

2022 年 02 月 06 日

看好

## 证券分析师

林起贤 A0230519060002  
linqx@swsresearch.com  
袁伟嘉 A0230519080013  
yuanwj@swsresearch.com  
任梦妮 A0230521100005  
renmn@swsresearch.com

## 研究支持

夏嘉励 A0230120070002  
xiajl@swsresearch.com  
赵航 A0230120090005  
zhaohang@swsresearch.com

## 联系人

赵航  
(8621)23297818×转  
zhaohang@swsresearch.com



申万宏源研究微服务号

# 从美国科技股财报看全球互联网趋势，春节档回顾

——互联网传媒周报 20220124-20220206

## 本期投资提示：

- **港股互联网继续反弹，A 股元宇宙继续大幅回调。**近五个交易日 A 股 SW 传媒-9.66%，跑输创业板（-4.1%）和沪深 300（-4.5%），元宇宙主题回调幅度较大。港股互联网迎来反弹，恒指+1.36%，恒生科技+0.52%，快手+8.08%，网易+4.93%，阿里巴巴+3.08%，腾讯控股+2.61%，美团+0.44%。
- **专题一：从美股科技巨头亚马逊/谷歌微软/Meta/奈飞 21Q4 财报看全球互联网趋势。**我们总结如下（个股分析详见正文）。**1.广告：宏观以及社交媒体格局变化和隐私保护政策的不同影响，导致了广告业务分化。**谷歌搜索广告四季度 yoy+35%，但 Meta 用户无增长受 TikTok 竞争、iOS 新政影响较大，指引 22Q1 增长 3-11%。**2.电商：受宏观影响，但因供应链和履约等基础设施的持续投入，Amazon 在广告和 Prime 订阅收入等仍有较好表现。****3.长视频：奈飞北美之外用户增长不及预期，但不能否定长视频仍有可能是一门好生意。**奈飞 2021 年实现了 20.9% 营业利润率，维持 2022 年自由现金流转正的指引；北美数据表现仍说明优质内容对维持优质付费用户粘性的价值。北美之外市场，需要时间提升内容投入产出效率并应对竞争，内容产品差异化程度足够大，优秀的自制内容仍是避开低价恶性竞争的关键。**4.元宇宙是下一代互联网方向，但是需要高昂的支出，也需要时间。**Meta 的 Reality Labs 21Q4 收入为 8.77 亿美元，占比仍然比较低，营业亏损为 33 亿美元。**5.云业务的持续增长，全球数字化浪潮仍在持续。**亚马逊 AWS，微软 Azure、谷歌云均收入增速超 40%，也是公司持续穿越 IT 产业变化形成新的增长驱动的关键。
- **专题二：2022 年电影春节档总结：高基数下整体较平淡，票价提升明显。**2022 年电影春节档总结：高基数下整体较平淡，票价提升明显。2022 年春节档前五日总票房（含服务费）为 44.03 亿元；观影人次为 8108.7 万；平均票价为 54.3 元。较 2021 年春节档前五日票房下滑 23%，观影人次下滑 30%，平均票价提升 5 元。观影人次下滑原因预计为：1）电影票价较高，影响观影意愿。2）过往合家欢影片表现较优，今年春节档主旋律题材更多。3）就地过年导致 2021 年春节档高基数。
- **继续看好港股互联网反弹持续性，以及 A 股进可攻退可守的三七、分众。**
- **1. 港股互联网反弹的持续性？**1.短期财报等基本面临空 11 月以来已经消化了较长时间，预计一季度后逐步改善。游戏 21Q4 已经有改善信号、广告和生活服务等 22Q1 后逐步改善（基数、疫情扰动、宏观影响等），电商预计 22H2 逐步改善。2.政策悲观预期超过 1 年半的消化，还需跟踪游戏版号发放、互联网金融细则、巨头投资退出、数据安全细则。3.互联网未来的新增长：中期出海、农业制造业数字化升级；长期元宇宙等带来下一代互联网的星辰大海。
- **2. 财报季来临，A 股传媒继续推荐进可攻退可守的低估值白马：三七互娱、分众传媒，元宇宙主题投资短期或仍有波动风险。**（1）我们发布《三七互娱：再论第四轮转型的确定性——重研发、拓品类、大航海》最新深度点评，围绕公司的第四轮转型、短期和长期增长确定性、出海支撑与元宇宙催化三个维度进行了提炼和总结。（2）我们发布《分众传媒：本轮周期与上一轮相比，有何不同？》，梯媒有望持续分流其他品牌广告（户外、综艺等）预算；消费类、电商类客户占比明显提升；中台建设加强，管理水平提升；与对手在优质点位储备和现金储备上差距进一步拉大。
- **重点推荐：**腾讯控股、三七互娱、分众传媒、网易、快手科技、国联股份、视源股份、芒果超媒
- **风险提示：**产品表现不及预期风险，宏观经济进一步下行风险。

# 1. 专题一：从美股科技巨头看全球互联网趋势

## 1.1 全球互联网趋势总结

**1.广告：作为与宏观和消费强相关的业务都呈现了一定的周期性，但社交媒体格局变化、隐私保护政策影响方向的不同，导致了广告业务分化。**

全球两大互联网广告巨头 Alphabet 和 Meta 呈现了不同的景气趋势。21Q4 Alphabet 广告业务同比增长 33%，其中搜索广告增速 35%，但是 Facebook 增速 20%且 22Q1 指引增速仅为 3%-11%。一方面，苹果新政令对于基于移动应用 app 提供广告的服务商获取数据更难，但是对于搜索广告没有负面影响。另一方面，广告主预算重新分配的背后是基于用户注意力的变迁。Titok 全球用户达到 10 亿，虽然短视频/社交网络（Facebook 等）/中视频（Youtube 等）在满足用户需求上有差异，但仍在内容消费这一功能上有所重叠，对用户的注意力形成了争夺，但短视频（内容找人，更偏娱乐场景）与搜索（人找信息，更偏实际功用）使用场景差异较大 不构成直接竞争。21 年 Facebook 推出了短视频 Reels，Snap 推出了 Spotlight，谷歌的 YouTube 推出了 YouTube Shorts，试图适应短视频时代的用户注意力和广告预算竞争，但目前均与 Titok 用户规模差距巨大。

**2.电商：同样呈现出消费后周期的影响，但供应链和履约等基础设施的持续投入，保证了稳固的竞争低位，以及用户的超高粘性。**亚马逊北美部门营收为 823.6 亿美元，同比增长 9.31%，国际部门营收为 372.72 亿美元，同比下降 0.52%，1P 自营业务增长最慢（yoy-1%），收入占比约 48%。但是利润空间更大的电商服务性收入增速更高，3P 卖家服务（佣金和物流）yoy+11%，广告业务 yoy+31%；订阅服务（Prime 会员和线上流媒体业务）yoy+15%，亚马逊还表示将提高美国 Prime 会员的价格。

**3.长视频：北美之外拓展不及预期，但不能否定长视频仍有可能是一门好生意。**

虽然奈飞 21Q4 及下个季度指引用户数增长不及预期，但奈飞 2021 年实现了 20.9% 营业利润率，并不改 2022 年自由现金流转正的指引。奈飞在北美客单价的小幅提升仍然证明了优质内容在维持优质付费用户的粘性上的价值。北美之外市场，奈飞需要时间提升内容投入产出效率（本地内容、培养付费习惯、合理的定价策略等），并应对迪士尼、亚马逊等巨头的竞争。考虑到内容作为一种非标准化的产品，其差异化程度足够大，优秀的自制内容仍是避开低价恶性竞争的关键。目前奈飞自制内容占比已经超过 50%，自制能力不断提升，但考虑到迪士尼在内容领域的深厚积累，短期需关注奈飞内容的播出效果。

**4.元宇宙是下一代互联网方向，但是需要高昂的支出，也需要时间。**

微软拟高价收购动视暴雪，Meta 直接更名并单独披露 Reality Lab 的业务数据，巨头在下一代互联网的探索上已经迈出了实质性的一步。但微软超过 600 亿美金的支付对价，以及 Reality Lab 的运营亏损，说明了这需要高昂的投入。微软和 Meta 近期不同的股价表现，也说明了资本市场期待巨头在新业务获得明显进展前，需要将基本盘业务做的更扎实。

## 5.云业务的持续增长，全球数字化浪潮仍在持续。

亚马逊 AWS，微软 Azure、谷歌云三大云计算巨头均实现了 40%以上的营收增长，持续受益于企业上云的趋势，也是这些公司持续穿越 IT 产业变化形成新的增长驱动的关键。

表 1：美股互联网巨头 21Q4 表现及指引

公司	收入 yoy	净利 yoy	下个季度或下个年度指引
亚马逊	9%	98%	营业收入上，公司指引 1Q 的营收同比增长为 3%-8%，指引营业利润为 30-60 亿美元，利润率中值为 3.9% 较本季度有不小的改善。
微软	20%	21%	预计 2022 财年三季度（自然年 2022 年一季度）收入增长 16.2%-18.2%，按照微软给出的成本预期（155-157 亿美金）和费用预期（134-135 亿美金），微软经营利润大约在 199 亿左右。
谷歌	32%	37.6%	
Meta	20%	-8%	预计 2022Q1 总收入 270-290 亿美元，yoy+3%~11%。预计 2022 年全年总支出约 900~950 亿美元
奈飞	+16.0%	+12.0%	指引一季度流媒体付费用户数将增加 250 万，2022 年运营利润率目标设在 19%-20%，维持 2022 自由现金流转正指引。

资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

## 1.2 亚马逊：电商有挑战但服务类收入有亮点，云业务高速增长

### 1.电商业务同样遭受宏观经济挑战，但高利润率的服务性收入增长较好。

低利润率的自营零售业务表现疲软。1P 自营业务增长最慢（yoy-1%），收入占比约 48%；实体店 yoy+17%。但是利润空间更大的电商服务性收入增速更高。3P 卖家服务（佣金和物流）yoy+11%，广告业务 yoy+31%；订阅服务（Prime 会员和线上流媒体业务）yoy+15%。亚马逊还表示将提高美国 Prime 会员的价格，月费从 12.99 美元提高到 14.99 美元，年费从 119 美元提高到 139 美元，同比上涨 17%。因此，公司的总营收规模虽增长不快，但高利润空间的服务性收入占比持续提升，营收结构优化下，利润释放前景广阔。北美零售业务经营亏损 2.1 亿美元，营业亏损率-0.3%，国际零售业务本季则亏损 16.3 亿美元，营业亏损率-4.4%，亏损环比均有扩大。

### 2.云业务维持领军角色，强劲高增长。

AWS 云服务本季营收 178 亿美元，同比增长 40%，营收增速在 2021 年连续 4 个季度持续提升。微软 Azure（增速 46%）及 Google Cloud（增速 45%）等营收增速更高，但考虑到亚马逊 AWS 的体量更大，亚马逊云业务 40%的增速仍为亮眼成绩单。AWS 业务的利润释放则依旧亮眼，本季度营业利润高达 52.9 亿，营业利润率达 29.8%。

亚马逊已经形成了从电商平台到多元利润增长体系的全面转变，特别是亚马逊云为代表的业务，给亚马逊带来了足够的市场想象空间。

### 1.3 Alphabet：广告核心业务凸显韧性，云业务第二曲线高增

总营收 753 亿美元，同比增速 32%，实现经营利润 219 亿，同比增长 40%，净利润 206 亿美元。

#### 1.广告：搜索强劲增长，受益于 iOS 对效果广告的打击，Youtube 相对平稳

**广告业务凸显极强的韧性**：谷歌 2021Q4 总广告收入为 612.4 亿美元，同比增长 33%，而搜索广告独占 433 亿美元，同比增长 35%。广告收入增长受益于旅游业恢复带来的投放需求，而旅游业是谷歌广告收入的重要来源；另外 Search、Maps、Discover、YouTube 等产品组合为电商客户提供服务，驱动用户从发现到下单交易。

**搜索广告继续受益苹果 iOS 隐私新政对效果广告的打击影响。苹果 iOS 隐私新政对效果广告 ROI 削弱，导致广告主部分预算转移至搜索广告。**

**YouTube 表现反而中规中矩。** Youtube 广告收入为 86.33 亿美元，同比增长 25%，相比第三季度的 43%，第四季度的增速明显放缓。这是因为第三季度的增长主要是品牌广告相比 2020 年同期强劲修复带来的，而第四季度可能没有这个因素或者这个因素在减弱。此外，在业绩电话会议中，管理层表示，截至 2022 年 2 月 1 日，YouTube 累计浏览量突破 5 万亿次，每日浏览量达到 150 亿次。在海外 UGC/PUGC 视频竞争逐步激烈背景下，Youtube Shorts 和增加直播购物来巩固视频领域的地位。

#### 2.谷歌云：架构重组，第二曲线清晰可见

谷歌云计算业务在去年四季度的营收为 55.41 亿美元，同比增长 44%，虽然收入占比仍为 7.4%，但清晰呈现了强劲的第二增长曲线。四季度，公司对云服务部门在今年初开展的一波人员调整和架构重组，试图进一步提升其竞争力。四季度以来，不少行业头部公司选择了与谷歌云进行合作，如西门子能源、芝加哥商品交易所、英特尔、高通等等。

### 1.4 微软：云计算拉动 FY2022Q2 及后续指引超预期

业务结构的持续优化以及在手订单继续创历史新高亦为业绩提供支撑，持续受益于下游云计算需求增长、企业数字化转型加速。而收购动视暴雪，也重新发力 TOC 业务以及布局元宇宙的决心。

**1 智能云业务有所放缓但仍处于高增长通道。** 四季度包括 Azure、GitHub、服务器产品、企业和云服务在内的“智能云”业务收入 183 亿美元，同比增速 26%，与去年第三季度的 31%的增速相比，也有放缓。过去四个季度，Azure 营收增速维持在 50%及以上，本季度的增速下降至 46%。公司云业务的客户群体持续扩大，用户数于本季度达到 2.09 亿（yoy+28%）。商业 RPO 订单 1470 亿美元（环比提升 100 亿美元），创下历史新高。根据公司在业绩会上公布的指引，预计 Azure 在 FY22Q3 的收入增速将高于本季度的增速。微软依靠全栈的产品线以及产品之间的协同，有望持续受益于云计算行业的成长。



**2 生产力及业务流程表现稳健。** FY22Q2，生产力及业务流程部门实现收入 159 亿美元（yoy+19%），主要受在线办公需求增加拉动。Office 商业版收入增长 14%，较去年同期提升超过 3 个百分点，Office 企业月度订阅客户数增速基本稳定，同比增速 16%。本季度 Office 365 商业版收入同比增长 19%，订阅客户数增加 16%，增速相对稳定，主要缘自于中小企业订阅数量的上升，Office 365 个人版订阅用户数达到 5640 万（yoy+19%）。伴随传统软件逐步云化、行业模式向订阅付费制 SaaS 模式转型，是云时代公司业务的重要看点。Linkedin 本季度增速 37%，收入接近 35 亿美金，虽然较上季度的 42% 小幅下滑，但仍有较好增长，企业招聘需求持续旺盛。同时，ERP/CRM 产品 Dynamics 同比增长 29%，Dynamics 云产品 365 增速 45%。

**3 个人计算部门收入加速增长受益于 PC 市场回暖，计划收购动视暴雪。** 个人计算业务，如 C 端产品 Surface、Xbox 等硬件、游戏业务、Bing 搜索，个人更多计算收入达到了 175 亿，同比增长 15%，主要由 Windows OEM 和广告搜索业务推动。PC 市场反弹带动微软商用操作系统销售收入超出预期，Windows OEM 收入同比增加 25%。随着供应链限制有所缓解，Surface 收入转增，同比增速为 8%。广告市场保持强劲，广告搜索业务同比增长 32%，这与谷歌广告业务景气趋势一致。游戏业务收入同比增长 8%，其中 Xbox 内容与服务收入增长 10%。订阅微软 Xbox GamePass 和 PC GamePass 的用户总数已经超过了 2500 万。近期微软宣布计划以 687 亿美元的金额收购动视暴雪，动视暴雪 MAU 超过 4 亿，拥有《魔兽世界》、《黑暗模破坏神》、《使命召唤》、《守望先锋》等经典产品。如该项交易得到监管批准，微软将成为全球第三大游戏公司，扩充游戏 IP 矩阵，扩大游戏用户数量。微软表示，“此次收购将使微软在移动端、个人电脑、游戏机和云上的游戏业务加速增长，并提供搭建元宇宙的基石”。

### 1.5 Meta：竞争及隐私保护政策下广告疲软，首次单独披露元宇宙数据

Meta 21Q4 营收同比增 20%，净利润-8%，2019 年第二季度以来首次出现净利润下滑；关键用户指标出现下滑，22Q1 营收指引 3%-8%，而在去年同期 Facebook 营收增长了 48%，预计 2022 年全年总支出约 900~950 亿美元。财报收入表现体现了作为收入主要来源的广告业务面临压力；另一方面，首次披露元宇宙数据。

#### 1.广告业务：竞争压力以及苹果隐私政策的影响

第四季度应用总收入（主要为广告）为 328 亿美元，增长 20%。四季度广告业务增速不如谷歌，同时一季度 22Q1 营收指引 3%-8%，广告业务黯淡的原因：

1) 四季度 Facebook 单一平台用户增长几乎停滞。Facebook 用户增长的停滞不前，部分原因是其用户群老化；区域扩张已经到达瓶颈，此前用户新增明显的亚太地区，也接近零增长。

2) 短视频 Reels 货币化能力当前较低。Meta 应对 Tiktok 对年轻用户的争夺，推出了 Reels。但 Reels 也面临同类产品的激烈竞争，且当前的货币化能力低于 Feed 和 Stories 等更成熟的核心产品。

3) 隐私保护政策的不利影响。随着 Apple 的 IFDA 政策和欧洲的新法规下, 提供个性化广告的可用数据越来越少, “一个是我们的广告定位准确性下降, 这增加了推动成果的成本; 另一个是衡量这些结果变得更加困难”, 广告主担心投放 ROI 变化而预算有所转移。

## 2. 虚拟显示新业务首次单独披露, 目前仍在投入期

Reality Labs 部门中, 21Q4 收入为 8.77 亿美元, 增长 22%, 主要受益于假日季节 Quest 2 的强劲销售, 但整体收入的贡献占比仍然比较低。Reality Labs 支出为 42 亿美元, 增长 48%, 主要受员工相关成本、研发运营费用和销售成本的推动。Reality Labs 21Q4 营业亏损为 33 亿美元。2021 年全年, Reality Labs 的运营亏损为 102 亿美元。Meta 首席财务官还表示, 预计 2022 年元宇宙的经营亏损还将“显著增加”。

## 1.6 奈飞: 订阅用户不及预期, 长视频竞争加剧

### 1. 用户增长不及预期。

21Q4 奈飞全球订阅用户为 2.22 亿人, 同比增长 9%, 环比净增 828 万, 低于管理层指引的 850 万。管理层对 2022 年 1 季度的用户增长并不乐观, 指引 250 万, 不仅低于前 3 年同期增长, 也大幅低于市场预期区间 450-600 万。21Q4 增量用户主要来自于欧中非地区 (354 万) 和亚太地区 (258 万), 新兴市场增长放缓, 但奈飞渗透率已非常高的美加地区, 这季度表现则很亮眼, 净增 120 万用户, 《Squid Game》以及一些系列剧目的续集激活了一些老用户订阅。2021Q4 UCAN 收入为 33.09 亿美元, 同比增长 11%; EMEA 收入为 25.23 亿美元, 同比增长 18%; LATAM 收入为 9.64 亿美元, 同比增长 22%; APAC 收入为 8.71 亿美元, 同比增长 27%。

不过疫情也对会员增速有扰动, 2020 年疫情之下, 奈飞付费会员就增加了 3661 万。对比之前, 2021 年全年, 奈飞全球付费用户增长数为 1000 多万。2021 年的用户增长率是过去 5 年中最低的。

**客单价基本持平, 其中新兴市场客单价略有下降。**2021Q4 月客单价为 11.74 美元, 环比基本持平, 同比增长 7%。其中, UCAN 月客单价为 14.78 美元, 同比增长 9%, 公司在 1 月宣布将涨价 1-2 美元; EMEA 月客单价为 11.64 美元, 同比增长 5%; LATAM 月客单价为 8.14 美元, 同比增长 14%; APAC 月客单价为 9.26 美元, 同比下降 1%, 主要由于公司在印度降价 (电视服务定价为 3 美元/月), 以此来吸引新增用户并提升该市场的整体收入。

**利润率 2022 年指引较平淡但维持 2022 自由现金流转正指引。**四季度内容密集上线, 带来摊销成本激增, 影响了利润水平, 营业利润率为 8.2% (20Q4 为 14.3%), 2021 年营业利润率为 20.9%, 近 5 年来, 奈飞的经营利润率水平每年提升平均约 3 个百分点。但 2022 年全年的指引却将经营利润率压缩到 19%-20% 区间, 打破了原来的增势。但公司维持 2022 年自由现金流转正的指引, 显示出公司相对可控的内容开支。

三季度自制内容占比进一步提升至 54% 以上。长视频北美之外竞争加剧。尤其是印度等亚太和拉美地区。四季度迪士尼成立了国际内容事业部，专门聚焦于投资做海外市场的本土化内容制作。其他巨头还推出了降价策略，主要体现在成熟市场，如北美、欧洲地区，三季度 CS、HBO MAX 都推出了低至 5 折的促销活动。

## 2. 专题二：2022 年电影春节档总结

**22 年电影春节档较为平淡。**根据猫眼专业版数据，2022 年春节档前五日总票房（含服务费）为 44.03 亿元；观影人次为 8108.7 万；平均票价为 54.3 元。较 2021 年春节档前五日票房下滑 23%，观影人次下滑 30%，平均票价提升 5 元。

从单片数据看，头部影片优势明显。根据猫眼专业版数据，截至 2 月 4 日，22 年春节档票房第一的影片为《长津湖之水门桥》（博纳出品），票房为 19 亿元，占比 43%；票房第二的影片为《这个杀手不太冷静》（开心麻花作品，阅文旗下新丽传媒、猫眼娱乐等参与出品和发行），票房为 9 亿元，占比 21%。

从影投数据看，竞争格局相对稳定，龙头公司市占率小幅提升。根据猫眼专业版数据，22 年春节档前五日，CR3 市场份额为 22.1%，与去年持平，CR5 市场份额为 26.4%，相较 21 年下降 0.17pct，其中万达电影市场份额为 13.7%，相较 21 年提升 0.9pct。

**票价提升、题材差异叠加 21 年春节档高基数影响 22 年票房表现。**22 年春节档票房表现较为平淡，主要原因为观影人次下滑，推测原因可能包括：1）电影票价较高，影响用户观影意愿。2）根据过往春节档表现，符合过年合家欢乐气氛的影片表现较优，今年春节档主旋律题材更多。3）21 年春节档表现历年最好，春节假期叠加情人节。

## 3. 重点公司观点

表 1：重点公司估值表

分类	代码	简称	总市值/亿元	营收/亿元		归母净利润/亿元		PE		PS	
				2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
社交	00700.HK	腾讯控股	37662	5667	6614	1318	1502	29	25	7	6
	02400.HK	心动公司	117	29	37	(4)	(1)	-	-	4	3
游戏	002555.SZ	三七互娱	551	164	184	27	35	20	16	3	3
	002624.SZ	完美世界	264	92	123	13	23	20	11	3	2
	603444.SH	吉比特	253	47	60	15	17	17	15	5	4
视频	BILI.O	哔哩哔哩	807	194	282	(58)	(45)	-	-	4	3
	01024.HK	快手	3116	790	1005	(206)	(141)	-	-	4	3
	300413.SZ	芒果超媒	650	163	201	21	25	31	26	4	3
	300770.SZ	新媒股份	111	14	18	7	8	16	14	8	6
广告	002027.SZ	分众传媒	1100	155	179	61	72	18	15	7	6

影视	300251.SZ	光线传媒	309	15	26	7	10	46	30	20	12
	01896.HK	猫眼娱乐	89	43	49	9	11	10	8	2	2
IP 运营	09992.HK	泡泡玛特	454	47	70	12	17	39	26	10	6
	00772.HK	阅文集团	414	91	110	13	15	33	27	5	4
其他科	002841.SZ	视源股份	507	203	233	16	21	33	24	2	2
技	603613.SH	国联股份	392	343	618	5	9	73	44	1	1

资料来源：wind，申万宏源研究；注：A 股和港股标的市场数据选自 2022/1/28 盘后，美股标的市场数据选自 2022/2/5 盘后；利润预测来自申万宏源研究，腾讯控股、快手、哔哩哔哩、泡泡玛特、阅文集团、猫眼娱乐利润为 non-gaap 口径。

**腾讯控股：预计 4Q21 延续低迷，期待 22 年逐步改善。**我们预计腾讯控股 4Q21 实现收入 1436 亿元，yoy+7%(3Q21 yoy+13%)；Non-IFRS 归母净利润 302 亿元，yoy-9%(3Q21 yoy-2%)。4Q21 收入利润增长环比向下，主要是游戏新品业绩贡献将递延体现，广告压力更大，收入出现下滑；收入结构变化叠加新业务持续投入，利润率继续下移；预计业绩增长压力 1Q22 后逐步缓解，仍需关注互联网广告、互联网金融等监管影响。

**芒果超媒：行业低谷、子公司业务调整，致使 2021 利润预告低于预期，短期的预期已较为悲观，建议从竞争格局中期变化来看待公司投资价值。子公司业务调整的影响从三季度延续到四季度。**21 年四季度公司利润端低于预期，部分因为芒果影视、芒果娱乐、上海芒果互娱三家子公司结构调整，业务整合期经营下滑。21 年四季度芒果项目排播较少（《哥哥》10 月底播出结束后无重点综艺剧集上线），部分项目受疫情影响，使得单季度表现相对平淡。**21 年广告收入和运营商收入同比增速 30%+，符合预期**，消费疲软及互联网、教育等多个行业广告投放受监管影响的背景下，广告大盘 21Q3-22Q1 预计压力较大，但芒果超媒广告业务表现明显好于同业，仍充分体现了优质内容的品牌价值。展望 2022 年，哥哥/姐姐节目系列外，S 级综艺还包括《声生不息》，预计广告业务仍能明显跑赢行业。运营商业务增长受益于优质内容的竞争力及中国移动的合作。**21 年末芒果 TV 有效会员 5040 万（较期初净增 1427 万），会员数符合预期**；但我们预计会员 ARPPU 或受到优惠促销等因素影响。考虑行业格局变化的可能性，22 年对会员数增长保持积极乐观，但仍需紧密跟踪项目排期以及 ARPPU 变化。电商平台小芒 DAU 峰值达 126 万，达成 KPI。**展望后续，监管影响预期已经较为悲观，长视频竞争格局整体向利好芒果趋势演变。**1) 清朗行动尚未结束，关注《互联网广告法》落地细则。但政策悲观预期已经消化了较长时间。2) 二创约束加强背景下，短视频外部冲击有望减弱；长视频四强中，腾讯视频较为稳定，爱奇艺（裁员新闻）和优酷的后续经营持续性仍需关注，未来行业份额有望向发挥价值引领作用的国资新媒体平台集中。芒果在新技术方向亦有布局，虚拟人、数字藏品、VR 等业务均在推进中。

**分众传媒：本轮周期与上一轮相比，分众有何不同？（1）梯媒对消费品客户品牌广告预算竞争力提升。**消费品竞争激烈需要持续曝光，而梯媒流量增长好于其他品牌广告媒介。横向对比看，主要品牌广告预算流向梯媒、电视、互联网开屏和贴片。但电视流量和人群价值下滑，开屏贴片受监管影响，梯媒在媒介中竞争力增强。**（2）分众自身能力较上一轮提升。**分众经历 18-19 年的竞争和景气低谷，自身经营和管理能力提升。1) 广告主结构调整，日用消费广告主占比提升至 40%，互联网中电商类占比近半。2) 公司中台建设加



强，管理水平提升。3) 竞争趋缓。短期看，梯媒景气度有望回升。中长期，分众成长性还来自：1) 核心点位价值提升；2) 智能屏增量；3) 海外增量媒介碎片化趋势下，分众核心点位价值有持续涨价的动力；4) 智能屏即 LBS 业务，主要针对中小广告主分时段售卖，保守测算收入空间 50 亿；5) 海外韩国和新加坡业务跑通，中期空间 50-100 亿。

**视源股份：21 年业绩预告超预期，22 年拐点乐观。**1) 公司公告 21 年营收 212.2 亿 (+23.9%)，归母净利润 16.9 (-11.2%)，扣非 14.6 亿 (-17.6%)；营收和归母净利润均超预期。2) 收入端表现亮眼主要系 4Q21 整机海外需求向好延续以及 TV 板卡业务回暖所致。国内教育和企业服务业务受 21H2 国内部分地区疫情反复等外部因素影响增速有所放缓。3) 22 年业绩拐点乐观，内生有改善，行业有反转。公司内生：一、19 年布局整机品牌出海，目前教育 ODM+ 会议自有品牌并行，22 年会加大海外人员布局和投入。二、合肥产业园达产后部件研发能力更进一步，白电部件项目周期长 (1 年左右)，但贡献收入持续性好。三、产品力进一步提升，22 年 maxhub V6 新款值得期待。行业层面：一、成本端面板供需明显改善，运输费用也将回归常值；二、22 年起教育新基建有望拉动行业增速，海外整机市场空间大，渗透率相较国内更低，且欧美等国家有明确政府资金投向教育赛道，高景气有望持续 3-5 年。

**中公教育：3Q21 低于预期与招录节奏等相关，拐点仍需等待。**3Q 公司亏损趋势扩大，根据预告，我们预计主要由于：1) 省考招录节奏影响，今年部分地区要求 630 前完成招录导致高峰期收费减少，且今年招录简章发布时间距考试时间短，考生备考周期缩短导致收款减少；2) 部分协议班型成本高但实收不及预期，部分引流班型受政策影响收缩；3) 教师板块、综合板块、医疗板块招考变动和考试推迟等因素影响。我们认为，招考节奏对行业景气度影响是普遍性的，公司产品结构仍在调整中，仍需耐心观察销售端情况。

**网易 (09999.HK)：3Q21 营收超预期，递延充沛，最强产品周期已开启。**网易 3Q21 实现净收入 222 亿元，同比增长 19%；实现 Non-GAAP 归母净利润 38.6 亿元，同比增长 5.1%。营收超彭博一致预期 4.5%。3Q21 游戏业务收入 159 亿，同比增长 14.7%，创季度收入新高。拐点已至，强产品储备下增长确定性强，海外有望成为亮点。一方面 Q3 新品短期带来强递延支撑，长期持续运营能力可期；另一方面后续储备产品丰富，《绝对演绎》《倩女幽魂隐世录》《暗黑破坏神手游》等多款重点产品均有版号，将为明年增长提供较强确定性。公司海外扩张将持续，预计《哈利波特》明年上半年海外部分地区上线，叠加其他全球化产品储备，我们判断明年海外收入将实现 50-100% 增长，出海品类和区域有望进一步拓展。

**吉比特：Q3 业绩位于预告区间中值，《一念》长周期运营持续验证。**Q3 单季度实现收入 10.98 亿，同比增长 71.45%；归母净利润 3.05 亿，同比增长 24.54%。《摩尔》的短期业绩贡献被市场高估。由于长周期递延在《摩尔》中占比过半甚至更高。因此其递延并不能较为集中的反映到 Q3，而是根据摊销周期兑现到后续多个季度。《一念》Q3 流水环比保持高位稳定，上线 9 个月 iOS 游戏畅销榜仍在 10-15 名区间。公司今年实现了从单一 MMO 品类向放置 RPG、社交养成等多元品类拓展，而《一念》强持续性又再次验证了公司的长周期运营能力，第二成长曲线基本确立。Q3 销售费用率同比提升近 10pct 至 25.9%，《一念》Q3 保持较大规模的投放，考虑到 Q4 部分新品上线，我们判断销售费

用率仍将在较高水平。看后续产品线，代理的经典 Roguelike 续作《地下城堡 3》于 10 月 20 日上线，首日进入 iOS 游戏畅销榜 TOP10。代理的动作手游《世界弹射物语》来自《赛马娘》开发商 Cygames，已定档于 10 月 26 日；自研 SLG《代号：源启》、自研放置 RPG《家族物语》有望明年上线。

**三七互娱：3Q21 业绩超预期，成长性与确定性共振，开始进入业绩释放蜜月期。**3Q21 实现收入 45.7 亿，同比增长 38.5%；实现归母净利润 8.7 亿，同比增长 54.8%，超前期预告区间（7.5-8.5 亿）上限，超市场预期。Q3 上线自研 3D 卡牌《斗罗大陆：魂师对决》月流水超过 7 亿，创公司单产品月流水新纪录；通过买量策略的调整（先渠道后买量，减少前置费用）实现较快的产品回收，我们判断其当期已盈利。因此 Q3 公司收入创新高的同时扣非净利润也创下单季度新高，Q3 扣非净利率环比进一步提升 2pct 至 19.3%。新的利润基本盘构建后利润率波动有望大幅收窄，公司开始进入业绩释放的蜜月期。今年以来公司出海表现亮眼，我们判断明年海外流水增长超过 50%，利润显著释放，海外有望成为明年业绩增量的主要驱动力。

**哔哩哔哩：MAU 与时长创历史新高，关注游戏、广告商业化进展，以及成本费用率趋势。**  
**1) MAU 超预期，D/M 改善，时长创历史新高。**3Q21 平均 MAU 达 2.67 亿，同比增长 35%，环比净增创 2Q20 以来新高。DAU/MAU 比率同比持平、环比提升。人均单日使用时长为 88 分钟，同比提升 7 分钟，创历史新高（1Q21 为 87 分钟）。  
**2) 游戏业务边际改善但仍相对低迷。**3Q21 游戏收入同比增长 9%。4Q21，重点联运产品网易《哈利波特魔法觉醒》、腾讯《英雄联盟手游》先后上线，预计将带动游戏业务同比增速环比上移。展望后续，未成年防沉迷强监管影响将逐渐减弱，9 月哔哩哔哩游戏收入中 18 岁以下用户占的比例已低于 1%。短期来看，游戏版号尚有一定不确定性，并且后续游戏 Pipeline 相对平淡，预计游戏业务仍有一定增长压力。中期视角期待海外代理和游戏自研有新突破。  
**3) 非游戏业务延续高增。**3Q21 增值服务收入同比增长 95%。预计本期直播业务快速增长。广告收入同比增长 110%；与长视频平台的广告收入差距正在缩小（3Q21 爱奇艺广告收入为 16.6 亿元，MAU5 亿+）。受到消费数据疲软、部分行业受监管减投等影响，整体广告大盘表现疲弱；但哔哩哔哩用户数据突出，并通过调整组织架构、优化算法等方式提升广告效率，仍有能力跑赢大盘。  
**3) 收入结构变化影响利润率水平。**3Q21 毛利率为 19.6%，同比下滑 4.0pct，环比下滑 2.5pct。收入结构变化导致本期分成成本率提升（分成比例更高的代理游戏业务以及直播业务收入占比增加）。销售费用绝对值同比增长 37%，费率为 31.4%，同比降环比增。B 站用户获取到变现转化需要一定时间，并且互联网红利期尾声用户获取更加激烈，成本费用增长或快于用户及商业化增长。后续建议关注利润率较高的游戏业务及广告业务商业化进展，以及成本费用率趋势。

**阿里巴巴（09988.HK）：新业务高投入换收入高增长，云+文娱亏损收窄业绩超预期。**阿里公告 FY1Q22 财报，实现收入 2057.40 亿元（YoY+34%），不考虑高鑫零售并表，收入 1873.06 亿元（YoY+22%）略低于预期。Non-GAAP 净利润 434.4 亿元（YoY+10%），高于市场预期。收入低于预期系云业务增长不及预期，业绩超预期系云及大文娱亏损收窄。

**（1）用户增长符合预期，增量来自淘特，闲鱼及社区电商。**本季度，阿里 AAC 达到 11.8 亿，单季净增 4500 万，国内 AAC 达 9.12 亿，净增 2100 万（主要淘特增 1000 万，闲鱼

及社区团购贡献剩余增量)。22 财年,阿里 AAC 国内目标 10 亿,预期通过在手海外补充建立消费者 App 矩阵,通过不同 App 的定位满足不同用户偏好。我们认为,阿里当前通过大力投入新业务如社区团购(FY1Q22 GMV 环比+200%),并入飞猪、高德重整本地生活组织架构(饿了么订单+50%)等多业务实现用户和收入端增长,一方面寻找下沉市场等场景可能的用户增量,一方面扩大场景提升单用户 ARPU 值。**(2)钉钉并入云业务但增速仍低于预期,亏损收窄超预期。**云收入同增 29%低于预期,剔除字节流失后收入同增 40%,预计字节对收入影响持续全年。钉钉(有收入未盈利)并入后经调整 EBITA 利润仍转正至 3.4 亿,收入主要互联网、金融和零售增长驱动,Top10 集中度个位数。从产品角度看,数据存储、分析、学习等智能解决方案需求量大,客户使用单一服务后可以交叉销售,当前云市场仍处于初期空间大。

**百度集团-SW (09888.HK): AI 业务高增长收入超预期,智能驾驶稳步推进。**百度集团-SW 公告 2Q21 业绩:1)百度总收入 313.5 亿元(yoy+20%),百度核心收入 240 亿元(yoy+27%),在线营销收入 190 亿元(yoy+18%),非在线营销收入 50 亿元(yoy+80%)。收入端位于 1Q21 业绩 outlook 中值,略超市场预期,主要是在线营销复苏和爱奇艺收入略超预期,云收入高增长推动。2)百度集团 Non-GAAP 归母净利润 53.59 亿元(yoy+5%),百度 core Non-GAAP 归母净利润 59.42 亿元(yoy+5%),位于 1Q21 Outlook 中枢,略超市场预期。3)业绩指引:3Q21 预计百度 Core 收入同增 9%-20%,百度预期同增 8%-19%。但提示疫情对业绩或有不可预期影响。**(1)移动生态持续完善,手百 MAU 增长,在线营销复苏。**2Q21,在线营销收入同增 18%,百度 MAU5.80 亿(环增 2200 万),日登陆用户占比 77%(环比+2pct)。百度移动端内容生态持续完善,托管页收入占在线营销收入 40%(环增 5pct)。**(2)智能驾驶稳步推进。**Apollo L4 自动驾驶累计测试里程达到 750 万英里(同增 152%),Apollo 已获得 278 张自动驾驶测试牌照。6 月推出 Apollo 的第 5 代无人车,每英里成本下降 60%。长城 6 月宣布旗舰车型 WEY Mocha SUV 将在新版本中配备 Apollo 自动代客泊车(AVP)。**(3)AI 云收入高增长,连续 4 次市场份额第一。**2Q21 百度 AI 云收入同增 71%,据 IDC,百度深度学习平台飞桨累计开发者增加至 3600 万(同增 62%),服务 13 万企业。按合同金额千万级以上看,Apollo ACE 智能交通覆盖里程实增值 20 个,是去年同期 4 倍。

**心动公司:投入阵痛期,期待自研新游厚积薄发。**1H21 营业收入同比下滑 4.29%;IFRS 净亏损为 3.22 亿元,接近前期指引下限。**1)老游戏进入自然衰退,新品缺乏,游戏业务仍处于低迷期。**1H21 公司游戏业务收入同比下滑 12%。分游戏类型来看,网络游戏同比下滑 15%,老游戏进入成熟期。付费游戏同比增长 76%,下半年《泰拉瑞亚移动端》《风来之国》等产品上线有望继续带动付费游戏收入增长。**2)TapTap 国内版 ARPU 回暖,海外版用户增长较快。**1H21 国内版平均 MAU 为 2867 万,较 2H20 净增 207 万,增长速度环比略微加快;月 ARPU 为 1.95 元,同比增长 15%,接近 19 年水平。1H21 国际版平均 MAU 为 1318 万(4Q20 平均 MAU 为 1070 万),国际版用户增速较国内版更快,但是尚未进行商业化。**3)后续重点关注自研新品进展。**相比于第三方游戏产品以及社区改版,公司自有游戏产品对于用户的拉新和留存更为关键。自研新品是决定公司当前业绩与估值的核心因素,建议重点关注后续自研新品上线进度以及确定性。此外,TapTap 海外用户拓展(增速及区域)以及货币化进度亦值得关注。

**完美世界：21 年报预告低于预期，仍处于转型阵痛期。**从 Q4 单季度看，游戏亏损约 1 亿、影视亏约 2.8 亿（其中环球片单减值为 2.6 亿，在预期之内）。游戏 Q4 环比 Q3 利润显著下滑是低于预期的主要原因，下滑来自于 1) 老游戏下滑；2) 人员优化（主要原因）；3) 被投企业的亏损；4) 《幻塔》未盈利，对 Q4 有一定负贡献。公司的转型阵痛期确实比预想的更长一些。短期看，我们判断 1Q22 将确认处置海外工作室的投资收益（税前 3.8 亿），叠加《幻塔》利润释放，Q1 或有较好的增速表现；更长维度看，考虑到版号情况，我们建议关注《幻塔》的持续性、以及公司出海情况。

**新媒股份：大屏深度推进。**我们判断 IPTV 基础用户年净增量将有所恢复，预计 2021 维持在 100-200 万水平。增值业务 20 年以来表现优异，推出超级会员，开展线上线下联动推广和会员运营，引入优质频道和垂直化内容，付费率和 ARPPU 均有显著提升。公司在 OTT 各垂直视频方向加强头部内容合作。凭借已覆盖的 11 个省份逐步落地，21 年省外收入有望快速扩张。广告变现方面公司组建商务运营中心，依托大屏端规模化用户体量和各业务平台大数据挖掘。

**泡泡玛特：渠道正常推进、拓品类行之有效，当前性价比高。**截至 Q3 末国内线下零售店数量达到 250 家，机器人商店达到 1687 家，Q3 铺建节奏显著提速，市场所担心的疫情对开店影响实际较小。Q3 抽盒机和电商平台增长亮眼，我们判断 Q3 线上整体收入占比进一步提升至 40% 以上。抽盒机不仅已成为线上增量贡献最大、占比最高的细分渠道，也承担了品牌传播和会员运营的重要职能，借助微信流量取得较快增长。今年盲盒占比呈下降趋势，而大娃、手办、周边衍生品等占比预计有较明显提升。通过品类拓展，IP 能够获得生命力和商业化的双重延展，今年 MEGA 系列的成功就是 IP 影响力持续的证明。除实物类产品外，Q3 公司投资了动漫制作发行公司两点十分，探索动漫与 IP 的孵化/联动。我们认为公司通过品类拓展、IP 延伸覆盖更广泛的人群、探索更多元的变现路径，未来不论在估值还是成长性上有进一步抬升空间，当前性价比较高。

**快手-W：广告电商逆势超预期增长，降本增效持续兑现。**从快手 4Q preview，有三大亮点：1) 4Q 相对 3Q 淡季但 DAU 维持 3.2 亿，时长同比健康增长；2) 广告收入和电商 GMV 在消费压力下逆势超预期增长；3) 降本增效持续兑现，销售费用环比持平，费用率降至 50% 以下好于预期。商业化：1) 广告此前预期 50%，我们预期 4Q 有望略超预期，考虑互联网公司 4Q 指引整体低迷，快手逆势高增长且 ecpm 维持 3Q 水平，体现广告主对流量仍持续增长的快手有预算倾斜。2) 电商此前预计全年 6500 亿，4Q 有望略超，考虑电商竞争激烈和消费大环境，快手仍保持较快增长，我们认为这得益于快手引入更多品牌商家和服务商，提升品牌化和达人专业化双管齐下，预期货币化率稳定。市场最关心的指标之一销售费用环比 3Q 持平好于此前预期，费用率收窄至 50% 以下，明显好于市场预期。销售费用收窄主要是 1) 国内整体单用户竞争成本下降，2) 快手组织架构调整后，获客和维系效率提升，海外优化等结果。此外，管理费用，研发费用均略好于市场预期。

**天下秀：红人经济延续高景气，公司在商家和红人两端竞争力明显提升。**1) 商家端客户数量增加，留存率高，行业分布广泛：WEIQ 平台商家客户数量稳步增加，活跃商家客户数 8342 个 (yoy+31.7%)，品牌客户留存率 77.99%，留存客户整体收入金额 yoy+38.6%。平台 20 年订单量 124.7 万笔，且考虑天下秀对商户的渗透率和 10% 左右的需求转化率，



红人经济渗透率提升仍有明显空间；商家行业分布广泛，前三大行业为护肤品、食品饮料和3C数码。2）红人账户数量明显增长结构健康，中腰部红人空间广阔。平台注册红人账户数累积达到147.44万，其中专业红人账户数29.06万（yoy+72.65%）。头部/腰部/尾部/纳米红人贡献收入分别占17.4%/57.4%/24.0%/1.2%，生态结构健康，也验证腰部红人价值和公司的平台价值。WEIQ平台订单金额2019年的1982元提升到2020年的2375元，ARPU值提升。3）公司收入情况更健康，抖音与微博平台订单收入贡献均分别为约1/3左右，随红人经济大势积极转型布局。

**阅文集团：监管影响较小，在线阅读稳中有升，版权运营持续推进。**1）**在线阅读**：阅读历来监管严格，较为规范，管理比较完善，阅文在阅读行业竞争优势显著，付费阅读稳中有升，免费阅读用户规模和ARPU均有提升空间。2）**新丽**：作为制作电视台剧出身的老牌影视公司，新丽适应了以往电视台剧严格的审核标准，并且对监管趋势有预期会相应调整pipeline；下半年待播剧比较符合当下价值观，潜在风险小；明年储备项目现实主义题材也较多，如《心居》《人世间》等。明星成本控制有利于预算更多分配到制作成本如剧本和服化道上。3）**动画**：动画和影视监管思路相似（内容合规+质量控制），较早规范，阅文和腾讯动漫的300部漫改计划在持续推进。

**国联股份：21年业绩预告超预期，数字化服务加速落地。**1）公司发布21年业绩预告，全年实现营收371-374亿元，同比增长116%-118%；归母净利润5.71-5.76亿元，同比增长87%-89%。其中，4Q21实现营收136-139亿元，同比增长91%-95%；归母净利润2.32-2.37亿元，同比增长84%-88%；营收和利润均超预期。2）公司当前处于以交易规模提升和数字化建设并行的发展阶段，各大大平台的平均市场份额为3%；3年中期目标为10%。3）国联模式在大宗商品价格下行阶段将创造更大价值。价格上涨时，上游供应商供不应求，让利难度较大；下行周期公司可帮助上游解决产能过剩的问题，对下游来说，无论价格周期，国联贡献价值是相对便宜的货价和稳定的供给。4）加速数字化服务布局，旨在赋能B端降本增效。公司目标3年完成百家云工厂的建设，重点推进供应链的数字化管理和生产端的智能化升级，主要目标是帮助下游企业降本增效以及锁定下游需求和产能。5）云工厂模式契合“产业元宇宙”方向。近期京东提出“产业元宇宙”概念，公司高度关注元宇宙底层技术未来在产业链和供应链上的深度应用，特别是工业领域数字孪生、数字伴生和数字原生的技术和应用递进体系，这也是公司平台、科技、数据战略和数字工厂建设的题中之义。

**微盟集团（02013.HK）：1H21业绩超预期，SaaS业务增长强劲，付费商户及大客稳健增长。**1H21收入同比增速45%，超预期；经调整净亏损1.2亿，主要是业务扩张带来费用增加，亏损程度小于预期。ARPU增速高于付费商家增速；智慧零售表现突出，同比增速298%（包含海鼎并表但内生亦增长强劲），占SaaS业务收入升至33%。商家解决方案（原净额法确认精准营销+TSO服务费及佣金等）广告主数量及投放金额均有增加；数字媒介（原总额法确认精准营销）战略性收缩。

**万达电影：21年业绩平淡，市占率提升稳健。**公司21年业绩预告归母净利润为0.9-1.3亿元，实现扭亏转盈。国内外疫情反复给院线经营带来较大影响。1）21年全国实现票房428.6亿元（不含服务费），较2020年增长130.4%，观影人次11.7亿，较2020年增长

112.7% ,并且恢复至 2019 年的约 70%。公司 21 年实现票房 62.2 亿元 ,观影人次 1.6 亿 ,较 2020 年大幅增长 ,已恢复至 2019 年的 80%。2 )截至 2021 年 12 月 31 日 ,公司国内拥有已开业影院 790 家 ,6,750 块银幕 ,其中直营影院 699 家 ,6,063 块银幕 ,公司旗下影院 (含特许经营加盟 ) 2021 年累计市场占有率为 15.3% ,保持稳步提升。3 )22 年建议关注《外太空的莫扎特》、《没有一个春天不会来临》、《天星术》等影片上映进度。

**光线传媒 :计提减值准备影响公司 21 年业绩 ,后续重点关注动画电影进展。**1 )公司 21 年业绩预告归母净利润为 1.7-2.2 亿元 ,同比下滑 24%-42% ;公司不含减值准备的归母净利润为 6.3-7.1 亿元。2 )储备项目丰富 ,未来可期。公司 IP 项目丰富 ,逐步迎来收获期 ,《狙击手》已于 2022 年大年初一上映 ;《十年一品温如言》将于 2022 年 2 月 14 日上映 ;《我是真的讨厌异地恋》将于 2022 年 5 月 20 日上映 ;大 IP 原创动画电影《深海》《西游记之大圣闹天宫》和《大鱼海棠 2》等优质动漫 IP 项目在推进中 ,亦有望为公司未来业绩贡献较大弹性。

**猫眼娱乐 :21 年电影国庆档表现回暖。**21 年国庆档实现票房 43.88 亿元 ;总出票约 1 亿张 ;平均票价达到 46.8 元 ,国庆档票房表现同比有所增 ,整体接近 2019 年的国庆档票房的 98.3%。21 年国庆档影片头部效应明显 ,头部影片主要出品发行方核心受益。分线城市来看 ,市场份额趋于稳定 ,四线城市 21 年国庆档票房占比略有提升。展望贺岁档 ,预计观影需求有望得到进一步释放。**1H21 收入利润位于前期指引区间中值 ,静待业务复苏。**1H21 全国电影总票房已达到 276 亿元人民币 ,接近 2019 年同期的九成 ;但暑期档由于疫情等因素表现不佳 ,国庆档电影定档尚不足 ,预计下半年电影票房仍有一定压力。猫眼电影收入端与整体电影市场规模正相关 ,成本费用端票补仍有压缩空间 ,长期期待盈利能力提升。此外 ,公司储备的参与出品和发行的项目较多 ,期待项目上线后业绩贡献。

**中信出版 :3Q 业绩略低预期 ,出版龙头适应新渠道尚需时间。**线上线下渠道变革剧烈 ,公司积极适应变化 ,但调整渠道仍需时间。公司收入单 3Q 同比-3.87% 主要由于 :1 )3Q20 同比基数较高 ;2 )传统线上 ,线下流量下滑明显 ,实体书店、当当、天猫等流量均出现不同程度下滑 ,公司正努力适应直播电商等新渠道 (销售费用率同比+2pct ) ,但受品类特征影响 ,优质内容和短视频/直播销售模式匹配仍需时间。利润端看 ,书店由盈转亏系疫情反复等影响 ,管理费用增加系人员变动影响 ,销售费用增加系直播等投放。少儿等品类高增长 ,经管社科压力同比承压。根据开卷数据 ,1-9 月 ,公司实洋市场第 2 ,市占率 2.73% (同比-0.17pct )。其中 :经管第 1 ,市占率 15.25% (同比-2.26pct ) ,少儿第 3 ,市占率 3.76% (同比+0.68pct )。中信出版与京东、当当等品牌日合作 ,少儿图书低价优质策略开拓市场实现较快增长 ,连续数月市占率排名首位。经管小幅下跌 ,社科图书同比下滑幅度较大。展望 4Q 及明年 ,我们预计渠道和营销调整仍需时间 ,但公司明年图书储备丰富 (达里奥新作《世界秩序》 ,第 104 届普利策奖入围作品《阿富汗的文件》等 ) ,且内容能力、品牌优势明显 ,仍是图书行业最具竞争力的标的。

## 4. 互联网传媒行业宏观热点

**1. 字节跳动四款新产品齐发：元宇宙社交“派对岛”、悟空搜索、游戏社区“灵选”和机器人。**字节跳动正在密集布局多个新业务，将推出元宇宙社交 App “派对岛”，将上线新搜索产品“悟空搜索”，打造游戏社区产品“灵选”，此外还正在测试短距离配送机器人。

**2. 微信可以直接购买淘宝商品，用户只要键入密码即可不跳出。**目前，微信个人对话框中已经支持分享和打开淘宝商品链接，并可以在不跳出的情况下直接完成购买。这个变化也意味着，平台间在支付场景中有了进一步协同。。

**3. 微博：拟上线一键隔离网络暴力模式。**微博拟上线“一键隔离网络暴力”模式，加强人身攻击/不友善言论识别处置，优化新闻当事人保护，确保用户安全。

**4. 美团和饿了么均取消恶劣天气超时考核。**1月27日，针对近日的降雪恶劣天气，饿了么和美团两大外卖平台均宣布采取弹性措施，取消骑手超时、差评等考核；同时提供免费午餐、姜汤、热粥等抗寒食物及饮品，为骑手提供温暖的歇脚点。

**5. 市场监管总局：加快完善反不正当竞争法律规则，加强反垄断和反不正当竞争监管执法。**国家市场监督管理总局价格监督检查和反不正当竞争局局长袁喜禄表示，将进一步完善公平竞争规制规则，以即将修订出台的反垄断法为核心，以《关于强化反垄断深入推进公平竞争政策实施的意见》为遵循，进一步统筹把握竞争规制重点，围绕平台经济、科技创新、信息安全、民生保障等重点领域，加强反垄断和反不正当竞争监管执法。

## 5. 游戏板块

### 【本周行业重要事件】

- 1月24日，七麦数据发布了《2021年移动互联网行业白皮书》，2021年游戏数量锐减，但总分发量增加且突破3000亿次。**截至2021年底，国内应用商店在线App数量为272万款，与2020年相比降幅21.4%（74万款）；其中，在线游戏App数量达68.7万款，较去年同期降幅20.8%（18万款）。
- 中国游戏厂商6waves被海外公司全资收购，成交价达2亿美元。**1月24日，瑞典游戏公司Stillfront Group宣布以2亿美元的价格全资收购中国出海游戏发行商6waves。另外，由于韩国公司Nexon持有6waves 34.8%的股份，这些股份将以9300万美元的价格被售予Stillfront。
- Unity收购虚拟人技术开发商Ziva Dynamics。**1月25日，Unity宣布收购加拿大虚拟角色软件开发商Ziva Dynamics。后者曾参与多个知名影视作品的视效制作，包括《权力的游戏》《毒液》《神奇动物在哪里》等。此外，该公司研发的ZivaRT技术曾被应用于PS5版本的《漫威蜘蛛侠：迈尔斯》。
- 英雄体育VSPN赴港IPO，前三季营收13.22亿元，腾讯为其股东。**1月31日，全球电竞运营商VSPN Group Limited（英雄体育VSPN）向香港联交所递交A1表。截止招股书披露日，腾讯在英雄体育VSPN的持股比例达到13.54%，

英雄体育 VSPN 是国内唯一一家完成电竞全生态链业务布局的企业。

- 5) **中国手游玩家人均氪金为 344 元。**中国音数协游戏工委与中国游戏产业研究院发布的《2021 年中国游戏产业报告》显示, 2021 年中国移动游戏市场实际销售收入 2255.38 亿元, 同比增长 7.57%, 移动游戏用户规模达 6.56 亿人, 同比增长 0.23%。根据上述数据推算, 2021 年移动游戏人均用户支出为 344 元。
- 6) **任天堂 Switch 成全球第五大畅销游戏机。**根据 VGChartz 数据, 任天堂 Switch 在全球范围内的销量已经超过了初代 PlayStation ( 又称 PS1 或 PSX )。截至 2021 年 1 月 15 日的一周, Switch 销售了 341,662 台, 使其总销量达到 1.0281 亿台。
- 7) **线下高端实景剧本杀品牌“NINES 推理馆”母公司完成数千万元 Pre-A 轮融资。**近日, 国内首批线下高端实景剧本杀品牌“NINES 推理馆”母公司杭州橙愿文化策划有限公司宣布完成数千万元 Pre-A 轮融资, 投资方为网易游戏, 和君资本担任本轮财务顾问。本轮融资金额将用于打造原创内容、完善供应链、探索线下场景等。

#### 【重点公司公告】

**【掌趣科技】1 月 26 日公司发布 2021 年度业绩预告。**预计归属于上市公司股东的净利润为 10-14 亿元, 扣非后净亏损为 9.7-14 亿元。

**【昆仑万维】1 月 28 日公司发布 2021 年度业绩预告。**预计归属于上市公司股东的净利润为 17.1-22.2 亿元, 扣非后净利润为 14.01-19.11 亿元。

**【吉比特】1 月 29 日公司发布关于向参股公司提供的关联财务资助逾期的公告。**公司于 2019 年 8 月向参股公司北京星空智盛科技发展有限公司提供了 600 万元财务资助, 期限至 2022 年 1 月 31 日止, 约定年利率为 5.00%, 财务资助款项用于星空智盛游戏项目的研发。该笔财务资助将于 2022 年 1 月 31 日到期, 因开发的游戏尚未上线, 星空智盛预计未能按期归还该笔财务资助款项和相应利息。

#### 【重点公司产品排名跟踪】

表 2：重点跟踪游戏公司产品及其近四周 iOS 畅销榜排名

公司	游戏	1 月 15 日	1 月 22 日	1 月 29 日	2 月 5 日
腾讯控股	《王者荣耀》	1	1	1	1
	《和平精英》	2	2	2	2
	《火影忍者》	10	11	13	14
	《天涯明月刀》	45	52	29	45
	《穿越火线》	26	3	10	6
	《QQ 飞车》	21	20	35	12
	《金铲铲之战》	23	21	6	10
	《英雄联盟手游》	5	5	5	4
网易	《哈利波特：魔法觉醒》	28	27	18	15
	《阴阳师》	35	36	9	19



		《梦幻西游 H5》	73	45	58	60
		《梦幻西游》	3	4	4	5
		《明日之后》	34	26	7	13
		《大话西游》	11	14	14	27
		《率土之滨》	12	16	24	20
		《一梦江湖》	30	74	39	74
		《天谕》	64	92	44	97
		《王牌竞速》	43	84	47	80
米哈游		《原神》	7	8	3	3
阿里巴巴		《三国志：战略版》	6	7	11	7
莉莉丝		《万国觉醒》	17	19	21	36
		《剑与远征》	57	40	54	59
完美世界		《新诛仙》	55	62	52	56
		《梦幻新诛仙》	61	42	32	55
		《完美世界》（腾讯发行）	52	38	42	81
		《笑傲江湖手游》	67	102	73	94
		《新神魔大陆》	174	230	246	183
		《幻塔》	25	43	8	18
三七互娱		《斗罗大陆：魂师对决》	20	50	26	30
		《一刀传世》	288	307	269	323
		《斗罗大陆 H5》	273	143	257	236
		《精灵盛典》	165	159	170	138
		《荣耀大天使》	154	174	233	186
		《云上城之歌》	42	73	51	49
		《绝世仙王》	-	-	-	-
		《斗罗大陆：武魂觉醒》	132	147	135	171
		《叫我大掌柜》	70	66	61	84
		《puzzles & survival》（美区）	23	36	30	27
吉比特		《问道手游》	15	18	29	28
		《最强蜗牛》（青瓷）	66	58	27	51
		《一念逍遥》	9	9	17	11
		《摩尔庄园》	62	285	285	318
		《地下城堡 3》	143	75	107	95
游族网络		《少年三国志》	220	280	310	279
		《权力的游戏》（腾讯发行）	392	340	397	458
		《少年三国志 2》	110	123	143	104
掌趣科技		《拳皇 98 终极之战 OL》（腾讯发行）	117	143	108	61
		《奇迹：觉醒》	269	192	277	232
		《全民奇迹 2》（腾讯发行）	153	193	173	241
世纪华通	盛趣游戏	《热血传奇手游》（腾讯发行）	260	264	274	396
		《辐射：避难所 online》	351	347	318	310
	点点互动	《阿瓦隆之王》（美区）	57	68	72	83
		《火枪纪元》（美区）	102	102	85	104
	IGG	《王国纪元》（美区）	72	74	56	39

心动网络	《仙境传说 RO》	167	289	413	258
巨人网络	《球球大作战》	80	77	81	40
	《征途 2》	151	90	172	79
友谊时光	《熹妃 Q 传》	144	168	174	130
	《浮生为卿歌》	28	34	40	38
	《宫廷计手游》	268	339	344	256
	《熹妃传》	234	282	242	196

资料来源：七麦数据，申万宏源研究

## 6. 视频直播板块

### 【本周行业重要事件】

- 1) 快手：2022 年电商 GMV 最高目标达 9700 亿元。**快手电商将 2022 年的总成交额（GMV）目标区间定在 9000 亿元至 9700 亿元。快手 2021 年完成电商 GMV 6800 亿元，超过原定目标 6500 亿元，高于外界预期。GMV 口径为提交订单口径，包括提交未支付、退款和退货等。
- 2) 快手：推出蓝领招聘平台“快招工”。**快手 App 部分账号的直播间内上线直播招聘功能，无需投递简历，只需留下联系方式，即可完成职位投递。
- 3) 微信视频号上线首个付费直播间：免费观看 3 分钟后需付费 9 元。**1 月 25 日，微信视频号上线首个付费直播间——腾讯 NBA，直播内容为 NBA 常规赛。进入直播间后，用户可免费观看 3 分钟，3 分钟后需支付 90 个微信豆（1 元=10 个微信豆）才能继续观看。
- 4) 抖音直播调整激励方向，重点奖励优质传统文化类内容。**1 月 25 日，抖音直播宣布推出优质主播激励计划，首期投入千万流量、千万现金，助力优质主播发展，弘扬优秀传统文化。目前已面向民歌、美声、民族乐器、西洋乐器、民族舞、古典舞、当代舞七大内容品类部分主播开放申请。
- 5) 爱奇艺：正式发布适配于车载端的“爱奇艺”App。**近日，爱奇艺正式发布适配于车载端的“爱奇艺”App，同时宣布与一汽-大众达成合作，自 1 月 28 日起在一汽-大众纯电动汽车 ID.家族车机应用商店推出下载服务。
- 6) 国家广电总局发布《电视剧母版制作规范》：常规剧集正片时长不少于 41 分钟。**近日，国家广播电视总局发布《电视剧母版制作规范》，自 2022 年 4 月 1 日起施行。国家广播电视总局有关负责人表示，《规范》对电视剧正片、片头片尾以及“前情回顾”“下集预告”等附加内容的时长进行了规范，常规剧集正片时长不少于 41 分钟，片头时长不超过 90 秒、片尾时长不超过 180 秒。

## 7. 长视频

### 【本周行业重要事件】

- **中央网信办：集中整治网络暴力等问题，严防“饭圈”乱象反弹反复。**1月24日，为营造文明健康、喜庆祥和的春节网上舆论氛围，中央网信办决定即日起开展为期1个月的“清朗·2022年春节网络环境整治”专项行动。

### 【重点公司跟踪及观点】

**芒果超媒：**季风剧场《江照黎明》定档1月27日播出，由马思纯、王诚等人主演；经典综N代《大侦探第七季》定档1月28日上线。本周芒果TV独播剧全网热度Top10上榜一席，自制综艺全网热度Top10上榜四席。剧集《沉睡花园》热度排名第9；综艺《大侦探第七季》热度排名第3，《朋友请听好第二季》热度排名第4，《我们的滚烫人生》热度排名第7，《名侦探学院第五季》热度排名第8。

**爱奇艺：**爱奇艺宣布任命汪骏为公司首席财务官，王晓东因个人原因不再担任爱奇艺首席财务官一职，将继续以顾问身份服务至2022年4月30日。爱奇艺正式发布适配于车载端的“爱奇艺”App，同时宣布与一汽-大众达成合作，自1月28日起在一汽-大众纯电动汽车ID.家族车机应用商店推出下载服务。本周爱奇艺独播剧全网热度Top10上榜三席，自制综艺全网热度Top10上榜三席。剧集《人世间》热度排名第2，《一闪一闪亮星星》热度排名第4，《王牌部队》热度排名第7；综艺《超有趣滑雪大会》热度排名第5，《我的小尾巴第二季》热度排名第9，《一年一度戏剧大赛》热度排名第10。

**腾讯视频：**本周腾讯独播剧全网热度Top10上榜四席，自制综艺全网热度Top10上榜一席。剧集《开端》热度排名第1，《流光之城》热度排名第6，《雪中悍刀行》热度排名第8，《完美伴侣》热度排名第10；综艺《半熟恋人》热度排名第1。

**优酷：**本周优酷独播剧全网热度Top10上榜一席，自制综艺全网热度Top10上榜一席。剧集《今生有你》热度排名第3；综艺《麻花特开心》热度排名第6。

图1：全平台连续剧热度排名 TOP10(1.31-2.04)

图2：全平台综艺热度排名 TOP10(1.31-2.04)

Q 搜索 骨朵热度指数排行榜 ①				
< 前一周		01-31 至 02-04	周榜	后一周 >
全部剧集 网络剧 电视剧				
全平台 腾讯 优酷 爱奇艺 芒果 搜狐				
排名	名称	全平台	单周播放量 (点击展开)	全网热度
1	开端 上映25天		8125万	74.47
2	人世间 上映8天		—	68.29
3	今生有你 上映18天		—	67.41
4	一闪一闪亮星星 上映10天		—	66.95
5	镜·双城 上映20天		1.4亿	66.72
6	流光之城 上映16天		2717万	66.46
7	王牌部队 上映41天		—	65.95
8	雪中悍刀行 上映52天		4918万	64.83
9	沉睡花园 上映54天		1.3亿	64.73
10	完美伴侣 上映31天		1.3亿	64.51

资料来源：骨朵数据，申万宏源研究

Q 搜索 骨朵热度指数排行榜 ①				
< 前一周		01-31 至 02-04	周榜	后一周 >
全部综艺 网综 电视综艺				
全平台 腾讯 优酷 爱奇艺 芒果 搜狐				
排名	名称	全平台	单周播放量 (点击展开)	全网热度
1	半熟恋人 上映39天		—	60.60
2	哈哈哈哈哈第2季		—	57.16
3	大侦探第七季 上映8天		1.1亿	53.94
4	朋友请听好 第二季		1.1亿	52.03
5	超有趣滑雪大会 上映22天		—	50.94
6	麻花特开心 上映27天		—	50.38
7	我们的滚烫人生 上映57天		6244万	48.73
8	名侦探学院 第五季		3877万	47.90
9	我的小尾巴第2季		—	47.04
10	一年一度喜剧大赛		—	46.62

资料来源：骨朵数据，申万宏源研究

## 8. 其他泛娱乐

### 【重点公司跟踪及观点】

**网易云音乐：**网易云音乐首届村民联欢晚会《我们的村晚》于1月27日正式播出。首届村晚对时代金曲、影视金曲以及经典红色歌曲进行全新演绎，再现上世纪90年代的复古联欢派对。当天，网易云音乐村晚直播间热度峰值突破7000万。**网易云音乐全新登陆特斯拉车机**，双方携手为用户打造车载音乐新体验，共同探索车载音乐市场新空间。

**腾讯音乐：**发布《游戏+音乐：双赛道加持下的热门生意》研究报告。报告总结了当下游戏与音乐融合的核心内容形态，并分别阐述了几种重要类型分布，揭示了游戏+音乐的发展现状以及未来空间。



**荔枝：发布《2021 互联网音频收视报告》。**1 月 25 日，在线音频平台荔枝集团发布《有你在我“声”边·中国青年 2021 互联网音频收听报告》，报告显示公司 90 后、00 后用户合计达 9 成，年度高峰在线时间为 21 时。

**阅文集团：新丽出品电视剧《人世间》定档 1 月 28 日正式登陆央视一套黄金档和爱奇艺，**该剧改编自梁晓声同名小说；**新丽出品都市情感剧《心居》于 1 月 27 日取得发行许可证，**该剧根据滕肖澜的同名小说改编，由海清、童瑶主演。**新丽和开心麻花联合出品的电影《这个杀手不太冷静》于 2 月 1 日上映，**票房占春节档第二位。

**掌阅科技：提供 30 天数字图书馆免费使用服务。**2 月 3 日，为落实疫情防控措施，掌阅科技再次推出掌阅精选数字图书馆春节“免费使用 30 天”活动，丰富春节期间各地“就地过年”建设者们的文娱活动。

## 9. 广告营销

### 【本周行业重要事件】

- 1) 据钛媒体，雅诗兰黛因违反广告法被罚 238 万元。**上海市市场监督管理局已于 1 月 21 日向雅诗兰黛(上海)商贸有限公司下发行政处罚决定书。据该决定书，雅诗兰黛(上海)商贸有限公司通过东方卫视、微信公众号、抖音、天猫等渠道发布含有“年轻指数+77%”“柔润+17%平滑+20%透亮+15%”等内容广告的行为涉嫌违反《中华人民共和国广告法》的相关规定。有关部门责令其停止发布违法广告，在相应范围内消除影响，并对其罚款 238.1671 万元。
- 2) 据钛媒体，微信 2022 除夕数据出炉，6.88 亿人抢红包，1.2 亿人在视频号看春晚。**报告显示，除夕当天(1 月 31 日 00:00-24:00)，全国共有 6.88 亿人参与抢红包，人们抢红包的最高峰出现在 2 月 1 日 0 点 03 分。在抢红包的同时，各式红包封面的上线，也让春节年味更加浓厚起来。除夕当晚，在四个多小时的直播中超过 1.2 亿人在微信视频号“竖屏看春晚”，以全新视角共享这场文化盛宴，沉浸式的观看体验赢得观众一众好评。春晚视频号直播间点赞数超过 3.5 亿次，总评论数超过 919 万次，总转发数超过 551 万次。
- 3) 据 cnBeta，Meta 为 Instagram Stories 等服务引入 3D 虚拟化身。**从 Facebook 更名为 Meta 后，该公司赶在 2 月 2 日的 Q4 季度财报前，为 Instagram 引入了 3D 头像、辅以 Messenger 和 Facebook 应用的相关更新。Meta 周一宣布，北美用户将能够在 Instagram Stories 和消息发布时直接选用 3D 头像功能，且包括 Quest VR 在内的平台都获得了同步更新。

### 【重点公司跟踪及观点】

**百度：(1) 百度智能云 AI 手语主播服务千万听障用户。**百度智能云打造的首个 AI 手语主播上线，她有着“真人般”的皮肤、头发、眼睛，形象亲切自然，气质优雅独特。在即将开启的冬奥会中，她将全年无休用 AI 智慧为听障用户提供手语服务，让他们快捷的获取赛事资讯。百度智能云采用百度自研的语音识别、机器翻译等人工智能技术，构建出

一套复杂而精确的手语翻译引擎，实现了文字及音视频内容到手语的翻译；再通过专为手语优化的自然动作引擎，进行虚拟形象的驱动，将手语实时演绎为数字人的表情动作。这使得 AI 手语主播具备高可懂度的手语表达能力和精准连贯的手语呈现效果。

**快手-W：（1）快手借助“互动+内容”异军突起。**2022 年虎年春节，快手再度与央视达成合作，2 月 1 日 0：30 分数据显示，有超过 1.7 亿人次观看“央视频”直播的虎年央视春晚。快手通过直播、点播和短视频三种方式，为全球华人提供更便捷、顺畅的春晚观看体验。此外，快手还与 11 家省市卫视春晚达成合作，以“短视频+直播”的形式为用户们奉上春晚视觉盛宴。这意味着，通过大量与春晚相关的正规版权，登上春晚的相关代言人、入驻快手的艺人以及相关工作人员和大量的站内二创，快手进一步夯实社区在内容上的供给，吸引并留住更多用户。以互动+内容的模式，意图实现市场活动反哺内容生态的正向循环。（2）快手自制冬奥节目《冰雪快报》上线。2022 年北京冬奥会即将拉开帷幕，适逢虎年将近，看冬奥、聊冬奥成为今年春节期间的一大事件。为了带领用户玩转冬奥，让用户快速了解中国金牌点，全面掌握赛事热点内容，快手重磅推出自制冬奥节目《冰雪快报》。2 月 4 日至 2 月 20 日每晚 18:30，《冰雪快报》将在快手独家播出，邀请运动员、明星和达人助阵，通过轻松幽默的方式畅聊冬奥热点，分析赛事亮点，陪伴用户一起看冬奥。不同于传统资讯栏目和长视频资讯节目，《冰雪快报》将以丰富的节目内容和便捷的直播形式，满足用户快速了解冬奥赛事进展和赛场内外故事的多样需求，展现冰雪运动的极致魅力。

## 10. 教育

### 【本周行业重要事件】

- 1）据钛媒体，针对非学科类校外培训恶意涨价问题，三部门部署开展专项整治。**近日，针对当前社会反映强烈的非学科类校外培训机构恶意涨价、违规倾销课时等突出问题，教育部、国家发改委、市场监管总局近日联合印发通知，部署开展非学科类校外培训收费专项整治工作，要求各地立即行动、不留死角、严查重处，坚决整治花样翻新、形式多样侵害人民群众利益的培训收费行为。
- 2）据多知网，科大讯飞教育业务 C 端直追 B 端。**科大讯飞在投资者活动中透露，科大讯飞如学习机等 C 端的产品在快速增长，2021 年“618”期间，科大讯飞 AI 学习产品销售额同比增长高达 706%。“双减”后，学习机用户的周使用时长同比增长了近 70%，答题量同比提升了 53%。在外部环境和“双减”的双重作用力下，在家自主学习成为关键词，研发学习机成为趋势。
- 3）据鲸媒体，中公教育发布年度业绩预告，预计 2021 年度营业收入 69 亿-73 亿。**1 月 28 日，中公教育发布 2021 年度业绩预告。公告显示，2021 年，中公教育预计实现营业收入 69 亿元-73 亿元，较 2020 年度的 112.02 亿元下降 38.41%-34.84%；归属于上市公司股东的净利润为亏损 20 亿元-24 亿元，较 2020 年度盈利 23.04 亿元下降 186.79%-204.15%。公告显示，公司 2021 年度亏损主要影响因素为业务收入不及预期、学员退费快速增长、业务收入大幅下滑和营业总成本高位增长。

## 11. 电商

### 【本周行业重要事件】

- 1) 据钛媒体，春晚京东累计互动量达 691 亿。摇一摇、手机、车厘子成为搜索热词，当晚，广东、北京、上海、江苏、山东的用户成为抢红包大赢家。用户下单 50% 年礼送给远方亲人。这是京东第一次参与央视春晚互动。晚会期间，京东云混合多云操作系统云舰成功挑战全球最大规模流量洪峰，在不增加计算资源的情况下，基于遍布全国的 70 多座数据中心，以世界领先的近 300 万个容器、超 1000 万核算力资源，通过秒级资源极速调度，以超高弹性成功登顶云计算领域的“珠穆朗玛峰”。
- 2) 据财联社，北京大力培育发展跨境电子商务平台企业。北京市商务局印发《关于进一步推进跨境电子商务创新发展的若干措施》的通知。通知提出，大力培育发展跨境电子商务平台企业。聚焦平台新增商户、业务规模、对本市经济贡献等指标，探索建立跨境电子商务平台企业综合评价体系，分级分类加强对平台企业的精准服务。采取“一企一策”的方式，积极引进跨境电子商务龙头平台企业，聚焦企业问题诉求，分类指导、精准施策；积极培育具有较大发展潜力、新业态新模式初创平台企业。支持本市有能力的跨境电子商务平台加速全球布局。
- 3) 据钛媒体，刘强东将向第三方基金会捐赠 6238 万普通股用于教育环保。2 月 2 日，京东集团发布公告称，公司董事会主席兼首席执行官刘强东将向第三方基金会捐赠 62376643 股 B 类普通股作慈善用途。公开资料显示，截至 2 月 1 日美股收盘，京东集团股价每 ADS 为 75.08 美元，此次捐赠股票价值超过 23.4 亿美元。此次捐赠将主要用于刘强东长期关注的教育、环保等社会公益事业。

### 【重点公司跟踪及观点】

**阿里巴巴：(1) 淘宝上线虎年虚拟年货大街：一站式逛庙会、吃年夜饭。**在 Minecraft 的“淘宝乐园”中，呈现出春节期间添年货、逛庙会、舞龙舞狮、写春联贴窗花等传统习俗，以及各地年夜饭的美食口味，如查干湖胖头鱼、花胶鸡、佛跳墙、北京稻香村糕点等。另外，今年从大年三十到大年初七，上万名淘宝主播每天都会带来具有特色年味的直播。逛花市、赶大集、看全国各地知名景区，还有淘宝手工艺人展示大美苗族蜡染、羊都草编工艺等非遗文化，以及全球购买手带你感受海外华人过年的仪式感。(2) 虎年春晚掀起带货热潮。随着虎年春晚的播出，又一批商家找到了“财富密码”。今年春晚张小斐的大衣再次引起电视机前观众注意。“张小斐大衣”不仅第一时间登上微博热搜，也很快冲进淘宝网全网热榜第二名。即使大衣售价不菲依然瞬间售罄，淘宝反应迅速，几乎在同时就推出了“张小斐同款”链接。

**快手-W：(1) 快手电商将联合奥林匹克博览会组织委员会举办“上车吧！冠军”电商直播带货活动。**活动将焕新直播模式，采用“冠军+主播”的方式，邀请奥运冠军亲临快手直播间，强势助阵电商主播及品牌。届时，奥运冠军也将把奥运文化知识课堂搬到直播间，与观众进行趣味问答，以高人气、强干货、强互动为抓手，为快手主播直播带货强势

助力。此外，奥博会组委会还将全面发挥奥运场景的营销势能，通过主播身份认证、官方产品授权，帮助品牌商家与冬奥会建立深层连接。据了解，参与本次活动的品牌商家将获得“荣耀 2022 奥林匹克中国行特使”荣誉称号，并由奥运冠军亲自颁发聘书及奖杯，其推介货品更有机会成为活动指定合作伙伴产品、官方联名合作产品。在奥博会组委会的多重权益加持之下，品牌商家也将进一步深入奥运场域，实现电商与冬奥的捆绑式曝光，稳步打好营销牌。

## 12. 本地生活服务

### 【本周行业重要事件】

- 1) 美团高级副总裁陈亮将离开业务一线，转向组织建设和战略研究。**据《晚点 LatePost》，1 月 29 日美团向公司总监及以上管理层发布邮件，宣布高级副总裁陈亮将逐步从业务线脱离，把重心放在组织建设和战略研究上。据悉，陈亮不会离开公司，而是往后退一步，辅助 CEO 王兴做战略和组织管理。陈亮依然还是美团最高决策机构 s-team 成员。陈亮是王兴初高中同学，一同创办校内网。加入美团先担任移动事业部负责人。此后，陈亮经历并带领过美团的多次重要战役，历任酒旅、买菜、优选等业务负责人。
- 2) 滴滴、美团等网约车平台春节假期期间将加收服务费，并全额给到司机。**1 月 28 日，据 IT 之家消息，1 月 27 日至 2 月 9 日期间，多个网约车平台为鼓励司机坚持服务、更快接单，开始收取春节司机服务费，费用 3 到 10 元不等，并表示该费用全额给到司机。具体收费如下：滴滴出行 App 的“春节司机服务费”在 1 月 27 日至 1 月 30 日 5 元/单，1 月 31 日至 2 月 2 日 6 元/单，2 月 3 日至 2 月 6 日 5 元/单，2 月 7 日至 2 月 9 日 3 元/单；据美团打车 App 说明，该平台的“春节司机服务费”为 1 月 27 日至 1 月 30 日 5 元/单，1 月 31 日至 2 月 2 日 6 元/单，2 月 3 日至 2 月 6 日 5 元/单，2 月 7 日至 2 月 9 日 3 元/单。适用车型为美团快车、美团特惠快车、美团优车；此外，曹操出行的“春节司机服务费”每单收取 3 至 5 元，出租车车型每单收取 10 元。
- 3) 交通运输部召开 2022 年第一次全体会议，加快推进交通运输新业态规范健康持续发展。**1 月 28 日，据交通运输部微信公众号消息，交通运输新业态协同监管部际联席会议 2022 年第一次全体会议 27 日召开，会议通过从六方面提出要求加快推进网约车合规化：1) 统筹用好约谈曝光等手段，督促各地和主要网约车平台企业制定合规化工作计划，倒排时间，加快推进；2) 切实保障消费者和从业人员权益；3) 持续深化出租汽车改革；4) 有效防止资本无序扩张；5) 全力维护行业安全稳定；6) 凝聚协同治理的强大合力。
- 4) 美团和饿了么均取消恶劣天气超时考核。**1 月 27 日，据运营商财经网消息，针对近日国内多地区出现降雪恶劣天气，饿了么和美团两大外卖平台均宣布采取弹性措施，取消骑手超时、差评等考核；同时提供免费午餐、姜汤、热粥等抗寒食物及饮品，为骑手提供歇脚点。美团方面表示，针对这类特殊天气场景，平台提供



了弹性补时、超时剔除和订单补贴，做好对骑手的关怀工作，让骑手更安全安心地送单。

#### 【重点公司跟踪及观点】

**美团：（1）美团外卖九项举措助力西安餐饮业复工复产。**1）商户扶持方面，为疫情期间新上线商户提供三个月免费外卖管家服务，实现线下到线上经营的快速切换；启动千万元商家扶持资金，助力新老商户渡过疫情难关；2）外卖配送方面，美团在核心写字楼、小区、学校、医院等区域陆续分批投放外卖柜，提供“无接触配送”服务。**（2）美团闪购试点前置仓新业态，推闪店仓做 24 小时线上便利店。**近期，美团闪购上线了针对日用百货及快消品类的创新前置仓电商项目——“闪店仓”，闪店仓已开设了 500 个左右前置仓，并专门为此架构了新的商家中台系统——百川系统。目前美团闪店仓主要分布在一二线城市，据美团闪购，计划在 2022 年覆盖更多城市。闪店仓是基于中小商家的生态平台布局。通过业态创新、配送网络等基础设施支撑，降低了中小商家做即时零售的门槛。

## 13. 其他科技公司

#### 【重点公司跟踪及观点】

**视源股份 公司公告程晓娜女士因个人原因自 2022 年 1 月 21 日起辞去公司副总经理、董事会秘书职务，辞职后不再担任公司任何职务，辞职报告已生效。**

**交互平板市场景气度超预期，希沃和 Maxhub 持续领军。**根据 DISCIEN 数据，21Q1 国内教育交互大屏出货量约 19.6 万台，同比增速为 119%，相较 19Q1 的增速为 38%；根据洛图科技数据，21Q1 国内会议平板出货量为 13.4 万台，同比增速为 192%。竞争格局方面，根据洛图科技数据，21Q1 教育平板格局较为稳定，希沃国内教育液晶白板出货量份额达 47%，继续稳居第一；21Q1maxhub 国内出货量份额约 19%，仍位于第一。

**希沃完善产品矩阵，营销端发力线下推广。**希沃以教育交互大屏为切入点，不断完善软硬件产品矩阵，从教室、教师、教学，到校园文化建设维度，希沃组建了四个平台：1）基础教学保障平台；2）三个课堂应用管理平台；3）教师发展创新平台；校园文化展示平台。21 年希沃加大了线下推广，已在全国 28 个城市举行了地推巡展，并且针对性的推广了面向幼教、高校、职教和教培等蓝海市场的专用产品方案，预计 21 年将贡献可观收入增量。教育平板海外市场普及率低，市场潜力巨大。

**Maxhub 品牌定位升级，配套软件进展影响场景衍生速度。**Maxhub 品牌定位从“智能会议平台”升级为“智慧协同平台”，旨在解决三大办公协同痛点（应用独立、账户割裂、数据断层）。我们认为，当前商用平板行业整体渗透率在个位数，行业仍有几年的高速增长红利期，“杀手级”应用落地节奏决定场景衍生速度。

市场担心公司拟定增建厂导致模式变重，我们认为公司意不在下场制造，旨在进军“智能制造”，输出制造标准。我们认为，公司此举主要出于以下三点考量：1）海外客户对于自有可控生产能力的要求较高，该项目的建设有利于进一步开拓海外市场，符合公司在全球市场的产业布局规划；2）向代工厂输出更好的制造标准及流程，打法类似苹果；3）可以吸引更多部件领域专家加盟，给他们提供实战场地。

**激励员工创新，共享企业成长红利。**公司为研发导向型公司，目前骨干员工大多为86-93年，整体员工平均年龄不足30岁，市场担心激励不足导致骨干流失以及缺少人才吸引力；公司近期制定《支持创新创业管理办法》以及发布21年股权激励计划（草案），有的放矢的激发员工创新动力，加强人才吸引力。

## 14. 影视院线票务

### 【本周行业重要事件】

根据猫眼专业版数据，22年春节档（22年1月31日到22年2月5日19时）电影票房约52亿元（含服务费），票房第一为《长津湖之水门桥》（档期票房为19亿元），第二为《这个杀手不太冷静》（档期票房11.4亿元），第三为《奇迹·笨小孩》（档期票房5.6亿元）。

## 15. 出版

### 【本周行业重要事件】

- 1) 据中国传媒出版商报，六部门联合开展冬奥版权保护行动。为做好北京2022年冬奥会和冬残奥会筹办工作，确保各项赛事安全顺利进行，严格保护冬奥会和冬残奥会相关版权，国家版权局与工业和信息化部、公安部、文化和旅游部、国家广播电视总局、国家互联网信息办公室定于1~3月联合开展冬奥版权保护集中行动。1月20日，国家版权局联合中央广播电视总台召开北京2022年冬奥会“版权保护集中行动”暨“版权守护计划”发布会。中宣部版权管理局局长、冬奥会反盗版工作组组长于慈珂在会上介绍了本次集中行动的目标和任务。在集中行动中，将运用行政、刑事等多种手段综合施策、全面治理，集中整治各类非法传播冬奥会和冬残奥会赛事节目及相关活动的行为，严厉打击各类涉冬奥作品的侵权盗版行为。

## 风险提示

**产品表现不及预期风险：**内容消费类产品是非标准化的产品，是否能获得用户青睐具有一定的不确定性，如果内容产品表现不及预期将对行业景气度产生不利影响。

**宏观经济进一步下行风险：**广告行业周期性较强，若宏观经济进一步下行，对广告行业景气度有不利影响。

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	<a href="mailto:chentao1@swhy.com">chentao1@swhy.com</a>
华东 B 组	谢文霓	18930809211	<a href="mailto:xiewenni@swhy.com">xiewenni@swhy.com</a>
华北组	李丹	010-66500631	<a href="mailto:lidan4@swhy.com">lidan4@swhy.com</a>
华南组	陈左茜	0755-23832751	<a href="mailto:chenzuoxi@swhy.com">chenzuoxi@swhy.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。