

证券研究报告：行业深度报告  
买入（维持）



## 政策底部或已现，互联网行业有望开启新篇章

证券分析师：张良卫  
执业证书编号：S0600516070001  
联系邮箱：zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理：夏路路  
执业证书编号：S0600121070071  
联系邮箱：xiall@dwzq.com.cn

证券分析师：周良玖  
执业证书编号：S0600517110002  
联系邮箱：zhoulj@dwzq.com.cn

证券分析师：张家琦  
执业证书编号：S0600521070001  
联系邮箱：zhangjiaqi@dwzq.com.cn

研究助理：何逊玥  
执业证书：S0600122030019  
联系邮箱：hexy@dwzq.com.cn

2022年05月03日

- **政策拐点或已现，互联网行业有望开启新篇章。**2022年4月份政治局会议信号明确，行业有望进入常态化监管阶段。相对于此前两次措辞，此次会议措辞更加积极，是自互联网行业监管以来，首次在经济领域最高层级会议上提出要出台支持平台经济规范健康发展的具体措施，我们认为这将极大地稳定投资人对于行业长期发展及建立核心竞争力的信心。为此，我们从三大方面探讨了驱动政策风向转变的可能因子：（1）监管政策在多个领域已取得显著成效；（2）2022年“稳”字当头，资本应发挥其积极作用；（3）数字经济战略地位已历史性提高。我们认为在2022年经济整体承压，且国家对平台经济、资本无序扩张整顿取得一定成效的大背景下，政策转向迹象明显，互联网行业正待开启新篇章。
- **短期建议重点关注龙头企业引领估值修复的机会，长期来看我们建议系统性加大对于传媒互联网板块的配置，重点推荐美团-w、腾讯控股、快手-w、阿里巴巴-sw、哔哩哔哩、京东集团-sw等。**（注：若未特别说明，本文汇率以2022/05/02 当天港币/人民币=0.85，美元/人民币=6.61为准，收盘价、市值取2022/4/29数据。）
  - **美团：政策及疫情改善值得期待，长期增长空间广阔。**公司细分领域龙头地位稳固，未来其增长将持续受益于市场下沉和场景扩充；新零售业务长期具有战略价值，或将为美团打开新的估值想象空间。我们预计2022-2024 年EPS为-1.3/1.7/2.8元，对应2023和2024年 PE 为 84/52X。公司在外卖和到店领域拥有极强的用户粘性，费用投放有望下降，美团优选撤仓行为彰显理性发展思维，区域性发展将有效控制亏损。我们维持公司“买入”评级。
  - **腾讯：估值重返历史底部，配置价值凸显。**估值处于历史低位，安全边际突出。公司具有坚实的业务壁垒，生态强大，视频号和小程序等生态节点变现潜力大，金融科技业务已经展现出明显的业绩弹性。我们维持此前盈利预测，预计2022-2024年公司经调整EPS分别为14.4/16.7/20.1元，对应股价PE分别为22/19/16X。持续看好腾讯强大的生态体系对用户资产的把控，当前腾讯增长引擎切换，货币化能力更强的业务将助力腾讯对用户资产的变现，维持“买入”评级。

- **快手：降本增效成果显著，商业化前景依然乐观。**快手2021年降本增效背景下运营指标依然亮眼，公司效率持续提升。公司已初步证明其在降本提效上的决心和用户资产变现上的不凡潜力，看好公司商业化潜力，我们预计公司2022-2024年经调整EPS为-2.32/-0.07/0.73元，维持公司“买入”评级。
- **阿里巴巴：重压下自我革命，当前具备较大的改善空间&安全边际。**此轮监管公司股价调整幅度较大，当前估值具有较高性价比。基于公司组织结构上的持续优化调整、对新业务大力投入，我们预计公司2022-2024财年经调整EPS为6.2/7.9/9.0元，对应PE 14/11/10X。公司大规模投入虽然影响短期业绩，但是有助于构建长期壁垒，综合考虑公司业务成长、竞争优势与壁垒，我们认为公司当前估值水平具备较强的投资价值，维持公司“买入”评级。
- **哔哩哔哩：游戏业务或将受益于版号重启，看好商业化潜力。**“自研+代理+联运”新业务结构转型，公司游戏业务或将受益于版号重启。效果广告是公司未来广告业务增长重心，此前强监管政策限制互联网广告推荐算法效率；后续政策趋于常态化将为广告业务带来确定性。我们预计 2022-2024年EPS分别为-20.56/-14.37/-4.35元。建议关注广告需求的复苏，以及游戏版号发放对细分行业广告需求的影响，维持“买入”评级。
- **京东：持续拓展下沉市场，品类结构改善推动业绩增长。**零售业务扩品类成效显著，日用百货品类占比提升将成为零售业务业绩主要驱动力；同时常态化监管也将助力商家及品牌数健康增长。我们预计2022-2024 年经调整EPS为6.5/10.3/15.2元，对应 PE 为35/22/15X。持续看好公司品类扩充拉升1p业务业绩，提升3p业务佣金率；同时常态化监管也将助力商家及品牌数健康增长，我们维持公司“买入”评级。

■ **风险提示：**市场监管风险；互联网平台新业务亏损风险；疫情扩散超预期风险；细分领域竞争风险



## ■ 一、政策拐点或已现，互联网行业有望开启新篇章

---

## ■ 二、重点标的推荐：美团、腾讯、快手、阿里巴巴、哔哩哔哩、京东

---

## ■ 三、投资建议

---

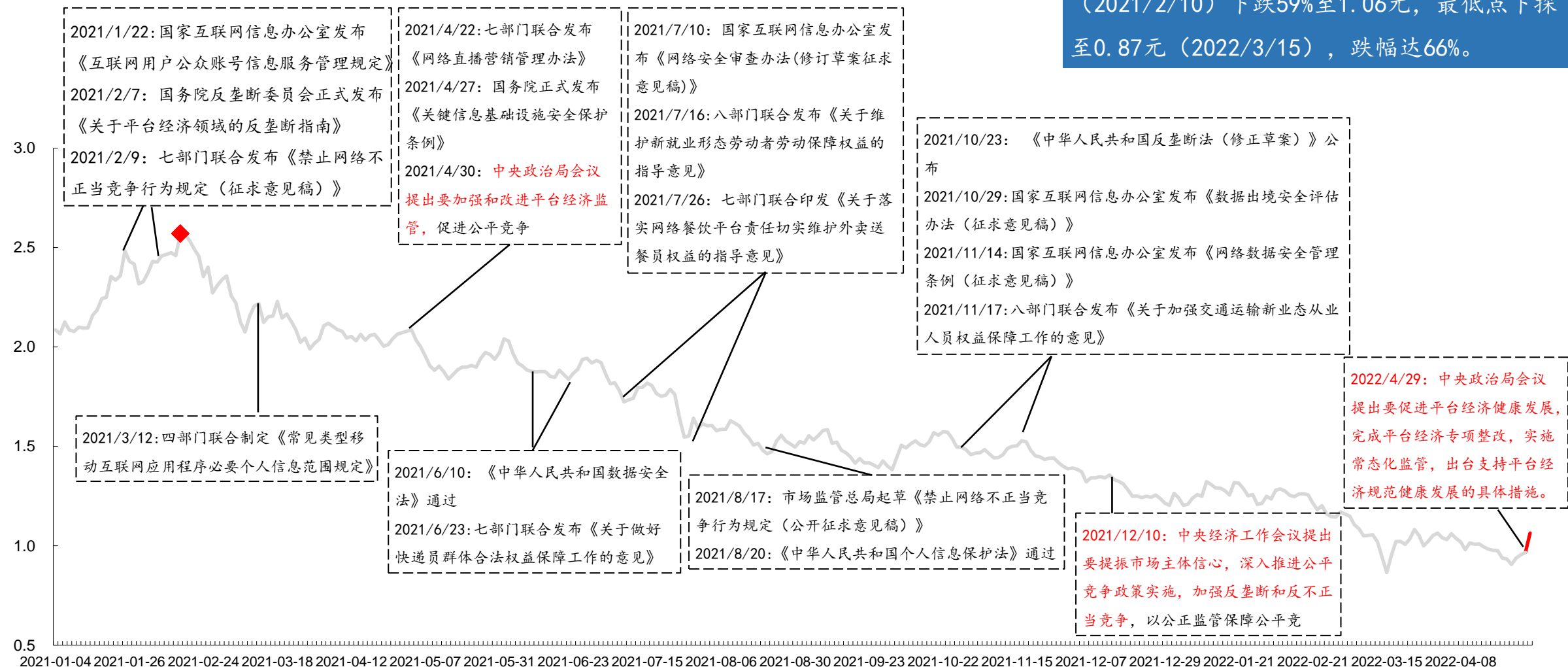
## ■ 四、风险提示

---

政策拐点或已现，互联网行业有望开启新篇章

# 1.1.1 股价复盘：行业已经过深度调整，当前估值具有安全边际

图表：2021年1月至今中概互联网ETF（513050.SH）股价变动及相关政策



数据来源：WIND，国家市场监督管理总局，中国人大网，国家邮政局，国家人力资源和社会保障部，交通运输部，中国网信网，中国政府网，东吴证券研究所。注：股价单位为元。

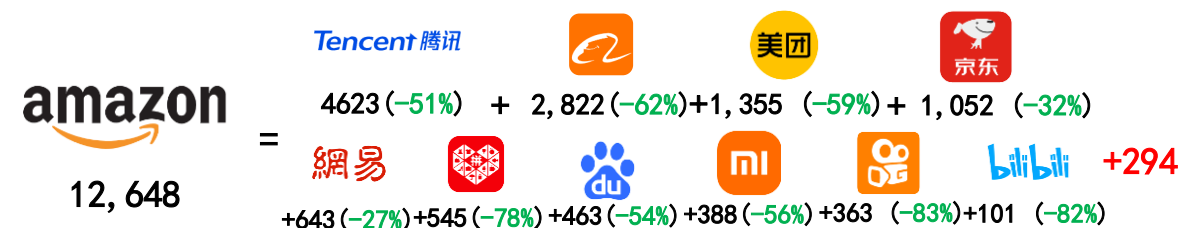
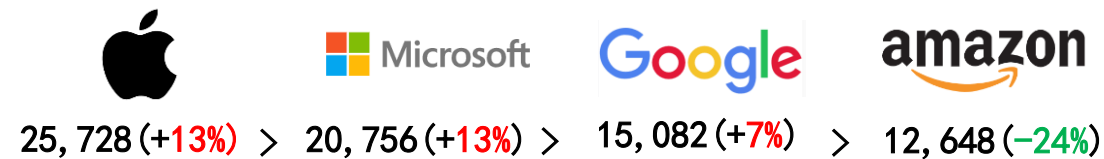


## 1.1.2 对比海外，行业估值具有安全边际

图表：2021/2/10国内外互联网公司市值对比（亿美元，按市值大小排序）

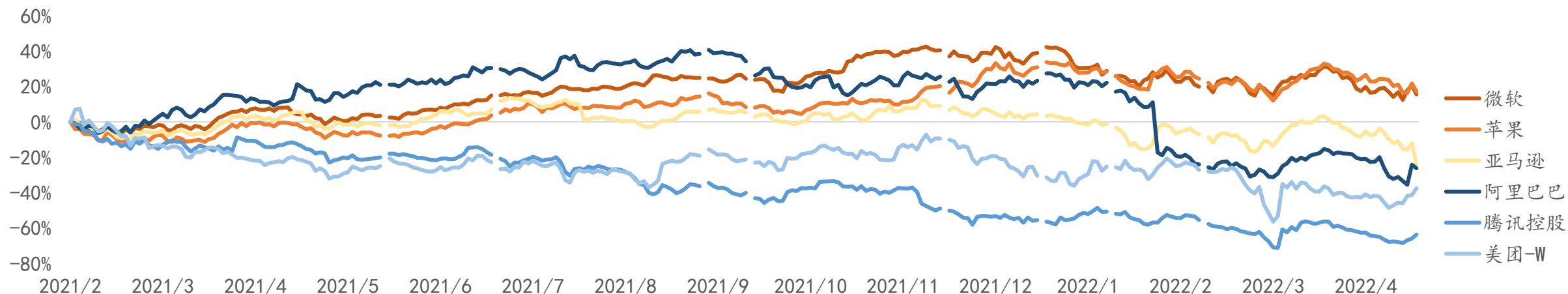


图表：2022/4/29国内外互联网公司市值对比（亿美元，按市值大小排序）



数据来源：WIND，东吴证券研究所。注：括号内代表自2021/2/10以来的累计涨跌幅。

图表：自2021/2/10起国内外头部互联网公司股价累计涨跌幅



数据来源：WIND，东吴证券研究所

## 1.2 政治局信号明确，发展重归第一要义

### ■ 从“加强监管”到“促发展”，互联网政策底部更加明确。

- 2020年12月政治局会议提出“强化反垄断和防止资本无序扩张”，吹响强监管政策号角，随后，一系列互联网强监管政策于2021年陆续出台及推行。
- 在行业监管2021年取得较大成效的背景下，**底部信号出现，2022年4月政治局会议表明要促进平台经济健康发展**，完成平台经济专项整改，这明确了未来监管方向及发展路径。
- 我们认为市场实际上不是担心政策监管，而是担心模糊的监管政策带来的市场猜测，从而引发市场不稳定性情绪扩散。**相对于此前两次措辞（2021年8月30日的“初见成效”及2021年12月10日的“取得重要成效”），此次会议措辞更加积极，是自互联网行业监管以来，首次在经济领域最高层级会议上提出要出台支持平台经济规范健康发展的具体措施，我们认为这将极大地稳定投资人对于行业长期发展及建立核心竞争力的信心。**



# 1.2 政治局信号明确，发展重归第一要义

图表：中央会议相关表述

	互联网政策	防止资本无序扩张
2020年12月政治局会议	强化反垄断和防止资本无序扩张	
2020年中央经济工作会议	强化反垄断和防止资本无序扩张。国家支持平台企业创新发展、增强国际竞争力，支持公有制经济和非公有制经济共同发展，同时要依法规范发展，健全数字规则。要完善平台企业垄断认定、数据收集使用管理、消费者权益保护等方面的法律规范。要加强规制，提升监管能力，坚决反对垄断和不正当竞争行为。金融创新必须在审慎监管的前提下进行。	强化反垄断和防止资本无序扩张。反垄断、反不正当竞争，是完善社会主义市场经济体制、推动高质量发展的内在要求。国家支持平台企业创新发展、增强国际竞争力，支持公有制经济和非公有制经济共同发展，同时要依法规范发展，健全数字规则
2021年4月政治局会议	要引领产业优化升级，强化国家战略科技力量，积极发展工业互联网，加快产业数字化	要加强和改进平台经济监管，促进公平竞争。
2021年7月政治局会议		完善企业境外上市监管制度
2021年12月中央经济工作会议	要提振市场主体信心，深入推进公平竞争政策实施，加强反垄断和反不正当竞争，以公正监管保障公平竞争	有效控制资本消极作用。要为资本设置“红绿灯”，依法加强对资本的有效监管，防止资本野蛮生长。 <b>要支持和引导资本规范健康发展</b> ，坚持和完善社会主义基本经济制度，毫不动摇巩固和发展公有制经济，毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展。加强金融法治建设，加强金融监管干部队伍建设。研究制定化解风险的政策，要广泛配合，完善金融风险处置机制。 <b>要提振市场主体信心</b> ，深入推进公平竞争政策实施，加强反垄断和反不正当竞争，以公正监管保障公平竞争。
2022年4月政治局会议	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。	

数据来源：央视网，东吴证券研究所

# 1.3.1政策底时机探讨：监管政策在多个领域已取得显著成效

■ 我们认为国家对反垄断、防止资本无序扩张、保障民生就业等多个方面的监管政策已经取得显著成效，平台企业正在更加完善的治理体系下发挥其正面作用。

图表：监管政策取得成效

	案例
反垄断/反不正当竞争	<p><b>商家二选一成为历史：</b>（1）<b>电商领域：</b>阿里受处罚后积极认错，降低商户的使用成本以及进入门槛，逐步降低技术服务费，为商户提供更多的工具。（2）<b>本地生活领域：</b>2020年Q1美团主动弱化独家商户二选一政策执行，允许独家商户多平台上线；2021年4月，美团公开承诺不通过不合理限制等措施强制要求商户“二选一”。</p> <p><b>互联互通：</b>微信、QQ逐步开放外链：微信允许淘系和抖音在一对一个人会话中进行链接分享；QQ已支持淘宝网、闲鱼以及抖音链接的正常打开小程序方面，盒马集市、天猫养车、天猫精灵、闲鱼等已入驻。</p> <p><b>社区团购“价格战”被叫停。</b></p>
防止资本无序扩张	<p><b>蚂蚁金服停止上市事件：</b>多部门约谈蚂蚁集团，后蚂蚁集团重组为由金融控股公司，阿里支付业务回归支付本源，坚持小额便民、服务小微定位，将“借呗”“花呗”全部纳入消费金融公司，依法合规开展业务；强化消费者权益保护，加强金融消费者适当性管理；规范关联交易，加强风险防控，营造公平竞争的市场环境等。</p> <p><b>腾讯减持生态内公司：</b>腾讯2021年12月大幅减持千亿京东股份，2022年1月减持了“东南亚小腾讯”Sea的部分股份。</p>
民生保障	<p><b>外卖骑手和商家权益进一步得到保障：</b>2021年Q1，美团优选大规模降低补贴比例；2021年5月，美团主动调整商户佣金政策，改变了过去一刀切的逻辑，走向透明化，规则清晰可量化；2021年5月，美团在Q1业绩会上，主动回应骑手保障问题，将开展工伤责任险的试点工作，同时将骑手日常3元的商险保险费用改由平台承担。</p>

数据来源：国家市场监管总局，网络安全审查办公室，国家互联网信息办公室，国家新闻出版署，国务院，公司公告，东吴证券研究所整理

### 1.3.2政策底时机探讨：2022年“稳”字当头，资本应发挥其积极作用

■ 习主席在2022年4月29日中共中央政治局的集体学习中，也强调发挥资本的积极作用，深化资本市场改革，完善资本市场制度。习主席强调资本是社会主义市场经济的重要生产要素，要在社会主义市场经济条件下规范和引导资本发展。必须深化对新的时代条件下我国各类资本及其作用的认识，规范和引导资本健康发展，发挥其作为重要生产要素的积极作用，强调必须充分肯定各类资本的积极作用。要坚持问题导向、系统思维，立足当前、着眼长远，坚持疏堵结合、分类施策，统筹发展和安全、效率和公平、活力和秩序、国内和国际，**注重激发包括非公有资本在内的各类资本活力，发挥其促进科技进步、繁荣市场经济、便利人民生活、参与国际竞争的积极作用。**要历史地、发展地、辩证地认识和把握我国社会存在的各类资本及其作用。要深化资本市场改革，继续完善我国资本市场基础制度，更好发挥资本市场功能，为各类资本发展释放出更大空间。

图表：中央会议针对就业民生和资本市场的相关表述

	就业民生	资本市场
2021年4月政治局会议	制定促进共同富裕行动纲要，以城乡居民收入普遍增长支撑内需持续扩大。要保障和改善民生，强化就业优先政策，做好高校毕业生等重点群体就业，巩固拓展脱贫攻坚成果，在乡村振兴中持续改善脱贫人口生活，做好重要民生商品保供稳价。	-
2021年7月政治局会议	要做好民生保障和安全生产，坚持巩固拓展脱贫攻坚成果与乡村振兴有效衔接，强化高校毕业生就业服务，畅通农民工外出就业渠道，改进对灵活就业人员的劳动者权益保障。推进基本养老保险全国统筹，落实“三孩”生育政策，完善生育、养育、教育等政策配套。	<b>完善企业境外上市监管制度。</b>
2021年12月政治局会议	社会政策要兜住民生底线，落实好就业优先政策， <b>推动新的生育政策落地见效</b> ，推进基本养老保险全国统筹， <b>健全常住地提供基本公共服务制度。</b>	实现科技、产业、金融良性循环。
2021年12月中央经济工作会议	要兜住兜牢民生底线。 <b>要统筹推进经济发展和民生保障，健全常住地提供基本公共服务制度。抓好重点群体就业，落实落细稳就业举措。</b> 解决好高校毕业生等青年就业问题，健全灵活就业劳动用工和社会保障政策。	要正确认识和把握资本的特性和行为规律。发挥资本作为生产要素的积极作用。
2022年4月政治局会议	要稳住市场主体，对受疫情严重冲击的行业、中小微企业和个体工商户实施一揽子纾困帮扶政策。要做好能源资源保供稳价工作，抓好春耕备耕工作。 <b>要切实保障和改善民生，稳定和扩大就业，组织好重要民生商品供应，保障城市核心功能运转，稳控安全生产形势，维护社会大局稳定。</b>	<b>要及时回应市场关切</b> ，稳步推进股票发行注册制改革， <b>积极引入长期投资者</b> ，保持资本市场平稳运行。

数据来源：央视网，东吴证券研究所

# 1.3.3 政策底时机探讨：数字经济战略地位历史性提高

- 国务院2022年1月12日印发了《“十四五”数字经济发展规划》，而平台经济对于发展数字经济具有重要意义。
- “到2025年，数字经济迈向全面扩展期，数字经济核心产业增加值占GDP比重达到10%”“2025年全国网上零售额和电子商务交易规模目标值分别为17万亿元和46万亿元，相比2020年分别增长45%和24%。”——平台经济、尤其是电商行业有望受益
- “农业数字化转型快速推进，制造业数字化、网络化、智能化更加深入，生产性服务业融合发展加速普及，生活性服务业多元化拓展显著加快，产业数字化转型的支撑服务体系基本完备，在数字化转型过程中推进绿色发展。”——产业互联网经济有望加速发展
- “数字技术自主创新能力显著提升，数字化产品和服务供给质量大幅提高，产业核心竞争力明显增强，在部分领域形成全球领先优势。新产业新业态新模式持续涌现、广泛普及，对实体经济提质增效的带动作用显著增强。”——平台经济对于提升国家综合竞争力具有重要意义，重视技术投入的互联网龙头重要性将进一步凸显
- “协调统一的数字经济治理框架和规则体系基本建立，跨部门、跨地区的协同监管机制基本健全。政府数字化监管能力显著增强，行业和市场水平大幅提升。政府主导、多元参与、法治保障的数字经济治理格局基本形成，治理水平明显提升。与数字经济发展相适应的法律法规制度体系更加完善，数字经济安全体系进一步增强。”——平台经济将从过去流量时代的野蛮无序生长转向理性、有序、健康、可持续发展

图表：“十四五”数字经济发展主要指标

指标	2020年	2025年目标
数字经济核心产业增加值占GDP比重（%）	7.8	10
IPv6活跃用户数（亿户）	4.6	8
千兆宽带用户数（万户）	640	6000
软件和信息技术服务业规模（万亿元）	8.16	14
工业互联网平台应用普及率（%）	14.7	45
全国网上零售额（万亿元）	11.76	17
电子商务交易规模（万亿元）	37.21	46
在线政务服务实名用户规模（亿）	4	8

数据来源：国务院，东吴证券研究所



# 1.3.4 专家观点侧面验证，行业正待开启新篇章

- 刘元春教授观点从9月份的“强化监管”转向12月份的“适度监管”，并开始强调平台经济的重要性。国内宏观经济学家、人大副校长刘元春教授自2021年9月份以来关于平台经济、资本扩张的观点有明显变化，针对4月份的政治局会议更进一步强调平台经济的重要性：“**我们对于平台经济高度重视，把它作为数字经济发展的一个核心，作为稳定增长和就业的一个重要载体，作为我们弯道超车、大国博弈的一个重点焦点，是具有战略性的，发展是第一要义，在规范中进一步发展是我们希望得到的结果。**”
- 我们认为在2022年经济整体承压，且国家对平台经济、资本无序扩张整顿取得一定成效的大背景下，政策转向迹象明显，互联网行业正待开启新篇章。无论是从经济总量（22年国家经济稳增长、稳就业的重要目标）、经济结构（“十四五”中已重点强调数字经济的战略重要性），还是国际视角（中国互联网走在世界前列，其对于提升国家综合竞争力具有重要意义），发展平台经济在2022年都具有很高的战略意义，我们相信国内互联网行业将开启增长更加稳健、更加健康可持续的新篇章。

图表：刘元春教授关于平台经济的相关表述

时间	发言场景	观点
2021-09-29	中国宏观经济论坛2021年第三季度	规范资本是历史发展的必然，资本向善是时代发展的方向。规范资本符合历史的逻辑，也符合市场发展的逻辑。要从过去高速发展、资本扩张的状态进入一个新时期，要经过反腐倡廉、资本市场整顿、金融市场整顿、反垄断，使社会主义市场经济的秩序良性化。
2021-11-21	中国宏观经济论坛：疫情反复与结构性调整冲击下的中国宏观经济复苏上	随着平台经济整顿、资本无序扩张的整顿等行动引发社会思潮的大讨论，导致大量的资本出现了一些变化，对中短期投资预期产生出现了很大的扰动作用，这种作用将是不可忽视的。 <b>对于怎么来规范资本的发展，我们国家可能急需一个较大的调整，使资本安心的地进行投资，安心的地进行生产，是我们工作中很重要的一个重点。</b>
2021-12-10	经济观察报独家专访	防止资本无序扩张等重点任务的落实情况非常不错。但在2022年，这应该不是工作的核心要点。因为今年已经开展了一系列的整顿和管控，特别是对于一些具有系统重要性的企业，对向非市场领域过度扩张和过度放大资本主义的逻辑进行了全面约束，也产生了很好的示范效应。 <b>在稳字当头的基调下，积极鼓励市场主体，在法制化和市场化的环境中全面释放动能，则是明年重要的工作要点。</b>
2021-12-12	经济学家圈邀请刘元春教授解读中央经济工作会议	<b>规范化的同时，也要警惕“泛化”无序扩张概念，未来资本应该做什么，不应该做什么，要给出更为清晰的正面清单和负面清单。保护私有产权与规范资本并行不悖。切好蛋糕一定要有助于做大蛋糕，而不是简单地劫贫济富，更不是简单的平均主义；要发挥资本积极性，要讲究公平的竞争原则。</b>
2022-04-30	中央政治局会议解读	在前期整顿平台经济取得阶段性胜利的基础上，此次中央政治局会议旗帜鲜明的提出促进平台经济规范健康发展，意味着支持平台经济发展是第一要义，驳斥了很多人对前期平台经济整顿的一些错误解读。 <b>我们对于平台经济高度重视，把它作为数字经济发展的一个核心，作为稳定增长和就业的一个重要载体，作为我们弯道超车、大国博弈的一个重点焦点，是具有战略性的，发展是第一要义，在规范中进一步发展是我们希望得到的结果。</b>

数据来源：经济学家圈，经济观察报，中国宏观经济论坛，东吴证券研究所

美团（3690.HK）：政策及疫情改善值得期待，长期增长空间广阔



## 2.1 美团股价复盘：监管政策趋于缓和，有望驱动股价修复

- **2021年2月份以来互联网行业监管加大，市场担忧情绪加剧，股价承压。**2021年2月以来，国家陆续出台针对反垄断、骑手权益保障等相关政策。市场对政策监管影响美团经营成本及行业竞争格局的担忧加剧，美团股价受强监管影响持续承压。
- **2022年互联网监管政策方向转变，有望趋于缓和，迎来股价修复机会。**随着监管方向从“强化反垄断、加强监管”转变为“促进健康发展”，互联网政策底部更加明确，我们认为，未来趋缓的监管政策将有望驱动股价修复。

图表：2021年1月至今美团股价变动及相关政策

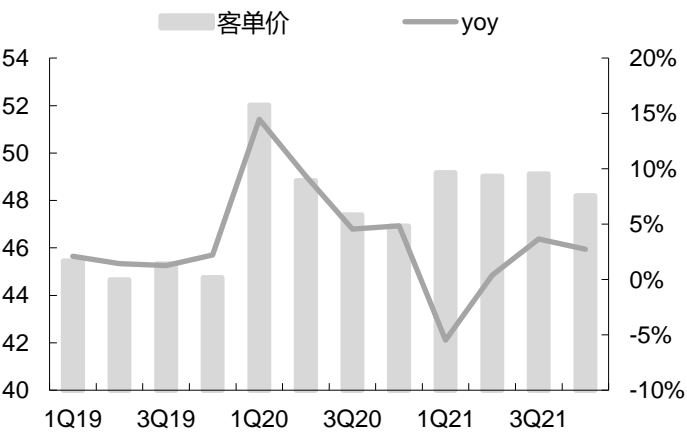


数据来源：国家市场监督管理总局，国家发展改革委，东方财富网，央视网，中国人社局，南京人社局，东吴证券研究所。注：股价单位为港元。

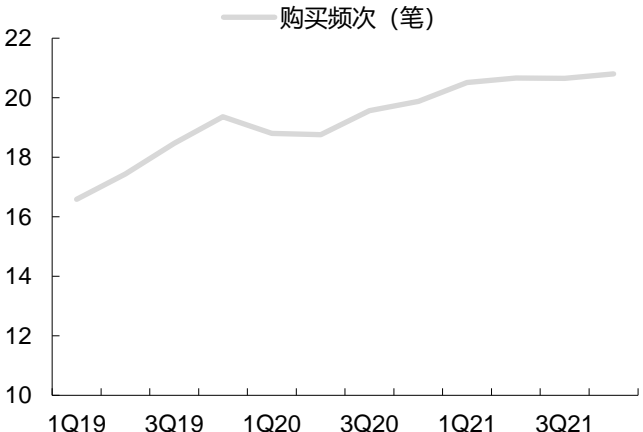
## 2.2 外卖业务：政策及疫情改善值得期待，长期增长趋势稳固

- 疫情影响短期发展，但后续政策发力及疫情改善值得期待，长期发展趋势稳固。
  - 受2022年Q1部分重点地区如上海等疫情加重影响，美团外卖业务骑手端、商户端供给承压，消费者的消费行为出现短期停滞。我们预计短期单量受疫情影响将有所下滑。
  - 我们预计未来随着疫情改善，美团外卖供给端及需求端均会逐渐恢复；同时，我们认为，“常态化”且“促进健康发展”的互联网监管也将为未来业务发展提供确定性，推动其健康、稳健增长。
- 长期来看，我们认为公司外卖业务龙头地位稳固，规模经济步入正循环，未来将专注高质量发展，持续增收、增效、降本，主要驱动因素有：
  - 收入端：消费场景向非正餐场景渗透，带动消费频次及客单价提升。夜宵、下午茶等消费场景拓展，奶茶等价格偏高的多元品类扩充也将提升用户消费频次及客单价。
  - 成本端：单均骑手成本稳中有降：高线城市订单密度提升；用户补贴缩紧：价格敏感度低的中高频用户频次健康增长，我们预计中长期补贴力度将持续降低。

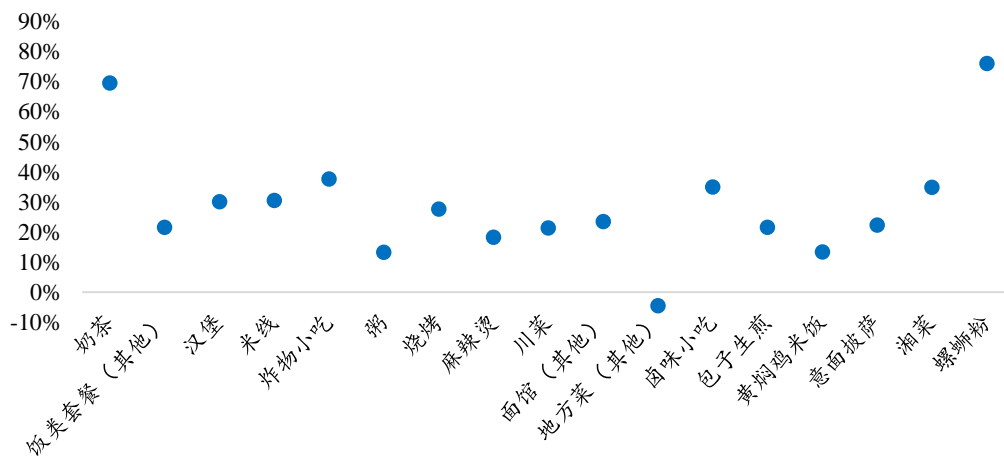
图表：美团外卖客单价（元）及增速



图表：美团外卖购买频次（笔）



图表：2021年美团外卖主要品类订单量占比2019-2021年CAGR（按订单量占比从大到小排序）

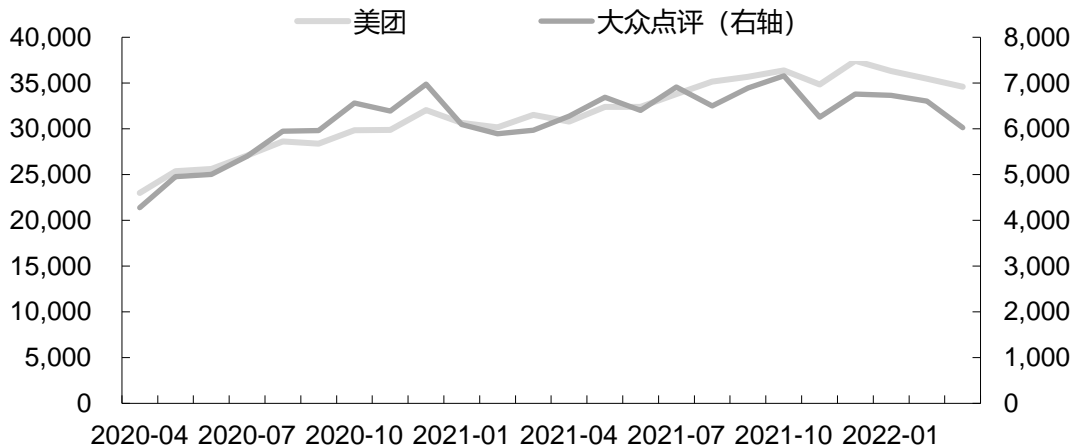


数据来源：公司公告，《2022新餐饮行业研究报告》，东吴证券研究所。注：美团外卖购买频次计算中，假设平台交易用户均为外卖交易用户

## 2.3 到店：场景扩充+市场下沉，打开市场增量空间

- 短期内，疫情将影响到店业务。长期来看，疫情恢复后的常态化将带动到店消费市场回升；同时，国家对服务业的纾困政策也将加速中小商户度过疫情难关。而后续互联网平台促进平台经济健康发展的政策发力将有望为业绩带来积极影响。
- 美团到店业务持续开拓下沉市场，消费者需求多元化推动到店业务新品类崛起，有望挖掘市场增量空间。我们认为，依赖于全国性组织能力以及强地推能力，美团+点评已具有较大的用户流量，到店业务具有稳固竞争壁垒，龙头地位稳固，未来，其增长将持续受益于：
  - 市场下沉：公司持续加强下沉力度，市场空间广阔的中低线城市的拓展有望为到店业务带来增量；
  - 场景扩充：伴随消费升级及消费主力结构改变，消费者需求更加的多元化，从而推动到店业务场景从传统业态向创新业态扩充，医美、宠物、密室逃脱、剧本杀等高客单价新业态高速增长，由于新兴业态受众以90、00后的年轻人为主，线上营销需求大。

图表：美团、大众点评APP月活跃用户趋势（单位：万人）



图表：美团APP全部服务

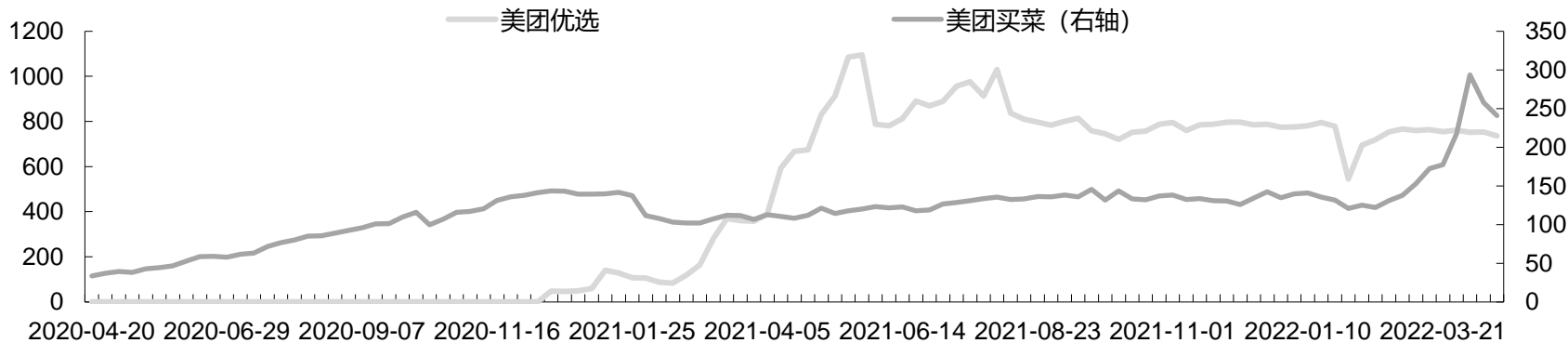


数据来源：questmobile，美团APP，东吴证券研究所

## 2.4 新业务：疫情催化用户心智提升，打开估值想象空间

- 疫情虽短期导致业务供给端承压，但在消费端将提升用户心智。我们认为待疫情恢复及后续政策发力，用户心智的提升将为业绩带来增长动力，提升平台价值。
- 大零售业务体系包括美团闪购、美团买菜、美团优选、美团电商四大业务，涵盖生鲜电商，即时零售、社区团购等方向。
- 疫情期间，线下商超等业务的停滞，促使较多消费者将生鲜及日常必需品的消费需求转移至线上，加速生鲜电商、社区团购等对市场的教育程度。待疫情逐渐恢复，及未来政策助力，将为新业务带来增长动力。
- 美团优选撤仓行为彰显理性发展思维，区域性发展将有效控制亏损。2022年3月起，美团优选于部分区域陆续撤仓，这种撤仓行为基于自身业务发展规律。我们认为，社区团购具有区域规模性属性，撤掉业务规模较小的区域短期内将能够有效控制亏损；长期来看，集中发展效益较好的区域也将为业务长远发展作铺垫。
- 新零售业务拓展美团用户结构，培养用户习惯，长期具有战略价值，或将为美团打开新的估值想象空间。美团优选拓展低线城市用户，优化供应链能力及多层次履约体系；美团闪购培养用户“万物到家”的习惯，并通过利用非餐时段运力提升骑手人效；美团买菜通过前置仓模式，满足用户生鲜线上购的需求。新零售业务将成为美团本地生活体系的重要补充，更加贴合用户“衣食住行”各方面需求，为美团打开估值想象空间。

图表：美团优选、美团买菜APP周活跃用户趋势（单位：万人）



数据来源：questmobile，东吴证券研究所

## 2.5 美团：政策及疫情改善值得期待，长期增长空间广阔

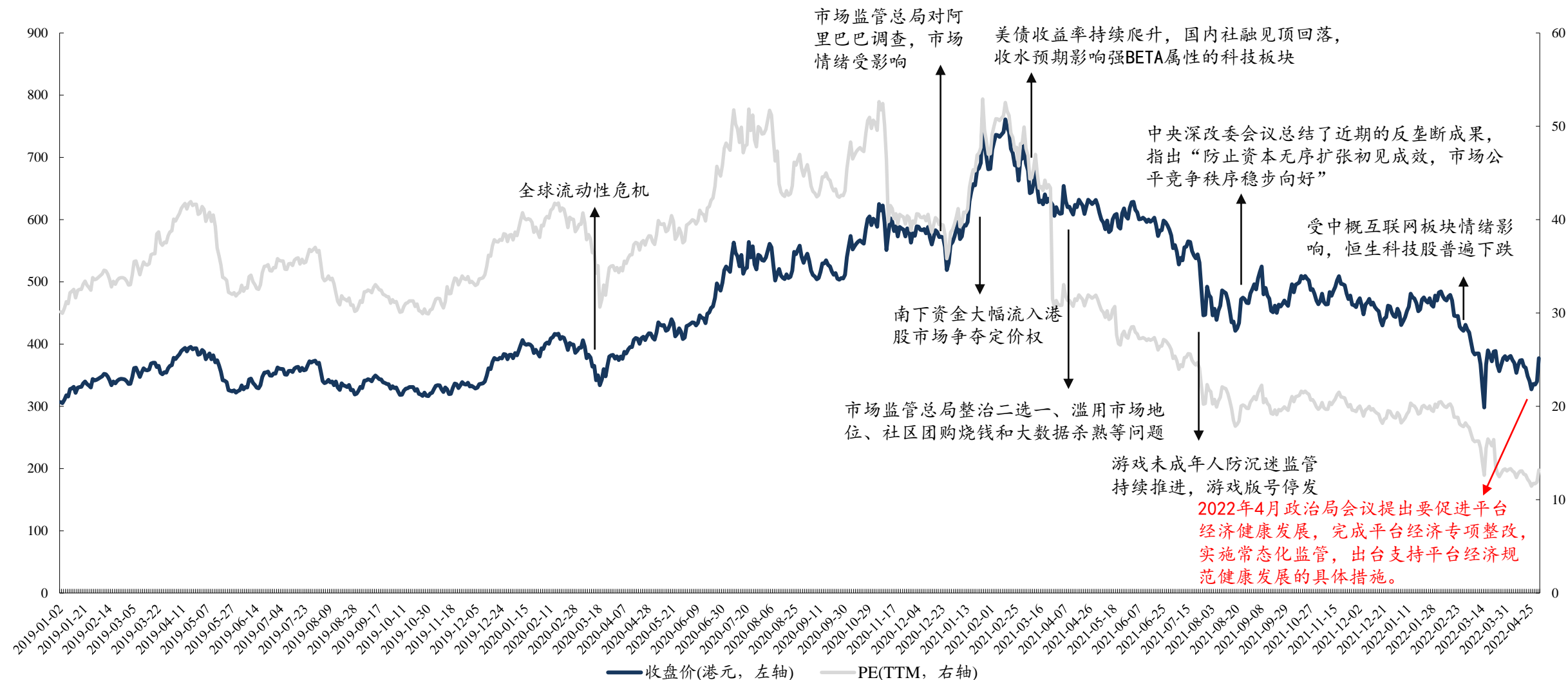
- **外卖业务：政策及疫情改善值得期待，长期增长趋势稳固。**受2022年Q1部分重点地区疫情加重影响，美团外卖业务骑手端、商户端供给承压，我们预计短期单量受疫情影响将有所下滑，但未来随着疫情改善及政策发力，美团外卖业绩有望改善；公司外卖业务龙头地位稳固，未来将专注高质量发展，持续降本增收，主要驱动因素为消费场景向非正餐场景渗透，带动消费频次及客单价提升。
- **到店业务：**我们认为，依赖于全国性组织能力以及强地推能力，美团+点评已具有较大的用户流量，到店业务具有稳固竞争壁垒，龙头地位稳固，未来，其增长将持续受益于场景扩充+市场下沉，从而打开市场增量空间。
- **新业务：**新零售业务拓展美团用户结构，培养用户习惯，长期具有战略价值，或将为美团打开新的估值想象空间。
- **盈利预测与投资建议：**疫情的反复和消费的疲软短期影响公司业务，但我们预计后续疫情改善及政策发力将改善公司业绩。我们预计2022-2024年EPS为-1.3/1.7/2.8元，对应 2023 和 2024 年 PE 为 84和 52倍。公司在外卖和到店领域拥有极强的用户粘性，费用投放有望下降，美团优选撤仓行为彰显理性发展思维，区域性发展将有效控制亏损。我们维持公司“买入”评级。

腾讯（0700.HK）：估值重返历史底部，配置价值凸显



## 3.1 公司估值处于历史低位，安全边际突出

图表：2019M1-2022M4公司收盘价及PE（TTM）趋势

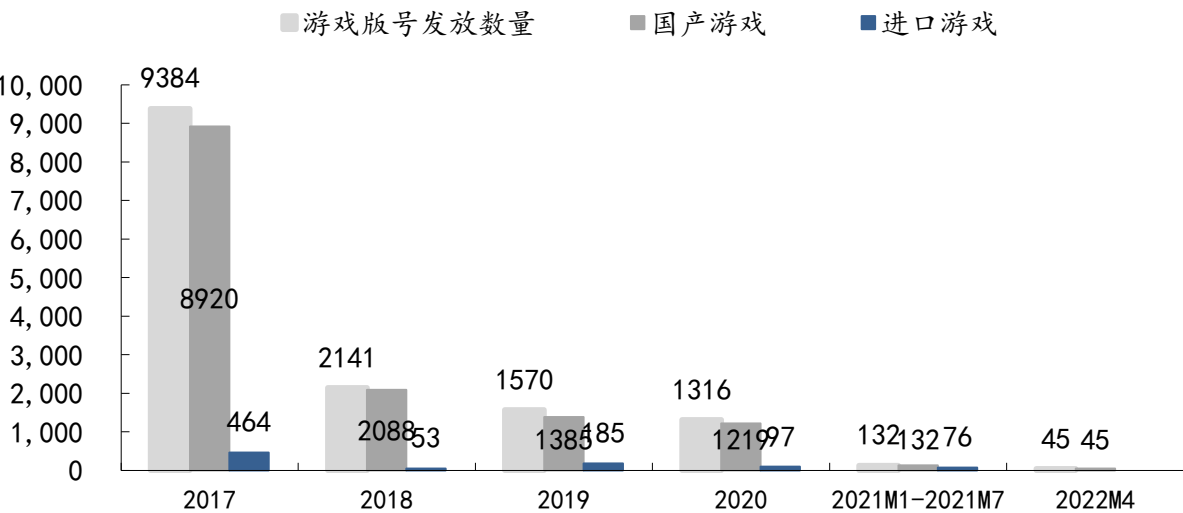


数据来源：Wind，东吴证券研究所

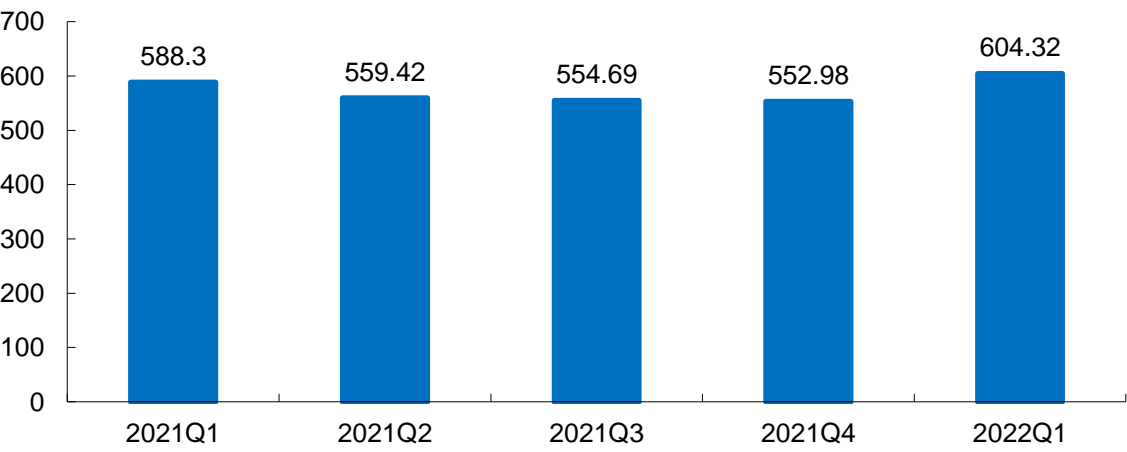
### 3.2 游戏版号恢复核发，行业精品化趋势将愈发明显

- 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%；2022Q1中国移动游戏市场实际销售收入604.32亿元，环比增长9.28%，同比增长2.72%。2021年及2022Q1游戏行业经历未成年人防沉迷监管、版号暂停，但仍实现高基数上的同比增长。
- 2022年4月版号重启发放，意味着本轮行业监管基本告一段落。2021年7月起，版号停发8个月，我们认为主要是为了推进未成年人防沉迷落地，停发时间较久主要系需筛查的已上线游戏数量庞大。
- 长期来看，我们认为随着筛查工作逐步完成，版号将维持总量控制，游戏行业精品化趋势将愈发明显。国内手游市场已步入存量竞争阶段，但精品游戏仍可突围实现较好的流水表现，行业正在经历产能优化，向头部企业和精品项目集中。海外手游市场仍属蓝海，伴随TikTok出海红利，预计中国厂商出海收入将维持高增速。

图表：游戏版号发放情况（单位：个）



图表：中国移动游戏市场实际销售收入（单位：亿元）

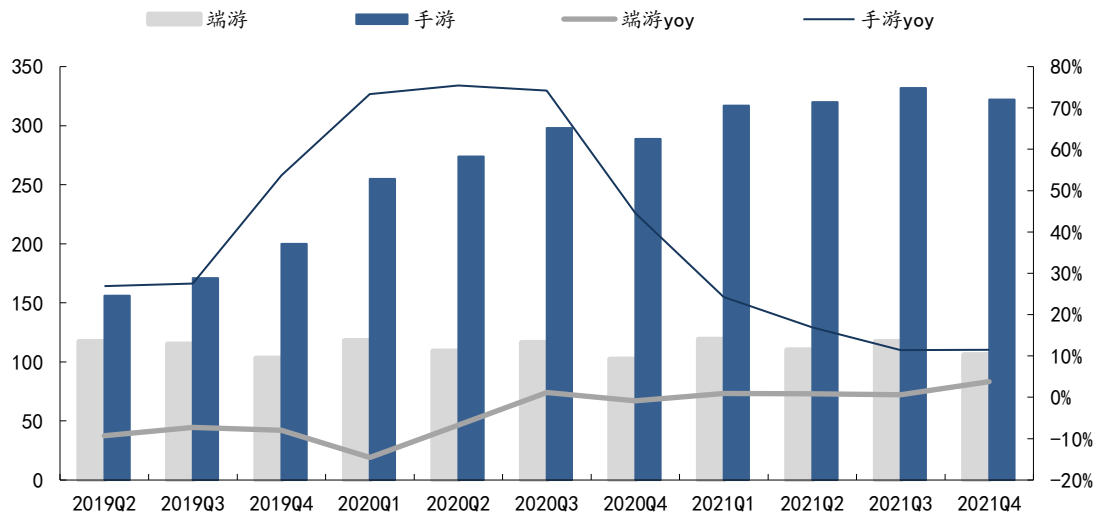


数据来源：国家新闻出版署，伽马数据，东吴证券研究所

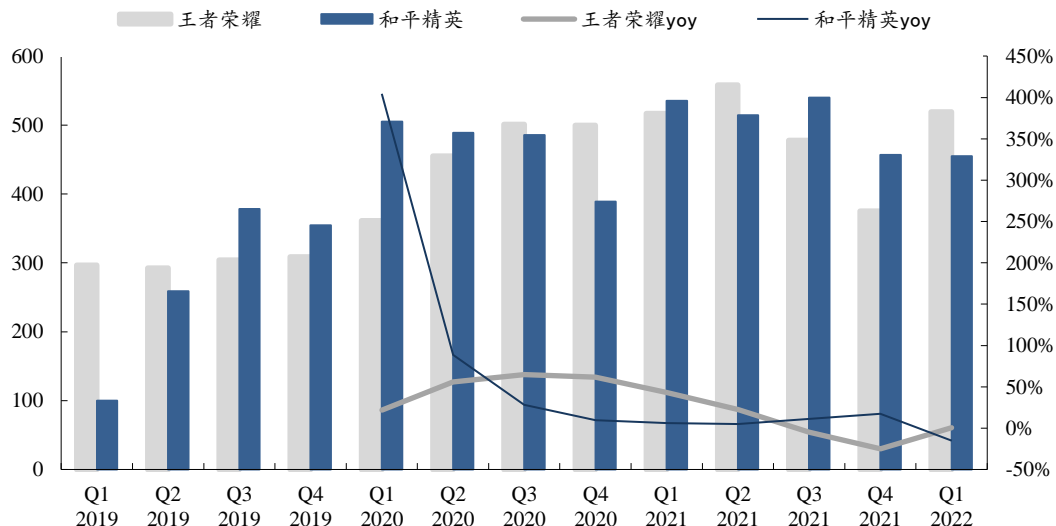
### 3.3 流水受政策影响有限，国内及海外新游储备丰富

- 公司积极响应政策，走在未成年人保护前列。公司积极推进未成年人防沉迷，2017年公司推出未成年人保护系统，构建“成长守护平台”、健康系统、“少年灯塔工程”，形成“事前-事中-事后”三道防线，目前已升级至3.0。
- 未成年人流水占比低，且通过领先行业的合规措施，未成年人流水持续下滑。公司针对头部游戏，上线更严格的人脸识别方案，未成年人保护措施成效凸显。2021Q4公司国内未成年人游戏时长占比下降至0.9%，总时长同比下降88%，游戏流水占比下降至1.5%，总流水同比下降73%。
- 老游维持出色表现，游戏业务营收维持同比稳健增长，新游储备丰富。2021Q4网络游戏收入428亿元，同比增长9.5%，假设递延收入的变化均源自游戏业务，则2021Q4游戏业务流水总额为457.2亿元，同比上升5.6%，连续两个季度保持增长。老游《王者荣耀》《和平精英》长线运营稳定出色，构筑流水基本盘，2021-2022年新上线游戏《英雄联盟手游》《金铲铲之战》《重返帝国》等表现亮眼。新游储备有《黎明觉醒》《宝可梦大集结》《DNF 手游》《艾兰岛》等，将陆续上线贡献新增量。
- 加速海外布局，海外收入同比高增。2021Q4公司国际市场游戏收入同比增长34%至132亿元，维持高增速。公司投资收购多家海外游戏开发商、工作室，2021年10月成立专注于3A开放世界的全球型工作室—天美F1工作室，2021年12月，宣布推出面向海外市场的游戏品牌Level Infinite。

图表：公司手游、端游收入及同比增速情况（亿元）



图表：《王者荣耀》《和平精英》全球地区收入（百万美元；中国大陆地区仅含iOS端数据）



数据来源：公司公告，Sensor Tower，东吴证券研究所

### 3.4 推进互联互通，反垄断风险可控

■ 监管层面，政策方向明确，有效提振市场信心。公司层面，腾讯积极推进互联互通，看好互通后小程序商业化潜力释放。分业务来看，我们认为公司反垄断风险可控。

- **即时通讯**：微信、QQ已逐渐开放外链，分阶段推进互联互通；
- **游戏业务**：我们认为公司可通过深化与参股公司如世纪华通等的合作，减少代理游戏收入，提高广告收入，降低市场份额；
- **广告业务**：收入规模低于阿里巴巴、字节跳动，并未达到市场支配地位；
- **金融科技及企业服务业务**：支付服务、云服务均未达到市场支配地位；

图表：微信开放外链：可打开淘宝链接购买



数据来源：微信，东吴证券研究所

### 3.5 生态壁垒牢固，后续增长留有余力

- **广告业务增长放缓，我们预计该板块将于2022年下半年触底反弹。** 2021Q4公司广告营收 215 亿元，同比减少 13%，彭博一致预期为 234.6 亿元。主要由于教育、游戏及互联网服务等行业的广告需求疲软，部分下滑被合并搜狗所带来的广告收入所抵销。分板块来看，社交广告营收 183 亿元（-10%yoy），同比负增长主要由于移动广告联盟及微信朋友圈的广告收入减少；媒体广告营收 32 亿元（-25%yoy），同比负增长主要由于反映了腾讯视频和腾讯新闻服务的广告收入减少。广告业务短期面临的宏观经济下行和监管带来的游戏、教育、互联网等广告主投放缩减的高基数压力，有望在 2022 年下半年得到缓解；此外 2022 年底前会推出视频号的短视频广告，有望带动广告业务的增长。
- **金融科技及企业服务成为公司业绩新增长引擎，长期看好该板块营收及利润增长空间。** 2021Q4公司金融科技及企业服务收入 480亿元（+25%yoy），收入保持稳健增长，占总收入比例为 33%，彭博一致预期为 480.3 亿元。金融科技业务方面，微信支付免除中小商户手续费对收入没有太大影响。企业服务业务方面，互联网服务、公共交通和零售行业对服务的使用增加推动了企业服务收入的增长。未来将重点转移到利润更高的 PaaS 跟 SaaS，长期来看看好 SaaS 的商业化，公司基于微信生态打造的 CRM 市场优势明显。宏观经济稳定后核心 SaaS 服务如 CRM、财管、即时通讯等产品未来空间较大。
- **盈利预测与投资建议：**公司具有坚实的业务壁垒，生态强大，视频号和小程序等生态节点变现潜力大，金融科技业务已经展现出明显的业绩弹性。我们维持此前盈利预测，预计2022-2024年公司经调整EPS分别为14.4/16.7/20.1元，对应当前股价PE分别为22/19/16X。持续看好腾讯强大的生态体系对用户资产的把控，当前腾讯增长引擎切换，货币化能力更强的业务将助力腾讯对用户资产的变现，维持“买入”评级。

快手-W (1024.HK)：降本增效成果显著，商业化前景依然乐观

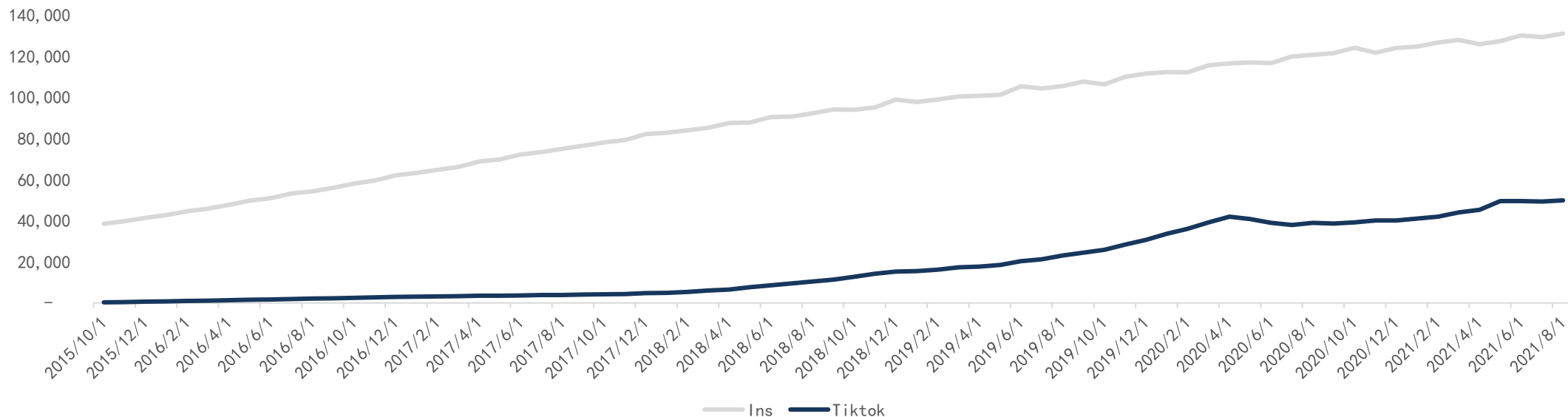


## 4.1 关注海外短视频行业，商业化有望出现明显进展

### 短视频步入全球大航海时代，进程类似 2016 年的 Ins：

■ 根据Sensor tower数据库[1]对海外83个主要国家和地区的数据统计，2021年7月TikTok在海外短视频领域MAU位居第一。2020年，海外TikTok平均MAU为4.80亿人，TikTok占海外整体互联网用户的比例远低于中国，初步可判断海外短视频行业仍然有明显的增长潜力。另一个角度，以TikTok为代表的短视频社区与Instagram图片社区在全球化进程上也可互相参考，在剔除中国大陆及受政策影响的印度后，相同口径下比较，短视频行业最新发展进程类似2016年的Instagram。

图表：短视频步入全球大航海时代，进程类似 2016 年的 Ins（MAU，单位：万人）



数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所，备注：均剔除了印度和中国大陆

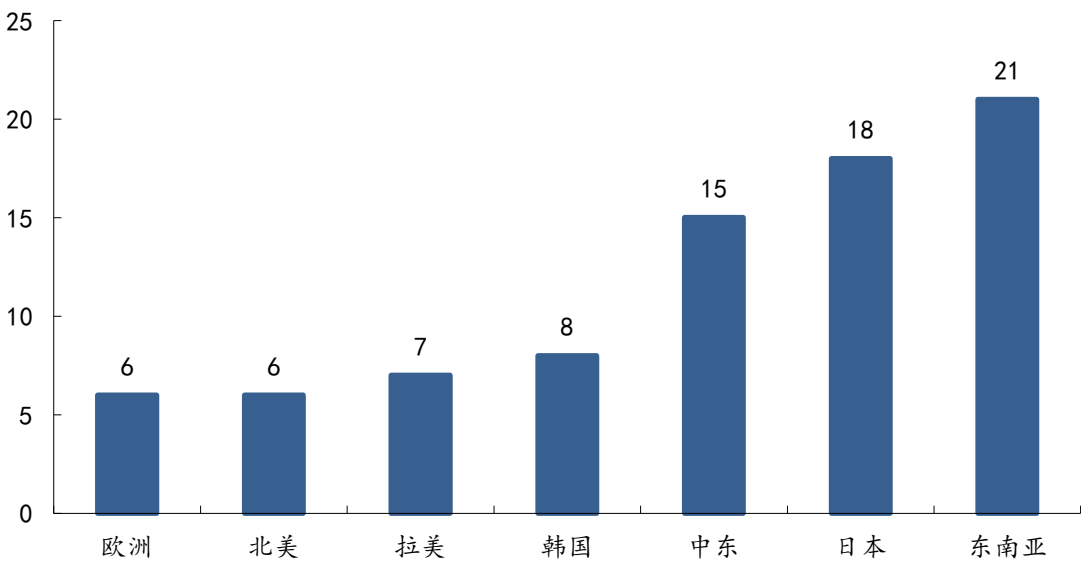
[1]注：本文中所有Sensor Tower数据来源均是基于数据库自身统计方法计算所得，且由于口径原因，或与其他第三方来源有所差异。

## 4.2 关注海外短视频行业，商业化有望出现明显进展

### 娱乐直播是值得期待的垂直内容及变现手段：

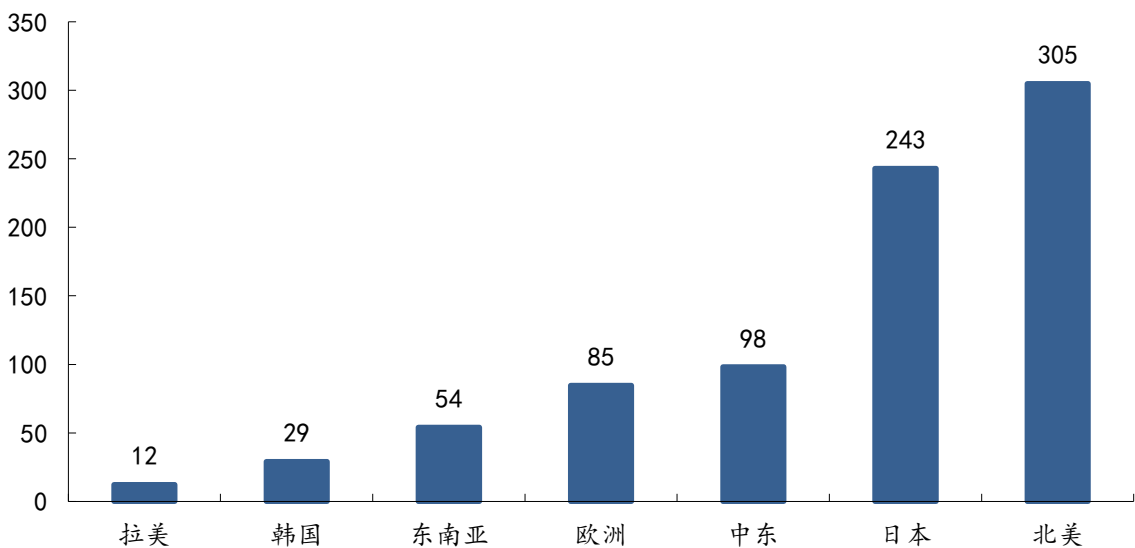
- 娱乐直播是短视频平台重要的垂直内容和变现手段之一，且全球娱乐直播市场仍然保持着较快增长，但各地区特点不一：
- 北美、日本、中东和东南亚是主要的直播市场。根据Sensor Tower数据库的地区划分口径和收入口径为准，在各地区2020年图片/视频和娱乐收入排行榜TOP100中的直播应用中，中东、日本和东南亚的直播应用数量最多，中东和日本的直播应用有十余款，东南亚甚至高达21款之多；从直播收入来看，日本和北美的直播平台合计收入最高。

图表：2020年中东、日本和东南亚直播平台数量最多（单位：个）



数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

图表：2020年日本和北美直播收入最高（单位：百万美元）



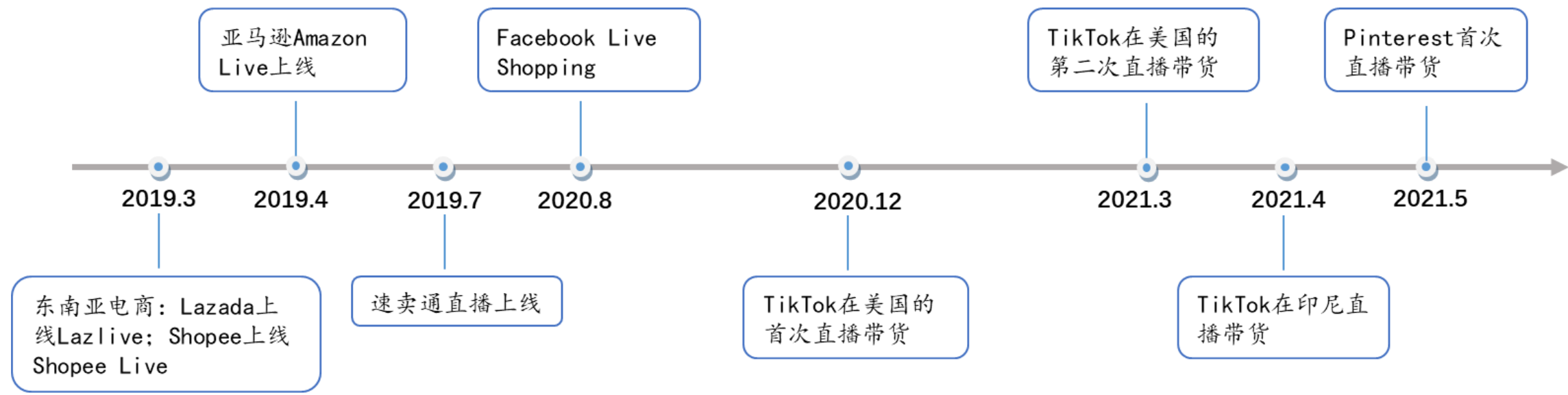
数据来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

### 4.3 关注海外短视频行业，商业化有望出现明显进展

**直播电商2020年底起步，成长空间广阔：**

- 2020年，各大社交及内容平台直播电商业务陆续上线，起步与中国基本同步，后续成长值得关注：
- Facebook在2020年8月推出了Live Shopping以及相应的购物车功能；
- 2020年12月，TikTok在美国的首场直播带货时长1小时，十位TikTok网红带货，观看人数维持在1万人水平，最高在线人数近两万。
- 2021年Instagram推出直播产品Live Rooms；
- 2021年5月，Pinterest的首次直播带货由21位内容创作者担任主播。

图表：各大社交及内容平台直播电商业务陆续上线



数据来源：雨果跨境，东吴证券研究所绘制

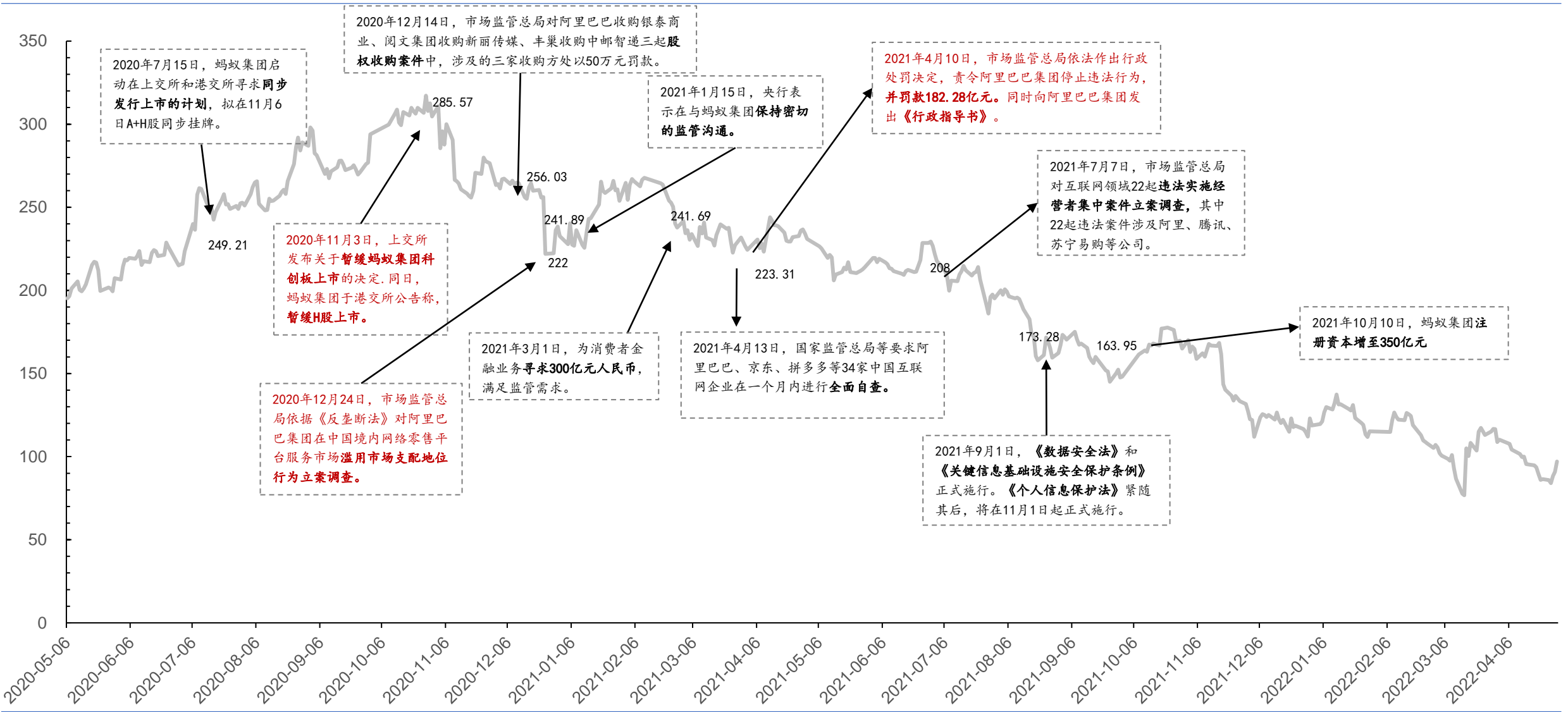
## 4.4 公司降本增效成果显著，商业化前景依然乐观

- **降本增效背景下运营指标依然亮眼，公司效率持续提升。**2021Q4公司用户增长提速，DAU及MAU分别达3.23亿人及5.78亿人，分别同比增长19.2%及21.5%，均创历史新高；单DAU日均使用时长达118.9分钟，同比增长32%。
- **2021Q4 电商GMV达2,403亿元，同比增长36%，未来货币化仍有较大提升空间。**公司电商模式在具备差异化优势的基础上，通过不断打磨基础设施和提升服务能力吸引更多品牌主进入。2021年Q4平台上知名品牌自播电商GMV是2021年Q1的9倍以上。供给端的优化推动平台活跃买家、购买频率和平均订单价值的增长，平台用户复购率和用户时长占比也在持续提升。品牌占比持续提升和用户粘性增强将助力公司实现两万亿GMV目标以及更高的变现效率。
- **维持看好公司盈利模型持续改善。**2021Q4在实现DAU和总流量较快增长的前提下，公司成本和费用在收入中的占比均得到较好控制，毛利率为41.5%，环比提升0.02pct，销售费率、管理费率和研发费率分别环比下降11.9%/0.7%/4.1%至41.9%/3.8%/16.4%。盈利改善程度好于我们预期，自内部改革以来，公司国内和海外都在保证用户增长和优化留存率的同时有效地控制了单用户CAC和维系成本。考虑到流量成本趋稳，在内部组织改革红利释放和经营杠杆效率提升驱动之下，看好公司盈利能力持续改善。
- **盈利预测与投资建议：**公司已初步证明其在降本提效上的决心和用户资产变现上的不凡潜力，看好公司商业化潜力，我们预计公司2022年-2024年经调整EPS为-2.32/-0.07/0.73元，维持公司“买入”评级。

阿里巴巴-SW (9988.HK)：挑战中自我革命，当前具备较大的改善空间&安全边际

# 5.1 此轮监管调整幅度较大，当前估值具有较高性价比

图表：2020/5-2022/4公司收盘价趋势



数据来源：WIND，东吴证券研究所整理。注：股价单位为港元。



## 5.2 自我革命的决心坚定，2022年效果有望显现

■ 2021年以来公司组织调整动作较多，我们认为其背后都是向着提高用户体验、优化组织效率、增强业务间协同效应的方向转变。公司当前转型决心坚定，组织结构上的优化或有望在2022年逐渐体现，电商、海外市场、社区团购等多个业务有望进入更加高效的发展。

图表：阿里巴巴组织架构调整时间线

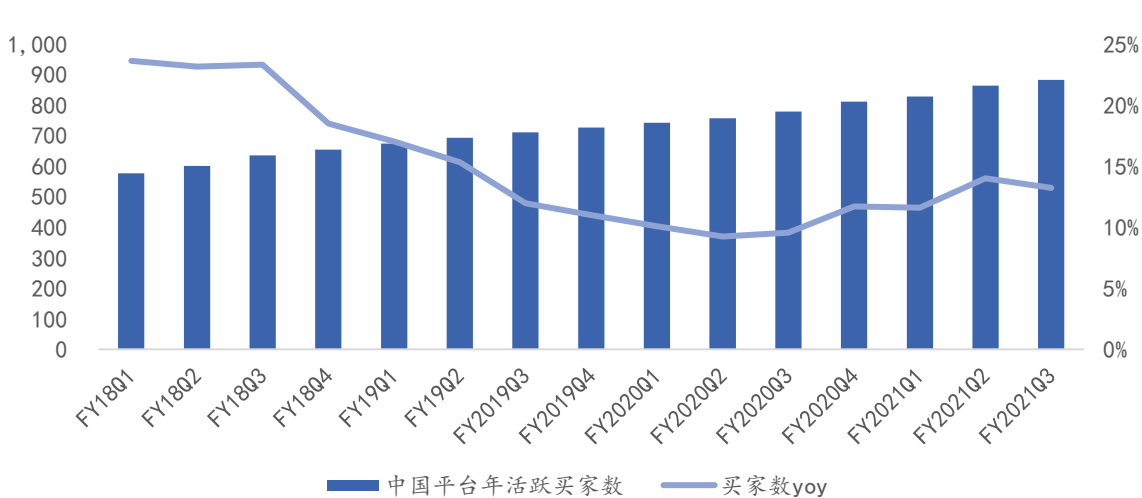
时间	事件
2021/3	<ul style="list-style-type: none"> <li>整合内部多条社区团购业务后成立淘菜菜</li> </ul>
2021/10	<ul style="list-style-type: none"> <li>天猫超市和进出口事业群升级为 B2C 零售事业群，FC 事业部由原考拉海购事业部和原手机天猫事业部融合而成。</li> </ul>
2021/12	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司宣布升级为 “多元化治理” 的组织战略。</li> <li>人事调整后，戴珊（原先负责海外）负责中国数字商业（大淘宝、B2C 零售事业群、社区团购业务淘菜菜、淘特和国内贸易）；张建锋负责云与科技（阿里云智能、钉钉、天猫精灵、达摩院和平头哥等）、俞永福负责生活服务（本地生活、飞猪和高德的生活服务板块、同城零售事业群和灵犀互娱事业群）；蒋凡（原先负责大淘宝）负责海外数字商业（东南亚Lazada、全球速卖通、国际贸易）。</li> </ul>
2022/1	<ul style="list-style-type: none"> <li>淘宝事业群和天猫事业群融合为 3 个中心，分别是用户运营及发展中心，由玄德负责；商家维度成立产业运营及发展中心，由吹雪负责；成立平台策略及运营中心，由思函负责。淘宝直播和淘宝逛逛将继续单独运营，分别由道放和千城负责，调整后地位提高，负责人直接向戴珊汇报。阿里妈妈继续由家洛负责。</li> <li>犀牛智造等创新业务将继续采取业务总裁分管制。</li> </ul>
2022/2	<ul style="list-style-type: none"> <li>B2C 零售事业群将围绕大品牌开设天猫自营旗舰店，首先从 3C 品类推进，将通过手机天猫 App 改版正式上线，届时该 App 将更名为 “猫享”。</li> </ul>

数据来源：晚点，东吴证券研究所

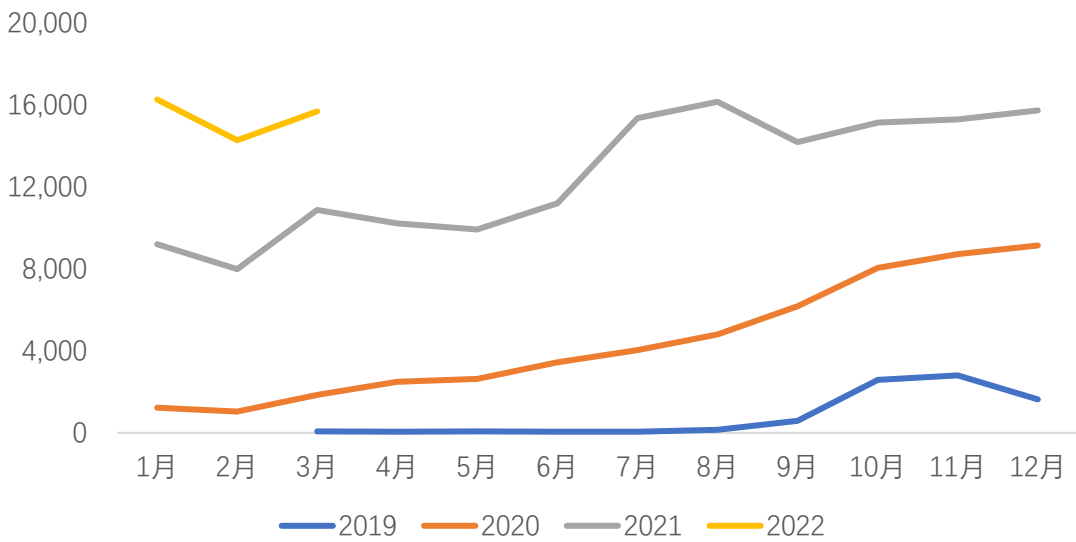
### 5.3 基本盘：电商业务稳健，关注淘特、海外增长

- 截至2021/12，阿里巴巴国内电商平台年度活跃用户数达8.82亿，同比增长13%。在国内大盘流量，尤其是电商行业趋于稳定的背景下，公司的增长已属不易。展望未来，我们认为淘宝直播（直播电商）、淘特（下沉市场）、以及海外产品仍有较大发展空间，有望驱动公司电商业务增长。
- **淘特表现亮眼，公司已顺利切入下沉市场。**截至2021年9月的12个月内，淘特年度活跃消费者超过2.4亿人，同时使用淘宝、淘特、淘菜菜的用户年均购买天数为只使用淘宝用户的1.8倍。年交易订单量同比增长超290%，M2C工厂直供商品的年交易订单量达11亿单，农业产品年交易订单量达到1.8亿单。
- **组织优化后，海外产品有望进一步利用集团优势。**海外产品包括Lazada（东南亚市场）、速卖通、Trendyol（土耳其市场）、Daraz（巴基斯坦市场）等，截至2021年12月31日的12个月，海外年度活跃用户达3亿人，当季同比增加1600万人。除了享受东南亚等新兴市场红利，阿里本身在物流、技术和支付手段上具备强大的竞争优势，期待组织结构优化后协同效应进一步提高。

图表：阿里巴巴国内零售平台年活跃买家变化趋势（单位：百万人）



图表：淘特MAU正处于快速上升阶段（单位：万人）



数据来源：WIND，QUESTMOBILE，阿里巴巴2021年投资者日，东吴证券研究所

## 5.4 期待新零售、云计算业务贡献新增量，维持“买入”评级

### ■ 新零售业务重整再出发，供应端优势长期将逐渐凸显。

- 2021年3月，阿里整合内部多条社区团购业务后成立淘菜菜；而在2021年5月更是首次提出要将所有新增利润全部进行再投资，量级在数百亿元。在更多的资金和集团资源支持下，以淘菜菜等为代表的新零售业务迎来新的发展阶段。
- **2021年3月份以来淘菜菜增长势头迅猛。**淘菜菜基于商品力、履约力、渠道力、运营力四大核心能力建设，已完成商业基础设施布局。在截止2021年9月末的6个月内，淘菜菜区域分拨中心面积增长超过350%，2021年9月日均动销SKU数量相比2021年3月增长超过800%，2021年9月GMV相比2021年3月增长超过530%。

### ■ 云计算能力全球前三，2022年有望进一步享受国内数字化转型红利。

- 根据IDC 2020年报告，阿里云在全球公有云IaaS服务商中排名第三，仅次于亚马逊和微软。截至2021年9月30日的近3年，阿里云来自互联网企业客户的应收CAGR超过40%，来自传统行业企业客户的营收CAGR超过50%。我们认为阿里巴巴的云计算业务2022年开始将持续受益于数字经济、东数西算等政策，非互联网企业客户仍将驱动该业务收入进一步增长。

- **盈利预测与投资建议：**基于公司组织结构上的持续优化调整、对新业务大力投入，我们预计公司2022/2023/2024财年经调整EPS为6.2/7.9/9.0元，对应PE 14/11/10X。公司大规模投入虽然影响短期业绩，但是有助于构建长期壁垒，综合考虑公司业务成长、竞争优势与壁垒，我们认为公司当前估值水平具备较强的投资价值，维持公司“买入”评级。

哔哩哔哩（BILI.0）：游戏业务或将受益于版号重启，看好商业化潜力

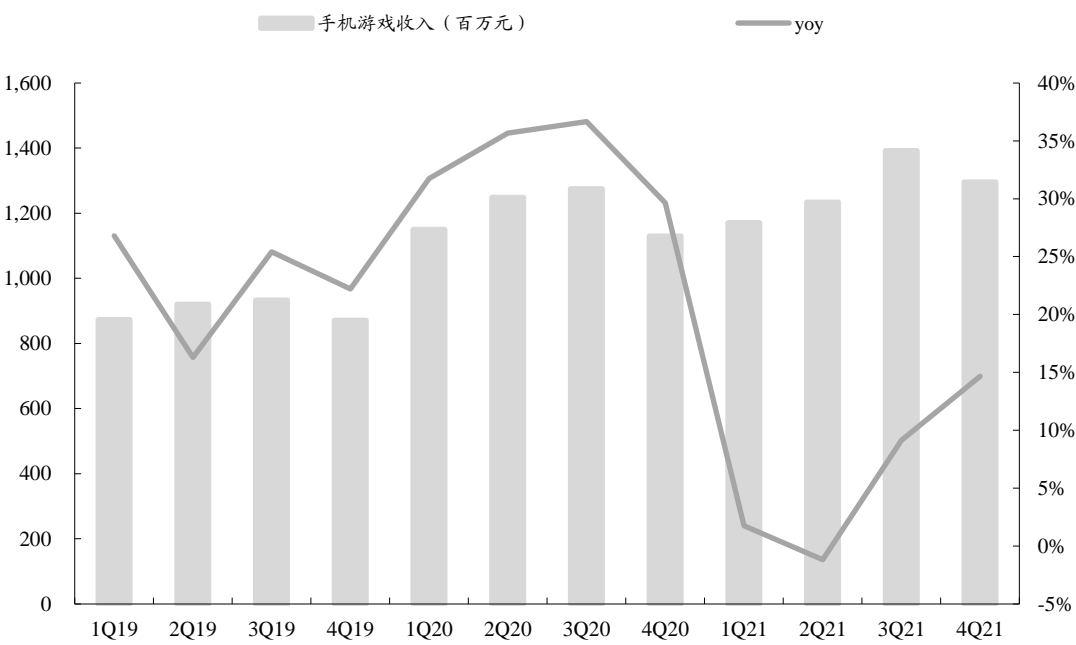
## 6.1 游戏：布局自研，游戏业务或将受益于版号重启

- “自研+代理+联运”新业务结构转型，持续发力自研游戏将为游戏业务带来增长动力。哔哩哔哩游戏产品包括自研、代理及联运产品，目前正持续布局自研游戏，2021年发布的16款新游中，自研游戏占6款，多为二次元风格。我们认为，自研游戏占比的上升将带动公司毛利率和现金流的增长。
- 公司游戏业务或将受益于版号重启。2021年游戏业务增速下滑主要系游戏流水下滑、联运游戏收入贡献减少以及新游延期，随着版号重启，2022年将有望进入产品释放周期，有效提振游戏业务收入。

图表：哔哩哔哩2021年新游发布情况（预约人数更新至2022.04.30）

游戏名称	研发商	版号情况	BILI平台预约人数
《宝石研物语：伊恩之石》	宝石研制作组	Y	69万
《斯露德》	bilibili游戏	Y	45万
《重构：阿塔提斯》	朱雀网络		51万
《大江湖之苍龙与白鸟》	薄暮工作室		24万
《代号：了不起的模拟器》	吉艾斯球工作室		26万
《伊苏：梦境交织的长夜》	bilibili游戏		23万
《代号：艾塔》	ETE GAME工作室		25万
《代号：夜莺》	bilibili游戏		22万
《代号C》	bilibili游戏		22万
《代号：依露希尔》	bilibili游戏		24万
《隐藏真探》	大鱼快游		17万
《小手电大派对》	嘉谊互娱		20万
《代号：红月》	洛斯特游戏		14万
《碳酸危机》	bilibili游戏		14万
《代号：绝世好武功》	幻魔寺游戏		9万
《暖雪》	烂泥工作室	Y	已上线

图表：哔哩哔哩手机游戏收入（百万元）及增速

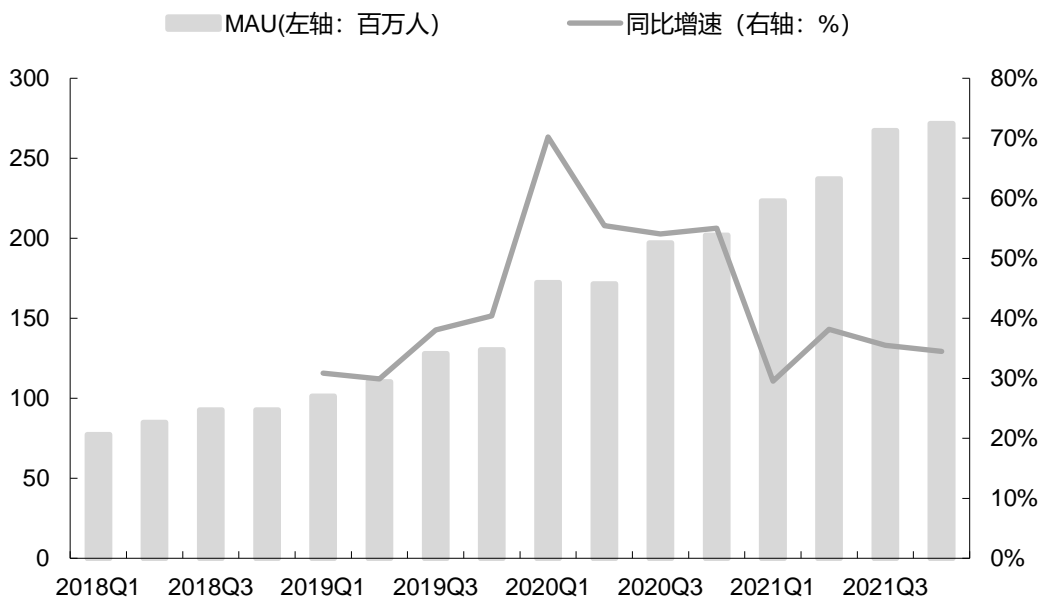


数据来源：公司公告，哔哩哔哩游戏中心，东吴证券研究所

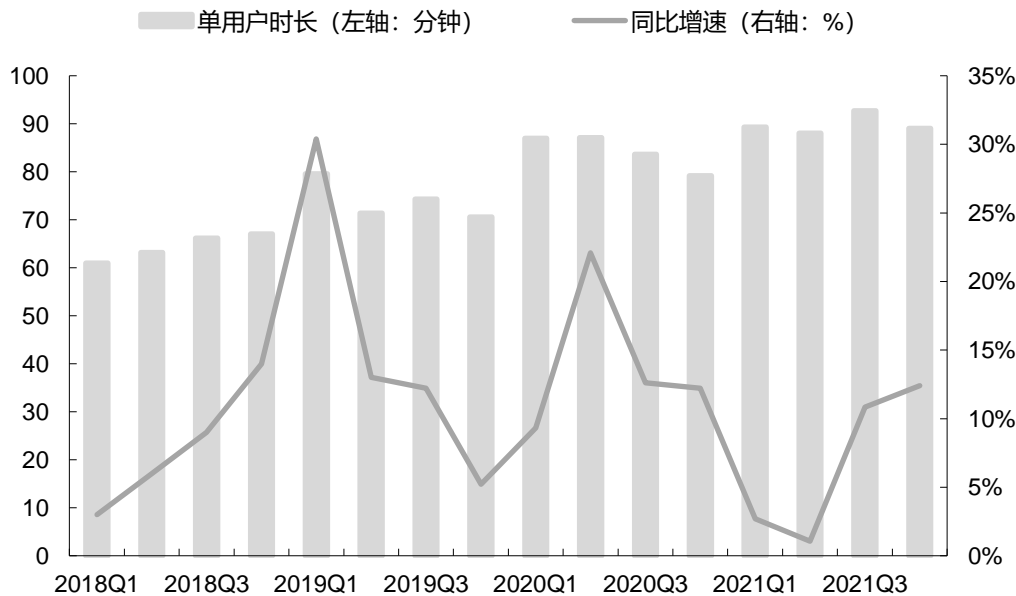
## 6.2广告：效果广告将是未来广告业务业绩增长的重心

- **效果广告将为未来广告业务业绩增长的重心。**哔哩哔哩广告类型主要包括效果广告、品牌硬广、花火平台、商单、招商5种类型。我们认为，受益于用户数及时长的增长、广告加载率的提升以及更精准算法下广告价格的提升，效果广告将是未来广告业务的主要驱动力。
- **此前强监管政策限制互联网广告推荐算法效率；后续政策趋于常态化将为广告业务带来确定性。**政策趋于常态化监管，为监管政策带来稳定性，公司能够根据政策更加有效的进行调整。我们认为，随着促进平台经济健康的政策逐渐细化，后续平台广告业务算法推荐逻辑将在合规前提下提升，拉动广告业务业绩提升。同时，游戏版号的放松也有望对细分行业广告投放产生积极影响。

图表：哔哩哔哩MAU（百万人）及同比增速



图表：哔哩哔哩单用户时长（分钟）及同比增速



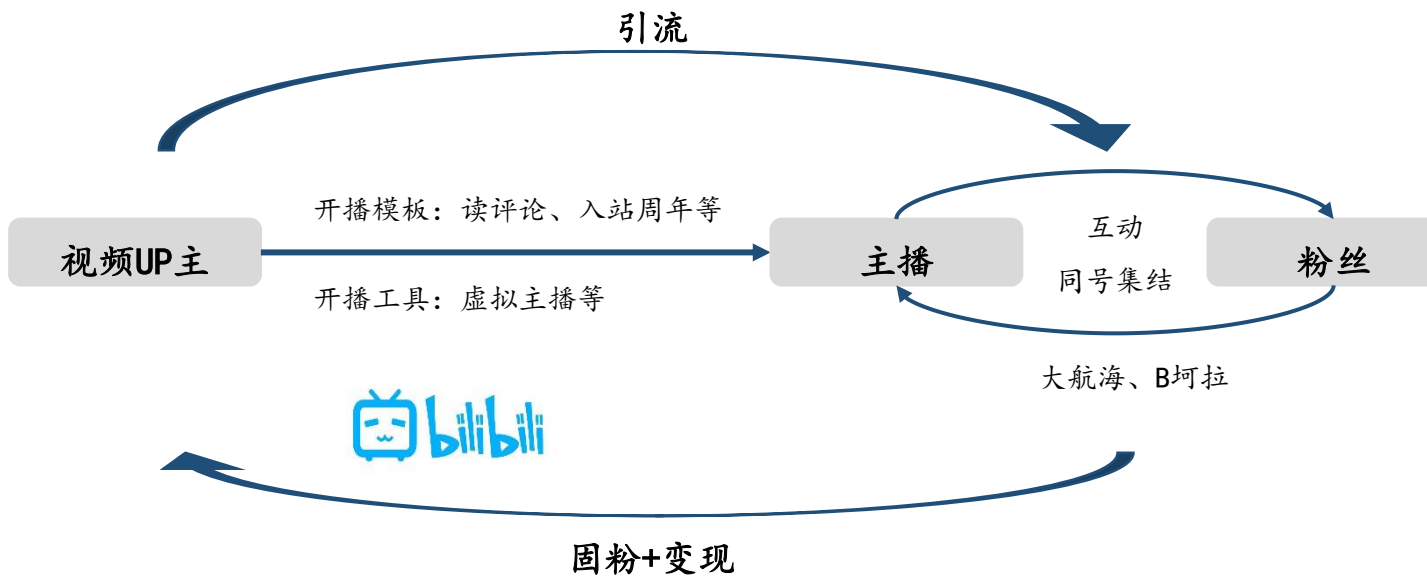
数据来源：公司公告，questmobile，东吴证券研究所



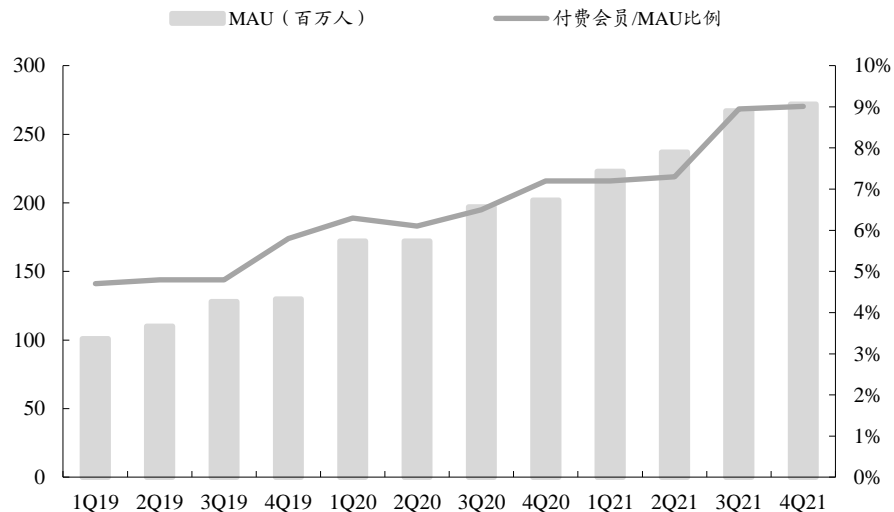
## 6.3直播及增值服务：内容生态的自然延伸，商业化想象空间大

- 内容生态的自然延伸，主播池与创作者重合度较高：
  - 哔哩哔哩直播业务通过视频引流，直播为视频UP主提高粉丝粘度，同时增加UP主变现渠道，从而实现正向循环。B站通过提供模板和开播工具支持，降低开播门槛，预计直播将成为UP主的必备技能，背靠多元化内容与粘性强用户社区，直播业务商业化想象空间大。
  - 公司OGV内容的质量和专属性是付费会员提升的核心驱动力。2021年以来公司加速海外优质番剧的引进和国内OGV内容的购买。除了传统强势的日本番剧外，公司出品的国创内容《时光代理人》《天官赐福》等优质作品在Netflix、Funimation等平台播出，覆盖200多个国家和地区；综艺及纪录片品类有所创新，出品的《去你家吃饭好么》《小小少年》《奇食记》等节目在播放量和口碑上都表现优秀。2021年，直播及增值服务收入69亿元，同比增长80%；截至4Q21，付费会员数达到2450万人，付费会员占比持续提升。

图表：直播和视频业务实现正循环



图表：哔哩哔哩MAU（百万人）及付费会员比例



## 6.4 哔哩哔哩：游戏业务或将受益于版号放松，看好商业化潜力

- **持续发力自研游戏将为业绩带来增长动力，游戏业务或将受益于版号重启。**哔哩哔哩目前正持续布局自研游戏，我们认为，自研游戏占比的上升将带动公司毛利率和现金流的增长。我们预计随着版号重启，2022年将进入产品释放周期，有效提振游戏业务收入。
- **效果广告将为未来广告业务业绩增长的重心。**哔哩哔哩广告类型主要包括效果广告、品牌硬广、花火平台、商单、招商5种类型。我们认为，受益于用户数及时长的增长、广告加载率的提升以及更精准的算法下广告价格的提升，效果广告将是未来广告业务的主要驱动力。
- **直播及增值服务：内容生态的自然延伸，商业化想象空间大。**哔哩哔哩直播业务通过视频引流，直播为视频UP主提高粉丝粘度，同时增加UP主变现渠道，从而实现正向循环。B站通过提供模板和开播工具支持，降低开播门槛，预计直播将成为UP主的必备技能，背靠多元化内容与粘性强用户社区，直播业务商业化想象空间大。
- **盈利预测与投资建议：**短期来看，在线视频行业将温和受益于局部疫情带来的宅家红利，但各行业广告主预算投放、结算等或将负面影响相关公司业绩。我们预计 2022-2024年EPS分别为-20.56/-14.37/-4.35元，当前估值对应2022-2024年PS 为2.39/1.83/1.51X。建议关注广告需求的复苏，以及游戏版号发放对细分行业广告需求的影响，维持“买入”评级。

京东集团-SW (9618.HK)：持续拓展下沉市场，品类结构改善推动业绩增长

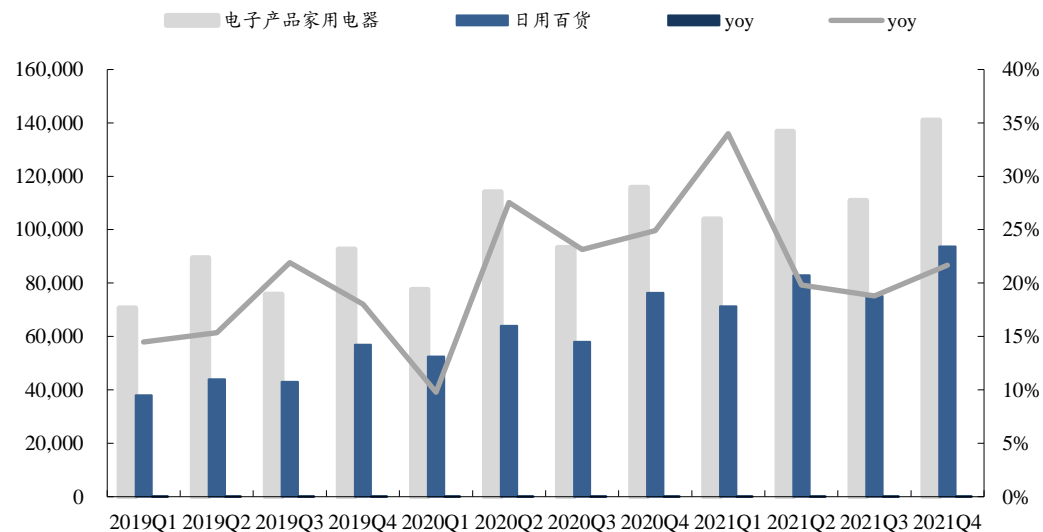
## 7.1 零售业务：品类结构改善为主线，趋稳政策助力品牌回归

■ 零售业务扩品类成效显著，日用百货品类占比提升将成为零售业务业绩主要驱动力：

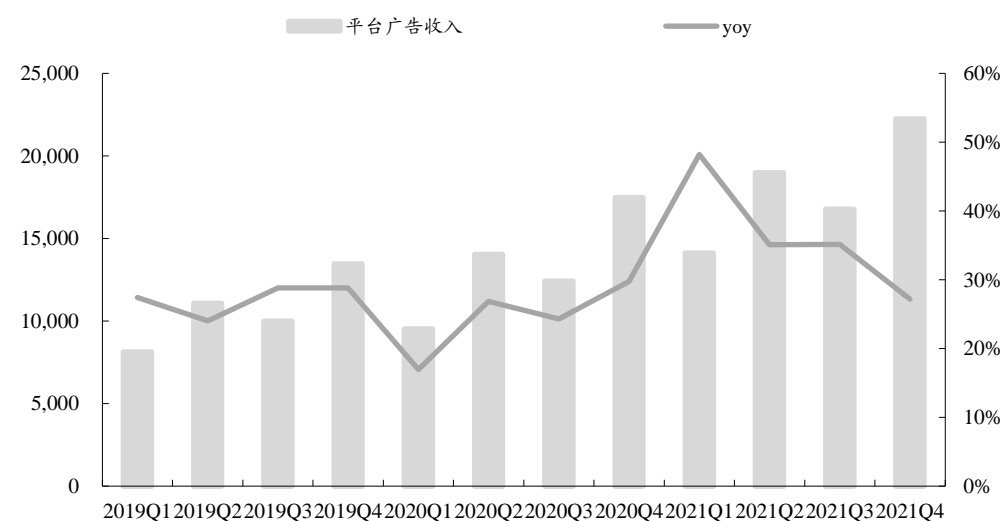
- 强履约能力助力京东线上商超形象树立，增强快消品消费者的心智。这一定程度上助力京东品类向日用百货等低频高价单品渗透。
- 品类结构改善为自营业务带来增量空间。京东自营业务品类从以低频高价的3C产品为主逐渐转向高频低价的百货商品。当前，公司一些日用百货品类渗透率仍较低，总体来看，未来日用百货品类渗透率的提升有望为公司自营业务带来增量空间。
- 受益于高佣金品类占比提升，平台广告业务同比高增。日用消费品、服装等高佣金率的品类增速提升驱动广告业务增长。

■ 趋稳政策助力品牌回归。此前政策对“二选一”行为进行监管，推动由于二选一规则离开京东的品牌及商户回归京东；我们认为，未来稳定的常态化监管依然将助力行业健康发展，京东商户及品牌数量将能够健康增长。

图表：京东商品销售收入构成（百万元）及增速



图表：京东广告收入（百万元）及增速



数据来源：公司公告，questmobile，东吴证券研究所

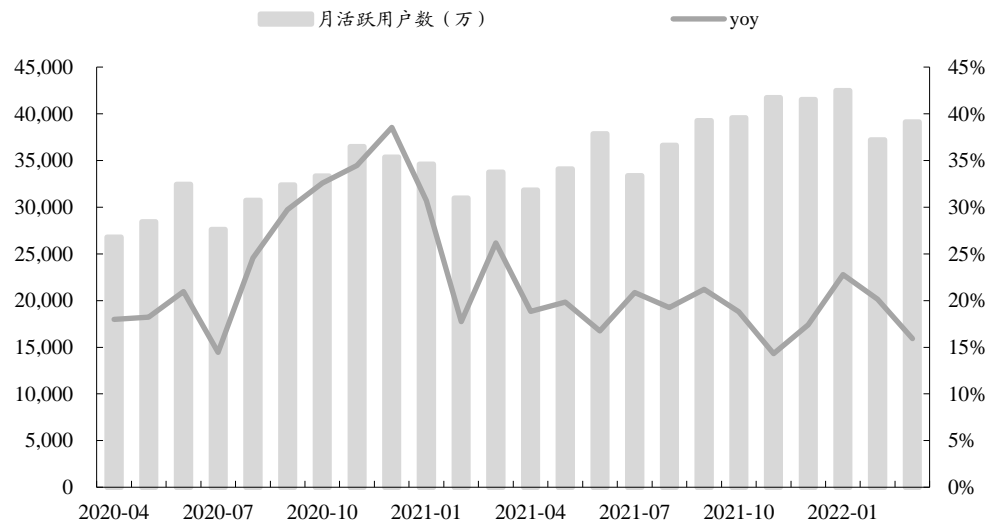
## 7.2 物流及新业务：战略布局重要环节，扩充供需两端结构

■ 京东强大的供应链能力为零售业务提供竞争力，并为线下商家增长提供驱动力。

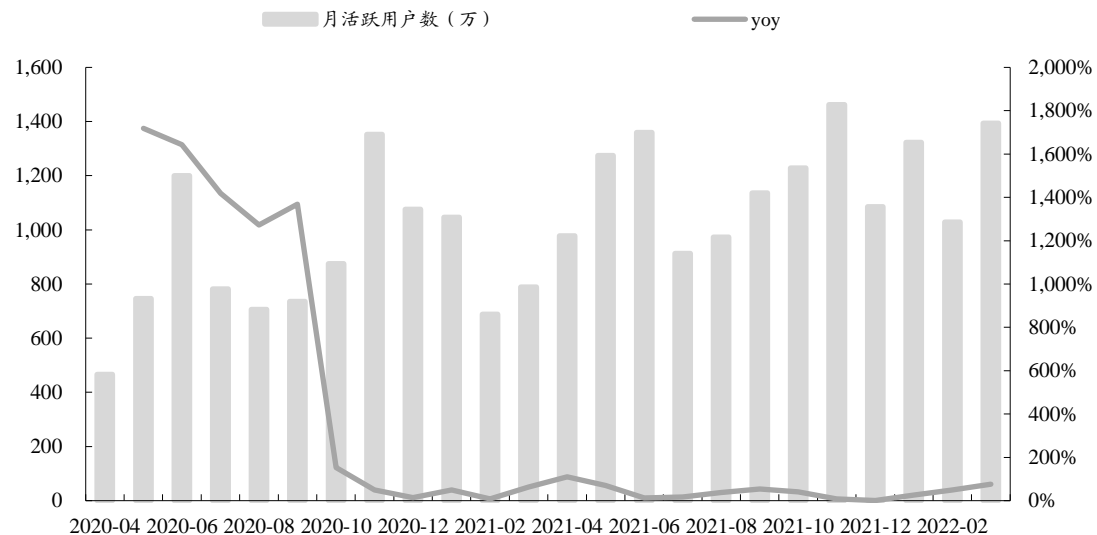
- 京东通过自建物流改善消费者消费体验，有效满足消费者购买3C产品的售后及物流需求，强化消费者心智，提升消费者粘性。
- 另一方面，京东强大的物流体系所支撑的供应链能力也为其布局大商超及即时零售领域打下基础，带动线下商家的增长。

■ 依靠新业务打开下沉市场，带动用户规模提升。新业务方面主要包括京东产发、京喜、海外业务及技术创新。京东通过布局京喜打开下沉市场，为其用户规模增长带来动力。根据questmobile，2022年3月，受益于对下沉市场的扩充，京喜月活跃用户数同比大幅增长76.7%，达1394万人；京东月活跃用户数同比增长15.9%，达3.91亿人。

图表：京东月活跃用户数（万人）及增速



图表：京喜月活跃用户数（万人）及增速



数据来源：公司公告，questmobile，东吴证券研究所

## 7.3 京东：持续拓展下沉市场，品类结构改善推动业绩增长

- **日百品类未来仍将继续扩充，电子家电专卖店下沉打入低线市场：**2021Q4 商品销售收入 2,347 亿元，同比增长 22.1%。公司通过 O2O、供应链赋能、全渠道营销等模式，全渠道业务已覆盖了快消品、电脑数码、通讯、家电、健康、服饰、居家、生活服务、汽车等行业的数百万实体商家。商品销售收入中电子产品及家用电器净收入1,409 亿元，同比增长 21.7%；日用百货商品销售收入为 937 亿元，同比增长 22.7%。公司自营业务扩品类成效显著，从低频、大体积的带电品类转向高频低客单价的百货商品。
- **服务收入为公司商品销售增长重要支撑：**2021Q4 服务及其他收入中，平台及广告服务收入 222 亿元，同比增长 27.2%；物流及其他服务收入190 亿元，同比增长 29.7%。公司广告收入增长速度超越自营业务增长，主要是因为日用消费品、服装等高佣金率的品类增速提升。得益于公司履约能力的支持，京东快消品的消费者的心智得到明显增强，开始占据消费者心中第一大商超的形象。
- **用户增长稳健，活跃度持续提升：**2021Q4 京东活跃用户数达 5.70 亿，同比增长 20.7%，新增活跃用户 1,750 万，其中 70% 来自于下沉市场。
- **盈利预测与投资建议：**公司对新业务的持续投入虽短期影响到公司业绩，但将构筑越来越强的竞争优势。我们2022-2024 年经调整EPS为6.5/10.3/15.2元，对应 PE 分别为35/22/15倍。持续看好公司品类扩充拉升1p业务业绩，提升3p业务佣金率；同时常态化监管也将助力商家及品牌数健康增长，我们维持公司“买入”评级。



## 8. 政策底部或已现，建议加大互联网板块配置

■ 我们认为互联网行业政策底部更加明确，重视行业估值修复弹性，建议加大板块配置。

- （1）互联网行业监管正逐渐回归常态化。我们前期游戏行业点评中强调，游戏行业重启版号在一定程度上预示着互联网行业监管将回归常态。相对于此前两次措辞（2021年8月30日的“初见成效”及2021年12月10日的“取得重要成效”），本次政治局会议措辞更加积极，是自互联网行业监管以来，首次在经济领域最高层级会议上提出要出台支持平台经济规范健康发展的具体措施，我们认为这将极大的稳定投资人对于行业长期发展及建立核心竞争力的信心。
- （2）虽然2022Q1互联网及传媒企业普遍受到疫情因素影响，导致生产及广告、电商等主要商业化业务受到影响，且影响延续至4月。但随着上海疫情逐步好转，北京疫情有效控制，我们认为行业最差的时候已经过去，后续政策发力及业绩改善值得期待。
- （3）行业估值具有安全边际。虽然2022年基本面受到疫情因素影响，但考虑到企业经营稳态的利润，当前行业主要头部企业估值已经普遍具有较强安全边际，处于历史最低估值区间。短期建议重点关注龙头企业引领估值修复的机会，长期来看我们建议系统性加大对于传媒互联网板块的配置。

## 8. 核心公司推荐

- 港股互联网板块前期受到政策监管及疫情影响较为明显，后期有望引领估值修复，推荐：美团-w、腾讯控股、快手-w、阿里巴巴-sw、哔哩哔哩、京东集团-sw等。
- A股传媒互联网方面，推荐：分众传媒（成本控制成效显著，疫情影响最差时点已过）、芒果超媒（前期内容调整逐步完成，2022年二季度头部内容储备充裕，业绩拐点确定）；游戏板块维持前期推荐观点，推荐三七互娱、吉比特、完美世界、姚记科技等。

图表：推荐公司盈利预测及估值

代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
3690. HK	美团-W	9,038	-235	-82	107	173	N. A.	N. A.	84	52
0700. HK	腾讯控股	30,834	1,238	1,387	1,609	1,928	N. A.	22	19	16
1024. HK	快手-W	2,421	-189	-99	-3.12	31	N. A.	N. A.	N. A.	77
9988. HK	阿里巴巴-SW	18,821	1,720	1,338	1,718	1,961	11	14	11	10
BILI. O	哔哩哔哩	666	-68	-80	-56	-17	N. A.	N. A.	N. A.	N. A.
9618. HK	京东集团-SW	7,013	172	202	319	474	41	35	22	15
002027. SZ	分众传媒	842	61	59	74	86	14	14	11	10
300413. SZ	芒果超媒	670	21	25	30	34	32	27	22	19
002555. SZ	三七互娱	536	29	34	40	48	19	16	13	11
603444. SH	吉比特	243	15	18	22	25	17	14	11	10
002624. SZ	完美世界	287	4	19	22	25	78	15	13	12
002605. SZ	姚记科技	59	6	7	8	9	10	9	7	7

## 9. 风险提示

- 市场监管风险：政策监管变化可能对行业产生不利影响。
- 互联网平台新业务亏损风险：社区团购、新零售等新兴业务需要较大资金投入，若持续亏损可能带来公司现金流风险。
- 疫情扩散超预期风险：疫情反复影响宏观经济，从而对行业产生不利影响。
- 细分领域竞争风险：短视频、电商等领域竞争加剧可能对主要公司带来不利影响。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街5号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

# 东吴证券 财富家园