

互联网行业 4 月投资策略暨年报总结

2023 年业绩展望乐观，互联网大厂相继跟进 AI

超配

核心观点

3 月行情回顾：恒生科技指数单月上涨 9.6%。其中 3 月 17 日-3 月 31 日累计上涨 13%。本轮上涨主要受到 ChatGPT 的快速迭代及应用，和国内公司纷纷发布 AI 相关应用计划的驱动。截至 2023 年 3 月 31 日，恒生科技指数 PE-TTM 为 39.19x，处于恒生科技指数成立以来 36.43%分位点。

行业动态：1) **游戏：**3 月进口和国产游戏版号均下发，1-2 月市场整体仍承压；2) **移动支付：**2022 年非银支付机构处理网络支付笔数和金额均同比下降；3) **电商：**1-2 月社零同比低个位数上升，线上消费受疫情与节假日影响较大；4) **本地生活：**抖音在全国 15 城上线外卖业务，拼多多“快团团”发力本地生活，美团、阿里调整业务布局；5) **广告：**2023 年 1 月广告市场花费同比下降 2.3%，环比增长 4.5%；6) **短视频：**视频号将推两大创作者变现能力，抖音商城测试广告位。

人工智能动态：微软&Open AI 引领行业变革，国内外大厂相继发布 AI 产品。2022 年 11 月 30 日，OpenAI 发布 ChatGPT，引发全球关注。微软陆续推出搜索引擎 New Bing 和办公助手 Copilot。国内大厂动态：1) **百度：**率先发布文心一言，目前已有 650 家企业宣布接入；2) **腾讯：**广告业务已经受益于 AI，持续投入混元模型迭代；3) **阿里巴巴：**应用侧和基础设施侧均有投入。

重点公司财报总结：1) **网络游戏：**四季度腾讯和网易表现分化，2023 均展望乐观；2) **金融科技：**四季度短期放缓，今年以来显著复苏；3) **电商：**阿里巴巴和京东增速放缓，拼多多维持高增长；4) **本地生活：**到家整体稳健，到店/到目的地短期承压；5) **网络广告：**腾讯和快手广告增长领先；6) **云服务：**收入增速均放缓或下滑，降本增效是主题。

投资建议：基于春节期及一季度各公司业务的恢复节奏，我们的推荐顺序如下：1) 第一梯队：春节期间游戏、支付业务表现强劲的互联网龙头**腾讯**；预计随消费复苏，显著受益的电商公司**拼多多**；受益于版号常态化，以及新游戏《蛋仔派对》持续表现优异的游戏龙头**网易**；2) 第二梯队：受益于消费复苏的电商龙头**阿里巴巴**；3) 第三梯队：受益于线下消费需求及游戏广告复苏的互联网公司**美团、快手**。

风险提示：政策风险，疫情反复风险，短视频行业竞争格局恶化的风险，宏观经济下行导致广告大盘增速不及预期的风险，游戏公司新产品不能如期上线或者表现不及预期的风险等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (港元/美元)	总市值 (百万港元/美元)	EPS		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
0700.HK	腾讯控股	买入	385.4	3,687,870	15.7	18.0	21	19
PDD.O	拼多多	买入	72.0	714,911	7.7	10.0	16	12
9999.HK	网易-S	买入	140.2	58,653	7.3	8.0	17	15
9988.HK	阿里巴巴-SW	买入	97.8	263,748	6.5	7.6	13	11
3690.HK	美团-W	买入	133.8	106,385	2.3	4.6	51	26
1024.HK	快手	买入	56.2	30,988	0.2	2.9	205	17

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业投资策略

互联网

超配 · 维持评级

证券分析师：谢琦

021-60933157

xieqi2@guosen.com.cn

S0980520080008

联系人：徐燕

021-60375437

xutao@guosen.com.cn

联系人：陈淑媛

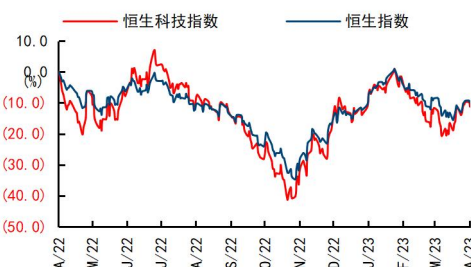
021-60375431

chenshuyuan@guosen.com.cn

联系人：王颖婕

wangyingjie1@guosen.com.cn

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《互联网行业周报（23 年第 12 周）-ChatGPT 推出插件功能，3 月游戏版号发布》——2023-03-31
 《互联网行业周报（23 年第 11 周）-1-2 月线上零售总额同比增长 6.2%，百度文心一言发布》——2023-03-26
 《游戏行业快评-今年首批进口版号下发，多款二次元游戏获批》——2023-03-21
 《互联网行业周报（23 年第 10 周）-哔哩哔哩调入港股通，TVB 淘宝直播带货》——2023-03-14
 《互联网行业周报（23 年第 9 周）-广电总局加强短视频管理，京东百亿补贴于 3 月 6 日全面上线》——2023-03-07

内容目录

行情回顾：3月恒生科技指数上涨9.6%	5
行业动态：3月游戏版号下发，抖音加码本地生活和电商	7
游戏：3月进口和国产游戏版号均下发，1-2月市场整体仍承压	7
移动支付：2022年非银支付机构处理网络支付笔数和金额均同比下降	9
电商：1-2月社零同比低个位数上升，线上消费受疫情与节假日影响较大	10
本地生活：抖音在全国15城上线外卖业务，拼多多“快团团”发力本地生活，美团、阿里调整业务布局	11
广告：2023年1月广告市场花费同比下降2.3%，环比增长4.5%	12
短视频：视频号将推两大创作者变现能力，抖音商城测试广告位	12
人工智能动态：微软&Open AI 引领行业变革，国内外大厂相继发布AI产品	13
微软&Open AI：ChatGPT快速迭代，持续引领行业变革	13
百度：率先发布文心一言，目前已有650家企业宣布接入	14
腾讯：广告业务已经受益于AI，持续投入混元模型迭代	14
阿里巴巴：应用侧和基础设施侧截至现在均有投入	15
字节跳动：AI Lab正开展类ChatGPT和AIGC相关研发	15
音乐行业：腾讯音乐和云音乐均探索AI应用	15
重点公司财报总结：四季度支付、到店、电商等增长放缓，2023年整体展望乐观	16
网络游戏：四季度整体增速平淡，2023均展望乐观	16
金融科技：四季度短期放缓，今年以来显著复苏	17
电商：阿里巴巴和京东增速放缓，拼多多维持高增长	18
本地生活：到家整体稳健，到店/到目的地短期承压	20
网络广告：腾讯和快手广告增长领先	22
云服务：收入增速均放缓或下滑，降本增效是主题	24
互联网板块公司公告与新闻一览	25
重点公司公告	25
重点公司新闻	26
其他公司新闻	28
投资建议	29
风险提示	30

图表目录

图 1: 恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数月度涨跌幅	5
图 2: 恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数月度走势	5
图 3: 3 月互联网板块重点公司表现	6
图 4: 2023 年 3 月互联网板块涨幅 TOP 10 的股票 (%)	6
图 5: 2023 年 3 月互联网板块下跌的股票 (%)	6
图 6: 恒生科技指数 PE-TTM 情况	7
图 7: 2011-2023 年每年下发的网络游戏版号数量	8
图 8: 2021-2023 年每月下发的网络游戏版号数量	8
图 9: 国内游戏市场收入及增速 (亿元、%)	8
图 10: 国内移动游戏市场收入及增速 (亿元、%)	8
图 11: 国产游戏出海收入及增速 (亿美元、%)	9
图 12: 2023 年 2 月中国手游海外收入 TOP 30	9
图 13: 非银行支付机构处理网络支付金额及增速 (万亿元、%)	10
图 14: 非银行支付机构处理网络支付笔数及增速 (万亿元、%)	10
图 17: 中国广告市场花费变动	12
图 18: 2023 年 1 月广告市场整体 TOP10 广告行业 (大类) 广告花费变化	12
图 19: 腾讯手游收入及增速 (亿元、%)	16
图 20: 腾讯 PC 端游收入及增速 (亿元、%)	16
图 21: 腾讯本土市场游戏收入及增速 (亿元、%)	16
图 22: 腾讯海外市场游戏收入及增速 (亿元、%)	16
图 23: 网易在线游戏收入及增速 (亿元、%)	17
图 24: 网易游戏流水及增速 (亿元、%)	17
图 25: 网易 PC 端游收入及增速 (亿元、%)	17
图 26: 网易手游收入及增速 (亿元、%)	17
图 27: 腾讯金融科技及企业服务收入及增速 (亿元、%)	18
图 28: 非银支付机构处理网络支付金额及增速 (万亿元、%)	18
图 39: 美团核心本地商业收入及增速 (亿元、%)	21
图 40: 美团新业务收入及增速 (亿元、%)	21
图 41: 阿里巴巴本地生活收入及增速 (百万元、%)	21
图 42: 阿里巴巴本地生活经调整 EBITA 及利润率 (百万元、%)	21
图 43: 互联网公司 2020Q1-2022Q4 广告收入概览	22
图 44: 腾讯网络广告收入及增速 (亿元、%)	22
图 45: 腾讯社交及其他广告收入及增速 (亿元、%)	22
图 46: 腾讯媒体广告收入及增速 (亿元、%)	23
图 47: 腾讯网络广告收入构成	23
图 48: 百度核心在线营销服务收入及增速 (亿元、%)	23
图 49: 托管页收入及占百度核心广告收入比例 (亿元、%)	23

图 50: 快手广告业务收入及增速	24
图 51: 快手每小时广告收入	24
图 52: 阿里云服务收入及增速 (百万元、%)	24
图 53: 阿里巴巴云服务经调整 EBITA 及净利润率 (百万元、%)	24
图 54: 百度核心 AI 云收入及增速 (亿元、%)	25
图 55: 百度 ACE 智能交通落地城市数 (合同金额超千万元)	25
表 1: 2023 年 1-2 月疫情放开叠加春节假日拉动线上实物销售额增长	11
表 2: 互联网行业重点关注公司重要公告	26
表 3: 相关公司盈利预测及估值	29

行情回顾：3月恒生科技指数上涨9.6%

指数情况：3月恒生科技指数单月上涨9.6%。本月的指数走势可以分为三个阶段：

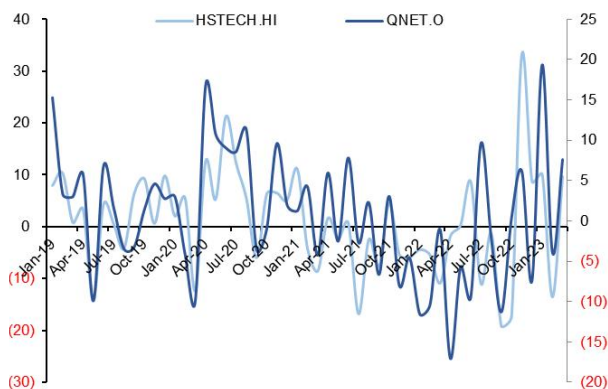
3月1日-3月3日：累计上涨7%。主要因3月1日，国家统计局公布2023年2月中国采购经理指数运行情况，2月制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数分别为52.6%、56.3%和56.4%，高于上月2.5、1.9和3.5个百分点，三大指数均连续两个月位于扩张区间，制造业景气水平继续上升。

3月6日-3月16日：累计下跌9%。主要受两方面因素影响：1) 美国当地时间3月7日，美联储主席鲍威尔出席了众议院金融服务委员会就半年度货币政策报告举行的听证会，会上提及美国经济数据表现强劲，未来终端利率有可能高于预期，如果数据恶化，美联储不排除重新加快加息步伐。2) 3月9日，我国国家统计局发布2月居民消费价格(CPI)数据，2月CPI同比上涨1.0%（前月为2.1%），环比下降0.5%（前月为上涨0.8%）。市场担忧CPI回落可能意味着内需不足。

3月17日-3月31日：累计上涨13%。本轮上涨主要受到ChatGPT的快速迭代及应用，和国内公司纷纷发布AI相关应用计划的驱动。3月14日，OpenAI公布了其大型语言模型的最新版本GPT-4；3月16日，微软发布Office Copilot，将AI与办公应用融合；3月16日，百度发布文心一言；腾讯、金山软件等公司也透露有相关投入计划。市场对生成式AI带来的技术变革和实际应用展望乐观。

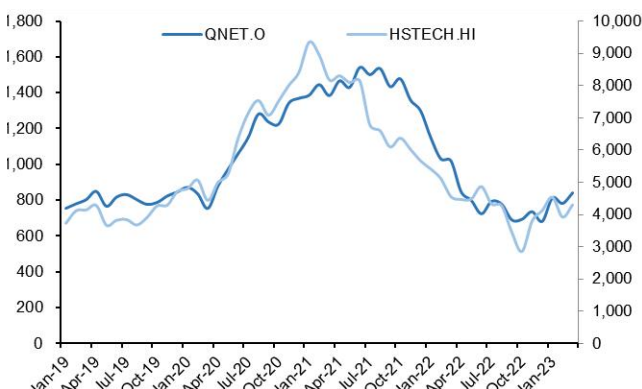
同期，纳斯达克互联网指数3月录得上涨，单月涨幅为4.9%。

图1：恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数月度涨跌幅



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：恒生科技指数 VS 纳斯达克互联网指数月度走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

个股方面，互联网板块多数股票股价录得上涨，其中：

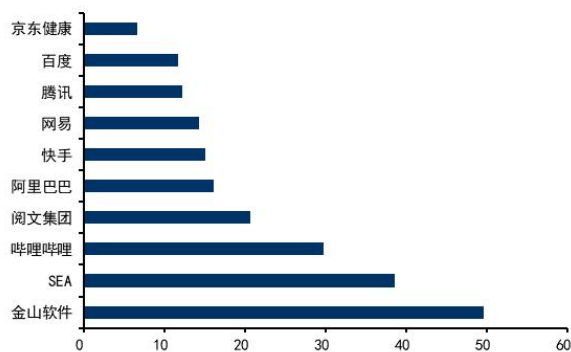
- 1) 港股方面，金山软件、阅文集团、阿里巴巴为本月表现前三的股票，单月涨幅为49.5%、20.7%、16.1%，跑赢恒生科技指数39.9pct、11.1pct、6.4pct。
- 2) 美股方面，SEA、哔哩哔哩、百度为本月表现前三的股票，单月涨幅为38.6%、29.7%、11.7%，跑赢纳斯达克指数33.7pct、24.8pct、6.8pct。
- 3) 年初至今，SEA、金山软件、贝壳为累计涨幅前三的股票，累计涨幅为66.5%、48.1%、34.8%。

图3: 3月互联网板块重点公司表现

细分板块	证券代码	证券名称	月涨跌幅	与所在指数对比	年初至今涨跌幅	收盘价	市值 (亿人民币)
阅读	0772.HK	阅文集团	20.7	11.1	33.66	40.5	360
	0700.HK	腾讯控股	12.3	2.6	21.62	385.8	32,316
游戏	9999.HK	网易	14.3	4.7	20.90	138.0	3,967
	SE.N	SEA	38.6	33.7	66.48	86.6	3,328
社区	BILI.O	哔哩哔哩	29.7	24.8	5.66	25.0	689
	1024.HK	快手	15.1	5.5	-14.92	60.5	2,293
	9899.HK	云音乐	-17.1	-26.7	-14.65	66.2	123
	WB.O	微博	-3.1	-8.0	4.81	20.0	358
	ZH.N	知乎	-9.1	-14.0	-	1.3	56
平台	BZ.O	BOSS直聘	-3.5	-8.3	-4.52	19.5	581
	BEKE.N	贝壳	3.1	-1.7	34.81	18.8	1,588
	3690.HK	美团	5.4	-4.2	-17.86	143.5	7,841
	BIDU.O	百度	11.7	6.8	34.48	153.8	3,640
电商	9988.HK	阿里巴巴	16.1	6.4	16.41	100.4	18,616
	JD.O	京东	-0.1	-5.0	-20.90	44.4	4,757
	6618.HK	京东健康	6.7	-3.0	-18.15	58.4	1,626
	0241.HK	阿里健康	1.4	-8.2	-14.59	5.7	672
	PDD.O	拼多多	-12.9	-17.7	-6.27	76.4	6,658
SaaS	0268.HK	金蝶国际	-13.0	-22.6	-24.01	12.7	387
	3888.HK	金山软件	49.5	39.9	48.08	38.7	461
	2013.HK	微盟集团	3.2	-6.5	-27.03	4.9	118

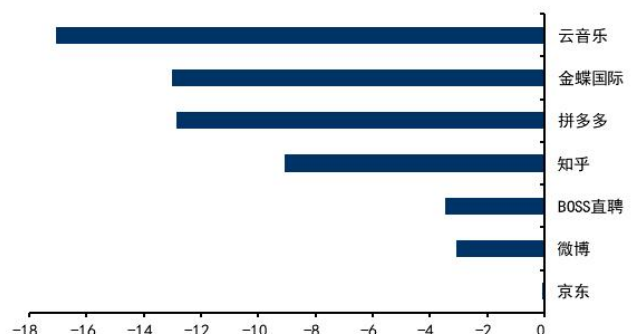
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 2023年3月互联网板块涨幅TOP 10的股票(%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 2023年3月互联网板块下跌的股票(%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从市盈率看, 恒生科技指数估值处于成立以来较低值: 截至2023年3月31日, 恒生科技指数 PE-TTM 为 39.19x, 处于恒生科技指数成立以来 36.43%分位点。

图6: 恒生科技指数 PE-TTM 情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

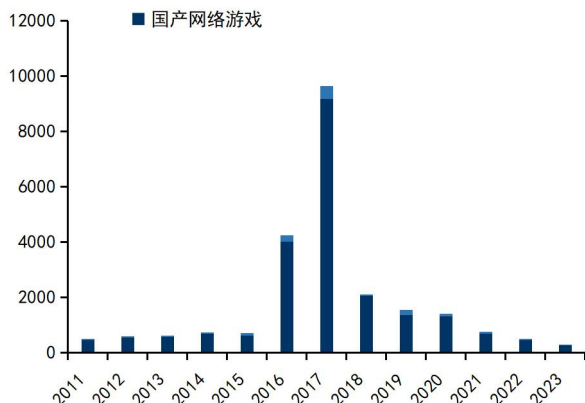
行业动态：3 月游戏版号下发，抖音加码本地生活和电商

游戏：3 月进口和国产游戏版号均下发，1-2 月市场整体仍承压

2023 年首批进口游戏版号和 3 月国产游戏版号发放。3 月 20 日，国家新闻出版署官网公布了 2023 年首批进口网络游戏审批信息，共发放进口版号 27 款，其中 4 款端游、1 款游戏机（Switch）、23 款移动游戏。3 月 23 日，国家新闻出版署官网发布了 2023 年 3 月国产网络游戏审批信息，共发放国产版号 86 款，其中 82 款移动游戏、7 款端游、1 款网页游戏、2 款游戏机。其中：

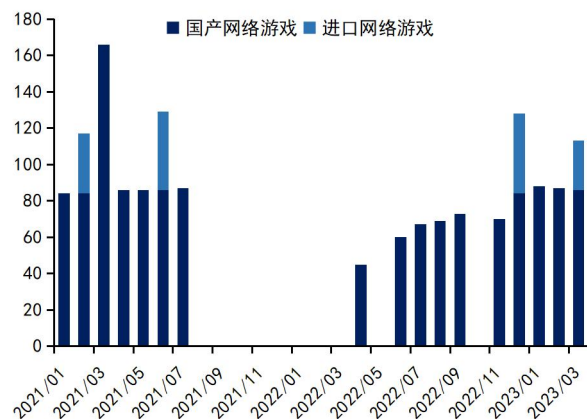
- ✓ **腾讯相关产品≥5 款。**分别为：休闲合成手游《庄园合合》（Merge Mansion），由 Supercell 投资的 Metacore 研发；二次元卡牌手游《七人传奇：光与暗之交战》，由 Netmarble 研发、基于漫画《七大罪》改编；Switch 游戏《妖怪手表 4 强化之章》，由 LEVEL-5 研发；自研 PC/手游双端《末刀》。此外有 1 款由研发方获批的沙盒手游《创造吧！我们的星球》，英雄互娱研发、腾讯代理。
- ✓ **网易相关产品≥2 款。**分别为：休闲音舞手游《劲舞团：全民派对》；主打潜入和非对称竞技玩法的手游《零号任务》。
- ✓ **本月 2 批版号涉及重点游戏均以二次元游戏为主。**哔哩哔哩重点游戏《闪耀！优俊少女》（赛马娘国服）获批，推荐重点关注。其他值得关注的产品包括：悠星网络&Nexon《蔚蓝档案》、深蓝互动《重返未来 1999》、创梦天地《卡拉比丘》、散爆《少女前线 2：追放》、叠纸《逆光潜入》《恋与深空》。

图7: 2011-2023 年每年下发的网络游戏版号数量



资料来源: 国家新闻出版署, 国信证券经济研究所整理

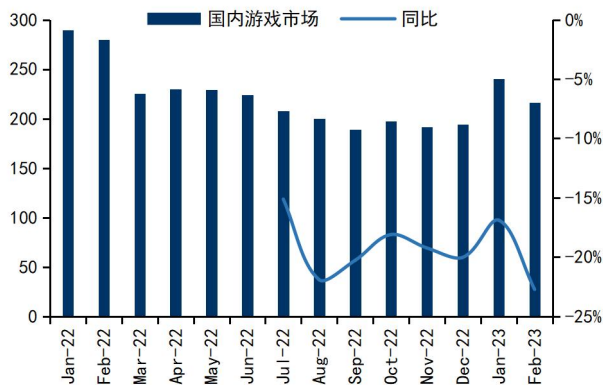
图8: 2021-2023 年每月下发的网络游戏版号数量



资料来源: 国家新闻出版署, 国信证券经济研究所整理

2023 年 2 月, 国内游戏市场收入同比下降 22.72%。3 月 22 日, 伽马数据发布了《2023 年 2 月游戏产业报告》, 数据显示: 2023 年 2 月, 中国游戏市场规模为 216.09 亿元, 环比下降 10.16%, 同比下降 22.72%; 其中移动游戏市场收入为 154.86 亿元, 环比下降 12.11%, 同比下降 28.40%; PC 端游市场收入达 53.26 亿元, 同比增长 3.69%; 中国自主研发游戏海外市场收入为 12.39 亿美元, 同比下降 14.32%。我们测算, 1-2 月中国游戏市场规模同比下降 19.8%, 移动游戏市场规模同比下降 24.5%。

图9: 国内游戏市场收入及增速 (亿元、%)



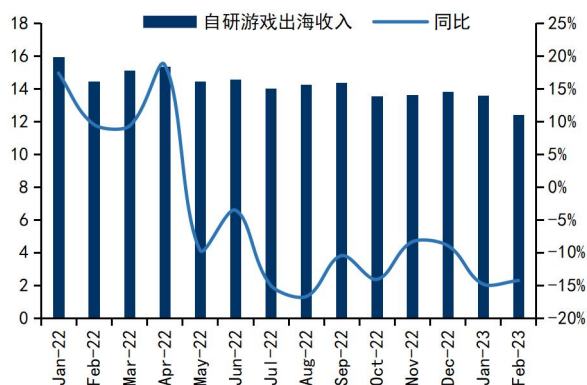
资料来源: 伽马数据, 国信证券经济研究所整理

图10: 国内移动游戏市场收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 伽马数据, 国信证券经济研究所整理

图11：国产游戏出海收入及增速（亿美元、%）



资料来源：伽马数据，国信证券经济研究所整理

图12：2023年2月中国手游海外收入TOP 30



资料来源：Sensor Tower，国信证券经济研究所整理

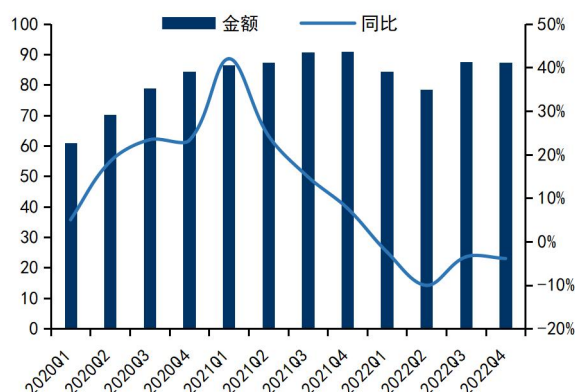
米哈游《原神》蝉联2月出海手游收入榜冠军。据 Sensor Tower，《原神》继续蝉联 2023 年 2 月出海手游收入榜冠军。此外，在“MLBB X Jujutsu Kaisen”等活动的带动下，以及新角色、新皮肤的推出，沐瞳科技旗下 MOBA 手游《Mobile Legends: Bang Bang》2 月海外收入同比提升 16%，排名升至收入榜第 7 名，同时蝉联东南亚手游畅销榜月度冠军。

中国音数协就《游戏分发与推广基本要求》征求意见。3 月 14 日，中国音像与数字出版协会协调相关单位和专家完成了《游戏分发与推广基本要求》团体标准的起草工作，开始面向全行业相关单位征求意见，本次征求意见时间为 2023 年 3 月 14 日至 4 月 13 日，主要内容包括游戏分发与推广模型、游戏分发基本要求以及游戏推广基本要求三部分内容。

移动支付：2022 年非银支付机构处理网络支付笔数和金额均同比下降

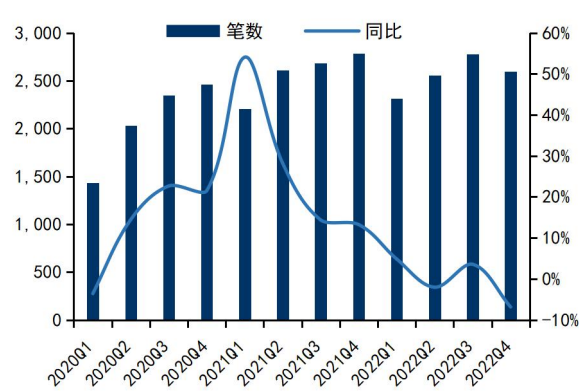
2022 年非银支付机构处理网络支付笔数和金额均同比下降。2023 年 3 月 20 日，中国人民银行发布《2022 年支付体系运行总体情况》。数据显示，2022 年，非银行支付机构处理网络支付业务 10241.81 亿笔，金额 337.87 万亿元，同比分别下降 0.40% 和 4.95%。其中，2022 年四季度，非银行支付机构处理网络支付业务 2596.02 亿笔，金额 87.41 万亿元，同比分别下降 6.85% 和 3.90%。

图13: 非银行支付机构处理网络支付金额及增速(万亿元、%)



资料来源: 伽马数据, 国信证券经济研究所整理

图14: 非银行支付机构处理网络支付笔数及增速(万亿元、%)



资料来源: Sensor Tower, 国信证券经济研究所整理

数字人民币新增“微信支付”钱包快付。据澎湃新闻,在数字人民币(试点版)App“钱包快付管理”页面,“商户平台”目前有94家可开通,“支付平台”新增微信支付。App相关介绍称,目前可通过微信App使用数字人民币钱包进行支付,已支持在微信部分小程序等场景下使用,更多场景陆续开放中。

支付宝服务商平台支持个人账号入驻。支付宝服务商助手发布公告,3月份开始,无需对公账户验证,个人支付宝账号也可以入驻支付宝服务商平台,推荐企业/单位(营业执照等主体证件)的法定代表人/经营者/负责人操作。入驻成功后,服务商可根据业务需求决定是否开通企业支付宝账户。

抖音与支付宝实现“支付互联互通”。3月11日移动支付网消息,通过抖音App的“扫一扫”扫描支付宝的收款码之后,提示可以打开“支付宝”继续支付,转入支付宝支付界面后,左上角会显示“抖音”的来源。

电商: 1-2月社零同比低个位数上升,线上消费受疫情与节假日影响较大

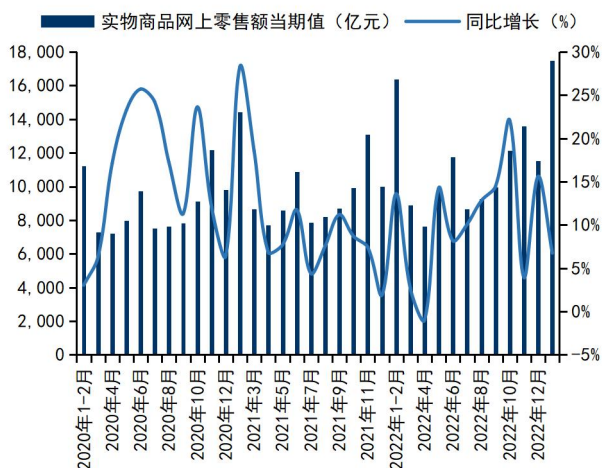
- 1) 根据国家统计局公告,2023年1-2月份,社会消费品零售总额77067亿元,同比增长3.5%;全国网上零售额20544亿元,同比增长6.2%。2023年1-2月份,全国网上零售额20544亿元,同比增长6.2%。其中,实物商品网上零售额17476亿元,增长5.3%,占社会消费品零售总额的比重为22.7%;在实物商品网上零售额中,吃类、穿类、用类商品分别增长5.3%、4.0%、5.7%。
- 2) 线上化率同比提升0.7pct至22.7%。2023年1-12月实物商品网上零售额录得17476亿元,同比+5.3%,线上消费增长韧性强劲,增速超过社零整体,线上化率同比提升0.7pct至22.7%。
- 3) 从物流数据看,12月下旬疫情影响导致物流履约承压,1月中下旬受春节放假影响物流量明显减少,复工后实现反弹并保持平稳。自12月初疫情放开后,线上消费出现明显反弹。随之而来的第一波高峰导致多地物流停滞,线上消费受阻,全国邮政快递日揽收量最低仅2.56亿件/天。随着第一波疫情结束,线上消费迅速恢复。一月中下旬迎来新春假日,商家休假停发使得包裹量出现明显下滑。随着二月各行业陆续复工,线上消费持续恢复并保持平稳。

表1: 2023 年 1-2 月疫情放开叠加春节假日拉动线上实物销售额增长

	实物商品网上零售额(亿元)	YoY	社会消费品零售总额(亿元)	YoY	线上化率
2021 年 1-2 月	14,412	30.6%	69,737	33.8%	20.7%
2022 年 1-2 月	16,371	12.3%	74,426	6.7%	22.0%
2023 年 1-2 月	17,476	5.3%	77,067	3.5%	22.7%

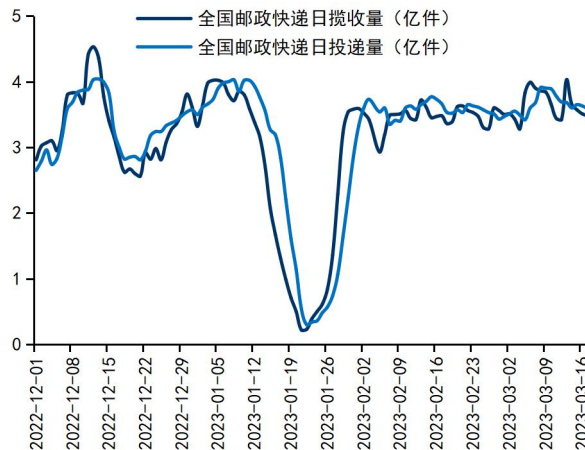
资料来源:国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图15: 2023 年 1-2 月实物商品网上零售额同比低个位数上升



资料来源:国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图16: 2023 年 1 月中下旬全国包裹量受春节影响出现下滑



资料来源:国家统计局, 国信证券经济研究所整理

本地生活：抖音在全国 15 城上线外卖业务，拼多多“快团团”发力本地生活，美团、阿里调整业务布局

抖音在全国 15 城新上线外卖业务。电商报消息，3 月 5 日，抖音又在全国 15 个城市上线外卖业务。至此，抖音外卖已覆盖全国约 18 个城市，除此前试点的北京、上海和成都，近期上线的城市包括南京、厦门、合肥、嘉兴、宁波、广州、无锡、杭州、武汉、深圳、温州、苏州、金华、长沙、福州等，入驻商家主要集中在餐饮行业。

美团买菜实现盈亏平衡，将开始新一轮扩张。晚点 LatePost 3 月 16 日消息，美团的前置仓电商业务美团买菜已于今年 2 月重启去年初搁置的苏州开城计划，目前已在当地完成选址，将于近期开城。此外，美团买菜今年还将在保证盈亏平衡的前提下去往更多华东城市，开启新一轮扩张计划。

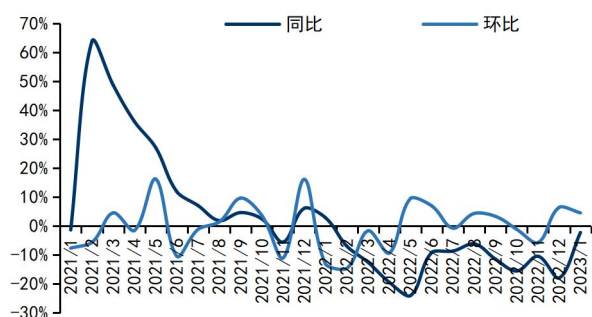
拼多多“快团团”推进本地生活服务。亿邦动力 3 月 10 日消息，拼多多正在通过旗下社群团购平台快团团低调推进本地生活业务，目前已开启招商。快团团是拼多多推出的微信私域特价跟团平台，商家发布商品之后可以与平台上分销团长、团长对接沟通佣金比例，由团长在微信社群通过快团团小程序完成销售。

阿里本地生活调整，到店业务统一整合入高德地图。晚点 LatePost 3 月 23 日消息，高德召开内部会议，宣布和阿里本地生活旗下的到店业务口碑正式合并。未来，阿里旗下所有的本地生活到店业务将统一整合在高德地图的入口中。口碑业务负责人张亮将向高德 COO 郭宁汇报。

广告：2023 年 1 月广告市场花费同比下降 2.3%，环比增长 4.5%

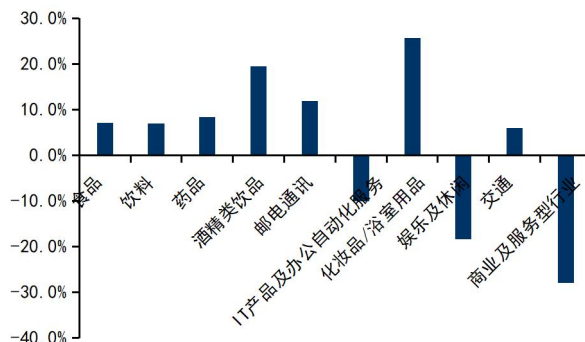
2023 年 1 月广告市场花费同比下降 2.3%，环比增长 4.5%。CTR 媒介智讯的数据显示，2023 年 1 月广告市场花费同比降幅收窄至近一年来的最小值，同比下降 2.3%，环比增长 4.5%。从具体的行业及品牌表现看，2023 年 1 月广告市场头部行业可见，食品、饮料、酒精类饮品等快速消费品行业继续为广告市场的主力。邮电通讯、化妆品/浴室用品行业重现头部榜单。

图17：中国广告市场花费变动



资料来源：CTR，国信证券经济研究所整理

图18：2023 年 1 月广告市场整体 TOP10 广告行业（大类）广告花费变化



资料来源：CTR，国信证券经济研究所整理

《互联网广告管理办法》修订发布。市场监管总局修订发布了《互联网广告管理办法》（以下简称《办法》），《办法》将于 2023 年 5 月 1 日起施行。《办法》进一步明确了广告主、互联网广告经营者和发布者、互联网信息服务提供者的责任；对群众反映集中的弹出广告、开屏广告、利用智能设备发布广告等行为作出规范；细化了“软文广告”、含有链接的互联网广告、竞价排名广告、算法推荐方式发布广告、利用互联网直播发布广告、变相发布须经审查的广告等重点领域的广告监管规则；新增了广告代言人的管辖规定。

短视频：视频号将推两大创作者变现能力，抖音商城测试广告位

微信视频号小任务升级，涉及分成政策、任务筛选和运营服务。微信广告助手消息，视频号小任务在分成政策、任务筛选和运营服务方面进行提效升级，为创作者带来全新流程体验和丰厚收入回报。即日起，创作者参与所有小任务将增加 40% 收益。全新的小任务展示专区，新增个人中心与任务筛选能力。针对创作者遇到的变现疑问和难题，小任务也将提供指引帮助。

微信视频号将推出两大创作者变现能力。3 月 28 日晚，微信举“微信之约”公开课直播，发布了视频号等产品的最新动态。2022 年视频号用户活跃度高速增长，作者活跃、消费时长、万粉作者分别为去年同期 2 倍、3 倍、4 倍，直播带货销售额增长 800%，主播总收入增长 447%。腾讯公司副总裁、视频号负责人张孝超表示助力创作者收入增长，将是下个阶段视频号的重要方向之一。包括推出全新的创作者分成计划，以及为优质创作者提供付费订阅功能。此外，视频号作为微信域内公开的 C 端名片，2023 年创作者主页的展示方式也将迎来重要升级。在新的展示方式下，除了挂载固有的视频、直播、橱窗等模块，视频号主页正在尝试支持挂载长音频甚至图文等内容形态。

抖音电商泛商城 GMV 占比三成左右，今年开始测试广告位，预计贡献更多广告收入。36 氪消息，去年四季度至今年的 1-2 月，在整个抖音电商大盘里，抖音泛商

城（含商城、搜索、橱窗）单月 GMV 占比已稳定在接近 30%左右，相比去年上半年有明显增长。今年抖音电商整体 GMV 目标不低于 2 万亿，其中泛商城的目标大概要占整体目标的 30%左右。今年上半年，抖音商城也已开始在部分城市测试广告位，商城的 ad load（广告加载率）可能会在 10%左右。据了解，去年抖音电商为平台带来的广告收入已近 40%，是去年字节广告增长的主要驱动力。如若商城的商业化流量正式上线，字节的广告营收将获得更高的增长空间。

快手理想家开启“春季购房节”活动。 3 月 16 日电商报消息，快手理想家开启为期一个月的“春季购房节”活动，3 月 16 日至 4 月 16 日，快手将拿出 2 亿购房礼金。此外，快手还联合开发商推出了超级楼盘和热卖好房推荐。据了解，去年 11 月，快手理想家首次上线“快手购房节”活动，就吸引近 600 万人参加，最终达成 GTV 超过 38.8 亿元，销售房子 3270 套，带动超 45 个城市超 600 个楼盘达成成交。

人工智能动态：微软&Open AI 引领行业变革，国内外大厂相继发布 AI 产品

微软&Open AI：ChatGPT 快速迭代，持续引领行业变革

ChatGPT 发布，引爆生成式 AI 热潮。 2022 年 11 月 30 日，OpenAI 实验室发布了基于大规模预训练模型 (GPT-3.5) 和自然语言生成技术的聊天机器人程序 ChatGPT。OpenAI 是位于美国的人工智能研究实验室，于 2015 年 12 月成立，2019 年 7 月获得微软投资。Generative Pre-trained Transformer (GPT) 是 OpenAI 于 2018 年 6 月 11 日发布的一种自然语言生成模型，在 ChatGPT 之前已经经历了 GPT-1 到 GPT-3 的迭代。由于 ChatGPT 展现出来的语言理解和表达能力，在上下文关联、多语境处理等方面相较于前代产品都有显著提升，迅速火爆全球，在 2 个月内活跃用户达到 1 亿。

2 月 7 日，微软发布将搜索引擎与 ChatGPT 结合的 New Bing。 美国当地时间 2023 年 2 月 7 日，微软正式发布由 GPT-4 和微软 Prometheus 模型支持的搜索引擎 New Bing 及 Edge 浏览器。New Bing 分为搜索和对话两个栏目：在搜索时，可以将全网相关搜索结果进行总结；同时对于较为复杂的问题，可以以类似 ChatGPT 的交互形式进行对话。

3 月 15 日，ChatGPT 再次升级为 GPT-4。 3 月 15 日，OpenAI 官网发布多模态大模型 GPT-4。优化了模型可支持的输入模态、文本长度等性能之外，OpenAI 在 GPT-4 的基础上升级了 ChatGPT，并开放了 API。

3 月 16 日，微软发布 AI 办公产品 Microsoft 365 Copilot。 2023 年 3 月 16 日，微软发布 AI 办公助手 Microsoft 365 Copilot，将大语言模型 (LLM) 与 Microsoft 应用相结合。Copilot 通过两种方式集成到 Microsoft 365 中：一方面嵌入到现有 Microsoft 365 应用程序 (Word、Excel、PowerPoint、Outlook、Teams 等)，提升原有应用的操作效率；另一方面也支持以对话的形式执行相对复杂的指令，如根据会议、邮件、聊天内容来生成状态更新。

3 月 24 日，ChatGPT 推出插件功能。 3 月 24 日，OpenAI 宣布为 ChatGPT 逐步推出插件功能。插件可以帮助 ChatGPT 获得访问实时信息、检索知识库信息（如公司文件、个人笔记等）、代表用户执行操作（如订机票、订餐等）等能力。插件开发将逐步向受邀开发者开放，第一批插件开发者包括 Expedia、FiscalNote、Instacart、KAYAK、Klarna、Milo、OpenTable、Shopify、Slack、Speak、Wolfram

和 Zapier。

百度：率先发布文心一言，目前已有 650 家企业宣布接入

3 月 16 日，百度正式发布知识增强大语言模型“文心一言”。文心一言是百度的新一代知识增强大语言模型，也是百度继文心一格之后的又一个生成式 AI 产品，具备对话交互、内容创作、知识推理、多模态生成等能力。根据发布会介绍，“文心一言”目前包含以下五类落地场景：文学创作、商业文案创作、数理逻辑推送、中文理解、多模态生成。公司在发布会上宣布，目前已有 650 家企业宣布接入文心一言生态。

3 月 27 日，百度推出企业级大语言模型服务平台“文心千帆”。该平台不仅包括文心一言，还包括百度全套文心大模型、相应的开发工具链。未来，文心千帆还将支持第三方的开源大模型。在现场演示中，文心千帆可实现三分钟做 PPT、数字人直播带货、订机票和酒店等操作。在收费模式上，文心千帆的推理服务调用以 0.012 元/1000 tokens 收费，按调用输入输出总字数计费。

腾讯：广告业务已经受益于 AI，持续投入混元模型迭代

在业绩会议上，公司表示希望 AI 成为业绩增长的放大器，AI 对于公司许多业务都有促进，如广告、游戏、短视频和云计算。接下来公司将继续投入基础模型“混元”的快速迭代，对话机器人将是公司发布的众多 AI 应用之一。

对话式产品方面，腾讯成立混元助手（HunyuanAide）项目组。2 月 27 日，36 氪报道，腾讯针对类 ChatGPT 对话式产品已成立「混元助手（HunyuanAide）」项目组，该项目组 Owner 为张正友，PM 分别为俞栋、王迪、刘田，目前该项目有至少 7 位组长、7 位 Sponsor。该项目组将联合腾讯内部多方团队构建大参数语言模型，目标是“通过性能稳定的强化学习算法训练，完善腾讯智能助手工具，打造腾讯智能大助手，并能成为国内的业界标杆”。

AIGC 方面，腾讯发布全新的 AI 智能创作助手“腾讯智影”。在 3 月 29 日-30 日举行的新榜大会上，腾讯发布 AI 智能创作助手“腾讯智影”，涵盖智影数字人、文本配音、文本生成视频等 AI 创作功能。其中，智影数字人能够实现“形象克隆”和“声音克隆”，创作者通过上传少量图片、视频和音频素材，就能得到自己的数字人分身和定制音色，进而快速生成自己的数字人播报视频。

游戏方面，腾讯 AI Lab 发布了自研的 3D 游戏场景自动生成解决方案。3 月 24 日，在美国旧金山举办的游戏开发者大会（Game Developers Conference）上，腾讯 AI Lab 发布了自研的 3D 游戏场景自动生成解决方案。现场，研究员展示了使用 AI 从零开始迅速搭建一座 3D 虚拟城市的过程，所建虚拟城市面积达到 25 平方公里，包含 130 千米路网、4416 栋建筑以及超过 38 万个室内映射。AI 构建耗时约需数周，较传统美术建模效率大幅提升。

广告方面，腾讯已经从升级的机器学习平台受益。在 2022 年 4 月，腾讯首次对外披露“混元”AI 大模型的研发进展，在全球权威的 MSR-VTT, MSVD, LSMDC, DiDeMo 和 ActivityNet 五大跨模态视频检索数据集榜单中，来自腾讯广告多媒体 AI 团队的“混元”AI 大模型先后拿下第一名。根据腾讯广告官方公众号，混元大模型和太极机器学习平台已经被应用到腾讯广告中。在公司 2022Q4 业绩公告指出，提升后的机器学习基础设施提升了广告主的广告转化效率及投资回报率，使公司实现更高的训练效率。

阿里巴巴：应用侧和基础设施侧截至现在均有投入

在业绩会议上，公司管理层表示：对阿里巴巴来说，AI 对于用户体验、内容的生成和理解、广告效率的提升方面能够发挥巨大的作用，这也是公司的重点投入方向。此外，阿里巴巴作为国内领先的云服务厂商，在 AI 基础设施层面也有望受益。

应用方面，阿里巴巴回应研发类 ChatGPT 机器人：处于内测阶段。根据中新网 2 月 8 日报道，阿里达摩院正在研发类 ChatGPT 的对话机器人，目前已开放给公司内员工测试。从曝光截图来看，阿里巴巴可能将 AI 大模型技术与钉钉生产力工具深度结合。阿里巴巴方面对中新财经表示：确实在研发中，目前处于内测阶段。

基础设施层面，阿里云为 AI 模型提供底层支撑。例如，阿里巴巴集团副总裁、阿里云数据库产品事业部负责人李飞飞在谈及 ChatGPT 时指，ChatGPT 的出现让我们看到了 AIGC 的可能，未来智能与数据库的结合将变化出无穷潜力。据李飞飞介绍，阿里云已经在 Lindorm 多模数据库里面提供了多模数据处理能力，这为阿里云参与 AIGC 时代机遇提供了坚实的支撑。通过灵活的导入模型，结合 Lindorm 多模数据处理能力，就能够生成视频、图表等 AI 生成式内容。

字节跳动：AI Lab 正开展类 ChatGPT 和 AIGC 相关研发

字节跳动 AI Lab 正开展类 ChatGPT 和 AIGC 相关研发。2 月 9 日《科创板日报》消息，字节跳动的人工智能实验室（AI Lab）正在开展类似 ChatGPT 和 AIGC 的相关研发，未来或为 PICO 提供技术支持。

字节跳动在大模型上已有所布局，分别在语言和图像两种模态上发力。3 月 23 日 36 氪消息，字节跳动在大模型上已有所布局，分别在语言和图像两种模态上发力。字节跳动语言大模型团队在今年组建，探索方向主要为与搜索、广告等下游业务的结合，“搜索业务部门、AI Lab 和 AML（应用机器学习）团队都调了一部分人支援语言大模型，团队目前的预期是在今年年中推出大模型”。

音乐行业：腾讯音乐和云音乐均探索 AI 应用

云音乐探索“AI+音乐”结合。根据网易 22Q4 业绩会，网易云音乐持续探索 AI 技术赋能音乐产业，加码 AI 词曲编唱、AI 歌声评价、AI 乐谱识别、AI 辅助音乐创作等领域技术研发，致力于打造激发音乐人灵感的 AI 创作工具。目前，网易云音乐 AI 歌声评价、乐谱识别的研究成果已超过国际先进水平，获得国际 AI 顶会认可。

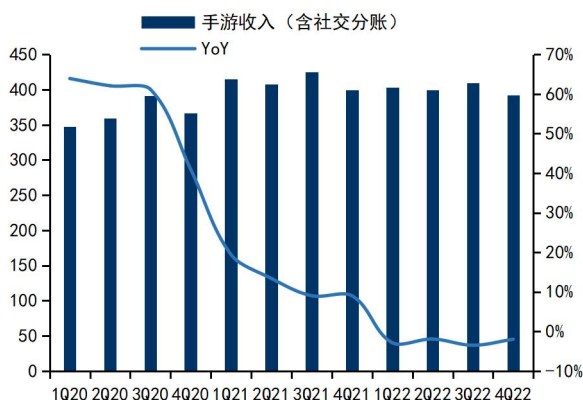
腾讯音乐将持续推出新的 AIGC 工具。根据腾讯音乐 22Q4 业绩会，腾讯音乐正在持续布局与研发 AIGC 工具，推出了如琴韵、Muse、凌音等引擎。其中 Muse 引擎能实现基于歌曲旋律和歌词的音乐海报自动化和规模化生成；在长音频领域，腾讯音乐基于凌音引擎的使用场景拓展，推出了合成声音阅读的长音频内容。腾讯音乐未来还将继续探索大语言模型（LLMs）在图文视频等形式以及音乐推荐和搜索等领域的广泛应用。

重点公司财报总结：四季度支付、到店、电商等增长放缓，2023 年整体展望乐观

网络游戏：四季度整体增速平淡，2023 均展望乐观

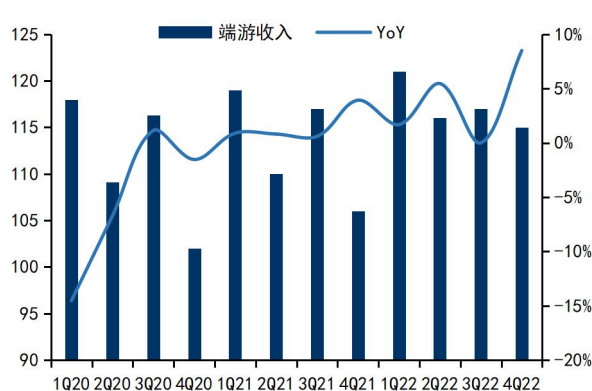
腾讯游戏：2022Q4 流水回归正增长，2023 年展望乐观。2022Q4，腾讯网络游戏业务收入为 418 亿元，同比减少 2.3%。加上社交分账后，同比基本持平。我们测算，本季度网络游戏总流水（含社交分账）同比增长约 5%，为 2022 年以来的首次增速转正。按平台划分：手游收入（含社交分账）为 392 亿元，同比减少 2%；端游收入为 115 亿元，同比增长 8%。按地区划分：本土市场实现收入 279 亿元，同比减少 6%；海外市场游戏收入为 139 亿元，同比增长 5%。展望 2023，《王者荣耀》和《地下城与勇士》国服在春节表现强劲，目前腾讯至少有 15 款储备游戏已经获得版号，今年预期是腾讯的供给侧大周期。我们预计现有游戏的复苏和新游戏的上线会推动腾讯游戏业务在 2023 年回归健康增长。

图19：腾讯手游收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图20：腾讯 PC 端游收入及增速（亿元、%）



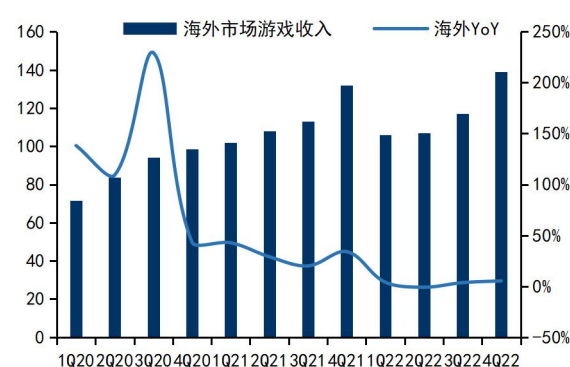
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图21：腾讯本土市场游戏收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图22：腾讯海外市场游戏收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

网易：2022Q4 游戏收入在高基数下增速放缓，新产品表现亮眼。2022Q4，网易在线游戏业务收入为 175 亿元，同比增长 1%。其中，手游收入 116 亿元，同比下滑

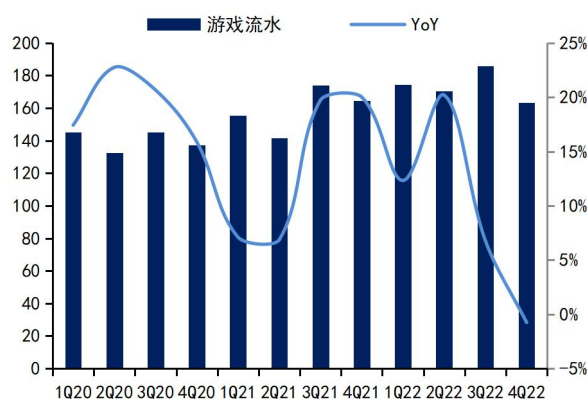
2%，主要因去年上线的《哈利波特：魔法觉醒》流水下滑，抵消了《暗黑破坏神：不朽》等新产品的表现。PC端游收入59亿元，同比增长7%，体现出《梦幻西游》《大话西游2》等长线产品的旺盛生命力。由网易自主研发的休闲派对手游《蛋仔派对》于春节期间表现亮眼，iOS畅销榜最高位居第三。根据公司业绩会议，《蛋仔派对》的DAU（日活跃用户数）超过3000万，是网易游戏有史以来DAU最高的游戏。重点产品《逆水寒》于1月获批增报移动端版本，预计2023年6月30日上线。我们预计这两款新产品是网易2023年的主要业绩增长来源。

图23：网易在线游戏收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图24：网易游戏流水及增速（亿元、%）



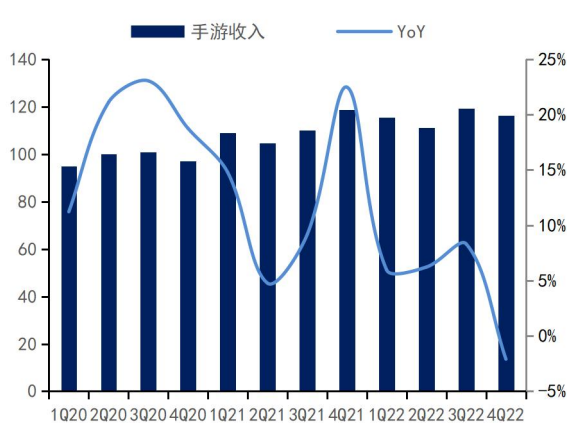
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

图25：网易PC端游收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图26：网易手游收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

金融科技：四季度短期放缓，今年以来显著复苏

腾讯金融科技：交易金额增速因宏观环境而放缓，今年以来显著复苏。2022Q4，腾讯金融科技及企业服务收入同比减少1%至472亿元。其中，金融科技服务收入仍然实现同比增长，但增速较上季放缓。2022Q4，主要因受到宏观环境影响，消费活动受抑制。根据中国人民银行，2022Q4，全国非银支付机构处理网络支付金额同比下降4%，笔数同比下降7%。但随着1月以来消费复苏，微信支付日均商业支

付金额自 2023Q1 以来恢复了双位数的同比增速。考虑到二季度和四季度的低基数，我们预计这一复苏态势会延续到全年。

图27: 腾讯金融科技及企业服务收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图28: 非银支付机构处理网络支付金额及增速（万亿元、%）

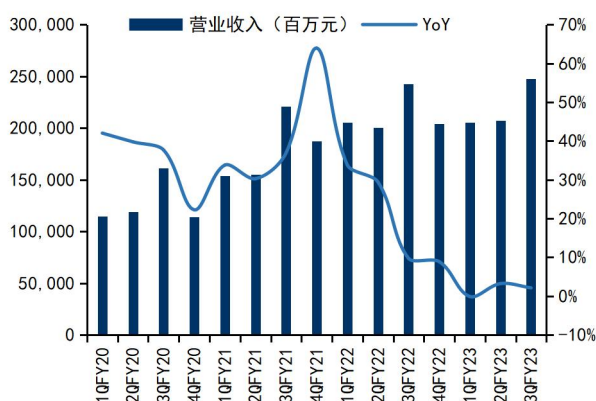


资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

电商：阿里巴巴和京东增速放缓，拼多多维持高增长

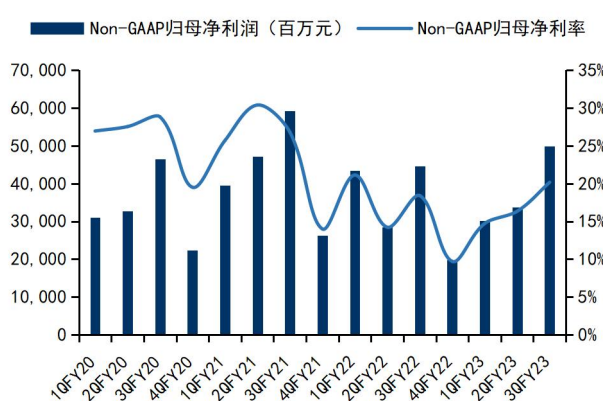
阿里巴巴：3QFY2023，公司实现营业收入 2478 亿元，同比增长 2%，较上一季度增速下降 1pct，主要原因是本季度受疫情病例上升影响，电商消费需求减弱，国内商业收入增速放缓。**本季度公司 Non-GAAP 净利润 499 亿元，同比增长 12%，Non-GAAP 净利率 20%，**主要原因是公司降本增效成果显著——淘特、淘菜菜拉新投入减少，盒马配送效率提升带动毛利提升，优酷内容投资更加审慎。

图29: 阿里巴巴季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

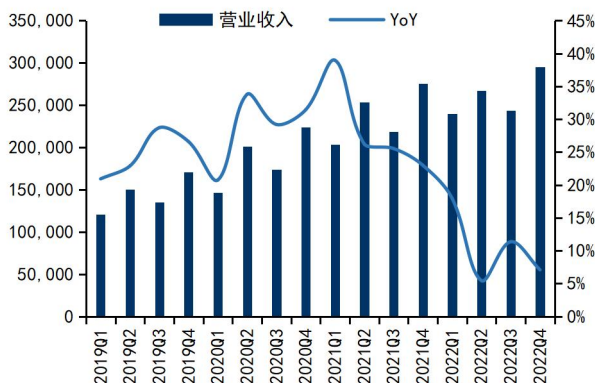
图30: 阿里巴巴 Non-GAAP 净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

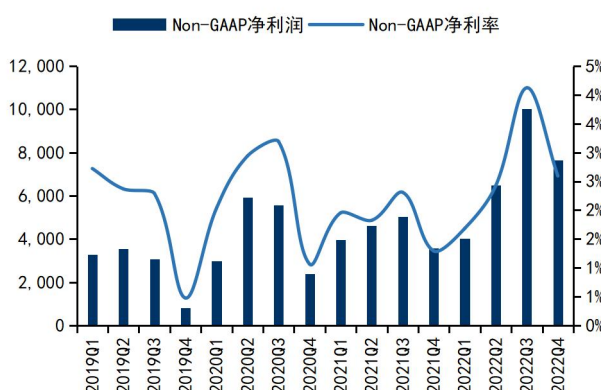
京东集团：2022Q4，公司实现营业收入 2954 亿元，同比增长 7%，增速较上一季度有所下降，预计 2023 年上半年收入增速平淡，下半年增速加快。本季度公司聚焦核心业务，利润表现亮眼，**Non-GAAP 净利润 77 亿元，Non-GAAP 净利率 2.6%，与去年同期相比提升 1.3 pct；**公司经调整 EBITDA 89 亿元，利润率 3.0%，与去年同期相比提升 1.5 pct。本季度起京东停止披露年活用户，据业绩会披露，公司核心会员用户四季度保持 30%以上增长，对拉动平台 ARPPU 起重要作用。

图31: 京东集团季度营业收入及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图32: 京东集团 Non-GAAP 净利润及净利率 (百万元, %)

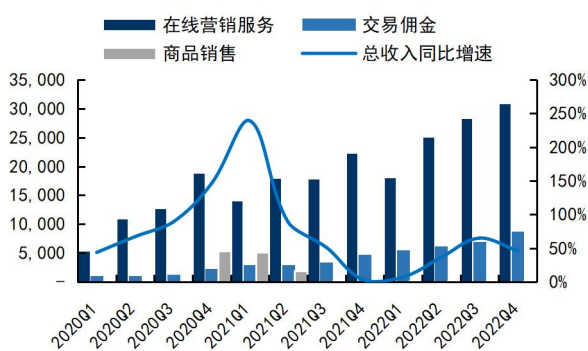


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

拼多多: 2022Q4, 公司实现营业收入 398.2 亿元, 同比增长 46%, 增速较 Q3 环比放缓 19pct, 其中广告营销收入 310 亿元, yoy +38%; 支付通道收入 88 亿元, yoy +86%, 主要受多多买菜和 temu 快速增长拉动。四季度新冠感染病例大幅上升, 商品供应链及履约能力受到影响, 网上零售额季度同比增速降至 4% (2022Q3 网上零售额 yoy +5.8%), 各家电商平台收入增速均有所放缓 (2022Q4 阿里巴巴中国商业 yoy -1%, 京东零售 yoy +4%), 拼多多凭借“省”的价值点继续抢占份额。我们预计 2023Q1 公司收入增速将继续领先行业。

本季度拼多多 non-GAAP 净利润 112 亿元, non-GAAP 净利率 30%, 2021Q4 同期 non-GAAP 净利率为 31%, 净利率下滑主要原因是公司加大各项费用投放, 本季度公司销售费率同比提升 3pct 至 45%, 主要受主站投放大量优惠券促进消费影响, 管理费用同比提升 2pct 至 4%, 我们认为可能与 temu 业务开拓有关, 我们认为费用投放增加有利于公司巩固国内份额并开拓国外市场。

图33: 拼多多季度分部营业收入及增速 (百万元, %)



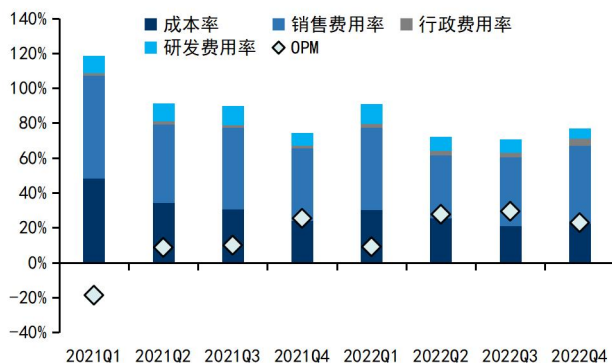
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图34: 拼多多季度毛利及毛利率变化情况 (百万元, %)



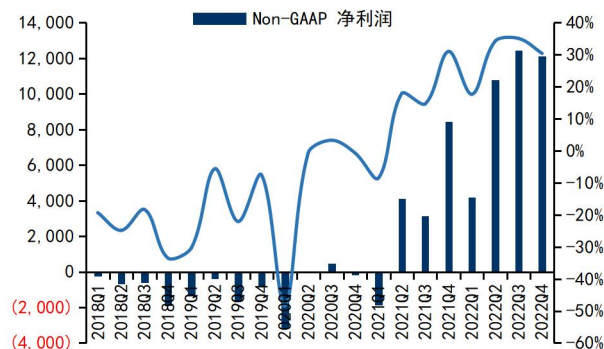
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图35: 拼多多各项费用率和 EBIT 利润率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图36: 拼多多季度 Non-GAAP 净利润及净利率 (百万元, %)

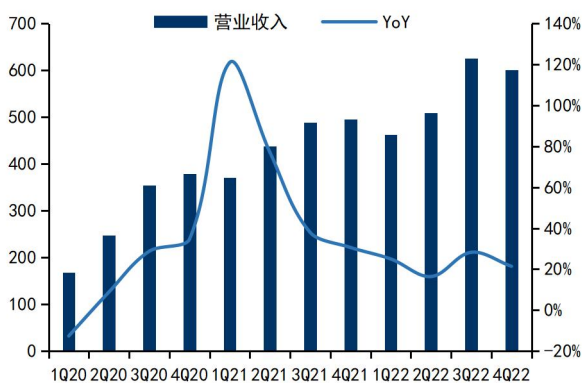


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

本地生活: 到家整体稳健, 到店/到目的地短期承压

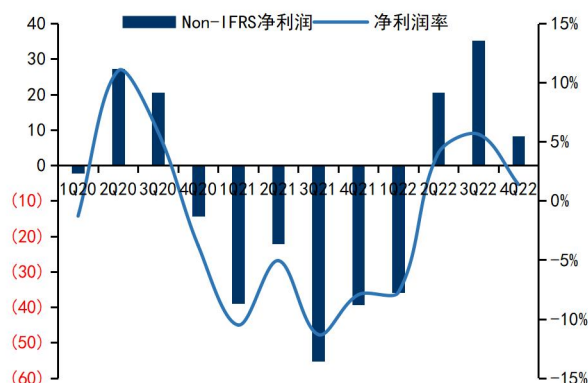
美团: 公司营收增长 21%，经调整净利润连续三个季度为正。2022Q4，美团实现营业收入 601 亿元，同比增长 21%。餐饮外卖、美团闪购等业务均呈现高质量增长，到店酒旅业务则面临宏观挑战而呈现与 2022Q2 相似的下滑。22Q4，公司实现调整后净利润 8.3 亿元，同比大幅改善；调整后净利率 1.4%，同比提升 9.3pct。利润端的改善，主要得益于餐饮外卖补贴效率提升、各项新业务的成本费用优化。

图37: 美团季度营业收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图38: 美团调整后净利润及利润率 (亿元、%)



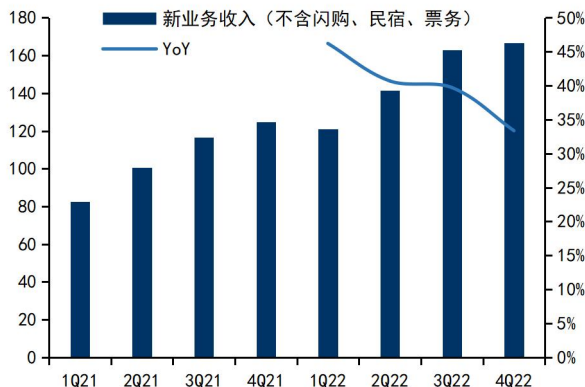
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图39: 美团核心本地商业收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图40: 美团新业务收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

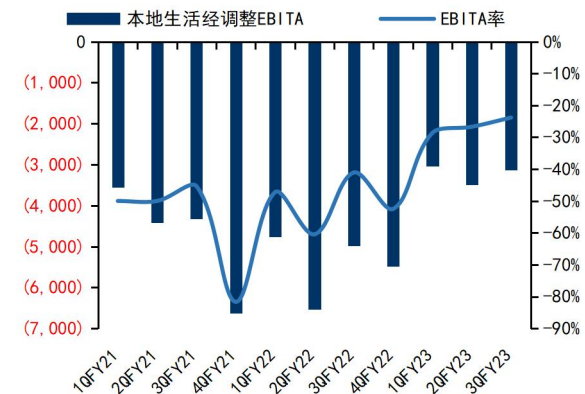
阿里巴巴：本季度，本地生活服务整体订单量同比增长持平。受饿了么业务效率改善所带动，分部亏损持续收窄。1) 到家：本季度，饿了么持续录得正 GMV 增长，主要由于平均订单金额提升，以及订单同比增长有所改善并于 12 月份转为正数；同期，饿了么每笔订单的单位经济效益持续录得正数。2) 到目的地：到目的地业务整体订单量于 12 月份有所放缓；2023 年 1 月，由于旅游出行的需求回升，高德的使用需求正在恢复，飞猪的出境旅游业务同样迅速增长。

图41: 阿里巴巴本地生活收入及增速（百万元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图42: 阿里巴巴本地生活经调整EBITA及利润率（百万元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

网络广告：腾讯和快手广告增长领先

图43：互联网公司 2020Q1-2022Q4 广告收入概览

		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
视频	快手	32.7	38.9	61.8	85.1	85.6	99.6	109.1	132.4	113.5	110.1	115.9	150.9
	yoy			202%	170%	161%	156%	76%	56%	33%	10%	6%	14%
	爱奇艺广告收入	15.4	15.9	18.4	18.6	19.2	18.3	16.6	16.6	13.4	11.9	12.5	15.5
	yoy	-27%	-28%	-11%	-1%	25%	15%	-10%	-10%	-30%	-35%	-25%	-7%
B站	2.1	3.5	5.6	7.2	7.1	10.5	11.7	15.9	10.4	11.6	13.5	15.1	
	yoy	90%	108%	126%	149%	234%	201%	110%	120%	46%	10%	16%	-5%
社区	微博(亿美元)	2.8	3.4	4.2	4.5	3.9	5.0	5.4	5.5	4.3	3.9	3.9	3.9
	yoy	-19%	-8%	1%	12%	42%	47%	29%	21%	10%	-23%	-27%	-29%
	知乎												
	——广告	1.3	1.7	2.3	3.2	2.1	2.5	3.2	3.8	2.2	2.4	2.0	2.7
电商	yoy	22%	23%	51%	72%	70%	48%	39%	18%	4%	-4%	-39%	-27%
	——内容商业解决方案	0.0	0.1	0.5	0.8	1.2	2.1	2.8	3.7	2.3	2.4	2.7	3.0
	yoy					11226%	1529%	511%	380%	88%	16%	-5%	-19%
	阿里巴巴-客户管理收入	454.1	712.2	693.4	1019.2	636.0	804.0	717.0	1000.9	634.2	722.6	665.0	913.4
搜索	yoy	1%	21%	20%	20%	40%	13%	3%	-2%	0%	-10%	-7%	-9%
	拼多多	54.9	110.5	128.8	189.2	141.1	180.8	179.5	224.3	181.6	251.7	284.3	309.7
	yoy	39%	71%	92%	75%	157%	64%	39%	19%	29%	39%	58%	38%
	京东-佣金和广告收入	95.3	140.5	124.1	174.8	141.2	189.8	167.7	222.4	176.8	207.4	189.5	246.0
社交	yoy	17%	27%	24%	30%	48%	35%	35%	27%	25%	9%	13%	11%
	百度核心广告收入	127.1	161.0	183.6	188.5	161.8	190.0	193.9	190.6	157.0	171.0	187.0	180.2
	yoy	-18%	-5%	0%	0%	27%	18%	6%	1%	-3%	-10%	-4%	-5%
	腾讯												
社交	——腾讯媒体广告	31.2	32.9	36.0	43.0	33.0	33.0	35.0	32.0	23.0	25.0	26.0	33.0
	yoy	-10%	-25%	-1%	9%	6%	0%	-3%	-26%	-30%	-24%	-26%	3%
	——社交及其他广告	145.9	152.6	177.5	203.6	185.2	195.3	190.0	183.2	156.9	161.0	189.0	214.0
	yoy	47%	27%	21%	25%	27%	28%	7%	-10%	-15%	-18%	-1%	17%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

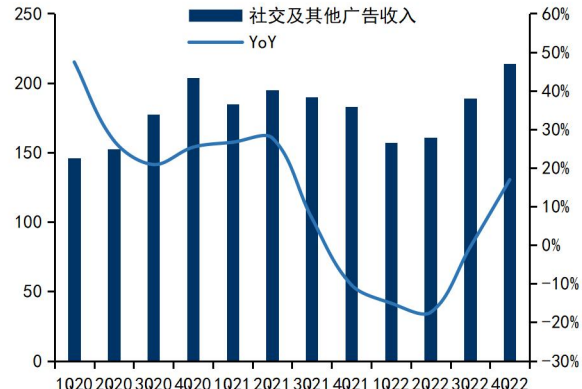
腾讯广告：2022Q4 收入为 247 亿元，同比增长 14.6%。电商平台、快速消费品及游戏行业广告主的广告开支同比显著增长。此外，腾讯广告在四季度升级机器学习平台，不仅提升了广告主的广告转化效率及投资回报率，也使得单次训练成本下降、训练效率提升。分广告形式来看：1) **社交及其他广告收入为 214 亿元，同比增长 17%**，得益于视频号释放更多库存，以及小程序广告和移动广告联盟的增长。2) **媒体广告收入为 33 亿元，同比增长 4%**。反映音乐内容广告的变现能力提升。

图44：腾讯网络广告收入及增速（亿元、%）



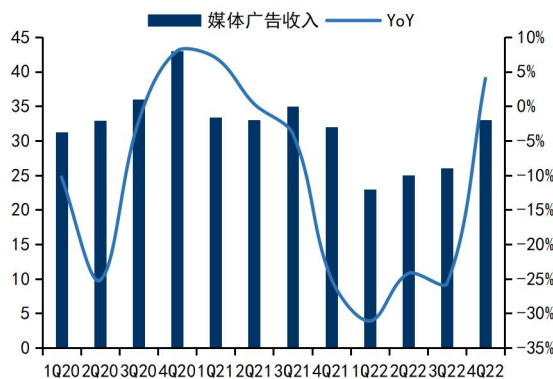
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图45：腾讯社交及其他广告收入及增速（亿元、%）



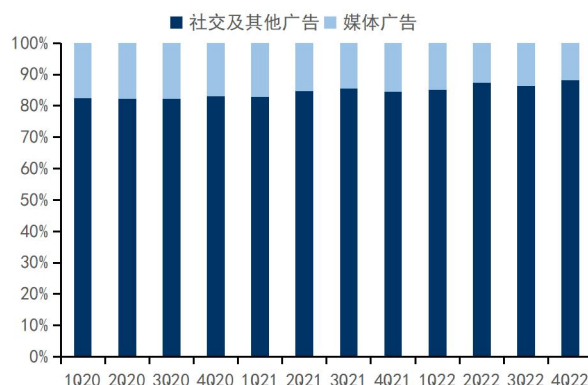
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图46: 腾讯媒体广告收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

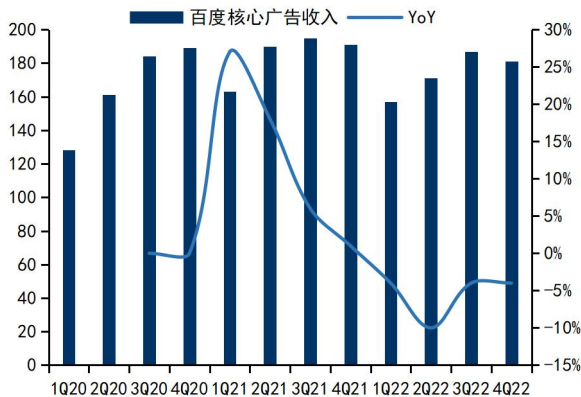
图47: 腾讯网络广告收入构成



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

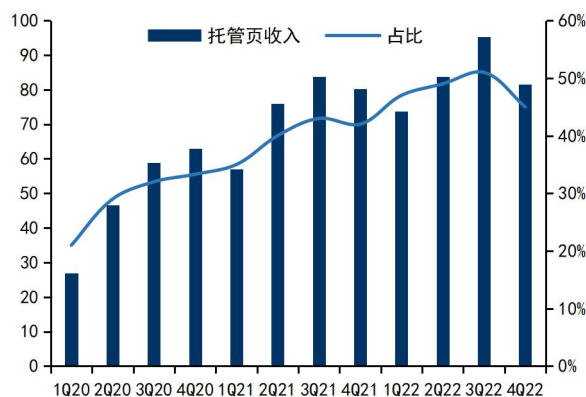
百度: 核心在线营销受宏观环境影响, 托管页收入占比同比提升。2022Q4, 百度核心在线营销收入为 181 亿元, 同比减少 6%。2022 年四季度受到宏观环境的影响, 广告市场的整体需求仍然疲弱。其中, 托管页收入占百度核心在线营销收入的比例于 2022Q4 达到 45%, 我们测算托管页收入同比有小幅增长。全年来看, 托管页收入占比达 48%, 同比提升约 8pct。移动生态方面, 百度 APP 于 2022 年 12 月的月活跃用户达 6.48 亿, 同比增加 4%。此外, 根据公司业绩会议, 即使面临消费者外出时间增加, 百度主要 APP 的用户时长总和在 1 月仍然实现同比 6.6% 的增长, 体现出百度移动生态的强用户粘性。

图48: 百度核心在线营销服务收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图49: 托管页收入及占百度核心广告收入比例 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

快手广告收入同比增长 14%。22Q4, 广告收入 151 亿元, 同比+14%, 环比+30.2%, 增长主要为内循环、品牌广告驱动。复苏节奏来看, 公司外循环广告重点客户主要以线上业务为主。当前必需消费品、房地产、家具、旅游、交通等线下相关广告恢复良好。公司认为广告客户对于 2023 年上半年持谨慎乐观的态度, 预计在线广告市场在 2023 年下半年会有比较明显的反弹。我们预计公司 23Q1 广告收入可达 15% 左右。在流量拓展方面, 公司计划推出搜索广告产品。

图50: 快手广告业务收入及增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图51: 快手每小时广告收入



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

云服务: 收入增速均放缓或下滑, 降本增效是主题

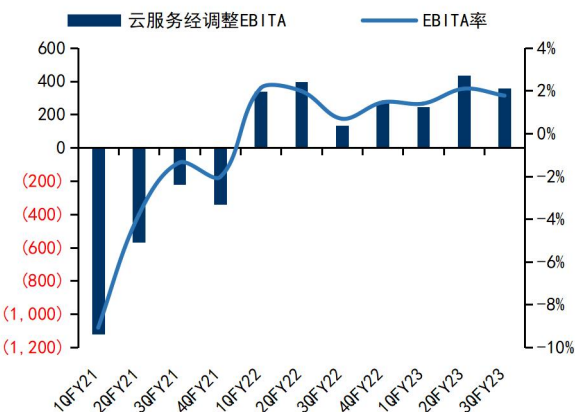
阿里云: 本季度多行业云计算需求疲软, 云业务收入同比增长 3%至 202 亿元, 长期看, 新技术对算力需求将大幅提升, 阿里云业务前景广阔。本季度来自互联网客户的收入同比-4%, 主要由于一位头部客户停止使用海外云服务; 非互联网行业收入增长主要由金融、教育、汽车等行业驱动, 公共服务行业收入有所减少, 预计随着消费逐步复苏, 云计算的需求将逐步提升。近期 ChatGPT 等新技术兴起, 对算力的要求不断扩增, 作为国内领先的云计算服务商, 阿里云业务前景广阔。

图52: 阿里云服务收入及增速 (百万元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

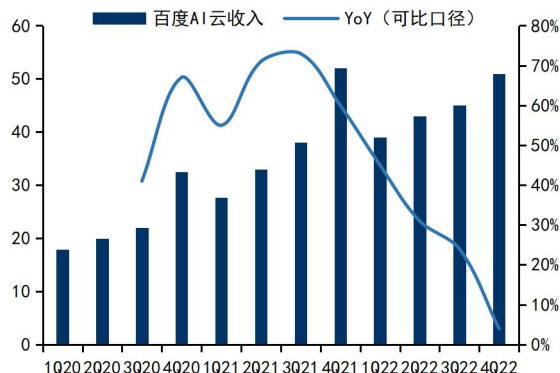
图53: 阿里巴巴云服务经调整 EBITA 及净利润率 (百万元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

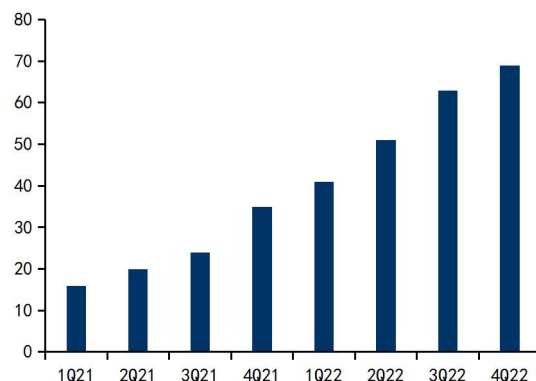
百度 AI 云: 可比口径下实现收入增长, 利润率同比优化。根据百度集团业绩会议, 2022Q4, AI 云实现收入 51 亿元, 可比口径下同比增长 4%。收入增速放缓, 主要因部分项目的线下交付部署推迟, 收入确认也延后。与此同时, 云业务的利润率同比提升, 主要因公司收缩低利润率的业务, 以及在传统行业推出标准化的解决方案。根据公司公告, 截至 2022 年年末, 按合同金额逾人民币 1 千万元计, 已有 69 座城市落地实践了百度 ACE 智能交通, 同比增加近一倍。

图54: 百度核心 AI 云收入及增速 (亿元、%)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

图55: 百度 ACE 智能交通落地城市数 (合同金额超千万元)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

腾讯企业服务：收入同比下降，关注利润率更高的 PaaS 与 SaaS。2022Q4，腾讯金融科技及企业服务收入同比减少 1%至 472 亿元。其中，企业服务业务的收入同比下降，因公司缩减亏损项目。腾讯进一步减少亏损项目并优化成本，同时专注于利润率更健康的自研 PaaS 解决方案，如音视频云和数据库。腾讯会议于 3 月 14 日发布公告，宣布逐步调整免费版用户功能，同时会员体系也调整为更丰富梯度；企业微信也在进行内测调整收费范围。我们预计，公司的企业服务业务有望在 2023 年实现收入增长。

互联网板块公司公告与新闻一览

重点公司公告

1. 腾讯控股、美团、快手、拼多多、微盟集团、哔哩哔哩、京东集团、京东健康、BOSS 直聘、腾讯音乐、知乎等公司业绩公告；
2. 腾讯控股、网易、京东集团股息公告；
3. 腾讯控股、美团董事名单变更公告；
4. 美团修订公司章程及股份计划、薪酬委员会职权范围公告；
5. 哔哩哔哩纳入深港通及沪港通公告；
6. 阿里健康关联交易公告。

表2: 互联网行业重点关注公司重要公告

公告日期	公司名称	公告类型	公告要点
2023/03/22	腾讯控股	业绩公告	2022Q4, 腾讯实现营收 1450 亿元, 同比增长 0.5%; Non-IFRS 归母净利润 297 亿元, 同比增长 19.4%; Non-IFRS 归母净利率 20.5%, 同比提升 3.2pct。
2023/03/22	腾讯控股	股息公告	2022 年度末期股息为每股 2.4 港币, 除净日为 2023 年 5 月 19 日, 股息派发日为 2023 年 6 月 5 日。
2023/03/22	腾讯控股	董事轮值退任	执行董事刘炽平先生将于 2023 年股东周年大会上轮值退任并将不会连任。
2023/03/24	腾讯控股	股息公告	以实物分派的方式宣派由本公司间接持有的大部分美团 B 类普通股的中期股息。紧随实物分派完成后, 根据美团于 2023 年 2 月 28 日已发行股份总数计算, 本集团于美团的持股比例将减少至约 1.7%。
2023/03/02	网易	股息公告	更新财政年末信息, 2022 年 12 月 31 日止第四季度股息为每股 0.054 美元。
2023/03/24	美团	业绩公告	2022Q4, 美团实现营业收入 601 亿元, 同比增长 21%。实现调整后净利润 8.3 亿元, 同比大幅改善; 调整后净利率 1.4%, 同比提升 9.3pct。
2023/03/24	美团	修订章程及股份计划	(I) 建议修订组织章程细则及采纳第七次经修订及重述组织章程大纲及细则; 及 (II) 建议修订首次公开发售股份计划。
2023/03/24	美团	董事名单	公布公司董事名单与其角色及职能, 自 2023 年 3 月 25 日起生效。王慧文先生因希望投放更多时间在其他商业及个人事务上, 已由执行董事调任为非执行董事, 自 2023 年 3 月 25 日起生效。
2023/03/24	美团	薪酬委员会职权范围	董事会于 2018 年 8 月 28 日采纳并于 2023 年 3 月 24 日修订薪酬委员会职权范围。
2023/03/30	微盟集团	业绩公告	2022 年总收入为 18.39 亿元, 同比下降 6.5%; 2022 年经调整净亏损 15.48 亿元, 2021 年为 5.17 亿元。
2023/03/02	哔哩哔哩	业绩公告	2022Q4, 公司净收入达 61 亿元, 同比增加 6%。2022Q4 的经调整净亏损为 13 亿元, 同比收窄 21%。
2023/03/10	哔哩哔哩	纳入深港通及沪港通	公司于联交所买卖的 Z 类普通股已经获纳入深港通及沪港通, 于 2023 年 3 月 13 日生效。
2023/3/9	京东集团	股息公告	每股派现 0.31 美元, 股息发放日为 2023 年 4 月 27 日, 除净日为 2023 年 4 月 4 日。
2023/3/9	京东集团	业绩公告	公司正式披露 2022 年年报, 营业总收入 10462.36 亿元, 同比去年增长 9.95%, 基本 EPS 为 3.32 元, 平均 ROE 为 4.91%。
2023/3/13	阿里健康	关联交易	公司与阿里妈妈订立 2024 年广告服务框架协议, 以重续 2023 年广告服务框架协议; 与天猫主体订立 2024 年框架技术服务协议, 以重续 2021 年至 2023 年框架技术服务协议及 2023 年框架技术服务协议。
2023/3/22	京东健康	业绩公告	公司 2022 年全年营业收入达到 467 亿元, 同比增长 52.3%; 同期净利润增长 86.6%, 达 26.2 亿元。
2023/3/20	BOSS 直聘	业绩公告	2022 年全年, BOSS 直聘的收入为人民币 45.1 亿元, 较 2021 年增加 5.9%; 2022 年全年, BOSS 直聘的经调整净利润为人民币 7.99 亿元, 较 2021 年全年减少 6.2%。
2023/3/21	腾讯音乐	业绩公告	2022 年四季度营收 74.3 亿元, 净利润 11.5 亿元同比增长 114.7%; Non-GAAP 净利润 14.4 亿元同比增长 72.8%。
2023/3/22	知乎	业绩公告	知乎第四季度总收入为 11.14 亿元, 同比增长 9.3%, 净亏损同比收窄 53.2%。
2023/3/29	快手	业绩公告	收入由 2021 年的人民币 811 亿元增加 16.2%至 2022 年的人民币 942 亿元。2022 年及 2021 年的年内亏损分别为人民币 137 亿元及人民币 781 亿元。
2023/3/20	拼多多	业绩公告	公司 2022 年营收 1305.58 亿元, non-GAAP 净利润同比增长 186%; 2022 年第四季度, 公司实现营收 398.20 亿元, 比 2021 年同期增长 46%。

资料来源: wind、各公司公告, 国信证券经济研究所整理

重点公司新闻

WeGame 游戏之夜发布 7 款重点新游戏。3 月 28 日晚, 腾讯 WeGame 游戏之夜 S5 顺利举行。会上发布了 7 款重点新游戏的动态: FPS《无畏契约》(开启预约)、MMORPG《命运方舟》(4 月 12 日先锋体验)、射击《重生边缘》(4 月 20 日限量测试)、MMO 射击《全境封锁 2》(4 月 10 日招募体验服不删档测试)、MMORPG《塔瑞斯世界》、二次元 RPG《白荆回廊》、叙事影游《晨昏线》(2023Q4 上线)。

腾讯出行 2 月份订单量环比暴涨 160.2%, 已实现 5 个月连涨。3 月 11 日交通运输部公布今年 2 月份网约车监管信息交互系统统计数据。今年 2 月份, 全国共收到网约车订单 6.52 亿单, 环比上升 13.3%, 其中聚合平台完成 1.69 亿单, 环比上升 15.8%。在聚合平台中, 腾讯出行 2 月订单量环比暴涨 160.2%, 百度打车环比增长 13.8%, 高德打车环比增长 12.4%, 只有携程用车一家下降 17%。综合交通运输部往期数据来看, 腾讯出行订单量目前已经实现了 5 连涨。今年 1 月份订单量环比增长 24.7%, 去年 12 月、11 月、10 月, 分别环比增长 21.7%、5.7%、8.5%。

美团 App 美食页面新增“特价团购”banner。3 月 22 日电商报消息, 美团 App 美食页面下, 新增“特价团购”banner。据悉, 该业务于 2022 年 11 月上线, 由到

店事业群的到餐团队负责。目前，团队并未制定半年或者年度 KPI，而是采用预算按月滚动。截至目前，“特价团购”业务主要拓展大型连锁商家，如蜜雪冰城、乐乐茶、味多美等。

美团外卖点金推广“预算建议”功能上线。3月14日电商报消息，美团外卖点金推广“预算建议”功能上线，该系统会根据店铺历史投放情况、不同时段蜂窝流量情况、店铺实际经营情况等因素，给出最适合当前店铺点金推广投放的预算建议。此外，该功能可根据店铺投放情况展现合理预订单量；预算不足实时提醒避免店铺流量损失；节假日预算调整提醒，快速抓住流量红利期。

美团买菜今年将在保证盈亏平衡的前提下，开启新一轮扩张计划。晚点 LatePost 消息，美团的前置仓电商业务美团买菜已于今年2月重启去年初搁置的苏州开城计划，目前已在当地完成选址，将于近期开城。此外，美团买菜今年还将在保证盈亏平衡的前提下去往更多华东城市，开启新一轮扩张计划。

美团打车放弃自营打车业务，打车业务将并入美团平台。晚点 LatePost 消息，美团打车3月6日在内部宣布放弃自营打车业务，全面转向聚合模式。同时打车业务将并入美团平台，业务 BM (Business Manager, 业务经理) 张星远 (Rocky) 转向美团平台负责人李树斌汇报。在内部的通知里，美团称后续将减少对网约车业务的资源和人力投入，轻装前行。而目前的团队，一部分继续留在网约车，其余的将分批次调配到其他业务线。

美团“团好货”业务负责人离职。3月3日晚点 Latepost 消息，美团在电商领域尝试的代表项目“团好货”业务部负责人柳晓刚将于近期离职。团好货的自营商品团队将整体合并至美团优选事业部，剩余员工将继续围绕 B2C 电商平台业务探索新模式。目前，在美团电商入口的页面中已经找不到名为“美团好货”的自营商品版块。

淘宝与 TVB 达成直播合作。TVB3月1日宣布与淘宝达成合作意向，双方将于年内共同发展超过48场电子商贸直播。3月7日，TVB 正式开启淘宝直播首秀。根据 TVB 官方微博数据显示，直播首秀共带来了超2350万元的全场销售额，累计观看人数超320万。次日，TVB 以13.4港元/股报收，较前一交易日涨85.08%。

淘特淘工厂会员数超600万，不会并入淘宝。3月8日电商报消息，淘特宣布旗下淘工厂会员数已超600万。淘特于去年10月推出会员“淘工厂VIP”，消费者成为会员后，每个月会有专属红包、会员专属折上折等福利。此外，针对淘特或将并入淘宝的消息，相关负责人表示淘特今年将继续加码产业带，会有更多小二直接工作在产业带，由此带来一些业务调整，但不会合并到淘宝。

阿里云正式发布 IoT 消费电子应用引擎解决方案。3月9日消息，在深圳召开的2023消费电子智能峰会上，阿里云正式发布 IoT 消费电子应用引擎解决方案。据介绍，该方案可将物联网带屏设备的应用开发效率提高70%以上，并大幅提升设备上的应用丰富度和运行流畅度。其在2022年预装量已超过1000万台，服务网易有道词典笔、飞亚达智能手表等行业用户。

阿里健康开放 mRNA 疫苗登记服务。3月22日，石药集团称，经国家卫生健康委员会提出建议，国家药品监督管理局组织论证同意，该公司的新型冠状病毒 mRNA 疫苗 (SYS6006) 在中国纳入紧急使用，用于预防新型冠状病毒感染引起的疾病 (COVID-19)。次日，阿里健康宣布国产 mRNA 疫苗的需求登记服务即将上线阿里健康平台，在支付宝 APP 搜索“阿里健康疫苗”进入页面即可查看。

京东“百亿补贴”全面上线。京东平台“百亿补贴”活动于3月6日正式开启，

补贴覆盖 3C 家电、美妆、生鲜、生活服务、医疗健康等京东平台上的全品类商品。据 IT 之家消息，京东“百亿补贴”商品确认不支持价保。36 氪消息，京东的“百亿补贴”是由平台与商家共同承担，预计“百亿补贴”对京东的利润率影响有限，这一判断已在业绩会上被证实。

“低价驱动”成立 POP 业务部，京东超市实施三大变革。上证报消息，京东超市将在文化意识、组织架构、生态建设上实施三大变革，全面升级开放平台业务。改革后，自营模式将被视为京东超市生态里的一个普通商家，开放平台将实现更公平的流量分发机制。“低价驱动”是此轮京东超市开放平台业务商家扶持举措的核心逻辑。

京东自有品牌京造 2022 年销售额同比增长 60%。每日经济新闻消息，京东自有品牌公布了一组最新数据：2022 年，京造销售额同比增长 60%，100 个以上品类年均销售额增长超过 300%，新品开发成功率超过 90%，帮助工厂平均降低 30 天库存周转，合作国内超过 70%的产业带。京东于 2017 年下半年启动自有品牌战略项目，2018 年 1 月，京造上线，覆盖一二线城市，随后一年针对下沉市场的京东“惠寻”登场。2021 年 10 月，京东将“京东自有品牌”设定与京东零售、京东物流、京东健康等并列的京东九大独立业务板块。

多多视频 DAU 峰值突破 1.5 亿。36 氪 3 月 1 日消息，拼多多旗下短视频业务“多多视频”DAU 已于去年底至 2023 年初突破 1.5 亿，目前稳定在 1-1.2 亿，用户时长峰值超过 40 分钟，目前稳定在 30 分钟上下。

Temu 加快海外布局速度。据 36 氪消息，拼多多跨境电商业务将于 3 月 13 日正式进入澳大利亚、新西兰，还将于 3 月 25 日登陆英国市场。Temu 正加快进行全球业务布局。

马帮 ERP 完成全流程对接 Temu 平台。3 月 27 日电商报消息，马帮 ERP 宣布，其已经完成全流程对接 Temu 平台，帮助卖家全面管理 Temu 店铺，解决备货、库存、产品批量刊登问题，提高运营效率。马帮 ERP 支持同步商品库存/销量，快速评估产品的销售情况并提前创建智能备货计划。

知乎上线独立 APP “盐言故事”。知乎近日上了一款名为“盐言故事”的 APP。“盐言故事”与知乎账号打通，用户可以通过知乎账号授权登录，并保有盐选会员全部权益。目前，小米、vivo 等安卓应用商店已上架该 APP，苹果、华为暂未上线。知乎相关负责人称，目前还处于小范围测试阶段，未来将进一步完善功能，提供相对内容社区更加聚集和垂直的阅读环境。

其他公司新闻

抖音电商商品卡订单免佣新规。3 月 1 日，抖音电商商品卡政策发布会推出商品卡订单免佣及一系列高价值权益新规。商品卡是货架电商场景下展现商品信息的卡片，商家发布商品后，通过商品卡可直接获得商品曝光。为助力商家经营，抖音电商面向全量商家发布商品卡订单免佣金权益新规，报名活动、满足要求且完成任务的商家可享受免佣政策，政策于 3 月 1 日正式生效。

抖音发布 38 节战报。3 月 10 日，抖音电商营销观察发布 38 节活动战报，抖音 38 好物节期间，日均支付用户数、动销商品数、动销商家数分别较 22 年同期提升至 146%、153%与 168%。日均搜索 GMV 较 22 年同期提升至 276%，品牌新增会员数较年货节提升至 127%。抖音电商“跨店每满减”全域曝光突破 113 亿，消费券领取人次相较于年货节提升至 170%，两者成为拉动生意增长的“两驾马车”。

抖音开放“个人小店”注册，覆盖类目持续增加。抖音消息，2023年3月起，个人仅需提供符合要求的身份证并通过实名认证，即可在抖音电商注册“抖音小店”成为商家。3月20日，抖音扩大个人店覆盖品类，再度开放服饰鞋包、个护家清、家居家电、美妆、汽车、亲子生活、鲜花假发、珠宝潮奢等八个经营大类下属的大部分二级类目，目前，抖音电商全类目中近5成已向个人店入驻全面开放。

支付宝开启近7年最大一次高管轮岗。晚点LatePost 3月27日报道，蚂蚁集团旗下支付宝事业群近期开启了近7年来最大一次高管轮岗，涉及多个部门，多位副总裁、资深总监职务都发生了变化。此外，支付宝事业群还于近期新组建了数字化产品事业部和支付宝App事业部。

投资建议

基于春节期及一季度各公司业务的恢复节奏，我们的推荐顺序如下：

- 1) 第一梯队：春节期间游戏、支付业务表现强劲的互联网龙头**腾讯**；预计随消费复苏，显著受益的电商公司**拼多多**；受益于版号常态化，以及新游戏《蛋仔派对》持续表现优异的游戏龙头**网易**；
- 2) 第二梯队：受益于消费复苏的电商龙头**阿里巴巴**；
- 3) 第三梯队：受益于线下消费需求及游戏广告复苏的互联网公司**美团**、**快手**。

表3：相关公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB (MRQ)
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
0700. HK	腾讯控股	买入	385.4	12.1	15.7	18.0	28	21	19	4.6
9999. HK	网易-S	买入	140.2	6.9	7.3	8.0	18	17	15	3.9
2013. HK	微盟集团	增持	4.8	-0.5	-0.1	0.1	-8	-30	84	5.6
3690. HK	美团-W	买入	133.8	0.5	2.3	4.6	257	51	26	5.8
1024. HK	快手	买入	56.2	-1.4	0.2	2.9	-36	205	17	5.5
9988. HK	阿里巴巴-SW	买入	97.8	6.4	6.5	7.6	13	13	11	1.9
0241. HK	阿里健康	增持	5.8	-0.02	-0.02	0.01	-254	-254	508	4.8
6618. HK	京东健康	买入	57.5	0.8	1.0	1.0	61	52	49	3.6
9888. HK	百度集团-SW	增持	142.9	7.5	8.2	9.5	17	15	13	1.6
9618. HK	京东集团-SW	增持	159.0	8.9	9.6	12.0	16	15	12	2.1
9899. HK	云音乐	买入	66.8	-0.5	1.7	4.8	-107	35	12	1.6
TME. N	腾讯音乐	增持	7.6	2.9	3.1	3.4	18	17	15	1.9
BZ. O	Boss直聘	买入	18.7	1.8	3.0	4.9	70	43	26	5.0
PDD. O	拼多多	买入	72.0	6.9	7.7	10.0	18	16	12	5.4
VIPS. N	唯品会	增持	15.1	11.2	12.1	12.8	9	9	8	1.9
ZH. N	知乎	买入	1.3	-1.9	-1.1	0.1	-9	-16	251	1.0
WB. O	微博	增持	18.2	2.3	2.3	2.5	8	8	7	1.3
BEKE. N	贝壳	无评级	18.9	2.4	4.3	5.6	54	30	23	2.4
SE. N	SEA	无评级	84.1	-1.3	2.1	2.8	-63	40	30	8.3

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理。注：无评级公司使用彭博一致预期；Boss直聘、腾讯音乐为每ADS调整后净利润（每ADS=2股）；唯品会为每ADS调整后净利润（每ADS=0.2股）；知乎为每ADS调整后净利润（每ADS=0.5股）；贝壳为每ADS调整后净利润（每ADS=3股）

风险提示

政策风险，疫情反复风险，短视频行业竞争格局恶化的风险，宏观经济下行导致广告大盘增速不及预期的风险，游戏公司新产品不能如期上线或者表现不及预期的风险等。

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032