

# 传媒互联网2022年中期策略报告：对比7大赛道，下半年首推本地生活

2022年5月24日

看好/维持

传媒

行业报告

分析师	石伟晶 电话：021-25102907 邮箱：shi_wj@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480518080001
分析师	辛迪 电话：010-66554029 邮箱：xindi@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521070008

## 投资摘要：

**政策拐点或已显现，传媒互联网行业估值处于底部区间。**2021年以来，监管政策成为压制互联网行业的主要因素之一，行业估值持续下行。反垄断、用户数据保护、未成年人保护等多领域政策出台，有利于创造公平的企业竞争环境、营造风清气正的网络环境以及稳定的网络安全环境，助力互联网行业真正健康增长。我们认为，经历2021年开始的政策严监管后，行业监管和企业自律之间相互促进，一方面，随着各方面监管逐步常态化，监管边界逐渐清晰，另一方面，传媒互联网企业也在努力调整自身业务等以适应监管要求和方向，发生超预期监管事件概率进一步降低，因此“政策底”基本确认。2022年以来政策暖风频吹，我们认为政策拐点或已显现，同时行业估值基本到达两年内的底部水平，政策支持有望助力行业估值提升。

**2022年下半年首推本地生活板块。**我们根据商业模式对传媒互联网板块标的进行分组，分为游戏经济、互联网广告经济、社交经济、本地生活经济、社区经济、直播经济、会员经济。展望2022年下半年，我们首推市场空间广阔与新模式的本地生活经济，关注有望兑现出海逻辑的游戏公司、会员经济与社区经济结合较好的内容平台，具体来看：

**本地生活经济：餐饮连锁化驱动外卖渗透率提升，社区团购进入供应链升级阶段。**食品消费服务与交通服务是本地生活消费领域前两大市场。随着国内餐饮连锁化率的提升，外卖渗透率也将进一步提升；社区团购方面，当前赛道竞争格局优化，行业发展进入供应链升级阶段，美团社区团购正在精细打磨供应链能力；此外，受疫情持续性影响，国内住宿预订、交通出行、餐饮到店等相关实体门店经营受到较大影响，若当前国内疫情得到有效控制，行业景气度预计下半年逐渐恢复。

**游戏经济：头部公司加速布局海外，有望兑现出海逻辑。**随着游戏人口趋近于饱和，叠加2021年同期高基数、830防沉迷新政策以及2021年8月以来版号停发的影响，国内游戏市场增长趋缓国内收入增速放缓。中国游戏出海市场景气度高于国内市场，当前国内政策对于游戏行业监管较为严格，国内主流游戏厂商放眼海外市场，找寻新的增长空间。腾讯控股、三七互娱等头部游戏公司海外收入占比逐步提升，其他游戏厂商也加速布局海外市场，关注有望兑现出海逻辑的游戏公司。

**会员经济：收入增速放缓，PUGC平台优势显著，具备多重提升空间。**2021年，会员经济板块上市公司整体营收达到367.5亿元，同比增长18.8%。按内容平台属性划分，PGC平台2021年总营收277.4亿元，同比增长9.6%；而PUGC平台2021年总营收90.1亿元，同比增长60.5%。我们认为，从平台用户数量、付费率、ARPU值等角度，会员经济仍有较大发展空间。PUGC平台和头部PGC平台相比总体流量水平、付费率等仍有较大差距，当前各大音频平台、视频行业二梯队依靠联合会员、促销等方式进行会员拉新，平台流量和付费率保持快速增长，仍有较大提升空间。而头部视频平台等虽然会员总数增长缓慢，但依靠提价等措施，也保证了会员收入的持续增长。

**社区经济：持续商业化，亏损有望缩窄。**社区型互联网公司的变现模式包括直播、广告、订阅、游戏、电商等。2021年，社区板块营收1211亿元，同比增长39.3%；调整后净利润为-272.8亿元，亏损持续扩大。当前，板块用户增速进一步下滑，社区平台通过扩大销售费用、加速内容破圈带动用户破圈以及通过IoT、第三方渠道等多举措获取流量。我们认为，部分社区经济公司费用率有望随着各平台由推广获取用户向多种留存模式探索而得到控制，从而进一步控制亏损。

**社交经济：年轻用户基数持续扩大，社交赛道有望迎来新产品。**我们关注到社交经济领域出现新变化：1) 在移动办公平台领域，钉钉崛起成为微信及企业微信强劲对手。但由于我们认为，钉钉的应用场景是工作，其核心价值是提升 T0B 企业工作效率，而不是促进用户间互动交流，因此钉钉并不是社交平台；2) 在陌生人异性社交领域，主打年轻人群体的 Soul、积目成为国内新势力；3) 社交出海领域，以赤子城科技、Yalla 公司为代表的中国互联网企业取得突破。我们认为，当前微信和 QQ 两款产品已经较为成熟，在熟人社交领域竞争优势稳固，而在陌生人社交领域，随着年轻用户规模越来越大，仍然有新的机会出现。Soul、积目、TT 语音等产品的出现，填补了微信、QQ 等产品在陌生人兴趣社交方面的不足，其兴起或会侵蚀微信和 QQ 现有用户，国内社交格局有望松动。

**互联网广告经济：电商平台广告收入稳定性较高，2022 年内容平台增速或将下滑。**自 2021 年四季度起，受教育及游戏等行业监管影响，相关行业广告主减少投放，互联网广告板块增速开始下滑。2022 年以来，在疫情防控压力下，宏观经济受到一定影响，导致电商平台商家以及中小广告主、品牌厂商再度减少投放。我们预计，若国内疫情能购得到及时管控以及国家对实体经济的支持政策取得效果，下半年互联网广告板块有望随宏观经济景气度上升而逐步恢复。

**直播经济：增速持续放缓，监管政策愈加严格，相关公司直播业务受到一定影响。**2021 年，直播板块收入 1069 亿元，同比增长 3.5%；根据艾媒数据中心统计，2021 直播用户规模约 6.35 亿人，同比增长 8.2%。2022 年 5 月，从保护未成年人角度，中央文明办、文化和旅游部、国家广播电视总局、国家互联网信息办公室等部门联合发布《关于规范网络直播打赏加强未成年人保护的意见》，文件内容对直播打赏模式提出了详细严格的工作举措，对“连麦 PK”等创新形式进行了限制，我们预计，抖音、快手等公司的直播业务或将受到一定影响。

#### 投资建议：

2022 年以来政策暖风频吹，我们认为政策拐点或已显现，同时行业估值基本到达两年内的底部水平，传媒互联网行业具备配置价值。

然而，当前疫情情况以及宏观经济等仍存不确定性因素，头部互联网公司也围绕降本增效、由追求高速增长向追求高质量增长转变，我们建议围绕后疫情时代行业复苏节奏，甄选高景气度赛道进行布局，展望 2022 年下半年，我们首推市场空间广阔与新模式并行的本地生活经济，关注有望兑现出海逻辑的游戏公司、会员经济与社区经济结合较好的内容平台。

**风险提示：**国内宏观经济下行压力加大、游戏公司海外拓展不及预期、陌生人赛道及直播监管政策趋严、本地生活需求疲软、社区公司为获取用户加大销售推广投入、会员数增长不及预期。

#### 行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
美团-W	-2.54	-0.31	1.05	2.71	-	-	129	50	6.4	强烈推荐
腾讯控股	12.78	14.23	19.21	20.82	22	20	15	14	3.3	强烈推荐
快手-W	-4.43	-0.72	1.07	1.94	-	-	57	32	4.9	强烈推荐
芒果超媒	1.17	1.37	1.71	2.07	32	27	22	18	4.1	强烈推荐
吉比特	20.43	26.56	30.66	35.41	15	12	10	9	5.0	强烈推荐
分众传媒	0.42	0.35	0.46	0.56	13	16	12	10	4.3	强烈推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 目 录

1. 政策拐点已现，传媒互联网行业估值处于底部区间 .....	5
2. 本地生活经济：餐饮连锁化驱动外卖渗透率提升，社区团购进入供应链升级阶段 .....	6
3. 游戏经济：头部公司加速布局海外，出海市场景气度高于国内市场 .....	10
4. 会员经济：收入增速放缓，PUGC 平台优势显著 .....	13
5. 社区经济：持续商业化，亏损有望缩窄 .....	15
6. 社交经济：年轻用户基数持续扩大，社交赛道有望迎来新产品 .....	16
7. 互联网广告经济：电商平台广告收入稳定性较高，2022 年内容平台增速或将下滑 .....	21
8. 直播经济：增速持续放缓，监管政策愈加严格 .....	22
9. 投资建议 .....	24
10. 风险提示 .....	24
相关报告汇总 .....	25

## 插图目录

图 1：2022 年 1-4 月各细分板块涨跌幅情况 (%) .....	5
图 2：2020 年 8 月至今传媒（申万）和恒生科技 PE（TTM）情况 .....	6
图 3：2016-2021E 中国本地生活市场规模（按交易额计） .....	7
图 4：国内餐饮业消费规模及外卖市占率 .....	7
图 5：美团外卖 GTV 及市占率 .....	7
图 6：美团外卖商业模式 .....	8
图 7：2018-2021 年美团平台上连锁品牌门店占比 .....	9
图 8：2020 年美团平台上各线城市的连锁品牌门店占比 .....	9
图 9：2019Q1-2021Q4 美团平台交易用户数 .....	9
图 10：2017-2021 携程集团收入构成（亿元） .....	10
图 11：美团到店、酒店及旅游业务收入（亿元） .....	10
图 12：中国移动游戏用户规模（百万） .....	11
图 13：中国移动游戏 ARPU 值（元） .....	11
图 14：中国游戏市场实际销售收入（亿元） .....	11
图 15：中国自主研发游戏海外市场实际销售收入（亿元） .....	11
图 16：腾讯海外游戏收入及占比（亿元） .....	12
图 17：三七互娱海外游戏收入及占比（亿元） .....	12
图 18：完美世界海外收入及占游戏营收比重（亿元） .....	13
图 19：吉比特海外游戏收入及占比（亿元） .....	13
图 20：会员经济板块收入及增速（亿元） .....	14
图 21：PGC 和 PUGC 会员经济收入情况（亿元） .....	14
图 22：PGC 代表平台付费会员数（万） .....	14
图 23：PUGC 代表平台付费会员数（万） .....	14
图 24：PGC 代表平台付费会员数（万） .....	15

图 25: PUGC 代表平台付费会员数 (万)	15
图 26: 社区经济板块营收及增速 (亿元)	15
图 27: 社区经济板块调整后净利润 (亿元)	15
图 28: 社区板块公司用户增速平均值	16
图 29: 社区经济板块销售费用 (亿元)	16
图 30: 当下国内社交平台分类	17
图 31: 2020.6-2021.5 钉钉 App 月活用户	18
图 32: 2020.6-2021.5 钉钉 App 月人均单日使用时长	18
图 33: “网生代”互联网用户规模及占比 (千万)	19
图 34: 2021.6-2022.5 陌生人异性社交产品探探、积目、Soul 在社交免费榜排名	19
图 35: 2020-2021.12 赤子城科技产品矩阵月活	20
图 36: 2020-2021 赤子城科技收入构成	20
图 37: 2020Q1-2021Q4 Yalla 公司产品矩阵月活	21
图 38: 2019-2021 Yalla 公司收入构成	21
图 39: 互联网板块收入及增速 (亿元)	22
图 40: 分众传媒分季度收入及增速 (亿元)	22
图 41: 电商及内容平台广告收入占比	22
图 42: 电商及内容平台广告收入及增速 (亿元)	22
图 43: 2017-2021 年直播经济板块收入规模	23
图 44: 2016-2022E 国内直播行业用户规模	23

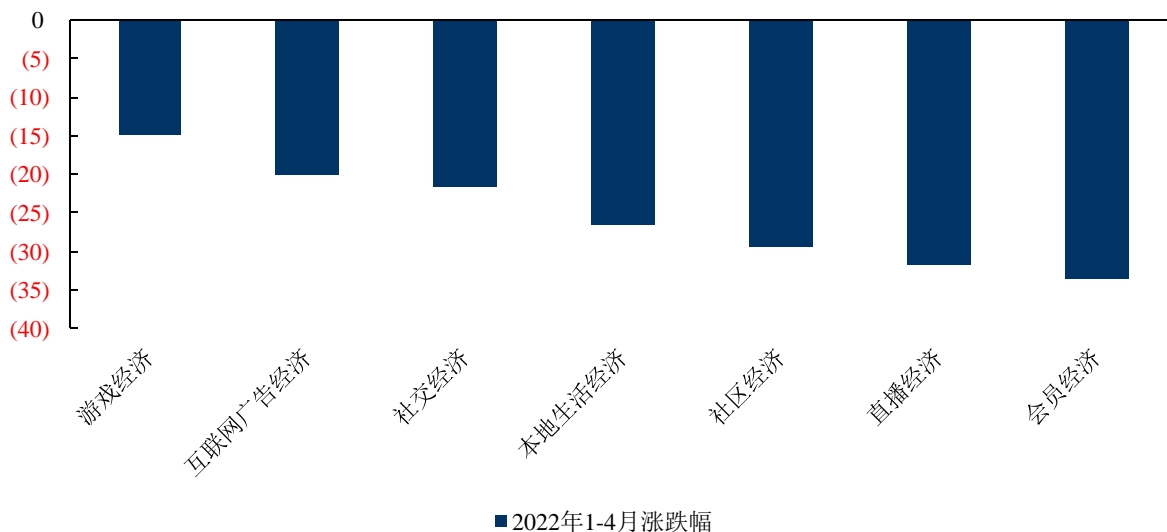
## 表格目录

表 1: 代表性社交产品社交功能分析 (部分)	17
表 2: 2020 年至今国家相关部分针对网络直播行业发布的部分政策文件	23

## 1. 政策拐点已现，传媒互联网行业估值处于底部区间

监管政策、宏观经济、流动性、地缘政治等因素影响下，传媒互联网板块持续下跌。2022 年 1-4 月，申万传媒指数下跌 30.04%，恒生科技指数下跌 21.15%，纳斯达克中国科技股指数下跌 28.07%。我们根据商业模式对传媒互联网板块标的进行分组，可以看到游戏经济板块跌幅较小，而会员经济、直播经济板块跌幅较大，超过 30%。

图1：2022 年 1-4 月各细分板块涨跌幅情况（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

政策变量是 2021 年以来压制互联网行业估值的主要因素。2021 年以来，监管政策成为压制互联网行业的主要因素之一，行业估值持续下行。具体来讲：

**1) 反垄断：**2020 年 11 月，市场监管总局发布《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》，反垄断监管拉开序幕，一年多以来，经过对典型案例的监管处置以及相关法律法规的不断完善，目前步入常态化监管阶段。我们认为，反垄断监管有三重意义：第一，有助于创造公平的竞争环境，促进平台间的互联互通；第二，有助于促进行业真正健康增长，价格战、烧钱获取增长等模式将难以为继，防止资本无序扩张；第三，在国内用户红利逐渐见顶的当下，提升竞争效率，防止行业内卷，驱动互联网公司积极拥抱出海、产业互联网等，找寻新蓝海，助力实体经济；

**2) 用户数据保护：**《中华人民共和国个人信息保护法》于 2021 年 11 月 1 日起正式施行，至此，《个人信息保护法》与《网络安全法》和《数据安全法》共同成为构建中国数据主权、数据安全、网络安全和个人信息保护法律框架的三大支柱。用户数据保护相关政策中短期内或数字营销/内容产业产生一定影响，如部分广告或内容推送精准度下降等，长期有助于行业向优质内容回归；

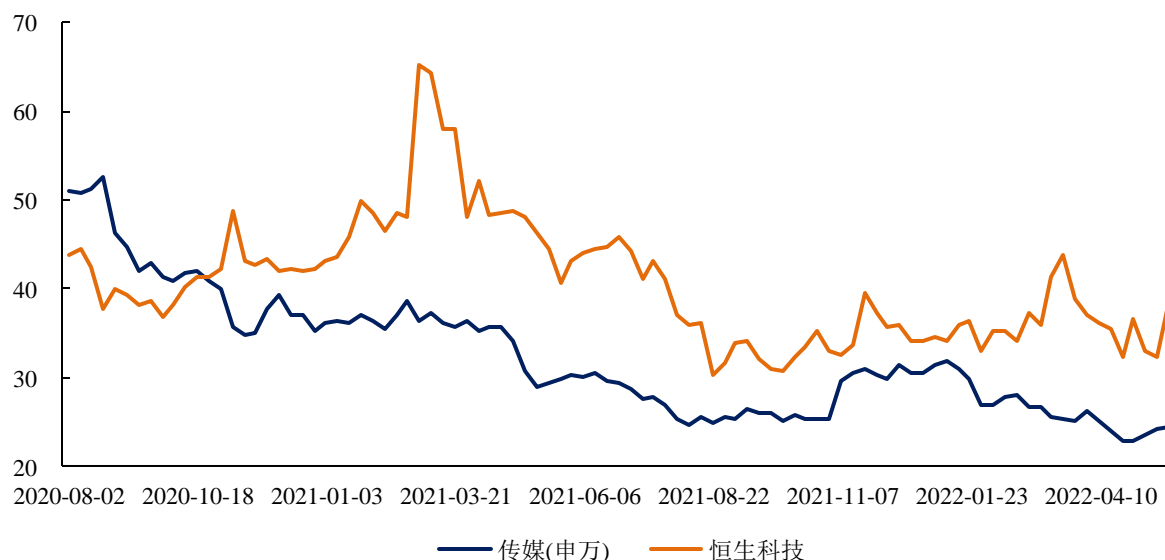
**3) 未成年人保护：**未成年人保护是近几年监管政策的关注重点，当前政策主要涉及网络游戏及直播领域，在游戏领域，未成年人保护相关措施以及版号停发、版号数量缩减等政策短期内影响相关公司收入，但长期有助于行业聚焦于优质内容，有利于行业良性发展；在直播领域，一是明确禁止未成年人参与直播打赏，二



是对一些直播内容进行限制，如“按打赏金额排名”、“连麦PK”及“PK惩罚”等，有利于营造风清气正的网络空间。

近来我们观察到政策拐点或已显现，当前传媒互联网行业估值处于底部区间。2022年以来，政策暖风频吹：3月16日，金融委专题会议提出“关于平台经济治理，有关部门要按照市场化、法治化、国际化的方针完善既定方案，坚持稳中求进”；4月29日，中共中央政治局会议指出“要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施”；5月17日在京召开“推动数字经济持续健康发展”专题协商会上，国务院副总理刘鹤指出“支持平台经济、民营经济持续健康发展”。我们认为，经历2021年开始的政策严监管后，行业监管和企业自律之间相互促进，一方面，随着各方面监管逐步常态化，监管边界逐渐清晰，另一方面，传媒互联网企业也在努力调整自身业务等以适应监管要求和方向，发生超预期监管事件概率进一步降低，因此“政策底”基本确认。同时行业估值基本到达两年内的底部水平，政策支持有望助力行业估值提升。

图2：2020年8月至今传媒（申万）和恒生科技 PE（TTM）情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

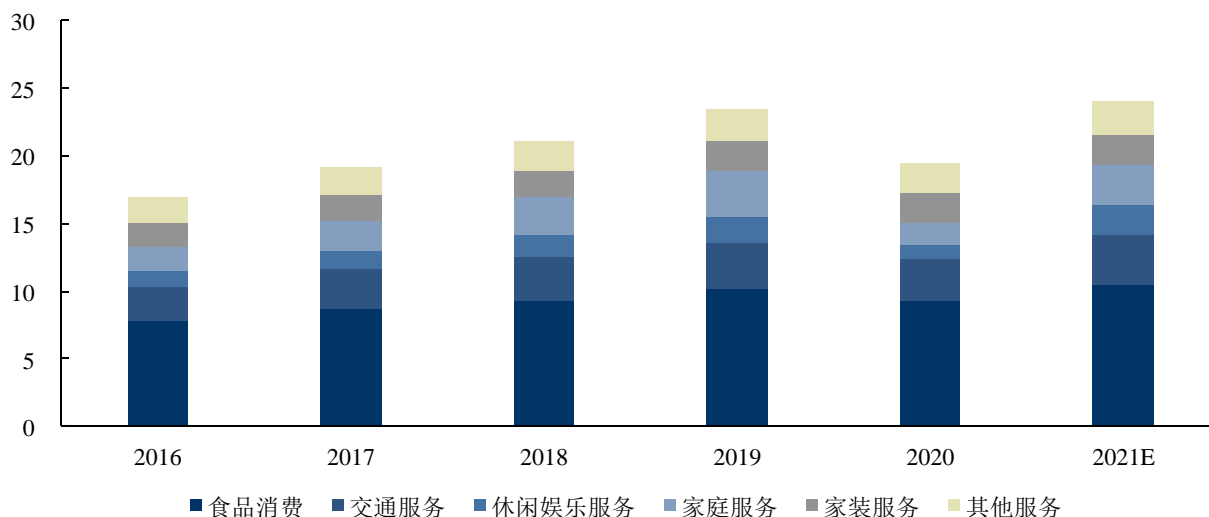
展望2022年下半年，我们首推市场空间广阔与新模式的本地生活经济，关注有望兑现出海逻辑的游戏公司、会员经济与社区经济结合较好的内容平台。

## 2. 本地生活经济：餐饮连锁化驱动外卖渗透率提升，社区团购进入供应链升级阶段

食品消费服务与交通服务是本地生活消费领域前两大市场。根据艾瑞咨询的数据，2020年本地生活服务消费19.5万亿元，在线渗透率达到24.3%，包括食品消费服务、交通服务、休闲娱乐服务、家庭服务、家装服务和其他服务。

注：本地服务包括食品消费服务、交通服务、休闲娱乐服务、家庭服务、家装服务和其他服务。其中：1) 食品消费服务包括餐饮外卖、到店餐饮和食品零售；2) 交通服务包括市内交通，如公交车和地铁、出租车、租车、租车服务、拼车、共享单车和共享电动车，以及城际交通服务，如购买机票，火车票和长途汽车票；3) 休闲娱乐服务包括度假套餐、KTV 俱乐部、电影票购买和现场娱乐服务；4) 其他服务包括美容、婚礼、亲子服务、洗衣和汽车维修等。

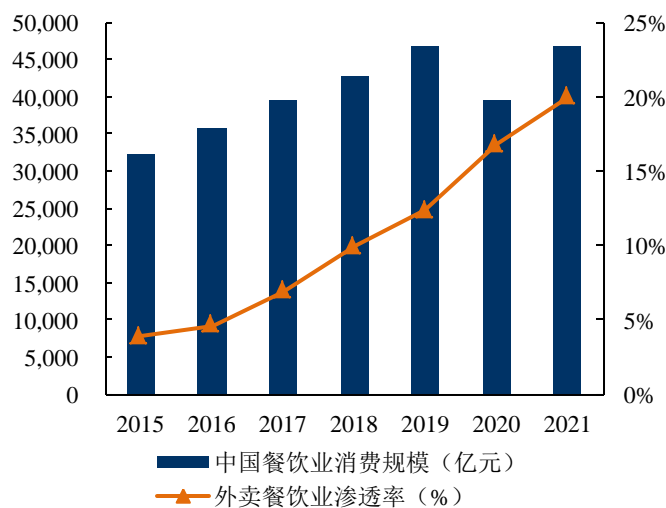
图3：2016-2021E 中国本地生活市场规模（按交易额计）



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

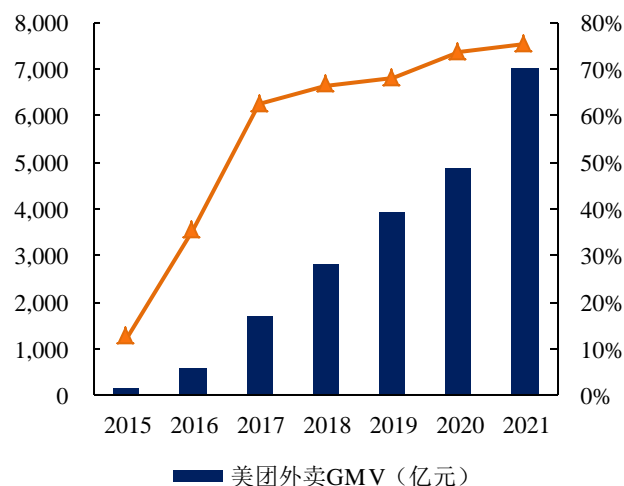
外卖餐饮渗透率持续提升，美团外卖市占率超过 70%。根据国家统计局及中国营养学会网络餐饮营养协作中心数据,2021 年国内餐饮业消费规模约 4.69 万亿,餐饮外卖市场交易规模约 9340 亿元,线上渗透率约 19.9%; 其中美团外卖 7021 亿元, 市占率约 75.2%。

图4：国内餐饮业消费规模及外卖市占率



资料来源：国家统计局，中国营养学会网络餐饮营养协作中心，东兴证券研究所

图5：美团外卖 GTV 及市占率



资料来源：美团年报，东兴证券研究所

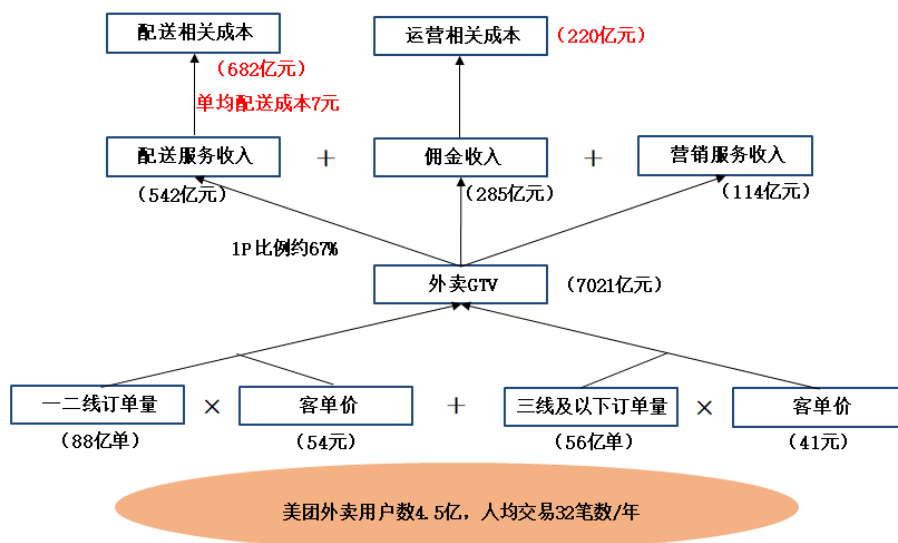
餐饮外卖商业模式具有高频、多收入来源、重人力、重运营等特点。拆解美团外卖商业模式：

1) 交易端，2021 年美团外卖订单量 143.68 亿单，其中三线及以下城市订单量约 56 亿单，占比约 39%；我们预计，外卖的高频属性有助于三线及以下城市用户点外卖消费习惯的养成，低线城市对外卖市场的贡献占比将持续提升；

2) 收入端，2021 年美团外卖收入 963 亿元，其中配送服务收入 542 亿元，佣金收入 285 亿元，营销服务收入 114 亿元，其他收入 21 亿元；配送服务收入与美团外卖订单数、1p 比例以及单均收入呈正相关，当下 1p 比例以及单均收入较为稳定；佣金收入与外卖 GTV 及抽佣率呈正相关，2021 年美团外卖抽佣率约 4.1%，预计短期较难提升；营销服务收入与收录品牌及连锁商家数相关性较高，具有较大增长空间；

3) 成本端，2021 年美团外卖总成本 902 亿元，其中配送相关成本 682 亿元，运营相关成本 220 亿元；可以看到外卖商业模式具有重人力、重运营特点。因此，算法优化及设备升级、运力与其他业务协同、无人化配送是提升骑手配送效率的三个举措，也是外卖业务毛利率提升的关键。

图6：美团外卖商业模式

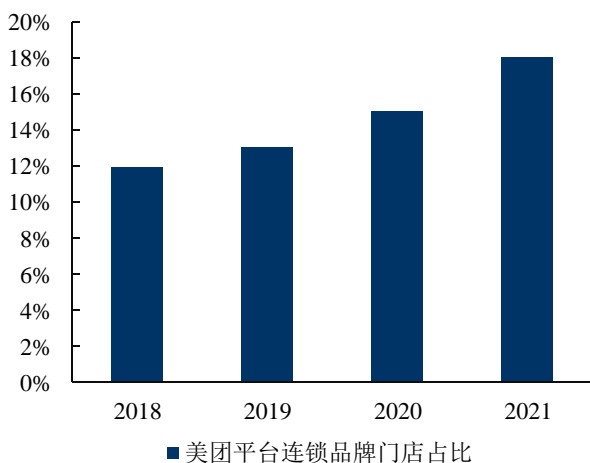


资料来源：美团年报，东兴证券研究所

餐饮连锁化率提升是美团外卖业务发展的根本驱动力。美团平台收录的餐饮商家是外卖产业链的上游，与平台是“鱼与水”的关系，而连锁品牌门店提供的食品具有品质保证、食品安全等优势，更能吸引用户在平台订餐。据欧睿国际数据统计，2019 年美国餐饮业连锁化率 54.3%，而美团平台上连锁品牌门店占比 18%，其中一线城市为 22%，五线城市仅为 11%。可以看到，国内的餐饮连锁化率仍然具有较大提升空间，随着连锁化率的提升，外卖渗透率也将进一步提升。

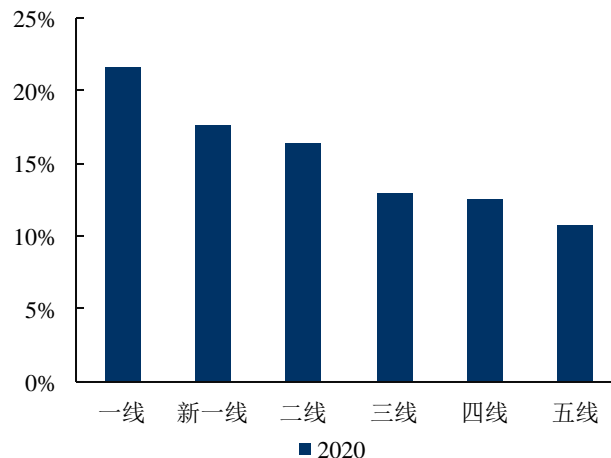


图7：2018-2021 年美团平台上连锁品牌门店占比



资料来源：美团研究院，东兴证券研究所

图8：2020 年美团平台上各线城市的连锁品牌门店占比

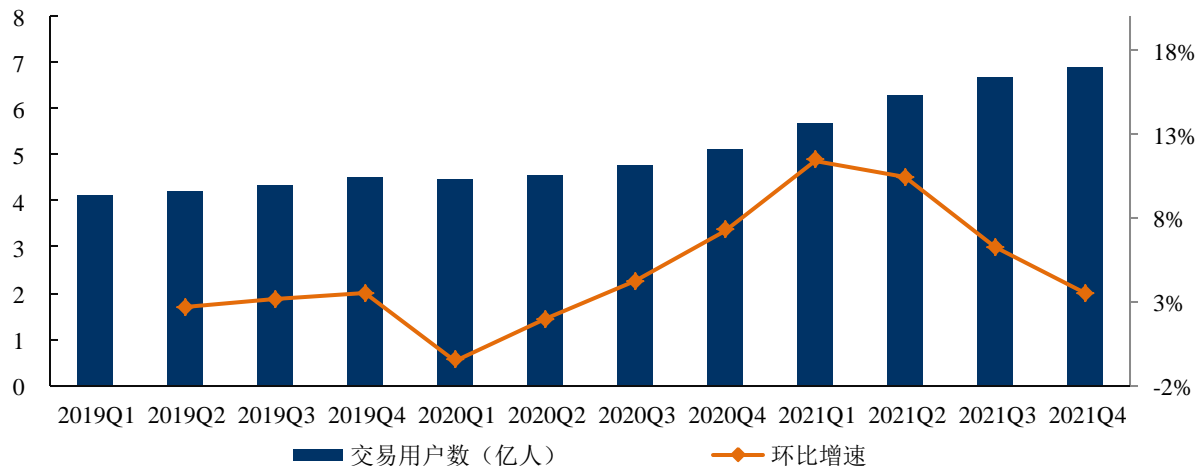


资料来源：美团研究院，东兴证券研究所

**社区团购赛道竞争格局优化，行业发展进入供应链升级阶段。**2021 年，社区团购平台同程生活、食享会、十荟团、橙心优选等公司掉队，行业竞争格局优化，美团优选、多多买菜处于第一梯队；淘菜菜、兴盛居于第二梯队。我们认为，社区电商行业发展分为三个阶段。第一阶段为流量获取阶段，即培养用户心智，这一阶段货品的主要竞争力在于“省”，通过打造超高性价比爆品、积累用户，同时团购降低履约成本，即传统的社区团购阶段；第二阶段为由社区团购向社区电商转型，通过供应链升级，SKU 快速上升，在“省”的基础上，货品向“多”及“好”升级，建立用户粘性、拓宽护城河；第三阶段，重构供应链，升级商业模式，对传统的社区零售行业进行更完全的数字化改造。

**美团社区团购精细打磨供应链能力。**美团优选采用“中心仓+网格站+自提点”三级仓配网络，美团优选中心仓大多是采用租赁自营模式，截至 2021 年底，美团优选在全国建有 90 多个中心仓，总面积超 100 万平米，能够深入农村末端，为全国 2600 多个区县提供稳定的次日达服务。配送时效上，据 ZAKER，美团优选当前次日 11 点前履约率 70%，16 点前 100%，缺货率低于 0.6%，错配率低于 1%，消费者购物体验较好。

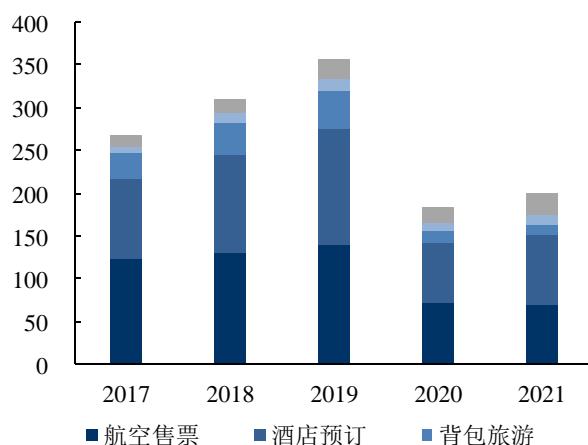
图9：2019Q1-2021Q4 美团平台交易用户数



资料来源：美团年报，东兴证券研究所

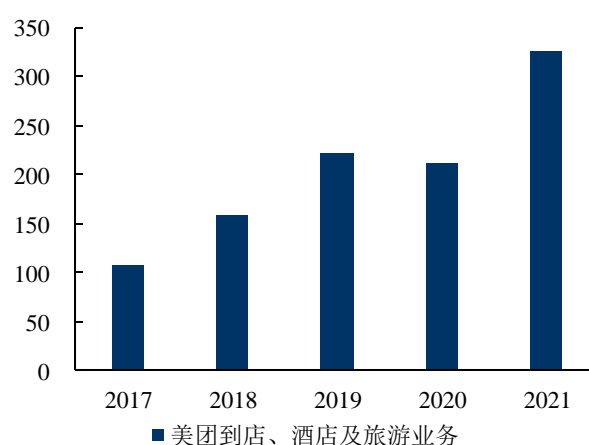
国内疫情持续性超预期对住宿预订、交通出行、餐饮到店等行业将影响较长时间。携程集团是国内头部在线旅行平台，提供住宿预订、交通订票、旅游度假及商旅管理服务以及其他旅行相关服务。2021年，公司营业收入200亿元，其中航空售票69亿元、酒店预订81亿元、背包旅游11亿元；相比疫情前2019年营收规模，均有显著下降；2021年，美团到店、酒店及旅游业务收入325亿元，同比增长53.1%，相比疫情爆发的2020年，营收实现快速增长。我们认为，受疫情持续性影响，国内住宿预订、交通出行、餐饮到店等相关实体门店经营受到较大影响，若当前国内疫情得到有效控制，行业景气度预计下半年逐渐恢复。

图10：2017-2021 携程集团收入构成（亿元）



资料来源：携程集团年报，东兴证券研究所

图11：美团到店、酒店及旅游业务收入（亿元）



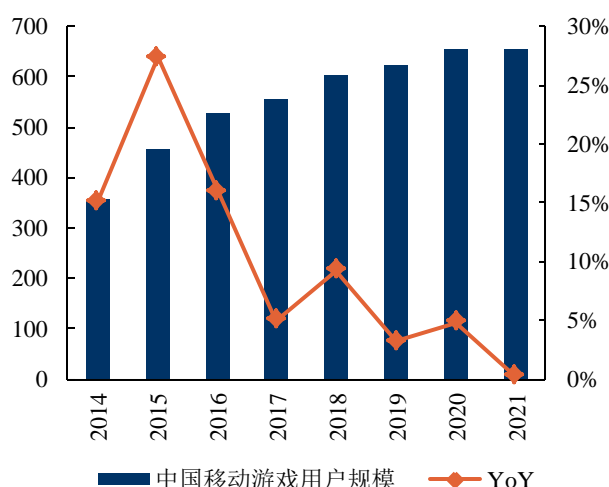
资料来源：美团年报，东兴证券研究所

### 3. 游戏经济：头部公司加速布局海外，出海市场景气度高于国内市场

随着游戏人口趋近于饱和，国内收入增速放缓。2021年，中国移动游戏用户规模6.56亿人，增速进一步下滑至0.23%，国内游戏市场人口红利趋于饱和。同时，叠加2021年同期高基数、830防沉迷新政策以及2021年8月以来版号停发的影响，国内游戏市场增长趋缓：2021年，中国游戏市场实际销售收入2965.13亿元，同比增长6.16%；2022年Q1，中国游戏市场实际销售收入797.74亿元，增速进一步下滑至3.17%，中国移动游戏市场实际销售收入604.32亿元，同比增长2.72%。

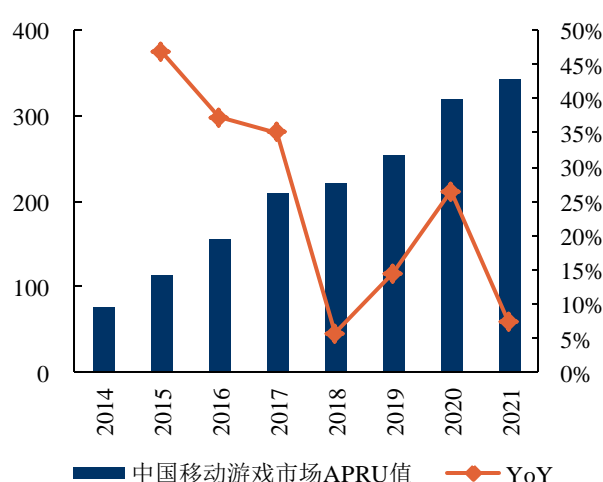
中国游戏出海市场景气度高于国内市场。当前国内政策对于游戏行业监管较为严格，国内主流游戏厂商放眼海外市场，找寻新的增长空间。中国游戏出海市场景气度高于国内市场，伽马数据报告显示，2021年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入达到180.13亿美元，同比增长16.59%，2022年Q1，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入为45.54亿美元，同比增长12.06%。

图12：中国移动游戏用户规模（百万）



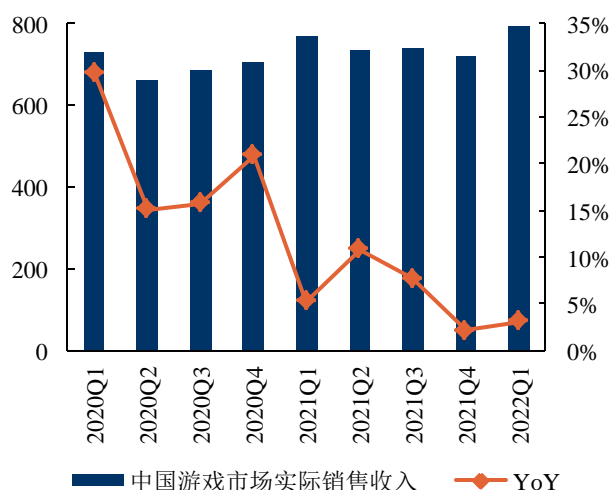
资料来源：伽马数据，东兴证券研究所

图13：中国移动游戏 ARPU 值（元）



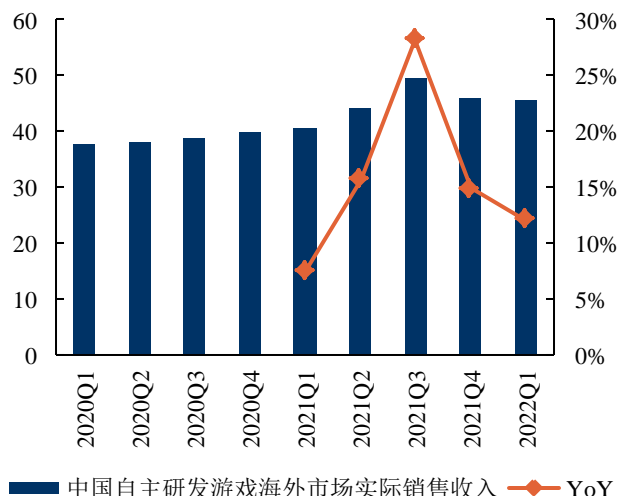
资料来源：伽马数据，东兴证券研究所

图14：中国游戏市场实际销售收入（亿元）



资料来源：伽马数据，东兴证券研究所

图15：中国自主研发游戏海外市场实际销售收入（亿元）



资料来源：伽马数据，东兴证券研究所

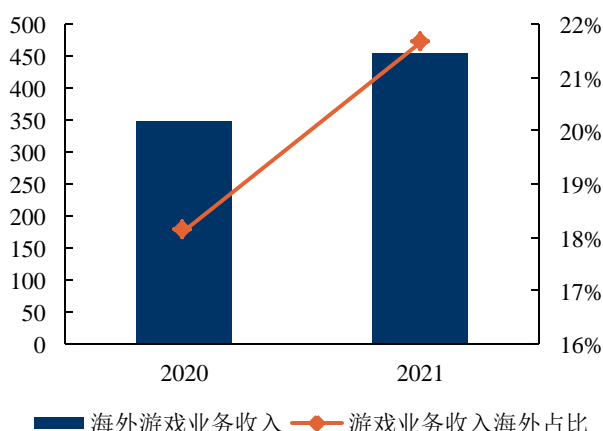
头部游戏公司海外收入占比逐步提升，关注有望兑现出海逻辑的游戏公司。国内上市公司层面，2021 年头部游戏公司海外收入占比逐步提升，具体来看：

- 腾讯控股：**2021 年，由于《PUBG Mobile》《Valorant》《荒野乱斗》及《部落冲突》等游戏表现强劲，腾讯国际市场游戏收入 455 亿元，同比增长 31%，占公司游戏收入比重提升至 21.66%。腾讯游戏强劲的出海表现源自其在游戏研运、IP 运营、电竞运营等方面强大的综合实力：国际手游方面，按日活数排名前十位的手游中，其中五款由腾讯开发及运营；电竞方面，《英雄联盟》全球总决赛创下 7400 万同时在线观看人数新高；IP 运营方面，《英雄联盟》的动画《双城之战》上映一周后登上 Netflix 英语电视节目观看时长排行榜榜首。据 Level Infinite 官网，公司海外储备项目包括《Metal: Hellsinger（重金属：

地狱歌手)》《SYNCED: Off-Planet (重生边缘)》《幻塔》(代理)、《Don't Starve: NewHome (饥荒: 新家园)》等。

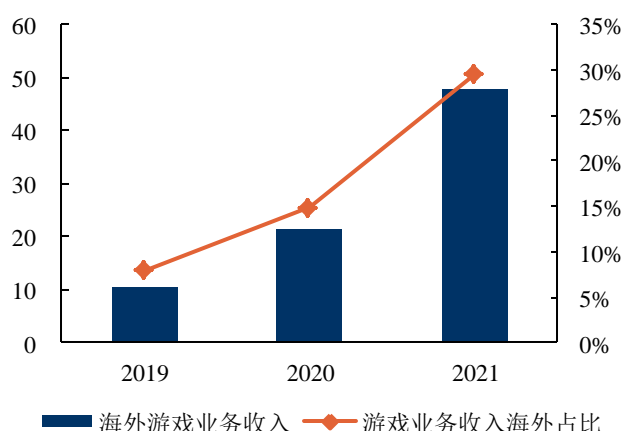
- **三七互娱**：公司自 2012 年开始布局海外市场，形成了较为成熟的本地化买量打法+发行策略，出海业务已成为公司业绩增长驱动力：2021 年公司海外业务营业收入 47.77 亿元，同比增长 122.94%，占营收比重达到 29.46%。其中现象级手游《Puzzles & Survival》累计流水超过 25 亿元(截至 2021 年 12 月)，跻身 Sensor Tower 2021 年全球手游收入增长榜第 4 名。2022 年，公司海外产品储备充足，包括《斗罗大陆：魂师对决》(将陆续上线越泰、日韩及欧美市场)、《三国：英雄的荣光》(2022Q1 已上线)、《Ant Legion》(2022Q1 已上线)、《空之要塞·启航》等十余款。

图 16：腾讯海外游戏收入及占比（亿元）



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图 17：三七互娱海外游戏收入及占比（亿元）

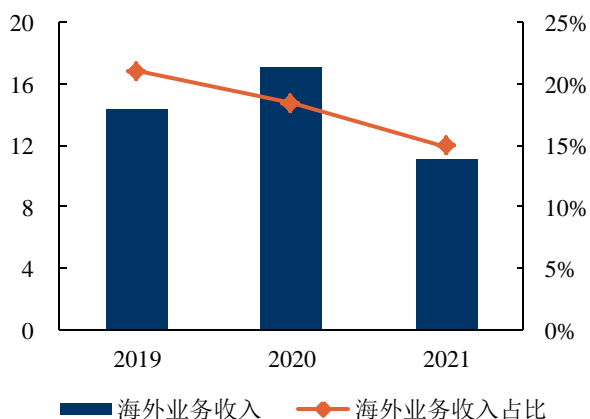


资料来源：公司年报，东兴证券研究所

- **网易**：出海战略上，公司凭借自研产品深耕日本市场，通过国际化 IP 产品布局全球。自 2015 年以来，公司已在全球市场推出 50 多款手游，据招股书，2019 年，网易在线游戏业务海外收入占比达到 11%。其中，手游《荒野行动》自 2017 年在日本推出以来一直备受欢迎，2021 年多次夺得日本区 iOS 畅销榜榜首，《第五人格》(2018 年推出)及《明日之后》(2019 年推出)也于 2021 年多次登上日本 iOS 畅销榜榜单。此外，公司凭借国际化 IP 产品扩展海外业务覆盖区域，《漫威超级战争》《星战前夜：无烬星河》《漫威对决》《The Lord of the Rings: Rise to War》等作品帮助公司扩大了海外影响力。
- **完美世界**：公司海外游戏业务“国内产品出海+海外本地化发展”双维度发力，国内产品出海方面，《梦幻新诛仙》手游于 2022 年 3 月 17 日同步上线海外市场。此外，《幻塔》手游已在海外多地开启测试，预计年内正式上线海外市场。2021 年，公司海外业务收入 11.1 亿元，占游戏业务收入的 14.92%。我们认为，随着公司海外游戏业务布局逐渐清晰，本地化发行团队调整完毕以及立足于全球发行品类的游戏产品陆续上线，游戏出海有望推动公司业绩稳健增长。
- **吉比特**：公司积极拓展海外业务，从移植国内成熟上线产品做起，已初步打开了海外市场。公司已上线海外项目运营稳定，包括《最强蜗牛(港澳台版)》《地下城堡(海外版)》《地下城堡 2(海外版)》《Fury Survivor(末日希望)》(累计注册用户数量超 520 万)等。2021 年，公司在海外成功发行了《鬼谷八荒(PC 版)》《Elona(伊洛纳)》《EZ Knight(呆萌骑士)》《一念逍遥(港澳台版)》等产品。2021 年，公司海外游戏业务营收 1.4 亿元，占营收比重 3.0%。未来公司将加大海外市场投入，除个别储备的 IP

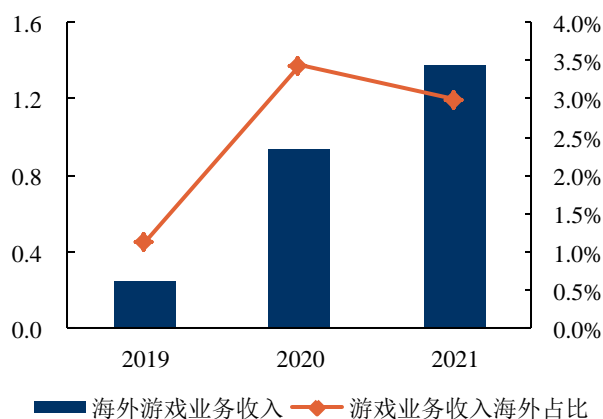
向产品外，其余自研产品均须定位海外市场才可立项，并且公司将持续吸纳对海外文化有较深见解的优秀制作人及发行团队，快速布局海外市场。当前，公司海外产品储备包括《一念逍遥（海外版）》《Shop Heroes Legends（商店传说）》《地下城堡 3（海外版）》《奇葩战斗家（海外版）》《王国传承（海外版）》等。

图18：完美世界海外收入及占游戏营收比重（亿元）



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图19：吉比特海外游戏收入及占比（亿元）



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

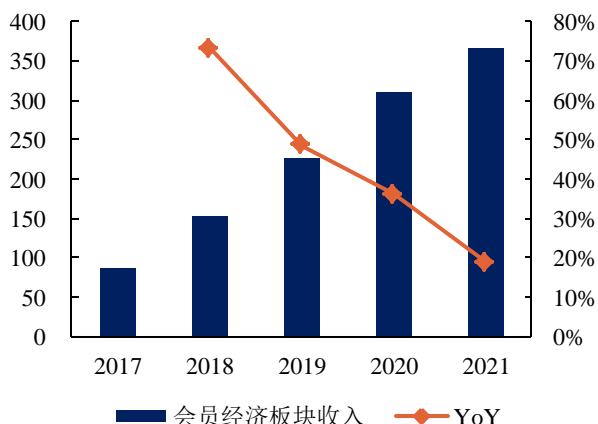
## 4. 会员经济：收入增速放缓，PUGC 平台优势显著

会员经济板块收入增速放缓，PUGC 平台优势显著。2021 年，会员经济板块上市公司整体营收达到 367.5 亿元，同比增长 18.8%。按内容平台属性划分，PGC 平台 2021 年总营收 277.4 亿元，同比增长 9.6%；而 PUGC 平台 2021 年总营收 90.1 亿元，同比增长 60.5%。

注：我报告整理了 7 家互联网公司的会员订阅收入作为会员经济板块进行分析，其中：PGC 会员经济公司为腾讯音乐、爱奇艺、芒果超媒；PUGC 会员经济公司为网易云音乐、喜马拉雅、哔哩哔哩（2017、2018、2021 年大会员收入为估算）、知乎。

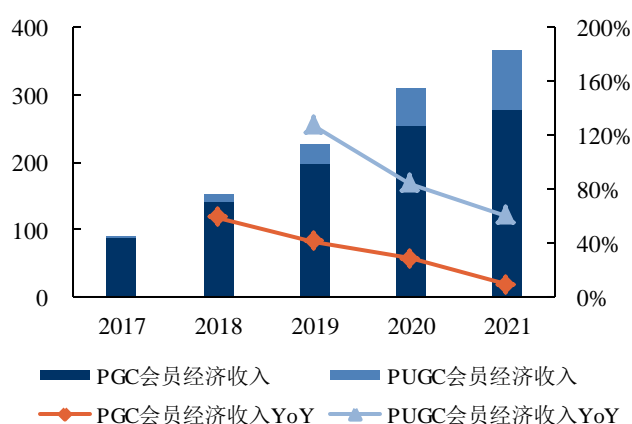


图20：会员经济板块收入及增速（亿元）



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

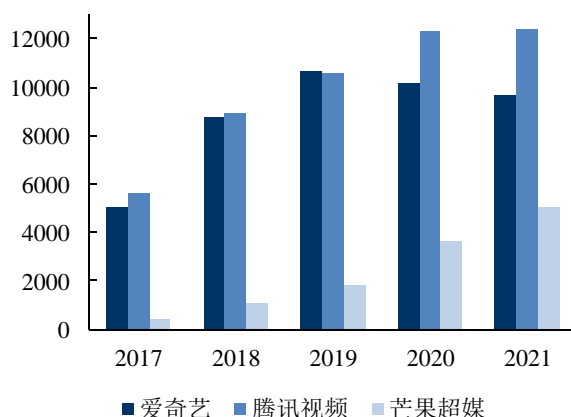
图21：PGC和PUGC会员经济收入情况（亿元）



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

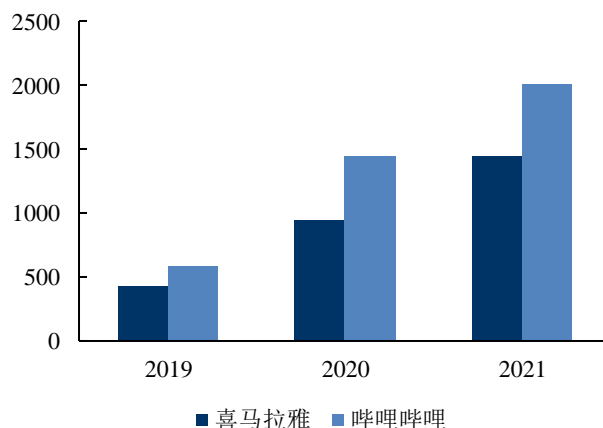
用户付费能力、内容生产体系、以及用户获取成本是国内会员经济能否跑通的三大重要因素。可以看到，国内为知识付费以及优质内容付费的人群持续扩大；在内容生产方面，平台主要采取自制、分成模式与买断模式；相比PGC，UGC/PUGC模式具有流量优势。在PGC模式下，芒果超媒凭借强大的内容自制能力，持续追赶爱奇艺、腾讯视频等长视频平台；而在UGC/PUGC模式下，喜马拉雅、知乎具有社区属性，采用分成内容生产模式，其会员渗透率有望超过长视频平台。

图22：PGC代表平台付费会员数（万）



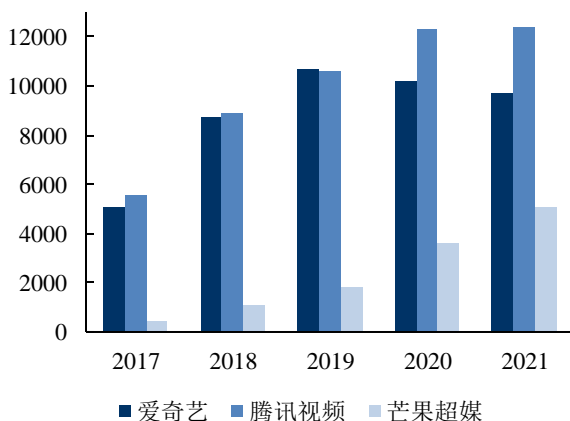
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图23：PUGC代表平台付费会员数（万）

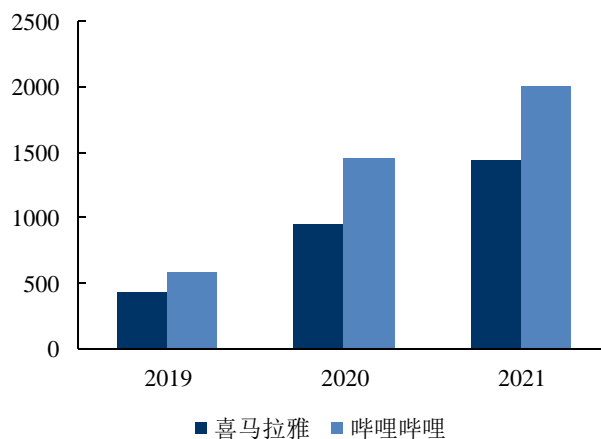


资料来源：公司年报，东兴证券研究所

从平台用户数量、付费率、ARPU值等角度，会员经济仍有较大发展空间。我们认为，PUGC平台和头部PGC相比总体流量水平、付费率等仍有较大差距，当前各大音频平台、视频行业二梯队依靠联合会员、促销等方式进行会员拉新，平台流量和付费率保持快速增长，仍有较大提升空间。而头部视频平台等虽然会员总数增长缓慢，但依靠提价等措施，也保证了会员收入的持续增长。

**图24：PGC 代表平台付费会员数（万）**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

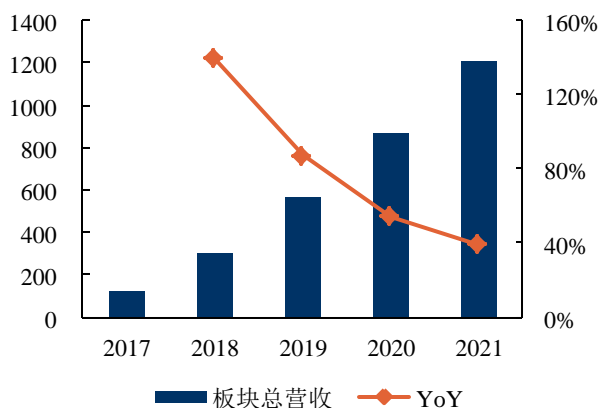
**图25：PUGC 代表平台付费会员数（万）**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

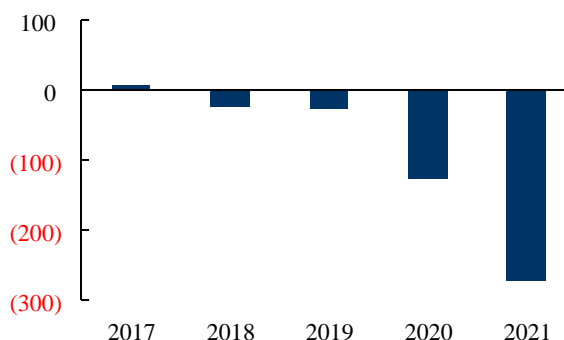
## 5. 社区经济：持续商业化，亏损有望缩窄

**2021 年，社区经济持续商业化，但亏损持续扩大。**社区型互联网公司的变现模式包括直播、广告、订阅、游戏、电商等。2021 年，社区板块营收 1211 亿元，同比增长 39.3%；调整后净亏损为 272.8 亿元，亏损持续扩大。

注：报告整理了 8 家互联网公司作为会员经济板块进行分析，分别为：快手、哔哩哔哩、心动公司、喜马拉雅、荔枝、TT 语音、网易云音乐、知乎。

**图26：社区经济板块营收及增速（亿元）**


资料来源：公司年报，东兴证券研究所

**图27：社区经济板块调整后净利润（亿元）**


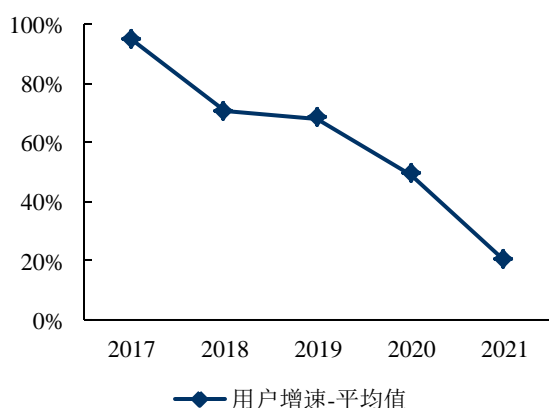
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

**板块用户增速进一步下滑，社区平台多举措获取流量。**社区类产品需要大量积累流量，但流量获取瓶颈逐步显现：2021 年，社区板块公司用户增速平均值进一步下滑至 20%。为此，社区类公司投入大量销售费用进

行获客，2021年，社区板块销售费用率进一步上升至46.1%，其中知乎、荔枝FM等平台销售费用同比增长率超过100%。此外，部分社区公司通过加速内容破圈带动用户破圈，如哔哩哔哩和小红书；其他社区平台通过IoT、第三方渠道等获取流量，如喜马拉雅。

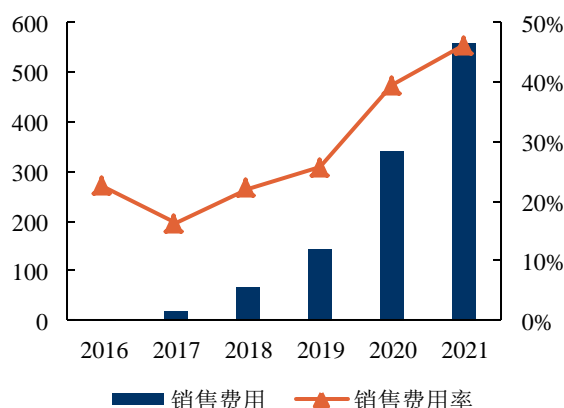
社区平台亏损有望随费用端优化而缩窄。2021年社区经济板块公司调整后净亏损同比增速有所放缓。我们认为，部分社区经济公司费用率有望随着各平台由推广获取用户向多种留存模式探索而得到控制，如快手2021年Q4销售费用为102.3亿元，环比下降7.1%。同时，2022年以来，快手、哔哩哔哩、知乎等公司对一些非核心业务线进行调整和人员优化，从追求收入规模向追求高质量发展转变。

图28：社区板块公司用户增速平均值



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图29：社区经济板块销售费用（亿元）



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

## 6. 社交经济：年轻用户基数持续扩大，社交赛道有望迎来新产品

社交网络平台基础特征为用户互动。一般来说，根据用户在线下关系链的亲疏，社交网络平台可以分为熟人社交和陌生人社交。熟人社交可以定义为用户与线上好友在线下已经建立社会关系，社交平台成为维系关系的工具；陌生人社交则可以定义为用户基于一定的相同的条件（如：教育背景、地理位置、工作背景、兴趣爱好等）拓展形成的线上社交关系，社交平台是用户拓展关系链并维系关系的工具；二者的基本特征均为用户之间存在广泛的互动。因此，部分单向用户关系为主的社交平台，例如以明星、名人、大V主导的微博平台，普通用户与名人大V之间的信息流向更多的是单向模式，严格来说并不属于社交平台，一般称为社区；而同样凭借名人破圈的Clubhouse则通过聊天房模式使得普通用户与名人产生高频的互动性，则可称为社交平台。

图30：当下国内社交平台分类



资料来源：Mob 研究院，东兴证券研究所

解构国内代表性社交产品，社交网络的建立涉及四个维度：建立链接、互动、自我呈现和平台内容。

(1) 建立链接，提供有效的好友添加路径。相较于 QQ 只能通过账号精确查找和包括在线状态、性别年龄等模糊查找添加好友，51 空间的真人视频认证和交友模块推荐提升了交友效率，而人人网和开心网则通过教育背景、工作背景等条件作为陌生人好友添加方式。

(2) 为用户提供便利的互动方式。相较于最原始的评论和留言功能，51 空间的给照片打分、人人网的转发和微信的点赞，不同程度的降低了平台内用户间互动的门槛，开心网独创的社交小游戏在娱乐的同时与好友形成互动，助力平台短时间内获取大量用户。

(3) 降低自我呈现门槛，提升用户参与感。用户自我呈现即一种社交平台内的 UGC 创作，难度上原创>转发，长内容>短内容，阅读门槛亦然。人人网（校内网）吸取国外产品的优点，将日志开创性地变成百余字的状态，大大降低了用户的内容创作门槛，提升了用户的表达欲望。移动互联时代，智能手机大大提升了照片上传的效率，微信朋友圈以照片分享作为切入点，顺应了用户内容生产和消费的趋势。

(4) 丰富平台内容，提升用户在平台停留时间。在自我表达以及互动间隙，用户存在阅读内容消磨碎片化时间的需求。人人网在首页设置“新鲜事”模块，方便用户及时获悉好友动态，开心网开发的“转帖”功能将站外内容以分享机制引入平台，微信公众号吸引大量自媒体在平台内进行优质内容创作。

表1：代表性社交产品社交功能分析（部分）

	上线时间	链接建立方式	自我呈现形式	互动形式	内容
QQ	1999 年 2 月	精确搜索 模糊搜索（昵称、性别、年龄、在线状态、地理位置等） 通过群聊添加	昵称、QQ 秀	聊天	-
QQ 空间	2005 年 4 月	QQ 好友	空间装扮 日志、相册 说说（2009 年 9 月）	留言、评论	-
51 空间	2005 年 8 月	真人视频认证 精确搜索	51 秀、主页装扮 日志、相册	留言、评论 给网友照片打分等	-

		群组添加、系统推荐 模糊搜索（地址位置、交友模 块等）			
人人网	2005 年 12 月	实名制 模糊搜索（学校、姓名等）	状态、日志、相册	评论、转发、站内信	新鲜事
开心网	2008 年 3 月	精确搜索 链接邀请 好友导入（MSN、邮箱等） 模糊搜索（姓名、工作单位、 学校等）	状态、日记、相册	社交游戏 电影及音乐分享 评论	转帖
微信	2011 年 1 月	精确搜索 通过群聊添加	照片、状态、视频 转发分享	聊天 点赞、评论	微信公众号

资料来源：七麦，开心网官网，腾讯网官网，腾讯科技，东兴证券研究所

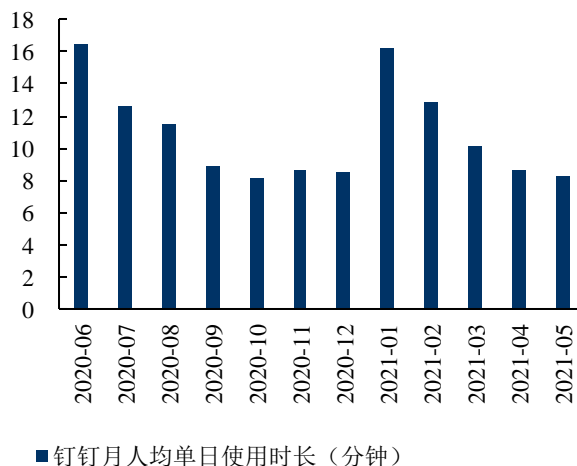
在移动办公平台领域而非社交领域，钉钉崛起成为微信及企业微信强劲对手。根据 QuestMobile 数据，2021 年 5 月，钉钉的月活跃用户数为 1.6 亿；2021 年 10 月，钉钉对外宣布用户数已突破 5 亿，其中拥有包括企业、学校在内的各类组织数超过 1900 万。我们认为，钉钉应用场景是工作，其核心价值是提升 TOB 企业工作效率，而不是促进用户间互动交流。因此，钉钉并不是社交平台，而是移动办公工具。

图31：2020.6-2021.5 钉钉 App 月活用户



资料来源：Questmobile，东兴证券研究所

图32：2020.6-2021.5 钉钉 App 月人均单日使用时长

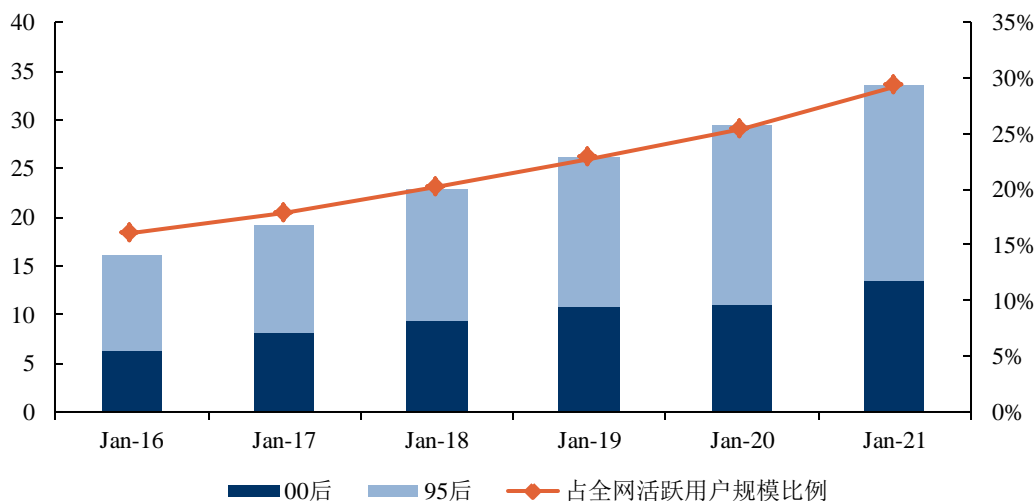


资料来源：Questmobile，东兴证券研究所

“网生代”年轻用户占比近 3 成。“网生代”用户，即 95 后、00 后等伴随互联网成长的数字原住民群体。据 Mob 研究院，2021 年 2 月，“网生代”用户数量达到 3.36 亿，占互联网用户规模比例达到 29.2%。“网生代”用户在线上社交行为上，更为偏好陌生人社交，需要寻求同龄人的认同感，因此更愿意结实同好，这一点无法在“微信”等熟人社交平台上进行满足，因此基于兴趣的陌生人社交有望成为打开网生代社交市场的突破口。如抖音近期开始小范围内测“兴趣匹配”功能，帮助用户认识在同一时间段内观看同一短视频的人，试水基于短视频内容的兴趣社交。



图33：“网生代”互联网用户规模及占比（千万）



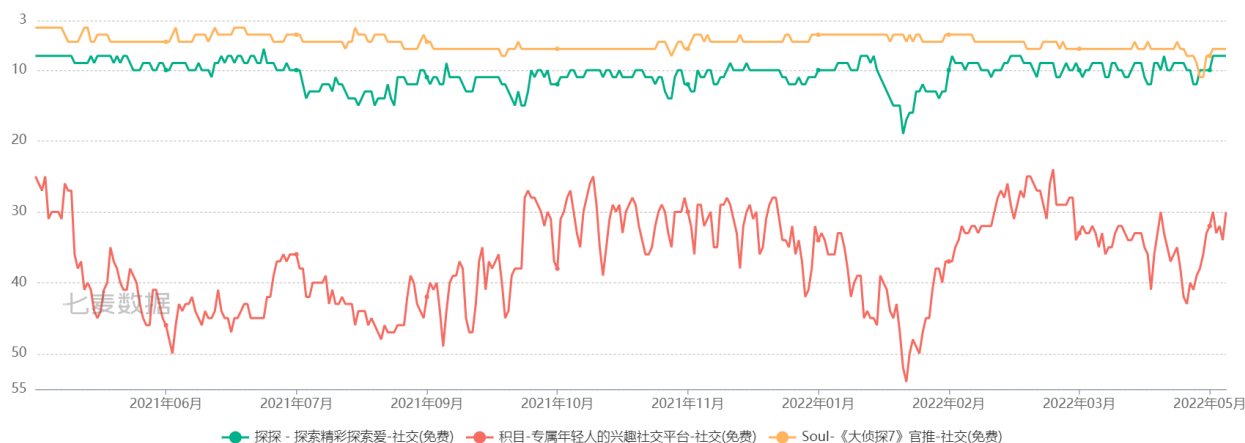
资料来源：Mob 研究院，东兴证券研究所

在陌生人异性社交领域，主打年轻人群体的 **Soul**、**积目**成为国内新势力。在陌生人异性社交赛道，挚文集团旗下陌陌、探探是行业先行者，2021 年主打灵魂社交的 **Soul** 在社交免费榜超过探探，映客集团旗下陌生人社交产品“**积目**”同样成长迅速，月活用户规模由 2019 年被映客收购的几十万增长至 2021 年的数百万。我们认为，**Soul**、**积目**快速成长的原因，主要源于两款产品定位均主打一二线 95 后年轻用户群体。根据 Mob 研究院数据，2021 年 2 月，国内 95 后（18-24 岁）用户规模超过 2 亿，相比 2019 年增加 5000 万人。

（1）根据公司年报显示，2021 年映客集团旗下产品矩阵平均月活 4280 万人，同比增长 17.4%，用户增量主要来自旗下陌生人社交产品“**积目**”。

（2）根据 **Soul** 披露招股书显示（已终止 IPO），2019 年至 2020 年，**Soul** 的平均月活分别为 1150 万和 2080 万；2021 年第一季度 **Soul** 的月活跃用户为 3320 万。

图34：2021.6-2022.5 陌生人异性社交产品探探、积目、Soul 在社交免费榜排名

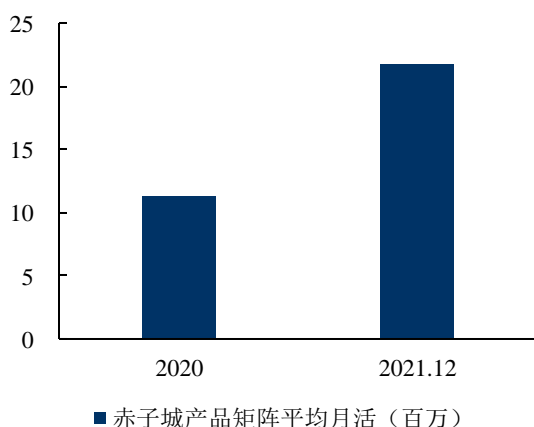


资料来源：七麦，东兴证券研究所

社交出海领域，以赤子城科技、Yalla 公司为代表的中国互联网企业取得突破。

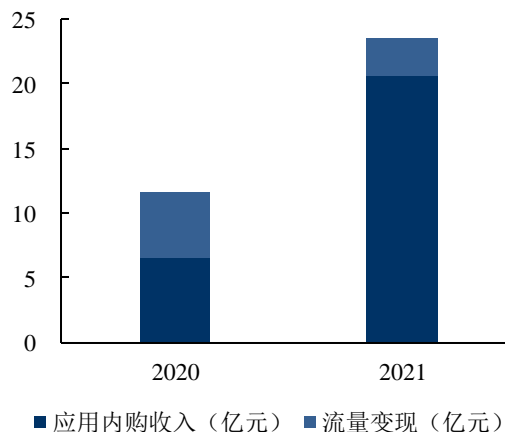
(1) 赤子城科技以 Yumy、MICO、YoHo 为代表的音视频社交产品矩阵，创建了视频匹配、开放式社交、多人语音房等形式多样的音视频社交场景。2021 年初，公司推出心动社交产品 Yumy，产品主打「视频匹配」和「10 秒心动」，使用户获得沉浸式社交体验，一年时间快速积累超过 5000 万全球用户，已进入数十个国家和地区的 Google Play 社交应用下载榜、畅销榜 Top10。截至 2021 年末，公司社交产品累计下载量达 3.44 亿；2021 年 12 月社交产品月活约 2179 万，和 2020 年全年平均月活相比接近翻倍。此外，公司进一步推进精品游戏战略，在运营现有轻度游戏产品的基础上，大力发展中重度游戏品类。2021 年，公司实现收入 23.6 亿元人民币，其中增值服务收入受益于心动社交产品 Yumy 的快速发展，实现收入 20.6 亿元，同比增长 213.7%。

图35：2020-2021.12 赤子城科技产品矩阵月活



资料来源：赤子城科技年报，东兴证券研究所

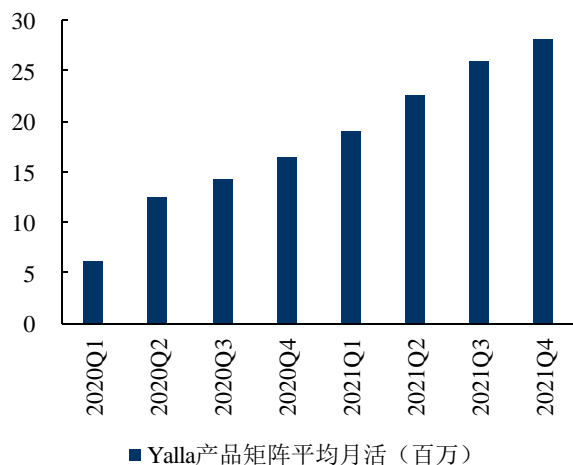
图36：2020-2021 赤子城科技收入构成



资料来源：赤子城科技年报，东兴证券研究所

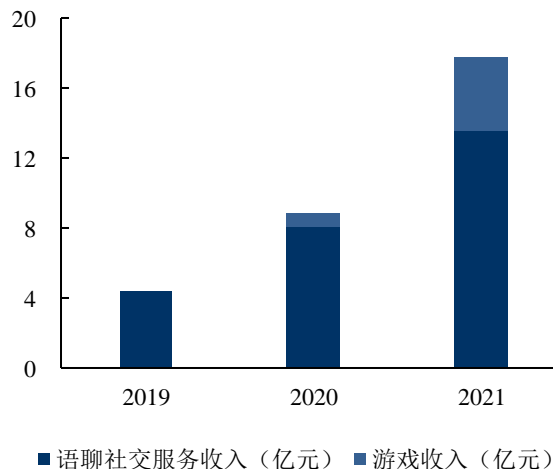
(2) Yalla 公司被行业称为“中东小腾讯”。2016 年 Yalla 公司推出语音社交产品 Yalla，将中东地区传统的 majlis（议会）进行了线上化，2018 年推出休闲游戏 Yalla Ludo，此外公司推出三款针对不同地区的休闲游戏手机应用，分别是为沙特阿拉伯用户设计的纸牌游戏 Yalla Baloot、为土耳其用户设计的棋盘游戏 101 Okey Yalla 和南美版 Yalla Ludo 的 Yalla Parchis。2021 年公司推出专为阿拉伯用户设计的即时消息（IM）产品 YallaChat，此外还推出 metaverse 社交应用程序 WAHA。2021 年，公司实现收入 17.8 亿元人民币，主要来自旗舰移动应用程序 Yalla 和 Yalla Ludo。

图37：2020Q1-2021Q4 Yalla 公司产品矩阵月活



资料来源：Yalla 公司，东兴证券研究所

图38：2019-2021 Yalla 公司收入构成



资料来源：Yalla 公司，东兴证券研究所

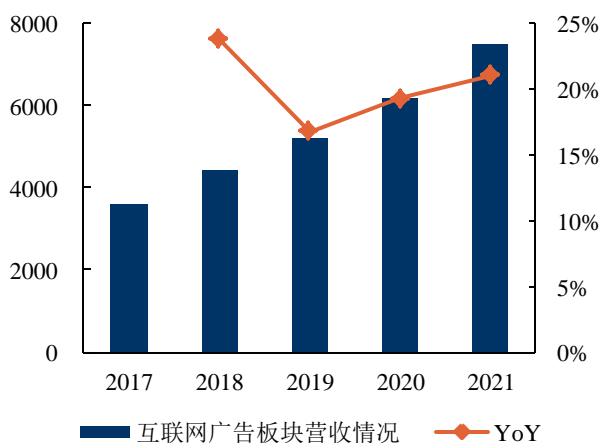
**新兴社交产品兴起，或侵蚀微信/QQ 用户。**据 Quest Mobile，2022 年 1 月，腾讯在移动社交领域总用户量 10.9 亿，渗透率达到 92.1%。我们认为，当前微信和 QQ 两款产品已经较为成熟，在熟人社交领域竞争优势稳固，而在陌生人社交领域，随着年轻用户规模越来越大，仍然有新的机会出现。Soul、积目、TT 语音等产品的出现，填补了微信、QQ 等产品在陌生人兴趣社交方面的不足，其兴起或会侵蚀微信和 QQ 现有用户，国内社交格局有望松动。

## 7. 互联网广告经济：电商平台广告收入稳定性较高，2022 年内容平台增速或将下滑

**互联网广告板块具有强经济周期属性。**2021 年互联网广告板块整体营收达到 7507.7 亿元，同比增长 21.1%，自 2019 年连续两年增速提升。自 2021 年四季度起，受教育及游戏等行业监管影响，相关行业广告主减少投放，互联网广告板块增速开始下滑。2022 年以来，在疫情防控压力下，宏观经济受到一定影响，导致电商平台商家以及中小广告主、品牌厂商再度减少投放。我们预计，若国内疫情能购得到及时管控以及国家对实体经济的支持政策取得效果，下半年互联网广告板块有望随宏观经济景气度上升而逐步恢复。

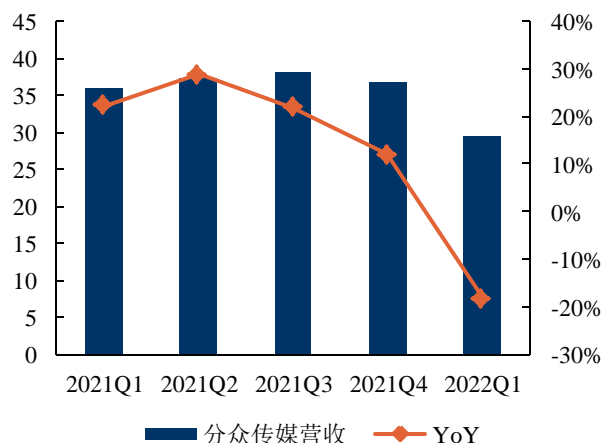
注：我们整理了 12 家互联网上市公司及分众传媒作为广告板块进行分析，12 家互联网公司分别为：1) 电商平台：阿里巴巴、拼多多、京东、唯品会、美团；2) 互联网内容平台：腾讯、百度、小米、微博、快手、爱奇艺、哔哩哔哩。

图39：互联网板块收入及增速（亿元）



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图40：分众传媒分季度收入及增速（亿元）

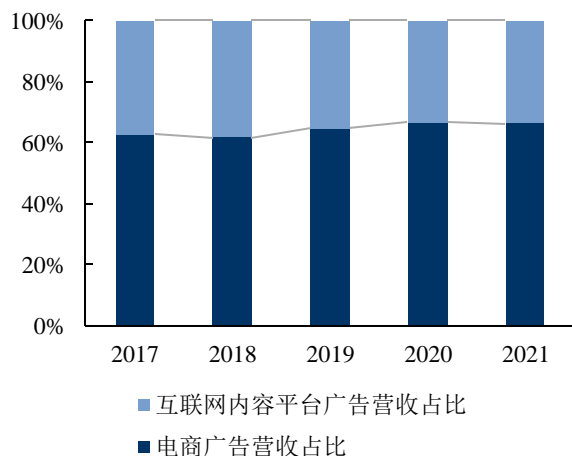


资料来源：公司年报，东兴证券研究所

电商平台广告收入稳定性较高，互联网内容平台广告业务波动性较大。2021年，电商平台广告业务营收4964.24亿元，同比增长20.4%，增速略有下滑但基本维持稳定；互联网内容平台广告营收2453.5亿元，同比增长22.3%，增速进一步上升。从供给端角度，2021年互联网内容平台广告业务增长较快主要由于快手、哔哩哔哩、微博等平台深化广告营销业务布局。2022年，随着互联网内容平台流量增长趋缓，相应广告业务收入增速或将下滑。

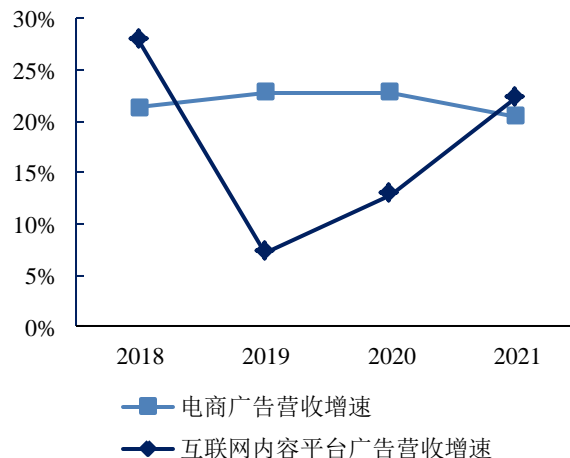
注：2021年，哔哩哔哩广告业务营收45.23亿元，同比增长145.4%；快手广告业务营收426.65亿元，同比增长95.2%；微博广告业务营收126.29亿元，同比增长30.2%。

图41：电商及内容平台广告收入占比



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图42：电商及内容平台广告收入及增速（亿元）



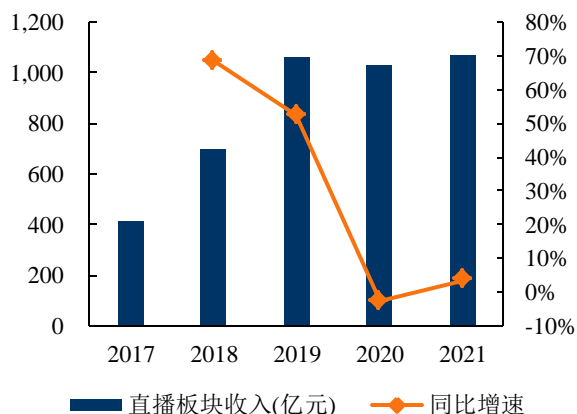
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

## 8. 直播经济：增速持续放缓，监管政策愈加严格

直播板块收入增速放缓，用户规模进入低速增长阶段。2021 年，直播板块收入 1069 亿元，同比增长 3.5%；根据艾媒数据中心统计，2021 直播用户规模约 6.35 亿人，同比增长 8.2%。随着国内直播市场进入成熟阶段，相关互联网直播公司采取的经营策略可以分为两类：快手、腾讯音乐、斗鱼、虎牙直播、哔哩哔哩、网易云音乐等公司将致力于丰富平台内容垂类，提升用户使用体验，从而扩大用户规模以及付费率；另一部分公司则提前进行了转型，如欢聚发时代将国内直播业务出售给百度，专注拓展海外社交直播业务，映客则从单一产品转型为矩阵式产品带动业绩增长的公司，产品覆盖直播、相亲、社交等板块；挚文集团（陌陌）为提高用户留存主动减缓直播货币化率等。

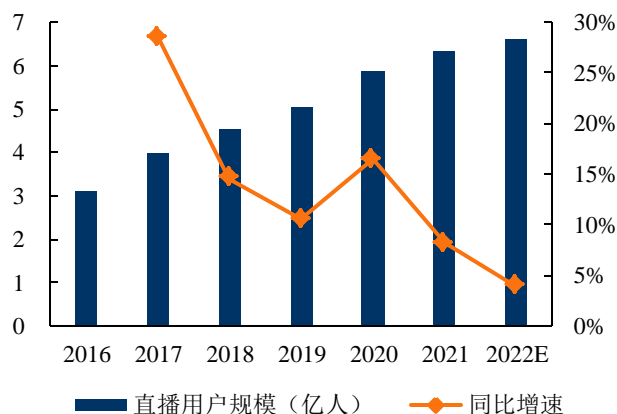
注：报告整理国内 9 家互联网直播公司作为直播板块进行分析，分别为快手、腾讯音乐、欢聚、虎牙直播、斗鱼、挚文集团（陌陌）、哔哩哔哩、映客、网易云音乐。

图43：2017-2021 年直播经济板块收入规模



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图44：2016-2022E 国内直播行业用户规模



资料来源：艾媒数据中心，东兴证券研究所

直播监管愈加严格，相关直播公司或将受到一定影响。2020 年至今，国家广播电视总局逐渐强化对网络直播行业监管。2022 年 5 月，从保护未成年角度，中央文明办、文化和旅游部、国家广播电视总局、国家互联网信息办公室等部门联合发布《关于规范网络直播打赏加强未成年人保护的意见》，文件内容对直播打赏模式提出了详细严格的工作举措。“连麦 PK”作为近几年直播行业创新玩法，受到次数限制。我们预计，抖音、快手等公司的直播业务或将受到一定影响。

表2：2020 年至今国家相关部分针对网络直播行业发布的部分政策文件

发布日期	发布机构	文件名称	摘要内容
2022 年 5 月	中央文明办、文化和旅游部、国家广播电视总局、国家互联网信息办公室	《关于规范网络直播打赏加强未成年人保护的意见》	1) 禁止未成年人参与直播打赏；2) 严控未成年人从事主播；3) 榜单、“礼物”是吸引青少年“围观”互动的重要功能应用。网站平台应在《意见》发布 1 个月内全部取消打赏榜单，禁止以打赏额度为唯一依据对网络主播排名、引流、推荐，禁止以打赏额度为标准对用户进行排名；4) 每日 20 时至 22 时是青少年上网的高峰时段，也是规范网络直播的重要时点。网站平台在每日高峰时段，单个账号直播间“连麦 PK”次数不得超过 2 次，不得设置“PK 惩罚”环节，不得为“PK 惩罚”提供技术实现方式，避免诱导误导未成年人。



2022 年 4 月	国家广播电视总局网络视听节目管理司、中共中央宣传部出版局	《关于加强网络视听节目平台游戏直播管理的通知》	1) 网络影视剧、网络综艺、网络直播、短视频等各类网络视听节目均不得直播未经主管部门批准的网络游戏，不得通过直播间等形式为各类平台的违规游戏内容进行引流；2) 指导督促各游戏直播平台或开展游戏直播的网络平台设立未成年人防沉迷机制、采取有效手段确保“青少年模式”发挥实际效用，禁止未成年人充值打赏，并为未成年人打赏返还建立专门处置通道
2020 年 11 月	国家广播电视总局	《国家广播电视总局关于加强网络秀场直播和电商直播管理的通知》	1) 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；2) 平台不得采取鼓励用户非理性“打赏”的运营策略。

资料来源：国家广播电视总局，东兴证券研究所

## 9. 投资建议

2022 年以来政策暖风频吹，我们认为政策拐点或已显现，同时行业估值基本到达两年内的底部水平，传媒互联网行业具备配置价值。

然而，当前疫情情况以及宏观经济等仍存不确定性因素，头部互联网公司也围绕降本增效、由追求高速增长向追求高质量增长转变，我们建议围绕后疫情时代行业复苏节奏，甄选高景气度赛道进行布局，展望 2022 年下半年，我们首推市场空间广阔与新模式并行的本地生活经济，关注有望兑现出海逻辑的游戏公司、会员经济与社区经济结合较好的内容平台。

## 10. 风险提示

国内宏观经济下行压力加大、游戏公司海外拓展不及预期、陌生人赛道及直播监管政策趋严、本地生活需求疲软、社区公司为获取用户加大销售推广投入、会员数增长不及预期。

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	腾讯控股 2004 年-2022 年复盘：当下股价处于第 5 次震荡期，微信与腾讯云奠定未来成长价值	2022-03-18
公司深度报告	途虎养车：线上线下一体化平台，汽车服务市场新龙头	2022-03-01
公司深度报告	喜马拉雅：IoT 助力流量稳定增长，三轮驱动变现效率加速提升	2022-02-28
公司深度报告	美团系列研究之 1-三维度提升外卖履约效率，降低骑手依赖度	2022-02-19
公司普通报告	中概互联网复盘系列报告之 4-声网 2021 年复盘：“双减政策”影响短期增速，中长期成长性无虞	2022-01-21
公司普通报告	中概互联网复盘系列报告之 3-腾讯控股 2021 年复盘：股价韧性强于市，强监管无碍微信价值	2022-01-18
公司普通报告	中概互联网复盘系列报告之 2-拼多多 2021 年复盘：GMV 增长遭遇挑战，但长期增长模式有望转变	2022-01-13
公司普通报告	中概互联网复盘系列报告之 1-快手 2021 年复盘：危机洗礼后，组织效率提升	2022-01-12
公司普通报告	腾讯 2022 年微信公开课点评：微信生态日益丰满，搜一搜为最大看点	2022-01-14
公司普通报告	腾讯控股：分红事件有望成为公司市场预期转好拐点	2021-12-26
行业深度报告	腾讯系列研究之 7-腾讯专题：微信的本质价值是分发	2021-12-21
行业深度报告	腾讯系列研究之 6- 腾讯专题：2018—2019，为何错过短视频？	2021-11-11
行业深度报告	腾讯系列研究之 5-社交网络专题：抖音、快手是社区还是社交网络？	2021-09-13
行业深度报告	腾讯系列研究之 4-金融科技行业报告：蚂蚁集团支付业务三个维度领先腾讯财付通	2020-09-14
行业深度报告	腾讯系列研究之 3-短视频行业报告：视频号为何能迅速突破“快抖”封锁	2020-08-25
公司深度报告	腾讯系列研究之 2-腾讯控股：微信生态孕育庞大广告市场	2020-06-17
行业深度报告	腾讯系列研究之 1：微信小程序：下一个十年，下一个入口，进入万物互联时代	2018-04-15
行业深度报告	传媒系列报告之 26-小红书：优质 UGC 电商生态，内容、用户、变现多维提升	2021-08-20
行业深度报告	传媒系列报告之 25-数字营销产业：中小厂商如何突围？出海与技术创新是关键	2021-08-04
行业深度报告	传媒系列报告之 24-数字音频产业商业模式之辨：流量、会员、版权	2021-07-15
行业深度报告	传媒系列报告之 23-快手达人播，抖音品牌播，共击十亿增量市场	2021-05-09
行业深度报告	传媒系列报告之 22-长视频行业：TVB 兴衰 50 年对国内长视频平台的启示	2021-04-02
行业深度报告	传媒系列报告之 21-游戏行业：短视频买量渠道崛起，游戏研发商乘势而上	2021-02-04
公司深度报告	传媒系列报告之 20-快手科技：格局确立，电商冲锋	2021-01-21
公司深度报告	传媒系列报告之 19-快手科技：社交筑垒，百亿冲锋	2020-12-19
公司深度报告	传媒系列报告之 18-分众传媒：新模式，新估值	2020-10-29
公司深度报告	传媒系列报告之 17-芒果超媒如何进化？	2020-10-20
行业深度报告	传媒系列报告之 16-金融科技行业报告：蚂蚁集团支付业务三个维度领先腾讯财付通	2020-09-14

报告类型	标题	日期
行业深度报告	传媒系列报告之 15-短视频行业报告：视频号为何能迅速突破“快抖”封锁	2020-08-25
公司深度报告	传媒系列报告之 14-字节跳动：征途是星辰大海，坚守全球化愿景	2020-08-07
公司深度报告	传媒系列报告之 13-中国出版：百年商务印书馆价值几何	2020-07-27
公司深度报告	传媒系列报告之 12-爱奇艺：中国奈飞，盈利不难	2020-07-20
公司深度报告	传媒系列报告之 11-掌阅科技：卡位长音频赛道，稀缺性助推估值	2020-07-02
公司深度报告	传媒系列报告之 10-腾讯控股：微信生态孕育庞大广告市场	2020-06-17
公司深度报告	传媒系列报告之 9-网易游戏：520 产品发布会展现年轻化战略	2020-06-03
行业深度报告	传媒系列报告之 8-网红经济商业模式合集：模式创新驱动 MCN 提升变现规模与效率	2020-05-26
公司深度报告	传媒系列报告之 7-分众传媒：主营走出最难时刻，竞争格局压制估值	2020-05-17
行业深度报告	传媒系列报告之 6-网红经济：渐具马太效应，平台占据优势	2020-05-10
行业深度报告	传媒系列报告之 5-出版产业：互联网催生新业态，新业态带来新活力	2020-05-08
公司深度报告	传媒系列报告之 4-掌阅科技：精细化运营内容与流量，打造第二增长曲线	2020-04-25
行业深度报告	传媒系列报告之 3-中国云游戏商业模式在哪里	2020-02-21
公司深度报告	传媒系列报告之 2-光线传媒：艺术科技结合体，估值对标皮克斯	2019-12-13
行业深度报告	传媒系列报告之 1-电视游戏行业深度报告：旧娱乐，新风尚，大市场	2019-11-26

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师：石伟晶

传媒与互联网行业高级分析师，上海交通大学工学硕士。6 年证券从业经验，2018 年加入东兴证券研究所。2019 年新浪金麒麟传媒行业新锐分析师。以腾讯为核心跟踪内容互联网行业发展趋势，覆盖社区社交、网游、短视频、长视频、直播、音乐及有声书等内容赛道；以美团为核心跟踪生活服务互联网发展趋势，覆盖餐饮外卖、旅游住宿、汽车服务等生活服务赛道。

### 分析师：辛迪

中央财经大学经济统计学硕士，本科毕业于中央财经大学金融数学专业，2019 年加入东兴证券研究所。以腾讯为研究核心，跟踪腾讯各块业务进展及竞争对手情况，覆盖网络社区、短视频、长视频、数字阅读等行业；以美团为核心跟踪生活服务互联网发展趋势，覆盖餐饮外卖、旅游住宿等生活服务赛道。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526