

传媒互联网行业2023年中期策略：投资风格偏向科技成长，下半年关注游戏、ARVR、互联网三大主线

2023年7月6日

看好/维持

传媒

行业报告

分析师

姓名 石伟晶 电话：021-25102907 邮箱 shi_wj@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480518080001

投资摘要：

上半年 A 股传媒表现优异，港股互联网表现一般。GPT-4 引领上半年传媒投资机会。上半年，A 股投资风格偏向科技成长，传媒、通信、计算机涨幅显著高于其他行业。2023 年年初至 6 月 20 日，申万传媒指数累计涨幅 62%，在 31 个一级行业中排名第一。年初至今，恒生科技指数累计涨幅-3.7%；期间走势震荡，最高涨幅 13.7%，最大跌幅 14.3%。港股互联网板块走势主要受国内经济以及国际宏观形势两方面影响。国内方面，移动互联网用户红利见顶，以及实体经济以及广告市场不景气影响板块整体营收增速；国际宏观形势方面，美国持续加息，俄乌冲突等地缘政治局势不明朗。

游戏市场稳健复苏，AI 拓展新型游戏玩法。从游戏企业角度，受前两年版号政策影响，游戏企业研发游戏产品更加注重产品质量。随着今年各家前期研发的精品游戏陆续上线，有望驱动国内游戏市场稳健复苏，市场规模或将超过 2021 年。自 2022 年 4 月版号发放重启，2023 年上半年，国家新闻出版署已累计发放国产网络游戏版号 521 款，超过去年全年获批数量，近 6 个月版号发放数量均在 85 款以上。当前版号常态化发放，为游戏行业中长期发展奠定基石。对于游戏产业，AI 技术进步可以快速降低游戏制作成本，例如借助 AI 工具完成游戏文案篇制作、加速游戏子系统编程效率、游戏配音、3D 生成等工作；另一方面，AI 可以支撑新型游戏玩法，例如以玩家为主导生成文本和图片内容、AI NPC（非玩家角色）、AI 陪玩、程序化生成复杂可交互场景等。

苹果 Vision Pro 支持开发 3D app，驱动 3D 建模市场快速成长。AR/VR 作为新兴计算设备，能为用户带来 3D 交互体验，实现真实世界融入互联网。2021 年以来，AR/VR 全球销量首次超过 1000 万台，标志空间互联网时代到来。2023 年 6 月 5 日，苹果发布 Apple Vision Pro。作为一款革命性的空间计算设备，Vision Pro 实现数字内容无缝融入真实世界。VisionOS 与 VisionOS SDK 发布，显示 3D app 生产闭环完成。Vision Pro 3D app 生态持续壮大，将带动大量 3D 模型需求。3D 建模市场将从小众市场成长为千亿级别市场。

短视频竞争优势显著，本地生活市场复苏较快。

(1) 根据 Questmobile，相比长视频、游戏、资讯、数字阅读、在线音乐、网络音频等赛道，短视频占据更大规模用户量以及用户时长。在文娱互联网流量为王逻辑下，短视频优势显著；

(2) 近几年智能设备终端发展快速。2022 年 6 月，智能家居月活用户规模达到 2.1 亿，同比增长 32.3%，智能穿戴月活用户规模达到 0.99 亿，同比增长 17.5%，智能汽车月活规模达到 2647 万，同比增长 74.5%。从使用频次看，智能家居与智能汽车的使用频率已经达到智能手机端一些文娱应用的水平。长视频、网络音频等赛道多终端布局将驱动行业实现第二增长曲线；

(3) 本地生活市场复苏较快，2023 年 3 月，本地生活用户规模以及使用次数同比显著提升。当前本地生活用户规模约 4.58 亿人，在中线城市渗透率仍有较大提升空间。美团作为行业龙头，已经积累丰富的服务业态、商家和配送资源，平台模式具有较强的稳定性；

(4) 商行业复苏并不显著，主要源于 2023 年国内经济处于慢复苏阶段，居民未来收入不确定性加强。在此情况

下，电商平台转向低价竞争策略，平台营销策略以“让利模式”吸引用户，并加大中小卖家扶持政策。拼多多依靠拼团以及低价爆款模式占据用户“省钱”心智，在目前用户消费趋势下，拼多多优势显著。

投资策略：

(1) 游戏公司具备 AI 研发能力以及应用场景，驱动行业持续创新发展。具体受益标的：三七互娱、巨人网络、吉比特、完美世界、恺英网络、姚记科技、盛天网络、电魂网络、宝通科技等。

(2) 3D 建模技术作为 AR/VR 时代的生产工具，发展拐点将率先于 3D app 应用生态。海外相关公司：Sketchfab, Unity。映射至国内，A 股布局 AR/VR 产品开发相关公司：恒信东方、丝路视觉、致尚科技、凡拓数创。

(3) 线上文娱板块，短视频竞争优势显著，2023Q1 线上文娱板块净利润率恢复至 2021 年以来季度新高。交易平台板块，本地生活市场复苏较快，美团平台模式具有较强的稳定性；电商转向低价竞争，平台间竞争激烈，销售费用难以下降，2023Q1 交易互联网利润率环比下滑。具体标的建议关注：腾讯控股、快手、哔哩哔哩、阿里巴巴、拼多多、美团；受益标的：网易、京东集团。

风险提示：(1) AI 及 AR/VR 颠覆原有商业模式；(2) 广告市场复苏不及预期；(3) 国内用户消费力下滑；(4) 互联网政策监管趋严。

目 录

1. 上半年 A 股传媒表现优异，港股互联网表现一般	6
2. 游戏市场稳健复苏，AI 拓展新型游戏玩法	7
2.1 2023 年国内游戏市场稳健复苏，游戏出海提升发展天花板	7
2.2 游戏版号常态化发放，为中长期发展奠定基石	10
2.3 AI 驱动游戏制作成本降低，拓展新型游戏玩法	11
2.4 相关标的	13
3. 苹果 Vision Pro 支持开发 3D app，驱动 3D 建模市场快速增长	14
3.1 AR/VR 有望成为下一代计算平台	14
3.2 苹果发布 Vision Pro，为用户提供 3D 交互体验	15
3.3 Vision Pro 支持开发 3D app，驱动 3D 建模市场快速增长	18
3.4 相关标的	21
4. 短视频竞争优势显著，本地生活市场复苏较快	23
4.1 中线城市用户渗透率进一步提升，用户时长向短视频集中	23
4.2 短视频竞争优势显著，长视频、网络音频布局多渠道多终端	25
4.3 本地生活市场复苏较快，电商转向低价竞争	29
4.4 相关标的	32
5. 风险提示	33

插图目录

图 1：2023 年年初至今申万一级行业累计涨跌幅	6
图 2：2023 年年初至今申万传媒二级子行业累计涨跌幅	6
图 3：2023 年年初至今恒生科技指数累计涨跌幅	7
图 4：2018-2022 年国内移动游戏市场规模	7
图 5：2022Q1-2023Q1 国内移动游戏市场规模	7
图 6：2023 年 4 月-5 月国内游戏发行商 AppStore 预估收入 TOP10	8
图 7：2018-2022 年游戏出海市场规模	9
图 8：2022Q1-2023Q1 游戏出海市场规模	9
图 9：2022 年海外重点市场中国发行商在流水 TOP100 产品占比	9
图 10：2022 年海外重要移动游戏市场游戏玩法分布	10
图 11：2022 年中国出海移动游戏玩法分布（按流水）	10
图 12：2021.1-2023.4 进入 iOS 日畅销榜 TOP200 新游戏数量（款）	10
图 13：2018-2023H1 国内发放游戏版号数量	11
图 14：ChatGPT 发展关键时点	11
图 15：AI 驱动游戏制作成本降低，支撑新型游戏玩法	12
图 16：2022 年国内游戏上市公司研发费用以及研发费用率	12
图 17：2023 年超参数科技发布《活的长安城》游戏 Demo	13
图 18：AI 智能体 Voyager 在《我的世界》游戏中建造房子	13

图 19: 计算平台与内容输入/输出方式的发展演化	14
图 20: 2016-2024 年全球 VR 头显出货量 (万台)	14
图 21: 2016-2023 年全球 AR 头显出货量 (万台)	14
图 22: 2022Q1-2023Q1 全球五大 AR/VR 头显设备公司市场份额	15
图 23: Apple Vision Pro	15
图 24: Vision Pro 为 app 打造无边际画布	17
图 25: Vision Pro 远程办公 FaceTime 通话场景	17
图 26: Vision Pro 操作系统 VisionOS	18
图 27: 苹果逐步完善软件开发工具生态	18
图 28: Complete HeartX app 显示高真实度的 3D 模型	20
图 29: JigSpace 出品的 JigSpace app	20
图 30: 构建 3D 数据是 AR 开发最困难、最昂贵的环节	20
图 31: AR 虚拟试衣间技术	21
图 32: 移动互联网整体用户规模 (亿人)	23
图 33: 移动互联网用户人群画像年龄分布	23
图 34: 移动互联网用户人群画像城际分布	23
图 35: 移动互联网月人均使用时长	24
图 36: 移动互联网月人均使用次数	24
图 37: 移动互联网细分行业用户使用总时长占比	24
图 38: 2023 年 3 月线上娱乐相关行业用户规模及用户时长	25
图 39: 短视频 App 月活用户规模趋势	25
图 40: 2022 年 6 月智能设备 APP 用户规模	25
图 41: 2022 年 6 月智能设备 APP 月人均使用次数	25
图 42: 2022 年 8 月芒果 TV App 全渠道流量占比	26
图 43: 2022 年 8 月喜马拉雅 App 全渠道流量占比	26
图 44: 文娱互联网板块营收 (亿元)	26
图 45: 文娱互联网板块净利润及利润率 (亿元)	27
图 46: 文娱互联网板块销售费用及销售费率 (亿元)	27
图 47: 文娱互联网板块营业成本及毛利率 (亿元)	28
图 48: 文娱互联网板块管理费用及管理费率 (亿元)	28
图 49: 文娱互联网板块研发费用及研发费率 (亿元)	28
图 50: 2023 年 3 月本地生活行业用户规模 (亿人)	29
图 51: 2023 年 3 月本地生活行业月人均使用次数	29
图 52: 2023 年 3 月电商行业用户规模	29
图 53: 交易互联网板块营收 (亿元)	30
图 54: 交易互联网板块净利润及利润率 (亿元)	30
图 55: 交易互联网板块销售费用及销售费率 (亿元)	31
图 56: 交易互联网板块营业成本及毛利率 (亿元)	31
图 57: 交易互联网板块管理费用及管理费率 (亿元)	32
图 58: 文娱互联网板块研发费用及研发费率 (亿元)	32

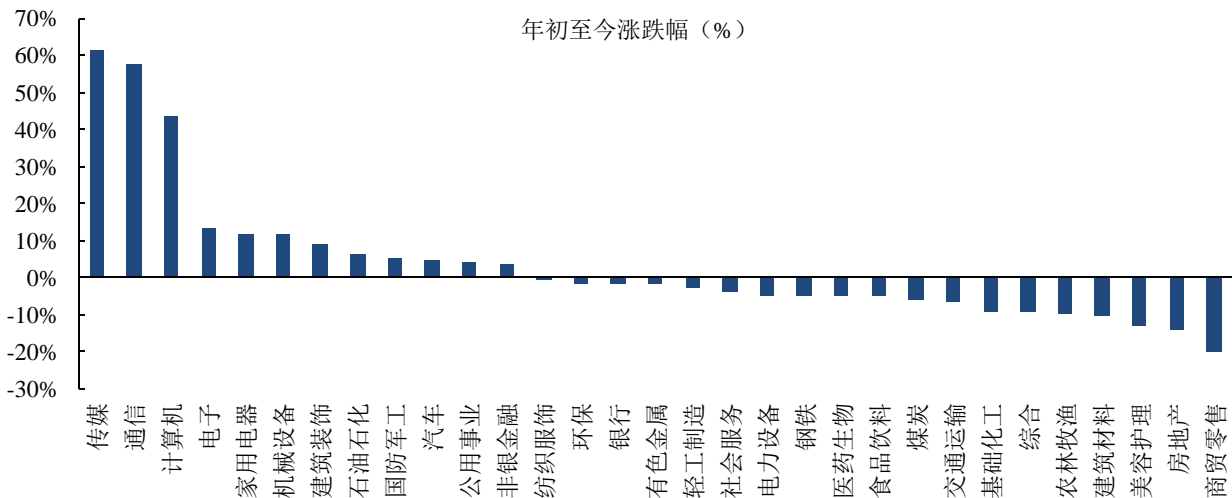
表格目录

表 1: A 股游戏行业重点标的盈利预测与估值.....	13
表 2: 苹果 Vision Pro 与其他两款产品参数对比.....	16
表 3: 苹果逐步完善 3D 软件开发工具生态	18
表 4: 互联网行业重点标的盈利预测与估值	32

1. 上半年 A 股传媒表现优异，港股互联网表现一般

GPT-4 引领上半年传媒投资机会。上半年，A 股投资风格偏向科技成长，传媒、通信、计算机涨幅显著高于其他行业。2023 年年初至 6 月 20 日，申万传媒指数累计涨幅 62%，在 31 个一级行业中排名第一。本轮 TMT 投资行情核心催化事件是 2022 年 11 月 30 日，美国 OpenAI 公司成功发布生成式对话机器人 ChatGPT 以及 2023 年 3 月 15 日发布升级版 GPT-4。GPT-4 拉开全球大语言模型产业和生成式 AI 产业蓬勃发展的序幕。

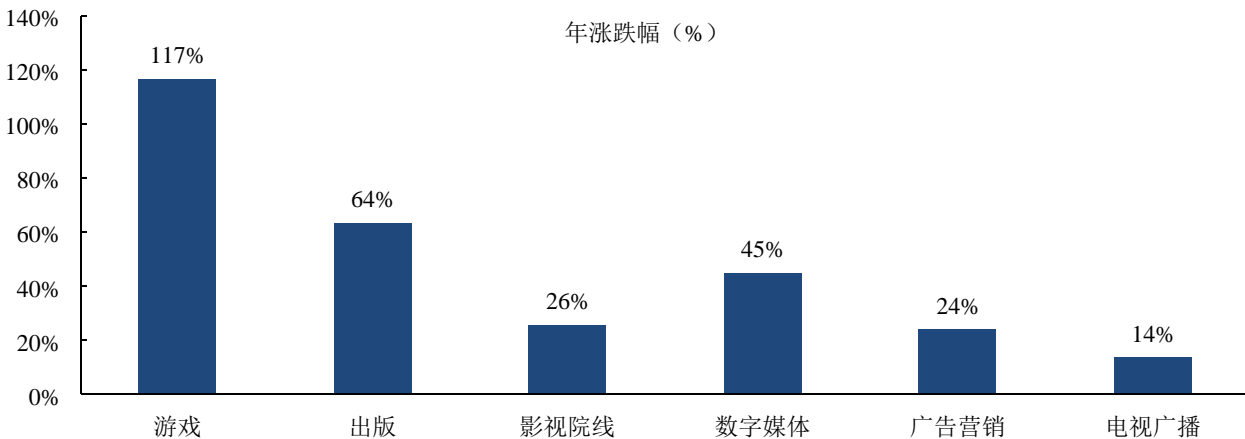
图1：2023 年年初至今申万一级行业累计涨跌幅



资料来源：iFinD，东兴证券研究所。统计日期截止 2023 年 6 月 20 日。

游戏板块在 6 个传媒二级行业中大幅领涨。年初至今，游戏板块上涨 117%，出版上涨 64%，数字媒体（互联网）上涨 45%，影视院线上涨 26%，广告营销上涨 24%，电视广播上涨 14%。GPT-4 引领 AI 大踏步发展，对互联网产业具有深刻影响。游戏公司具备人工智能应用场景以及研发人才团队，因此 A 股游戏板块领涨。上半年出版板块涨幅较好，主要源于板块基本面稳健以及整体估值较低。

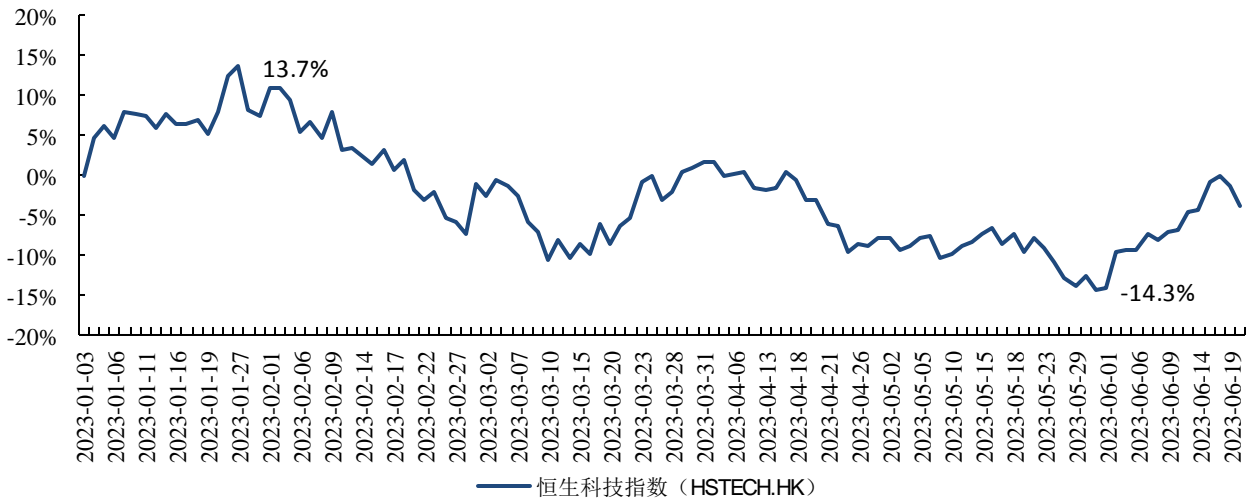
图2：2023 年年初至今申万传媒二级子行业累计涨跌幅



资料来源：iFinD，东兴证券研究所。统计日期截止 2023 年 6 月 20 日。

上半年港股互联网板块表现一般。年初至今，恒生科技指数累计涨幅-3.7%；期间走势震荡，最高涨幅 13.7%，最大跌幅 14.3%。港股互联网板块走势主要受国内经济以及国际宏观形势两方面影响。国内方面，移动互联网用户红利见顶，以及实体经济以及广告市场不景气影响板块整体营收增速；国际宏观形势方面，美国持续加息，俄乌冲突等地缘政治局势不明朗。

图3：2023 年年初至今恒生科技指数累计涨跌幅



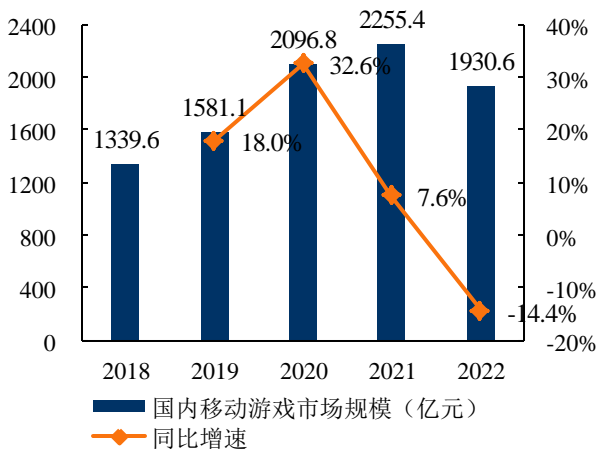
资料来源：iFinD，东兴证券研究所。统计日期截止 2023 年 6 月 20 日。

2. 游戏市场稳健复苏，AI 拓展新型游戏玩法

2.1 2023 年国内游戏市场稳健复苏，游戏出海提升发展天花板

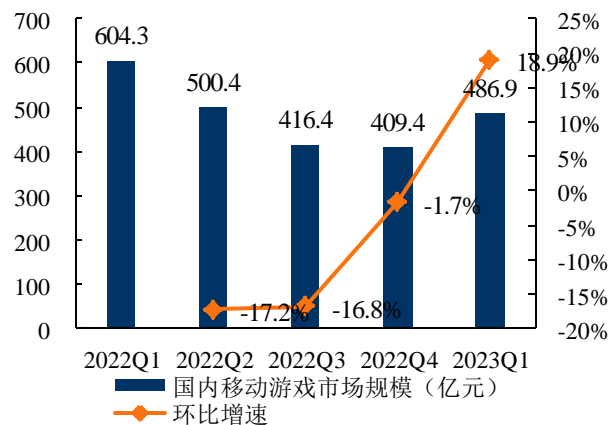
2023 年一季度国内移动游戏市场企稳。2022 年国内移动游戏市场规模 1930.6 亿元，同比下降 14.4%；2023 年一季度，国内移动游戏市场规模 486.9 亿元，环比上升 18.9%。2022 年，国内移动游戏市场下降主要源于版号停发导致新品游戏数量减少，以及疫情期间国内部分用户付费意愿下降；2023 年一季度，国内移动游戏市场环比增长主要受益于春节假期提振作用。

图4：2018-2022 年国内移动游戏市场规模



资料来源：伽马数据，东兴证券研究所

图5：2022Q1-2023Q1 国内移动游戏市场规模



资料来源：伽马数据，东兴证券研究所

2023 年国内移动游戏稳健复苏，市场规模或将超过 2021 年。当前国内移动游戏用户规模已趋于稳定，通过用户规模扩张推动移动游戏市场增长较为困难。从游戏企业角度，受前两年版号政策影响，游戏企业研发游戏产品更加注重产品质量。随着今年各家前期研发的精品游戏陆续上线，有望驱动国内游戏市场稳健复苏，市场规模或将超过 2021 年。

二季度，多款新上线游戏表现优异。例如，2023 年 4 月 18 日，腾讯上线《合金弹头：觉醒》，截止 6 月 20 日，该游戏保持 iOS 游戏畅销榜前 40 名；4 月 23 日，米哈游上线《崩坏：星穹铁道》，截止 6 月 20 日，该游戏保持 iOS 游戏畅销榜前 30 名；5 月 23 日，三七互娱上线《凡人修仙传：人界篇》，截止 6 月 20 日，该游戏保持 iOS 游戏畅销榜前 30 名。另一方面，游戏市场大盘数据显示二季度环比向好。根据七麦数据统计，5 月国内苹果渠道前十游戏发行商合计预估收入 5.23 亿美元，环比 4 月增长 7.4%。

图6：2023 年 4 月-5 月国内游戏发行商 AppStore 预估收入 TOP10

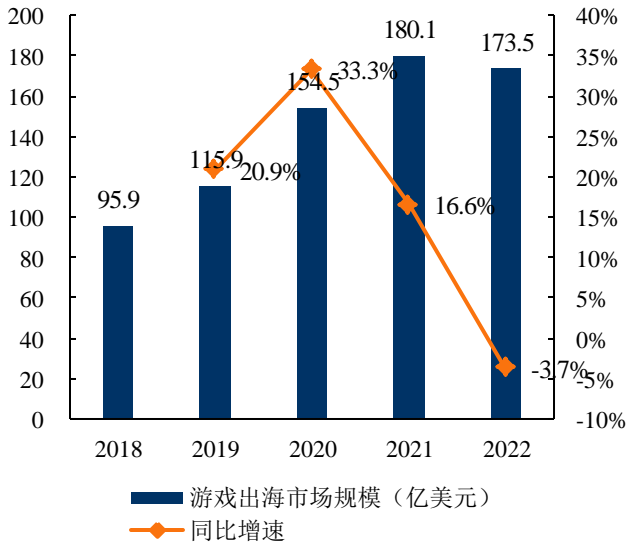
排名	发行商	游戏数量	热门游戏	月收入 (单位：美元)	较上月变动	排名	发行商	游戏数量	热门游戏	月收入 (单位：美元)	较上月变动
1	腾讯天游科技 Tencent Tianyou (腾讯互娱)	25	  	223,897,954	/	1	腾讯天游科技 Tencent Tianyou (腾讯互娱)	24	  	229,900,374	/
2	网易移动游戏 (网易游戏)	74	  	78,536,058	/	2	网易移动游戏 (网易游戏)	74	  	77,000,622	/
3	米哈游 miHoYo Games	6	  	49,725,598	▲	3	米哈游 miHoYo Games	6	  	71,248,269	/
4	灵犀游戏 Lingxi Games	6	  	35,977,175	/	4	腾讯互娱 Tencent Mobile (腾讯互娱)	74	  	35,069,305	▲
5	腾讯互娱 Tencent Mobile (腾讯互娱)	74	  	29,859,940	▼	5	灵犀游戏 Lingxi Games	6	  	32,050,319	▼
6	在线途游(香港) Tuyoo Online HK	6	  	17,780,648	▲	6	在线途游 Tuyoo Online HK	6	  	25,367,617	/
7	梦趣游戏	1		16,241,972	▼	7	梦趣游戏	1		16,145,087	/
8	雷霆游戏	22	  	13,146,672	/	8	北京豪腾嘉科 Hortor Games	4	  	12,279,009	▲
9	巨人网络 Giant Network	7	  	12,804,534	▲	9	雷霆游戏	21	  	12,210,145	▼
10	北京豪腾嘉科 Hortor Games	4	  	9,321,309	▼	10	巨人网络 Giant Network	7	  	12,143,326	▼

资料来源：七麦数据，游戏客栈，东兴证券研究所

游戏出海提升国内游戏企业发展天花板。近几年，国内游戏市场经历未成年人防沉迷保护以及版号暂停等监管政策影响，游戏企业加强海外市场拓展，其中大部分游戏企业游戏立项会考虑出海发行，部分游戏企业实现海外市场本土化研发。我们认为，在国内游戏企业集体出海的大潮流下，国内游戏在海外市场占有率有望进一步提升，提升国内游戏企业发展天花板。

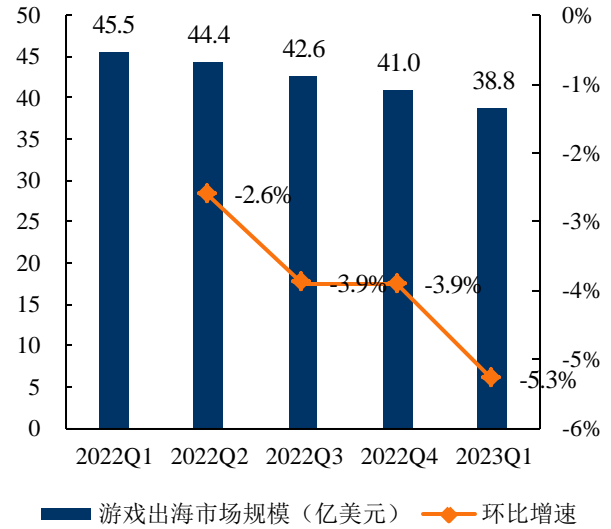
(1) 根据伽马数据，2022 年全球移动游戏市场规模 5945.2 亿元（包含中国移动游戏市场），2022 年国内游戏企业出海市场规模达到 173.5 亿美元，国内游戏在海外市场占有率约 30.1%；2023 年一季度，国内游戏企业出海市场规模 38.8 亿美元，表现稳定。

图7：2018-2022 年游戏出海市场规模



资料来源：伽马数据，东兴证券研究所

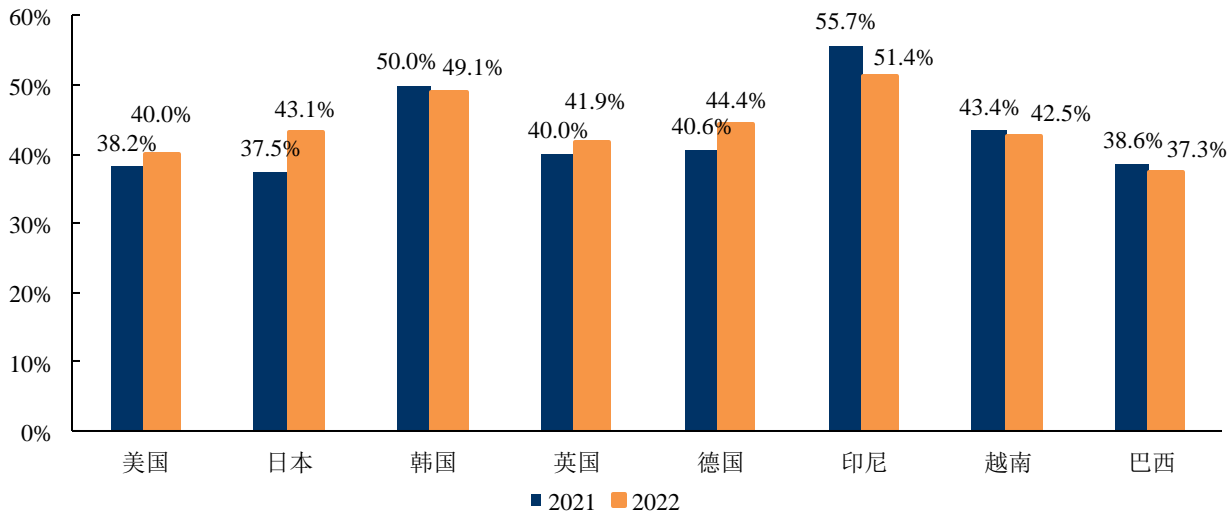
图8：2022Q1-2023Q1 游戏出海市场规模



资料来源：伽马数据，东兴证券研究所

(2) 根据伽马数据，在北美、东亚、东南亚、欧洲等市场，2022 年中国游戏发行商在在流水 TOP100 产品占比均超过 35%，美国、日本等头部海外市场占比已经超过 40%。

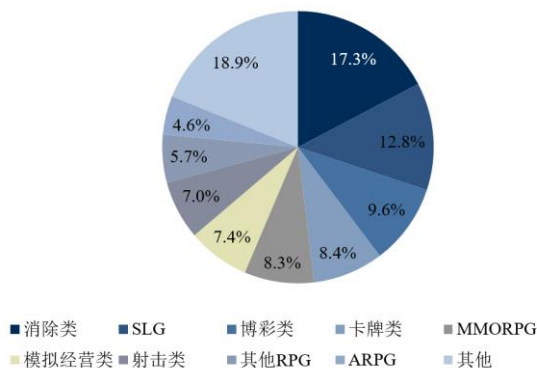
图9：2022 年海外重点市场中国发行商在流水 TOP100 产品占比



资料来源：伽马数据，东兴证券研究所

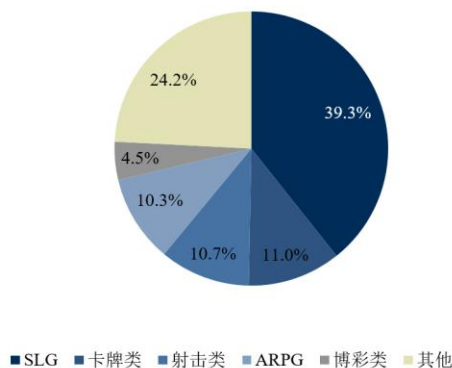
(3) 根据伽马数据，海外市场较为流行消除类、SLG、博彩类、卡牌、MMO、射击等品类。目前中国出海游戏产商在 SLG、卡牌和射击品类已经逐步建立竞争优势。

图10：2022 年海外重要移动游戏市场游戏玩法分布



资料来源：伽马数据，东兴证券研究所

图11：2022 年中国出海移动游戏玩法分布（按流水）



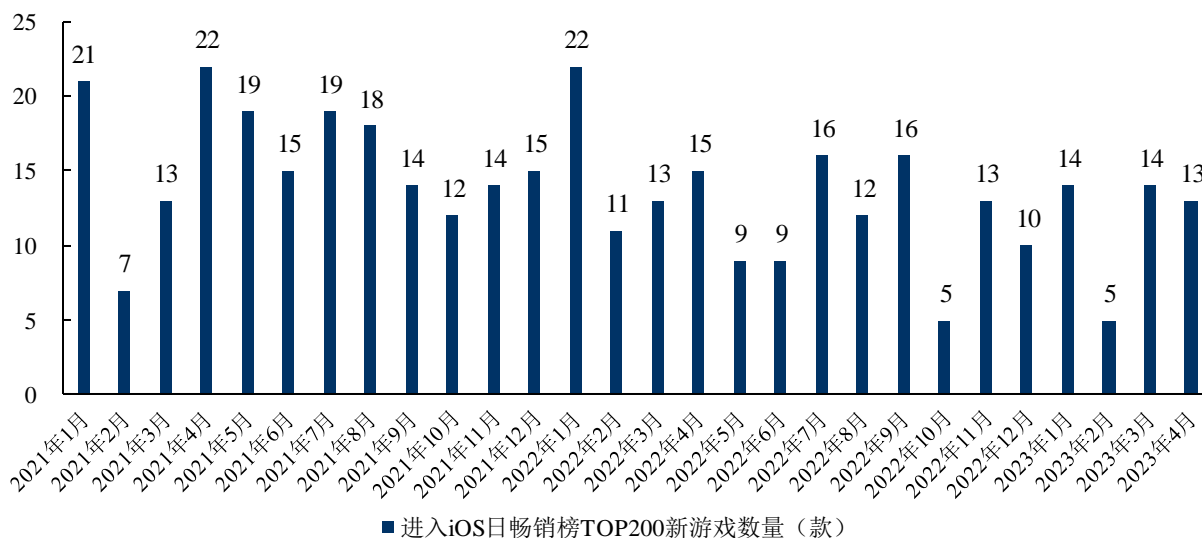
资料来源：伽马数据，东兴证券研究所

2.2 游戏版号常态化发放，为中长期发展奠定基石

受游戏版号停发以及研发项目减少影响，新游上线数量同比减少。2021 年 8 月-2022 年 3 月，国内游戏版号停发；2021-2022 年，国内多数游戏企业选择减少在研游戏项目以及精简研发团队。考虑到目前国内手游产品研发测试周期一般在 2-3 年，受此滞后效应影响，预计 2023 年全年新游上线数量同比减少。

根据伽马数据，2023 年 1-4 月，进入 iOS 日畅销榜 TOP200 新游戏数量累计 46 款，相比 2021 年与 2022 年同期数据均有所减少（2021 年 1-4 月 63 款，2022 年 1-4 月 61 款）。

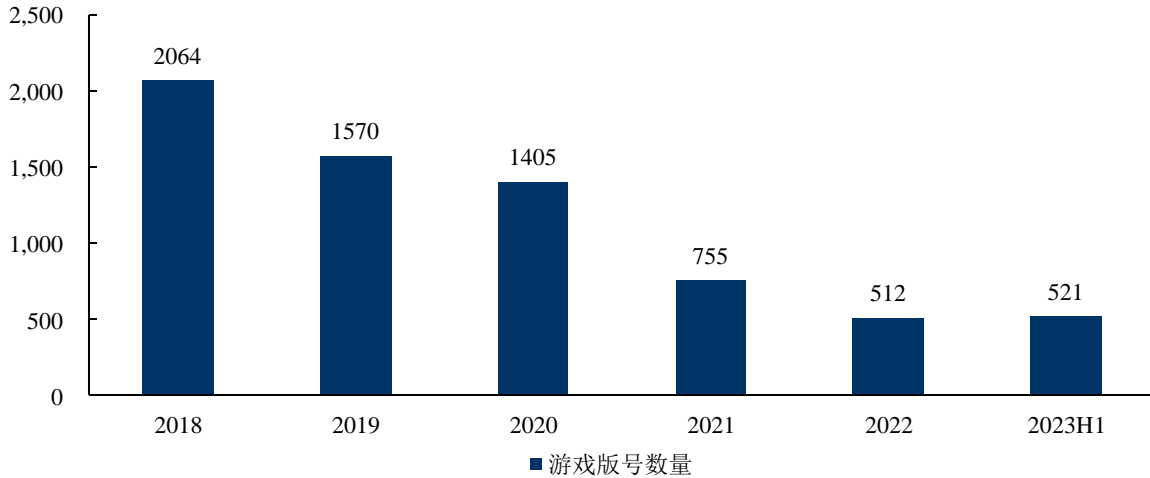
图12：2021.1-2023.4 进入 iOS 日畅销榜 TOP200 新游戏数量（款）



资料来源：伽马数据，东兴证券研究所

当前版号常态化发放，为游戏行业中长期发展奠定基石。自 2022 年 4 月版号发放重启，2022 年国家新闻出版总署发放 512 个版号。2023 年上半年，国家新闻出版总署已累计发放国产网络游戏版号 521 款，超过去年全年获批数量。网络游戏版号整体发放数量趋于稳定，近 6 个月版号发放数量均在 85 款以上。

图13：2018-2023H1 国内发放游戏版号数量

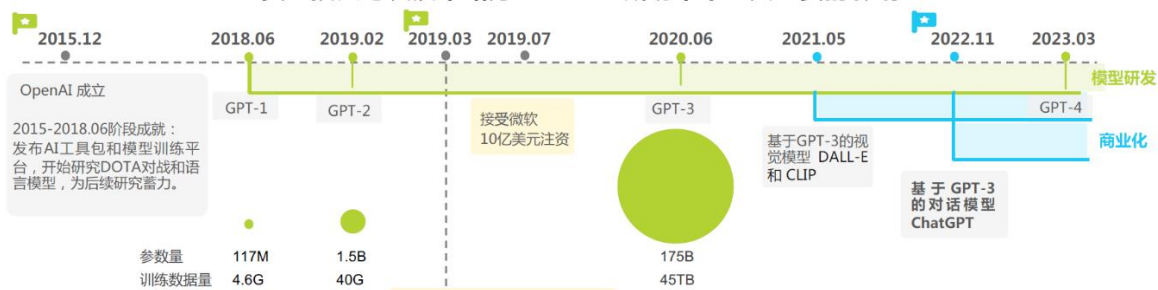


资料来源：国家新闻出版总署，库润数据，东兴证券研究所

2.3 AI 驱动游戏制作成本降低，拓展新型游戏玩法

GPT-4.0 能协助或者独立完成文字、音频、图像、视频等内容生产工作，有望大幅提升内容产业生产效率。2022 年 11 月 30 日，美国 OpenAI 公司正式对外发布对话式大型语言模型 ChatGPT。通过 OpenAI 公布的接口，用户可以注册帐户，与 ChatGPT 进行交流。ChatGPT 能够回答连续的问题、生成文本摘要、翻译文档、对信息分类、写代码等等。同时，它也会承认错误、质疑不正确的前提并拒绝不恰当的请求。2023 年 3 月 15 日，OpenAI 宣布正式发布 GPT-4.0 版本。它拥有图像识别功能、高级推理技能，以及处理 2.5 万个单词的能力，且回复的准确性较原来 ChatGPT 基于的 GPT-3.5 版本有明显提高，可以用所有流行的编程语言写代码。

图14：ChatGPT 发展关键时点



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

AI 驱动游戏制作成本降低以及拓展新型游戏玩法。对于游戏产业，AI 技术进步可以快速降低游戏制作成本，例如借助 AI 工具完成游戏文案篇制作、加速游戏子系统编程效率、游戏配音、3D 生成等工作；另一方面，

AI 可以支撑新型游戏玩法，例如以玩家为主导生成文本和图片内容、AI NPC（非玩家角色）、AI 陪玩、程序化生成复杂可交互场景等。

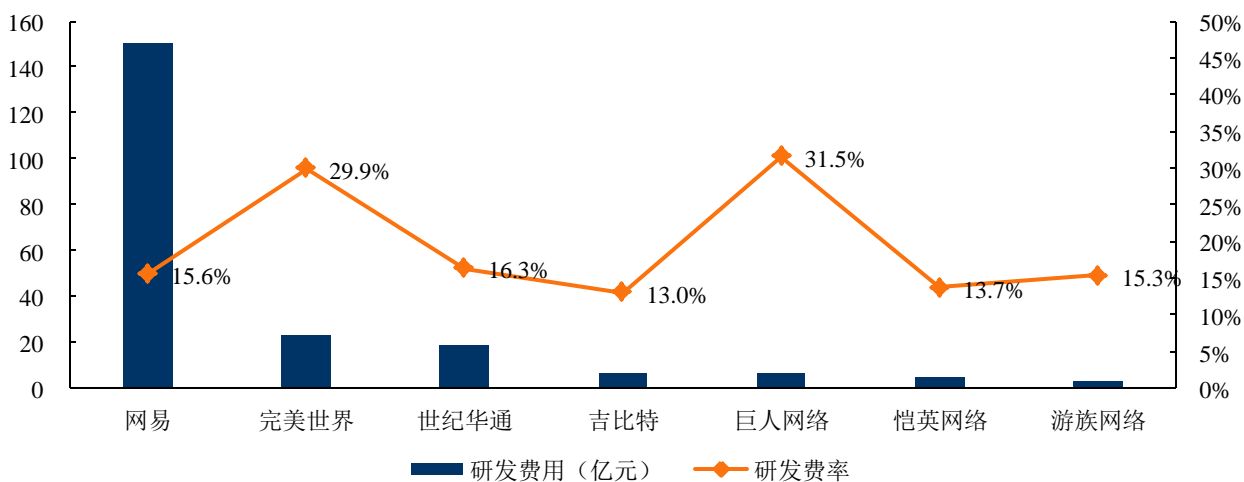
图15： AI 驱动游戏制作成本降低，支撑新型游戏玩法



资料来源：阿里巴巴元镜实验室，东兴证券研究所

(1) 从游戏公司当期产品组合看，上市游戏公司平均研发费用率约 15%，如果在游戏文案、2D 美术、语言翻译等领域全面引入 AI 工具，预计游戏公司外包成本将能实现大幅降低，游戏公司人均产出效率显著提升。假设游戏公司外包支出以及研发人员成本支出下降 10%-20%，则研发费用率将能下降 1.5%-3%。

图16： 2022 年国内游戏上市公司研发费用以及研发费用率



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

(2) 当前国内外游戏企业积极探索 AI NPC 技术。2023 年 4 月，国内超参数科技公司发布《活的长安城》游戏 Demo，在长安城里，NPC 们看起来“独立自主”，有自己的身份、经历，会唠嗑、恋爱、处理日常事务，背后技术系统 GAEA，拥有构建一整套 NPC 生态的能力；2023 年 6 月，英伟达旗下研发团队尝试将 GPT-4

技术装进《我的世界》游戏，生成一个全新的 AI 智能体 Voyager，Voyager 掌握游戏中挖掘、建房屋、收集、打猎等基本生存技能。

图 17：2023 年超参数科技发布《活的长安城》游戏 Demo



资料来源：超参数科技，东兴证券研究所

图 18：AI 智能体 Voyager 在《我的世界》游戏中建造房子



资料来源：腾讯网，东兴证券研究所

2.4 相关标的

游戏公司具备 AI 研发能力以及应用场景，驱动行业持续创新发展。具体受益标的：三七互娱、巨人网络、吉比特、完美世界、恺英网络、姚记科技、盛天网络、电魂网络、宝通科技等。

表 1：A 股游戏行业重点标的的盈利预测与估值

代码	公司名称	市值 (亿元)	年初至 今涨幅	营收 (亿元)		归母净利润 (亿元)		PE	
				23E	24E	23E	24E	23E	24E
002555.SZ	三七互娱	819	99%	190.5	216.1	33.7	38.7	24	21
002558.SZ	巨人网络	448	175%	30.9	36.4	12.2	14.4	37	31
603444.SH	吉比特	405	74%	58.4	67.3	16.4	19.1	25	21
002624.SZ	完美世界	393	57%	90.1	102.9	16.1	19.3	24	20
002517.SZ	恺英网络	384	157%	48.7	59.3	14.1	17.7	27	22
002605.SZ	姚记科技	193	223%	48.0	55.8	6.8	8.4	28	23
300494.SZ	盛天网络	133	219%	20.4	24.8	2.8	3.6	47	37
603258.SH	电魂网络	130	140%	9.9	11.7	3.6	4.3	36	31
300031.SZ	宝通科技	125	114%	41.0	46.2	4.4	5.7	29	22

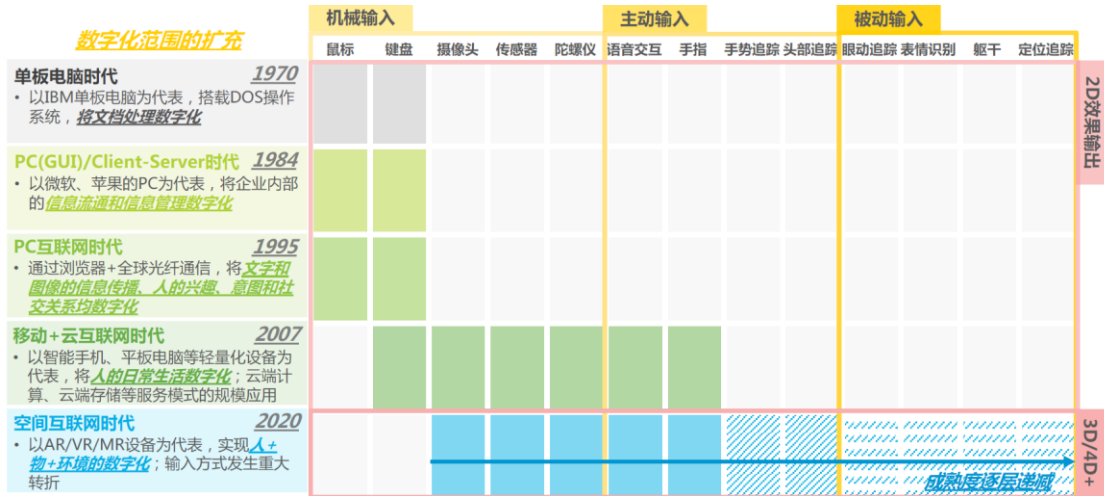
资料来源：同花顺一致预期，东兴证券研究所。统计日期截止 2023 年 6 月 20 日。

3. 苹果 Vision Pro 支持开发 3D app，驱动 3D 建模市场快速成长

3.1 AR/VR 有望成为下一代计算平台

AR/VR 有望成为下一代计算平台。以苹果 2007 年推出 iPhone 为标志，智能手机、平板电脑等移动设备大量普及，全球进入移动互联网时代。AR/VR 作为新兴计算设备，能为用户带来 3D 交互体验，实现真实世界融入互联网。2021 年以来，AR/VR 全球销量首次超过 1000 万台，标志空间互联网时代到来，AR/VR 有望成为下一代计算平台。

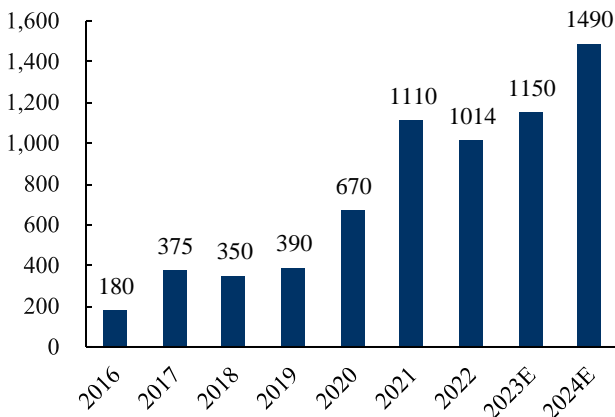
图19： 计算平台与内容输入/输出方式的发展演化



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

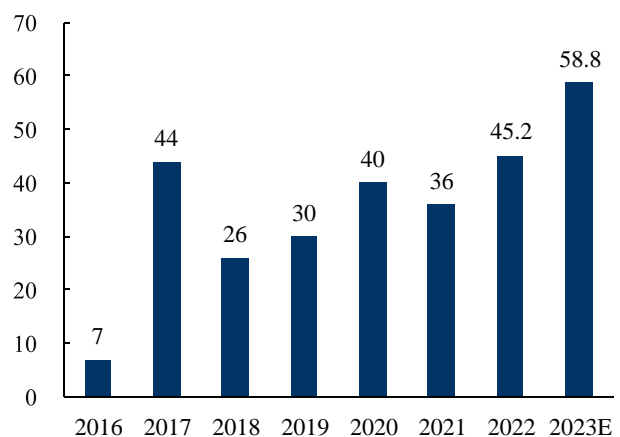
2021 年 AR/VR 头显设备销量迈过消费市场拐点。1000 万台是 AR/VR 头显设备在消费端市场普及的起点。根据陀螺研究院统计，2021 年 VR 终端出货量（不包含 VR 眼镜盒子）为 1110 万台，AR 终端出货量 36 万台。预计 2023 年，全球 VR 出货量将达到 1150 万台，AR 出货量将达到 58.8 万台。

图20： 2016-2024 年全球 VR 头显出货量（万台）



资料来源：陀螺研究院，东兴证券研究所

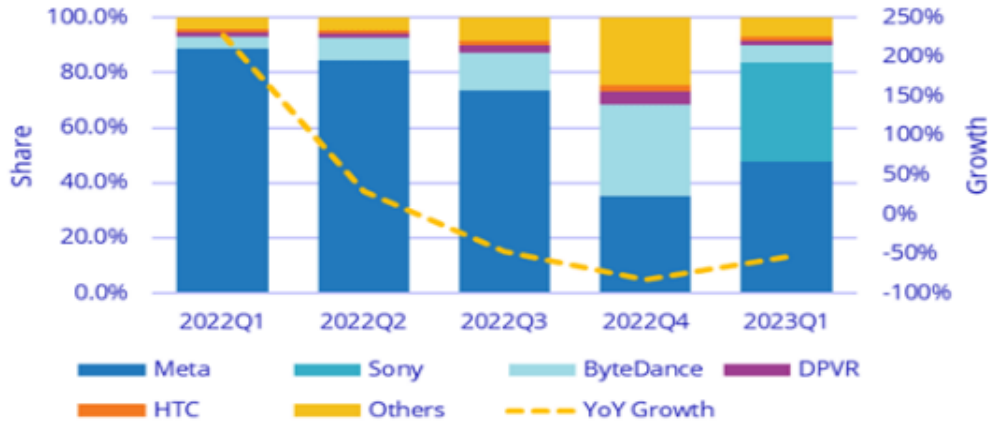
图21： 2016-2023 年全球 AR 头显出货量（万台）



资料来源：陀螺研究院，东兴证券研究所

截至 2022 年底，Meta Quest 主导全球 VR/AR 市场。根据 IDC 数据，2022 年 Meta Quest 市场份额接近 80%，字节跳动旗下 PICO 市场份额达到 10%。2023 年一季度，索尼新出 PS VR2，销量大增使其市场份额达到 35.9%，Meta Quest 市场份额保持 47%。

图22： 2022Q1-2023Q1 全球五大 AR/VR 头显设备公司市场份额

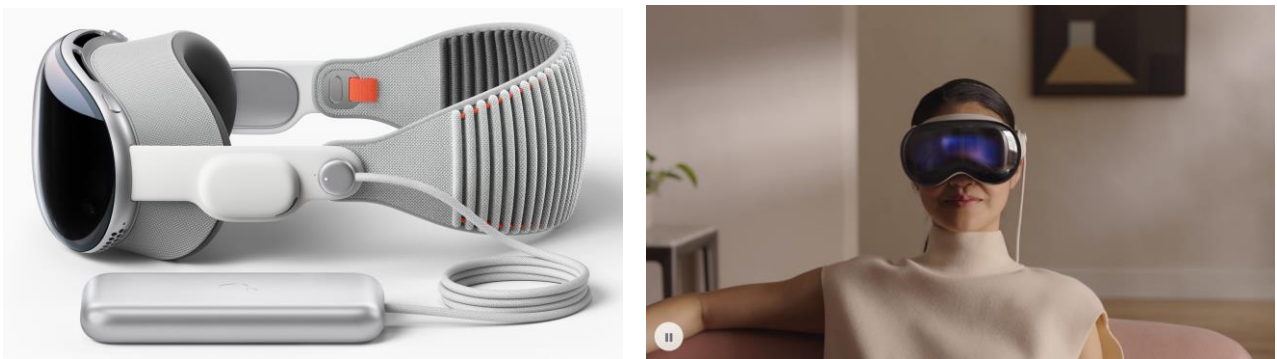


资料来源：IDC，东兴证券研究所

3.2 苹果发布 Vision Pro，为用户提供 3D 交互体验

苹果发布 MR 头显设备 Vision Pro。2023 年 6 月 5 日，苹果全球开发者大会（WWDC23）在 Apple Park 正式召开，并在会上发布 Apple Vision Pro。作为一款革命性的空间计算设备，Vision Pro 实现数字内容无缝融入真实世界。

图23： Apple Vision Pro



资料来源：苹果官网，东兴证券研究所

对比 Meta Quest 2 与 PS-VR2, Vision Pro 多项硬件性能走在行业前端。

(1) 芯片方面, Vision Pro 采用“M2+R1”双芯片协处理设计。M2 芯片主要用于提供计算性能, R1 芯片处理来自 12 个摄像头、5 个传感器和 6 个麦克风的信息, 以确保内容无延迟呈现。R1 可在 12 毫秒内将新影像串流至显示屏;

(2) 显示方面, Vision Pro 显示屏使用 micro-OLED 技术, 像素达到 2300 万, 支持广色域和 HDR; 有视觉矫正需求的用户可额外插入 Zeiss 光学插片, 以确保视觉保真度和眼球追踪的精准度;

(3) 音频组件方面, 两侧音频组件各有一组双驱动单元, 实现根据用户的头部及耳朵形状定制的个性化空间音频。

表2: 苹果 Vision Pro 与其他两款产品参数对比

产品型号		Meta Quest 2	索尼 PS-VR2	苹果 Vision Pro
发布时间		2020 年 9 月	2022 年 8 月	2023 年 6 月
上市时间		2020 年 10 月	2023 年 2 月	预计 2024 年年初
处理器芯片		高通骁龙 XR2+Gen1	联发科首款 VR 芯片	M2 和 R1 处理器
光学	视场范围	约 90°	约 110°	约 120°
	屏幕材质	Fast-Switch LCD	OLED	micro-OLED
显示	单眼分辨率	1832×1920	2000×2040	3840 x 2160
	屏幕总像素	-	-	2300 万
	4K 广色域视频	-	-	支持
	HDR 渲染	-	-	支持
	刷新率	60/72/90Hz	90/120Hz	-
	尺寸	-	5.7 英寸	-
	重量	722 克	560 克	预计 200 克
电池容量		3640mAh	-	-
RAM+ROM		6GB+128GB/256GB	-	-
售价		399/499 美元	4499 元	预计 3499 美元

资料来源: cnBeta, 腾讯网, PlayStation, 新浪 VR, 快科技, 芯智讯, 澎湃新闻, 东兴证券研究所

Vision Pro 为用户提供 3D 交互体验。 Vision Pro 提供 3D 界面, 让 app 不再受制于显示屏边界, app 可以任意大小比例并排; 交互方面, 用户可以通过眼睛、双手和语音来控制, 实现与数字内容互动。用户浏览 app 时, 只要轻松地看看它们、捏合手指来选择、轻拂手腕来滚动, 或听写输入。

(1) Vision Pro 可以透过自然光线和阴影的变化, 将 app 比例调节至理想的尺寸, 让数字内容看起来、感觉上就像在用户的真实世界存在。

图24: Vision Pro 为 app 打造无边际画布



资料来源：苹果官网，东兴证券研究所

(2) 对于远程办公场景，通过 FaceTime 通话，用户可以加入一个群组虚拟聊天室，通过在虚拟界面共享办公 App；参与通话的成员能够协同审阅演示文稿、处理编辑文档、分享照片和视频；虚拟通话界面中，每个成员都以真人大小呈现。

图25: Vision Pro 远程办公 FaceTime 通话场景

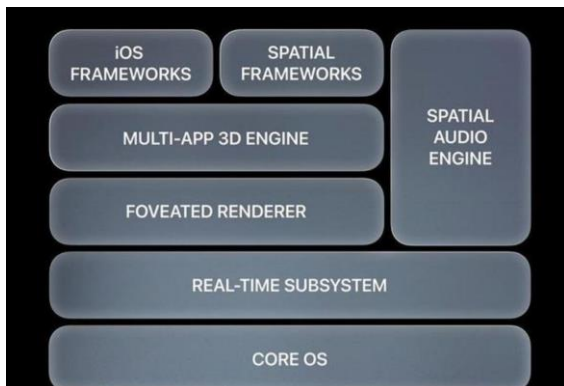


资料来源：苹果官网，东兴证券研究所

3.3 Vision Pro 支持开发 3D app，驱动 3D 建模市场快速成长

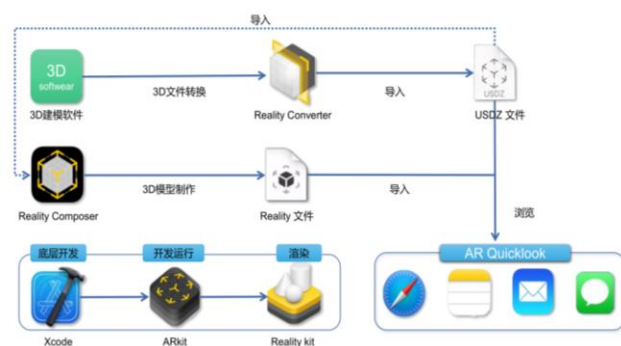
VisionOS 与 VisionOS SDK 发布，显示 3D app 生产闭环完成。2023 年 6 月 5 日，在苹果全球开发者大会（WWDC 2023）上，苹果发布 Vision Pro 操作系统 VisionOS。VisionOS 基于 macOS、iOS 和 iPadOS 打造，是全球首个空间操作系统；2023 年 6 月 21 日，苹果发布为 Vision Pro 打造空间体验的开发者工具（VisionOS SDK）。

图26: Vision Pro 操作系统 VisionOS



资料来源：WWDC2023，东兴证券研究所

图27: 苹果逐步完善软件开发工具生态



资料来源：VR 陀螺，东兴证券研究所

为支持开发者开发 3D app，苹果逐步完善 3D 软件开发工具生态。2017-2023 年，苹果持续升级 ARkit 功能。当下开发者可以使用 Apple 平台成熟的基础开发工具，包括 visionOS SDK、SwiftUI、RealityKit、ARKit 等工具构建 3D app。

表3: 苹果逐步完善 3D 软件开发工具生态

时间	地点	事件	功能介绍
2017 年 6 月	WWDC 2017	推出 ARkit1.0	ARkit 是一种用于开发 AR 应用的软件开发工具包, ARkit1.0 支持平面检测、SLAM、环境理解、光照估计、人脸追踪等功能
2018 年 1 月	苹果官网	推出 ARkit1.5	ARkit1.5 新增了垂直平面识别、图像识别等功能
		推出 ARkit2.0	ARkit2.0 新增了真实感图像绘制、3D 物体识别、多人 AR 互动等功能
2018 年 6 月	WWDC 2018	推出 USDZ	USDZ 是针对 AR 的文件格式，特点是采用嵌入式设计，可简化 AR 文件的访问和共享流程，便于打通苹果生态
		推出 AR Quick Look	AR Quick Look 是一种 AR 模型预览工具，可用于 3D/AR 购物平台
2019 年 6 月	WWDC 2019	推出 ARkit3.0	ARkit3.0 新增了动作捕捉、人体遮挡、前后摄像头同时开启、多面部跟踪、协作会议等功能
		推出 RealityKit	RealityKit 是一个 AR 渲染平台，可以在真实场景中以 AR 形式展示 3D 控件，从而快速实现 AR 场景融合
		推出 Reality	Reality Composer 是一个 3D 场景开发工具，特点是通过拖

		Composer	拽、点击等简单操作，即可生成交互式 AR 场景
2020 年 1 月	苹果官网	推出 Reality Converter	Reality Converter 是一种 AR 格式转换工具，使开发人员能够通过拖放支持、预览功能等来转换、查看和自定义 USDZ 对象
2020 年 3 月	苹果官网	推出 ARkit3.5	ARkit3.5 新增了场景几何体、即时 AR、定位跟踪配置等功能
		苹果产品首次搭载 Lidar 摄像头	Lidar 所具有的特性能够支持 ARkit 的应用程序，且能极大地缩短 AR 建模的速度，提高测量精度，降低抖动、错位的情况
2020 年 6 月	WWDC 2020	推出 ARkit4.0	ARkit4.0 新增了深度 API、位置锚定等功能
		推出 ARkit 5.0	ARkit5.0 升级了人脸追踪、运动追踪等功能
2021 年 6 月	WWDC 2021	推出 RealityKit 2	RealityKit 2 新增了 3D 扫描、自定义着色器、动态加载方式、系统模块定制、虚拟角色控制器等功能
		推出 3D、AR 地图	新版苹果地图支持 3D 导航，可显示用户附近立体的街景及建筑等
2022 年 6 月	WWDC 2022	推出 ARkit6.0	ARkit6.0 可支持 4K 分辨率、HDR 录制、实时调节相机曝光、白平衡参数等功能
2023 年 6 月	WWDC 2023	发布 Apple Vision Pro	Apple Vision Pro 是一台空间计算设备，将数字内容无缝融入真实世界，为每个用户带来身临其境的即时体验
		发布 visionOS 软件开发包	Apple Vision Pro 提供了一幅无边的画布，供开发者打造空间计算 App
2023 年 6 月	苹果官网	升级 SwiftUI	SwiftUI 可以构建新的 visionOS App，或者将现有的 iOS 与 iPadOS App 直接移植到 visionOS
		升级 RealityKit	RealityKit 可以让开发者在 App 中展示 3D 内容、动画和其他视觉效果，还可以自动调整物理明暗效果
		升级 ARkit	ARkit 可以在 Vision Pro 上感知用户所处的周围环境，让 App 以新的方式与周围的空间进行交互

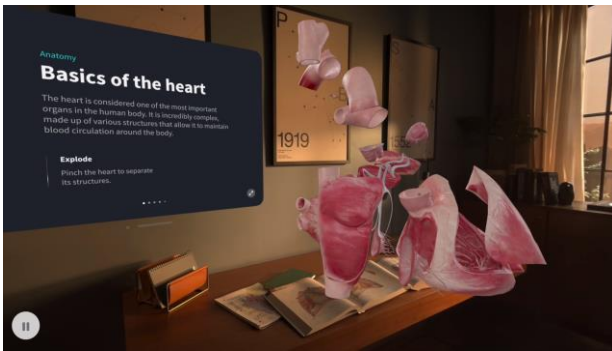
资料来源：WWDC，苹果官网，东兴证券研究所

开发者已经可以在 Vision Pro 推出可展示 3D 内容的 app，涵盖工具效率、设计、游戏等多种类别。

(1) 例如，Elsevier Health 出品的 Complete HeartX app，利用高真实度的心室纤维性颤动 3D 模型和动画，帮助医学生理解医学问题；

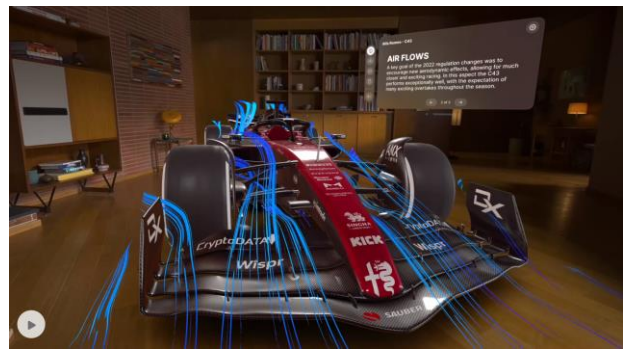
(2) JigSpace 出品的 JigSpace app，可以在现实室内环境中展示赛车行驶状态下的气流走向，支持企业更好的向顾客展示产品。

图28: Complete HeartX app 显示高真实度的 3D 模型



资料来源：苹果官网，东兴证券研究所

图29: JigSpace 出品的 JigSpace app



资料来源：苹果官网，东兴证券研究所

3D 建模是 3D app 的基础。在 2021 年 WWDC 上，苹果认为，构建 3D 数据是 AR 开发最困难、最昂贵的环节。根据 3D 内容方案商 Luma AI 提供数据，当前主流的计算机三维建模技术创建 3D 模型的价格在 60-1500 美元/个，时间需要 2-10 周。

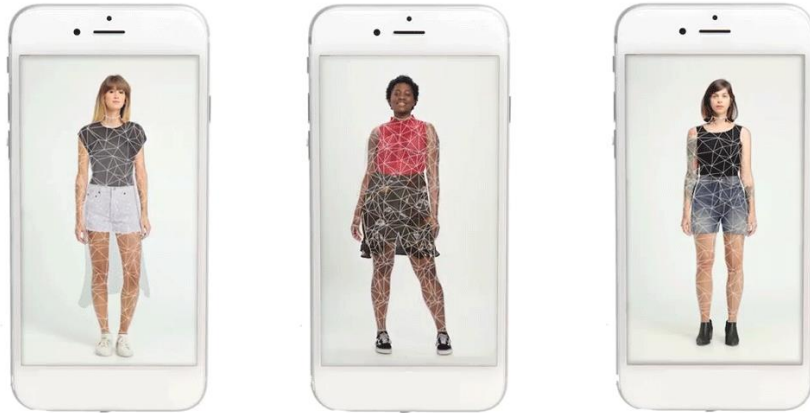
图30: 构建 3D 数据是 AR 开发最困难、最昂贵的环节



资料来源：苹果官网，2021 年 WWDC，东兴证券研究所

3D 建模市场将从小众市场成长为千亿级别市场。 Vision Pro 3D app 生态持续壮大，将带动大量 3D 模型需求。以 AR 虚拟试穿场景为例，虚拟试衣间技术有效地使消费者能够在订购前尝试和拒绝产品，从而将一次性购买者转变为回头客。根据美国市场研究咨询公司 Grand View Research 预测，2030 年全球虚拟试衣的市场规模将达到 206.3 亿美元，2023 年至 2030 年复合年增长率为 24.1%。

图31：AR 虚拟试衣间技术



资料来源：modernretail, 东兴证券研究所

3.4 相关标的

3D 建模技术作为 AR/VR 时代的生产工具，发展拐点将率先于 3D app 应用生态。海外相关公司：Sketchfab, Unity。

(1) Sketchfab 是全球领先的沉浸式和交互式 3D 内容平台，拥有数百万创作者和海量 3D 模型库，包括建筑、交通、艺术、自然等。因其对众多 3D 工具的广泛兼容性和丰富的在线编辑资源，Sketchfab 已成为创作者的灵感来源和作品展示平台。(2021 年 7 月，虚幻引擎研发商 Epic Games 收购 Sketchfab；腾讯持有 Epic Games 48.4%股份)

(2) Unity 是全球领先的 3D 游戏引擎提供商，随着汽车、建筑、工业以及未来元宇宙等领域对 3D 引擎需求的持续增长，Unity 的产品也正逐步从游戏渗透至其他领域，为各行业的数字化转型提供 3D 建模、仿真等软件基础设施。(2022 年 8 月，Unity 中国成立，阿里巴巴、中国移动、吉比特(603444.SH)、米哈游、OPPO、佳都科技(600728.SH)以及抖音集团等将参与投资该合资公司，Unity 中国的投后估值为 10 亿美元。)

映射至国内，A 股布局 AR/VR 产品开发相关公司：恒信东方(300081.SZ)、丝路视觉(300556.SZ)、致尚科技(301486.SZ)、凡拓数创(301313.SZ)。

(1) 恒信东方：以“艺术创意+视觉技术”为驱动的数字创意产业发展战略。VR 研发内容包括《变形金刚》XR 互动内容、手势交互游戏《Drakheir》、多人 PvP 游戏《气球总动员》；另外参股海外公司 The Virtual Reality Company (简称 VRC) 17.57% 的股份，VRC 专注于故事驱动型 VR 内容的创制。

(2) 丝路视觉：在高等教育和职业学校教育领域，丝路视创为其打造沉浸式的虚拟现实教学内容的综合解决方案，综合运用 VR/AR/MR 等多种技术手段，强化学生互动实操能力，助力学校培养职业技能人才；在助力工业 4.0 数字化升级方面，丝路视创通过 XR 技术，推动虚拟现实技术与工业的深度融合，为企业、

园区优化生产管理、降本增效，提升数字化、智能化优势。2022 年，数字孪生/智慧城市及 AR/VR/MR 交互式数字内容整体解决方案等业务收入为 4316 万元，占营业收入 3.34%。

(3) 致尚科技：专注于精密电子零部件的研发和制造，为游戏机、VR/AR 设备、专业音响为主的消费电子、通讯电子及汽车电子等零部件的研发、设计、生产和销售。公司已于 2020 年顺利通过 Facebook 合格供应商认证，为 Facebook 旗下 Oculus 品牌 VR/AR 产品供应 Joy-stick 等控制手柄零部件。

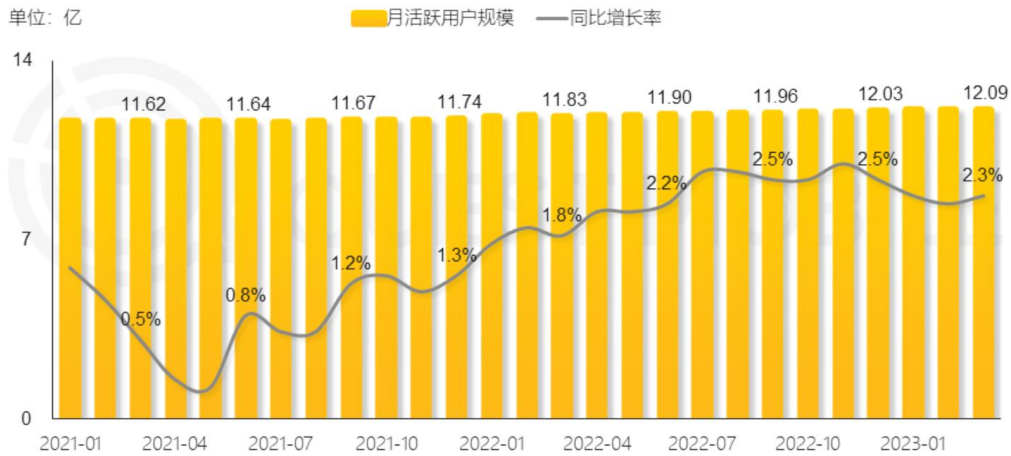
(4) 凡拓数创：业务布局 3D 可视化产品及服务，主要应用 3D 数字建模、渲染、3D 制作技术、软件开发技术，提供 3D 效果图、三维影片、VR/AR 内容、数字沙盘、裸眼 3D、数字多媒体交互系统、立体（全息）成像系统等。

4. 短视频竞争优势显著，本地生活市场复苏较快

4.1 中线城市用户渗透率进一步提升，用户时长向短视频集中

移动互联网用户规模平稳增长。根据 Questmobile，2023Q1 国内移动互联网用户规模达到 12.09 亿人，同比增长 2.3%，相比 2021Q1，增长 4.0%。从用户画像看，增量网民主要来自 51 岁以上用户人群。

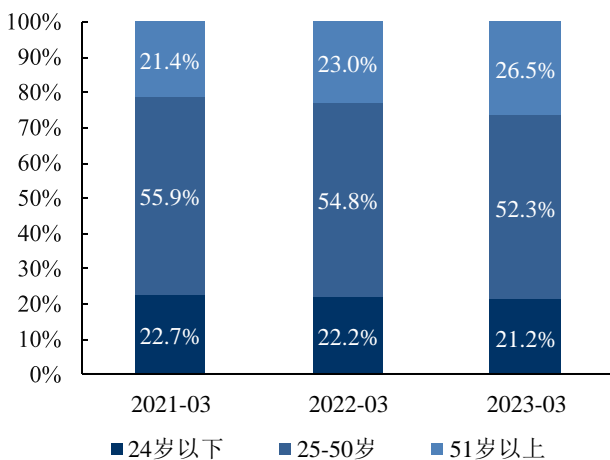
图32：移动互联网整体用户规模（亿人）



资料来源：Questmobile，东兴证券研究所

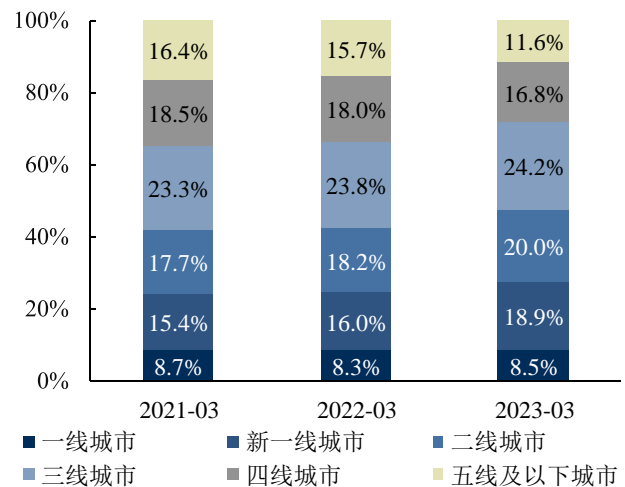
中线城市互联网用户渗透率进一步提升。对比疫后复苏期（2023 年 3 月）与疫情管控期（2021 年 3 月）移动互联网用户画像，51 岁以上用户比例占比提升 5.1 个百分点；新一线城市、二线城市、三线城市用户比例均有所提升，占比提升 6.7%。

图33：移动互联网用户人群画像年龄分布



资料来源：Questmobile，东兴证券研究所

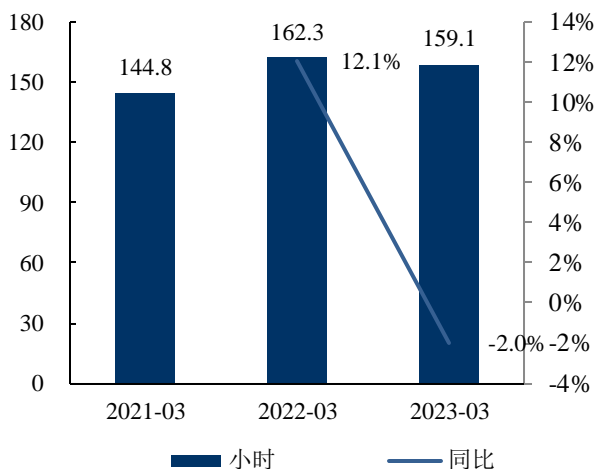
图34：移动互联网用户人群画像城际分布



资料来源：Questmobile，东兴证券研究所

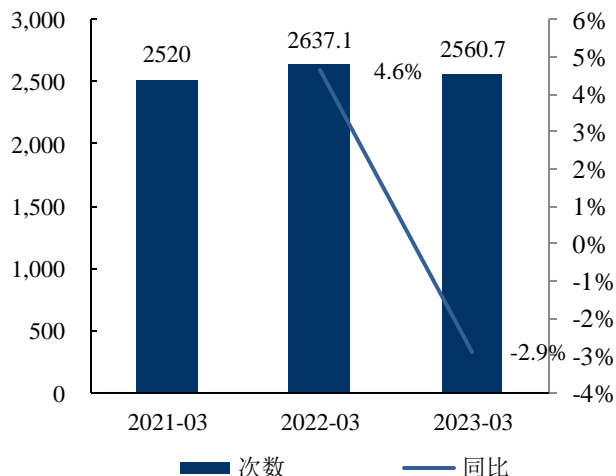
线下活动复苏，用户线上时长及频率均有所下降。2023 年 3 月，用户月上网时长同比下降 2.0%，月人均使用次数同比下降 2.9%，主要源于 2022 年 12 月至今，国内防疫政策优化，人们线下消费、工作等活动逐步常态化。

图35：移动互联网月人均使用时长



资料来源：Questmobile，东兴证券研究所

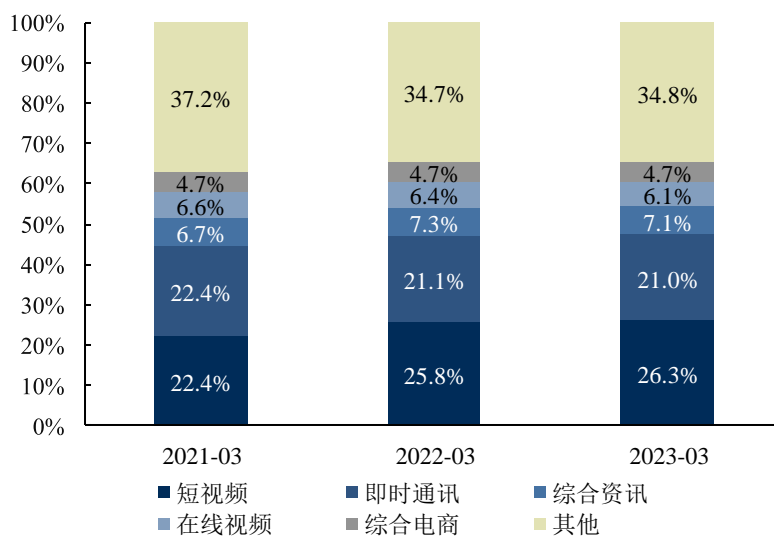
图36：移动互联网月人均使用次数



资料来源：Questmobile，东兴证券研究所

2021.3-2023.3，用户时长持续向短视频集中。2021.3-2023.3，受到短视频挤压，即时通讯、在线视频赛道用户时长占比逐年下降；而资讯和电商赛道用户时长占比稳定。从用户消磨时间角度，相比短视频内容，资讯提供差异化体验；电商赛道用户时长占比稳定主要源于拼多多近几年发展迅速，驱动整体电商用户大盘实现稳定增长。

图37：移动互联网细分行业用户使用总时长占比

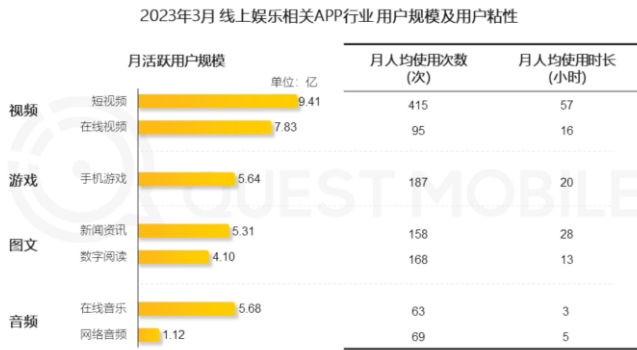


资料来源：Questmobile，东兴证券研究所

4.2 短视频竞争优势显著，长视频、网络音频布局多渠道多终端

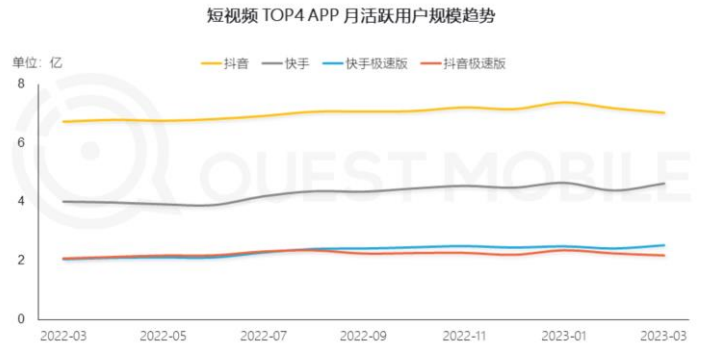
短视频竞争优势显著，移动端用户规模趋于稳定。根据 Questmobile，相比长视频、游戏、资讯、数字阅读、在线音乐、网络音频等赛道，短视频占据更大规模用户量以及用户时长。在文娱互联网流量为王逻辑下，短视频优势显著。当前短视频赛道，抖音、快手以及微信视频号呈现三国鼎立格局。从成长性看，抖音快手移动端用户规模已经趋于稳定，2020-2022 年疫情防控期间，短视频+直播模式下，抖音快手用户时长保持增长，但在 2023 年疫后复苏阶段，预计短视频用户时长增长面临压力。

图38：2023年3月线上娱乐相关行业用户规模及用户时长



资料来源：Questmobile，东兴证券研究所

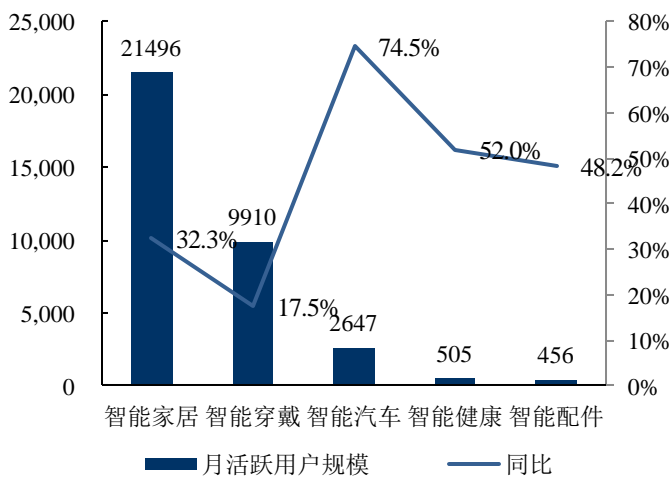
图39：短视频 App 月活用户规模趋势



资料来源：Questmobile，东兴证券研究所

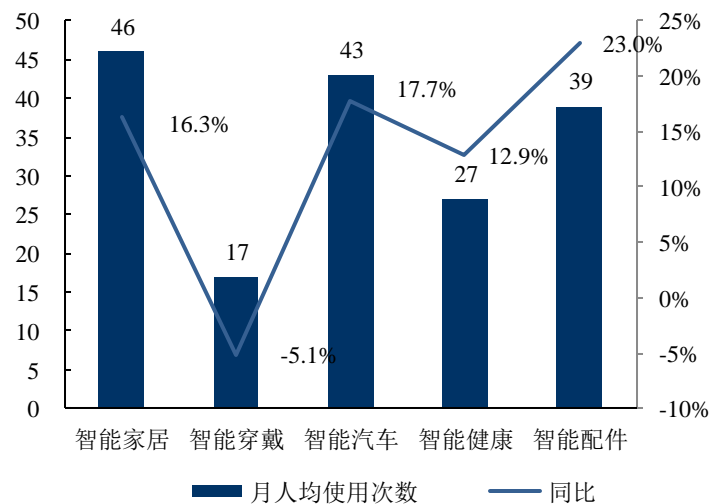
智能设备终端发展快速，驱动长视频、网络音频等赛道实现第二增长曲线。尽管智能手机端用户规模趋稳，但近几年智能设备终端发展快速。2022 年 6 月，智能家居月活用户规模达到 2.1 亿，同比增长 32.3%，智能穿戴月活用户规模达到 0.99 亿，同比增长 17.5%，智能汽车月活规模达到 2647 万，同比增长 74.5%。从使用频次看，智能家居与智能汽车的使用频率已经达到智能手机端一些文娱应用的水平。我们认为，长视频、网络音频等赛道多终端布局将驱动行业实现第二增长曲线。

图40：2022年6月智能设备APP用户规模



资料来源：Questmobile，东兴证券研究所

图41：2022年6月智能设备APP月人均使用次数



资料来源：Questmobile，东兴证券研究所

(1) 芒果超媒通过多渠道布局，完善覆盖生活场景。2022 年 8 月，芒果 TV App 去重总用户数 5.52 亿人，手机端用户数占比其全渠道 51.7%，大屏 OTT 端占比达到 18.5%；

(2) 喜马拉雅通过多终端布局，完善覆盖用户音频场景。2022 年 8 月，喜马拉雅 App 去重总用户数 3.08 亿人，手机端用户数占比 31.2%，智能硬件终端用户数占比达到 27.1%。

图42：2022 年 8 月芒果 TV App 全渠道流量占比

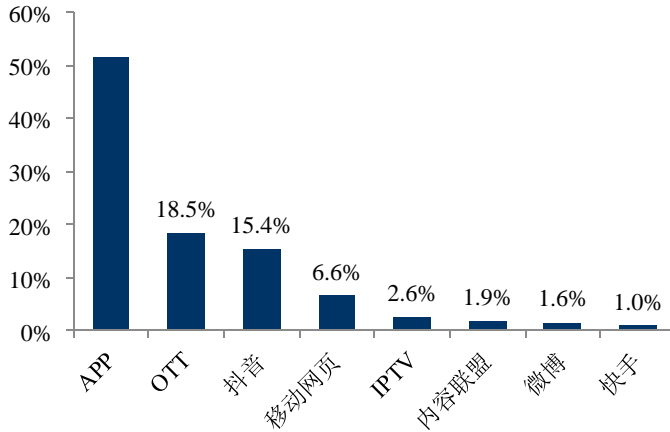
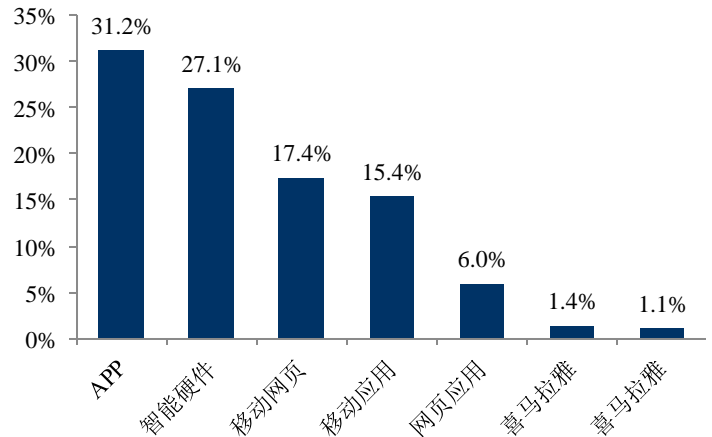


图43：2022 年 8 月喜马拉雅 App 全渠道流量占比



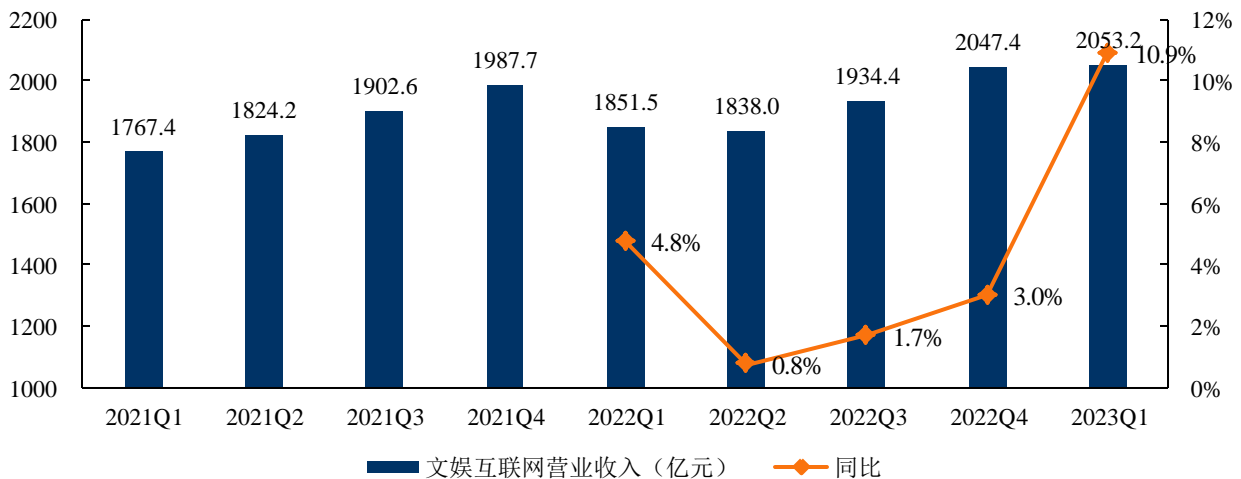
资料来源：Questmobile, 东兴证券研究所

资料来源：Questmobile, 东兴证券研究所

2023Q1 文娱互联网营收加速增长。2023Q1，文娱互联网板块实现营收 2053.2 亿元，同比增长 10.9%。从收入整体规模看，2023Q1 创 2021 年以来季度新高，增速也达到两位数。营收加速增长主要原因有互联网行业政策监管有所放松、后疫情时期国内经济复苏、以及互联网广告市场较快修复。我们认为，随着国内经济持续复苏，下半年文娱互联网板块营收有望进一步提升。

注：文娱互联网，包括短视频、长视频、游戏、资讯、数字阅读、在线音乐、网络音频等细分赛道，满足用户消磨时间需求，报告选择 4 家头部上市公司作为板块分析，分别为：腾讯控股，网易，快手，哔哩哔哩。

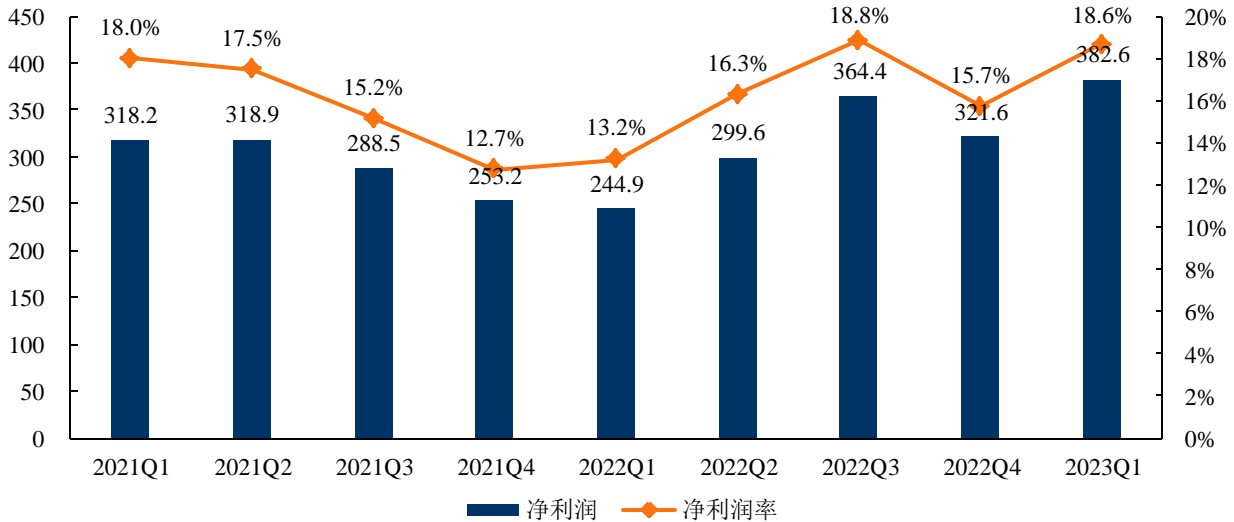
图44：文娱互联网板块营收（亿元）



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

2023Q1 文娱互联网净利润率恢复至 2021 年以来季度新高。2023Q1，文娱互联网整体净利润 382.6 亿元，对应利润率 18.6%。

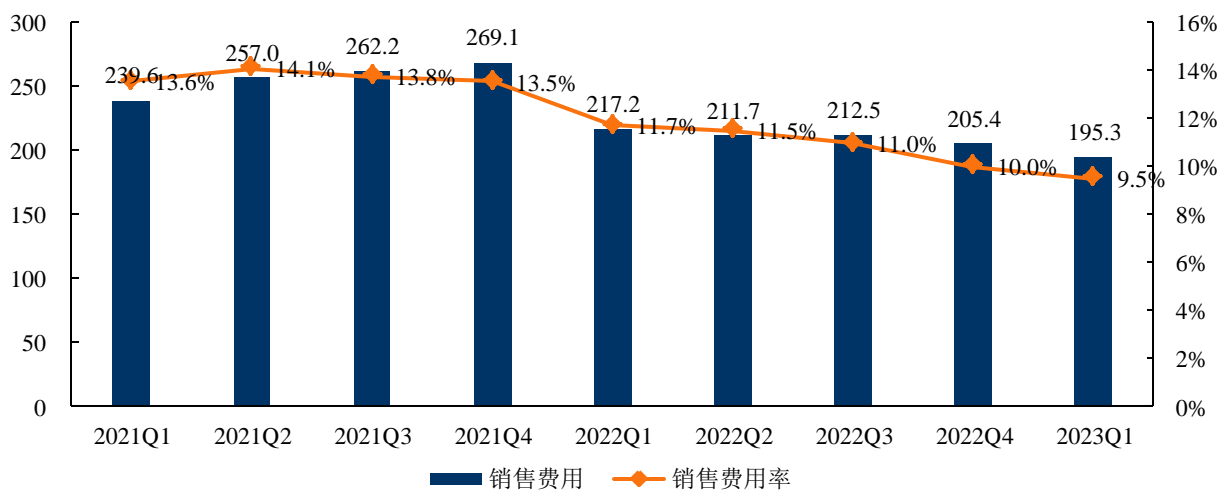
图45：文娱互联网板块净利润及利润率（亿元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

转向提升用户留存率，2023Q1 文娱互联网销售费率持续下降。2023Q1，文娱互联网整体销售费用 195.3 亿元，对应销售费率 9.5%，创 2021 年以来季度新底。由于移动互联网用户红利期已经结束，文娱互联网公司已经从推广获取新用户转向提升用户留存率，在此趋势下，预计文娱互联网整体销售率有望进一步降低。

图46：文娱互联网板块销售费用及销售费率（亿元）

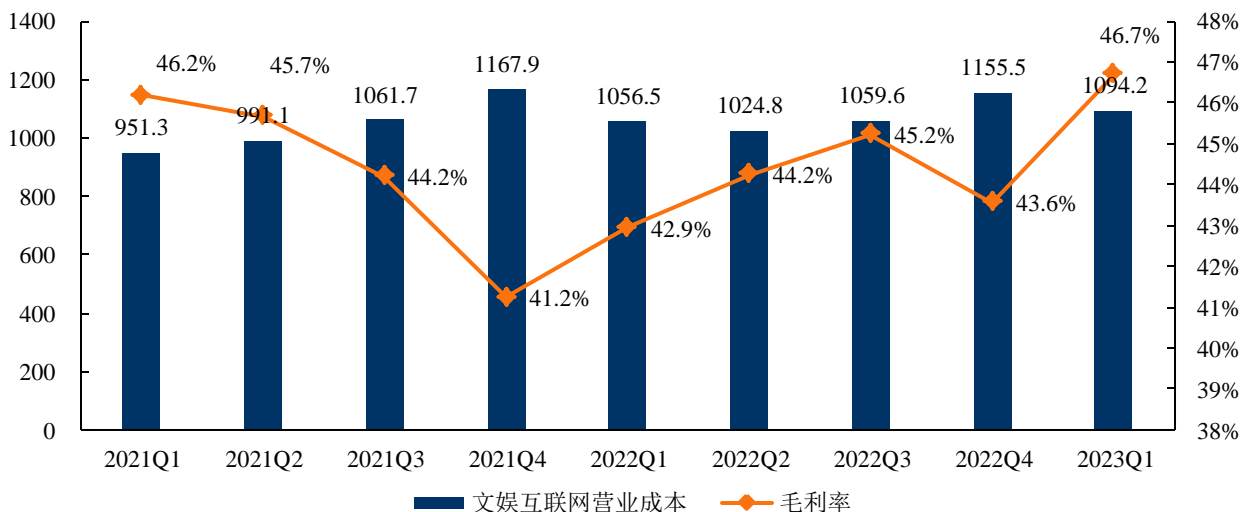


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

降本效果明显，2023Q1 文娱互联网毛利率持续提升，管理费用与研发费用规模双降。

(1) 2023Q1 文娱互联网整体营业成本 1094.2 亿元，对应毛利率 46.7%，创 2021 年以来季度新高。

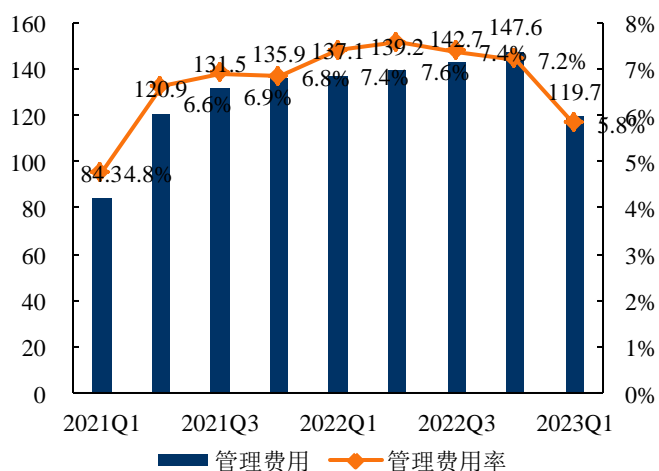
图47：文娱互联网板块营业成本及毛利率（亿元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

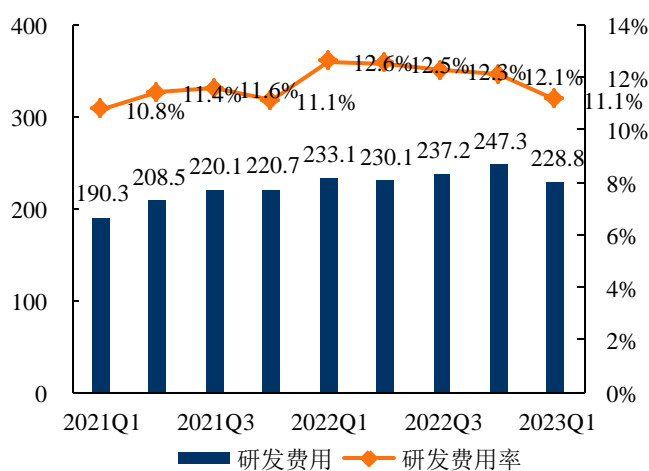
(2) 2023Q1 文娱互联网管理费用 119.7 亿元，对应管理费率 5.8%；研发费用 228.8 亿元，对应研发费率 11.1%。

图48：文娱互联网板块管理费用及管理费率（亿元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图49：文娱互联网板块研发费用及研发费率（亿元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

4.3 本地生活市场复苏较快，电商转向低价竞争

本地生活市场复苏较快，抖音打破行业竞争格局。2023 年 3 月，本地生活用户规模以及使用次数同比显著提升。当前本地生活用户规模约 4.58 亿人，在中线城市渗透率仍有较大提升空间。2022 年 10 月，短视频平台抖音在成都成立大本营，布局餐饮外卖、到店团购、酒店旅行等本地生活业务。根据 QuestMobile 数据，2023 年 4 月，抖音本地生活商家服务平台“抖音来客”月活用户数已经达到 332.7 万。我们认为，抖音打破行业竞争格局，美团作为行业龙头，已经积累丰富的服务业态、商家和配送资源，平台模式具有较强的稳定性。

图50：2023 年 3 月本地生活行业用户规模（亿人）

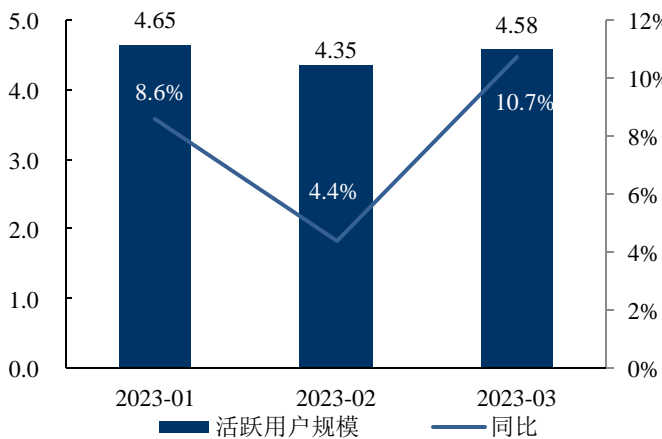
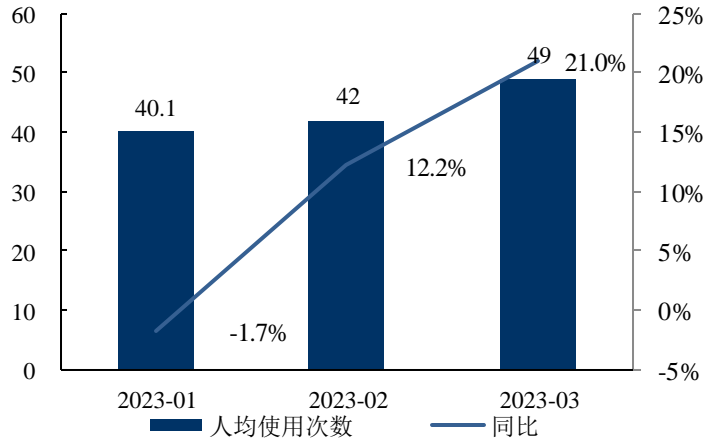


图51：2023 年 3 月本地生活行业月人均使用次数

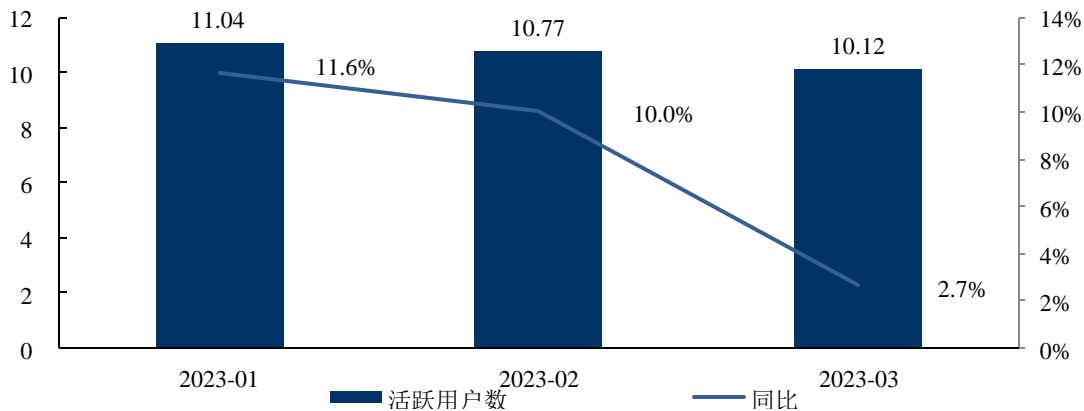


资料来源：Questmobile, 东兴证券研究所

资料来源：Questmobile, 东兴证券研究所

消费疲软，电商转向低价竞争策略。2023 年 3 月，电商行业用户规模 10.12 亿人，同比增长 2.7%。电商行业复苏并不显著，主要源于 2023 年国内经济处于慢复苏阶段，居民未来收入不确定性加强。在此情况下，电商平台转向低价竞争策略，平台营销策略以“让利模式”吸引用户，并加大中小卖家扶持政策。我们认为，当下国内电商格局，淘宝与京东积极采取补贴政策以及调整运营策略，目标重新建立“低价”优势，拼多多依靠拼团以及低价爆款模式占据用户“省钱”心智，在目前用户消费趋势下，拼多多优势显著。

图52：2023 年 3 月电商行业用户规模

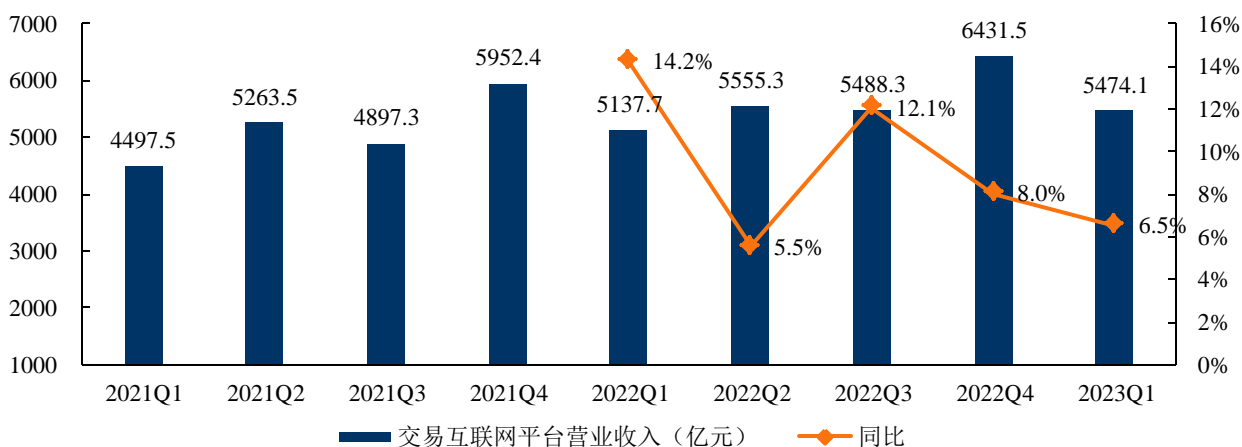


资料来源：Questmobile, 东兴证券研究所

2023Q1 交易互联网板块营收增速平稳。2023Q1，交易互联网板块实现营收 5474.1 亿元，同比增长 6.5%。增速下滑主要受用户消费习惯从追求品质转向性价比转变。

注：交易平台型互联网，包括电商、餐饮外卖、网约车、社区团购等细分赛道，向用户提供服务过程中嵌入交易环节，收取服务费或者抽佣作为主要收入来源，报告选择 4 家头部上市公司作为板块进行分析，分别为：阿里巴巴，拼多多，美团，京东集团。

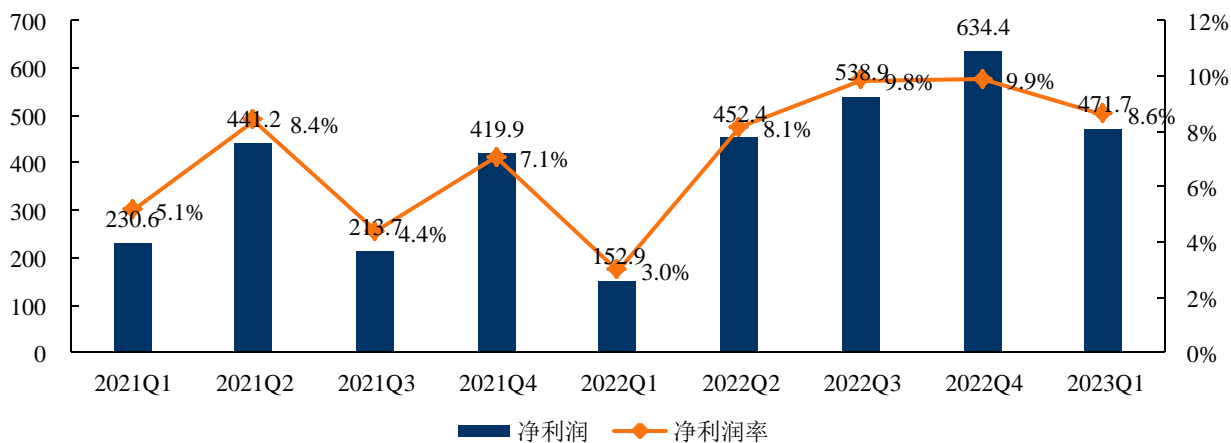
图53：交易互联网板块营收（亿元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

交易互联网净利润率环比下滑。2023Q1，交易互联网板块实现净利润 471.7 亿元，净利润率 8.6%。利润率下降主要源于用户消费转向性价比产品，相应产品利润率较低，从而导致平台抽佣率或者推广收入下滑。

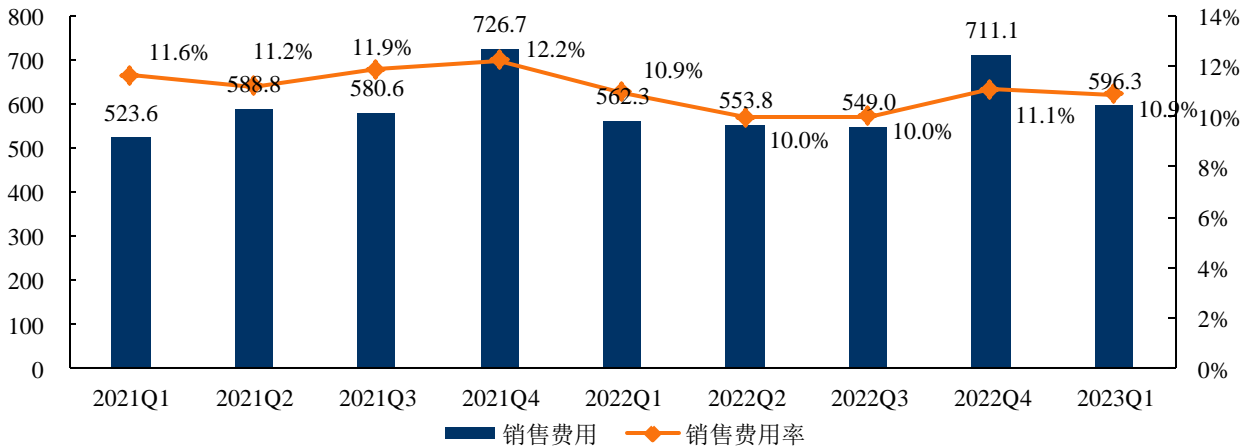
图54：交易互联网板块净利润及利润率（亿元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

交易互联网板块销售费率稳定。2023Q1，交易互联网板块销售费用 596.3 亿元，销售费率 10.6%。用户消费能力下降，但平台间竞争程度并没下降。当前电商平台转向低价竞争策略，将站外营销资源与站内投放流量导向低价产品，进而导致平台销售费用较难下降。

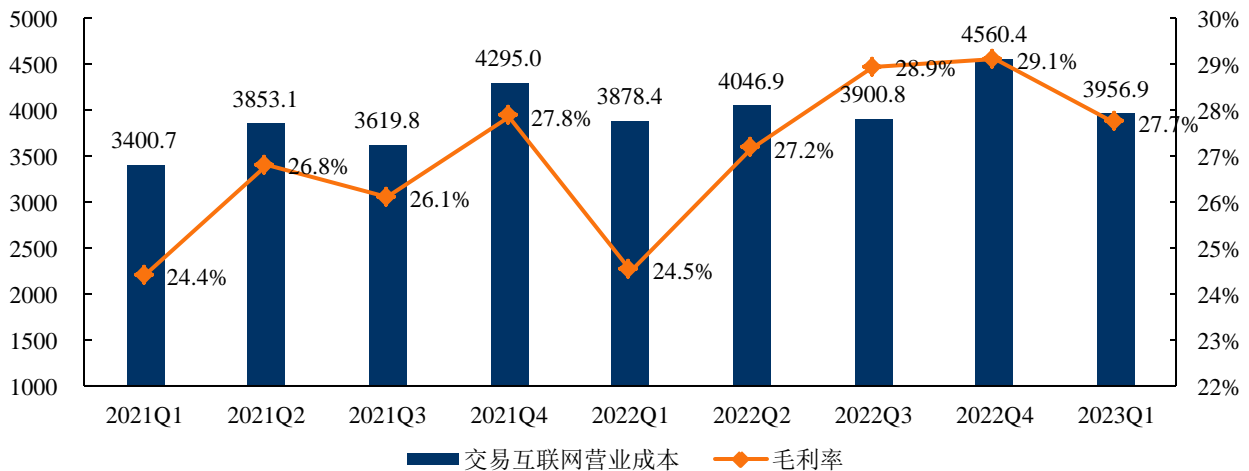
图55：交易互联网板块销售费用及销售费率（亿元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

交易互联网板块毛利率环比下降。2023Q1，国内互联网板块整体营业成本 3956.9 亿元，对应毛利率 27.7%。

图56：交易互联网板块营业成本及毛利率（亿元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2023Q1 交易互联网管理费用 181.4 亿元，对应管理费率 3.3%；研发费用 256.2 亿元，对应研发费率 4.7%。

图57：交易互联网板块管理费用及管理费率（亿元）

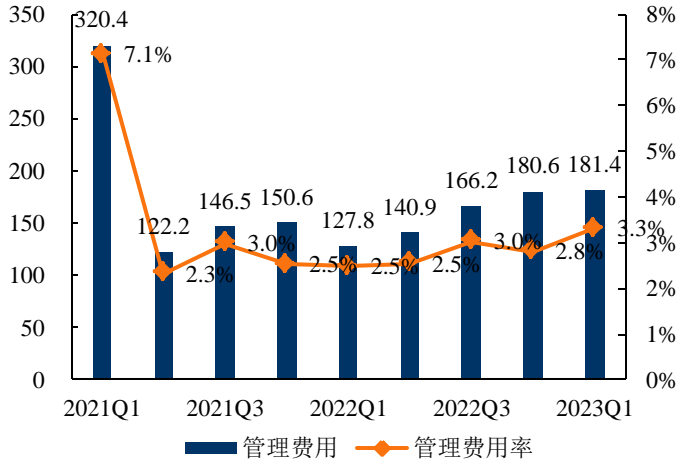
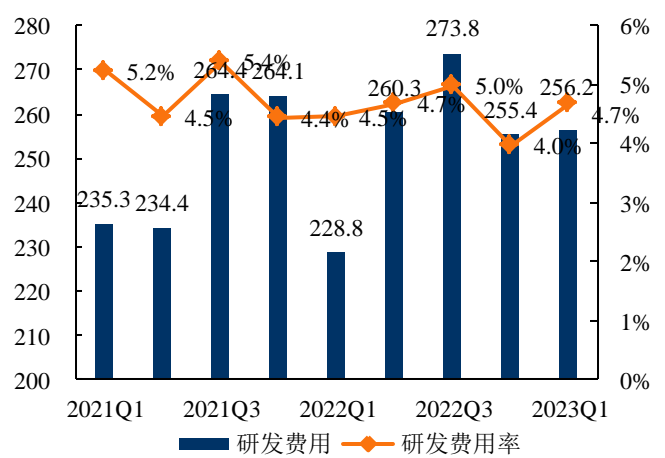


图58：文娱互联网板块研发费用及研发费率（亿元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

4.4 相关标的

线上文娱板块，短视频竞争优势显著，2023Q1 线上文娱板块净利润率恢复至 2021 年以来季度新高。交易平台板块，本地生活市场复苏较快，美团平台模式具有较强的稳定性；电商转向低价竞争，平台间竞争激烈，销售费用难以下降，2023Q1 交易互联网利润率环比下滑。具体标的建议关注：腾讯控股、快手、哔哩哔哩、阿里巴巴、拼多多、美团；受益标的：网易、京东集团。

表4：互联网行业重点标的盈利预测与估值

代码	公司名称	市值 (亿元)	年初至今涨幅	营收 (亿元)		归母净利 (亿元)		PE	
				23E	24E	23E	24E	23E	24E
0700.HK	腾讯控股	30,775	1%	6,283.3	7,008.1	1,506.9	1,763.8	20	17
9999.HK	网易	4,833	29%	1,067.6	1,176.9	231.4	255.9	21	19
1024.HK	快手	2,250	-23%	1,124.4	1,298.2	5.0	79.9	449	28
9626.HK	哔哩哔哩	503	-33%	247.5	291.2	-40.2	-11.6	(13)	(43)
9988.HK	阿里巴巴	17,143	0%	8,729.6	9,578.9	1,128.0	1,314.4	15	13
PDD.O	拼多多	7,069	-12%	1,728.1	2,110.0	395.3	513.7	18	14
3690.HK	美团	7,565	-25%	2,782.3	3,442.4	134.3	267.9	56	28
9618.HK	京东集团	4,333	-33%	11,031.6	12,186.7	235.9	296.1	18	15

资料来源：同花顺一致预期，东兴证券研究所。统计日期截止 2023 年 6 月 20 日。

5. 风险提示

(1) AI 及 AR/VR 颠覆原有商业模式；(2) 广告市场复苏不及预期；(3) 国内用户消费力下滑；(4) 互联网政策监管趋严。

分析师简介

分析师：石伟晶

传媒与互联网行业首席分析师，上海交通大学工学硕士。7 年证券从业经验，曾供职于华创证券、安信证券，2018 年加入东兴证券研究所。2019 年新浪金麒麟传媒行业新锐分析师。全面覆盖 A 股传媒及海外互联网板块，与优秀公司为伍，致力于领先市场挖掘产业投资机会。紧密跟踪产业趋势，以腾讯为核心，覆盖社区社交、网游、短视频、长视频、直播、音乐及有声书等赛道；以美团为核心跟踪生活服务互联网发展趋势，以阿里巴巴、拼多多、京东为核心跟踪国内电商及跨境电商发展趋势。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526