

2022 年 1 月 17 日

海外科技

2022 年互联网投资策略：拥抱监管新常态，探寻细分赛道增长机遇

■ **拥抱监管新常态，积极探寻细分赛道增长机遇：**2021 年以来互联网板块的表现可谓跌宕起伏，2021 年初至今恒生科技指数累计跌幅约三成，一方面板块迎来强监管，涉及平台经济反垄断、数据信息安全、教育民生等多个领域，我们认为监管政策并非为了限制增长或反对盈利，而旨在鼓励良性竞争，有利于引导行业长期健康发展，在奠定了大方向指引后，近期部分细则正在陆续出台，整体政策环境逐步明朗化。另外整体行业迈入重要投入期，电商行业迎来结构性增长机会，生鲜、快消、医疗健康等原来线上渗透率较低的细分品类迸发出强劲势头，各平台纷纷加大投入深耕基建；游戏行业通过拓展新品类、投入新技术以及打造高品质游戏进军海外市场抢夺增长机遇。

■ **电商战场群雄角逐，探索差异化满足用户多样化需求：**①**综合电商：**综合电商平台竞争加剧，阿里核心业务增速逐步跟大盘趋同，正搭建多元产品矩阵、发力下沉市场、投入战略领域及探索海外市场应对挑战。京东在带电及大商超优势品类上的稳固地位、扎实的供应链能力使其表现更具韧性。拼多多买家盘已位列行业首位，通过投入农业板块及探索品牌合作满足用户多样化需求。②**社区团购：**行业内中腰部平台逐步出清，竞争格局日渐清晰，但整体行业仍然处在重要投入阶段，美团优选和多多买菜竞争优势显著，淘菜菜增速亮眼，京喜拼拼投入保持纪律性。③**直播电商：**直播电商通过内容引导用户进行发现式购物，其发展依旧在快车道，目前已形成三强林立格局，淘宝直播是淘系内容生态重要一环；抖音定位兴趣电商；快手打造信任电商。④**本地生活：**本地生活赛道竞争格局清晰，美团优势地位稳固，数字化的本地生活服务市场仍处于初期发展阶段，艾瑞预测中国本地生活服务市场规模将从 2020 年 20 万亿元增长到 2025 年 35 万亿元，同期线上渗透率将从 24% 提升至 31%。

■ **在线娱乐赛道表现分化，关注游戏出海和短视频商业化进展：**①**游戏行业**建议关注头部公司新品储备及出海机遇，腾讯网易产品储备较为丰富，海外市场是中长期驱动增长的重要动力。监管方面未成年用户防沉迷已逐步落地，建议积极关注版号进展。②**短视频行业**积累了较高的用户基数，但时长份额仍在扩张，整体商业化具备较大增长潜力，抖音和快手本身依托娱乐场景，而视频号基于微信的熟人社交关系链，与抖快形成差异化定位及运营特征。

■ **元宇宙概念迸发新机遇，头部互联网公司积极布局：**2020 年后在疫情催化下线上化趋势加速，2021 年 Roblox 美股上市、Facebook 更名 Meta 也引发市场热切关注，头部互联网公司也在积极布局元宇宙，腾

行业深度分析

证券研究报告

海外科技

投资评级 **领先大市-A**
 维持评级

孙延

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520040004
 sunyan1@essence.com.cn

相关报告

2021 年双十一主要电商表现小结	2021-11-12
2021 年 618 主要电商表现小结	2021-06-20
行业竞争加剧，电商旺季大促多方角逐	2021-06-16
电商行业迈入重要投入期；游戏板块丰富储备续力增长——互联网 Q4 总结及 Q1 展望	2021-04-06
2021 年互联网投资策略：拥抱新动能	2021-01-04
电商季节性符合预期，待 Q4 强反弹	2020-11-29
2020 年双十一主要电商表现小结	2020-11-12
行业估值反弹，龙头业绩亮眼——互联网 Q2 总结及 2H 展望	2020-08-31
板块分化加速，行业估值逐渐修复——互联网 Q1 总结及 Q2 展望	2020-06-03
行业恢复尚需耐心，板块迭代加快	2020-03-24
——互联网 Q4 总结及 Q1 展望	
疫情叠加季节性看互联网行业	2020-02-02

讯提出全真互联网概念，并将其称为移动互联网的下一波升级；网易已做好技术和规划筹备，将推出类似 Roblox 的元宇宙游戏平台。我们认为元宇宙目前依旧在发展初期，从概念走向现实需依赖人工智能、区块链、交互技术等核心技术的进一步驱动，技术实力领先的龙头互联网厂商已进行前瞻性布局。

■**投资建议：**①**电商渗透率仍有上行空间，建议关注下沉市场和新兴的线上品类增长机会**，首选**京东**（基本面稳健，应对宏观逆风表现有韧性）；积极关注**阿里巴巴**（电商基础设施布局完善，伴随宏观复苏可选品类表现有望改善）、**拼多多**（投入农业板块及探索品牌合作强化用户心智）。本地生活赛道竞争格局清晰，看好**美团**（竞争地位稳固、第二成长曲线显现）。②**在线娱乐赛道建议关注游戏出海和短视频商业化进展**。首选**网易**（业绩有催化，多款游戏将在全球市场上线）；长期看好**腾讯**（头部游戏长期保持变现活力，多元引擎驱动）；中短视频变现能力随流量盘扩大逐步增强，建议积极关注**快手**（调整组织架构优化运营效率、商业化潜力逐步释放）、**哔哩哔哩**（内容生态和激进的营销策略支撑用户增长）。

■**风险提示：**监管政策影响超预期；宏观经济增长放缓影响消费能力与意愿；不同类型应用对互联网用户时长竞争加剧；税收优惠减少影响利润。

内容目录

1. 行业迈入监管新常态，探寻细分板块的增长机遇.....	6
1.1. 2021 年回顾：是监管大年，也是重要的投入年.....	6
1.2. 2022 年展望：短期或仍有震荡，长期配置价值彰显.....	8
2. 电商战场群雄角逐，探索差异化满足用户多样化需求.....	12
2.1. 整体消费表现疲软，关注下沉市场及细分品类增长机遇.....	12
2.2. 综合电商平台竞争加剧，积极投入拓展服务用户的边界.....	14
2.3. 直播电商依旧在快车道，淘抖快三强林立.....	19
2.4. 本地生活赛道竞争格局清晰，短期阻力不改长期增长前景.....	23
3. 在线娱乐赛道表现分化，关注游戏出海和短视频商业化进展.....	26
3.1. 游戏行业处于重要投入期，关注新品储备及出海机遇.....	26
3.2. 视频化表达成为大趋势，短视频商业化仍大有可为.....	33
3.3. 长视频平台表现低迷，直播赛道迈入成熟阶段.....	38
4. 元宇宙概念迸发新机遇，头部互联网公司积极布局.....	40
5. 投资建议.....	45
6. 风险提示.....	45

图表目录

图 1：2020 年初以来恒生指数以及恒生科技指数走势.....	9
图 2：社会消费品零售总额及名义同比增速.....	12
图 3：中国实物商品网上零售额及同比增速（计算值）.....	12
图 4：线上实物零售消费渗透率计算值（单月）.....	12
图 5：线上实物零售消费渗透率（累计）.....	12
图 6：必选消费品社零同比增速.....	13
图 7：可选消费品社零同比增速.....	13
图 8：综合电商典型 App 新安装典型用户城市分布（2021.11.1）.....	13
图 9：综合电商典型 App 新安装典型用户年龄分布（2021.11.1）.....	13
图 10：各个品类线上渗透率及线上增长率.....	14
图 11：典型电商、本地生活及短视频应用 MAU.....	14
图 12：阿里巴巴客户管理收入及其增速.....	15
图 13：京东零售主业收入及同比增速.....	15
图 14：年化买家数对比.....	16
图 15：年化买家数季度净增对比.....	16
图 16：阿里巴巴 - 调整后 EBITA.....	16
图 17：京东 - 调整后净利润.....	16
图 18：拼多多 - 调整后净利润.....	17
图 19：美团 - 调整后净利润.....	17
图 20：社区团购微信小程序月活用户规模（2021.09）.....	19
图 21：社区团购 APP 月活用户规模.....	19
图 22：中国直播电商市场规模.....	19
图 23：中国直播电商市场渗透率.....	19
图 24：淘宝直播 VS 抖音电商 VS 快手电商用户画像.....	21
图 25：直播带货销售额 Top50 主播各平台数量占比.....	21
图 26：各直播带货平台 Top50 主播人均销售额.....	21

图 27: 淘宝直播是阿里内容与互动娱乐战略的重要一环.....	22
图 28: 抖音以内容为中心的兴趣电商模式.....	22
图 29: 快手打造信任电商, 引导购买转化.....	23
图 30: 中国餐饮行业零售总额.....	23
图 31: 中国餐饮行业零售总额中线上餐饮占比逐年提升.....	23
图 32: 美团 - 餐饮外卖交易笔数.....	24
图 33: 美团网络餐饮外卖平台服务收入及订单量市场份额.....	24
图 34: 生活服务类 App 月活用户数.....	24
图 35: 典型外卖商家 App 月活跃用户规模.....	24
图 36: 本地生活服务市场发展阶段.....	25
图 37: 线上外卖用户年龄分布 (2021.11)	25
图 38: 线上外卖用户城市分布 (2021.11)	25
图 39: 2020-2021 年不同年龄段不同城市外卖用户增长情况.....	25
图 40: 消费者做饭技能掌握情况 (2020.02)	25
图 41: 2021 年全球移动游戏市场实际销售收入构成.....	26
图 42: 全球移动游戏市场实际销售收入.....	26
图 43: 中国移动游戏市场实际销售收入.....	26
图 44: 中国移动游戏市场用户规模.....	26
图 45: 部分游戏公司研发费用占收比 (季度)	27
图 46: 部分游戏公司研发费用占收比 (年度/半年度)	27
图 47: 中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入.....	30
图 48: 中国自主研发移动网络游戏海外市场实际销售收入.....	30
图 49: 2021 中国自主研发移动游戏海外地区收入分布.....	30
图 50: 2021 中国自主研发移动游戏海外市场收入前 100 类型收入占比.....	30
图 51: 全球重要移动游戏市场流水 Top100 中国产移动游戏发行商数量.....	31
图 52: 全球重要移动游戏市场流水 Top100 中国产移动游戏数量.....	31
图 53: 2017-2021 年游戏版号发放数量.....	32
图 54: 2021 年各月游戏版号发放数量.....	32
图 55: 2021 年 6 月手机游戏 APP 整体用户及付费用户年龄分布.....	33
图 56: 移动网民人均 APP 使用时长占比.....	33
图 57: 短视频 APP 行业月活用户规模.....	34
图 58: 短视频行业市场规模.....	34
图 59: 主要短视频 App 月活跃用户数.....	35
图 60: 主要短视频 App 人均单日均使用时长.....	35
图 61: 快手的收入构成.....	36
图 62: 快手直播打赏收入增速逐步回落.....	36
图 63: 用户对短视频广告的态度 (2020)	36
图 64: 消费者选择直播购物的原因 (2020)	36
图 65: 抖音本地生活吃喝玩乐榜单.....	37
图 66: 快手与美团宣布达成互联互通战略合作.....	37
图 67: Tiktok 及抖音全球下载量.....	37
图 68: 快手海外市场月活跃用户数.....	37
图 69: 爱奇艺 - 广告收入.....	38
图 70: 腾讯 - 媒体广告收入.....	38
图 71: 爱奇艺和腾讯视频会员数比较.....	38

图 72: 长视频平台 MAU	38
图 73: 中国在线直播用户规模.....	39
图 74: 头部直播 APP MAU	39
图 75: 头部直播 APP 人均单日均使用时长	39
图 76: 元宇宙产业生态链.....	40
图 77: 元宇宙的发展阶段.....	40
图 78: 腾讯元宇宙版图	42
图 79: 网易伏羲提供各类型虚拟人形象.....	42
图 80: 网易“瑶台”元宇宙投资者活动	42
图 81: 百度“希壤”功能、优势及应用场景	43
图 82: 虚拟数字人 AYAYI 入职阿里.....	43
图 83: 哔哩哔哩虚拟偶像女团企划“灰姑娘”.....	44
图 84: 腾讯音乐虚拟音乐嘉年华 TMELNAD	44
表 1: 2021 年以来互联网行业重点监管条例梳理.....	6
表 2: 可比公司估值表 — 电商.....	9
表 3: 可比公司估值表 — 游戏.....	10
表 4: 可比公司估值表 — 视频直播音乐阅读.....	11
表 5: 可比公司估值表 — SaaS.....	11
表 6: 社区团购 VS 传统电商	17
表 7: 社区团购领域监管政策梳理.....	18
表 8: 淘宝直播 VS 抖音电商 VS 快手电商各维度对比.....	20
表 9: 腾讯游戏 Pipeline	27
表 10: 网易游戏 Pipeline	29
表 11: 2021 年中国内地市场及重要海外市场国产移动游戏流水 Top20.....	31
表 12: 2021 年腾讯网易游戏版号获取情况	32
表 13: 视频号、抖音及快手基本信息对比.....	34
表 14: 海内外科技巨头对元宇宙的理解及看法	41
表 15: 重点公司评级.....	45

1. 行业迈入监管新常态，探寻细分板块的增长机遇

1.1. 2021 年回顾：是监管大年，也是重要的投入年

2021 年互联网板块监管政策密集出台，我们观察到其特点之一是整体监管力度显著加强，特点之二是辐射面更广，涉及平台经济反垄断、国家和个人信息数据安全、教育民生、未成年人保护等多个领域，监管政策影响了投资人的风险偏好，并对互联网公司的盈利和估值带来了双重压力。我们观察到在奠定了大方向指引后，近期部分细则正在陆续出台，规定了具体执行时间和相关细化条例，整体政策环境逐步明朗化。

我们认为包括反垄断在内的一系列政策并非为了限制增长或反对盈利，而是旨在鼓励良性竞争，有利于引导整体行业的长期健康发展。我们建议市场积极关注监管细则的落地执行情况、用户消费数据走势、个股基本面趋势及行业竞争格局变动情况。

表 1：2021 年以来互联网行业重点监管条例梳理

反垄断				
时间	(监管)机构	(处罚)理由	(处罚)条例/法规	处罚对象/适用平台
2021.2.7	中共中央办公厅、国务院办公厅	预防和制止平台经济领域垄断行为，促进平台经济规范有序创新健康发展	《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》	平台经济
2021.3.5	十三届全国人大四次会议	强化反垄断和防止资本无序扩张	政府工作报告	平台经济
2021.3.15	国家市场监督管理总局	规范网络交易活动，维护网络交易秩序	自 2021 年 5 月 1 日起施行《网络交易监督管理办法》	网络交易平台
2021.4.10	国家市场监督管理总局	滥用市场支配地位，对平台商家提出“二选一”要求	处以 2019 年中国境内销售额 4% 罚款，计 182.28 亿元	阿里巴巴集团
2021.6.29	市场监管总局、国家发展改革委、财政部、商务部	在审查方式、审查标准、监督手段等方面细化实化有关规定，维护市场公平竞争	《公平竞争审查制度实施细则》	市场经济主体
2021.7.10	国家市场监督管理总局	如虎牙与斗鱼合并，将进一步强化腾讯在游戏直播市场的支配地位，不利于市场公平竞争、也不利于网络游戏和游戏直播市场规范健康持续发展	依法禁止虎牙公司与斗鱼国际控股有限公司合并	虎牙、斗鱼
2021.7.24	国家市场监督管理总局	收购中国音乐集团构成违法实施的经营者集中，本项集中对中国境内网络音乐播放平台市场具有或者可能具有排除、限制竞争效果	不得与上游版权方达成或变相达成独家版权协议或其他排他性协议，已经达成的须在三十日内解除	腾讯控股及腾讯音乐
2021.8.17	国家市场监督管理总局	为了制止和预防网络不正当竞争行为，维护公平竞争的市场秩序，保护经营者和消费者的合法权益，促进数字经济规范持续健康发展。	禁止网络不正当竞争行为规定（公开征求意见稿）	互联网平台
2021.8.30	中央全面深化改革委员会第二十一次会议	防止资本无序扩张，维护市场公平竞争	《关于强化反垄断深入推进公平竞争政策实施的意见》	平台企业
2021.10.8	国家市场监管总局	美团在中国境内网络餐饮外卖平台服务市场滥用市场支配地位	全额退还独家合作保证金 12.89 亿元，并处 2020 年中国境内销售额 1147.48 亿元 3% 的罚款，计 34.42 亿元	美团
2021.10.23	第十三届全国人大常委会第三十一次会议	进一步推动落实公平竞争审查制度	中华人民共和国反垄断法（修正草案）	市场经营者
2021.10.29	国家市场监管总局	推动我国平台经济规范健康发展，保护市场公平竞争，推动科技创新	《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）》，将互联网平台分为超级平台、大型平台及中小平台，分别按不同标准进行管理	互联网平台
信息/数据安全				
时间	(监管)机构	(处罚)理由	(处罚)条例/法规	适用对象/平台
2021.6.10	全国人大常委会	规范数据处理活动，保障数据安全，促进数据开发利用	自 2021 年 9 月 1 日起施行《中华人民共和国数据安全法》	所有企业及个人
2021.7.10	国家网信办	维护国家信息数据安全	《网络安全审查办法（修订草案征求意见稿）》	信息运营者

			意见稿)》公开征求意见的通知	
2021.7.12	工业和信息化部、国家互联网信息办公室、公安部联合印发	为了规范网络产品安全漏洞发现、报告、修补、发布等行为，防范网络安全风险	《网络产品安全漏洞管理规定》	网络产品提供者和网络运营者
2021.7.16	国家互联网信息办公室等七部门	严重违法违规收集使用个人信息问题	网络安全审查	滴滴出行
2021.7.30	国务院	建立专门保护制度，明确各方责任，提出保障促进措施，保障关键信息基础设施安全及维护网络安全	《关键信息基础设施安全保护条例》	重要网络设施、信息系统运营者
2021.8.20	全国人大常委会	针对过度收集信息，大数据杀熟等	自 2021 年 11 月 1 日起施行《个人信息保护法》	所有企业及个人
2021.8.27	国家网信办	规范互联网信息服务算法推荐活动，促进互联网信息服务健康发展	关于《互联网信息服务算法推荐管理规定（征求意见稿）》公开征求意见的通知	算法推荐服务提供者
2021.10.29	国家互联网信息办公室	为了规范数据出境活动，保护个人信息权益，维护国家安全和社会公共利益，促进数据跨境安全、自由流动	数据出境安全评估办法（征求意见稿）	数据处理者
2021.11.1	全国人大常委会	针对过度收集信息，大数据杀熟等	《中华人民共和国个人信息保护法》正式生效	所有企业及个人
2021.11.14	国家互联网信息办公室	规范网络数据处理活动，保护个人、组织在网络空间的合法权益，维护国家安全和公共利益	《网络数据安全条例（征求意见稿）》	所有企业及个人
2022.1.4	国家互联网信息办公室、中华人民共和国工业和信息化部、中华人民共和国公安部、国家市场监督管理总局	规范互联网信息服务算法推荐活动，促进互联网信息服务健康发展	《互联网信息服务算法推荐管理规定》公布，自 2022 年 3 月 1 日起施行	算法推荐服务提供者
2022.1.4	国家网信办等十三部门	维护国家信息数据安全	《网络安全审查办法》发布，自 2022 年 2 月 15 日起施行。	信息运营者

教育民生

时间	(监管)机构	(处罚)理由	(处罚)条例/法规	适用对象/平台
2021.7.16	人力资源社会保障部、国家发展改革委、交通运输部等共同印发	为支持和规范发展新就业形态，切实维护新就业形态劳动者劳动保障权益，促进平台经济规范健康持续发展	关于维护新就业形态劳动者劳动保障权益的指导意见	平台经济主体
2021.7.24	中共中央办公厅、国务院办公厅	切实提升学校教育水平，持续规范校外培训，有效减轻义务教育阶段学生过重作业负担和校外培训负担	“双减”文件：现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构；学科类培训机构一律不得上市融资等	K12 教培行业
2021.7.26	市场监管总局、国家网信办等	保障外卖送餐员正当权益	出台《关于落实网络餐饮平台责任切实维护外卖送餐员权益的指导意见》	美团等外卖平台
2021.8.30	国家新闻出版署	切实防止未成年人沉迷网络游戏	所有网络游戏企业仅可在周五、周六、周日和法定节假日 20 时至 21 时向未成年人提供服务	网络游戏企业
2021.11.30	交通运输部联合八部门	合理设定抽成比例上限，不得将驾驶员服务计分与服务时长、派单机制等挂钩。	《关于加强交通运输新业态从业人员权益保障工作的意见》	交通运输企业

其他

时间	(监管)机构	(处罚)理由	(处罚)条例/法规	适用对象/平台
2021.2.9	国信办	进一步加强网络直播行业的规范管理，促进行业健康有序发展	《关于加强网络直播规范管理工作的指导意见》	网络直播平台
2021.4.23	国家网信办等七部分	直播营销平台应当建立健全账号及直播营销功能注册注销，加强信息安全管理及营销行为规范	《网络直播营销管理办法（试行）》	直播营销平台
2021.7.12	文旅部	规范网络表演经纪机构经营	《网络表演经纪机构管理办法（征求意见稿）》	网络表演经纪机构
2021.8	银保监会	重点整治销售误导、强制搭售、费用虚高、违规经营等突出问题	《关于开展互联网保险乱象专项整治工作的通知》	互联网保险平台
2021.8.27	国家网信办	围绕明星榜单、热门话题、粉丝社群、互动评论等重点环节进一步整治“饭圈”乱象问题	关于进一步加强“饭圈”乱象治理的通知	明星艺人及经纪公司

2021.9.9	工信部	要求9月17日各平台必须按标准解除屏蔽	屏蔽网址链接问题行政指导会	互联网平台
2021.9.14	中共中央办公厅、国务院办公厅	强调加强青少年防沉迷工作机制，强化平台责任	《关于加强网络文明建设的意见》	内容平台
2021.9.15	国家互联网信息办公室	聚焦破解网站平台履行信息内容管理主体责任存在的认识偏差、管理失范突出问题	《关于进一步压实网站平台信息内容主体责任的意见》	社区平台
2021.11.27	国家市场监督管理总局	规范互联网广告活动，促进互联网广告业健康发展，维护公平竞争的市场经济秩序	《互联网广告管理办法（公开征求意见稿）》	广告主、广告平台等

资料来源：工信部，市场监管总局等官网，新浪科技，36氪，安信证券研究中心

注：截至2022年1月17日

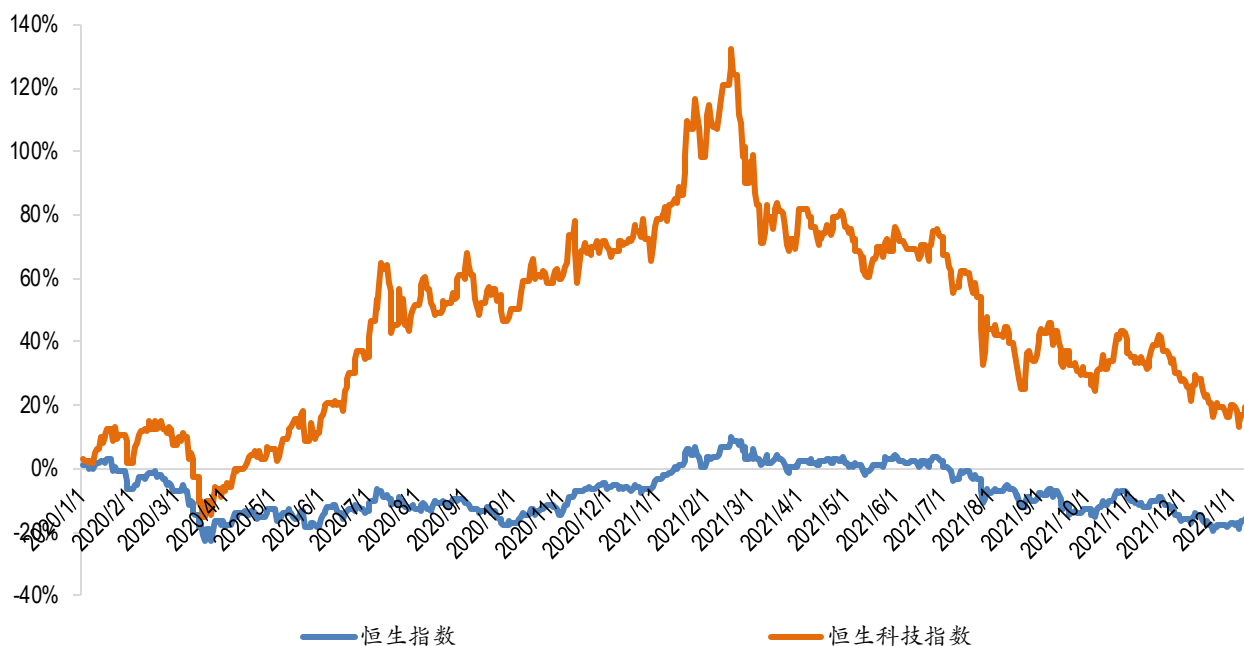
除了监管的强化之外，我们也观察到整体行业也在2021年迈入了重要的投入期。一方面在疫情影响下电商行业迎来结构性增长机会，同时蕴含了新一轮的投资方向，尤其是快消、医疗健康、生鲜等原线上渗透率较低的细分品类迸发出强劲的增长势头，但同时这些新兴的线上消费品类对供应链物流能力也提出了新要求。此外反垄断的态势也对互联网平台本身的运营能力提出了更高的要求，也迫使各平台纷纷加大投入深耕基建。

对于在线娱乐赛道而言，游戏行业在2020年高基数基础上发展，各游戏厂商一方面通过发展新品类、投入新技术以抢夺未来增长机遇驱动长期增长。腾讯提出将2021年部分利润增量用于投资新市场机遇，包括在游戏领域增加研发投入；哔哩哔哩逐步加大自研力度，目前自研团队人数规模已达1,000+；IGG计划扩充人员队伍以夯实研发实力，公司有30多款在研产品；截至1H21心动公司游戏研发人达1,270名，较2020年新增约140人，共有13款游戏处于研发中。另一方面也力图通过打造高品质游戏进军海外市场，当前头部公司的游戏储备中有多款产品定位面向全球市场推出，腾讯和网易目前海外游戏收入占比分别在20%+和10%+的体量，我们认为游戏出海至少是头部游戏公司未来3-5年的中长期策略。

1.2. 2022 年展望：短期或仍有震荡，长期配置价值彰显

2021年初至今恒生科技指数累计跌幅约三成，一方面强监管态势对公司业绩和估值造成双重压力，也对市场情绪造成负面扰动；另外一方面随着行业投入力度的加大，市场对个股全年的收益率预期也有所降低。短期来看，中美关系、宏观及消费走势、头部互联网公司减持事件以及个股基本面等因素仍在扰动市场风险偏好；长期来看，我们认为互联网行业依旧代表着较为先进的商业模式，各个平台也在积极承担社会责任、响应监管要求。我们认为当前核心标的估值已经较为充分反映了市场的担忧，基本面坚实、展望度高、壁垒深厚以及拥有强大组织管理能力和先进运营效率的标的仍具备长期投资价值。分板块来看，电商行业建议关注下沉市场和新兴的线上品类增长机会，在线娱乐赛道建议关注游戏出海和短视频商业化进展。

图 1：2020 年初以来恒生指数以及恒生科技指数走势



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 2：可比公司估值表 - 电商

公司名称	股票代码	货币	收盘价(元)	市值	P/E			P/S		
			2022/1/12	百万 美元	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
亚马逊	AMZN US	USD	3304.14	1,675,687	58.1	50.6	34.4	3.6	3.0	2.6
阿里巴巴	BABA US	USD	137.41	372,507	16.9	15.0	13.0	2.7	2.3	2.0
美团	3690 HK	HKD	227.00	176,559	na	na	103.0	6.2	4.6	3.5
京东	JD US	USD	76.40	119,106	48.1	38.7	26.6	0.8	0.7	0.6
SEA	SE US	USD	200.60	111,258	na	na	na	7.7	5.7	4.0
拼多多	PDD US	USD	60.38	75,674	86.5	45.6	25.2	4.9	3.7	2.8
EBAY	EBAY US	USD	64.32	40,265	16.2	14.3	12.9	3.9	3.7	3.5
Etsy	ETSY US	USD	178.06	22,575	46.9	46.0	36.3	9.8	8.2	6.8
Farfetch	FTCH US	USD	28.29	10,499	97.6	na	na	4.6	3.7	2.9
唯品会	VIPS US	USD	9.55	6,471	7.0	6.5	5.9	0.3	0.3	0.3
达达集团	DADA US	USD	12.32	2,882	na	na	20.2	2.7	1.8	1.2
叮咚买菜	DDL US	USD	11.32	2,260	na	na	na	0.7	0.5	0.3
宝尊	BZUN US	USD	14.23	1,030	36.2	15.1	9.9	0.7	0.6	0.5
蘑菇街	MOGU US	USD	0.40	40	na	na	na	na	na	na
平均值					45.9	29.0	28.7	3.7	3.0	2.4

资料来源：彭博，安信证券研究中心

注：以上为彭博预测

表 3：可比公司估值表 - 游戏

公司名称	股票代码	交易货币	收盘价 (交易 货币)	市值	P/E			P/S		
			2022/1/12	百万美元	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
A 股										
三七互娱	002555 CH	RMB	26.6	9,079	21.7	17.4	14.8	3.4	2.8	2.5
完美世界	002624 CH	RMB	18.0	5,312	26.2	14.5	12.3	3.5	2.7	2.3
吉比特	603444 CH	RMB	403.0	4,352	17.5	15.2	13.0	6.1	5.1	4.4
昆仑万维	300418 CH	RMB	22.6	4,185	16.6	13.9	11.3	5.4	4.3	3.4
游族网络	002174 CH	RMB	4.7	2,033	24.7	18.8	16.2	na	na	na
掌趣科技	300315 CH	RMB	14.2	2,007	23.6	19.5	17.3	3.8	3.3	3.1
顺网科技	300113 CH	RMB	16.2	1,730	62.6	44.9	39.1	8.3	6.6	5.5
平均值					27.6	20.6	17.7	5.1	4.1	3.5
美股										
网易	NTES US	USD	106.0	71,131	26.9	23.5	19.5	5.2	4.4	3.9
Roblox	RBLX US	USD	89.1	51,551	na	na	na	18.8	16.0	13.7
Activision Blizzard	ATVI US	USD	89.1	51,551	na	na	na	18.8	16.0	13.7
Electronic Arts	EA US	USD	64.8	50,480	17.0	16.8	14.3	5.8	5.6	4.9
Take-Two	TTWO US	USD	132.5	37,472	24.1	18.8	17.6	6.2	4.9	4.6
Zynga	ZNGA US	USD	156.1	17,994	26.1	32.5	23.4	5.3	5.1	4.5
平均值					26.1	22.2	19.7	3.6	3.3	3.0
港股										
腾讯	700 HK	HKD	480.8	585,785	27.9	24.9	20.5	6.6	5.6	4.8
网易	9999 HK	HKD	168.3	69,539	26.3	22.9	19.0	5.0	4.3	3.8
金山软件	3888 HK	HKD	37.3	6,375	50.5	43.2	26.9	6.5	5.3	4.4
心动	2400 HK	HKD	36.0	2,133	na	na	80.3	4.9	3.8	3.0
中手游	302 HK	HKD	3.1	1,144	7.8	6.0	5.0	1.4	1.2	1.0
创梦天地	1119 HK	HKD	5.5	944	na	17.5	12.2	2.3	1.9	1.6
IGG	799 HK	HKD	9.0	914	7.6	7.2	10.1	4.4	2.7	2.4
祖龙娱乐	9990 HK	HKD	5.0	731	7.7	7.3	5.2	0.9	0.9	0.8
友谊时光	6820 HK	HKD	1.5	400	9.3	6.6	5.1	1.5	1.2	1.0
平均值					19.6	16.9	20.5	3.7	3.0	2.5
日本										
Nintendo	7974 JP	JPY	53590.0	60,122	15.1	15.3	15.2	4.1	4.2	4.2
Nexon	3659 JP	JPY	2206.0	16,738	19.8	16.9	14.6	6.9	5.6	5.0
DeNA	2432 JP	JPY	1757.0	2,002	10.2	8.1	9.3	1.7	1.7	1.6
GungHo	3765 JP	JPY	2487.0	1994	7.9	8.4	8.2	2.2	2.3	2.2
平均值					13	12	12	4	3	3
韩国										
NCSOFT	036570 KS	KRW	616000.0	11,235	28.7	16.4	11.8	5.6	4.1	3.4
Netmarble	251270 KS	KRW	114000.0	8,067	38.4	24.7	22.8	3.7	3.0	2.8
Com2uSCorp	078340 KS	KRW	134100.0	1,426	17.8	12.8	11.7	3.2	2.4	2.1
NHN Entertainment	181710 KS	KRW	42900.0	1,299	20.5	15.4	12.5	0.8	0.7	0.6
DoubleUGames	192080 KS	KRW	54800.0	844	7.3	6.7	6.3	1.5	1.4	1.4
平均值			616000.0	11,235	28.7	16.4	11.8	5.6	4.1	3.4

资料来源：彭博，安信证券研究中心

注：以上为彭博预测

表 4：可比公司估值表 - 视频直播音乐阅读

公司名称	股票代码	货币	收盘价(元)	市值	P/E			P/S		
			2022/1/12	百万 美元	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
Netflix	NFLX US	USD	537.22	237,963	48.2	40.9	32.4	8.0	7.0	6.1
快手	1024 HK	HKD	85.65	45,514	na	na	na	3.6	2.8	2.2
Spotify	SPOT US	USD	231.31	44,133	na	na	115.8	4.0	3.3	2.9
哔哩哔哩	BILI US	USD	41.70	16,162	na	na	na	5.3	3.7	2.8
腾讯音乐	TME US	USD	7.34	12,423	19.4	20.4	17.5	2.5	2.4	2.2
阅文	772 HK	HKD	53.10	6,782	30.5	25.1	19.8	4.5	3.8	3.3
欢聚时代	YY US	USD	53.39	4,162	116.3	38.3	22.7	1.6	1.4	1.3
爱奇艺	IQ US	USD	4.92	3,883	na	na	na	0.8	0.8	0.7
知乎	ZH US	USD	5.33	2,993	na	na	na	6.4	3.6	2.2
陌陌	MOMO US	USD	9.62	2,281	6.4	5.6	4.9	1.0	0.9	0.9
虎牙	HUYA US	USD	7.43	1,763	31.2	na	20.7	1.0	0.9	0.9
斗鱼	DOYU US	USD	2.65	860	na	na	na	0.6	0.6	0.6
映客	3700 HK	HKD	1.56	384	7.2	5.3	4.1	na	na	na
天鸽	1980 HK	HKD	0.90	143	na	na	na	na	na	na
平均值					37.0	22.6	29.7	3.3	2.6	2.1

资料来源：彭博，安信证券研究中心

注：以上为彭博预测

表 5：可比公司估值表 - SaaS

公司名称	股票代码	货币	收盘价(元)	市值	P/E			P/S		
			2022/1/12	百万 美元	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
Adobe	ADBE US	USD	532.37	253,302	42.7	38.5	32.7	16.1	14.1	12.3
Salesforce	CRM US	USD	237.83	234,263	51.3	50.7	50.4	11.1	8.9	7.4
SAP SE	SAP US	USD	140.15	172,175	19.1	24.2	22.4	5.5	5.3	4.8
Shopify	SHOP US	USD	1168.76	146,858	185.3	184.8	125.6	32.1	24.2	17.9
ServiceNow	NOW US	USD	573.39	114,105	96.8	79.4	62.0	19.4	15.4	12.4
Atlassian	TEAM US	USD	320.59	81,030	239.2	195.8	151.9	39.4	31.1	24.9
Workday	WDAY US	USD	257.96	64,490	95.5	66.2	72.3	15.0	12.6	10.5
RingCentral	RNG US	USD	188.21	17,346	142.5	113.8	83.2	11.0	8.8	7.0
Zendesk	ZEN US	USD	101.95	12,397	157.1	116.4	76.4	9.3	7.3	5.9
Paylocity	PCTY US	USD	213.38	11,742	109.5	88.7	74.7	18.4	14.3	11.8
Five9, Inc	FIVN US	USD	133.12	9,059	121.2	119.5	85.8	15.1	12.1	9.8
New Relic	NEWR US	USD	107.85	7,055	na	na	na	10.7	9.0	7.8
TriNet Group, Inc	TNET US	USD	88.40	5,812	17.5	17.7	15.7	5.0	4.9	4.5
Qualys Inc.	QLYS US	USD	127.55	4,952	40.2	38.2	34.0	12.1	10.7	9.4
SPS Commerce, Inc	SPSC US	USD	125.55	4,515	70.1	62.1	51.2	11.8	10.2	8.8
Appfolio Inc	APPF US	USD	121.14	4,200	na	248.2	136.1	11.8	9.9	8.4
微盟	2013 HK	HKD	8.03	2,541	na	na	72.1	5.9	4.6	3.5
有赞	8083 HK	HKD	0.39	875	na	na	na	3.4	2.8	2.1
平均值					99.1	96.3	71.7	14.0	11.3	9.3

资料来源：彭博，安信证券研究中心

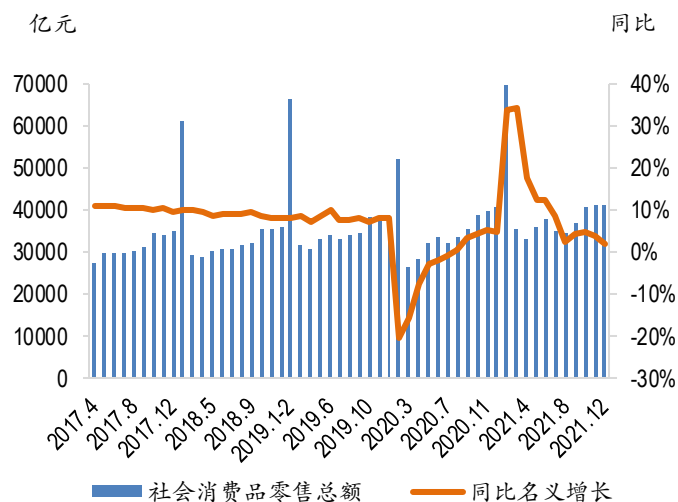
注：以上为彭博预测

2. 电商战场群雄角逐，探索差异化满足用户多样化需求

2.1. 整体消费表现疲软，关注下沉市场及细分品类增长机遇

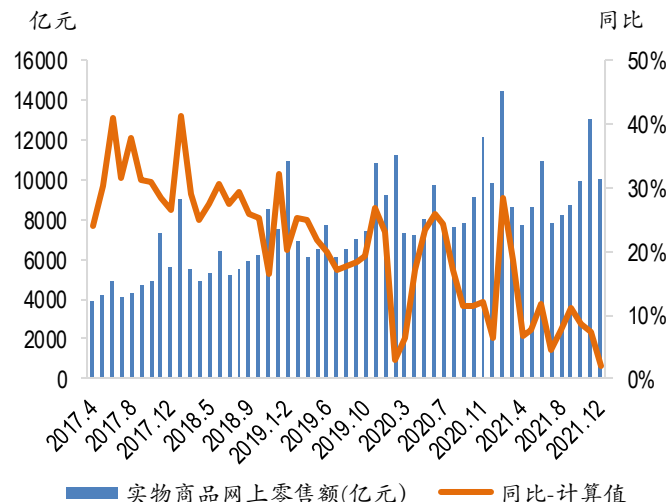
国内整体消费表现疲软，电商渗透率呈季节性波动。受到宏观逆风、疫情反复影响，12月社会消费品零售额同比增长放缓至1.7% (VS 10/11月同比+4.9%/3.9%)，线上渗透率在11月大促驱动下突破三成比例后在12月有所回落。近期商务部等部门发布《十四五国内贸易发展规划》，规划指出到2025年社会消费品零售总额达到约50万亿元，网上零售额达到17万亿元左右，我们计算得2020-2025年网上零售额复合增速约8%。

图2：社会消费品零售总额及名义同比增速



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

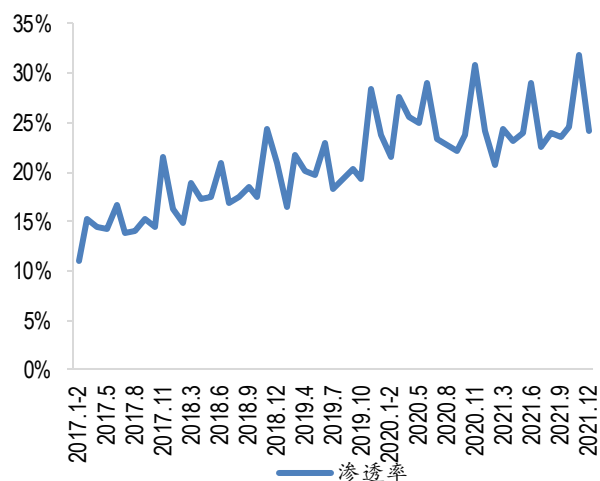
图3：中国实物商品网上零售额及同比增速（计算值）



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

注：同比增速为安信证券研究中心计算值。

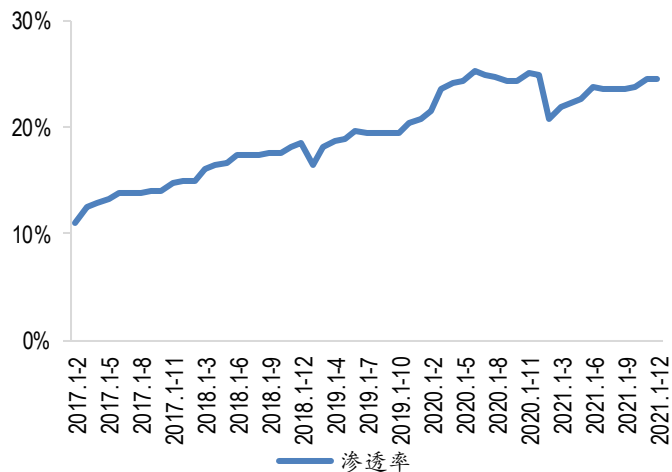
图4：线上实物零售消费渗透率计算值（单月）



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

注：同比增速为安信证券研究中心计算值。

图5：线上实物零售消费渗透率（累计）

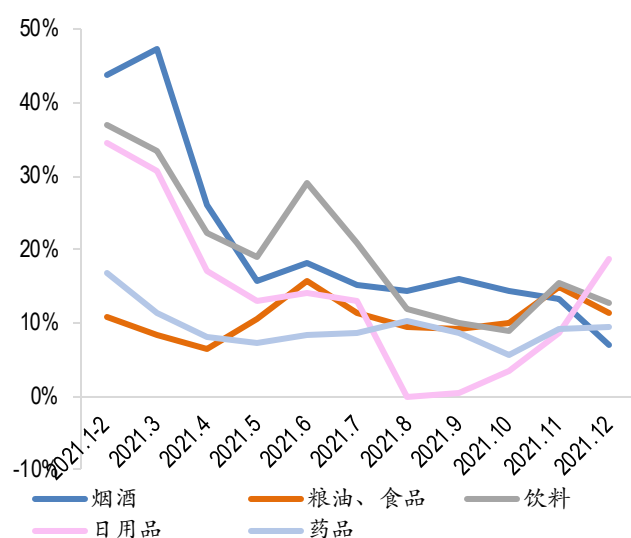


资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

注：同比增速为安信证券研究中心计算值。

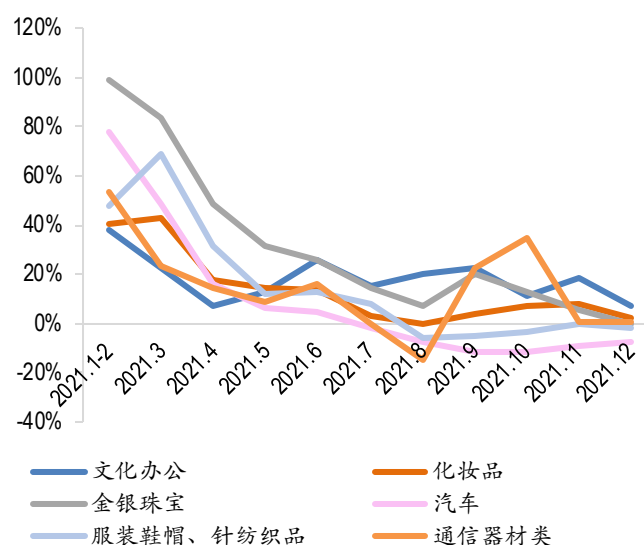
分品类来看，我们认为必选消费品在宏观逆风下表现出一定韧性，日用品/饮料/粮油食品/药品/烟酒12月社零同比增速分别为18.8%/12.6%/11.3%/9.4%/7.0%。而可选消费品各品类表现较为分化，其中文化办公同比+7.4%，化妆品在大促后增速回落至2.5%。服装品类同比降幅扩大至2.3%。受到新款手机发布影响，通讯器材增速波动较大。12月汽车零售额同比-7.4%，同比降幅略有好转。

图 6：必选消费品社零同比增速



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

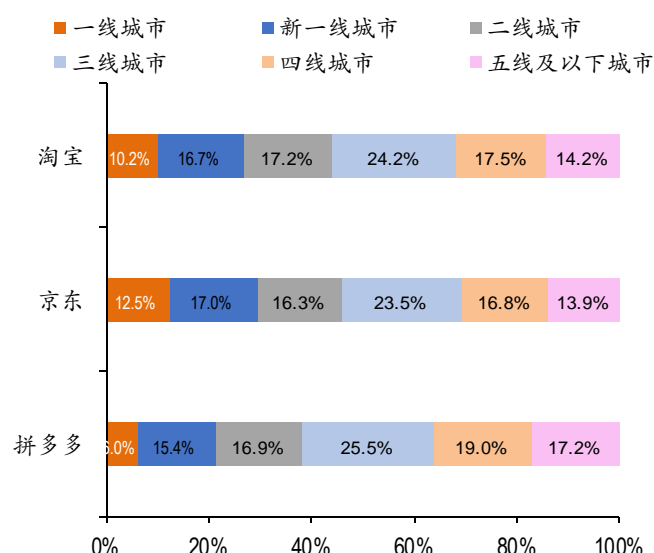
图 7：可选消费品社零同比增速



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

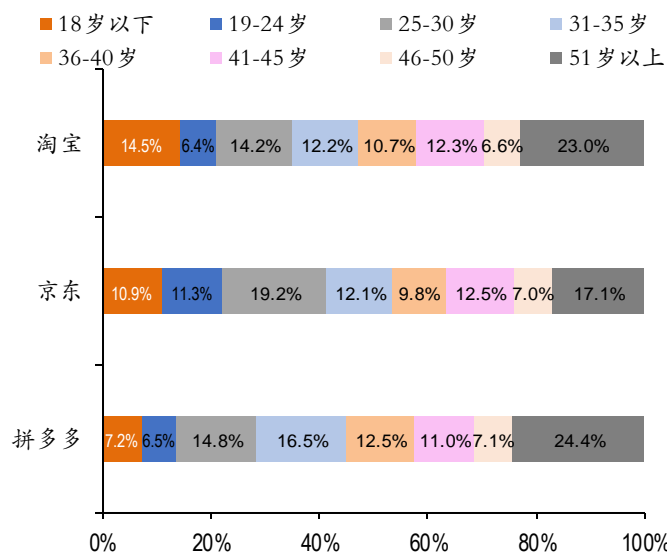
下沉市场依旧是新增用户的主力，电商基础设施的日益完善也有望激发下沉市场发展潜能。根据 QuestMobile，2021 年 11 月 1 日淘宝/京东/拼多多新增用户中来自三线及以下城市的用户占比分别为 55.9%/54.2%/61.7%，综合电商平台在下沉市场的拉新也收获了众多老年用户，同期淘宝/京东/拼多多新增用户中 45 岁以上的中老年用户占比分别为 29.6%/24.1%/31.5%。《中国“十四五”电子商务发展规划》显示 2020 年中国农村网络零售额达 1.79 万亿元，是 2015 年的 5.1 倍，此外国家也出台相关政策鼓励搭建基础设施推动农村电商发展，商务部及邮政局提出要建设一批农村电商快递协同发展示范区，争取到 2025 年在具备条件的地区基本实现县县有中心、乡乡有网点、村村有服务。

图 8：综合电商典型 App 新安装典型用户城市分布 (2021.11.1)



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

图 9：综合电商典型 App 新安装典型用户年龄分布 (2021.11.1)

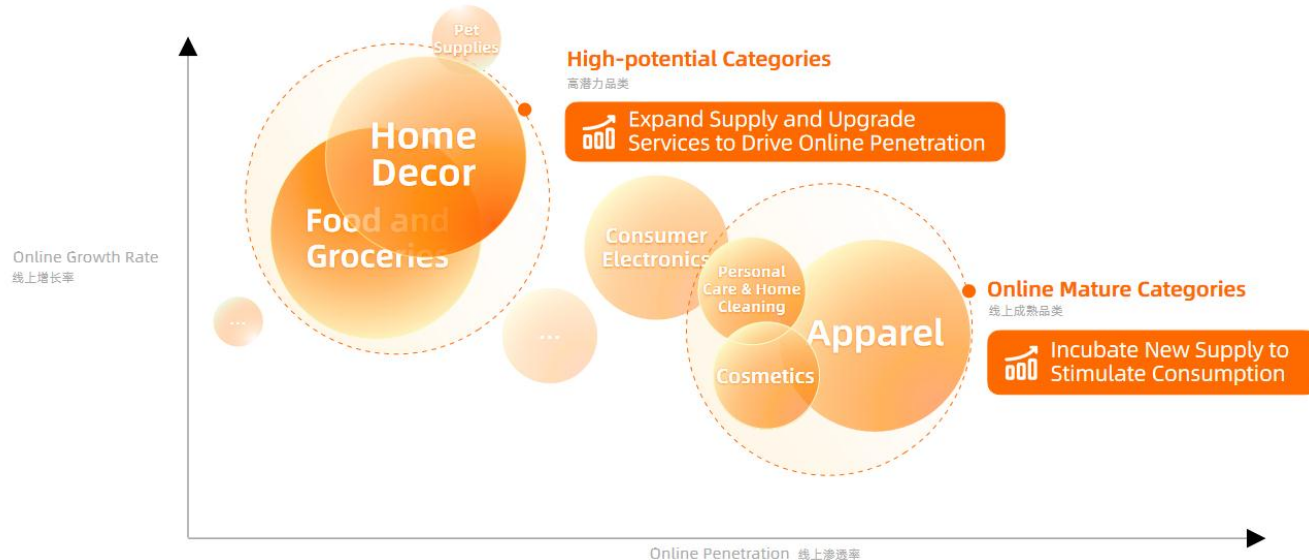


资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

目前国内单月电商线上渗透率在大促季已经突破三成，中国电商渗透率已在全球市场居于领先水平，但长期来看我国电商渗透率仍有上行空间。从各个品类线上渗透率来看，我们认为服装及美妆护肤已经是较为成熟的线上品类，消费电子以及 3C 家电品类也有着丰富的线上

运营经验。而家居家装、生鲜食品等品类线上渗透率依旧较低，同时疫情后快消、医疗健康品类也迸发出强劲的增长势头，这些细分品类在蕴含潜在增长机遇的同时，也对各个平台的供应链、物流履约能力也提出了更高的要求，这些新兴的线上平台也是未来电商渗透率进一步提升的重要动力。

图 10：各个品类线上渗透率及线上增长率

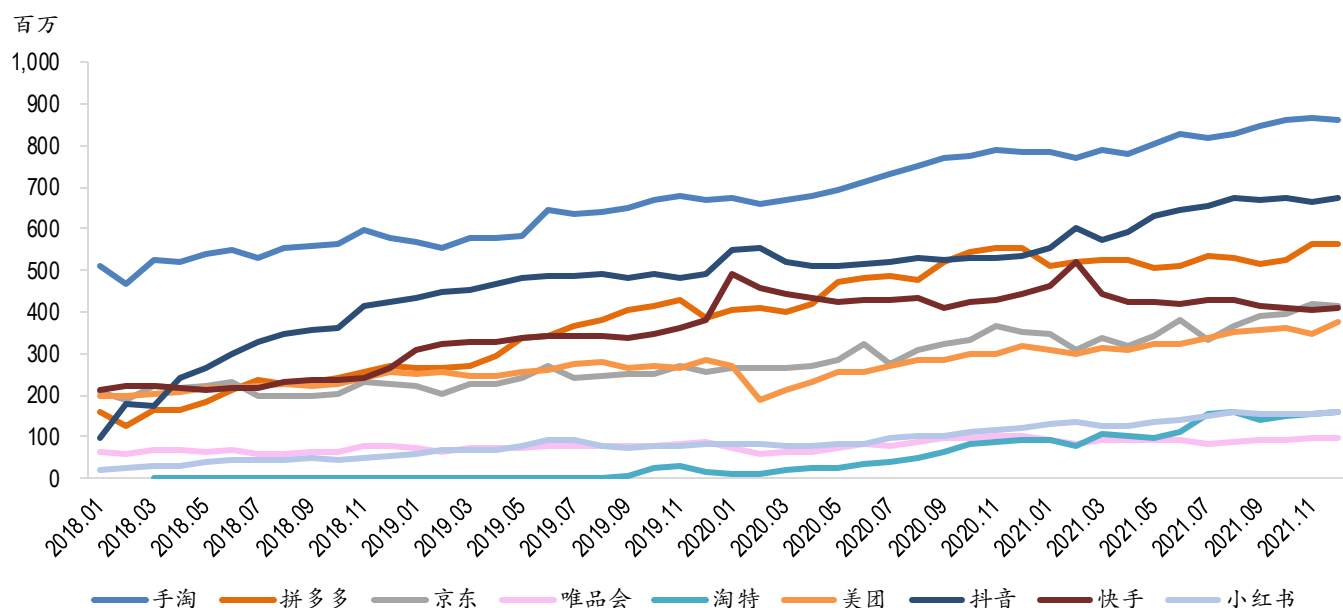


资料来源：阿里巴巴投资者日，安信证券研究中心

2.2. 综合电商平台竞争加剧，积极投入拓展服务用户的边界

2021 年综合电商平台经受了各种挑战，一方面宏观逆风下消费疲软，另一方面，新兴的内容电商平台加入战场也让竞争日趋激烈。同时我们观察到伴随着部分头部平台的用户规模逐步逼近大盘体量，其增速也不可避免的出现回落。展望 2022 年，我们认为对于综合电商平台而言，除拉新外，盘活存量用户的重要性亦逐步彰显，此外，积极开拓下沉市场以及拓展新业务、新场景也是必不可少的布局。

图 11：典型电商、本地生活及短视频应用 MAU



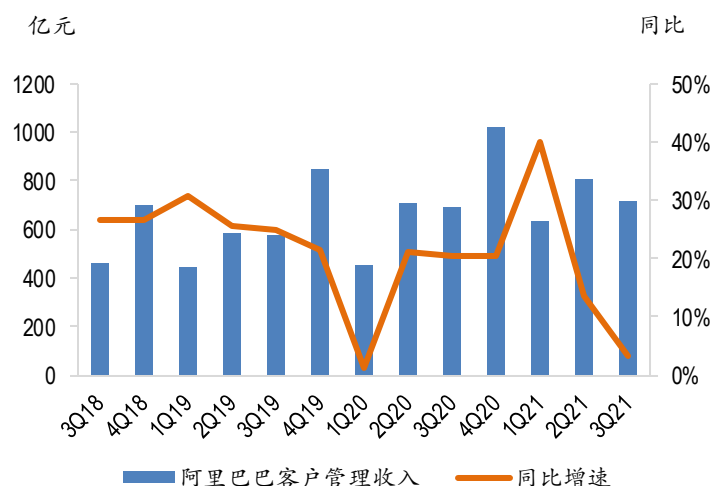
资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

由于体量及发展阶段的不同、品类构成差异、监管引导等因素，头部综合电商的业绩表现也有所分化。2021年对于阿里巴巴而言是充满挑战和变化的1年，随着其GMV达到较大体量，其核心业务增速已逐步跟大盘趋同，此外宏观逆风、竞争加剧以及监管环境变化等诸多因素也对公司的组织管理能力提出了考验。我们也观察到公司正在搭建多元产品矩阵、发力下沉市场、在战略领域加大投入以及积极探索海外市场去应对挑战。除淘宝主App外，闲鱼、淘特、点淘等形成了差异化的供给和消费场景，目前闲鱼大约有600万的非淘宝专业卖家，安装点淘App后单用户直播观看时长提升了约50%。截至9月底公司中国零售市场年度活跃消费者约8.63亿，而主打下沉市场的淘特和淘菜菜进展良好，截至9月底淘特和淘菜菜去重年度活跃消费者达2.7亿，同比+200%，日均交易订单量同比+400%。

尽管宏观逆风下需求端消费疲软以及芯片短缺和限电加大了供给端压力，京东在带电及大商超优势品类上的稳固地位、扎实的供应链能力以及核心消费群体的稳定表现使其业绩表现相比竞对更具韧性。三季度京东零售收入同比+23%，在供需压力下仍录具备稳健增势，我们预计Q4京东零售收入同比增长仍能达到20%，在双十一大促期间亮眼表现是重要的支撑。与此同时，用户端的表现也同样稳健，截至Q3京东年化买家数季度已达5.52亿，年度净增1.11亿，QuestMobile数据显示，京东APP在10-12月的DAU分别同比增长26.0%/22.3%/28.4%，MAU分别同比增长18.8%/14.3%/17.4%，在平台生态日益完善、品类扩张以及市场下沉战略驱动下，我们认为公司全年实现过亿用户净增目标可见度高，而在前期拉新已卓有成效的基础上，或也将投入更多精力提升用户留存及用户质量。

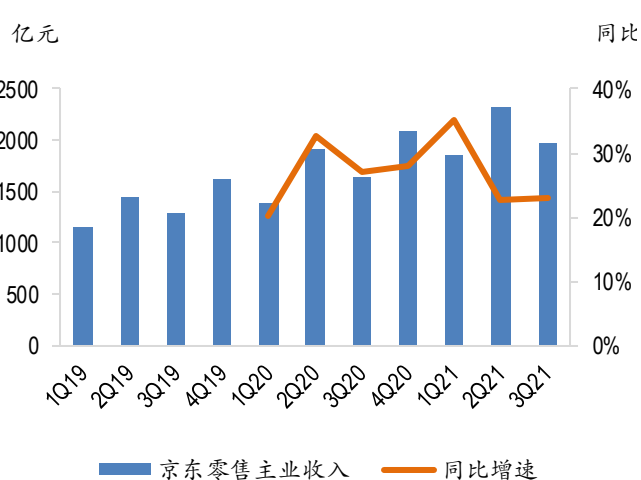
拼多多买家盘已经位列行业首位，随着用户增长在高基数下放缓，后续更多思考的是如何提升用户心智。Q3拼多多年化买家数同比+18.6%达到8.67亿（VS Q1/Q2分别同比+31.2%/24.4%）。公司也在努力通过在农业板块的持续投入及积极探索品牌合作以满足用户日益多样化的需求。但良好的ROI、丰富的生态以及与品牌相契合的平台调性也是商家考量的重要因素，我们认为市场或需要对品牌的入驻和发展进度持有更多耐心，公司仍需进一步投入资源以逐步建立合作。

图 12：阿里巴巴客户管理收入及其增速



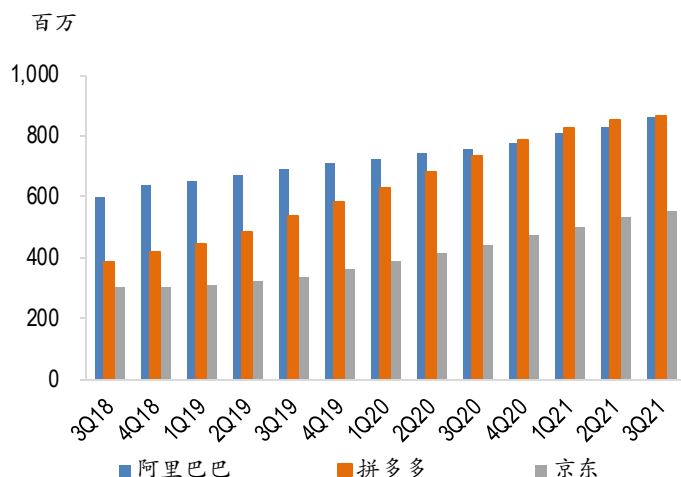
资料来源：公司财报，安信证券研究中心
注：均为自然年季度

图 13：京东零售主业收入及同比增速



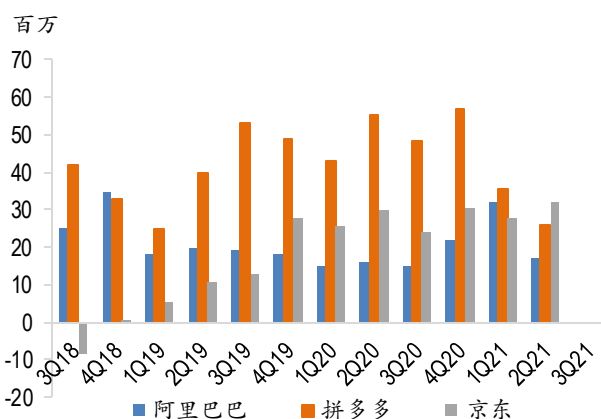
资料来源：公司财报，安信证券研究中心
注：京东零售自1Q21起为新业务分部披露口径数据

图 14：年化买家数对比



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

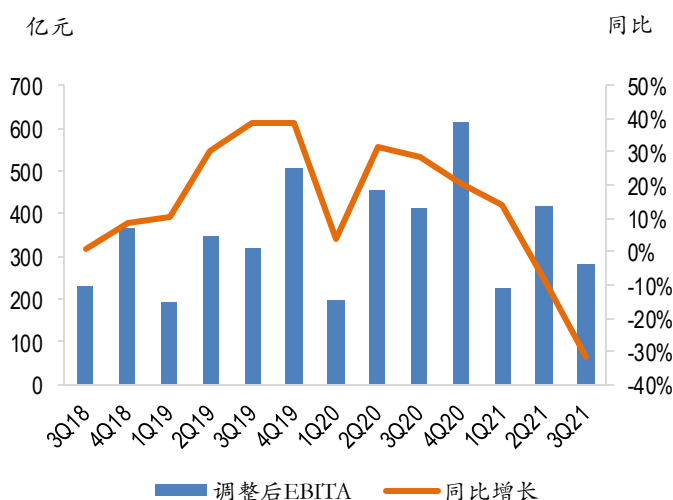
图 15：年化买家数季度净增对比



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

伴随着电商行业竞争的日趋激烈以及疫情后新兴品类带来的潜在机遇，头部电商平台纷纷加码新业务以寻求拓展服务用户的边界，同时伴随着利润压力的加大。受到宏观逆风、战略板块的投入及商户支持举措影响，阿里巴巴自然年三季度整体调整后 EBITA 同比-32%至 280 亿元。京东投资于物流技术、新业务以及品类扩张，但得益于相对高利润率的 3P 业务的快速发展，整体业绩表现更稳定。拼多多主站的盈利能力虽已得到充分验证，但我们认为利润仍非当前公司的运营重点，公司强调将把季度全部利润分配给百亿农研计划，我们认为百亿农研计划的开启也将给未来季度的利润表现带来一定波动。美团战略升级为“零售+科技”，在餐饮服务基础上进一步拓展至美团优选、美团买菜及美团闪购业务，并在自动化配售、机器人等技术领域进行投入，Q3 美团新业务板块经营亏损额为 109 亿元，季度内整体调整后净亏损达 55 亿元。

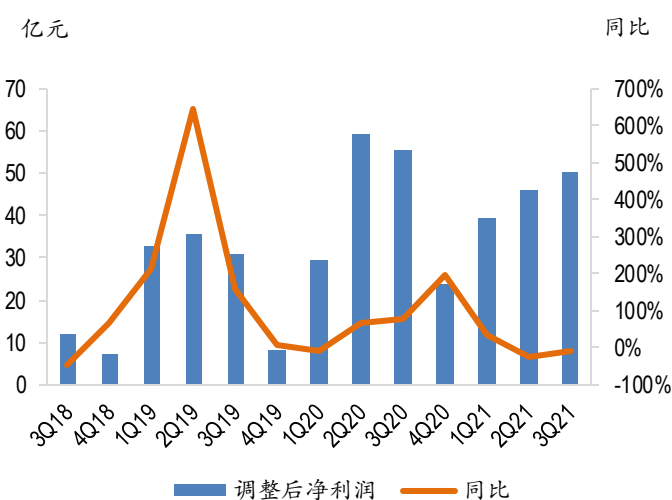
图 16：阿里巴巴 - 调整后 EBITA



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

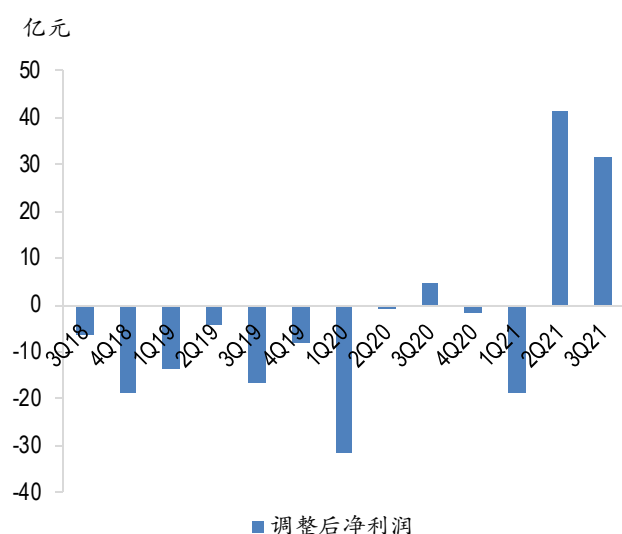
注：为自然年季度

图 17：京东 - 调整后净利润



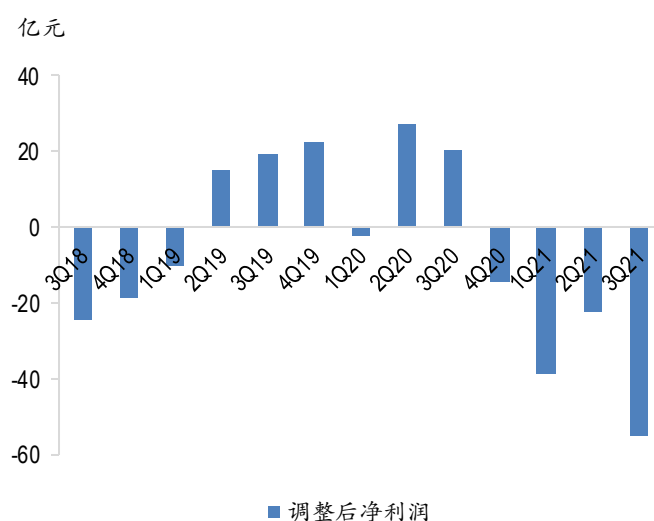
资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 18：拼多多 - 调整后净利润



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 19：美团 - 调整后净利润



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

伴随着疫情后生鲜、快消等品类的强劲增势，社区团购业务成为了各平台布局的战略重点，从品类角度来看，社区团购以生鲜果蔬和部分快消品为主，然而我们认为其并未脱离电商本质，但与传统电商相比，其预售模式让库存调动更为灵活高效，次日达的特点使其具备更高的时效性，自提模式也节省了最后一公里的配送成本。

表 6：社区团购 VS 传统电商

	社区团购	传统电商
商品	以生鲜果蔬为主，部分快消品为辅	家电、3C 电子、美妆个护、服装鞋帽等全品类
用户	主要为家庭用户，如已婚女性	用户年龄及城市分布较为均衡
价格	采取预售模式，商品价格相对较低，部分商品源头直采	品类众多，价格分化，大促季往往折扣力度加大
物流	消费者到指定商铺自提，自提模式也节省了最后一公里的配送成本，时效为次日达	各快递物流时效不一，与配送距离有关，非偏远地区一般 1 周内送达；快递配送上门或至快递柜自提
场景	以社区邻居及熟人关系链为基础；微信群、朋友圈为主要宣传和购买场景	购物往往带有计划性，多为主动在电商平台上搜索购买；商品销量及口碑可作为参考；618、双 11 大促期间购买行为增加

资料来源：艾媒咨询，安信证券研究中心

社区团购领域早期参与者蜂拥而上，我们观察到近期中腰部平台或正面临逐步出清的状态。根据 36 氪，同程生活宣告破产，橙心优选、十荟团、食享会等进行战略收缩。我们认为社区团购业务对平台的资金实力、运营能力、技术能力都具备较高要求。同时监管也对社区团购领域的低价倾销、数据杀熟、非法收集用户信息等行为进行了规范。在当前严监管的环境下，各平台早期通过资本补贴及社交裂变等方式拉新获客后，产品品质、履约体验等各个环节或才是吸引并长期留存用户的关键，而这些都对互联网公司的供应链能力与组织运营能力提出了极高的要求。从长期来看，强监管态势也有望引导整体行业迈入更高质量和更健康的成长轨道。

表 7：社区团购领域监管政策梳理

时间	政策	具体条例	监管方
2020.12.9	发布《电商“菜品社区团购”合规经营告知书》	平台经营者不得以不正当竞争方式获取交易机会或竞争优势，尤其不得以低于成本的价格实施低价倾销	南京市市场监管局
2020.12.22	互联网平台企业要严格规范社区团购经营行为，严格遵守“九个不得”	1) 不得通过低价倾销、价格串通、哄抬价格、价格欺诈等方式滥用自主定价权； 2) 不得违法达成、实施固定价格、限制商品生产或销售数量、分割市场等任何形式的垄断协议； 3) 不得实施没有正当理由的掠夺性定价、拒绝交易、搭售等滥用市场支配地位行为； 4) 不得违法实施经营者集中，排除、限制竞争； 5) 不得实施商业混淆、虚假宣传、商业诋毁等不正当竞争行为，危害公平竞争市场环境； 6) 不得利用数据优势“杀熟”，损害消费者合法权益； 7) 不得利用技术手段损害竞争秩序，妨碍其他市场主体正常经营； 8) 不得非法收集、使用消费者个人信息，给消费者带来安全隐患； 9) 不得销售假冒伪劣商品，危害安全放心的消费环境。	市场监管总局联合商务部组织召开规范社区团购秩序行政指导会
2021.3.3	对橙心优选、多多买菜、美团优选、十荟团、食享会涉嫌不正当竞争行为立案调查	对橙心优选、多多买菜、美团优选、十荟团、食享会进行行政处罚，共计 650 万元	国家市场监督管理总局
2021.3.25	全国价监竞争（规范直销与打击传销）工作会议	对 5 家社区团购企业低价倾销、价格欺诈行为进行查处	国家市场监督管理总局
2021.5.27	依法对社区团购平台“十荟团”顶格罚款并责令停业整顿	经查“十荟团”为排挤竞争对手，以低于成本的格倾销，扰乱正常生产经营秩序，损害了其他经营者的合法权益；并利用虚假的或者使人误解的价格手段，诱骗消费者与其进行交易	国家市场监督管理总局
2021.7.7	《重庆市网络社区团购合规经营指南》	明确了平台经营者开展网络社区团购经营活动的方式、准入、信息报送等内容，提出了对网络社区团购经营者在食品安全、产品质量、信息公示、促销活动等方面的要求	重庆市市场监管局
2021.11.15	《关于防止大型互联网公司利用网络团购形成市场垄断进入市县基层地区，严重影响群众利益的建议》	持续强化平台经济监管执法；完善平台经济监管制度体系；全面提升平台经济监管效能；全面压实互联网平台企业主体责任	国家市场监督管理总局

资料来源：国家市场监督管理总局，36 氪，安信证券研究中心

伴随着行业内中腰部平台的逐步出清，行业内的竞争格局也日渐清晰，整体行业也仍然处在重要的投入阶段，我们也观察到各平台由于本身资源禀赋、平台调性和战略定位的差异也形成了具备差异化的发展策略。我们认为美团优选和多多买菜竞争优势显著，而阿里旗下的淘菜菜增速亮眼，京喜拼拼在前期地域扩张的基础上进行战略调整以优化运营效率，投入保持纪律性。

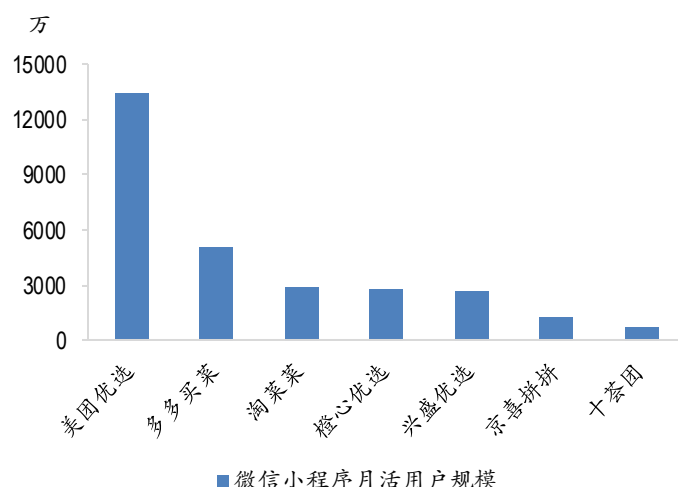
阿里旗下淘菜菜在低基数效应下或起量较快。Q3 阿里社区电商品牌升级为“淘菜菜”，季度内社区商业 GMV 环比增长超过 150%，我们认为该业务当前仍在前期的投入阶段，通过提升效率和品质进而占领更多用户心智。根据 QuestMobile，9 月淘菜菜微信小程序 MAU 达 2,950 万。截至 9 月底，淘特和淘菜菜去重年度活跃消费者达 2.7 亿，同比+200%，日均交易订单量同比+400%，同时使用淘宝、淘特及淘菜菜的用户年均购买天数为仅使用淘宝用户的 1.8 倍。

京东社团战略调整业务更为聚焦，投入保持纪律性。2021 年 Q2 京喜拼拼日均订单量、GMV 环比均增长超 300%，活跃用户录得更快增长，我们认为公司在社区团购领域仍处于布局供应链的关键时期，但在各区域投入力度上将根据 ROI 进行动态调整，并寻求与京东本身长线供应链及物流履约方面的协同，此前京喜拼拼已进行战略调整，深化布局部分重点省份以提升订单密度与运营效率，我们认为京喜拼拼的投入将更加关注 ROI，保持投入的纪律性。

多多买菜仍处于重要投入期，着力构建基建体系。多多买菜是拼多多电商业务的自然延伸，主站本身在下沉市场群体中占据较强用户心智且农产品优势显著。我们认为多多买菜作为公司的一项长期战略布局，在行业中已处于领先梯队，但当前依旧在重要的投入期，且鉴于监管环境趋严以及行业竞争的加剧，公司正着力构建物流履约体系、完善供应链环节并拓展品类丰富度以提升用户体验、强化核心竞争力。

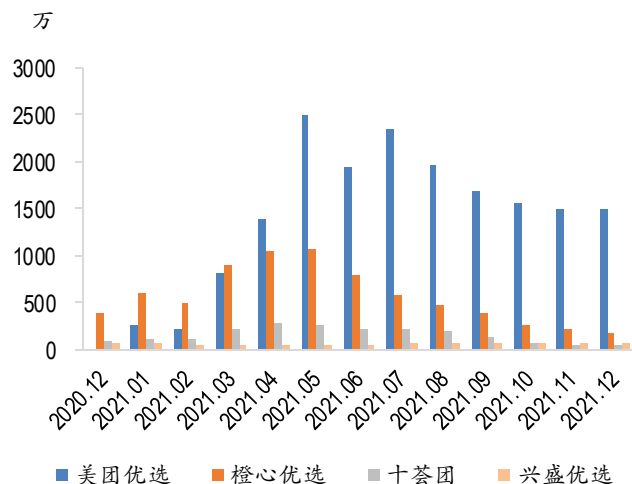
美团优选是美团新业务板块的重点投入领域。三季度美团优选进一步扩大了地域覆盖，加强了对低线城市的渗透，并在产品供给、供应链以及履约能力方便不断改进，逐步构造起第二成长曲线。季度内美团新业务收入同比+66.7%至 137 亿元，同时整体用户亦录得强劲增势，季度内美团交易用户数同比+40.1%至 6.68 亿。

图 20：社区团购微信小程序月活用户规模（2021.09）



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

图 21：社区团购 APP 月活用户规模

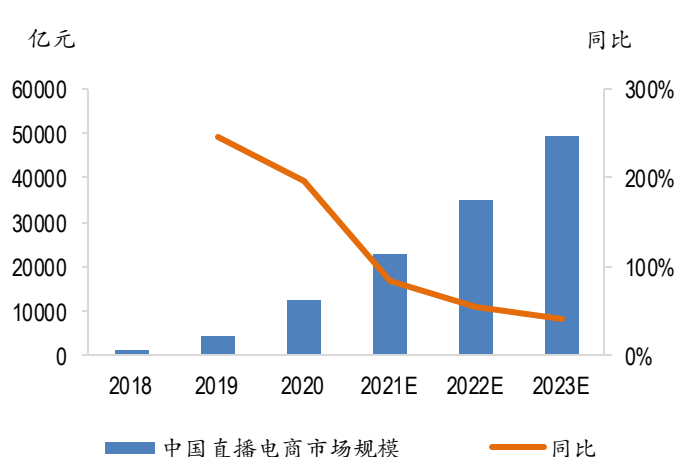


资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

2.3. 直播电商依旧在快车道，淘抖快三强林立

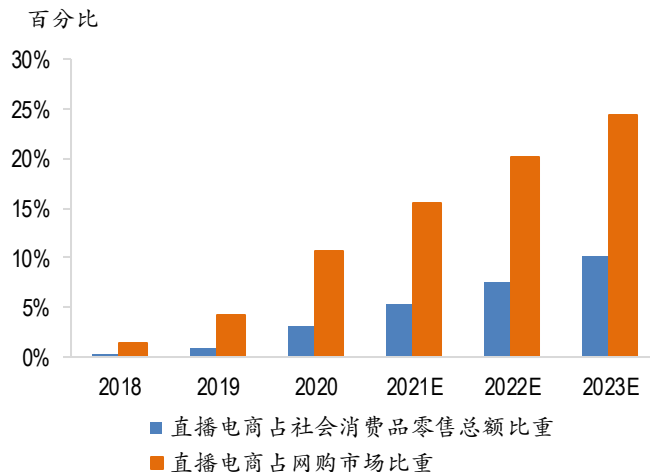
区别于传统货架电商以用户的自发式购物需求出发，直播电商通过内容引导用户进行发现式购物，充分挖掘用户的潜在消费需求，目前直播已逐步成为常态化的营销方式和销售渠道。艾瑞咨询预计 2021 年中国直播电商市场规模同比增长 83%至 2.3 万亿元，占整体网购市场规模达 15.5%，2020 至 2023 年的复合增速有望达 58.3%。根据 CNNIC 数据，截至 2021 年 6 月，电商直播用户规模达 3.84 亿，在整体网民中占比 38%。

图 22：中国直播电商市场规模



资料来源：艾瑞，安信证券研究中心

图 23：中国直播电商市场渗透率



资料来源：艾瑞，安信证券研究中心

目前直播电商板块已经形成了三强林立的格局，但是各平台之间由于本身资源禀赋、发展历史等因素也形成了差异化的运营特点。1) 从平台属性来看，我们认为淘宝直播背靠主站，具备较强的购物属性，而抖音和快手电商依托于内容场景，本身的娱乐消费属性更强；

2) 从平台定位来看，淘宝直播逐步探索“发现式电商”，将“微淘”升级为“订阅”，买家秀社区升级为“逛逛”，还在双十一期间推出“内容种草期”。抖音主打兴趣电商，通过内容助力用户挖掘潜在的需求，快手则强调信任电商模式，力图打造有温度、值得信任的在线社区电商；

3) 从主播集中度来看，淘宝直播头部主播集中度较高，Top50 主播中人均销售额显著领先另外两大平台，快手次之，在信任电商模式下头部主播具备较为稳固的地位，注重人设经济以链接粉丝，而抖音 Top50 主播人均销售额最低，对头部主播依赖度较低。同时销售额 Top50 主播中快手数量占比领先，抖音占比最低。

4) 从用户画像来看，各个直播电商平台均以女性用户为主，淘宝直播用户群体集中于 80 后及 90 后，以一二线及五六线城市为主；抖音电商以 24-40 岁用户为主，三线及以上城市占比高；快手电商 31-40 岁用户群体占比大，四线及以下城市占比将近一半。

表 8：淘宝直播 VS 抖音电商 VS 快手电商各维度对比

	淘宝直播	抖音	快手
平台特征	购物属性较强	娱乐属性强、公域流量强、投放不确定性较高	娱乐属性强、私域流量强、粉丝粘度高
商品特征	背靠淘宝，品牌及 SKU 丰富	第三方品牌商占比大	靠近供应链源头，主播自有品牌占比高，白牌产品多
商家/主播分布	商家自播比例高，平台商家自播 GMV 占比达 60%，头部主播集中	较低的主播集中度，不是特别依赖于头部主播	头部主播稳固，注重人设经济以链接粉丝
内容化布局	探索发现电商，具备商家直播、聚划算官方直播、机构/达人直播、短视频、娱乐化互动产品等多种业态	主打兴趣电商，内容化程度高，对内容创作者要求高	主打信任电商，老铁文化
分发逻辑	千人千面，个性化推荐	重视优质内容及用户兴趣标签的匹配	重视私域流量及信任关系转化，强调真实普惠的流量分发
用户画像	用户群体集中于 80 后及 90 后，Z 世代占比 23%；女性用户占比更大，以一二线及五六线城市为主	24-40 岁用户为主，三线城市占比高，其次为一二线城市用户、女性用户占主导	31-40 岁用户为主导(40.5%)，其次为 23-30 岁人群(21.6%)；四线及以下城市用户占比 46.3%；女性用户占主导；
GMV	5000 亿元+（2021 财年）	约 5000 亿元，（2020 年，包含跳转第三方）	2020 年为 3,812 亿元，2021 年前三季度为 4,397 亿元。

资料来源：抖音电商，快手电商，淘宝直播，阿里巴巴，艾瑞，晚点 LatePost，安信证券研究中心

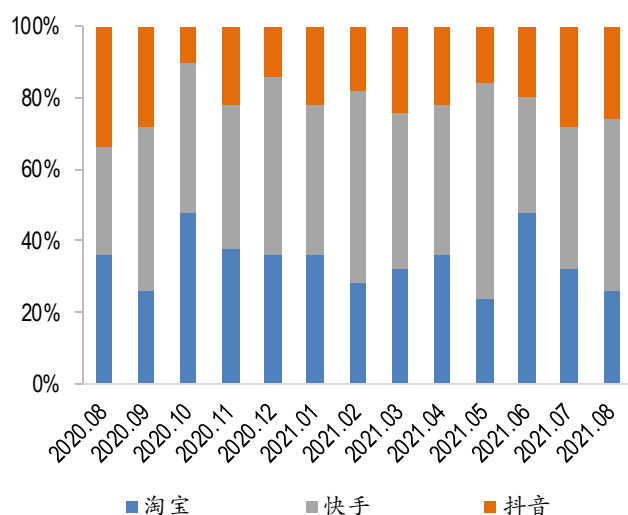
图 24：淘宝直播 VS 抖音电商 VS 快手电商用户画像



资料来源：淘宝直播，抖音电商&算数电商研究院，磁力引擎，快手电商引力大会，安信证券研究中心

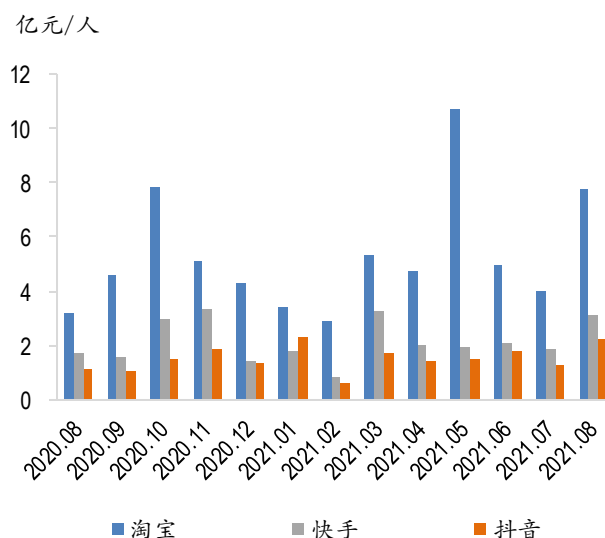
注：淘宝为 2020 年数据；抖音电商时间区间为 2021.10.27-11.11 VS 2020.10.27-11.11；快手为 2021 年 3 月数据

图 25：直播带货销售额 Top50 主播各平台数量占比



资料来源：胖球数据，安信证券研究中心

图 26：各直播带货平台 Top50 主播人均销售额



资料来源：胖球数据，安信证券研究中心

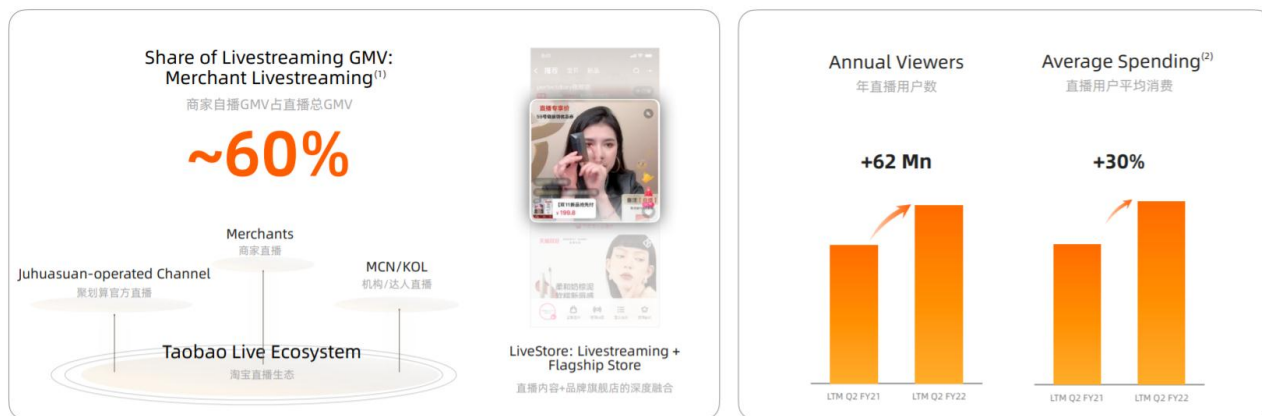
淘宝直播：淘系内容生态重要一环，强化消费者价值体验

淘宝可以说是最早布局直播的电商平台，2016 年手机淘宝将信息展示形式从单纯图片开始向内容化转变，并提出了淘宝平台“内容消费+大数据+全渠道”的策略。淘宝直播在过去 1 年围绕消费者体验，继续推进内容与互动娱乐战略，布局直播、短视频以及各类娱乐化互动产品。截至 9 月底，过去一年平台累计观看直播用户数增长 6,200 万，同时消费者在直播上的年度 ARPU 值提升了 30%。淘宝直播还引入多元化的短视频内容创作者，截止 2021 年三季度末，有近 30 万品牌商家、200 万普通创作者在平台上传短视频内容，过去一年日均新增短视频量提升 100%，引导进店支付金额提升 50%。此外，还引入包括淘宝人生、金币小镇、

小流浪旅社、省钱消消消等娱乐化互动产品增强用户体验。

淘宝直播定位是是给商家提供的服务和工具，也是淘系内容生态建设的重要一环，我们认为对于淘宝而言，直播并非独立存在的业态，而是要和主站进行有效协同，短视频或直播的方式都是为了丰富场景、增强用户体验，最终还是要回归用户价值创造。我们认为薇娅事件对于整体大盘的影响较为有限，截至去年9月底，商家自播在淘宝直播的GMV的比重已达60%，商家的自播能力是维系直播增长的重要动力，长期来看，零售还将回归供应链本身价值，依赖自身IP取得高溢价主播的收入也将逐步回归理性。

图 27：淘宝直播是阿里内容与互动娱乐战略的重要一环



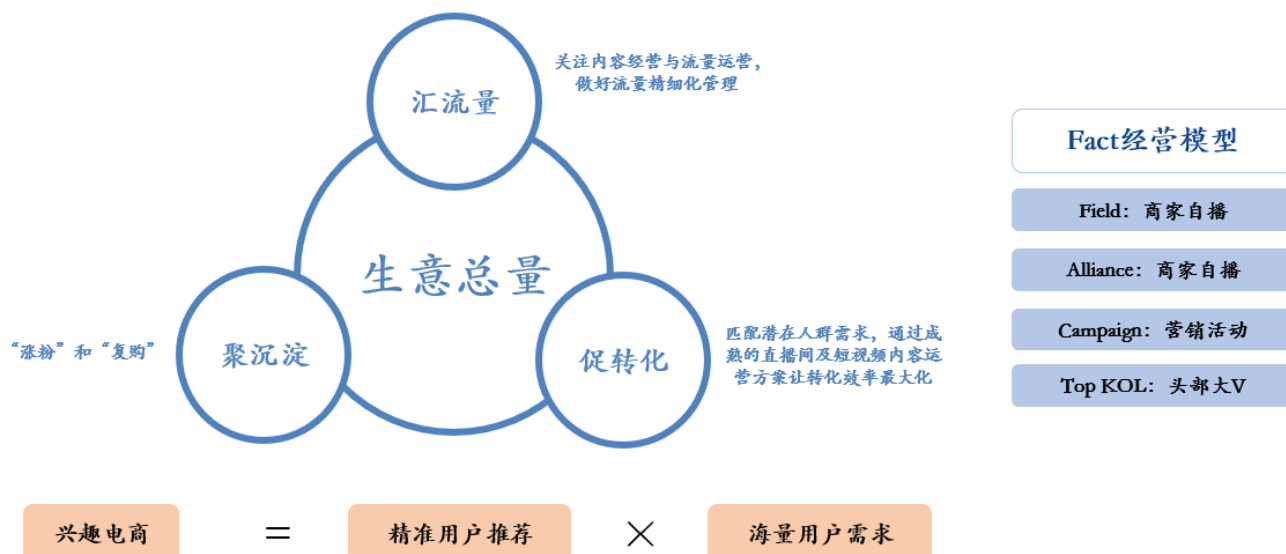
资料来源：阿里巴巴投资者日，安信证券研究中心

注：数据为截至自然年2021年9月的年化数据

抖音电商：定位兴趣电商，挖掘用户潜在消费需求

2020年6月抖音成立电商一级部门，发布了“抖音电商”品牌，2021年4月抖音电商明确“兴趣电商”平台定位，以直播间为核心触点，通过生动的内容体验及真实的商品展示激发消费者的潜在需求。抖音创建了雪球式的滚动增长逻辑，以流量、转化、沉淀作为电商经营的基本三要素。此外，抖音还提出Fact经营模型助力商家运营，我们观察到品牌也在逐步融合进入抖音电商生态，抖音电商数据显示截至2021年10月入驻品牌数已经是年初的2倍规模，2021年双十一好物节期间抖音电商开播品牌数是去年同期的2.4倍。

图 28：抖音以内容为中心的兴趣电商模式



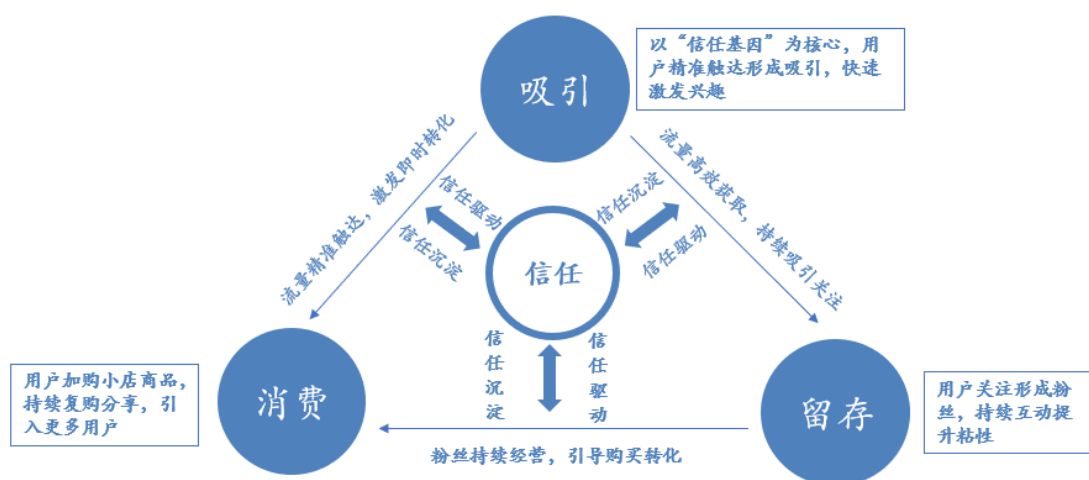
资料来源：抖音电商，安信证券研究中心

快手电商：打造信任电商，重视私域运营引导复购

快手强调打造信任电商，并推出品质购物节、小店信任卡等举措为消费者落地信任体验。信任电商模式基于用户与主播间的强连接，将公域流量引入直播间后，实现从观看直播用户到消费者的高效转化，完成公域向私域的沉淀，而私域流量有望沉淀高品质粉丝，并提升复购。2021年9月快手复购率已经达到70%+，秒针系统数据显示，有八成以上用户未来愿意接受快手主播推荐商品。

2021年Q3快手电商GMV同比增长86%达1758亿元，其中快手小店的闭环交易的GMV占比从去年同期的71.4%提升至90.0%。截至2021年3月，快手电商已覆盖24个一级类目产品和1,200+细分三级类目产品。此外快手提出2022年快手电商战略将新增“大搞产业带”，扶持更多产业带商家和依托于产业带的新兴品牌。

图 29：快手打造信任电商，引导购买转化

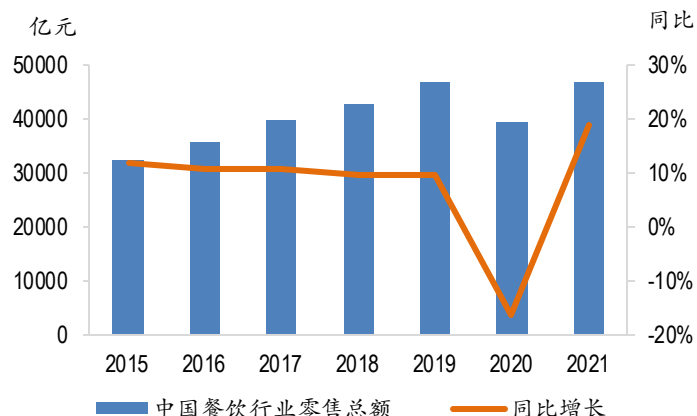


资料来源：磁力引擎，安信证券研究中心

2.4. 本地生活赛道竞争格局清晰，短期阻力不改长期增长前景

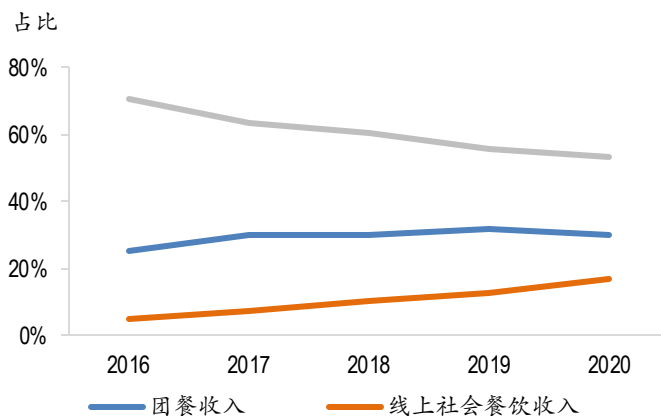
作为本地生活最重要的板块之一，受消费疲软及疫情反复影响，2020年国内餐饮行业零售额同比-16.6%至4万亿元，整体餐饮板块在社会消费品零售总额中占比同比-1.3ppts至10.1%，2020年整体餐饮板块中线上餐饮收入占比同比+4.3ppts至16.6%，依旧维持上行态势。2021餐饮零售总额在前一年低基数的基础上有所反弹，同比+18.6%至4.7万亿元。

图 30：中国餐饮行业零售总额



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 31：中国餐饮行业零售总额中线上餐饮占比逐年提升

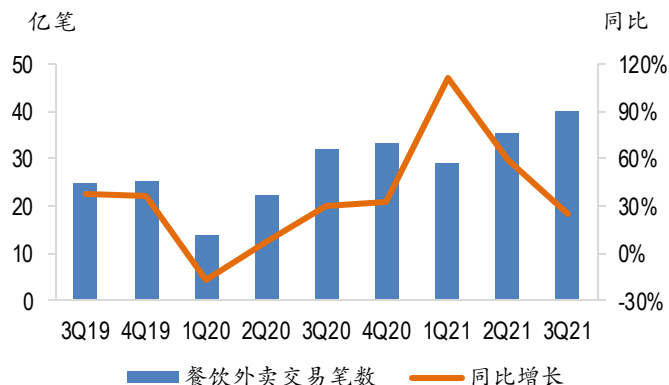


资料来源：中国饭店协会，艾媒，安信证券研究中心

虽然近期板块增速受到宏观、疫情等因素影响，但外卖作为高频、刚需的业务其表现依旧具备一定韧性。美团 Q3 餐饮外卖交易金额同比+29.5%至 1971 亿元，交易笔数同比+24.9%至 40 亿次。Q3 饿了么年度交易用户同比增长 28%，饿了么即时配送订单同比增长 35%+。

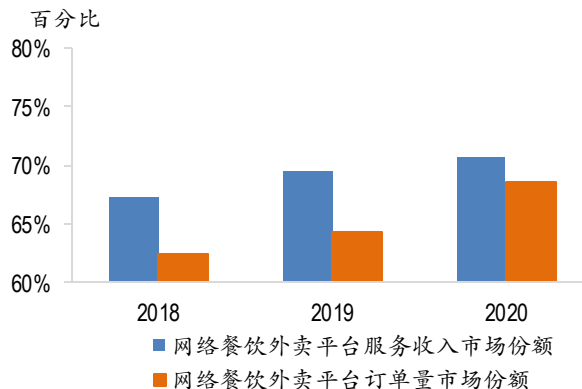
我们认为美团在本地生活板块的竞争优势地位十分稳固，无论是收入、订单量、用户数及商户规模均保持行业领先地位。2018 至 2020 年期间，美团在网络餐饮外卖平台服务收入及订单量市场份额均超过 60%，尽管“二选一”被取缔之后，其丰富的商户供给、强大的履约体系以及稳固的流量基础也有助于其构筑优势竞争地位。

图 32：美团 - 餐饮外卖交易笔数



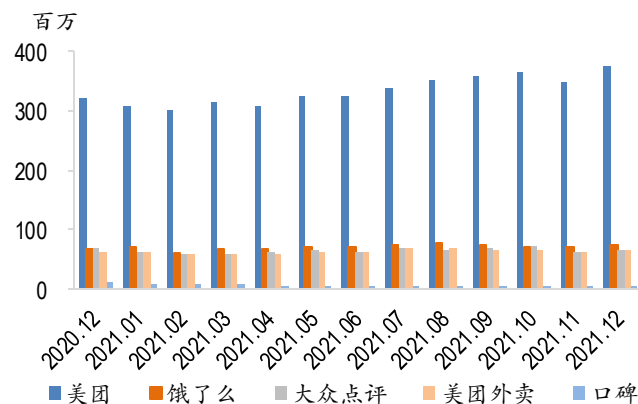
资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 33：美团网络餐饮外卖平台服务收入及订单量市场份额



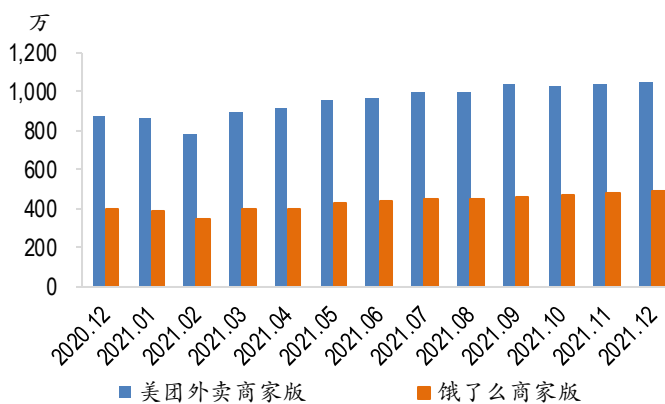
资料来源：国家市场监督管理总局，安信证券研究中心

图 34：生活服务类 App 月活用户数



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

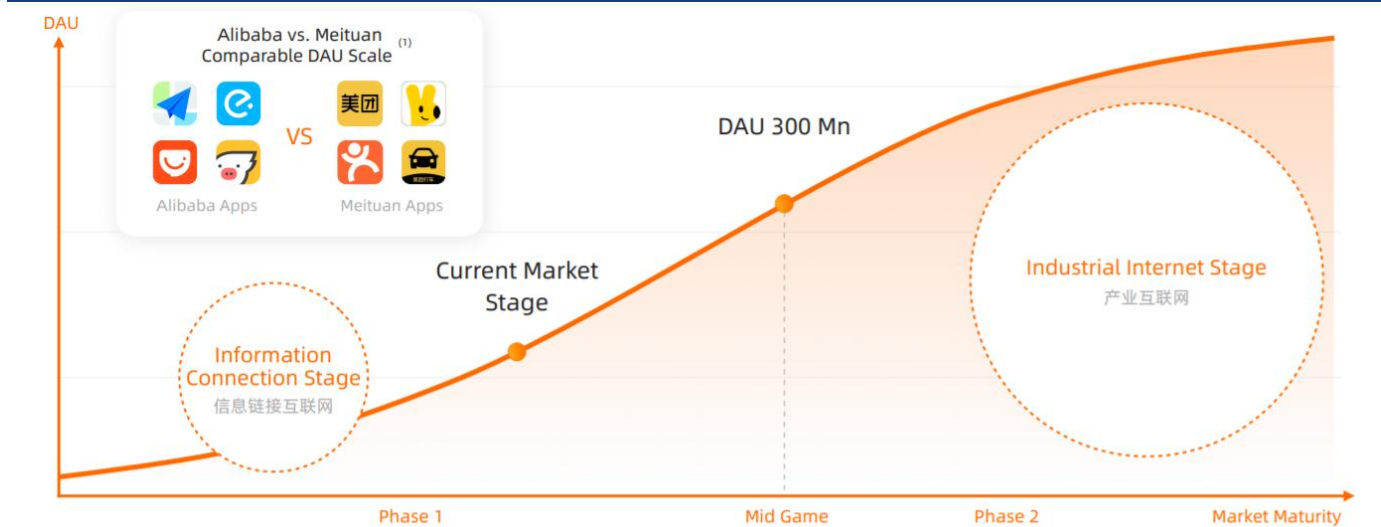
图 35：典型外卖商家 App 月活跃用户规模



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

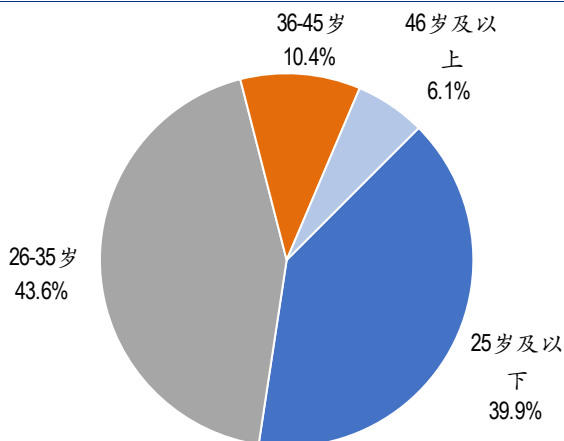
然而目前数字化的本地生活服务市场仍处于初期发展阶段，蕴含着众多增长机遇。根据艾瑞数据，中国本地生活服务市场规模将从 2020 年的 20 万亿元增长到 2025 年 35 万亿元，年复合增速达 13%，同时线上渗透率将从 24% 提升至 31%。从外卖业务来看，目前一二线城市用户为当前主力，在整体外卖用户中占比过半，但低线城市同样蕴含着巨大的潜力，四线及以下城市外卖用户增长明显快于其他类型城市。年轻用户也是外卖消费的主力群体，根据极光数据，超八成外卖用户年龄在 35 岁以下。而城市小家庭结构也意味着做饭需求的减少，美团研究院数据显示，13.2% 的用户不会做饭，而在会做饭的人群中，也有半数以上不喜欢或缺乏做饭的条件。此外，外卖未来的发展机会还体现在品类的扩张及非正餐场景的丰富，美团披露 2021 年 Q3 夜宵及下午茶品类订单量两年复合年增长率均接近 30%。

图 36：本地生活服务市场发展阶段



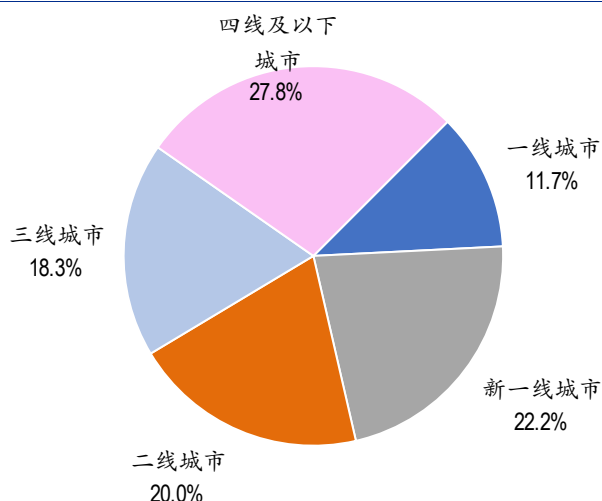
资料来源：阿里巴巴投资者日，安信证券研究中心

图 37：线上外卖用户年龄分布（2021.11）



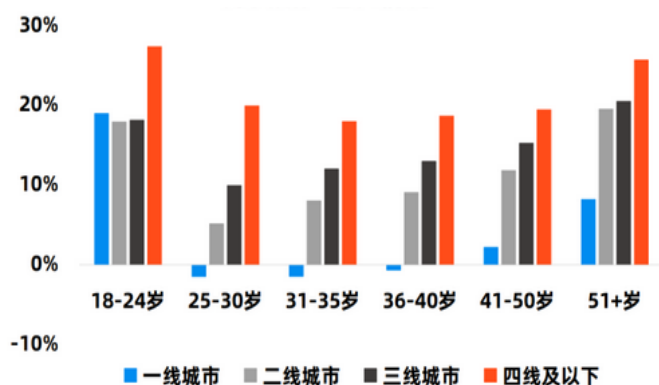
资料来源：极光，安信证券研究中心

图 38：线上外卖用户城市分布（2021.11）



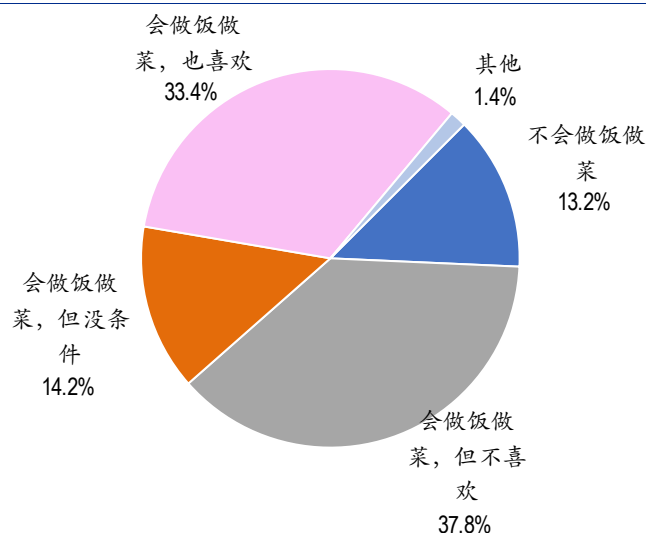
资料来源：极光，安信证券研究中心

图 39：2020-2021 年不同年龄段不同城市外卖用户增长情况



资料来源：中国饭店协会，安信证券研究中心

图 40：消费者做饭技能掌握情况（2020.02）



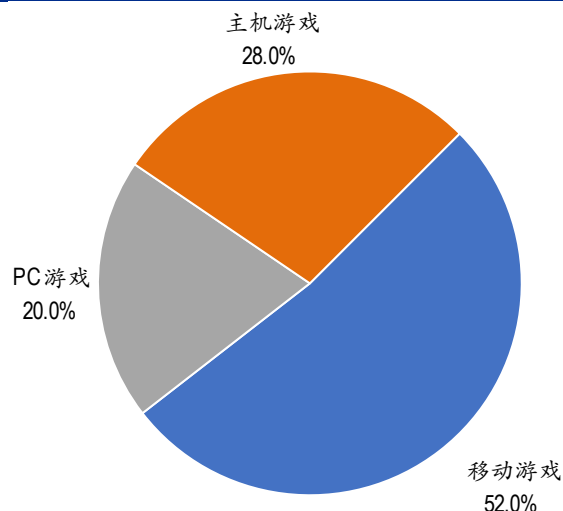
资料来源：美团研究院，安信证券研究中心

3. 在线娱乐赛道表现分化，关注游戏出海和短视频商业化进展

3.1. 游戏行业处于重要投入期，关注新品储备及出海机遇

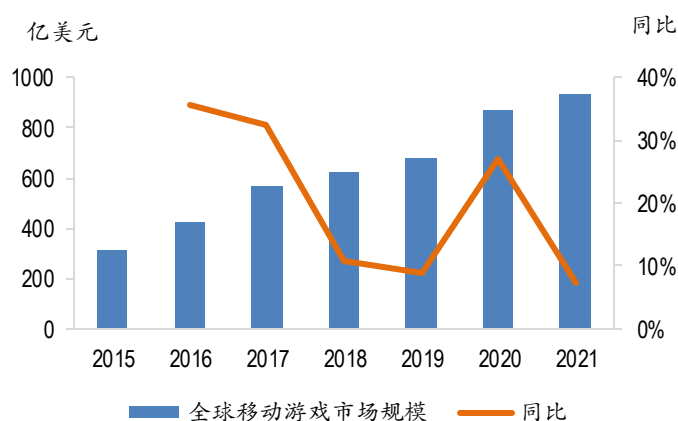
2021 年全球移动游戏市场收入同比+7.3%至 932 亿美元 (Newzoo)，占整体游戏市场规模过半，同期中国移动游戏市场规模同比+7.6%至 2,255 亿元 (GPC&IDC)，受疫情后宅家红利逐步消退影响，2021 年增速在前一年高基数的基础上有所回落，我们计算得中国占全球移动游戏市场比重已接近四成比例。2021 年中国移动游戏用户已达 6.6 亿，同比几乎与去年持平，伴随着用户基数已然较大，国内市场的竞争也日趋激烈，我们认为通过创新打造精品化差异化产品以及寻求海外市场增长机遇依旧是 2022 年游戏厂商的重中之重。

图 41：2021 年全球移动游戏市场实际销售收入构成



资料来源：Newzoo，安信证券研究中心

图 42：全球移动游戏市场实际销售收入



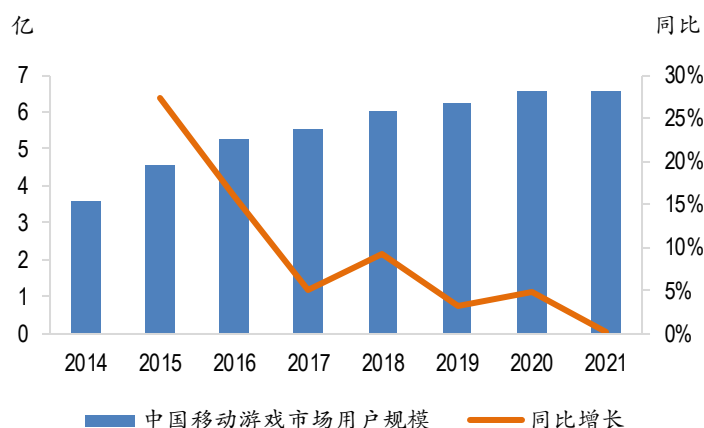
资料来源：Newzoo，安信证券研究中心

图 43：中国移动游戏市场实际销售收入



资料来源：GPC&IDC，安信证券研究中心

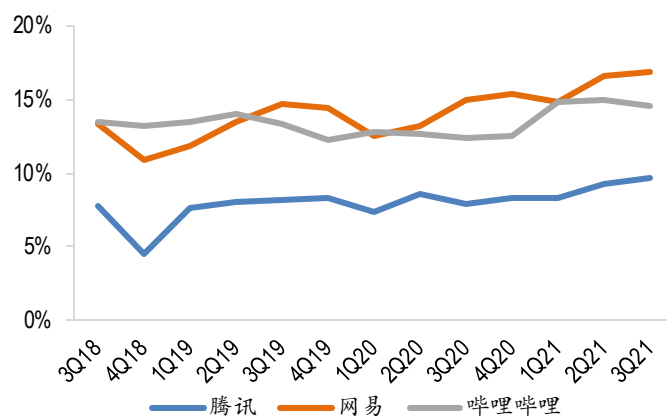
图 44：中国移动游戏市场用户规模



资料来源：GPC&IDC，安信证券研究中心

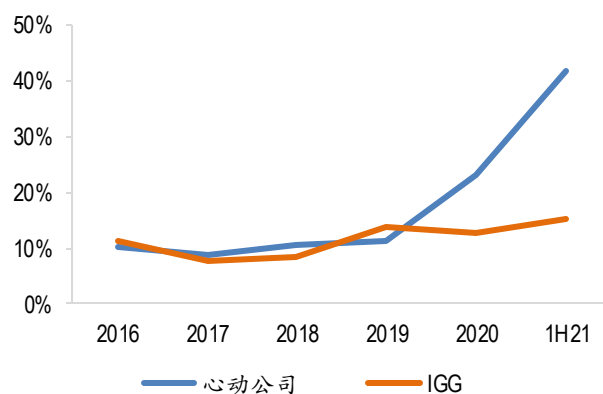
游戏行业内的各个厂商纷纷在发展新品类、投入新技术以应对激烈的竞争，同时伴随着行业的投入力度的加大。腾讯提出在游戏领域将增加研发投入，开发大型高工业化水准游戏、新品类游戏、投资先进技术如云游戏等。哔哩哔哩逐步加大自研力度，目前自研团队人数规模已超 1,000。IGG 计划扩充人员队伍以夯实研发实力，公司目前有 30 多款在研产品。截至 1H21 心动公司游戏研发人达 1,270 名，较 2020 年增加了约 140 人，共有 13 款游戏处于研发中。

图 45：部分游戏公司研发费用占收比（季度）



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 46：部分游戏公司研发费用占收比（年度/半年度）



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

头部游戏公司的产品储备较为丰富，并且部分游戏将面向全球市场推出。腾讯在 2021 年上线了《金铲铲之战》、《英雄联盟手游》等游戏，对于《英雄联盟手游》而言，作为 MOBA 品类游戏，我们认为其变现潜力将在用户规模逐步扩张及社交体验不断强化后进一步释放，其收入贡献或在 2022 年更为显著。我们认为腾讯当前值得关注的头部新游包括《地下城与勇士》手游、《黎明觉醒》等。海外市场是中长期驱动公司游戏业务增长的重要动力，目前腾讯海外游戏收入占比在 20%+ 的水平，目前腾讯在海外已成功推出《PUBG Mobile》《CODM》《Valorant》《Pokémon UNITE》等多款游戏，除手游外，还通过投资的海外游戏公司在端游和主机游戏端共同发力。

网易多款新游在 2021 年的表现颇为亮眼，《永劫无间》自 8 月全球上线以来在 Steam 畅销榜表现亮眼，游戏销量创下国产买断制销量记录，《哈利波特：魔法觉醒》9 月上线亦颇受用户好评，《指环王战争崛起》已在欧洲、美洲、大洋洲和东南亚上线。2022 年依旧是网易游戏的产品大年，网易的新游储备包括《绝对演绎》、主机及手游版《永劫无间》、《暗黑破坏神：不朽》、《倩女幽魂隐世录》以及计划在海外市场发行的《哈利波特：魔法觉醒》。目前网易海外游戏占收比约为 10%+ 的体量，我们认为伴随着多款热门 IP 加持的游戏即将在全球上线，公司的海外游戏收入占比有望进一步提高。

表 9：腾讯游戏 Pipeline

序号	游戏名称	代理/自研	类型	游戏品类	进展	是否为 IP
1	地下城与勇士 (DNF)	代理	手游	ARPG	开启预约	是
2	黎明觉醒	自研	手游	FPS	开启预约	否
3	堡垒之夜手机版	代理	手游	FPS	国际服(IOS 预约)	是
4	手工星球	代理	手游	沙盒类	开启预约	否
5	奇奥英雄传	代理	手游	卡牌类	开启预约	否
6	进化之地 2	代理	手游	RPG	开启预约	否
7	星露谷物语	代理	手游	模拟经营	开启预约	否
8	尖塔奇兵	代理	手游	策略类	开启预约	是
9	艾兰岛	代理	手游	沙盒类	开启预约	否
10	诺亚之心	代理	手游	MMORPG	开启预约	是
11	庆余年	代理	手游	MMORPG	开启预约	是
12	乱世逐鹿:风起三国	自研	手游	卡牌策略	开启预约	是
13	格莉斯的旅程	自研	手游	冒险解谜	开启预约	否
14	健康保卫战	自研	手游	策略类	开启预约	否
15	英雄联盟电竞经理	自研	手游	卡牌	TBD	否
16	金属对决	自研	手游	机甲格斗	开启预约	否
17	中国式家长	代理	手游	模拟养成	TBD	否

18	迷失之地乱斗	代理	手游	物理核弹对战	TBD	否
19	毛线先生	代理	手游	解密	开启预约	否
20	文明火种	代理	手游	策略类	开启预约	否
21	银之守墓人：对决	代理	手游	RPG	开启预约	是
22	极地诡梦	代理	手游	生存冒险	开启预约	否
23	洛菲斯的呼唤	代理	手游	卡牌冒险	开启预约	否
24	北方绝境	代理	手游	塔防	开启预约	否
25	奇喵的画家	代理	手游	消除	开启预约	否
26	小小寻梦星球	代理	手游	冒险解谜	开启预约	否
27	代号：启程	自研	手游	动作类	TBD	是
28	代号：破晓	自研	手游	动作类	TBD	是
29	从前有座灵剑山：格斗修仙传	自研	手游	动作类	TBD	是
30	逆战手游	自研	手游	FPS	TBD	是
31	洛克王国	自研	手游	养成类	TBD	是
32	石器时代	代理	手游	养成类	TBD	是
33	天堂 2：革命	代理	手游	MMORPG	TBD	是
34	愤怒的小鸟梦幻岛	代理	手游	休闲类	开启预约	是
35	虚幻争霸	代理	端游	MOBA	TBD	否
36	百变球球	代理	手游	竞技类	TBD	否
37	罗博造造	代理	手游	沙盒类	TBD	否
38	无限法则	自研	手游	FPS	TBD	否
39	彩虹六号：围攻	代理	手游	FPS	TBD	是
40	大主宰：大千世界	自研	手游	MMORPG	TBD	是
41	重生边缘	联合开发	端游	射击	TBD	否
42	不思议的皇冠	自研	端游	冒险探索 RPG	开启预约	否
43	星际战甲	代理	WeGame	射击	开启预约	是
44	武侠义二	代理	WeGame	RPG	开启预约	是
45	代号：SYN	自研	console	FPS	TBD	否
46	出发！领主大人	自研	手游	SLG	TBD	否
47	巴蒲洛夫很忙	自研	手游	益智	开启预约	否
48	雁丘陵	自研	手游	解谜	开启预约	否
49	小鹅科学馆	自研	手游	益智	开启预约	否
50	全民大灌篮	自研	手游	动作	TBD	是
51	传奇天下	联合开发	手游	RPG	开启预约	是
52	重返帝国	自研	手游	SLG	TBD	否
53	我们的星球	自研	手游	沙盒类	开启预约	否
54	牧场物语手游	自研	手游	模拟经营	TBD	是
55	璀璨星途	自研	手游	模拟养成	开启预约	否
56	神角技巧	自研	手游	沙盒类	开启预约	否
57	指尖领主	代理	手游	策略类	开启预约	否
58	无序次元	自研	手游	冒险探索 RPG	开启预约	否
59	精灵之境	自研	手游	收集养成类	开启预约	否
60	修普诺斯	自研	手游	解谜	开启预约	否
61	谍：惊蛰	自研	手游	解谜	开启预约	否
62	拣爱	移植	手游	剧情类	开启预约	否
63	Project: Fighter	自研	手游	动作	TBD	是
64	玄中记	自研	手游	RPG	开启预约	否
65	我叫 MT5	自研	手游	MMORPG	TBD	是
66	一拳超人正义执行	自研	手游	动作	开启预约	是
67	西行纪 燃魂	自研	手游	冒险探索 RPG	TBD	是
68	大航海时代：海上霸主	自研	手游	冒险	开启预约	是

资料来源：TapTap，腾讯游戏发布会，App Store，腾讯游戏官网，安信证券研究中心

表 10：网 易 游 戏 Pipeline

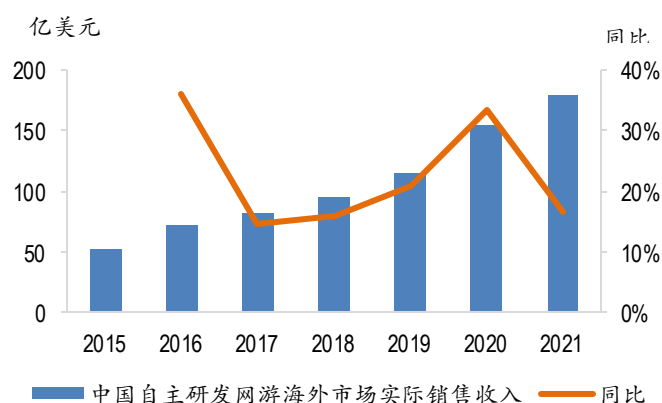
序号	游戏名称	代理/自研	类型	游戏品类	进展	是否为 IP
1	暗黑破坏神：不朽	联合研发	手游	ARPG	开启预约	是
2	超激斗梦境	联合研发	端游	动作角色扮演类	TBD	否
3	倩女幽魂隐世录	自研	手游	ARPG	TBD	是
4	绝对演绎	自研	手游	沉浸式娱乐圈体验	开启预约	否
5	永劫无间	自研	主机及手游版	动作格斗类	TBD	否
6	哈利波特：魔法觉醒	自研	手游	RPG	1H22 推向部分海外市场	是
7	逆水寒手游	自研	手游	MMORPG	开启预约	是
8	陈情令	联合研发	手游	国风	开启预约	是
9	荒野潜伏者	自研	VR 游戏	多人在线射击游戏	安卓端开启预约	否
10	故土	自研	VR 游戏	RPG	TBD	否
11	Disorder	自研	手游	射击类	开启预约	否
12	神谕文明	自研	手游	策略类	开启预约/删档计费测试	否
13	墟土之争	代理	手游	即时战略类	开启预约	否
14	三国诛将录	代理	手游	RPG	开启预约	否
15	战春秋	代理	手游	MMORPG	开启预约	否
16	泰坦黎明	代理	手游	动作策略	开启预约	否
17	代号:Onmyoji Idol Project	自研	手游	RPG	开启预约	是
18	代号：世界	自研	手游	MMORPG	TBD	是
19	代号：诸神黄昏	自研	手游/端游/主机	冒险类	开启预约	否
20	伊格效应	自研	手游	RPG	开启预约	否
21	代号：T	自研	手游	RPG	开启预约	否
22	代号 Moon	自研	手游	时空冒险手游	开启预约	否
23	风暴战争	代理	手游	即时策略	开启预约	是
24	阴阳师智走棋	自研	手游	回合制策略棋类	开启预约	是
25	阴阳师：妖怪小班	自研	手游	休闲竞技类手游	开启预约	是
26	大话西游放置版	自研	手游	冒险竞技类手游	开启预约	是
27	致命追逐	代理	手游	动作	开启预约	否
28	最后的秘密	自研	手游	文字互动冒险	开启预约	否
29	失忆偶像出道中	自研	手游	模拟养成	TBD	否
30	代号 Rider	自研	手游	休闲收集类	开启预约	否
31	战争怒吼	自研	手游	RTS	开启预约	否
32	纸盒大乱斗	自研	手游	沙盒竞技	开启预约	否
33	萌王	自研	手游	RPG	开启预约	否
34	命运起源	自研	手游	MMORPG	开启预约	是
35	伏魔咒	自研	手游	RPG	安卓端开启预约	是
36	完售物语	代理	手游	卡牌类	开启预约	否
37	与裳之恋	代理	手游	女性向换装类	开启预约	否
38	梦幻之星：伊多拉传说	代理	手游	二次元卡牌游戏	开启预约	否
39	东京偶像计划	代理	手游	RPG	开启预约	否
40	超凡先锋	自研	手游	生存夺金	开启预约	否
41	黎明杀机	代理	端游	恐怖	TBD	否
42	代号：M	自研	手游	MOBA	TBD	是
43	极限竞速：街头传奇	代理	手游	运动	开启预约	否
44	世嘉口袋创造球会	代理	手游	模拟	开启预约	否
45	蛋仔派对	自研	手游	潮玩休闲竞技	开启预约	否
46	西部世界：觉醒	代理	手游	VR	TBD	否
47	工作细胞	自研	手游	二次元模拟经营	开启预约	是
48	星海求生	自研	手游	沙盒生存游戏	开启预约	否
49	伊格效应	自研	手游	RPG	开启预约	否
50	逗斗火柴人	自研	手游	格斗类	开启预约	是

51	冰汽时代：最后的家园	联合研发	手游	模拟经营	开启预约	否
52	代号：ATLAS	联合研发	手游	星战题材	开启预约	否
53	湮灭效应	自研	手游	海洋废土题材	开启预约	否
54	Vikingard	自研	手游	维京题材策略竞技	开启预约	否
55	未知记录	自研	手游	角色扮演类	开启预约	否
56	Project IN	自研	手游	放置冒险类	TBD	否
57	战争怒吼	代理	手游	即时策略对战	开启预约	否
58	零号任务	自研	手游	对抗	开启预约	否
59	巅峰极速	联合研发	手游	拟真操控竞速	开启预约	否
60	绿茵信仰	自研	手游	体育足球	开启预约	否

资料来源：TapTap，网易 520 游戏发布会，App Store，网易游戏官网，安信证券研究中心

我们认为海外市场是头部游戏厂商未来 3-5 年业务扩张的重要阵地。据 GPC&IDC，2021 年中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入同比+16.6%至 180 亿美元，其中移动游戏收入同比+21.7%至 161 亿美元，增速快于同期国内市场增速（同比+7.6%）。从自主研发移动游戏海外重点地区收入分布来看，美国、日本及韩国依旧是最大的海外市场，占收比分别为 32.6%/18.5%/7.2%。从品类分布来看，策略类、角色扮演类以及射击类最受海外用户欢迎，占收比分别达 41.4%/13.5%/13.0%。

图 47：中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入



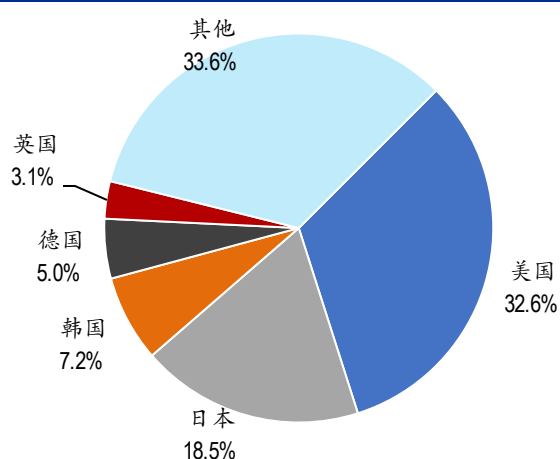
资料来源：GPC&IDC，安信证券研究中心

图 48：中国自主研发移动网络游戏海外市场实际销售收入



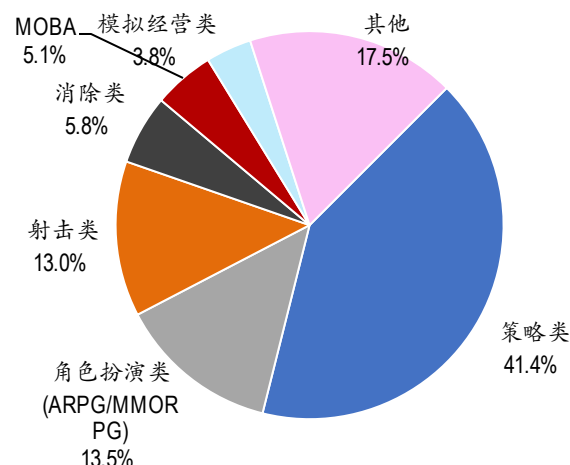
资料来源：GPC&IDC，安信证券研究中心

图 49：2021 中国自主研发移动游戏海外地区收入分布



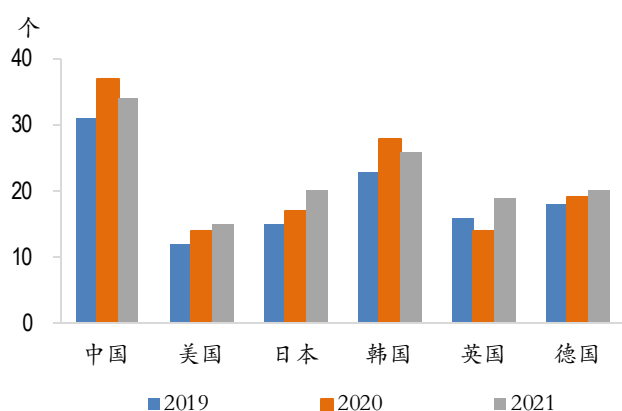
资料来源：GPC&IDC，安信证券研究中心

图 50：2021 中国自主研发移动游戏海外市场收入前 100 类型收入占比



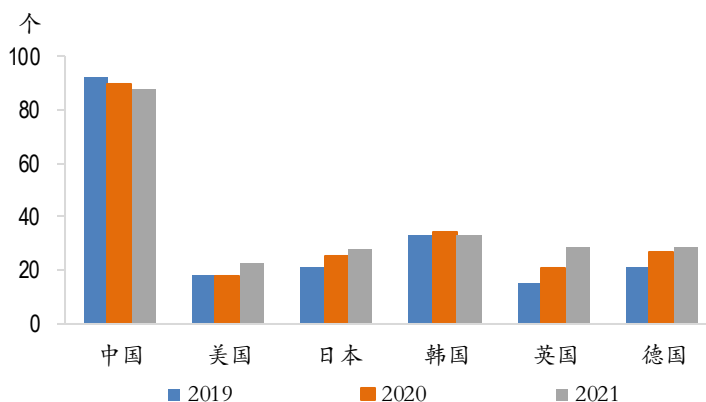
资料来源：GPC&IDC，安信证券研究中心

图 51：全球重要移动游戏市场流水 Top100 中国产移动游戏发行商数量



资料来源：伽马数据，安信证券研究中心

图 52：全球重要移动游戏市场流水 Top100 中国产移动游戏数量



资料来源：伽马数据，安信证券研究中心

头部厂商多款游戏在海外市场均录得亮眼表现。根据 Sensor Tower，截至 2021 年 Q3 末，腾讯《PUBG Mobile》（合并《和平精英》收入）在全球 App Store 和 Google Play 的累计收入已超过 70 亿美元，其中《和平精英》在中国 iOS 市场累计收入近 40 亿美元，《PUBG Mobile》在海外市场累计收入超过 30 亿美元；米哈游旗下《原神》更是位列年度出海手游流水榜第一；网易旗下《荒野行动》在日本市场优势地位依旧十分显著，在出海日本的中国手游中流水排名稳定在前二名的水平。

表 11：2021 年中国内地市场及重要海外市场国产移动游戏流水 Top20

2021 年中国内地市场国产移动游戏流水 Top20			2021E 重要海外市场国产移动游戏流水 Top20		
排名	游戏名称	游戏类型	排名	游戏名称	游戏名称（中文） 游戏类型
1	王者荣耀	MOBA	1	Genshin Impact	原神 ARPG
2	和平精英	射击类	2	PUBG Mobile	射击类
3	梦幻西游	回合制 RPG	3	State of Survival	末日生存 策略类
4	三国志·战略版	策略类	4	CODM	使命召唤手游 射击类
5	原神	ARPG	5	Rise of Kingdoms	万国觉醒 策略类
6	穿越火线·枪战王者	射击类	6	Lords Mobile	王国纪元 策略类
7	万国觉醒	策略类	7	Knives Out	荒野行动 射击类
8	一念逍遥	放置类	8	Project Makeover	消除类
9	火影忍者	ARPG	9	Top War: Battle Game	口袋奇兵 策略类
10	天涯明月刀	MMORPG	10	Puzzle & Survival	消除类
11	大话西游	回合制 RPG	11	Mafia City	黑道风云 策略类
12	QQ 飞车	竞速类	12	Age of Z Origins	Z 纪元起源 策略类
13	率土之滨	策略类	13	Cash Frenzy	博彩类
14	哈利波特·魔法觉醒	卡牌类	14	Crasher: Orgin	奇迹之剑 MMORPG
15	阴阳师	回合制 RPG	15	Girls Chronicle	放置少女:百花缭乱的萌姬物语 放置类
16	神武 4	回合制 RPG	16	Ensemble Stars Music	偶像梦幻祭 2 音舞类
17	斗罗大陆:魂师对决	卡牌类	17	Kings of Avalon	阿瓦隆之王 策略类
18	使命召唤手游	射击类	18	Last Shelter: Survival	守望黎明 策略类
19	JJ 斗地主	棋牌类	19	AFK Arena	剑与远征 放置类
20	明日之后	生存类	20	Guns of Glory	火枪纪元 策略类

资料来源：伽马数据，安信证券研究中心

监管方面，近期市场对于游戏板块的关注点主要在版号发放节奏以及未成年用户监管方面，从当前版号发放节奏来看，2021 年共发放 679 款国产游戏版号以及 76 款进口游戏版号，约

为 2020 年全年国产游戏版号的一半，自 2021 年 8 月以来尚未发放版号，此前 1-7 月基本保持每月发放 1-2 批国产游戏版号，我们认为部分特定游戏品类的审核或更为严格，但监管旨在引导行业健康与良性发展，迈向高质量和高水平方向。

图 53: 2017-2021 年游戏版号发放数量

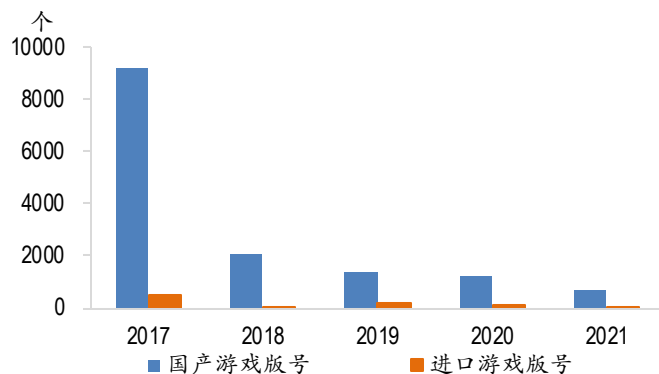
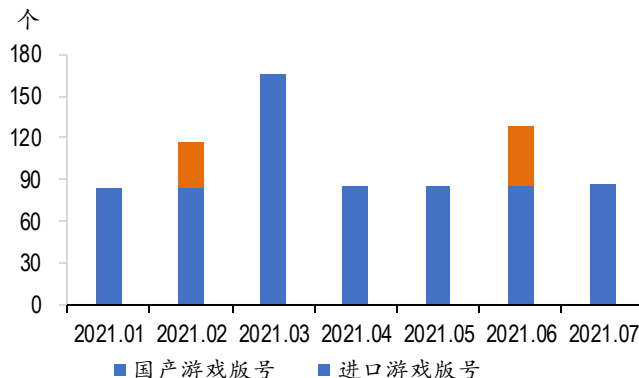


图 54: 2021 年各月游戏版号发放数量



资料来源：国家新闻出版署，安信证券研究中心
注：截至 2021 年年底

资料来源：国家新闻出版署，安信证券研究中心
注：截至 2021 年年底

表 12: 2021 年腾讯网易游戏版号获取情况

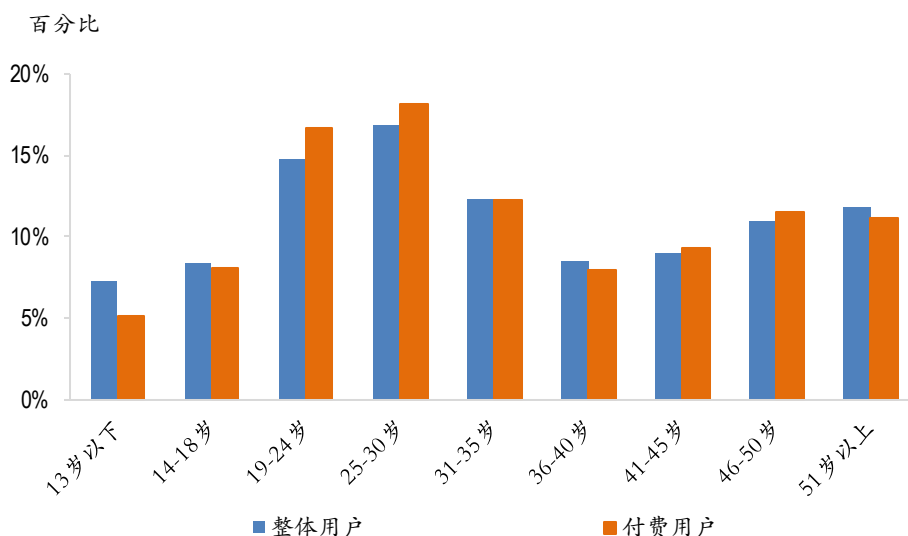
国产	游戏公司	时间	游戏名称	申报类别	游戏类型	游戏公司	时间	游戏名称	申报类别	游戏类型
	腾讯	4.27	重返帝国	移动	SLG	网易	3.19	绝对演绎	移动	女性向
	腾讯	5.24	高能英雄	移动	放置冒险类	网易	4.27	绿茵信仰	移动、客户端	足球体育
	腾讯	7.22	从前有座灵剑山	移动	二次元	网易	5.24	洪荒文明	移动	SLG
						网易	7.22	蛋仔派对	移动	休闲竞技
进口	游戏公司	时间	游戏名称	申报类别	游戏类型	游戏公司	时间	游戏名称	申报类别	游戏类型
	腾讯	2.10	英雄联盟手游	移动	MOBA	网易	2.09	宝可梦大探险	移动	角色扮演
	腾讯	2.09	艾兰岛	移动	沙盒	网易	2.09	暗黑破坏神：不朽	移动	ARPG
	腾讯	6.28	格莉斯的旅程	移动	冒险	网易	2.09	星战前夜：无烬星河	移动	沙盒
	腾讯	6.28	哆啦 A 梦牧场物语	游戏机-Switch	模拟经营类	网易	6.28	漫威对决	移动	MOBA
	腾讯	6.28	全境封锁 2	客户端	多人在线射击类	网易	6.28	逗斗火柴人	移动	竞技
	腾讯	6.28	英雄联盟电竞经理	移动	模拟经营类	网易	6.28	钓鱼大对决	移动	竞技
	腾讯	6.28	卡通农场	移动	模拟经营类	网易	6.28	蒸汽战姬：联盟	客户端	冒险战斗类

资料来源：国家新闻出版署，安信证券研究中心
注：截至 2021 年年底

我们认为当前针对未成年用户防沉迷的相关监管已经逐步落地，事实上，头部厂商当前未成年用户付费占比也并不显著。根据 QuestMobile，截至 2021 年 6 月手游 18 岁以下整体用户/付费用户占比分别为 15.7%/13.2%。从腾讯来看，9 月未成年人在腾讯国内市场游戏时长占比为 0.7% (VS 去年同期的 6.4%)，同期游戏流水的占比为 1.1% (VS 去年同期的 4.8%)；网易披露 18 岁以下用户游戏流水占比仅不足 1%；哔哩哔哩披露目前公司游戏充值收入中来自未成年用户的金额占比仅约 1%。包括腾讯网易等在内的各个企业已陆续按要求升级防沉迷系统，此外国家新闻出版署上线了“游戏企业防沉迷落实情况举报平台”，中国音数协游戏工委联合腾讯、网易等 213 家单位发起《网络游戏行业防沉迷自律公约》，当前未成年人防

沉迷监管已经逐步落地。

图 55：2021 年 6 月手机游戏 APP 整体用户及付费用户年龄分布

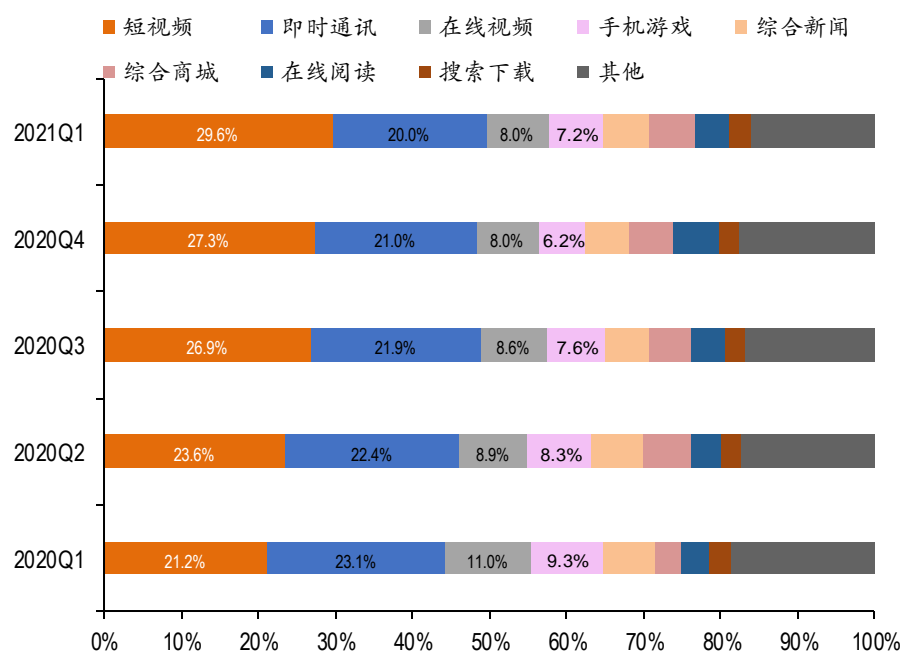


资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

3.2. 视频化表达成为大趋势，短视频商业化仍大有可为

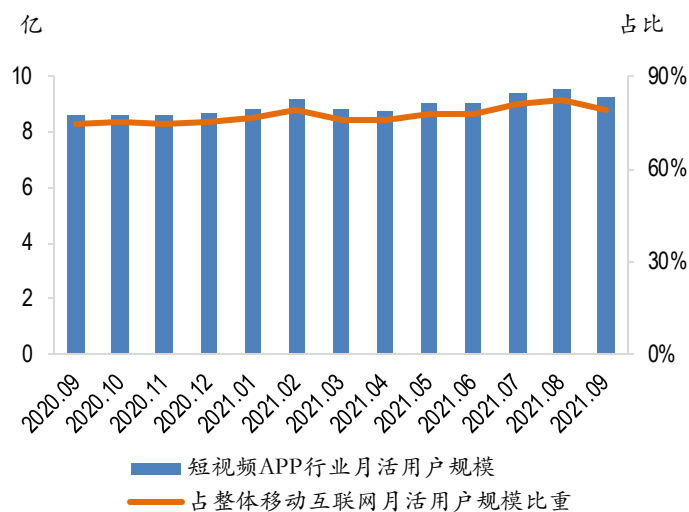
我们认为视频化是移动互联网时代内容表达的大趋势，而短视频凭借着碎片化的时间场景更是异军突起，从互联网各类型应用时长来看，短视频板块正持续蚕食用户时长份额。从人均使用时长来看，2020 年 Q2 开始，短视频占比上升至第一并呈持续保持增长趋势，至 2021 年 Q1 短视频人均使用时长占比同比已接近三成。QuestMobile 数据显示，截至 2021 年 9 月整体短视频 App 行业月活用户规模达 9.25 亿，占整体移动互联网月活规模比重稳定在八成比例。艾媒咨询预计 2021 年短视频市场规模将同比增长 38.1%至 1,945 亿元。

图 56：移动网民人均 APP 使用时长占比



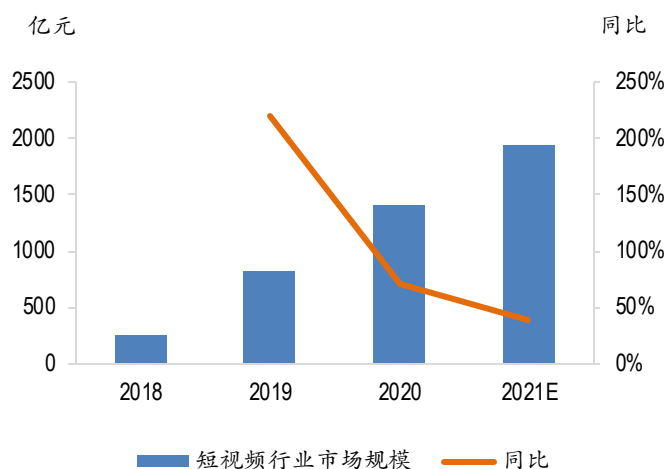
资料来源：极光，安信证券研究中心

图 57：短视频 APP 行业月活用户规模



资料来源：QusetMobile，安信证券研究中心

图 58：短视频行业市场规模



资料来源：艾媒，安信证券研究中心

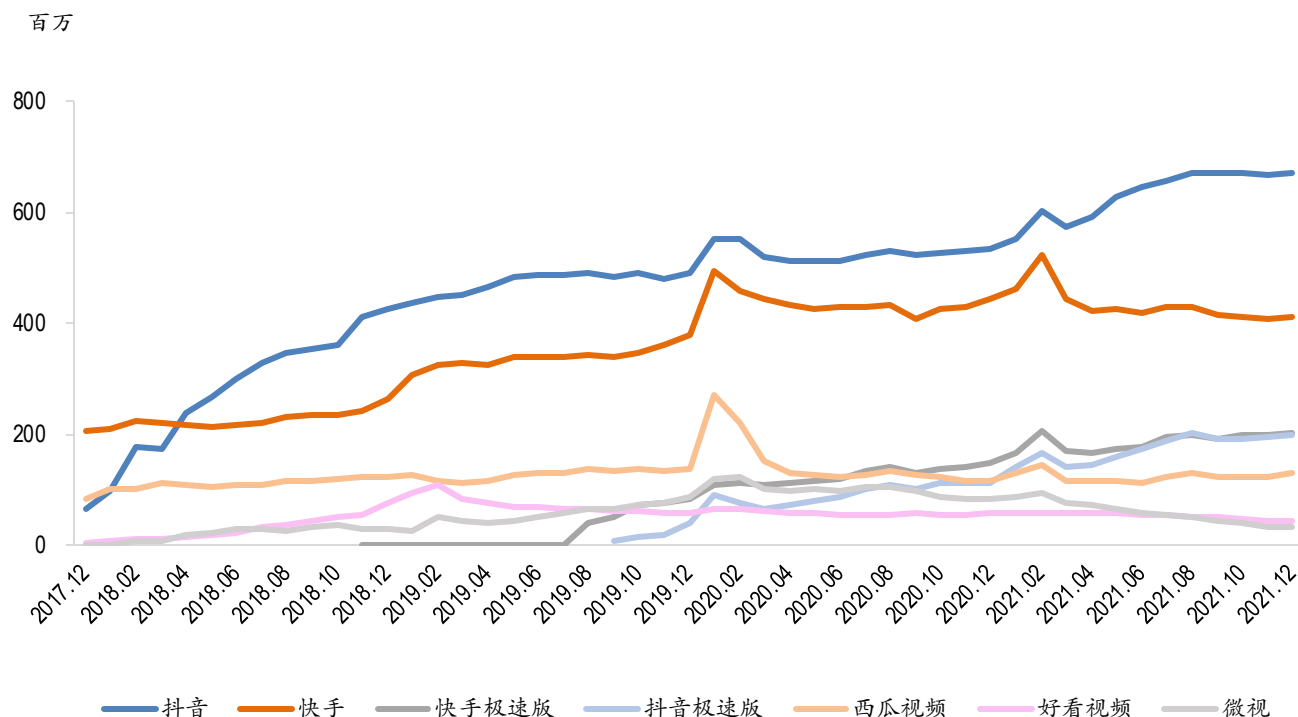
随着 2020 年微信视频号的入局，目前短视频行业已经形成了抖音、快手、视频号三足鼎立的局面。我们认为抖音和快手本身依托娱乐场景，而视频号则更多基于微信的熟人社交关系链，形成了差异化定位及运营特征。视频号定位为全新的内容记录与创作平台，以“记录真实生活”为 Slogan，作为微信生态内的重要一环，其分发机制主要为微信内基于熟人的社交关系链，根据视灯研究院，截至 1H21 视频号 DAU 已达 3 亿。抖音 Slogan 为“记录美好生活”，给予优质的头部内容更高的曝光量，QuestMobile 显示 12 月抖音 App 的 DAU 已达 4.1 亿。快手 Slogan 为“拥抱每一种生活”，以“公平普惠”为基调，社区性质较强，早年淡化运营，近年来逐步加强运营，公司财报显示截至 3Q21 旗下应用的 DAU 已达 3.2 亿。

表 13：视频号、抖音及快手基本信息对比

	微信视频号	抖音系	快手系
平台类型	入口位于微信生态内，无独立 APP	短视频平台，具备独立 APP	短视频平台，具备独立 APP
Slogan	记录真实生活	记录美好生活	拥抱每一种生活
内容生产特点	单列+自动播放；竖屏	单列+自动播放；竖屏	双列（发现）+点击播放；单列（精选）+自动播放；竖屏
产品展现形式	拍摄 1 分钟以内短视频，上传 1-30 分钟视频；照片；直播	拍摄 15 秒、1 分钟及 3 分钟以内视频；上传 15 分钟以内视频，照片；直播	拍摄 11.5 秒、1 分钟及 5 分钟以内视频；上传 15 分钟以内视频；照片；直播
内容运营	运营干预相对较小，希望引入真人原创、权威媒体内容	运营干预相对较大，重人工运营	早年淡化运营，近年加强运营
算法机制	社交推荐，兴趣推荐，热门推荐，附近推荐	强算法	公平普惠机制，社区属性较强
分发机制	1) 去中心化，社交推荐+算法推荐； 2) 社交关系权重高； 3) 重要性排序：点赞率>评论率>转发率	1) 内容质量权重高 2) 社交关系权重低 3) 重要性排序：点赞率>评论率>转发率	1) 相对去中心化 2) 社交关系更高权重 3) 重要性排序：评论率>转发率>点赞率
商业化变现	广告、直播、电商	广告、直播、电商	广告、直播、电商
用户规模	DAU 3 亿(1H21，视灯研究院)	DAU 4.1 亿, MAU 6.7 亿，单用户日均时长 101.7 分钟 (2021.12, QuestMobile)	DAU 3.2 亿, MAU 5.7 亿，单用户日均时长 119.1 分钟 (3Q21，公司财报)

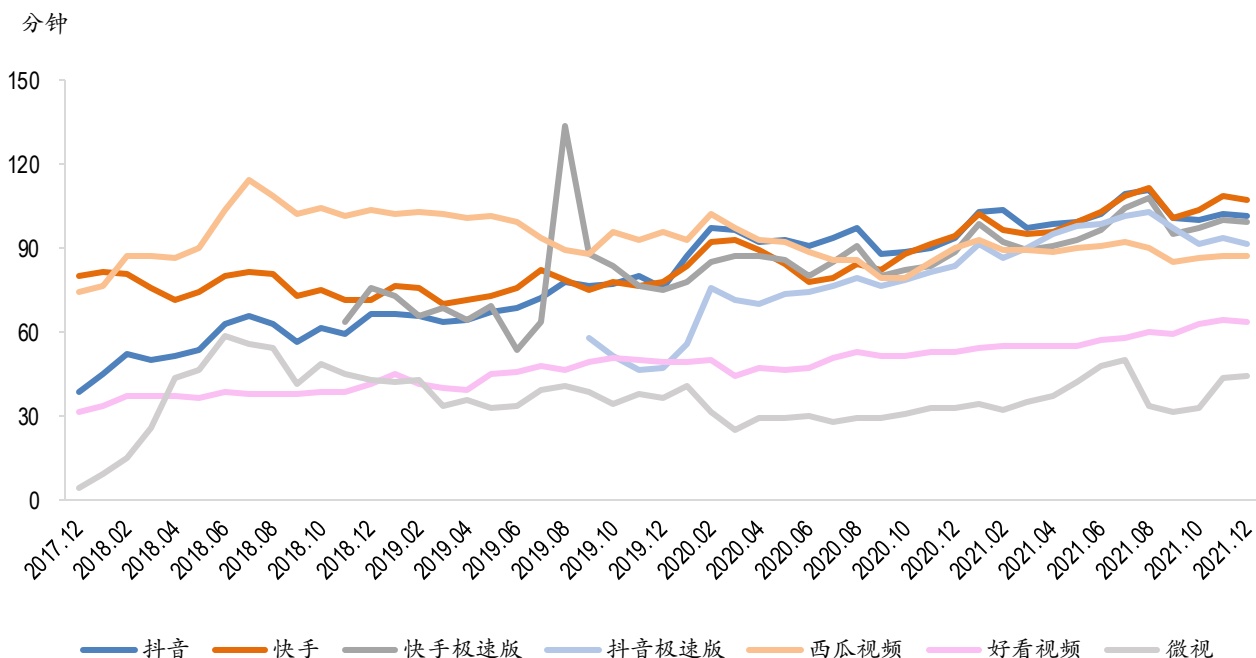
资料来源：克劳锐，面朝，QuestMobile，视灯研究院，视频号，抖音 App，快手 App，公司财报，安信证券研究中心

图 59：主要短视频 App 月活跃用户数



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

图 60：主要短视频 App 人均单日均使用时长

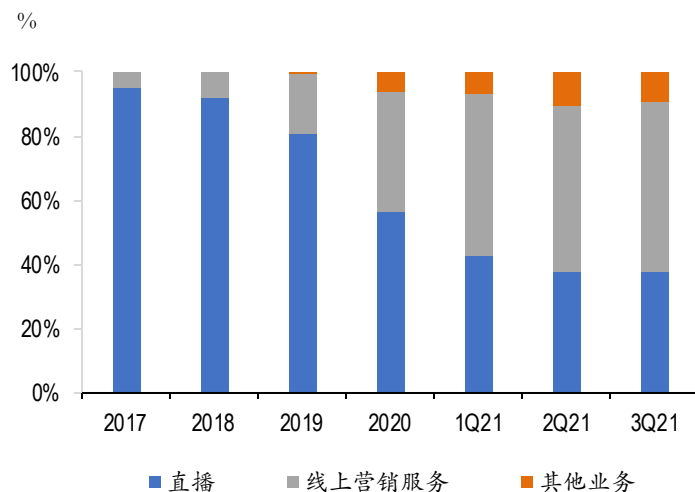


资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

我们认为短视频行业已经积累了较高的用户基数，但用户的时长份额仍在继续扩张，短视频平台的商业增长依旧具备较大的潜力。目前短视频变现主要方式有广告、直播打赏以及电商

等模式，鉴于直播领域的强监管态势以及整体直播行业迈入成熟阶段，未来我们更加看好广告和电商的长期发展潜力。根据 CSM 数据，四成以上用户对短视频广告持有积极态度，20.3% 的短视频用户会产生营销转化，搜索点击感兴趣的广告或者直接影响购买。此外，从吸引短视频用户观看直播带货的原因来看，除了商品本身优惠力度较大之外，四成以上用户受到展示场景驱动，此外主播推荐也是重要的购买原因之一。

图 61：快手的收入构成



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

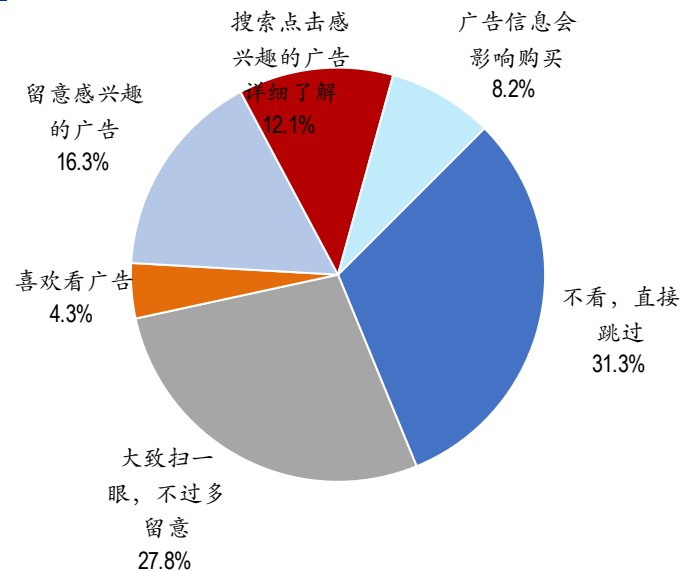
注：快手其他收入包括电商、网络游戏及其他增长服务

图 62：快手直播打赏收入增速逐步回落



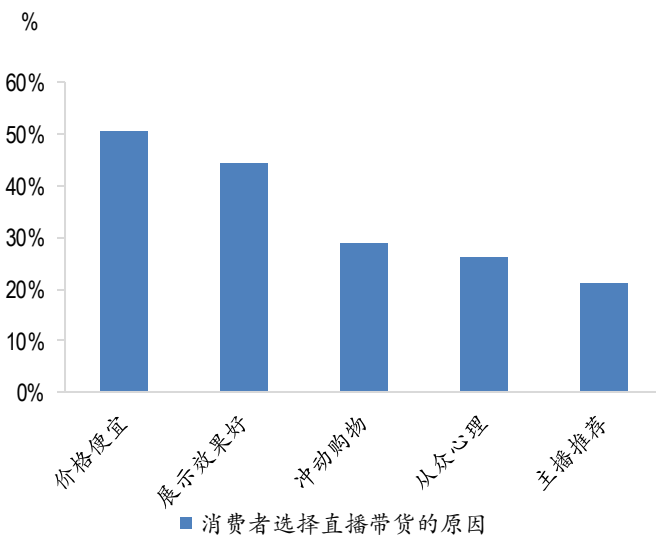
资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 63：用户对短视频广告的态度 (2020)



资料来源：CSM，安信证券研究中心

图 64：消费者选择直播购物的原因 (2020)



资料来源：北京市消费者协会，安信证券研究中心

我们观察到短视频平台也开始陆续入局本地生活领域，为行业拓展了变现的想象空间。2020 年底字节跳动商业化部门设立“本地直营业务中心”，根据晚点 LatePost，字节跳动为本地生活业务设立目标，预计到 2021 年底到店团购的交易总额达 200 亿元。近期美团和快手达成合作，美团将在快手开放平台上线美团小程序，目前美团小程序先已试点上线餐饮品类，未来还将陆续上线酒店、民宿、景区、休闲娱乐等多个生活服务品类。

图 65：抖音本地生活吃喝玩乐榜单



资料来源：抖音 App，安信证券研究中心

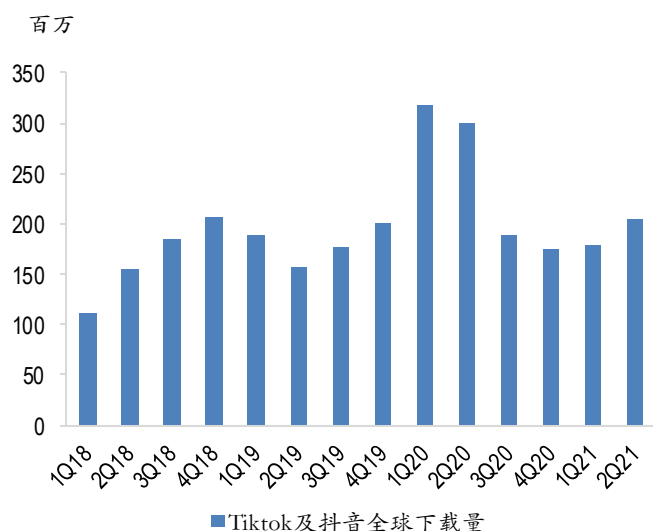
图 66：快手与美团宣布达成互联互通战略合作



资料来源：腾讯网，安信证券研究中心

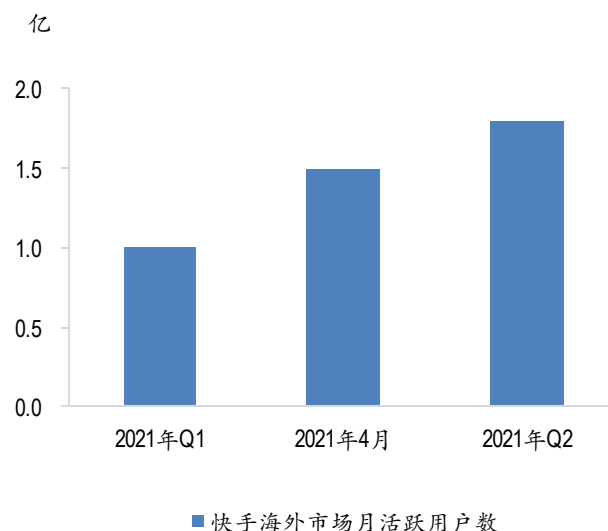
近年来伴随着国内短视频用户渗透率逐渐攀高以及短视频产品领先的用户运营能力和算法技术，头部短视频平台也开启了出海之路。字节跳动旗下的 TikTok 更是成为了出海的杰出产品代表，主要面向北美、南美洲及东南亚等地区，根据 Sensor Tower，截至 2021 年 9 月，TikTok 月活跃用户已超过 10 亿，TikTok 总安装量已达 32 亿（包括抖音），2021 年 TikTok 在全球热门移动应用下载榜单中多次位列第一，月均下载量达 5000 万+。快手出海主要面向南美洲及东南亚市场，拳头短视频产品包括 Kwai、SnackVideo，截至 2021 年 Q2，快手海外市场月活用户规模已超 1.8 亿，2021 年下半年快手调整海外市场策略，进一步优化产品及内容建设。

图 67：Tiktok 及抖音全球下载量



资料来源：Sensor Tower，安信证券研究中心

图 68：快手海外市场月活跃用户数

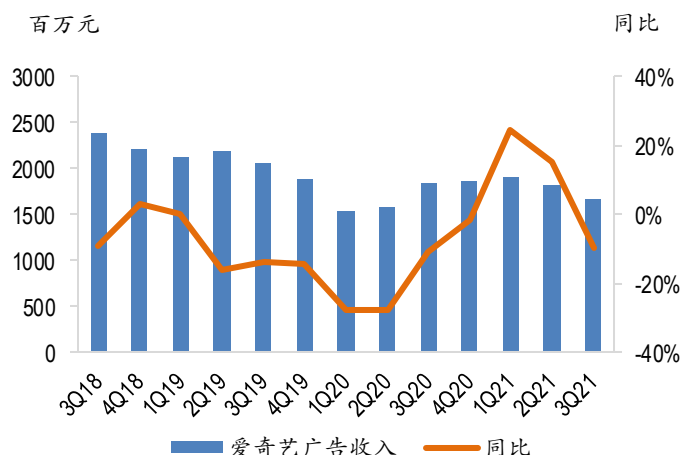


资料来源：公司财报，安信证券研究中心

3.3. 长视频平台表现低迷，直播赛道迈入成熟阶段

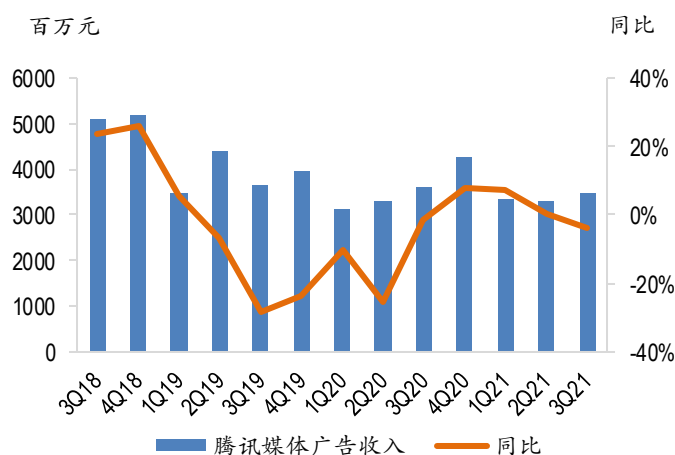
长视频平台受宏观逆风及内容排播影响变现不及预期。Q3 末爱奇艺会员达 1.04 亿，环比/同比降低 2.4%/1.1%，主要由于缺乏重磅新内容的上线。此外 Q3 广告收入同比减少 9.8% 至 16.6 亿元，主因部分选秀综艺整改对广告招商产生不利影响，同时宏观逆风下广告主需求受损。腾讯媒体广告 Q3 同比下降 4% 至 35 亿元，会员数同比+8% 到 1.29 亿，会员数得以增长主要得益于季度内部分热播剧集的上线。我们认为长视频会员规模在高线市场已经较为饱和，优质内容是拉新和留存的核心动力。短期来看，我们认为上新策略或更加关注 ROI 以提升内容效率，长期来看，自制内容战略与影视行业监管带来的成本改善效应有望驱动长视频平台的盈利能力改善。

图 69：爱奇艺 - 广告收入



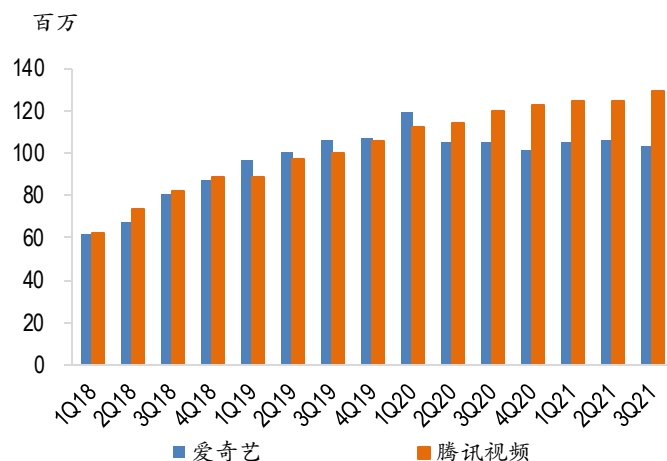
资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 70：腾讯 - 媒体广告收入



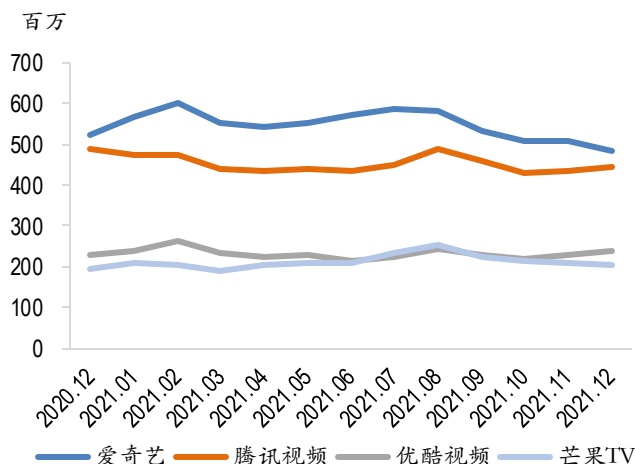
资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 71：爱奇艺和腾讯视频会员数比较



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

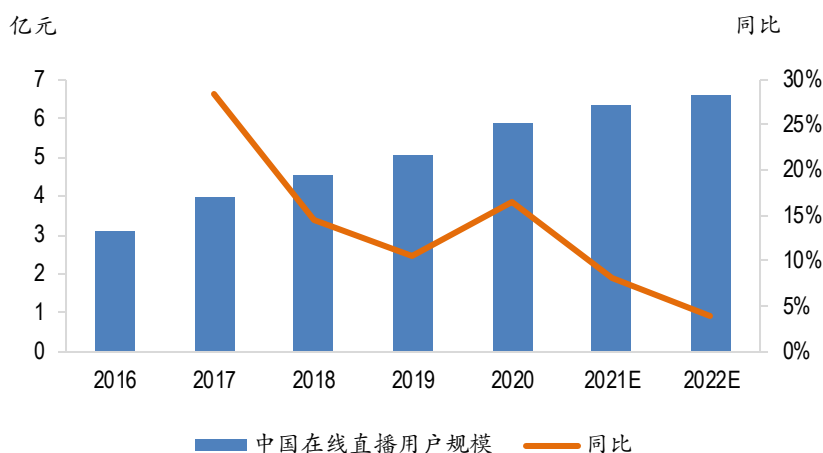
图 72：长视频平台 MAU



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

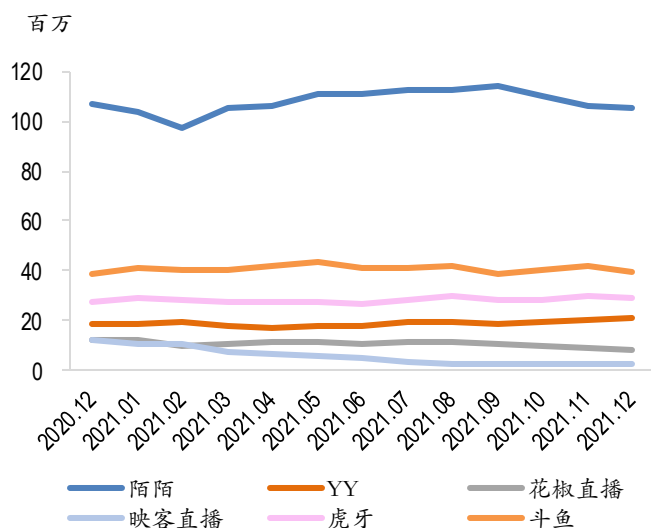
直播行业已迈入成熟阶段，艾媒数据显示国内整体直播用户已经放缓至个位数增长。另外从头部直播 App 的用户体量及用户时长来看，也已经趋于稳定。国内整体直播行业已迈入成熟发展阶段，行业监管也已经是常态化。2020 年国家广电总局发布通知要求网络秀场直播平台要对网络主播和“打赏”用户实行实名制管理等，2021 年 4 月国家网信办等七部门联合发布《网络直播营销管理办法（试行）》，对直播信息安全管理、营销行为等做出具体规范。

图 73：中国在线直播用户规模



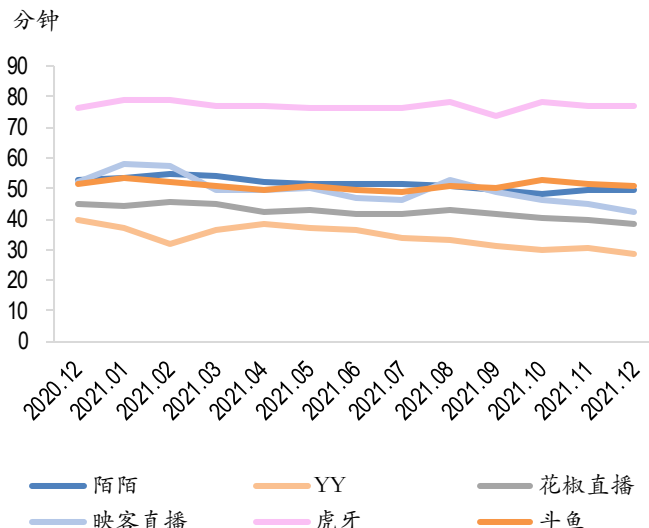
资料来源：艾媒，安信证券研究中心

图 74：头部直播 APP MAU



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

图 75：头部直播 APP 人均单日均使用时长



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

4. 元宇宙概念迸发新机遇，头部互联网公司积极布局

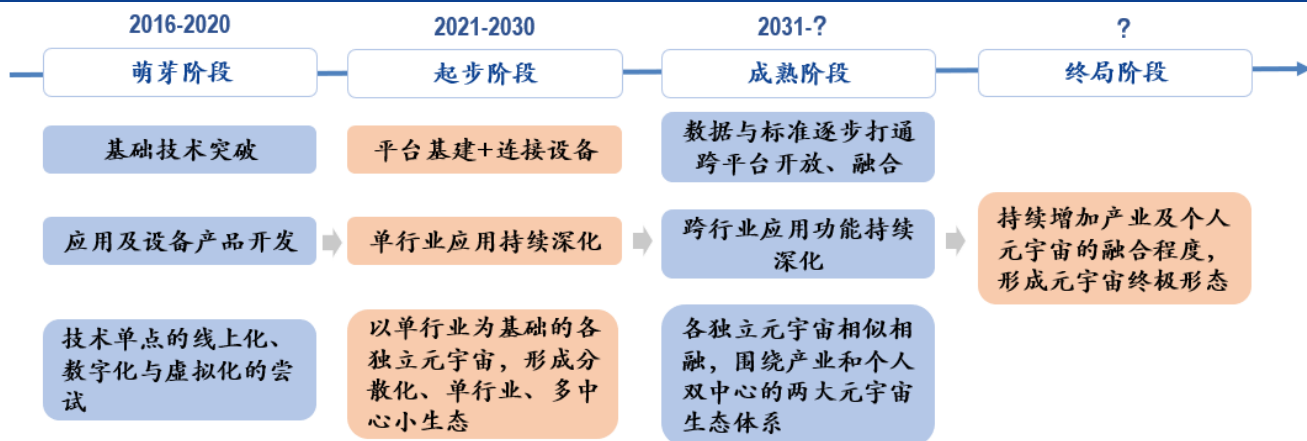
元宇宙的概念最初来源于 1992 年美国科幻小说家尼奥·斯蒂文森的《雪崩》，作者在书中描述了一个平行于现实世界的网络世界 Metaverse，所有现实世界中的人在元宇宙中均有一个虚拟分身。2020 年后在疫情催化下线上化趋势加速，2021 年 Roblox 在美股上市、Facebook 更名为 Meta 等事件也引发了市场的热切关注。从元宇宙产业结构来看，感知及显示层主要为各类设备及基础功能，包括 VR/AR 设备、智能手机、摄像头、语音识别功能等；而在感知及显示层基础之上的应用层涉及范围非常广泛，包括影视、传媒、游戏、金融、电商、办公、社交等多个领域。

图 76：元宇宙产业链



资料来源：艾媒，安信证券研究中心

图 77：元宇宙的发展阶段



资料来源：德勤研究，安信证券研究中心

我们梳理了海内外科技巨头对于元宇宙的解读。Roblox CEO 指出元宇宙是一个将所有人相互关联起来的 3D 虚拟世界，元宇宙至少包括的要素有身份、朋友、沉浸感、低延迟、多元化等；扎克伯格将 Facebook 改名为 Meta，称元宇宙通过虚拟现实和增强现实将虚拟世界和现实世界的体验结合；Epic Games CEO 提出元宇宙是一种全所未有的大规模参与式媒介，带有公平的经济系统；英伟达 CEO 指出元宇宙是一个连接到我们所生活世界，由多人共享的虚拟世界，并发布了元宇宙基础设施 Omniverse。

腾讯在 2020 年提出全真互联网的概念，并将其称为移动互联网的下一波升级，而此前腾讯也通过对 Roblox、Epic Games 等标的进行投资做了前瞻性的布局；网易称其已做好了技术、人才和规划层面的准备，且预计 2022 年 Q1 将推出一款类似 Roblox 的元宇宙游戏平台，且该平台已经打磨 2 年；字节跳动看好 VR/AR 技术未来在办公、学习、视频、娱乐等各领域

的应用，在 2021 年收购了 VR 设备厂商 Pico 并投资了元宇宙概念游戏开发商代码乾坤；百度发布“希壤”，宣布将与英伟达合作共建 AI 元宇宙，并计划未来五年培养 500 万 AI 人才；阿里巴巴则指出元宇宙是下一代的互联网机会，并引入虚拟数字人 AYAYI 成为天猫超级品牌日的数字主理人；哔哩哔哩称元宇宙是一个概念，包含的产品要素包括虚拟现实、紧密的社交体系和游戏内自循环的生态系统。

我们认为元宇宙目前依旧在发展的初期阶段，元宇宙从概念走向显示依旧需要搭建好人工智能、区块链等底层基础架构，技术实力领先的龙头互联网厂商已经进行前瞻性布局，其中游戏板块因为具备虚拟场景和玩家虚拟身份有望成为元宇宙板块最先落地的场景。

表 14：海内外科技巨头对元宇宙的理解及看法

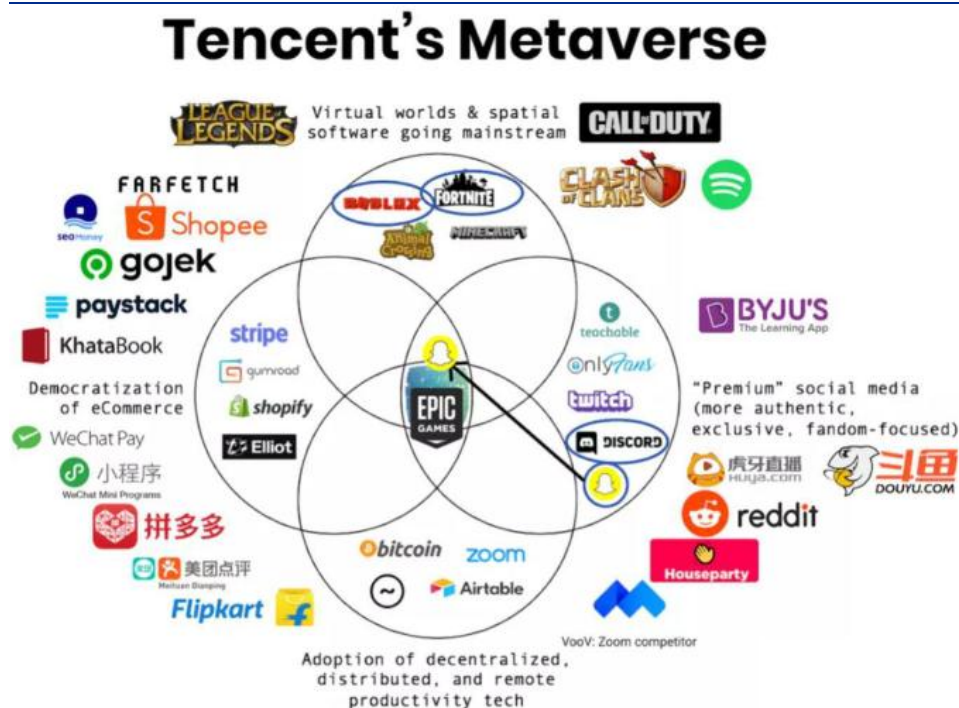
科技巨头	人物	人物观点
腾讯	马化腾，董事会主席、执行董事兼首席执行官	移动互联网十年发展即将迎来下波升级，我们称之为全真互联网。元宇宙是个值得兴奋的话题，腾讯拥有大量探索和开发元宇宙的技术和能力，例如在游戏、社交媒体和人工智能相关领域；将虚拟的世界变得更加真实以及让真实的世界更加富有虚拟体验，这是一种融合的方向也是腾讯一个大方向。
	吴运声，腾讯云副总裁，腾讯优图实验室总经理	元宇宙的概念和范畴非常大，腾讯将聚焦在相关的底层技术上，例如场景建模、3D 建模或人物虚拟化相关的技术，例如场景建模、3D 建模或人物虚拟化相关的技术。
网易	丁磊，网易公司董事局主席兼首席执行官	在技术和规划各个层面上，网易已经做好准备，我们懂得如何去做好规则的设计和技术的储备，预计在 2022 年 Q1 会推出类似 Roblox 的元宇宙游戏平台，该平台目前已经打磨 2 年。
	胡志鹏，网易副总裁	对于未来元宇宙保持开放心态，要做好技术和人才的准备，元宇宙首先需要有极度沉浸感和真实感；元宇宙要求社会组织和经济系统的打造很严密，网易从大话西游和梦幻西游以来 20 多年积累提供了宝贵经验。一旦元宇宙启动，不管表现形式是 3D、AR、VR 等，我们所有的经营都会发挥价值。
字节跳动	朱骏，产品和战略副总裁	看好 VR/AR 技术未来在办公、学习、视频、娱乐等各领域的应用，对特别宏大、非常抽象的概念持谨慎态度。
哔哩哔哩	陈睿，哔哩哔哩董事长	元宇宙是一个概念，不是一个产品，这个概念包含的产品要素包括虚拟现实、紧密的社交体系和游戏内自循环的生态系统，这些要素都不新，哔哩哔哩也实现了这些要素中的一部分。
百度	马杰，副总裁	元宇宙相关的基础设施链很长，百度目前也只参与了其中一部分，需要社会进行生态共建。
阿里巴巴	张勇，CEO	元宇宙是下一代的互联网机会，阿里主营业务包括消费、广义互联网服务如何在新机会面前升级换代，我们也在做很多准备。
	张建锋，阿里云智能总裁、达摩院院长	元宇宙需要大规模算力，希望为客户提供底层的技术支持和技术平台。
	谭平，阿里巴巴达摩院 XR 实验室负责人	元宇宙就是 VR/AR 眼镜上的整个互联网，AR/VR 眼镜是即将要普及的下一代移动计算平台，而元宇宙，则是互联网行业在这个新平台上的呈现。
Roblox	Dave Baszucki，CEO	元宇宙是一个将所有人相互关联起来的 3D 虚拟世界，人们在元宇宙拥有自己的数字身份，元宇宙至少包括的要素有：身份、朋友、沉浸感、低延迟、多元化、随地、经济系统和文明。
Meta	扎克伯格	将 Facebook 改名为 Meta，称元宇宙必须具有互通性和可移植性，元宇宙不仅仅涉及 VR，它将可以在我们所有不同的计算平台上使用。通过虚拟现实和增强现实，元宇宙将虚拟世界和现实世界的体验结合。
Epic Games	Tim Sweeney，CEO	元宇宙将是一种全所未有的大规模参与式媒介，带有公平的经济系统，所有创作者都可以参与、赚钱并获得奖励。
英伟达	黄仁勋，CEO	元宇宙是一个连接到我们所生活世界，由多人共享的虚拟世界。它有真实的设计和经济环境，你有一个真实的头像，既可以是真人，也可以是一个角色。在未来我们可能就生活在一个元宇宙中，它将是一个通信空间，不是平面的而是 3D 的。

资料来源：阿里巴巴投资者日，网易投资者日，哔哩哔哩财报电话会议，36 氪，安信证券研究中心

腾讯：提出全真互联网概念，内生和外延并举前瞻性布局

2020 年腾讯马化腾提出全真互联网概念，并将其称为移动互联网的下一波升级。2021 年 8 月，腾讯 PCG 事业群推出首个 NFT 交易平台“幻核”，首期限量发售 300 枚有声《十三邀》数字艺术收藏品 NFT，9 月腾讯首个类元宇宙项目 ZPLAN 面世，并申请注册了“QQ 元宇宙”、“王者元宇宙”等商标。此外，腾讯也通过投融资的方式对元宇宙板块进行了前瞻性的布局。2020 年 2 月，腾讯参投了 Roblox 的 G 轮融资。同时腾讯也是 Epic Games 及 Snap 股东，前者拥有领先市场的 3D 游戏引擎技术《Unreal Engine》。展望未来，腾讯丰富的游戏开发经验、社交网络运营经验、技术及 AI 能力也将助力其探索和开发元宇宙。

图 78：腾讯元宇宙版图



资料来源：Not Boring，安信证券研究中心

网易：应用场景契合度高，有望厚积薄发

游戏板块是当下消费级 VR/AR 具备广泛应用的场景的业务模式之一，凭借着在《大话西游》及《梦幻西游》游戏 20 多年的积累，网易在 VR、AR、人工智能、引擎、云游戏等板块均有着丰富的技术及人才积累。2021 年网易伏羲推出虚拟人 SDK“有灵”以及沉浸式会议系统“瑶台”，并在“瑶台”系统举办了首次元宇宙投资日活动，“瑶台”中每个参会者均有自己的虚拟形象。此外，网易还宣布将在海南三亚设立网易海南总部，建设网易元宇宙产业基地项目。

图 79：网易伏羲提供各类型虚拟人形象



资料来源：网易伏羲，安信证券研究中心

图 80：网易“瑶台”元宇宙投资者活动



资料来源：网易投资者日，安信证券研究中心

百度发布“希壤”，核心增长引擎基础之上再发力

百度近年来以移动生态、智能云及智能驾驶为核心增长引擎，也在硬件及 AI 芯片等领域有所积累。智能硬件板块，百度旗下小度科技已在 2020 年 9 月完成独立融资，并在 2021 年 8 月完成 B 轮融资，投后估值达 330 亿元。在 AI 芯片领域，百度自研了 AI 芯片“昆仑”，还于今年在湖北宜昌创建“百度智能云-昆仑芯智能生态中心”，昆仑芯片业务独立成立的新公司昆仑芯在完成最近一次的独立融资后估值达 130 元。百度于 2021 年 12 月正式启动元宇

宙项目“希壤”，“希壤”支持 VR、PC、iOS 及安卓端全面打通，百度 AI 开发者大会也在“希壤”中举办，“希壤”实现了 10 万人同屏互动和“万人演唱会级”真实声效还原，同时百度还与英伟达达成协议，未来双方将共建 AI 元宇宙。

图 81：百度“希壤”功能、优势及应用场景

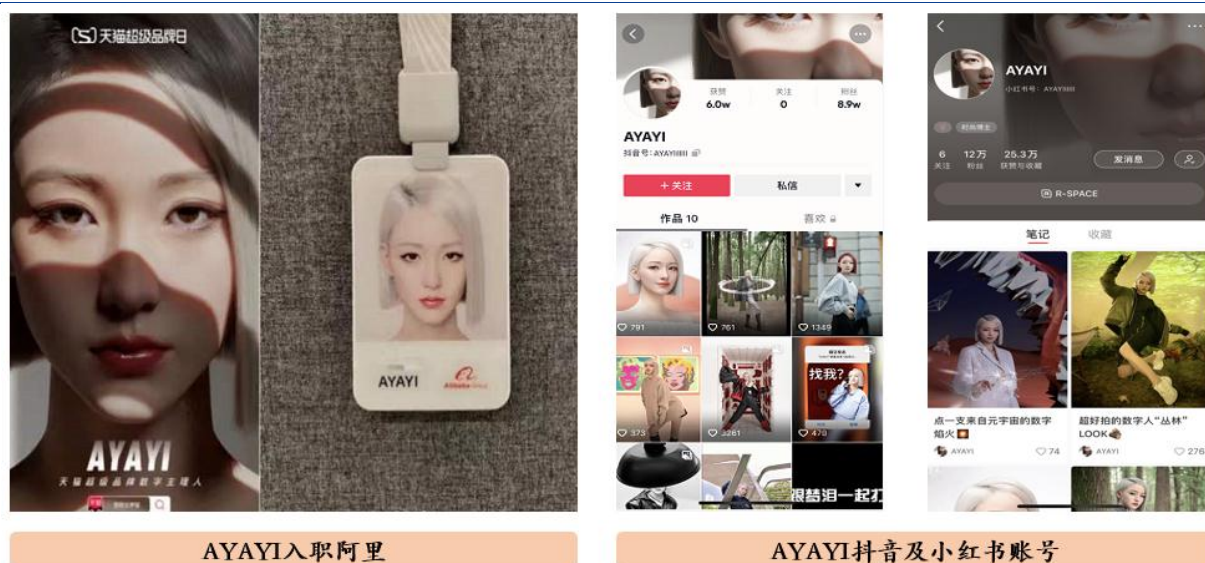


资料来源：希壤官网，安信证券研究中心

阿里巴巴：B 端 C 端共同发力，阿里云底层基础能力扎实

阿里巴巴达摩院 XR 实验室负责人谭平提出元宇宙就是 VR/AR 眼镜上的互联网，AR/VR 眼镜是即将普及的下一代移动计算平台，而元宇宙则是互联网行业在这个新平台上的呈现。对从 To B 端来看，元宇宙发展过程中 AR 级 VR 技术的发展对云计算的算力提出了更高的要求，目前阿里云三季度收入已经突破 200 亿元，10 月阿里云宣布新产品及技术升级，发布了倚天 710 服务器芯片、第四代神龙架构，以及全新操作系统龙蜥。从 To C 端来讲，阿里的主营业务包括销售、互联网服务等也在全新的机会面前不断更新迭代，阿里引入虚拟数字人 AYAYI 在天猫进行推广营销，成为天猫超级品牌日的数字主人。

图 82：虚拟数字人 AYAYI 入职阿里



资料来源：天猫，小红书 App，抖音 App，安信证券研究中心

哔哩哔哩发布“高能链”，腾讯音乐上线“TMELNAD”

哔哩哔哩发布元宇宙品牌“高能链”，是为新应用、文化、游戏以及数字资产构建的数字原生社区。12月哔哩哔哩联合日本索尼音乐推出虚拟偶像女团企划“灰姑娘”。腾讯上线了首个虚拟音乐嘉年华TMELAND,用户可以申请属于自己的虚拟形象,体验虚拟音乐世界场景,目前TMELAND页面在QQ音乐、酷狗音乐、酷我音乐、全民K歌多平台上线。

图 83：哔哩哔哩虚拟偶像女团企划“灰姑娘”



资料来源：哔哩哔哩 App，安信证券研究中心

图 84：腾讯音乐虚拟音乐嘉年华 TMELAND



资料来源：QQ 音乐 App，安信证券研究中心

5. 投资建议

2021 年以来互联网板块的表现可谓是跌宕起伏，2021 年初至今恒生科技指数累计跌幅约三成，一方面板块迎来强监管，涉及平台经济反垄断、数据信息安全、教育民生等多领域，我们认为监管政策并非为了限制增长或反对盈利，而旨在鼓励良性竞争，有利于引导行业长期健康发展，在奠定了大方向指引后，近期部分细则正在陆续出台，整体政策环境逐步明朗化。另外整体行业迈入重要投入期。电商行业迎来结构性增长机会，生鲜、快消、医疗健康等原线上渗透率较低的细分品类迸发出强劲势头，各平台纷纷加大投入深耕基建。游戏行业通过拓展新品类、投入新技术以及打造高品质游戏进军海外市场抢夺增长机遇。

短期来看，中美关系、宏观及消费走势、头部互联网公司减持事件以及个股基本面等因素仍在扰动市场风险偏好；长期来看，我们认为互联网行业依旧代表着较为先进的商业模式，各个平台也在积极承担社会责任、响应监管要求。我们认为当前核心标的估值已经较为充分反映了市场的担忧，基本面坚实、展望度高、壁垒深厚以及拥有强大组织管理能力和先进运营效率的标的仍具备长期投资价值。

我们认为电商渗透率仍有上行空间，建议关注下沉市场和新兴的线上品类的增长机会，首选**京东**（基本面稳健，应对宏观逆风表现有韧性）；积极关注**阿里巴巴**（电商基础设施布局完善，伴随宏观复苏可选消费品表现有望改善），**拼多多**（投入农业板块及探索品牌合作强化用户心智）。本地生活赛道竞争格局清晰，看好**美团**（竞争地位稳固、第二成长曲线显现）。

在线娱乐赛道建议关注游戏出海和短视频商业化进展。首选**网易**（业绩有催化，多款游戏将在全球市场上线）；长期看好**腾讯**（头部游戏长期保持变现活力，多元引擎驱动）；中短视频变现能力随流量盘扩大逐步增强，建议积极关注**快手**（调整组织架构优化运营效率、商业化潜力逐步释放）、**哔哩哔哩**（内容生态和激进的营销策略用户增长）。

表 15：重点公司评级

公司名称	股票代码	收盘价 2022/1/14 (交易货币)	投资评级	非通用会计准则 EPS (元)			非通用会计准则 P/E (X)		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
阿里巴巴	BABA US/9988 HK	131.57 美元/129.30 港币	买入-A	50.70	61.05	71.50	16.9	14.0	12.0
京东	JD US/9618 HK	73.72 美元/287.00 港币	买入-A	10.2	14.9	21.4	49.2	33.6	23.4
拼多多	PDD US	60.41 美元	买入-B	0.03	5.05	8.23	na	77.8	47.7
宝尊电商	BZUN US/9991 HK	13.49 美元/34.40 港币	增持-A	2.58	7.40	13.78	35.6	12.4	6.7
微盟	2013 HK	7.35 港币	买入-A	(0.16)	(0.10)	0.06	na	na	108.8
金山软件	3888 HK	36.70 港币	买入-B	0.66	1.54	1.79	49.0	20.9	18.0
腾讯控股	0700 HK	473.4 港币	买入-A	13.53	15.69	18.49	29.7	25.6	21.8
网易	NTES US/9999 HK	103.36 美元/160.00 港币	买入-A	25.2	30.7	34.4	26.7	21.9	19.6
哔哩哔哩	BILI US	38.69 美元	买入-B	-12.6	-5.1	-1.9	na	na	na
腾讯音乐	TME US	7.10 美元	买入-B	2.54	2.55	3.05	18.1	18.1	15.1
爱奇艺	IQ US	4.87 美元	增持-A	-7.98	-5.94	-4.64	na	na	na

资料来源：彭博，安信证券研究中心预测

注：EPS 和 P/E 均为安信证券研究中心预测，阿里巴巴 2021-2023 分别对应财年 FY22-FY24

6. 风险提示

我们认为互联网行业面临的风险包括：监管政策影响超预期；宏观经济增长放缓影响消费能力与意愿；不同类型应用对互联网用户时长竞争加剧；税收优惠减少影响利润。

■ 行业评级体系

收益评级:

- 领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先 S&P500 指数 10%以上;
- 同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与 S&P500 指数的变动幅度相差-10%至 10%;
- 落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后 S&P500 指数 10%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于 S&P500 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于 S&P500 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034