

# 平台经济的新增长

传媒互联网团队 首席分析师：赵琳

SAC NO: S1120520040003

传媒互联网团队 分析师：李钊

SAC NO: S1120522010001



2022年11月2日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

 证券研究报告

# 目录

---

- 01 政策分析：监管步入常态化，不确定性减弱
- 02 行业趋势：降本增效，聚焦主业，扬帆出海
- 03 重点标的推荐：腾讯、美团、网易
- 04 风险提示

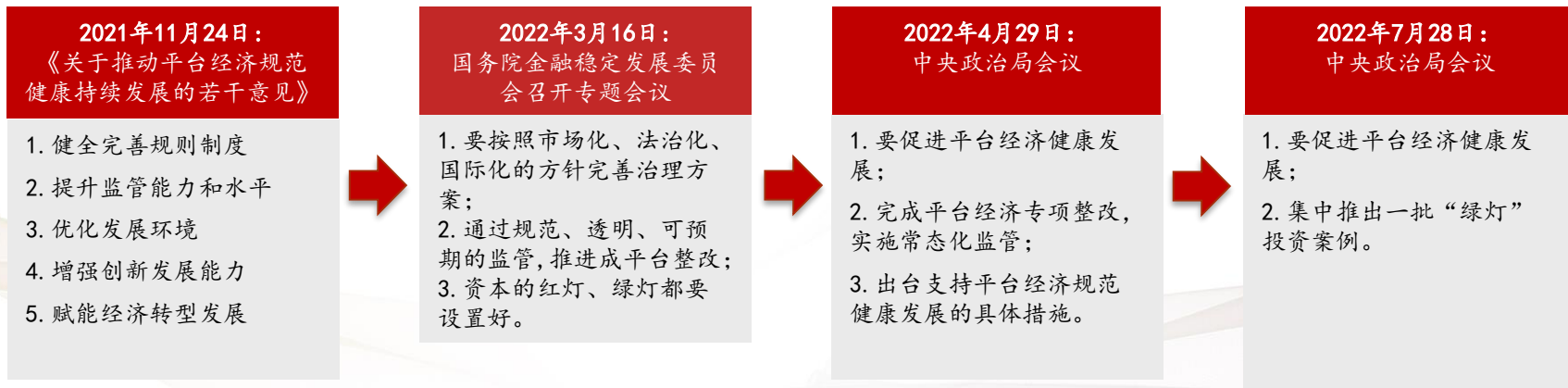


01 政策分析：  
平台经济监管步入常态化阶段，不  
确定性减弱

### ■ 监管态度趋向积极，重点领域亮“绿灯”

步入2022年，平台经济企业竞争秩序得到明显改善，国家对资本的态度由强调“防止资本无序扩张”转向“发挥资本积极作用”，并强调集中推出一批“绿灯”投资案例，完善正负面清单管理制度，为资本的有序扩张创造条件。

图：平台经济监管相关表述趋向积极



### ■ 步入常态化阶段后，整改陆续落地，不确定因素减弱

#### 版号停发，行业防沉迷整改：

2021年8月，为配合未成年人保护整改工作，监管部门要求市场产品及待审批新游全面接入防沉迷系统，版号审批暂停。

游戏厂商全面接入防沉迷系统

1, 2022年4月，游戏版号恢复发放，每月发放数量分别为 45→60→67→69→73，相比停发前数量收窄，更加强调精品原创及正确价值导向。

2, 2022年6月，新版号信息透露“属地审批”制度处于推进流程中，上海、北京、浙江、海南等城市为试点地区。

3, 2022年9月，网易及腾讯重获版号。

#### 滴滴涉嫌过度收集用户信息，危害国家安全：

2021年7月，网络安全审查办公室按照《网络安全审查办法》对滴滴公司实施网络安全审查。

时隔一年处罚落地

2022年7月，网信办依据《网络安全法》《数据安全法》《个人信息保护法》《行政处罚法》等法律法规，对滴滴处人民币80.26亿元罚款。

#### SEC再提《外国公司问责法》，中概股面临全面摘牌：

2021年3月，依托《外国公司问责法案》，SEC将5家在美上市的中国公司认定为有退市风险的“相关发行人”，要求中概企业提供额外信息披露。

有关部门积极斡旋

2022年8月，中国证监会、财政部正式宣布与PCAOB签署审计监管合作协议，并明确将于近期启动相关合作。结合此前国有能源及险企联合宣布退市，预计国有中概企业将回流至港股或A股国际板，其余企业退市风险显著减弱。





## ■ 常态化监管的基本内涵：

- (1) 政策导向：以鼓励和促进平台经济的发展为主基调，政策的积极性和包容性增强。
- (2) 底层建设：法律法规及相关细则陆续出台，适应新阶段的监管机制逐步确立，监管和执法转向规范、透明、可预期。
- (3) 政企关系：重点企业形成与有关部门的定期汇报对接机制，监管机制、行业监督机制、企业自查机制实现统一。

## ■ 常态化监管的基本框架：





02

行业趋势：  
降本增效，聚焦主业，扬帆出海

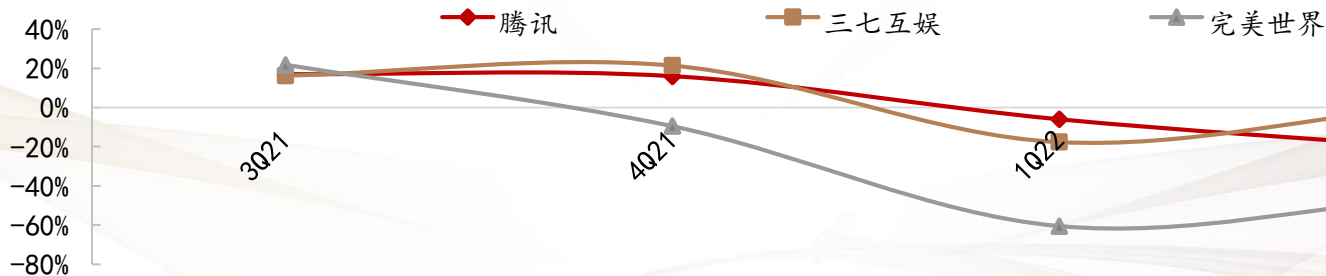


### ■ 行业增速放缓，存量时代，行业转向追求增长质量：

(1) 行业逆风，增长承压：1) 互联网人口红利见顶，渗透率达到高位，网民数量为10.51亿，互联网普及率达74.4%；2) ST数据显示3Q22消费者移动端支出同比下滑 4.8%，其中游戏行业增速放缓最为显著，3Q22中国游戏市场实际销售收入同比下降19.13%，全球手游市场营收同比下降12.7%。

(2) 降本增效，追求效益：1) 费用端：重点互联网企业关注营销ROI及人效比，预计后续管理费用及销售费用将得到有力控制；2) 成本端：企业全面转向以UE为考核指标，严格控制产品数量，优化冗余业务线，3Q22移动游戏产品停运数量较上季度明显增多，环比增长88.9%，其中88%属于腾讯，美团零售及抖音本地开城点位亦有显著收缩。

图：3Q21-2Q22，腾讯、三七及完美世界营销费用同比增长率显著下降



■ 反垄断监管常态化背景下，平台企业“资本换生态”打法成为历史：

(1) **体量收缩**：腾讯、阿里、美团、B站等曾大规模对外投资企业均显著放缓或停止对外投资节奏，其中阿里已基本完成对传媒公司投资的清退，腾讯正陆续减持此前对上市企业的投资、快速退出此前的战投项目。

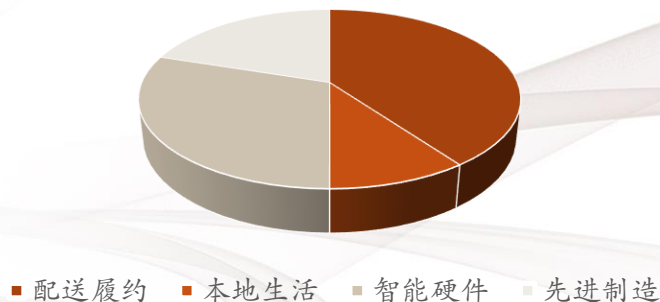
(2) **聚焦主业**：平台企业投资行业从“无边界”转向“协同主业”，投资重点围绕自身业务展开，如腾讯进入2022年以来重点投资海外游戏厂商及SaaS厂商，美团以对外投资餐饮及配送相关项目为主线。

(3) **支持创新**：平台企业积极配合监管倡导，发挥资本对前沿科技创新的支持作用，芯片、机器人、人工智能等硬科技行业成为另一投资重点。

图：2021至今腾讯、美团及B站投资事件显著减少



图：2022以来美团投资项目行业构成



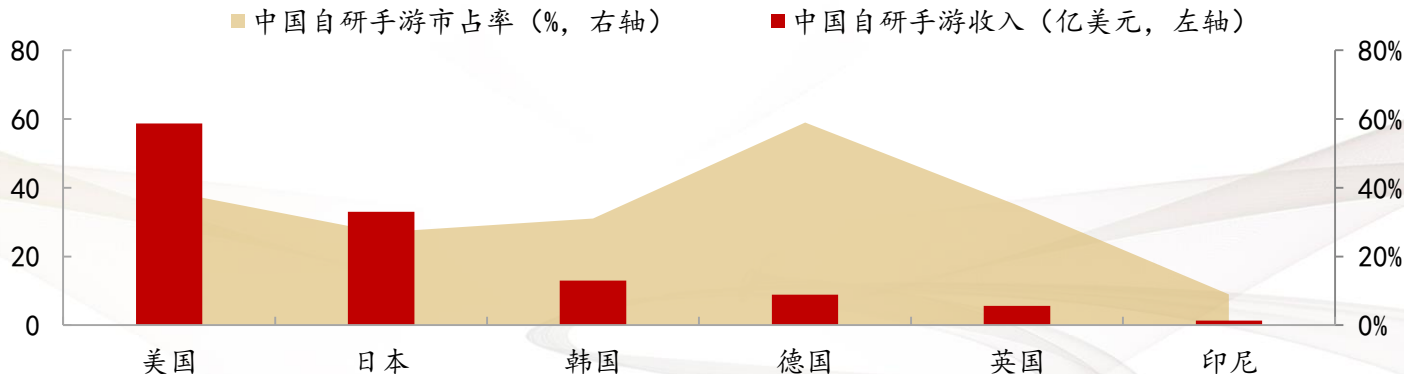
■ 大会再提“增强中华文化传播力影响力”，文化出海持续推进，重点关注内容及电商进展：

(1) **游戏**：中国出海手游收入占比不断提升，《原神》《PUBG M》等游戏长期占据全球手游收入榜前三位，腾讯、网易、米哈游、三七互娱等具备出海先发经验的厂商已基本确立赛道与地区优势。

(2) **短视频**：截至9M22，TikTok蝉联全球移动应用（非游戏）下载榜及季度营收榜冠军，快手亦蓄力出海南美。

(3) **电商**：截至3M22，希音已赶超亚马逊成为全球下载量最高的购物APP；抖音电商已进入九国，美团成立国际业务线，计划于中国香港试点外卖业务。

图：截至9M22，中国自研手游各国累计收入及市占率





### 03 重点推荐标的

### 3.1 腾讯：降本增效进行时，业绩修复有支撑

■ **重点关注两大业绩驱动：**

➢ **1) 游戏：**

- **头部产品基本盘保持稳定，新游上线将驱动流水增长。**公司管线内储备丰富，其中开放世界生存手游《黎明觉醒》流水对标《和平精英》，我们预估上线首月贡献20亿元，国内市场年化流水有望破百亿元，**若4Q22上线，业绩将于1H23兑现，带来15%-20%增量。**
- **发力南美市场，出海三条主线稳步推进：**1) 支持投资版图中海外公司发布新作；2) 推动国内产品出海，如《幻塔》海外首月流水破四亿元；3) 积极收购游戏工作室，扩大爆款变现可能性。

表：3Q21A-3Q22E游戏收入及增速预测

	3Q21A	4Q21A	1Q22A	2Q22A	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E
国内游戏 (亿元)	366	296	330	318	333	302	380	382
YoY (%)	5%	1%	-1%	-1%	-1%	1%	15%	20%
海外游戏 (亿元)	113	132	106	107	112	137	122	123
YoY (%)	28%	34%	4%	-1%	-1%	4%	15%	15%

■ **重点关注两大业绩驱动：**

➤ **2) 广告收入：**

- **视频号：**2022年7月微信推出视频号信息流广告，目前视频号已开启自助投放，招商力度扩大，预计Q4开始收益随视频号生态完善逐步兑现。
- **小游戏：**小游戏在微信朋友圈的平均 CPM 已经超过手游APP，1H2022参与买量的小游戏数量环比增400%。《羊了个羊》爆火验证微信游戏社交标签对游戏热度的催化能力，预计IAA类小游戏广告分成将持续推高微信广告收入。

图：2 3Q21A-3Q22E 视频号信息流广告收入预测

	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E
DAU (亿人)	3	3.2	3.3	3.5
单用户使用时长 (分钟)	45	50	50	50
短视频观看时长占比	65%	63%	59%	59%
单内容平均时长 (分钟)	0.83	0.83	0.83	0.83
短视频日均VV (亿)	105.72	121.45	117.29	124.40
广告加载率	1%	5%	6%	8%
日均信息流广告VV (亿)	1.06	6.07	7.04	9.95
CPM (元)	35	35	35	35
平台日均广告收入 (亿元)	0.04	0.21	0.25	0.35
平台季度广告收入 (亿元)	3	19	22	31

- **以销售成本、人员薪酬为控费抓手，驱动利润修复：**
  - **销售费用：** Q2同比下降20.78%，占收入比重5.92%，同比变动-1.32pct，预计销售成本管控趋势将持续。
  - **管理费用：** 公司大幅精简团队、降低人员薪酬开支，2Q22公司员工环比减少5498名；员工人均月薪环比下降900元。由于优化人员一次性支出成本较高，202Q22减员收效并不突出，预计未来管理费用将进一步下挫。
  - **研发支出：** 考虑到公司对内容及云业务的投入，研发支出预计未来仍将维持正增长。

表： 3Q21A-3Q22E三大费用及预测

	3Q21A	4Q21A	1Q22A	2Q22A	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E
销售费用 (亿元)	104	116	81	79	83	105	77	79
YoY (%)	17%	16%	-6%	-21%	-20%	-10%	-5%	-1%
<b>销售费用率 (%)</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>
管理费用 (亿元)	101	104	113	112	81	98	90	107
YoY (%)	40%	20%	47%	14%	-20%	-5%	-20%	-5%
<b>管理费用率 (%)</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>
研发费用 (亿元)	137	140	154	150	158	168	185	173
YoY (%)	38%	26%	36%	17%	15%	20%	20%	15%
<b>研发费用率 (%)</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>



#### ■ 3Q22前瞻：

- 结合业绩修复驱动及降本增效趋势，我们预测**3Q22-2Q23**公司实现收入**1412/1507/1487/1496**亿元，毛利率为**44%/44% / 44% / 46%**，经调整归母净利润为**297/ 264/ 309/332**亿元；调整2022-2024年营收预测5878/6797/7593亿元至5605/6479/7033亿元，调整归母净利润预测1334/1656/1957亿元至1089/1656/1957亿元，对应EPS由13.87/17.21/20.35调整至11.33/17.23/20.37元，参考2022年10月28日200.8港元/股收盘价，人民币港元汇率为1.08，PE 分别为20/13/11倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：疫情扰动移动支付业务风险；新游流水不及预期风险；政策风险。

表： 3Q21A-3Q22E公司盈利状况及预测

	3Q21A	4Q21A	1Q22A	2Q22A	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E
营业收入 (亿元)	1424	1442	1355	1340	1,412	1,507	1,487	1,496
YoY (%)	14%	38%	0%	-3%	-1%	5%	10%	12%
毛利润 (亿元)	627	578	571	579	620	635	660	690
毛利率 (%)	45%	44%	42%	42%	44%	44%	44%	46%
归母净利润 (亿元)	318	249	255	281	297	264	309	332
YoY (%)	-2%	-25%	-22.87%	-17.33%	-6%	6%	21%	18%

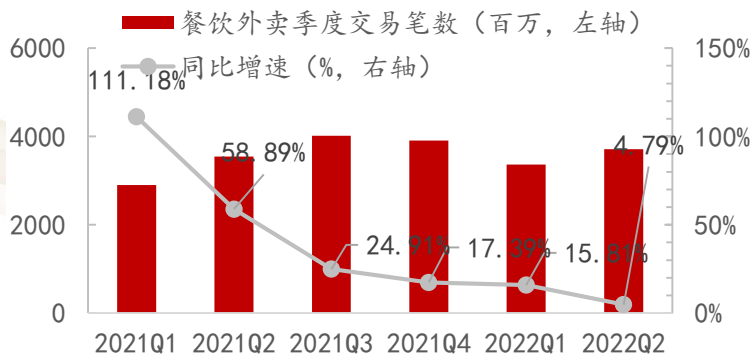
■ **本地生活壁垒稳固，格局难被撼动：**

➤ **1) 到家：**

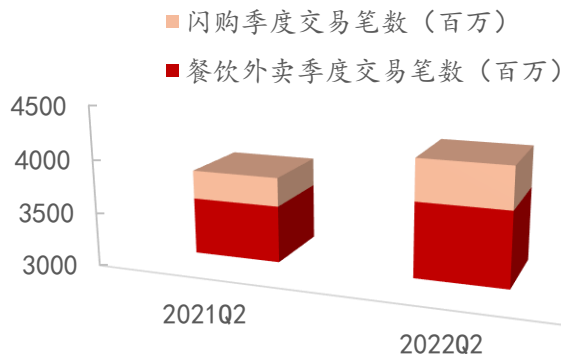
➤ **①核心外卖业务：**日均交易笔数同比增长4.79%至4078万，高频用户贡献订单量占比提升、疫情催化下更多品牌餐厅开通外送服务，用户粘性 & 客单价迎来双增长，预计后续UE模型仍有优化空间。

➤ **②闪购业务：**进入高质量成长车道，日均交易笔数同比增长43.49%至430万，接近2025年千万订单目标一半，用户数及下单频次双增长，疫情管控下部分城市需求激增，刺激客单价走高。

表：1Q21-2Q22美团外卖订单情况



表：1Q21-2Q22外卖及闪购订单情况



■ **本地生活壁垒稳固，格局难被撼动：**

➢ **2) 到店：**

➢ **竞争对手入局，未受明显冲击：**2020年后抖音、京东、高德陆续入局到店，但美团在商户规模及用户主动搜索心智上均具备较高壁垒，短期内难以被撼动；强敌抖音与美团存在内容、流量及变现端的禀赋差异，预计将成为头部品牌及新开商户的重点营销渠道，流量占比6%，难以取代专业平台美团成为线上运营主阵地。

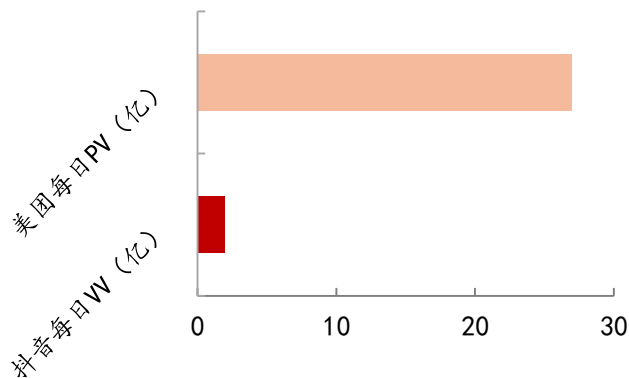
➢ **疫情扰动下到店业务收入下滑，看好2H22及1H23快速修复：**疫情管控影响，到店及酒旅业务收入下滑。公司持续优化服务供给，拓展户外、宠物、健身等到店新品类，不断提升高星酒店占比，三季度疫情管控缓和后有望迎来业绩复苏。

表：抖音到店每日点击VV量测算

	保守	中性	乐观
DAU (亿人)	4	4	4
使用时长 (分)	104	104	104
单条内容时长 (秒)	20	20	20
单日VV总额 (亿)	1248	1248	1248
到店占比	4%	6%	8%
单日到店VV (亿)	50	75	100
点击转化率	2%	3%	5%
单日到店点击VV (亿)	1	2	5

测算

表：美团到店流量高于抖音到店



■ **新业务亏损收窄，高质量增长战略收效显著：**

➢ **2Q22公司新业务实现营收141.59亿元，同比提升40.69%，经营亏损率缩窄至-47.95%，同比减少39.34pct。**

➢ **1) 美团优选：**专注提升运营效率，整合多日达电商条线，加强直采和全国集采，提高供应链效率，优化产品定价、SKU及仓储链条，保障用户日用刚需品类本地供给；

➢ **2) 美团买菜：**疫情管控下交易用户数和订单量均创新高，用户即时生鲜消费习惯进一步加深，聚焦高线城市，UE有望持续改善。

■ **3Q22前瞻：**

➢ **我们预测3Q22-2Q23公司实现收入524/548/550/597亿元，实现经营利润-25/-3/29/35亿元，经营利润率为-5%/-1%/5%/6%；**据此调整2022-2024年营收预测2101/2802/3300亿元至2046/2802/3300亿元，调整归母净利润预测-82/57/110亿元至-52/57/110亿元，对应EPS由-1.32/0.92/1.78元调整至-0.84/0.92/1.78元，参考2022年10月28日121.8港元/股收盘价，人民币港元汇率为1.00，~~P/E~~分别为-145/133/68倍，维持“买入”评级。

➢ **风险提示：**疫情扰动零售及到店业务风险；业绩增长不及预期风险；政策风险。

## 3.2 美团：本地生活强壁垒，零售业务拓空间

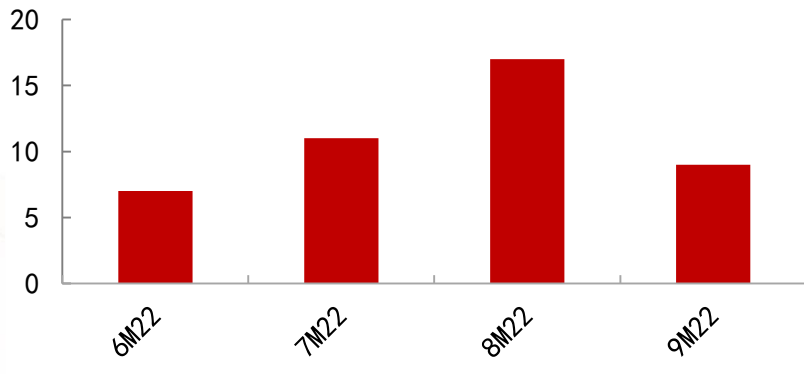
表：3Q21A-3Q22E公司盈利状况及预测

	1Q22A	2Q22A	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E
<b>本地核心商业 (亿元, %)</b>						
外卖						
收入	242	268	259	258	239	270
YoY	17%	9%	-2%	-1%	-1%	0%
经营利润率	7%	16%	7%	7%	7%	7%
闪购						
收入	24	41	25	28	36	41
YoY	51%	110%	18%	28%	51%	-1%
经营利润率	-15%	30%	-1%	3%	3%	3%
到店+酒旅						
收入	78	58	96	114	124	133
yoy			11%	31%	59%	129%
经营利润率	45%	46%	46%	46%	46%	46%
<b>新业务 (亿元, %)</b>						
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23
收入	121	142	145	148	151	154
QoQ		17%	2%	2%	2%	2%
经营利润	-85	-68	-87	-74	-45	-46
<b>合计</b>						
收入合计	464	510	524	548	550	597
YoY	25%	16%	7%	11%	18%	17%
经营利润合计	-38	14	-25	-3	29	35
经营利润率	-8%	3%	-5%	-1%	5%	6%

■ 游戏业务逆风增长，《暗黑》手游贡献业绩增量：

- ①公司核心游戏流水稳固：《梦幻西游》手游长期处于畅销榜头部，端游《永劫无间》销量破千万、电竞推动持续破圈。
- ②《暗黑》欧美市场表现优异：我们预计3Q22《暗黑》流水超30亿元，游戏收入增长25%，流水曲线稳健，看好以此为契机长线开拓欧美市场，有力增厚后续业绩。
- ③持续吸纳国际人才储备，长线布局3A大作：继蒙特利尔、北美、樱花、名越及草蜢工作室等陆续吸收多位大作制作人后，《战国Basara》系列制作人小林裕幸加入网易游戏，看好后续精品大作产出，加速国际化进程。

表：《暗黑》手游上线以来全球流水预估（单位：亿元）



- **云音乐**：“社区生态+独立音乐”差异化打法明确，社交娱乐业务处于高速成长期。平台注册独立音乐人持续增加，用户增长率及粘性指标显著增长，付费用户数及付费率等商业化指标亦在不断优化。
- **有道**：业务处于转型期，智能硬件新品上线。“双减”后有道发力素质教育及成人培训，核心品类已逐步孵化成熟，智能硬件领域，除核心产品词典销量稳健外，秋季发布会推出多款新硬件，看好后续增长潜力。

	1Q22A	2Q22A	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E
<b>游戏 (亿元, %)</b>						
收入	186	181	199	191	195	190
YoY	24%	15%	25%	10%	5%	5%
毛利率	65%	65%	65%	65%	65%	65%
<b>有道 (亿元, %)</b>						
收入	12	10	13	12	11	10
YoY	-8%	-23%	-10%	-10%	-5%	0%
毛利率	53%	43%	48%	50%	50%	50%
<b>云音乐 (亿元, %)</b>						
收入	21	22	23	23	23	24
YoY		29%	25%	20%	10%	10%
毛利率	12%	13%	15%	15%	16%	16%
<b>其他创新业务 (亿元, %)</b>						
收入	30	19	23	29	26	15
YoY	-29%	6%	10%	-25%	-15%	-20%
毛利率	23%	26%	26%	26%	26%	26%



- 我们参考游戏产品上线与流水情况，结合云音乐的稳定增长、有道业务的调整节奏，**预测3Q22-2Q23公司实现收入258/255/255/239亿元，毛利率保持稳定，经调整归母净利润为59/61/61/57亿元**；调整2022-2024年营收预测998/1146/1278亿元至981/1076/1168亿元，调整归母净利润预测184/223/253亿元至222/247/269亿元，对应EPS由5.60/6.80/7.71元调整至6.76/7.52/8.19元，参考2022年10月28日84.95港元/股收盘价，人民币港元汇率为1.08，PE 分别为20/18/16倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：游戏流水不及预期风险；疫情反复致硬件销售受阻风险。

表：3Q21A-3Q22E公司盈利状况及预测

	1Q22A	2Q22A	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E
<b>收入及利润合计（亿元，%）</b>						
收入合计（亿元）	236	232	258	255	255	239
YoY	15%	13%	16%	5%	8%	3%
毛利合计（亿元）	137	130	144	141	144	137
毛利率	58%	56%	56%	56%	56%	57%
Non-GAAP净利润（亿元）	50	54	59	61	61	57



## 04 风险提示

- 疫情反复风险；业绩不及预期风险；政策风险。

### 分析师与研究助理简介

赵琳：华西证券传媒行业首席，南开大学本硕。本科毕业后自愿到乡村学校长期支教后担任校长，期间获《中国教育报》头条头条关注报道。2017年硕士毕业后到新时代证券从事传媒行业研究，2019年加盟华西证券。

李钊：毕业于上海财经大学，曾任职于阳光私募研究部，2019年加盟华西证券。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。。  
本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。