

消费力带动行业稳增长，供给侧优化进入新周期

后疫情时代的投资逻辑之互联网

核心观点

- **流量端：全球互联网流量 2020 年以来均加速增长，线上消费生活为常态，加速行业进入成熟期。国内角度：**1) 疫情拉动 20 年用户重进高增阶段，根据 QM 中国移动互联网 MAU 年度新增 18-21 年分别为 4600/800/1900/1600 万用户。在用户和商户需求共同加速情况下，行业增长斜率增加。2) **短视频/购物/生活服务为时长占比和用户数提升速度最快的业态，用户增量来自商业交易相关场景（生活服务、移动购物、出行服务、办公商务等），时长增量来自新内容消费形式（根据极光大数据，从 4Q19 到 4Q21 短视频时长占比由 17.8% 提升至 32.3%）。****海外角度：**全球互联网用户数及使用时长在 2020-2021 年都出现了加速增长的情况。21/01 全球互联网同比新增用户为 3.4 亿，而 19/01 仅为 2.6 亿。
- **模式端：疫情加速平台商业模式多元化，国内领先进入履约端模式创新。国内角度：**一方面，内容型互联网平台商业化进程加速，以直播电商为代表疫情后实现高速增长；另一方面，交易型互联网平台商业模式迭代由前端流量延伸至后端履约，从远场电商进入近场电商。我们发现近两年各平台提升对履约重视程度，履约模式持续创新迭代。社区团购、前置仓、闪送/同城购等多模式更多满足消费者近场消费需求，业态更加多元化。**海外角度：**整体仍处流量端渗透率高速提升阶段，包括短视频、电商等。且电商仍处远场电商模式完善和升级阶段（电商平台与各类独立站、DTC 品牌均有所受益），相比中国，履约端未出现显著的变化。
- **疫情加速流量增长迅速扩大行业影响，行业加速进入成熟期，叠加疫情对线下实体经济冲击，国家对互联网平台监管关注度显著提升，注重管理规范及社会价值。结合政策，行业自身发展阶段，我们对国内互联网的思考如下：**1) **理性思考增长。**适应国家经济增长模式，从追求高速度到高质量、可持续发展，企业们会在进行当中调整动作，接受相对稳定的可持续性增长、以及对新业务发展更加理性；2) **政策约束加速行业供给侧改革，**长期供给收缩，整体无效供给减少，将会带来行业盈利稳定性提升；3) **互联网可取优势不变。**组织力、产品思维仍是行业优势。以及行业是长期消费增长的同步指标；4) **未来变化为长期结构性变化。**互联网经济过于头部化的行业格局将被改变，后续竞争格局应向各平台长期差异化共存方向演进，国内各细分领域企业，尤其非头部可凭借差异化的优势占据自身较为稳固的市场地位，产品差异化能力包括用户需求分类、消费分层、服务能力分层、基础能力差异化等。
- **产品全球出海为新增长点。**1) 互联网平台围绕文化和商业全面出海，加速提升国际竞争力，是国家政策的重要指引；2) 中国互联网出海，从工具型产品输出演化到产品/技术/商业模式输出。我们认为中国凭借互联网人口规模优势及需求统一化，高效迭代强于海外，已在移动互联网多方向产品端（包括技术+商业模式）形成多元化优势（尤其规模效应强的产品业态优势更为突出），可将优势业态输出海外，包括短视频/电商/游戏出海。基本流量池搭建完毕，未来 1-2 年重点在商业化上输出。

投资建议与投资标的

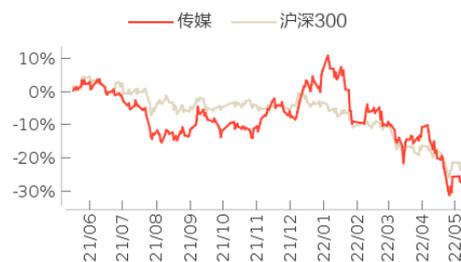
建议关注：主线一，国内角度：细分行业下企业们的核心能力也可体现在相对市占率稳定性角度。1) 各细分领域下的非 TOP1 但有核心差异能力的企业。快手-W(01024, 买入)、京东集团-SW(09618, 买入)、拼多多(PDD.O, 买入)、哔哩哔哩-SW(09626, 未评级)、芒果超媒(300413, 增持)等；2) 回归健康、稳步、规范化发展的第一梯队互联网平台：阿里巴巴-SW(09988, 买入)、美团-W(03690, 买入)、字节跳动（未上市）等；3) 仍有用户规模增长空间，可预期商业化价值逐步提升，BOSS 直聘(BZ.O, 买入)。**主线二，互联网全球出海。**短视频领域：Tiktok（字节跳动 未上市）、快手-W(01024, 买入)；电商领域：SEA(SE.N, 未评级)、Shein（未上市）；游戏领域：腾讯控股(00700, 买入)、网易-S(09999, 买入)、三七互娱(002555, 未评级)、完美世界(002624, 买入)、吉比特(603444, 未评级)。

风险提示 国际局势、疫情及宏观经济、政策、竞争格局、假设变动影响测算等风险

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

行业评级 看好（维持）

国家/地区 中国
行业 传媒行业
报告发布日期 2022 年 05 月 15 日



证券分析师

项雯倩 021-63325888*6128
xiangwenqian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020003
香港证监会牌照：BQP120

李雨琪 021-63325888-3023
liyujqi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520050001
香港证监会牌照：BQP135

吴丛露 wuconglu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520020003
香港证监会牌照：BQJ931

詹博 021-63325888*3209
zhanbo@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860521110001

崔凡平 021-63325888*6065
cuifanping@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860521050003

联系人

韩旭 hanxu3@orientsec.com.cn

目录

前言	5
一、疫情拉动全球线上渗透率加速提升	5
1.1 用户端:全球经历线上化率加速提升过程	5
1.1.1 国内: 疫情加速用户线上需求增加, 并促进商户数字化进程	5
1.1.2 全球: 疫情催化, 用户生活/工作线上化程度加速	9
1.2 平台商业模式多样化, 国内领先进入履约端模式创新	11
1.2.1 国内: 基础商业模式稳定发展, 履约端持续进化	11
1.2.2 海外: 电商渗透提升, 加速基础商业模式下各类创新	15
二、政府端关注度显著提升, 监管进入常态化阶段	18
2.1.1 行业整体角度: 规范化发展和健全监管机制是长期趋势	19
2.1.2 短视频行业: 多维度专项细则落地, 未来或常态化监管	20
2.1.3 游戏行业: 鼓励传播正能量, 强化出海	21
2.1.4 直播行业: 加强防沉迷、防过度打赏, 重点关注青少年保护	22
2.1.5 电商及本地生活行业: 广泛渗透居民消费场景, 政策介入重点针对公平有序, 稳定民生	24
2.1.6 新兴行业-社区团购: 疫情下发展早期即进入监管视野, 提前迈入精益化发展阶段	27
2.2 鼓励数字经济赋能实体, 向高科技方向发展	32
三、疫情催化全球互联网, 中国企业出海竞争力强大	34
3.1 互联网渗透率高位, 政策环境成熟稳定	34
3.2 消费互联网全球出海, 文化和商业输出	35
3.2.1 短视频: 全球绝对领先地位, Tiktok 占领流量高地	36
3.2.2 头部公司集群, 中国手游公司在全球市场已实现稳步扩张	38
3.2.3 电商: 成熟商业模式输出, 头部公司优势凸显	40
投资建议	44
风险提示	45

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图表目录

图 1: 中国移动互联网月活用户数 (百万) 及增速	5
图 2: 中国网民每周上网时长 (小时)	6
图 3: 各互联网行业 2020/2021 MAU 及人均月使用时长增量	6
图 4: 短视频时长占比在疫情期间快速提升 (%)	7
图 5: 短视频行业月活用户 (百万)	7
图 6: 短视频行业月人均时长 (h)	7
图 7: 抖音和快手的 GMV (亿元) 及占网上零售额的比例 (%)	8
图 8: 生活服务行业的月活用户数 (百万)	8
图 9: 美团和饿了么商家版 APP 的月活用户情况	8
图 10: 美团外卖占整体餐饮收入的比例加速提升	9
图 11: 2020 年电商渗透率加速提升	9
图 12: 全球 APP 下载量 (bn) 及同比增速	10
图 13: 全球互联网用户数 (百万) 及同比增幅	10
图 14: 全球各国互联网使用时长 (h)	10
图 15: 短视频平台 TikTok 的用户月均使用时长 (h)	10
图 16: 全球电商渗透率	10
图 17: 部分海外互联网上市公司的 MAU/DAU (百万) 及同比增幅	11
图 18: 中国直播电商规模	12
图 19: 中国 MCN 机构数量	12
图 20: 电商的商业模式近年来出现分化和差异化	12
图 21: 阿里巴巴新零售综合履约体系	13
图 22: 即时达、次日达、多日达等履约模式对比	14
图 23: 社区团购平台商品数 2021 年高增速	15
图 24: 叮咚买菜 (前置仓模式) 2020 年 GMV/收入高增速	15
图 25: 全球电商渗透率	15
图 26: 全球各国家电商渗透率	15
图 27: 全球主要电商平台 2020 GMV (bn USD) 情况以及 1H21 GMV 增速	16
图 28: shopify GMV 规模	16
图 29: shopify 服务商户数量	16
图 30: BNPL 市场规模趋势分析 (东南亚)	17
图 31: 主流电商及本地生活平台用户规模 (百万人)	24
图 32: 主流电商及本地生活平台 GMV 规模 (十亿元)	24
图 33: 全球各区域互联网渗透率 (2021)	34
图 34: FAAG 2017-2020 遭遇反垄断调查次数	35

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 35: FAAG 2017-2020 遭遇反垄断调查区域分布	35
图 36: 中国企业出海历程	35
图 37: TikTok 的用户数增长情况	36
图 38: 快手海外用户的增长情况	36
图 39: TikTok 的商业化进度	37
图 40: 全球手游市场规模 (亿美金)	38
图 41: 收入前十手游归属国家	38
图 42: 美国手游市场 top100 收入和中国厂商占比	39
图 43: 日本手游市场 top100 收入和中国厂商占比	39
图 44: 中国游戏本土市场收入 (亿人民币)	40
图 45: 中国游戏海外收入 (亿美金)	40
图 46: 电商出海空间	41
图 47: Shein 营收规模	41
图 48: Shein 移动及 PC 端总访问量	41
图 49: 海外电商流量场的迭代	42
图 50: SEA 收入结构	43
图 51: SEA 电商 GMV	43
表 1: 京东履约体系	13
表 2: 全球各互联网社交媒体平台开始推出电商功能	17
表 3: 中央政治局会议中有关互联网和平台经济的表述	19
表 4: 短视频平台领域的监管文件/行动	20
表 5: “十四五”规划第十八章「营造良好数字生态」与互联网平台经济相关内容节选	24
表 6: 《“十四五”数字经济发展规划》与互联网平台经济相关的政策摘录	25
表 7: “十四五”国家信息化规划「10 项重大任务」中与平台经济相关的内容	25
表 8: 在“建设网络强国”的核心思想领导下互联网领域相关法规和指导意见相继落地	25
表 9: 头部平台公司相应政策号召举措	27
表 10: 阶段 1-监管收紧阶段政策及执行回顾	30
表 11: 阶段 2-规范下发展政策及新闻回顾	31
表 12: 数字经济和互联网重要政策梳理	32
表 13: 主要互联网公司估值对比表 (更新于 2022 年 5 月 14 日)	45

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

前言

新冠疫情自 2020 年在全球爆发并延续至今，在很大程度上改变了人类的生活和工作方式，也对各产业造成了不同的影响和冲击，并逐步塑造新的社会格局。本次大流行还远未结束，但新旧产业的更替已经开始，后疫情时代如何进行投资成为不得不深刻思考的课题。在本系列研究中，我们以后疫情时代为着眼点对各行业进行深入分析，并展望相应的投资机遇与风险。

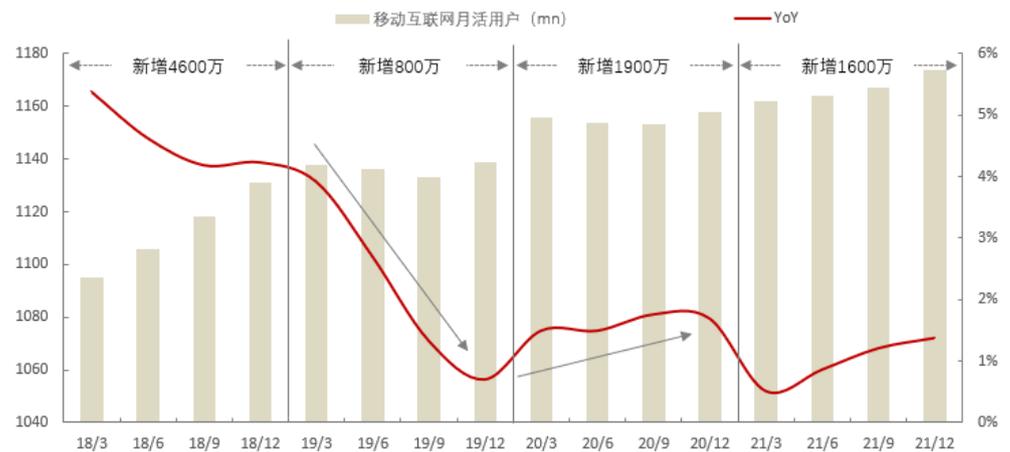
一、疫情拉动全球线上渗透率加速提升

1.1 用户端:全球经历线上化率加速提升过程

1.1.1 国内：疫情加速用户线上需求增加，并促进商户数字化进程

线上消费生活为常态，疫情催化线上化率加速提升，用户流量增量年度保持高增。用户数的角度，根据 QuestMobile 的数据，2018 年之后中国移动互联网月活用户的增速开始放缓：2018 年新增 4600 万用户，而 2019 年的增量下降至 800 万，而疫情的冲击下，20 年月活增量回升至 1900 万，移动互联网渗透速度重新加速；进入 21 年各地区的生产和生活逐渐常态化，增速开始放缓。时长的角度，根据 CNNIC 的数据，从 14~18 年四年间，中国网民的周上网时长平均每年新增不到 23 分钟，至 19 年中达到 27.9 h/周，而疫情爆发初期（20 年 3 月份）时长达到了 30.8 h/周，相比于 19/06 增加了接近 3 小时，而进入 21 年时长有所回落，平均增速恢复到疫情前的水平，18~21 年的 3 年间，网民每周上网时长平均每年新增 18 分钟。

图 1：中国移动互联网月活用户数（百万）及增速



数据来源：QuestMobile，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 2：中国网民每周上网时长（小时）



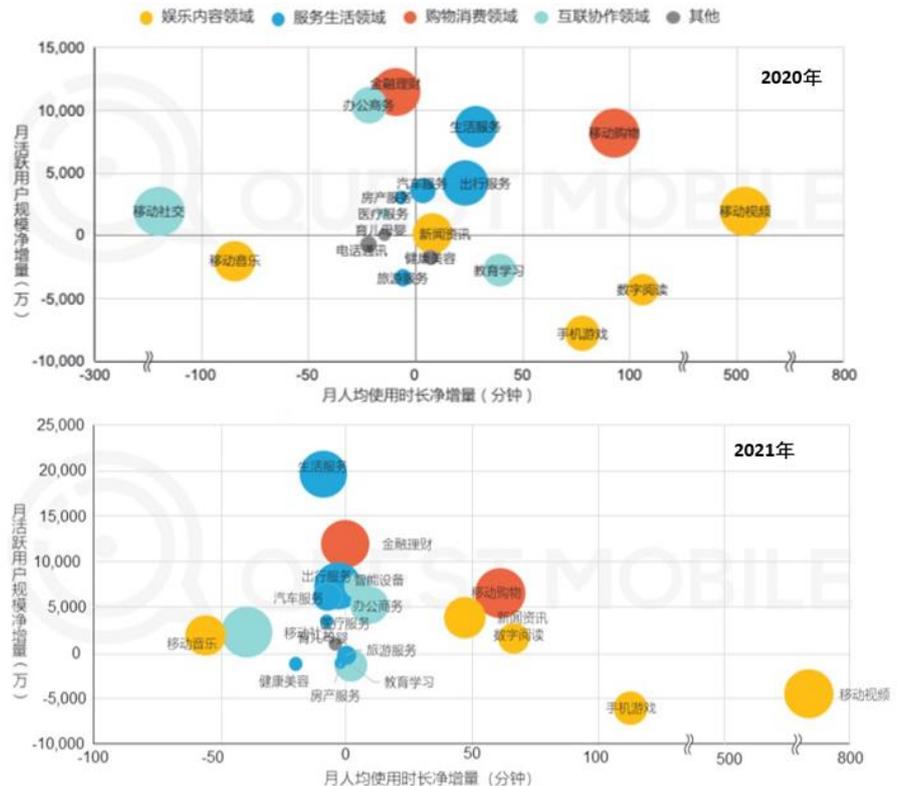
数据来源：CNNIC，东方证券研究所

分行业看：移动视频/移动购物/生活服务为用户和时长占比提升速度最快的业态，用户增量来自商业交易相关场景，时长增量来自新内容消费形式

从用户增量的角度，20、21 两年时间里，用户有显著增量、且用户量较大的细分行业包括生活服务、移动购物、出行服务、办公商务等，其中生活服务类产品的用户增长最为明显（生活服务包含本地、运营商、求职、快递物流等）。

从人均时长增量的角度，20、21 两年增长最快的是短视频（游戏的人均消费时长连续 2 年都有增长，但其月活用户规模由于政策等因素呈现下降趋势，因此总时长的占比反而在下降）。根据极光大数据，从 4Q19 到 4Q21 短视频的时长占比由 17.8% 提升至 32.3%，而其他行业的 APP 时长占比基本都在下降（除了“综合商城”有小幅提升）。

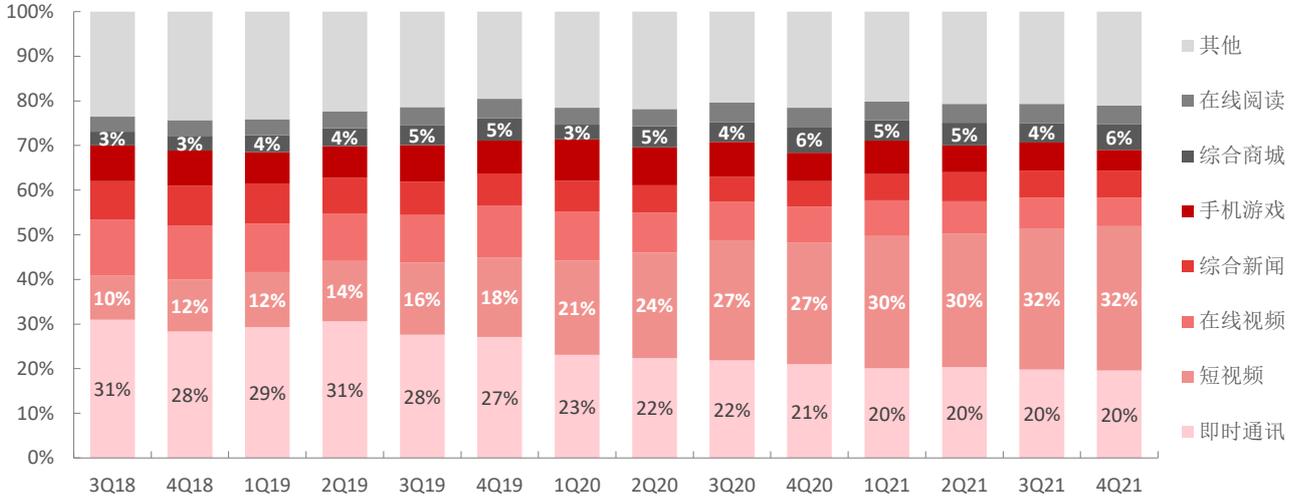
图 3：各互联网行业 2020/2021 MAU 及人均月使用时长增量



数据来源：QuestMobile，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 4：短视频时长占比在疫情期间快速提升（%）



数据来源：极光大数据，东方证券研究所

根据前文的分析，可以看到疫情的影响下，**内容消费和商业交易**（电商、本地）领域，在疫情催化下，线上渗透率提升的速度最快（体现在用户量、消费时长、交易规模上），**行业在更短的时间内达到平稳、成熟的状态。**

一 **内容消费行业：短视频平台的渗透率快速提升，且应用场景丰富化。**短视频领域的渗透率提升主要体现在用户时长的增长上，根据 QuestMobile 的数据，短视频的每月人均消费时长在 21 年底达到 53.2 小时/月，相比疫情前的 19 年底增长了 74%。背后的原因，一方面是头部短视频平台的媒介形式、内容分发模式在用户消费/生产新闻资讯、娱乐等内容时能提供更好的体验和更低的门槛（抢占其他内容、社交型产品的时长）；另一方面，**短视频/直播的应用扩散到其他领域，例如商品交易、本地生活等**，例如抖音、快手这样的内容社交平台的电商业务从 2019 年才正式大规模启动，仅经过 3 年的发展，二者的电商交易规模接近 1.7 万亿（在电商行业的渗透率达到 12.8%），比传统货架式电商的发展进程快很多。

图 5：短视频行业月活用户（百万）



数据来源：QuestMobile，东方证券研究所

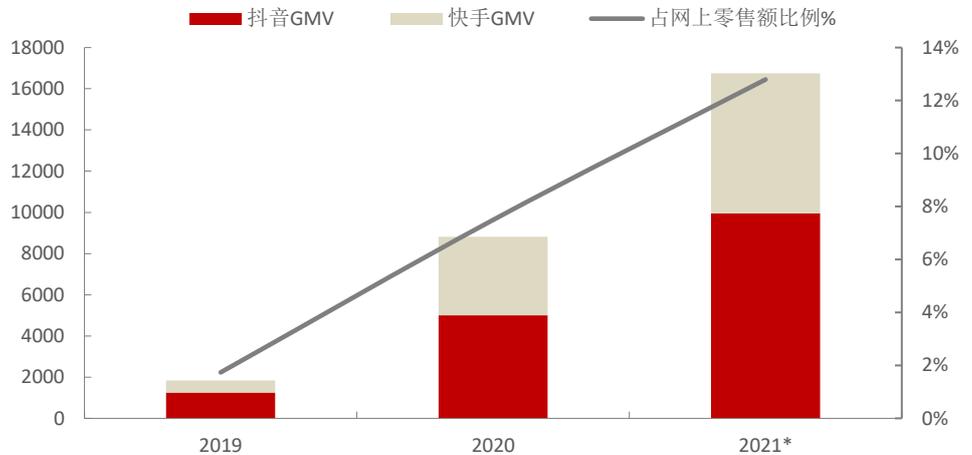
图 6：短视频行业月人均时长（h）



数据来源：QuestMobile，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 7：抖音和快手的 GMV（亿元）及占网上零售额的比例（%）



*备注：2021 年抖音官方公布订单量 117 亿，我们假设其单均价 85 元来计算 2021 年 GMV

数据来源：公司公告，抖音电商，晚点 LatePost，统计局，东方证券研究所

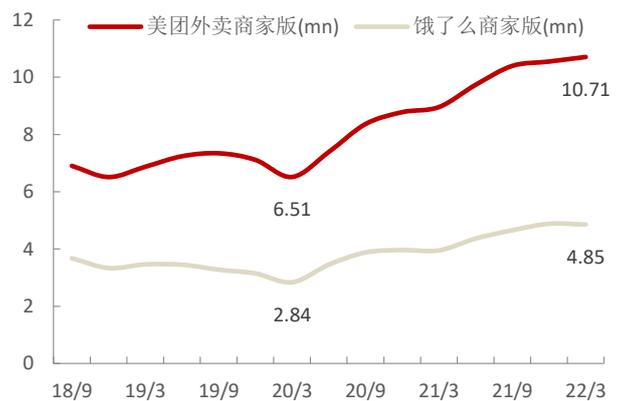
一 商业交易型行业：电商和生活服务类平台在商户和用户端的渗透率同时快速提升。20 年疫情发生之后，生活服务行业的线上渗透率快速提升，无论是在用户端还是商户端。一方面，疫情期间用户培养起了线上消费的习惯，生活服务类线上平台、电商平台的月活用户加速增长（需求端）；另一方面线下的本地商户经过疫情的冲击，也意识到数字化的重要性，入驻线上平台的商户数显著增加（供给端）：22/03 美团和饿了么的商家版 APP 月活比 20/03 分别增加了 64%/71%。需求和供给均向线上转移，使 C 端用户的服务、商业交易加速向线上平台转移：美团外卖的交易规模占餐饮市场规模的比例在 21 年达到 15%（相比 19 年将近翻倍），而电商交易规模在社零中的占比在 20 年达到了 30%，占比提升的速度快于此前的年份。

图 8：生活服务行业的月活用户数（百万）



数据来源：QuestMobile，东方证券研究所

图 9：美团和饿了么商家版 APP 的月活用户情况



数据来源：QuestMobile，东方证券研究所

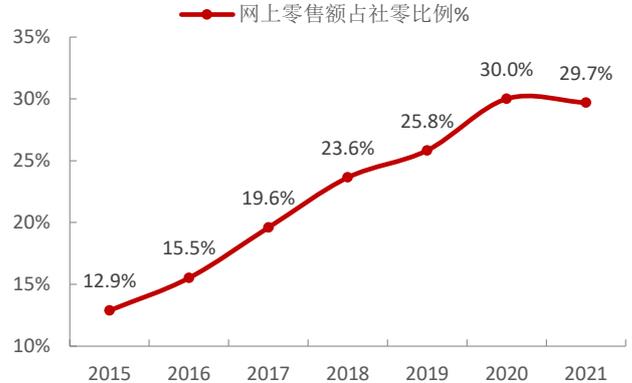
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 10：美团外卖占整体餐饮收入的比例加速提升



数据来源：公司公告，统计局，东方证券研究所

图 11：2020 年电商渗透率加速提升



数据来源：统计局，东方证券研究所

综上所述，国内互联网生态 2020 年以来加速增长：

1) **用户和商户层面**：疫情的契机让用户进一步体会到线上经济的便捷性和高效性，用户在工作方式、娱乐方式的整体线上化程度加速提升。与此同时，经历过疫情期间封闭状态的商户，进一步意识到了线上渠道及数字化的重要性，因此加速线上化的布局。总体来说，疫情加速了数字经济对大多数中国人民生活的影响。

2) **各细分行业层面（以短视频为代表的内容平台，及商业/服务交易平台）**：在用户和商户需求共同加速的情况下，行业增长斜率变得更加陡峭：例如在内容消费领域，短视频的人均单日时长加速增长（由 19/12 的 30.5 h/月增长到 21/12 的 53.2h/月）；在商业交易领域，电商和本地生活服务的使用人数，以及交易线上化率均加速提升。目前，大多在疫情期间加速增长的行业已逐渐接近成熟期。

1.1.2 全球：疫情催化，用户生活/工作线上化程度加速

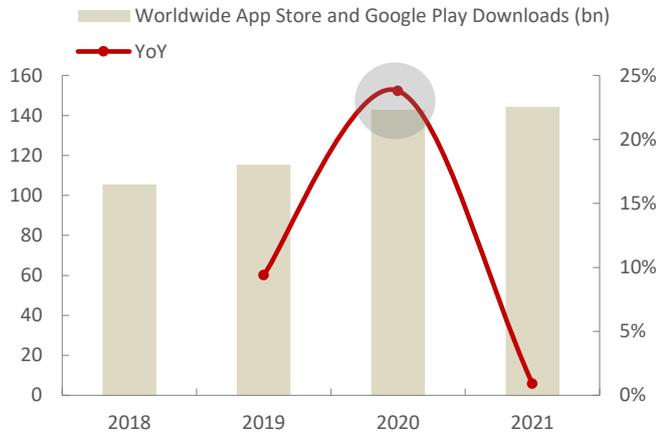
全球互联网用户数及使用时长在 2020-21 年都出现了加速增长的情况。全球互联网用户的增量在连续数年下滑之后，由于疫情的冲击在 21/01 出现一个小高峰；时长方面，由于疫情冲击的时间点不同，各国的人均互联网使用时长在 20/01 或 21/01 都出现了拐点式的上升。

线上化的加速体现在生活、娱乐等各方面。例如在**内容消费领域**，和国内类似，短视频在海外市场的渗透率在快速提升中，根据 data.ai（原 App Annie）的数据，TikTok 作为全球短视频龙头产品，其用户的月均使用时长从 2019 年的 7.6 h 增长到 2021 年的 19.6 h（年化增速 61%）。而在**商品交易领域**，线上化率的速度也在加快：根据 eMarketer 的数据，全球电商的渗透率在 2020 年同比提升了 4.1 pct，在 2019 年仅同比提升 2.2pct，之前的多年中，每年提升的幅度均不到 2.0 pct。

全球头部互联网公司的用户数均出现加速增长情况，可以发现在 20 年 2~3 季度开始到 21 年上半年，多个互联网公司的用户增长出现小高峰：例如 Facebook 在 2019 年及之前各季度的 DAU 同比增量均在 1.5 亿及以下，疫情后 2Q20 开始同比增量接近 2 亿；Twitter 的 DAU 同比增量也由之前的 2000 万不到增长到 4000 万左右。

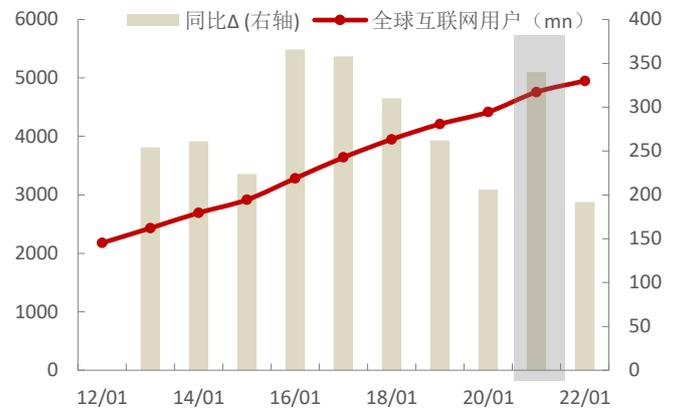
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 12: 全球 APP 下载量 (bn) 及同比增速



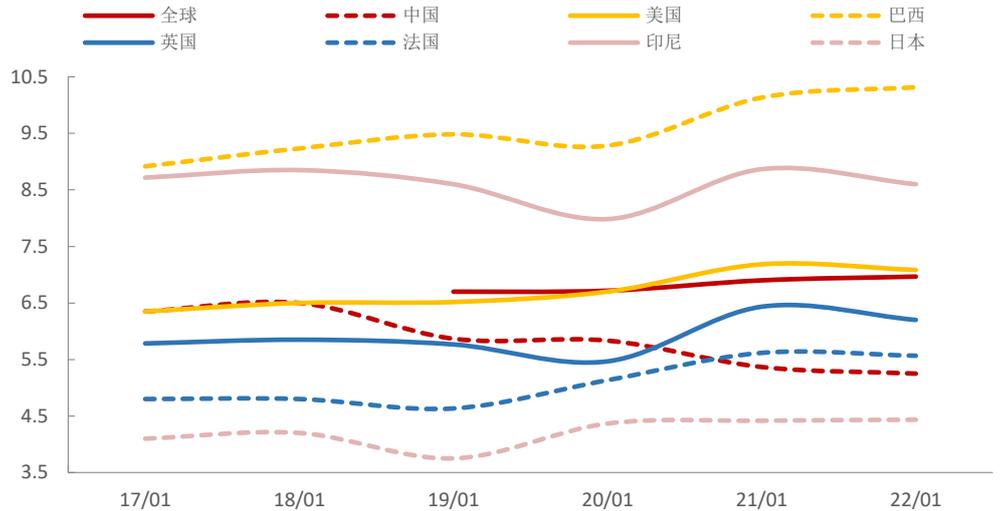
数据来源: Sensor Tower, 东方证券研究所

图 13: 全球互联网用户数 (百万) 及同比增幅



数据来源: wearesocial, 东方证券研究所

图 14: 全球各国互联网使用时长 (h)



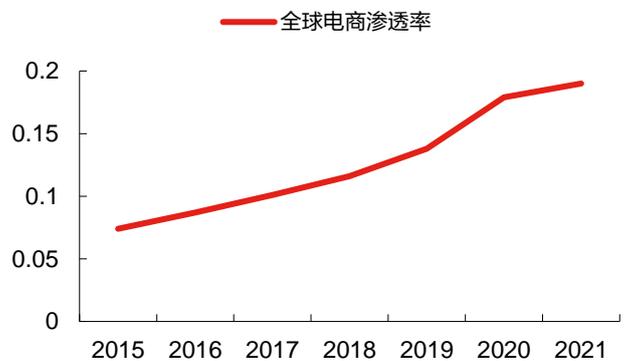
数据来源: wearesocial, 东方证券研究所

图 15: 短视频平台 TikTok 的用户月均使用时长 (h)



数据来源: data.ai, 东方证券研究所

图 16: 全球电商渗透率



数据来源: Statista, eMarketer, 东方证券研究所

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 17：部分海外互联网上市公司的 MAU/DAU（百万）及同比增幅

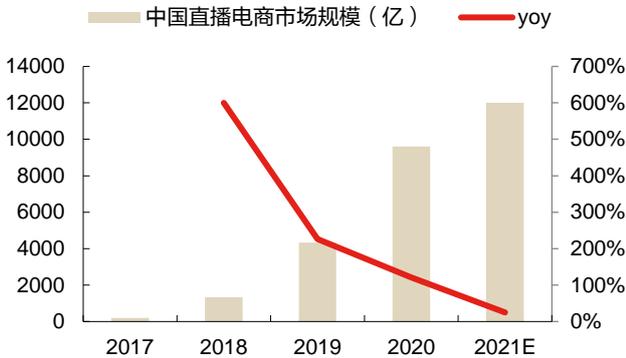


1.2 平台商业模式多样化，国内领先进入履约端模式创新

1.2.1 国内：基础商业模式稳定发展，履约端持续进化

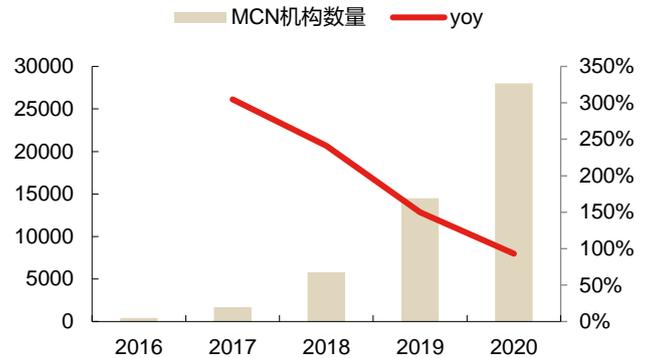
内容型互联网平台商业化进程加速。受疫情催化，内容消费和交易场景的线上渗透率加速提升。内容/社交型互联网平台的变现模式相对稳定、成熟（主要集中在电商、广告、打赏、内容付费等）。以直播电商为例，2019 年李佳琦等 KOL 的强大流量吸引和转化能力助推直播电商迅速发展。2020 年疫情进一步激发了直播电商行业的活力，市场规模达到 9610 亿元，同增 122%。从中国 MCN 机构数量增长情况也能印证行业繁荣，2020 年数量突破 20000 家，且有众多影视歌明星开始投身直播电商。行业整体商业化进程在疫情发生后再次加速。

图 18: 中国直播电商规模



数据来源: 中商情报网, 东方证券研究所统计

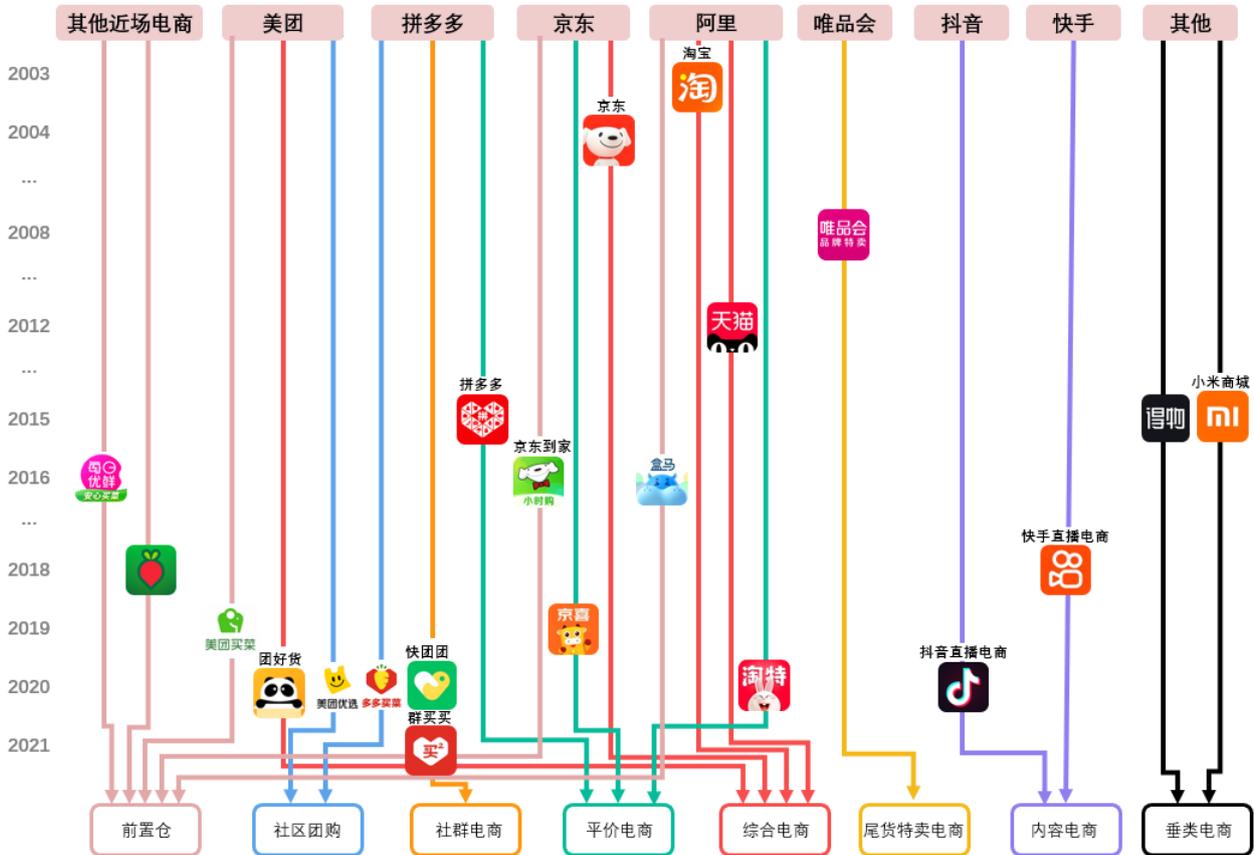
图 19: 中国 MCN 机构数量



数据来源: 中商情报网, 东方证券研究所

交易型互联网平台的商业模式疫情发生后开始出现分化。由此前的综合电商平台为主导的局面，变成多种商业模式并存、各平台有其差异化优势的格局，我们按照商品类型、商品交付模式、商品信息分发模式的不同将目前的电商平台分为下图几个类别，可以发现，2020 年疫情冲击以来，电商平台的分化趋势愈加明显（有些模式虽然是 2020 年之前就出现，但是也于 2020 年开始发力），针对下沉市场的平价电商、社区团购、内容电商、社群电商等模式开始逐渐抢占用户一些细分领域的需求。

图 20: 电商的商业模式近年来出现分化和差异化



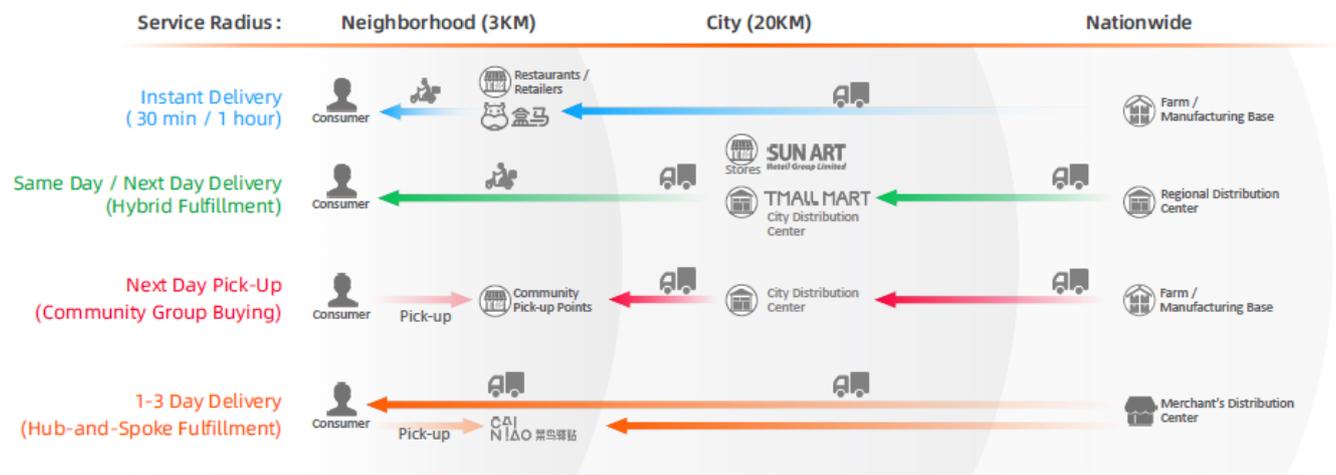
数据来源: 东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

疫情考验履约能力，各平台提升对履约重视程度，疫情发生后履约模式持续创新迭代。2020Q1 疫情爆发阶段，跨省市物流受到严重干扰，大量订单由于履约问题流失。阿里巴巴 CMR 收入 2020Q1 当季增速受此影响降低至 1.11%，同期，履约能力相对较强的京东收入增速 20.75% 受影响较小。疫情对平台履约能力的考验使得各平台更加重视履约能力的建设。此外，因履约时间更短、物流确定性和疫情防控倡导“不扎堆、不聚集”等因素影响，远场电商和线下购物中心的部分消费正集中转向近场电商。基于消费者需求，各平台就履约模式持续创新迭代，履约体系更为完备。

1) 阿里巴巴构建四大履约体系：1-3 日达、次日取、当日 or 次日达、即时配送。基于阿里原有的菜鸟履约网络体系，以及高鑫零售、天猫超市的城市中心仓，以及盒马等前端门店。在这一新零售综合履约体系内，阿里能够充分利用已有资源，提供完整的不同时效下的履约服务，满足消费者各类需求。

图 21：阿里巴巴新零售综合履约体系



数据来源：公司公告，东方证券研究所

2) 京东构建三大履约体系：B2C 模式、产地模式、本地零售模式。京东零售主站是 B2C 模式的代表，产地模式代表包括京东生鲜、京喜、京东物流等。本地零售中还包含到家、到店、社区 3 种细分供应链模式，京东小时购、京东到家为到家模式，京东便利店、七鲜超市、京东家电专卖店等实体门店为到店模式，京喜拼拼为社区模式。京东于 2021 年 10 月 11 日正式发布的小时购业务，是基于京东过往履约体系的再一次升级，根据京东方面数据，小时购业务自试运营以来持续高速增长，2021 年 9 月的销售额较 1 月增长 150%。

表 1：京东履约体系

履约模式	细分模式	对应业务
B2C 模式	-	京东零售主站
产地模式	-	京东生鲜、京喜、京东物流
本地模式	到家模式	京东小时购、京东到家
	到店模式	京东便利店、七鲜超市、京东家电专卖
	社区模式	京喜拼拼

数据来源：腾讯网，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

3) 社区团购和前置仓模式：疫情催化下，相比传统模式，社区团购次日达及前置仓即时达模式得到快速发展，履约模式持续迭代优化，2020 年前置仓模式高速发展，需求增加，GMV/收入高速增长，2021 年社区团购模式优化快速发展，履约能力提升，能够运输承载的商品数量快速增加，履约时效提升，履约成本下降。履约模式的进化及演变，满足更多用户多样化需求。

- **社区团购模式：**通过上游共享仓模式提前入库+下游最后一公里配送由单单配送演变为集单配送+自提的模式，做到履约时效和履约费用的平衡。相比传统中心仓电商，社区团购在上游通过在核心城市地采+建仓的模式整合区域内商品资源，并采用提前入库共享仓-中心仓的方式，保证时效性，提高了物流配送时效，生鲜零售实现“次日达”。相比前置仓及外卖平台（第三方生鲜商家），社区团购在下游的最后一个公里配送由单单配送改为集单配送+自提的形式提高了履约效率，降低了履约成本。最终在时效及成本之间探索平衡点，达到较高时效及低履约成本。在时效上前置仓>外卖平台>社区团购>传统电商，在履约费用上社区团购<传统电商<外卖平台<前置仓，在履约方面的改造是社区团购业态关键突破点，迎合了下沉市场对履约时效及成本的需求。
- **前置仓模式：**属于 1P 模式平台提前将货物入城市中心仓后，预估订单量情况凌晨分批次入前置仓，再由专属骑手配送到用户手中。由于 1) 前置仓密度高，覆盖距离较近（通常覆盖 3 公里以内的配送范围）；2) 配备多个专属骑手，骑手和前置仓多对一的模式，相比外卖骑手和商家多对多的模式，配送时效缩短，大部分可在 30 分钟内送达。同时由于前置仓属于 1P 模式，而外卖平台属于 3P 模式，仅对比前端（末端，前置仓以后）费用，前置仓前端“仓+配”相比外卖仅配送履约成本更高，如果叠加中心仓“仓+配”，全链路履约费用在 20 元/单上下，这样的模式形成了“高履约费用，高用户体验”的特点，在疫情催化下，在高线城市培养了良好的用户习惯，满足了时效敏感性用户的需求。

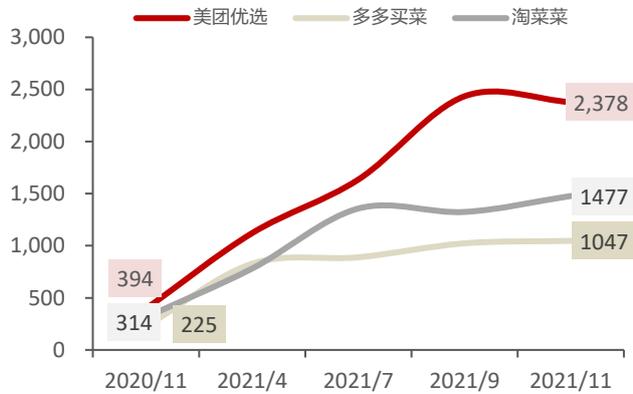
图 22：即时达、次日达、多日达等履约模式对比



数据来源：美团、圆通、叮咚买菜等公告，东方证券研究所

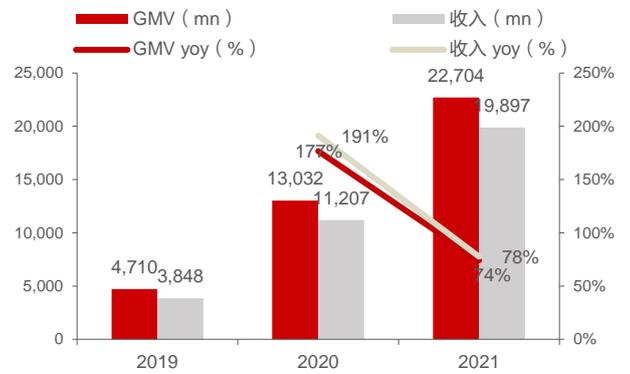
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 23: 社区团购平台商品数 2021 年高增速



数据来源: 美团优选、多多买菜、淘菜菜小程序, 东方证券研究所统计

图 24: 叮咚买菜 (前置仓模式) 2020 年 GMV/收入高增速



数据来源: 叮咚买菜公告, 东方证券研究所

我们认为，疫情对国内线上平台商业的发展起到进一步催化作用。一方面，内容型互联网平台商业化进程加速，以直播电商为代表疫情发生后实现高速增长；另一方面，交易型互联网平台的商业模式疫情发生后开始出现分化。由此前的综合电商平台为主导的局面，演变成多种商业模式并存、各平台有其差异化优势的格局；最后，各平台提升对履约重视程度，疫情发生后履约模式持续创新迭代。以阿里、京东为代表的头部电商平台逐步构建起从多日达到小时达完整的差异化时效履约体系，社区团购、前置仓玩家就消费者的近场消费需求，针对性的填补现有市场的空白区域。

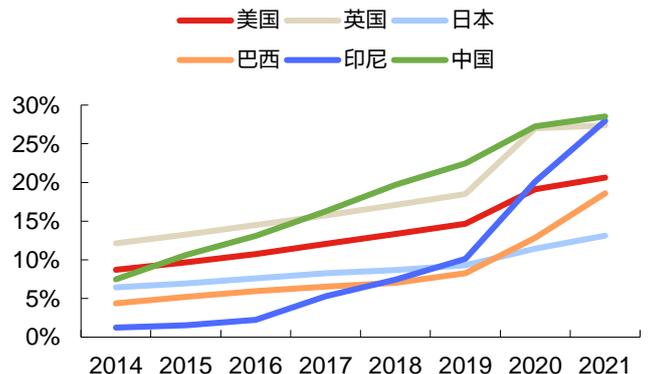
1.2.2 海外：电商渗透提升，加速基础商业模式下各类创新

全球电商受疫情催化加速增长。根据 eMarketer 的披露数据，全球的电商渗透率在 2020 年加速提升（2020 年同比提升 4.1pct，2019 年同比提升 2.2pct，此前年份年均提升不到 2pct），至 2021 年达到 19.0%。在疫情的影响下，全球用户拥抱电商的速度加速，截止 2021 年美国/英国/日本/巴西/印尼的线上渗透率分别为 20.6%/27.4%/13.1%/18.6%/28.0%，较 2019 年分别提升 6.0/8.9/3.8/10.3/17.9pct。可以观察到 2020 年各电商平台的 GMV 都实现了较高的增长。公司方面，全球范围内各平台均在 2020 年实现跨越式增长，shopee/Meli/coupang/Etsy/Shein 在 2020 年 GMV 增速分别为 101.2%/49.5%/74.8%/30.4%/106.7%/195.5%。

图 25: 全球电商渗透率



图 26: 全球各国家电商渗透率

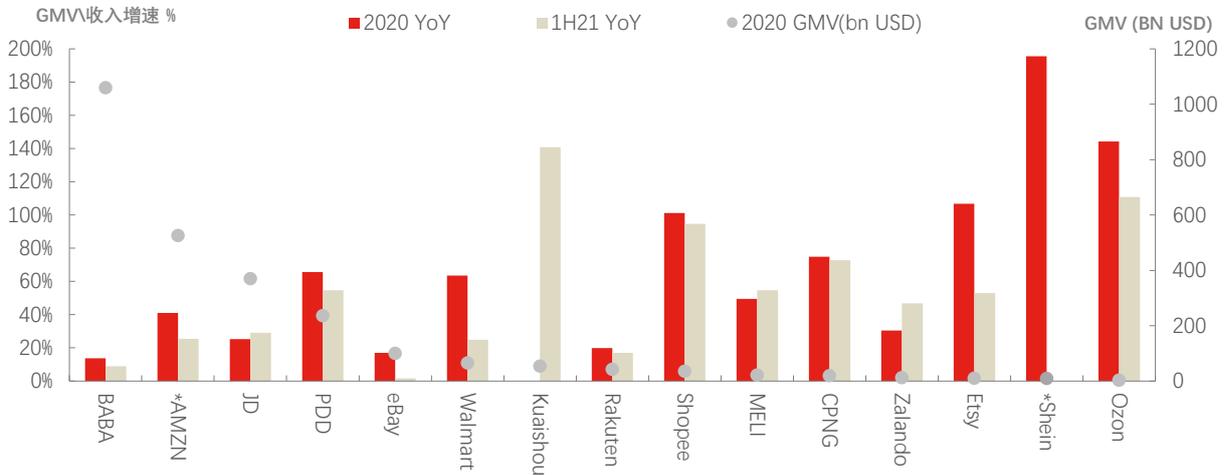


有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：Statista, eMarketer, 东方证券研究所

数据来源：eMarketer, 东方证券研究所

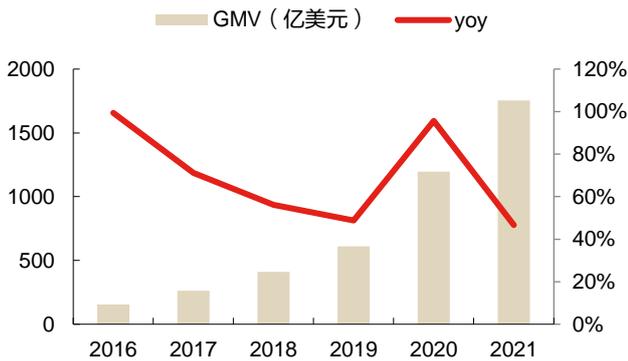
图 27: 全球主要电商平台 2020 GMV (bn USD) 情况以及 1H21 GMV 增速



备注：(1) Amazon 1H21 的增速使用 product sales 的增速；(2) Shein 使用的是营收数据；(3) Wish 的增速使用 marketplace revenue (佣金) 计算
数据来源：东方证券研究所

在电商渗透率提升的背景下，大型平台之外，独立站 DTC 模式迅猛发展。Shopify 作为一站式 SaaS 模式的电商服务平台，为电商商家提供搭建网店的技术和模板，管理全渠道的营销、售卖、支付、物流等服务，其客户均为全球范围内独立站卖家。截止 2021 年，Shopify 服务商家总 GMV 规模达到 1754 亿美元，已经超越 eBay、Walmart 等老牌电商头部公司，成为仅次于 Amazon 的北美电商第二极。Shopify 旗下服务商家规模以及实现 GMV 规模均在 2020 年实现了跨越式的发展。疫情催化之下，除了大型平台，独立站 DTC 模式在全球范围内也实现了高速发展。

图 28: shopify GMV 规模



数据来源：SEC, 东方证券研究所

图 29: shopify 服务商户数量



数据来源：SEC, 东方证券研究所

除了传统的货架式电商平台之外，社交媒体平台也利用其在流量和内容端的优势，向电商业务进行延伸。Facebook 在疫情期间推出“Facebook Shop”功能，并在此之后持续延续该功能的开放和使用，同时不断进行功能的完善；Instagram 将“Shop”作为一个重要的栏目加入到底部的导航栏，并尝试将电商和直播与短视频进行结合；Twitter 和 Pinterest 等平台也在 21~22 年推出并不断升级其电商功能。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 2：全球各互联网社交媒体平台开始推出电商功能

互联网平台	时间	电商相关业务
Facebook	20/03	推出“Facebook Shops”的服务，让企业能在网络平台上展示和出售产品。用户可从 Facebook 或 Instagram 页面访问 Facebook shops 并进行下单；
Instagram	20/07	Instagram 将“Shop”按钮加入底部的导航栏；
	20/08	Instagram Live Shopping（直播电商）功能向美国地区商家开放；
	20/12	Instagram 的“在线购物功能”和“Reels 短视频分享功能”整合到一起，新功能未来将在全球范围内推出；
WhatsApp	21/06	Facebook 宣布将其“Shops”功能扩展至多个国家的 WhatsApp 中，消费者将可以在 WhatsApp 中查看并购买商品，同时与商家沟通；
Twitter	21/03	开始测试电商功能。正在测试一种包含“商店”按钮的推文，可将产品的细节直接在推文中展示，包括产品名称、商店名称和产品价格等信息，并有链接导向电商平台；
	22/03	开始测试“Twitter Shop”新功能，企业可以在主页展示最多 50 款产品并销售，网民在 Twitter 看到产品后可以前往商户网站下单结算。Twitter Shops 首先会开放给部分精选美国企业测试。据了解，Twitter 还在测试直播购物功能；
Pinterest	21/11	Pinterest 宣布推出 Pinterest TV，入局直播电商。Pinterest TV 包括食物、家居、时尚、美妆等领域的一系列直播。

数据来源：TechCrunch, 36Kr, 亿邦动力, 东方证券研究所

电商支付模式疫后模式创新，BNPL 快速发展。BNPL，也就是“Buy Now Pay Later 先买后付”的英文缩写，这种支付模式通常用于线上电商支付，用户可以先下单，等商品送达之后再支付费用，或是选择分期付款。BNPL 可以有效提高消费者的支付意愿，减轻购买负担，在经济下行的疫情时代更发挥了举足轻重的作用。疫情是近年 BNPL 迅猛发展的主要影响因素和分水岭。疫情之前，BNPL 市场规模呈现出稳定的上涨趋势，其中以快消类、美妆类商户合作为主要业务方向。而疫情的突袭，使得消费者对于“无接触式”线上消费的需求激增，电商平台等涌入大量新兴消费者。与此同时，疫情之后流量红利的消退，BNPL 的流量导入功能使得其实现了高速的发展。根据 Allied Market Research 披露数据，2020 年全球 BNPL 的市场规模达到了 906.9 亿美金，并且预计 2021 年到 2030 年间将以 45.7% 的年复合增长率增长，预计 2030 年 BNPL 的市场规模将达到 39800 亿美金。根据 IDG 披露数据，2020 年东南亚 BNPL 的市场规模达到了 9.1 亿美金，预计到 2025 年，BNPL 支付在东南亚的规模相对 2020 年会有 7.7 倍增长，达到 79 亿美元规模。

图 30：BNPL 市场规模趋势分析（东南亚）



数据来源：IDG, 东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

我们认为，全球电商在疫情催化之下均有所受益，但是国内与海外由于行业发展阶段存在一定差异，在商业模式的创新迭代重点有所不同。

国内方面：电商发展相对成熟，各类商业模式逐步呈现差异化竞争，履约端升级成为重要发展方向。此前国内电商以综合电商平台为主导，现阶段逐步演变成多种商业模式并存、各平台有其差异化优势的格局，多样性进一步提升。此外，疫情发生后履约模式的持续创新迭代成为重要发展方向。以阿里、京东为代表的头部电商平台凭借已有的基础设施能力，逐步构建起从多日达到小时达完整的差异化时效履约体系；社区团购、前置仓领域新进玩家，就消费者的近场消费需求，针对性的就新兴履约模式进行重点发展。

海外方面：整体渗透高速提升阶段，在基础商业模式的各个环节实现完善，迭代升级现阶段未发展到履约端。海外电商市场再疫情期间渗透率实现快速提升，大型电商平台与各类独立站、DTC品牌均有所受益。商业模式层面，一方面，内容电商开始受到海外重视，社交媒体平台开始利用其在流量和内容端的优势逐步进入电商领域；另一方面，支付环节 BNPL 模式创新实现快速发展。但是，我们没有看到海外电商在履约端出现显著的变化。

综合以上，我们认为，国内电商现阶段各商业模式发展进入相对成熟阶段，目前重点发展方向为履约端的多样化迭代升级；海外电商发展阶段更为早期，商业模式的完整性和多样性层面仍处于上升阶段。从内容电商的海外发展轨迹判断，我们认为“时光机”理论仍有借鉴意义，海外当前阶段内容电商的重要性将迅速提升，后续履约端升级将会成为关键。

二、政府端关注度显著提升，监管进入常态化阶段

互联网平台本身体量大影响广，疫情下加速流量增长迅速扩大影响，叠加疫情对线下实体经济冲击，国家对互联网平台监管关注度显著提升，注重管理规范及社会价值。当前主流头部互联网平台规模体量达到极高的水平，其商业行为的影响力不再局限于部分公司和行业，而已经逐步上升至国家安全及民生层面。因此，政策的指引方向要求企业承担更多的社会责任，后疫情时代，政府对互联网平台监管关注度提升，政策影响力明显加强，加速管理落地，对平台内容安全、数据赋能、防止无序扩张等方面提出要求，规范化的发展和健全的监管机制是长期趋势，鼓励向科技创新方向发展。

互联网模式从高速增长到高质量增长。政策约束包括防止资本扩张、限制竞争、反垄断政策等，在政策监管治理下，互联网从追求效率到追求普惠方向转变，更节制有效地利用自身优势资源（资本、算法、数据、市场地位等资源和优势无节制使用被限制）。**政策约束加速行业供给侧改革，长期供给收缩，整体长期无效供给减少，行业盈利稳定性提升。**相对应，第一，互联网的超头部效应在行业规范化发展、反垄断的大背景下会有所削弱，超头部更加追求核心业务的稳定增长；第二，用户需求分层、产品分层、服务能力分层是关键，具备差异化定位和产品能力的公司将得到稳定对应的市占率，短期盈利能力有望得到相对改善。

2.1 后疫情时代各行业监管重视度提升，增速进入平稳期

2020年以来，国内各细分行业监管重视度提升，多部门出台一系列，多维度指导意见、管理办法，行业在相应治理下平稳发展，新兴行业如社区团购等涉及民生问题在疫情下更受到国家关注，政策引导规范发展，行业在监管下转变传统互联网补贴高举高打策略，难复制互联网发展早期增速，

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

提前迈入稳健发展阶段。后疫情时代，我们认为，各指导意见具体措施将在可预见的中长期时间内持续落地和执行。

2.1.1 行业整体角度：规范化发展和健全监管机制是长期趋势

2020 年以来，监管对互联网平台关注度提升，政治局会议多次提及，相关的立法、规定、监管手段也在不断完善过程中，未来预计更多的具体规则跟进以及措施的实施会逐步落地，各平台在政策指导下迈入持续健康发展的成熟稳定期。

监管关注度提升：2020 年底以来，政治局会议多次提到互联网和平台经济，关键词逐步变化“强化、防止→加强、改进→促进、出台支持”，治理推进落实。以政治局及相关会议归纳来看，针对平台经济管理从 20 年开始启动，21 年一系列规划及细节指导意见出台，22 年各项指导已逐步落地，管理取得一定成果，并提出促进支持平台经济健康发展，平台经济逐步进入正轨。

1) 启动：关键词“强化、防止”，2020 年 12 月，中央政治局首次提出概念，并在政治局会议（12 月经济工作会议）中强调“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...同时要依法规范发展，健全数字规则”，同月对阿里启动反垄断调查。

2) 一系列规划出台：关键词“加强、改进”，2021 年 4 月政治局会议再次提到“加强和改进平台经济监管，促进公平竞争”，各细分行业相关部委指导意见、管理办法出台，从 21 年 2 月起贯穿全年，同年阿里、美团反垄断处罚落地。

3) 取得一定成果，政策逐步落地：关键词“促进、出台支持”，2022 年 3 月 16 日刘鹤副总理提出“促进平台平稳健康发展”，2022 年 4 月政治局会议“要促进平台经济健康发展...出台支持平台经济规范健康发展的具体措施”，平台经济逐步进入正规。

表 3：中央政治局会议中有关互联网和平台经济的表述

2020 年 12 月 政治局会议	2021 年 4 月 政治局会议	2021 年 7 月 政治局会议	2021 年 12 月 政治局会议	2022 年 4 月 政治局会议
<p>1) 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。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。</p> <p>2) 大力发展数字经济，加大新型基础设施投资力度。</p>	<p>1) 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。</p> <p>2) 加强和改进平台经济监管，促进公平竞争</p>	<p>1) 加快贯通县乡村电子商务体系和快递物流配送体系。</p> <p>2) 完善企业境外上市监管制度</p> <p>3) 改进对灵活就业人员的劳动者权益保障。</p>	<p>科技政策要加快落地，继续抓好关键核心技术攻关，强化国家战略科技力量，强化企业创新主体地位，实现科技、产业、金融良性循环。</p>	<p>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。</p>
强化、防止→加强、改进→促进、出台支持。				

资料来源：共产党员网，东方证券研究所绘制

监管细则不断完善：2021 年出台的一系列“十四五”规划中，数字经济对经济发展的促进作用被多次提及，与此同时，对数字经济、平台经济的规范发展与监管也被反复强调，主要围绕几个方面，包括：国家网络安全、互联网平台经济的健康发展（反垄断/不正当竞争/资本无序扩张）、个人隐私及数据资源的安全保护；同时对数字经济、平台经济的监管，从立法到实施都提出了要

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

求。此外，国家政策明确行业发展价值导向，促进平台继续健康发展的同时需要承担更多的社会责任，创造更高的社会价值。政策对各交易平台提出开放数字化能力、共享资源、赋能实体经济、降低平台交易成本等偏社会责任层面的要求。

监管下的行业变化：我们认为，在互联网经济重要性不断提升的背景下，1) 规范化的发展和健全的监管机制是长期趋势，2021 年以来，相关法律/法规/指导意见/管理规定等频繁出台（部分还处于草案、征求意见稿阶段），监管的方面和方向基本明确了，但仍然有一些细节的监管措施和细则尚未完全落地，预计后续会看到更多的具体规则跟进以及措施的实施，监管的效果也会逐步显现。2) 互联网的超头部效应在行业规范化发展、反垄断的大背景下会有所削弱，缺乏节制地利用自身优势资源（如资本、算法、数据、市场地位等资源 and 优势），滥用市场支配地位的行为将被限制，互联网行业竞争或向更加公平，普惠方向发展。

监管下的平台竞争：我们认为，在鼓励公平竞争、反垄断的监管背景下，1) 互联网经济过于头部化的行业格局将被改变，后续的竞争格局应该是向各平台长期差异化共存的方向演进，各细分领域下的非第一梯队企业面临的恶性竞争压力将会减小，可凭借差异化的优势占据较为稳固的市场地位，业务拓展空间更大、盈利能力有望得到相对改善。2) 用户需求分类、服务能力分层、基础能力赋能实体，将会是平台们持续加强的优势。

2.1.2 短视频行业：多维度专项细则落地，未来或常态化监管

短视频行业：2020 年以来多部门出台内容安全、算法使用、未成年人保护、防沉迷等针对行业的专项监管文件。短视频行业自 2013 年以来蓬勃发展，但 2019 年之前针对该领域的监管规则相对空白；随着 2020 年疫情到来，短视频成为互联网细分领域中时长增长最快的行业，应用场景也在不断丰富，满足用户在新闻资讯获取、休闲娱乐、学习、购物等多方面的需求，在用户和商户端的渗透率都在提升，也受到了监管的重视。自 2020 年以来，多项针对短视频平台的监管文件出台，主要集中在：短视频/直播的内容审核和监管（含国家信息安全、黄赌毒等低俗内容整治、谣言整治、版权保护）、算法使用的规范性、数据安全与个人信息保护、未成年人保护、营销与商业交易的规范性等方面。目前，关于短视频各方面的监管规则已较为全面，但很多具体的监管执行标准尚未完全落地。我们预计，短视频作为目前时长最长的细分领域，之后会受到持续的、较为严格的、常态化的监管，这有利于行业的长期健康、可持续发展。

表 4：短视频平台领域的监管文件/行动

相关领域	政策名称	公布时间	发布部门
内容审核和监管	《网络短视频平台管理规范》	2019/1/4	中国网络视听节目服务协会
	《网络短视频内容审核标准细则》	2019/1/4	中国网络视听节目服务协会
	《关于加强网络秀场直播和电商直播管理的通知》	2020/11/23	广电总局
	《关于加强网络直播规范管理工作的指导意见》	2021/2/9	网信办等 7 个部门
	2021 年“清朗”系列专项行动	2021/5/8	网信办
	《加强网络文化市场未成年人保护工作的意见》	2021/11/29	文化和旅游部办公厅
	《网络短视频内容审核标准细则》修订版	2021/12/15	中国网络视听节目服务协会
	《网络安全审查办法》(2022 年 2 月 15 日起施行)	2022/1/4	网信办等
	2022 年“清朗”系列专项行动	2022/3/17	网信办
	关于开展“清朗·整治网络直播、短视频领域乱象”专项行动的通知	2022/4/15	网信办、税务总局、市场监管总局
	关于加强网络视听节目平台游戏直播管理的通知	2022/4/15	广电总局网络视听节目管理司、中

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

			共中央宣传部出版局
	关于规范网络直播打赏 加强未成年人保护的意見	2022/5/7	中央文明办、文旅部、广播总局、网信办
算法使用、数据和个人隐私保护	《常见类型移动互联网应用程序必要个人信息范围规定》	2021/3/12	网信办秘书局、工信部办公厅、公安部办公厅、市场监管总局办公厅
	《中华人民共和国数据安全法》(2021年9月1日起施行)	2021/6/20	第十三届全国人民代表大会常务委员会第二十九次会议通过
	《中华人民共和国个人信息保护法》(2021年11月1日起施行)	2021/8/20	第十三届全国人大常委会第三十次会议表决通过
	《关于加强互联网信息服务算法综合治理的指导意见》	2021/9/17	国家广电总局、网信办
	关于开展信息通信服务感知提升行动的通知,首批设立“双清单”提升客服热线响应能力、优化隐私政策和权限调用展示方式,腾讯、字节、快手、阿里、京东、美团、拼多多、哔哩哔哩、百度、网易等39家公司入选首批名单	2021/11/1	工信部
	《互联网信息服务算法推荐管理规定》(2022年3月1日起施行)	2022/1/4	网信办、工信部、公安部、国家市场监督管理总局
	《移动互联网应用程序信息服务管理规定(征求意见稿)》	2022/1/5	网信办
关于营销和商品交易规范	《市场监管总局关于加强网络直播营销活动监管的指导意见》	2020/11/5	市场监管总局
	《网络交易监督管理办法》	2021/3/15	市场监督管理总局
	《网络直播营销管理办法(试行)》(2021/5/25正式实施)	2021/4/23	网信办、国家广电总局等7部门
	《直播电子商务平台管理与服务规范(征求意见稿)》	2021/8/18	商务部
	《互联网广告管理办法(公开征求意见稿)》	2021/11/26	市场监管总局
	《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》	2022/1/19	国家发展改革委等9部门

数据来源:发改委,网信办,工信部,国务院等,东方证券研究所

2.1.3 游戏行业:鼓励传播正能量,强化出海

游戏行业滋生的各种问题导致内容及青少年监管力度加强,但同时鼓励先进技术迭代以及企业出海。1)内容方面:对价值导向严重偏差、含有暴力色情等法律法规禁止内容的,坚决予以查处;2)未成年人防沉迷方面:所有网络游戏企业仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日20时至21时向未成年人提供1小时服务;3)游戏出海方面:优化境外投资结构布局,提升本土化运营能力水平。4)游戏质量方面:聚焦核心技术攻关,积极跟进“元宇宙”等行业动态。

- **1、整顿游戏内容文化内涵缺失问题。**“十四五”时期提出要引导网络游戏健康有序发展,加强网络数据库建设,加大网络游戏等重点领域专项治理,研究制定网络游戏管理办法和新兴出版业态管理相关规定。
- **2、防沉迷工作是网络游戏管理的重中之重。**2020年国家层面的实名认证系统已基本建成,中宣部组织企业分批接入。2021年国家新闻出版署近日下发《关于进一步严格管理 切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》,严格限制向未成年人提供网络游戏服务的时间,所有网络游戏企业仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日20时至21时向未成年人提供1小时服务,其他时间均不得以任何形式向未成年人提供网络游戏服务。
- **3、鼓励游戏出海,提高外海影响力。**《出版业“十四五”时期发展规划》中提出要大力发展数字文化贸易,推动网络文学、网络游戏、在线教育、数字阅读、专业数据库等数字出

有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

版精品走出去。鼓励通过新设、收购、合作等方式，加大海外投资力度，优化境外投资结构布局，提升本土化运营能力水平。

- **4、提高游戏质量，聚焦科技前沿。**游戏行业始终坚持以技术创新为产业发展赋能，聚焦核心技术攻关，2021年在中国游戏产业年会上总局提出以后要加大研发投入、增强创新能力，及时跟进“元宇宙”等新业态发展。

游戏行业监管重拳频频落下，各公司纷纷响应号召。

网易、腾讯、完美世界等多个游戏公司积极落实游戏注册实名制，未成年人防沉迷机制。但也有些企业心存侥幸，企图蒙混过关，国家防沉迷举报平台将会对核实违规行为作出严肃处理。

海外市场已经成为中国游戏厂商的重要营收市场，尤其是“一带一路”沿线的东南亚、中东等新兴市场成为不少中国游戏公司出海的首选之地。网易、腾讯、宝通科技等游戏公司纷纷布局海外市场。网易逐渐在日本、北美等地建立自有工作室，并在季报会议中表示未来将拓展海外人才引进规模。腾讯收购了收入排名前十的手游公司 EpicGames、Supercell 等，投资游戏遍布欧美、亚洲、大洋洲等区域的 17 个国家 55 家公司。宝通科技收购易幻网络，进军海外手游发行等，我国游戏出海在全球竞争格局中已具有较为确定性优势。

在游戏创新领域，腾讯已申请注册近百条元宇宙相关商标，如“逆战元宇宙”“腾讯音乐元宇宙”“和平精英元宇宙”“绿洲启元宇宙”“王者元宇宙”“天美元宇宙”等，旗下天美工作室开启新项目《Z-plan》。网易正在研发带有 UGC 工具的游戏产品，投资者沟通会在沉浸式活动系统“瑶台”举办，世纪华通旗下点点互动也在自研元宇宙游戏《LiveTopia》。

2.1.4 直播行业：加强防沉迷、防过度打赏，重点关注青少年保护

直播监管方面，在内容、主体、未成年人防沉迷上进一步规范。1) 内容上：鼓励健康的格调品味；抵制低俗、过度娱乐化、宣扬拜金主义和崇尚奢华等内容；2) 主体上：明确了行业监管中网络直播服务提供者、网络接入服务提供者、应用商店等的各自责任；3) 未成年人防沉迷上：规定网络直播服务提供者不得为未满十六周岁的未成年人提供网络直播发布者账号注册服务，关闭未成年人站内搜索、弹幕评论、内容分享、私信聊天、拍摄发布、充值打赏等功能。

- **1、加强直播内容管理，查处违法违规表演活动。**直播行业于2016年正式兴起，平台与用户数量迅速崛起，也被称之为“中国网络直播元年”，但是部分网络表演经营单位责任缺失、管理混乱，一些表演者以低俗、色情等违法违规内容吸引关注，社会影响恶劣，严重危害行业健康发展，对于该行业的监管也由此加强。2016 文化部签发《文化部关于加强网络表演管理工作的通知》，督促网络表演经营单位和表演者落实责任，重点加强内容管理，**重点查处提供禁止内容等违法违规网络表演活动，将违法违规网络表演经营单位和表演者按情形列入黑名单或警示名单。**同年原国家新闻出版广电总局、国家互联网信息办公室分别发布《关于加强网络视听节目直播服务管理有关问题的通知》和《互联网直播服务管理规定》，规定网络视听节目直播服务应具备相应资质，直播内容应坚持健康的格调品味，抵制内容低俗、过度娱乐化、宣扬拜金主义和崇尚奢华等问题。
- **2、健全黑名单制度，明确直播服务各环节主体职责。**2018 年全国“扫黄打非”办公室会同工业和信息化部、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联合发布《关于加强网络直播服务管理工作的通知》要求落实用户实名制度，**加强网络主播管理，**

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

建立主播黑名单制度，健全完善直播内容监看、审查制度和违法有害内容处置措施。首次明确了行业监管中网络直播服务提供者、网络接入服务提供者、应用商店等的各自责任，推动互联网企业严格履行主体责任。2021 年以上相关部门再次发布《关于加强网络直播规范管理工作的指导意见》压实平台主体责任，明确主播法律责任、强化用户行为规范。

- **3、规范网络直播打赏、连麦 PK 行为。**2021/02 网信办等七部门发布《关于加强网络直播规范管理工作的指导意见》，提出：依法依规引导和规范用户合理消费、理性打赏。2022/04 的“清明·整治网络直播、短视频领域乱象”专项行动中，主要任务涵盖了全面规范互动环节（包括从严整治连麦 PK 环节恶俗惩罚问题），从严整治直播打赏失度问题（包括诱导打赏、刺激打赏、未成年人打赏）。而 2022/5/7 中央文明办/文旅部/广电总局/网信办发布的《关于规范网络直播打赏 加强未成年人保护的意見》中，对打赏、连麦 PK 等行为进行了更加明确的规定，意见中提到：网站平台应在意见发布 1 个月内全部取消打赏榜单，禁止以打赏金额为唯一依据对网络主播排名、引流，禁止对用户进行打赏金额的排名；在未成年人使用高峰期（20-22 时），单个账号直播间“连麦 PK”次数不得超过 2 次。

- **4、开展青少年防沉迷工作，消费段、产出端双管齐下。**

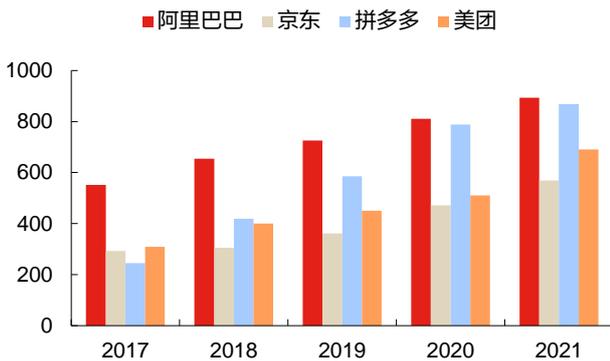
消费端“青少年模式”覆盖迅速。从秀场直播、游戏直播发展到移动泛生活直播，异彩纷呈同时也乱象频出，由于直播服务内容自主性和互动性较强，迅速吸引了青少年围观，然而由于青少年价值观还没有形成，极易受到不良网络直播内容的污染。2019 年国家互联网信息办公室在网络短视频领域首次尝试开展青少年防沉迷工作，并将网络直播行业纳入该系统，在该模式下关闭站内搜索、弹幕评论、内容分享、私信聊天、拍摄发布、充值打赏等功能，仅推荐适合青少年观看的内容，确保“青少年模式”下的内容池更健康、更有益。2021/02 网信办等七部门发布《关于加强网络直播规范管理工作的指导意见》，提出**严禁为未满 16 周岁的未成年人提供网络主播账号注册服务；不得向未成年人提供充值打赏服务。**2022/05 网信办等四部门发布的《关于规范网络直播打赏 加强未成年人保护的意見》，提到：**禁止未成年人参与直播打赏；严控未成年人从事主播；优化升级“青少年模式”**；网站平台在未成年人使用高峰期（20-22 时），单个账号直播间“连麦 PK”次数不得超过 2 次，避免诱导误导未成年人。

产出段限制直播平台账号注册，鼓励针对未成年人创作健康产品。即使“青少年模式”上线后快速覆盖了大部分 APP，但有不少平台推出的“青少年模式”形同虚设，如开启后呈现页面与普通模式毫无区别，或者采用“一刀切”将关键功能也直接取消，甚至还有部分平台投机取巧自动记录密码。针对这些问题《未成年人保护法》第七十六条规定：网络直播服务提供者不得为未满十六周岁的未成年人提供网络直播发布者账号注册服务；为年满十六周岁的未成年人提供网络直播发布者账号注册服务时，应当对其身份信息进行认证，并征得其父母或者其他监护人同意。同时为了让更多的孩子能够愿意接受青少年模式，鼓励和支持有利于未成年人健康成长的网络内容的创作与传播，鼓励和支持专门以未成年人为服务对象、适合未成年人身心健康特点的网络技术、产品、服务的研发、生产和使用。

2.1.5 电商及本地生活行业：广泛渗透居民消费场景，政策介入重点针对公平有序，稳定民生

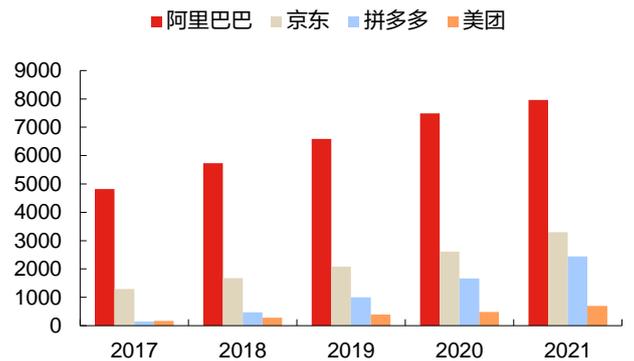
移动互联网时代发展到当前阶段，互联网头部的电商及本地生活平台社会角色发展转变，对于国家的整体影响在不断提升。根据各公司财报披露数据，截止 2021 年末，阿里巴巴、拼多多、京东与美团用户数分别达到 8.82 亿、8.69 亿、5.70 亿和 6.91 亿，对比中国总人口 14.13 亿，均已达到极高的渗透率。从交易规模看，截止 2021 全年，阿里巴巴、京东、拼多多与美团分别为 7.97 万亿、3.30 万亿、2.44 万亿、0.70 万亿，对比 2021 年中国 GDP（现价）114.37 万亿，合计的占比为 12.6%。互联网头部的电商及本地生活平台社会角色正在发展转变：1) 供给层面：由于海量商户聚集，电商及本地生活平台的商户政策直接影响供给侧的生存状况。2) 需求层面：电商及本地生活平台对于价格的影响力强，对商品分发掌控力强，对需求侧有显著影响。3) 数据层面：互联网电商及本地生活平台掌握海量用户数据和交易数据。头部平台在供给层面、需求层面、数据层面已经掌握了强大的影响力，足以上升至国家民生层面，因此这些平台的社会角色已经开始发生一定程度的转变，单纯从商业逻辑去考量企业经营有可能与国家的整体发展策略相悖。因此，互联网平台将受到更多来自国家监管，同时也需承担更多的社会责任与义务。

图 31：主流电商及本地生活平台用户规模（百万人）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 32：主流电商及本地生活平台 GMV 规模（十亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

国家“十四五”规划作为国家政策顶层设计，就互联网平台经济如何实现健康发展提出了多方面的指引和要求，其主要方向包括：打击垄断和不正当竞争；鼓励开放数字化能力；加强创新；共享资源；赋能实体经济等。

《“十四五”规划》：首次在顶层政策指引层面提价对互联网平台经济的监管，明确了对于垄断和不正当竞争行为态度。

表 5：“十四五”规划第十八章「营造良好数字生态」与互联网平台经济相关内容节选

章节	相关内容摘录
第二节 营造规范有序的政策环境	健全共享经济、平台经济和新个体经济管理规范，清理不合理的行政许可、资质资格事项，支持平台企业创新发展、增强国际竞争力。依法依规加强互联网平台经济监管，明确平台企业定位和监管规则，完善垄断认定法律规范，打击垄断和不正当竞争行为。

数据来源：“十四五”规划，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

《“十四五”数字经济发展规划》：规划的态度及引导方向主要分三个方面。一方面是肯定互联网平台的价值，推动其健康发展；第二方面是鼓励互联网平台开放数字化资源和能力，引导支持平台企业加强数据、产品、内容等资源整合共享，发挥互联网平台对于社会整体发展的价值；第三方面是完善治理，维护公平有效市场、加强和改进反垄断执法。

表 6:《“十四五”数字经济发展规划》与互联网平台经济相关的政策摘录

章节	相关内容摘录
五、(一) 加快企业数字化转型升级	鼓励和支持互联网平台、行业龙头企业等立足自身优势，开放数字化资源和能力，帮助传统企业和中小企业实现数字化转型。
五、(二) 全面深化重点产业数字化转型	大力发展数字商务，全面加快商贸、物流、金融等服务业数字化转型，优化管理体系和服务模式，提高服务业的品质与效益。
六、(三) 加快培育新业态新模式	推动平台经济健康发展，引导支持平台企业加强数据、产品、内容等资源整合共享，扩大协同办公、互联网医疗等在线服务覆盖面。
八、(三) 完善多元共治新格局	进一步明确平台企业主体责任和义务。加强和改进反垄断执法。

数据来源:《“十四五”数字经济发展规划》, 东方证券研究所

《“十四五”国家信息化规划》：本规划与《“十四五”数字经济发展规划》保持一致，国家一方面依然希望推动创新业态发展，另一方面对互联网平台在促进经济发展、履行平台责任和义务方面提出要求。

表 7:“十四五”国家信息化规划「10 项重大任务」中与平台经济相关的内容

专项行动	内容摘录
(五) 构建产业数字化转型发展体系	促进新业态新模式发展。 专栏 11 信息消费扩容提质工程: 1. 加快线上线下消费有机融合; 2. 推动共享经济、平台经济健康发展。
(十) 建立健全规范有序的数字化发展治理体系	强化平台治理体系。不断加强和改进反垄断、反不正当竞争监管, 防止资本无序扩张, 维护平台经济领域公平有序竞争, 保障平台内经营者和消费者等各方主体合法权益。 建设技术规则治理体系。建立和完善数字技术应用审查机制和监管法律体系, 开展技术算法规制、标准制定、安全评估审查、伦理论证等工作。

数据来源: 东方证券研究所

在政策具体落实的执行层面，2020 年以来国家在各个领域已经出台各类细化的政策，主要目标是防止垄断行为，维护人民权益，同时促进互联网平台对于其他行业、线下商业的赋能最大化社会价值。我们梳理了近期对于互联网领域出台的各项法律法规和指导意见，总结看来，对互联网交易平台提出的要求主要包括：1) 促进线上线下消费有机融合；2) 保护消费者、平台内经营者和劳动者的权益；3) 注重赋能实体经济高质量发展；4) 预防网络不正当竞争行为，鼓励和支持创新，维护公平竞争的市场秩序。

表 8: 在“建设网络强国”的核心思想领导下互联网领域相关法规和指导意见相继落地

相关领域	政策名称	公布时间	发布部门
综合	《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》	2020/9/21	国务院办公厅
	《加快培育新型消费实施方案》	2021/3/22	发改委等 28 个部门
	《互联网平台分类分级指南（征求意见稿）》和《互联网平台落实主体责任指南（征求意见稿）》	2021/10/29	市场监管总局

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

	《数字乡村发展行动计划（2022-2025年）》	2022/1/26	网信办等 10 部门
	促进互联网企业健康持续发展工作座谈会	2022/1/29	网信办、发改委、工信部、市场监管总局
	《网络交易监督管理办法》	2021/3/15	市场监督管理总局
	《关于开展 2021 年电子商务进农村综合示范工作的通知》	2021/5/11	财政部办公厅、商务部办公厅、国家乡村振兴局综合司
	《直播电子商务平台管理与服务规范（征求意见稿）》	2021/8/18	商务部
平台用工	数字平台经济促就业助脱贫行动	2020/5/22	人社部办公厅、国务院扶贫办综合司
	关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策	2022/2/8	发改委等 14 个部门
市场公平	国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南	2021/2/7	国务院反垄断委员会
	《禁止网络不正当竞争行为规定（征求意见稿）》	2021/8/17	市场监管总局

数据来源：发改委，网信办，工信部，国务院等，东方证券研究所

响应政策号召，各平台都根据最新的法律和行业规范进行了整改和调整。

- **阿里巴巴作为国内电商市占率第一的平台型企业，积极开展行动多方面响应政策指引。**在受到反垄断处罚后，阿里巴巴积极开展商户扶持政策，就政策要求的“降低平台交易和支付成本”推出大量举措，同时持续落实阿里数农的发展，就“农业生产经营数字化转型”，“注重赋能实体经济高质量发展”等方面继续努力。公司已经取得了优秀的成果，受到了一定舆论的好评。
- **京东作为国内最大的自营电商平台，始终坚持自身“零售”属性，积极落实政策号召。**京东自 2020 年起启动“奔富计划”，截止 2021 年已经取得阶段性成果，带动农村实现 3200 亿元产值，响应国家对共同富裕、发展数字农业、赋能实体经济的号召。2022 年 3 月，随着疫情的新一轮爆发，京东及时推出了 8 大举措帮助受疫情影响商家减少损失、降低运营成本。
- **美团按照管理要求在反垄断、骑手社保和商保及算法优化、佣金及社团负毛利上做出调整和改善。**反垄断方面，美团及时缴纳反垄断罚款并取消“二选一”及独占行为。骑手方面，其一，美团预计 2022 年将试点推广商业保险并逐步更大范围内推广，积极商讨社保方案，为落实社保做好准备；其二，美团积极推动骑手算法优化及透明化，异常情况下进行配送补时减轻骑手配送时效压力。佣金方面，其一，通过佣金分拆及透明化方式，给予商家更多服务和费用灵活选择，解释真正的佣金内容，避免造成误解；其二，针对不同地区不同类型商户给予降佣扶持。社团负毛利方面，美团明晰价格，减少补贴及 1 分钱秒杀等行为，落实政策要求，转向高质量发展。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 9：头部平台公司相应政策号召举措

领域	响应政策号召举措	时间
阿里巴巴	新增天猫试运营期入驻，取消“商业评估 PPT”环节	2021-04
	降低商家“退货运费险”费用	2021-05
	生意参谋的“流量纵横”、“品类罗盘”等多个板块功能由付费改免费	2021-05
	店铺宝、单品宝、搭配宝、优惠券由收费改为免费	2021-05
	开放商家申请支用保证金用于店铺经营，减轻商家资金压力	2021-05
	降低收款服务费	2021-07
京东	京东“奔富计划”	2020/10 启动
	京东超市开放平台新商家扶持	2021-11
	8 大举措帮助受疫情影响商家	2022-03
美团	一刀切式费率向阶梯费率转变，平台费率趋于透明化，差异化收费标准	2021-05 启动
	根据国家要求逐步落实骑手的职业伤害保险和社保	逐步推进中
	推动算法规则的透明化；优化迭代配送时间算法减轻骑手压力	2021-09
	疫情地区困难商户佣金减半且每单 1 元封顶；全国符合条件的经营困难中小商户佣金 5%封顶	2022-03 启动
	社区团购 2021/7 开始没有负毛利商品，且划线前后价格更加明晰（改善欺诈）	2021-07

数据来源：天猫规则，京东黑板报，公司公告，东方证券研究所

总结国家自顶层设计到具体执行层面的政策规划，我们认为，随着互联网头部的电商及本地生活平台规模增长，其社会角色发展转变，国家监管的态度和策略已经逐步明确。

监管核心目标：维护市场公平竞争，保障民生稳定，充分发挥头部平台公司的社会价值。

具体落实方面包括：1、打击垄断和不正当竞争；2、鼓励开放数字化能力，共享资源，赋能实体经济；3、保护消费者、平台内经营者和劳动者的权益；4、促进线上线下消费有机融合；5、保护消费者、平台内经营者和劳动者的权益。

2.1.6 新兴行业-社区团购：疫情下发展早期即进入监管视野，提前迈入精益化发展阶段

在疫情影响下，新兴行业如社区团购在互联网平台加入的早期即进入监管视野（虽社区团购行业在早些年就已萌发，但互联网巨头真正进入并带动行业发展在 2020 年期间）。社区团购在 2020 年疫情催化下快速成长，需求增加，除原有传统玩家外，也吸引了众多互联网巨头如拼多多，美团，阿里等跻身该赛道，竞争格局的加剧促进行业进一步发展，与此同时，我们理解出于两方面原因，该赛道在互联网平台进入的起步阶段就更早进入政府监管视野。1）一方面，线下业态受疫情影响冲击较大，社区团购涉及到民生问题，为防止原有线下传统渠道经销体系受到较大冲击，监管关注度提高 2）另一方面，疫情下宏观经济及消费偏弱，中小商家及企业受冲击较大，而平台对中小商家有一定影响，受政府关注度更高。

社区团购 2020 年发展至今，政策经历从监管收紧落实到监管规范下发展两个阶段，引导行业健康发展。1) **监管收紧阶段：**以 2020 年 12 月市场监管总局发布“九不得”为正式起始标志，经历总局正式发文政策规范并总局落实、后续地方逐步落实两时期。**政策规范方面，可以分为两个阶段，初期重点在防止价格欺诈，在“九不得”中市场监管总局提出严厉打击低价倾销、价格欺诈行为，并对社团不正当价格进行处罚，力求维稳新模式下的市场秩序，减少不正当方式竞争对商品经销体系得破坏，后期明确提出“禁止平台负毛利”销售的具体监管措施，监管条例更加清晰。地方落实方面，西安、重庆、广州等地政府相继开展行政指导会等，进一步落实中央对社区团购业务的监管要求。**2) **规范下发展阶段：**2021Q4 开始，政策监管及央媒逐步释放鼓励信号，进入监管中新阶段，要求既落实保护有效市场竞争格局，又发挥社区团购助力数字农业、促进乡村振兴的积极作用。**总体而言，社区团购政策在规范监管与支持创新的双轨上并行不悖，引导社区团购健康发展。**

阶段 1：监管收紧落实。1) **中央发文规范并落实：前期，**自 2020 年 12 月开始，市场监管总局对于社区团购平台经营中存在的不正当竞争行为开始了规范与指导，“九不得”是中央首次对社区团购业务模式做出规范监管。此后，从 2021 年 3-5 月市场监管总局多次对社区团购平台不正当价格行为处以罚款，并在后续要求平台“禁止负毛利”；**后期，**到 7 月份由价格监督检查和反不正当竞争局出台的《价格违法行为行政处罚规定》，正式发文要求巨头开展社区团购业务时不得恶意补贴倾销、负毛利经营，中央监管政策逐步定调，监管更加清晰。2) **地方逐步落实：**2021 年 6 月以来，地方政府持续传达中央政策，逐步落实监管要求。西安市市场监管局召开电商平台政策提醒会，进一步规范电商购物平台经营行为，维护经营者和消费者合法权益；重庆市市场监管局出台《重庆市网络社区团购合规经营指南》，对网络社区团购从准入、经营到退出全过程、全链条进行规范；广东省市场监督管理局召集多家广东辖区的重点电子商务平台企业召开行政指导会，对企业存在的违规行为提醒告诫，并指导“双 11”网络集中促销活动规范开展。在中央、地方等一系列监管落实要求下，各平台纷纷响应政策调整补贴策略，下架秒杀产品等，依靠补贴烧钱打价格战快速扩规模的策略就此被按下暂停键；社区团购从重规模速度向精细化运营的发展转变，规模增长降速，降本增效、优化 UE 成为了各平台未来发展的新主题。

阶段 2：监管规范下发展。自去年 10 月开始，淘菜菜、美团优选等社区团购平台多次登上央视《新闻联播》、《人民日报》专题版面，社区团购模式供、销两端的便民、助农价值被权威央媒更好传播发现，提出社区团购对以销定产、减少损耗、生鲜进村方面的促进，首次在主流舆论中获得正面评价。特别是在中央刺激经济复苏的大背景下，系列宏观政策出台促进数字农业，现代流通体系建设助农，是社区团购模式发挥提升农业数字化建设、带动乡村振兴作用的机遇，也是挑战。2021 年 12 月，国务院出台《“十四五”数字经济发展规划》强调提升农业各环节数字化水平，提及建设跨行业、跨区域的物流信息服务平台、智能仓储体系，与社区团购的助农属性不谋而合。2022 年 1 月，国务院发改委出台《“十四五”现代流通体系建设规划》提及完善商品交易市场网络，完善农产品现代流通网络，支持电子商务创新规范发展，健全温控物流设施体系，侧面利好社区团购平台完善农产品交易网络及搭建物流冷链建设。现阶段频繁的监管及舆论动向基本表明监管有所缓和，致力于引导社团行业健康良性发展。但值得注意的是，一系列政策缓和与正面报道并不意味着社区团购模式可以回到一年前的无监管地带放任自由，未来针对市场良性竞争的监管将呈常态化模式。无论是对小店的数字化改造还是商品交易及物流供应链的升级，如何在不依赖大力补贴获取市场的前提下更好挖掘自身科技带给实体经济的价值，将是未来各平台必修的课题。**我们预计，未来发展与规范并重，监管鼓励良性发展，在规范下发展。**

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

我们认为，在监管规范下，各互联网平台社区团购业务从早期追求规模增长到高质量增长转变，难以采用历史上互联网高举高打策略，通过用户补贴等方式快速获取用户，积累流量，形成规模效应，虽早期亏损加剧，但可以快速取得市占，最终实现盈利。此外，叠加社区团购商业模式更偏区域化模型区别于平台经济，使得社区团购行业难以复制原有互联网的业务增速。在政策影响下，新起步的社区团购行业或提早迈入精益化增长阶段，控亏损提 UE 的同时稳健扩规模增长。

自 2020 业务成立以来，经过 2021 年规模快速扩张并建设各项能力，到 2022 年迈向精益化发展阶段，社区团购各平台在政策的指导下补贴减少，毛利持续提升，履约费用优化，改善 UE，持续健康发展。这一点我们在回顾社区团购行业发展的业务策略也可以得到验证。

- 2021 年平台主线及策略，各平台总体策略主线一致，主要聚焦于布局全面开城拓规模密度，基础设施建设，供应链及履约能力建立，并不断探索和上下游的新合作模式上。2021 上半年各平台还在探索商品结构及供应商资源，拓点拓仓保履约，做部分补贴，抓中心仓/网格仓冷库/恒温库基础建设为夏季做准备等。后基于国家监管要求“不能负毛利”及业务发展阶段需要，2021 年下半年开始逐步降低补商品及用户补贴，优化效率改善 UE，用户补贴已处于低位水平但提毛利等步子迈的不大，以兼顾规模逐步优化 UE 为主线。
- 我们年初预计 2022 年平台将围绕降本增效提 UE 开展。提 UE 方向及措施：商品端，需提升商品毛利，具体措施如调整商品结构提高毛利商品占比，或更直接的提高商品加价率，降低补贴，提高商品毛利的优化空间大对 UE 提升作用力度强，但毛利的提升意味着商品价格上涨，订单量增速或受影响，此外客单价提升也是今年关键。履约端，中心仓和网格仓两端发力，中心仓进一步优化效率，在人员/运输成本上进一步下降，同时网格仓下调邮资，但由于各家履约费用已较低，尤其是美团优选/多多买菜/兴盛优选，下压空间较小。团长端：由于目前团长佣金已下调，重点从商品佣金转向平台激励，团长肩负拉新和末端分拣履约作用，下压空间较小，或通过关闭低效团提团效得方式协同履约端降低费用。目前经过几个月的观测，也验证了我们的上述预判，各家公司都在降本增效提 UE 上实施了多项策略。

表 10：阶段 1-监管收紧阶段政策及执行回顾

时间	政策/新闻	发布机构	核心内容
2020/12/22	市场监管总局联合商务部召开规范社区团购秩序行政指导会	市场监管总局	市场监管总局联合商务部组织召开规范社区团购秩序行政指导会，阿里巴巴、腾讯、京东、美团、拼多多、滴滴等 6 家互联网平台企业参加。 会议强调，互联网平台企业要严格规范社区团购经营行为，严格遵守包括不得通过低价倾销、价格串通、哄抬价格、价格欺诈等方式滥用自主定价权等“九个不得”。（首次正式规范，明确业态模式可行同时打击恶性竞争）
2021/3/3	对五家社区团购企业不正当价格行为作出行政处罚	市场监管总局	橙心优选、美团优选、多多买菜、十荟团和上食享会等五家平台涉及不正当竞争和价格欺诈等违法行为，对橙心优选、美团优选、多多买菜、十荟团四家社区团购企业分别处以 150 万元人民币罚款的行政处罚，对食享会处以 50 万元人民币罚款的行政处罚。 （监管处罚，针对巨头诱骗性标价手段，未处罚兴盛）
2021/5/27	依法对社区团购平台十荟团顶格罚款并责令停业整顿	市场监管总局	市场监管总局依法对北京十荟科技有限公司（“十荟团”运营主体）处以 150 万元人民币顶格罚款，并责令“十荟团”平台江苏区域停业整顿 3 日。 （监管处罚，针对十荟团部分区域不正当价格行为及易误解性标价手段）
2021/6/21	西安市场监管局召开电商平台政策提醒会	西安市市场监管局	西安市市场监管局组织召开电商平台政策提醒会，进一步规范电商购物平台经营行为，维护经营者和消费者合法权益。 盒马集市、美团优选、橙心优选、兴盛优选、十荟团、京喜拼拼六家电商购物平台驻西安经营机构负责人和业务主管参加会议。会议传达学习了市场监管总局关于规范社区团购经营行为的“九个不得”。 （地方传达中央政策）
2021/7/1	重庆出台网络社区团购合规经营指南	重庆市市场监管局	重庆市市场监管局出台《重庆市网络社区团购合规经营指南》，对网络社区团购从准入、经营到退出全过程、全链条进行规范。 重庆市市场监管部门将，完善长效监管机制，引导网络社区团购经营者严格落实相关要求；结合正在开展的反垄断反不正当竞争促公平专项执法行动，进一步加大执法力度，营造良好市场秩序。 （地方监管落实，具体保护消费者申请开具发票选项、不得隐藏或删除评价权利，规范经营者不得滥用自主定价权、大数据杀熟等）
2021/7/2	《价格违法行为行政处罚规定（修订征求意见稿）》	市场监管总局	根据价格法，明确对于低价倾销、价格歧视、哄抬物价、价格欺诈等行为的处罚，并且针对社区团购等新业态价格违法行为，如大数据杀熟、不正当竞争等也提出了明确的规范。 新增对于低价倾销中，负毛利经营的明令禁止。（监管政策进一步明确，不得以低于成本价进行规模性补贴）
2021/7/20	《城市一刻钟便民生活圈建设指南》	商务部办公厅	在第三条，规范社区电商发展中明确指出，针对社区团购要坚持发展与规范并重，明确规则、划清底线，加强监管、规范秩序，促进公平竞争，反对垄断，防止资本无序扩张。 完善管理制度，落实社区团购“九不得”规定。推动平台企业为高质量发展和高品质生活服务，为社区商户提供营销、信息、流量、数字化工具等免费或让利服务，提供集采集配、统仓统配等供应链支撑，将实体店作为供应链合作的重要环节，实现线上线下融合、店配宅配融合。 （监管政策提出社区团购要坚持发展与规范并重，有所缓和）
2021/11/5	通报 16 家电子商务平台违规行为	广东省市场监督管理局	广东省市场监督管理局召集阿里巴巴华南公司、美团优选等 16 家广东辖区的重点电子商务平台企业召开行政指导会，对企业存在的违规行为进行通报，予以提醒告诫，并就规范开展“双 11”网络集中促销活动进行行政指导。 会议通报广东互联网平台企业监管情况，指出平台企业在经营活动中普遍存在的的不公平竞争、产品以假乱真、以次充好、虚假广告和虚假宣传等问题。 （地方监管落实，通报违规行为）

注：红色字体为政策信息，蓝色字体为落实执行

资料来源：市场监管局，商务部，人民日报等，东方证券研究所绘制

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 11：阶段 2-规范下发展政策及新闻回顾

时间	政策/新闻	发布机构	核心内容
2021/10/19	十三五系列报道之《互联网走进千家万户》	人民日报	《人民日报》头版刊发十三五系列报道之《互联网走进千家万户》，点赞美团优选等互联网应用服务，降低了互联网使用门槛，为百姓日常生活带来便利，不断提升群众获得感。以美团优选为代表的社区团购平台，在保障民生供给方面发挥着重要作用。尤其在疫情常态化背景下，网上买菜以其便利、安全的特性，成为越来越多消费者新选择，有力保障了居民“菜篮子”的稳定，为居民日常生活提供重要支撑。 (首次正面提出社区团购发挥保障民生作用)
2021/12/7	《精准化产销，数字化便民——让新鲜农产品搭上互联网快车》	人民日报	12月7日，人民日报以专门文章形式，详细报道了阿里巴巴旗下社区电商平台淘菜菜让新鲜农产品搭上互联网快车的独特模式。人民日报称，淘菜菜为代表的新兴社区电商平台能够以销定产，稳定农业订单供应：实时连接农户、农产品和消费者的信息需求与产销诉求；供配保鲜，新鲜农产品有效保：为解决农产品损耗问题提供了新的解决方案。与此同时，淘菜菜生鲜触达下沉市场，实现农民增收、消费升级双重目标。今年，淘菜菜与阿里数字农业事业部加大科技投入，联合推出了“超级系列”水果。 (淘菜菜成立以来第三次登上人民日报，此前6月8月曾报道过，体现助农属性)
2021/12/9	《以人民为中心，不断促进民生福祉》	中央电视台《新闻联播》	12月9日中央电视台《新闻联播》重点播报美团优选的报道。具体播报内容是：在重庆城口县，美团优选生鲜电商的入驻让去年刚脱贫的村民饭桌丰富起来，有了新鲜鱼虾和瓜果，朱万成老人还学会了手机下单，第一次尝到了哈密瓜的味道。 (央媒表扬美团优选等社区电商的商业创新，触达下沉市场)
2021/12/12	“十四五”数字经济发展规划	国务院	第五条(二)，提出全面深化重点产业数字化转型。 大力提升农业数字化水平，推进“三农”综合信息服务，创新发展智慧农业，提升农业生产、加工、销售、物流等各环节数字化水平。专栏四提及提升商务领域数字化水平、大力发展智慧物流，特别是建设跨行业、跨区域的物流信息服务平台、智能仓储体系 (利好助农数字经济)
2022/1/10	《反不正当竞争法》	北京朝阳区市场监管局	1月10日，北京十荟科技有限公司因违反《反不正当竞争法》被北京市朝阳区市场监督管理局罚款 30 万元。消费者付款成功后，当事人以商品质量问题、商家上架商品数量错误等原因未发货，也未补发并取消订单。 (监管处罚，针对十荟团订单未发货)
2021/1/19	《打通毛细血管，唤醒沉睡的乡村市场》	中央电视台《新闻联播》	1月19日中央电视台《新闻联播》重点播报社区电商的报道。具体播报内容是：目前，社区电商自提点已经覆盖了全国 2600 多个市县的大部分村庄和社区。三级仓配物流网络体系已经深入到农村末端，提供稳定的次日达服务。在全国 1600 个乡村振兴重点帮扶县中，社区电商自提点覆盖了约七成，在广西、宁夏、陕西、重庆四个省区的四十个国家乡村振兴重点帮扶县实现 100% 全覆盖。 (表扬社区电商带动乡村振兴)
2021/1/25	“十四五”现代流通体系建设规划	国家发改委	其中， 提到完善商品交易市场网络，完善农产品现代流通网络，支持电子商务创新规范发展，健全温控物流设施体系。 鼓励商品交易市场与实体/电商加强渠道对接，减少交易层级，畅通批发零售渠道；加强农产品产销对接、畅通供需渠道；鼓励电子平台完善运营基础设施，织密连接中小城市、城乡之间网络，贯通县乡服务体系；统筹城乡交通网络，畅通工业品下乡、农产品进城双向渠道；加快农产品运输/仓储设施专业化改造，加强农产品产地预冷、分拣包装、移动冷库等设施建设，补齐生鲜农产品流通“最先一公里”短板，并提高“最后一公里”冷链物流服务效率。 (可能利好社区团购支撑农产品商品流通、建设冷链/物流等基础设施)

注：橙色字体为鼓励良性发展，蓝色字体为落实前序监管执行。

资料来源：市场监管局，商务部，人民日报等，东方证券研究所绘制

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2.2 鼓励数字经济赋能实体，向高科技方向发展

总结上文，监管围绕“高质量稳增长”展开，各平台逐步落实推进，与此同时，国家还在多个方向上重点鼓励发展：

- 1) **强调数字经济要赋能产业/实体经济及公共服务/民生保障方向。**赋能产业/农业/实体经济方面，“以数据流促进生产、分配、流通、消费各个环节高效贯通”，提高全要素生产率”；“以数字技术与实体经济深度融合为主线…赋能传统产业转型升级，培育新产业新业态新模式”。保障民生及公共服务方面，“加快弥合数字鸿沟，补齐农村地区信息基础设施短板，补齐民生保障和社会服务弱项”等（2021《十九届中央政治局第三十四次集体学习》/《“十四五”数字经济发展规划》/《“十四五”国家信息化规划》）。
- 2) **强调数字化基础设施、自主创新能力及核心技术发展。**“加强关键核心技术攻关…自主创新‘牛鼻子’，提高数字技术基础研发能力，把发展数字经济自主权牢牢掌握在自己手中”；鼓励重点领域如“集成电路、新型显示、通信设备、智能硬件”等，新型基础设施建设如“5G网络、全国一体化数据中心、国家产业互联网”等，提升数字发展质量，实现关键技术突破。（2021《十九届中央政治局第三十四次集体学习》/《“十四五”数字经济发展规划》/《“十四五”国家信息化规划》）。

表 12：数字经济和互联网重要政策梳理

时间	文件	视角	核心摘录
2021/10/19	十九届中央政治局第三十四次集体学习，习近平：不断做强做优做大我国数字经济	数字经济重点方向	<p>第一，加强关键核心技术攻关（自主创新“牛鼻子”，提高数字技术基础研发能力，把发展数字经济自主权牢牢掌握在自己手中）</p> <p>第二，加快新型基础设施建设（5G网络、全国一体化数据中心、国家产业互联网）</p> <p>第三，推动数字经济和实体经济融合发展（推动制造业、服务业、农业等产业数字化，提高全要素生产率）</p> <p>第四，推进重点领域数字产业发展（集成电路、新型显示、通信设备、智能硬件等重点领域）</p> <p>第五，规范数字经济发展（坚持促进发展和监管规范两手抓、两手都要硬，要纠正和规范发展过程中损害群众利益、妨碍公平竞争的行为和做法，防止平台垄断和资本无序扩张）</p> <p>第六，完善数字经济治理体系（健全法律法规、政策制度和体制机制，完善主管部门、监管机构职责，分工合作）</p>
		指导思想	以数据为关键要素，以数字技术与实体经济深度融合为主线，加强数字基础设施建设，完善数字经济治理体系，协同推进数字产业化和产业数字化，赋能传统产业转型升级，培育新产业新业态新模式。
2021/12/12	“十四五”数字经济发展规划	基本原则	<p>（1）坚持创新引领、融合发展。把创新作为引领发展的第一动力，促进数字技术向经济社会和产业发展各领域广泛深入渗透，推进数字技术、应用场景和商业模式融合创新，形成以技术发展促进全要素生产率提升、领域应用带动技术进步的发展格局。</p> <p>（2）坚持应用牵引、数据赋能。坚持以数字化发展为导向，以数据流促进生产、分配、流通、消费各个环节高效贯通，推动数据技术产品、应用范式、商业模式和体制机制协同创新。</p> <p>（3）坚持公平竞争、安全有序。突出竞争政策基础地位，坚持促进发展和监管规范并重，健全完善协同监管规则制度，强化反垄断和防止资本无序扩张，推动平台经济规范健康持续发展，建立健全适应数字经济发展的市场监管、宏观调控、政策法规体系，牢牢守住安全底线。</p> <p>（4）坚持系统推进、协同高效。充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，构建经济社会各主体多元参与、协同联动的数字经济发展新机制；更好发挥政府在数字经济发展中的作用。</p>

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

- 发展目标
- (1) **数据要素市场体系初步建立**（数据资源推动研发、生产、流通、服务、消费全价值链协同/数据确权、定价、交易有序开展，探索建立与数据要素价值和贡献相适应的收入分配机制）
 - (2) **产业数字化转型迈上新台阶**（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）
 - (3) **数字产业化水平显著提升**（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/对实体经济提质增效的带动作用显著增强）
 - (4) **数字化公共服务更加普惠均等**（广泛融入生产生活，对政务服务、公共服务、民生保障、社会治理）
 - (5) **数字经济治理体系更加完善**（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）

- 发展目标
- (1) 数字基础设施体系更加完备 (2) 数字技术创新体系基本形成 (3) 数字经济发展质量效益达到世界领先水平 (4) 数字社会建设稳步推进 (5) 数字政府建设水平全面提升 (6) 数字民生保障能力显著增强 (7) 数字化发展环境日臻完善（网络空间治理能力和安全保障能力显著增强）

2021/12/28 “十四五”国家
信息化规划

- 主攻方向
- (1) **深化创新驱动，引领更高质量发展**（充分发挥数字经济在生产、分配、流通、消费等不同环节中的重要作用，大力推动数字技术与实体经济深度融合）
 - (2) **优化要素资源配置，推动更有效率发展**（提升要素资源配置效率、公共产品供给效率、政府组织运行效率）
 - (3) **支撑共建共治共享，促进更加公平发展**（加快弥合数字鸿沟，补齐农村地区信息基础设施短板，补齐民生保障和社会服务弱项）
 - (4) **促进健康和谐共生，实现更可持续发展**
 - (5) **防范化解风险，确保更为安全发展**（全面加强网络安全保障体系和能力建设，深化关口前移、防患于未然的安全理念，压实网络安全责任，加强网络安全信息统筹机制建设，形成多方共建的网络安全防线）

注：蓝色标注为和文中相关性高的重点内容

资料来源：《十九届中央政治局第三十四次集体学习》，《“十四五”数字经济发展规划》，《“十四五”国家信息化规划》等，东方证券研究所绘制

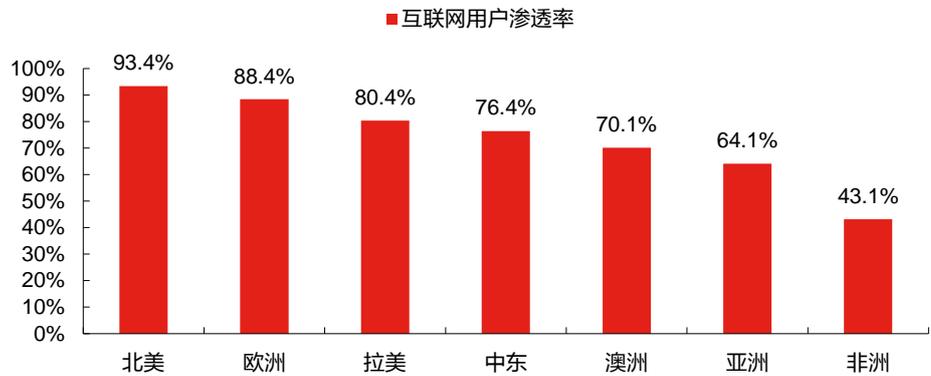
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

三、疫情催化全球互联网，中国企业出海竞争力强大

3.1 互联网渗透率高位，政策环境成熟稳定

海外互联网渗透率已实现极高水平，政策及监管已近相对成熟。从互联网用户渗透率看，截止 2021 年，北美/欧洲/拉美分别为 93.4%/88.4%/80.4%，欧美国家的互联网基础设施完备，互联网使用习惯已经养成。亚洲/非洲 2021 年互联网用户渗透率分别为 64.1%/43.1%，非洲由于整体经济实力薄弱导致互联网基础设施建设进程相对缓慢，亚洲主要是由于朝鲜以及西亚部分国家拉低了平均水平，新加坡/印尼/泰国/马来西亚/越南/菲律宾 2021 年互联网用户渗透率分别为 87.7%/76.8%/83.6%/89.0%/77.4%/81.9%，已经实现了较高互联网普及水平。基于我们上文的分析，疫情对于海外线上的部分商业化业态实现了极强的催化发展作用，但是由于互联网渗透率常年维持高位，政策及监管介入时间较早，已经发展至相对成熟阶段。

图 33：全球各区域互联网渗透率（2021）

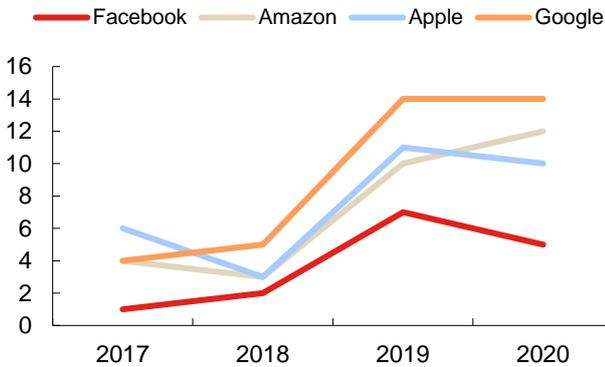


数据来源：Internet World Stats，东方证券研究所

反垄断法律法规成熟，头部科技企业垄断行为已经受到充分监管。早在 19 世纪末，世界经济的发展进入垄断资本主义时期，各国均采取严厉的立法来进行反垄断的法律规制，1890 年美国颁布的《谢尔曼法》是历史上最早的反垄断法。自 20 世纪以来，美国头部科技企业 IBM、AT 和 T、微软均经历过长期的反垄断监管。2015 年以来，随着新科技巨头的崛起，海外反垄断监管迎来新一轮高潮。根据南都反垄断研究课题组发布的《互联网平台竞争与垄断观察报告》，FAAG 四家企业自 2017 年以来在全球范围内遭遇 111 起反垄断调查及纠纷。其中 2017 年 15 起，2018 年 13 起，2019 年这一数值攀升至 42 起，2020 年截至 12 月 22 日，FAAG 已经身陷 41 起反垄断调查。从调查内容来看，针对 FAAG 的反垄断调查包括企业并购、数据收集、数字广告、搜索服务、捆绑销售、自我优待和应用商店等诸多商业领域，基本涵盖四家头部企业的主要业务。从地区分布看，四年来有 17 个国家和地区对 GAFA 发起反垄断审查，美国、欧盟、意大利、印度、澳大利亚发起的调查数量排在前五。我们认为，海外在反垄断法律法规方面已经形成成熟的体系，将头部科技企业垄断行为进行了充分监管。一方面，政策环境进入相对稳定阶段；另一方面，为中国跨境竞争者提供了更为公平的发展环境。

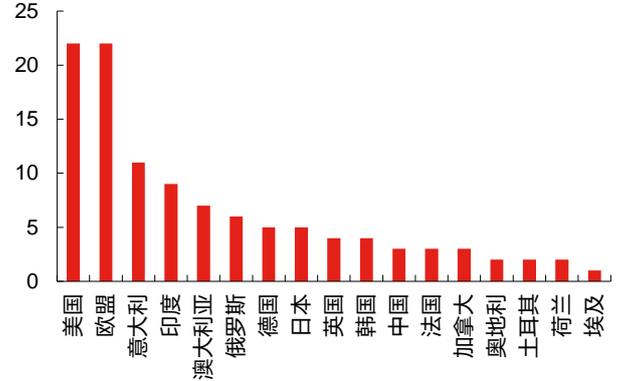
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 34: FAAG 2017-2020 遭遇反垄断调查次数



数据来源: 南方都市报, 东方证券研究所

图 35: FAAG 2017-2020 遭遇反垄断调查区域分布



数据来源: 南方都市报, 东方证券研究所

3.2 消费互联网全球出海，文化和商业输出

中国互联网出海，目前已从工具型产品输出演化到文化产品（游戏、短视频、出版）与商业产品（电商）全方位输出的全新阶段。移动互联网时代来临之前，中国互联网产品出海主要集中在工具型产品（例如手电筒、翻译词典、浏览器等）；而进入移动互联网时代之后，中国和美国之间的差距在逐步缩小，加之中国的人口规模大及需求统一化（尤其利于需规模效应的互联网产品高效迭代模式）、工程师供给充足、产业供应链完整、（物质和文化）消费市场庞大，因此在游戏、电商、互联网内容/媒体等领域的优势逐渐形成在全球范围内领先的优势（越需双边效应、规模效应去迭代产品模式，中国优势越突出），在国内市场竞争加剧的情况下，中国互联网产品在海外凭借比较优势及国内经验的复制，争取在海外实现复制。**2021 年以来，中国互联网企业在各个领域的出海持续爆发：**中国供应链与海外消费者纽带加深，跨境电商迎来品牌化，Anker、致欧、Outer 等在海外市场获得更认同；中国游戏、网文小说继续发力，米哈游、Hiread、Bilibili Comics 等出海新势力受到海外市场的关注；此外，BIGO LIVE、StarMaker 成为了拉美互联网经济的重要玩家，hibobi、Yalla、赤子城在中东北非表现优异；SHAREit、小米、Gamma Play 的效率工具登上了东南亚众多国家的应用下载榜。此外，2021 年以来，中国互联网企业在行业出海迎来持续爆发的阶段逐步开始重视更为底层能力的建设，其中包括品牌力的构建以及海外的本地化能力的提升，其中尤为典型的方向是 DTC 品牌打造和海外仓建设。

图 36: 中国企业出海历程



数据来源: 《中国娱乐社交企业出海发展专题》，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

3.2.1 短视频：全球绝对领先地位，TikTok 占领流量高地

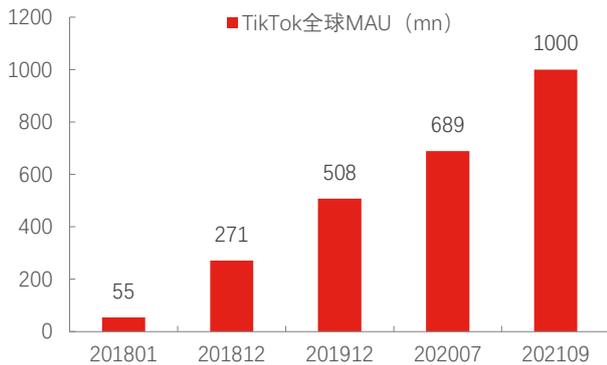
中国短视频出海产品先发布局，优势显著，下载量全球排名前列，用户数快速增长

目前海外市场独立短视频产品较少，竞争主要来自老牌社媒巨头的内嵌短视频功能，如 Facebook Watch、Instagram Reels、Snap Spotlight 和 Youtube Short，都是在 2020 年推出。

海外短视频产品布局较早，但中国出海短视频产品优势明显：在中国短视频软件出海之前，海外就已经出现了短视频，代表产品为 14/15 年上线的 Dubsmash 和 Triller（目前规模都较小，月活均降到 600 万以下）。在经过一段时间的竞争淘汰后，目前海外月活超千万的独立短视频产品还有字节的 TikTok，欢聚的 Likee，以及以 Kwai 为代表的快手系列产品。中国短视频产品虽然出海较晚，但在体量上远超海外独立短视频 App，优势明显。

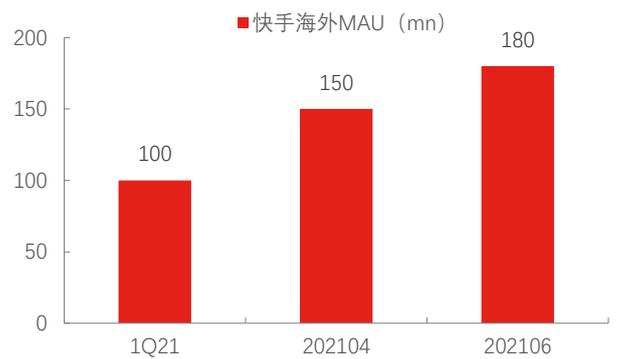
利用在国内积累的推荐算法技术，以及运营、用户增长经验，国内短视频平台出海的增长速度比传统的社交媒体速度快很多——**TikTok 成为了全球在最短时间内 MAU 突破 10 亿的产品**，目前 TikTok 仍然维持着每个月 5000 万次的下载量；且用户的年龄结构比北美的头部社交媒体平台整体更年轻（18 岁上用户中，18-24 岁用户占比达 45%）。快手海外业务自 2020 年重启以来，用户量也实现了快速增长，MAU 从 1Q 的 1 亿增长到 21/06 的 1.8 亿，一个季度内增长了 80%。

图 37: TikTok 的用户数增长情况



数据来源：TikTok 对美国政府起诉书，东方证券研究所

图 38: 快手海外用户的的增长情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

国内经验可复制，短视频海外商业化的进程快于国内。

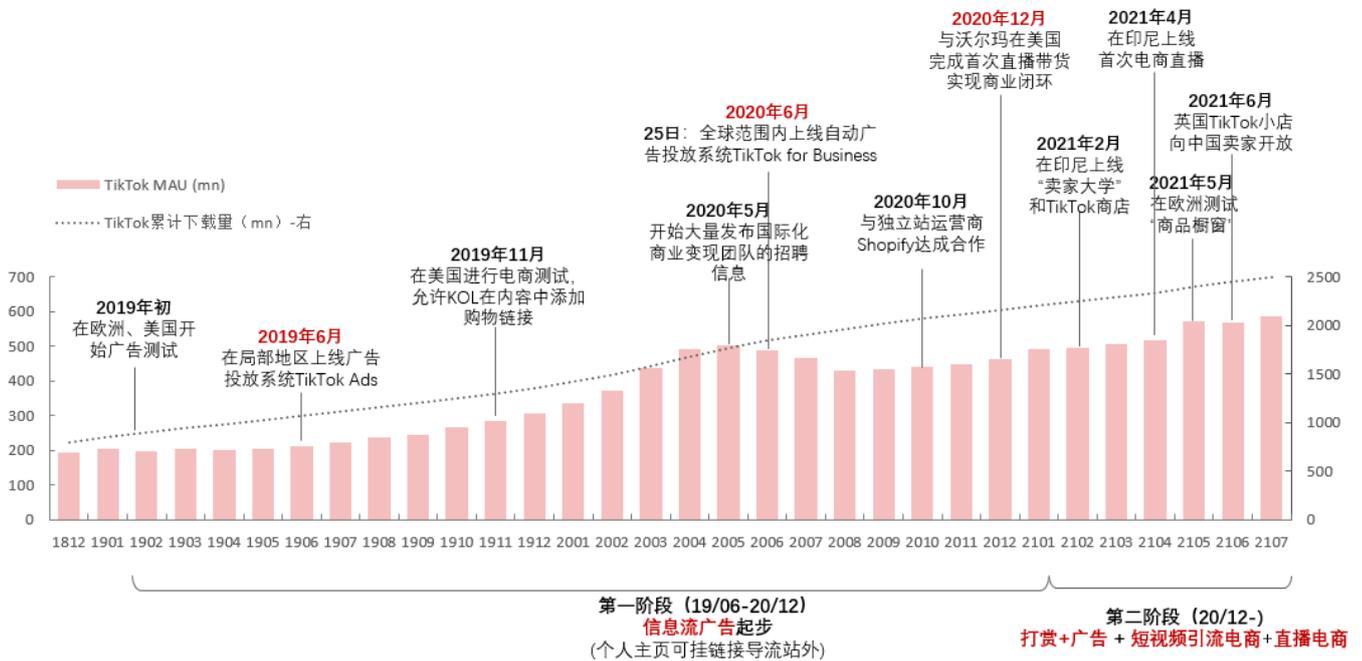
抖音、快手在国内的商业化变现路径已经非常明晰，例如商业化广告产品的矩阵（信息流效果广告、内容加热工具、品牌广告、达人营销等产品矩阵），以及公域、私域的直播电商方法论均在国内得到了反复探索和试验，因此短视频在海外的商业化方法论较国内是当时更为完备，整体进度或快于国内（但因海外区域较多区别于国内，商业化起量速度或慢于国内）。

字节方面，抖音在国内是 2016/09 上线，一年多之后（2017/09）正式开始商业化（开启达人营销、信息流广告），而电商业务，虽然是 2018 年底开启购物车的申请，但是直到 2020 年初疫情爆发之后才正式大力推进直播电商业务（广告业务推出 2 年多之后）。TikTok 在海外的商业化进程明显比国内加速，2018 年 8 月 TikTok 和 Musical.ly 合并后开始大力推广完成冷启动，随后 2019 年 1-2 月就开始在美国等市场测试信息流广告业务（离合并不到半年），于 2020 年中全面开放广告自动投放工具，1 年不到之后（1H21）就开放了印尼、英国地区的直播电商业务（目前美国直播电商业务在测试），我们预计借鉴国内抖音电商的发展经验，TikTok 在海外的商业化广告和直播电商的发展速度会快于国内抖音的整体进程。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

快手海外于 2021 年底开启商业化。快手国内从 2012 年上线，直到 2016 年底才开始搭建商业化架构，2018 年开启直播电商业务。海外的进程加速很多，快手于 2021Q3 也在海外市场（巴西、东南亚、中东等）上线了广告投放系统“Kwai for business”，开始逐步尝试商业化。根据官方的宣传，目前快手海外的广告已经支持信息流效果广告（In-Feed Effects Ads）和品牌广告（Brand Ads，开屏等）的投放，形态和国内快手的广告形态非常类似。公司管理层在 3Q21 的业绩公开交流会上表示，要在海外开始尝试商业化。快手于 2020 年正式重启海外业务，在 2021 年末开启商业化，进程比国内快了许多（国内快手 2012 年上线，2017 年初才开始测试信息流广告）。

图 39: TikTok 的商业化进度



数据来源: TikTok 官方, digiday, App Annie, 东方证券研究所

目前字节海外（10 亿用户×60min+）和快手海外（近 2 亿用户×40min）已经完成了初步的用户积累，下一步在用户增长的同时，开始商业化试水。从两个平台的近期的动作可以看出，商业化的进程相对国内加速很多，国内字节在 2017 年开启广告商业化，但到了 2020 年（此时广告业务已经比较成熟）才开始大力进行直播电商的商业化，而在海外 2020 年中开始全面开放广告系统后不到 1 年时间内就开始推进直播电商，两条商业化主线同时进行。我们预计，未来 1-2 年是国内短视频出海全面商业化的时期（尤其是在北美、拉美、东南亚等用户量较大、人均收入较高、商业化基础设施较好的区域），产业链相关的公司（例如出海电商、跨境营销及流量投放机构、出海消费品、出海供应链等）有望受益。虽然海外市场的商业化存在一定的难度（例如本地化运营、海外单个市场规模较小无法做到国内类似的规模化输出），但是海外整体流量池更大（字节海外和国内的 MAU 已达相似量级甚至超过国内），整体市场空间也较大。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

3.2.2 头部公司集群，中国手游公司在全球市场已实现稳步扩张

在全球游戏企业格局变换的时代，我们判断中国头部游戏企业能分享到发达国家市占率提升的红利，及发展中国家增速提升的红利：建议关注游戏市场份额较高的腾讯控股、网易、三七互娱、完美世界、吉比特。

中国手游市场份额当前全球第一。对比来看，1) 国内手游市场规模世界第一，2021 年前三季度手游市场规模达 1702 亿元，全球市占率 39.7% (yoy-1.6pp); 2) 美国 (21.6%, yoy+2pp)、日本 (12.7%, yoy-1.7pp)、韩国 (4.6%, yoy+0.01pp)

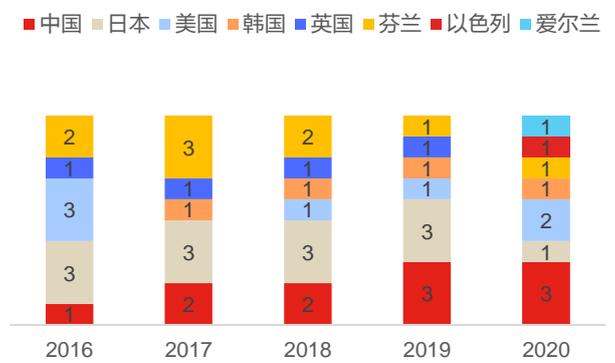
最大的市场盘能支撑起中国企业做全球最大的单产品投入预算，从而有更大概率产出质量最高的产品在全球竞争中占据优势。可以说中国手游行业是文化产业中最有可能率先实现马太效应，分享全球市场红利的子版块。

图 40: 全球手游市场规模 (亿美金)



数据来源: SensorTower, 东方证券研究所

图 41: 收入前十手游归属国家



数据来源: Appannie, 东方证券研究所

手游海外收入增速远超国内增速。手游市场在文化差异方面的壁垒低、政策限制少、研发边际成本低等特点，更易实现海外扩张；以腾讯、莉莉丝、米哈游等公司为首，中国手游公司在全球市场已实现稳步扩张。

从中国厂商在头部市场表现来看：1) 中国产品在美国 top100 产品收入中 2021 年维持 23%以上市占率，而 2020 年为 16.8%；2) 中国产品在日本 top100 产品收入中 2021 年维持 25%以上市占率，而 2020 年为 23.6%。

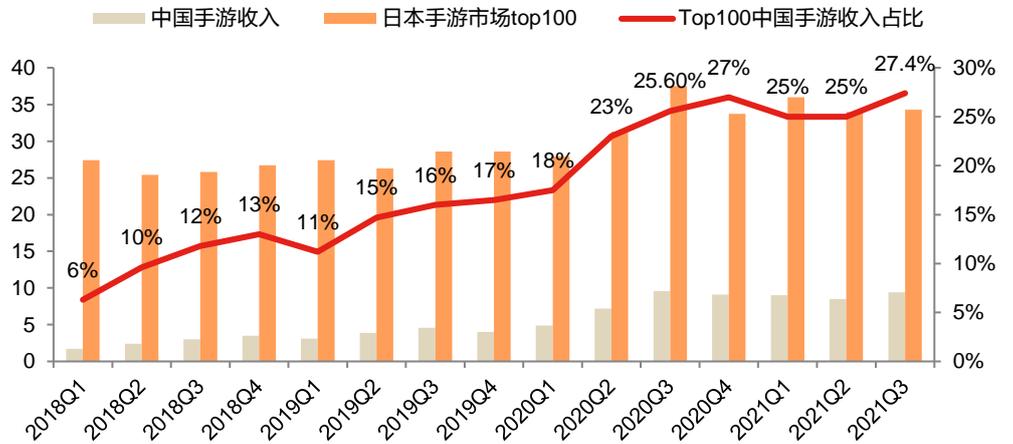
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 42：美国手游市场 top100 收入和中国厂商占比



数据来源：SensorTower，东方证券研究所

图 43：日本手游市场 top100 收入和中国厂商占比

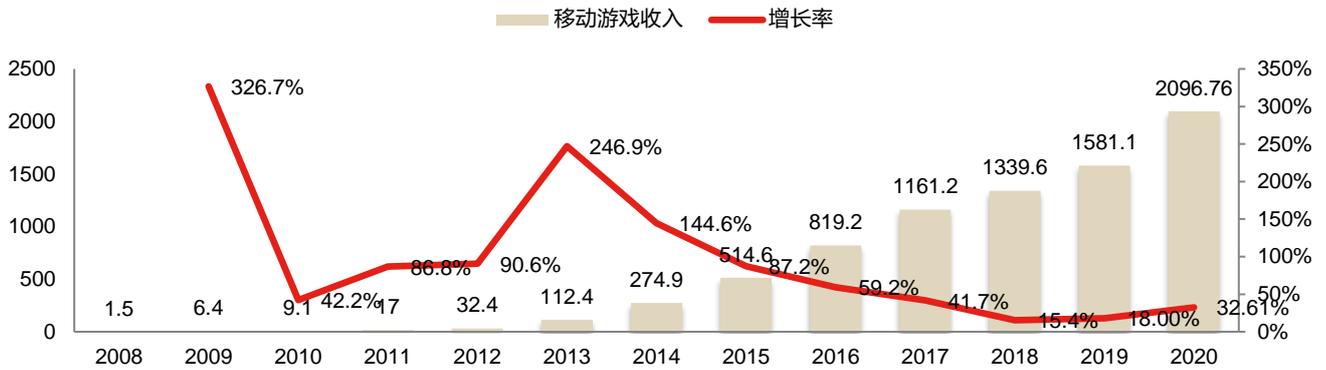


数据来源：SensorTower，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

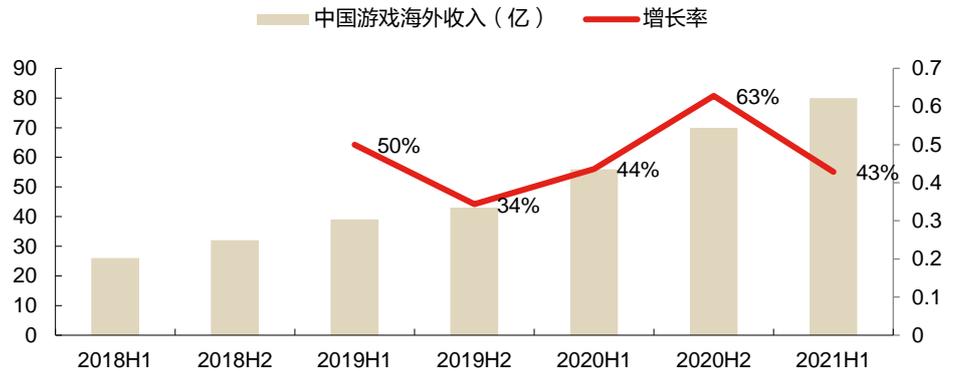
中国游戏本土市场增速从 2019、2020 年增速为 18%、33%；而 2019、2020 年中国厂商在海外市场增速为 41%、54%。2021 年上半年，中国厂商海外收入已超过 500 亿人民币。

图 44：中国游戏本土市场收入（亿人民币）



数据来源：游戏工委，东方证券研究所

图 45：中国游戏海外收入（亿美金）



数据来源：Appannie，东方证券研究所

3.2.3 电商：成熟商业模式输出，头部公司优势凸显

中国电商，从单一商品出海机遇到商品+流量场叠加出海的重大机遇。

- 1.0 阶段：以供应链能力为基础，中国商品出海全球。

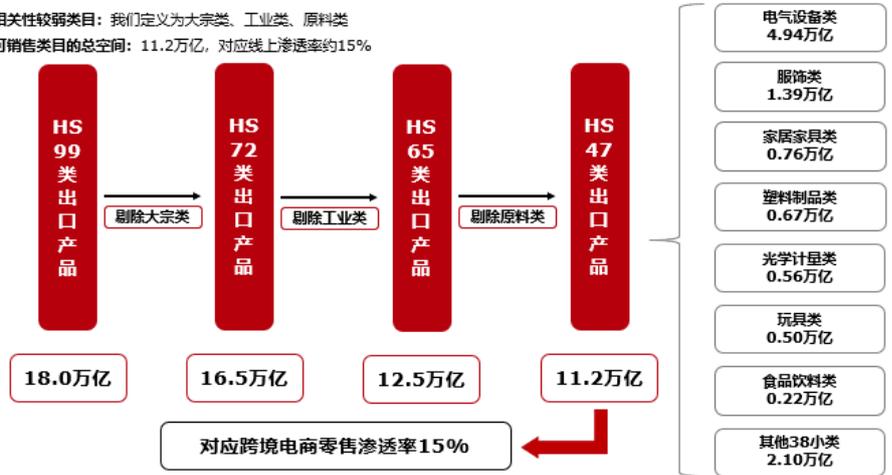
2020 年跨境出口电商市场空间 1.68 万亿，对应渗透率 15%，“十四五”规划 2025 年达到 2.5 万亿。根据中国海关总署的数据归类计算，国内跨境出口分为十二大类 99 小类，对应出口总空间 18 万亿元，我们定义大宗类、工业类、原料类三大类出口产品，由于其与零售相关性较弱予以剔除，得到中国跨境出口电商可销售类目的总空间为 11.2 万亿，对应跨境电商渗透率约 15%，这里需要注意的是：由于中国跨境出口电商可销售类目的 47 类商品中仍有未拆分的部分偏上游产品，故实际渗透率高于 15%。根据国家“十四五”规划，跨境电子商务规模 2025 年达到 2.5 万亿，行业成长仍然具备充分想象空间。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 46: 电商出海空间

我们的思考逻辑:

- 1、基于国内跨境电商出口: 共分为十二大类99小类, 总空间18万亿
- 2、剔除零售相关性较弱类目: 我们定义为大宗类、工业类、原料类
- 3、跨境电商可销售类目的总空间: 11.2万亿, 对应线上渗透率约15%



数据来源: 国家统计局, 东方证券研究所

● 2.0 阶段: 中国电商流量场出海下的新机遇

海外电商的弱中心化导致使得各类新兴流量场在海外市场能够得到成长空间, 站在当下的时间节点, 我们认为中国流量场出海在三个方向上具备新的机遇:

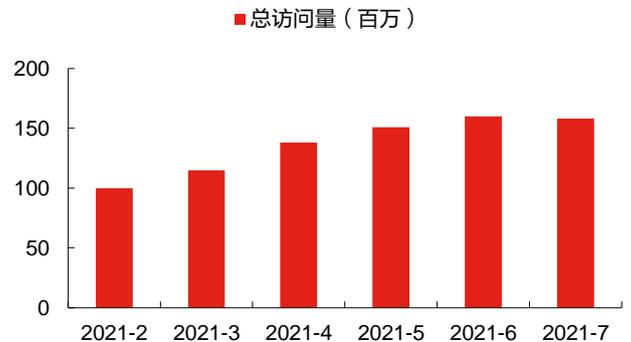
第一、Shein 独立站运营模式表现优秀, 持续发挥自营的规模效应, 未来也有望孵化平台能力。 根据 Sensor Tower 预估数据显示, 截至 2021 年 6 月 22 日, 2021 年上半年全球购物应用下载量达到 24.7 亿次, 略高于去年同期 23.8 亿次, 相较 2019 年上半年增长 32%。根据 Apptopia 在 2021 年 4 月 30 日发布的数据显示, 「Shein」APP 的单日下载量和 DAU 再创新高, 4 月 29 日当天, Shein APP 的日活 2200 万, 超过全球 Top10 快时尚品牌的移动 APP 的 DAU 的一半。在 INS 上, 不同语种的 KOL 提及最多的 Top 10 品牌中, Shein 始终占据一席之地。根据极客公园的报道, Shein 的营收规模连续多年保持翻倍式增长。我们认为, 随着规模的高增长, Shein 有望持续发挥自营的规模效应, 同时, 由于独立站聚拢大量的流量, 未来也有望孵化平台能力。

图 47: Shein 营收规模



数据来源: 极客公园, SocialBook, 路透社, 东方证券研究所

图 48: Shein 移动及 PC 端总访问量



数据来源: SimilarWeb, 东方证券研究所

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

第二、“社交媒体+网红营销”海外内容时代蓬勃发展，TikTok 作为头部流量场有望复刻国内商业化路径。随着信息载体的不断迭代，人们接受信息的方式由网站向 APP 再向视频时代转变，渠道和电商的发展也从“货和货架”的关系发展为“人和场景”的关系，逐渐走向内容和推荐时代。当前阶段，品牌种草红利不在于直接的 ROI 转化，而在于全渠道品牌认知度的提升，塑造良好的品牌形象。TikTok 是内容时代进行视频营销的重要渠道，其覆盖 150 个国家的海量用户数量、超越其他主流媒体的日均使用时长和众多 KOL 资源的结合，使得品牌在其平台上的推广更容易被用户所感知。TikTok 在 2021 年 Q3 时 MAU 正式达到 10 亿，是中国流量场出海的标杆。对标国内抖音电商在 2021 年目标冲击万亿 GMV 的规模体量，抖音电商在国内通过电商实现商业化变现的方法论已经非常成熟。我们认为，TikTok 基于国内现有积累完成的丰富商业化经验，在海外内容时代蓬勃发展的红利期，有望在海外形成新的闭环电商流量场。

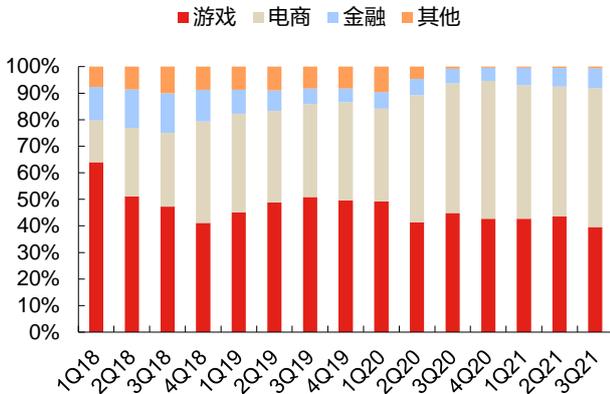
图 49：海外电商流量场的迭代



数据来源：公司公告，SimilarWeb，东方证券研究所

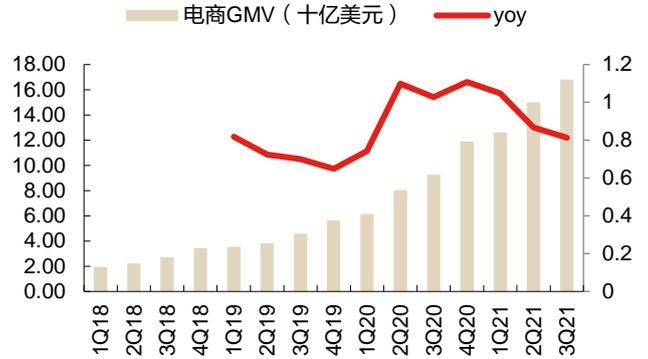
第三、SEA 以游戏现金牛业务为基础，持续助推电商发展成为东南亚龙头，份额有望持续领先。SEA 由腾讯作为大股东，已经发展为东南亚综合性的互联网公司。公司多年来由起家的数字娱乐领域逐步向电子商务、数字金融服务等领域拓展，业务范围逐渐扩大，多年来始终保持稳中有进的发展势头，将东南亚本土特色刻入发展基因。2010 年，公司获得腾讯旗下《英雄联盟》在东南亚的运营权，数字娱乐业务稳定开展。2017 年，公司自研游戏《Free Fire》取得成功，游戏业务收入实现迅猛增长，“现金牛”逐渐养成。2014 年和 2015 年，数字金融业务和电子商务业务依次开启，公司业务范围逐渐拓展。公司电商业务扎根东南亚这片初被开垦的商业沃土，2018 年以来连续多年实现高速的成长，2021 年前 3 个季度，公司电商 GMV 分别同比增长 105%、87%、81%，订单数同比增长 153%、127%、123%。对比公司在东南亚的核心竞争对手 lazada，其在 Q2 和 Q3 的订单同比增速分别为 82%和 90%。

图 50: SEA 收入结构



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 51: SEA 电商 GMV



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

综上所述, 中国电商出海正从货源输出向着品牌和平台输出的方向持续进化。区别于早期以外贸为主的出海模式仅借助成本优势实现货源输出而并未在供应链条上优化, 中国电商在现阶段已经从供应链侧实现了全面的底层优化, 不仅能够进一步通过规模效应降低综合供应链成本, 还能实现全供应链条的快速反应, 再依托于已经构建完成的流量场优势。未来中国电商出海不仅仅限于货源出海, 更是品牌的输出、平台的输出, 并有望实现海外本地化的运营, 承接本地化产品。

综合本章以上讨论, 我们认为: 游戏、短视频、电商均为国内非常成熟的业态, 无论是从市场规模、用户规模, 还是用户渗透率方面, 在全球范围内的领先优势都较为明显, 该三类业态我们按确定性 (已有商业化程度) 和成长空间双维度结合做排序, 从成长性增速角度依次排序为: 短视频产品 > 电商 > 游戏。

1) 短视频: 已形成相对规模流量 (10 亿用户 × 70min 时长), 可借鉴国内广告/电商/直播商业化经验输出

国内: 短视频平台无论是在产品、算法还是运营方面, 均具备成熟的经验, 商业化工具矩阵完整程度已经较高。

海外: 仍然处于短视频类产品渗透率快速提升的过程中。

我们判断未来短视频出海从商业化角度增量最快。基于过去几年全球高速增长流量积累, 我们预计未来 1-2 年商业化将为国内短视频平台出海的焦点, 国内的短视频平台已经探索出在不同流量场景下的最高效率的变现方式, 在借鉴国内经验的基础上, 海外商业化的探索成本有望降低、探索期有望缩短。

2) 电商: 产品力和运营力兼备出海能力, 行业持续孵化诞生优质品牌卖家与平台流量场

国内: 中国是全球电商规模最大的市场, 也是电商渗透率最高的国家之一。电商平台在服务用户和商户方面更加精细化。国内电商行业的竞争已经进入到比拼各垂类能力的阶段, 对细分领域精细化运营能力的要求更上一个台阶。

海外: 大多数国家的电商渗透率均不超过 15%, 和国内相比, 仍然处于建基础设施、粗放增长的阶段, 国内电商经营经验输出海外有望实现更高速增长。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

我们判断未来电商出海行业能看到最大的变化在于，电商出海会由之前仅为货出海（跨境电商，持续的增长）到【货+流量】双重出海（自有的电商流量以独立站或平台形式存在），因此带来行业新的增速。

3) 游戏：基本盘市场规模全球第一，出海具备充足竞争实力，分享全球手游增长红利。

国内：手游市场规模世界第一。可以说中国手游行业是文化产业中最有可能率先实现确定输出，分享全球市场红利的子版块。

海外：中国企业在全球头部玩家中极具竞争优势，根据 App Annie 数据，2019 年全球 Top52 发行商中，有 15 家来自中国；而 2020 年上榜企业有 18 家来自于中国，占比 35%，增长态势显著。不难发现众多本土选手出海后也能位列全球前端。

我们判断未来中国游戏出海企业能够依托最大的市场盘能支撑起做全球最大的单产品投入预算，提供全球最优质的游戏项目，从而分享全球手游增长红利，推动行业维持较高的增长速度。

投资建议

后疫情时代，对于互联网行业的变与不变、投资推演总结如下：

- 1) **理性思考增长**。适应国家经济增长模式，价值观对齐，从追求所谓速度到高质量、可持续发展，企业们会在进行当中调整动作，适应的企业生存，接受相对稳定的可持续性增长、以及对新业务发展更加理性；
- 2) **互联网可取的优势不变**。第一，互联网企业对组织对人的重视、产品思维仍是行业优势。我们坚信，通过生产要素重新组合创造出新的行业模式，逻辑仍寻在；
- 3) **未来的变化为长期结构性变化**。无论政策监管、行业及产品本身发展方向，都走向同一方向，既互联网经济过于头部化的行业格局将被改变，后续竞争格局应向各平台长期差异化共存方向演进，国内各细分领域企业，尤其非头部可凭借差异化的优势占据自身较为稳固的市场地位，产品差异化能力包括用户需求分类、消费分层、服务能力分层、基础能力差异化等。
- 4) **产品全球出海为新的增长点**。互联网平台围绕文化和商业全面出海，加速提升国际竞争力，是国家政策的重要指引。短视频、电商、游戏均为国内非常成熟的业态，具备出海全球的竞争实力，值得期待。
 - **国内角度，细分行业下企业们的核心能力也可体现在相对市占率稳定性角度**。互联网的超头部效应在行业规范化发展、反垄断的大背景下会有所削弱（包括资本、算法、数据优势的无节制利用程度），过于头部化的行业格局将被改变，行业会向各平台长期差异化共存的方向演进。**建议关注**：1) 各细分领域下的非第一梯队企业面临的恶性竞争压力将会减小，可凭借差异化的优势占据较为稳固的市场地位，业务拓展空间更大、盈利能力有望得到相对改善。快手、京东、拼多多、哔哩哔哩，芒果超媒等；2) 回归健康、稳步、规范化发展的第一梯队互联网平台：阿里巴巴、美团、字节跳动（未上市）等；3) 仍有用户规模增长空间，可预期商业化价值逐步提升，BOSS 直聘。
 - **互联网全球出海，优势业态有望形成确定性突破，看国际进展速度**。中国互联网出海，从工具型产品输出演化到产品/技术/商业模式的输出。我们认为中国凭借互联网人口规模优势及需求统一化，高效迭代强于海外，已在移动互联网多方向产品端（包括技术+商业模式）形成多元化优势（尤其规模效应强的产品业态优势更为突出），可将优势业态输出海外，包括

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

短视频/电商/游戏出海。基本流量池搭建完毕，未来 1-2 年重点在商业化上输出。**建议关注：**
短视频领域：全球化布局已形成相对规模流量的短视频头部玩家 Tiktok（字节跳动 未上市）、快手；
电商领域：兼具产品力和运营力，全球竞争实力强劲的电商平台 SEA、Shein（未上市）；
游戏领域：市场份额较高，有望持续产出优质项目的腾讯控股、网易、三七互娱、完美世界、吉比特。

表 13：主要互联网公司估值对比表（更新于 2022 年 5 月 14 日）

公司	公司代码	市值（亿元）	单位（百万）	2022E	2023E	2024E	PS/PE	22E	23E	24E
快手	1024.HK	2504	收入	95766	118651	145869	PS	2.6	2.1	1.7
			调整后净利润	-11784	4982	20728	PE	-----	50.3	12.1
网易	9999.HK	4070	收入	102348	116510	133113	PS	4.0	3.5	3.1
			调整后净利润	18103	21381	24047	PE	22.5	19.0	16.9
腾讯控股	0700.HK	29464	收入	629091	731810	812379	PS	4.7	4.0	3.6
			调整后净利润	111145	145394	170435	PE	26.5	20.3	17.3
京东	9618.HK	5393	收入	1114858	1304500	1488322	PS	0.5	0.4	0.4
			调整后净利润	19218	31341	38829	PE	28.1	17.2	13.9
阿里巴巴	9988.HK	15419	收入	851237	928815	1008987	PS	1.8	1.7	1.5
			调整后净利润	131865	119902	138027	PE	11.7	12.9	11.2
拼多多	PDD.O	3238	收入	111242	138628	163186	PS	2.9	2.3	2.0
			调整后净利润	16997	25442	34828	PE	19.1	12.7	9.3
美团	3690.HK	8964	收入	226104	286825	369338	PS	4.0	3.1	2.4
			调整后净利润	-9367	10792	26993	PE	-----	83.1	33.2
哔哩哔哩	BILI.O	518	收入	23939	31515	39590	PS	2.2	1.6	1.3
			调整后净利润	-6165	-4198	-1265	PE	-----	-----	-----
BOSS 直聘	BZ.O	544	收入	6382	9897	12914	PS	8.5	5.5	4.2
			调整后净利润	1260	2650	3749	PE	43.2	20.5	14.5
SEA	SE.N	2855	收入	90718	123330	154581	PS	3.1	2.3	1.8
			调整后净利润	-17325	-11853	-3204	PE	-----	-----	-----

数据来源：彭博、东方证券测算、东方证券研究所（其中拼多多、哔哩哔哩、SEA 数据来自彭博一致预期，其他公司来源于已外发报告）

风险提示

- **国际局势风险：**国际局势动荡，或有超预期事件发生，导致对上述部分行业影响超预期。
- **疫情及宏观经济风险：**疫情持续变化中，对经济、消费造成影响，进而对平台产生影响难以预估。
- **政策风险：**行业监管政策动态变化，存在实际情况或走势和文中理解和预期不符的情况。
- **竞争格局风险：**移动互联网用户逐步逼近天花板，各平台在用户获取端竞争激烈，高额获客成本会降低公司盈利能力。
- **假设条件变化影响测算结果：**文中测算基于设定的前提假设基础之上，存在假设条件发生变化。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 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在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn