

成绩斐然，再起征程

——互联网信息行业培训框架（初级篇）

行业评级：看好

2024年4月20日

分析师

邮箱

证书编号

蒋高振

jianggaozhen@stocke.com.cn

S1230520050002

研究助理

邮箱

姚逸云

yaoyiyun@stocke.com.cn

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

1、我们的研究框架适用于消费互联网领域，侧重的是互联网内容/信息平台。

- 互联网分为消费互联网，产业互联网和政府互联网。本框架侧重消费互联网，行业市场规模超数十万亿。通过互联互通，互联网技术及其载体在信息交互和交易履约层面为用户提供价值，可分为**泛内容和泛电商**两大类。本报告侧重的泛内容类别本质在于**信息的重塑**，包含信息的**生产、分发、接收**三个环节。

2、互联网行业发展历经三个主要阶段，其演进主要由技术和商业模式创新推动。

- 互联网行业发展的演进主要由**技术和商业模式创新**推动。历经**PC互联网时期（1980s~2008）**，**移动/智能互联网（2008~2020）**，**互联网+（2020~）**三个阶段。互联网不同细分领域所处周期位置差异较大，传统领域如搜索引擎、社交处于成熟期或衰退期的边缘，而如AI、物联网等新技术的涌现正创造新的需求和业态。
- 相比于海外，国内起步晚，进步快，在移动互联网阶段凭借技术和商业模式创新实现弯道超车，目前中国互联网产业在AI、6G等尖端领域进行探索，积极参与全球市场和资本竞争，**从主场防御走向客场进攻**。

3、互联网竞争模型主要是互联网平台模式下的竞争，由规模之争向效率之争和生态之争过渡。

- 互联网行业曾信奉“流量为王”，源于“网络效应”。随着业务复杂度变高，用户要求变化，“四力模型”下，**规模之争走向效率之争**，流量变现走向产品变现。与此同时，平台效率的边际收益逐渐衰减，产品调性、社区氛围、个性化、隐私等非效率因素的价值逐渐凸显，主次矛盾时有调换；供给端，部分成本（如推理算力、画风审核）难以边际摊薄。特定环境下，供需双方共同推动行业从**效率之争走向生态之争**。

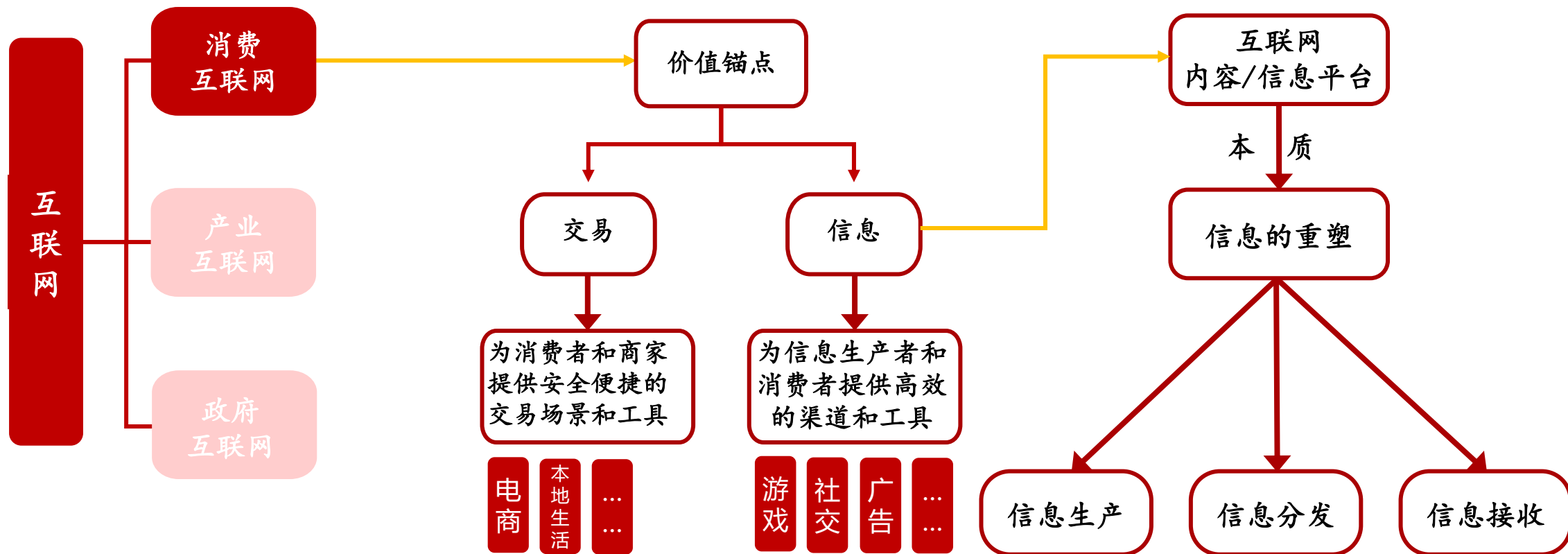
4、核心公司

- 文娱（腾讯控股，网易，快手-W，哔哩哔哩-W，云音乐，阅文集团、IQ）；社交媒体（微博，知乎，META）；搜索（百度集团-SW，GOOG）；OTA（同城旅行）；工具（金山办公，美图公司）；在线教育（有道，EDU，粉笔）；在线医疗（阿里健康，平安好医生-SW，京东集团-SW）……

1. 消费不及预期风险，影响游戏，广告、电商等行业需求提升；
2. 美国加息，港股出现流动性风险，估值承压；
3. 监管政策风险，主要在游戏、金融服务领域；
4. 关键技术发展不及预期风险。

1. 行业概况：定义与范畴

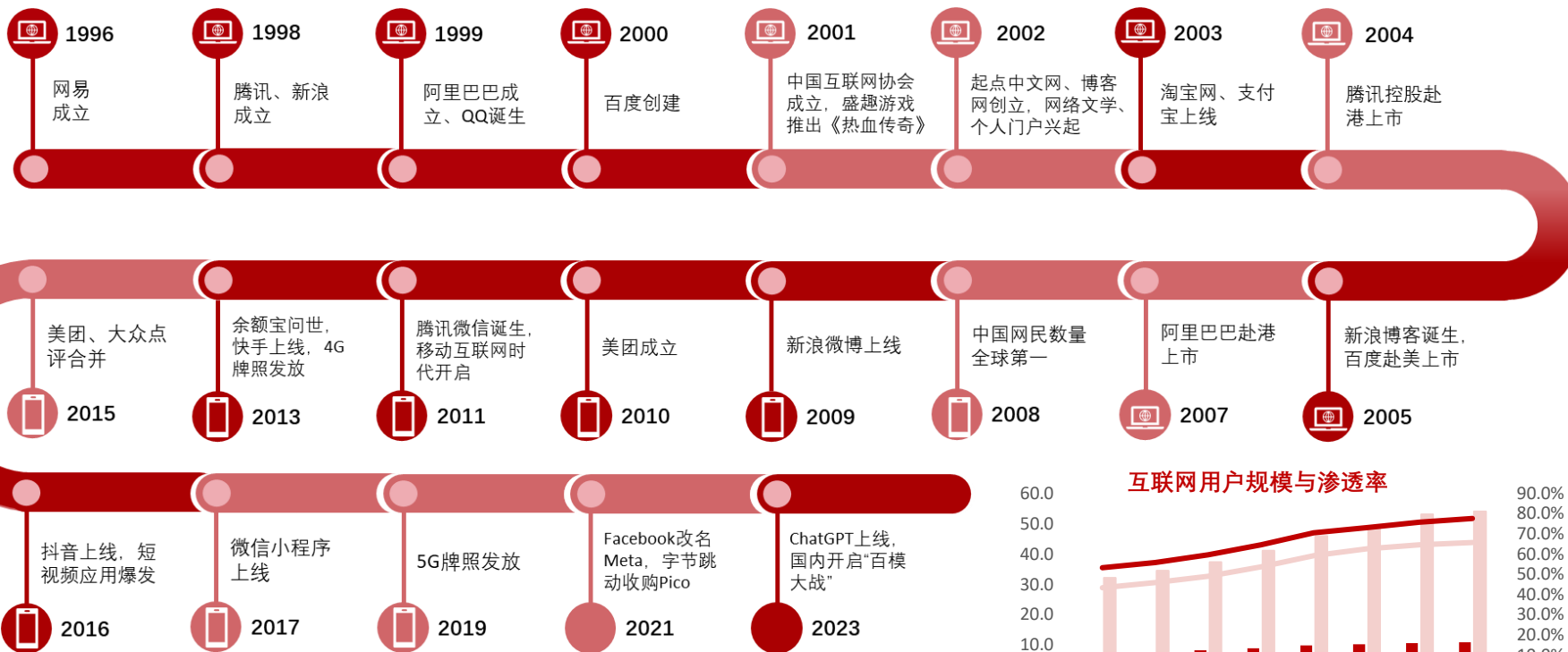
互联网行业指的是利用互联网技术提供服务和产品的集合。互联网分为消费互联网（又称消费级互联网），产业互联网和政府互联网，我们研究的是消费互联网，是以个人为用户，以日常生活为应用场景的应用形式，满足消费者在互联网中的消费需求而生的互联网类型，行业规模超数十万亿。通过互联互通，互联网技术及其载体在信息交互和交易履约层面为用户提供价值，可分为泛内容和泛电商两大类。其中，互联网内容/信息平台的本质在于信息重塑，包含信息的生产、分发、接收三个环节。



1. 产业生命周期：三阶段

历史沿革：中国互联网的30年，弯道超车致全球领先

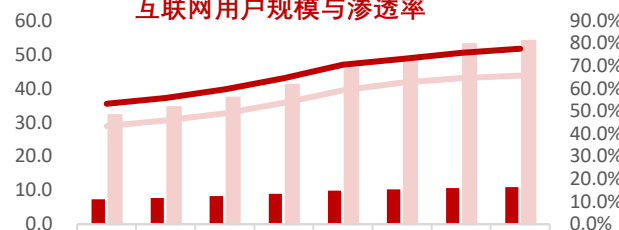
1994年4月，中国实现与国际互联网的第一条TCP/IP全功能链接，成为互联网大家庭中一员，比美国起步晚了约25年。历经30年，国内充分学习先进技术，利用庞大独立的市场，吸取海外市场经验，在玩法和商业模式上进行创新，涌现了微信、抖音、美团、支付宝等优秀产品。目前中国互联网产业在AI、6G等尖端领域进行探索，随着国内市场饱和度不断提升，积极参与全球市场和资本竞争，从主场防御走向客场进攻。



防火长城 (1996-)
Great Firewall of China



互联网用户规模与渗透率



产业成熟度高vs顶尖企业量级差距大

名称	国家	时间	市值 (亿美元)	2023销售额 (亿美元)
微软	美国	1975	3.1万	2119
苹果	美国	1976	2.7万	3833
亚马逊	韩国	1994	2.0万	5748
Alphabet	美国	1999	1.9万	3074
Meta	美国	2004	1.3万	1349
Netflix	美国	1997	2757	337
Uber	美国	2009	1657	373
Booking	荷兰	1996	1219	214
Paypal	美国	1998	668	298

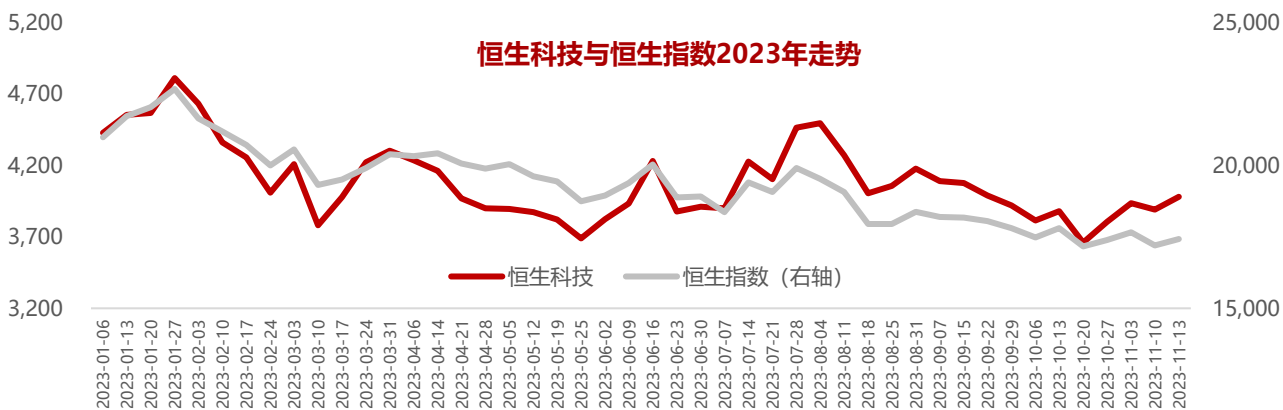
腾讯控股	中国	1998	3547	858
阿里巴巴	中国	1999	2641	1268

截至2024/4/16

互联网行业发展的演进主要由**技术和商业模式的创新**推动。

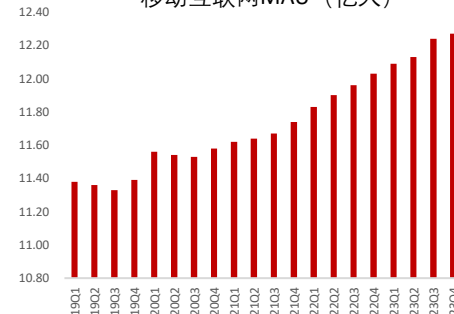
互联网演变	PC时代(1980s-2008)	移动\智能时代(2008-2020)	互联网+时代(2020-?)
入口	浏览器(Browser)	应用(App)	全通全融(AIPC)
交互方式	网页浏览, 留言, 邮箱	实时文本和音视频传输	数字内容与全息互动
主要参与者	PGC	PGC、UGC	PGC、UGC、AIGC
创新类型	技术	技术、商业模式	
核心技术	3G	4G&5G, 云计算, 推荐算法等	深度学习、虚拟现实等
代表性产品	360浏览器, 新浪邮箱	微信、淘宝、抖音	ChatGPT, Vision PRO
网民数	接近3亿	11亿+	

代表公司股价

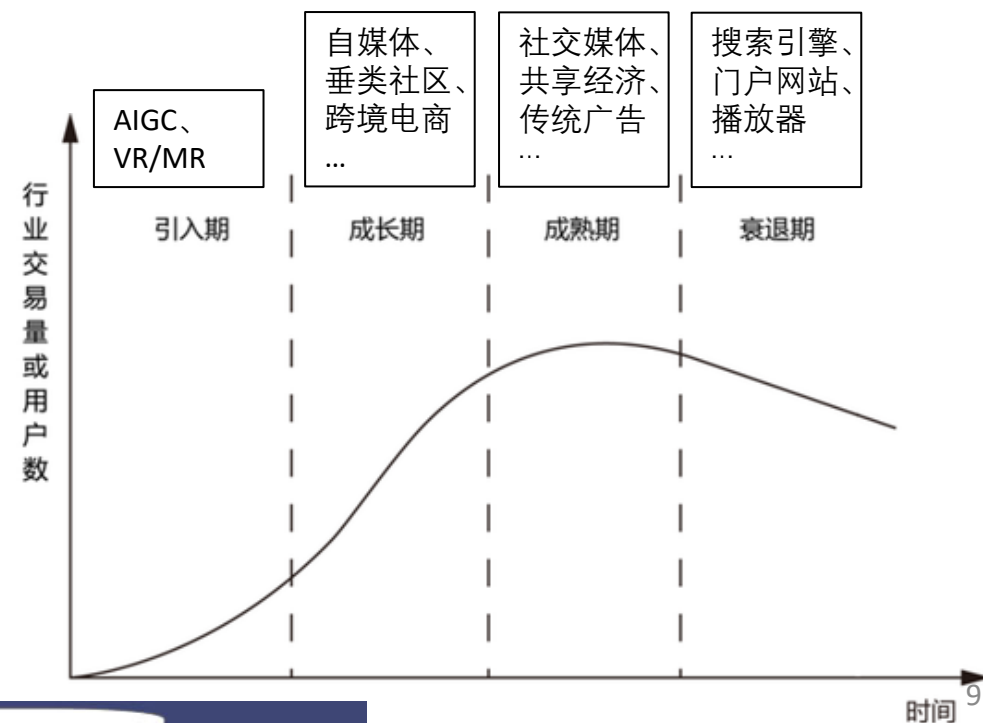
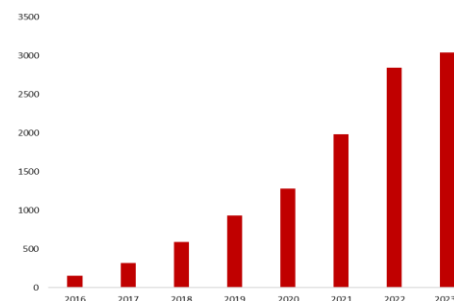


互联网不同细分领域所处周期位置差异较大, 随着移动互联网红利也日益枯竭, 传统领域如搜索引擎、社交处于成熟期或衰退期的边缘, 而如AI、物联网等新技术的涌现正创造新的需求和业态。

移动互联网MAU (亿人)



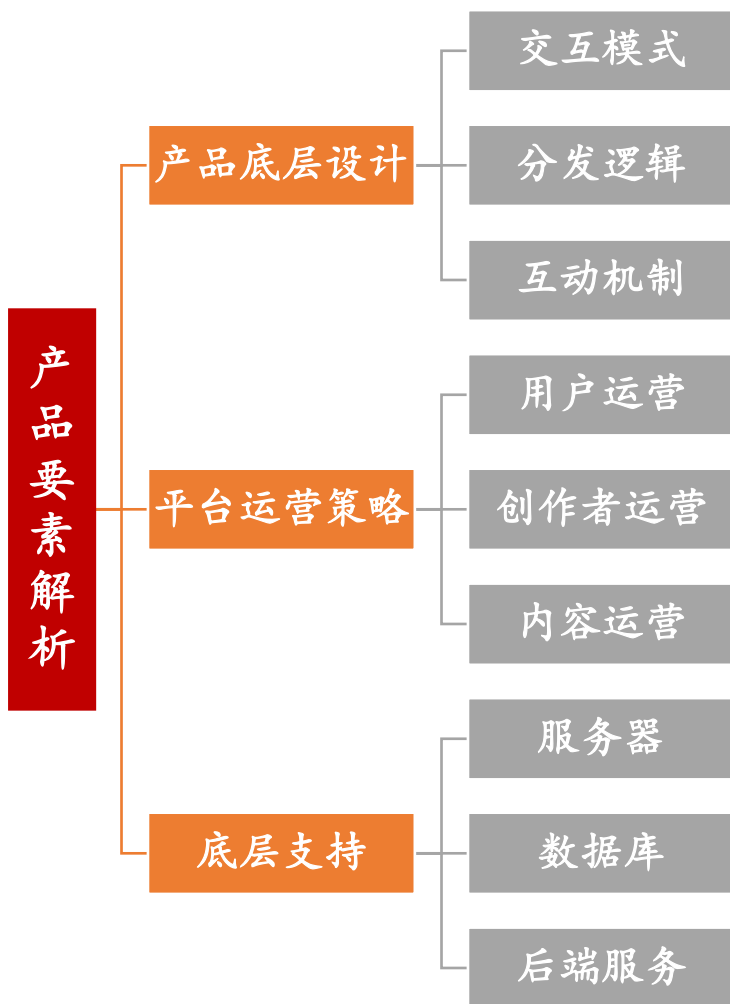
中国AI市场规模 (亿元)



我们正处于移动互联网末期，探索下一阶段全新生态的过渡期。主流互联网细分领域均已完成移动化，并采用与移动终端相匹配的产品形态和变现模式，移动互联网时期基本奠定了当前产业格局。

主流互联网产品变现方式：

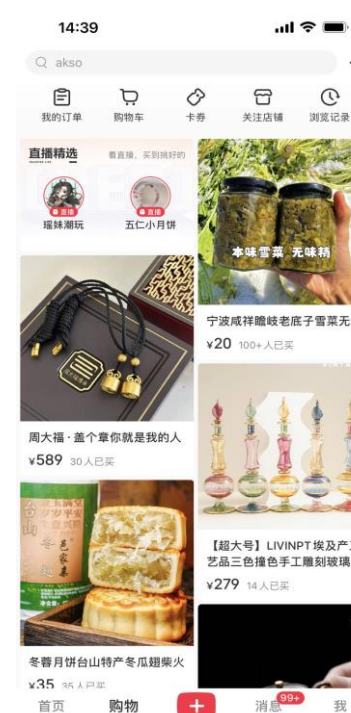
- 1) 广告模式：通过竞价等方式出售广告位，链路短，利润率高，模式可复制性强。
- 2) 服务付费模式：通过合格的基础质素、叠加出色的功能、内容推动用户付费意愿迈过临界值。
- 3) 电商模式：通过佣金、技术服务费等盈利，涉及支付、履约等问题。



网易云音乐开屏广告

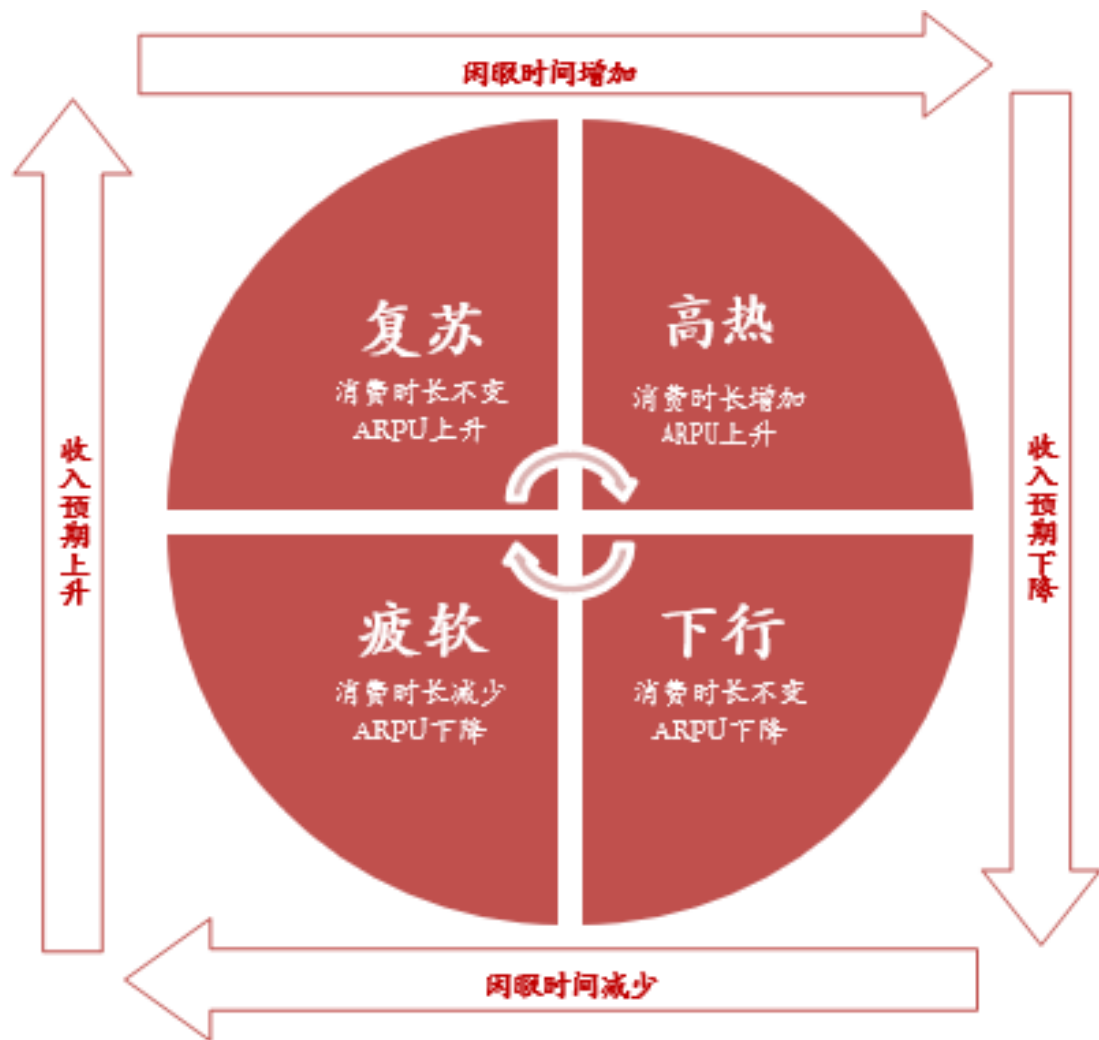


腾讯视频会员付费



小红书商城

新型供需关系下的互联网产业生物钟。



区别于传统的制造行业，互联网服务提供商（尤其是提供虚拟产品的提供商）产能相对灵活，随着行业成熟度趋高，用户需求增长是驱动供需关系变化的主要因素。

用户需求受到宏观经济周期的影响，但不同细分类别表现不同，这取决于用户需求特质，当用户需求相对刚性，相关产品和服务受到经济周期的波动影响相对较小。如即时通讯（微信）的产品数据波动小于游戏、在线招聘。当然，刚性的判定在不同时空下会有所变化。

我们提出了游戏行业的景气度时钟模型，建立在用户闲暇时长和可支配收入预期两个维度之上。这一模型并不仅仅适用于游戏行业，也适用于一切中重度娱乐行业。

- **闲暇时长：** 闲暇时长的增加即时提升游戏内容消费时长，间接提升消费支出。
- **收入预期：** 游戏消费因其可选属性，易受到消费者对于未来可支配收入水平的主观预期的影响。
- **时间差：** 在经济周期中，闲暇时长的变化领先于收入预期。因为收入预期具有惯性，消费者关于中长期收入水平的预期较为缓慢。

3. 行业政策：融入新发展格局

习近平总书记指出，“当今时代，数字技术、数字经济是世界科技革命和产业变革的先机，是新一轮国际竞争重点领域，我们一定要抓住先机、抢占未来发展制高点”，“发展数字经济意义重大，是把握新一轮科技革命和产业变革新机遇的战略选择”。另外也指出坚持促进发展和监管规范两手抓、两手都要硬，在发展中规范、在规范中发展，为未来监管指明了方向。

最终的目的还是在于把握新一轮科技革命和产业变革的新机遇，让数字经济更好服务和融入新发展格局。

目前监管的重点指引方向包括：

- (1) 对“平台经济”进行常态化监管**，在反垄断的背景下，互联网巨头需考虑自身任意扩张带来的负面影响及其后果；
- (2) 脱虚向实**，巨头引领积极扩大国际竞争力（如产品和资本出海），增加科技创新的投入并且在关键技术领域承担攻坚责任（如大模型技术研发）；
- (3) 加强企业社会责任**，体现于网络安全、税改、员工保障落实等方面（如部分互联网企业不再适用税务优惠，腾讯、阿里成立共同富裕基金，美团需维护社保权益等）。

表：近三年信息技术平台宏观政策梳理

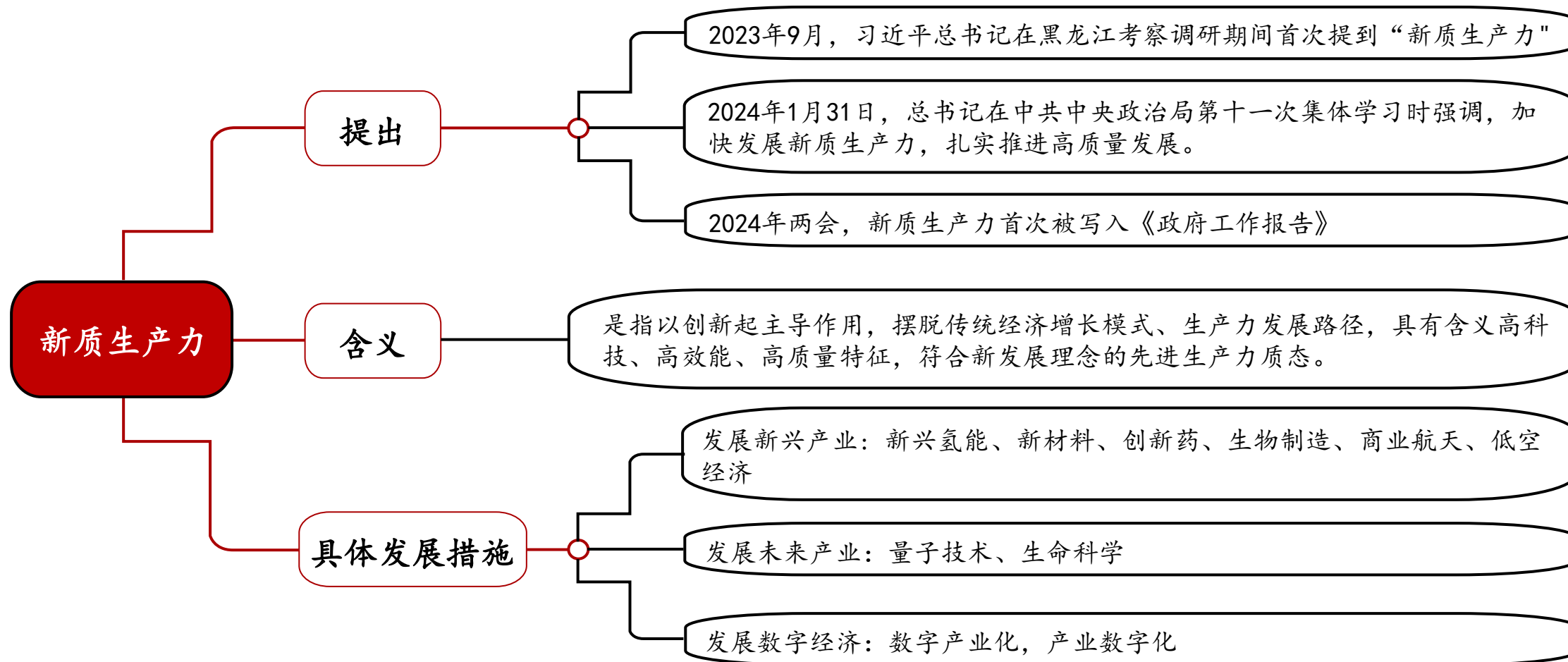
时间	相关机构	相关事件	主要内容
2021. 02	国务院反垄断委员会	《关于平台经济领域的反垄断指南》	对平台经济垄断问题进行了有针对性的系统性规范，标志我国对平台反垄断进入到法制化、规范化阶段
2021. 03	市场监督管理总局	发布新一批反垄断罚单	根据《反垄断法》，对包括腾讯、百度、美团、苏宁以及阿里巴巴、京东、字节跳动、滴滴控制的关联方在内的12家中国互联网科技公司作出顶格处罚，分别处以罚款50万元
2021. 04	市场监督管理总局	阿里巴巴垄断	对阿里巴巴集团的垄断行为做出行政处罚，责令其停止违法行为，并处以182.28亿元的罚款；是我国平台经济领域第一起重大典型的垄断案件
2021. 04-10	市场监督管理总局	美团“二选一”	4月份，市场监督管理总局根据举报，依法对美团实施“二选一”等涉嫌垄断行为立案调查。 10月8号，市场监督管理总局依法对美团作出行政处罚决定，责令美团停止二选一等违法行为，全额退还独家合作保证金12.9亿元，并处以美团2020年中国境内销售额（1147.95亿元的3%罚款，计34.42亿元人民币
2021. 06	全国人民代表大会常务委员会	第十三届全国人大常委会第二十九次会议通过《中华人民共和国数据安全法》	2021年9月1日正式实施，明确数据安全主管机构的监管职责，建立健全数据安全协同治理体系，加大了对违法行为的处罚力度
2021. 08	全国人大常委会	表决通过《中华人民共和国个人信息保护法》	个人信息保护法自2021年11月1日起施行；通过自动化决策方式向个人进行信息推送、商业营销，应提供不针对其个人特征的选项或提供便捷的拒绝方式；处理生物识别、医疗健康、金融账户、行踪轨迹等敏感个人信息，应取得个人的单独同意；对违法处理个人信息的应用程序，责令暂停或者终止提供服务
2021. 09	交通运输部、中央网信办、工业和信息化部等交通运输新业态协同监管部	网约车平台公司约谈	对T3出行、美团出行、曹操出行、高德、滴滴出行、首汽约车、嘀嗒出行、享道出行、如祺出行、阳光出行、万顺叫车等11家网约车平台公司进行联合约谈
2021. 12	发展改革委 市场监管总局 中央网信办 工业和信息化部等	发布《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》	要求完善各项治理规则、健全制度规范和约束、推动线上线下一体化监管与协同治理。完善竞争监管执法、探索数据和算法安全监管。
2022. 02	国家互联网信息办公室等十三部门	联合修订发布的《网络安全审查办法》正式施行	以关键信息基础设施的供应链安全为核心，重点加强对数据安全的关注和规范，聚焦网络产品、服务及数据处理活动，助推关键信息基础设施与网络平台的高质量发展。
2022. 06	全国人大常委会	通过了《关于修改<反垄断法>的决定》	通过及时修法回应以互联网、大数据和人工智能为代表的数字经济领域市场竞争的特点及新挑战：总则中新增“经营者不得利用数据和算法、技术、资本优势以及平台规则等从事本法规定的垄断行为，排除、限制竞争”原则规定，第三章禁止滥用市场支配地位制度中新增有关规定。
2022. 07	国家互联网信息办公室	滴滴被罚80.26亿元	查实滴滴出行涉16项危害国家网络安全、数据安全、侵害公民个人信息事实，存在违反《网络安全法》《数据安全法》的违法违规行为，罚款人民币80.26亿元。对滴滴出行董事长兼CEO程维、总裁柳青各处人民币100万元罚款。
2022. 11	国家市场监督管理总局、国家互联网信息办公室	《关于实施个人信息保护认证的公告》及实施规则	制定我国首个关于个人信息保护认证的专项制度，确立了个人信息保护认证在我国个人信息保护法律体系当中的正式地位。
2023. 06	市场监督管理总局	发布《中国反垄断执法年度报告（2022）》	2022年共查办互联网行业相关案件31件，对27件互联网平台领域未依法申报违法实施经营者集中案件公开作出行政处罚，罚款超1亿元。互联网平台反垄断常态化监管执法态势基本形成
2024. 02	中央网信办、教育部、工业和信息化部、人力资源社会保障部	印发《2024年提升全民数字素养与技能工作要点》	1) 培育高水平复合型数字人才，2) 加快弥合数字鸿沟，3) 支撑做强做优做大数字经济，4) 拓展智慧便捷的数字生活场景，5) 打造积极健康有序的网络空间，6) 强化支撑保障和协调联动

表：近三年文娱类政策及事件梳理

时间	相关机构	相关事件	主要内容
2020. 11	中央网信办	开展移动应用程序信息内容乱象专项整治	以资讯类、社交类、音视频类等App为重点，着力解决移动应用程序传播违法违规信息、提供违法违规服务、服务导向背离主流价值观等突出问题
2021. 05	中央网信办	开展“清朗·未成年人网络环境整治”	加大未成年人网络环境整治力度，重拳整治网络违法违规问题，重点整治互联网盲目模仿、低俗恶搞、内容涉黄、浮夸出格等各类低俗化娱乐化炒作乱象
2021. 07	市场监督管理总局	虎牙和斗鱼合并、腾讯音乐独家版权	禁止虎牙和斗鱼合并、责令腾讯解除网络音乐独家版权等
2021. 08	中央网信办	《关于进一步加强“饭圈”乱象治理的通知》	取消明星艺人榜单、优化调整排行规则、严管明星经济公司、严控未成年人参与、规范应援集资行为等
2021. 08	文化和旅游部	《网络表演经纪机构管理办法》	网络表演经纪机构不得为未满16岁的未成年人提供网络表演经纪服务；不得以虚假消费、带头打赏等方式诱导用户在网络直播表演消费，不得以打赏排名、虚假宣传等方式进行炒作
2021. 09	中央宣传部	《关于开展文娱领域综合治理的通知》	要求规范平台秩序、严管综艺节目、加强游戏内容审核把关、进一步强化行业管理
2022. 03	国家互联网信息办公室	举行2022年“清朗”系列专项行动新闻发布会	总结2021年中央网信办协同有关部门集中开展的“清朗”系列共计15项专项治理行动结果：累计清理违法和不良信息2200多万条，处置账号13. 4亿个，封禁主播7200余名，下架应用程序、小程序2160余款，关闭网站3200余家。并发布2022年“清朗”系列专项行动10个方面重点任务
2022. 08	中共中央办公厅、国务院办公厅	发布《“十四五”文化发展规划》	要求压实网络平台主体责任、属地管理和主管主办责任，加强和改进内容监管。强化对网络平台的分级分类管理，加快完善平台企业数据收集、使用、管理等方面的法律规范，重点管好影响力大、用户数多的网络新技术新应用等
2023. 03	国家互联网信息办公室	举行2023年“清朗”系列专项行动新闻发布会	提出重拳整治9大网络生态突出问题，包括整治“自媒体”乱象；打击网络水军操纵信息内容；规范重点流量环节网络传播秩序；优化营商环境网络环境，保护企业合法权益；整治生活服务类平台信息内容乱象等。
2023. 05	市场监管总局	《互联网广告管理办法》正式施行	强调监管与发展并重，重点回应对公益广告、链接广告、软文种草、弹出广告、直播带货、未成年人保护等热点问题
2023. 07	中央网信办	发布《关于加强“自媒体”管理的通知》	从十三个方面对加强“自媒体”管理，要求压实网站平台信息内容管理主体责任、健全常态化管理制度机制。具体要求包括了严防假冒仿冒行为，加强信息真实性管理，加大对“自媒体”所属MCN机构的管理力度、限制违规行为获利等。
2023. 12	国家新闻出版署	发布《网络游戏管理办法（征求意见稿）》	拟规定包括网络游戏不得设置每日登录、首次充值、连续充值等诱导性奖励；网络游戏出版经营单位不得以炒作、拍卖等形式提供或纵容虚拟道具高价交易行为等。

表：近三年劳动者保障及社保类政策梳理

时间	相关机构	相关事件	主要内容
2021.07	市场监督管理总局等七部门	《关于落实网络餐饮平台责任切实维护外卖送餐员权益的指导意见》	督促外卖平台及第三方合作单位为外卖送餐员参加社会保险，支持其他外卖送餐员参加社会保险
2021.08	国务院新闻办公室	《关于维护新就业形态劳动者劳动保障权益的指导意见》	明确了劳动者权益保障责任。要求企业依法合规用工，积极履行用工责任，对符合确立劳动关系情形、不完全符合确立劳动关系情形但企业对劳动者进行劳动管理的新就业形态劳动者权益保障承担相应责任
2021.08	最高人民法院、人力资源和社会保障部	联合发布了十件超时加班典型案例	在其中一件案例明确说明：996即“工作时间为早9时至晚9时，每周工作6天”的内容，严重违法法律关于延长工作时间上限的规定，应认定为无效
2022.03-05	地方人社局	各地开展工时和休息休假权益维护集中排查整治	北京、山东、安徽、河南等多省份组织开展集中排查整治，聚焦重点行业企业，集中排查整治超时加班问题，依法保障职工工时和休息休假权益，为期2个月左右。作为超时加班问题重灾区的互联网企业等成为重点检查对象。
2022.11	交通运输部、工业和信息化部、公安部、商务部、市场监管总局、国家网信办等	发布《关于修改〈网络预约出租汽车经营服务管理暂行办法〉的决定》	就网约车这一新就业形态进一步明确了各部门的管理职责和网约车驾驶员的劳动权益保障
2023.02	人力资源和社会保障部	印发《新就业形态劳动者劳动合同和书面协议订立指引（试行）》	就新就业形态劳动者与企业订立劳动合同和书面协议的内容、订立方式及应用等作出了明确规定，以支持和规范发展新就业形态、维护新就业形态劳动者合法权益
2023.05	人社部、最高法	联合发布新就业形态劳动争议典型案例	案例覆盖平台经济主要行业类型和常见用工方式，对符合确立劳动关系情形的认定标准作出重点规范；对通过订立民事合作协议规避用人单位义务、“假外包真用工”、诱导劳动者注册个体工商户等违法用工行为予以纠正。
2024.02	人力资源和社会保障部	发布《新就业形态劳动者休息和劳动报酬权益保障指引》《新就业形态劳动者劳动规则公示指引》《新就业形态劳动者权益维护服务指南》	引导平台企业及其用工合作企业健全用工管理制度，提高劳动者权益保障水平。明确了平台企业制定和修订劳动规则时需遵循的原则及履行的民主程序。引导劳动者通过与企业协商或通过工会组织、相关部门机构等提供的维权服务渠道，依法维护自身权益。



4. 行业竞争：流量为王到效率与生态之争

规模之争最主要的成因，来自于网络效应下，需求端和供给端都将因为规模的增长持续获得收益，且收益或随规模的增长呈现指数级上升。因此互联网行业曾信奉“流量为王”，并争先投入用户拉新。

梅特卡夫定律 (Metcalfe's law) 是一个关于网络的价值和网络技术的发展的定律。其内容是：**一个网络的价值等于该网络内的节点数的平方，而且该网络的价值与联网的用户数的平方成正比。**

该定律指出，**一个网络的用户数目越多（市场的参与者普遍是同一角色），那么整个网络 and 该网络内的每台计算机的价值也就越大，表现为网络经济的高渗透率。**

我们对此做部分扩展，1) 除用户外，用户积累的数字资产也将作为节点增幅网络的价值，2) 可能存在多个规模拐点，第一拐点后，用户的使用体验出现质变，比如微信的用户渗透率达到了你的80%好友均已进入该网络，其价值从可有可无变为必要，第二拐点后，网络的边际收益减少。

需求端

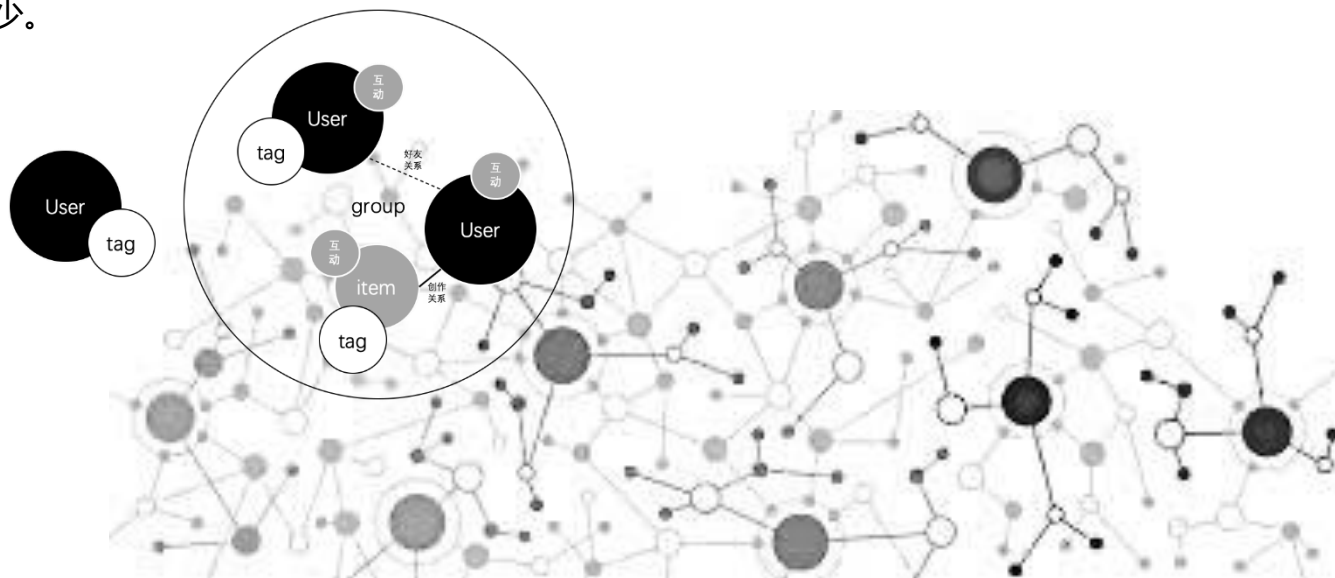
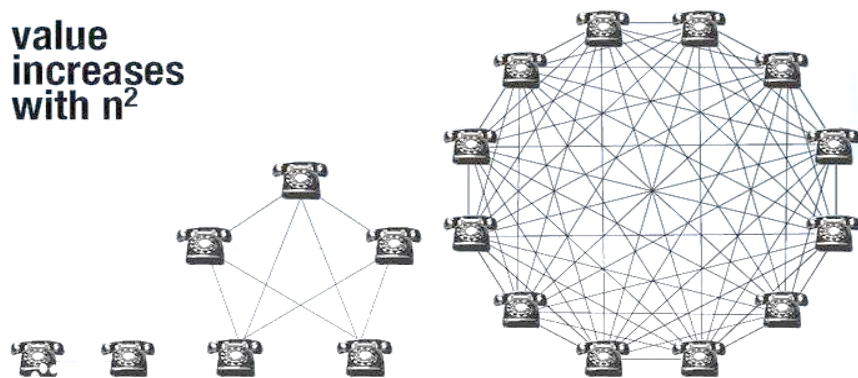
- 网络效应下，网络越大，可以消费的内容和互动越丰富，参与者体验感越好
- 体验拐点的出现或需要网络规模至少达到某一基准

供给端

- 通过规模对成本的摊薄，使得生产规模更大的企业，拥有更低的平均成本。
- 互联网的虚拟产品和服务特性，使得产能理论上无上限

METCALFE'S LAW

value
increases
with n^2



根据2014年诺贝尔经济学奖得主让·梯诺尔将双边市场理论和《双边市场下的互联网平台竞争》一文中所作的衍生，“四力模型”下，规模之争走向效率之争，流量变现走向产品变现。

平台的竞争格局由以下四个因素决定
（“+”表明促进集中度提高，“—”则反之）

单边规模效应
→

跨边网络效应(+)：即一边的参与方对另一边的促进效应
这一效应越强，规模效应越大，也越容易促进竞争格局的集中

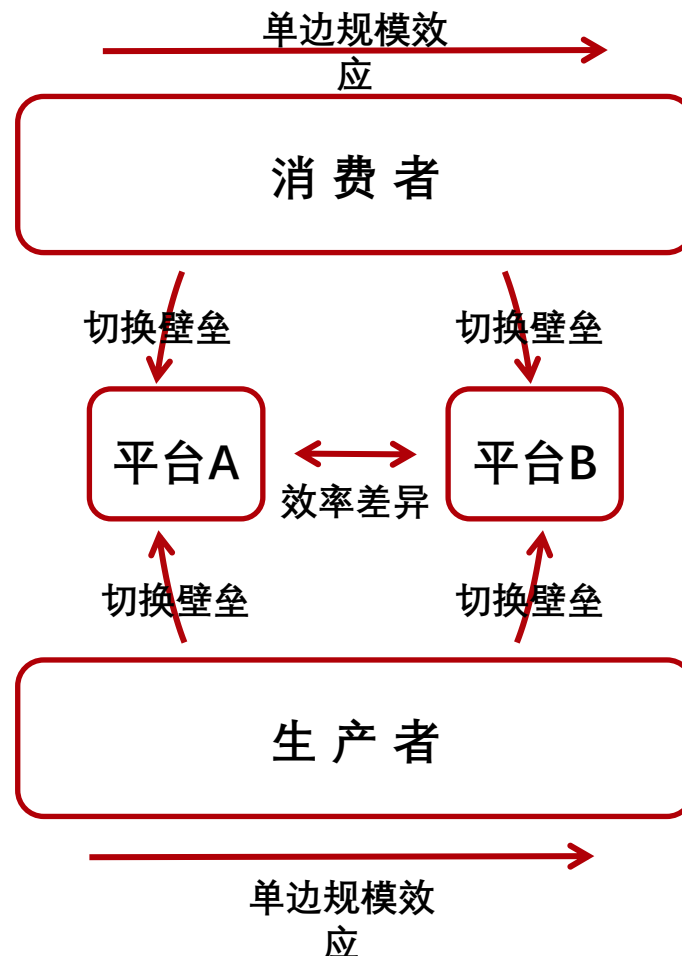
效率差异(-)：平台之间的高差异化定位，由于千人千面技术的发展，差异化策略的门槛日益提高

跨边网络效应

跨边网络效应

切换壁垒(+)：与通常的商品或服务不同，互联网平台中的低切换壁垒主要表现为多归属属性，即生产者或消费者有意愿同时使用多个平台

单边规模效应(+)：某一边的参与方自身的规模效应
有时也体现为网络效应或双边市场效应，单边规模效应越大越促进竞争格局的集中

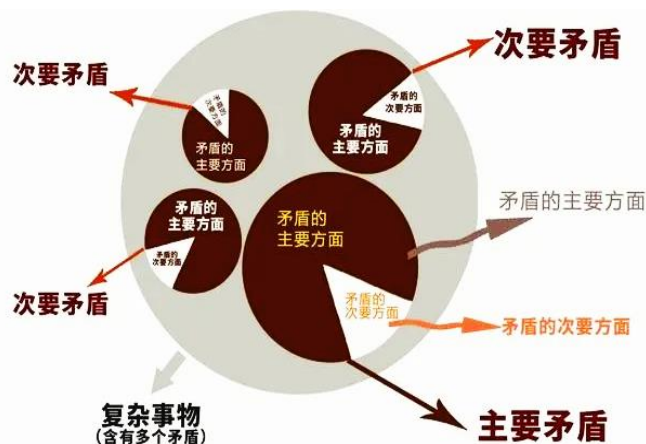


需求端，当平台效率的边际收益逐渐衰减，产品调性、社区氛围、个性化、隐私等非效率因素的价值逐渐凸显，主次矛盾调换。供给端，部分成本（如推理算力、人工审核）等难以边际摊薄。供需双方共同推动行业从效率之争走向生态之争。

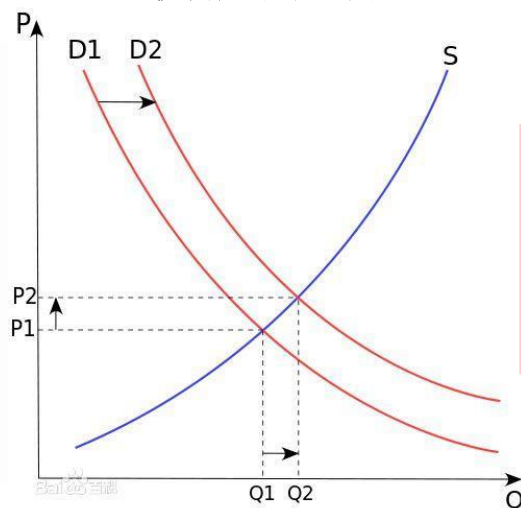
当用户需求相对线性和同质化（工具型产品），规模和效率优势可以得到更持久的维持。当用户需求结构相对多元，圈层复杂甚至涉及需求冲突，效率定律将失效。如社区过度泛化造成核心用户体验下降并流失、商业化层面妥协影响创作者公平性进一步影响内容质量、效率之争下时间隐性成本上升导致游戏产品打磨不够而市场反馈不佳。我们看到，推荐算法等技术的出现，使得供给做到“千人千面”部分缓解了上述问题，但对于重度游戏、兴趣社区等领域作用不大。

此外，当企业在某一领域达到一定垄断地位，或出现资源浪费、过度剥削等行为，带来社会层面的隐性成本，实际边际总成本已经超过了总收益，甚至会引来监管干预。

矛盾关系示意图



供需关系示意图



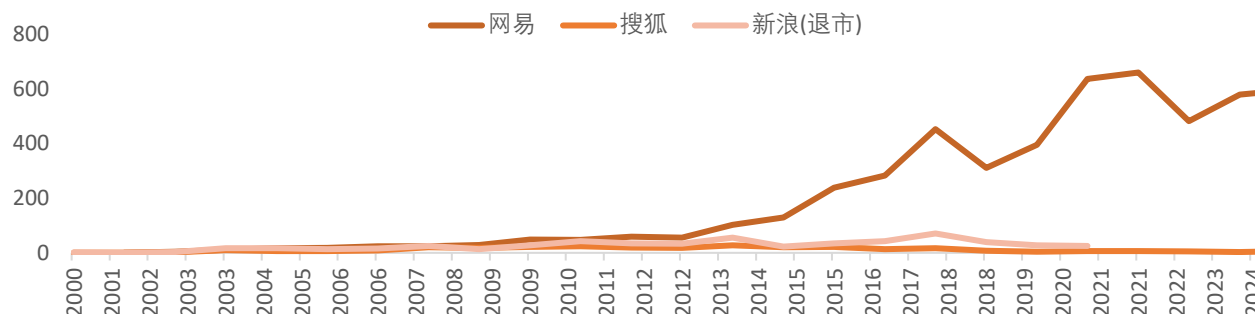
效率与非效率博弈示意图



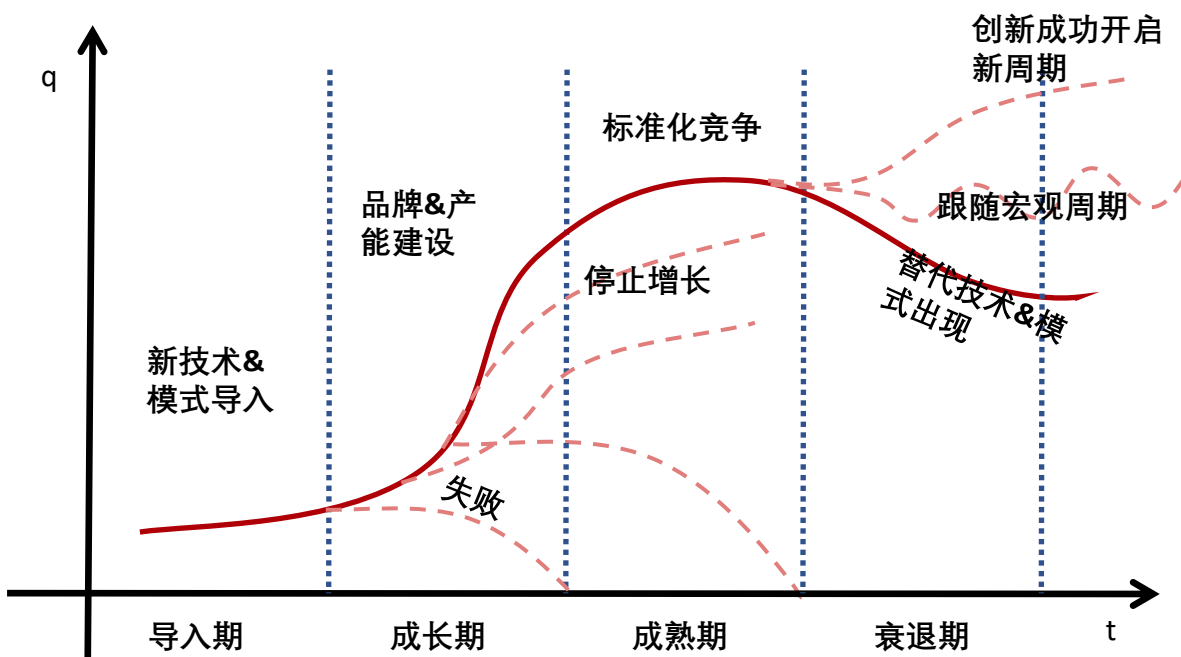
互联网企业也基本遵循企业生命周期理论，历经**发展、成长、成熟、衰退**几个阶段。经历四个阶段后，企业通常会面临**消亡、稳定以及转向**三种结局。现有的互联网平台已基本进入成熟期，面对衰退压力，优质的互联网企业的表现有：

- 持续提升核心竞争力，构建技术等壁垒；
- 开启可协同的业务矩阵，“多条腿走路”；
- 持续变革，保留高水准的组织效率；
- 拥抱变化，对AI大模型等领域加速吸收。

三大门户网站公司市值变化（亿美元）



企业生命周期示意图

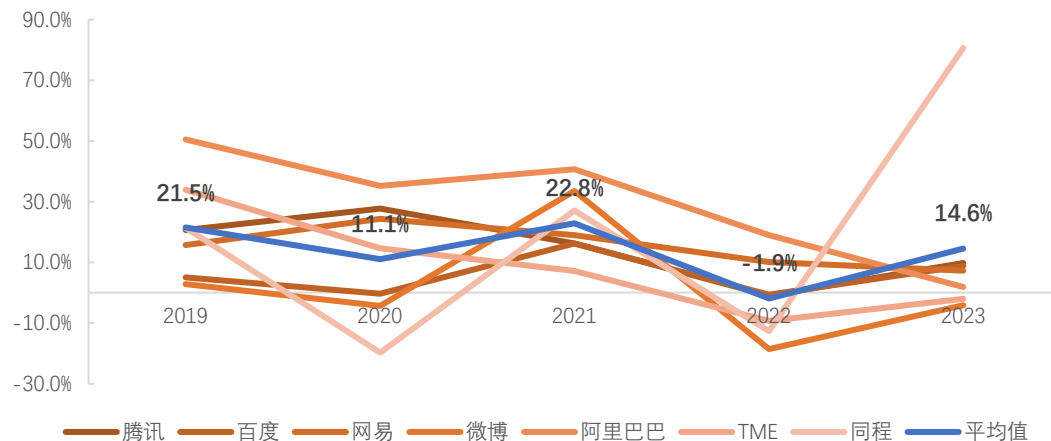


网易历史沿革

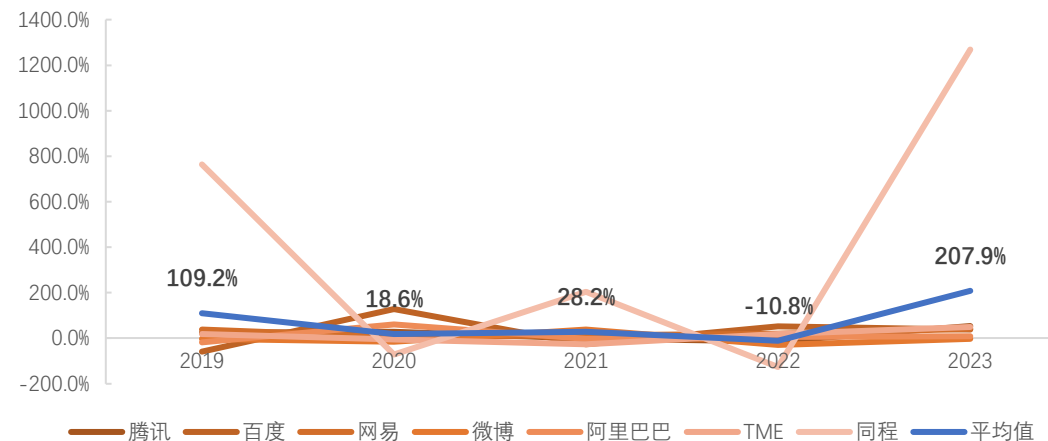
	一鸣惊人 1997-2000	急转直下 2000-2001	柳暗花明 2002-2003	有得有失 2004-2012	乘风而起 2013-2017	稳健发育 2018-至今
机遇 & 挑战	公司尝试变现	互联网泡沫破灭，公司遭财务欺诈指控停牌 竞争加剧，营收下滑，成本高企	移动运营商大力发展短信业务 出现海外代理游戏热潮	运营商短信服务受到国家监管业务逐渐萎缩 各赛道竞争加剧，腾讯推出“四大名著” 下游分发平台愈发强势	2015互联网彩票被监管 移动互联网时代来临	电商持续亏损 游戏版号收紧，游戏新势力来袭，分发垄断渐渐瓦解 教育监管落地
应对 & 发展	从邮箱转型到门户，位列“三大门户” 2000年6月公司纳斯达克挂牌	开启短信业务 收购天夏推出《大话西游》 业务重心由“广告+软件+电商”转为“广告+无线互联+游戏”	2002年网易上诉成功并复牌 两年内短信业务和游戏先后发力，帮助公司扭亏为盈	SP服务减少投入，2010试水互联网彩票业务 2003游戏业务取代无线业务成为收入支柱，2004年后增速放缓。公司坚定布局游戏业务核心要素：储备人才、开发引擎、尝试手游页游、开发灵活付费模式、拿下海外知名IP 生存危机解除后，拓展搜索、教育、音乐、电商等领域，有道词典、精灵遇和云笔记奠定了基础	端游迅速手游化，代理明星产品，并于15-16年集中推出自研手游《率土之滨》，《阴阳师》，坐稳二位 云音乐卡位细分领域，社区属性和QQ音乐相区别 电商依托邮箱走精品路线，考拉成为海外TOP1	2019年考拉出售 老游戏充分变现，不断加大游戏投入，对AIGC技术的吸收结合领先行业，推出《逆水寒》、《蛋仔派对》等爆款 云音乐差异化战略验证，开发变现途径，有道受益于居家红利，业务矩阵变为“游戏+有道+创新业务及其他”

5. 行业绩效：由成长走向价值

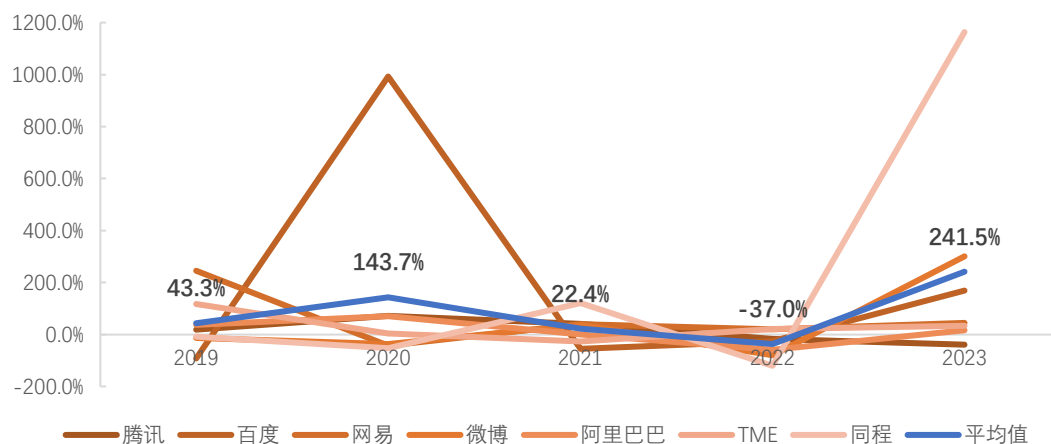
营收增长率(%)



营业利润增长率(%)



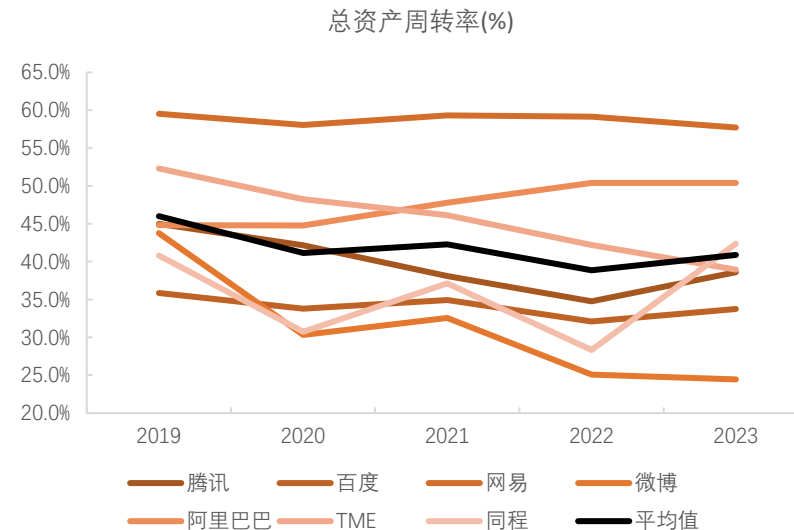
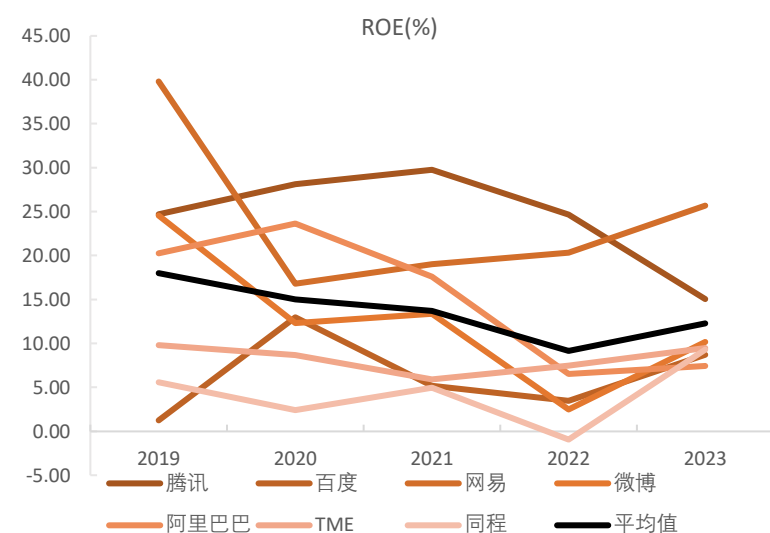
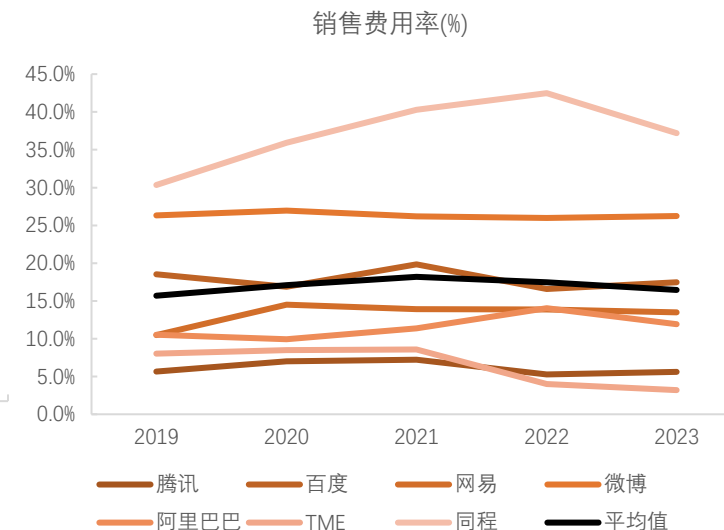
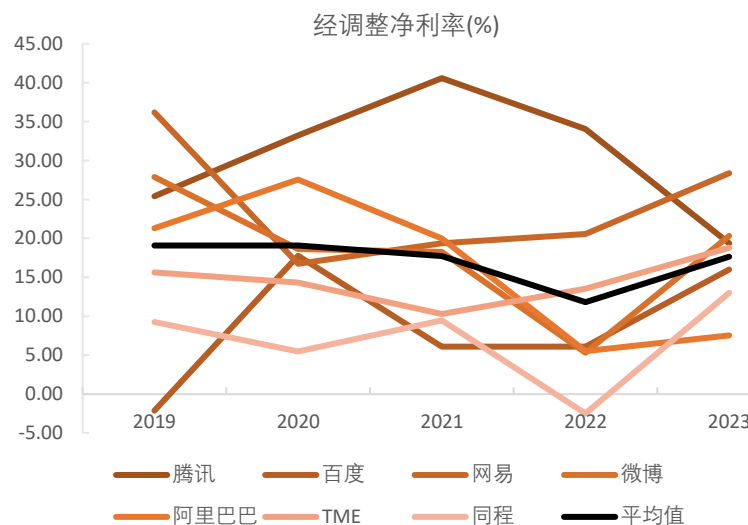
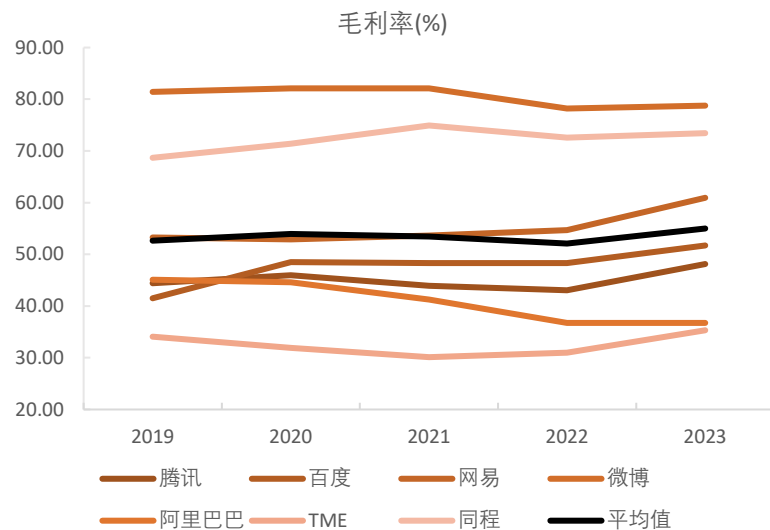
归母净利润增长率(%)



成长性分析

较长维度上看，互联网行业用户增长、收入增长、市场份额扩张、利润增长渐趋平缓；

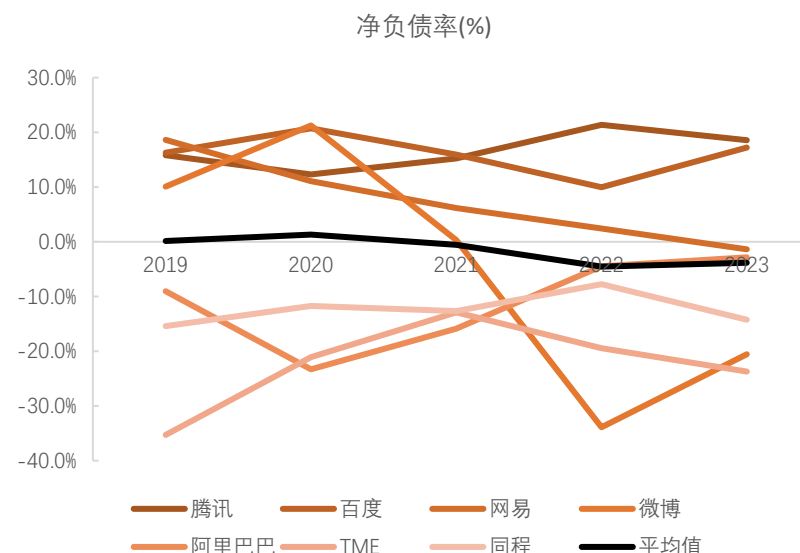
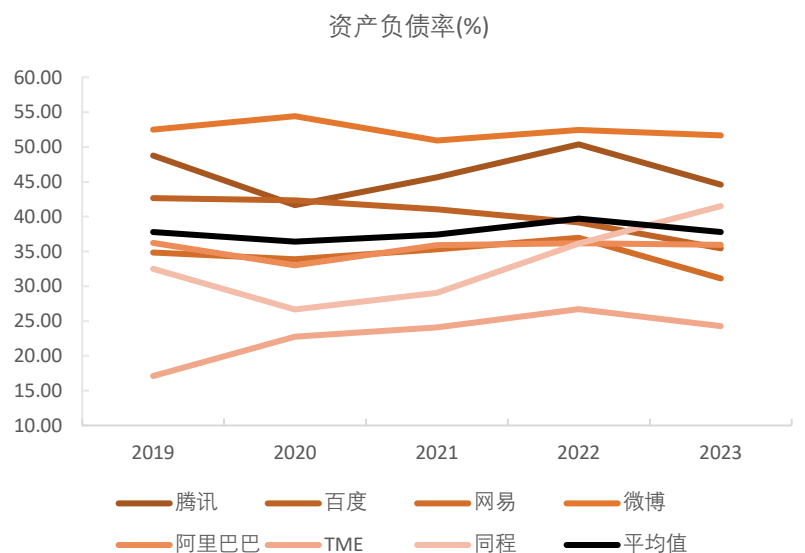
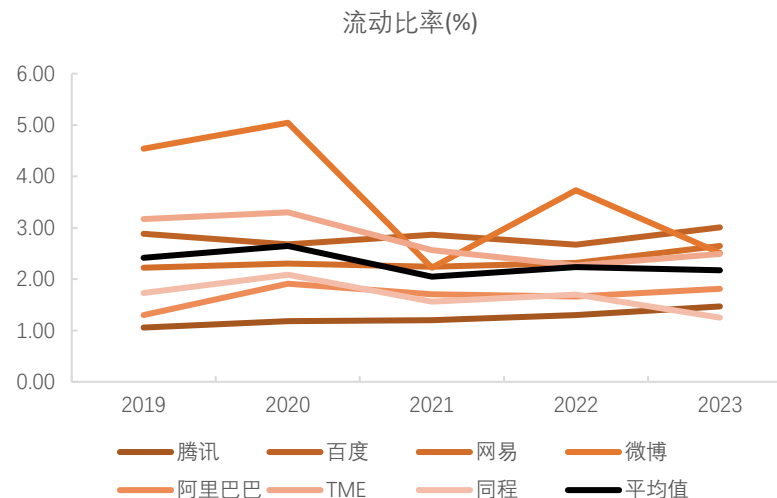
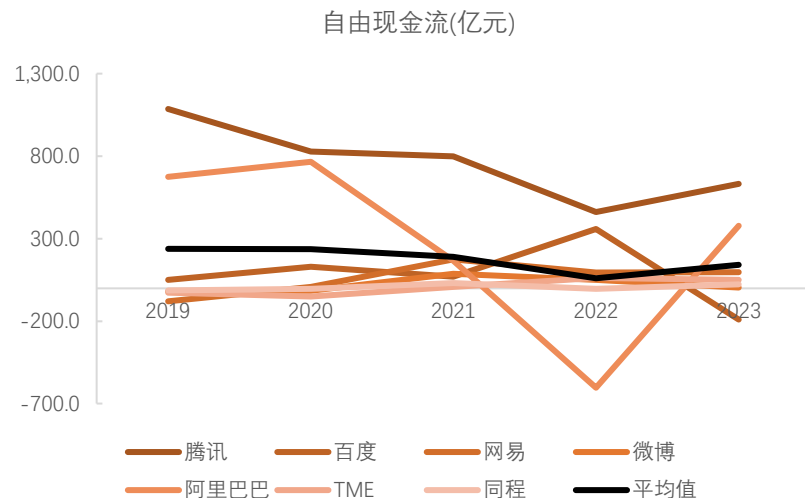
较短维度上看，经历三年的沉淀，互联网行业受益于经济缓慢复苏、行业结构性机会、生命周期阶段相对早期和受益于AI等新兴科技的火热，重新获得了较高的成长速率。



➤ 盈利能力

因为边际成本较低，大部分互联网公司的毛利率呈现较高水平。部分细分行业中的公司如游戏公司的盈利水平可能根据产品周期变化产生波动。

相当部分公司在最近几年经历了战略调整，根据最近几个季度的表现，互联网公司降本增效效果普遍超预期，盈利能力凸显，净利润率快速攀升。



➤ 资产负债特点

纵向来看，互联网企业在初创期和成长期，为了吸引用户和市场份额，往往需要大量的研发投入和市场推广费用，这些通常是固定成本。因此，这些企业可能具有较高的杠杆。当企业进入成熟期，随着用户基数和市场份额的稳定增长，固定成本相对减少，经营杠杆也会逐渐降低。

目前大部分互联网上市企业运营状态相对平稳，已经盈利的互联网企业融资需求较低，现金支出中分红需求处于扩张阶段但可控，现金流紧张度较低，净负债率亦呈现较低水平。

5. 核心子领域与企业一览

05

互联网核心企业一览

截至2023.12	国内市场规模(亿元)	全球市场空间(亿美元)	国内CR5/线上化率	国内核心企业	总营业收入(亿元)	YoY	分业务营业收入(亿元)	YoY	总净利润(亿元)	YoY	MAU(百万)-2023.12
游戏	3030	1635	>80%	腾讯	6090.2	9.8%	1799.0	5.4%	1576.9	36.4%	
				网易	1034.7	7.2%	815.7	9.4%	326.1	43.0%	
在线视频	5000+	24000	短视频 95% 长视频 93% 音乐 >90%	快手	1134.7	20.5%	1134.7	20.5%	102.7	278.6%	678.2
				爱奇艺	318.7	9.9%	318.7	9.9%	28.4	2183.7%	420.6
				哔哩哔哩	225.3	2.9%	99.1	13.7%	-34.2	48.8%	109.5
				芒果	146.3	4.7%	146.3	4.7%	0.4	90.9%	252
				云音乐	78.7	17.6%	43.5	17.6%	8.2	814.4%	205.9
阅读&音乐	3300			腾讯音乐	277.5	-2.1%	173.3	38.8%	62.2	26.8%	589.0
				阅文	70.1	-8.1%	70.1	-8.1%	11.3	16.2%	205.6
OTA	13100	2840	>90%	携程	445.6	122.4%	410.9	-97.7%	130.7	910.1%	94.7
				同程	119.0	80.7%	99.3	-98.3%	22.0	240.3%	8.0
				途牛	4.4	140.3%	4.4	140.3%	0.5	139.2%	0.8
在线教育	6000	4400	15.2%	好未来	69.4	-75.4%	69.4	-75.4%	-1.8	97.0%	1.3
				新东方	207.3	3.7%	44.8	409.0%	17.9	126.6%	0.4
				高途	29.6	18.5%	29.6	18.5%	0.5	-62.4%	0.8
				有道	53.9	7.5%	40.6	-6.5%	-4.8	25.7%	
社交媒体	10000+	10000+		微博	124.6	-4.2%	124.6	-4.2%	4.5	-16.6%	598.0
				知乎	42.0	16.5%	42.0	16.5%	-6.6	44.9%	80.1
				腾讯			1185.0	1.4%	1576.9	36.4%	(微信) 1343.0 (QQ) 554.0
搜索引擎	1100	14500	>90%	百度	1346.0	8.8%	1034.7	8.4%	287.5	39.0%	667
云服务	6000	5840	71%	阿里云			772.0	3.5%			
				百度云			214.5	-98.8%			
				腾讯云(金科及企服)			2037.6	15.1%			
在线医疗	4000	2500	<10%	阿里健康	267.6	30.1%	267.6	30.1%	7.5	290.6%	
				京东健康	535.3	14.5%	456.5	13.1%	41.4	58.1%	5.4
网络零售	154000	60000+	28.6%	阿里	8686.9	1.8%	5827.3	-1.7%	1439.9	0.3%	949.0
				拼多多	2476.4	89.7%	2476.4	89.7%	679.0	71.8%	678.5
				京东	10846.6	3.7%	9453.4	1.7%	352.0	24.7%	480.7
				唯品会	1128.6	9.4%	1128.6	9.5%	95.1	39.1%	87.4
本地生活	25000		外卖 15.6%	美团	2767.4	25.8%	2069.1	28.7%	232.5	722.5%	466.9
网约车	2560	770	>90%	滴滴	1923.8	36.6%	1923.8	36.6%	4.9	102.1%	87.7

注：非游戏行业的市场空间和集中度/线上化率为综合拟合值，可能存在测算偏差，仅供参考

6. 风险提示

1. 消费不及预期风险，影响游戏，广告、电商等行业需求提升；
2. 美国加息，港股出现流动性风险，估值承压；
3. 监管政策风险，主要在游戏、金融服务领域；
4. 关键技术发展不及预期风险。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>