

海外周报 (2021.11.15-2021.11.21)

证券研究报告

2021 年 11 月 21 日

国家反垄断局正式挂牌, 多重因素叠加下互联网龙头短期业绩有所承压

本周 (2021 年 11 月 15 日至 11 月 21 日) 恒指-1.10%, 道琼斯工业指数-1.38%, 标普 500 指数+0.32%, 纳斯达克指+1.24%。本周恒生科技指数-1.64%, 中证中国互联网 50 指数-5.52%。本周港股通净卖出约 19 亿元, 上周净卖出约 44 亿元。

政策动态:

1) 11 月 18 日, 国家反垄断局正式挂牌, 由原先的国家市场监管总局直属局, 变为国务院新组建的副部级国家局。2) 11 月 20 日, 市监总局公布对 43 起互联网领域未依法申报经营者集中案的行政处罚, 涉及阿里、腾讯等, 单一案件顶格处罚 50 万元。3) 上海市监局发布首份针对网络营销活动算法应用的地方性指引。4) 根据 21 世纪经济报道, 游戏版号或将在近期恢复审批, 可能在本月就会公布新一批版号名单。5) 8 家网盘企业签署自律公约, 承诺年内推出“无差别速率”产品。

本周重点财报回顾:

阿里巴巴: 本季收入及利润增长低于市场预期, 核心电商表现较弱。 FY2022Q2 营收同比增长 29%, 低于彭博预期; 调整后净利润同比下降 39%, 低于市场预期; 公司下调 FY2022 收入增速指引为 20%-23% (前值指引为+30%)。本季度公司中国零售市场 GMV 同比增速放缓至个位数, 客户管理收入同比+3%。9 月末全球 AAC 12.4 亿, 环比+6200 万, 其中国内市场 AAC 有上季度末的 9.12 亿增长到 9.53 亿, 海外市场 AAC 由上季度末的 2.65 亿增长到 2.85 亿。本季度云计算收入同比+33%。

哔哩哔哩: 用户数据持续超预期, 毛利率小幅承压。 FY2021Q3 营收同比增长 61% 至 52.1 亿元, 略超市场预期; 毛利率 19.6%, 同比-4pct, 环比-2.4pct; 经调整净亏损为 16.2 亿元, 同比扩大 31%; 公司指引 Q4 营业额 57-58 亿元。本季度 VAS/广告业务同比分别增长 95%/110%, 游戏业务同比增长 9%, 低于彭博预期。本季度 MAU 达 2.672 亿, 超市场一致预期 3%。DAU 达 7210 万, 超市场一致预期 1%。DAU/MAU 达 27%。公司拟发行 14 亿美元可转换优先票据, 同时给予承销商 30 天选择权, 可增购最多 2 亿美元的债券, 募集资金将用于丰富内容产品、研发和其他一般用途。

百度: 收入利润略好于市场预期, 广告增长放缓, 云业务继续高增。 FY2021Q3 营收同比增长 13%, 与彭博预期基本相当; 经调整净利润同比下降 27%, 超彭博预期; 公司指引 Q4 收入同比+2%-12% (核心收入同比+5%-16%)。Q3 百度核心收入同比增长 15%, 在线营销收入同比增长 6%, 非在线营销收入同比增长 76%, 主要受云和其他 AI 业务推动。爱奇艺收入同比增长 6%。百度智能云收入同比增长 73%。

京东: 业绩稳健增长超市场预期, 新业务亏损好于预期。 FY2021Q3 收入同比+25.5%, 略好于彭博预期; 调整后净利润同比-9.2%, 对应调整后净利润率约 2.3%, 超市场预期。Q3 年活跃买家环比增长 2030 万至 5.5 亿, 同比+25%。Q3 零售主业收入同比+23%, 经营利润率 4.0%, 相对平稳; 物流收入同比+43%, 经营亏损约 7.3 亿; 新业务收入同比 33%, 经营亏损约 21 亿元好于市场预期。

SEA: 电商深耕本地化运营与全球化布局, 关注金融科技未来发展。 21Q3 实现 GAAP 收入 27 亿美元, 同比+121.8%, 毛利润 10 亿美元, 同比+147.5%, adjusted EBITDA 为-1.66 亿美元, 去年同期为 1.20 亿美元。Q3 游戏 GAAP 收入同比+93%, Free Fire 推出全新高端版和全新模式, 有望推动游戏业务持续发展; Q3 电商 GMV 同比+81%, 电商业务有望持续提升货币化率以及持续实现 GMV 高增长; Q3 支付总金额同比+111%, SeaMoney 不断推出应用场景提高用户体验, 多方位布局数字金融服务全产业链。

投资建议:

由于宏观经济、互联网监管及垂直行业整治等影响, 本季业绩期, 互联网龙头企业整体业绩增长有所放缓, 超级龙头成熟/核心业务短期表现较弱, 如腾讯的游戏/广告业务, 阿里的核心电商业务, 百度的广告业务等; 但同时部分二线龙头仍保持了一定韧性, 如京东。下周关注美团、拼多多、快手等 Q3 业绩表现。

我们认为监管进入常态化, 整体政策预期平稳, 中国科技互联网企业估值中长视角下处于低位, 基本面短期略有压力, 基础调整后有望恢复增长, 中长期出海和 ToB 业务仍可提供较好增长空间。建议关注腾讯、美团、拼多多、阿里巴巴、网易、京东、快手、哔哩哔哩、京东健康、涂鸦。国外科技企业, 继续关注数字化作为通缩力量、需求稳健的微软, 长坡厚雪且三季度收入有望持续高增的 Sea, 及 Roblox、Meta (Facebook 改名) 元宇宙进展、Unity、Square、Affirm。

风险提示: 1、海外疫情控制不及预期; 2、中美贸易摩擦; 3、互联网监管趋严风险; 4、流动性环境收紧超预期; 5、海外市场竞争加剧。

作者

孔蓉 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020002
kongrong@tfzq.com

王梦恺 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521030002
wangmengkai@tfzq.com

杨雨辰 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521110001
yuchenyang@tfzq.com

李泽宇 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520110002
lizeyu@tfzq.com

曹睿 联系人
caorui@tfzq.com

1. 周观点：

本周（2021年11月15日至11月21日，下同）恒指-1.10%，道琼斯工业指数-1.38%，标普500指数+0.32%，纳斯达克指+1.24%。本周恒生科技指数-1.64%，中证中国互联网50指数-5.52%。

➤ 政策环境：

1) 11月18日，国家反垄断局正式挂牌，由原先的国家市场监管总局直属局，变为国务院新组建的副部级国家局。2) 11月20日，市监总局公布对43起互联网领域未依法申报经营者集中案的行政处罚，涉及阿里、腾讯等，单一案件顶格处罚50万元。3) 上海市监局发布首份针对网络营销活动算法应用的地方性指引。4) 根据21世纪经济报道，游戏版号或将在近期恢复审批，可能在本月就会公布新一批版号名单。5) 8家网盘企业签署自律公约，承诺年内推出“无差别速率”产品。

➤ 本周重点财报回顾：

阿里巴巴：本季收入及利润增长低于市场预期，核心电商表现较弱。 FY2022Q2 营收同比增长29%，低于彭博预期；调整后净利润同比下降39%，低于市场预期；公司下调FY2022收入增速指引为20%-23%（前值指引为+30%）。本季度公司中国零售市场GMV同比增速放缓至个位数，客户管理收入同比+3%。9月末全球AAC 12.4亿，环比+6200万，其中国内市场AAC有上季度末的9.12亿增长到9.53亿，海外市场AAC由上季度末的2.65亿增长到2.85亿。本季度云计算收入同比+33%。

哔哩哔哩：用户数据持续超预期，毛利率小幅承压。 FY2021Q3 营收同比增长61%至52.1亿元，略超市场预期；毛利率19.6%，同比-4pct，环比-2.4pct；经调整净亏损为16.2亿元，同比扩大31%；公司指引Q4营业额57-58亿元。本季度VAS/广告业务同比分别增长95%/110%，游戏业务同比增长9%，低于彭博预期。本季度MAU达2.672亿，超市场一致预期3%。DAU达7210万，超市场一致预期1%。DAU/MAU达27%。公司拟发行14亿美元可转换优先票据，同时给予承销商30天选择权，可增购最多2亿美元的债券，募集资金将用于丰富内容产品、研发和其他一般用途。

百度：收入利润略好于市场预期，广告增长放缓，云业务继续高增。 FY2021Q3 营收同比增长13%，与彭博预期基本相当；经调整净利润同比下降27%，超彭博预期；公司指引Q4收入同比+2%-12%（核心收入同比+5%-16%）。Q3百度核心收入同比增长15%，在线营销收入同比增长6%，非在线营销收入同比增长76%，主要受云和其他AI业务推动。爱奇艺收入同比增长6%。百度智能云收入同比增长73%。

京东：业绩稳健增长超市场预期，新业务亏损好于预期。 FY2021Q3 收入同比+25.5%，略好于彭博预期；调整后净利润同比-9.2%，对应调整后净利润率约2.3%，超市场预期。Q3年活跃买家环比增长2030万至5.5亿，同比+25%。Q3零售主业收入同比+23%，经营利润率4.0%，相对平稳；物流收入同比+43%，经营亏损约7.3亿；新业务收入同比33%，经营亏损约21亿元好于市场预期。

SEA：电商深耕本地化运营与全球化布局，关注金融科技未来发展。 21Q3实现GAAP收入27亿美元，同比+121.8%，毛利润10亿美元，同比+147.5%，adjusted EBITDA为-1.66亿美元，去年同期为1.20亿美元。Q3游戏GAAP收入同比+93%，Free Fire推出全新高端版和全新模式，有望推动游戏业务持续发展；Q3电商GMV同比+81%，电商业务有望持续提升货币化率以及持续实现GMV高增长；Q3支付总金额同比+111%，SeaMoney不断推出应用场景提高用户体验，多方位布局数字金融服务全产业链。

投资建议：由于宏观经济、互联网监管及垂直行业整治等影响，本业绩期，互联网龙头企业的部分成熟/核心业务短期较弱，如腾讯的游戏/广告业务，阿里的核心电商业务，百度

的广告业务；但同时部分二线龙头仍展现了较强的成长韧性，哔哩哔哩、京东等。下周关注美团、拼多多、快手等 Q3 业绩表现。

我们认为监管进入常态化，整体政策预期平稳，中国科技互联网企业估值中长视角下处于低位，基本面短期略有压力，基础调整后有望恢复增长，中长期出海和 ToB 业务仍可提供较好增长空间。建议关注腾讯、美团、拼多多、阿里巴巴、网易、京东、快手、哔哩哔哩、京东健康、涂鸦。国外科技企业，继续关注数字化作为通缩力量、需求稳健的微软，长坡厚雪且三季度收入有望持续高增的 Sea，及 Roblox、Meta(Facebook 改名)元宇宙进展、Unity、Square、Affirm。

风险提示：1、海外疫情控制不及预期；2、中美贸易摩擦；3、互联网监管趋严风险；4、流动性环境收紧超预期；5、海外市场竞争加剧。

2. 公司财报与新闻

2.1. 公司财报

表 1：本周重点公司财报

公司名称	财报时间	财报信息摘要
网易	2021.11.17	网易发布 2021 年第三季度财报，实现净收入 222 亿元，同比增加 19%；非公认会计准则下，归属于公司股东的净利润为 39 亿元。在线游戏服务净收入达 159 亿元，同比增加 15%；创新及其他业务净收入为 49 亿元，同比增加 26%。
金山软件	2021.11.17	金山软件发布 2021 年第三季度财报，Q3 实现收益约人民币 13.97 亿元，同比增加 34%；营运溢利为人民币 3.61 亿元，同比增长 120%；母公司拥有人应占溢利约人民币 6.67 亿元，同比增加约 17.5 倍，基本每股盈利约人民币 0.49 元。
英伟达	2021.11.17	英伟达公布 2022 财年第三季度财报，英伟达第三季度营收为 71.03 亿美元，与上年同期的 47.26 亿美元相比增长 50%，与上一季度的 65.07 亿美元相比增长 9%；净利润为 24.64 亿美元，与上年同期的 13.36 亿美元相比增长 84%，与上一季度的 23.74 亿美元相比增长 4%；不按照美国通用会计准则的净利润为 29.73 亿美元，与上年同期的 18.34 亿美元相比增长 62%，与上一季度的 26.23 亿美元相比增长 13%。
Sea	2021.11.17	美股上市公司 Sea（代码：SE.US）发布 2021 财年三季报。2021 年 1 月 1 日-2021 年 9 月 30 日，公司营业收入 67.33 亿美元，同比增长 139.69%，归属母公司净亏损 14.29 亿美元，亏损同比扩大 30.58%，基本每股收益为-2.72 美元。
百度	2021.11.17	百度发布 2021 年第三季度财报，Q3 总收入为人民币 319 亿元(49.5 亿美元)，同比增长 13%，百度核心收入为人民币 247 亿元(38.3 亿美元)，同比增长 15%。Q3 经营利润为人民币 23 亿元(358 百万美元)，百度核心经营利润为人民币 37 亿元(577 百万美元)，百度核心经营利润率为 15%。
阿里巴巴	2021.11.18	阿里巴巴 18 日发布 2022 财年第二季度财报(截至 2021 年 9 月 30 日)，当季实现营收 2006.9 亿元，同比增长 29%。按营收结构看，全球化和云计算贡献更高占比。阿里巴巴同时宣布下调 2022 财年收入增速预期为 20%至 23%。
京东	2021.11.18	京东集团公布 2021 年第三季度业绩，收入为人民币 2187 亿元(339 亿美元)，同比增加 25.5%。服务收入为人民币 327 亿元(51 亿美元)，同比增加 43.3%。经营利润为人民币 26 亿元(4 亿美元)，非公认会计准则下经营利润为人民币 46 亿元，非公认会计准则下归属于普通股股东的净利润为人民币 50 亿元(8 亿美元)。

资料来源：各公司财报、证券时报、中国证券网、Wind、天风证券研究所

2.2. 本周重要公司部分新闻

表 2: 本周重点公司部分新闻

公司	时间	重要新闻信息	数据来源
行业	11.15	11 月 15 日, 北交所正式开市。开市首日, 81 家首批上市公司集体亮相, 体现了鲜明的创新型中小企业特征。其中, 占比 87% 的公司来自先进制造业、现代服务业、高技术服务业、战略性新兴产业等领域, 17 家为专精特新 “小巨人” 企业。其中, 10 只新股上市首日不设涨跌幅, 71 只精选层平移股票将继续实施 30% 涨跌幅限制。目前已有累计超 210 万户投资者预约开通北交所合格投资者权限。北交所主要负责人提出, 下一步, 全国股转系统和北交所将不断深化改革、优化服务, 增强制度的包容性和普惠性, 突出 “更早、更小、更新”, 科学把握好数量与质量、内部与外部、融资端与投资端、创新发展与风险防控、近期与远期的关系, 构建覆盖中小企业全链条的金融服务体系, 探索资本市场发展普惠金融的 “中国方案”。	券商中国微信公众号 中国证券报
腾讯控股、恒腾网络	11.16	11 月 16 日, 腾讯控股以平均每股 1.5912 港元的价格出售 1.14 亿股恒腾网络股份, 持股比例从 21.71% 降至 20.48%。	新浪财经
阿里巴巴	11.16	11 月 16 日, 阿里巴巴旗下社区电商平台今日淘菜菜发布公告, 为了给消费者带来更好的体验, 避免因互联互通壁垒带来的服务障碍, 决定对贵州服务体系进行数字化升级, 暂停贵州区域服务。	新浪财经
雷蛇	11.16	11 月 16 日, 港股 “电竞第一股” 雷蛇 (1337.HK) 在私有化消息的刺激下, 股价一度大涨 22% 至 3.1 港元, 午后涨幅有所回落, 最终收报 2.82 港元, 上涨 11.46%。雷蛇表示, 各方仍无法肯定该洽谈最终会导致各方就潜在交易的条款达成共识, 公司管理层尚未就是否进行潜在交易做出决定。	新浪财经
网易	11.16	11 月 16 日, 据港交所文件, 网易云音乐已上载全新的聆讯后资料集并通过港交所上市聆讯, 上市联席保荐人为美银证券、中金及瑞信。	36Kr
腾讯控股	11.17	11 月 17 日, 针对近期在创作者中引发争议的企鹅号 “黎明计划” 事件, 腾讯内容开放平台发布官方公告, 接受所有批评, 并向创作者们致歉。由于 “黎明计划” 在执行过程中管理不严, 部分产品设计也不完善, 腾讯决定终止 “黎明计划” 项目。	界面新闻
联想	11.18	11 月 18 日, 联想集团执行副总裁兼中国区总裁刘军在联想中国内部总结会上表示, 联想中国 2021/22 财年上半年营业额同比增长 43%, 连续两个季度营业额创历史纪录。	腾讯新闻
恒腾网络	11.18	11 月 18 日, 中国恒大和恒腾网络同步公告, 中国恒大已将持有的所有恒腾股份约 16.62 亿股卖给了联合资源投资控股有限公司。在此次出售股份之后, 中国恒大不再持有恒腾网络股份, 中国恒大预计将从交易中产生约 85 亿港元的亏损。	凤凰网财经
宏观/行业	11.18	"11 月 18 日, 国家反垄断局正式挂牌, 国家市场监管总局副局长甘霖成为国家反垄断局首任局长。国家反垄断局的成立, 一方面, 执法体系升级, 是促进平台经济健康发展、打造公平竞争市场环境的需要, 另一方面或能在全球反垄断实践中分享中国经验, 探索中国数字经济监管规则。	21 财经
腾讯控股、阿里巴巴、美团、京东	11.19	根据国家市场监管总局官网更新, 甘霖分管的司局中新增竞争政策协调司、反垄断执法一司、反垄断执法二司等三个新司局。从三个新司局的机构的职责来看, 数字经济领域垄断协议、滥用市场支配地位执法、数字经济领域经营者集中反垄断审查被单独列出。可见, 数字经济将成为监管执法的重点领域。值得注意的是, 我国反垄断执法采取行政主导模式, 相关工作推进更为高效与快速。这次执法机构的升级, 接下来执法	第一财经

		模式的创新，对重点领域适应能力的提升，对数字经济领域规则的探索，值得期待，也将为全球提供中国经验。"	
腾讯控股	11.20	11 月 19 日，恒生指数公司将腾讯控股、阿里巴巴、美团在恒指中的权重分别从 8.55%、8.05%、9.5% 下调至 8%。京东、网易在恒指中的权重分别为 1.54% 和 0.67%。	新浪财经
阿里巴巴	11.20	11 月 20 日，市场监管总局根据《中华人民共和国反垄断法》第四十八条、四十九条作出行政处罚决定，对腾讯处以 50 万元罚款。	新浪财经
美团	11.20	11 月 20 日，市场监管总局根据《中华人民共和国反垄断法》第四十八条、四十九条作出行政处罚决定，对阿里网络、阿里投资分别处以 50 万元罚款。	中华网财经
京东	11.20	11 月 20 日，国家市场监管总局依法对 43 起未依法申报违法实施经营者集中案作出行政处罚决定。其中，美团旗下北京三快在线科技有限公司收购青萍科技（北京）有限公司股权案违反反垄断法，被罚 50 万元。	中华网财经
百度	11.20	11 月 20 日，国家市场监管总局依法对 43 起未依法申报违法实施经营者集中案作出行政处罚决定。其中，京东集团旗下江苏聚成空间科技有限公司收购苏州工品汇信息科技有限公司股权案违反反垄断法，被罚 50 万元。	新浪财经
动视暴雪	11.20	11 月 20 日，市场监管总局根据《中华人民共和国反垄断法》第四十八条、四十九条作出行政处罚决定，对百度在线、吉利分别处以 50 万元罚款。	快科技
特斯拉	美国时间 11.15	截止 11 月 20 日凌晨，动视暴雪已经有超过 1300 名员工签署请愿书，要求现 CEO 鲍比·科蒂克辞职，此事与动视暴雪这段时间被爆出的歧视与骚扰丑闻有关。	券商中国微信公众号
苹果	美国时间 11.17	"美国时间 11 月 15 日，美国银行巨头摩根大通将特斯拉告上了法庭，指控特斯拉违反了认股权证协议，要求其赔偿超过 1.62 亿美元（约合人民币 10.34 亿元）。	TechWeb
苹果	美国时间 11.18	美国证券交易委员会（SEC）的最新文件显示，美国时间 11 月 15 日，马斯克再度抛售 93.4 万股，套现 9.3 亿美元，这是马斯克连续第 6 天抛售特斯拉股票，累计抛售约 723 万股特斯拉股票，套现达 78.3 亿美元（折合人民币 500 亿元）。"	天眼查
英伟达	美国时间 11.18	美国时间 11 月 17 日，苹果宣布了新的“自助维修”（Self Service Repair）计划，允许消费者购买苹果的正品零部件、工具和手册，自己进行设备维修。	新浪财经

资料来源：新浪财经、21 财经、TechWeb、券商中国、中国证券报、36Kr、界面新闻、凤凰网财经、第一财经、中华网财经、快科技、天眼查、天风证券研究所

3. 港股及美股市场综述及估值变化

3.1. 本周恒生指数+1.84%，纳斯达克指数-0.69%

本周（2021年11月15日至11月19日，下同）恒生指数收盘 25049.97 点，-1.10%。本周道琼斯工业指数收盘 35601.98 点，-1.38%；标普 500 指数收盘 4697.96 点，+0.32%；纳斯达克指数收盘 16057.44 点，+1.24%。

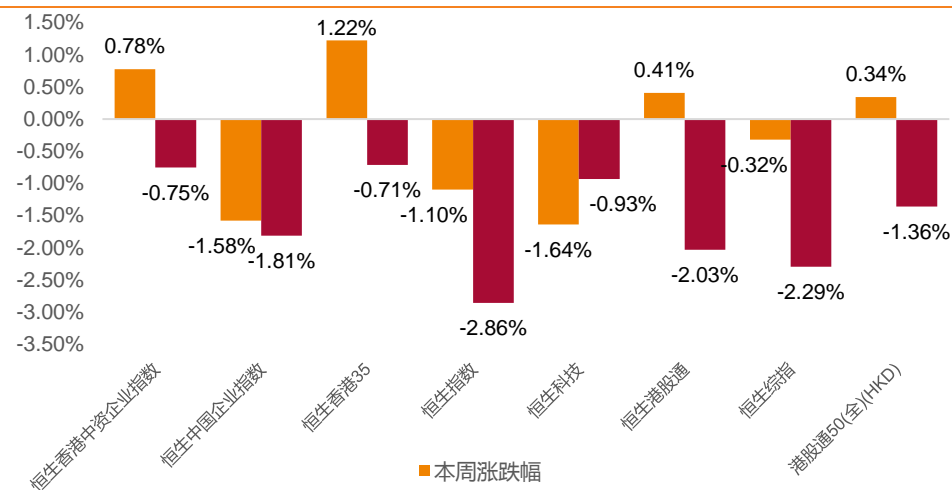
香港市场：

图 1：恒生指数、恒生国企指数、恒生港股通指数走势（20191231 定基数 100）



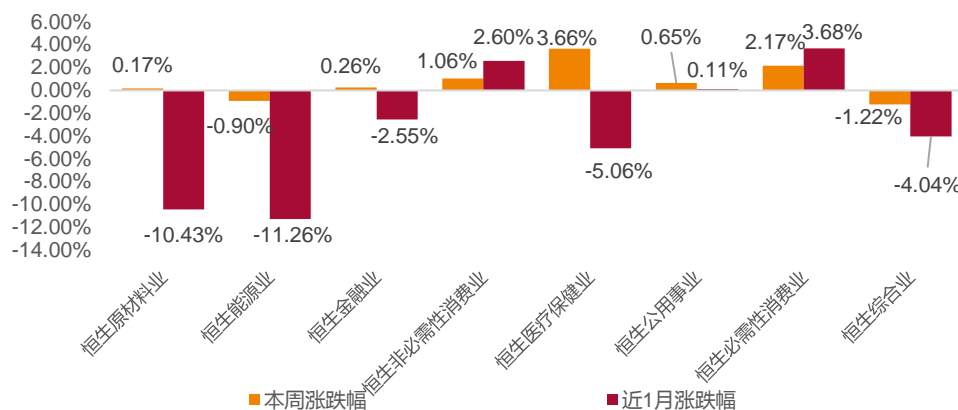
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：港股主要指数涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

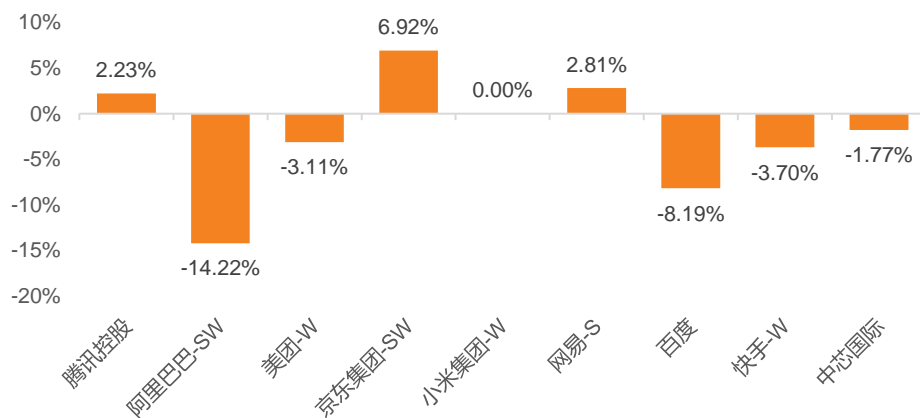
图 3：恒生综合行业指数涨跌幅



资料来源: Wind、天风证券研究所

本周部分科技股中腾讯+2.23%，阿里巴巴-14.22%，美团-3.11%，京东+6.92%，小米 0.00%，网易+2.81%，百度-8.19%，快手-3.70%，中芯国际-1.77%。

图 4: 港股科网股本周涨跌幅



资料来源: Wind、天风证券研究所

美股市场:

本周标普 500 价值股指数-1.85%，成长股指数+2.11%。标普 500 行业指数涨幅前三为非必需消费 (+3.81%)、信息技术 (+2.37%)、公共事业 (+0.92%)；涨幅后三为能源 (-5.22%)、金融 (-2.82%)、材料 (-2.00%)。

图 5: 道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普 500 指数、美国中国股指数走势 (20191231 定基数 100)

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29934

