

互联网传媒

行业2022年度策略：否极泰来， 悲观中期待边际改善

作者：

分析师 文浩 SAC执业证书编号：S1110516050002

分析师 张爽 SAC执业证书编号：S1110517070004

联系人 翟一柠



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

摘要

- 21年传媒互联网板块受到监管及经济双重影响下，尤其港美股更为明显，面向22年并不需要悲观，关键等待变化，我们预计元宇宙大概率是热点。A股元宇宙浪潮带动21Q4板块反弹，长线科技浪潮伴随硬件进展等有望持续产生催化，将是22年A股重要主线。整体上，监管措施的推进情况仍是核心矛盾，考虑前期政策的悲观预期和历史估值下限，不必悲观，而是观察边际变化，催化剂可能来自政策靴子落地。宏观、监管双重考验下，优先选择相对高景气以及有护城河竞争力公司，比如腾讯、美团、快手、BOSS直聘等。
- 互联网整体流量看，BAT及字节系合计占68.5%移动互联网用户时长，头条系持续进击。小程序生态蓬勃。短视频不断争夺用户时长，占比持续提升，其他领域则有所下降。VRAR技术为代表的元宇宙有望解决用户总时长增长放缓的压力。
- 广告板块，21Q3受到社零增速放缓，教育、游戏等监管导致需求疲软等因素影响增速放缓。整体上22年尤其上半年需要继续消化宏观经济及行业监管政策影响，如个保法影响或在明年有所体现。中短视频平台通过用户增长及自身广告精准度，对广告主保持更强吸引力。

摘要

- **游戏**，21年游戏市场保持平稳增长，腾讯、网易两大巨头市场份额相对稳定。游戏未成年保护新规落地，中间存在有版号迟发等扰动，参考18年监管或对头部公司更有利。手游出海持续加速，成为化解国内压力的新增长点。VRAR产业有望从22年起伴随5G进阶期迈入成长期，元宇宙大浪潮打开内容板块的全新想象空间。
- **视频及社区板块**，从竞争格局来看，字节快手双头部平台竞争优势显著。从变现来看，短视频平台成为广告主要投放媒介，叠加直播电商成长空间，短视频平台带货GMV高速增长。中视频/社区在用户及变现层面高景气度，但短期利润率让步于营收规模增长。长视频平台流量增长放缓，内容质量和付费率提升是突围关键。
- **电商及新零售板块**，受2021年宏观消费承压及政策扰动影响，网上零售额持续低增长，线上渗透化率基本维持。宏观压力和反垄断监管下，选择更加受益品类及渠道份额切换的公司。新零售部分建议关注线下零售通过新业态实现线上化进程。

风险提示：元宇宙热度维持不及预期，疫情不可控因素风险，政策监管风险，宏观环境变化风险，公司业绩不达预期风险

目录

1. 走势与估值：A股传媒蛰伏筑底，互联网震荡但不悲观
2. 政策监管：监管趋严大势所趋，短期关注落地进展
3. 互联网流量：巨头切分市场流量，短视频持续争夺时长，小程序丰富流量入口
4. 广告：宏观经济、广告主、行业监管因素影响需求，投放效率成就平台 α
5. 游戏：关注厂商出海实力，VR/AR硬件上量带动内容生态
6. 视频：短视频稳居流量高地，中视频/社区持续高景气，长视频面临短期压力
7. 电商+新消费：外部压力下线上渗透率维稳，零售线上化持续推进
8. 电影市场：后疫情受益板块，市场恢复则弹性可期
9. 投资建议

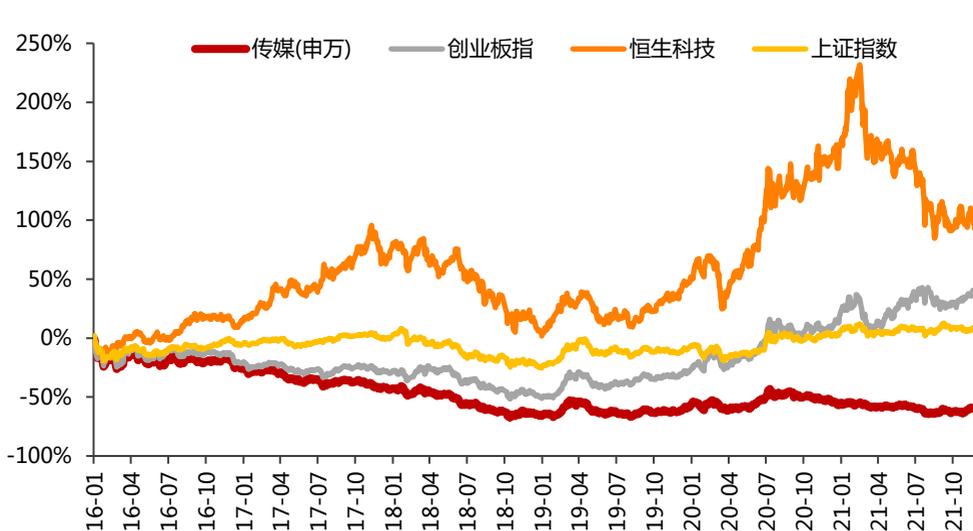
1

走势与估值：A股传媒蛰伏筑底， 互联网震荡但不悲观

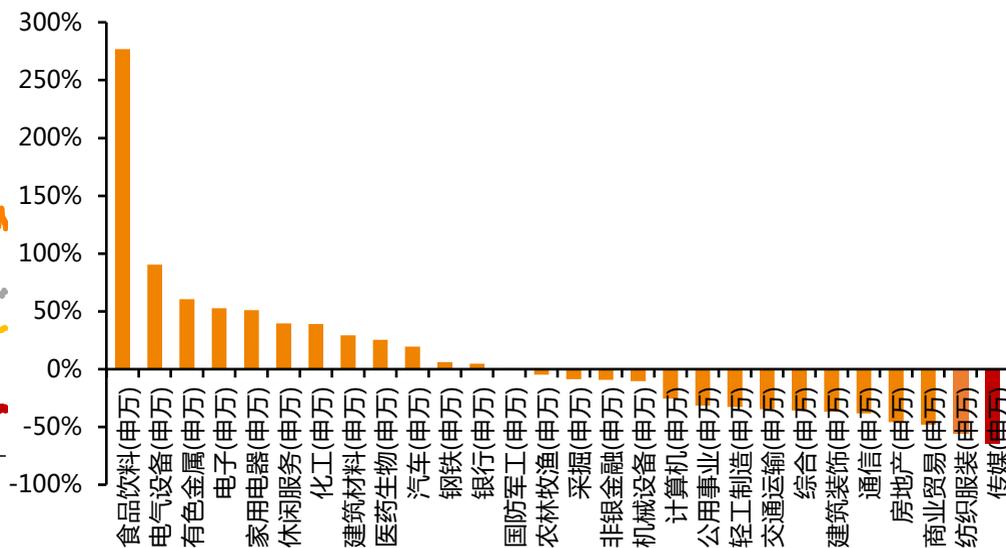
1.1. 2016年至今涨跌幅：A股传媒持续下行但近三年边际趋稳，恒生科技明显跑赢A股指数

- **A股传媒板块**从**2016年起**持续下行，2016年1月1日至2021年11月26日，传媒板块指数下跌63.85%。从A股各板块对比看，在申万一级行业指数中跌幅最大。但经历了16-18年的快速下行后，板块整体在19年后边际趋稳，整体并不悲观。
- **恒生科技指数**自**2016年起**波动上升，整体涨幅明显超越包括上证、创业板在内的A股指数，2016年1月1日至2021年11月26日，恒生科技指数上涨92.7%，特别是20年-21年初期间涨幅较大，但21年2月起有所回落。

16年至今传媒（申万）板块相对于上证综指、创业板指、恒生科技涨跌幅



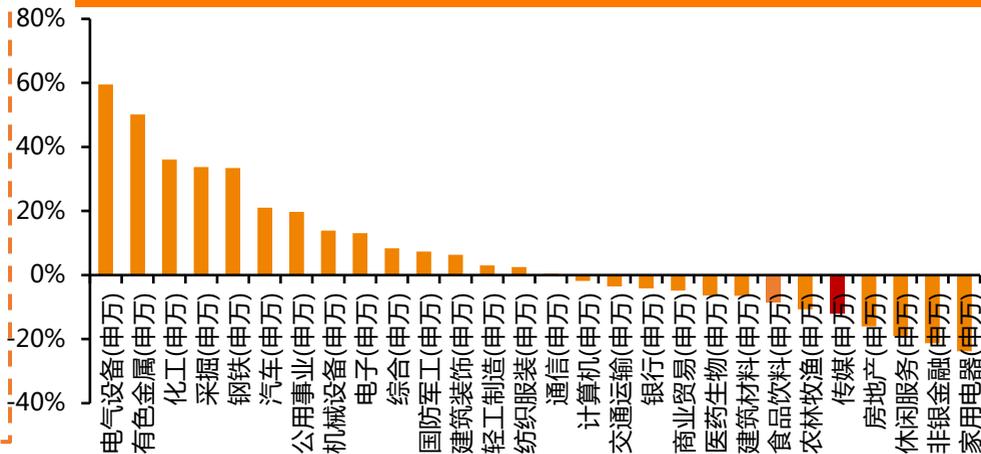
2016年初至今各行业区间涨跌幅



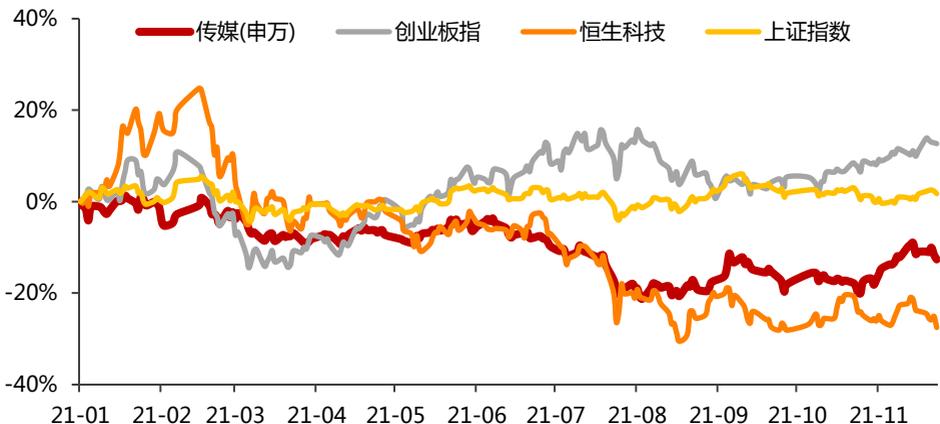
1.2. 21年初至今涨跌幅：元宇宙带动A股传媒Q4反弹，恒生科技2月触顶后回调，后续政策监管影响为关键要素

- **2021年至今，A股传媒板指**下跌11.98%，对比各行业板块处于中偏下位置。其中6月开始有明显下跌，主要由于游戏板块下行影响，游戏板块下跌一方面来自于Q2业绩不达预期影响，以及后续的未成年保护法等监管影响。21Q4元宇宙高热度带动下，传媒板块出现明显反弹。
- 互联网公司年初情绪高涨，**恒生科技指数**相应强劲上行，年初至2月18日涨幅接近25%。但随后资金配置影响指数下行，Q3由于监管政策趋严，再次经历明显调整，年初至11月26日恒生科技指数下跌27.54%。

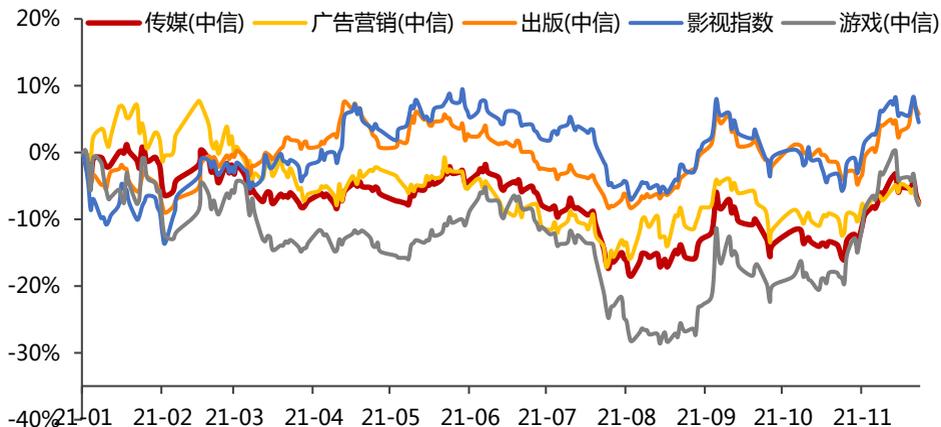
2021年初至今各行业区间涨跌幅



21年初至今传媒（申万）板块相对于上证综指、创业板指、恒生科技涨跌幅



年初至今传媒（中信）细分行业涨跌幅

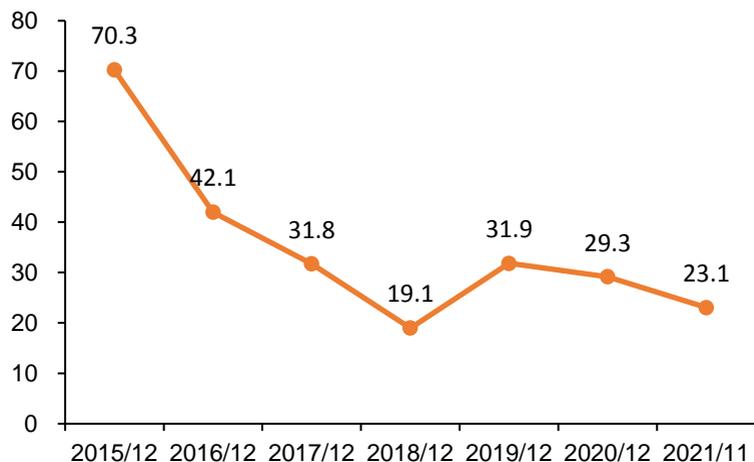


来源：Wind，天风证券研究所
注：截至11月26日收盘，采用申万行业指数。

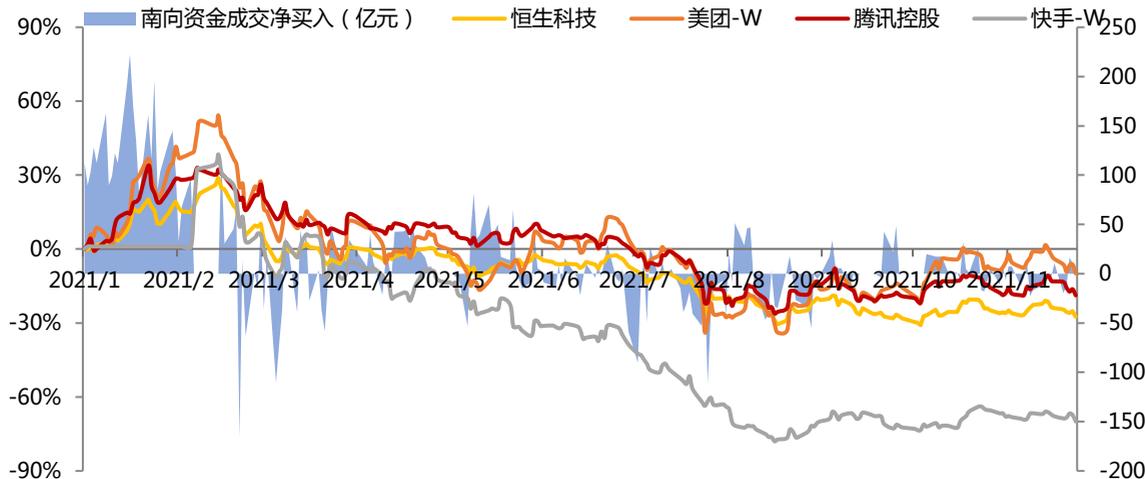
1.3. 估值与资金面：港股互联网走势与南下资金行为具有相关性

- **A股传媒板块**在19年估值回升后，连续两年下行，截至当前，板块整体估值23.1x，虽整体法有各类干扰因素，但也可以看到板块估值相对处于低位，这里一方面有板块分化因素，但另一方面也有业绩增速不达预期的影响。对于具备优质基本面的公司来说，如明年业绩企稳回升，则有望看到估值回升，同时元宇宙热度在一定程度上带动板块估值回升。
- **互联网公司方面**，我们**结合南下资金**行为看恒生科技及重点互联网公司走势，整体来看走势与南下资金行为有较为明显相关性。除资金面外，我们认为互联网领域，监管措施的推进情况仍是核心矛盾，同时我们也在密切评估监管对于业绩影响。
- **考虑前期政策的悲观预期和历史估值下限**，我们认为**传媒及互联网不悲观**，大概率具备相对收益，催化剂可能来自政策在不同子领域落地，绝对收益角度看业绩增速不具备整体上行，大概率个股分化，取决于公司竞争力体现的业绩差异。

传媒行业板块（A股）市盈率（TTM，整体法）



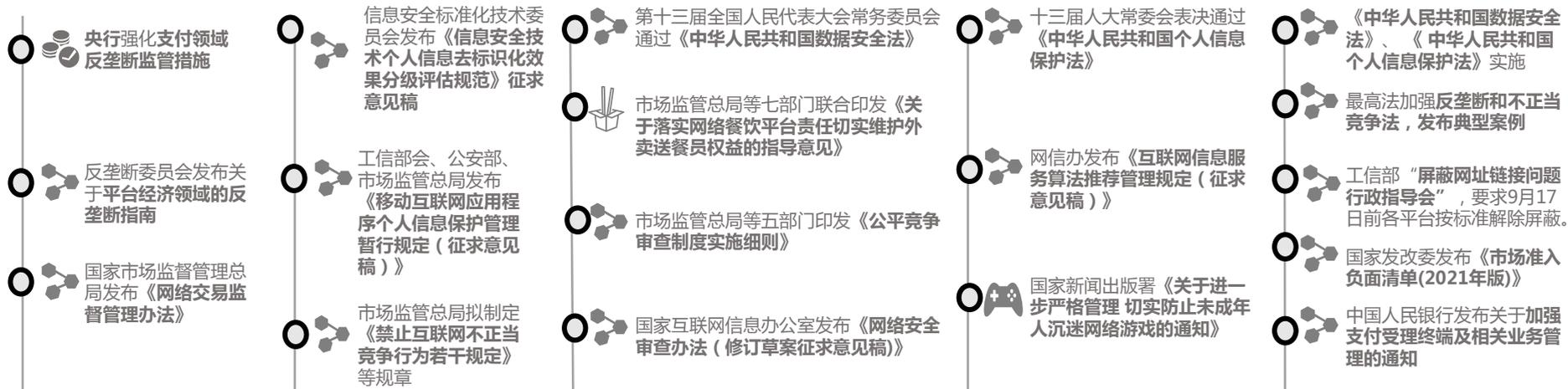
21年初至今南向资金与重点互联网公司区间涨跌幅变化



2

政策监管：监管趋严大势所趋， 短期关注落地进展

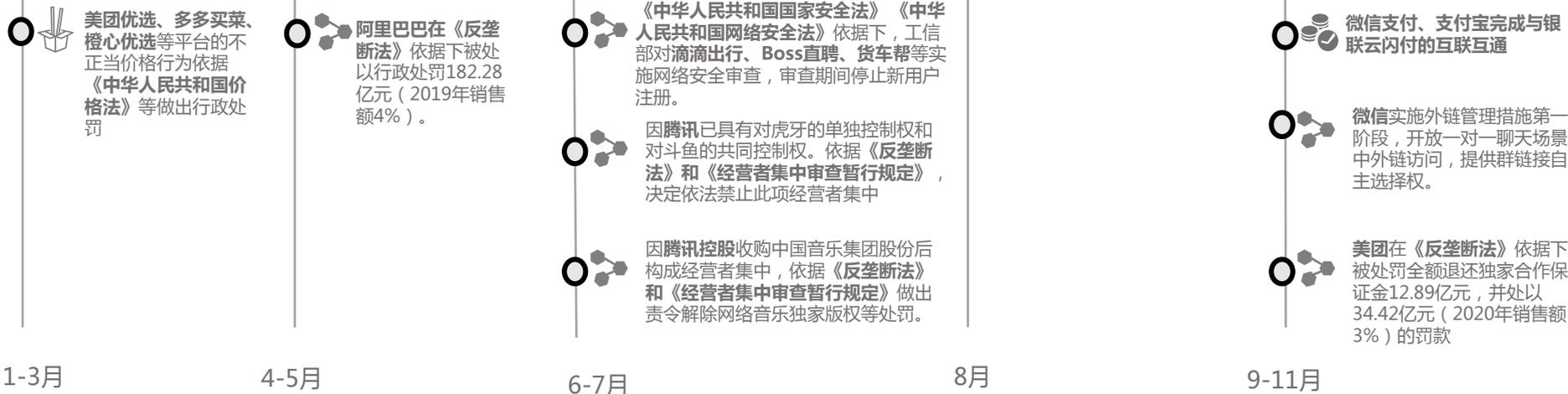
2.1. 年初至今互联网领域监管进展时间线梳理



M1-M6：以反垄断法、反不正当竞争法为核心不断规范

M7-M8：在反垄断法推进基础上，数据安全法、个保法成为新重点

M9起：全面规范互联网平台经济下经营行为，监管常态化成为趋势



1-3月

4-5月

6-7月

8月

9-11月



来源：市场监管总局、网信网、人大、中国新闻网、人民网、央视网、中国人民银行，天风证券研究所

2.2. 年初至今互联网领域监管进展及影响梳理

政策

广义反垄断法

- 央行强化支付领域反垄断监管措施
- 反垄断委员会发布关于平台经济领域的反垄断指南
- 市场监管总局拟制定《禁止互联网不正当竞争行为若干规定》等规章
- 市场监管总局等五部门印发《公平竞争审查制度实施细则》
- 最高法加强反垄断和不正当竞争法，发布典型案例
- 工信部“屏蔽网址链接问题行政指导会”，要求9月17日前各平台按标准解除屏蔽
- 国家市场监督管理总局发布《网络交易监督管理办法》

数据安全

- 第十三届全国人民代表大会常务委员会通过《中华人民共和国数据安全法》
- 国家互联网信息办公室发布《网络安全审查办法（修订草案征求意见稿）》

个人信息保护

- 信息安全标准化技术委员会发布《信息安全技术个人信息去标识化效果分级评估规范》征求意见稿
- 工信部、公安部、市场监管总局发布《移动互联网应用程序个人信息保护管理暂行规定（征求意见稿）》
- 第十三届全国人民代表大会常务委员会通过《中华人民共和国数据安全法》
- 网信办发布《互联网信息服务算法推荐管理规定（征求意见稿）》

平台用工

- 市场监管总局等七部门联合印发《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》

涉及领域及进展与影响

平台经济

- 微信实施外链管理措施第一阶段，开放一对一聊天场景中外链访问，提供群链接自主选择权。
- 阿里巴巴在《反垄断法》依据下被处以行政处罚182.28亿元（2019年销售额4%）
- 因腾讯已具有对虎牙的单独控制权和与斗鱼的控制权。依据《反垄断法》和《经营者集中审查暂行规定》，决定依法禁止此项经营者集中
- 因腾讯控股收购中国音乐集团股份后构成经营者集中，依据《反垄断法》和《经营者集中审查暂行规定》做出责令解除网络音乐独家版权等处罚。
- 美团在《反垄断法》依据下被处罚全额退还独家合作保证金12.89亿元，并处以34.42亿元（2020年销售额3%）的罚款
- 美团优选、多多买菜、橙心优选等平台的不正当价格行为依据《中华人民共和国价格法》等做出行政处罚

支付领域

- 我们认为支付领域反垄断相关利空在微信支付（9月30日）和支付宝（10月20日）完成与银联云闪付互通后初步落地，但支付领域的互联互通仍处于初步阶段，未来仍会在监管要求和平台博弈中持续演变，密切关注进展。

赴美上市

- 《中华人民共和国国家安全法》《中华人民共和国网络安全法》依据下，工信部对滴滴出行、Boss直聘、货车帮等实施网络安全审查，审查期间停止新用户注册，截止11月26日仍在调查期。
- 《中华人民共和国数据安全法》9月1日开始实施。

广告

- 个保法在个人信息收集及处理上做出详细规定，若用户选择拒绝个性化推荐，对推送的广告精准度与价值或产生不利影响。微信于10月29日更新了《微信隐私保护指引》，在更新后的App中为用户提供了关闭个性化广告的选项。若用户拒绝个性化推荐，对广告的量不会产生直接影响，会对推送的广告精准度与价值产生一定不利影响。
- 我们认为《个人信息保护法》和GDPR相似，对社交广告相对影响较小，主要原因在于社交广告其对个人信息依赖程度较低，因而腾讯整体广告影响或可控。

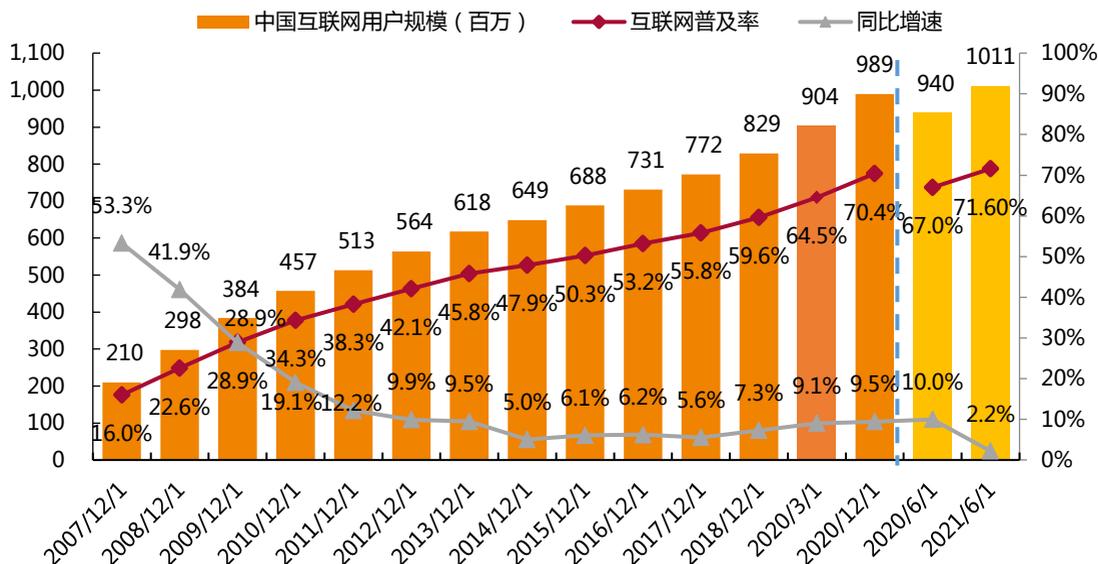
3

互联网流量：巨头切分市场流量，短视频持续争夺时长，小程序丰富流量入口

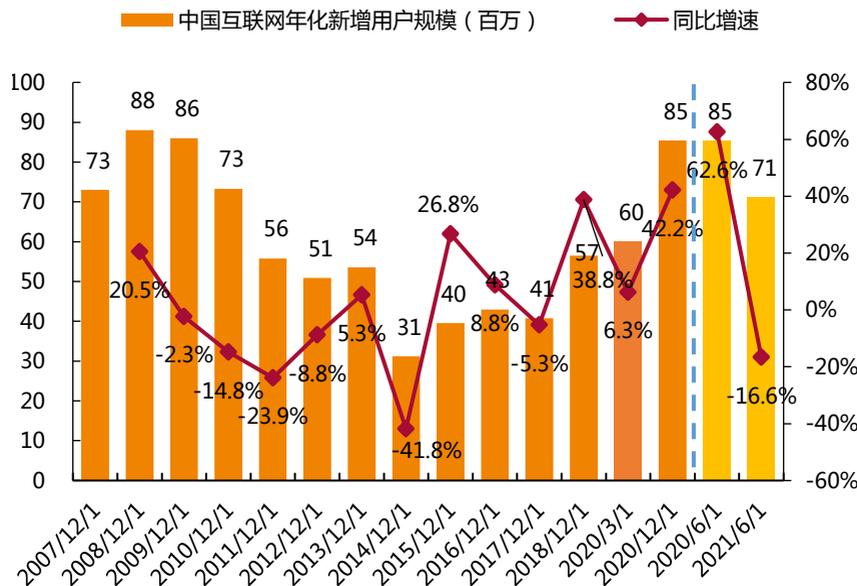
3.1. 互联网普及率继续提升, 网民规模达10.1亿

- **疫情后线上经济继续快速发展, 互联网普及率继续提升。**截至2021年6月, 中国互联网用户规模达到10.11亿, 同比增长2.2%, 互联网普及率达到71.6%, 同比提升4.6个百分点, 相较21年2月提升1.2个百分点。从新增用户来看, 截至2021年6月的年化12个月新增互联网用户约为7100万。
- **移动互联网接近全面普及, 基本贡献了所有新增网民。**截至2021年6月, 手机上网使用率已达到99.6%, 移动互联网用户规模达10.07亿, 较2020年12月新增2092万。

中国互联网用户规模、同比增速及互联网普及率



新增互联网用户规模及同比增速

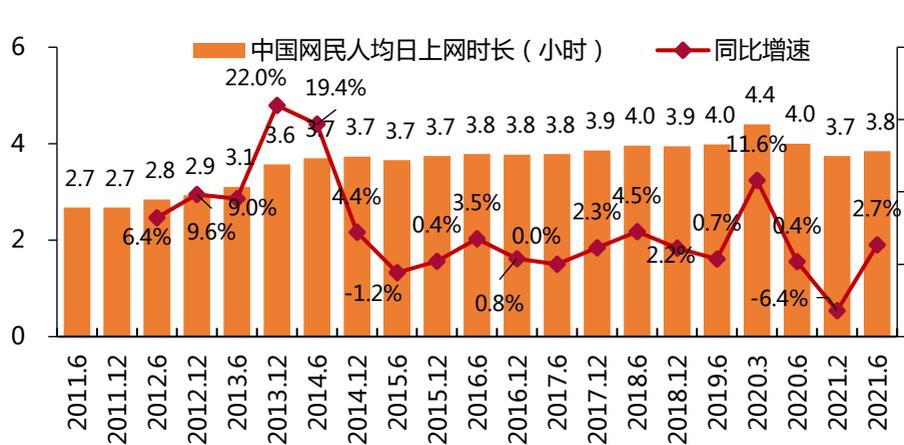


来源: CNNIC, 天风证券研究所

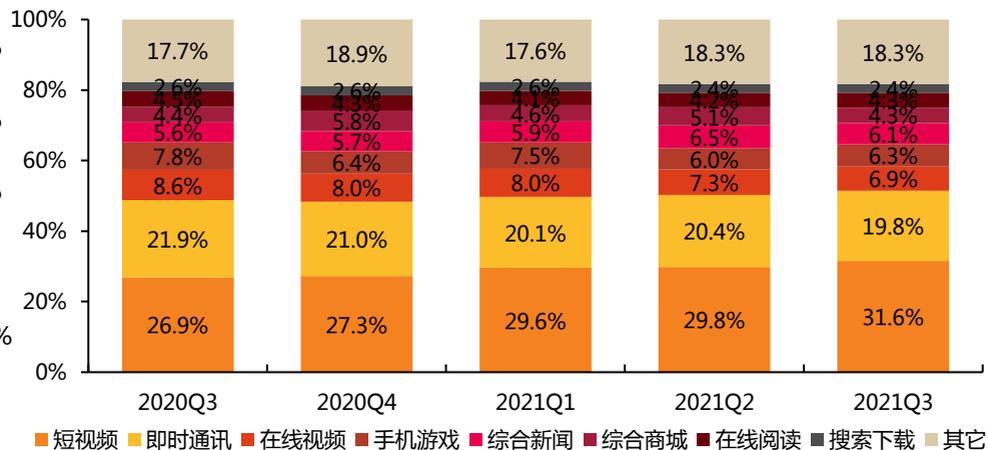
注: CNNIC报告未公布2019年12月数据, 对应为2020年3月数据; 新增用户为年化12个月的净增用户数, 2020年3月数据对应2019年化数据。

3.2. 用户时长：人均日上网时长3.8小时，短视频为主要使用渠道

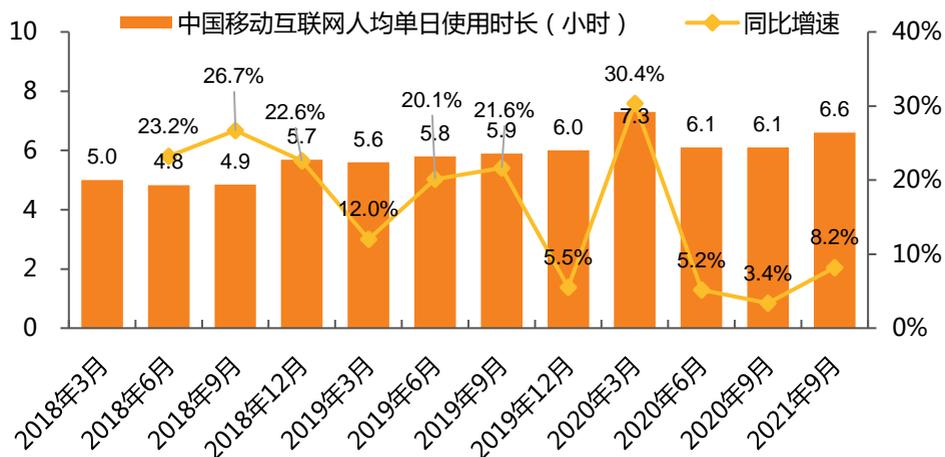
互联网用户人均单日时长3.8小时



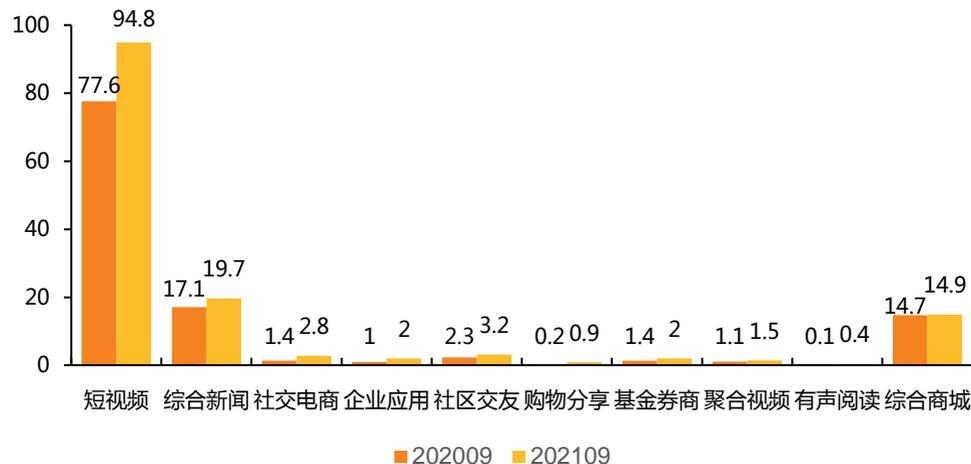
短视频消费时长占移动互联网约32%



移动互联网人均单日时长6.6小时



网民人均日使用时长同增top10行业 (单位:分钟)

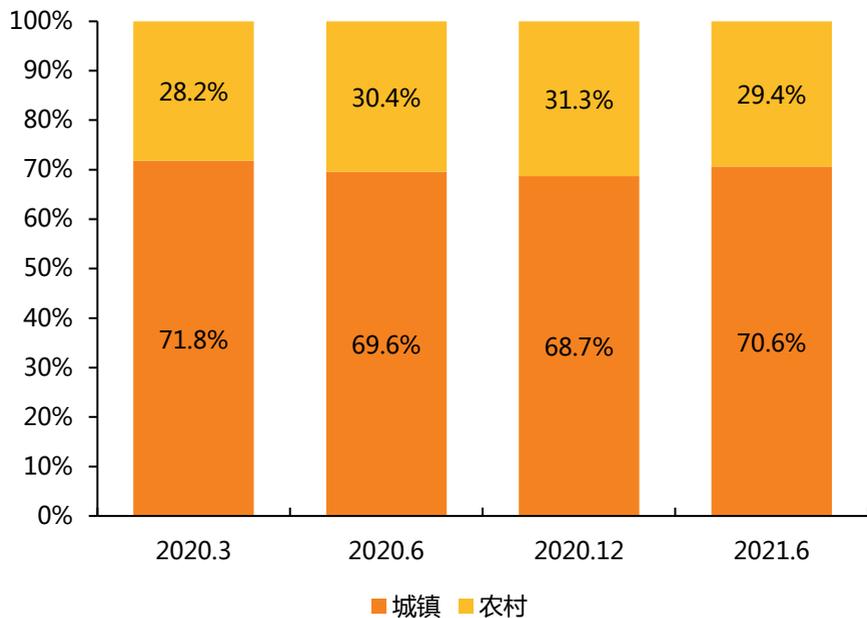


来源：CNNIC，中国电信，QuestMobile，极光官网，天风证券研究所

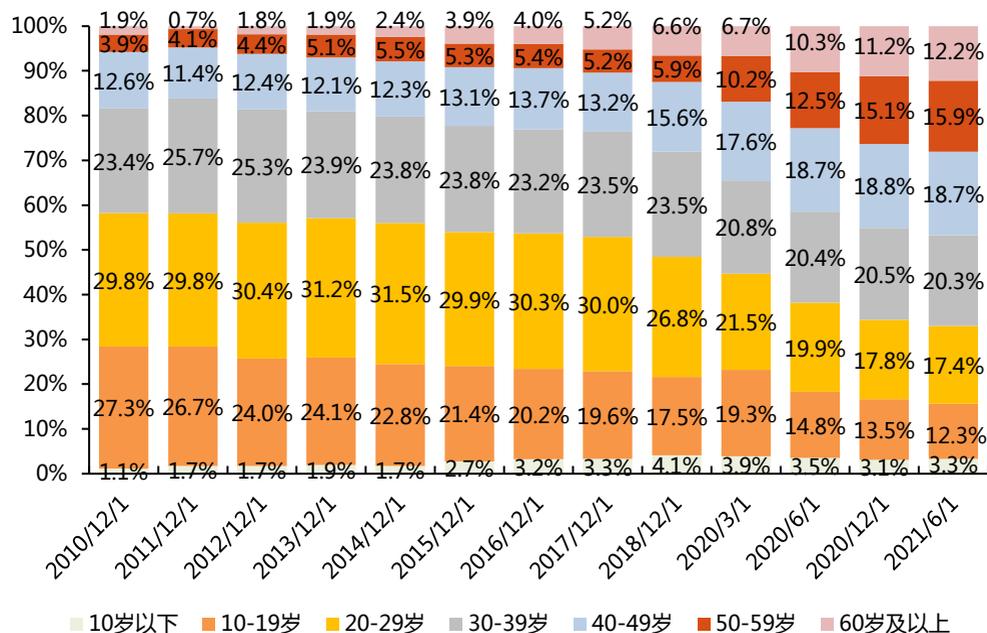
3.3.用户结构：10-39岁已充分渗透, 中老年人群是新增网民来源

- 分城乡网民结构来看，截至2021年6月，我国农村网民规模为2.97亿，占网民整体的29.4%；城镇网民规模为7.14亿，较2020年12月增长3404万，占网民整体的70.6%。
- 从互联网用户年龄结构来看，10-39岁之间的互联网核心用户层（即00/90/80后）截至2021年6月占总体互联网用户的50%，自2012年起占比持续下降；而40岁以上（以70/60后为代表）的中老年用户占比逐步攀升，2019年6月首次超过30%，2021年6月进一步提升至46.8%。

互联网用户年龄结构



互联网用户年龄结构

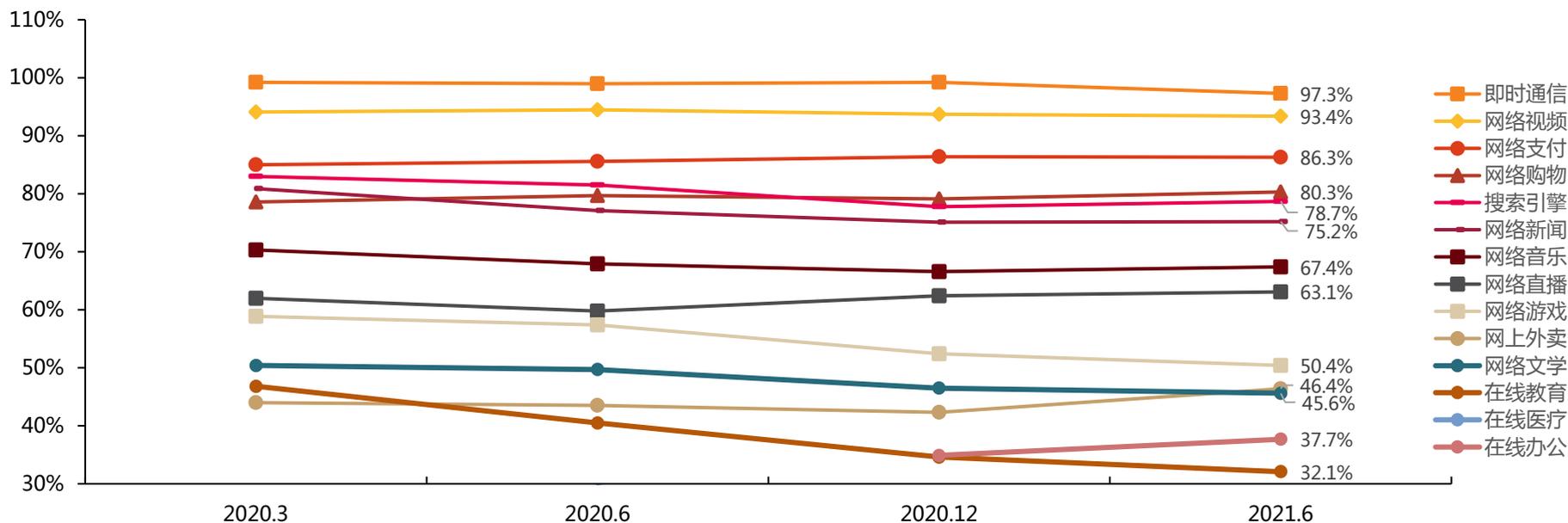


来源：CNNIC，天风证券研究所

3.4. 细分领域：21H1个人互联网应用呈持续稳定增长态势

- 即时通信、网络视频和网络支付是截至2021年上半年网民使用率最高的三项应用，分别达到97.3%、93.4%和86.3%。三类应用的典型产品代表分别是微信、抖音和支付宝。
- 渗透率提升最快的三类应用是网络直播、网上外卖和网络支付，2021年上半年我国个人互联网应用呈持续稳定增长态势。其中，网上外卖、在线医疗和在线办公的用户规模增长最为显著，增长率均在10%以上。基础应用类应用中，搜索引擎、网络新闻的用户规模较2020年12月分别增长3.3%、2.3%；商务交易类应用中，在线旅行预订、网络购物的用户规模较2020年12月分别增长7.0%、3.8%；网络娱乐类应用中，网络直播、网络音乐的用户规模较2020年12月均增长3%以上。

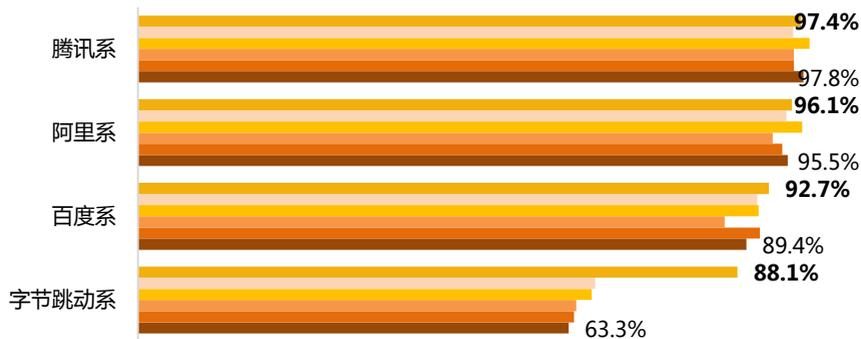
互联网主要细分领域用户渗透率对比



来源：CNNIC，天风证券研究所

3.5. 流量格局：马太效应持续，BAT&B合计占68.5%移动互联网用户时长

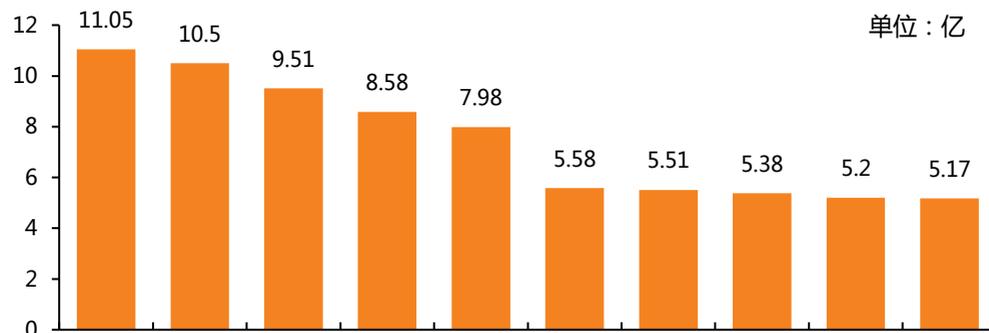
中国互联网巨头MAU渗透率



■ 2021年9月 ■ 2020年9月 ■ 2020年6月 ■ 2020年3月 ■ 2019年9月 ■ 2019年6月

注：MAU渗透率=APP月活跃用户数量/全网活跃用户数量

2021年9月中国移动互联网企业流量TOP10

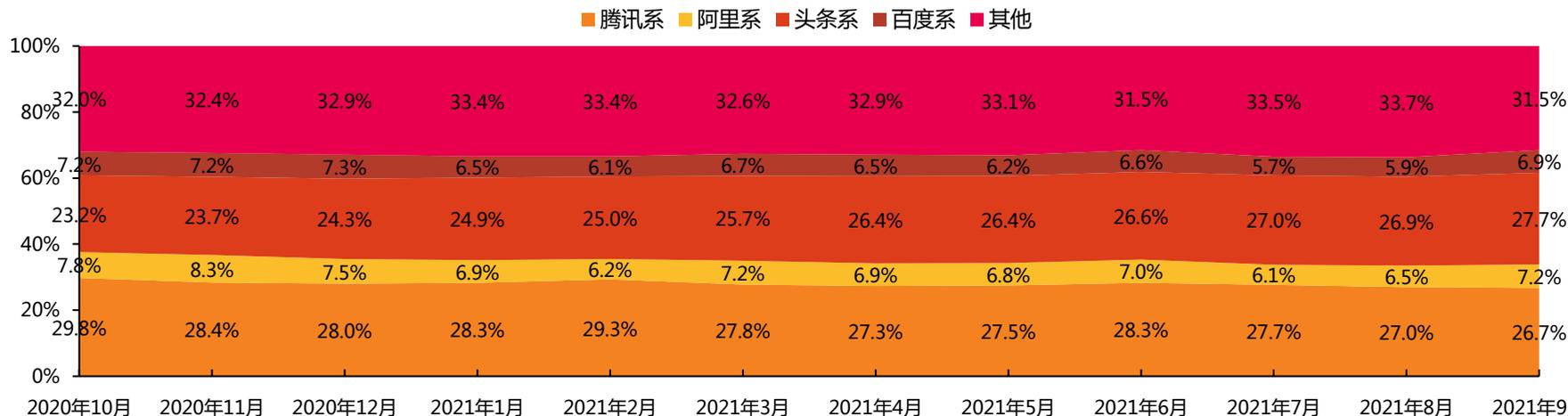


单位：亿

■ 腾讯 ■ 阿里巴巴 ■ 百度 ■ 字节跳动 ■ 蚂蚁集团 ■ 腾讯音乐 ■ 爱奇艺 ■ 快手 ■ 微博 ■ 拼多多

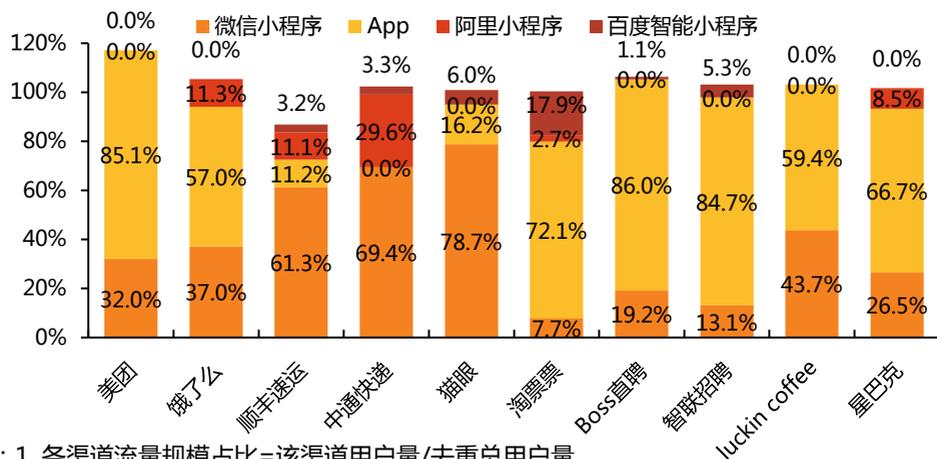
注：企业流量：在统计期（月）内，该企业下各App用户量的去重总用户数

中国互联网巨头移动时长份额

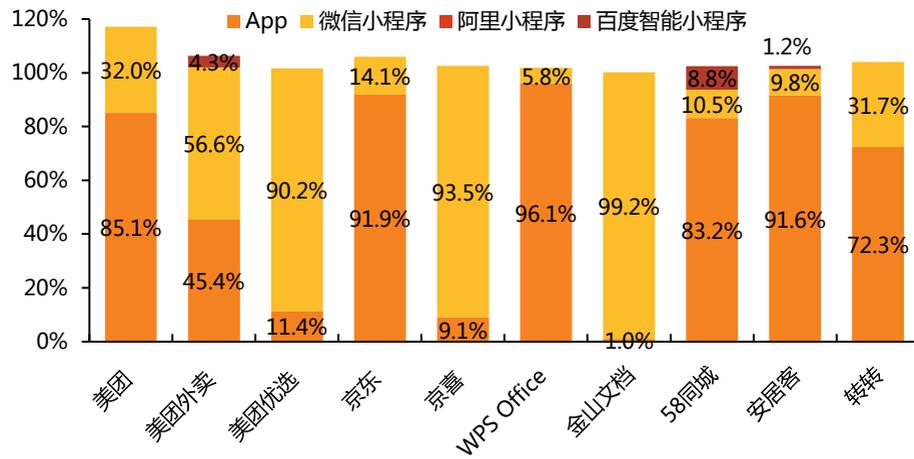


3.6.小程序加持下行业逐步整合，加速生活服务营销渗透

2021年9月 生活服务行业：App与小程序占据大部分流量

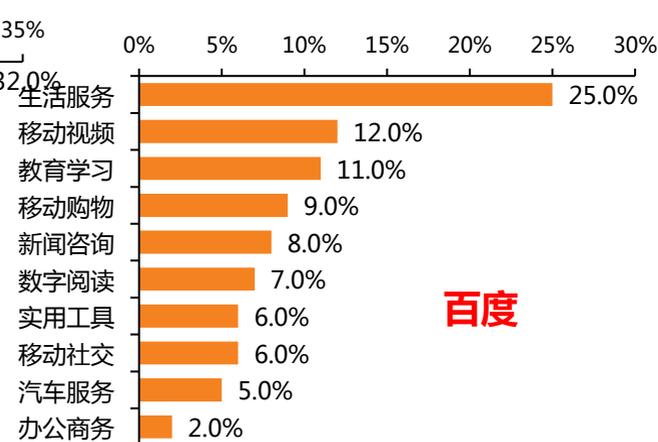
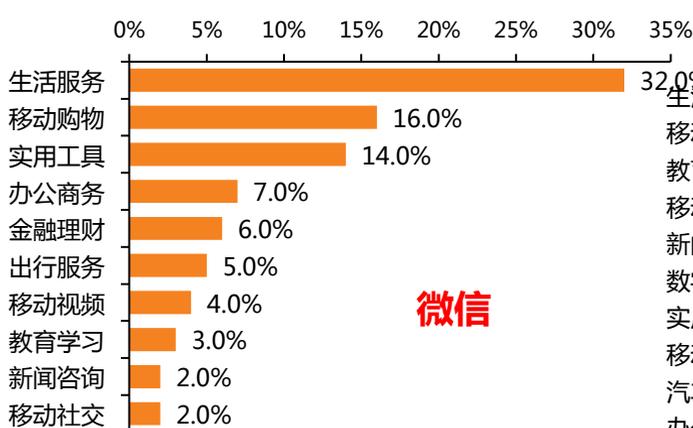
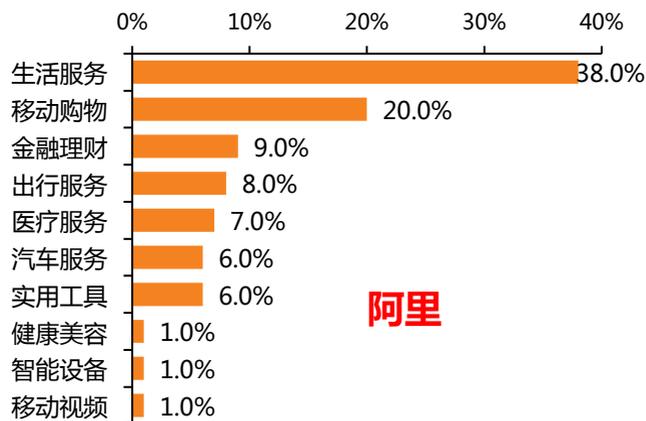


2021年9月 各大垂直领域头部互联网公司流量分布



注：1. 各渠道流量规模占比=该渠道用户量/去重总用户量
2. 各渠道流量占比低于1%的渠道未做显示

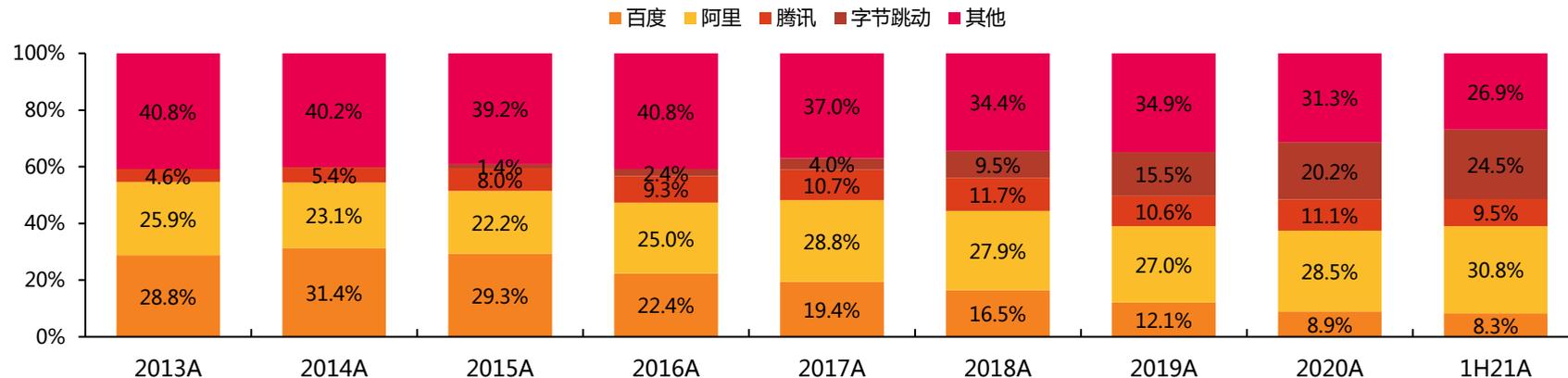
2021年9月 BAT小程序平台分类占比



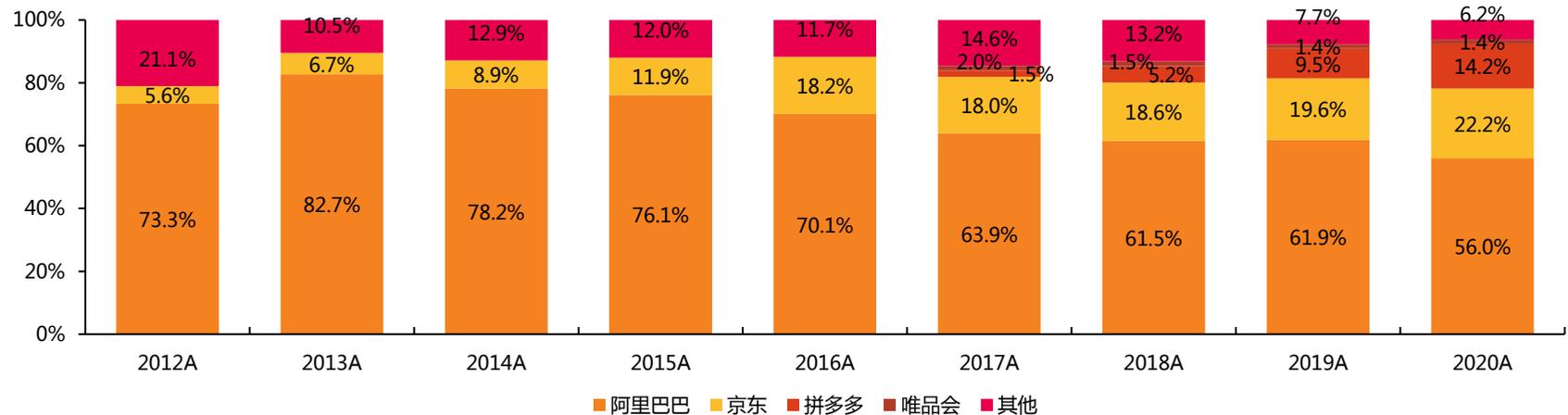
资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

3.7. 细分市场格局：头部集中度持续提升

广告市场：BAT&B基于流量优势占据超70%份额



电商市场：CR3超过90%，京东&拼多多份额提升至36.4%



来源：公司公告，艾瑞咨询，游戏工委，伽马数据，国家统计局，天风证券研究所

4

广告：宏观经济、广告主、行业监管
因素影响需求，投放效率成就平台 α

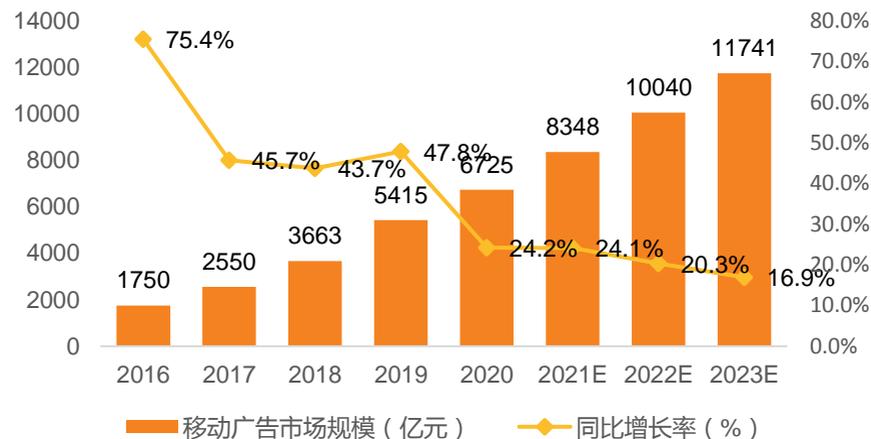
4.1. 广告—规模：中国广告市场规模逐年增加，移动广告份额提升

- 中国网络广告市场规模逐年上升。根据艾瑞咨询数据，2020年网络广告市场规模达7666亿元，同比增长18.6%。2020年增速放缓主要由于疫情影响，随经济恢复，预期未来保持增长，2023年达到12877亿元。
- 中国移动广告市场规模逐年上升，2020年达6725亿元，同比增长24.2%。2020年疫情背景下，互联网用户规模增加，预期未来保持稳定，预算的投入和数字营销的创新将进一步推动增长。

2016-2023年中国网络广告市场规模



2016-2023年中国移动广告市场规模

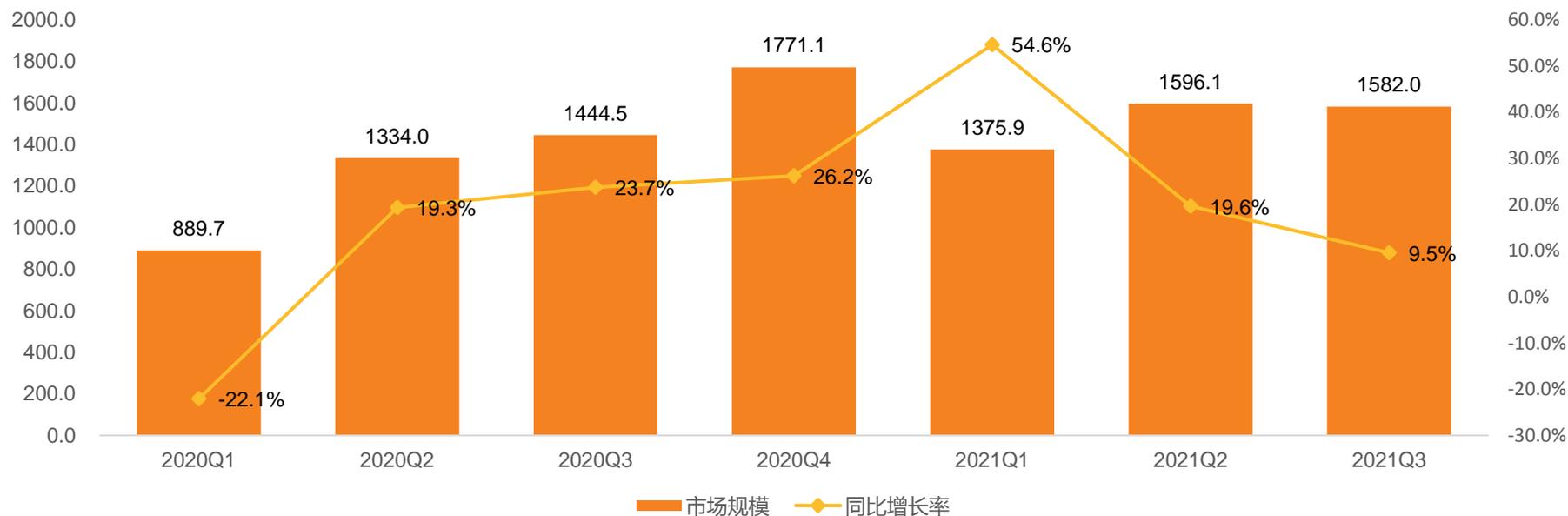


资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

4.1. 广告—规模：21Q1受低基数影响增速明显，Q3有所降速

➤ 互联网广告21Q1受低基数影响增速明显，Q3有所降速。根据QuestMobile，中国互联网广告市场（单指互联网媒介投放广告，不包括直播、软植、综艺节目冠名、赞助等形式）2021Q2预计将达到1596.1亿元，同比增长19.6%，2021Q3受宏观经济及政策影响增速放缓，广告市场规模维持稳定。

2020Q1-2021Q3中国互联网广告市场规模（亿元）

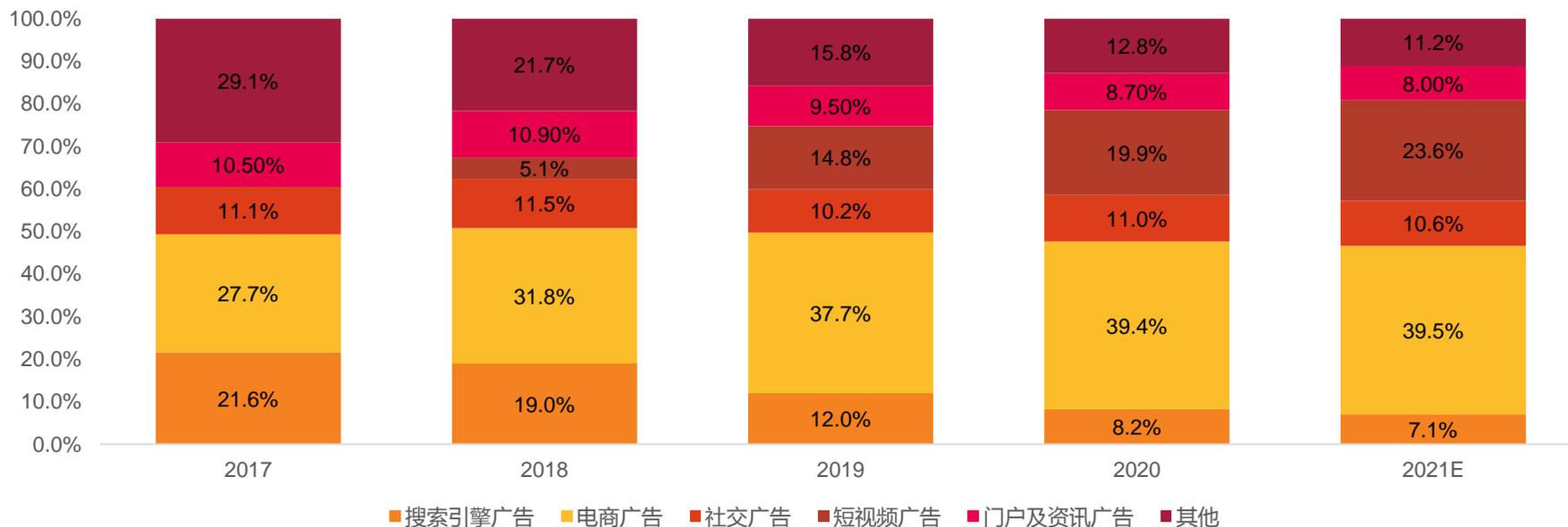


资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

4.2. 广告—细分赛道：短视频快速发展，信息流占比扩大

- 在移动端，电商广告占据领先地位，短视频广告和社交广告发展迅速。电商广告于2017年占比超过搜索引擎广告后保持第一，预期2021年占比达39.5%；短视频广告从2018年开始快速增长，从2018年的5.1%增长至2021年的23.6%。
- 电商广告中，搜索广告占比最高，信息流广告占比逐年扩大，从2018年的4.0%增长到2021年的9.8%。

不同媒体类型移动广告市场份额



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

4.3. 广告-龙头趋势：互联网龙头公司表现

- 2019年Q1至2021年Q3期间，阿里巴巴始终保持最大的广告市场份额，百度、腾讯和京东占比保持稳定，而哔哩哔哩、快手和知乎等公司布局加快，市场份额有所增加。
- **2021年Q3，各互联网公司广告表现欠佳，增速下降。** 字节跳动在全员大会上正式确认国内广告收入过去半年停止增长；腾讯Q3广告收入同比增长5.4%至225亿元，环比下降1%，以腾讯新闻为主要承载平台的媒体广告收入负增长；搜索广告规模较大、增速较慢，百度Q3广告营收同比增长4.2%；广告规模较小的视频网站哔哩哔哩增速最高，达到110.2%；短视频广告快手增速达76.5%，在广告规模上有所扩大；电商广告规模较大，增速中等，京东Q3增速为35.1%，拼多多同比增速为39.4%；视频软件爱奇艺Q3广告受到严格监管，收入同比下降9.8%。

2019Q1-2021Q3互联网公司广告市场份额



资料来源：彭博，天风证券研究所

2021Q3互联网龙头公司广告规模与同比增速



4.3. 广告-龙头趋势：互联网龙头公司表现

2019Q1-2021Q3互联网龙头公司广告收入规模及增速（百万元）

			2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
搜索广告	百度	广告收入	17,657	19,237	20,434	20,765	14,243	17,688	20,201	20,708	18,094	20,828	21,050
		同比增速	3%	-9%	-9%	-2%	-19%	-8%	-1%	0%	27%	18%	4%
媒体广告	爱奇艺	广告收入	2,119	2,201	2,067	1,883	1,537	1,586	1,840	1,859	1,917	1,825	1,660
		同比增速	0%	-16%	-14%	-15%	-28%	-28%	-11%	-1%	25%	15%	-10%
电商广告	阿里巴巴	广告收入	33,053	32,920	49,592	30,119	41,954	57,576	84,644	45,406	71,215	69,338	101,919
		同比增速	26%	25%	28%	31%	27%	75%	71%	51%	70%	20%	20%
电商广告	京东	广告收入	8,144	11,078	9,986	13,473	9,527	14,053	12,412	17,481	14,120	18,985	16,775
		同比增速	27%	24%	29%	29%	17%	27%	24%	30%	48%	35%	35%
电商广告	拼多多	广告收入	3,948	6,467	6,712	9,687	5,492	11,055	12,878	18,922	14,112	18,080	17,947
		同比增速	256%	173%	126%	91%	39%	71%	92%	95%	157%	64%	39%
社交广告	腾讯	广告收入	13,377	16,409	18,366	20,225	17,713	18,552	21,351	24,655	21,820	22,833	22,500
		同比增速	25%	16%	13%	19%	32%	13%	16%	22%	23%	23%	5%
社交广告	快手	广告收入			2,047	3,151	3,273	3,889	6,181	8,511	8,558	9,962	10,909
		同比增速							202%	170%	162%	156%	77%
社交广告	知乎	广告收入					126	167	231	319	214	248	321
		同比增速									70%	48%	39%
社交广告	哔哩哔哩	广告收入	112	168	247	290	214	349	558	722	715	1,049	1,172
		同比增速	60%	75%	80%	81%	91%	108%	126%	150%	234%	201%	110%

资料来源：彭博，公司公告，天风证券研究所

4.4. 广告-影响因素：GDP平稳增长，社零增速放缓

➤ **2021年三季度经济增速有所放缓。**2021Q3实际GDP增长率为4.9%，受动力煤、天然气等能源价格上涨，国家“双控”政策和环保等因素的影响，限电限产在全国多地展开，可能对生产造成一定影响。

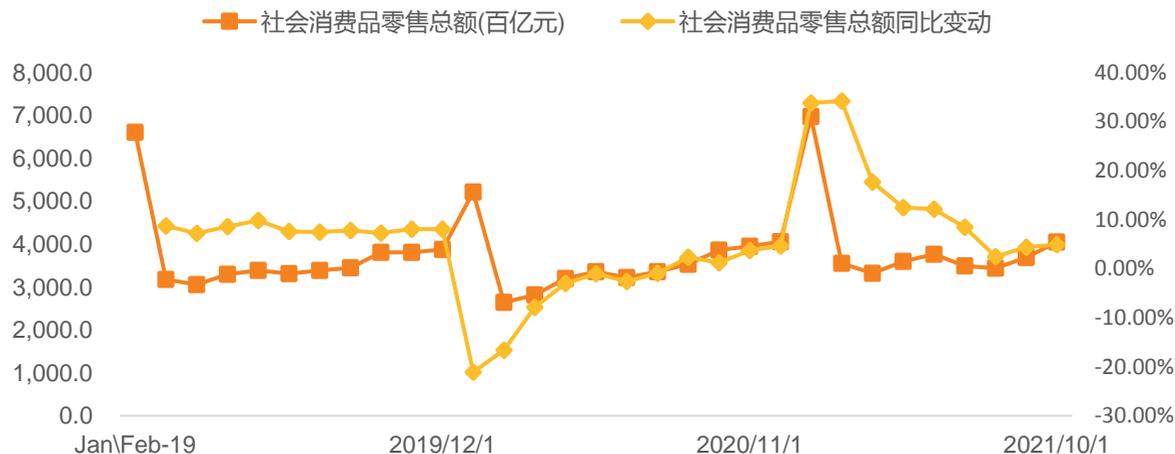
➤ **社会消费品零售总额增速放缓。**从2021Q2开始，社会消费品零售总额相对于2019年同期的两年平均增速呈现逐月回升的趋势，平均达到4.6%的增速，但进入三季度后，7、8月相对2019年同期的两年平均增速降低至3.6%和1.5%。

2019Q1-2021Q3实际GDP



资料来源：Wind、天风证券研究所

2019.1-2021.9 社会消费品零售总额



资料来源：Wind、天风证券研究所 注：由于春节时间不确定，每年1-2月社零数据合并发布，2019年1-2月66064亿元，2020年1-2月52130亿元，2021年1-2月69737亿元

4.4. 广告-影响因素：教育、游戏、金融等板块需求疲软

- **2021年双减政策落地，在线教育收缩。** 2021年双减政策”第22条内容规定，主流媒体不得刊登校外培训广告，影响教育行业广告需求。
- **未成年人游戏监管及版号限制游戏广告主投放。** 防沉迷规定显著减少了未成年人的游戏时长和消费，腾讯披露，今年9月未成年人游戏时长占比为0.7%，去年为6.4%；流水占比为1.1%，去年为4.8%。另外，版本号尚未发布、恢复时间未定一定程度影响游戏广告主需求。
- **金融行业广告投放力度整体下滑。** 2021年10-11月，金融行业广告投放占比掉出TOP10，占比2%~4%，1-8月平均占比为5%。

“双减”政策和未成年人防沉迷通知

条款	内容
“双减”政策第22条	做好培训广告管控。中央有关部门、地方各级党委和政府要加强校外培训广告管理， 确保主流媒体、新媒体、公共场所、居民区各类广告牌和网络平台等不刊登、不播发校外培训广告。 不得在中小学校、幼儿园内开展商业广告活动，不得利用中小学校和幼儿园的教材、教辅材料、练习册、文具、教具、校服、校车等发布或变相发布广告。依法依规严肃查处各种夸大培训效果、误导公众教育观念、制造家长焦虑的校外培训违法违规广告行为。
未成年人防沉迷通知	严格限制向未成年人提供网络游戏服务的时间，严格落实网络游戏用户账号实名注册和登录要求， 加强对网络游戏企业落实提供网络游戏服务时段时长、实名注册和登录、规范付费等情况的监督检查。

资料来源：《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》等，App Growing，天风证券研究所

4.4. 广告-影响因素：《个保法》实施将对互联网公司产生影响

- 我们认为在个保法背景下，互联网公司获取用户信息难度增大，公司信息壁垒或被削弱，明确个性化推送限制，否定“大数据杀熟”，同时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。

《个人信息保护法》原文及对互联网公司的影响

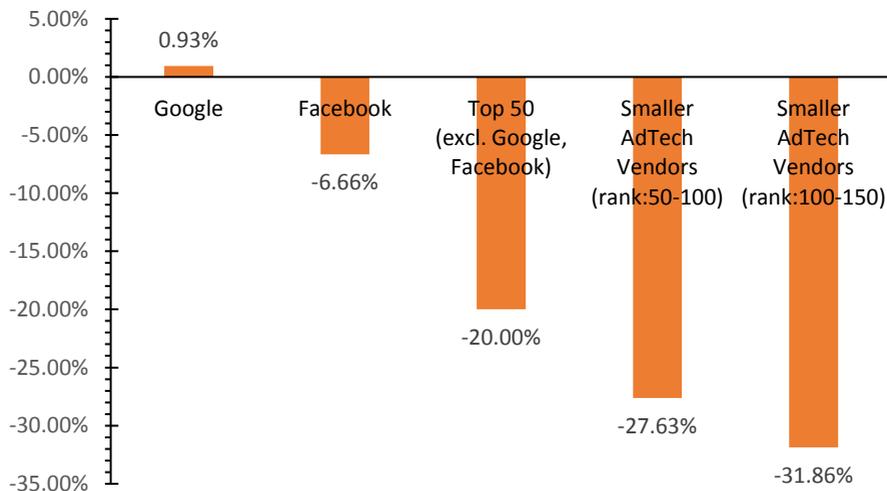
	《个人信息保护法原文》	对互联网公司的影响
第四条	个人信息是以电子或者其他方式记录的与已识别或者可识别的自然人有关的各种信息， 不包括匿名化处理后的信息。	明确将匿名化处理后的信息排除在外，互联网公司可以处理匿名化数据。我们认为或 对大型互联网公司有利 ，大型互联网公司具有足够的数据库及闭环处理能力，可通过技术手段实现匿名化。
第十四条	基于个人同意处理个人信息的，该同意应当由个人在充分知情的前提下自愿、明确作出。法律、行政法规规定处理个人信息应当取得个人单独同意或者书面同意的，从其规定。	若用户无明确同意或对互联网公司的内容精准推送与广告精准推送产生影响。 取得用户信息的难度加大。
第二十四条	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

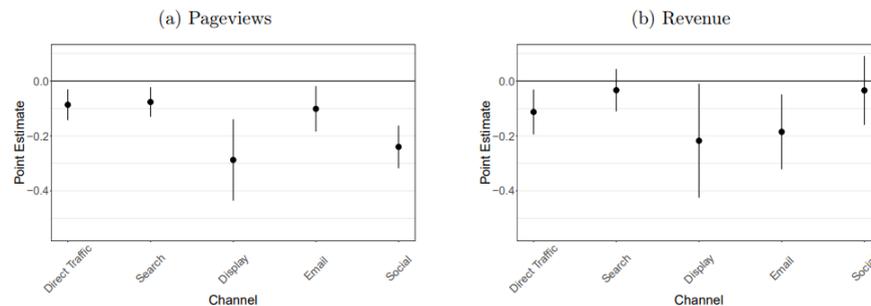
4.4. 广告-影响因素：《个保法》实施将对互联网公司产生影响

- 类比欧盟数据隐私保护法案(GDPR)，可以预测我国个保法施行对互联网公司的影响。
- 从总量上来看，欧盟GDPR施行后，广告行业整体受到影响，网页浏览量和收入均下降；
- 从竞争格局来看，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
- 从细分赛道来看，搜索广告与社交广告受到的影响较小，广告主预算从需要个人信息的（展示、邮件）渠道向不需要个人信息的渠道转移；同时，第三方cookie直接急剧减少，第一方cookie则相反。
- 从具体公司来看，FACEBOOK和Google的欧洲地区广告增速短期内受到影响，长期有所调整；因滥用数据遭GDPR处罚对估值的影响有限。

欧盟广告技术供应商广告加载率的变化



四种营销方式的最终触达数据影响估计



资料来源：CLIQZ, 《REGULATING PRIVACY ONLINE: AN ECONOMIC EVALUATION OF THE GDPR》等，天风证券研究所

4.4. 广告-影响因素：开屏广告遭整治，互联网广告管理办法发布

- ▶ **开屏广告遭投诉，工信部集中整治。** 7月8日，工信部公告整治开屏广告误导用户跳转等问题。目前市面上主流APP的开屏弹窗广告有两大趋势，一是取消广告，如阿里系的淘宝、支付宝、闲鱼等，二是开屏广告展示自身内容或注明“前往第三方应用”，2021年第二季度，开屏弹窗信息用户投诉举报数量环比下降50%，误导用户点击跳转第三方页面问题同比下降80%。
- ▶ **互联网广告管理办法公开征求意见，互联网广告逐渐规范化运营。** 征求意见稿要求互联网广告应标明“广告”，并且标注显著的关闭标志，未经用户同意不得在电子邮件或者互联网即时通讯信息中附加广告或者广告链接等。

开屏广告整治通知和互联网广告管理办法（公开征求意见稿，列举）

条款	内容
APP开屏弹窗信息整治	近期对用户反映强烈投诉较多的“弹窗信息标识近于无形、关闭按钮小如蝼蚁、页面伪装瞒天过海、诱导点击暗度陈仓”等违规行为进行了集中整治，督促企业重视用户诉求，解决好开屏信息页面中存在利用文字、图片、视频等方式欺骗误导用户跳转等问题。截至目前，百度、阿里、腾讯、字节跳动、新浪微博、爱奇艺等68家头部互联网企业已按要求完成整改。
互联网广告管理办法	互联网广告应当具有可识别性，显著标明“广告”，使消费者能够辨明其为广告；应当显著标明关闭标志，确保一键关闭；未经用户同意或者请求，不得在用户发送的电子邮件或者互联网即时通讯信息中附加广告或者广告链接。

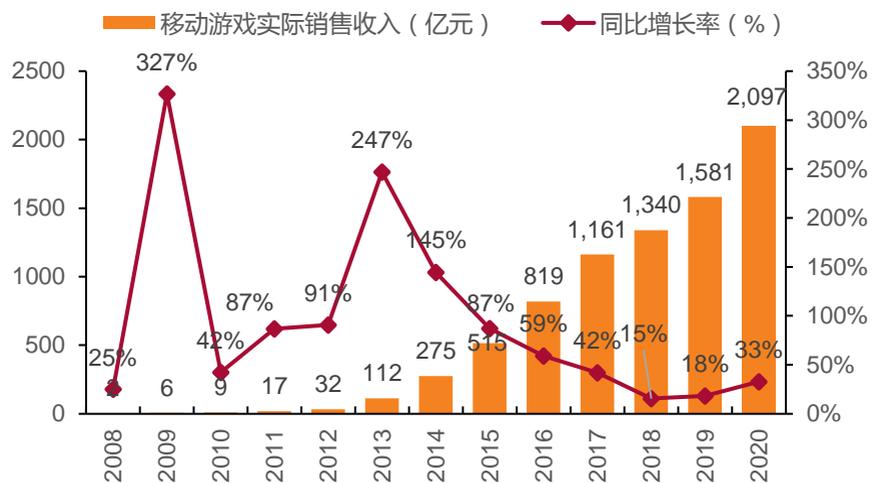
资料来源：工信部，央广网，天风证券研究所

5

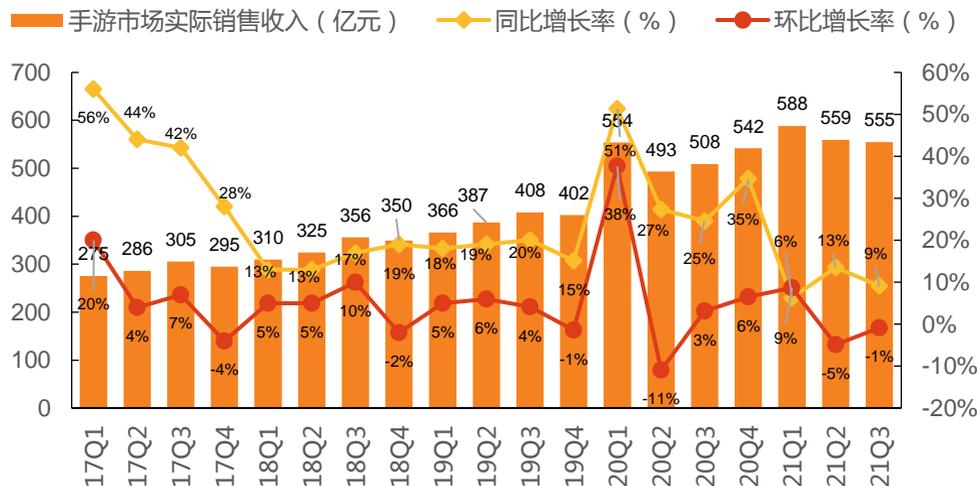
游戏：关注厂商出海实力，
vr/ar硬件上量带动内容生态

5.1. 手游市场季度增速趋缓，巨头市占率稳中有升

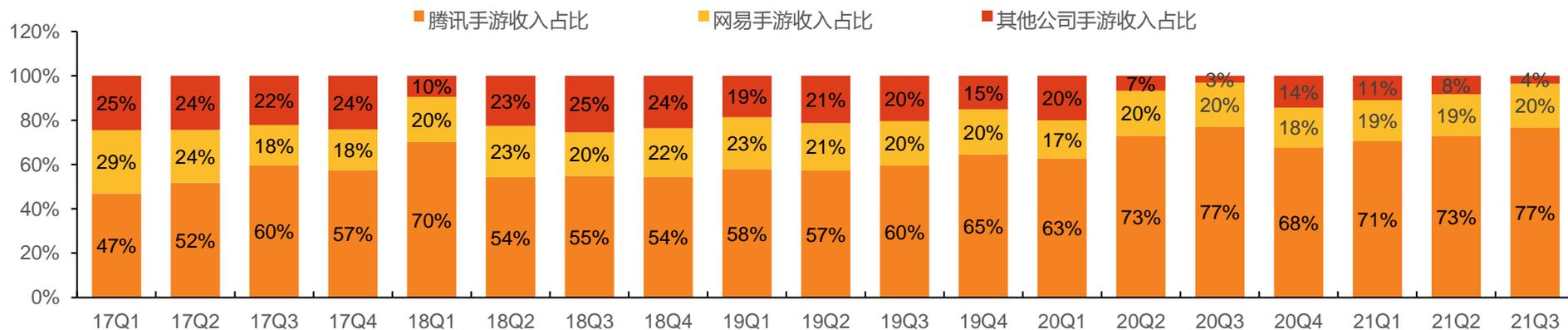
2008-2020中国移动游戏市场规模及增速（年度）



2017Q1-2021Q3中国移动游戏市场规模及增速（季度）



腾讯、网易手游市占率



资料来源：游戏工委（21Q3数据暂未披露）、21Q3移动市场规模采用伽马数据，天风证券研究所；注：实际销售收入指游戏内所有付费用户每年玩游戏直接花费金额的总和。

5.2. 21年游戏监管趋严有助规范行业发展，静待游戏版号复发

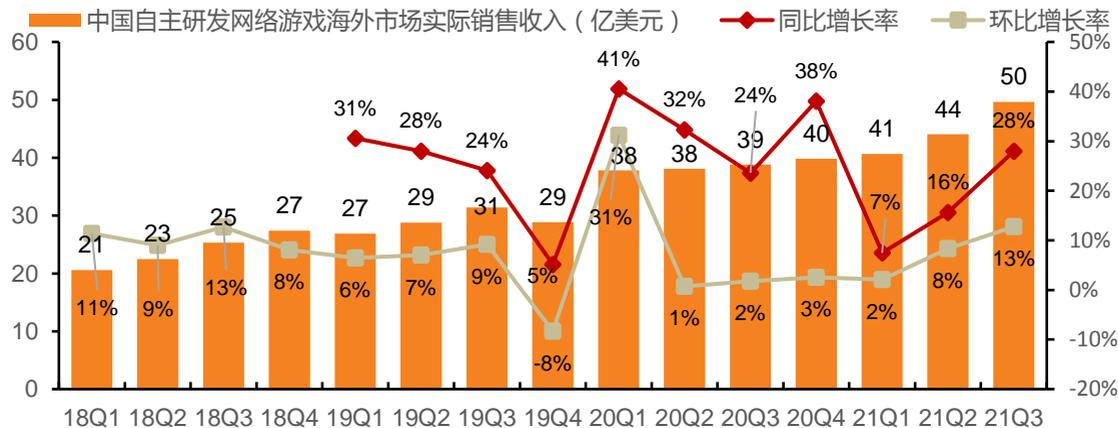
时间	政策文件/事件	政策
2020	2020年度中国游戏产业年会	中宣部出版局副局长冯士新表示：“防沉迷”是游戏行业落实社会责任的集中体现，是游戏管理工作的头等大事，新修订的《未成年人保护法》对游戏“防沉迷”提出了明确要求。目前， 国家层面的实名认证系统已基本建成 ，相关部门正组织企业分批接入，在2021年6月1日前， 所有上线运营的游戏须全部接入 。同时，2020年以来，我们会同各地管理部门， 对擅自更改游戏内容、违规上线运营、套皮扒皮等150多款游戏作出处理 ，约谈相关单位70多家，暂停20多家企业版号申请，撤销和下架近50款游戏。”
2021	习近平总书记在全国政协医药卫生界教育界联组会回应教育领域热点问题	北京史家小学教育集团校长王欢在联组会上谈到“‘学生沉迷网络游戏’引发社会关注”。习近平总书记指出： “不仅是沉迷网络游戏的问题，网络上还有很多污七八糟的东西 ，未成年人心理发育不成熟，容易受到不良影响。”
2021	《游戏审查评分细则》	从2021年4月1日起， 游戏送审试行全新的评分审查制度 ，从“观念导向”“原创设计”“制作品质”“文化内涵”“开发程度”5个方面对游戏作品进行评分。低分游戏将被打回，无法进入版号审批排队流程。
2021	《关于支持海南自由贸易港建设放宽市场准入若干特别措施意见》	鼓励网络游戏产业发展。探索将国产网络游戏试点审批权下放海南，支持海南发展网络游戏产业。（牵头单位：中央宣传部）
2021	教育部办公厅等十五部门印发《儿童青少年近视防控光明行动工作方案（2021—2025年）》	将实施网络游戏总量调控，探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间 ；严格执行《关于防止未成年人沉迷网络游戏工作的通知》精神，督促各地出版管理部门做好属地网络游戏企业及其网络游戏的监督管理工作。 将开展网络游戏消费教育，将防止未成年人沉迷网络游戏作为消费教育重点 ，通过发放宣传材料、进校园等方式普及相关知识，呼吁青少年合理用眼，保护视力。
2021	中宣部出版局副局长杨芳在2021ChinaJoy致辞	中宣部出版局副局长杨芳表示：要进一步增强 文化自信 ；要坚持 精品化 战略，着重考量游戏的导向取向、文化内涵，关注产品的完成度、创新性，综合评判产品的出版价值，同时要 优质化 ，以行业发展反哺科技创新，以科技创新助推行业发展；要增强 国际化 意识，对标世界一流，同时为中国游戏 注入更多中华文化 ，实现有广泛的国际影响力；要进一步增强安全意识，要全力以赴抓好防沉迷工作，不折不扣落实好各项管理规定。 坚决保护青少年健康成长 ，这是当前最急迫和最重要的安全要求，决不允许打折扣、走过场； 国家层面的防沉迷实名认证平台已建成 ，接入企业5000多家、游戏超万款， 初步达成了防沉迷工作的基础性目标 。下一步，我们将始终把防沉迷作为重中之重，常抓不懈、一抓到底。
2021	《经济参考报》称网络游戏是“精神鸦片”，随后文章被删除	8月3日，央媒《经济参考报》发文称网络游戏是“精神鸦片”， 随后文章被删除 。
2021	《关于推进自由贸易试验区贸易投资便利化改革创新若干措施的通知》	开展网络游戏属地管理试点，在符合条件的自贸试验区所在地推进网络游戏审核试点工作。
2021	《关于进一步严格管理 切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》	1) 严格限制向未成年人提供网络游戏服务的时间， 仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日20时至21时向未成年人提供1小时网络游戏服务 。 2) 严格落实网络游戏用户账号 实名注册和登录要求 。所有网络游戏必须接入国家新闻出版署网络游戏防沉迷实名认证系统，所有网络游戏用户必须使用真实有效身份信息进行游戏账号注册并登录网络游戏，不得以任何形式（含游客体验模式）向未实名注册和登录的用户提供游戏服务。 3) 加强对网络游戏企业 落实提供网络游戏服务时段时长、实名注册和登录、规范付费等情况的监督检查 ，加大检查频次和力度。 4) 积极引导家庭、学校等社会各方面营造有利于未成年人健康成长的良好环境。
2021	中国音数协游戏工委组织发起《网络游戏行业防沉迷自律公约》，腾讯、网易等213家企业参与	公约强调，要坚决执行管理要求，建立工作规范。要认真制定具体执行方案和实施细则，全力做好各项防沉迷工作。要坚决落实实名认证，精准识别用户。坚决筑牢安全防线，抵制不良内容。坚决夯实平台管理，明确具体要求。坚决遵守市场秩序，杜绝违规行为。坚决配合举报平台，开展自查自纠。游戏企业应在游戏产品的研发、生产、销售、运营、推广、宣传等业务活动中，严格遵守本公约各项条款约束，在企业网站、游戏界面等显著位置全面展示本公约内容，用实际行动体现游戏企业的社会责任和社会担当。
2021	《中国儿童发展纲要（2021—2030年）》	1) 网络游戏、网络直播、网络音视频、网络社交等网络服务提供者，针对未成年人使用其服务依法设置相应的时间管理、权限管理、消费管理等功能，不得为未满十六周岁儿童提供网络直播发布者账号注册服务。2) 加强网络语言文明教育，坚决遏阻庸俗暴戾网络语言传播。3) 实施国家统一的未成年人网络游戏电子身份认证，完善游戏产品分类、内容审核、时长限制等措施。加强儿童个人信息和隐私保护。
2021	国家新闻出版署防止未成年人沉迷网络游戏举报平台上线运行	在防止未成年人沉迷网络游戏举报平台中，举报者可从实名认证违规举报、时段时长违规举报以及充值付费违规举报三个方面对游戏中防沉迷违规信息进行举报。
2021	网游版号放慢审批	据国家新闻出版署官方网站公开文件，自7月22日公布了87个国产网络游戏审批版号后，8月至9月的网游版号截至10月中旬仍未下发，但至今仍未出台官方文件证实国产网游版号审批已经暂停或放慢审批。

基本延续18年监管基调，现今内容监管无需过度悲观

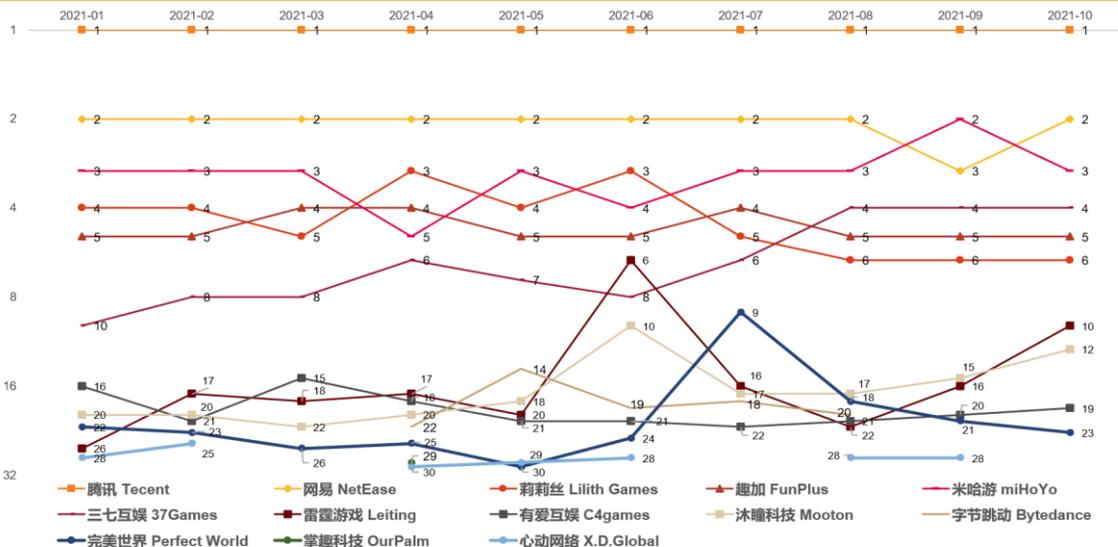
资料来源：国务院、教育部、文化部、新华网、GameLook、GameRes等、天风证券研究所整理

5.3.出海：手游出海持续加速，龙头企业优势稳固

2018Q1-2021Q3中国自主研发网络游戏海外市场规模（亿美元）及增速



2021年1-10月中国手游发行商收入排名



2021年10月中国手游海外收入TOP 30



2021年10月中国手游海外下载量TOP 30

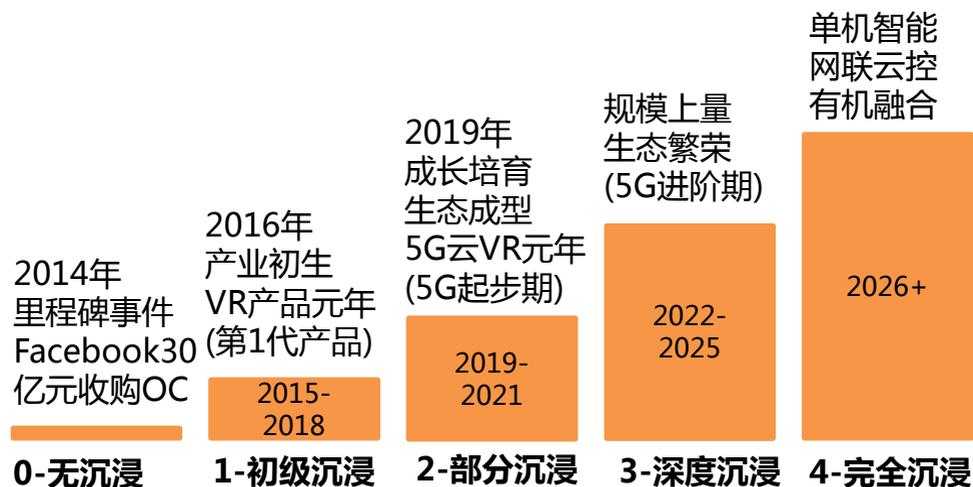


资料来源：AppAnnie、Sensor Tower (10月榜单来源于Sensor Tower 2021年10月期间中国大陆以外App Store及Google Play商店之手游下载量估算)，天风证券研究所

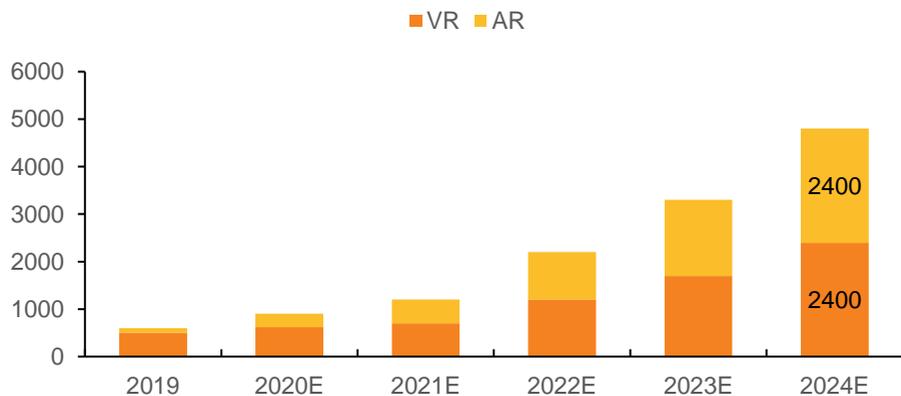
5.4.1 VRAR：VR培育期，虚拟现实产业迈入成长期

- 据IDC等机构统计，2020年全球虚拟现实市场规模约为900亿元人民币，其中VR市场620亿元，AR市场280亿元，预计2020-2024五年间全球虚拟现实产业规模年均增长率约为54%，2024年两者份额均为2400亿元人民币，随着传统行业数字化转型与信息消费升级等常态化，**内容应用市场将快速发展，预计2024年市场规模超过2800亿元。**
- 2020-2021年成为虚拟现实驶入产业发展快车道的关键发力时窗，**目前全球处于部分沉浸/成长培育期。** Metaverse概念以虚拟现实硬件段及内容端作为技术基础，有助于实现虚拟现实产业两端协同发展。

全球虚拟现实沉浸体验产业发展阶段

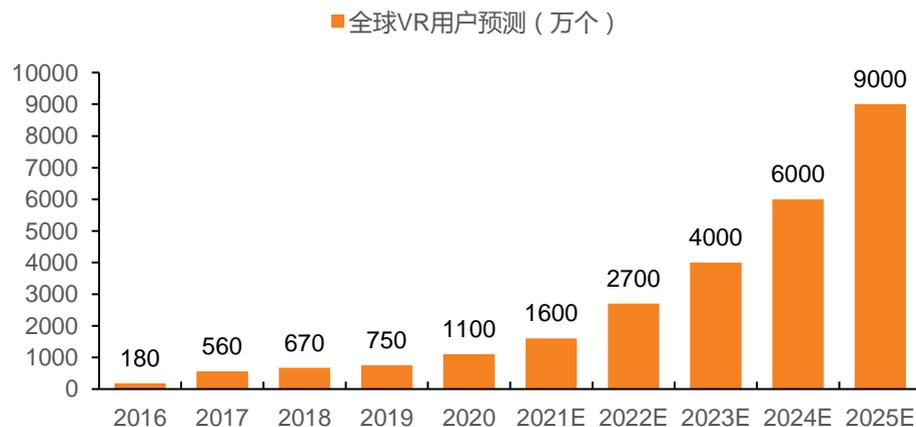


全球虚拟现实市场规模 (亿元)



资料来源：中国信通院，VR陀螺，天风证券研究所

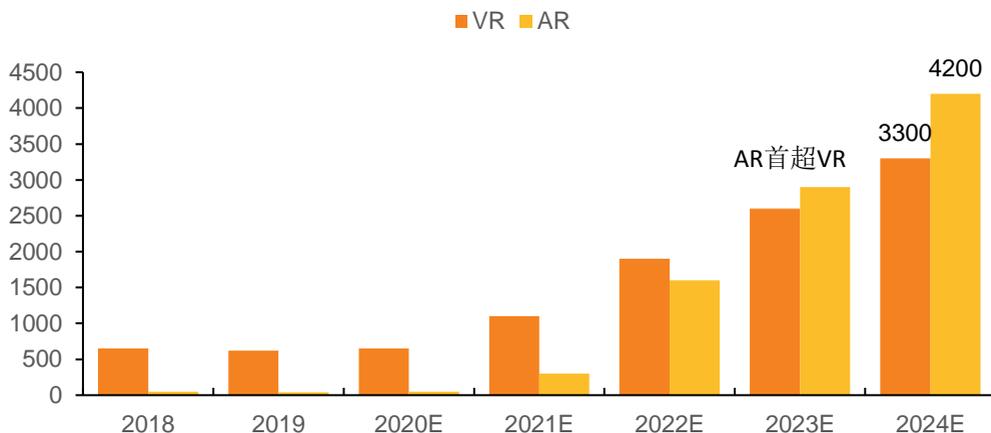
全球VR用户预测 (万个)



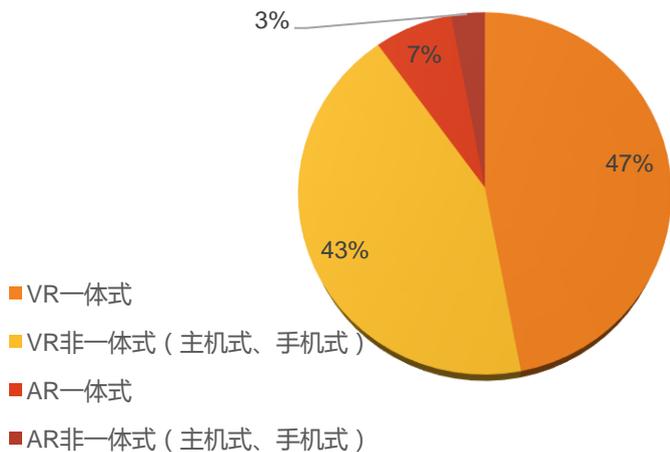
5.4.2 VRAR：终端出货量稳步增长，AR与一体式VR增速显著

- 据IDC统计2020年全球虚拟现实终端出货量约为630万台，VR终端出货量占比分别为90%、10%，预计2024年终端出货量超7500万台。一体式终端出货量将从2020年51%进一步升至2024年64%。
- 随着FacebookQuest2、微软Hololens2等标杆VR/AR终端迭代发售以及电信运营商虚拟现实终端的发展推广，2021年有望成为虚拟现实终端规模上量、显著增长的关键年份。

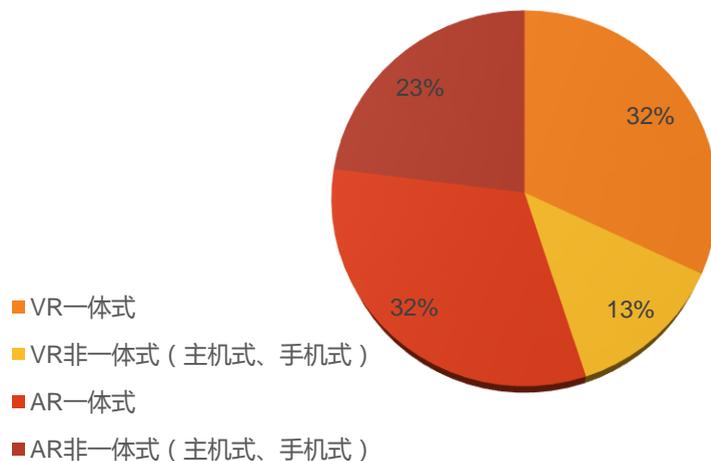
全球虚拟现实设备出货量（万台）



2020年全球虚拟显示终端出货量结构占比



2024年全球虚拟显示终端出货量结构占比



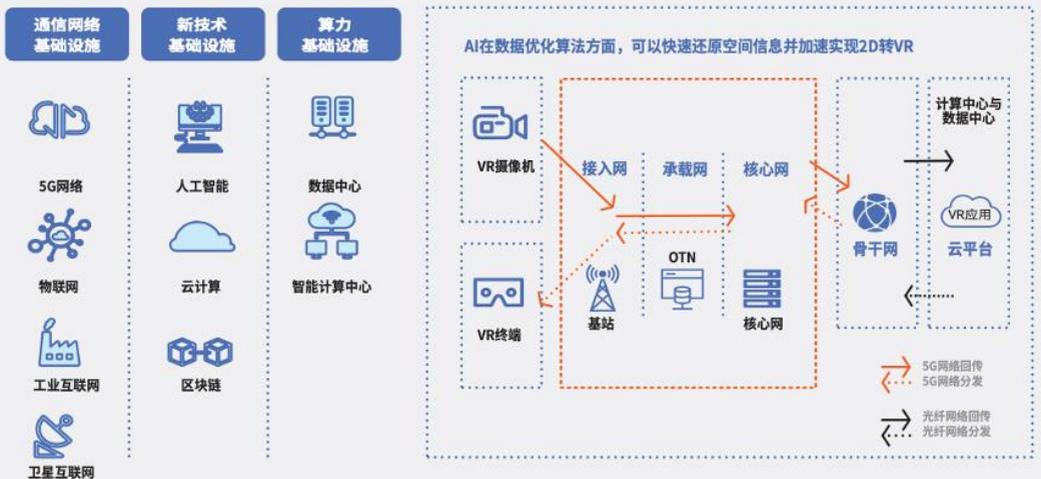
资料来源：中国信通院，天风证券研究所

5.4.3 VRAR：VR产业链赋能行业飞轮效应，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。
- **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。

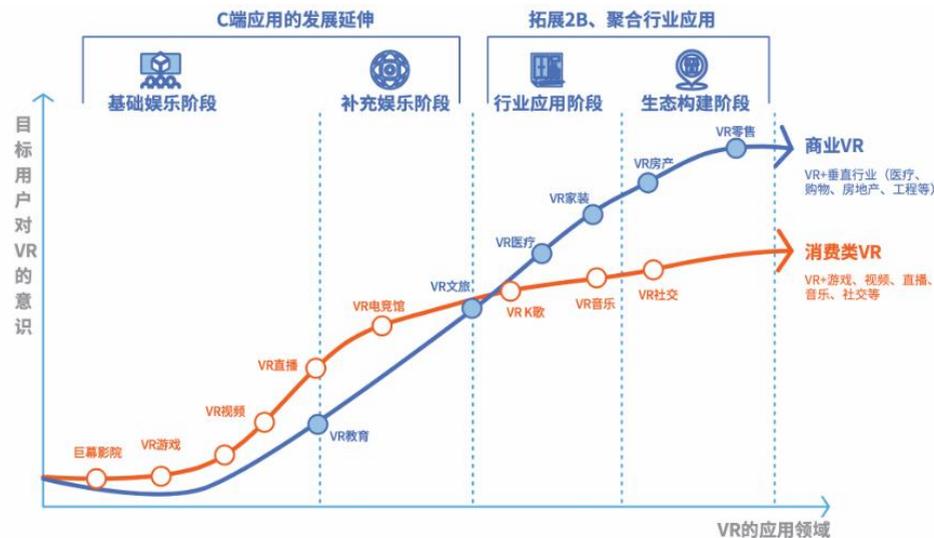
5G、大数据、AI与VR发展的协同带动作用

5G、数据中心与AI为VR行业提供了强大的基础设施



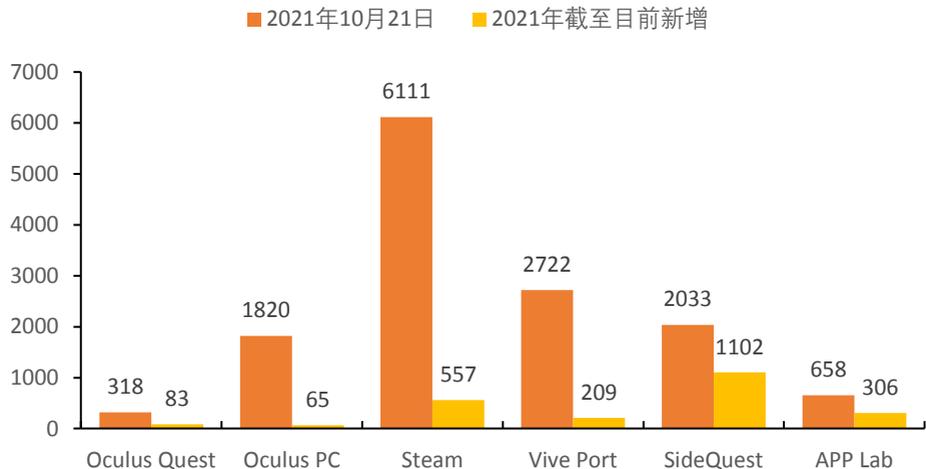
资料来源：vr陀螺，天风证券研究所

VR在C端和B端的应用领域



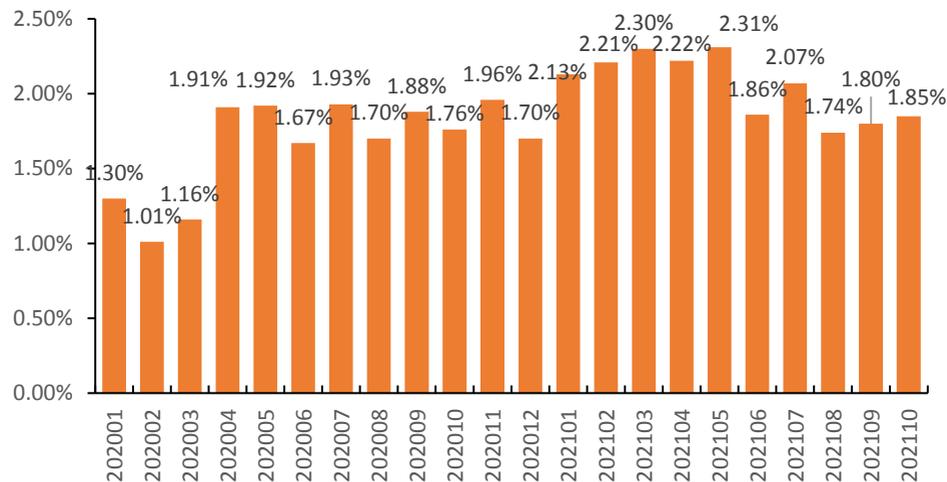
5.5.1 VRAR : VR内容迎来放量拐点, 平台数据高增

主流VR平台内容数量 (个) (截至2021年10月)



注: APP Lab增长为2021年5月至今, 其余为2021年1月至今

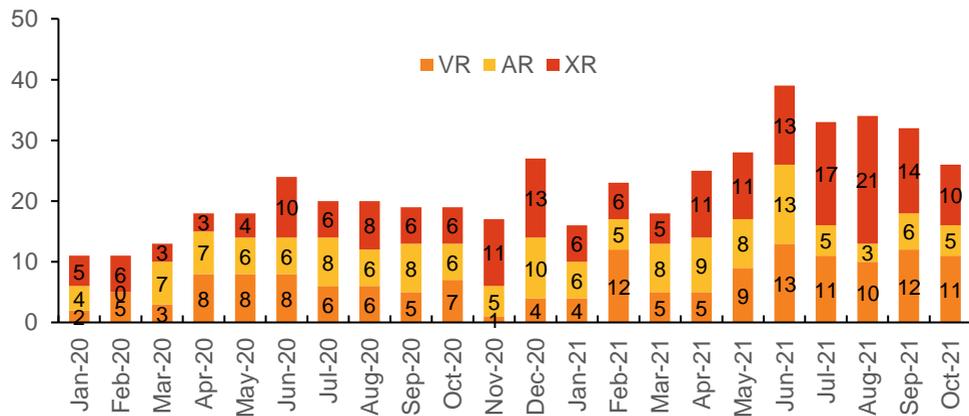
2020-2021.10 Steam平台VR头显占比



VR/AR行业融资并购金额 (截至2021年10月)



2020-2021.10 全球VR/AR行业融资并购数量 (单位: 起)



资料来源: Quest平台, Steam平台, VR陀螺, 天风证券研究所

5.5.2VRAR：平台VR游戏大作渐丰，内容繁荣有望反哺硬件出货

Steam平台VR游戏排行榜（截至21/11/15）

游戏名称	价格	评论数	好评率	游戏类型
 Half-Life: Alyx	¥ 163	53,792	98%	第一人称射击
 Beat Saber	¥ 90	51,989	96%	音乐
 Blade and Sorcery	¥ 70	23,182	96%	动作、剑术
 Into the Radius VR	¥ 90	2,158	98%	生存、射击
 Pavlov VR	¥ 80	25,217	94%	第一人称射击
 BONEWORKS	¥ 90	22,840	91%	动作、射击
 The Elder Scrolls V: Skyrim VR	¥ 199	5,298	75%	冒险
 Hot Dogs, Horseshoes & Hand Grenades	¥ 68	12,424	97%	动作、射击
 Ancient Dungeon	¥ 70	186	98%	冒险
 Legendary Tales	¥ 239.95	603	82%	动作、剑术

Quest平台游戏排行榜（截至21/11/15）

游戏名称	价格	评论数	好评率	游戏类型
 Blade & Sorcery: Nomad	\$19.99	3,933	72%	动作、格斗、模拟
 Beat Saber	\$29.99	39,165	80%	体育、休闲、音乐
 Resident Evil 4	\$39.99	4,244	84%	动作、恐怖
 SUPERHOT VR	\$24.99	14,005	85%	动作、射击、益智
 Onward	\$24.99	10,867	68%	动作、模拟、射击
 Job Simulator	\$19.99	8,462	81%	美食、模拟、休闲
 Virtual Desktop	\$19.99	4,731	78%	电影、工作、效率
 The Walking Dead: Saints & Sinners	\$39.99	12,196	82%	动作、恐怖、冒险
 Vader Immortal: Episode I	\$9.99	12,362	68%	电影、故事、冒险
 The Thrill of the Fight	\$9.99	6,470	86%	动作、格斗、体育

Steam&Quest平台VR游戏上线数量

时间	上线数量	所属平台
202110	33	Steam：21 Quest：12
202109	31	Steam：25 Quest：6
202108	41	Steam：35 Quest：6
202107	57	Steam：47 Quest：10
202106	43	Steam：39 Quest：4
202105	39	Steam：33 Quest：6
202104	36	Steam：30 Quest：6
202103	51	Steam：44 Quest：7
202102	27	Steam：23 Quest：4

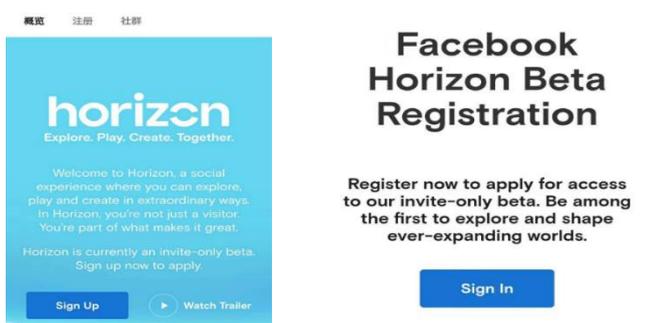
资料来源：映维网，VR陀螺，天风证券研究所

5.5.3 VRAR：主力场景文化娱乐，营销、会议、工业多元分布

游戏：vr游戏super hot



社交：VR app《horizon》已开放测试



影视：头号玩家-元宇宙“oasis”



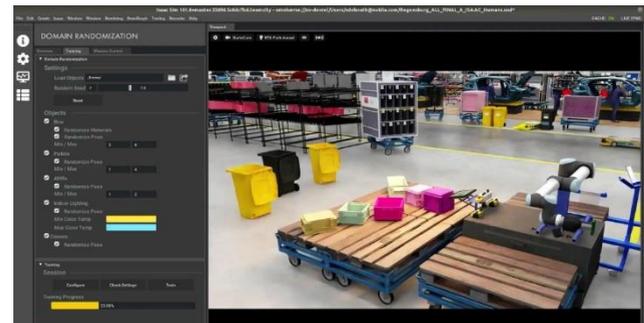
营销：AR滤镜应用于美妆营销



办公：线上虚拟会议火热



工业：英伟达Omniverse打造一流工业设计



资料来源：VR陀螺，Deeptech，gamelook，天风证券研究所

5.6.1元宇宙：产业链纵深长，全方位布局大厂有望打开生态

- 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）。



资料来源：Medium，天风证券研究所

5.6.2元宇宙：投资版图覆盖面广，关注先发落地场景及应用



资料来源：中译出版社《元宇宙大投资》

5.6.3元宇宙：先发场景游戏，国内厂商积极参与元宇宙概念研发

数家国内在研Metaverse概念项目如下：

- **腾讯天美工作室**：3A级开放世界，远期目标对标《头号玩家》里的“绿洲”；
- **网易**：派对竞技游戏《蛋仔派对》，内含社交元素和UGC地图编辑器，已经进行过一轮封测
- **莉莉丝**：《末世余晖》项目，有较重的社交元素，预告视频已展示3D化的社交大厅、聊天室
- **米哈游**：资助瑞金医院研究脑机接口技术的开发和临床应用，CEO蔡浩宇也在交大校友会上表示想在未来十至二十年里做出“全球十亿人愿意生活在其中的虚拟世界”
- **移动沙盒平台Meta App**：（233乐园）利用虚拟化技术为中小游戏开发者创建一个平台，提供多人互动内容的创造和托管服务。Meta App刚刚获得SIG海纳亚洲领投的1亿美元C轮融资；
- **游戏社交平台BUD平台**：平台提供海量休闲游戏，鼓励玩家通过游戏进行社交，近期也获得纪源资本数百万美元的投资；
- **沙盒游戏**：《迷你世界》《皮卡堂》等游戏，本身在市场上已获得一席之地，赢得玩家们的认可。

《蛋仔派对》



《迷你世界》也是元宇宙的重要玩家



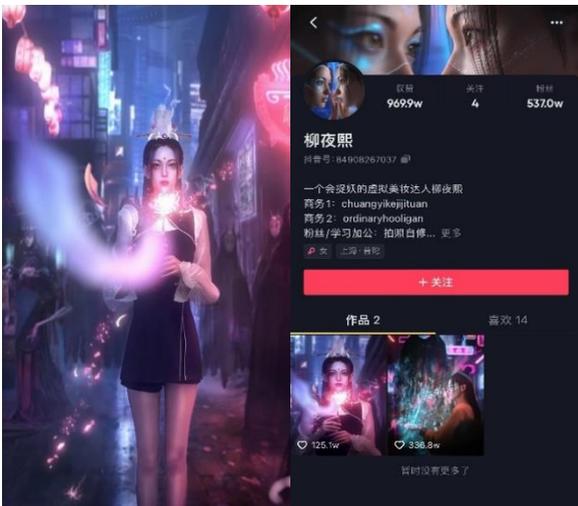
资料来源：游戏茶馆公众号，上观，36kr，天风证券研究所

5.6.4元宇宙：先发场景虚拟人，随AI技术迭代开启新时代

- 起源20世纪80年代，手工绘制的虚拟人出现在人们视野；21世纪初，CG、动作捕捉等技术推动虚拟人在影视娱乐行业应用，出现数字替身、虚拟偶像等。近年来，AI技术简化虚拟人制作流程，拓展应用范围；如今，元宇宙的火爆推动虚拟人浪潮。
- 元宇宙中的虚拟数字人已经在时尚、直播等领域有诸多应用。同时随着众多虚拟形象制作软件推出，虚拟人不再局限于专业制作，人人都可打造自己的虚拟形象，成为元宇宙背景下的虚拟世界的通行证。

虚拟数字人物生成工具	
工具/平台	简介
Metahuman Creator	Unreal Engine推出Metahuman Creator，预先从现实中集成材料数据，允许用户以自动混合、手动调节的方式通过云平台快速简单创建高质量数字角色
Omniverse Avatar	英伟达集成语音 AI、计算机视觉、自然语言理解、推荐引擎与模拟方面的技术，生成交互式人工智能化身
Character Creator3	Reallusion旗下角色生成器，轻松的创造、汇入以及自定义角色编辑制作。实现用一张照片生成 3D 实时数字人物。并实现绑定用于语音对嘴、脸部表情及全身动画。
Ready Player Me	Wolf 3D旗下创建虚拟形象平台Ready Player Me，为用户创建一个专属的 3D 虚拟头像；连接700+APP和VR等各类游戏，使用户轻松地将虚拟形象集成到所需应用

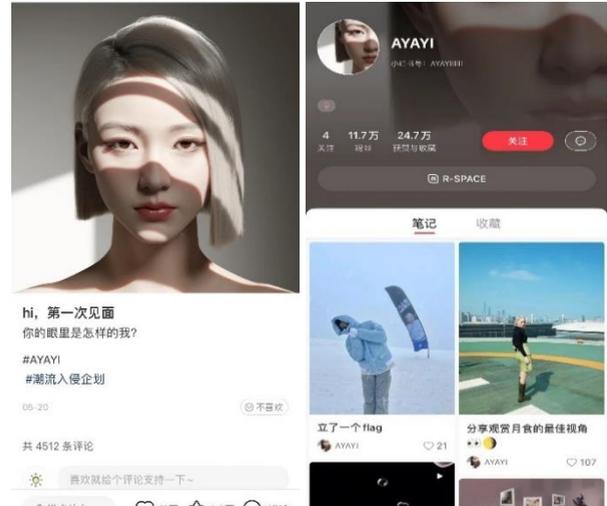
抖音虚拟美妆博主“柳夜熙”



湖南卫视数字主持人“小漾”



小红书虚拟时尚博主“AYAYI”



资料来源：unreal engine官网，NVIDIA官网，Reallusion官网，readyplayerme官网，抖音，芒果TV，小红书，天风证券研究所

5.7.1 21年海外巨头VR/AR齐头并进,持续领跑



微软：继续打磨HoloLens

- 《微软飞行模拟》正在开发适配VR控制器
- 发布VR移动机制数据库Locomotion Vault
- 微软推出HoloLens2工业版，售价4950美元
- 微软宣布推出Mesh服务:打造多用户XR协作应用
- 与LG集团公司合作开发3D传感组件，计划于2021年下半年开始量产
- 微软正开发增强版HoloLens2，代号Hanami
- 获美国陆军12万套HoloLensAR设备订单，未来10年合同价值高达219亿美元
- 微软VR社交应用《AltspaceVR》Mac版试运行
- 197亿美元收购全球最大语音识别公司Nuance
- 微软透露正开发C端Hololens3，新设备将小于90克、使用功率为2W
- 微软宣布为其远程会议应用Teams新增虚拟化身，并支持AR/VR设备
- 微软和Meta宣布合作整合Workplace和Teams



谷歌：消费级AR初心不改

- Google ARCore安装数破10亿
- Magic Leap宣布与谷歌云合作，为企业用户提供空间计算解决方案
- 宣布开源VR绘画应用《Tilt Brush》
- 投资AR社交平台Gowalla
- 推出TensorFlow3D，将利用LiDAR及深度传感器数据带来高级AR体验
- 谷歌官网正式宣布VR眼镜盒子停售
- 从Pixel4和4XL开始，安卓手机将支持开启双摄像头空间感知功能
- 谷歌地图更新，支持特定地点的室内AR导航
- 谷歌搜索引擎添加吃豆人、Hello Kitty等11个日本动漫游戏AR形象
- 谷歌展示突破性光场显示屏Starline，裸眼便可体验3D效果
- XR绘画应用Tilt Brush的开源版本可在PCVR上免费使用
- 谷歌第二代企业版眼镜将支持Google Meet功能
- 谷歌重组Google Labs，将专注于发展AR/VR等高潜力的长期项目



苹果：产业链持续布局，VR/AR产品越来越近

- 与索尼签订3年dToF LiDAR模块核心部件供应合同
- 苹果计划2022年推出首款VR/AR一体机，价格或高达900+美元
- 苹果与台积电研发微型OLED显示器，用于VR设备
- 苹果前高级硬件主管Dan Riccio转岗负责AR/VR项目
- 推出Clips3.1版本更新，基于LiDAR新增AR空间特效
- 向LiDAR制造商II-VI投资4.1亿美元
- 向康宁公司投资4500万美元，康宁是显示屏和光波导材料供应商
- 苹果Apple Watch开始支持手势识别
- WWDC2021发布ARKit5.0,Reality Kit2.0，苹果地图将支持AR导航
- 台供应商：苹果AR眼镜已完成P2原型测试，预计2022年上市
- 苹果 iOS 15将为苹果地图带来AR导航及3D地图功能



Facebook：持续丰富Oculus生态

- 超60款Quest游戏收入超100万美元
- Facebook硬件负责人:Facebook的智能眼镜或将在2021年到来，无AR功能
- Quest平台253款游戏超25万条评论，数量赶超其PC平台评论数总和
- Oculus正式推出社区平台AppLab，对标SideQuest
- 扎克伯格:Quest3、4正在研发，搭载眼动及面部追踪，强化社交能力
- 近10000名Facebook员工从事AR/VR业务，占比17%
- Quest2销量超过之前所有Oculus头显总和
- 宣布收购《Onward》开发商Downpour Interactive
- 收购类Roblox游戏的Metaverse创作平台《Crayta》
- 收购VR游戏《Population:One》开发商BigBox
- 推出会议应用Horizon Workrooms支持远程协作
- 宣布推出5000万美元基金，用于开发元宇宙并资助研究项目
- Facebook公司名称改为“Meta”

资料来源：VR陀螺，天风证券研究所

5.7.2 21年国内巨头整体进度落后海外，处追赶探索期



阿里：积极对外联合研发，多方尝试

- 阿里达摩院成立XG实验室，为AR/VR等场景研究符合5G时代的视频编解码技术、网络传输协议等且制定相关标准。
- 阿里旗下钉钉与Nreal联合打造首款DingtalkWorkSpace应用NreallightAR眼镜，进军AR协同办公。
- 升级VR技术产品“三维空间重建——临云镜”，打造VR行业高效低成本端云一体化解决方案
- 阿里影创VR研究院成立，并同时启动MR混合现实硬件制造自动化产线项目。
- 阿里巴巴战略投资移动端AR技术研发商视奈科技
- 阿里巴巴成立杭州数典科技新公司，经营范围包括VR设备制造
- 阿里巴巴参投Sandbox VR B轮融资



华为：多方位出击，从底层布局

- 华为海思发布XR芯片，支持8K解码，内置高性能GPU
- 华为AR眼镜专利曝光，弹出式摄像头设计，还可以旋转，联合剑桥大学共同开发视网膜成像的AR光学模块
- 华为AR地图正式上架华为应用市场，河图2.0AR地图正式发布
- 发布ARVREngine3.0，推出全新的AR内容开发工具RealityStudio,召开首届华为VR开发应用大赛
- 发布华为VRGlass6DOF游戏套装
- 华为AR地图iOS版上线
- 华为TVOS智能电视操作系统软件支持VR
- 发布面向5.5G上行超宽带(UCBC)演进“5G+8K”3DVR端到端解决方案
- 华为等发起成立XR终端互通技术标准(GSXR)工作组
- 华为发布汽车AR HUD技术，可将前挡风玻璃变为智能屏幕
- 华为发布VR Glass 6DoF游戏套装，定价3999元

资料来源：VR陀螺，天风证券研究所



HTC：持续优化VIVE生态

- 发布全新VR概念机；一体式VR和短焦VR，Pro2和Focus3，同时停产VivePro和Focus
- 投资ARVR培训创企Talespin、VR内容企业ImmersiveVREducation,以及另外7家VR/AR内容和应用领域企业
- 受疫情影响HTC将进行新一轮裁员，涉及VR部门
- 推出XRSUITE虚拟应用套装，多类型终端打破VR界限
- ViveFocusPlus新增VPN支持和远程设备管理功能
- Viveport将开发人员收入分成比例提高至80%
- 推出面部追踪器VIVEFacial Tracker和SteamVR追踪器HTCVIVETracker 3.0
- 发布Vive Focus3VR一体机商业版定价9998元，Vive Pro2定价6888元
- HTC VIVE联合中科深智推出多定位器大空间定位系统 LightingVerse
- HTC VIVE推出跨世代沉浸式眼镜VIVE FLOW



腾讯：聚焦内容和云生态

- ARNR技术专家ArianneHinds博士入职任腾讯美国首席研究员
- 腾讯游戏与华为成立联合创新实验室探索VR/AR等前沿技术
- 腾讯启动5G生态计划,覆盖VR/AR等12个5G场景
- 与英伟达合作在TencentMarketplace上全面提供CloudXR
- 投资VR游戏开发商上海钛核网络、VR音乐平台WaveVR，布局虚拟演唱会
- 马化腾“移动互联网十年发展，即将迎来下一波升级，我们称之为全真互联网”
- 5000万美元投资Utraleap
- 腾讯、高瓴参投，全真互联网创企元象唯思获4000万美元天使轮融资
- 投资VR游戏开发商威魔纪元、云南盒子，入局VR游戏
- 注册魔方元宇宙商标，腾讯已累计申请元宇宙商标数量超二十个

6

**视频：短视频稳居流量高地，中视频/
社区持续高景气，长视频面临短期压力**

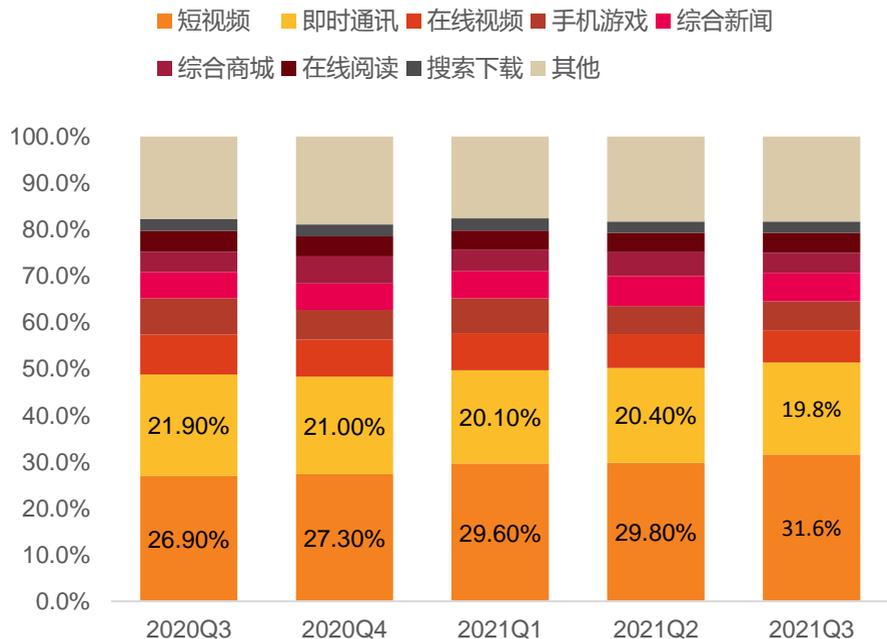
6.1.1短视频—规模：用户规模不断扩张，时长占比稳居头部

- **用户数规模不断扩张已突破9亿。**根据Questmobile，2021年6月短视频行业月活跃用户规模达9.05亿，7月后渗透率突破80%。
- **用户粘性不断增强，使用时长持续增长。**2020年-2021年Q3，短视频人均使用时长占比进一步提高，用户人均每日使用短视频类APP时长占比提升至31.6%，稳居用户时长占比最高地位。

短视频月活跃用户规模趋势（亿）



移动网民人均APP每日使用时长占比

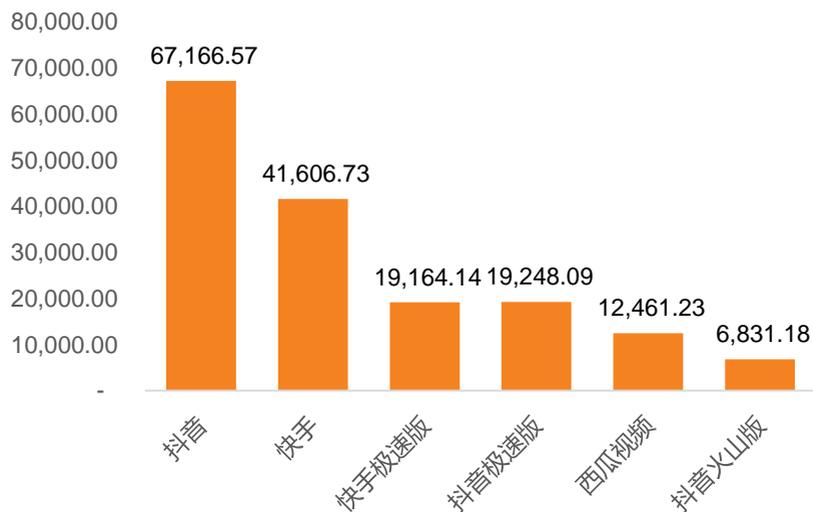


资料来源：Questmobile，极光官网，天风证券研究所

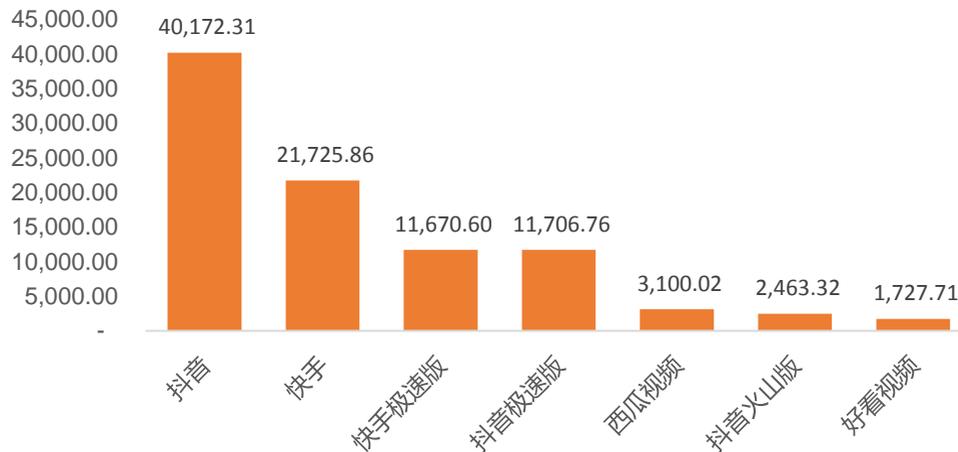
6.1.2.短视频一竞争：双头部格局稳定，抖音快手系远超其他App

➤ 快手抖音系双头部平台竞争优势显著，用户规模远超其他短视频平台。根据Questmobile数据，截至2021年9月，抖音月活跃用户数达6.7亿，日活跃用户数达4亿；快手月活跃用户数达4.2亿，日活跃用户数达2.2亿，稳居头部地位，与其他平台比具有较为明显的优势。其次为快手与头条系的极速版产品，快手和抖音极速版月活跃用户数均达到1.9亿，日活达1.2亿。

2021年9月各短视频平台月活用户规模（单位：万人）



2021年9月各短视频平台日活用户规模（单位：万人）

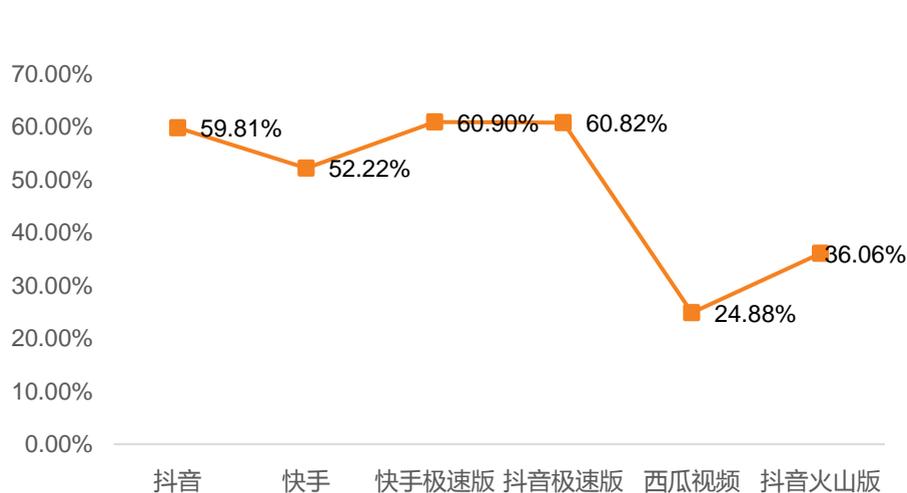


资料来源：Questmobile，天风证券研究所

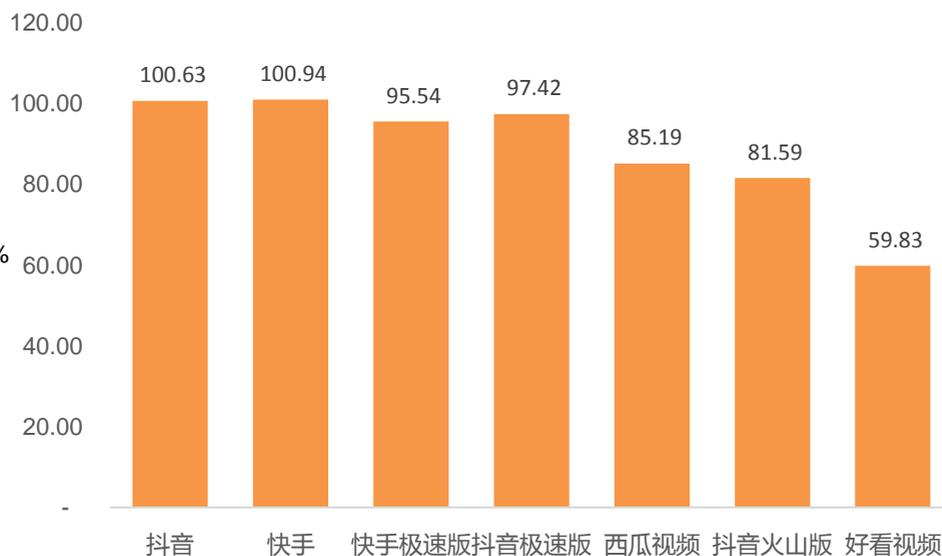
6.1.2.短视频一竞争：双头部格局稳定，抖音快手系远超其他App

- 在用户粘性方面，快手与头条系的极速版用户粘性最高，DAU/MAU达到60%以上。抖音接近60%，快手为52%，远超其他平台。
- 在时长方面，抖音及极速版与快手及极速版时长接近，人均每日达100分钟左右。其他平台相差较远，西瓜视频和抖音火山版达80分钟以上，好看视频为60分钟。

2021年9月各短视频平台日活/月活



2021年9月各短视频平台月活跃用户人均单日使用时长 (分钟)



资料来源：Questmobile，天风证券研究所

6.1.2.短视频—龙头：双龙头用户规模持续增长，抖音增速更快

- ▶ 抖音、快手用户规模均持续增长，抖音增长曲线更为陡峭并于2018年4月实现用户规模反超，此后抖音用户规模持续高于快手，2020年双方差距保持稳定，2021年抖音用户成长加速，抖快用户规模差距有所扩大。
- ▶ 快手，抖音DAU、MAU自2018年以来一路上涨，其中快手前期采取自然增长战略，用户规模平稳增长，抖音增长曲线陡峭，并在2018年4月反超快手；2019年6月，快手制定2020年春节之前3亿DAU的目标，MAU增速有所提升；2021年7月，快手进行组织架构调整，增长部划入产品部，双方差距有所缓和。
- ▶ 截至2021年10月，快手MAU达4.12亿，抖音达6.73亿。

抖音快手MAU对比（万人）



抖音快手DAU对比（万人）



资料来源：Questmobile，人民网，36kr，天风证券研究所

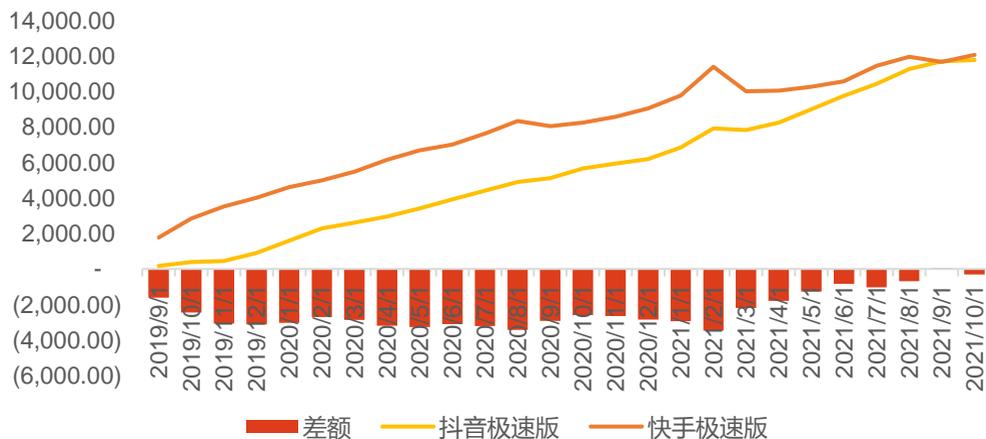
6.1.2.短视频—龙头：双龙头用户规模持续增长，抖音增速更快

- ▶ 抖音、快手极速版用户规模从2019年9月开始持续增长，目前双龙头规模相当。
- ▶ 从MAU来看，早期快手极速版发力较早，用户规模高于抖音极速版，此后抖音发力极速版建设，差距有所缩小。2021年5月以后二者的用户规模基本持平，2021年8月和9月抖音极速版实现反超，月活数均高于快手极速版。截至2021年10月，快手极速版和抖音极速版MAU均达到1.9亿。

抖音快手极速版MAU对比（万人）



抖音快手极速版DAU对比（万人）

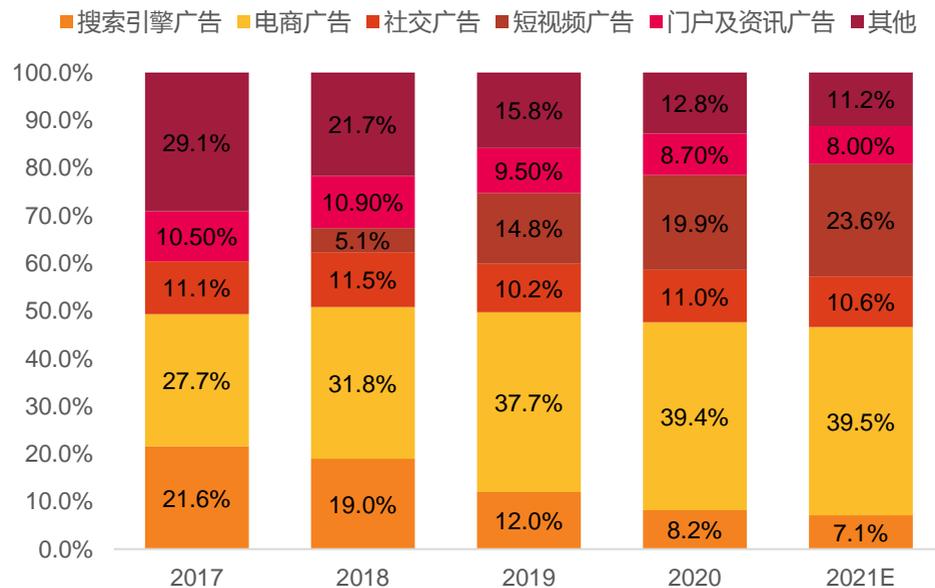


资料来源：Questmobile，天风证券研究所

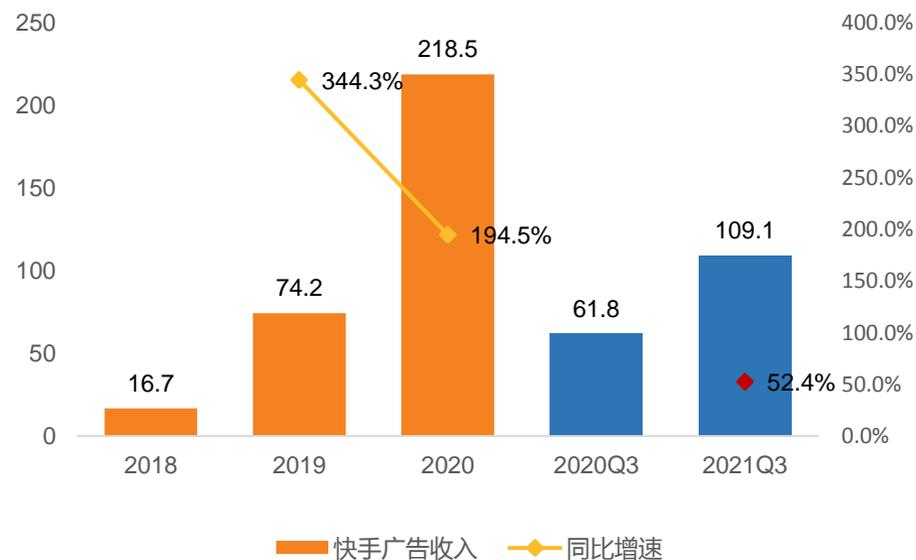
6.1.3 短视频-广告变现：发展空间广阔，广告收入快速增长

- ▶ **短视频处于流量高地，逐年成为互联网广告主要投放媒介，变现能力可观。** 短视频广告的市场份额逐年增加，预期2021年达到23.6%，市场发展空间可观。
- ▶ **以快手为例，公司的广告收入逐年快速增加。** 2019年快手广告收入的增速达344%，2020年增速超100%，2021Q3增速为52.4%，依然保持大幅增长的趋势。

不同媒体类型移动广告市场份额



快手广告收入和同比增速（亿元）

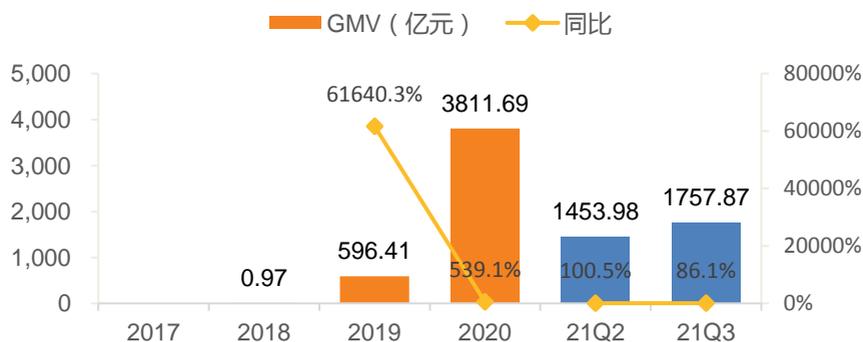


资料来源：艾瑞咨询，快手公司公告，天风证券研究所

6.1.3 电商变现：成长空间广阔，短视频平台带货GMV高速增长

- ▶ **直播电商高速发展，具有广阔的成长空间。** 快手GMV由2018年的1亿元快速增长到2020年的3812亿元，预估今年直播带货GMV将达到6500亿元。
- ▶ **快手用户与主播互动更频繁深入，用户粘性较高。** 快手电商买家平均月复购率高达65%，快手强调信任和公私域流量融合发展。抖音强调公域流量的运营，以及算法驱动的兴趣电商。

快手 GMV 及同比



资料来源：快手公司公告，晚点LatePost，界面新闻，人人都是产品经理，中华网，抖进微信，磁力金牛公众号，天风证券研究所

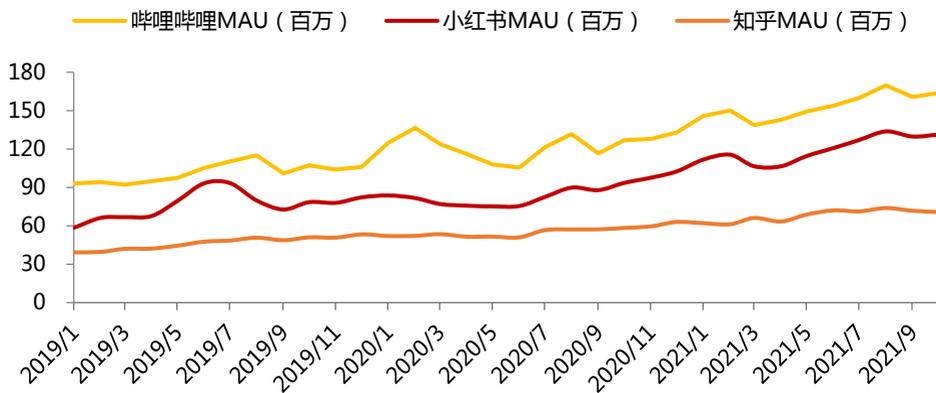
快手、抖音电商对比

	快手 信任电商	抖音 兴趣电商
电商定位	信任电商	兴趣电商
核心战略	关注点从“货”到“人”，强调信任和用户粘性，从商品+营销到内容+信任；鼓励品牌自播，信任电商和品牌电商齐头并进；构建新市井商业，公域私域良性融和；弱化官方色彩，强调人设。	关注点从“人”到“货”，强调公域流量的运营及算法驱动的兴趣推荐；扶持品牌自播；主播角色弱化，担任销售员角色。
支撑战略	推出电商主播流量推广工具“小店通”、上线营销平台磁力金牛 推出小店信任卡，包括退货不退款、假一赔十等条款 举办活动如超级联合品牌日、超级品质购物节、超级达人加油包等 三个大搞：大搞信任电商、大搞品牌、大搞服务商	2020年10月9日直播间封禁第三方来源商品 4月8日，提出发展兴趣电商，提供三大扶持计划 达人收款账户取消年限额，支持对公收款 企业号上线“品牌旗舰店”功能
生态闭环建设	快手磁力引擎持续强化，加强商域闭环建设	关闭第三方电商外链 推出抖音支付 上线DOU分期功能

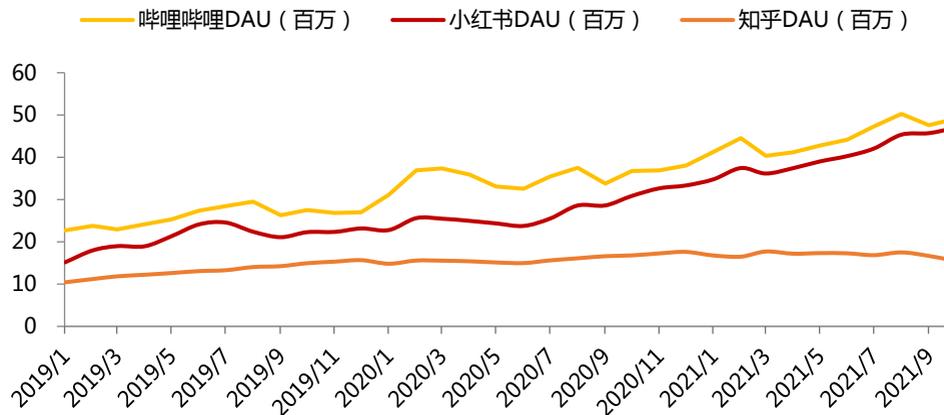
6.2.1. 中视频/社区-用户：整体体现高景气，小红书增长相对突出

以哔哩哔哩、知乎、小红书为代表的社区用户增长处于相对高景气状态，活跃用户持续处于增长趋势中，特别是哔哩哔哩及小红书增速明显（QM与公司实际披露MAU有一定差异，本图仅做趋势参照）。

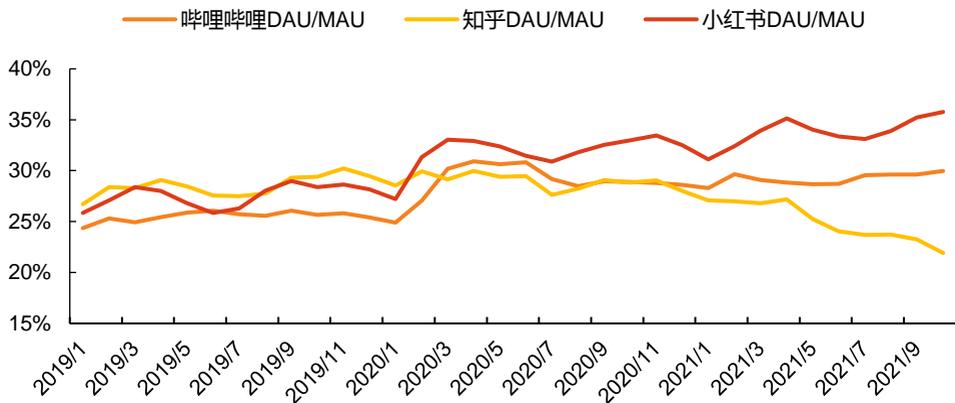
主要社区平台MAU（单位：百万人）对比



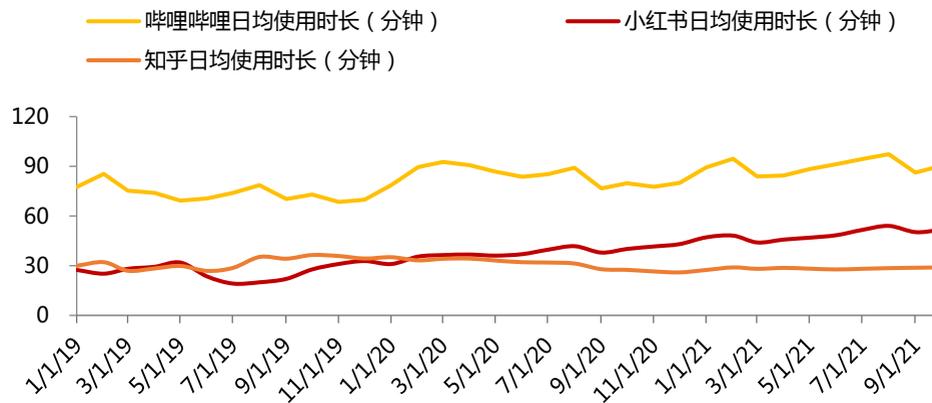
主要社区平台DAU（单位：百万人）对比



主要社区平台粘性对比



主要社区平台日均使用时长（分钟）对比



6.2.1. 中视频/社区：Bilibili用户增长及质量均较高，商业化带动收入高增长，但短期利润率让步于收入规模

Bilibili总收入及同比增速 (1Q17A-3Q21A)



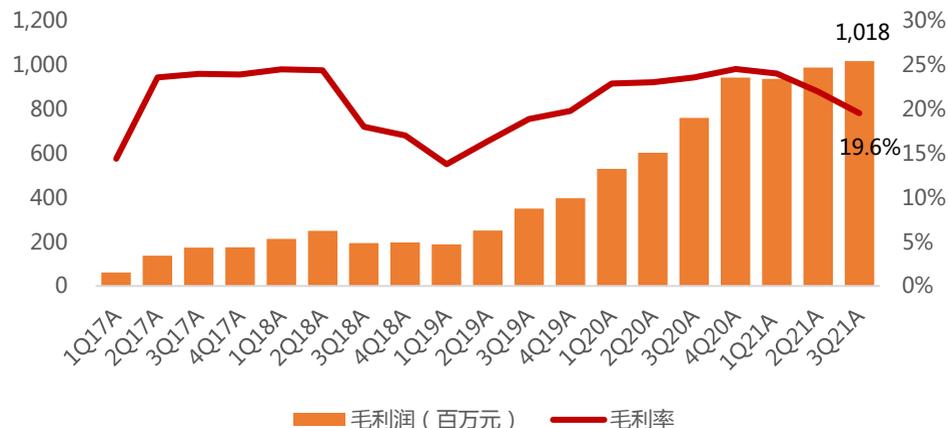
Bilibili广告收入及同比增速 (1Q17A-3Q21A)



Bilibili MAU、正式会员数及占MAU比例 (1Q17A-3Q21A)

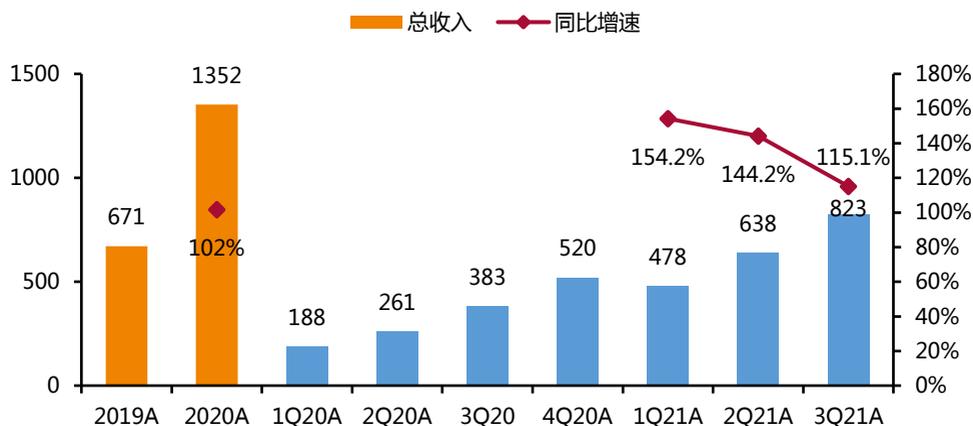


Bilibili毛利润及毛利率 (1Q17A-3Q21A)

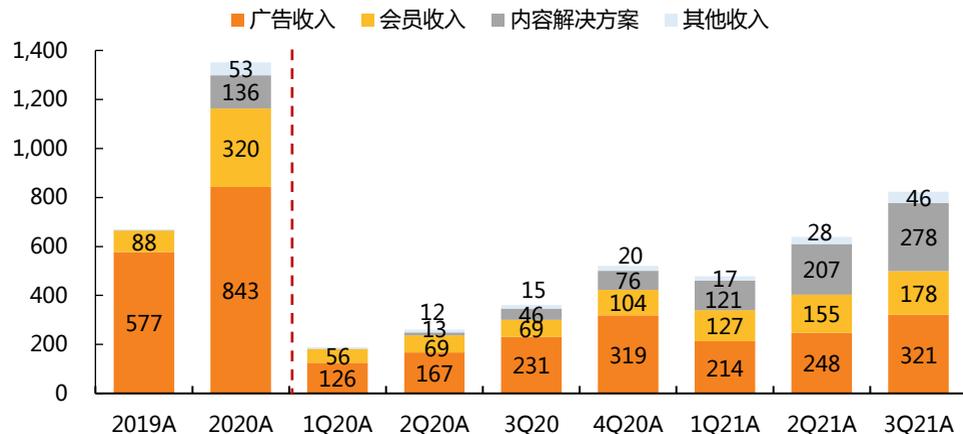


6.2.2. 中视频/社区-变现：知乎月活用户过亿，商业化变现高增长，但同样体现毛利率下降

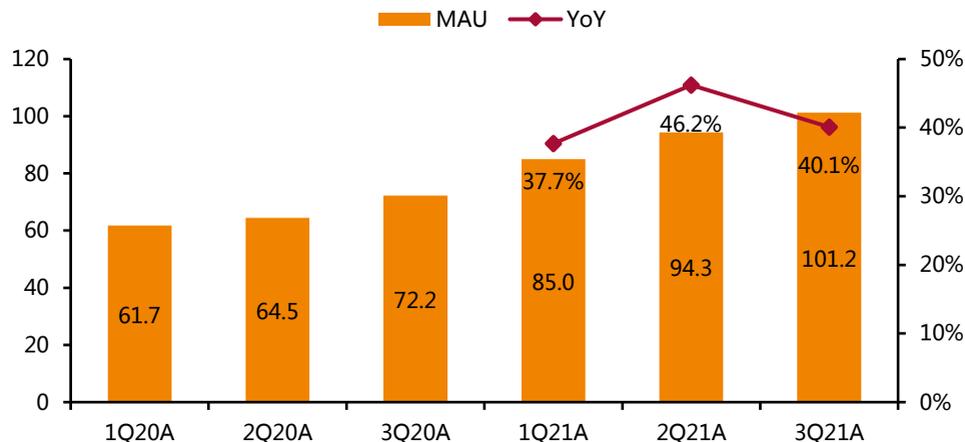
知乎总收入（百万元）及同比增速（19-20A，1Q20A-3Q21A）



知乎收入（百万元）分业务收入（19-20A，1Q20A-3Q21A）



知乎MAU（百万）及同比变化（1Q20A-3Q21A）



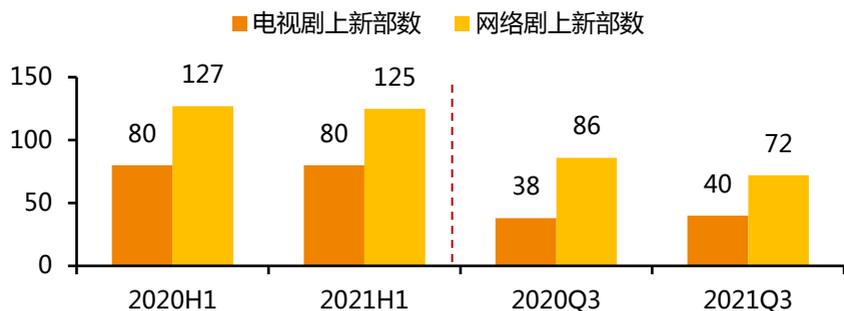
知乎毛利润（百万元）及毛利率变化（1Q20A-3Q21A）



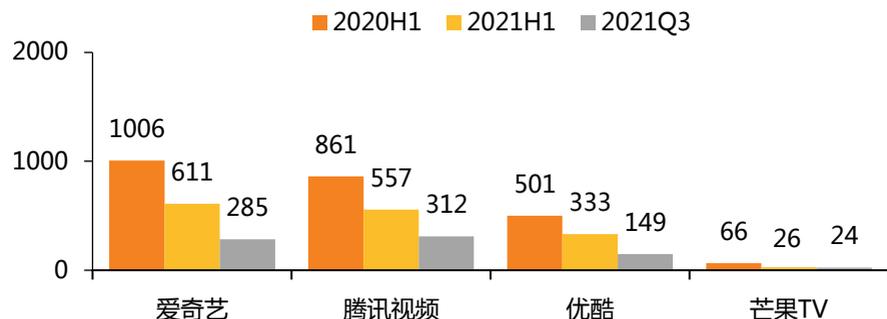
6.3.1. 长视频-容量：全网剧集及综艺数量饱和，内容质量是突围关键

- 根据云合数据统计，全网剧集在前三季度的上新部数略减少，综艺部数有所提升，但幅度不大，我们认为全平台剧集及综艺总量或趋于饱和，芒果TV剧集量尚有增长空间。
- 剧集播放上，2021H1爱奇艺/腾讯视频/优酷/芒果剧集正片有效播放分别同比下降39%/35%/34%/61%。21Q3全网剧集有效播放同比下滑14%，除芒果TV有效播放同比不变外，爱奇艺、腾讯视频及优酷分别同比下降20%/12%/17%。
- 综艺播放上，21H1爱奇艺、腾讯视频综艺正片有效播放分别同比分别下滑24%、11%，两平台有效播放占大盘的68%；优酷同比增幅10%；芒果TV同比下滑37%。

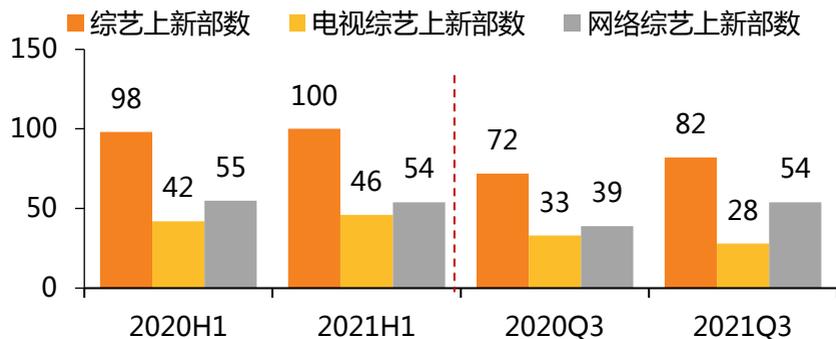
20H1、21H1、21Q3全网上新剧集部数（单位：部）



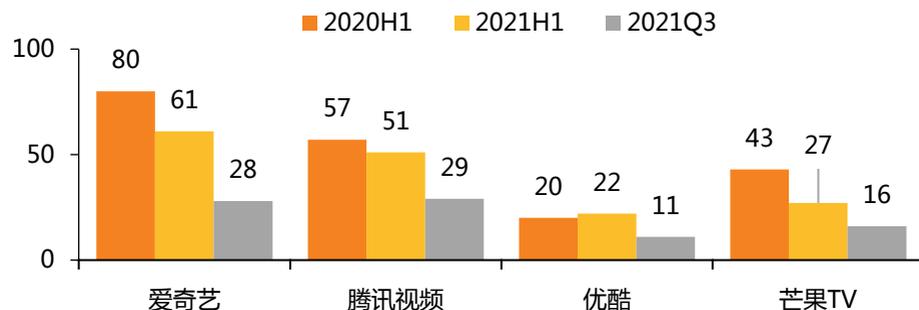
20H1、21H1、21Q3各平台剧集正片有效播放（亿）



20H1、21H1、21Q3全网上新综艺部数（单位：部）



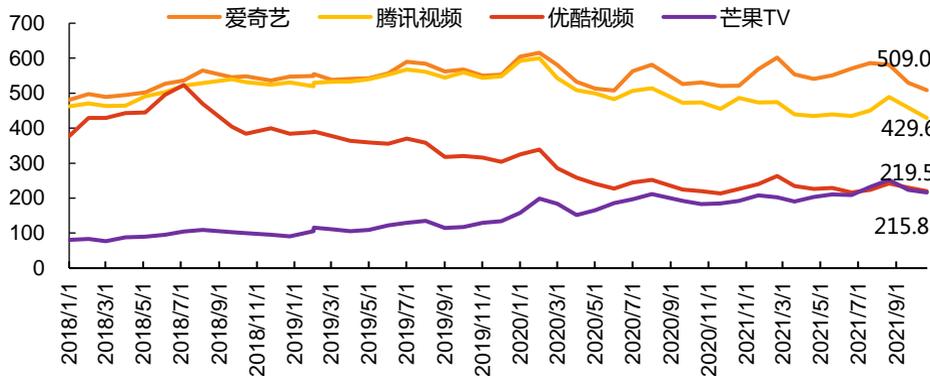
20H1、21H1、21Q3各平台综艺正片有效播放（亿）



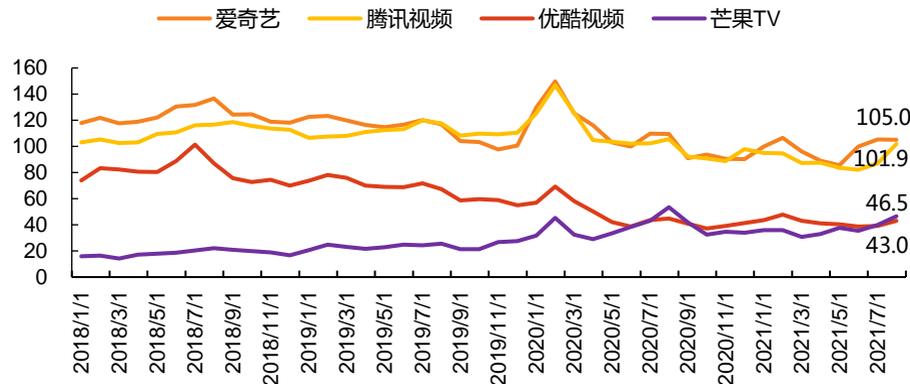
6.3.2. 长视频-流量：用户流量近3年增长趋缓，关注付费率提升

- 各大平台用户流量方面，爱奇艺、腾讯视频作为第一梯队平台DAU除20年初疫情期间，基本在1亿-1.2亿左右量级，头部平台近三年活跃用户走势表明当前长视频平台流量处于增长瓶颈期，更需看到付费率的提升。截至21Q3，腾讯视频付费率最高，达到27.7%，付费用户为1.29亿。

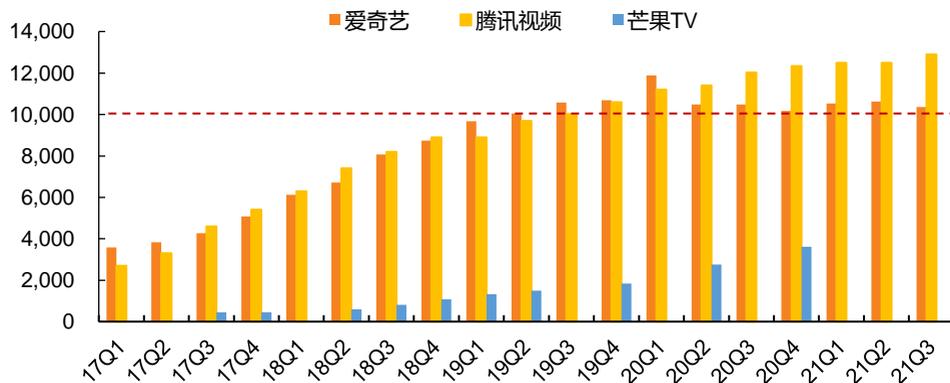
主要长视频平台MAU (单位：百万人) 对比



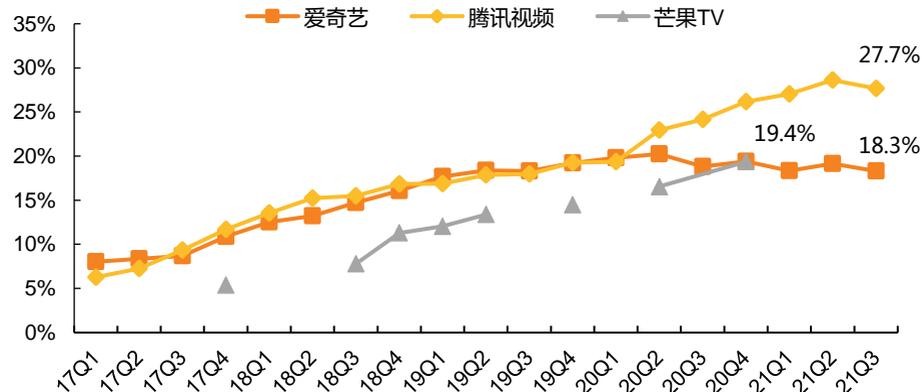
主要长视频平台DAU (单位：百万人) 对比



爱奇艺、腾讯视频、芒果TV付费用户数 (万)



爱奇艺、腾讯视频、芒果TV付费率 (MPU/MAU)



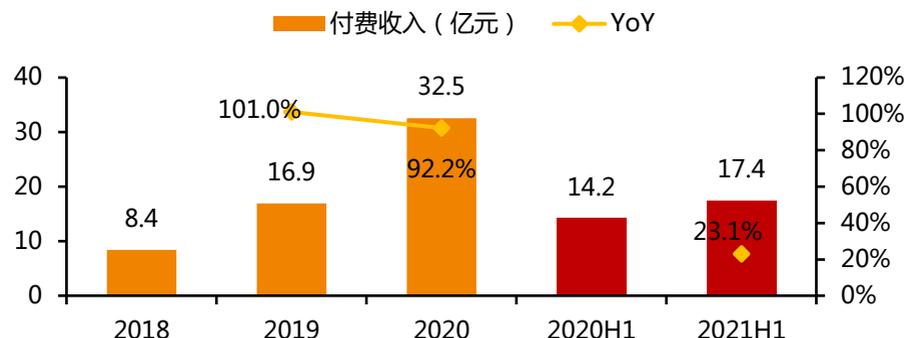
6.3.3. 长视频-变现：付费收入增长放缓，芒果TV广告收入相对高增

- 长视频变现端继续以付费收入及广告收入为主。付费收入方面，爱奇艺21年上半年付费收入同比下滑4.3%，21Q3付费收入同比增长7.9%；芒果TV在19-20年均保持付费收入高增长，21年上半年付费收入增速有所放缓为23.1%。广告收入方面，爱奇艺在18年触达93亿广告收入后由于流量及宏观经济原因，广告收入下滑，芒果由于优质自制综艺带动，广告收入仍保持较高增长。

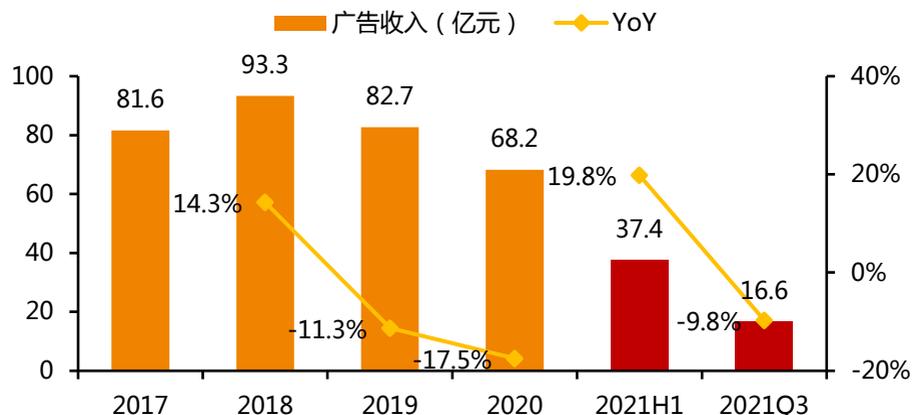
爱奇艺付费收入及同比增速（2017-2020A,21H1,21Q3）



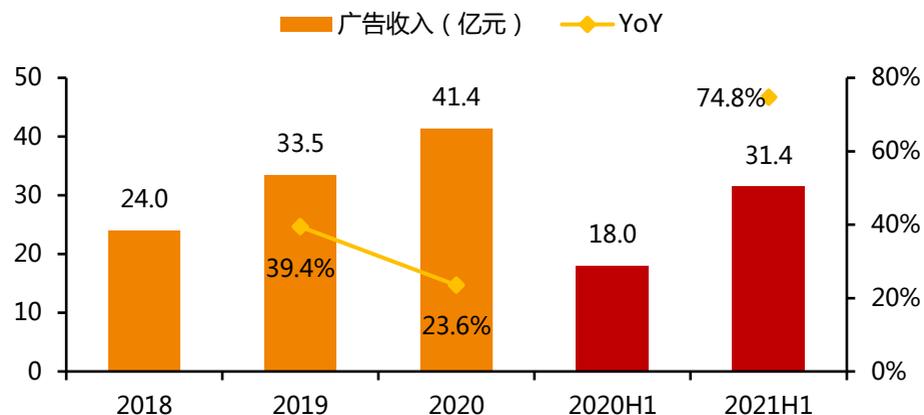
芒果会员收入及同比增速（2018-2020A,20H1-21H1）



爱奇艺广告收入及同比增速（2017-2020A,21H1,21Q3）



芒果广告收入及同比增速（2018-2020A, 20H1-21H1）



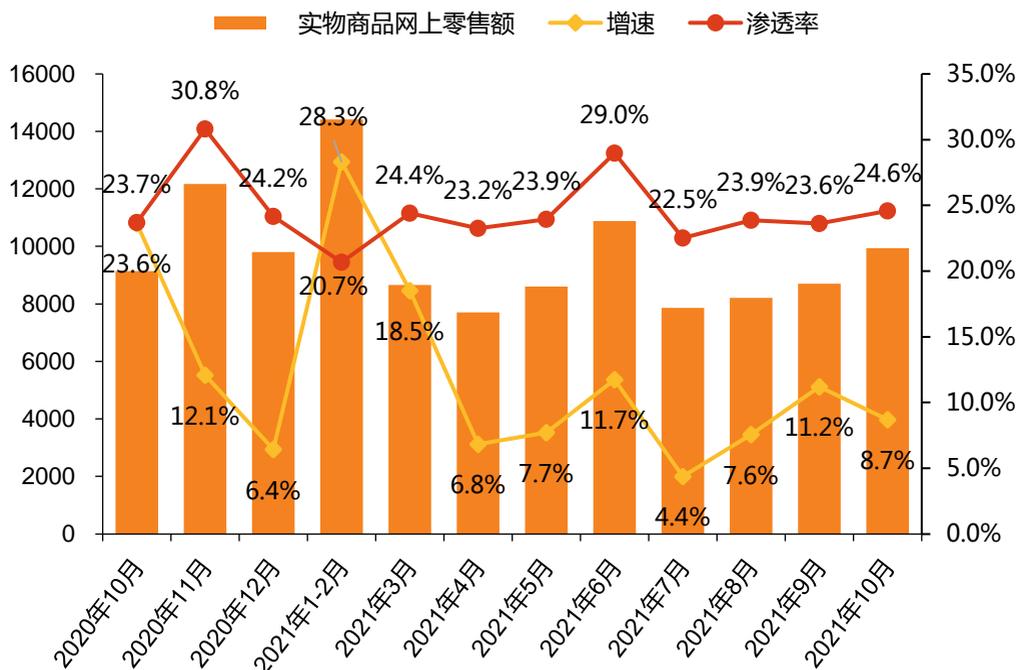
7

电商+新消费：外部压力下线上渗透率维稳，零售线上化持续推进

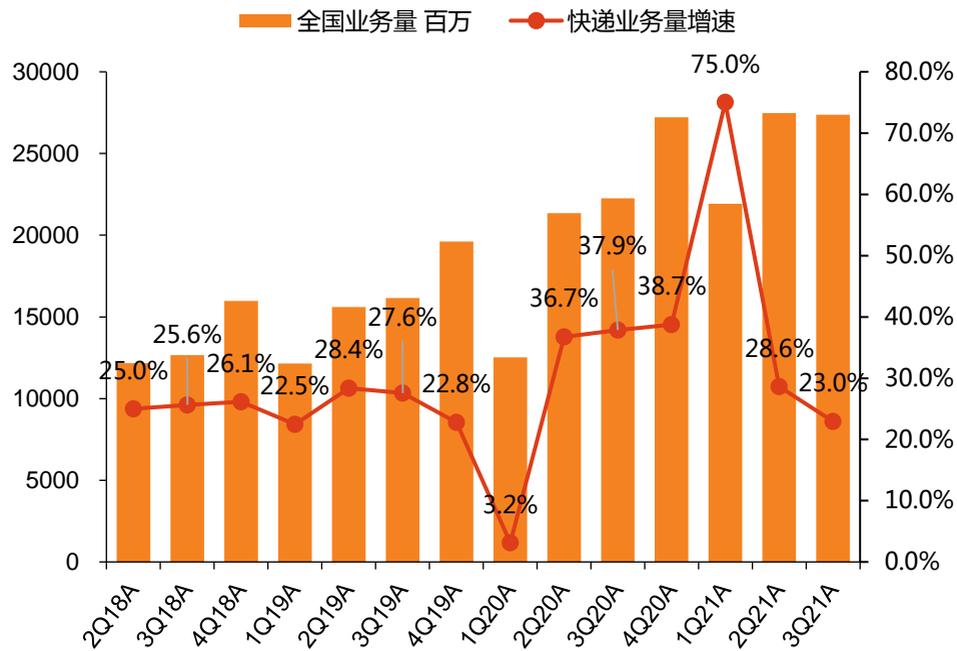
7.1 电商+新零售：21年消费因宏观因素承压，渗透率整体稳定

➤ 2021年消费承压，线上消费增速低位，渗透化率基本维持，2022年消费力有望温和修复助力线上景气度提升。21年初，因20年低基数原因线上消费反弹，根据国家统计局数据，2021年1月-10月，实物商品网上零售额占社零总额（线上化比例）整体维持在较高水平，但疫情反复之下整体消费承压，网上零售额持续低增长。展望2022年，宏观消费仍具有不确定性，如政策刺激、疫情缓和，消费有望温和回暖，线上消费有望展现韧性，渗透率继续上探。

实物商品网上零售额（亿元）及渗透率



全国快递业务量及增速



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

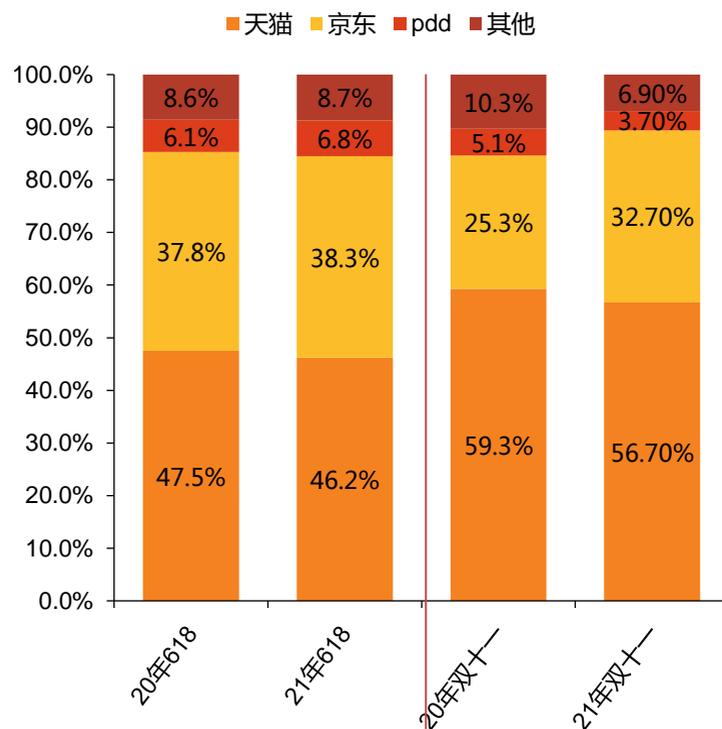
7.2 电商+新零售：政策监管趋向常态化，电商龙头将重归价值平衡

- **监管进入常态化，电商龙头竞争加剧，行业格局需回归重新平衡。** 2020年开始反垄断进入到实质性阶段，21年以来《反垄断》细则不断补充完善，且4月、10月监管总局分别对阿里、美团“二选一”处以罚款。电商行业“二选一”等政策的取消为京东和拼多多带来短期的商家入驻红利，平台加大让利商家力度，尤其是在“618”和“双十一”大促期间。**21年受益于商家增长的平台有望在22年持续享受到边际增量。**长期看来，商家，政策监管常态化趋势下，电商平台有能力长期经营商家才能维系健康生态，电商龙头将重新回归价值平衡。

反垄断政策法规&电商平台主要处罚案件

类型	时间	政策法规/事件	主要内容
反垄断相关政策	2020年1月	《<反垄断法>修订草案（公开征求意见稿）》	首次增设互联网经营者市场支配地位认定依据的规定
	2020年11月	《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》	首次明确将“二选一”定义为滥用市场支配地位，构成限定交易行为，将“大数据杀熟”定义为滥用市场支配地位，实施差别待遇等
	2021年2月	《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》	对平台经济开展反垄断监管应当坚持保护市场公平竞争，依法科学高效监管，激发创新创造活力、维护各方合法利益原则
	2021年6月	《公平竞争审查制度实施细则》	对公平竞争审查制度的审查机制、审查标准、监督与责任等进行了全面系统的规定
	2021年8月	《关于强化反垄断深入推进公平竞争政策实施的意见》	加大监管执法力度，加强平台经济、科技创新、信息安全、民生保障等重点领域执法司法
处罚案例	2021年4月	阿里“二选一”	市场监管总局依法对阿里巴巴集团控股有限公司在中国境内网络零售平台服务市场实施“二选一”垄断行为处以182.28亿元罚款
	2021年10月	美团“二选一”	市场监管总局判定美团在网络餐饮外卖平台实施“二选一”垄断行为处以34.42亿元罚款

从电商大促看平台份额变化



资料来源：市场监管总局，同花顺财经，法制网，中国法院网，星图数据，天风证券研究所

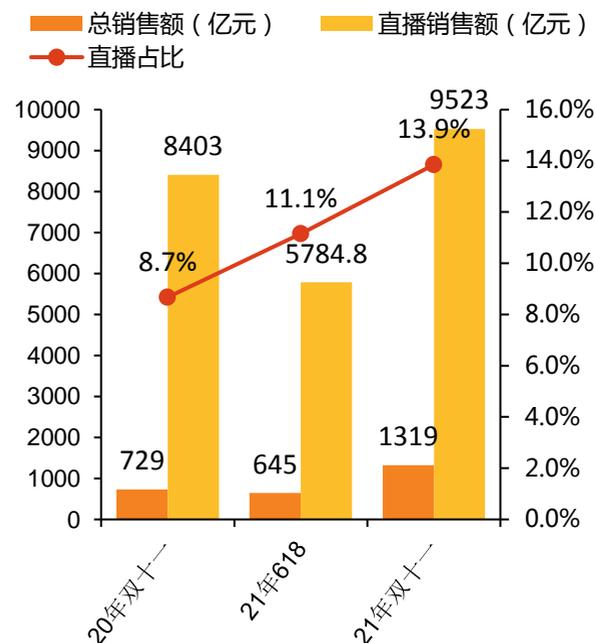
7.3 电商+新零售：匹配平台特质，关注受益品类及渠道间份额切换

- **外部消费形势与消费品增速紧密相关，关注受益品类。** 2021年消费疲软，必选消费品增速表现相对更具韧性，2022年，外部经济仍有不确定性，消费或继续承压，若消费回暖届时因基数原因可选消费或具有边际弹性。
- **直播电商提升份额动力强劲，带品类供应链风险机遇与挑战并存。** 直播电商在21年是加速之年，从618、双十一大促表现来看，直播电商的渗透率逐渐提高，2022年直播电商增速或因基数效应有所回落，但在非标品中的整体渗透率还有较大空间，大流量叠加高效分发为直播电商扩大份额提供动力；此外，22年带电品（家电、数码、电脑、通讯等）仍存在供应链风险，具有供应链优势的平台或有扩大份额的机会。

社零限额以上商品销售额（亿元）及同比增速（2021年1-10月）

	1-10月总额	1-2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
粮油、食品类	13483	10.9%	8.3%	6.5%	10.6%	15.6%	11.3%	9.5%	9.2%	9.9%
日用品类	5808	34.6%	30.7%	17.2%	13.0%	14.0%	13.1%	-0.2%	0.5%	3.5%
中西药品类	4716	16.9%	11.5%	8.0%	7.3%	8.5%	8.6%	10.2%	8.6%	5.6%
饮料类	2311	36.9%	33.3%	22.3%	19.0%	29.1%	20.8%	11.8%	10.1%	8.8%
烟酒类	3805	43.9%	47.4%	26.2%	15.6%	18.2%	15.1%	14.4%	16.0%	14.3%
通讯器材类	4902	53.1%	23.5%	14.2%	8.8%	15.9%	0.1%	-14.9%	22.8%	34.8%
化妆品类	3056	40.7%	42.5%	17.8%	14.6%	13.5%	2.8%	0.0%	3.9%	7.2%
服装鞋帽类	10861	47.6%	69.1%	31.2%	12.3%	12.8%	7.5%	-6.0%	-4.8%	-3.3%
文化办公用品类	3175	38.3%	22.2%	6.7%	13.1%	25.9%	14.8%	20.4%	22.6%	11.5%
家用电器和音像器材类	7309	43.2%	38.9%	6.1%	3.1%	8.9%	8.2%	-5.0%	6.6%	9.5%
家具类	1352	58.7%	42.8%	21.7%	12.6%	13.4%	11.0%	6.7%	3.4%	2.4%
建筑及装潢材料类	1555	52.8%	43.9%	30.8%	20.3%	19.1%	11.6%	13.5%	13.3%	12.0%
金银珠宝类	2491	98.7%	83.2%	48.3%	31.5%	26.0%	14.3%	7.4%	20.1%	12.6%
限额以上商品	64824	42.9%	35.6%	16.4%	11.1%	12.3%	7.7%	0.8%	2.7%	4.7%

直播电商在电商大促中渗透率

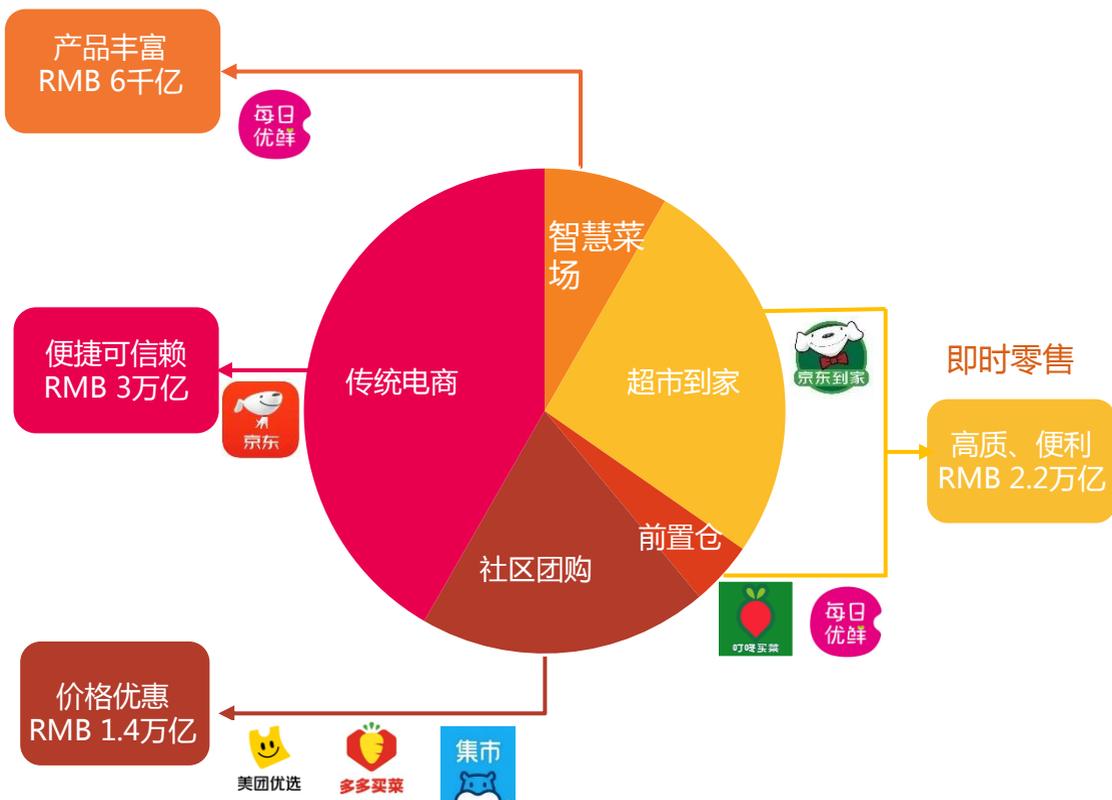


资料来源：国家统计局，星图数据，天风证券研究所

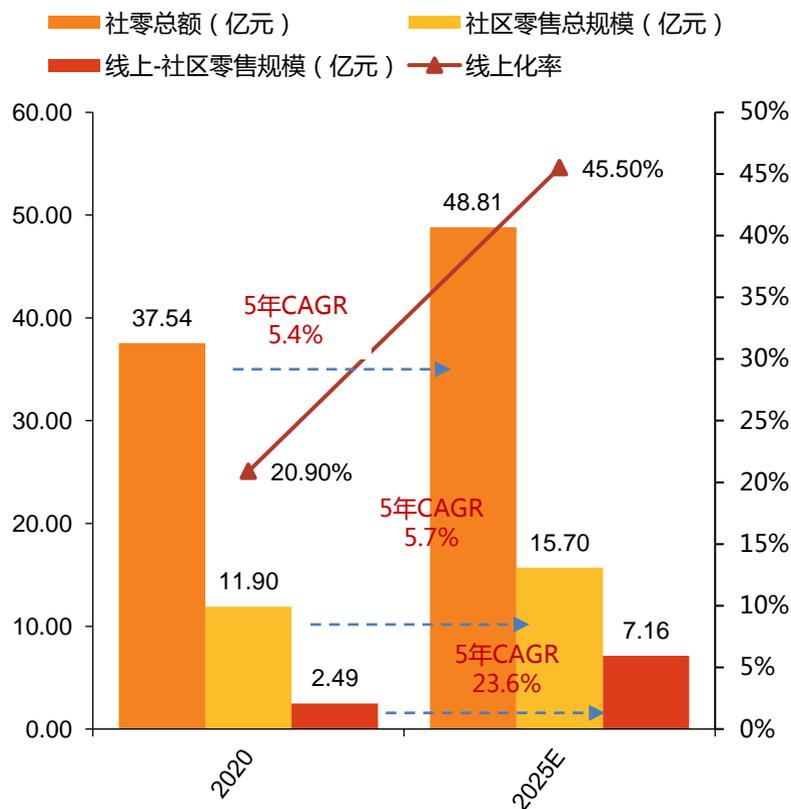
7.4 电商+新零售：多业态开花，高频消费线上化加速

- 2020年中国社区零售市场（是指解决高频消费需求的零售业态，主要涵盖生鲜和快消品）总规模约11.9万亿，线上化率为20.9%，在各种线上渠道协同作用下，乐观预计2025年总社区零售市场规模达到15.7万亿（5年CAGR 5.7%），线上化率为45.5%。“更优惠、更优质、更便利”驱动高频消费习惯从线下往线上迁移，社区零售线上化率的提升是长期趋势，但期间伴随着政策对价格补贴的监管，发展进度或因监管加严而放缓。

2025年中国数字化社区零售市场格局



2020-2025E 市场空间变化（乐观预计）



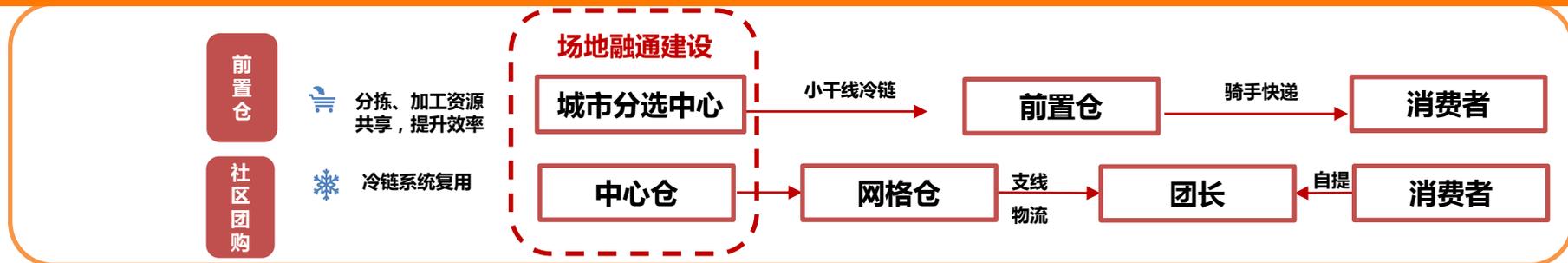
数据来源：每日优鲜招股说明书，wind，天风证券研究所

7.5 电商+新零售：同城零售多业态呈融合之势

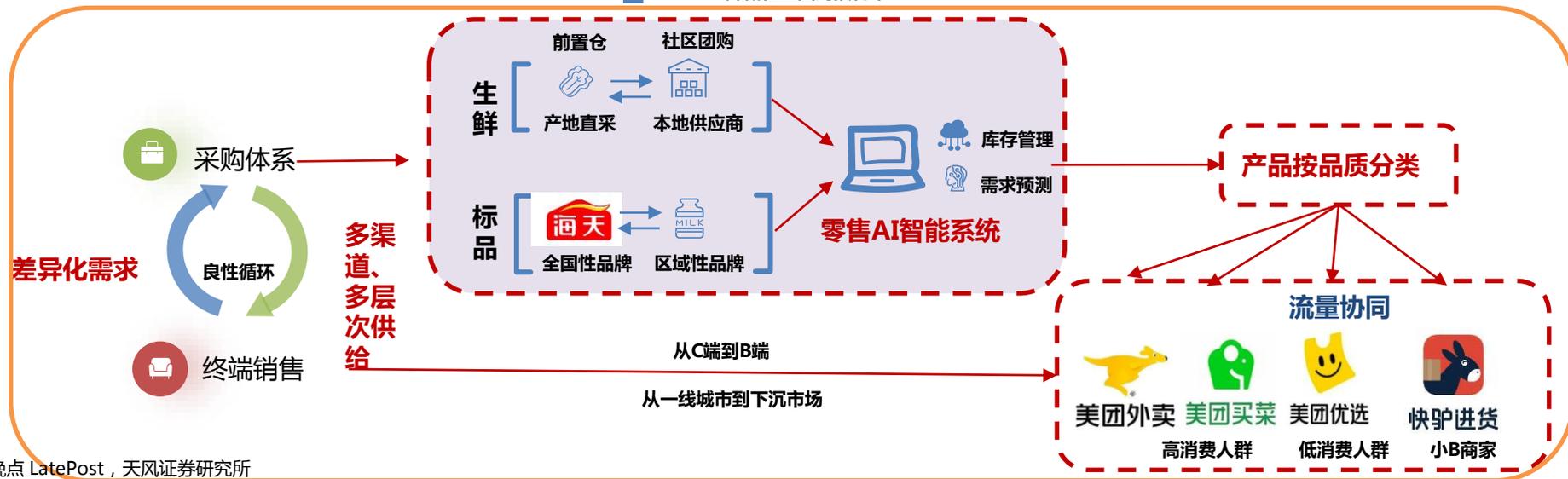
➤ 多龙头同时布局同城零售多种业态（社区团购、前置仓、超市到家等），基础设施及供应链一体化降本增效。

履约体系协同

同城零售一体化（以美团为例）



供应链协同



资料来源：晚点 LatePost，天风证券研究所

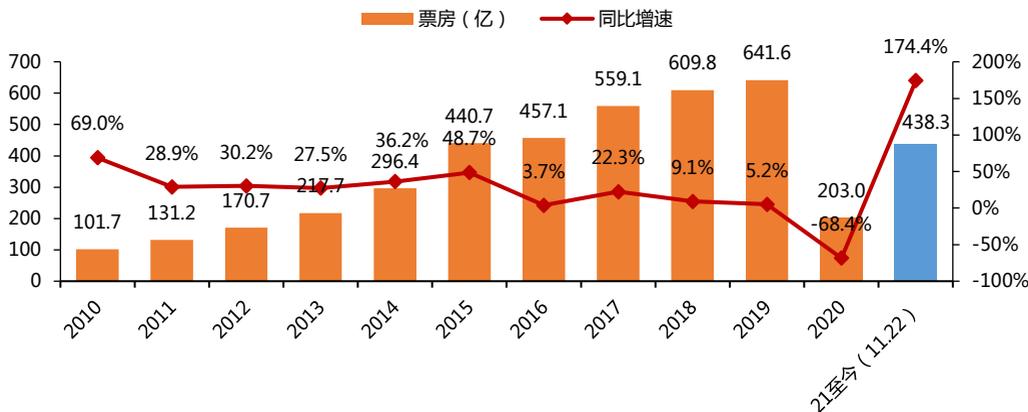
8

电影市场：后疫情受益板块， 市场恢复则弹性可期

8. 电影市场：后疫情受益板块，市场恢复则弹性可期

➢ 由于国内局地疫情反复以及海外疫情带来的进口片供给缺失，21年电影市场恢复进度低于年初预期，但电影作为后疫情板块，如22年疫情得到有效控制且海外影片供给开始恢复，则电影市场底部修复可期。

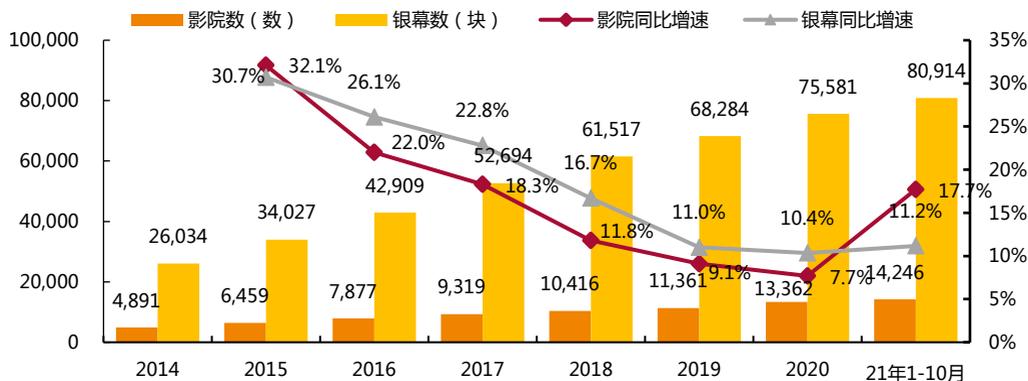
2010-2020年，21年至今全国票房（含服务费）及同比增速



2019-2020年，21年至今TOP10院线市占率及同比变化

序号	院线	2019	2020	2021至今 (11.22)	2021年市占率同比变化
1	万达院线	13.80%	15.51%	15.42%	-0.09%
2	大地院线	9.70%	9.65%	9.57%	-0.08%
3	上海联合院线	8.00%	7.54%	7.65%	0.11%
4	中影数字院线	7.00%	7.36%	7.46%	0.10%
5	中影南方新干线	7.20%	6.87%	6.95%	0.08%
6	横店院线	4.20%	4.49%	4.38%	-0.11%
7	中影星美	5.30%	4.24%	4.00%	-0.24%
8	广州金逸珠江	4.90%	4.19%	4.37%	0.17%
9	江苏幸福蓝海院线	3.90%	3.91%	4.07%	0.16%
10	华夏联合	3.70%	3.46%	3.43%	-0.03%

2014-2020年，21年至今全国银幕数、影院数及同比增速



核心电影公司各主要档期影片储备

	万达电影	光线传媒	中国电影	猫眼娱乐
贺岁档	《误杀2》	《以年为单位的恋爱》(别名“一年之痒”)	《穿过寒冬拥抱你》	《平原上的火焰》
春节档		《狙击手》	《超能一家人》	《四海》(*联合出品)
储备影片	《外太空的莫扎特》、《维和防暴队》、《流浪地球2》	《十年一品温如言》、《冲出地球》、《坚如磐石》、《墨多多谜境冒险》、《会飞的蚂蚁》、《深海》	《流浪地球2》、《伟大的抗美援朝》、《会(上下部)》、《英雄虎胆》、《发明一个夏天》	《好想去你的世界爱你》、《被害人》

注：春节档尚未定档完毕，以截至11月28日公布影片为主，春节档及各公司后续储备或有变化。

投资建议及风险提示

投资建议风险提示

22年继续观察政策执行落地后对基本面的影响，综合评估政策底及业绩底，细分赛道推荐逻辑如下：

1. **预计增速在30%及以上的高景气赛道**，金融科技【东财】等；短视频【快手、字节】及相关产业链公司【直播、广告等】、中视频及社区【哔哩哔哩、知乎】；在线招聘【BOSS直聘】等。
2. **科技新赛道，重点关注前沿技术投入变量**，包括【小米、百度】等智能汽车进展；元宇宙主线，包括具备布局优势的平台型公司【Roblox、腾讯、网易、字节】；先发应用场景中的游戏公司【三七、完美、世纪华通】等；以及在虚拟人或其他领域等落地商用中有望有所布局的公司，建议关注【蓝色光标、视觉中国、宝通科技、恒信东方】等；
3. **政策扰动下寻找有韧性且估值性价比的头部公司**，重点关注互联网平台【腾讯、美团、京东、拼多多、阿里】等；细分市场关注龙头，建议关注【芒果、分众、华策】等。
4. **反转型公司如后疫情板块**，包括电影公司，建议关注【万达电影、光线传媒、猫眼、中国电影】等，及文体旅游等。

风险提示：疫情不可控因素风险，政策监管风险，宏观环境变化风险，公司业绩不达预期风险

细分板块典型公司21-22年预计营收及净利润增速一览（整体法）

	2021年营收同比增速	2021年non-gaap净利润 同比增速 (A股为归母净利润增速)	2022年营收同比 增速	2022年non-gaap净利润 同比增速 (A股为归母净利润增速)
大型互联网平台-万亿以上市值 (腾讯、美团、阿里)	23.59%	-10.34%	19.95%	13.95%
短视频(仅快手)	35.88%	-156.60%	33.67%	19.61%
金融科技(仅东方财富)	58.32%	73.90%	36.36%	38.49%
游戏	16.57%	7.65%	21.04%	28.64%
中视频/社区(哔哩哔哩、知乎)	67.50%	-113.28%	53.87%	-2.84%
电商平台	27.17%	-8.11%	21.94%	14.12%
科技(小米、百度)	27.28%	-1.50%	17.95%	10.32%
电影	103.33%	129.83%	31.14%	81.39%
长视频(爱奇艺、芒果、华策)	9.20%	27.93%	12.17%	70.97%

注：1）2022年non-gaap净利润同比增速由于爱奇艺利润负值，样本加总带来增速偏高；2）中视频/社区板块（哔哩哔哩、知乎）及短视频板块（仅快手）当前净利润为负，带来同比增速波动异常

来源：Wind、Bloomberg，天风证券研究所

风险提示

➤ 疫情不可控因素风险

疫情有所反复，疫情扩散时间延长及传播范围扩大以及疫情防控政策变化不确定性或对线下娱乐产生不利影响

➤ 政策监管风险

传媒行业受政策和监管影响较大，若行业监管趋严或对行业产生不利影响

➤ 宏观环境变化风险

宏观经济不景气或带来整体行业经营数据不及预期风险

➤ 公司业绩不达预期风险

公司经营受到多种因素影响，经营业绩不及预期或造成股价波动风险

➤ 元宇宙热度维持不及预期

元宇宙热度维持受多种因素影响，热度维持不及预期或造成股价波动风险

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

THANKS