

互联网传媒

天风问答系列第二弹：传媒互联网五问五答

证券研究报告

2021年11月12日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

文浩

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516050002
wenhao@tfzq.com

张爽

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517070004
zhangshuang@tfzq.com

冯翠婷

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517090001
fengcuiting@tfzq.com

翟一柠

联系人

zhaiyining@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 1 《互联网传媒-行业深度研究:2021年 NFT 行业概览:文化与社交的数字确权价值》 2021-10-21
- 2 《互联网传媒-行业深度研究:21年双11 前瞻:监管推动平台让利商家,直播电商有望再创佳绩》 2021-10-20
- 3 《互联网传媒-行业点评:互联网行业点评:美团处罚落地释放悲观情绪,无碍本地生活龙头再起航》 2021-10-09

Q1: 腾讯数字生态展望?

A: 腾讯金融科技与企业服务成为 21Q3 财报最大亮点。腾讯在数字生态大会中提到的 2B 业务战略主要归纳为以下三个要点: 未来将围绕数实结合打造四大引擎: 用户引擎、技术引擎、安全引擎和互联网开放生态引擎; 全真互联, 三大方向夯实技术基础: 腾讯云正在海量算力、实时分析、极致传输三个方向上, 不断夯实全真互联的技术基础; 激发效能, 助力实体企业数字化转型。

Q2: 第一期提示后, 当下元宇宙最新动态?

A: 元宇宙热度持续高涨, 覆盖面广适于深度挖掘, 当下处于前导期, 拉升互联网、传媒等长期预期。自 3 月 UGC 游戏平台 Roblox 上市点燃 21 年元宇宙元年情绪, 国内外大厂陆续公开相关布局: 腾讯事业群 PCG 调整发力全真互联网; 多个国内游戏工作室宣布 Metaverse 新项目; 英伟达发布跨时代 Omniverse 平台; 字节收购国内标杆 VR 硬件厂商 Pico; 10 月 Facebook 改名 Meta 转型元宇宙公司标志该概念生态正式启程; RobloxQ3 财报营收增长 102%超预期。建议关注 AI、云计算、区块链等核心底层技术; VRAR 终端硬件上量带来应用端内容繁荣。相关标的海外上市【Roblox、英伟达、Unity、Facebook、腾讯、网易、Bilibili】以及国内上市【宝通科技、完美世界、三七互娱、世纪华通、视觉中国、芒果超媒等】。

Q3: 11 月金股完美世界具体推荐逻辑?

A: 完美世界 2021 年前三季度实现营收 67.39 亿元, 同比下降 16.40%, 归母净利润 8.00 亿元, 同比下降 55.72%, 扣非后归母净利润 5.61 亿元, 同比下降 66.41%, 整体符合预期。其中游戏板块 21Q3 利润 5.5 亿元, 环比大幅回暖, 公司在 21H1 陆续上线新游戏游戏业务表现上, 新周期产品《梦幻新诛仙》已步入回收期,《幻塔》11 月 10 日终极测试, 年内有望上线, 如果流水超预期, 具有较大弹性。完美世界在持续扩大核心品类的竞争优势基础上, 加速多元化、年轻化战略落地, 并且秉持长线理念。

Q4: 《个人信息保护法》11 月 1 日落地后, 实施的进展和影响?

A: 个人信息保护法的施行使互联网公司获取用户信息难度增大, 互联网公司信息壁垒或被削弱, 同时增加了互联网公司对于个人信息处理的义务; 目前各 App 目前均更新隐私设置, 保障用户隐私安全, 我们认为目前影响可控, 仍需关注后续执行情况。由于我国《个人信息保护法》与 GDPR 类似, 我们复盘欧盟 GDPR 对互联网公司的影响, 我们认为个保法实施后广告龙头集中度有望提升, 可形成数据闭环的互联网公司整体受到影响较小, 信息流效果广告与广告联盟广告相对影响较大, 搜索广告、社交广告、媒体广告相对影响较小。

Q5: 双 11 直播电商表现如何?

A: 双 11 打响开门红, 直播带货涨势迅猛, 但持续性也需观察。今年双 11 第一波电商大盘销售额达到 3162 亿元, 相比于去年同期的 1921 亿元同比增速达 64.6%; 品牌商表现亮眼, 不少品牌如薇诺娜、林氏木业等在去年的纪录上再创新高; 京东平台上, 139 个品牌下单金额破亿元。

风险提示: 宏观经济波动风险, 政策风险, 经营能力不及预期

内容目录

1. 腾讯数字生态大会：腾讯打造四大引擎助力实体企业数字化转型.....	3
2. Metaverse 产业链重点环节分析.....	6
2.1. VRAR：VR 迎来放量拐点，AR 生态仍处起步阶段.....	6
2.2. 5G、云计算、AI：赋能行业飞轮效应，算法和内容是关键.....	7
2.3. 区块链、NFT：核心价值“数字内容资产化”，21 年进入快速扩张期.....	9
2.4. 国内外代表标的元宇宙布局更新.....	9
3. 11 月金股完美世界：21Q3 业绩逐步修复，《幻塔》有望年内上线值得期待.....	11
4. 《个保法》施行后：各 App 陆续更新，预期整体影响可控.....	13
4.1. 《个人信息保护法》施行将对互联网公司产生影响.....	13
4.2. 各 App 陆续更新，积极应对监管.....	15
4.3. 龙头公司市占率或有提升，社交、搜索广告相对影响较小.....	17
5. 双 11 直播带货涨势迅猛，品牌商表现亮眼.....	18
6. 风险提示.....	19

图表目录

图 1：腾讯金融科技及企业服务业务收入及同比增速（1Q18A-3Q21A）.....	3
图 2：微信云音视频产品矩阵.....	3
图 3：海量算力细节展示.....	4
图 4：元宇宙产业图.....	6
图 5：2020VR 头显总结分析.....	7
图 6：2020AR 头显总结分析.....	7
图 7：5G、大数据、AI 与 VR 发展的协同带动作用.....	8
图 8：VR 在 C 端和 B 端的应用领域.....	8
图 9：Facebook 元宇宙布局.....	10
图 10：腾讯元宇宙布局.....	10
图 11：完美世界 2015-2020 年、2020Q1-Q3 和 2021Q1-Q3 营业收入及同比增速.....	11
图 12：完美世界 2015-2020 年、2020Q1-Q3 和 2021Q1-Q3 归母净利润及同比增速.....	11
图 13：完美世界 2019Q1-2021Q3 营业收入及同比增速.....	12
图 14：完美世界 2019Q1-2021Q3 归母净利润及同比增速.....	12
图 15：完美世界 2017-2020 年、2020Q1-Q3 和 2021Q1-Q3 毛利率与净利率.....	12
图 16：个人信息保护法对互联网公司广告影响路径.....	14
图 17：新浪财经和知乎 app 隐私政策说明和广告管理界面.....	15
图 18：微信的更新通知及个性化广告关闭按钮.....	15
图 19：抖音 app 隐私政策说明和广告管理界面.....	16
图 20：欧盟广告技术供应商广告加载率的变化.....	17
图 21：四种营销方式的最终触达数据影响估计.....	17
图 22：双 11 第一波活动销售额.....	18
图 23：双 11 第一波活动平台份额.....	19

未找到图形项目表。

1. 腾讯数字生态大会：腾讯打造四大引擎助力实体企业数字化转型

腾讯金融科技与企业服务在 21Q3 实现单季度高增长，云基础设施、PaaS、SaaS 产品助力企业数字化。3Q21 金融科技及企业服务收入为 433.2 亿元，同比增长 30.3%，环比增长 3.4%。企业服务方面，腾讯的 PaaS 视频云解决方案收入在中国排名第一。腾讯云覆盖了国内 90% 的音视频客户。21Q2，腾讯云音视频在基础网络层面推出“TRTC（音视频实时通信业务）+IM（即时通信消息和业务信令）+CDN（应对海量大并发直播、点播内容的分发）”，并在该基础网络之上构建起完整的音视频 PaaS 产品，提供移动直播、短视频、小程序等一站式终端产品形态。

图 1：腾讯金融科技及企业服务业务收入及同比增速（1Q18A-3Q21A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：微信云音视频产品矩阵



资料来源：腾讯云公众号，天风证券研究所

展望未来，我们将腾讯在数字生态大会中提到的 2B 业务战略主要归纳为以下三个要点：

腾讯未来将围绕数实结合打造四大引擎：1) 打造用户引擎，将用户理解引入产业全流程。腾讯可以通过通过企业微信、腾讯会议等对加盟店和经销商进行连接，通过对客户行为的理解，能够更精准地触达需求；叠加基于库存、渠道与门店销售数据的排产优化。2) 打造技术引擎，将前沿数字技术与产业落地融合。当前腾讯提供的工具包括分布式数据库 TDSQL、TCE 专有云平台、自研视频转码芯片“沧海”等。3) 打造以云原生、零信任为核心的安全引擎。腾讯安全持续支持腾讯社交、内容等业务，积累了大量 Know-how。腾讯也以云原生的可拓展、零信任的动态认证为基础，为机构和企业，进行全域、全时的弹性安全防护。4) 打造助力产业互联网开放战略的生态引擎。腾讯构建了生态产品库，叠加腾讯的数据库、音视频等优势技术。引入产品的年收入增长超过 100%。目前，在腾讯生态体系中，年收入破千万的伙伴达到数百家，数量同比增长了 150%以上。未来三年，公司将投入超过 200 亿资源，培育超过 1 千家，年收入突破 1 千万的伙伴企业。

全真互联，三大方向夯实技术基础：腾讯云正在海量算力、实时分析、极致传输三个方向上，不断夯实全真互联的技术基础。芯片是产业互联网最核心的基础设施。面向 AI 计算、视频处理、高性能网络这三个需求的场景，腾讯芯片研发已有实质性进展，推出了 AI 推理芯片紫霄、视频转码芯片沧海、智能网卡芯片玄灵。此外，低代码将成为给数字应用开发降本增效的关键工具。SaaS 应用作为连接工具的重要性也会进一步凸显。

图 3：海量算力细节展示



资料来源：腾讯数字生态大会公众号，天风证券研究所

激发效能，助力实体企业数字化转型：目前，腾讯云服务了国内超过 90%的音视频公司、超过 80%的头部游戏公司以及绝大多数电商平台；客户覆盖银行、保险、证券、消费金融、产业金融等各细分领域；助力超过 30 个部委、20 个省、500 个市县数字化转型。在智慧零售领域，去年商家自营小程序 GMV 同比增长了 255%，腾讯智慧零售合作伙伴中也出现了小程序 GMV 破百亿的商家。企业微信通过信息的连接与打通，提高了顾客服务的满意率和企业的生产效率；这样的连接意味着洞察市场需求，捕获创新灵感；而在农业和政务场景，从信息员服务农户，再到网格员服务居民，连接也在助力社会的发展。

2. Metaverse 产业链重点环节分析

Metaverse 产业链由 7 个部分组成：用户直接参与的体验（如游戏，社交软件，在线音乐等），发现平台（用户从何处获取这些体验），创造者经济（包括设计工具、动画系统、图形工具、货币化技术等），空间计算（包括 3D 引擎、手势识别、空间映射和人工智能等），去中心化（包括如何将生态系统的大部分转移到无权限、分散式和更民主化的结构），人机交互（从移动设备到虚拟现实设备，再到高级触觉和智能眼镜等未来技术），基础设施（半导体、材料科学、云计算和电信网络等）。

图 4：元宇宙产业图



资料来源：Medium，天风证券研究所

2.1. VRAR：VR 迎来放量拐点，AR 生态仍处起步阶段

VR 产业以较成熟产品技术，完备供应链体系，消费级价格步入 C 端市场。从 C 端看，一体化机型或成 VR 设备趋势，减轻主机依赖性有助设备普及率提升。据 VR 陀螺，行业前沿产品 OculusQuest2020 推出迭代产品，同期销量超一代 5 倍以上。VR 硬件上量增强对内容端需求，Quest 平台自 19 年 5 月上线以来累计销售收入超 1.5 亿美元，超 60 款 VR 游戏收入达 100 万美元。从 B 端看，随疫情影响，VR 在教育培训、文化娱乐、广告营销、商务会议等应用场景的独特产品效用展现增强。5G、云计算与 AI 为 VR 行业提供强大基础设施，加速 VR 在商用领域的落地进程。

图 5：2020VR 头显总结分析

产品形态	处理器	显示	光学	追踪定位
<ul style="list-style-type: none"> 一体式、轻量化 消费电子核心特征和趋势之一是轻量化和移动化，VR一体机重量普遍在500克上下，同时越来越多厂家推出轻薄的短焦VR头显。 一体机成主流形态 全年13款VR头显中有7款是一体机，一体机已成VR主流产品形态，一体机体积小、重量轻、便携性好、应用场景更加丰富和广泛。符合消费电子进化的路径。 	<ul style="list-style-type: none"> 高通芯片一家独大 传统手机高通骁龙835、845手机芯片部分机型使用，但高通XR芯片已成为当前VR主力芯片，高通骁龙XR芯片进化到XR2，支持5G功能，并在Quest 2首发，国内VR厂商爱奇艺、奇遇2S跟进使用，趣立科技推出基于XR2芯片的VR一体机解决方案。 国产芯片差距较大 电信天翼小V一体机使用了全志VR9芯片，但主打低端观影功能，性能尚有差距。 	<ul style="list-style-type: none"> Fast-LCD屏成首选 Fast-LCD屏幕量产稳定、性价比高，目前成为消费级VR头显的主流屏幕，Quest1代使用了AMOLED屏幕，而Quest2转而使用更为经济的Fast-LCD屏幕。 4K、70Hz是主流 目前大部分VR头显都达到了单眼2K、双眼4K的分辨率；刷新率达到70Hz到90Hz水平，有效的降低了VR头显窗纱效应和眩晕感。 	<ul style="list-style-type: none"> 菲涅尔方案成熟 菲涅尔透镜方案已经非常成熟，普遍达到100°以上的视角场，供货稳定。当前VR头显普遍采用菲涅尔透镜方案。 短焦方案是趋势 采用超短焦技术的VR头显体积都极其小巧，因此整个透镜模组和此前VR产品的体积和厚度都大幅降低，3Glasses X1、华为VR Glass、创维S6三款产品都采用超短焦技术方案，将有越来越多厂商跟进。 	<ul style="list-style-type: none"> 6DOF 6DOF追踪定位技术轻便易用，为游戏等内容提供更极致的体验，VR头显逐步升级为6DOF，Oculus已宣布将停止基于3DOF的Oculus GO，全面转向开发6DOF的产品。 Inside-out Inside-out方案降低了硬件成本，简化了安装设置过程降低上手难度，基于计算机视觉算法越来越成熟，Inside-out方案已成为大多数VR头显的追踪方案。

资料来源：VR 陀螺，天风证券研究所

AR 产业仍在 B 端商业场景落地，技术及消费普及程度仍待探索。轻薄化、类普通眼镜是 AR 眼镜的在消费端普及的必然选择。目前仍待底层核心技术，特别是光学、显示技术和电池续航等的技术突破。波导+Microled 目前被认为是消费级 AR 眼镜光学方案的黄金搭档，2020 年国 MicroLED 厂商 JBD 与 AR 眼镜厂商 Vuzix 达成供货，Facebook 已宣布与英国 MicroLED 厂商 Plessey 合作推出 MicroLEDAR 眼镜。技术进步或将带来 AR 产业的阶段化突破。

图 6：2020AR 头显总结分析

产品形态	处理器	显示	光学	感知交互
<ul style="list-style-type: none"> 产品形态尚未统一 当前一体式、分体式眼镜共存，分体式又分为手机+眼镜和 DOCK+眼镜方案。针对B端的眼镜不同业务也有不同的形态，有头戴式、眼镜式等等，总体而言，AR眼镜的产品形态尚未形成统一的技术路径和解决方案。 轻薄化、类普通眼镜是AR眼镜的在消费端普及的必然选择。目前仍受等待底层核心技术，特别是光学、显示技术和电池续航等的技术突破。 	<ul style="list-style-type: none"> 高通芯片一家独大 目前AR眼镜处理器基本以传统手机使用的高通骁龙8系列、以及高通XR系列为主酷派Xview尝试采用了高通可穿戴芯片，效果仍待观察。 国产芯片保留希望 Rokid glass 2搭载了中晶半导体AI芯片，Dream Glass 4K使用了瑞芯微的GPU，性能尚有差距，但仍看到国产的希望。 	<ul style="list-style-type: none"> 多种显示屏幕共存 LCOS、硅基OLED、DLP三种屏幕共存，由于亮度上的差异，硅基OLED一般与BB、自由曲面搭配，Lcos, DLP基于亮度上的优势与光波导搭配。 Micro-LED是未来 Micro-LED高亮度、低延时、低功耗等优点将成为AR眼镜的微显示屏幕的未来必然选择，2020年11月份上海JBD公司宣布量产0.13英寸单色MicroLED微显示器。 	<ul style="list-style-type: none"> 多种光学方案共存 自由曲面、BB、光波导、棱镜方案共同存在。硅基OLED一般与BB、自由曲面搭配，LCOS、DLP基于亮度上的优势与光波导、棱镜搭配。 光波导+Microled 波导+Microled目前也被认为是消费级AR眼镜光学方案的黄金搭档，2020年国MicroLED厂商JBD与AR眼镜厂商Vuzix达成供货，Facebook已宣布与英国MicroLED厂商Plessey合作推出MicroLED AR眼镜。 	<ul style="list-style-type: none"> SLAM开始普及 部分AR眼镜开始搭载计算机视觉模组，当前AR眼镜方案基本是IMU+单双目融合为主，具备了SLAM，环境理解，图像识别等AR能力。 手势识别逐步具备 搭载了计算机视觉模组的AR眼镜部分开始具备动作捕捉，手势识别功能。

资料来源：VR 陀螺，天风证券研究所

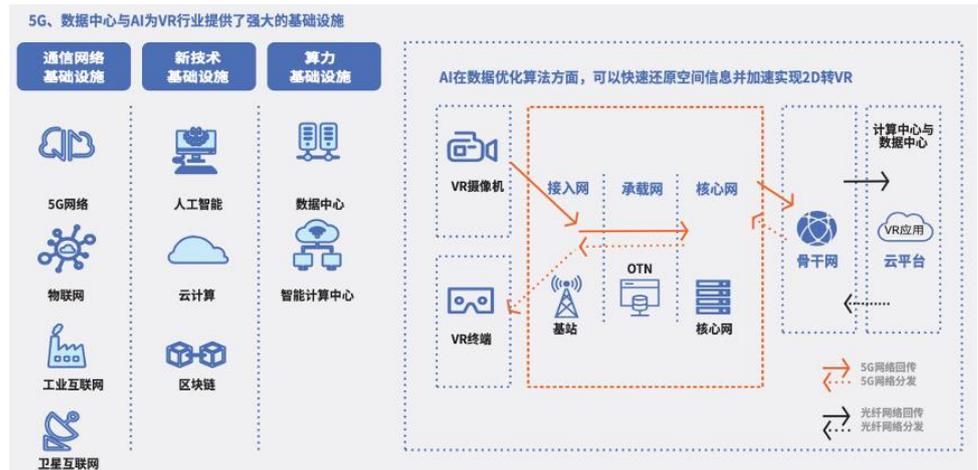
2.2. 5G、云计算、AI：赋能行业飞轮效应，算法和内容是关键

借助 5G、云计算与 AI 技术，VR 产业将进入快速发展期，未来 VR 产业比拼的是数据体量与精细度。5G、云计算与 AI 为 VR 行业提供强大的基础设施，加速 VR 在商用领域的落地

进程。VR 在软件、硬件和内容等领域已经取得显著突破，而数据成为 VR 厂商竞争的关键。未来无论是三维空间重建还是深度 AI 应用，更大体量和更细颗粒度的数据是 VR 在商用领域持续发展的根基。

算法、数据不断提升 VR 的内容产出，VR 技术将与场景紧密关联，场景的规模化应用，将成为整个 VR 产业发展的基石。当前 VR 在细分的商用领域应用的渗透率不高，表现形式是细分领域的内容不足，而内容缺失的根本原因是 VR 技术与场景脱节。未来随着算法的进步以及行业数据的不断累积，会细分出更丰富的应用场景，场景细分和规模化应用会为 VR 的商业落地提供更加广阔的应用空间。

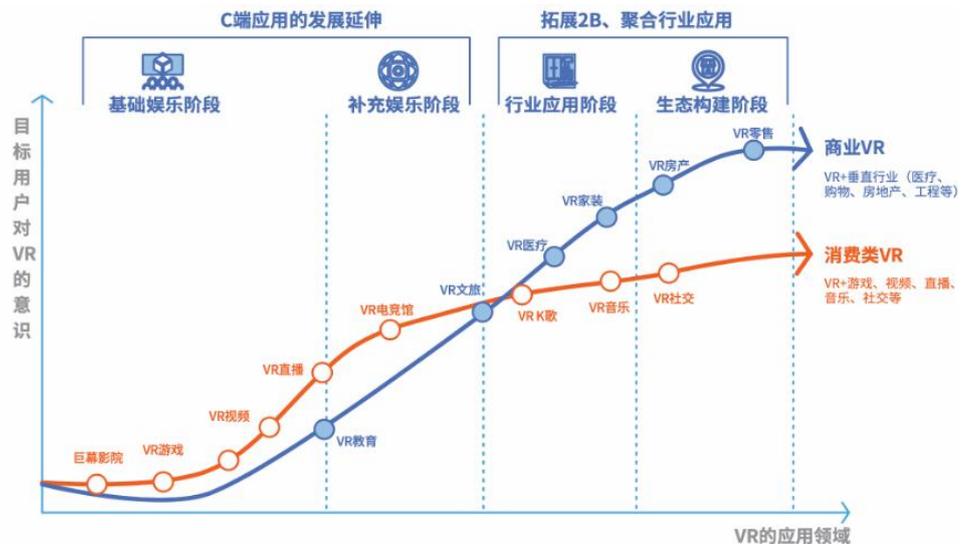
图 7：5G、大数据、AI 与 VR 发展的协同带动作用



资料来源：VR 陀螺，天风证券研究所

随着 VR 产业链的逐步完善，VR 对行业的赋能会展现出强大的飞轮效应。目前，VR 已经在房产交易、零售、家装家居、文旅、安防、教育以及医疗等领域有广泛应用，未来随 VR 产业链条的不断完善，以及丰富的数据累积，VR 将充分与行业结合，由此展现出强大的飞轮效应。

图 8：VR 在 C 端和 B 端的应用领域



资料来源：VR 陀螺，天风证券研究所

2.3. 区块链、NFT：核心价值“数字内容资产化”，21年进入快速扩张期

同质化通证（Non-Fungible Token, NFT）是一种架构在区块链技术上的，不可复制、篡改、分割的加密数字权益证明，其映射实体收藏品等实物资产和图像、音乐、游戏道具等虚拟资产。NFT的核心价值在于“数字内容资产化”，依托区块链技术保证数字资产的唯一性、真实性和永久性，增强其流动性，并有效解决上链资产的确权问题，解决版权保护痛点。从2017年第一个NFT项目Cryptopunks开始，NFT行业经历萌芽期、探索期，2021年进入快速扩张期，《Everydays: The First 5000 Days》以6934万美元高价拍卖，各界明星铸造和购买NFT引发各界关注，叠加区块链游戏Axie Infinity凭借Play to earn模式在菲律宾持续升温，2021年三季度NFT交易量和交易额迅速拉升，9月6日的30日市场交易总额达到28.42亿美元。

目前中国NFT市场仍处于起步摸索阶段，国内主流的NFT发售或交易平台主要包括阿里拍卖、蚂蚁链粉丝粒、幻核和NFT中国。国内发行的NFT项目数量不多，但涉及的领域（体育、文创等）以及映射的数字内容形式（音频、3D模型、动画等）较为多元。由于国内对虚拟资产相关业务的监管态度历来十分严厉，NFT在中国的发展路径将遵循不同于海外市场的商业模式，中国企业更多是从版权保护切入，发挥NFT数字产权证明功能，强调无币化NFT的探索。目前蚂蚁链粉丝粒、幻核发行的藏品均未开放二手交易。

21年三季度以来，海外以Axie Infinity为代表的边玩边赚（play to earn）模式的区块链游戏正在兴起，游戏类别Dapp新增数量有明显的增加，市场对区块链游戏的需求也有所增加，7月份区块链游戏领域活跃钱包数量增长121%至80.4万，8月份进一步增长至88.3万。Axie Infinity 2021Q3活跃用户超过150万，交易额超过7.76亿美元的交易额，并成为第一个历史交易总额超过20亿美元的Dapp。10月份值得关注的play to earn区块链游戏包括城市之星Town Star（重大更新，推出Town代币）、遥远星球Farsite（早期项目）、裂变之地Splinterlands（九月份最活跃的区块链程序之一）、沙盒The Sandbox（阿尔法版即将发布）、Aavegotchi（第一批土地将在本月出售）等。

2.4. 国内外代表标的元宇宙布局更新

- **Facebook**：10月28日正式更名Meta宣布转型元宇宙公司。Meta将在社交、游戏、工作、教育等各个领域发力。社交方面，Horizon平台添加的VR新功能——Horizon Home可以随心定制用户的虚拟形象及聚会空间，并更新Quest上的Messenger功能可以直接从horizon中拨打。游戏方面，Meta将进一步扩大平台上VR游戏的阵容。近期《生化危机4》、《侠盗猎车手：圣安地列斯》等大IP在Oculus Quest 2上推出。工作方面，Horizon Workrooms中集成更多可用于多任务处理的2D应用程序，包括Slack、Dropbox、Mural、Pluto TV等。教育方面，与Unity合作打造云宇宙沉浸式学习体验，设立1.5亿美元内容开发基金。生态方面，Facebook宣布推出Presence平台，旨在帮助开发人员在Quest平台上构建混合现实，平台包含三个产品：用于开发混合现实体验的Insight软件开发工具包（SDK）；可以更轻松地应用程序添加手部交互的SDK；可以帮助构建语音输入体验的SDK。

以Oculus为核心入口切入Metaverse生态。2014年，Facebook以30亿美元的价格收购了VR头显公司Oculus，扎克伯格认为VR设备将会改变人们交流和计算的方式，成为下一代的通用信息平台和终端设备。收购后，Oculus相继发布了PCVR头显Oculus Rift系列产品以及VR一体机Oculus GO和Oculus Quest，2019年公司发布6DOFVR一体机Quest取得超过200万台的销量，随后公司确定了6DOFVR一体机的产品发展路线，停产了Rift和GO系列产品。2020年，公司发布的Quest2销量上实现了突破，预计整体销量能够达到1000万台，Oculus在VR头显的市占率达到70%。公司以Oculus为核心，通过自研和并购的方式，深度布局XR感知交互技术、XR工具和软件、VR游戏内容以及云游戏、区块链等等。Facebook VR/AR相关部门有近1万名员工（占其全球员工总数的近五分之一）。

图 9：Facebook 元宇宙布局

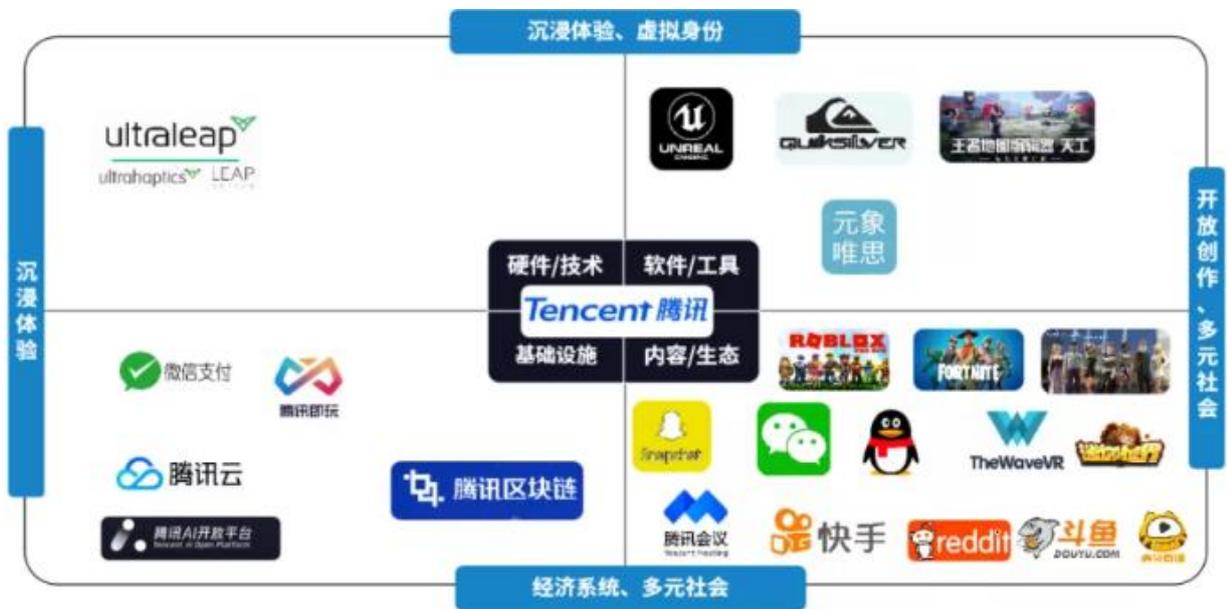


资料来源：VR 陀螺，天风证券研究所

- **腾讯：以投资为主要方式、以游戏和社交为核心。**在组成元宇宙的 AR、VR、音乐、互联网等关键领域，腾讯已早有涉足：无论是打造虚拟世界需要的顶级引擎工具——Epic 的虚幻引擎；还是 AR 组件、镜像世界的领导者 Snap；以及全球音乐巨头 Spotify、自由表情工具 Bitmoji、摄像头 Kit、社交软件 Discord 等背后，都有腾讯投资的身影。近期腾讯申请的元宇宙相关商标，主要以旗下产品/品牌名称+元宇宙形式为主，例如“天美元宇宙”（天美工作室）、“王者元宇宙”（游戏：王者荣耀）、“QQ 元宇宙”（社交产品 QQ）等，同名不重复统计约有 9 个“元宇宙”相关商标。

沉浸体验 VR/AR 硬件布局较少。同为社交巨头，相较于 Facebook 而言，腾讯对硬件的投资和布局并未提到战略的高度，以腾讯在 PC 互联网和移动互联网时代的来看，腾讯擅长和专注领域是偏向于下游的内容和应用生态。

图 10：腾讯元宇宙布局



资料来源：VR 陀螺，天风证券研究所

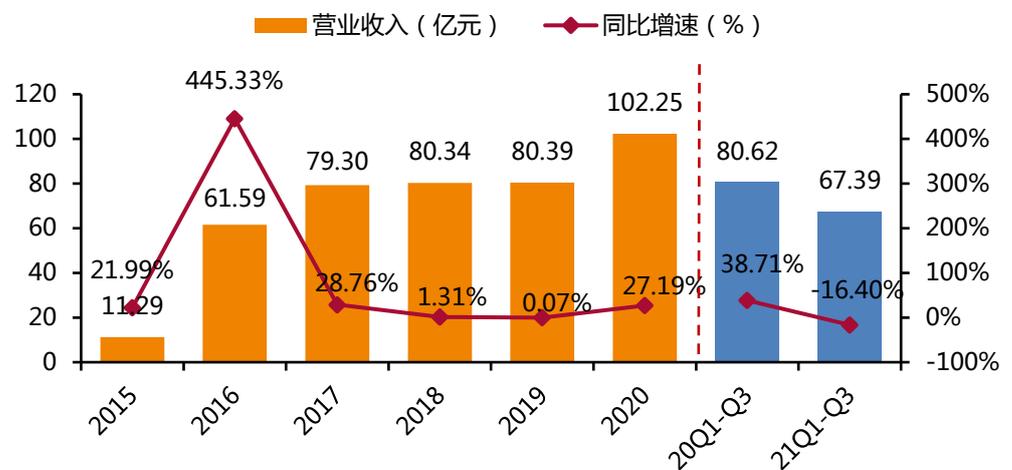
- **Roblox: Metaverse 创作工具/游戏平台。**1989 年, Roblox 的创始人 David Baszucki 以儿童教育为目的创建的名为 Interactive physics 的 2D 模拟物理实验平台。2004 年, 创建了 Roblox, 逐渐发展成为创建、分享、销售、游戏为一体的在线平台。

21Q3 业绩超预期。21Q3 营收达到 5.094 亿美元, 同比增长 102%, Q3 亏损 7400 万美元, 去年同期净亏损为 4861 万美元; 每股收益为 -0.13 美元, 前值为 -0.26 美元。21Q3 平均日活跃用户(DAU)为 4730 万, 同比增长 31%; 用户累计在线小时数为 112 亿小时, 同比增长 28%。据 Refinitiv 的 IBES 数据显示, 该公司的订单上涨 28%, 达到 6.378 亿美元。

3. 11 月金股完美世界: 21Q3 业绩逐步修复, 《幻塔》有望年内上线值得期待

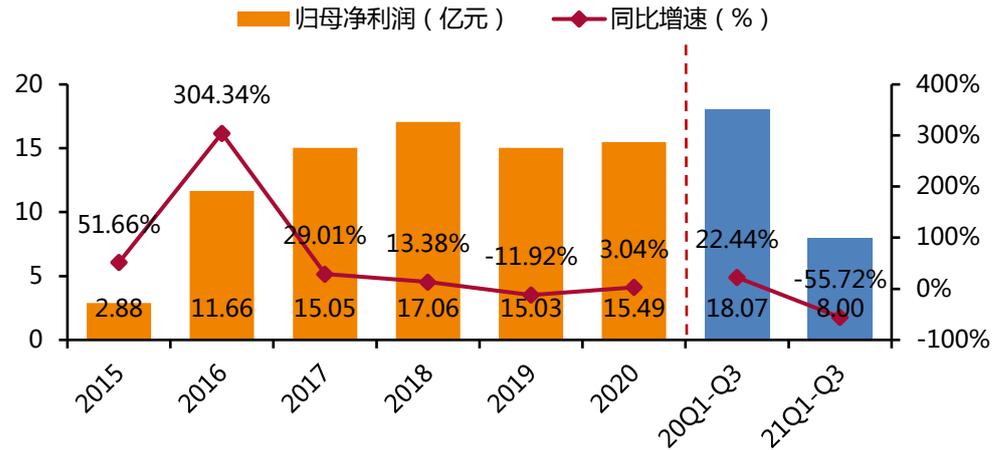
完美世界 2021 年前三季度实现营收 67.39 亿元, 同比下降 16.40%, 归母净利润 8.00 亿元, 同比下降 55.72%, 扣非后归母净利润 5.61 亿元, 同比下降 66.41%, 整体符合预期。21Q3 单季度实现营收 25.33 亿元, 同比下降 13.21%, 归母净利润 5.42 亿元, 同比增长 1.18%, 扣非后归母净利润 5.23 亿元, 同比增长 0.82%。其中游戏板块 21Q3 利润 5.5 亿元, 环比大幅回暖, 公司在 21H1 陆续上线新游戏《非常英雄救世奇缘》《旧日传说》《战神遗迹》《梦幻新诛仙》, 进入第三季度, 新游戏上线初期的集中推广投入逐步回收。

图 11: 完美世界 2015-2020 年、2020Q1-Q3 和 2021Q1-Q3 营业收入及同比增速



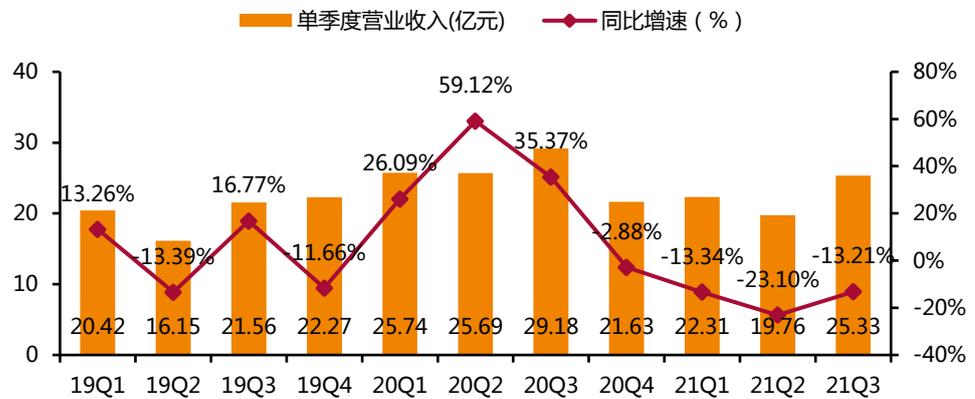
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 12: 完美世界 2015-2020 年、2020Q1-Q3 和 2021Q1-Q3 归母净利润及同比增速



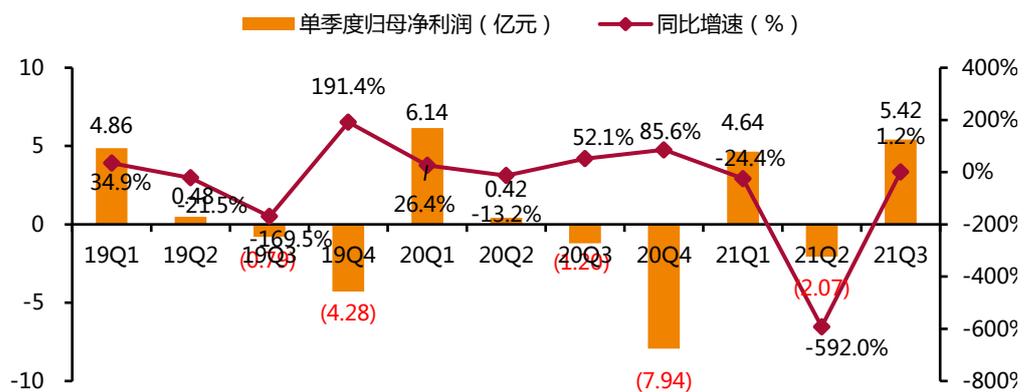
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 13: 完美世界 2019Q1-2021Q3 营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

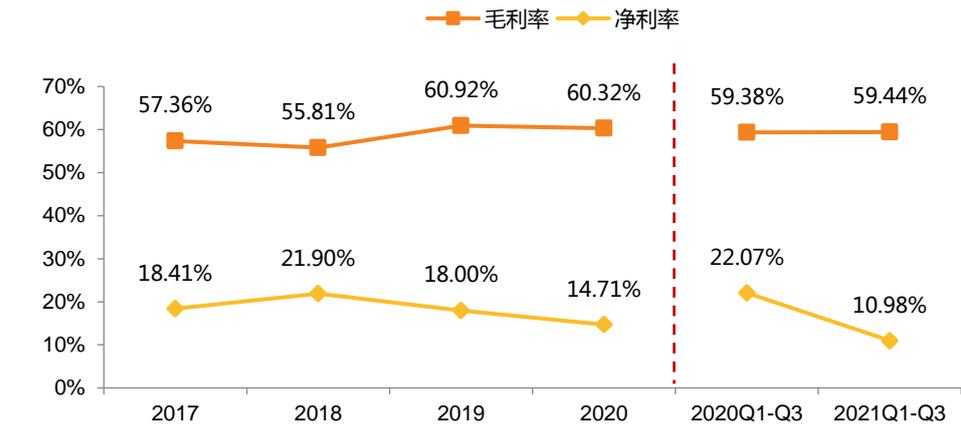
图 14: 完美世界 2019Q1-2021Q3 归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

利润率方面,21Q3 毛利率及净利率均有所提升。21Q3 毛利率 67.13%, 同比增加 10.21pct, 净利率 21.92%, 同比增加 4.00pct。

图 15: 完美世界 2017-2020年、2020Q1-Q3 和 2021Q1-Q3 毛利率与净利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

游戏业务表现上，新周期产品《梦幻新诛仙》已步入回收期，《幻塔》11月10日终极测试，年内有望上线，值得期待。完美在今年举行战略发布会，未来将沿着“更聚焦、更年轻化、更长线”的思路做研发和运营，聚焦“MMO+X”与“卡牌+X”两大核心赛道，融合创新，力求突破。《梦幻新诛仙》手游于6月25日上线，首月流水突破5亿元。后续还有《幻塔》《一拳超人：世界》《天龙八部2》等多款游戏正在推进中，其中《幻塔》将开放世界内容与MMO内容进行了向上融合，在世界观构建和美术风格上进行了大胆突破和创新。明后年来看，除上述游戏产品外，公司还储备多元类型新品为中长线增长提供产品支持。

完美世界在持续扩大核心品类如MMORPG的竞争优势基础上，加速多元化、年轻化战略落地，并且秉持长线理念。转型过程中虽有短期业绩压力，但今年随着《梦诛》《幻塔》等陆续上线，公司有望在新产品周期下逐步恢复业绩增长节奏，短期建议重点关注《幻塔》，作为11月金股重点推荐。

4. 《个保法》施行后：各App陆续更新，预期整体影响可控

《中华人民共和国个人信息保护法》于2021年8月20日通过，2021年11月1日起正式施行。个人信息保护法施行后，各App均更新了隐私政策说明，展示App会调用哪些功能权限；为用户提供是否允许收集和利用个人信息的选项；允许用户导出信息等等。我们认为目前影响可控，仍需关注后续执行情况。由于我国《个人信息保护法》与GDPR类似，我们复盘欧盟GDPR对互联网公司的影响，我们认为个保法实施后广告龙头集中度有望提升，可形成数据闭环的互联网公司整体受到影响较小，信息流效果广告与广告联盟广告相对影响较大，搜索广告、社交广告、媒体广告相对影响较小。

4.1. 《个人信息保护法》施行将对互联网公司产生影响

互联网公司获取用户信息难度增大，需个人自愿、明确同意，且获取信息处理限于实现处理目的的最小范围。

互联网公司信息壁垒或被削弱，赋予了个人在个人信息处理活动中的权利，包括查阅复制权、可携带权、删除权等权利。

明确规定针对个人的精准推送需要提供不针对个人特征的选项，对广告与推送精准性造成影响，否定“大数据杀熟”。

明确规定互联网公司的义务，互联网公司需加大整体个人信息保护力度，增加成本支出，使个人信息数据处理透明可追溯。

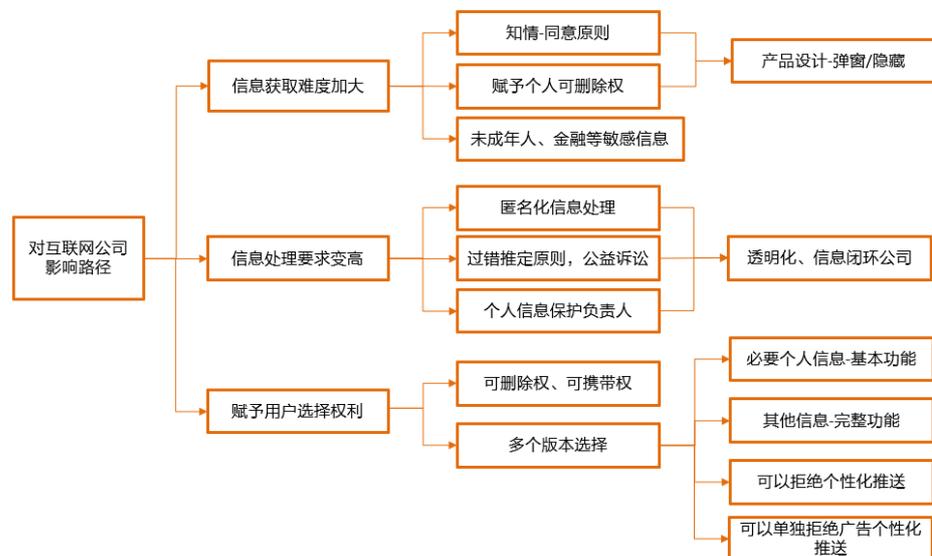
表1：《个人信息保护法》原文及对互联网公司的影响

	《个人信息保护法原文》	对互联网公司的影响
第四条	个人信息是以电子或者其他方式记录的与已识别或者可识别的自然人有关的各种信息， 不包括匿名化处理后的信息。	明确将匿名化处理后的信息排除在外，互联网公司可以处理匿名化数据。我们认为或 对大型互联网公司有利 ，大型互联网公司具有足够的 数据储备及闭环处理能力 ，可通过技术手段实现匿名化。
第十四条	基于个人同意处理个人信息的，该同意应当由个人在充分知情的前提下自愿、明确作出。法律、行政法规规定处理个人信息应当取得个人单独同意或者书面同意的，从其规定。	若用户无明确同意或对互联网公司的内容精准推送与广告精准推送产生影响。 取得用户信息的难度加大。
第二十四条	个人信息处理者利用个人信息进行 自动化决策 ，应当保证决策的透明度和结果公平、公正， 不得对个人在交易价格等交易条件上实行不合理的差别待遇。 通过自动化决策方式向个人进行信息推送、商业营销，应当同时提供不针对其个人特征的选项，或者向个人提供便捷的拒绝方式。	明确否定了“大数据杀熟”等现象 ，明确个人精准推送应同时提供不针对个人特征的选项，或者更为便捷的拒绝方式，若用户拒绝个人推荐，对推送的广告精准度与价值或产生不利影响。
第四十五条	个人请求将个人信息转移至其指定的个人信息处理者，符合国家网信部门规定条件的，个人信息处理者应当提供转移的途径。	个人具有个人信息可携带权，与互联网互联互通一脉相承，原本互联网的数据沉淀壁垒或有所削减，有利于整体互联网打通，为用户提供更好的服务体验。
第五十二条	处理个人信息达到国家网信部门规定数量的个人信息处理者应当 指定个人信息保护负责人 ，负责对个人信息处理活动以及采取的保护措施等进行监督。	互联网公司需加大整体个人信息保护力度，使个人信息数据处理透明可追溯， 带来数据保护成本提升。

资料来源：《个人信息保护法》，天风证券研究所

《个人信息保护法》的知情同意原则、赋予个人选择权和处理信息的权利等使互联网公司**信息获取难度增大，信息处理要求变高，同时对产品提出了更高的要求。**

图 16：个人信息保护法对互联网公司广告影响路径



资料来源：《个人信息保护法》，天风证券研究所整理

4.2. 各 App 陆续更新，积极应对监管

《个人信息保护法》施行后，各 App 陆续更新隐私设置。大多数 app 在更新后打开界面均弹出隐私政策更新通知，并为用户提供记录个人信息和不记录个人信息两种浏览方式。

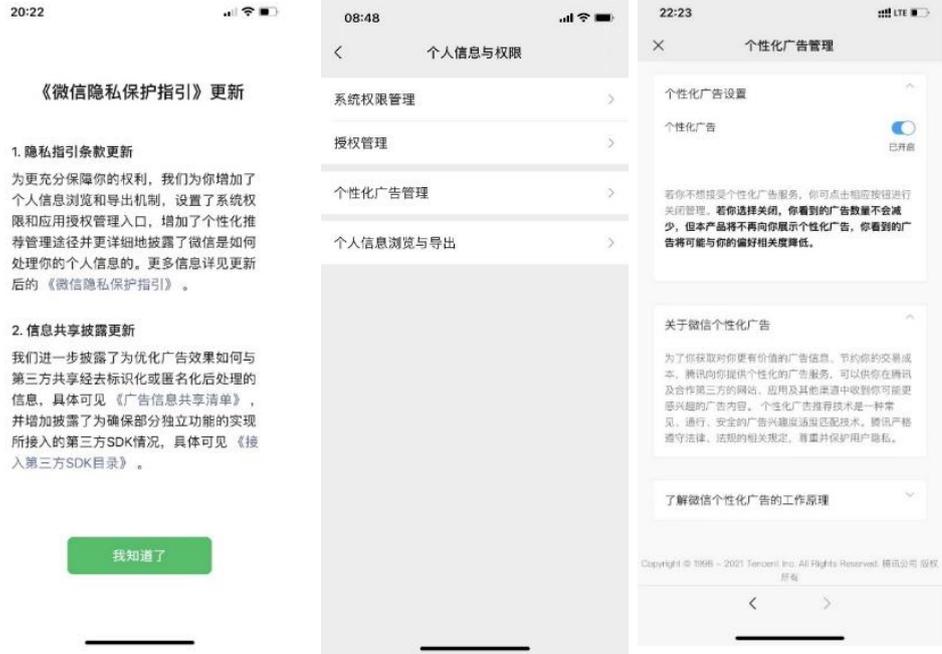
图 17：新浪财经和知乎 app 隐私政策说明和广告管理界面



资料来源：新浪财经 app 内截图，知乎 app 内截图，天风证券研究所

微信更新后打开即通知隐私条款和信息披露更新，用户点击“我知道了”进入微信。隐私中新增个人信息与权限，包含系统权限管理、授权管理、个性化广告管理和个人信息浏览与导出四个部分，分别实现了展示调用功能权限、展示授权应用、可选择关闭个性化广告和导出个人信息等功能。

图 18：微信的更新通知及个性化广告关闭按钮



资料来源：微信、天风证券研究所

抖音更新后打开无隐私条款更新通知。设置中包含了解与管理广告推送、隐私政策、应用权限、个人信息收集清单和第三方 SDK 目录等与隐私有关的项目，用户可查看抖音如何收集和使用信息、接入的第三方软件、申请使用的手机权限等，也可以分别管理程序化广告和个性化广告。

图 19：抖音 app 隐私政策说明和广告管理界面



资料来源：抖音、天风证券研究所

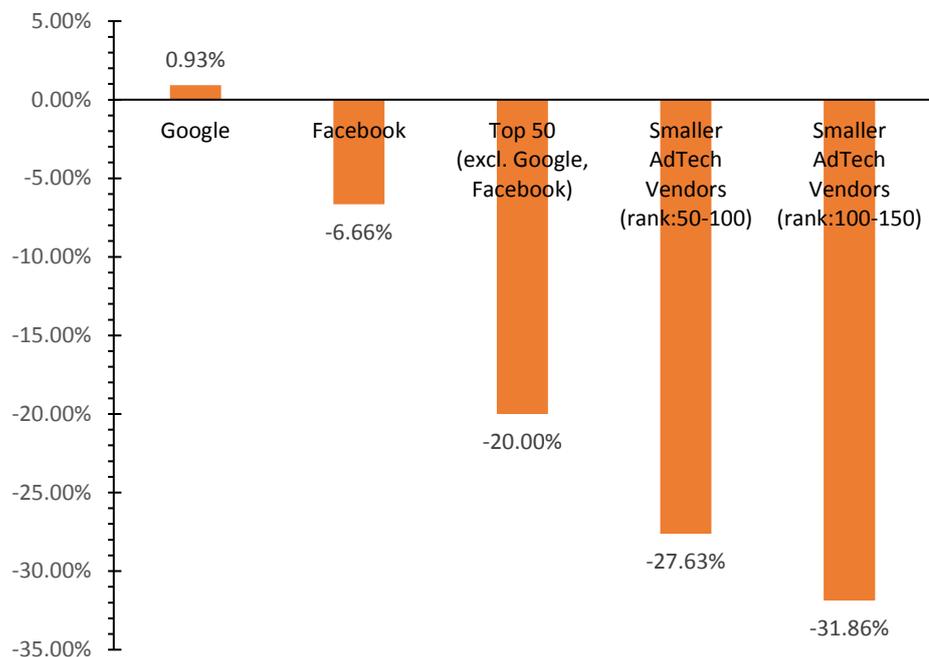
快手更新后打开无隐私条款更新通知。设置中的了解与管理个性化推荐一项中可以管理个性化推荐内容，但无法单独管理广告；关于快手一项中介绍了隐私权保护政策和第三方数据合作信息。今日头条和电商都更新了产品中的隐私设置。今日头条更新后打开通知用户政策更新及如何关闭个性化推荐权限，用户可以点击“同意”进入或退出应用；个性化推荐设置中可分别管理程序化广告和个性化广告。淘宝和拼多多都可以选择关闭不同兴趣类

别的个性化广告。

4.3. 龙头公司市占率或有提升，社交、搜索广告相对影响较小

类比欧盟数据隐私保护法(GDPR)，可以预测我国个保法施行对互联网公司的影响。欧盟 GDPR 施行后，大型广告技术供应商相对受益。谷歌、Facebook 和亚马逊在欧盟的广告市占率增加，小型广告技术公司已经失去了约三分之一的市占率。

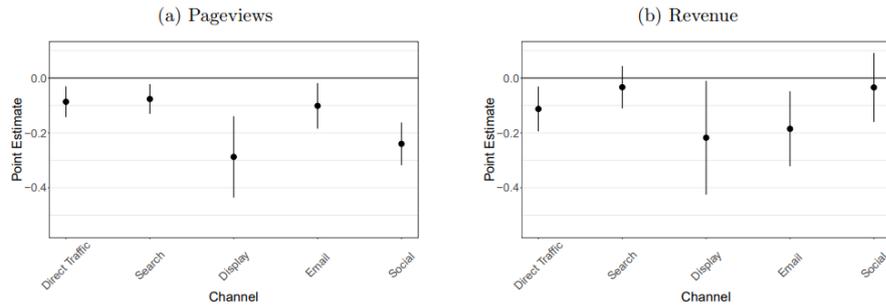
图 20：欧盟广告技术供应商广告加载率的变化



资料来源：CLIQZ，天风证券研究所

GDPR 实施后，第三方 cookie 直接急剧减少，第一方 cookie 则相反，它通常不涉及与他人共享信息。广告行业受到整体影响，其中展示广告和邮件渠道的收入下降较多，而付费搜索广告和社交广告的收入基本没有受到 GDPR 的显著影响。

图 21：四种营销方式的最终触达数据影响估计



资料来源：REGULATING PRIVACY ONLINE AN ECONOMIC，天风证券研究所

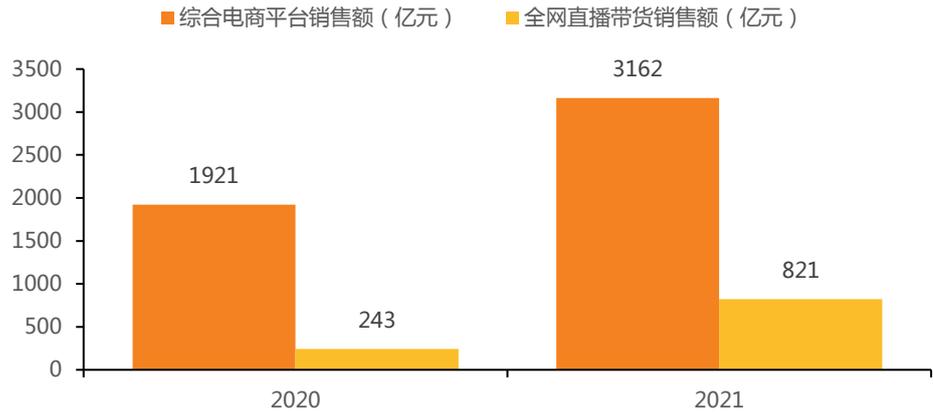
个人信息保护法使互联网公司获取个人信息更加困难，使用个人信息更加严格，对内容推送精度与广告推送精度都有所影响。综合来看，可形成数据闭环的互联网公司整体受到影响较小，信息流效果广告与广告联盟广告相对影响较大；搜索广告、媒体广告相对影响较小。

5. 双 11 直播带货涨势迅猛，品牌商表现亮眼

双 11 打响开门红，直播带货涨势迅猛。根据星图数据，今年双 11 第一波正式活动（10.31-11.3）电商大盘销售额达到 3162 亿元，相比于去年同期（11.1-11.3）的 1921 亿元，同比增速达 64.6%；分平台来看，今年天猫和京东在第一波活动所占份额分别达到 55%与 37%，与 2020 年相比，天猫下滑 1pct 而京东受益于“二选一”取消后品牌商回流，份额提升 4pct。直播带货方面，星图数据显示今年 10.20-11.3 全网直播带货销售额达 821 亿元，相较去年同期大幅增长，并且超过去年双 11 全部时段（10.21-11.11）的带货总额 729 亿元，其中李佳琦薇娅双十一预售首日销售额合计超 180 亿。我们认为双十一前半段战绩在当前消费相对疲软的背景下表现相对突出，直播电商的贡献尤为明显，这对 Q4 整体线上消费有积极的提振作用。

双十一品牌商表现亮眼，京东平台助力中小企业效能倍增。据天猫不完全统计，2021 年 11 月 1 日天猫双 11 开卖首小时超 2600 个品牌成交额超过去年全天，其中国货表现抢眼，不少品牌如薇诺娜、林氏木业等在去年的纪录上再创新高。京东截至 11 月 1 日 24 点，139 个品牌下单金额破亿元，其中 Apple、小米、海尔、联想、美的、华为等品牌下单金额突破 10 亿元。此外，京东本次双 11 重点利好中小企业，助力打造史上中小企业参与规模最大、获得扶持最多、成长最快的京东 11.11，以电脑数码开放平台为例，开抢 4 小时内有超 6000 个商家取得了成交额同比翻番的战绩，全平台 43276 个商家成交额同比增长超 200%。

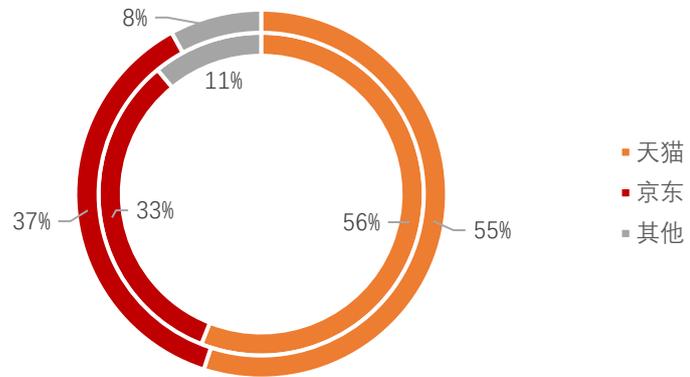
图 22：双 11 第一波活动销售额



资料来源：星图数据，天风证券研究所

注：2020 年直播数据为 11.1-11.3，2021 年直播数据为 10.20-11.3

图 23：双 11 第一波活动平台份额



资料来源：星图数据，天风证券研究所

6. 风险提示

6.1. 宏观经济波动风险

疫情背景下，若部分地区出现疫情反复或变异传染，宏观经济的波动将会对相关公司产生不利影响。

6.2. 政策风险

监管趋严，个人信息保护法、反垄断法等监管政策的后续执行或对相关公司产生不利影响。

6.3. 经营能力不及预期

行业竞争激烈，若不能持续创新或产品失去对用户的吸引力，相关公司经营成果可能不及预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市虹口区北外滩国际	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	客运中心 6 号楼 4 层	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com