习惯。此外，2022 年 8 月 19 日，饿了么和抖音共同宣布达成合作，未来将深度连接商家与消费者，在视频化时代带来“即看、即点、即达”的本地生活新体验。综合以上，根据 QM 披露数据，饿了么 MAU 及 DAU 水平截止 9 月分别达到 8390/1861 万人，较 6 月增长 864/246 万人。我们预计，在自身业务不断完善，并在抖音流量加持下，饿了么在中短期内将具备进一步向上成长空间。

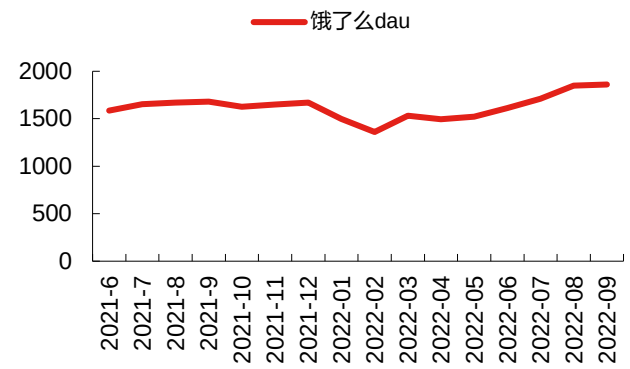
图 39：饿了么 mau(万人)

图 40：饿了么 dau(万人)

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



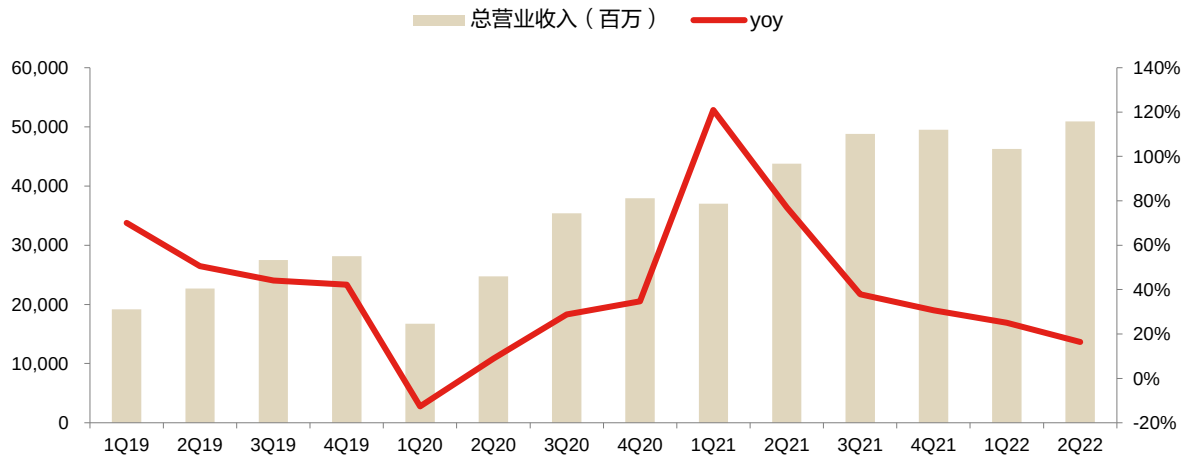
数据来源：Questmobile，东方证券研究所



数据来源：Questmobile，东方证券研究所

美团收入上半年整体受到疫情及管控措施影响，增速放缓，Q3、Q4 由于疫情反弹业绩恢复情况可能低于此前预期。22Q1 美团受疫情影响，营业收入增速开始放缓，总营业收入同增 25%，其中外卖收入同增 17.4%，到店、酒旅收入同增 15.8%，由于疫情及强管控措施集中在 Q2，Q2 收入影响更明显，总营业收入同增 16%，主要受到到店、酒旅收入影响（新口径下同比下滑-18.6%）。从业务结构上来看，受疫情影响程度酒旅、到综>到餐、外卖，不同疫情阶段各业务受影响程度不同。未来随疫情缓解将逐步反弹，结合疫情管控措施来看，我们认为业务恢复速度到餐、外卖>到综、酒旅。**整体短期来看，**疫情反复，我们预计 22Q3、22Q4 及 23 年初业绩增长将持续受到影响，后续随优化防控措施，业绩将逐步恢复。**更长期来看，**外卖、到店等主业增速相增速趋稳，新业务由收入增长转向高质量增长，兼顾规模和效率，注重减亏，收入增速相较早期扩张增速下滑。

图 41：美团营业收入及增速（百万元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

美团主业经营利润具有弹性，和 AOV 提升，补贴下降，成本费用优化，收入结构变化等因素有关。22Q1 外卖经营利润为 15.7 亿元（yoy+41.3%），OPM 为 6.5%，22Q2 我们测算外卖经营利润约 50 亿，OPM 18.4%，Q2 利润得到较大幅度释放。**外卖利润受客单价，货币化率，骑手成本，补贴等因素影响，其中对补贴敏感性强。今年以来，外卖营业利润率的提高主要由于：**1）补贴下降是核心因素，一方面由于公司补贴策略调整，补贴向会员用户倾斜，另一方面，3 月中下旬以来疫情反复，尤其疫情所在的一线城市，补贴实际投放下降。2）高价值订单占比提高，AOV 提升(Q1 由于春节，Q2 由于疫情)。3）配送供给及运营效率提高。**短期看，**22Q3、22Q4 我

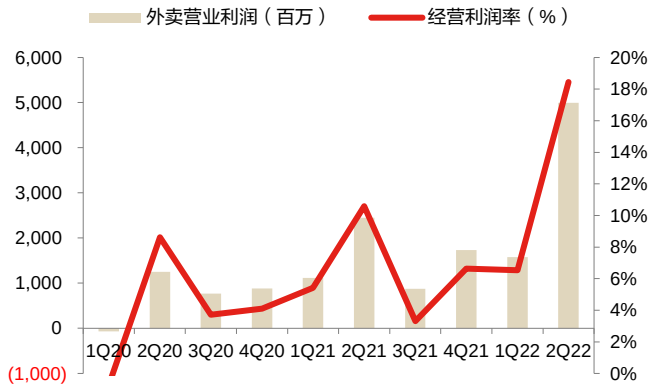
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

们预计仍受到客观上疫情带来补贴实际投放减少及主观上公司控补贴策略的影响，补贴虽环比 Q2 有所上升但仍处于低位，带来利润率仍有较好表现。**长期看，**1P 单均外卖配送收入及配送成本仍有一定差距，代表未来盈利弹性，且由于外卖竞争壁垒较深，同时竞品饿了么优化盈利或降补贴的措施，未来美团低位补贴变得更加容易实现。

22 上半年美团到店、酒旅经营利润率提升超我们和市场预期。**到店酒旅经营利润率提升主要是由于：**1）疫情及管控措施对酒旅业务影响大于到店业务，酒旅业务毛利较到店业务低，疫情影响酒旅业务占比下降带来结构性变化；2）疫情影响下销售费用下降带来到店利润率小幅提升；3）人员及运营效率优化等。**长期看，**到店、酒旅业务利润率超 40%，随着销售费用等方面优化，利润率仍有持续向上挖掘空间。

总结来看，虽疫情影响是一次性的，但展现了主业的利润弹性和提升空间，我们看好未来美团盈利持续向好。

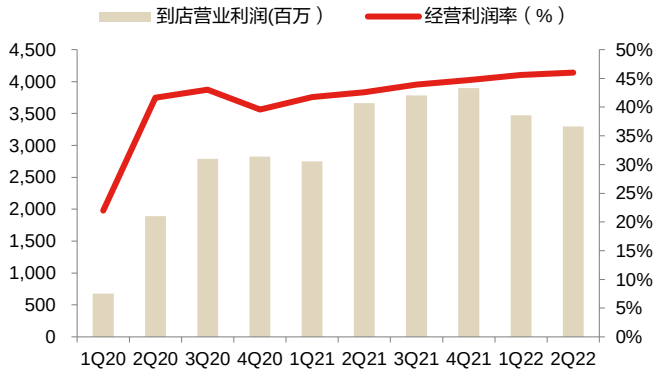
图 42：美团外卖经营利润及经营利润率（含测算）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

注：2Q22 公司财报未直接公布外卖利润数据，该季度为我们测算数据。

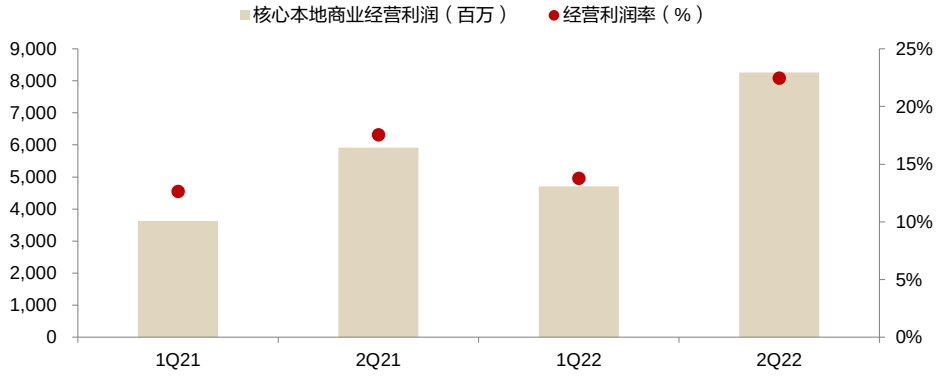
图 43：美团到店经营利润及经营利润率（含测算）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

注：2Q22 公司财报未直接公布到店利润数据，该季度为我们测算数据。此外 2Q22 到店酒旅口径略有调整，新加入民宿及交通票务部分，1Q22 及之前不含

图 44：美团核心本地商业经营利润及利润率（22Q2 调整新口径，财报披露）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

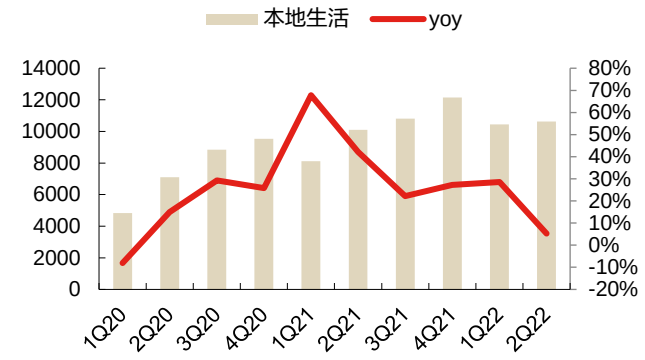
注：22Q2 调整口径合并披露核心本地商业-包含原有外卖、到店及酒旅，新增闪购、民宿及交通票务，上述数据皆新口径数据

阿里本地生活业务板块疫情影响下 Q2 增速放缓，经调整 EBITA 盈利承呈现显著改善。收入层面：阿里本地生活业务板块 22Q1 实现收入 104 亿元（yoy+28.6%），虽然自 3 月下旬起业务在单量

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

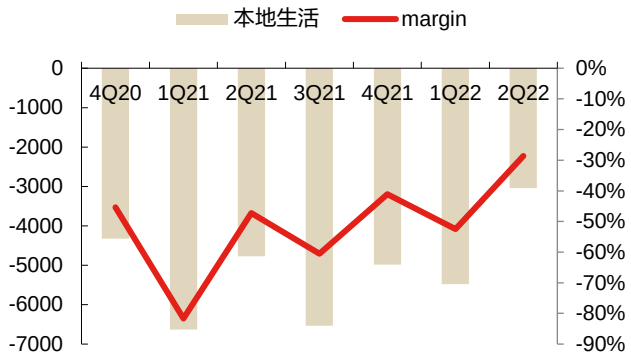
上受到履约能力受限的影响，但是由于疫情地区消费者迫切的囤货需求，客单价出现大幅上涨，综合影响下阿里本地生活业务板块 Q1 收入增长平稳。但是由于 Q2 疫情相关各类管控措施均有所趋严，22Q2 实现收入 106 亿元（yoy+5.3%）。盈利层面：阿里本地生活业务板块 22Q1/Q2 实现经调整 EBITA 分别为-55 亿元（利润率-53%，利润率 yoy+29pct），-30 亿元（利润率-29%，利润率 yoy+19pct）。饿了么现阶段订单层面 UE 实现盈亏平衡，后续，随着公司进一步优化履约成本及后台人员成本，预计 22 全年及 23 年本地生活业务板块经调整 EBITA 利润率同比持续改善。

图 45：阿里本地生活板块收入（百万元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

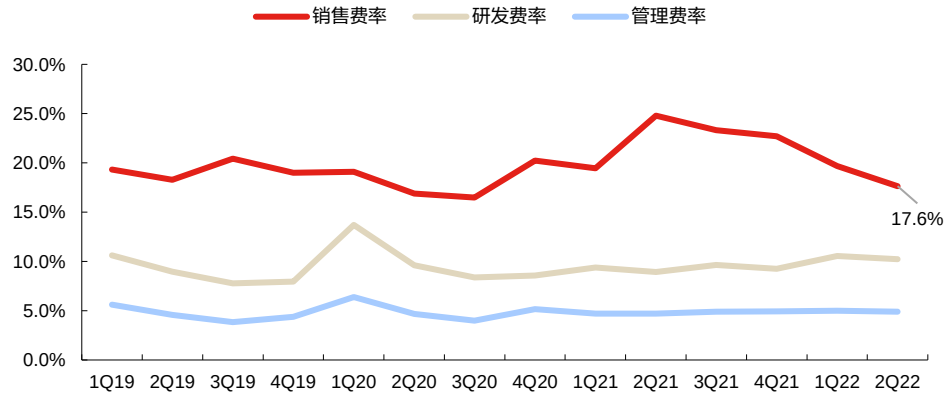
图 46：阿里本地生活板块经调整 EBITA（百万元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

此外，美团整体业务从追求规模增长向高质量增长转变，降本增效提 UE 是发展主线，主要表现在销售费用投入的减少及新业务减亏，投入有的放矢，兼具规模和效率。销售费率优化，高质量投放补贴：22Q1 美团整体销售费率 19.7%，22Q2 进一步下降到 17.6%，连续多季度从高位下滑，未来随着控补贴，优化销售人员及效率，我们认为销售费率仍有持续改善空间。**新业务注重减亏，投入有的放矢：**20Q4 由于新增美团优选业务，新业务整体经营亏损快速上升，经营亏损额在 21Q3 达到额峰值后持续优化，亏损率改善，在新业务投入上有的放矢，**1）同业务下注重区域差异化，调整资源配置，**如美团优选战略性调整关闭目前 ROI 较低的西北业务，将资源向优势省份集中，优化 UE；**2）不同业务间根据业务优势针对性投放资源，**形成内部协调配合的零售一张网，满足不同消费者需求。

图 47：美团三费费率（%）

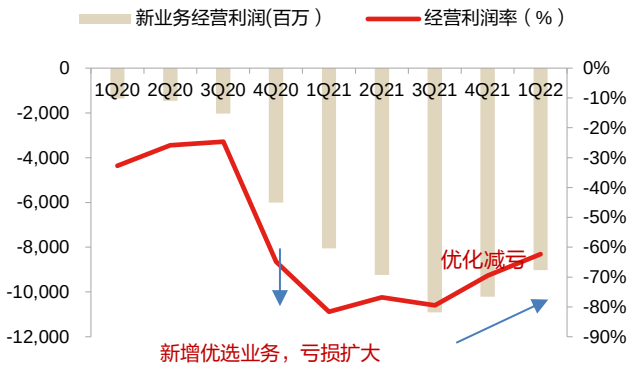


数据来源：公司公告，东方证券研究所

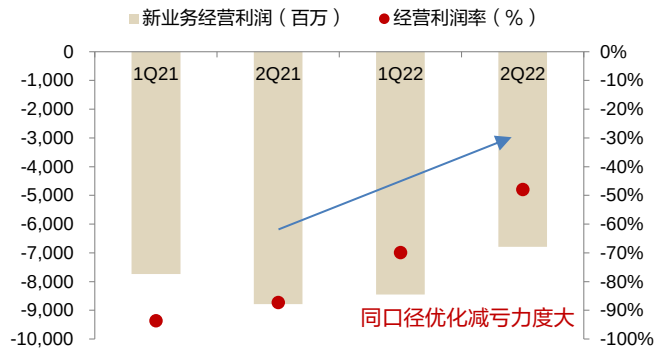
图 48：美团新业务经营利润及经营利润率（老口径）

图 49：美团新业务经营利润及经营利润率（新口径）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

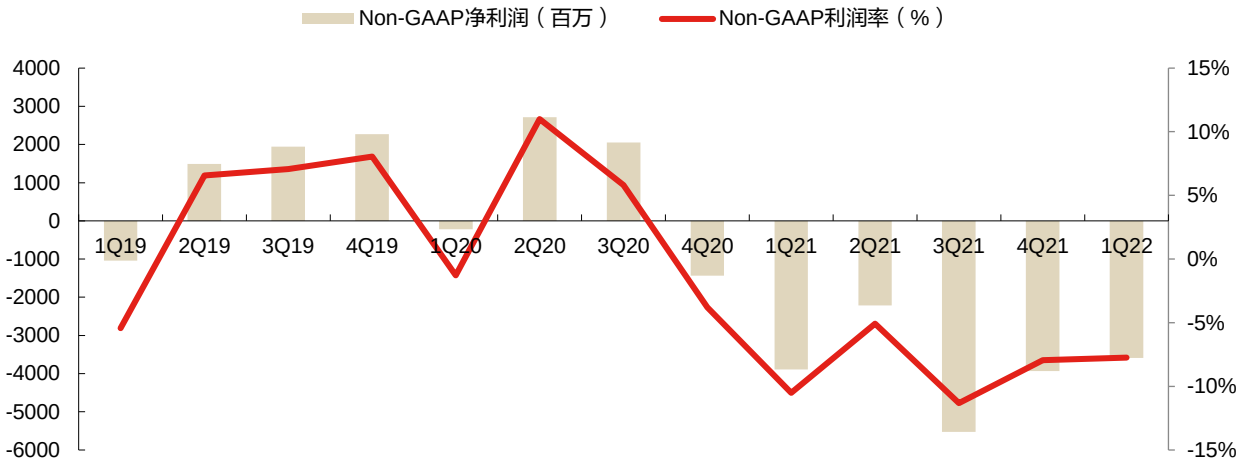


数据来源：公司公告，东方证券研究所
注：以上数据为新业务老口径数据，含闪购、民宿及交通票务，为连续对比保留原口径内容。



数据来源：公司公告，东方证券研究所
注：以上数据为新业务新口径数据，不含闪购、民宿及交通票务，以上数据皆财报披露的调整后新口径数据。

图 50：美团 Non-gaap 净利润（百万）及 Non-gaap 净利润率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

综合以上，我们认为 2022 年、2023 年服务交易型互联网平台的成长将呈现两方面特征：

1） **收入层面：业绩随疫情及管控波动影响，但线上业态具有韧性，优于线下同类型业态增长。**国内疫情自 22Q1 反弹，22Q2 较为严重，尤其在一线城市疫情反复，服务型交易如外卖、到店等在一线城市 GMV 占比高，故受冲击更大。疫情在 6 月开始逐步缓解，22Q3 下半期反弹，疫情影响相比 Q2 减弱但全国疫情仍然呈现出“点多、面广”的特点，预计 22Q3、22Q4 平台业绩持续受到疫情影响，考虑到疫情控制和消费者信心修复需要时间，我们预计 23 年初业绩仍会受到疫情影响，后续随疫情缓解和防控优化措施，业绩将逐步恢复。此外，在疫情过程中我们也看到平台业绩虽受疫情影响呈现类似波动趋势，但线上业态更具韧性，2022 年 7-10 月餐饮收入同增-1.5%/8.4%/-1.7%/-8.1%（大盘），而线上平台外卖、到餐增长表现更佳，疫情加速商家对线上化依赖程度。

2） **盈利层面：主要受到公司方面降本增效，优化资源配置举措的影响**。在现阶段的政策及宏观环境下，同商品交易型服务平台一样，高质量增长将成为公司战略重心。一方面，注重高质量用户的积累，重点提频，另一方面，注重降本增效，主要表现在营销费用投入的减少及新业务减亏，优化内部资源配置及协调。我们判断 2022、2023 年服务型互联网平台利润持续

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

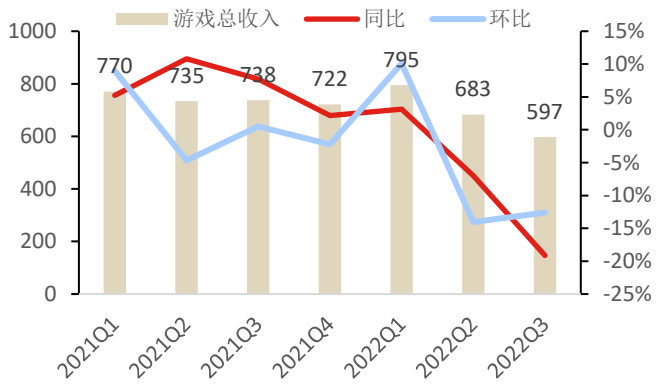
改善。**美团**得益于①主业 AOV 提升，补贴下降，销售费用优化（疫情带来 AOV 提升，疫情后虽下滑但消费习惯延续或带动 AOV 高于疫情前正常情况。疫情带来的补贴下降虽是一次性的，但长期补贴下降及优化策略不改），②新业务持续优化资源配置，降本增效，减亏加速。预计美团或在 2022 年经调整 EBITA 利润转正、2023 年利润持续向好。**饿了么**在降本增效下实现高质量增长，22Q1 已经实现 UE 盈亏平衡，在经营质量提升，单位物流成本降低的大趋势下，预计阿里巴巴本地生活板块 2023 年经调整 EBITA 利润率将同比持续显著改善。

2.5 游戏：版号重启强化信心，新游、长线产品同时发力

2022Q3 国内游戏市场收入 597.03 亿元，环比下降 12.61%，同比下降 19.13%，同比增长率相较于去年同期的正增长转为负增长。现有产品不断下架，接手新游仍然较少，再加上用户数量的减少，导致该季度总收入继续下滑。

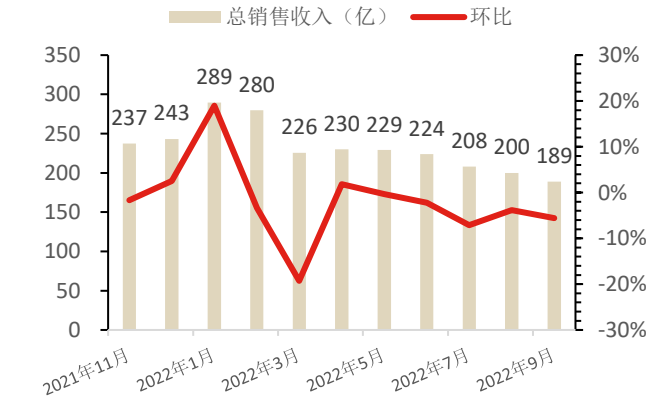
9 月国内游戏市场总收入 188.88 亿，环比下降 5.59%，同比下降 20.27%。但 9 月份腾讯和网易分别顺利获得版号，有望增强行业信心。

图 51：国内单季度游戏市场总收入（亿）



数据来源：伽马数据，东方证券研究所

图 52：国内单月游戏市场总收入（亿）



数据来源：伽马数据，东方证券研究所

2.5.1 政策：版号重启激活行业，虚拟现实有望带动产业发展

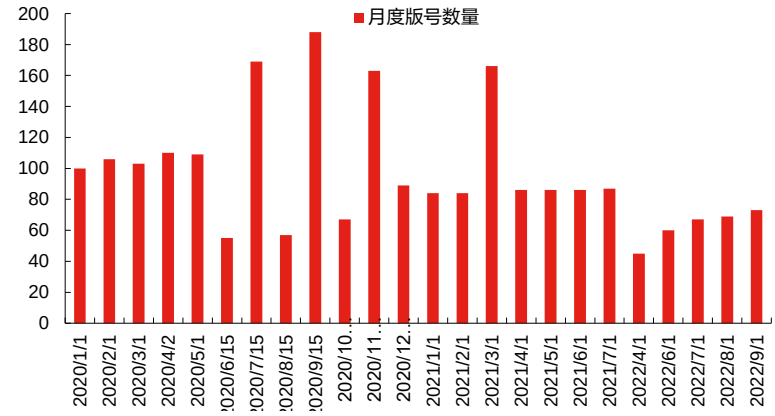
版号审核更趋严格，游戏版号在频次和规模上有所下降。2021 年 8 月由于政策收紧，未成年人监管逐渐加强，版号第二次暂停发放。2022 年 4 月 1 日，版号时隔 263 天重新下发，共 45 款游戏获得版号，相较于 2021 年 7 月下降 48.3%。获版号下发对游戏行业而言无疑是积极信号，意味着整体的新游供给恢复，也反映出相关监管措施逐渐趋稳。**但值得注意的是，此次发放数量明显减少，相较 2021 年上半年月均超 80 个的数量，4 月仅发放 45 个。可见版号审批将更加严格，促使新游向优质化、精品化、长线化发展。**

虚拟现实基数逐步成熟，有望带动产业发展。2022 年 11 月，《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022—2026 年）》发布。提出至 2026 年，我国虚拟现实产业总体规模将超过 3500 亿元，虚拟现实终端销量将超过 2500 万台，培育有较强创新能力和行业影响力的骨干企业，打

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

造有区域影响力、引领虚拟现实生态发展的集聚区、开展虚拟视听制作应用示范，打造“虚拟现实+”融合应用领航城市及园区的发展目标。

图 53：月度版号发布数量（个）

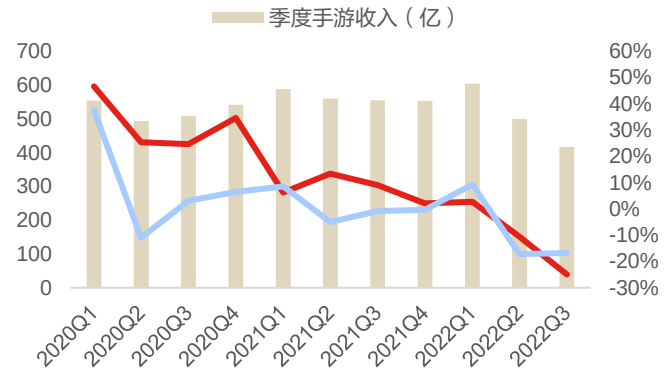


数据来源：国家新闻出版署、东方证券研究所

2.5.2 22Q3 手游收入同减 24.93%，未保法及疫情双向施加影响

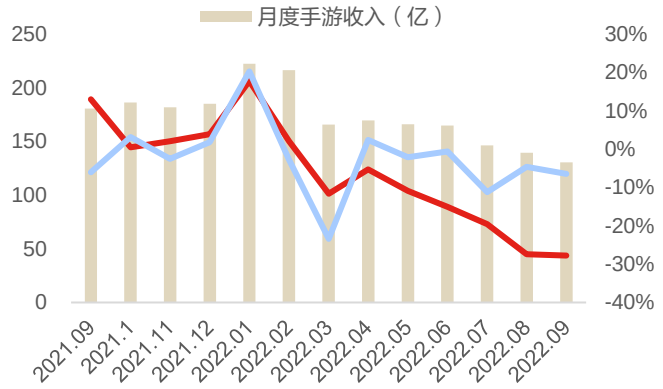
22Q3 手游收入 416 亿，同比下降 24.93%，环比下降 16.79%。由于监管力度加大，以及防沉迷新政，使得未成年用户数量减少，从而导致游戏收入下降，同时也可以看出，中国游戏市场收入下滑的主要原因是手游市场收入减少明显。腾讯的《王者荣耀》、《和平精英》等主力产品收入下降，新推出的《英雄联盟手游》、《金铲铲之战》以及《重返帝国》等新游增收仍难以挽回整体营收下滑的趋势。

图 54：国内单季度手游市场收入（亿）



数据来源：伽马数据，东方证券研究所

图 55：国内单月手游市场收入（亿）



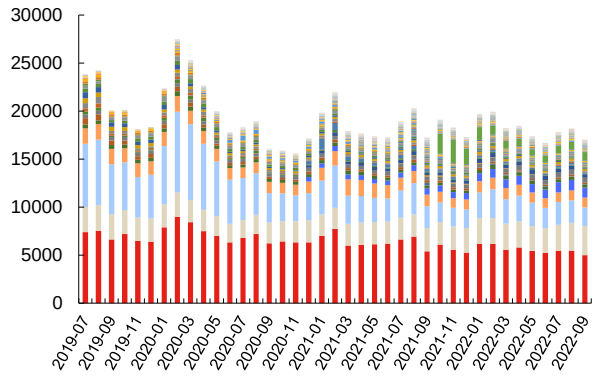
数据来源：伽马数据，东方证券研究所

9 月手游收入 130.52 亿，同比降低 27.77%，环比降低 6.48%。3 月中旬以来，上海等多地受到疫情影响，线上流量获得增长，然而对于流水的提振并不显著，本次疫情对于游戏消费助力与 2020 年疫情有所不同。

- **从日活来看，**9 月份头部游戏加总 DAU1.7 亿，qoq-6.51%。受到宏观经济以及未成年人保护法防沉迷政策等因素的影响，相较于去年同期活跃用户、活跃时长大幅减少。
- **从时长来看，**9 月头部游戏加总时长 4672 亿分钟，yoy0.57%, qoq-15.4%。

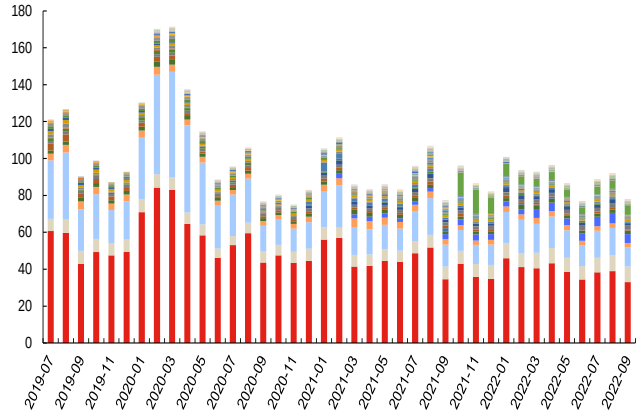
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 56：头部游戏 DAU 变化（万）



数据来源：Questmobile，东方证券研究所（注：自下往上依次为王者荣耀、开心消消乐、和平精英、欢乐斗地主、原神，其余游戏 DAU 较小省略列示）

图 57：头部游戏总时长变化（亿小时）



数据来源：Questmobile，东方证券研究所（注：自下往上依次为王者荣耀、开心消消乐、和平精英、欢乐斗地主、原神，其余游戏 DAU 较小省略列示）

Q3 移动游戏流水测算榜 TOP10 中游戏类型呈多元化分布，共包含 7 种类型。**其中腾讯产品占据 6 席，射击类、MOBA 类与 ARPG 类各占两款，自走棋类型占 1 款。**网易的《暗黑破坏神：不朽》是本季度入榜产品中的唯一新品，并在上线时长仅 2 个月的情况下进入季度测算榜 TOP5。

表 4：Q3 移动游戏流水测算榜 TOP10

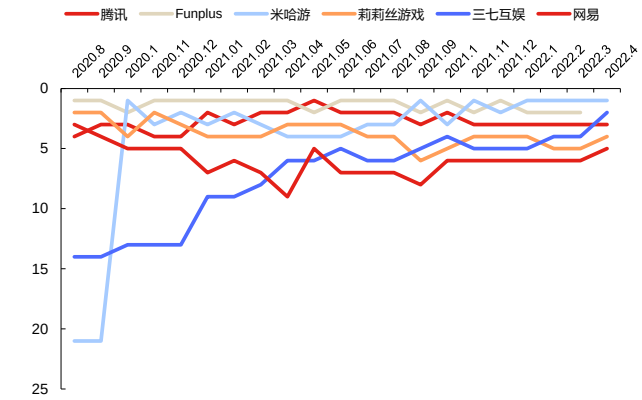
排名	游戏名称	游戏类型	发行商
1	王者荣耀	MOBA 类	腾讯游戏
2	和平精英	射击类	腾讯游戏
3	梦幻西游	回合制 RPG 类	网易游戏
4	三国志·战略版	策略类（SLG）	灵犀互动
5	暗黑破坏神：不朽	ARPG	网易游戏
6	原神	RPG 类	米哈游
7	穿越火线：枪战王者	射击类	腾讯游戏
8	英雄联盟手游	MOBA 类	腾讯游戏
9	金铲铲之战	自走棋	腾讯游戏
10	火影忍者	ARPG	腾讯游戏

数据来源：伽马数据，东方证券研究所
注：伽马数据移动游戏流水测算榜是通过调研、查阅财报、监测榜单、构建模型等方法测算而得的统计周期内产品流水排行，产品流水为 iOS、Android 及越狱等渠道分成前的总流水，不包含海外市场流水。

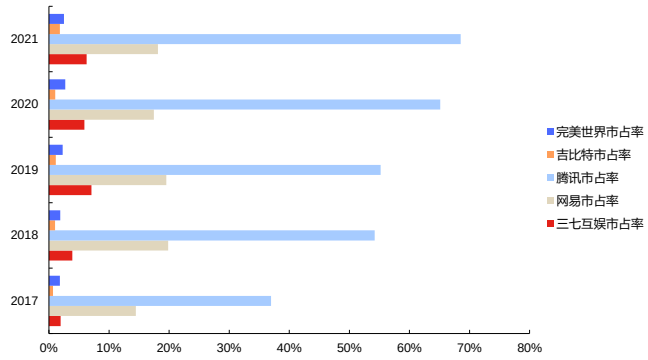
出海方面，22Q3 头部游戏公司结构基本稳定，其中三七互娱表现较为亮眼，上升势头强劲，主要得益于其海外推出产品《Puzzles & Survival》成绩节节攀升，创新性地融合了“三消+SLG”玩法，成功跻身 Sensor Tower2021 年全球手游收入增长榜第 4 名。从市占率维度来看，腾讯始终保持着增长态势，截至 21 年已占据超 2/3 的市场份额，龙头地位稳定。头部公司整体市占率呈现出提升趋势。

图 58：游戏公司出海排名变化

图 59：头部游戏公司市占率变化



数据来源：Sensor Tower，东方证券研究所

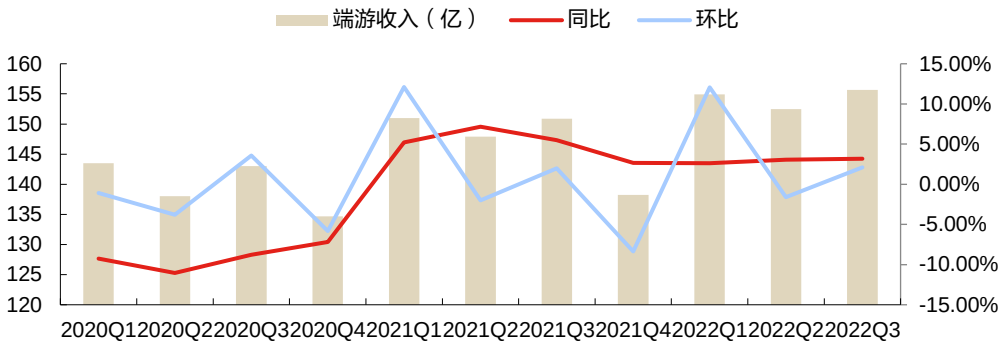


数据来源：公司公告，伽马数据，东方证券研究所

2.5.3 22Q3 端游国内收入同增 3.2%，海外大作拉动增长

2022Q3 端游收入 155.65 亿，同比环比均取得小幅增长。这主要受到节假日促活、付费活动效果表现好等因素的影响，《梦幻西游》《地下城与勇士》等产品表现较优，带动市场规模的小幅增长。**9 月端游收入 50.33 亿元，同比增长 10.38%，环比下降 3.97%。**同比增长主要原因是在活动带动下《英雄联盟》、《穿越火线》、《地下城与勇士》等头部产品流水上升。

图 60：国内端游市场收入（亿）



数据来源：伽马数据，东方证券研究所

新项目方面，腾讯海外产品、由拳头游戏开发的《VALORANT》，将《VALORANT》冠军赛打造成战术射击类游戏的电竞赛事，扩大了其粉丝基础，并在 2022 年第三季度实现了游戏创纪录的营收。《永劫无间》的活跃用户数量在今年 8 月达到新高。

图 61：网易端游《永劫无间》上线后玩家数量变化

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：Steamcharts，东方证券研究所

表 5：头部游戏公司端游 pipeline

腾讯

名称	进度
Off-Planet	预计 2022 海外上线
重生边缘	预计 2022 上线
Men of war 2(战争之人）	预计 2022 海外上线
王者荣耀世界	2022 年底或 2023 年初
Clash Heroes（部落冲突系列）	2023Q2
Project with Ubisoft(育碧游戏)	2023Q2
POE IP games(流放之路系列)	2023Q4
LOL fighting game	2023Q3

网易

名称	进度
燕云十六声	预约中
射雕	预约中

完美世界

名称	进度
诛仙世界	2022.8.19 首次测试，计划 22Q4 测试
Perfect New World	在研，预计 2023-2024 上线
Have a Nice Death	在研，预计 2023-2024 上线
双点医院	在研

数据来源：公司公告，东方证券研究所

游戏板块整体从粗放式增长，进入到精品化、全球化时代。集中体现在各公司立项产品减少，而单项目预算上涨的周期之中。欲在国际竞争中做大做强，只有在**新品类创意**亦或是**传统品类做到极致**二择其一进行突破。**这会导致各公司可同时支撑的项目数量减少和单项目风险上升，这一变化又会反过来使得头部公司在全球市场集中度提升，因此我们建议关注腾讯控股等头部公司。**但另一方面，版号配额限制又会对超头部公司在中国市场的产品数量产生抑制作用，并限制其市占率的提升。**因此我们建议关注网易、三七互娱、完美世界、吉比特等二梯队公司。**

2.6 长视频：明确核心用户，挖掘核心价值

2.6.1 政策：鼓励优质内容文化输出，加强从业人员规范

内容端强调作品导向，鼓励百花齐放。二十大报告中明确提出，坚持以人民为中心的创作导向，推出更多增强人民精神力量的优秀作品。内容娱乐不能仅仅关注经济效益，要求将社会效益放在首位。可以看到 22 年国庆档期，优质主旋律电影《万里归途》、《钢铁意志》、《平凡英雄》整体的票房表现优异。

人才队伍管理也是近年来的重点。在推出优质作品的同时，二十大报告指出要培育造就大批德艺双馨的文学艺术家和规模宏大的文化文艺人才队伍。艺人管理一直以来是监管重点。

- **在艺人薪酬方面**，除了之前出台的“限薪令”，2022 年 5 月发布的《演员聘用合同示范文本（试行）》并于使用说明中指出，**演员片酬等劳务合同须以本人名义采取书面形式签订，不得为税后收入合同。**片酬等劳务收入，**不得使用现金方式支付，不得以股权、房产、珠宝、字画、收藏品等变相支付报酬形式隐匿收入，**严格区分个人收入和工作室经营所得、公司收入。
- **在艺人从业方面**，2022 年国家广播电视总局严肃处理有偷逃税、“阴阳合同”、“天价片酬”等违法违规行为的演员和相关机构，禁止违法失德艺人通过电视剧发声出镜。市场监管总局等七部门于 10 月 31 日联合印发《关于进一步规范明星广告代言活动的指导意见》，强调运用多种措施构建起规范明星广告代言活动的治理体系，为维护好明星代言领域清朗空间提供新的制度支撑。

2.6.2 用户接近天花板，提价成为行业共同选择

从流量侧来看，长视频行业“两超两强”的格局依然稳定。爱奇艺和腾讯仍旧占有绝对的流量优势，为“两超”。优酷和芒果为“两强”。

- 根据 Questmobile，22Q3 爱奇艺平均 MAU 为 46545 万人，同比下降 17.74%，环比上升 3.83%；腾讯视频 41423 万人，同比下降 11.17%，环比增长 2.30%；优酷视频 25156 万人，同比增长 8.57%，环比增长 0.65%。芒果 TV 为 27623 万人，同比增长 17.15%，环比增长 9.99%。
- 根据 Questmobile，22Q3 平均爱奇艺人均单日使用时长为 78.6 分钟，同比增长 12.41%，环比增长 5.32%。腾讯视频为 72.9 分钟，同比增长 4.75%，环比下降 0.43%。优酷视频为 52.4 分钟，同比下降 2.95%，环比下降 6.91%。芒果 TV 为 76.8 分钟，同比增长 0.58%，环比下降 0.68%。

图 62：优爱腾芒 MAU（万）变化趋势

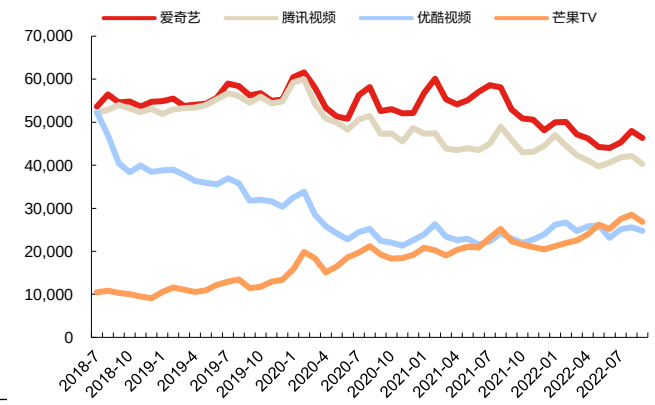
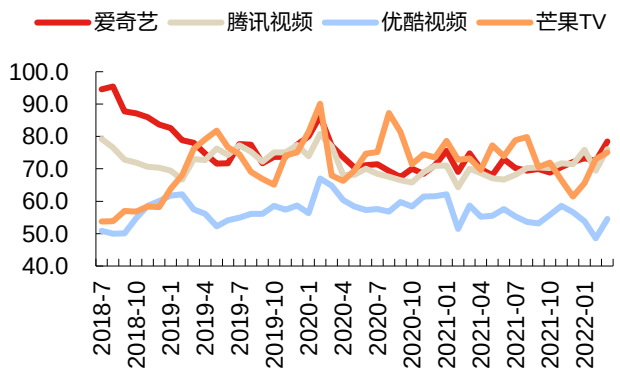


图 63：优爱腾芒人均单日使用时长（分钟）变化趋势



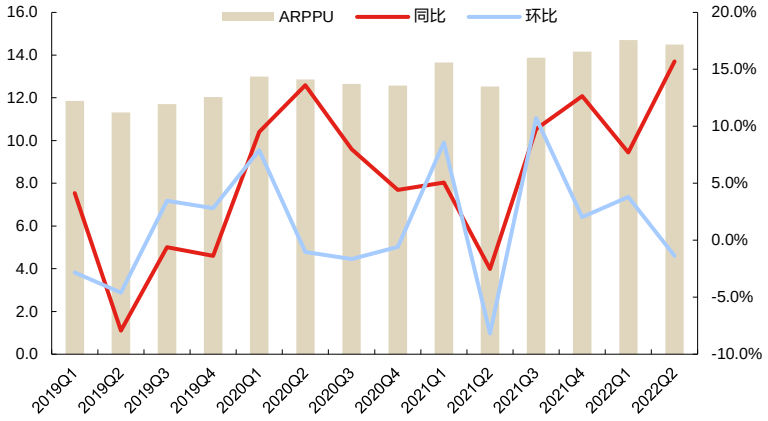
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：QuestMobile、东方证券研究所

数据来源：QuestMobile、东方证券研究所

会员提价已成为大势所趋，提价后的 ARPPU 提升有望逐步释放。以率先提价的爱奇艺为例，22Q2 爱奇艺月均 ARPPU 为 14.53 元，同比上升 15.70%，环比下降 1.36%。同比上升主要系爱奇艺上线内容市场表现优秀以及公司对于会员政策的持续完善。腾讯视频也分别于 2021 年 4 月和 2022 年 4 月进行两次提价。芒果超媒也在 22Q1 财报会议上表示，陆续提价将会成为行业趋势，芒果将会以一年两次的频率进行会员提价。

图 64：爱奇艺 ARPPU（元）变化

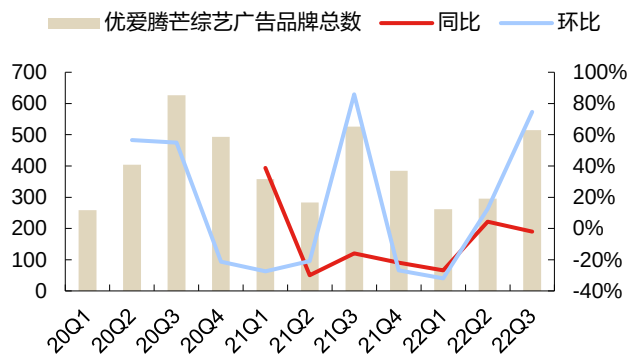


数据来源：爱奇艺公司公告，东方证券研究所

2.6.3 广告有所承压，芒果逆势增长

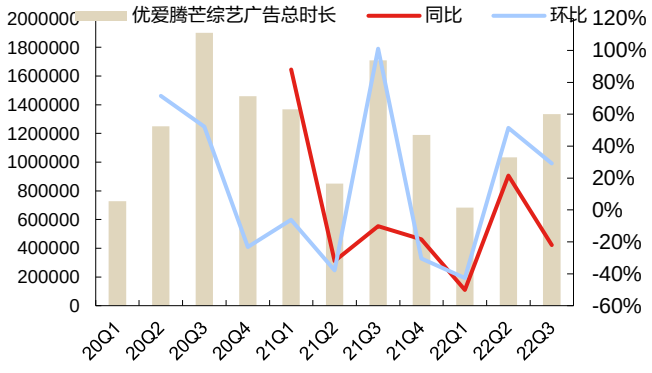
22Q3 优爱腾芒广告品牌总数为 515 家，同比减少 2.1%，环比增长 74.6%。广告总时长为 1334150 秒，同比减少 21.9%，环比增加 29.2%。广告品牌数和总时长的同比减少主要系内容排播遭遇政策压力，且教育、游戏、保险等行业由于政策影响降低投放意愿。

图 65：优爱腾芒综艺广告品牌总数（个）



数据来源：击壤数据，东方证券研究所

图 66：优爱腾芒广告总时长（秒）

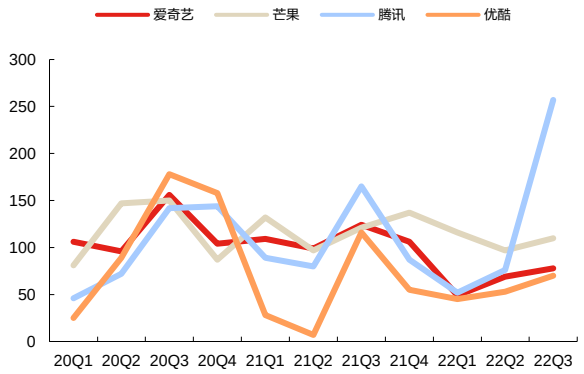


数据来源：击壤数据，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

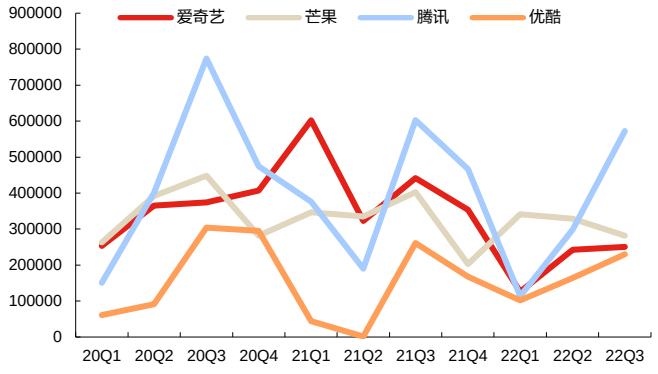
22Q3 腾讯视频广告时长顺势增长，环比提升 91.83%，实现反超。22Q3 腾讯视频综艺广告时长为 572949 秒，环比增长 91.83%，占优爱腾芒总广告时长的比例可达 42.94%，位列第一。爱奇艺、优酷广告时长分别环比增长 3.31%、40.29%，仅芒果 TV 环比下降 14.32%。优爱腾广告时长环比上升主要系 Q2 季度本身广告市场较短，并受到广告本身周期性影响。随着各头部平台对政策理解深入、广告需求回暖，预期 22 年 Q4 广告时长增速平稳。

图 67：优爱腾芒各平台品牌广告数目变化（个）



数据来源：击壤数据、东方证券研究所

图 68：优爱腾芒各平台品牌广告总时长变化（秒）



数据来源：击壤数据、东方证券研究所

3. 互联网平台发展方向：赋能实体经济，良好网络生态，持续健康发展

由于兼顾数字经济及文化生产传播作用，其持续健康发展至关重要，二十大报告进一步为互联网发展指明方向，我们分为 3 点核心内容和 3 点其他内容来看。

首先，和互联网直接相关的 3 点核心内容。

- **其一，数字经济方面互联网赋能实体经济，**二十大提出“坚持把发展经济的着力点放在实体经济上…加快发展数字经济，促进数字经济和实体经济深度融合”，我们认为，互联网作为数字经济的重要部分，通过网络基础设施和信息化能力对实体发展及效率提升具有重要作用。
- **其二，互联网内容方面监管持续，**二十大肯定了十年以来我国“网络生态持续向好，意识形态领域形势发生全局性、根本性转变”，同时提出“加强全媒体传播体系建设…健全网络综合治理体系，推动形成良好网络生态”，“加强个人信息保护”，我们认为，作为文化生产参与方及传播渠道方之一，对网络生态建设富有责任，未来国家对内容生产及传播仍会持续强监管，对于不良信息，违规信息的传播采取严格处理措施。
- **其三，平台经济方面加强反垄断管理，**引导资本健康发展。二十大提出“加强反垄断和反不正当竞争…依法规范和引导资本健康发展”，该相似内容在十九大中也有所体现。我们认为， 对平台经济的监管不是限制其发展，而是规范引导其健康持续发展。

其次，和互联网间接相关的 3 点其他内容。

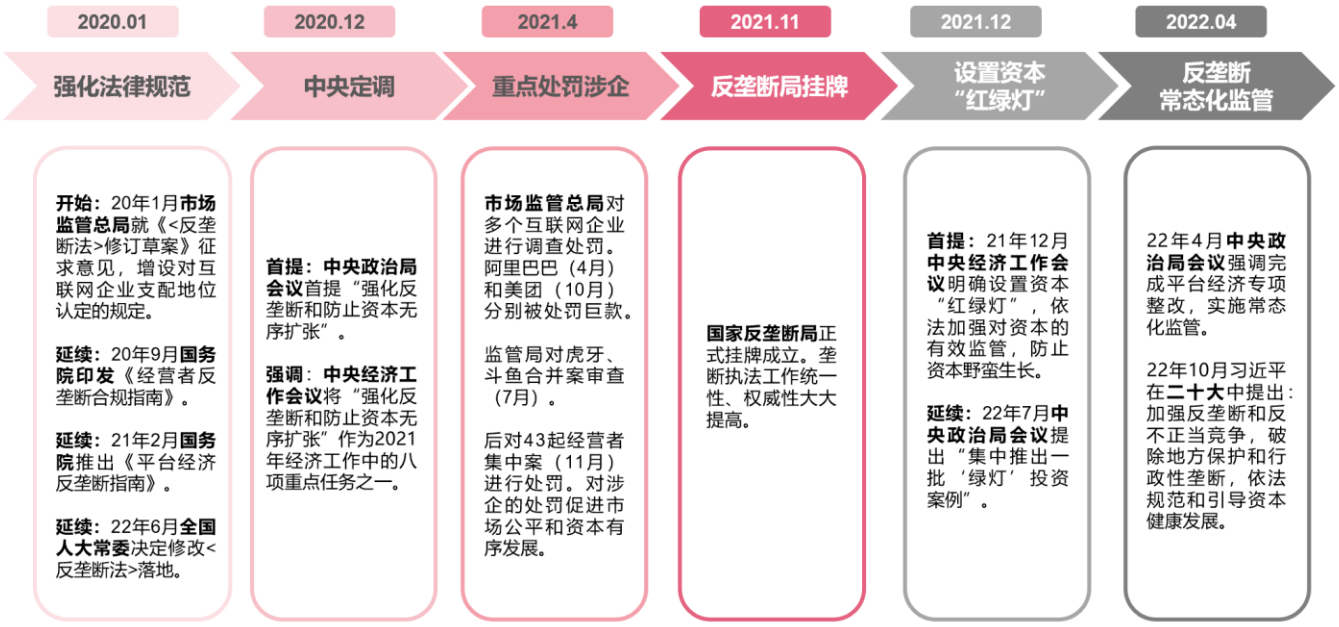
- **其一，人力保障方面，就业优先，同时加强灵活就业和新就业形态劳动者权益。**二十大提出“实施就业优先战略…支持和规范发展新就业形态…加强灵活就业和新就业形态劳动者权益

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

保障。”我们认为，外卖、快递、网约车司机等涉及到灵活就业形态， 后续社保等问题将逐步优化落地。

- **其二，人才建设方面，职业教育职普融通、产教融合，引导规范民办教育发展，有助于职业教育，民办教育企业进一步规范发展**。二十大提出“统筹职业教育、高等教育、继续教育协同创新，推进职普融通、产教融合、科教融汇，优化职业教育类型定位…引导规范民办教育发展。”
- **其三，支持企业科技创新。二十大提出“推进高质量发展还有许多卡点瓶颈，科技创新能力还不强”的问题，支持企业科技创新。**

图 69：2020 年以来反垄断进程



数据来源：国务院，市场监管总局等，东方证券研究所

此外，我们梳理了近年来历次政治局会议对互联网的要求。**2020 年底以来，政治局会议多次提到互联网和平台经济，关键词逐步变化 “强化、防止→加强、改进→促进、出台支持→常态化监管、‘绿灯’投资案例”，治理推进落实。**以政治局及相关会议归纳来看，针对平台经济管理从 20 年开始启动，21 年一系列规划及细节指导意见出台，22 年各项指导已逐步落地，管理取得一定成果，并提出促进支持平台经济健康发展，平台经济逐步进入正轨。

1）启动：关键词“强化、防止”，2020 年 12 月，中央政治局首次提出概念，并在政治局会议（12 月经济工作会议）中强调“强化反垄断和防止资本无序扩张…国家支持平台企业创新发展…同时要依法规范发展，健全数字规则”，同月对阿里启动反垄断调查。

2）一系列规划出台：关键词“加强、改进”，2021 年 4 月政治局会议再次提到“加强和改进平台经济监管，促进公平竞争”，各细分行业相关部委指导意见、管理办法出台，从 21 年 2 月起贯穿全年，同年阿里、美团反垄断处罚落地。

3）取得一定成果，政策逐步落地：关键词“促进、出台支持”，2022 年 3 月 16 日刘鹤副总理提出“促进平台平稳健康发展”，2022 年 4 月政治局会议 “要促进平台经济健康发展…出台支持平

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

台经济规范健康发展的具体措施”，2022 年 7 月政治局会议提出“要促进平台经济健康发展…平台经济实施常态化监管，集中推出一批‘绿灯’投资案例”，平台经济逐步进入正规。

表 6：中央政治局会议中有关互联网和平台经济的表述

2020 年 12 月 政治局会议	2021 年 4 月 政治局会议	2021 年 7 月 政治局会议	2021 年 12 月 政治局会议	2022 年 4 月 政治局会议	2022 年 7 月 政治局会议
1）强化反垄断和防止资本无序扩张。国家支持平台企业创新发展…同时要依法规范发展，健全数字规则。要完善平台企业垄断认定、数据收集使用管理、消费者权益保护等方面的法律规范。要加强规制，提升监管能力，坚决反对垄断和不正当竞争行为。 2）大力发展数字经济，加大新型基础设施投资力度。	1）引领产业优化升级，强化国家战略科技力量，积极发展工业互联网，加快产业数字化。 **2）加强和改进平台经济监管，促进公平竞争**	1）加快贯通县乡村电子商务体系和快递物流配送体系。 2）完善企业境外上市监管制度 3）改进对灵活就业人员的劳动者权益保障。	科技政策要加快落地，继续抓好关键核心技术攻关，强化国家战略科技力量，强化企业创新主体地位，实现科技、产业、金融良性循环。	**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。**	**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，集中推出一批“绿灯”投资案例。**
强化、防止→加强、改进→促进、出台支持→常态化监管、“绿灯”投资案例					

资料来源：共产党员网，东方证券研究所绘制

总结来看，未来不是限制互联网平台发展，而是要在规范下持续健康发展，引导公平竞争，助力实体经济，承担社会责任（无论是对就业员工的责任，还是对内容生产及传播的责任等）。此外，加强技术创新，“向更大范围、更深层次、更高效率方向发展”（《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》）。

4. 投资建议

经济稳增长预计将成为 23 年的主线，结合行业周期，业务弹性与估值水平，排序如下：拼多多(PDD.O，买入)、BOSS 直聘(BZ.O，买入)、腾讯控股(00700，买入)、快手-W(01024，买入)、京东集团-SW(09618，买入)、美团-W(03690，买入)、阿里巴巴-SW(09988，买入)等。

此外，1）单位流量价值均值回归角度，建议关注哔哩哔哩-W(09626，买入)、芒果超媒(300413，增持)、分众传媒(002027，买入)；**2）游戏板块关注海外业务储备更多，产品精品化、游戏生命周期更长的标的**：网易-S(09999，买入)、三七互娱(002555，未评级)、完美世界(002624，买入)、吉比特(603444，未评级)。

风险提示

- **国际局势风险：**国际局势动荡，或有超预期事件发生，导致对上述部分行业影响超预期。
- **疫情及宏观经济风险：**疫情持续变化中，对经济、消费造成影响，进而对平台产生影响难以预估。
- **政策风险：**行业监管政策动态变化， 存在实际情况或走势和文中理解和预期不符的情况。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

- **竞争格局风险：**移动互联网用户逐步迫近天花板，各平台在用户获取端竞争激烈，高额获客成本会降低公司盈利能力。
- **假设条件变化影响测算结果：**文中测算基于设定的前提假设基础之上，存在假设条件发生变化导致结果产生偏差的风险。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附录

表 7：互联网行业公司估值表

	公司名	截止北京时间 22/12/20 当前市值（百万元）	PS		P/营业利润		PE	
			22E	23E	22E	23E	22E	23E
9988.HK	阿里巴巴	1,651,497	1.9	1.8	11.7	10.2	10.8	9.5
	阿里巴巴（仅核心电商平台）	1,651,497	5.6	5.5	NA	NA	8.0	7.9
9618.HK	京东	627,269	0.6	0.5	24.0	18.0	23.8	19.0
	京东（仅零售业务）	627,269	0.7	0.6	18.8	16.3	23.5	20.3
PDD.O	拼多多	766,776	5.7	4.5	17.8	12.0	18.3	13.3
	拼多多（仅主站）	766,776	6.6	5.4	15.4	11.2	15.7	12.1
3690.HK	美团	991,236	4.6	3.6	2,895	70	346	61
	美团（仅核心主业）	991,236	6.7	5.5	32.7	28.1	NA	NA
1024.HK	快手	271,059	2.9	2.5	-45.3	67.2	-44.6	80.6
	快手（仅国内）	271,059	2.9	2.5	447.2	31.8	437.2	30.6
9626.HK	哔哩哔哩	64,049	2.9	2.4	NA	NA	NA	NA
0700.HK	腾讯	2,747,861	5.0	4.5	14.1	15.8	23.2	18.1
9999.HK	网易	327,102	3.5	3.4	16.4	15.6	14.2	14.1
BZ.O	BOSS 直聘	57,934	12.9	9.8	396.8	95.9	81.0	40.4

数据来源：wind，Bloomberg，东方证券研究所；注：
1）腾讯 P/营业利润为 IFRS，PE 为 non-IFRS
2）阿里巴巴 21-23E 的盈利预测分别对应公司财报 FY22-FY24
3）京东集团（仅零售业务）使用营业利润扣税 20%计算 non-gaap 归母净利润
4）美团（仅算核心主业）：2021 年为老口径历史数据，2022 年及之后按新口径计算
5）网易是 P/营业利润为 GAAP，PE 为 non-GAAP

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，资产管理、私募业务合计持有分众传媒(002027)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。