

2021年12月07日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

新秩序新增量再进化 -2022年传媒新消费行业投资策略

增持（首次）

投资要点

分析师：朱珠

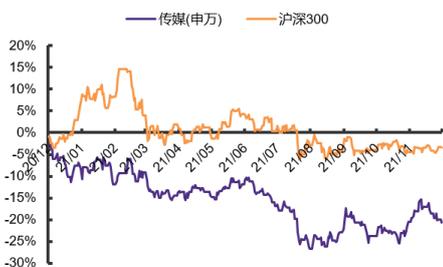
执业证书编号：S1050521110001

邮箱：zhuzhu@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
传媒(申万)	-8.3	-10.9	-20.7
沪深300	6.9	0.3	-3.4

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 传媒新消费是什么？

传媒作为可选消费板块，2021年我们看到其与产业链上下游的连接更加紧密，2022年我们提出“传媒新消费”，主要从用户、企业端看其新秩序新发展再进化带动的内容板块、音视频板块、元宇宙（全真互联网）板块、字节跳动产业链、内容电商板块、新营销板块、轻医美板块、潮玩板块、体验经济（沉浸体验、体育竞技）等板块。传媒内核是内容与媒介共振，媒介是以科技为驱动，而内容发展是以经济与文化为基石，如同国潮文化伴随经济发展不断破圈，叠加新国货消费运动也在推动国潮文化的发展。传媒新消费的硬核背景，一是中国文化为代表的东方美学崛起，二是新国货品牌的崛起，三是用户代际变迁。

■ 自上而下与自下而上双维度叠加内容与媒介迭代再到用户代际变迁 2022年推出《新秩序新增量再进化》

2013-2015年文化传媒板块部分公司通过借壳登陆资本市场，或从其它行业转型至传媒板块，起点不重要，重要的是经过2016-2019年四年探索，商业模式与业绩已逐渐得到验证；2020年疫情压力测试到2021年逐步回暖。我们回看四年传媒发展，2018年传媒策略聚焦“好听好玩好看三好内容消费升级”，2019年聚焦“大融合新传播新业态”、2020年聚焦“中国文化真内核”，2021年聚焦“国潮与中国文化力量新韧性”，2022年我们提出传媒新消费行业策略新秩序新增量再进化可期。

■ 传媒板块 2021 前三季度营收与归母净利润同比增长且较 2019 年同期实现增长 后疫情下从回暖到增长

2021 前三季度传媒板块总营收 3738.87 亿元（同比增 15.88%，较 2019 年同期增 11%），总归母净利润 387.3 亿元（同比增 28%，较 2019 年同期增 8%）；市盈率端，2018 年、2019 年、2021 年三年传媒板块平均市盈率 29.9 倍，处于 TMT 板块末位；商誉端，2021 前三季度商誉总额 790 亿元（同比减少 23%），商誉总值下降风险进一步释放

■ 传媒新消费板块下一个浪潮是什么？技术驱动的 Metaverse 元宇宙媒介升级，内容端看其内核在 NFT 加持下重估 用户迭代的新需求新增量

从内容到媒介均在助推中国文化强国的进程，2025 年泛视频市场有望达 1.8 万亿元，旧秩序在洗牌，新秩序在建立，也为下一场传媒新消费的繁荣在底部蓄力。元宇宙基本价值观即共创、共享、共治，未来 10 年元宇宙有望带来数千亿美元数字商业价值；其中组建之一 NFT 有望助推内容数字资产的重估。用户迭代后对美好生活的向往，2022 年杭州亚运会电竞首次入选，2022 年中国移动电竞市场规模将达 1843.3 亿元（同比增 6.2%）；用户迭代下新需求助力 2022 年中国轻医美市场规模有望达到 1666 亿元（同比增约 16%），高复购率是驱动轻医美市场增长的重要因素；2022 年中国美妆市场规模有望达 4969 亿元（2021-2023 年复合增速拟达 14.2%）。

■ 行业评级及投资策略

传媒新消费行业增持评级。文化传媒互联网行业的发展是伴随内容与新媒介融合及新用户圈层需求的共振，精神内容需求伴随物质满足后不断提升，2021 年前三季度细分板块已实现较好回暖。从内容到媒介再到新世代用户均在助力中国文化强国的实现，2022 年给予行业增持评级。**投资端**，可从新增量与再优化两维度看。**新增量端**，2022 年可看元宇宙（NFT+）、亚运会（体育+电竞）等，可关注腾讯、视觉中国、蓝色光标、奥飞娱乐、风语筑、天下秀、电魂网络、浙数文化等；**再优化端**，2022 年可看字节跳动赛道带动的内容电商、新营销等，再优化下的内容与媒介、新消费体验经济可关注，内容端（光线传媒、华策影视、奥飞娱乐、心动公司、三七互娱、吉比特、阅文集团、掌阅科技、中信出版、新经典、电魂网络、姚记科技等）；**媒介端**（芒果超媒、哔哩哔哩、快手科技、爱奇艺、万达电影、横店影视、博纳等）；新消费及体验经济（爱美客、华熙生物、风语筑、宋城演艺等），从新秩序及新增量再优化维度给予传媒新消费行业“增持”评级。

■ 风险提示

产业政策变化风险、推荐公司业绩不及预期的风险、行业竞争风险；编播政策变化风险、影视作品进展不及预期以及未获备案风险、经营不达预期风险；疫情波动风险、宏观经济波动风险。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2021/12/06 股价	EPS			PE			投资评级
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
9626.HK	哔哩哔哩-SW	351.56	-8.71	-15.10	-14.98	-40	-23	-23	未评级
300413.SZ	芒果超媒	44.53	1.11	1.31	1.61	40	34	28	未评级
1024.HK	快手-W	64.80	-125.25	-14.20	-3.83	-1	-5	-17	未评级
IQ.O	爱奇艺	30.01	-1.36	-1.14	-0.83	-22	-26	-1	未评级
0700.HK	腾讯控股	365.94	16.52	16.74	18.55	22	22	20	未评级
002739.SZ	万达电影	13.99	-2.99	0.36	0.65	-5	39	22	未评级
603103.SH	横店影视	11.90	-0.76	0.41	0.65	-16	29	18	未评级
300251.SZ	光线传媒	10.55	0.10	0.41	0.62	106	26	17	未评级
002292.SZ	奥飞娱乐	5.17	-0.34	0.06	0.13	-15	86	40	未评级
300133.SZ	华策影视	5.62	0.23	0.26	0.31	24	22	18	未评级
000681.SZ	视觉中国	16.15	0.20	0.29	0.38	81	56	43	未评级
0772.HK	阅文集团	41.60	-4.49	1.52	1.56	-9	27	27	未评级
603533.SH	掌阅科技	23.15	0.66	0.74	0.95	35	31	24	未评级
300788.SZ	中信出版	26.35	1.48	1.60	1.95	18	16	14	未评级
603096.SH	新经典	25.75	1.62	1.43	1.72	16	18	15	未评级
300058.SZ	蓝色光标	6.93	0.29	0.32	0.39	24	22	18	未评级
002605.SZ	姚记科技	17.21	2.72	1.91	2.28	6	9	8	未评级
2400.HK	心动公司	35.30	0.02	-1.04	-0.15	1765	-34	-235	未评级
2100.HK	百奥家庭互动	0.50	0.10	0.09	0.13	5	6	4	未评级
002555.SZ	三七互娱	23.19	1.31	1.21	1.50	18	19	15	未评级
603444.SH	吉比特	354.00	14.56	22.01	25.45	24	16	14	未评级
603258.SH	电魂网络	27.03	1.59	1.59	1.82	17	17	15	未评级
600633.SH	浙数文化	8.70	0.39	0.44	0.49	22	20	18	未评级
600556.SH	天下秀	12.25	0.16	0.27	0.40	77	45	31	未评级
002291.SZ	星期六	20.00	0.03	0.61	1.00	667	33	20	未评级
300896.SZ	爱美客	549.70	3.66	4.19	6.36	150	131	86	未评级
688363.SH	华熙生物	159.00	1.35	1.70	2.39	118	94	67	未评级
603466.SH	风语筑	18.79	1.17	1.70	2.39	16	11	8	未评级
300144.SZ	宋城演艺	13.29	-0.67	0.24	0.48	-20	55	28	未评级
9992.HK	泡泡玛特	40.04	0.44	0.80	1.27	91	50	32	未评级

资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究 (注: 港元对人民币汇率取 1 港元=0.8172 元人民币; 美元对人民币汇率取 1 美元=6.3716 元人民币; 表中股价均为人民币元; “未评级” 盈利预测取自万得一致预期)

正文目录

1、2021 年传媒行业总结.....	8
1.1、内外因致 2021 年传媒板块涨幅-8.35% 未延续 2020 年正涨幅.....	8
1.2、商誉与市盈率：商誉总值下降 23% 风险渐释放.....	9
2、2021 年传媒各板块总结：营收、利润.....	12
2.1、2021 前三季度传媒互联网板块总营收同比增 15.88% 较 2019 同期增 11%.....	12
2.2、2021 前三季度传媒互联网板块总归母利润同比增 28%（较 2019 年同期增 8%）.....	12
3、视频板块（长短）：2022 泛视频 1.2 万亿元弱化会员量级数获客精细化探索平台生态商业化.....	14
3.1、腾讯视频：2021Q3 付费会员 1.29 亿人（同比增 8%）.....	17
3.2、爱奇艺：2021Q3 付费视频会员 1.036 亿人同比减少 1% 长视频商业模式需新增量.....	19
3.3、B 站 VS 芒果 TV VS 快手.....	21
4、院线板块：2021 尚未恢复至疫情前 2022 看内容供给.....	32
5、广告营销板块：2021 前三季度营收已恢复疫情前规模效应与技术驱动 2022 看新增.....	38
5.1、行业端，2021H1 互联网广告市场 2972 亿元同比增 34% H2 增速不及 H1.....	39
5.2、2022 年网络广告市场规模预计达 1.1 万亿元短视频营销增长推动.....	41
6、内容板块（游戏）：政策细则落地情绪释放后续看产品内核.....	44
6.1、游戏行业端：2021 前三季度手游规模 1702 亿元同比增 9%.....	46
6.2、游戏板块：2022 年手游市场约 3400 亿同比增 10%内看内容产品本质外看元宇宙云游戏催化.....	48
7、内容板块（电影+剧集+国漫）：从单品到矩阵再到 IP 产业链.....	50
8、内容板块（阅读）：2021Q3 增速放缓大众阅读寻新增量.....	52
8.1、阅读行业：2021 前三季度图书零售市场同比增 3% 增速放缓 2022 看主业回暖.....	54
8.2、数字阅读：2022 年数字阅读 453.9 亿元 IP 改编市场 4634 亿元.....	57
9、传媒新消费是什么？从用户新需求到新供给.....	59
9.1、新需求之用户端：Z+世代 00 后（潮玩汉服）.....	61
9.2、新需求之用户端：女性用户（轻医美、国货美妆）.....	64
10、2022：新秩序、新增量、再进化.....	71
10.1、2022 新秩序：反垄断营造良好创新环境旧经济在洗牌新经济在建立.....	71
10.2、2022 新增量之元宇宙：从争议到思辨模糊的正确需时间验证.....	71
10.3、2022 新增量之 NFT（元宇宙重要组件）新纪元.....	82
10.4、2022 新增量之亚运会：体育+电竞（1800 亿元+）.....	93
10.5、2022 再进化之字节跳动：从无边界扩张到有边界优化红利 2022 望持续.....	97
10.6、2022 再进化之电商（直播电商市场规模 2022 年拟 2.76 万亿元）.....	99
11、我们为什么看好 2022 年传媒新消费？.....	105
11.1、新秩序在建立：自上而下看政策.....	105
11.2、新增量可期：自下而上看需求.....	105
11.3、再优化夯实：中国文化向上力量真内核.....	106
12、行业评级及投资策略.....	106
13、风险提示.....	108

图表目录

图表 1: 2021 年 28 个细分子行业区间涨跌幅.....	8
图表 2: 2016-2021 年传媒板块区间涨幅走势.....	9
图表 3: 2016-2021 年传媒板块总商誉及同比增速.....	10
图表 4: 2016-2021 年传媒板块区间平均市盈率 PE (TTM) 走势.....	11
图表 5: TMT 行业三年平均市盈率 (单位: 倍).....	11
图表 6: 2016-2021 年前三季度传媒 134 家标的的总营收及同比增速.....	12
图表 7: 2016-2021 年前三季度 134 家传媒板块总归母净利润及同比增速.....	13
图表 8: 2020VS2025 年中国泛视频市场用户规模及同比增速.....	14
图表 9: 2016-2025 年中国泛视频市场规模及同比增速.....	15
图表 10: 从所有制经济到会员经济下的各类指标变化.....	16
图表 11: 2021Q3 快手、哔哩哔哩、爱奇艺的广告、会员收入及占比、月活用户及付费率概况.....	17
图表 12: 2019-2021 单季度腾讯视频付费会员及同比增速.....	18
图表 13: 截止 2021 年 11 月 23 日腾讯视频剧集、综艺 top5.....	19
图表 14: 2019-2021 单三季度爱奇艺分类营收、同比增速.....	20
图表 15: 2015-2017 年以及 2018 年-2021 年三季度爱奇艺活跃用户及同比增速.....	21
图表 16: 2019-2021 年第三季度 B 站收入主要构成.....	22
图表 17: 2016Q1-2021Q3 单季度 B 站月活用户及同比、环比走势.....	23
图表 18: 2021 哔哩哔哩三季报及内容特色.....	24
图表 19: 2021Q3 单季度 B 站财务数据及内容进展 (左)、奥飞娱乐与 b 站交流 (右).....	25
图表 20: 2020 与 2021 年 10-11 月 b 站头部广告主投放占比对比.....	25
图表 21: 2021 年芒果超媒推出芒果季风成绩 (左)、芒果广场 MangooHub 公众号 (右).....	27
图表 22: 2020 年 1 月-2021 年 8 月芒果 TV 月活用户及活跃渗透率.....	28
图表 23: 2020 年 1 月-2021 年 8 月芒果 TV 月活用户及活跃渗透率.....	29
图表 24: 2021 年第三季度快手财务数据 (总营收、营销广告收入、直播收入、电商其他收入占比).....	30
图表 25: 2021 年视频图谱 (上)、2021 上半年中国各主要内容平台对消费者决策的影响 (下).....	31
图表 26: 2016-2021 前三季度院线营收及增速 (上)、前 10 个月票房 (亿元) 及增速 (下).....	33
图表 27: 2021 年前三季度电影银幕分布 (上)、2021 国庆档票房 (亿元).....	34
图表 28: 对比 2019 与 2021 年前三名影片及票房占比.....	35
图表 29: 2010-2022 全国电影分账票房及预测及同比增速.....	36
图表 30: 2021 贺岁档及 2022 春节档部分关注较高影片概况.....	37
图表 31: 2016-2021 前三季度营销板块总营收及增速 (上)、头部营销公司收入占比 (下).....	38

图表 32: 2011-2021 上半年广告市场头部品牌中国产品品牌数量占比趋势	39
图表 33: 2020Q1-2021Q2 中国互联网广告市场季度规模及同比增速 (上)、媒介广告收入 (下)	40
图表 34: 2021 上半年与下半年中国互联网广告市场及同比增速	41
图表 35: 2022-2026 年中国网络广告市场规模预测及同比增速	43
图表 36: 2018-20225 年中国线上短视频营销规模预测及同比增速	43
图表 37: 2016-2021 年 A 股 18 家游戏公司前三季度总营收及同比增速	44
图表 38: 2016-2021 前三季度 A 股游戏板块 TOP3 标的营收同比增速及较 2019 年同期增速	45
图表 39: 2016-2021 年前三季度 A 股游戏板块 18 家标的总归母利润及同比增速	45
图表 40: 2020-2021 年中国移动游戏市场季度收入及增速 (上)、前三季度手游收入及增速	46
图表 41: 2018-2021 上半年中国二次元游戏市场规模及同比增速	47
图表 42: 2016Q3-2021Q3A 股游戏板块营收、利润及同比增速	48
图表 43: 2019-2021 国产游戏版号及同比增速	49
图表 44: 2016-2022 年中国手游市场规模及预测、同比增速	50
图表 45: 2016-2021 前三季度电影剧集漫画产业链总营收及同比增速	51
图表 46: 2016-2021 前三电影剧集漫画产业链总营收及同比增速	52
图表 47: 2016-2021 前三季度 A 股出版阅读 18 家标的前三季度总营收及增速	53
图表 48: 2016-2021 前三季度 A 股 18 家阅读出版标的总归母利润及同比增速	53
图表 49: 2016-2021 年半年度中国图书零售市场码洋及同比增速	55
图表 50: 2019-2021 年前三季度图书零售市场中各类细分码洋比重构成	56
图表 51: 2018-2022 年中国数字阅读行业市场规模及同比增速	57
图表 52: 2015-2024 年中国 IP 改编娱乐时长规模及预测单位: 十亿元	58
图表 53: 中国网文中腾讯系及字节跳动系各自矩阵 (快手拟新加入)	59
图表 54: 未来五年中国居民消费趋势 (上)、体验式娱乐受欢迎 (下)	60
图表 55: 2021 年全球 1980-1994 年出生的人口分布 (亚洲占比为冠军)	62
图表 56: 2021 年中国 Z 世代用户	63
图表 57: 2015-2024 年中国潮玩市场的市场规模	63
图表 58: 轻医美主要分类	64
图表 59: 轻医美产业链	65
图表 60: 轻医美供给与需求趋势 (上)、中国轻医美市场用户增长趋势及同比增速 (下)	66
图表 61: 2014-2023 年透明质酸市场中三大类规模市场规模单位 (吨)	67
图表 62: 2021-2026 年中国轻医美市场规模及预测、同比增速	68
图表 63: 2014、2019、2020 年中国、日本、韩国、美国医美市场渗透率	68
图表 64: 2016-2023 年中国美妆行业市场规模 (上)、本土美妆市场规模 (下) 及同比增速	70
图表 65: 2019 年 9 月-2021 年 9 月中国移动互联网月活用户 (上)、互联网企业流量 TOP10 (下)	72
图表 66: 未来 10 年元宇宙市场规模	73
图表 67: 2021 年三季报 Facebook (Meta) 拟向 Reality Labs 投资 100 亿美元	74

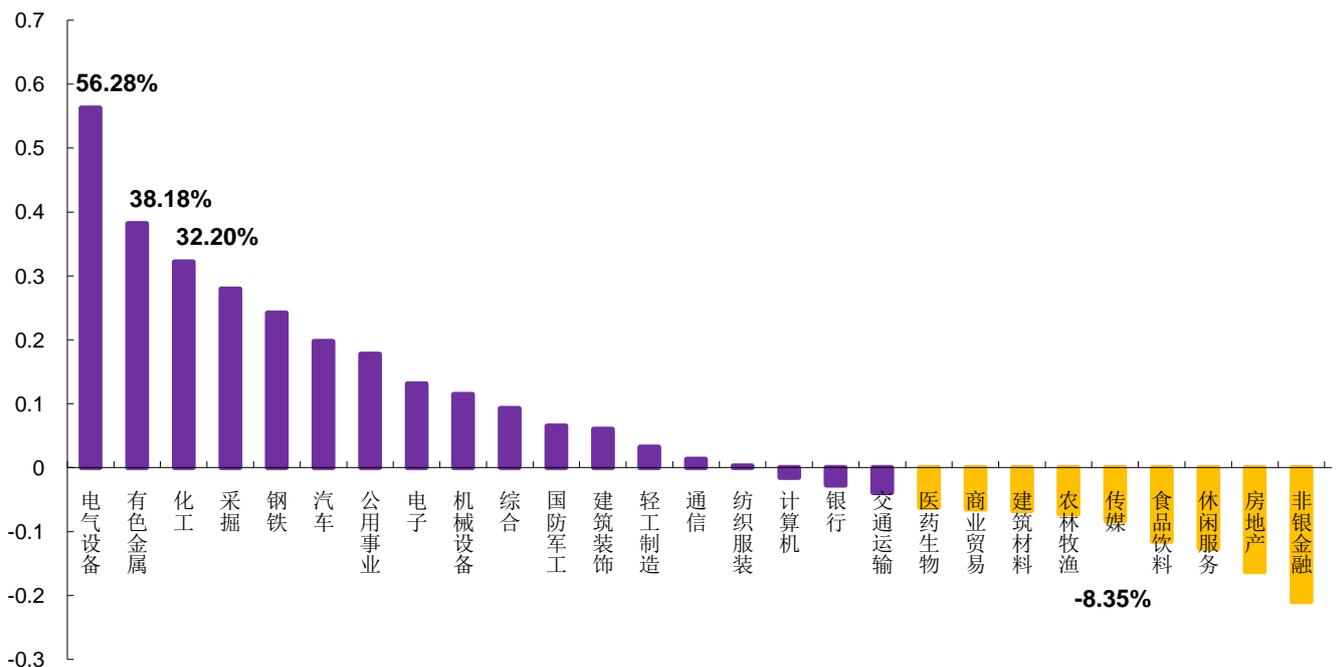
图表 68: Facebook 更名 Meta Platform (上)、Meta 十年目标 (下)	76
图表 69: 2020-2030 年全球 VR 收入规模及预期 (上) VR 应用重点案例 (下)	78
图表 70: 2017-2023 年中国虚拟偶像核心市场和带动市场规模及预测、同比增速	79
图表 71: 字节跳动在元宇宙的探索 (从虚拟偶像到硬件)	80
图表 72: 企业、个人、社会角度为什么需要 Metaverse	81
图表 73: 抖音上出道的虚拟人柳夜熙 (元宇宙+营销领域应用)	82
图表 74: 有妖气旗下 IP 数字资产收藏 (左边、中)、蚂蚁链上的艺术品秦虎猫俑 (右)	83
图表 75: 1993 年-至今 NFT 的历史与发展进程	84
图表 76: NFT 与 BTC 的对比	85
图表 77: 1993 年-至今 NFT 的历史与发展进程	86
图表 78: CryptoKitties 概况	86
图表 79: 马斯克前歌手女友 Grimes 在 Nifty Gateway 上出售数字艺术品	87
图表 80: NFT 产业板块分类	88
图表 81: NFT-协议层(铸造协议及一级市场艺术收藏游戏、元宇宙等)	89
图表 82: 2021 第三季度 NFT 美元交易市场规模及同比增速	90
图表 83: 2021 年第三季度 NFT 买方、卖方、美元交易总量同比、环比	91
图表 84: 截至 12 月 5 日年化 NFT 交易总值 (左)、2018-2020 年 NFT 市场规模 (右)、单位: 美元	92
图表 85: 腾讯旗下数字资产 app 幻核展示	93
图表 86: 2022 年杭州亚运会电竞赛事	94
图表 87: 第 19 届杭州亚运会电子竞技项目 (8 个项目)	95
图表 88: 2018-2022 年中国移动电竞用户规模及预期、同比增速	97
图表 89: 2018-2022 年中国移动电竞市场规模及预测、同比增速	97
图表 90: 字节跳动成长历程	99
图表 91: 2018-2022 年中国直播电商交易规模及增速 (上)、直播电商交易规模占比及社零比例	100
图表 92: 抖音电商的兴趣电商模型	101
图表 93: 2019Q2-2021Q2 跨境进口零售电商市场规模及同比增速 (上)、小红书占比	103
图表 94: Soul app 定位	104
图表 95: 重点关注公司及盈利预测	107

1、2021 年传媒行业总结

1.1、内外因致2021年传媒板块涨幅-8.35% 未延续2020年正涨幅

截止2021年11月17日，A股28个各细分行业区间涨跌幅中，传媒板块下跌8.35%，继2019-2020年实现正涨幅后，2021年并未延续正涨幅的趋势。全行业看，2021年涨幅前三行业分别为电气设备、有色金属、化工，涨幅分别为56.28%、38.18%、32.3%，传媒板块在2021年表现相对疲弱，针对2021年传媒板块的跌幅，我们认为，2020年的疫情拉高了宅经济的基数效应，叠加字节跳动的红利助推传媒板块实现14.5%的涨幅，同比来看，2021年宅经济红利消退，字节跳动暂无上市时间表叠加政策端的反垄断以及文娱行业整顿致板块估值回调，同时，2021年在教育、游戏等行业的政策监管约束致使广告营销行业的估值预期回落。

图表 1：2021 年 28 个细分子行业区间涨跌幅

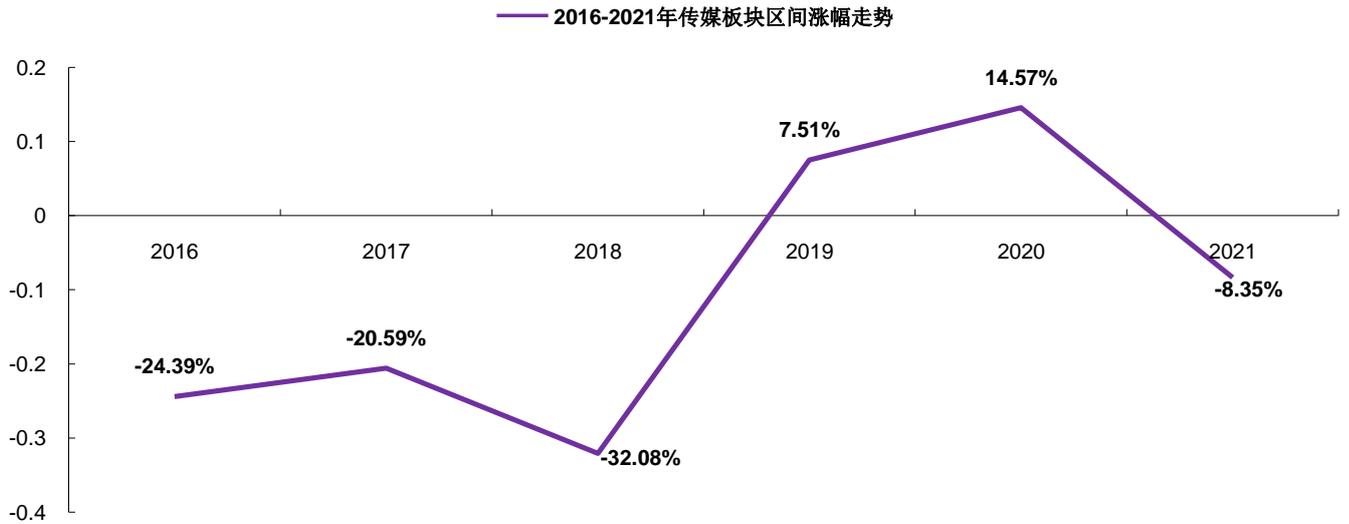


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

■ 内外部看传媒板块2021年区间涨幅-8.35%的原因：

2016-2019年传媒板块连续下跌三年，分别-24.39%、-20.59%、-32.08%，2019年扭转下跌态势，实现7.51%正涨幅。但，截止2021年11月17日，传媒板块在2021年下跌8.35%，未延续2019-2020年的正涨幅。**向内看**，2021年传媒板块在后疫情下，宅经济的高基数叠加后疫情下回暖进程较为缓慢；**向外看**，外部政策如2021年的反垄断政策、2021年7月暂停发放游戏版号（教育部办公厅等六部门进一步加强预防中小学生沉迷网络游戏）、文娱行业综合治理、互联网广告针对医疗医美等政策的不稳定性均带来估值下修。

图表 2：2016-2021 年传媒板块区间涨幅走势



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

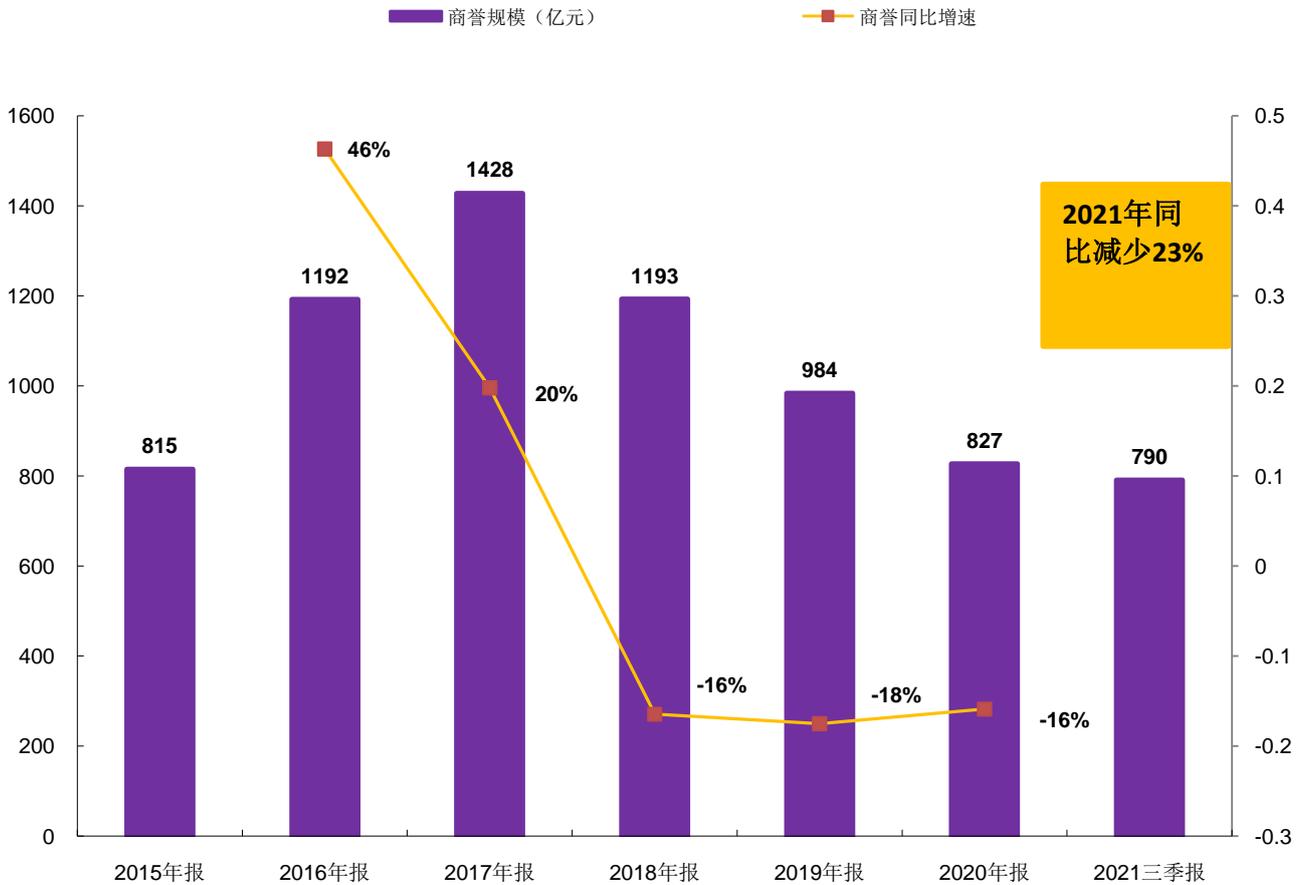
1.2、商誉与市盈率：商誉总值下降23% 风险渐释放

■ 商誉端：2021年三季度传媒板块商誉总值790亿元（同比减少23%），商誉总值下降

移动互联网红利下，2013-2015年轻资产为主的文化传媒互联网板块开启跨界重组、外延并购模式，进而我们也看到外延并购后形成的商誉在2016年增速达到46%，文化传媒板块总商誉在2016-2017年分别为1192亿元、1428亿元（同比增速分别为46%、20%），2018-2019年兼并重组后的商业模式逐渐验证，外延并购趋势收缩，文化传媒板块商誉总值也从2018年1193亿元下降至2019年的984亿元（同比增速分别为-16%、-18%），2020年及2021最新三季报商誉总值分别为827亿元、790亿元，维持在相对平稳区间，也进一步说明，2018-2020连续三年商誉总额同比下滑趋势中，传媒板块因潜在商誉减值带来的利润下滑的风险进一步释放。如上图，2018年在商誉减值影响较大的年份，进而致使在2018年传媒区间涨幅为-32%。

较高商誉规模下为企业的后续发展也带来较多不确定性影响，部分企业在2018-2019年进行了大量商誉计提减值，2020年遇疫情压力测试，2021年再看商誉，存量商誉对整体板块的影响已逐步减弱。

图表 3：2016-2021 年传媒板块总商誉及同比增速

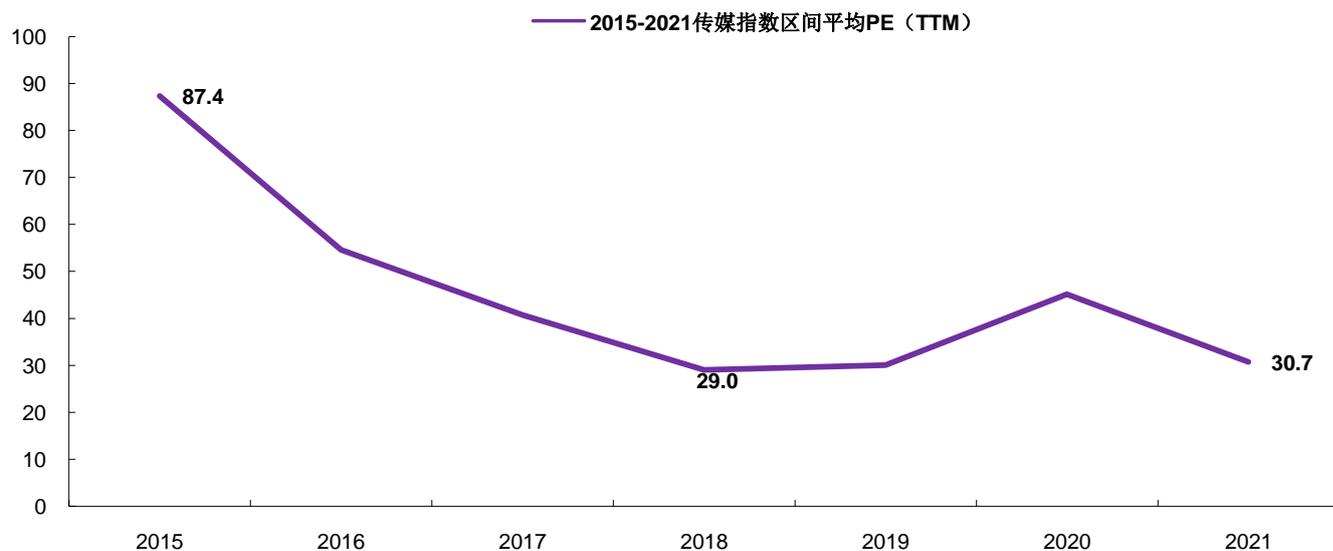


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

■ 估值端：2021年传媒板块区间平均市盈率30.7倍，回到2018年-2019年

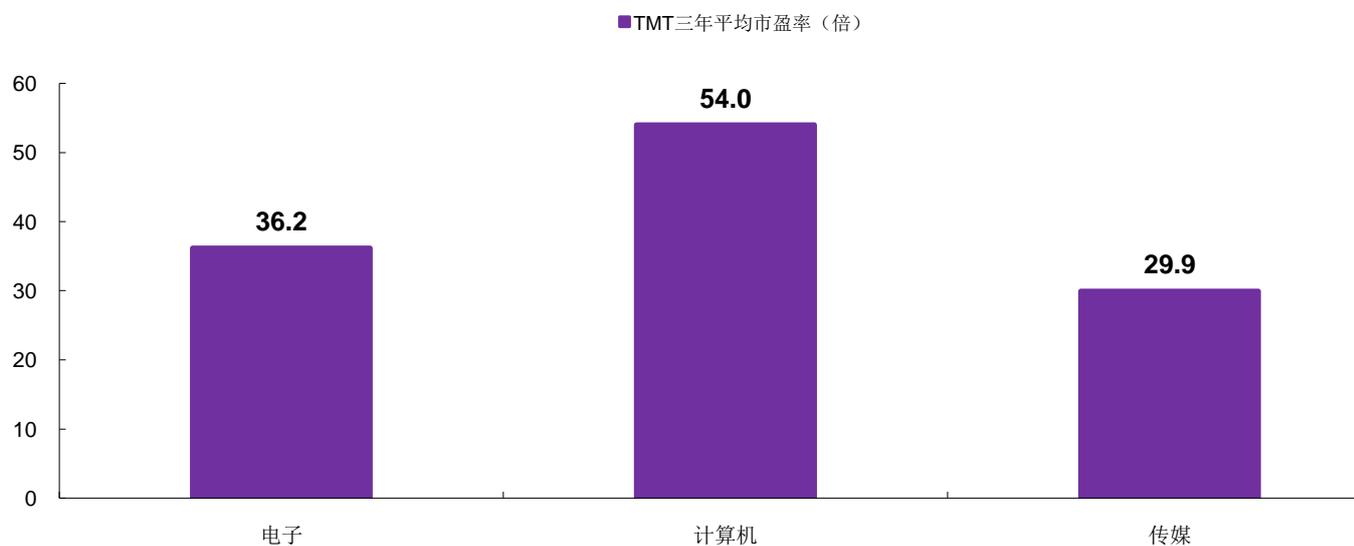
纵观2015-2021年，传媒板块区间平均市盈率从2015年的87.4倍下滑至2021年的30.7倍，2020年疫情下的宅经济短期拉动传媒板块市盈率至45倍，若剔除2020年，2018年、2019年、2021年三年传媒板块平均市盈率为29.9倍。在TMT（计算机、电子、传媒）板块中，三年平均市盈率分别为54倍、36.2倍、29.9倍，传媒三年平均市盈率处于TMT板块末位。2021年我们看到电子板块的估值、计算机板块的估值均有所提升，作为后端的传媒新消费板块，伴随5G发展、硬件如VR（oculus等）产能释放，再到基础设施的完善，为全真互联网、云宇宙的发展奠定硬件基础，也有望为传媒在平台、内容、场景应用等领域的发展带来新增量，进而有望助推2022年的传媒新消费板块的估值提升。

图表 4：2016-2021 年传媒板块区间平均市盈率 PE（TTM）走势



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 5：TMT 行业三年平均市盈率（单位：倍）



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

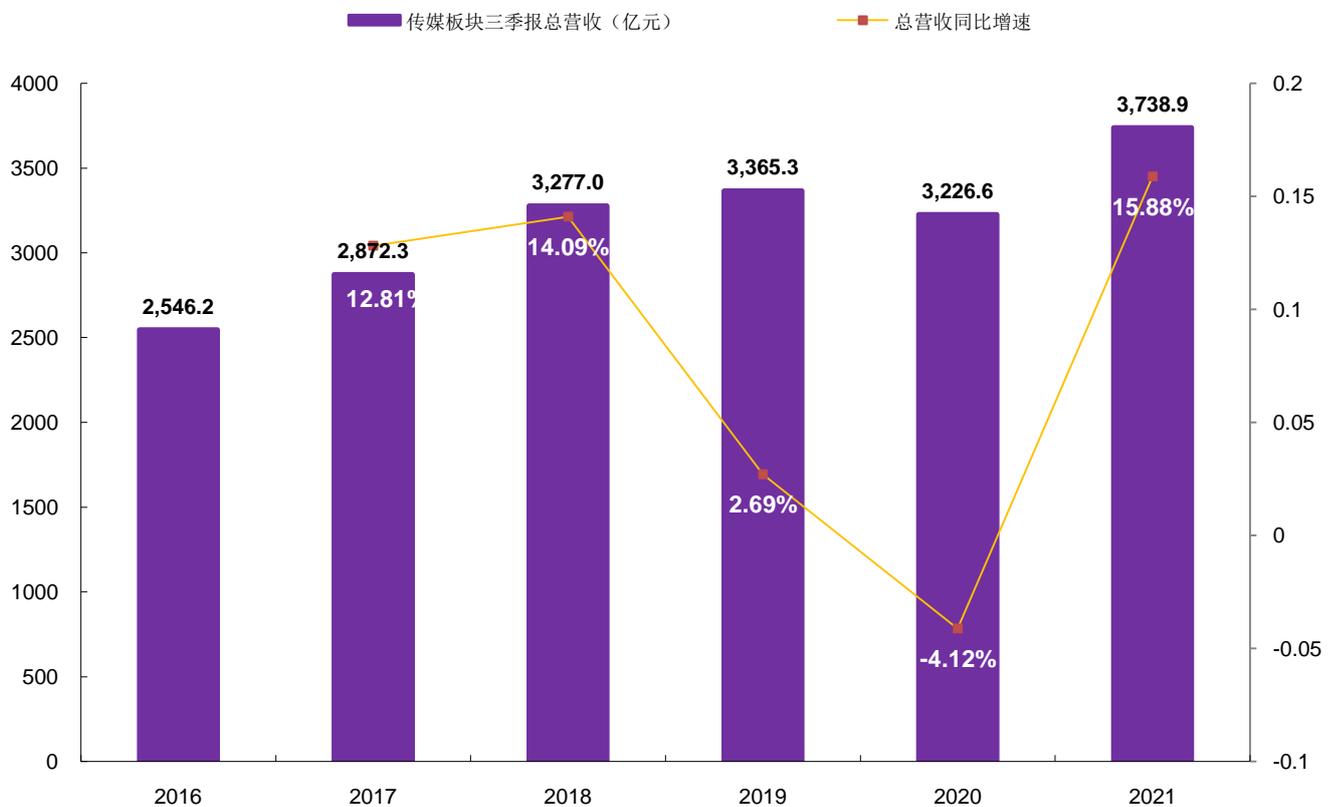
2、2021 年传媒各板块总结：营收、利润

2.1、2021 前三季度传媒互联网板块总营收同比增

15.88% 较 2019 同期增 11%

2021 年前三季度我们梳理 138 家标的（不含腾讯网易等港股权重标的）总营收 3754.3 亿元（同比增加 15.9%，较 2019 年同期总营收增加 11.56%），若剔除 2021 年次新标的（读客文化、果麦文化、华立科技、龙版传媒），2021 年前三季度 134 家标的总营收为 3738.89 亿元（同比增加 15.88%，较 2019 年同期总营收增加 11%），我们看到文化传媒板块的总营收在后疫情下实现从恢复到增长。

图表 6：2016-2021 年前三季报传媒 134 家标的总营收及同比增速



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

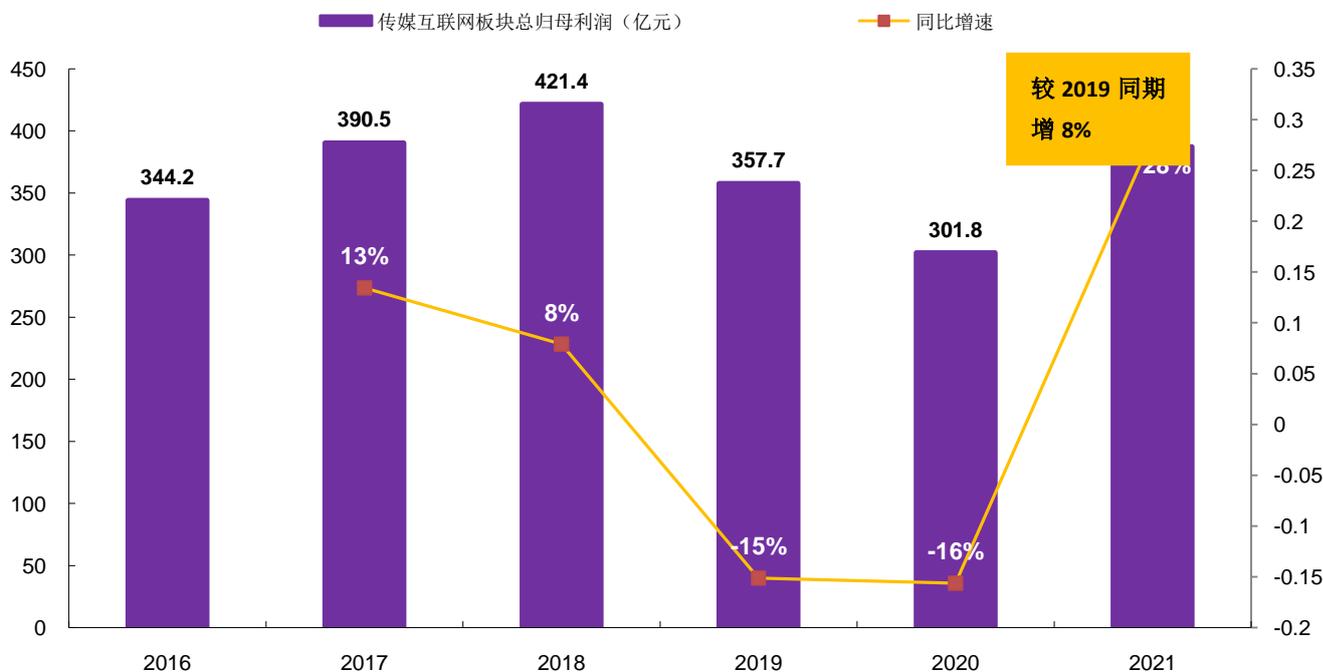
2.2、2021 前三季度传媒互联网板块总归母利润同比增

28%（较 2019 年同期增 8%）

2021 前三季度传媒板块 134 家标的总归母利润 387.3 亿元（同比增加 28%，较 2019 年

同期增加8%)，2020年由于疫情影响，线上宅经济相对受益，线下院线、图书、潮玩、剧集项目等板块略受影响，低基数下助推2021总归母利润实现28%涨幅，同时，我们也看到对比疫情前的2019年同期，总归母利润也实现8%的增长，进一步说明，企业盈利能力已逐步恢复并实现疫情前的水平。

图表 7：2016-2021 年前三季度 134 家传媒板块总归母利润及同比增速



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

■ 内外压力测试下，传媒板块估值向下，新增量有望助推2022年估值提升

我们从盈利能力与市盈率角度看，如上图，2018-2019年由于商誉减值影响利润致传媒板块总归母利润增速分别为8%、-15%，区间涨幅为-32%、7.5%，且平均市盈率为29倍、30倍，历经2020年疫情压力测试后，2021年传媒板块总营收、利润端逐步实现从回暖到恢复增长，其中，2021年传媒板块总归母利润同比增速28%，较2019年同期增速为8%，其平均市盈率为30倍。我们认为，从外部疫情压力测试，政策变动的压力测试，到内部的商誉减值测试，叠加反垄断下的鼓励创新，5G应用带动的新增量均有望助推2022年传媒新板块的估值提升。

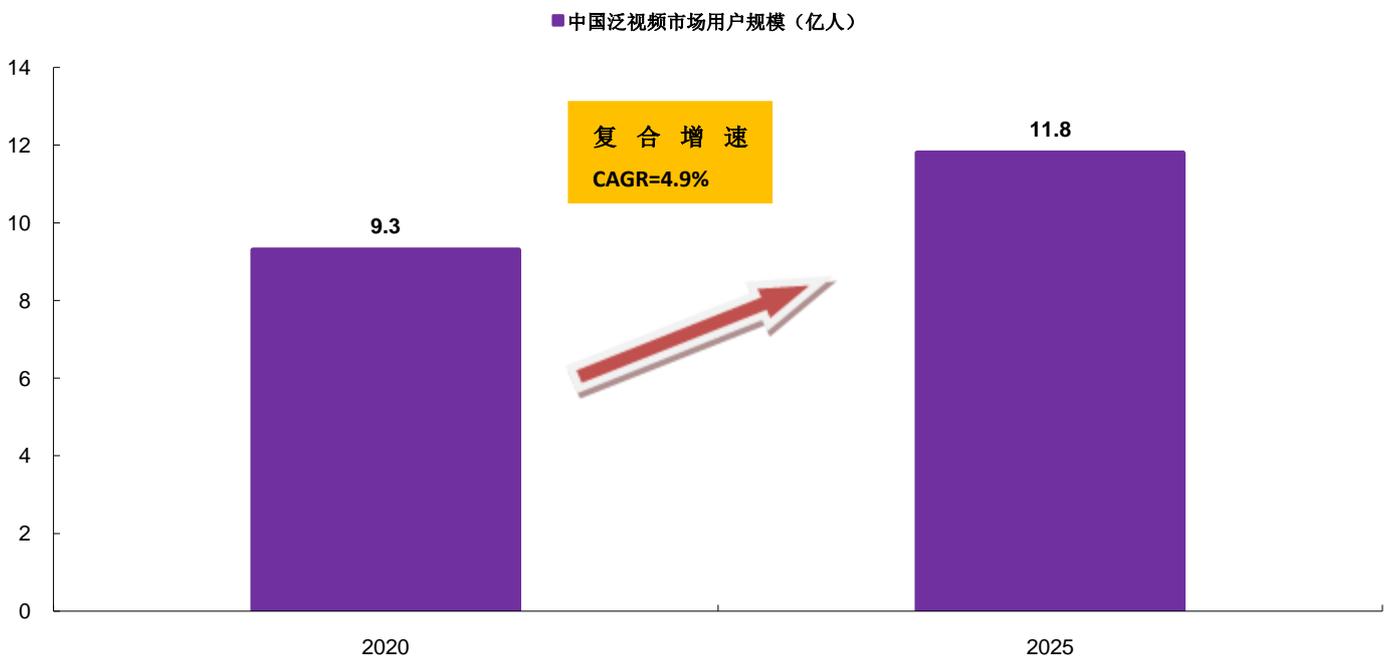
综上，2021年前三季度传媒互联网板块总营收、归母利润已恢复到疫情前盈利水平，同时商誉总规模下滑，商誉减值风险进一步释放。2021年三季报134家标的总营收为3738.89亿元（同比增加15.88%，较2019年同期增加11%），总归母利润387.3亿元（同比增加28%，较2019年同期增加8%），由于传媒互联网板块涉及线上与线下商业模式、以及传统纸媒与新技术类融合模式，后疫情下各板块恢复进度与发展略有不同，我们将分类看各板块的营收与利润恢复情况以及各行业发展趋势。

3、视频板块（长短）：2022 泛视频 1.2 万亿元弱化会员量级数获客精细化探索平台生态商业化

■ 2022年中国泛视频市场规模有望达到1.15万亿元（同比增加21.7%）

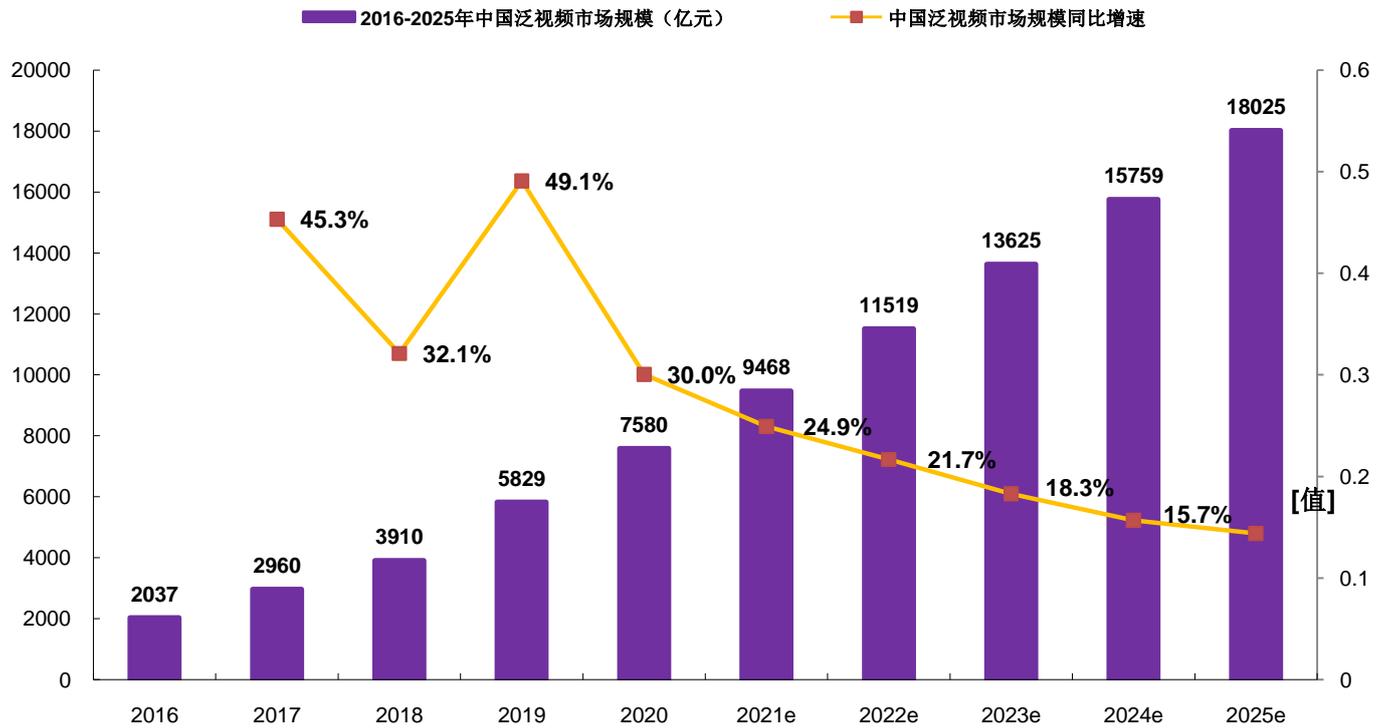
长短视频代表的上市企业如快手科技、哔哩哔哩、芒果超媒、爱奇艺等三季报均披露，均属视频赛道但业务各有偏重，总体看，视频的商业模式均围绕会员、广告、内容分销、电商、衍生品等增值业务。头部视频付费用户破亿背景下，在美国，会员经济改变了统一的定价理念并开启新一种的定价模型，其放弃数量价格的概念，采取以价值为基础的定价理念进而推动会员缔造长期交易的商业模式（以Netflix、Disney+为代表）。在中国，伴随流量红利的枯竭，互联网平台逐步改变流量运营逻辑，拓宽服务场景（例如增加内容电商等），精细打磨内容组合，提升服务效率与用户体验，增强黏性并深挖潜在价值，业务边界在融合，也助推中国文娱从泛娱乐市场进入泛视频市场，2025年泛视频市场有望达到1.8万亿元（泛视频用户有望达11.8亿人）。基于中国用户与市场规模优势，中国的流媒体企业的商业化空间也相对占优（如综合视频代表的腾讯视频、爱奇艺、优酷，新晋选手芒果TV、B站、快手、字节跳动、小红书、Soul等），泛视频市场从大而全到各垂直细分特色不断，缔造多元业态。

图表 8：2020VS2025 年中国泛视频市场用户规模及同比增速



资料来源：B 站招股书、wind 资讯，华鑫证券研究

图表 9：2016-2025 年中国泛视频市场规模及同比增速



资料来源：B 站招股书，华鑫证券研究

■ 泛视频赛事是好生意吗？会员模式缔结长期连接

伴随视频会员总付费用户增速往下后，市场疑问如，第一，视频赛道会员增速进入瓶颈后如何看其商业模式新增量？第二，视频平台开启超前点播再到其盈利能力会如何演绎？在图书《The Membership Economy》（《会员经济》）中指出，会员经济模式的核心是为客户创造价值，而不是以卖掉产品为目标的交易，会员经济主要源自两个重要的外部驱动力：第一是互联网；第二个是数据存储和处理成本大幅下降，使得公司能够以较低的成本存储数据，并为会员提供在线获取服务。

在线获取的第一阶段是单向的，即公司为客户提供服务和内容（该部分也是我们经常提及的流量红利，进入用户的流量红利基本见顶态势后，我们看到细分赛道仍具有将原有的其它会员进行再切割，例如从芒果TV、B站、Soul等，从弹幕等模式推动双向互动。同时，定价对会员经济至关重要，如果价格合适，公司与会员的关系会趋向稳定持久，由此带来的关键是公司营业收入的波动性降低，可预测性提高。同时，当价值远超过用户支付的费用时，用户也会对价格不敏感，进而提升粘性带来用户的LTV（lifetime value终生价值），这也是B站等新晋公司在实践的。

图表 10: 从所有制经济到会员经济下的各类指标变化

	所有制经济	会员制经济
关键衡量指标	折旧率、交易规模、制造业的规模经济	客户终生价值、客户留存率
客户价值实现渠道	交叉销售	为会员提供不同级别的价值与附加值
个性化程度	根据客户需求定制	由公司为会员制定统一标准
取样情况	有免费样品或免费试用	免费试用或免费增值服务
关键目标	受控制，不灵活	灵活
网络效应	很小	很重要
定价基础	产品或服务的成本	能给客户创造多少价值
产品创新情况	寻求重大突破，持续性差	注重持续创新
公司与客户的关系	交易结束，关系终止	稳定持久

中国音视频企业
均在践行

资料来源：《会员经济》图书 P21，华鑫证券研究

■ 如何提升泛视频用户价值？从粗放获客到精细化运营再到持续优质内容输出到以平台为核心的多场景商业化变现

留住用户的核心是内容，是可持续的优质内容输出，以及多场景的需求满足，进而需要持续的内容资本开支，内容成本提升后，需要会员付费、广告营销、内容电商等多元货币化来覆盖内容成本，进而达到良性的财务数据循环。如下表，我们看到2021第三季度中国综合与垂直视频为代表的上市企业快手、哔哩哔哩、爱奇艺的会员付费率分别为8.05%、8.98%、18.84%，垂直视频平台的用户渗透率仍具提升空间。

图表 11: 2021Q3 快手、哔哩哔哩、爱奇艺的广告、会员收入及占比、月活用户及付费率概况

	2021Q3 总营收 (亿元)		2021Q3 总营收占比		2021Q3 用户 (亿人)		
	广告	会员	广告	会员	月活用户	付费用户	用户付费率
快手-W (1024)	109.1 (YOY+76.5%)	77 (YOY-3.75%)	53.2%	37.7%	5.729	0.461	8.05%
哔哩哔哩 (9626)	12 (YOY+110%)	19 (YOY+95%)	23.1%	36.7%	2.672	0.24	8.98%
爱奇艺 (IQ.O)	17 (YOY-10%)	43 (YOY+8%)	22.4%	56.6%	5.5	1.036	18.84%

资料来源: B 站、快手、爱奇艺财报、QM、wind 资讯, 华鑫证券研究

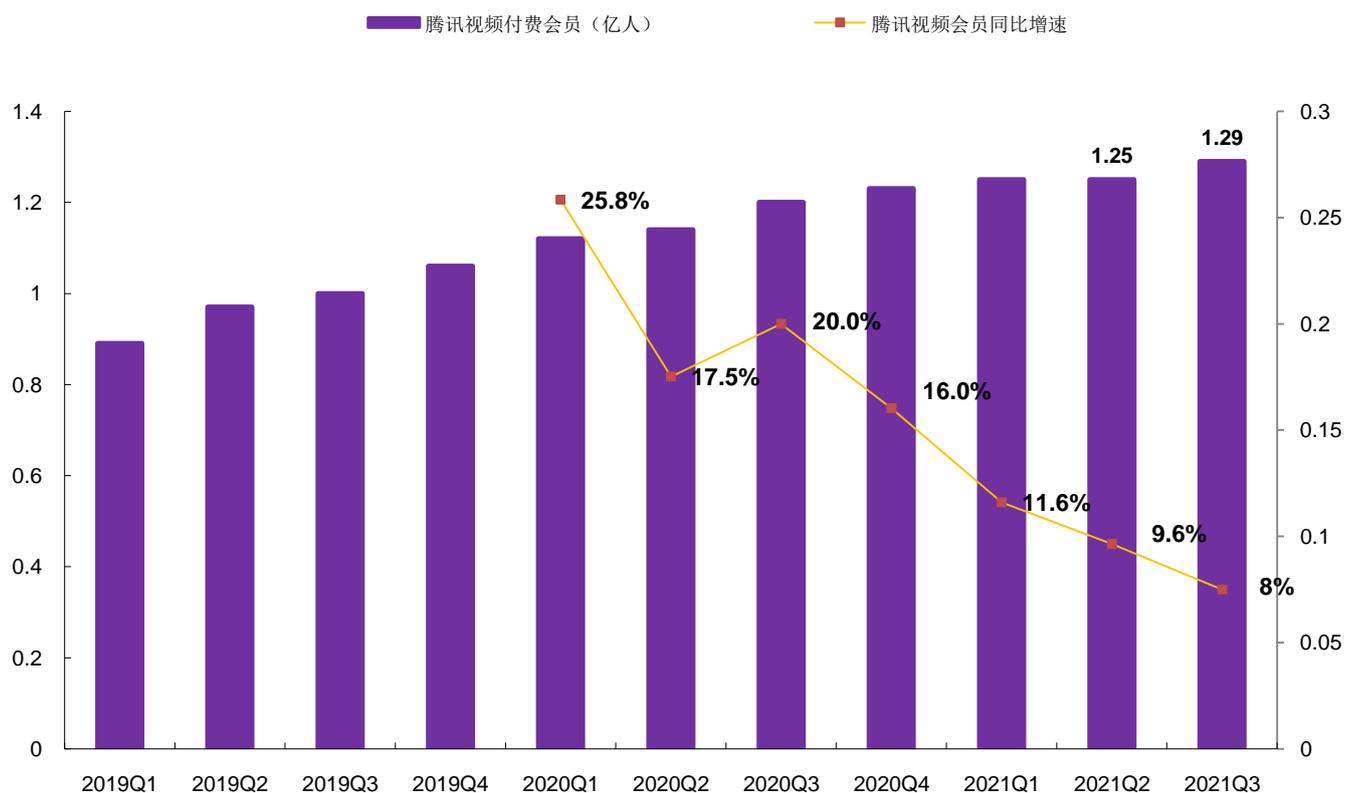
*注: 芒果超媒在 2021 三季报中未单独分类披露会员与广告收入, 但芒果 tv 互联网视听营收 87.82 亿元 (同比增 33.24%) 占总营收比例 75.5%

*注: 快手会员收入特指直播会员收入

3.1、腾讯视频: 2021Q3 付费会员 1.29 亿人 (同比增 8%)

腾讯视频在2021Q3的付费会员达1.29亿人(同比增加8%), 目前位居中国视频平台付费会员冠军之位。2021年4月10日腾讯视频VIP会员宣布全面涨价, 其中涨幅较大为非连续年卡套餐(涨价前为198元, 涨价后为253元, 同比增加27.8%), 连续包月套餐涨幅较小, 涨价后的我们看到在2021年第三季度腾讯视频的付费会员为1.29亿人(同比增加8%, 环比增加3.2%), 涨价后第二个季度财报已实现环比增长, 付费会员未减少已凸显视频平台的较强的会员粘性。从内容质量角度看, 腾讯视频的多元内容从《斗罗大陆》《锦心似玉》《长歌行》《你是我的荣耀》《创造营2021》, 从单品到系列, 优质内容下的投入下进行会员涨价, 且会员未呈环比下滑态势, 说明了腾讯视频平台用户为优质内容付费习惯已渐养成, 同时, 也进一步验证《会员经济》中提及的, 当平台供给的内容价值超过用户支付的成本时, 用户的价格敏感度即趋弱。

图表 12: 2019-2021 单季度腾讯视频付费会员及同比增速

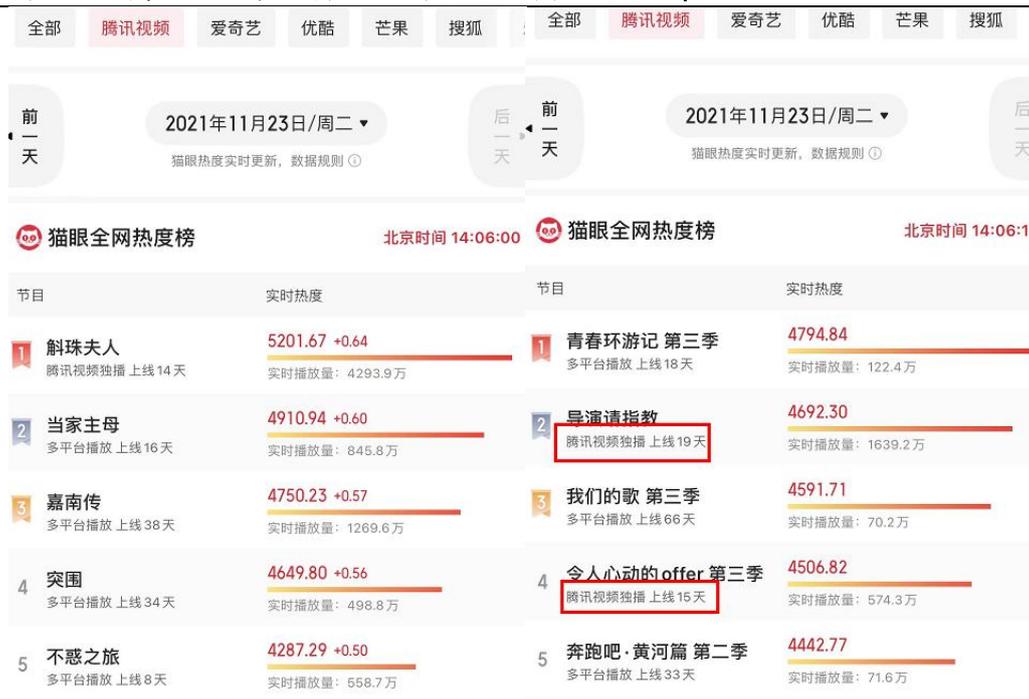


资料来源: 腾讯控股财报、wind 资讯, 华鑫证券研究

■ 优质持续供给的内容: 腾讯视频涨价、超前点映的底气

猫眼数据显示, 腾讯视频从剧集、综艺内容丰富度维度看, 仍为全网用户较为喜爱视频平台之一, 其内容“含金量”是用户在涨价后仍选择续费的核心要素。2021年9月1日, 腾讯视频发布《关于优化超前点播服务的声明》其中指出, 腾讯视频会尽快调整解锁规则, 支持用户选集解锁, 在保障消费者权益的同时, 让用户享受到更具个性化的追剧体验。腾讯视频此前设置逐集解锁规则, 原意是为了保护观看内容的作品连贯性、尊重内容创作者的艺术创作, 但是也给了部分有跳集观看需求的用户造成不便。在本次升级后, 将持续探索更加符合用户需求、符合市场规律的视听服务模式。

图表 13: 截止 2021 年 11 月 23 日腾讯视频剧集、综艺 top5



资料来源: 猫眼, 华鑫证券研究

■ 腾讯视频: 未来三年拟投入1000亿元内容预算

在2020年10月28日腾讯视频的2021V视界大会中, 腾讯视频宣布拟将在接下来的三年中(2021-2023年)投入1000亿元内容开发成本, 抢占长视频领域10%的市场份额。腾讯视频从2018年到2020年总共投入超500亿的内容成本, 2021-2023年腾讯视频将持续进行亿元内容支出, 也进一步反映出腾讯视频对于进一步巩固内容版权壁垒的核心。2021年, 我们看到腾讯视频平台的独播剧集《一人之下第四季》《扫黑风暴》《乔家的儿女》《你是我的荣耀》《御赐小仵作》《长歌行》《锦心似玉》等作品获得平台较好成绩, 也凸显腾讯视频的千亿内容计划的落地与推进。

腾讯视频在内容端持续的投入也得益于其平台依托会员的规模化效应, 在内容层面将商业模式进一步从2B模式向2C模式转换, 进而推动内容产业链的良性发展, 也让视频平台有了可持续的内容生产机制。同时, 优质内容剧集公司也有望受益于腾讯视频的内容资本开支。

3.2、爱奇艺: 2021Q3 付费视频会员 1.036 亿人同比减少 1% 长视频商业模式需新增量

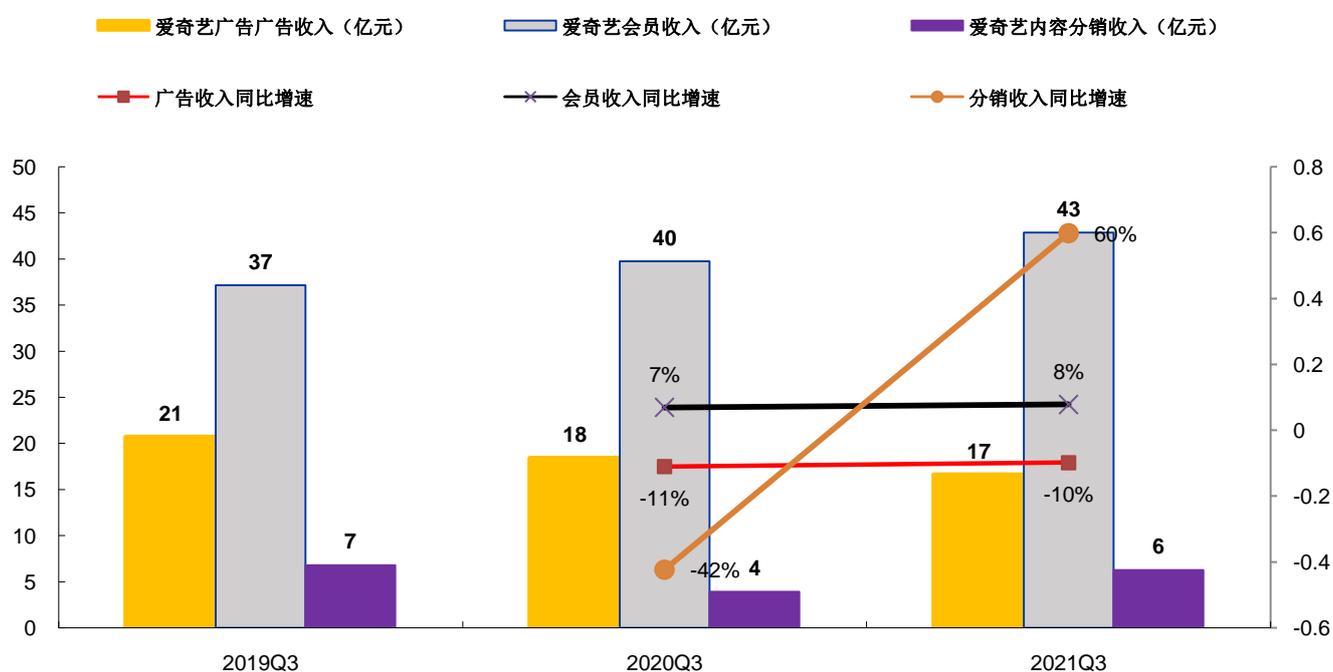
■ 2021Q3爱奇艺广告收入下滑10% 会员数下滑1%但会员收入同比增加8% 爱奇艺的核心价值是娱乐内容的制作与分发。娱乐内容是人类的核心刚性需求, 内容质量也成为爱奇艺内容生态系统的核心与重要落脚点

爱奇艺在会员涨价带来短期会员波动后回归常态化(2021第三季度广告收入下滑10%, 会员收入增加8%, 内容分销收入增长60%)。2021年第三季度, 爱奇艺总营收为76

亿元（同比增长6%），其中，内容分销收入增长60%拉动其总营收增速，其会员服务收入为43亿元（同比增加8%），主要是完善的会员战略侧重于内容多样化和用户体验，并提高货币化能力，但2021第三季度爱奇艺的付费用户达到1.06亿人（同比下滑1%）；其广告业务为爱奇艺收入17亿元，同比下滑10%，主要由于单季度优质内容减少以及宏观经济影响、外部政策如游戏、教育、医美行业广告的影响。

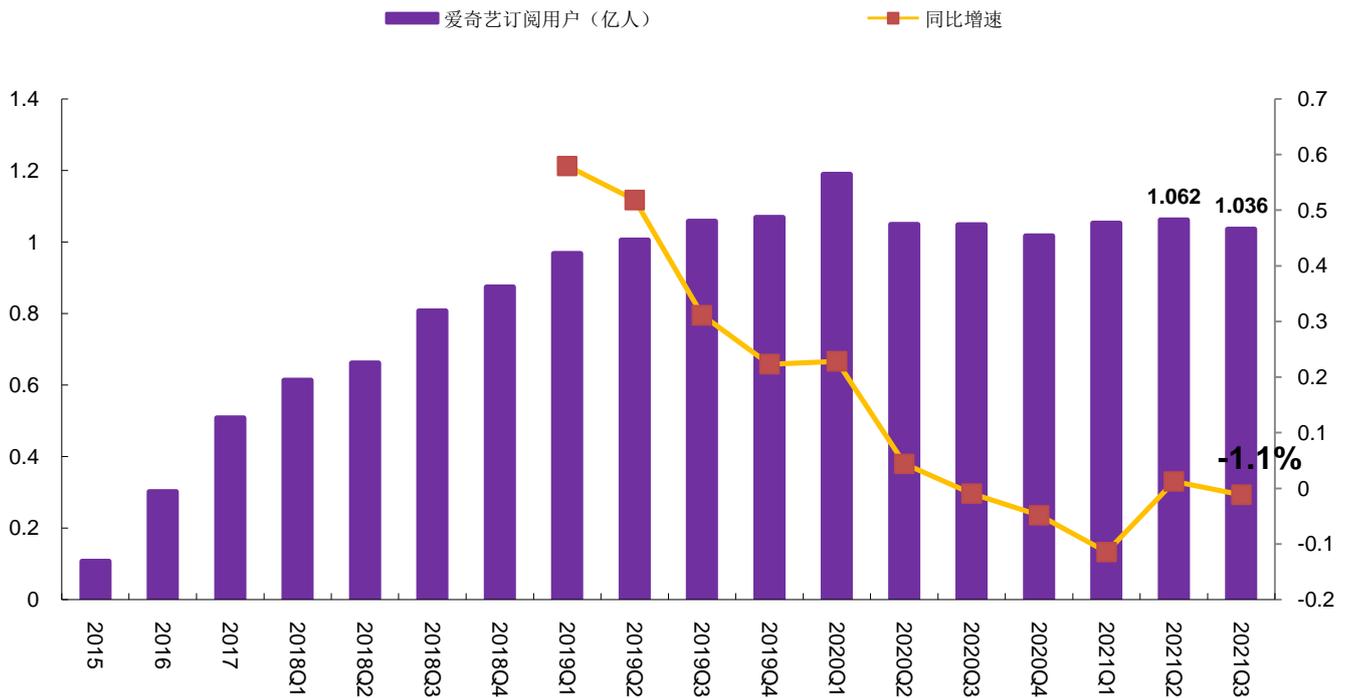
从中期看，爱奇艺的用户获取成为关注焦点，爱奇艺极速版在下沉市场的获客预计在1-2年后成为主要工作，目前爱奇艺仍将聚焦提高运营，在综艺内容端将发挥创新优势，取得更多综艺等市场份额。爱奇艺也会在以IP为核心的一鱼多吃基础上，把IP开发成不同作品形式，例如小说变成电影、剧集、动画、游戏等，然后将IP通过商品化授权变成文具、道具等综合收入，包括广告收入、用户会员费或单片点播费，使综合收费超过对内容的投资，成为健康稳定的商业模式。

图表 14：2019-2021 单三季度爱奇艺分类营收、同比增速



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 15: 2015-2017 年以及 2018 年-2021 年三季度爱奇艺活跃用户及同比增速



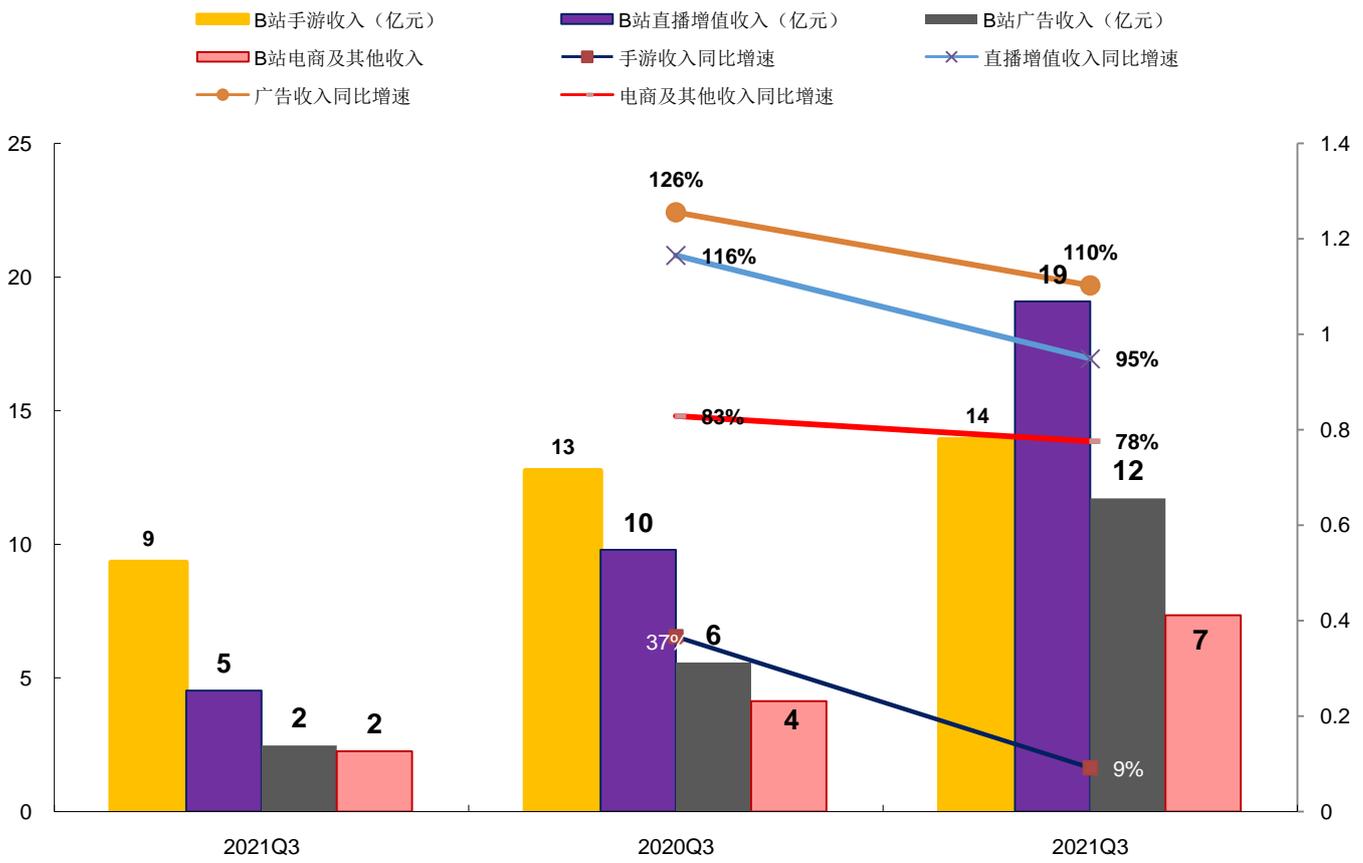
资料来源：爱奇艺财报、wind 资讯，华鑫证券研究

3.3、B站VS 芒果TV VS 快手

3.3.1、B站：收入结构优化VS广告、电商增值高增110%、95%

2021 第三季度B站营收达52亿元（同比增加61%），其中广告、游戏、增值、电商收入分别为12亿元、13.9亿元、19亿元、7.3亿元（同比增速分别为110%、9%、95%、78%），B站收入结构更加平衡与健康，也在不断优化收入结构，扩大品牌影响力的同时广告收入实现持续增长；Bilibili的品牌名称得到广告主进一步认可，且Bilibili的广告效率也得到提高；增值收入高增95%得益于公司加强货币化能力，增值服务的付费用户数量增加。B站持续培育包容各方的社区，促进积极的内容生产供给，向社会传递中国文化及价值，为世界带来更多“中国制造”的内容。同时，新业务中，2021年12月，B站也在测试高能链产品，该产品目前重点关注内容版权保护，为数字化作品提供所有权认证等服务，已上线可查询链上信息的区块浏览器工具。

图表 16: 2019-2021 年第三季度 B 站收入主要构成

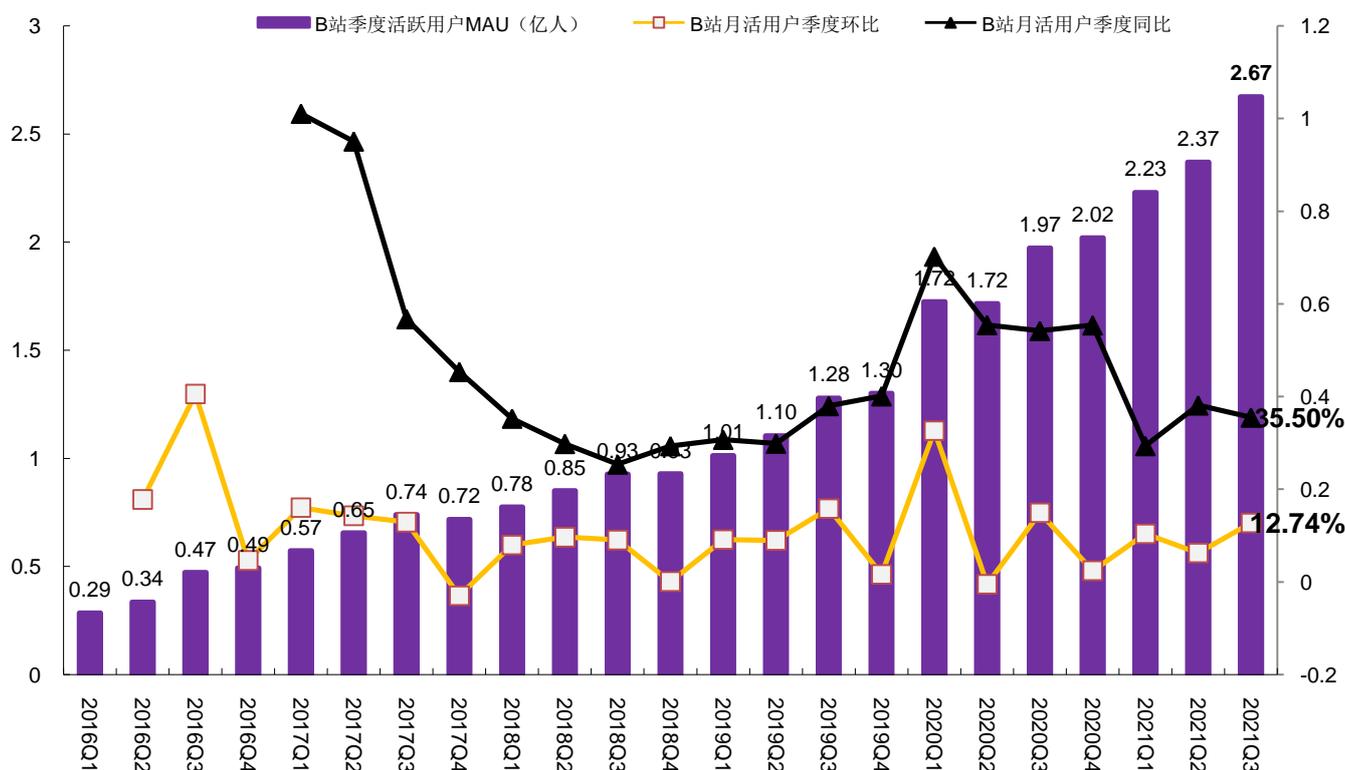


资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

■ B站从社区到综合视频平台的核心支撑: 用户+内容OGV/PUGV迭代广告是检验平台变现能力的方式之一

B站用户的高活跃与高留存也得益于其内容端的持续迭代, 例如, 纪录片《小小少年》、国创动漫《时光代理人》、恋爱综艺《90婚介所》等内容获得较好口碑。2021年第三季度, PUGV (Professional User Generated Video, 即专业用户创作视频) 内容播放量占平台总播放量的93%; OGV (Occupationally Generated Video, 专业机构创作视频) 不仅是对PUGV生态的丰富补充, 也在持续驱动用户增长、助推商业化发展, 随着制作能力的提升, B站出品的众多高质量原创作品, 成为重要的IP储备资产, 内容垫不断加厚下, 也推动B站用户的活跃于留存。

图表 17: 2016Q1-2021Q3 单季度 B 站月活用户及同比、环比走势

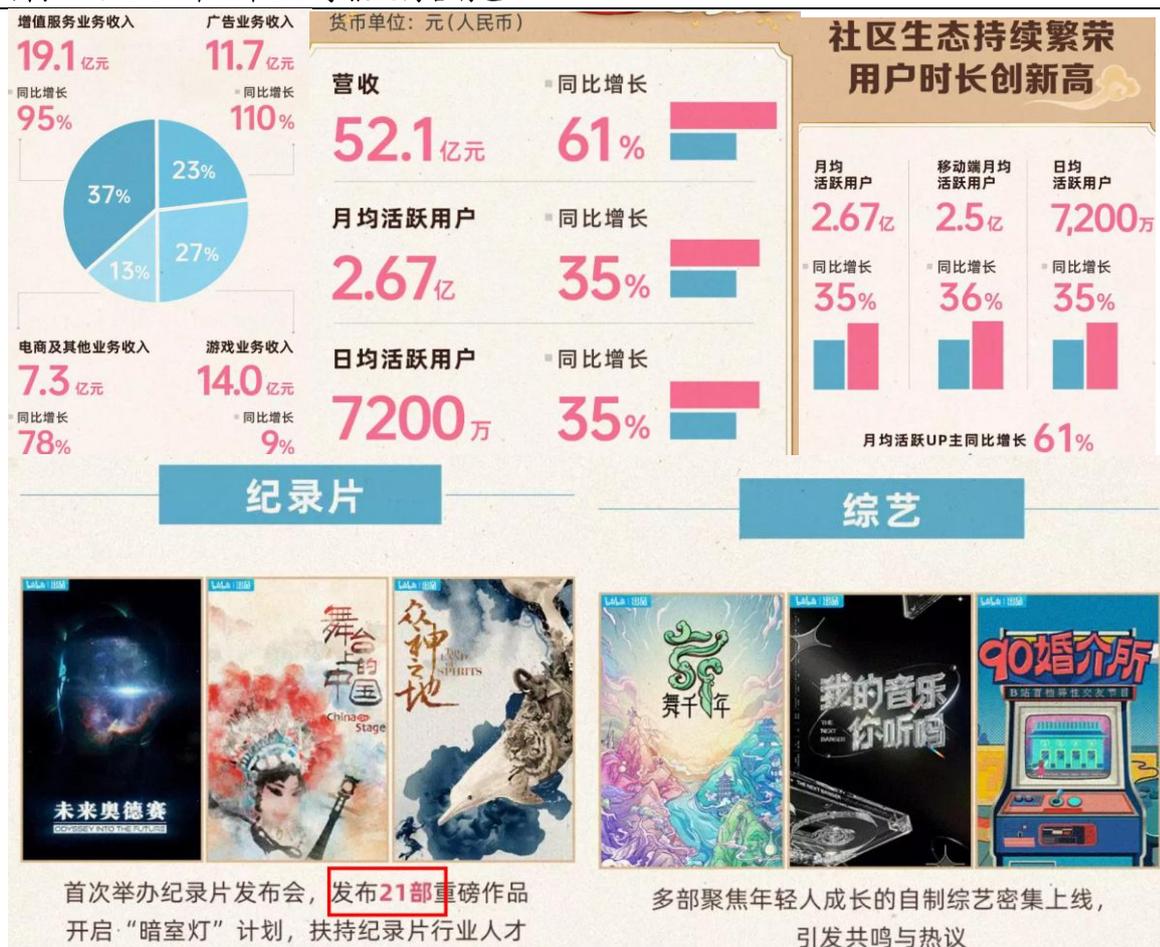


资料来源: b 站招股书及财报、wind 资讯, 华鑫证券研究

■ 2021年B站发布纪录片峰会以及国创峰会加码垂类内容库吸引用户留存

2021年B站首次举办纪录片发布会, 共发布21部重磅作品开启“暗室灯”计划, 扶持纪录片行业人才, 优质内容持续出圈。内容的供给, 是来自用户的需求, 越来越多的年轻人, 正在推动互联网内容从娱乐化走向知识化, 截止2021年9月, B站已经累计上线3000多部纪录片, 出品106部纪录片(纪录片累计观看人数达到了1.3亿)。

图表 18: 2021 哔哩哔哩三季度报及内容特色



资料来源: 哔哩哔哩商业动态, 华鑫证券研究

■ B站加码国漫, 2021年6亿元收购奥飞娱乐旗下有妖气资产

2021年11月20日, 哔哩哔哩在国创峰会上发布51部国创作品, 2018年首届国创发布会上B站提出口号MADE FOR CHINA, 也改成了MADE FOR GLOBAL, 让国创成为“全球流行的文化产品”, 挖掘更多元的题材, 吸引更多人关注国创, 近几年, B站吸引更多国创爱好者的目光也逐步形成国漫品牌效应。从2018年到2021年, B站已出品178部国创作品, 国创的累计观看人数至3.4亿, 观看时长高达19.2亿小时。2020年以来, B站已有24部作品在世界范围各地区上线, NETFLIX、SONY首次采购《天官赐福》、《时光代理人》等国创作品的海外版权。2021年11月的国创峰会中, B站也宣布“有妖气漫画”全面并入哔哩哔哩内容体系, 未来, B站有望为国产动画注入更多活力, 重塑观众对国创动画的认知。

图表 19：2021Q3 单季度 B 站财务数据及内容进展（左）、奥飞娱乐与 b 站交流（右）

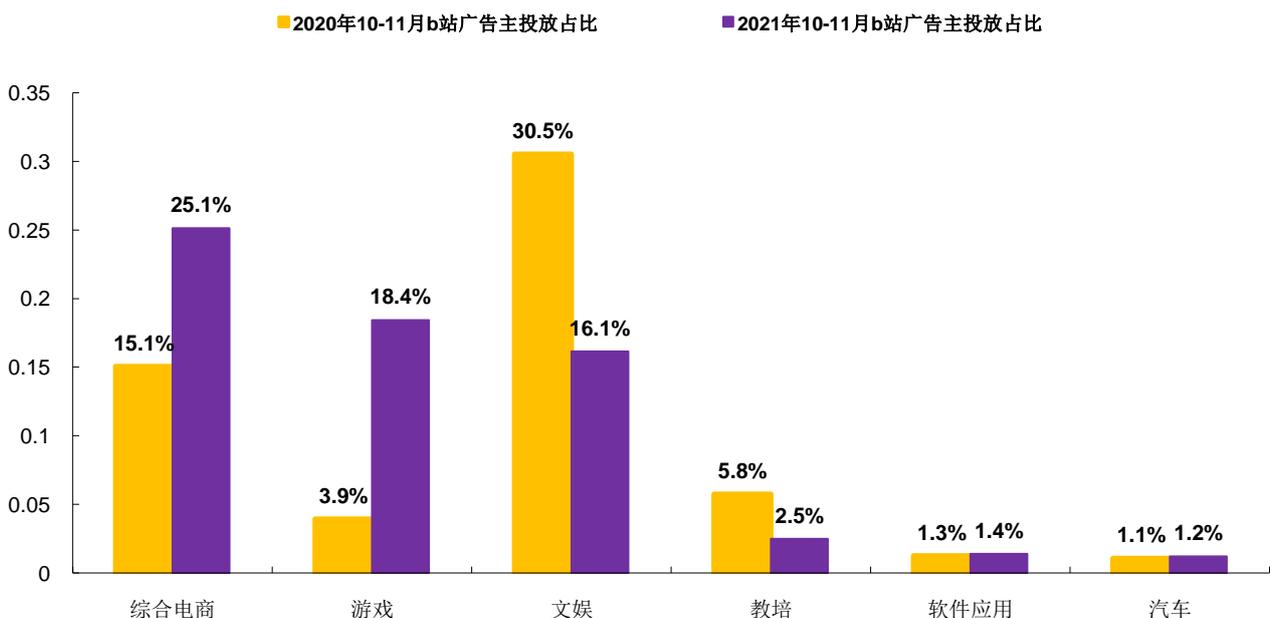


资料来源：哔哩哔哩商业动态、B 站国创峰会截图，华鑫证券研究

■ B站：商业化运作也是促进其广告产业增长的重要因素之一

基于B站在“Z+世代”中影响力以及高浓度的年轻人基因平台，对广告主有天然吸引力，如下图，综合电商、游戏、文化娱乐是B站的重点广告投放行业，其中综合电商以25%占据第一，由于“双减”政策致B站教培行业广告投入占比下滑。2021年7月也是B站开放花火商业合作平台的一周年，不断迭代优化，推出兴趣选人、自助充值、花火安心付等功能。同时，也为花火核心代理商赋能，提供专属“加速器”。在年轻一代快速崛起的当下，吸引更多代理商与B站一起，通过花火平台，连接品牌主与UP主，创作优质内容，有利于实现品牌价值的正循环以及B站UP主的商业化变现。伴随b 站用户增长的加速以及品牌渗透力的加强，也利于B站产品能力跟数据能力在不断进步。

图表 20：2020 与 2021 年 10-11 月 b 站头部广告主投放占比对比



资料来源：appgrowing，华鑫证券研究

■ B站月活用户达2.67亿人（同比增加35%）持续内容迭代保持增长斜率

2021年三季度，b站月活用户持续增长，作为垂直视频平台，B站的月活用户增长持续保持两位增长（月活用户达2.67亿人，同比增加35%），B站用户增速的较大优势之一是其用户质量，用户增长的同时其留存度也较好；纪录片、国漫、自制综艺和剧集也成为B站加码领域之一，从《说唱新世代》到《我的音乐你听吗》不断探索自制综艺内容。2021年加码垂类内容中，第一是纪律片的首次发布，第二是6亿元购买奥飞娱乐旗下有妖气资产，也凸显b站对原创内容的投入的战略。B站在内容端的升级，通过生态驱动，突破重点内容品类，持续内容迭代保持增长斜率。我们看好B站藏社区到综合视频平台的进阶，看好其在商业化早中期的各种探索，同时，B站平台汇集中国新势力用户，其用户商业价值有望持续在B站的平台扩容。

3.3.2、芒果超媒：广告收入增速检验芒果TV会员与平台价值

2021上半年，芒果超媒的广告收入增速喜人，如上文指出，广告是检验视频平台商业化的有效方式之一，芒果超媒的广告收入也验证了其受到广告主的认可与支持（如下图所示，芒果TV的月活在2021年8月达到2.5亿人，同比增加21.7%，其活跃用户仍保持两位数的增长）。2021三季报中，芒果超媒未将视听业务中的会员、广告收入分类，但总体可看到，芒果超媒的芒果tv互联网视听营收87.82亿元（同比增加33.24%，占营收75.5%），仍保持良好的双位数增长。

2021年定增落地内容端继续加码，“芒果季风”与综艺齐头并进，2022年从剧集到综艺内容丰富，试水新业务可期。2021上半年芒果TV共上线30档独播综艺内容（远超其它平台），618年电商中大促，芒果TV联手京东打造沉浸式互动探秘真人秀，综艺化的节目呈现为品牌植入提供更多营销场景；下半年季风剧场7月《我在他乡挺好的》热播，悬疑软科幻网剧《天目危机》8月18日播出，10月18日上线《第十二秒》，作为首个台网精品短剧，芒果TV季风剧场在2021年交出优异成绩。剧综艺与季风剧场双轮驱动用户与广告增长。

在新领域，芒果超媒以“元界初启，潮势新生”为出发点，在“元宇宙”赛道中，芒果将从精品VR内容打造切入，以影视及游戏VR内容实现技术和虚拟人物形像技术为手段，辅以打造NFT数字艺术藏品交易平台为关键，分阶段推进芒果星球元宇宙的构建，利用自身媒体资源，持续布局数字内容元素，搭建用户体验新场景。在2021年11月28日订单落地，与中移动粘性进一步加强，且双方将有望实现资源互补，在大屏业务、5G创新业务、权益业务、衍生品电商、小屏业务、音频业务、出品拼播、阅读业务、联合推广、联合拓展等方面开展深度合作；在主业与新增业务中均彰显芒果商业模式的迭代能力。

图表 21：2021 年芒果超媒推出芒果季风成绩（左）、芒果广场 MangoHub 公众号（右）

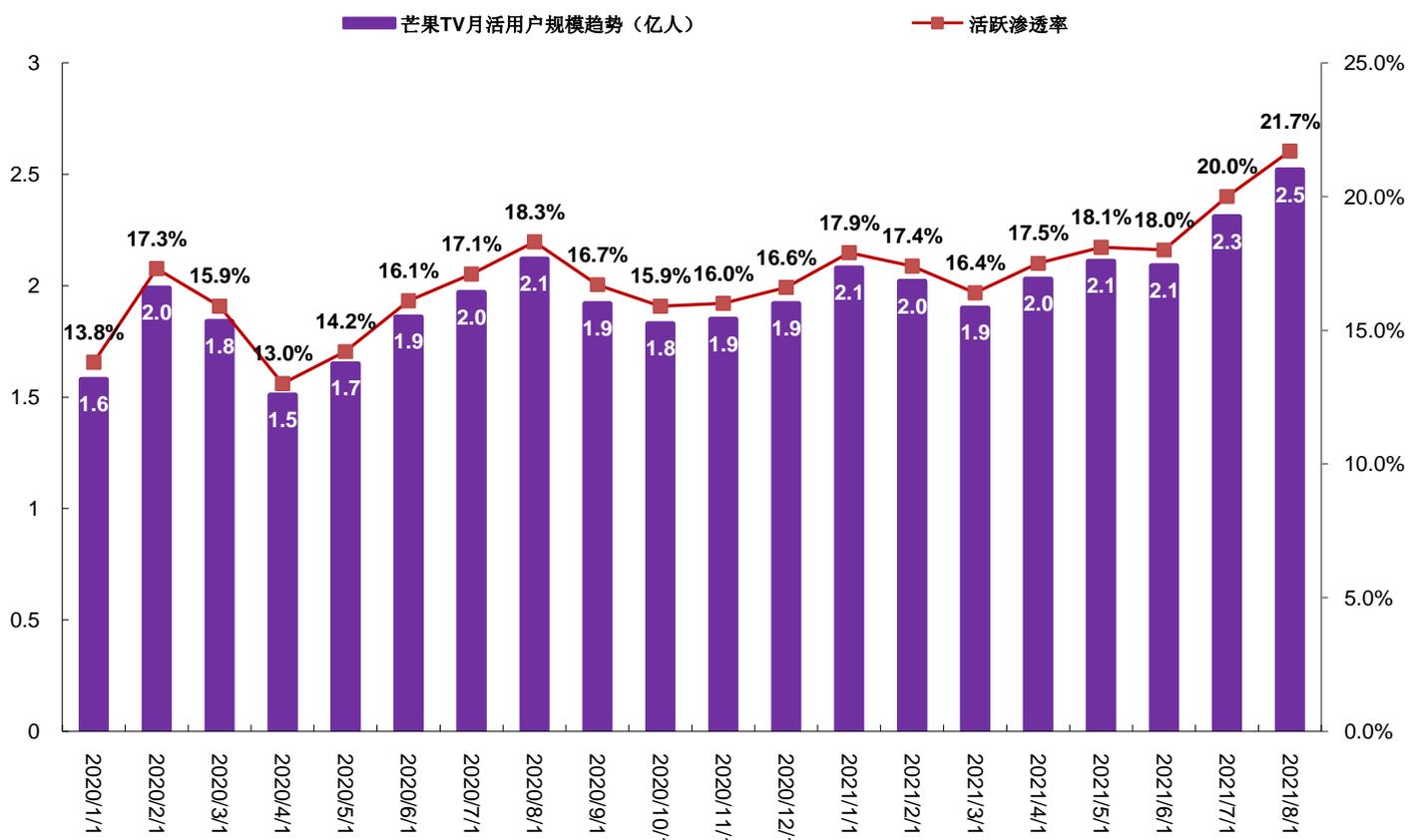


资料来源：芒果季风微信公众号、芒果广场公众号，华鑫证券研究

作为中国文化传媒融媒体标杆品牌企业，双平台联动发展芒果融媒优势，积极探索内容价值的商品化再变现，同时，季风剧场优质剧集等头部剧集上线，有望拉动会员收入持续增长。2022年芒果季风剧场拟上线《沉睡花园》、《非凡医者》、《礼物》、《消失的孩子》、《19层》、《我家的医生》、《寂静的证词》、《朝歌少年行》、《装腔启示录》、《极速悖论》、《火星孤儿》、《小菜一碟》、《NANA》等作品。

芒果TV多年来推行稳步的运营策略，以优质内容打动用户、以多元服务维护，用户规模呈现出稳步增长的态势。截至2021年8月，芒果TV APP月活跃用户规模已达2.52亿，年轻为核心与破圈加速，芒果TV的用户也在多元化发展。

图表 22：2020 年 1 月-2021 年 8 月芒果 TV 月活用户及活跃渗透率



资料来源：QM，华鑫证券研究

■ 芒果TV用户画像特色：用户结构上，与其他视频平台相比，芒果TV用户中年轻用户、高线城市、女性占比较高

2021年芒果TV用户性别结构以女性为主，占比76%；24岁以下年轻用户占比38.8%，在主流视频平台中占比较高，同时，芒果的用户在兴趣图谱上热爱生活、芒果系的小芒电商为用户搭建闭环，以国为潮成为新趋势。在“小芒种花夜”晚会后，小芒的活跃用户快速增长，体现出了用户对于国货“种花摘花”模式的认可。芒果TV正在更好地经营自己的用户，以内容为基础拓展电商业务，成为国潮国货消费中的一支新生力量。

图表 23: 2020 年 1 月-2021 年 8 月芒果 TV 月活用户及活跃渗透率



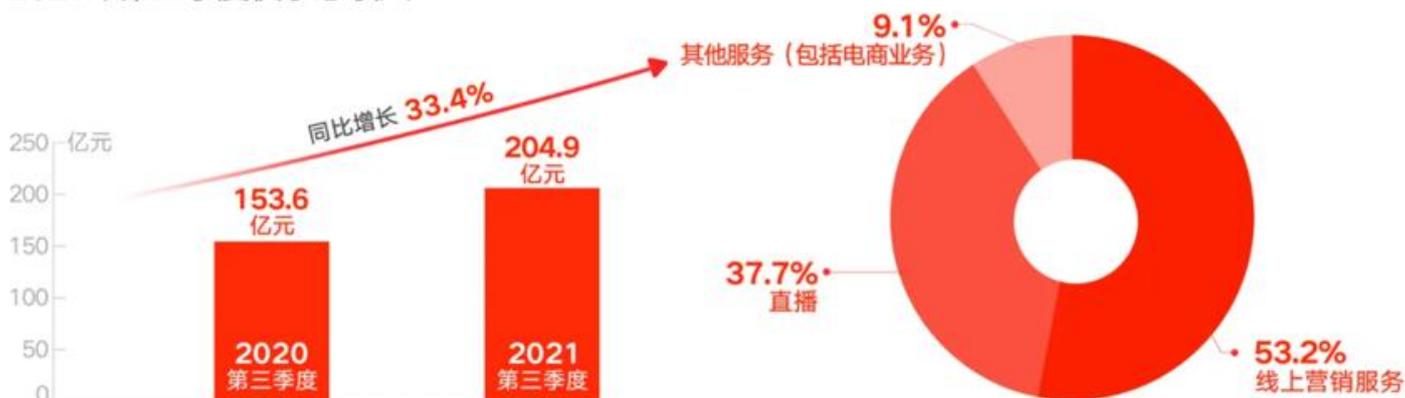
资料来源: QM, 华鑫证券研究

3.3.3、快手: 2021Q3营销收入增长76.5%, 推动总营收增速

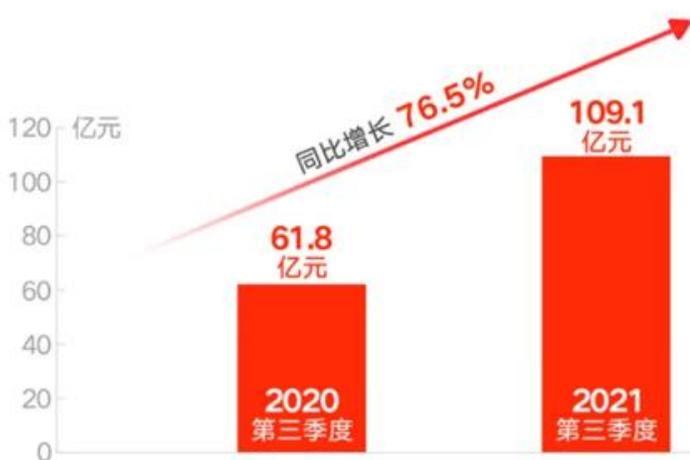
快手发布2021年三季报, 2021第三季度快手的平均日活用户与月活用户分别为3.2亿人、5.729亿元(同比增加17.9%、19.5%), 该增速均高于2021第二季度的11.9%、6.7%, 用户的增长得益于用户获取效率提升与留存率进一步优化。2021年第三季度营收205亿元(同比增加33%), 其中, 营销、直播、电商其他三大主营收入占比分别为53%、37.7%、9%, 营销收入的高增长助推三季度收入增速。

图表 24：2021 年第三季度快手财务数据（总营收、营销广告收入、直播收入、电商其他收入占比）

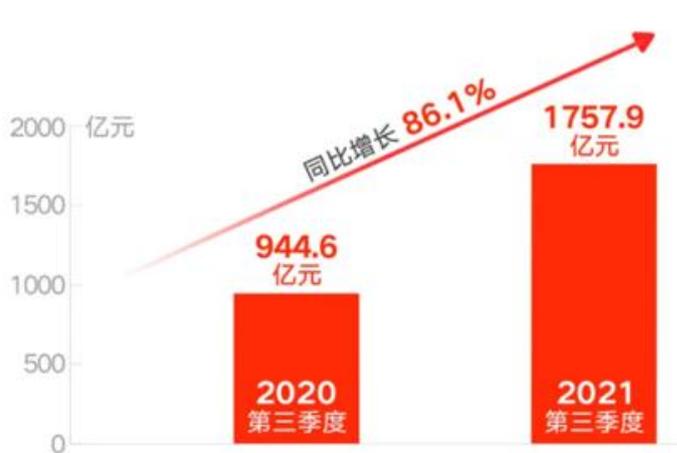
2021年第三季度快手总收入



2021年第三季度线上营销服务收入



2021年第三季度，快手 电商交易总额



资料来源：快手大数据研究院，华鑫证券研究

■ 快手加码垂类内容，组织架构调整助推效率提升

用户的增长也得益于快手的生态系统以及内容建设，内容端快手不断完善供给并持续打造独特内容垂类标杆，满足用户多样化与不断变化的需求。业界领先的快手短剧吸引更多创作者创作更多优质短剧，促进内容的连续消费，提升用户粘性，2021第三季度，单部累计观看量超过1亿的短剧超过850部，快手的短剧日活用户达到2.3亿人（占平台视频观看量及观看时长比例不断提升）。

2021年9月底快手又进行新一轮组织架构调整，更加广泛、有效的将业务从基于赋能型的架构转为基于事业部制的架构，旨在强化不同业务线的闭环，提高效率，通过组织架构调整与升级，快手能更有效的分配及调动资源，有助于提高整体组织能力与效率。2021下半年快手商业化发布《2021年H2快手磁力引擎营销通案》将平台特色、垂类发展、营销表现等多维度内容进行归纳，梳理出快手B端营销新价值定位即“大众创作与交流的发源地”。大众角度，已有7000万个家庭生活快手，交流来自2.1亿用户在快手看短剧，创作是流量普惠、多元包容，近2400万用户在快手上获得了收入，发源地即是全

民创作表达时代的开启者，从“大众创作与交流的发源地”中生长出了快手独有的用户关系、商业模式和文化底蕴，并延展出潜力的商业价值。

综上，泛视频生态中，从大而全到垂直分类，从老牌龙头的再成长到新晋互联网企业的边界探索，均在助推泛视频赛道万亿市场规模的发展，虽同为视频赛道，但各自商业模式有不同侧重，但凸显的一个共性，是加码内容，因为内容平台在吸引用户后，其平台后端衍生的内容电商业业务中，好内容即生产力，内容的加码，从UGC（用户生产内容）到PGC（专业机构生产内容），到UGV（用户生产视频内容）到PGV（专业机构生产的视频内容），各类媒介融合发展下也带来内容端的丰富，内容平台对用户的消费决策也带来94%的影响，进而我们仍看好2022年泛视频在全真互联网（元宇宙）的助推带来企业端的商业模式上的新探索，均助推泛视频生态的繁荣发展。

图表 25：2021 年视频图谱（上）、2021 上半年中国各主要内容平台对消费者决策的影响（下）



内容平台对消费决策的影响



平台A	平台B	平台C	平台D	
3.9	5.2	3.9	3.8	用过该平台用户
5.4	6.1	5.3	3.6	该平台中重度用户
用户被种草次数 (过去6个月被内容平台影响)				

资料来源：Kantar，华鑫证券研究绘制

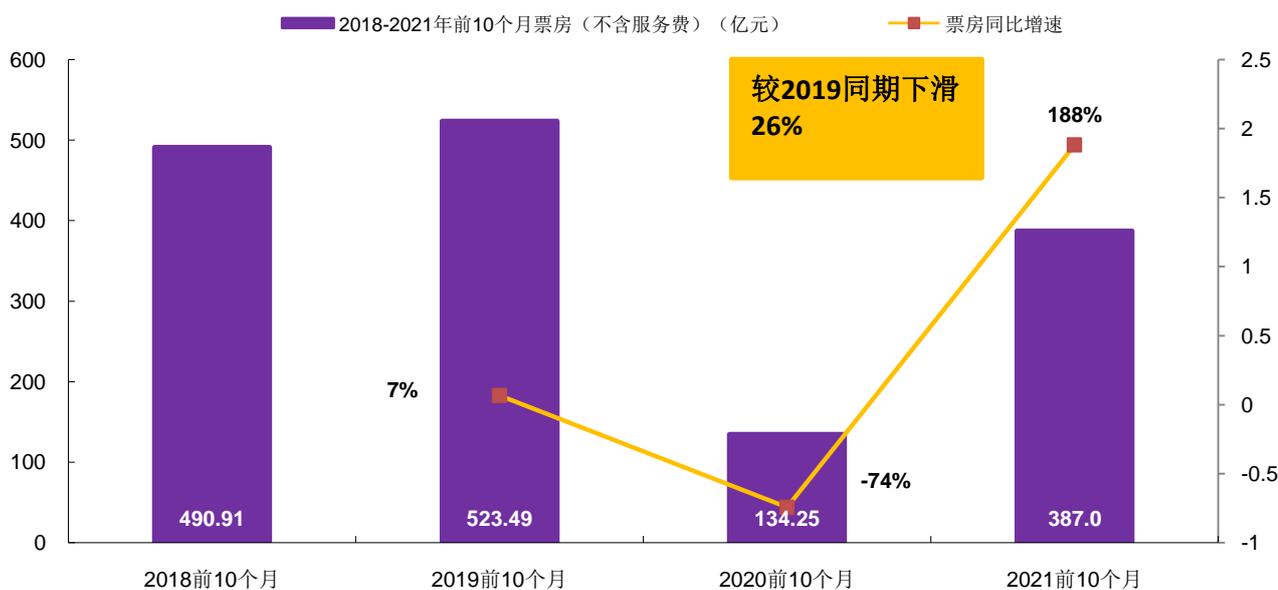
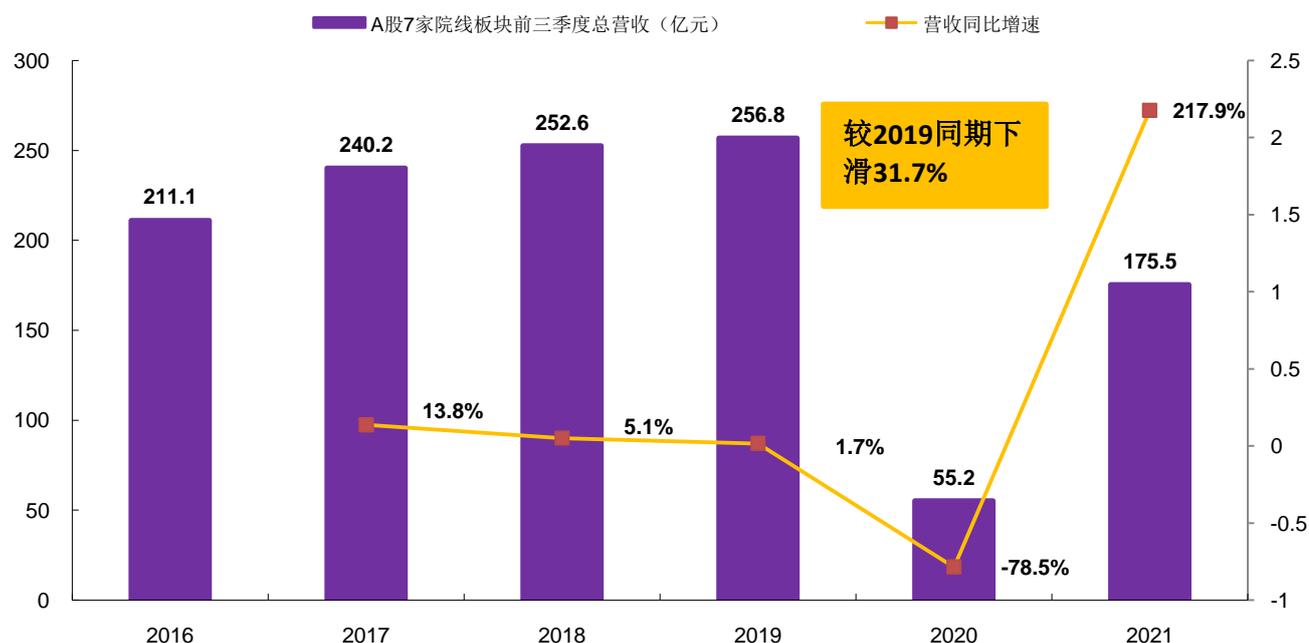
4、院线板块：2021 尚未恢复至疫情前 2022 看内容供给

- 2021前三季度A股院线板块总营收较2019年同期下滑31.7%；行业端，全国院线1-10月分账票房387亿元较2019年同期下滑26%，尚未恢复疫情前但国产影片拉动大盘显著，TOP3国产影片票房占比35.7%

2021年前三季度A股7家院线板块总营收达175.5亿元（同比增加217.9%，较2019年同期下滑31.7%），2020年疫情后，线下院线停摆，2021年后疫情下，观影逐步恢复，疫情的散点波动致2021年前三季度较2019年同期的总营收仍下滑，说明院线板块尚未恢复到疫情前水平。2021年自五一档后，受疫情反扑等因素影响，市场持续低迷，暑假档也在局部疫情反复影响下及市场关注较高影片延期上映后，2021年暑假档表现差强人意，也会传导至2021年前三季度院线板块业绩，2021第四季度在国庆档博纳《长津湖》票房拉升电影大盘数据，叠加12月的贺岁档，拟带来2021年第四季度电影院线业绩环比与同比增长。

行业端，2021年前10个月全国分账票房为387亿元（同比增加424%），主要由于2020年疫情下院线暂停营业的低基数，但较2019年同期下滑26%，也说明2021年前10个月，在疫情的局部波动下，尚未恢复到疫情前水平。

图表 26: 2016-2021 前三季度院线营收及增速(上)、前 10 个月票房(亿元)及增速(下)



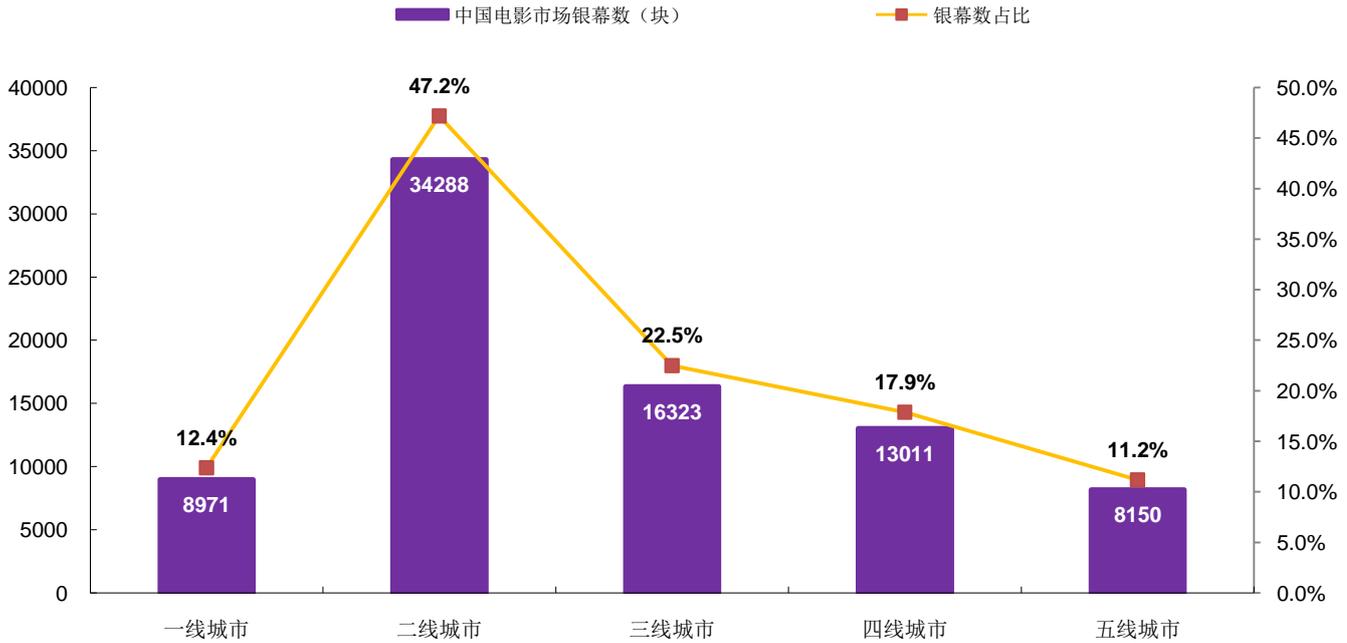
资料来源: Wind 资讯、猫眼, 华鑫证券研究

■ 院线银幕: 总盘已超8万块二线银幕数占比冠军 2022-2023年头部品牌影院加码银幕

从银幕数角度看, 截止2021年9月, 全国银幕数超8万块, 其中, 二线银幕数占比47.2%位居首位, 也是核心票仓产出区域。单就2021年国庆档看, 万达、横店、上海星轶、幸福蓝海影院数量较2020年同期增长较为显著, 大地影院数量有所下降; 万达电影、横店影视、博纳影业、金逸影视在2021年国庆档影投票房中保持增长态势。万达电影与

横店影视分别增加0.59%、0.42%（如下图所示）。2021年11月24日，万达电影发布公告称，其原非公开发行股票募集资金投资项目“新建影院项目”中的52家影院项目未能在2021年实施，同时疫情之下万达加强成本管控，新建影院建设成本有所降低，进而原“新建影院项目”实施完毕后预计剩余部分募集资金，为提高募集资金使用效率，万达拟将原“新建影院项目”剩余募集资金进行新项目投资，用于投资建设“2022-2023年影院建设项目”，即拟新建新建影院50家（银幕数347块，总投资拟7.6亿元），疫情后，影院的规模效应已渐显，头部及品牌影院影投数据保持增长态势。

图表 27：2021 年前三季度电影银幕分布（上）、2021 国庆档票房（亿元）



2021年国庆档票房TOP10影投影院数

影院名称	影院数	较20年同期
万达电影	702	91
大地影院	420	-36
横店院线	390	28
金逸影视	183	6
CGV影城	141	0
中影影院	136	-1
上海星轶	114	42
幸福蓝海	113	26
博纳影院	90	6
UME电影	59	6

2021年国庆档票房TOP10影投票房 (亿)

影院名称	票房 (亿)	较20年同期
万达电影	5.66	0.59%
大地影院	1.77	-0.70%
横店院线	1.47	0.42%
CGV影城	1.04	-0.32%
金逸影视	1.00	0.24%
中影影院	0.91	-0.14%
上海星轶	0.80	0.91%
博纳影院	0.65	0.19%
幸福蓝海	0.58	0.26%
UME电影	0.47	-0.07%

资料来源：国家电影局、engroup，华鑫证券研究

■ 院线：2021票房尚未恢复疫情前2019年水平但国产拉动大盘显著 2022年可期待国漫、科幻等

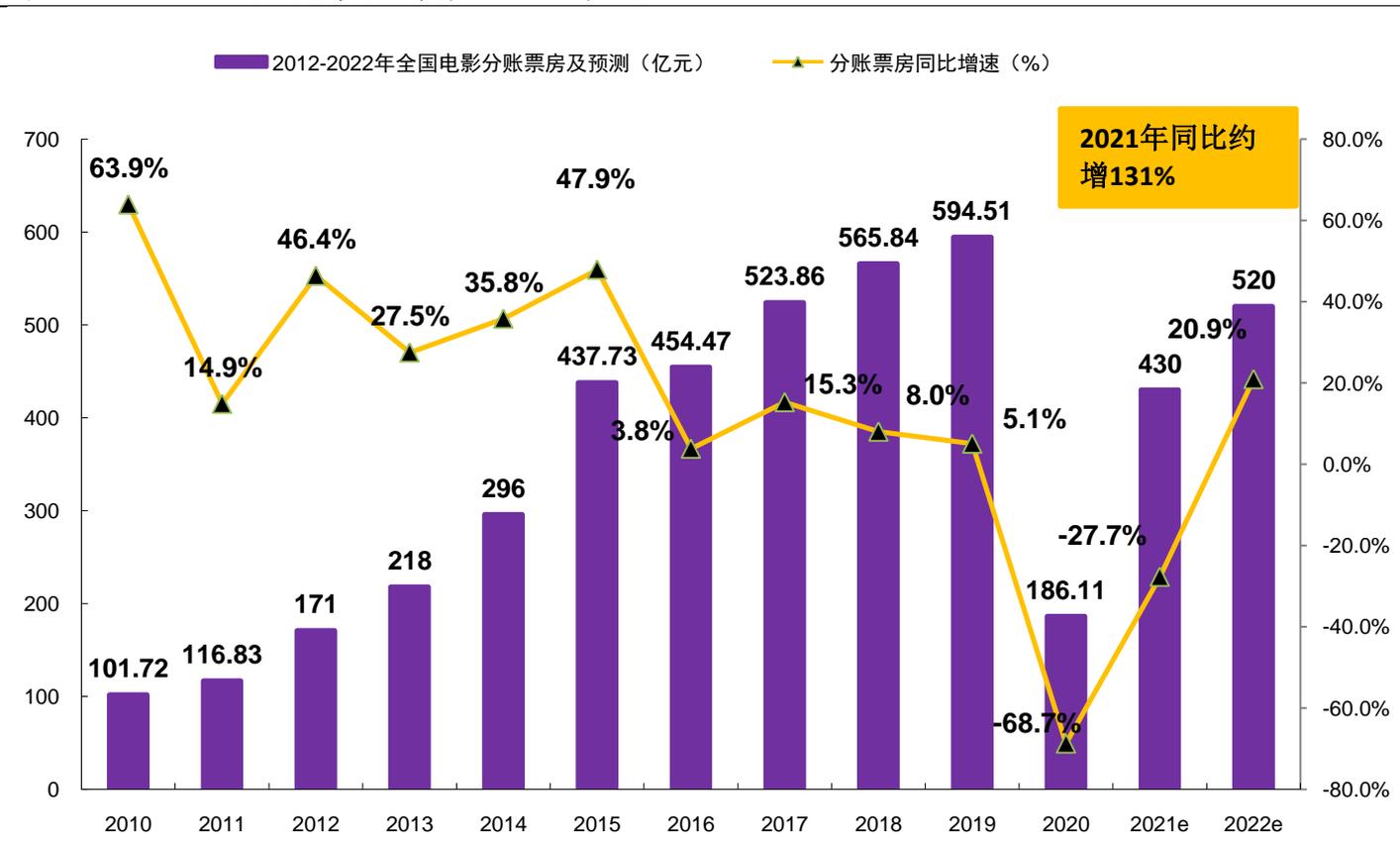
行业端看，截止2021年11月25日全国分账票房达400亿，若假设2021年12月在贺岁档加持下单月的分账票房30亿元（假设依据为2019-2020年单月12月分账票房分别为37.8亿元、34.57亿元），2021年全国分账票房预计430亿元（同比增加131%，较2019年下滑27.7%）；从内容端看，2021年TOP3影片分别为《长津湖》《你好李焕英》《唐人街探案3》，三部国产影片占全国票房比例为35.7%，对比2019年，前三部影片中，国产占两席合计占比15%，从全国票房与国产影片票房占比凸显出，2021年全国影片尚未恢复到2019年疫情前水平，但国产影片对大盘拉动在不断提升。

图表 28：对比 2019 与 2021 年前三名影片及票房占比

2019 年 TOP3 影片			2021 年 TOP3 影片		
TOP1	哪吒之魔童降世	7.7%	TOP1	长津湖	13.2%
TOP2	流浪地球	7.3%	TOP2	你好李焕英	12.3%
TOP3	复仇者联盟 4	6.7%	TOP3	唐人街探案 3	10.2%
国产影片票房占比		15%			35.7%

资料来源：猫眼，华鑫证券研究

图表 29：2010-2022 全国电影分账票房及预测及同比增速



资料来源：猫眼，华鑫证券研究

投资角度看，疫情局部的反复带来板块情绪波动，**短期看**，电影院线板块需看外部疫情控制与内部新片定档的内容供给（原定2021年12月24日《误杀2》提档至12月17日，12月31日贺岁档《反贪风暴5》，2022年春节档已定档12部，其中，《超能一家人》《狙击手》等关注度较高），由于2022年余下三个季度片单暂未发布，也较难预测单片票房贡献的年度票房数据，但可借助2022年春节档、暑假档两个较为重要档期来计算全年数据，短期看后续新影片的定档，有望持续带来电影院线的关注度，新一波的预期来自2021年贺岁档以及2022年春节档；**中期看**，疫情加速影院市场出清进展，具品牌影响力院线在上下游端溢价能力有望提升。

图表 30：2021 贺岁档及 2022 春节档部分关注较高影片概况

上映	片名	制片/发行公司	题材	导演/主演等
2021-12-17	《误杀》	万达影视、中国电影、光线影业等	剧情、犯罪	戴墨/肖央、文咏珊、任达华
2021-12-24	《平原上的火焰》	猫眼等	爱情、犯罪	张骥/周冬雨、梅婷等
2021-12-31	《反贪风暴 5》	华策影业、猫眼、抖音等	动作、犯罪	林德禄/古天乐、张智霖等
2021-12-31	《穿过寒冬拥抱你》	中国电影、阿里影业等	剧情、爱情	薛晓路/黄渤、贾玲、朱一龙
2021-12-31	《以年为单位的恋爱》	光线影业	剧情、爱情	黎志/毛晓彤等
2022-2-1	《超能一家人》	开心麻花、中国电影、横店影业、阿里影业等	喜剧、科幻	宋阳/艾伦、沈腾等
2022-2-1	《奇迹》	坏猴子、淘票票等	剧情	文牧野/易烱千玺等
2022-2-1	《狙击手》	光线影业等	历史、战争	张艺谋/章宇等
2022-2-1	《熊出没重返地球》	华强方特等	科幻、动画	林汇达/张伟等
2022-2-14	《十年一品温如言》	光线影业等	剧情、爱情	赵非/任敏、丁禹兮等
2022-2（待定档）	《喜羊羊与灰太狼之筐出胜利》	奥飞影业等	动画、运动	黄伟明/祖晴等

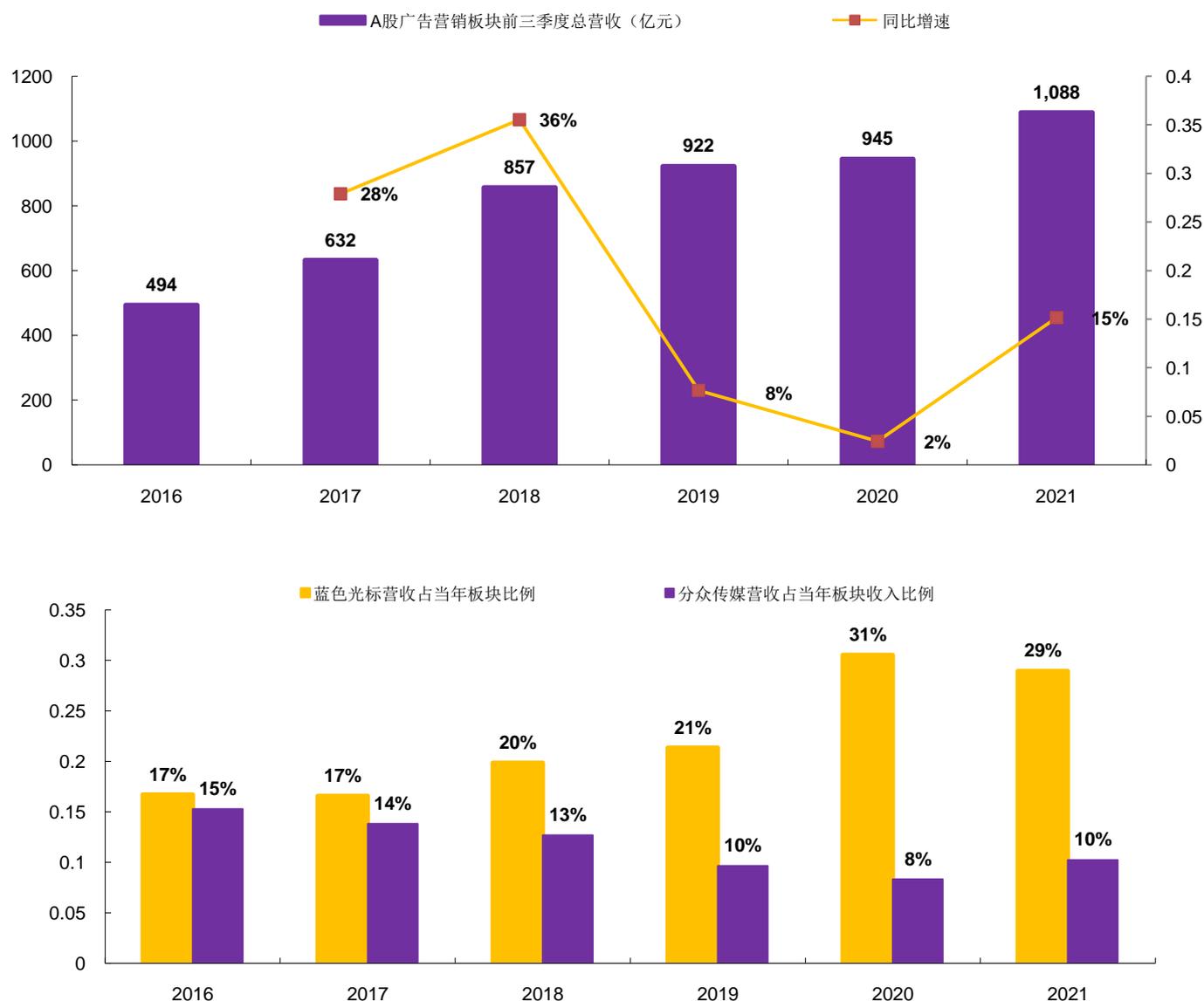
资料来源：猫眼，华鑫证券研究

注：《误杀 2》原定于 2021 年 12 月 24 日上映，提档至 12 月 17 日

5、广告营销板块：2021 前三季度营收已恢复疫情前规模效应与技术驱动 2022 看新增

2021前三季度A股营销板块16家（剔除st标的）总营收为1088亿元（同比增加15%，较2019年同期增加18%），头部广告营销代表企业蓝色光标、分众传媒在2021前三季度营收分别为315亿元、111亿元（占广告营销板块总营收比例分别为29%、10%，较2019年同期增速分别为60%、25%），广告营销板块营收从总盘到头部公司已恢复至疫情前水平。

图表 31：2016–2021 前三季度营销板块总营收及增速（上）、头部营销公司收入占比（下）



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

5.1、行业端，2021H1互联网广告市场2972亿元同比增34% H2增速不及H1

- 2021上半年广告主投放中国品牌占比90%，主导中国市场增长；2021第二季度中国互联网广告市场规模达到1596亿元（同比增加19.6%，环比增加16%）

据CTR媒介智讯的数据显示，2011-2021年上半年广告投放前20的品牌中，国产品牌的占比逐步提升，从2011年50%的比例到现在已经达到了90%。广告市场头部品牌基本上被国产品牌全面覆盖，凸显中国品牌的自信，也进一步主导中国市场增长。

图表 32：2011-2021 上半年广告市场头部品牌中国产品牌数量占比趋势



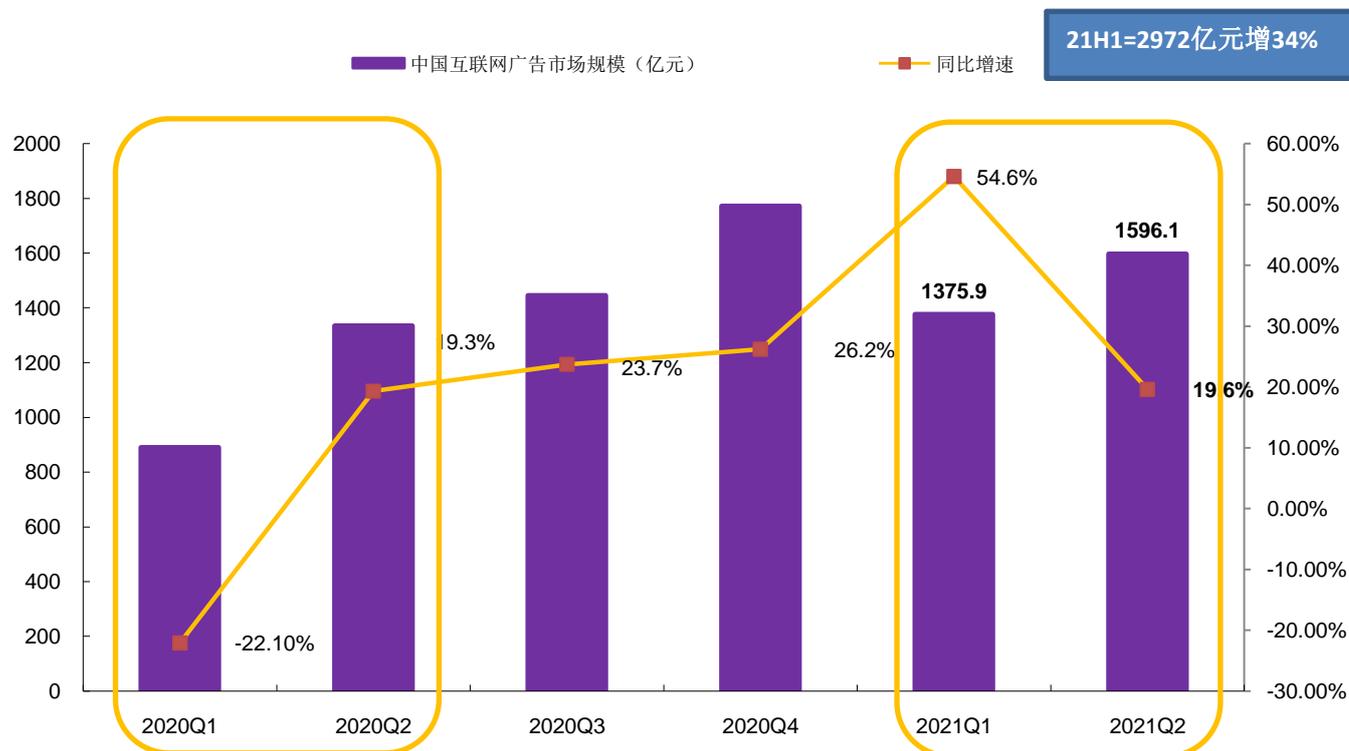
资料来源：CTR，华鑫证券研究

- 2021年上半年互联网广告市场规模2972亿元（同比增加34%） 2021下半年互联网广告市场增速低于上半年

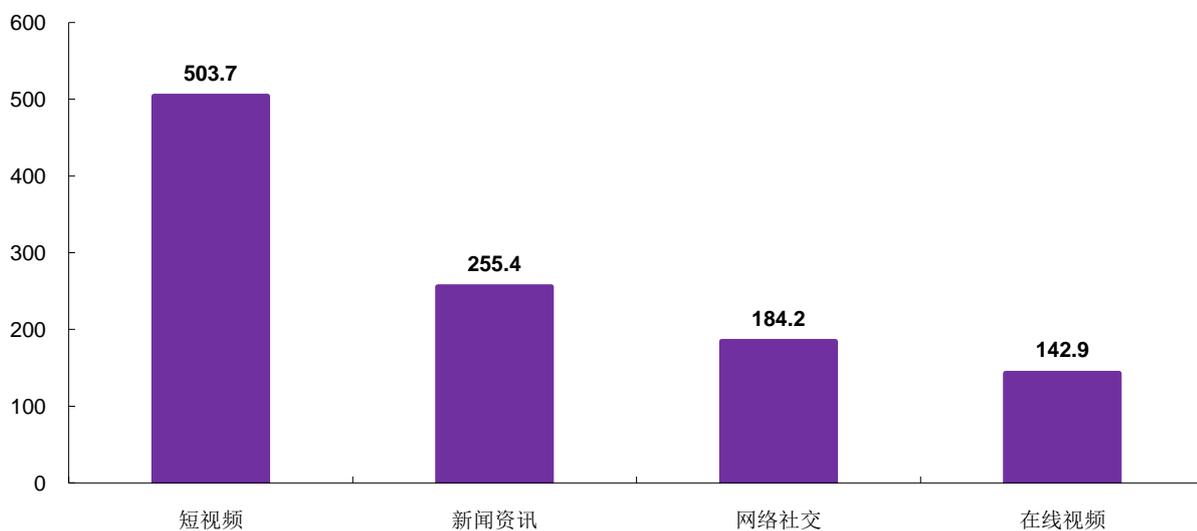
2021年上半年互联网广告市场保持活跃，热点营销持续推动着品牌与消费者的深度互动，上半年结合赛事营销以及聚合营销达到品牌声量，2021第二季度中国互联网广告市场规模达到1596亿元（同比增加19.6%，环比增加16%）。广告主端，投放主要来自网络购物。受第二季度电商大促活动推动，美妆护理、食品饮料行业投放均有所提升；媒介端，广告投放集中在视频、资讯及社交类媒介，短视频仍为主要投放媒介，2021上半年短视频媒介的互联网广告投放高达503.7亿元，其中抖音位居前列。外部针对教培以及医美广告等负面因素影响下，市场逐步预期该部分影响，同时，新消费品（比如低脂低卡类、美容护肤类等新秀品牌逐步崛起）、新用户（较年长人群、单身人群的营销拓展或）以及深挖媒介价值仍可对冲广告主端的波动。

但，2021下半年，由于受外部教育政策以及监管等影响，叠加社会消费品零售总额数据增速疲软，致使下半年广告投放增速不及上半年，预计2021下半年互联网广告市场规模为3578亿元，同比增长11%，其增速低于2021上半年的增速。2022年伴随后疫情下的恢复进展，以及广告主结构的调整带来投放预期差异，有望助推互联网广告的新投放。

图表 33: 2020Q1-2021Q2 中国互联网广告市场季度规模及同比增速 (上)、媒介广告收入 (下)

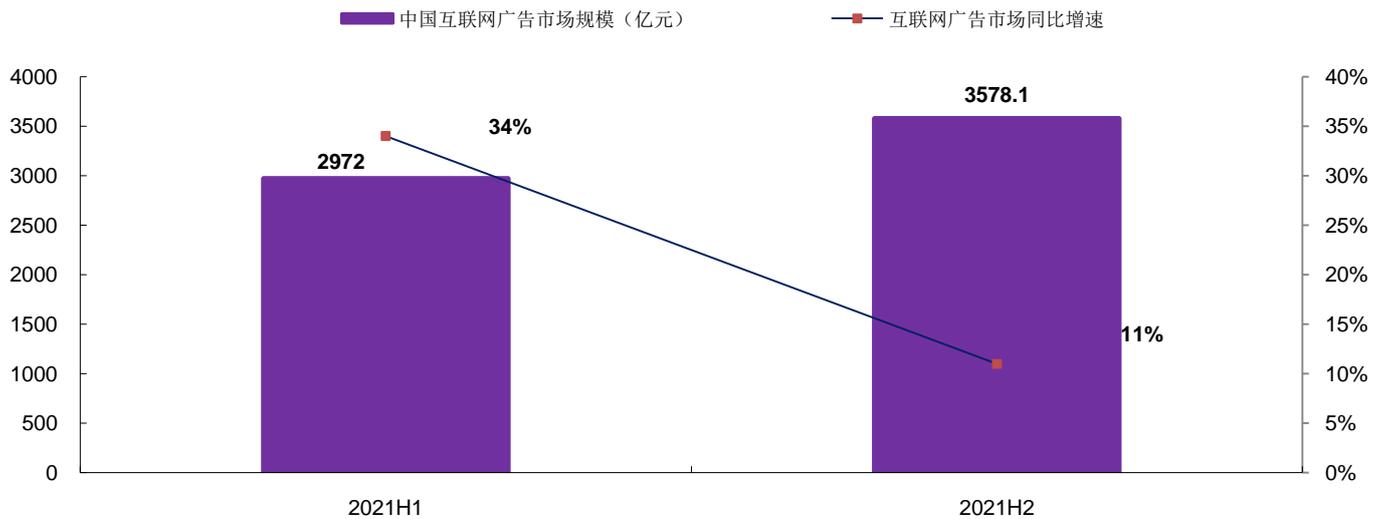


2021H1 媒介行业互联网广告收入 (亿元)



资料来源: QM, 华鑫证券研究

图表 34：2021 上半年与下半年中国互联网广告市场及同比增速



资料来源：QM，华鑫证券研究

5.2、2022年网络广告市场规模预计达1.1万亿元短视频营销增长推动

■ 互联网广告政策陆续推出，政策的明确化也有助于后续发展

政策端，2021年11月26日市场监管总局发布关于《互联网广告管理办法（公开征求意见稿）》意见的公告，该意见的最后反馈截止日期为2021年12月25日，其中指出，为规范互联网广告活动，保护消费者的合法权益，促进互联网广告业健康发展，维护公平竞争的市场经济秩序，发布互联网广告管理办法征求意见稿。本次的意见稿调整了适用范围，针对当前互联网广告发展新情况和新业态，明确将以互联网直播等方式直接或者间接地推销商品或者服务的商业广告、跨境电商广告纳入《办法》调整范围；进一步强化对弹出广告“一键关闭”、植入广告等领域的制度规定。强化了相关主体责任。如增加了对含有链接的广告、学前教育和中小学教育广告的专门规定，强化了互联网平台经营者责任。政策在明确责任的同时，也在促进信息技术创新和数字经济发展，也为互联网营销创新提供保障和空间。

■ 2021第三季度疫情后的恢复、部分行业政策监管、社会零售消费疲软等因素致互联网广告头部企业增速差强人意，但新经济成为互联网广告营销创新的底色

2021前三季度，百度、腾讯、阿里互联网头部的广告收入增速进入个位数，内外因皆有，但快手、字节跳动、B站等为代表的移动互联网新秀的广告收入表现较好（如上文提及的泛视频赛道企业的广告收入增速），外部看，2021年受“双减”政策和监管影响，在线教育投放的广告量锐减也带来头部互联网企业的广告收入增速的失速（广告行业投放中，第三季度是在线教育板块投入广告的黄金窗口，2021年第三季度由于义务教育政策也致使其投入下滑，教育、游戏、电商是传统中稿投放的广告主，教育、游戏广告主投入收窄后，其电商也成为拉动广告收入增长的核心主力军），但企业端也均表示从精细化运营以及寻找新增点。自2020年新冠肺炎疫情发生以来，2021年局部散点扰动，

整体经济均受影响，各头部互联网企业以及新晋企业，均在探索新增量。

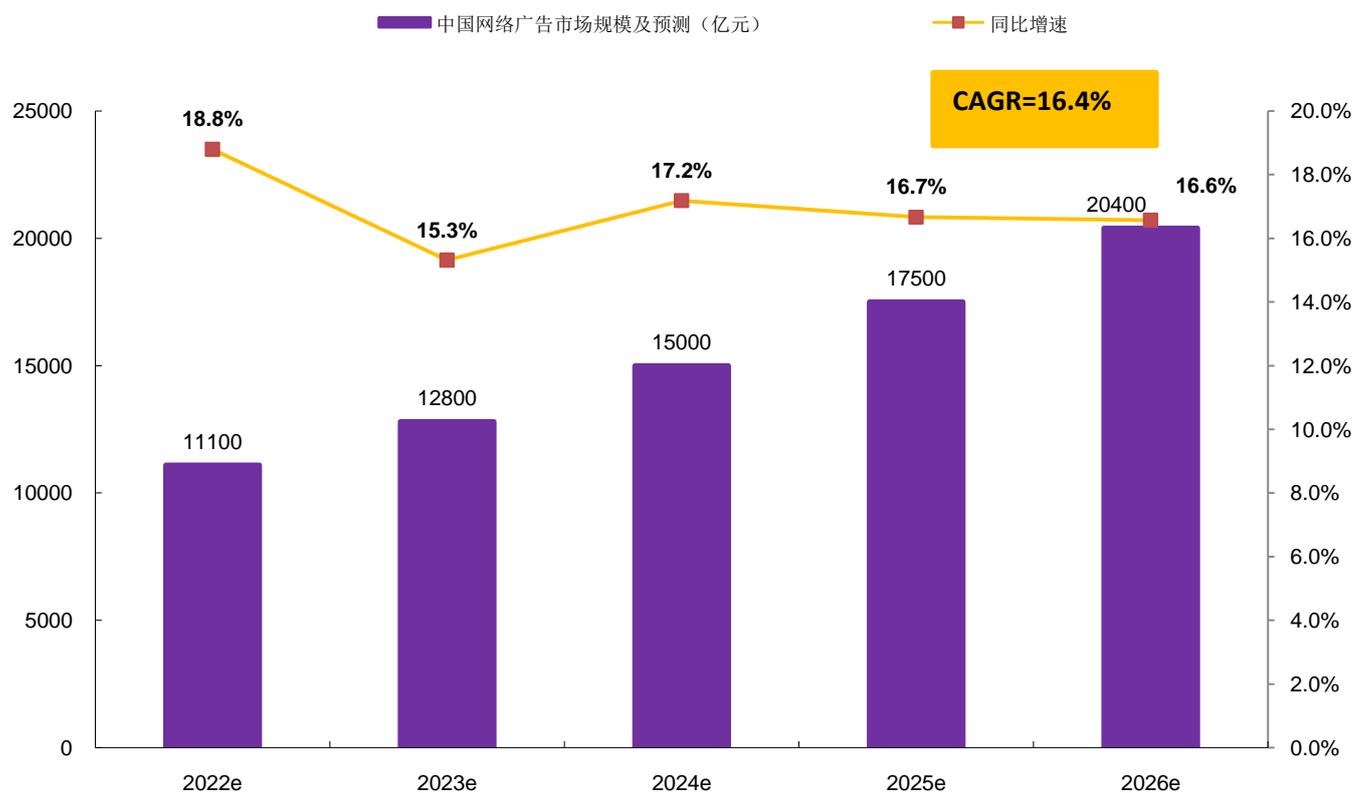
内容平台多鼓励UGC创作，积蓄原生流量，主打促进内容社区商业化变现，形成内容创作与消费联动，着力拓展平台差异化价值，实现平台整体商业化繁荣。社交平台加码构建商业化生态，抓住受众需求细分的新风口。**电商平台**顺应大众需求，疫情以来逐步将消费场景向线上转移，扩展直播电商的价值边界，并以高效平台治理面对当前直播电商本身遭遇的各类根本性发展危机。**广告营销**市场的展望离不开平台，未来互联网平台的发展趋势是，逐步明确的政策、逐步细分的市场、渐趋多元化的商业模式以及技术迭代后的进一步智能化。

搜索广告以引擎头部为主导，在细分市场加快分流，布局内容生态，提升用户体验，以智能技术为辅助，实现多样化广告服务；电商广告着力直播与短视频，以跨平台合作，植入式营销和反套路营销为平台引流。信息流广告品牌服务以百度、字节、腾讯三家为头部矩阵，产品模式已成熟，通过多场景转化，互动式营销助力品牌触达全量。社交广告呈现外部开放式发展和头部平台闭环式提升的市场趋势，营销目标从“入圈”转向“破圈”，以视频聚合内部声量。

- **2022年中国网络广告市场规模预计达到1.1万亿元（同比增加18.8%），其中短视频营销市场规模有望达到373亿元（同比增加37%），短视频营销增速拉动显著**

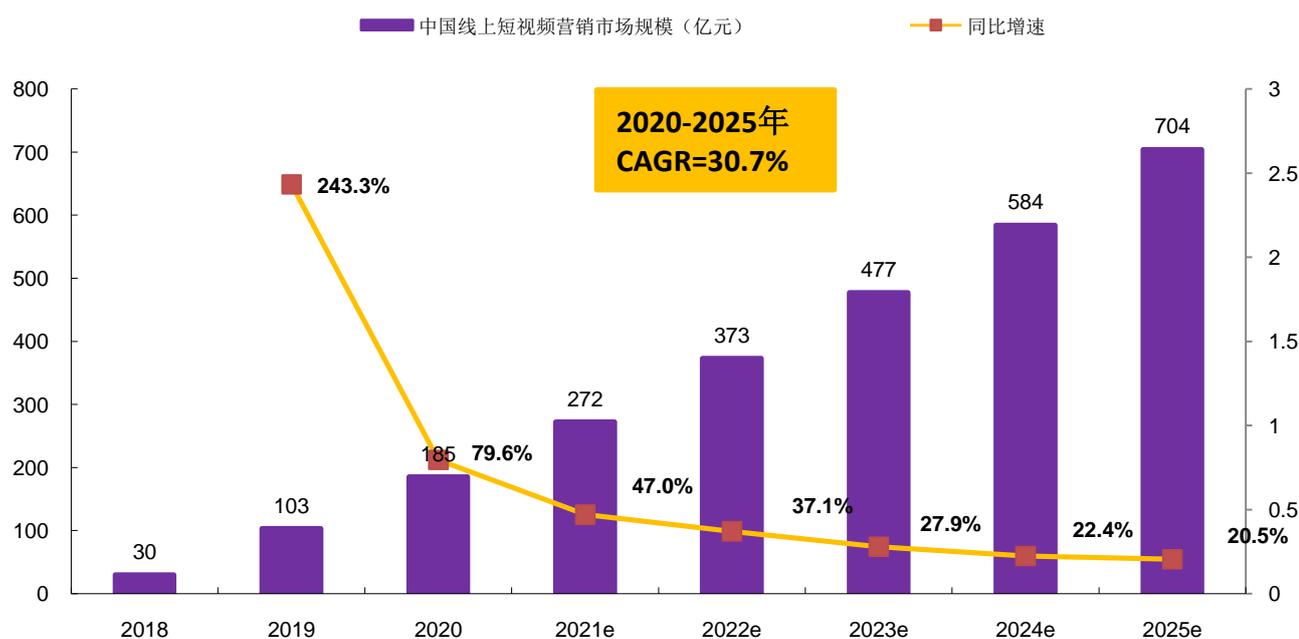
行业端，广告营销行业看规模效应以及技术驱动，伴随抖音、快手、小红书、B站、Soul等的内容电商发力以及短视频营销，有望助推中国网络广告市场规模从2022年的1.11万亿元增加至2026年的2.04万亿元（复合增速约为16.4%），其中，短视频营销市场规模有望从2020年的1846亿元增加至2025年的7043亿元（复合增速30.7%），带动的短视频营销也会助推部分短视频代运营公司的短中期的业绩增量。

图表 35: 2022-2026 年中国网络广告市场规模预测及同比增速



资料来源: 前瞻研究, 华鑫证券研究

图表 36: 2018-2025 年中国线上短视频营销规模预测及同比增速



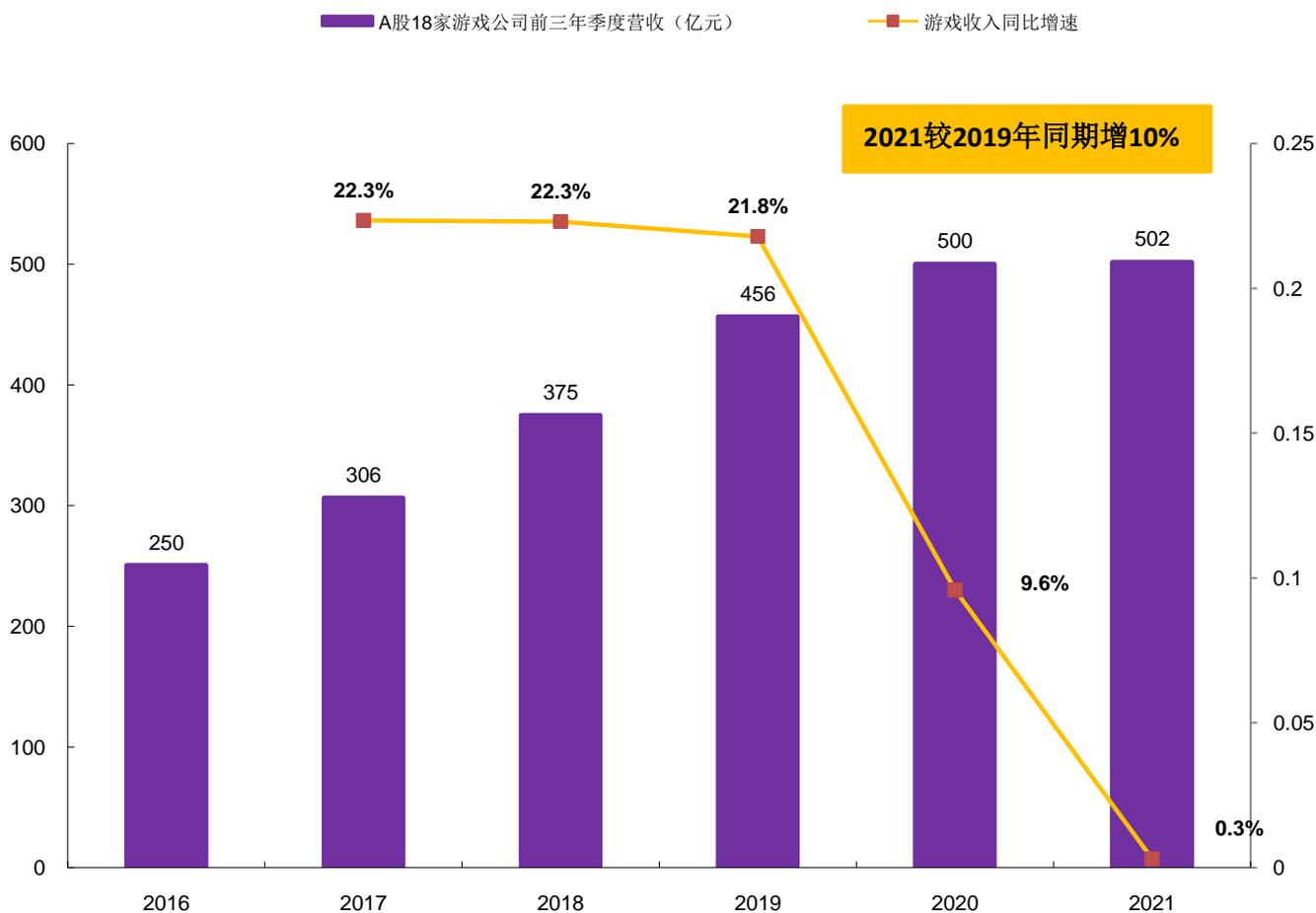
资料来源: 优矩互动 1948HK 招股书、wind 资讯书, 华鑫证券研究

6、内容板块（游戏）：政策细则落地情绪释放后续看产品内核

- 游戏板块2021前三季度营收、归母净利润已恢复到疫情前水平，但由于2020疫情下宅经济带来高基数，叠加企业转型布局新品的研发高投入均致2021前三季度尚未实现同比高增

2021前三季度A股游戏板块18家标的（剔除ST）总营收达502亿元（同比略增0.3%，较2019年同期增加10%），A股游戏板块营收已恢复至疫情前水平，但尚未实现较大幅度的新增长。2021年前三季度A股游戏板块营收Top3标的分别为三七互娱、世纪华通、完美世界的121.1亿元、107.9亿元、67.4亿元（同比增速分别为7%、-8%、-16%，较2019年同期增速分别为27%、-1%、16%），从游戏板块到头部公司营收均凸显出营收基本已恢复至疫情前水平，但较2020年宅经济的高基数下，尚未实现较大幅度的新增长。

图表 37：2016-2021 年 A 股 18 家游戏公司前三季度总营收及同比增速



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 38: 2016-2021 前三季度 A 股游戏板块 TOP3 标的的营收同比增速及较 2019 年同期增速

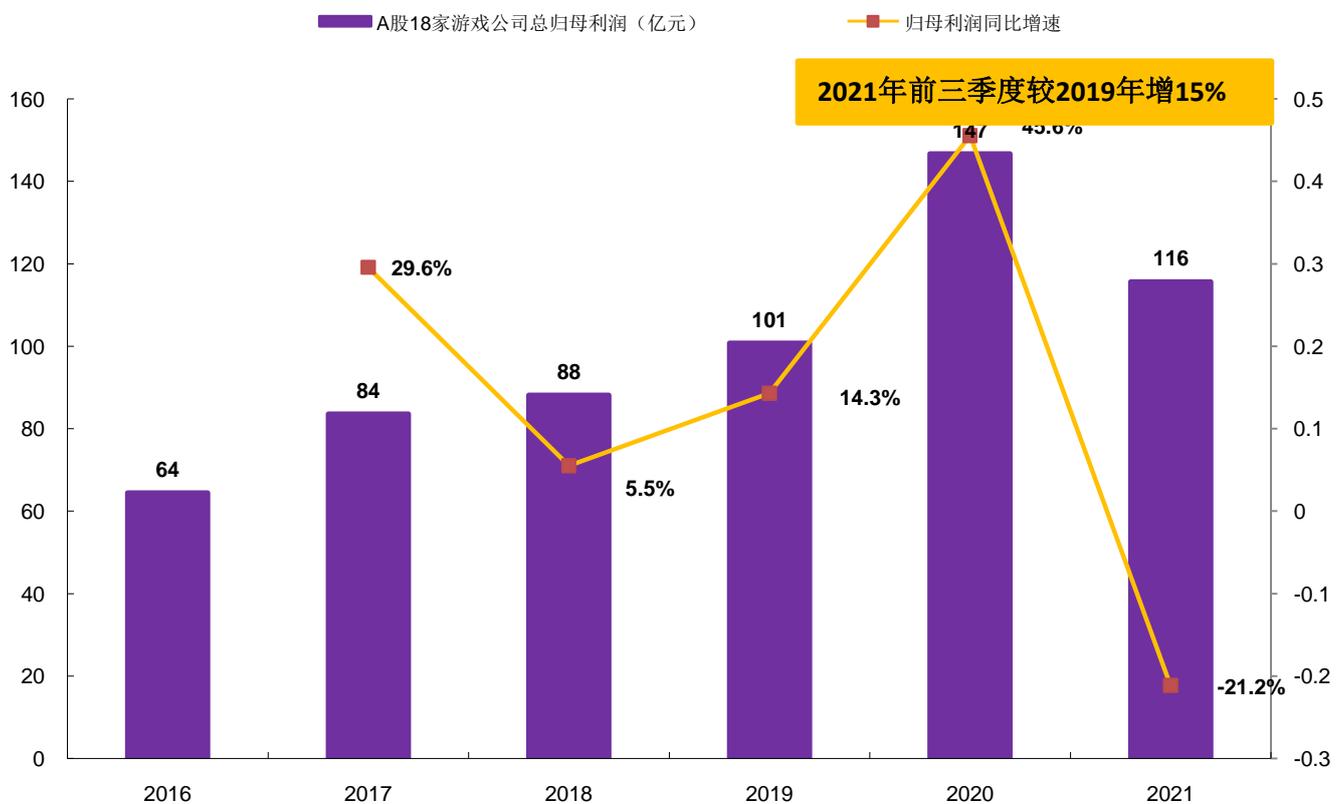
营收 (亿元)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
三七互娱	37	45	55	96	113	121
YOY		22%	24%	73%	18%	7% (较 2019 同期增 27%)
世纪华通	25	25	62	109	118	108
YOY		-3%	153%	76%	8%	-8%较 2019 同期减 1%)
完美世界	35	55	55	58	81	67
YOY		56%	0%	5%	39%	-16%较 2019 同期增 16%)

资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

利润端, A股游戏板块18家标的2021年前三季度总归母利润为116亿元(同比下滑21%, 较2019年同期增加15%, 游戏板块已恢复到疫情前水平, 但由于2020年疫情宅经济高基数效应, 2021年同比尚未实现利润新增)。

纵观三年, 2019-2021年前三季度A股游戏板块总营收连续三年增速放缓, 内外因皆有, 研发、销售费用增长叠加新品总体表现差强人意, 也说明游戏新品的竞争力在下降, 2020-2021年, A股的头部的游戏企业也面临转型、高研发投入的阵痛期, 同时外部流量成本走高后挤压企业利润。

图表 39: 2016-2021 年前三季度 A 股游戏板块 18 家标的的总归母利润及同比增速



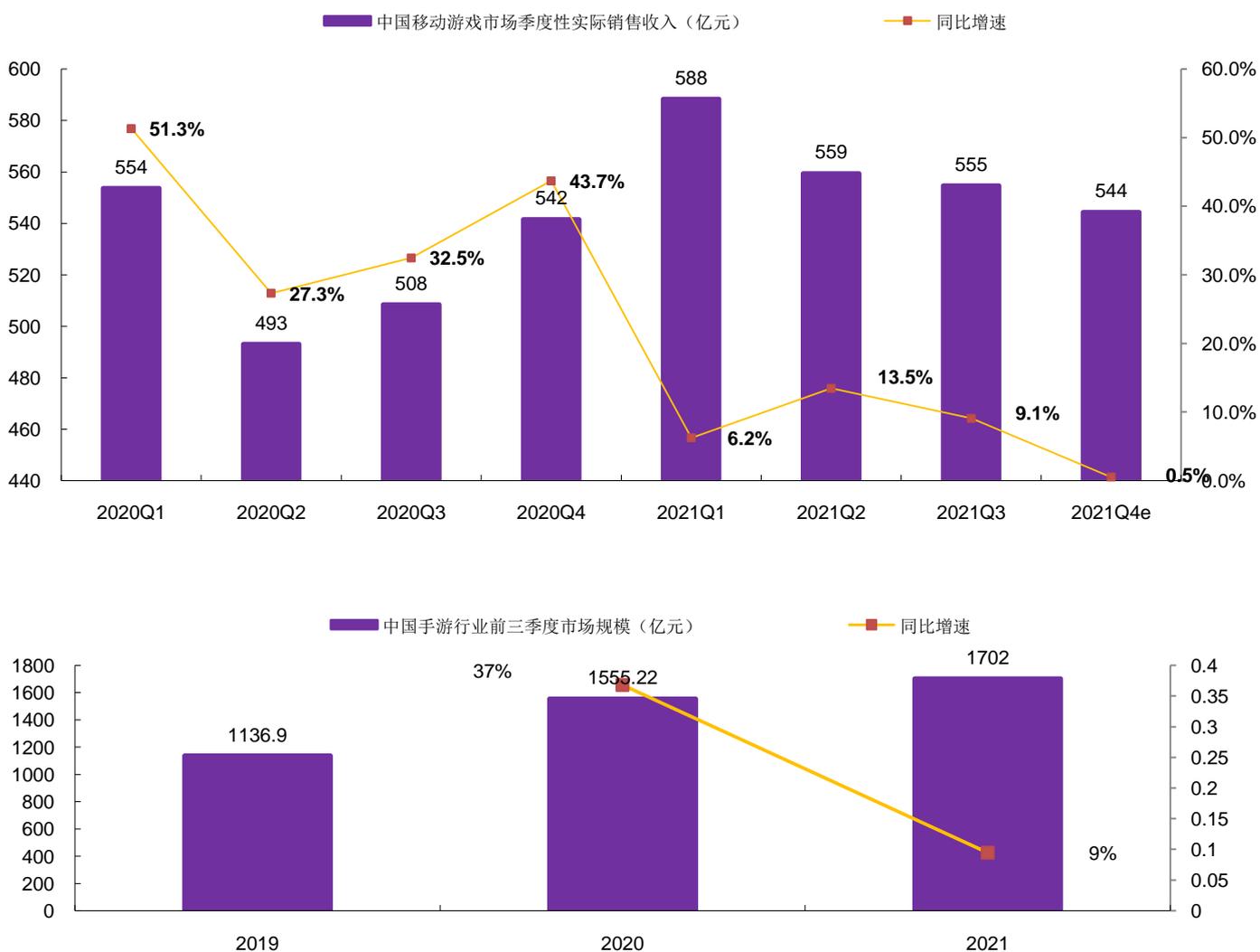
资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

6.1、游戏行业端：2021 前三季度手游规模 1702 亿元同比增 9%

行业端，2021年第三季度中国手游实际销售收入555亿元（同比增长9.1%），2021年在2020年宅经济的高基数下实现个位数增长也相对较为不易，个位数的增长直接传导至二级游戏公司的估值下修。

A股游戏板块前三季度营收增速0.3%低于行业的9%增速，其背后的另一原因是由于游戏行业新势力的崛起。A股老牌厂商产品竞争力下降的核心原因主要为，游戏行业由流量为王进入产品为王时代、游戏行业用户年龄层更迭带来需求变化、游戏用户对游戏品质要求越来越高等因素所致，老牌厂商更偏向于用模板化的游戏去做流量生意，A股头部公司均在探索转型，未来需看转型产品研发进展及品质，核心在于看到公司研发实力的提升，根据游戏产品研发周期预估，预计未来1-2年内A股游戏公司仍处于这一探索阶段。

图表 40：2020-2021 年中国移动游戏市场季度收入及增速（上）、前三季度手游收入及增速



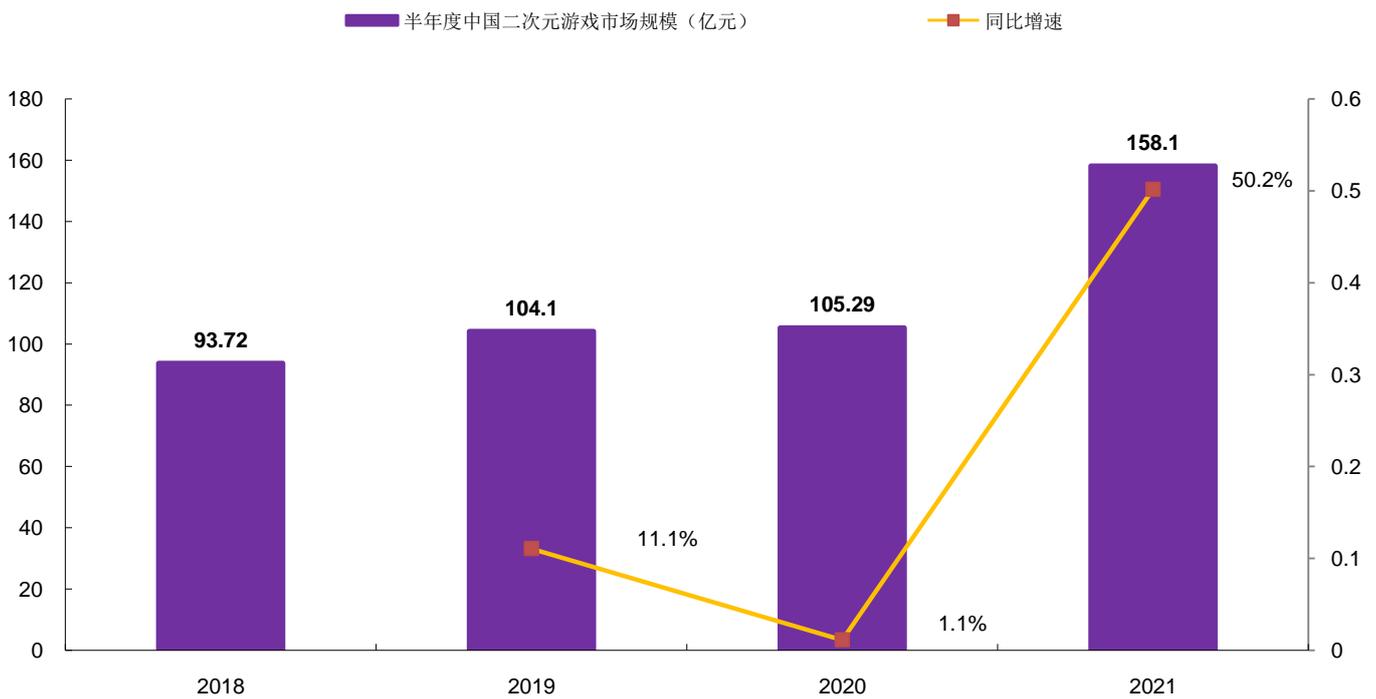
资料来源：CNG，华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

46

游戏行业归根结底是创意内容行业，要从创新与技术层面驱动，2021年前三季度中国手游市场规模同比增速为9%，但细分赛道如二次元移动游戏市场规模同比增速为50.15%，远高于行业增速，用户在年龄层、需求端的变化，也使得二次元、女性向游戏逐渐成为主流，诞生了一批具竞争力的游戏新势力公司，例如以《原神》为代表的米哈游的市场份额有望进一步提升。游戏行业并非强者恒强，每一时代，基于新技术的发展、用户代际的变迁，企业需依靠一批专业的人才做出符合市场变化、新用户的新需求的产品，均有望引领新品类的市场成长，例如以米哈游、莉莉丝、网络、叠纸游戏上海四小龙的快速崛起也证明了游戏行业是创意内容驱动。

图表 41：2018-2021 上半年中国二次元游戏市场规模及同比增速



资料来源：GPC，华鑫证券研究

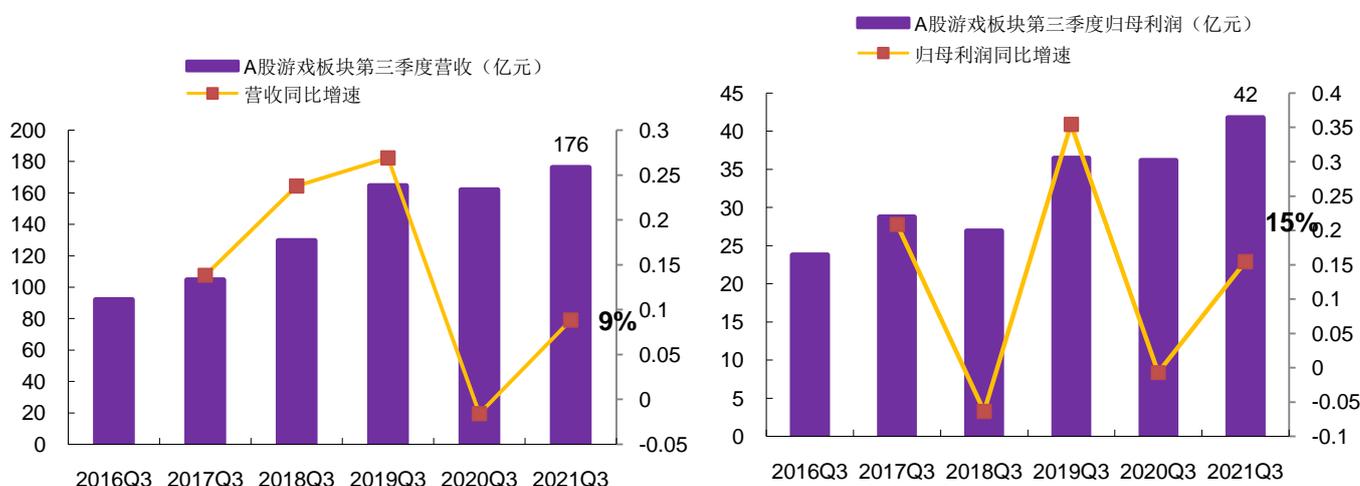
■ 游戏行业正面临新势力与旧势力博弈的新时期，机遇与挑战并存（内卷下创新是破局首选）

游戏新势力从打造精品游戏内容到游戏的IP化与系列化，再到不断拓展IP衍生边界，以及IP化的泛娱乐开发，游戏新势力凭借高品质内容和游戏外的生态延展性，在吸引高粘性核心用户群体的同时，积极向泛用户方向拓展。游戏行业正面临新势力与旧势力博弈的新时期，机遇与挑战并存。政策层面，我们看到对未成年人的保护从具体时间限制到实名认证等规定下，让游戏板块从政策不确定性的扰动进入到政策预期逐步释放，数字娱乐产业相关制度体系的日益完善，后续可回归到基本面，看新一轮产品创新周期下的增长潜力。

6.2、游戏板块：2022年手游市场约3400亿同比增10%内 看内容产品本质外看元宇宙云游戏催化

回看2021三季报，2020第三季度后疫情宅经济红利因子失效，2021年第三、四季度从营收与归母利润端同比看，受疫情宅经济因子扰动减弱，预计2022第四季度有望实现同比的增长，进而带动A股游戏板块季度性反弹动力。站在2021年第四季度，我们已经看到2021第三季度A股游戏板块总营收与归母利润分别为178亿元、42亿元（同比增速分别为9%、15%），较2019Q3营收、利润均实现增长7%、15%），单第三季度看，回暖与增长态势好于整体前三季度，叠加元宇宙催化助推阶段性上涨，第四季度，由于游戏版号未重新发放，游戏新品的后续预期略有影响。

图表 42：2016Q3-2021Q3A 股游戏板块营收、利润及同比增速



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

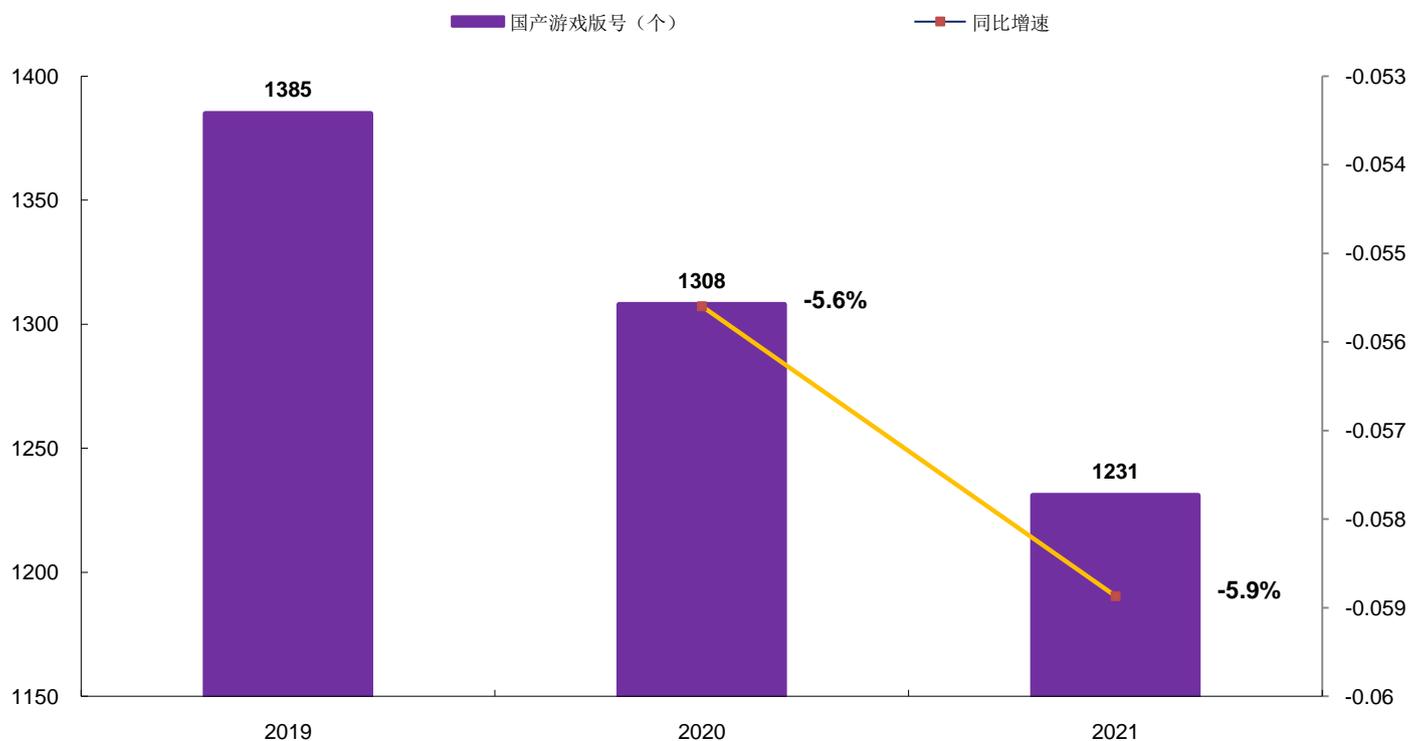
■ 关注游戏版号进展版号的背后是门槛与成本间接推动市场回归优质产品

政策层面的具体细则落地后，更有力促进了游戏产业的持续健康发展。我们也需要看游戏版号的进展情况带来的板块波动，截止2021年12月6日，最新一次游戏版号的发放停留在2021年7月，虽11月下旬预期新一轮版号将后续发放，具体发放日期仍需跟踪，距离2021年余下一个月，我们看到2021年整体国产游戏版号约1231个，同比下滑5.9%，游戏版号的暂停约两个季度后短期预计影响新品进度。2018年年底版号重启后，2019-2020年的国家出版署对游戏版号的限制也推动游戏厂家回归产品质量上，短期影响产品数量，但中期看，伴随政策端引导以及国家新闻出版署的游戏版号把关，也利于游戏作文内容板块的长期健康发展。

2022年预计中国手游市场达到3399.9亿元，同比增加10.2%，2022年拟上线游戏作品如心动公司的《火炬之光》，百奥家庭互动的《奥奇传说》《奥比岛：梦想国度》《Project24/36》，网易的《暗黑破坏神：不朽》，吉比特的slg自研项目以及放置类自研产品M66《家族物语》进展，三七互娱代理SLG《小小蚁国》及卡牌品类《最后的原始人》等，以及未上市优质游戏企业米哈游崩坏系列的《崩坏：星穹铁道》及散爆网络的《少前2：追放》。游戏板块的下一波热度可关注三维度，第一维度，产品端的创新及新品进展带动业绩弹性；第二，5G+云游戏的催化（例如元宇宙赛道中，游戏作为内容

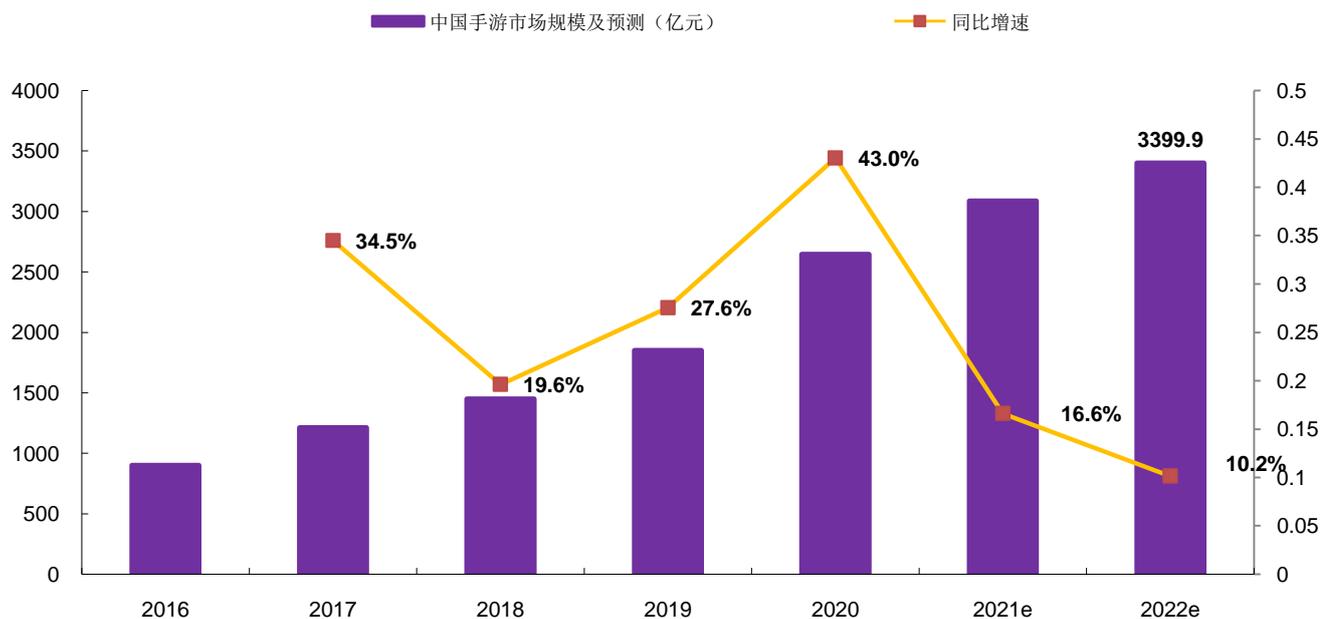
分支，也利于板块的估值修复)；第三，新势力的崛起与存量头部企业的产品再验证。

图表 43：2019-2021 国产游戏版号及同比增速



资料来源：国家新闻出版广电总局，华鑫证券研究

图表 44：2016-2022 年中国手游市场规模及预测、同比增速



资料来源：Analysys，华鑫证券研究

7、内容板块（电影+剧集+国漫）：从单品到矩阵再到 IP 产业链

- 2021前三季度电影剧集国漫产业链总营收在低基数下实现42%同比增长，但较2019年同期总营收下滑6%，尚未实现疫情前增长但头部剧集公司已率先实现从回暖到新增；2021前三季度其总归母利润实现20亿元（同比扭亏为盈，较2019年同期已实现新增）

内容板块中电影、剧集、漫画等细分业务是大部分传媒内容公司均会布局的业务，从单品到矩阵再到产业链的延伸。2021前三季度剧集电影国漫内容板块总营收142亿元（同比增加42%，较2019年下滑6%），电影剧集漫画内容板块营收尚未恢复到疫情前水平，主要由于后疫情中内容项目进展不及预期致供给不足；2020年疫情冲击下电影上线不及预期，且内容后端IP衍生品如玩具、乐园、潮玩等也受此波及，低基数下，2021年前三季度实现营收同比增速，但对比2019年同期，营收仍处于下滑态势，电影剧集漫画产业链整体营收尚未恢复到疫情前，2021年局部地区散点疫情的出现也带来内容项目进展波动。

分类看，头部剧集内容公司营收同比增加并实现疫情前的增长。华策影视2021前三季度营收29.7亿元（同比增加57%，较2019年同期增加127%），华策影视作为剧集头部企业，已实现疫情前增长。2021年华策影视推出的精品剧集《周生如故》《一生一世》古今联动模式也成为爱奇艺等平台的热播剧，华策影视在后疫情下营收的提升也得益于其电视剧和电影双线协同发展规模化与精品战略，后续也可关注其贺岁档的电影“反贪

风暴系列”第五部《反贪风暴5》；同时，内容企业逐步开启“新内容+新消费”产业与新圈层用户共振，从上游的内容IP到后端的玩具潮玩再，从产品矩阵到产业链，无形的内容供给与有形的潮玩供给，更利于IP的商业化链条延伸后带来的稳定收益。

2022伴随疫情有效控制，内容项目的逐步增多叠加后端潮玩变现有望成为内容商业化的新增量。

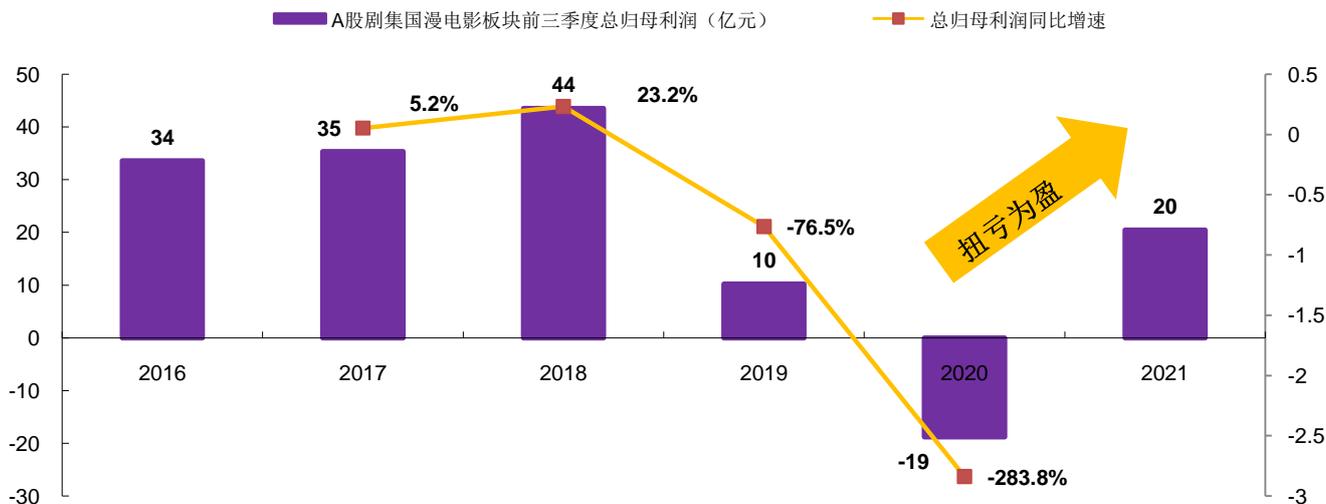
图表 45：2016-2021 前三季度电影剧集漫画产业链总营收及同比增速



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

利润端，2021年前三季度电影剧集漫画板块总归母利润为20亿元（扭亏为盈），2018年前三季度总归母利润为44亿元（得益于光线传媒的22.85亿元归母利润拉动），2020年前三季度总归母利润亏损19亿元，主要由于浙文影业亏损10亿元，回到2021年前三季度，得益于华谊兄弟、光线传媒、华策影视的归母利润贡献带来总板块归母利润实现20亿元。剧集电影漫画内容板块的利润受到商誉减值等影响，上文指出，商誉总规模已经不断下滑，内容板块的受到商誉减值的压力也再减弱。自上而下的政策指引到自下而上的行业洗牌，2022年内容板块格局有望重塑，但总体看，从项目储备都精品化战略驱动下，头部品牌内容企业占优。

图表 46: 2016-2021 前三电影剧集漫画产业链总营收及同比增速



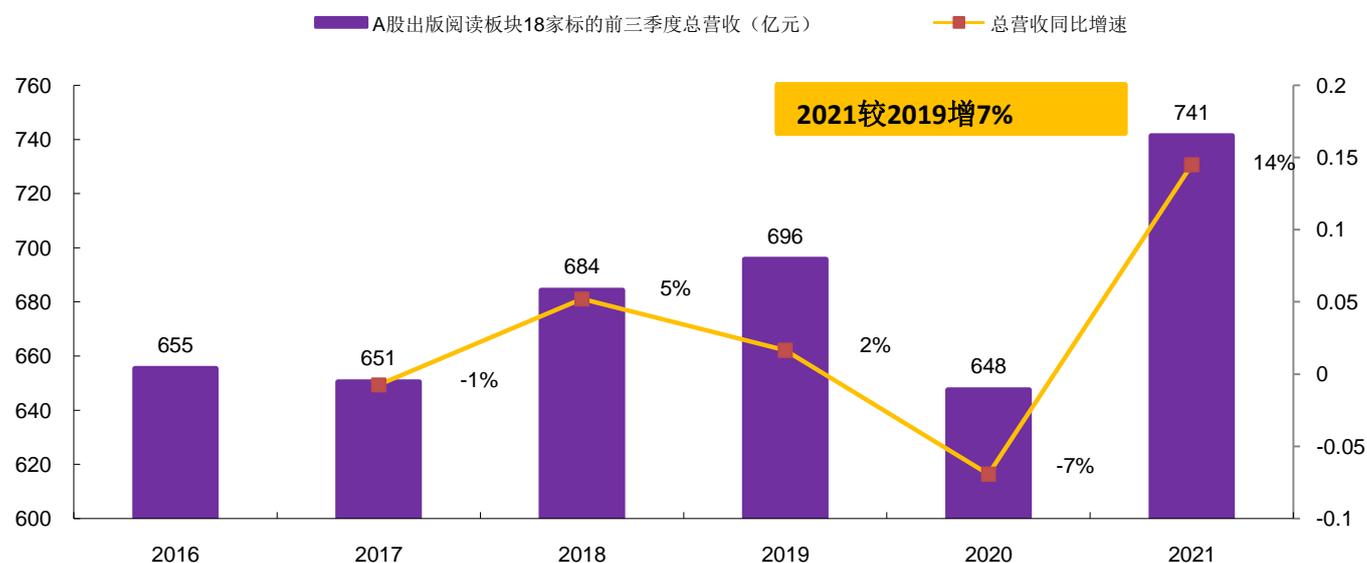
资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

8、内容板块（阅读）：2021Q3 增速放缓大众阅读寻新增量

阅读板块总体看，大众与数字阅读从差异到共荣，行业端，中国图书零售市场规模2020年970.8亿元（同比下滑5%）2021上半年增11.45%呈回暖态势，但2021第三季度增速放缓致2021前三季度总图书零售市场增速为3%；数字阅读市场规模2022年有望达454亿元，从付费到免费再到IP打造有望助推中国IP改编市场规模2024年达5867亿元；大众阅读主要公司有中信出版、新经典、读客文化、果麦文化、磨铁集团等；数字阅读主要公司有阅文集团、掌阅科技等，在书号、流量等背景下行业格局分化，新晋互联网企业如字节跳动、快手不断加码阅读板块带来新增量。2020-2021年受外部疫情以及其他媒介冲击带来的阶段性波动已预期，2022年看，图书零售千亿规模叠加IP改编市场的5867亿元有望打开图书产业链商业价值天花板。

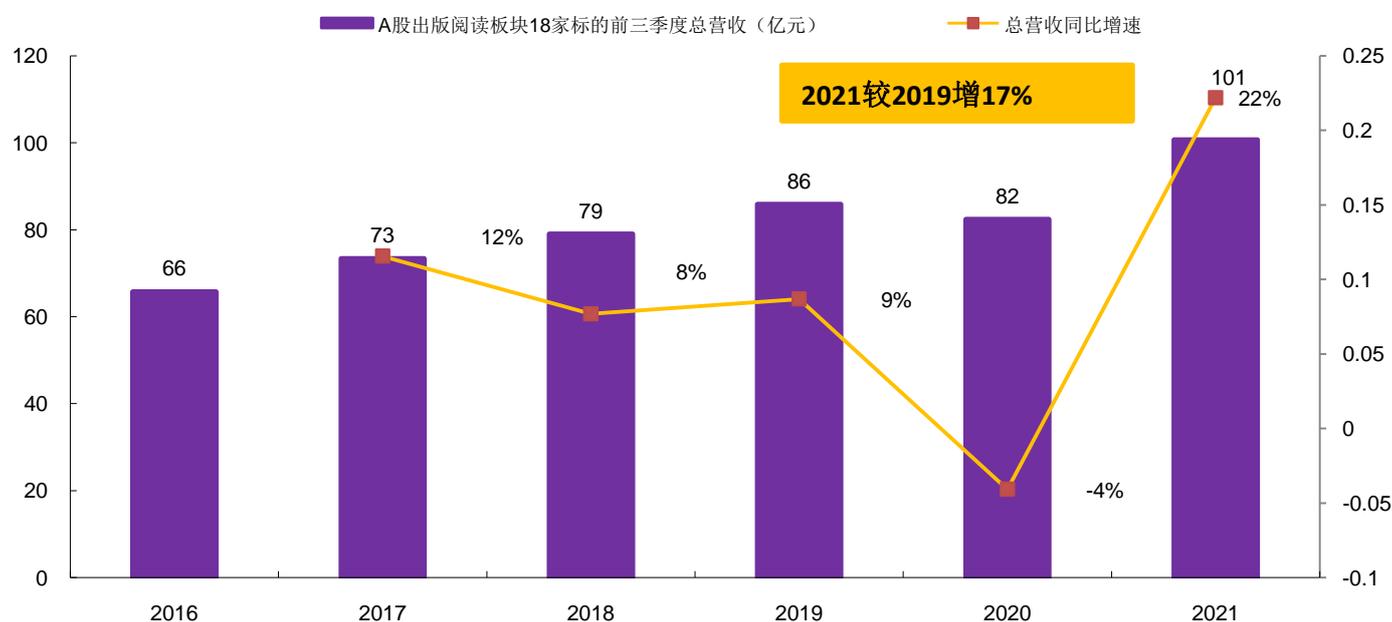
2021前三季度A股18家阅读出版标的总营收达741亿元（同比增加14%，较2019年同期增加7%；利润端，总归母利润达101亿元（同比增加22%，较2019年同期增加17%）。企业端营收利润从回暖到恢复疫情前的增长。阅读出版主要分为教育类与大众类，A股教育类上市企业较多，主营为教辅教材（如各个地方出版企业中南传媒、南方传媒、城市传媒等），2017年伴随新经济的上市，拉开大众阅读板块的热度，随后中信出版、读客文化、果麦文化陆续上市，大众阅读板块欣欣向荣。大众阅读相较于教育类出版，主要在于其商业化变现的弹性占优，如后端改编等。由于2020-2021年疫情波动影响，刚需教辅教材和主题出版类表现强劲，进而我们也看到凤凰传媒、山东出版、中南传媒、南方传媒、长江传媒、中原传媒营收实现同比增长且较2019年同期均实现恢复性新增。2022年展望看，大众阅读中中信出版、新经典等为代表，在相对低基数下，其同比增速可期。

图表 47：2016-2021 前三季度 A 股出版阅读 18 家标的前三季度总营收及增速



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 48：2016-2021 前三季度 A 股 18 家阅读出版标的总归母净利润及同比增速



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

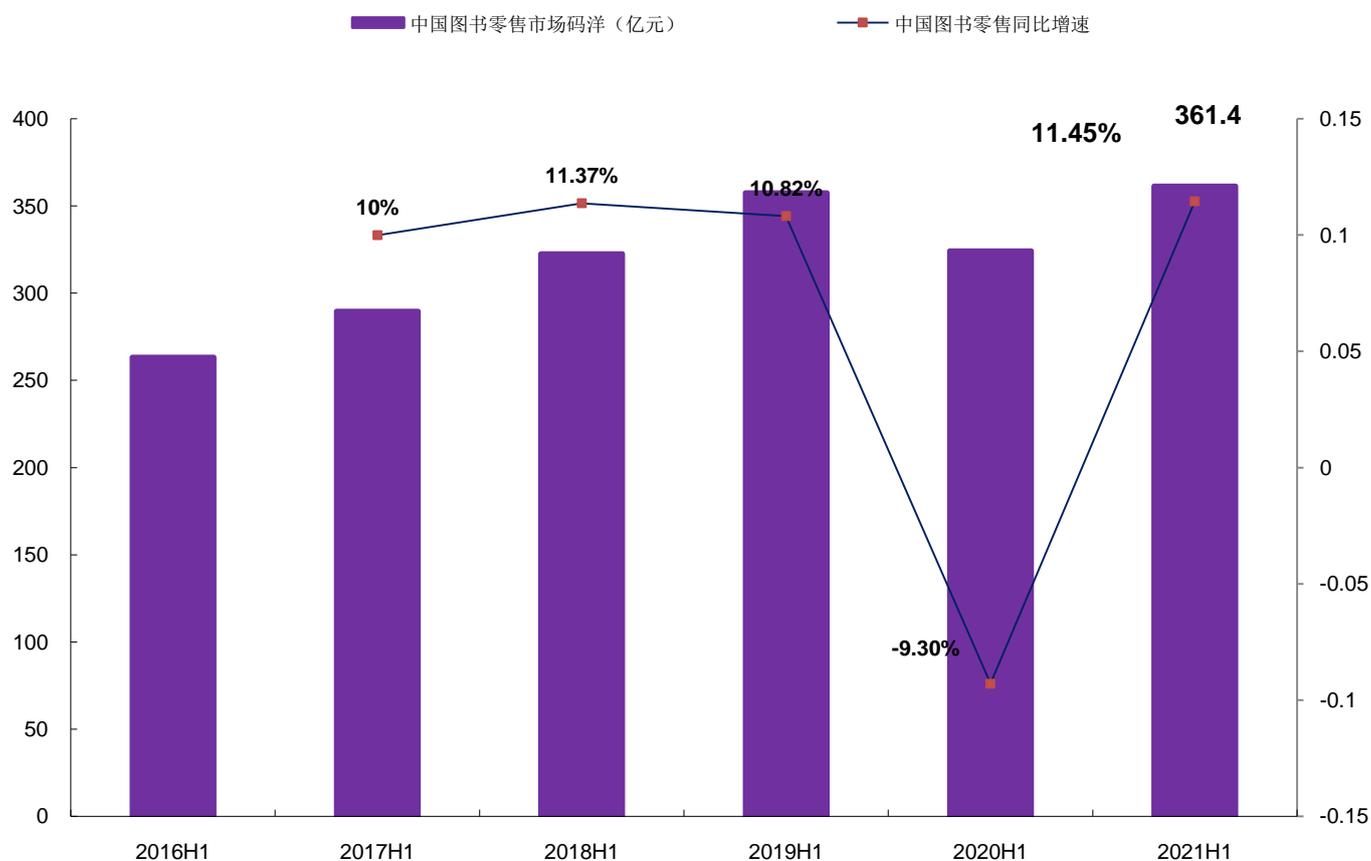
8.1、阅读行业：2021 前三季度图书零售市场同比增 3% 增速放缓 2022 看主业回暖

从市场规模看，据开卷显示2021年上半年整体图书零售市场同比呈现出正增长，同比增长率为11.45%；2021年1-6月中国图书零售市场码洋规模达361.4亿元，动销品种177万余种。由于2020年上半年疫情影响，低基数下，2021年上半年中国图书零售码洋实现增长，同时，2021年上半年图书码洋较2019年同期增长1.09%。

整体市场的回暖到增长也与平均定价略有关系，2021年上半年中国图书零售整体市场的平均定价较2020年同期增加1.79%，除少儿读物与社会科学类，其它图书品类定价均上升，其中科学技术类增幅较大（同比增加13.3%），也与疫情的大背景略有关系。

2021前三季度中国整体图书零售市场同比增加2.99%（约3%），其中，网店渠道同比增加0.21%，实体店渠道同比增加13.52%，增幅和上半年相比均有所回落。2020年上半年疫情低基数下带来2021上半年两位数增速，但2020年下半年渠道逐步恢复，2021年下半年同比增速放缓，线上渠道在整体流量红利见顶后，其可转化的新消费者逐步减少。2021年第三季度中，一方面受国内多点散发疫情以及汛情等自然灾害影响，另一方面相较于上半年主题出版类图书销售势头有所下降，导致实体店渠道在7-9月各月均出现同比负增长，所以1-9月实体店渠道增幅也大幅放缓。同时，经过疫情的影响，大众获取知识以及休闲娱乐方式进一步发生转移，短视频等平台的快速发展，影响读者休闲时间的分配，读者对非刚需图书的需求减少，从而导致整体图书市场增长放缓。

图表 49：2016-2021 年半年度中国图书零售市场码洋及同比增速

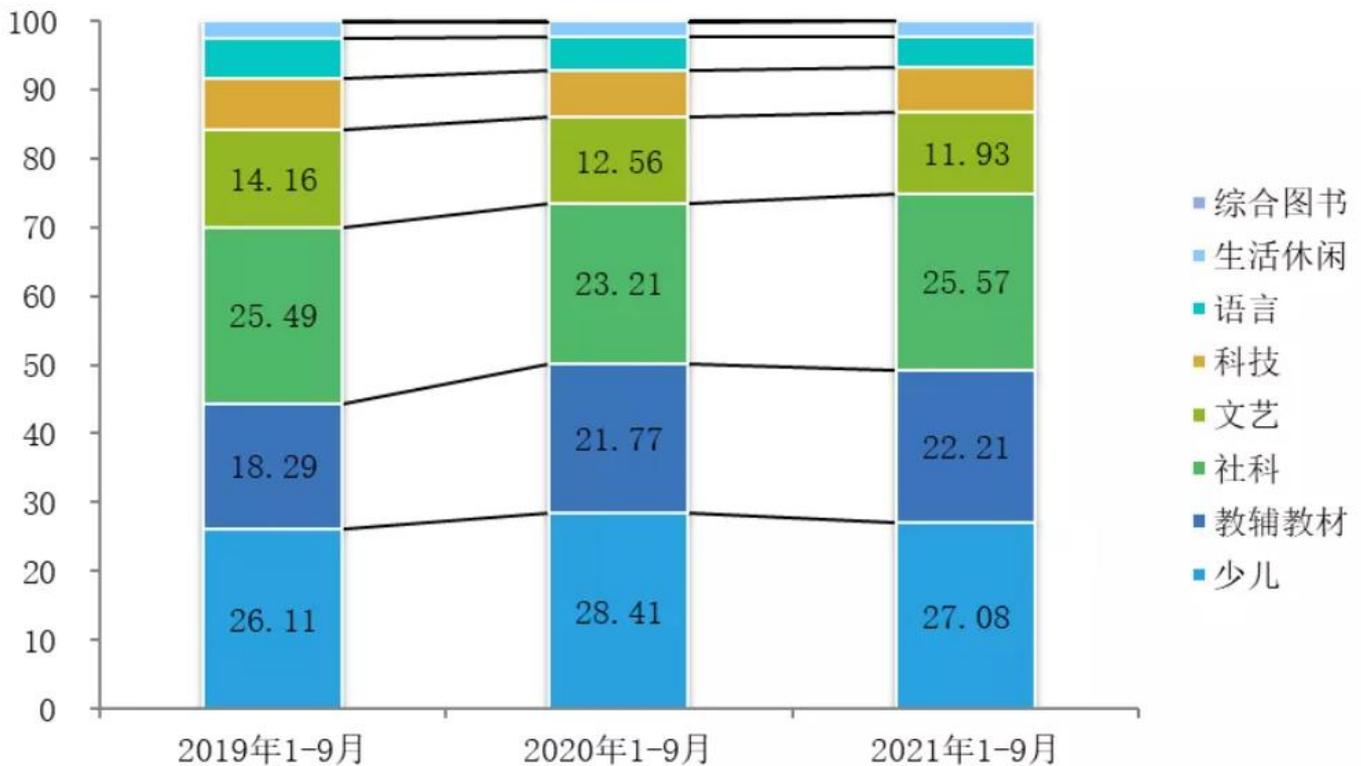


资料来源：开卷，华鑫证券研究

■ 2021 前三季度刚需主题出版表现强劲少儿类较2019同期占比略下滑复购仍看内容

2021年1-9月整体零售市场中，少儿类码洋占比为第一，但较2020年同期下降1.33个百分点，降幅较大；社科类码洋比重显著扩大，位居第二。主题出版依然是市场的重要带动力，社科类下属的马列、学术文化、法律类所占的码洋比重较去2020同期有所上升，其中马列和学术文化类分别增加1.93和1.17个百分点，主要源于主题出版图书的销售；教辅教材类位居第三，和2020同期相比，码洋比重增加0.44个百分点。语言、文艺以及科技版块较2020年同期同比下降，文艺类作为大众休闲阅读的主要门类，2020年受疫情影响下降较多，与2019年同期相比，文艺类整体的码洋比重处于低位，码洋比重较2019年同期减少2.23个百分点。

图表 50: 2019-2021 年前三季度图书零售市场中各类细分码洋比重构成



资料来源：开卷，华鑫证券研究

■ 网文纸书、漫画知识和经典图书依然是整个市场的主流热点

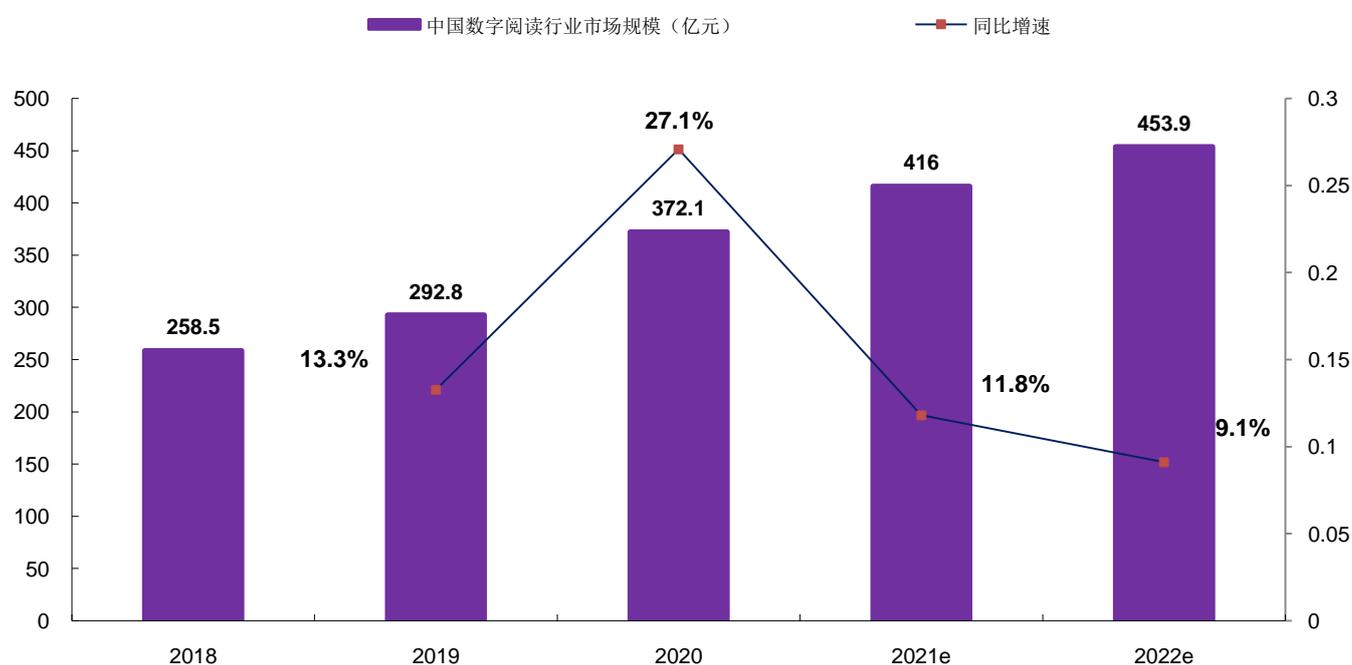
2021年1-9月，网文纸书、漫画知识和经典图书是整个市场的主流热点。虚构榜中，网文纸书上榜数量众多，共有32个品种进入TOP100，但榜单前列仍主要由经典图书和学生推荐读物占据，《三体》三部曲稳坐榜单前3位。虚构榜前100名中有7种今年上市新书，余华新作《文城》（新经典出品）进入前10名，张嘉佳新作《天堂旅行团》排在第12名，表现比较亮眼。受影视热播剧的带动《你是我的荣耀》《一生一世美人骨》等书也进到前100名之列。少儿榜的上榜图书以经典童书和系列畅销书为主，无今年上市新书，北猫的“米小圈”系列和“姜小牙”系列共有33个品种进入TOP100。2020年年底中信出版出品的少儿财商科普书《小狗钱钱》表现较好，排在榜单第11名。

我们可以看出，阅读的核心是优质内容驱动，疫情波动、涨价、折扣、书号等问题阶段性影响阅读企业业绩波动，但展望2022年，我们可以看到大众阅读为代表的中信出版、新经典均在积极探索，例如中信出版借助短视频来营销，新经典积极发力原创，从经典作家内容扩容到创新，例如bibi动物园微信公众号的内容后首次结集成书《忍不住想打扰你》获市场好评。阅读板块的业绩优势是现金流相对较好，其估值波动伴随新业务探索带来的潜在业绩预期，2022年，头部大众阅读企业，在2020-2021年压力测试后，2022年从主业修复、新业务探索后的增量均可期。

8.2、数字阅读：2022年数字阅读453.9亿元 IP改编市场4634亿元

在阅读赛道中，数字阅读也是不可分割的一份子。中国数字阅读市场规模不断增长，从2018年的258.5亿元增加至2020年的372亿元，中国数字阅读行业的商业化发展已逐步成熟，形成头部数字阅读企业为代表的规模化运营模式。大量优秀IP作品通过影视化获得观众的认可，不断开辟IP商业化也利于推动数字阅读行业规模的进一步扩大，预计IP改编市场有望从2022年的4634亿元增加至2024年的5867亿元，2019年至2024年IP总改编市场复合增速13.8%。

图表 51：2018-2022 年中国数字阅读行业市场规模及同比增速



资料来源：iimedia research, 华鑫证券研究

图表 52: 2015-2024 年中国 IP 改编娱乐时长规模及预测单位: 十亿元



资料来源: popmart 招股书, 华鑫证券研究

综上, 阅读产业链的商业化也得益于头部公司的加速入场, 从底层数字资产 (NFT 加持) 的保护到专业内容长线开发到后端整合行业内优质资产发力潮玩, 均起到较好推力。2020年疫情也间接推动了新晋互联网头部企业进入数字阅读市场, 例如2020年7月字节跳动投资网文平台塔读文学, 2020年11月字节跳动入股掌阅科技持股11%。头部互联网企业以及新晋公司均在加码阅读市场, 例如2021年7月快手联盟也发布助力阅读以及数字阅读的行业解决方案。

数字阅读公司阅文打造“三驾马车”运营IP放大商业化。如何打造真正优质、长久的IP, 如何让IP在多领域良性共生, 已成为业界待解决的问题。不是“一蹴而就”, 也不能“一红而过”, 数字阅读是IP孵化较好入口之一, 稳定持续的输出好故事, 孵化出好的IP, 辅以影视制作的工业化能力, 是利于构建起属于中国特色IP生态链及IP产业链。新晋互联网企业字节跳动与快手均在加码阅读, 腾讯系的阅文集团已建立较好的商业化路径, 先发优势尽显。

图表 53：中国网文中腾讯系及字节跳动系各自矩阵（快手拟新加入）

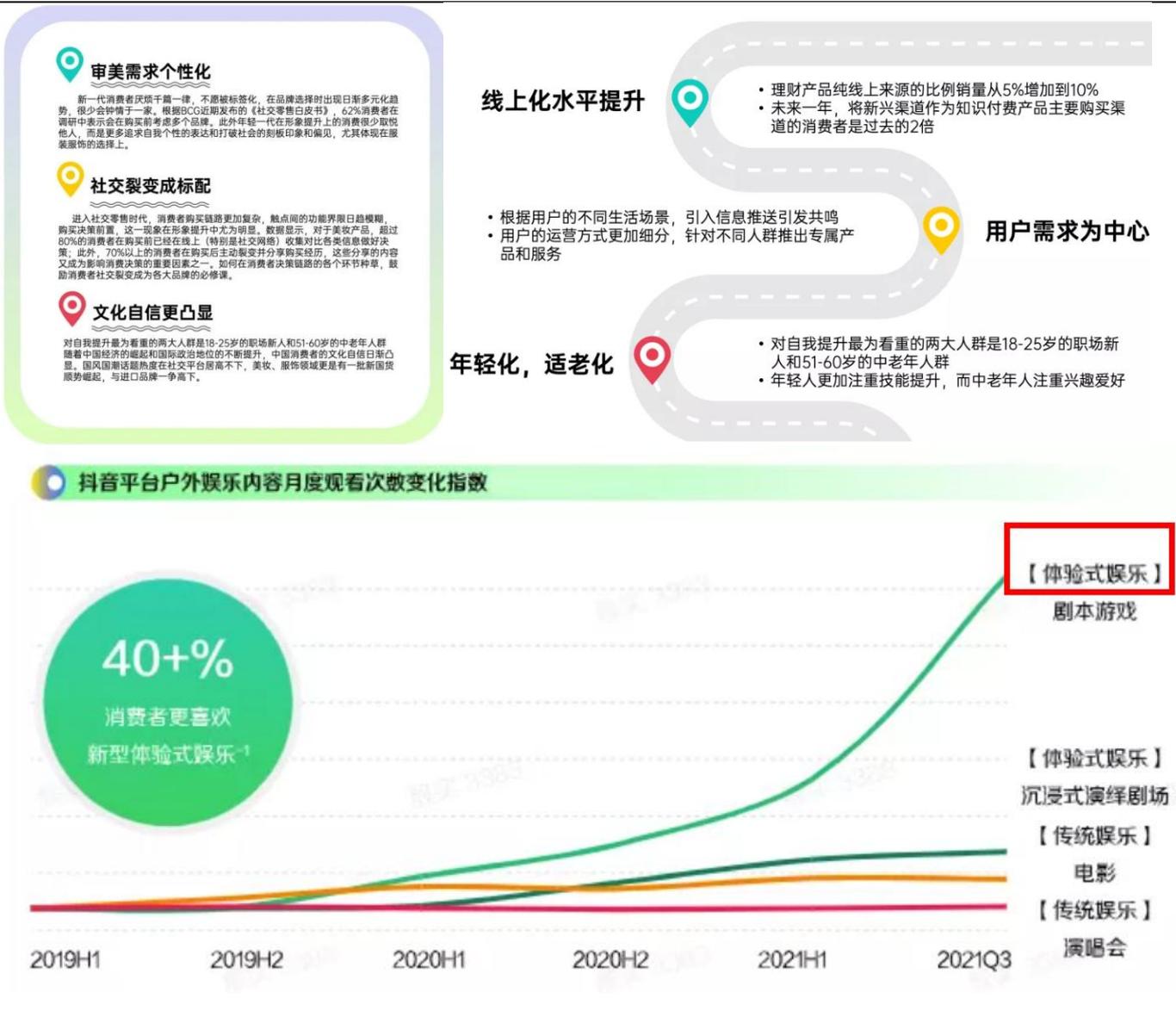


资料来源：阅文集团官方微博、番茄小说官网、掌阅科技公告，华鑫证券研究

9、传媒新消费是什么？从用户新需求到新供给

传媒作为可选消费板块，2021年我们看到其与产业链上下游的联系更加紧密，边界融合从相切到相融。2022年，我们提出“传媒新消费”，主要从用户端、企业端看其新秩序新发展带动的内容板块、音视频板块、元宇宙（全真互联网）板块、字节跳动产业链、内容电商板块、跨境电商板块、新营销板块、轻医美板块、潮玩板块、体验经济（沉浸体验、体育竞技）等板块。传媒内核是内容与媒介共振，媒介是以科技为驱动，而内容的发展是以经济与文化为基石，如国潮文化伴随经济发展不断加深，叠加新国货消费运动也在推动国潮文化的发展。

图表 54: 未来五年中国居民消费趋势(上)、体验式娱乐受欢迎(下)



资料来源: 巨量算数, 华鑫证券研究

传媒新消费的硬核背景, 一是中国文化为代表的东方美学崛起, 二是新国货品牌崛起后的数字化助推, 三是用户代际变迁。一个新模式的发展初期, 其商业模式并非既定设计与战略规划而来, 而是伴随商业化业态、外部环境、用户需求等多要素共振带来的商业模式的变迁, 也说明一个产业的核心竞争力在于迭代的能力。展望未来五年, “美好生活需要”替代“物质文化需要”有望成为中国人民的核心诉求之一, 人们对美好生活的诉求正在以“衣食住行”为代表的物质层面转移到对精神层面的追求。

从人群代际变迁中也可看出, 新一代中国消费者展现出不同侧面, 看重知识扩充与形象提升, 看重健康与家庭生活, 悦己悦心也成为新一代用户追求目标之一, 这一领域也横跨了美妆护肤、时尚服装、运动健身等多个细分领域, 中国消费者的基本需求已得到满足, 对形象提升的追求不再浮于表面, 而是追求体验, 同时热衷于展现文化自信和分享推荐自己的生活方式。新一代消费者厌倦千篇一律, 在品牌选择时体现出多元化的趋势, 例如国风国潮话题的热度依然不减。美妆和服饰领域, 一大批国产品牌正在崛起,

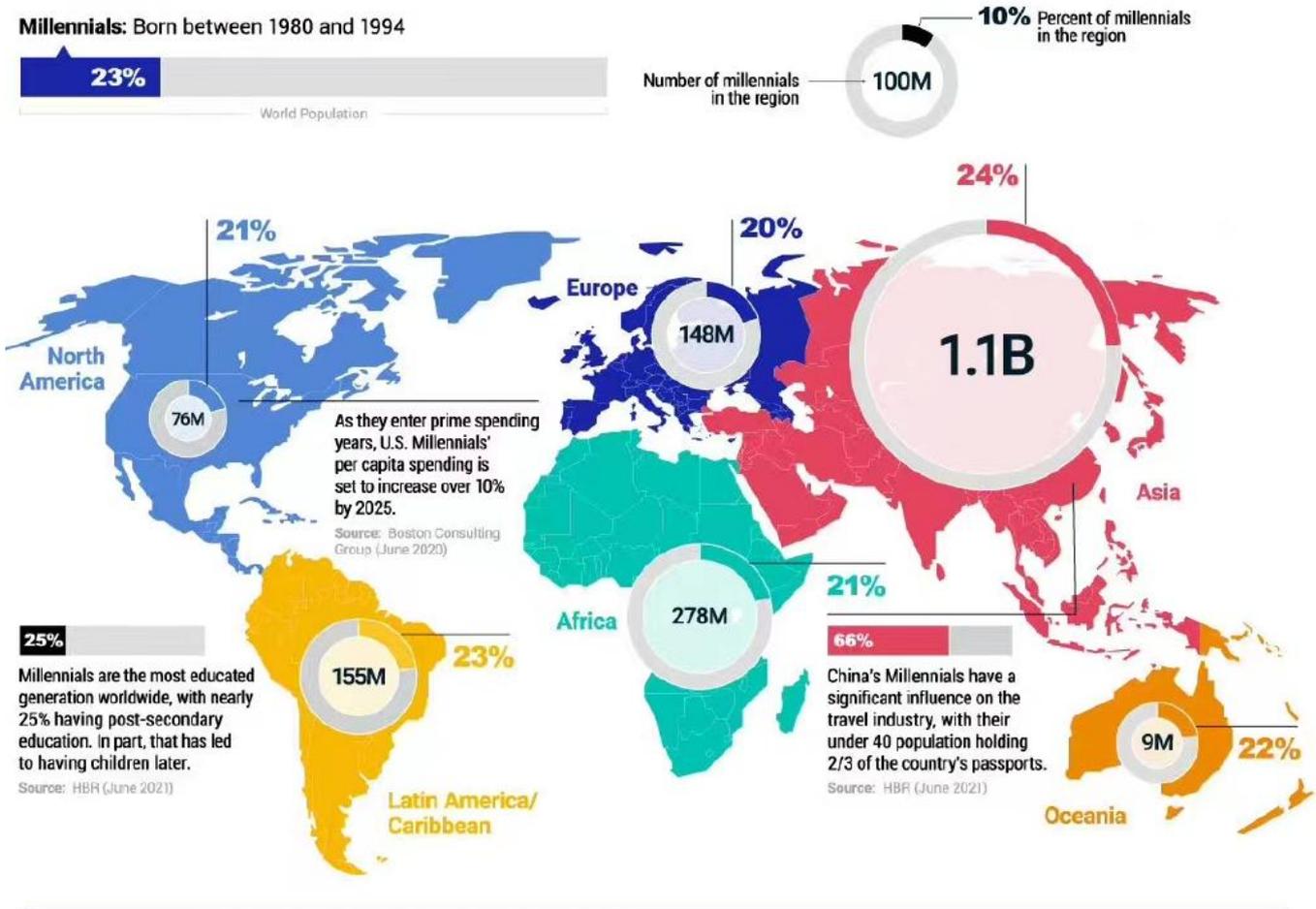
而在国潮崛起的过程中，社交舆论场中的裂变将成为各大品牌形象传播的重要方式。在科技驱动，精神文明下的内容升级带来的消费升级下，新代际用户的需求与之共振，我们提出传媒新消费，从用户端、企业端等维度看2022年的新秩序、新增量、再进化。

9.1、新需求之用户端：Z+世代 00后（潮玩汉服）

Z+世代从85后、90后、00后、10后各代际用户的新需求也成为企业端生产的背后需要研究的重点之一。企业的商品、服务从大而全到小而精，垂直细分的用户需求也可养出新秀企业。如果“三坑”（汉服、洛丽塔、JK）在2年前仍属小部分群体的小众爱好，尚未被主流消费市场关注，2021年我们看到更多的年轻用户更自信的将爱好带到日常通勤、社交、生活场景中；无性别穿搭的Bosie快速获得Z世代用户追随也为企业提供全新的观察视角。几年前的papi到近2年的李子柒，从元气森林到每日黑巧，从蜜雪冰城到The Colorist 调色师，从花西子到且初，从UBRA到蕉内，从三顿半到seesaw，从鲨鱼菲特到王小卤，从弹幕到vr，从剧本杀到元宇宙的讨论，从用户聚集的qq到微信，从腾讯视频、爱奇艺到优酷，从A站到B站，在到SOUL、小红书、得物等新晋社区、社交平台的加入，均凸显伴随渠道的快速变迁与新一代消费者的需求变化以及大数据应用，新供给更加快速响应，进而也带来传媒消费赛道研究的基石。

全球看，新一代用户聚集中亚洲占比冠军，也说明，下一波，从科技、内容、消费等维度看，亚洲也有望成为下一轮竞争的主战场之一。

图表 55: 2021 年全球 1980-1994 年出生的人口分布 (亚洲占比为冠军)



Demographics have a wide-reaching influence on economies, and as millennials attain greater wealth and education, their influence will have many second-order effects.

资料来源: MSCI, 华鑫证券研究

9.1.1、Z世代之潮玩 (2024年可达763亿元)

Z世代用户 (在1998年-2014年) 区间中, 中国Z世代用户达2.8亿人 (占总人口比例为18.1%), 这一代作为中国移动互联网的原住民, 其带来的需求与供给, 未来5-10年均值得跟踪研究。

图表 56: 2021 年中国 Z 世代用户



Z世代

Z世代，又称网生代、互联网世代，统指受到互联网、即时通讯、短讯、MP3、智能手机和平板电脑等科技产物影响很大的一代人。根据中国互联网发展和个人成长周期来看，我们将1998-2014年出生的人定义为Z世代

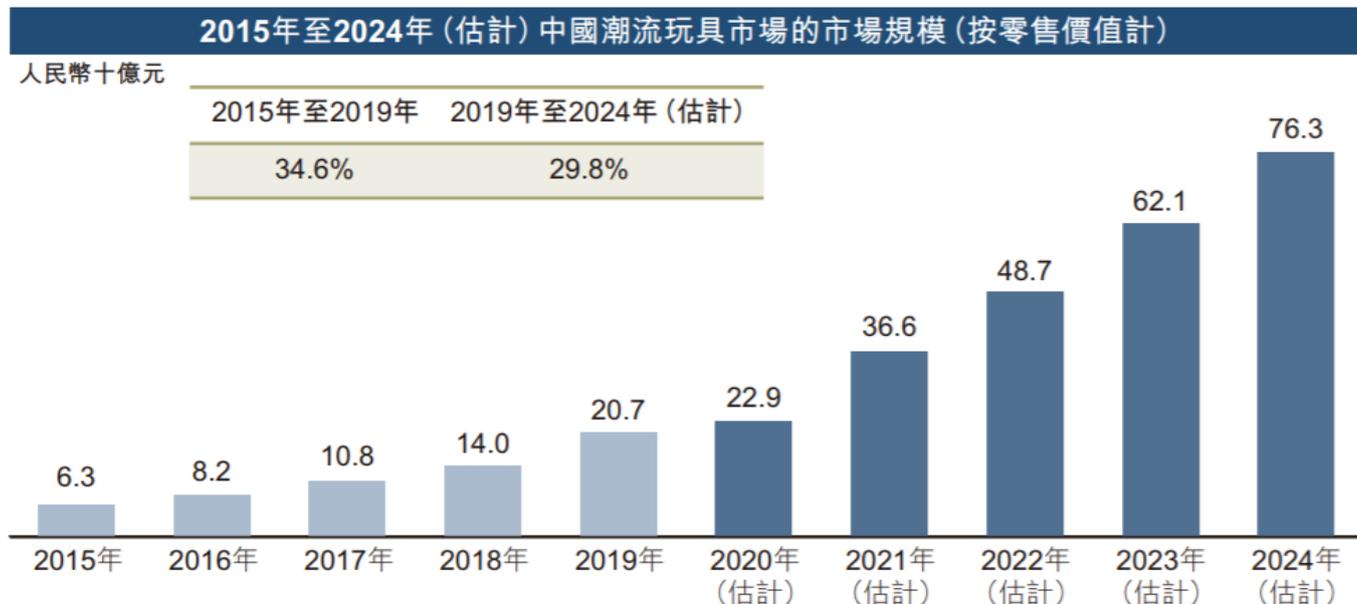
中国Z世代人群规模**2.8亿**，
占总人口的**18.1%**

资料来源：人民研究院、腾讯营销洞察、endata，华鑫证券研究

■ Z世代黄金用户群体的需求养出2022年潮玩市场的487亿元

伴随中国消费升级，以及Z世代黄金用户群体的需求养出了如泡泡玛特等公司，同时行业内具有IP储备的奥飞娱乐也在切入潮玩市场，有望带来新增量。中国潮流玩具零售市场的增长较快，由2015年的63亿元增加至2019年的207亿元，复合年增长率为34.6%，预期2024年将进一步增加至763亿元，复合年增长率为29.8%。除泡泡玛特之外，视频平台例如B站借助内容IP的热度积极开发周边衍生，延续IP的生命周期之外，也利于长尾的商业化，老牌IP公司奥飞娱乐借助已有IP运营以及玩具领域优势，切入潮玩赛道，外部头部IP合作与内部优质IP开发双轮驱动其潮玩赛道新发展。

图表 57: 2015-2024 年中国潮玩市场的市场规模



资料来源：Pop Mart 招股书，华鑫证券研究

9.2、新需求之用户端：女性用户（轻医美、国货美妆）

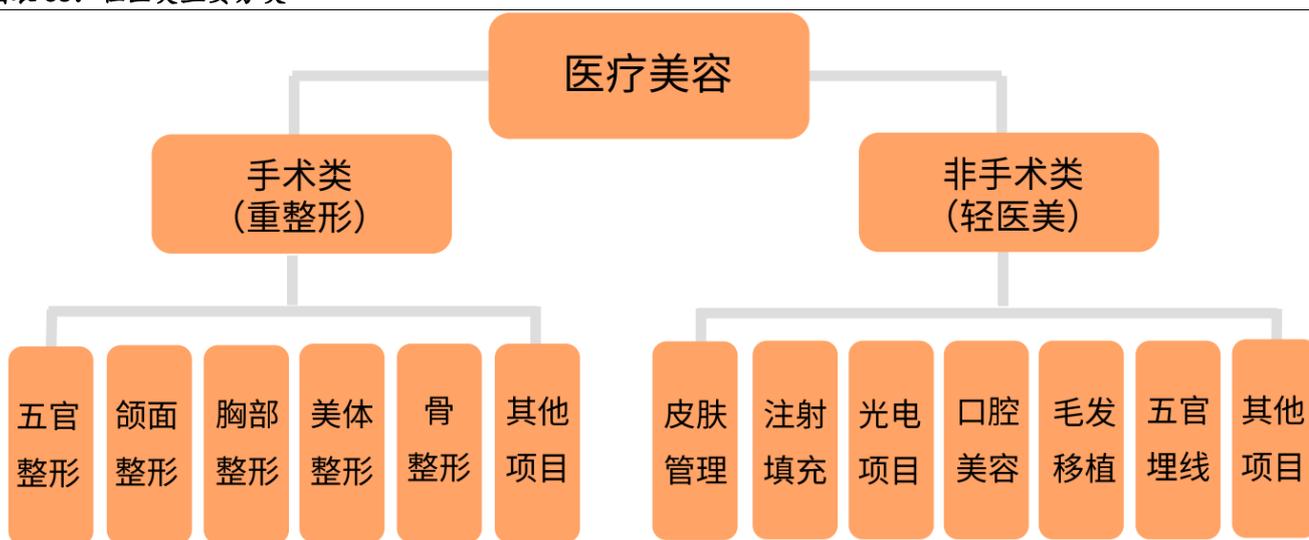
据前瞻研究及iresearch数据显示（如下图表62与图表64），预计2022年中国轻医美市场规模有望达到1666亿元（同比增加约16%），2026年有望突破3000亿元，未来五年，中国轻医美市场规模仍有望持续保持两位数增长态势，高复购率是驱动轻医美市场增长的重要因素，高复购也是迷人商业模式之一；2022年中国美妆市场规模有望达4969亿元（2021-2023年复合增速拟达14.2%）。

9.2.1、女性用户之轻医美：终身复购是迷人善业模式之一

女性的“她经济”具有举足轻重的地位也得益于女性的经济实力、社会地位的不断提升，进而助推了女性聚集地小红书估值的提升、轻医美赛道的快速发展。

轻医美概念来自于2014年欧美医疗美容领域，2015年逐步在中国普及，轻医美是介于手术整形与生活美容之间的专业医疗美容项目，指代通过无创或者微创医学疗法，用先进的产品、器械（如射频）、医学等手段满足求美用户诉求，与传统手术整形手术相比，轻医美意味更“轻”的实施方式与安全灵活手法来实现。

图表 58：轻医美主要分类



资料来源：iimedia research，华鑫证券研究

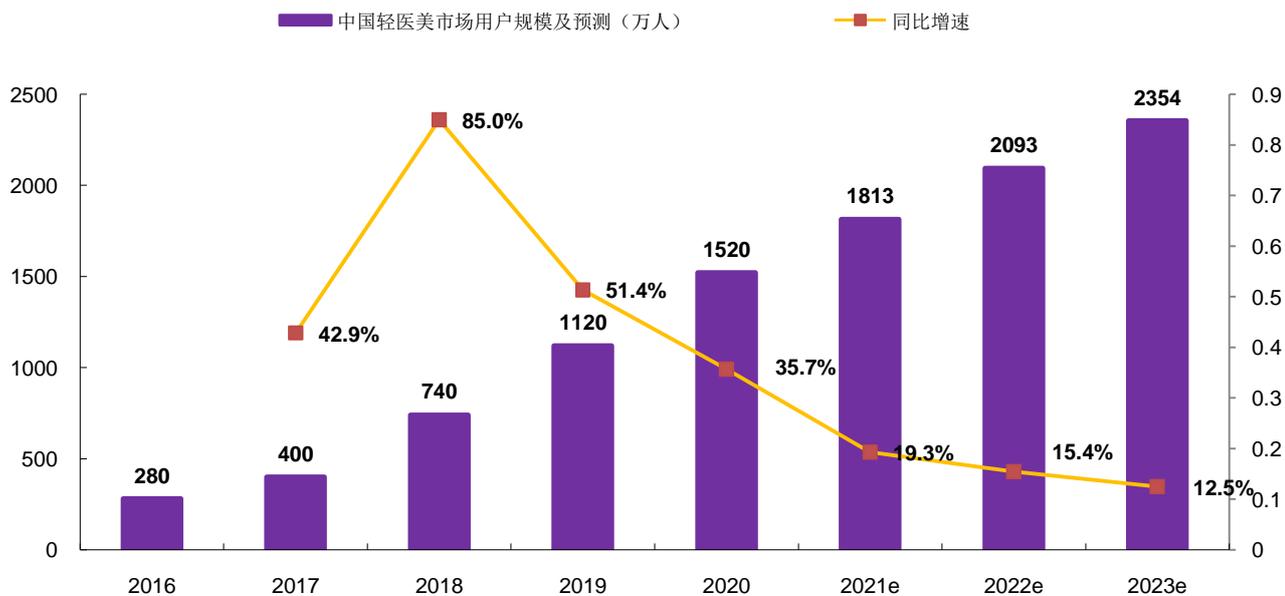
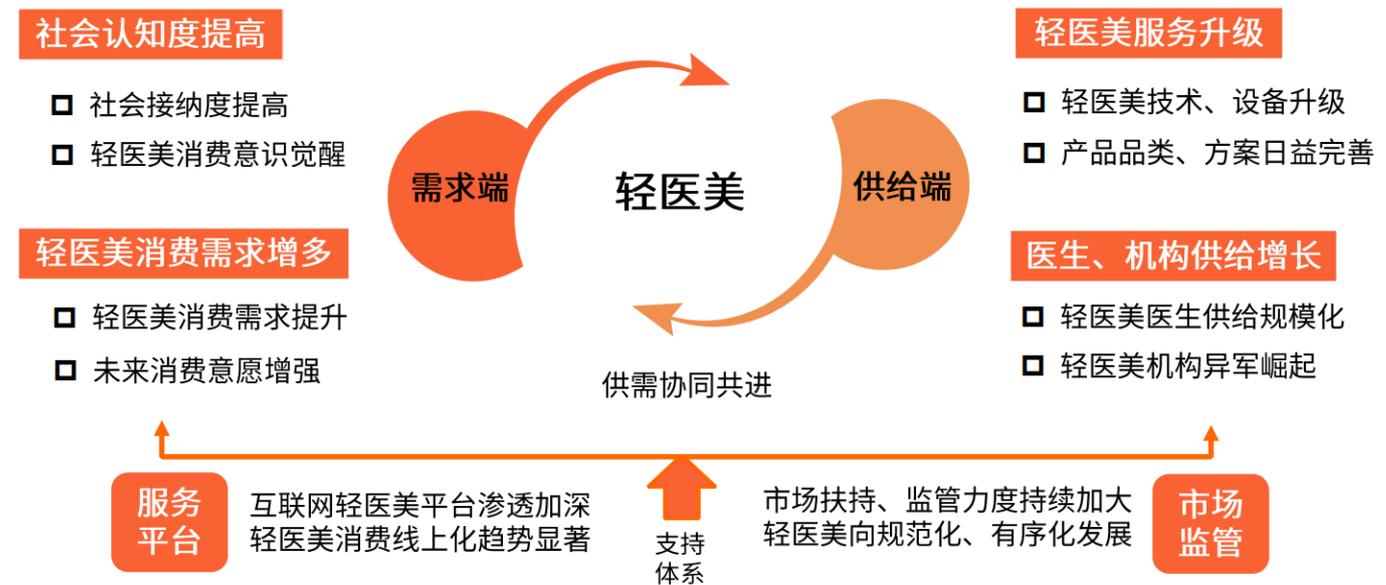
轻医美分类中，主要包括如皮肤管理、注射填充、光电项目、口腔美容、毛发移植等。从行业上下游来看，上游主要为药械生产商、药品生产商；中游主要为医美机构如公立医院、大型连锁机构及专业轻医美诊所；下游医美平台如垂直医美平台、综合医美平台等。

图表 59：轻医美产业链



资料来源：iimedia research, 华鑫证券研究

图表 60: 轻医美供给与需求趋势 (上)、中国轻医美市场用户增长趋势及同比增速 (下)



资料来源: iimeida research, 华鑫证券研究

■ 轻医美市场规模及核心上游原材料透明质酸 (玻尿酸)

得益于全社会对透明质酸功能及安全性的认知不断深入、监管政策的持续开放和市场需求的增长, 近年来透明质酸相关的下游产品应用快速增长, 带动透明质酸原料的需求。2018年, 全球透明质酸原料销量达到500吨, 2014-2018年复合增长率为22.8%, 预计未来五年将保持18.1%的年增长率, 预计2023年销量可增长至1150吨。伴随微生物发酵生产透明质酸逐步实现大规模产业化, 透明质酸在医药、生物医用材料、化妆品、食品等领域的应用得到极大普及和推广, 拓展了透明质酸的应用领域。其中, 医药级透明质酸原料销量在2018年仅占总销量的4.0%, 但其单位价格远高于其它级别, 是透

明质酸原料中附加值最高的产品。得益于对透明质酸认识的不断深入及各国对透明质酸食品监管政策的持续开放，食品级透明质酸原料销量在过去五年中快速增长，从2014年的82.0吨，增长至2018年的230.0吨，预计将继续以23.3%的复合增长率增长，在2023年达到654.3吨。医药级和化妆品级透明质酸原料，同样得益于相关市场需求的增加，在未来五年实现快速增长。

图表 61：2014-2023 年透明质酸市场中三大类规模市场规模单位（吨）



资料来源：华熙生物招股书，华鑫证券研究

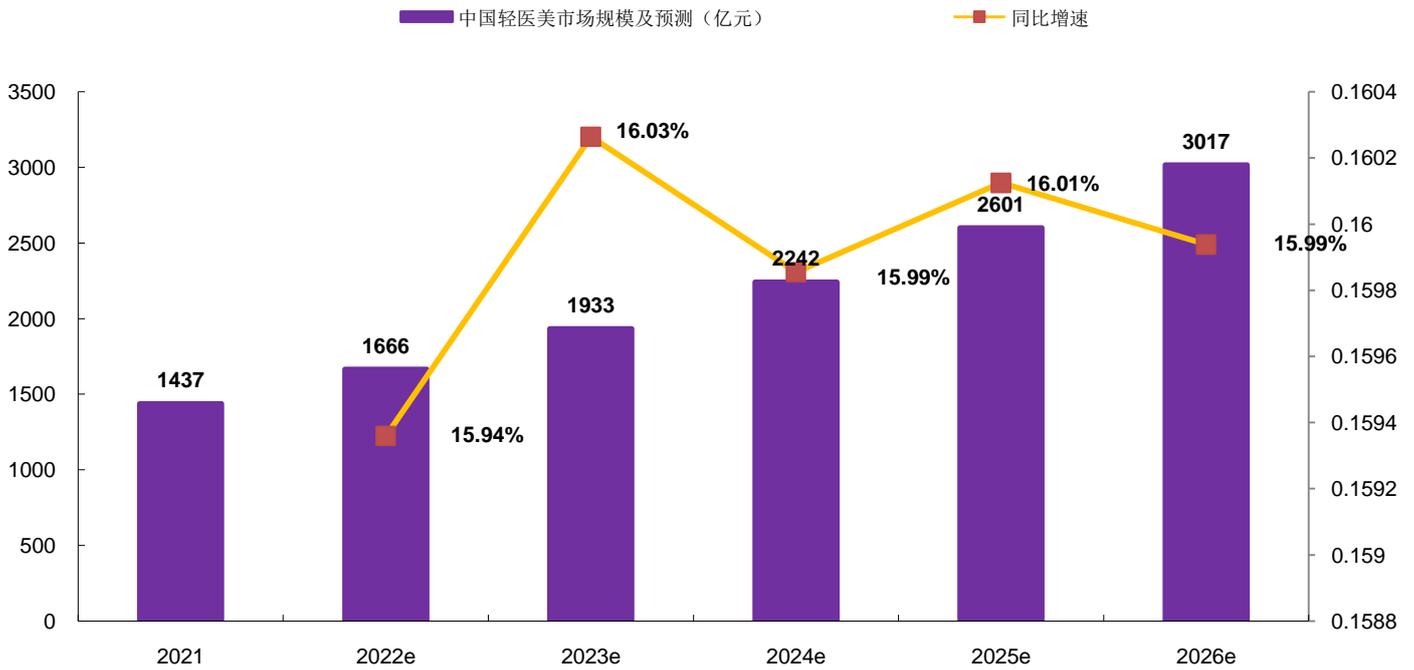
■ 企业代表：爱美客、华熙生物

爱美客与华熙生物为代表，华熙生物利用微生物发酵技术平台生产出的透明质酸等多种生物活性物质产品规格已达 200 余种，并销往美国、欧盟、韩国、日本、俄罗斯、中东等 40 余个国家和地区。作为研发与技术驱动型企业，华熙生物已经形成透明质酸及其他生物活性物质原料、医疗终端产品和功能性护肤品三大主营业务。爱美客公司依靠自有核心技术和研发力量，专注于软组织修复材料领域，其营业收入和毛利主要来自爱芙莱、宝尼达、嗨体等注射类透明质酸钠相关产品的销售，也是首家获得国家药监局批准用于面部软组织修复的注射用透明质酸钠医疗器械产品注册证书的国内企业。

■ 中国医美市场发展趋势：高复购+渗透率+规模优势

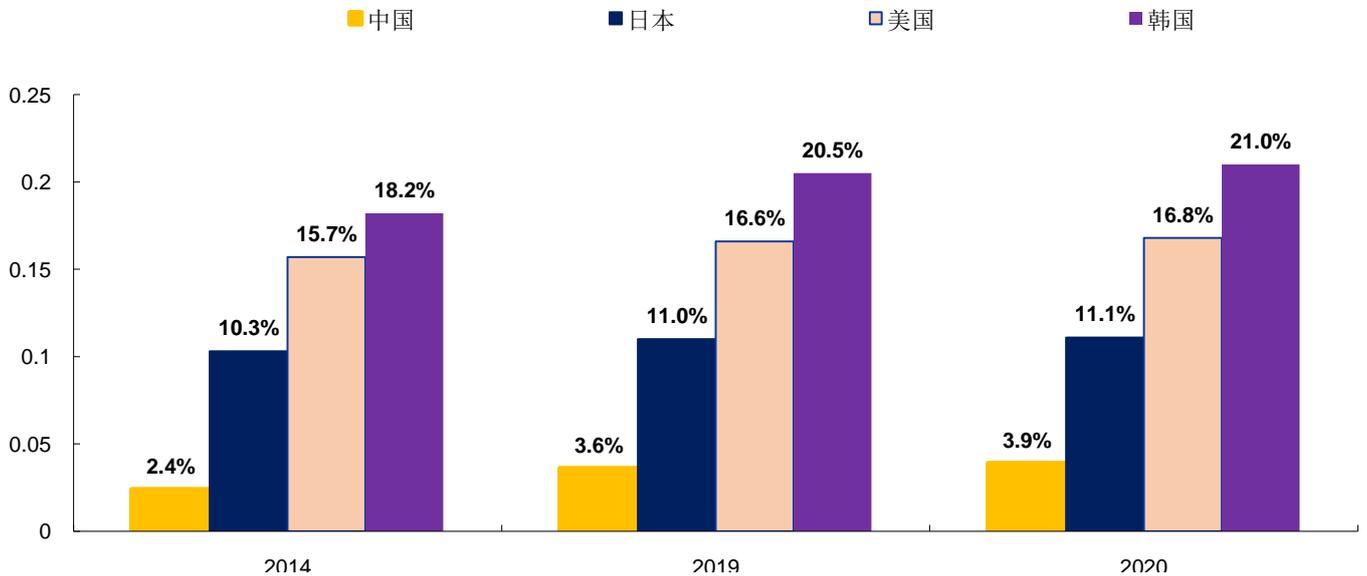
预计2022年中国轻医美市场规模有望达到1666亿元（同比增加约16%），2026年有望突破3000亿元，高复购率是驱动轻医美市场增长的重要因素，高复购也是迷人商业模式之一，未来五年，中国轻医美市场规模仍有望持续保持两位数增长态势。同时，中国医美市场渗透率偏低，轻医美有望成为主要增量市场。2014-2019年，我国医美市场渗透率由2.4%增加至3.6%。2020年，我国医美市场渗透率接近4%，日本、美国、韩国的医美市场渗透率分别为11.1%、16.8%和21%。

图表 62：2021-2026 年中国轻医美市场规模及预测、同比增速



资料来源：前瞻研究，华鑫证券研究

图表 63：2014、2019、2020 年中国、日本、韩国、美国医美市场渗透率



资料来源：前瞻研究，华鑫证券研究

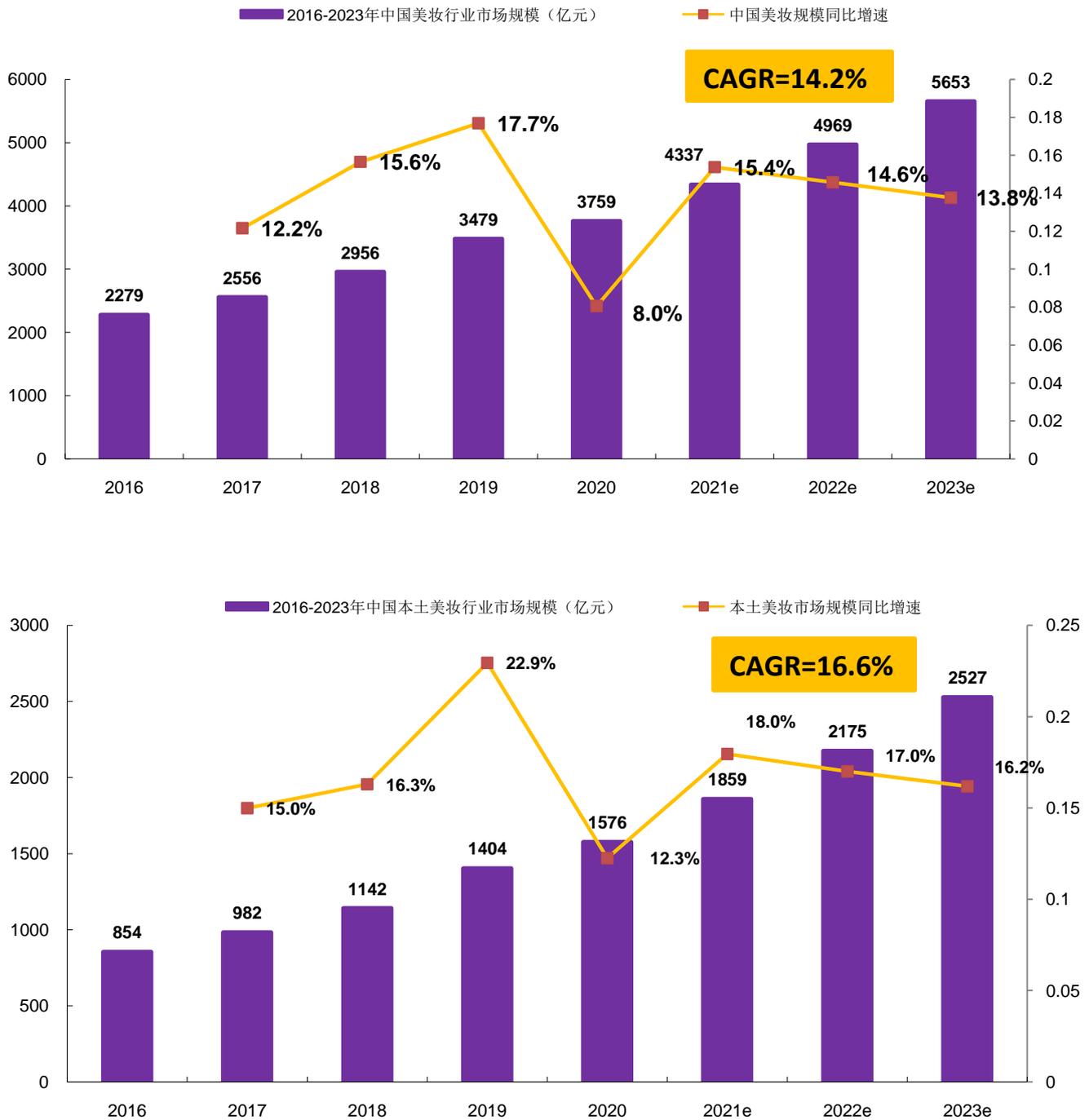
9.2.2、女性用户之国潮美妆：

在美妆消费理念逐步普及、核心消费人群不断扩大以及消费升级的驱动下，国内美妆市场规模持续扩大。2020年，中国美妆市场规模达3759亿元，预计2022年将达到4969

亿元（同比增加14.6%）。同时，中国美妆市场规模在社会消费品零售总额中的占比呈持续上升态势。随着美妆国货的逐渐崛起，年轻消费者对本土美妆产品质量的认可及民族文化自信心的增强，本土美妆市场规模持续增长。

2020年，中国本土美妆市场规模达1576亿元。在良好口碑的影响下，未来本土美妆的品牌效应将不断凸显，预计本土美妆市场规模增速将高于整体美妆。**2023年，中国本土美妆市场规模预计约2527亿元，2021-2023年复合增速预计将达16.6%。**

图表 64: 2016-2023 年中国美妆行业市场规模（上）、本土美妆市场规模（下）及同比增速



资料来源: iresearch, 华鑫证券研究

10、2022：新秩序、新增量、再进化

10.1、2022 新秩序：反垄断营造良好创新环境旧经济在洗牌新经济在建立

自上而下的政策修正，自下而上的破卷需求。内卷成为社会部分行业的共识后，如何“破内卷”也成为待解释之题。

文娱互联网板块中从反垄断到大数据杀熟的管理再到劣迹明星问题凸显后，旧经济逐步在洗牌，随后我们需要的新世界新秩序将如何建立？在《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标的建议》中明确提出到2035年建成文化强国。到2035年，我国将建成文化强国、教育强国、人才强国、体育强国、健康中国，国民素质和社会文明程度达到新高度，国家文化软实力显著增强。提升公共文化服务水平。如强调全面繁荣新闻出版、广播影视、文学艺术、哲学社会科学事业；

长期看，文化强国时间表下，为其践行的企业已渐显。同时，十四五规划文化产业发展规划中指出，鼓励文化企业及个人加强内容原创及产品研发，推出以互联网、移动端等为载体的数字文化产品，提供更多适应青年文化消费需求的文化产品，支持创作生产适合不同年龄段少年儿童身心发展的文化产品，打造一批具有代表性、竞争力的文化产品品牌。后端的文创、潮玩、手办市场均契合青年文化消费需求，进而推动了具有长生命周期的IP公司价值有望重估。

自下而上看企业。从内容与媒介，从用户到社区，我们看到媒介从电视到移动，从长视频到短视频，从娱乐到内容电商，内容端的质量不断提升，文化内核作品逐步丰富，国漫与游戏作品逐渐被市场认可，新生代用户聚集区的B站、soul带来垂直社区的逐步破圈，从内容到媒介再到新世代用户均在助力中国文化强国的实现，旧秩序在洗牌，新秩序在建立，也为下一场传媒新消费的繁荣在底部蓄力。

10.2、2022 新增量之元宇宙：从争议到思辨模糊的正确需时间验证

- 元宇宙出现背后的核心是企业端诉求，也是移动互联网发展饱和后的新思考与新探索。元宇宙的基本价值观是共创、共享、共治，未来10年元宇宙有望带来数千亿美元数字商业价值

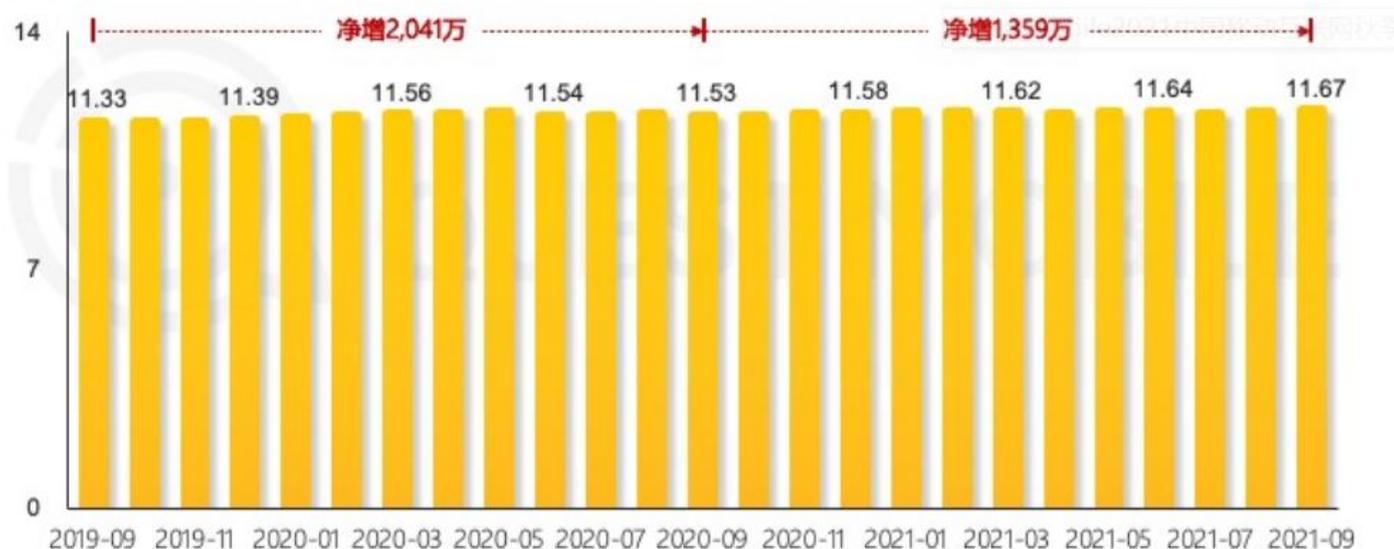
纵观中国移动互联网发展，月活用户规模在2021年9月已经达到11.67亿人（2020年9月-2021年9月新增移动互联网用户1359万人，已低于上一年的2041万人），移动互联网覆盖趋于饱和，用户增长有所放缓，从企业角度，BAT经过多年发展，用户规模已经饱和，如下图，2021年9月腾讯、阿里、百度旗下app个数分别为428个、111个、102个，占有百个app的头部互联网企业，也面临增长的瓶颈问题；其它新晋互联网企业快速发展，市场竞争愈加激烈，企业端寻找新增量也成为各自发展战略中的重点，企业端的诉求推动资源、人才的投入，进而也推动了行业的发展。元宇宙的到来，不是空穴来风，

不是自上而下的推动，而是企业端自下而上的需求。

图表 65：2019 年 9 月-2021 年 9 月中国移动互联网月活用户（上）、互联网企业流量 TOP10（下）

中国移动互联网 月活跃用户规模

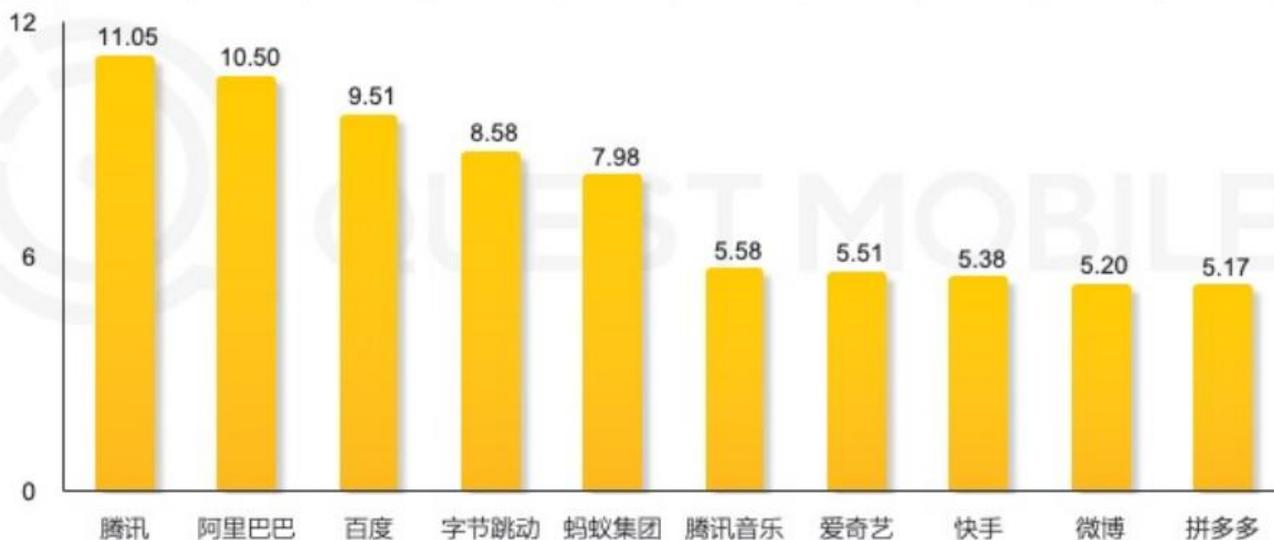
单位：亿



2021年9月 中国移动互联网企业流量TOP10

单位：亿

APP个数	428	111	102	97	3	30	20	16	10	3
同比增长率	1.1%	8.0%	10.3%	22.9%	5.3%	2.0%	0.7%	9.4%	11.1%	-0.6%



资料来源：QM，华鑫证券研究

■ 宇宙伴随移动互联网到全真互联网，是持续发生的过程，且会超越
 切开元宇宙，一层层审视，元宇宙+NFT、元宇宙+游戏、元宇宙+算力或引擎、元宇

请阅读最后一页重要免责声明

元宇宙+营销、元宇宙+社交或平台的逐步探索有望助力模糊的正确方向，未来10年元宇宙有望带来数千亿美元数字商业价值。元宇宙的世界，是身处世界各地的人可以高效沟通与协作，全面联网的智能设备将有效联动，产业链协作将变得更加透明和高效。我们为什么需要元宇宙？因为，在我国的“十四五”规划和2035年远景目标纲要中提及，将“加快数字化发展，建设数字中国”，元宇宙是移动互联网的继任者，也可能是数字经济发展的下一形态。元宇宙的探索将推动实体经济与数字经济深度融合，推动数字经济走向新的阶段。探索发展元宇宙，有助于推动我国经济社会进一步加快数字化升级，以科技创新催生新发展动能。

图表 66: 未来 10 年元宇宙市场规模



资料来源: Facebook Mark Zuckberg 官网, 华鑫证券研究

■ 企业端的布局与资本的投入，揭开元宇宙的大幕

2021年3月元宇宙第一股roblox上市，引起市场关注，随后Facebook指出将把Oculus作为元宇宙入口的关键，字节跳动投资Pico入局VR进一步推高元宇宙的关注度；2021年10月28日，Facebook在其connect峰会上宣布更名为“Meta Platform”（其创始人Zuck也在视频中演绎了元宇宙的社交方式，并指出Facebook更名为Meta是为了契合其

未来10年的发展战略，拟向Reality Labs 投资100 亿美元。

图表 67：2021 年三季度报 Facebook（Meta）拟向 Reality Labs 投资 100 亿美元



Operating our business is costly, and we expect our expenses to continue to increase in the future as we broaden our user base, as users increase the amount and types of content they consume and the data they share with us, for example with respect to video, as we develop and implement new products, as we market new and existing products and promote our brands, as we continue to expand our technical infrastructure, as we continue to invest in new and unproven technologies, and as we continue to hire additional employees and contractors to support our expanding operations, including our efforts to focus on privacy, safety, security, and content review. In addition, from time to time we are subject to settlements, judgments, fines, or other monetary penalties in connection with legal and regulatory developments that may be material to our business. We are also continuing to increase our investments in new platforms and technologies, including as we continue our efforts related to building the metaverse. Some of these investments, particularly our significant investments in virtual and augmented reality, have generated only limited revenue and reduced our operating margin and profitability, and we expect the adverse financial impact of such investments to continue for the foreseeable future. For example, we currently expect our investments in Facebook Reality Labs to reduce our 2021 overall operating profit by approximately \$10 billion, and expect our investments to increase in future periods. If our investments are not successful longer-term, our business and financial performance will be harmed.

Operating our business is costly, and we expect our expenses to continue to increase in the future as we broaden our user base, as users increase the amount and types of content they consume and the data they share with us, for example with respect to video, as we develop and implement new products, as we market new and existing products and promote our brands, as we continue to expand our technical infrastructure, as we continue to invest in new and unproven technologies, and as we continue to hire additional employees and contractors to support our expanding operations, including our efforts to focus on privacy, safety, security, and content review. In addition, from time to time we are subject to settlements, judgments, fines, or other monetary penalties in connection with legal and regulatory developments that may be material to our business. We are also continuing to increase our investments in new platforms and technologies, including as we continue our efforts related to building the metaverse. Some of these investments, particularly our significant investments in virtual and augmented reality, have generated only limited revenue and reduced our operating margin and profitability, and we expect the adverse financial impact of such investments to continue for the foreseeable future. For example, we currently expect our investments in Facebook Reality Labs to reduce our 2021 overall operating profit by approximately \$10 billion, and expect our investments to increase in future periods. If our investments are not successful longer-term, our business and financial performance will be harmed.

资料来源：wind、Facebook 财报、Facebook（Meta）官网，华鑫证券研究

■ 中国企业布局探索之外，元宇宙行业协会在建立

2021年11月11日，中国移动通信联合会元宇宙产业委员会举办揭牌仪式。中国移动通信联合会是中国移动通信领域一家全国性的社会团体，成员包括中国移动、中国联通等。而元宇宙产业委员会于10月15日获批成立，是国内首家获批的元宇宙行业协会，致力于推动元宇宙产业健康持续发展。元宇宙产业委员会提出，元宇宙是第三代互联网，也是全球创新竞争新高地。元宇宙作为前沿数字科技的集成体，应用到全社会的各类运行场景，实现数字经济高质量发展，将开启人类数字世界的全新空间。

元宇宙产业委宣布将11月11日设立为“元宇宙日”并发布《元宇宙产业宣言》，《宣言》提出，元宇宙是第三代互联网，也是全球创新竞争新高地。元宇宙作为前沿数字科技的集成体，应用到全社会的各类运行场景，实现数字经济高质量发展，将开启人类数字世界全新空间，并提出坚持以人为本共绘元宇宙数字生活美好画卷等六点元宇宙发展倡议，元宇宙产业委将重点在强化对元宇宙产业的研究、加快元宇宙产业技术创新与融合、推动元宇宙赋能实体产业发展、推广普及元宇宙新思维、加强行业协作与自律等五方面开展工作。

■ Meta: 未来10年, 希望元宇宙创造数千亿美元数字商业价值

Meta将聚焦创新者、商业化、下一代计算平台, 其中, 下一代计算平台即元宇宙, 致力于打造在线社交极致体验, 未来10年, 元宇宙有望惠及行业超10亿人, 带来数千亿美元数字商业价值, 建立元宇宙的基础平台是Meta长期发展之路。预计将在2022年一季度Facebook的股票代码将变更为“MVRB”。

图表 68: Facebook 更名 Meta Platform (上)、Meta 十年目标 (下)



use the Quest Store to find apps or reach customers. And we'll aim to offer developer and creator services with low fees in as many cases as possible so we can maximize the overall creative economy. We'll need to make sure we don't lose too much money along the way though.

Our hope is that within the next decade, the metaverse will reach a billion people, host hundreds of billions of dollars of digital commerce, and support jobs for millions of creators and developers.

WHO WE ARE 未来10年，元宇宙可触达10亿用户，带来数千亿数字商业价值，为百万创作者开发者提供工作岗位

资料来源: wind 资讯、Facebook Mark Zuckerberg 官网, 华鑫证券研究

10.2.1、布局元宇宙的企业概况: 元宇宙和数字经济的发展需要5G基础上的

“ABCD”

上游硬件：2030年全球VR（消费与企业级）市场规模预计达510亿美元；下游应用：2022年中国虚拟偶像核心产业规模120.8亿元，带动产业规模1866.1亿元

元宇宙从Roblox首次将其写入招股书后获资本市场关注，未来10年元宇宙被寄语数千亿美元市场规模下，企业端将如何借力赋能自身业务？共创、共享、共治是元宇宙的基本价值观，“元宇宙”的出现提供了未来社会的一种生态图景畅想，伴随硬件arvr以及5g的底层架构等发展，虚拟与现实融合趋势之下，元宇宙的出现也被视作是数字经济创新和产业链拓展的新疆域。

算力和数据是元宇宙和数字经济发展的基础，而元宇宙和数字经济的发展需要5G基础上的“ABCD”，其中A代表AI，B代表blockchain区块链，C代表Cloud与Content云与内容，D代表data数据；切开元宇宙，包含数字经济中的5G、人工智能、区块链、云计算、内容、大数据，也融合了对VR、AR、脑机接口、物联网等技术的前瞻布局。企业端从硬件、内容、结算、数字身份、算力、社交、平台等维度出发，结合自身主业加码每个环节，都在助力元宇宙的发展。

头部企业Facebook指出，未来10年云宇宙将有望带来数千亿美元商业价值，从硬件端看，VR（企业与消费级）预计将从2020年的50亿美元增加至2030年市场规模增长至510亿美元，进而我们看到头部企业均在积极布局硬件端如Facebook（Meta）收购Oculus，字节跳动购买Pico等；从消费电子角度、计算机应用领域，其带来的商业数字价值仍有望在目前基础上实现再升级，从传媒领域，如虚拟偶像作为应用分支之一，如图表70所示，**2021年中国虚拟偶像核心产业规模预计达62亿元，带动其相关产业规模1074.9亿元，2022年中国虚拟偶像核心市场及带动产业规模分别为120.8亿元、1866.1亿元（同比增速分别为94%、74%），**伴随虚拟偶像商业价值不断发掘，周边产业发展能力也愈加强劲，商业应用领域也会有望更加广泛

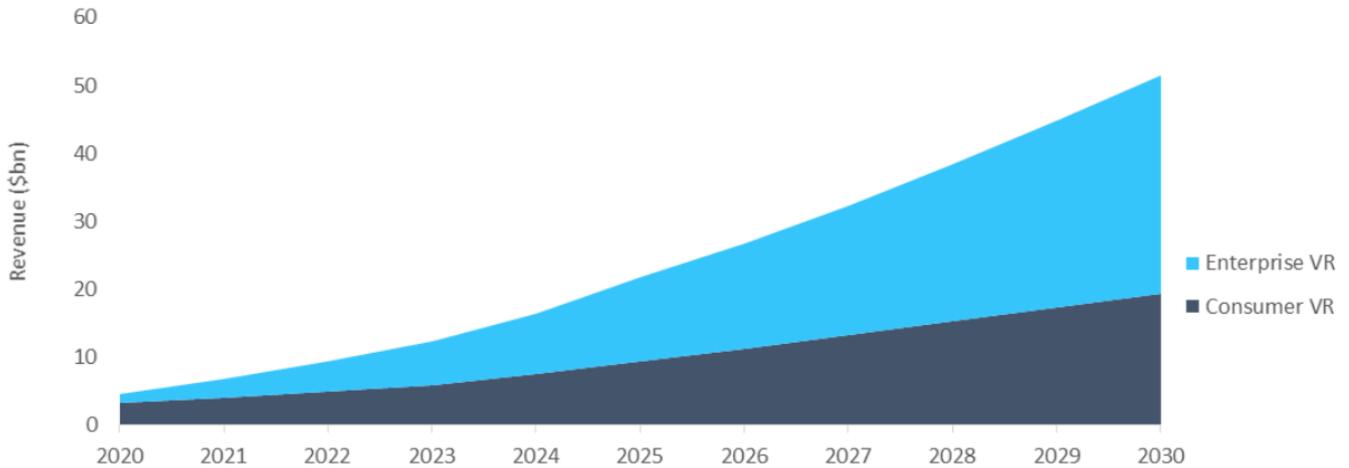
A股中蓝色光标（300035）在2021年11月30日指出将在未来重点打造虚拟人IP及虚拟空间，同时，也将与蓝色光标的企业客户洽谈高官虚拟人分身业务，在布局元宇宙赛道中，蓝色光标成立蓝色宇宙全资子公司，该公司也将作为专注探索元宇宙相关投资于运营业务主阵地，将整合蓝色光标已经具备的虚拟直播间、虚拟IP运营相关资源及团队，并与当红齐天等签署战略协作，加速布局XR体验以及行业应用拓展与商业化项目落地。蓝色光标也将在电商、文娱、品牌营销领域多年沉淀，叠加元宇宙探索，布局赛道的同时也在积极推动产业发展。

同时，**奥飞娱乐（002292）**旗下经典IP巴拉啦小魔仙角色开发的虚拟偶像“魔仙女团-小蓝”及“魔仙女团-严莉莉”目前已入驻B站。

图表 69：2020-2030 年全球 VR 收入规模及预期（上）VR 应用重点案例（下）



Global VR revenue by end user, 2020 to 2030



重点案例



快速VR原型

公司名称: Ford's Immersion Lab
技术: Oculus Rift 头显、动作捕捉相机, 具有VR显示功能的运动研究软件
用途: 评估未来的产品设计和功能
优点: 更快的设计过程, 对多种照明和环境条件的即时模拟



VR架构

公司名称: McCarthy Building Companies
技术: Oculus VR耳机、Xbox遥控器
用途: 在开发过程的早期获得客户反馈并避免代价高昂的架构错误
好处: 提升客户对项目的概念化理解从而提高满意度, 减少施工时间和成本



VR招聘

公司名称: British Army
技术: Oculus Rift 耳机、路虎揽胜
用途: 模拟实弹陆军预备役演习
好处: 接近逼真的军队活动体验, 帮助招募

样品制造商

Freefly Oculus
 Homido Samsung
 HTC Sony

内容创新

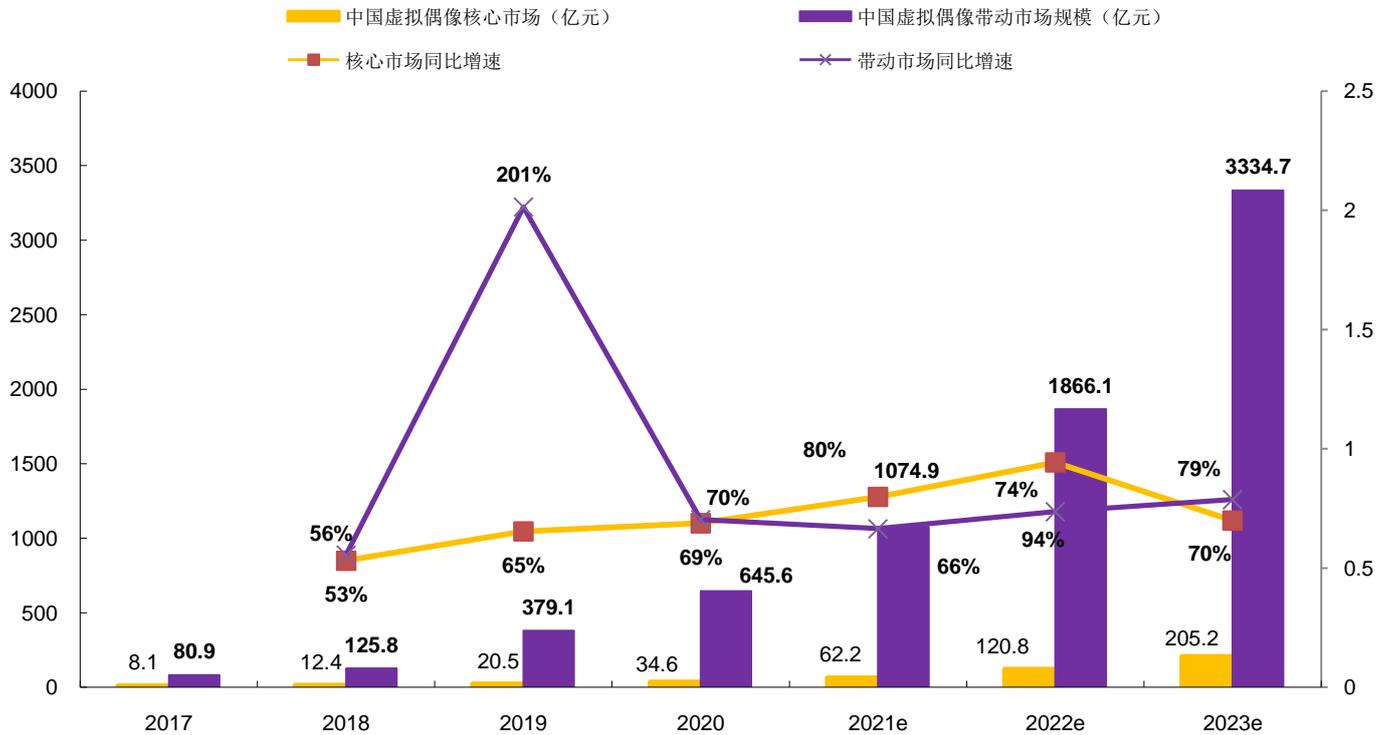
谷歌最近与 GoPro 合作打造 360 度拍摄设备, 有助于让 VR 内容创作更容易、更实惠

未来十年

- 允许在沉浸式环境中自然运动的全向跑步机
- 通过聚焦超声波、振动、气压、电脉冲和可穿戴设备产生触觉响应的触觉反馈

资料来源: GlobalData、frostchina, 华鑫证券研究

图表 70：2017-2023 年中国虚拟偶像核心市场和带动市场规模及预测、同比增速



资料来源：iimedia research, 华鑫证券研究

■ 字节跳动在元宇宙赛道的布局与试水

继在布局虚拟偶像女团A-Soul后，2021年4月，字节跳动已投资中国版Roblox（代码乾坤），作为发力物理引擎的探路人的代码乾坤成立于2017年，旗下拥有UGC创作平台《重启世界》，被称为“游戏界抖音”的《重启世界》主要包括物理引擎编辑器（PC）、游戏作品分享社区（App）两个部分，在元宇宙定义出现前代码乾坤已匍匐多年，基于元宇宙是人类数字世界的再一次拓展，代码乾坤在元宇宙的热度及字节跳动投资背景下被推至台前备受关注，但其价值也会远超娱乐，代码乾坤的物理引擎可扩展至解决物理世界中的空间、距离、地域、时间的限制，进而代码乾坤被誉为“软件行业的光刻机”。

手握虚拟偶像A-Soul，代码乾坤后，2021年8月，字节跳动收购VR硬件公司Pico，消费级VR产品已逐步在Quest上得以验证，设备、内容、体验的结合已逐步相对成熟，例如Pico定位于VR内容生态企业同时会持续扶持VR游戏CP（content provider内容供给方），Pico在获得字节跳动的融资后，将持续加强关键技术储备、内容生态构建以及C端市场的投入与推广，将持续完善自有内容平台Pico Store（拟在已有的70多款6DoF游戏基础上扩充至170多款）。

2021年9月，字节跳动在东南亚地区上线pixsoul，打造沉浸式虚拟社交平台，在元宇宙的特征中，虚拟形象（avatar）也是迈向元宇宙的要素之一，字节跳动的Pixsoul正是解决了用户在元宇宙的虚拟形象的问题。Pixsoul的亮点在于通过AI技术扫描复刻

出一个与本人大致相像的虚拟形象，在经过AI调教后，这个虚拟的形象将会比真实形象更加趋近于“自我完美”，同时，用户将头像替换成自己脸部的虚拟头像时，流露出的社交情感将更加的真实。从虚拟人到VR硬件再到虚拟社交平台，从投资VR数字孪生云服务提供商众趣科技之后到入股VR游戏开发商广州市梦途信息科技有限公司，均凸显字节跳动在元宇宙赛道的积极态度。

图表 71：字节跳动在元宇宙的探索（从虚拟偶像到硬件）

- 字节跳动产业链有望在5G应用中实现再增长，在内容+媒介的迭代中带来产业链共赢。
- 收购Pico：2021年8月字节跳动收购Pico，对标FB，解决拥有流量平台但缺乏社交网络、硬件平台



A-Soul



代码乾坤



Pico



PixSoul

资料来源：字节跳动官网、pico 官网、A-soul 官网，华鑫证券研究

10.2.2、布局元宇宙的企业概况：字节跳动的布局与试水方向

Metaverse 是否会成为传媒的下一个热潮？我们认为元宇宙需要时间、企业的探索、技术的投入、内容方的供给等多维度的共振。海外 Metaverse 赛道玩家大致上由四大势力构成：科技巨头、内容型公司、工具型公司、新型 UGC 创作平台，中国 Metaverse 赛道已吸引互联网头部企业腾讯、网易、字节跳动等跃跃欲试，内容型公司，新型 UGC 创作平台加速入局

元宇宙在2021年加速被认知的原因，为什么看到多方积极入局？元宇宙新思维在形成

我们认为，2021年加速推进元宇宙认知的原因，第一是2020年疫情后推动更多大众在网络使用的习惯养成；第二是技术的逐步成熟如硬件、网络是迈入元宇宙的重要前提条件；第三是移动互联网红利殆尽后企业也需要新战场新场景来实现跨越新增长。为什么多方提升对元宇宙的关注？从企业端看，寻找增长新动能；从用户端看，在可靠的经济系统中（例如NFT），叠加虚拟身份资产下开放的内容创作并获利；从企业端看，关注元宇宙（下一代全真互联网）的价值在于有望形成Medici效应（“美第奇效应”源于15世纪意大利美第奇家族及其在文艺复兴时期的创造活动，在不同领域、不同学科、不同文化的交汇点形成的新思想纪元，推动社会、文化的思考与进步），进而可形成元宇宙新思维的公式，是通过技术思维乘以金融思维再乘以社群思维再乘以产业思维，元宇宙的的思维是探索新世界的的关键思维

图表 72：企业、个人、社会角度为什么需要 Metaverse



资料来源：得到 app《美迪奇》图书截图，华鑫证券研究绘制

■ 元宇宙Metaverse是否局限于游戏行业？

目前看，元宇宙Metaverse将远超游戏的范畴，也不会是任何一家公司所主导和设计。Metaverse以区块链为核心内核的基建所搭建的孪生数字世界，将具有实时与真实的沉浸式体验、将具有社交属性。同时，通过提供更丰富的内容、更沉浸的体验、更自然的交互，使用户更容易进入更强大更持久同频心流状态。同时，元宇宙Metaverse也具有平台属性，可容纳大量的第二方、第三方内容。第二方内容是指，元宇宙可容纳各类影视、体育、演艺、服装乃至旅游景点等IP加入，带来无限的故事性和玩法丰富度，比如2021年10月31日“柳夜熙”横空出世，作为虚拟美妆达人仅发布2条视频获得千万播放量，也进一步将虚拟偶像推到幕前；奥飞娱乐旗下经典IP巴拉啦小魔仙角色开发的虚拟偶像“魔仙女团-小蓝”及“魔仙女团-严莉莉”目前已入驻B站；

蓝色光标布局的虚拟人直播间为营销加码，虚拟人与内容的结合也成为虚拟世界与现实世界的链接方式之一，也让真实与沉浸体验得到实践。第三方，鼓励玩家创作内容（UGC），每个玩家都可以创造独特的玩法、建造自己的世界，并充分地互联在一起。但实现元宇宙Metaverse的世界需要技术、内容的支持。

Metaverse给我们提供了一个模糊正确的未来方向，正在塑造一种强有力的社会共识。

图表 73: 抖音上出道的虚拟人柳夜熙 (元宇宙+营销领域应用)



资料来源: 柳夜熙视频号截图, 华鑫证券研究

10.3、2022新增量之NFT (元宇宙重要组件) 新纪元

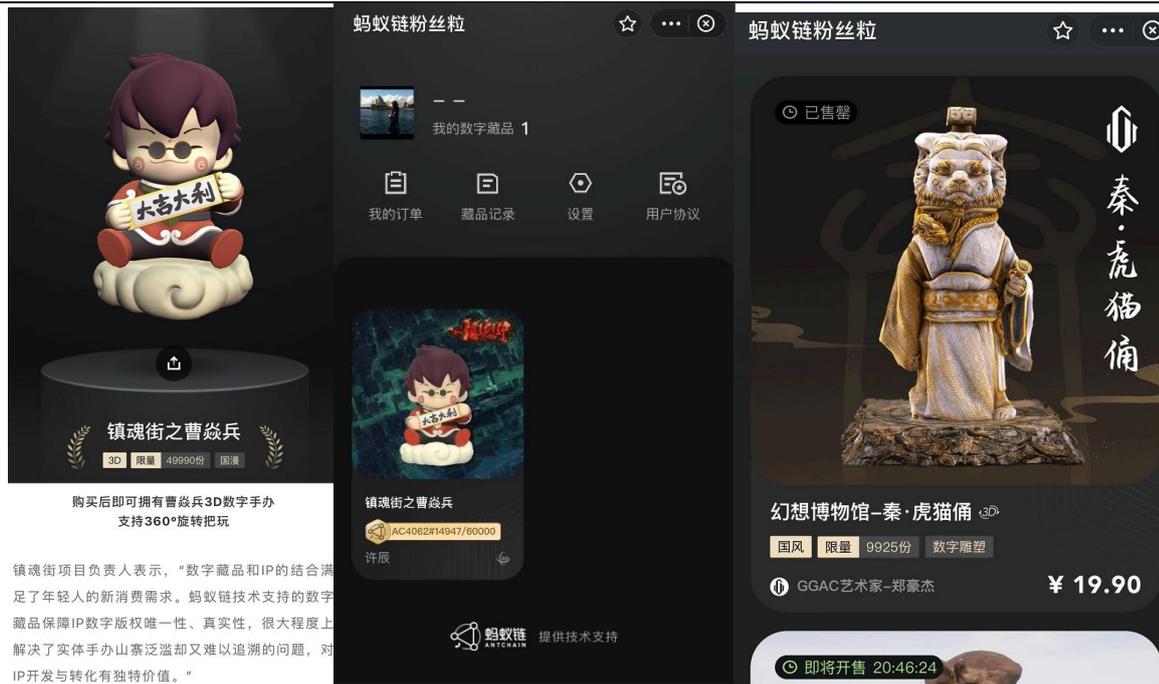
■ NFT会成为内容板块重要支点? NFT交易市场规模 (截至2021年12月5日年化NFT交易总值120.9亿美元)

2021年被称为NFT元年, 我们见证小众市场的快速增长, 也看到具技术优势、IP优势、资金优势、平台优势的团队与公司逐步入局。NFT进入二级市场关注视线主要来自视觉中国在2021年中报中指出NFT是帮助其原有的2B业务进入到2C业务的较好方式。利于其2C端的战略落地以及商业化变现, NFT的本质与视觉中国的业务密切相关, 帮助视觉中国更好的解决2C的商业化场景。

2021年9月, 我们在支付宝的蚂蚁链中购买镇魂街IP数字资产, 该数字藏品与IP结合后, 通过蚂蚁链技术支持使其IP数字版权具有真实性、确权性, 较大程度解决实体手办山寨及难以追溯的问题, 对创作者端, 其IP的开发与转化具有独特价值; 对用户端, 购买后具有明确资产所属权, 实现永久保存。

元宇宙赛道是五至十年的展望, 但, 我们可先研究NFT, 因为NFT是元宇宙经济系统中的重要工具之一, 也是元宇宙中记录拥有与记录交易过程中的重要工具之一。

图表 74: 有妖气旗下 IP 数字资产收藏 (左边、中)、蚂蚁链上的艺术品秦虎猫俑 (右)



资料来源：支付宝蚂蚁链截图，华鑫证券研究

10.3.1、NFT是什么？

NFT全名Non-Fungible Token，指的是非同质化代币，也是区块链里各种币的一种，NFT依靠区块链进行交易（通过使用区块链去中心化技术，将一个已存在的事物数字化存放并记录在区块链账本上），NFT的特点在于其唯一性，不可分割、非同质化，资产可绑定NFT，进而让众多物品成为数字化的替身，进而成为数字资产。

海外的NFT发展相对较早，进而，NFT的发展大约可分为四个阶段，从概念到实验，从回归建设到发展热潮，以上的对NFT发展的阶段讨论也主要是基于海外的NFT发展路径而言。

中国的NFT发展领域主要集中在数字版权保护领域，NFT的发展与应用，也有利于推动中国数字内容产业正版化进程以及数字内容版权保护的升级。中国的头部互联网企业逐步在2021年入场应用，由于政策的监管不同，中国NFT的探索发展略晚于海外，中国NFT探索的头部企业主要为阿里的蚂蚁链（登陆支付宝搜索蚂蚁链，即可在蚂蚁链粉丝中看到“藏品大厅”以及“我的收藏”；腾讯旗下推出幻核app，头部大厂基于联盟链开启数字资产直销商业模式，同时，我们也看到2021年10月31日，《数字文创行业自律公约》发布，牵头发布方为国家版权交易中心联盟，中国美术学院、湖南省博物馆、央视动漫集团、蚂蚁集团等参与制定，作为国内首个面向数字文创领域的行业公约，共包括11项共识，分别为：赋能实体经济、弘扬民族文化、促进行业发展、坚持原创正版、联盟链技术可控、维护网络信息安全、杜绝虚拟货币、防范投机炒作和金融化风险、防范洗钱等。旨在强化行业自律，共建良性的数字文创行业发展生态，助力我国文创产业发展。

图表 75：1993 年-至今 NFT 的历史与发展进程



资料来源：chainnews，华鑫证券研究绘制

第一阶段 (1993 年-2014 年) NFT 概念前身。NFT 的概念及其前身可追溯至 1993 年的加密交易卡 (Crypto Trading Cards)，其表达的形式是依托加密学和数学的呈现形式，然后随机排列组成一个系列的套卡，Hal Finney (第一个收到中本聪比特币的资深密码学专家，比特币先驱) 将其定义为加密卡；2012 年第一个类 NFT 通证 Colored Coin (彩色币) 诞生，彩色币由小面额的比特币组成，单位聪 (satoshi)；彩色币通过链上的备注实现多种资产的象征及其他用途，展现出了现实资产上链的可塑性，这奠定了 NFT 的发展基础。2014 年推动 NFT 出现是创立 Counterparty，点对点交易平台，支持资产创建，个人可发布自己的加密后的数字资产并用比特币进行交易，类似有人将热门的 meme 悲伤蛙 (Rare pepe) 做成 NFT 发布在 Counterparty。

第二阶段 (2015 年-2017 年) 实验出现。2015 年上架的《Spells of Genesis》就将第一款基于区块链的手游作为案例 (玩家在游戏中收集到的卡牌、道具可发布到 Counterparty 上进行贩卖)，把游戏的经济系统与区块链技术结合到一起。世界上真正意义上第一个 NFT 项目 CryptoPunks (较早启发了 ERC721 标准，即非同质化通证) 诞生在 2017 年 6 月，CryptoPunks 通过改造 ERC20 标准 (即同质化通证) 发行代币，生成 10000 个完全不同的 24x24、8 位元风格像素的艺术图像，开创性地将图像作为加密资产带入至加密货币领域，该作品被置于区块链并赋予其流转收藏价值。

图表 76: NFT 与 BTC 的对比

属性	NFT	BTC(ETH)等
本质	非同质化代币 Non-Fungible Tokens	同质化代币 Bitcoin
合约	ERC721 标准	ERC20 标准
稀缺性	独一无二的	限量货不限量发行
唯一性	有唯一 ID 或基因	有无数一样的代币
分割	不可分割	可分割, 如 0.000001 个 BTC
举例	加密猫	BTC
举例		

资料来源: Ethereum、it 桔子, 华鑫证券研究整理

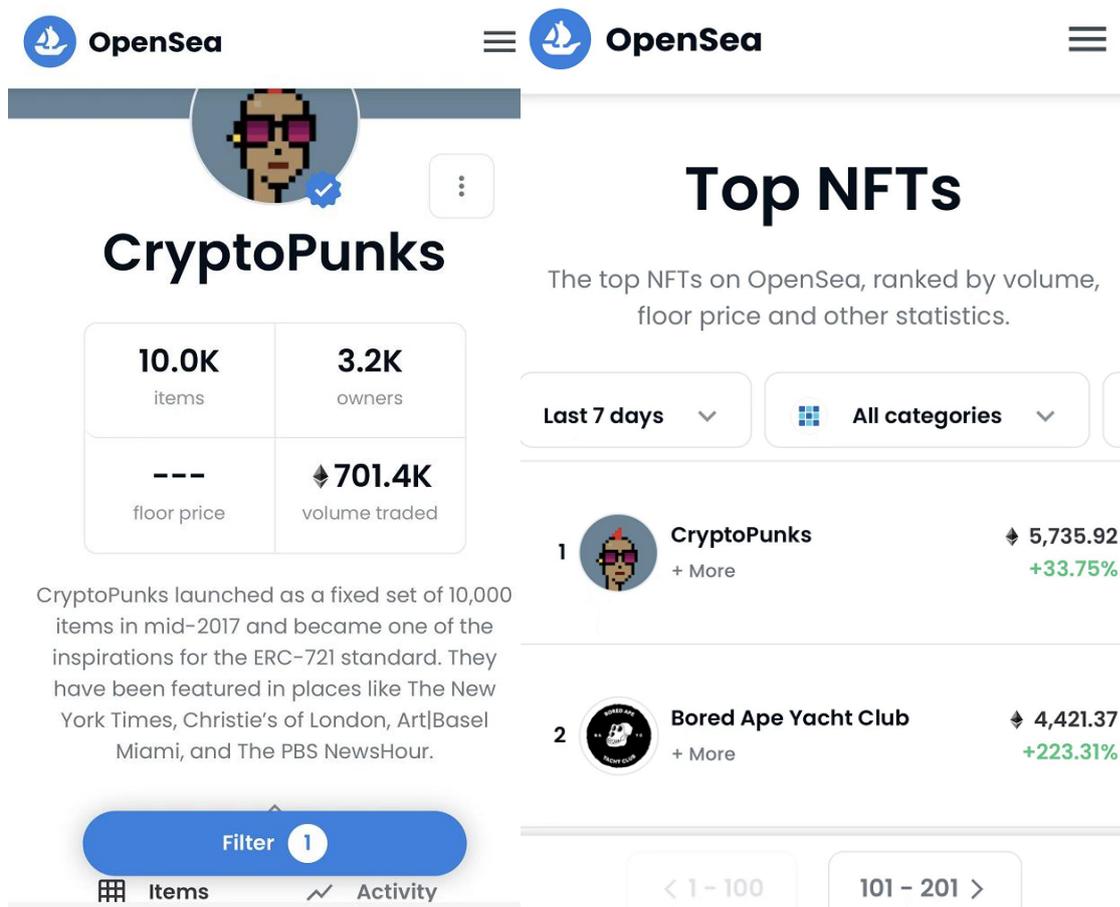
*注: ERC= Ethereum Requestfor Comment 用以记录以太坊上应用级的各种开发标准及协议

■ 数字资产是由同质化的加密货币与非同质化的 NFT代表的加密资产组合而成

Dapper Labs 团队基于 ERC721 (即非同质化通证), 推出一款叫CryptoKitties (迷恋猫)的加密猫游戏, CryptoKitties是建构于以太坊区块链的电子猫咪, 可供收藏, 用户可使用以太币买卖电子猫咪, 且可繁殖, 每只猫咪均有不同特征, 开始以5万只的“初代猫”存放于以太坊区块链的智能合约(合约即一个智能合约是一个计算机化的交易协议, 它执行一个合约的条款)中, 初代猫通过智能合约自动分配, 每15分钟繁衍一只猫, 每只猫以拍卖形式卖出, 玩家可收集与繁殖猫咪并创造出全新喵星人, 每一只数字猫均体现独一无二, 其价值不可复制。

为了更好的解释加密猫与 ERC20 的区别, 加密猫创始人Dieter Shirley提出了 NFT 的概念, 即非同质化通证的概念, 伴随加密猫的火热, 也带动了NFT名称的普及, 由此, 数字资产不再只是指代加密货币, 而是由同质化的加密货币与非同质化的 NFT代表的加密资产组合而成。

图表 77： 1993 年-至今 NFT 的历史与发展进程



资料来源：Opensea 官网，华鑫证券研究

图表 78： CryptoKitties 概况



资料来源：opensea 官网、cryptokitties 官网，华鑫证券研究

第三阶段（2018 年-2019 年）回归建设，整合“非同质化”术语描述新资产类别。NFT 项目在 2018 年初经历炒作周期后，开始进入建设阶段并推出市场追踪平台，并整合

非同质化这一行业术语用以描述新资产类别。数码艺术平台 Opensea、SuperRare、Known Origin、MakersPlace和 Rare Art Labs 均建立了用于发布和发现数字艺术的平台，同时，Mintbase与Mintable建立工具，帮助普通用户创建自己的 NFT。

第四阶段（2020年至今）发展热潮。数字艺术家、各类明星等均通过各种NFT平台发布NFT作品，2021年9月1日俄罗斯的冬宫博物馆对著名艺术品进行NFT拍卖，即拍卖的原画作将仍旧保存在冬宫博物馆，根据真迹复刻的每件高清NFT数字艺术品都有两个副本，其中一个将存储在俄罗斯艾尔米塔什博物馆内展出，另一个将在数字艺术品平台币安NFT市场拍卖，通过NFT模式拍卖名画的方式被誉为是较好的以数字化形式传承传统文化。同时，NFT 游戏项目Axie Infinity高额成交量也吸引市场关注并带动NFT市场的快速发展；2021年2月，Elon Mask马斯克前歌手女友Grimes在Nifty Gateway 上出售一系列名为“WarNymph”的数字艺术品，其中有歌曲视频、短视频等，700张唱片以518万美元出售，后续Grimes将打造“Oth3rKin”神话宇宙，其NFT数字艺术品的高价出售也得益于其名人效应。

图表 79：马斯克前歌手女友 Grimes 在 Nifty Gateway 上出售数字艺术品



资料来源：Nifty Gateway，华鑫证券研究

10.3.2、NFT产业板块分类：按Token 的流动划分为基础设施层、协议层及应用层

NFT的产业板块分类按照Token的流动分为3大层，即基础设施层、协议层、应用层，其中，应用层的存在也是基于协议层的衍生。

图表 80: NFT 产业板块分类

NFT产业板块分类

按Token流动划分三大层



资料来源：chainnews，华鑫证券研究

第一，NFT基础设施层

NFT的基础设施层包含例如 ETH、Flow、Polkadot、NEAR、EOS、Solana 等底层公链，Polygon、ENJIN、WAX、RONIN、IMMUTABLE等侧链，ERC-721、ERC-1155 等代币标准，以及开发工具、储存、钱包等；

第二，NFT协议层

协议层分为 NFT 铸造协议及一级市场（艺术、收藏），NFT可交易多种类实物的综合性交易市场（Mintable、VIV3、Mintbase, etc.）；艺术、收藏类为主的铸造（CryptoPunks、NBA Top Shot、Bored Ape Yacht Club, etc.）以及一级市场（Makersplace、Rarible, etc.），NFT 游戏（Axie Infinity、Gods Unchained、Alien Worlds、Sorare, etc.），元宇宙（Cryptovoxels、Decentraland、The Sandbox, etc.）和粉丝经济（BitClout、Rally, etc.）等项目。

协议层中以NFT元宇宙明星项目Decentraland为例，Decentraland是以太坊区块链支持的去中心化虚拟现实平台，区块链的应用使得Decentraland中的一切产权和交易行为都有迹可循，同时Decentraland是DeFi世界里第一批采用DAO社区治理模式的项目，用户能够通过集体投票成为其真正的主人和治理者，是第一个去中心化、由用户所拥有的虚拟世界。MANA是Decentraland的可替代 ERC20 加密货币令牌，和LAND一样，在Decentraland中使用，MANA有固定的供应量，用于支付土地、化身、物品、收藏品以及游戏等娱乐活动，赚取MANA的能力是对游戏构建人员创建和管理优质内容的一种激励，当用MANA购买LAND后，该MANA即被烧毁，所以MANA也是一种通缩货币。用户可以在Decentraland的主体世界里参观其他玩家拥有的建筑、参与位于各建筑内的活动与游戏、

触发一些特殊剧情（捡到收藏品等）、和其他偶遇的玩家通过语音或文字对话，操纵自己的Avatar在这个虚拟世界里尽情畅游。LAND是Decentraland内的3D虚拟空间，是一种以太坊智能合约控制的非同质化（ERC0721）数字资产，LAND被分割成地块（即parcel），每一个地块占地面积为16m*16m。Decentraland支持使用定制的可穿戴设备。这些定制的可穿戴设备可以由品牌和用户创建，并且通常在比赛和赠品中分发。这些设备可以作为NFT进行买卖或交易。用户可前往市场（MarketPlace）中购买现成的建筑、装备等应用内物品，市场是交易和管理所有Decentraland链上资产的首选场所。

图表 81：NFT-协议层(铸造协议及一级市场艺术收藏游戏、元宇宙等)

成立时间	平台名字	属性
2018	SuperRare	最早的 NFT 艺术品铸造平台，对艺术品以及艺术家有一定的门槛。
2017	CryptoPunks	构建于 Ethereum 上的 NFT，并最早启发了 ERC721 标准
2017	CryptoKitties	上线的首款区块链技术上的数字猫收集与繁殖游戏
2019 年底	Rarible	以趣味艺术作品为主，第一个推出治理代币的 NFT 交易平台
	Axie Infinity	一款收集、饲养各式各样稀奇古怪小生物的链游
	Cryptovoxels	建立以太坊上的虚拟世界。在加密的像素街区上进行建造、开发和出售房产 parcel，用户会以 NFT 的形式拥有自己的土地，并且可以在建筑物中挂出不同的 NFT 收藏品
	Somnium Space	基于以太坊的 VR 社交应用，用户可购买土地、构建或导入对象以创建共享的虚拟世界。
	Decentraland	建立在以太坊上的虚拟世界，与 cryptovoxel 类似，提供 NFT 形式的土地，avatar 穿搭物、内容服务器。利用其专属的加密货币 MANA，可为元宇宙的各项运营和计划提供补贴，并且作为用户间交易的货币

资料来源：chainnews，华鑫证券研究

第三，NFT应用层（基于协议层衍生应用）

应用层主要分为金融、泛二级市场和一些垂直领域。应用层，主要由基于协议层而产生的代币而衍生出来的应用为主，泛二级市场，包括主要的铸造平台产出的 NFTs，如 2017 年 12 月上线的OpenSea，是目前NFT 主要交易平台，这一层的价值捕获主要基于流量和需求变现。

金融性的应用包括，NFT 作为底层资产，提供NFT定价的流动性协议，如 NiftEx/NFT20/NFTX，通过将NFT抵押，生成易于流通的ERC20代币来提升 NFT的流动性；NFT作为底层资产实现抵押借贷的协议，如NFTfi；NFT产业链上层的资管工具，类DeFi中的DeBank等资管平台，如NFT Bank；在垂直领域，也包括数据（Cryptoart.io、Nonfungible、NFTGuru、CryptoSlam!, etc.）、策展社区（Whale DAO、Flamingo, etc.）、社交（Nifty's、Showtime, etc.）域名（Unstoppable Domains、ENS、Namebase, etc.）等其它分支。

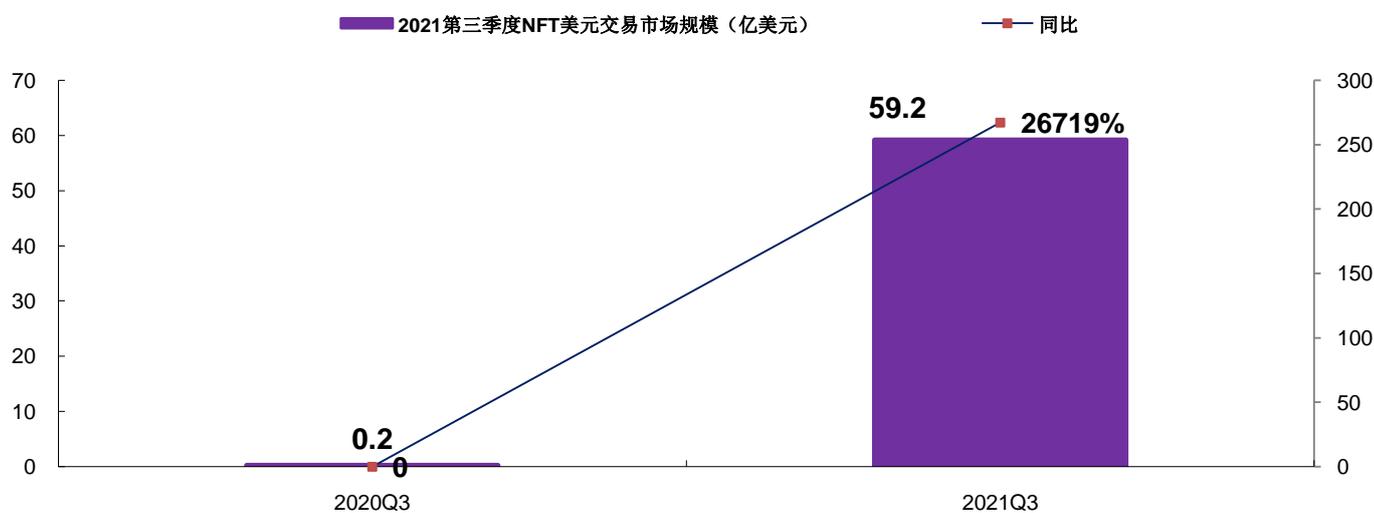
综上，在基础设施层，具有较大铸造空间；NFT蓬勃发展主要体现在中间的协议层，以艺术、收藏的铸造以及元宇宙为主；在应用层，发展较不平衡，如 NFT 数据领域还

未出现全面的数据提供商。伴随更多资本、人才、资源聚焦于NFT赛道，NFT的产业版图将以更快的节奏得到构建。

10.3.3、NFT市场规模：已达百亿美元

NFT因其独一无二的属性，艺术品、收藏品领域成为NFT天然的应用场景，NFT构建了元宇宙的基本交易秩序，能杜绝仿造品的问题，并维护了元宇宙的去中心化。据Nonfungible数据显示，2021第三季度NFT市场交易规模达59.2亿美元（同比增加26719%，环比增加656%），高速增长的交易规模凸显行业的热度。NFT的市场总值飞速发展，从2018年的0.4亿美元增长至2020年的3.38亿美元，截至2021年12月5日年化NFT交易总值120.9亿美元（如图表84）。

图表 82：2021 第三季度 NFT 美元交易市场规模及同比增速



资料来源：Nonfungible，华鑫证券研究

图表 83: 2021 年第三季度 NFT 买方、卖方、美元交易总量同比、环比

		Q Y-1 Q3 2020	Q-1 Q2 2021*	Q Q3 2021
Active Wallets	(Q3 2021 performance compared to previous Quarters)	+ 540%	+ 103%	412,578
	Performance	64,507	203,719	
Buyers	(Q3 2021 performance compared to previous Quarters)	+ 1,240%	+ 167%	260,489
	Performance	19,445	97,658	
Sellers	(Q3 2021 performance compared to previous Quarters)	+ 1,277%	+ 207%	122,910
	Performance	8,923	40,056	
USD traded	(Q3 2021 performance compared to previous Quarters)	+ 26,719%	+ 656%	\$ 5,915,337,378
	Performance	\$ 22,056,820	\$ 782,344,685	

*Volume for Q2 2021 is slightly different from the previous report as our calculation methodology has been refined.
All DeFi related projects & volume have been removed | Only Ethereum volume is shown.

资料来源: Nonfungible, 华鑫证券研究

图表 84: 截至 12 月 5 日年化 NFT 交易总值 (左)、2018-2020 年 NFT 市场规模 (右)、单位: 美元

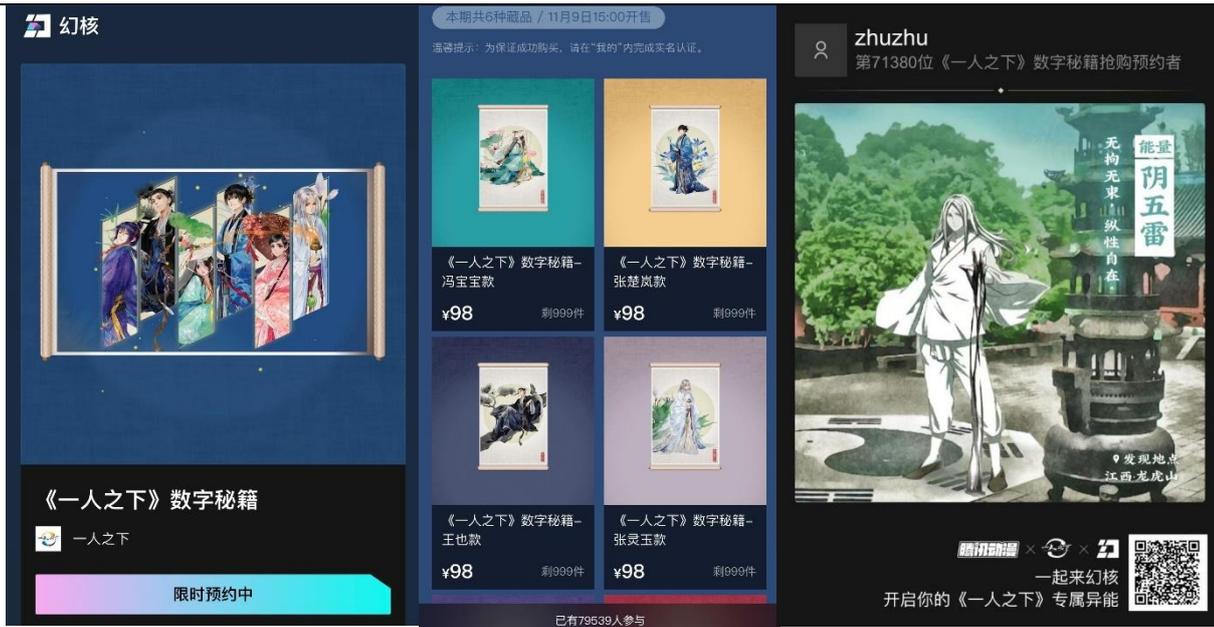


资料来源: Nonfungible, 华鑫证券研究

10.3.4、NFT 协议层中国代表企业: 腾讯 (幻核 APP)

幻核是基于腾讯至信链搭建的数字藏品交易平台, 其中, 至信链是由腾讯与生态伙伴联合建设的区块链底层服务平台, 是合规开放的联盟链, 为平台提供可信存证技术和数字藏品凭证技术服务。幻核也将致力于和相关行业机构一起探索数字藏品的新价值, 为收藏家们开拓更丰富的 IP 藏品提供更有意思的互动体验, 也帮助创作者们保护创作成果。不支持二次交易。

图表 85: 腾讯旗下数字资产 app 幻核展示



资料来源：幻核 app，华鑫证券研究

10.3.5、NFT会成为中国内容板块新支点？版权商业模式与内容创作模式间产生了代际差，传统的版权授权交易模式已无法适应C端创作的新形势

在版权业务中，NFT可以看作是“流动的契约”，能为版权资源配置带来全新的机制作为加密权益证明的NFT，是代表了某个数字物品的权益归属。回看内容板块，从盗版到版权付费，从内容原创到版权运营再销售，若NFT作为工具，能够提高版权流转效率，也有望带来内容板块的重要商业化变现的支点。目前，视觉中国率先提出NFT的数字资产应用，我们认为，伴随更多内容企业在版权端重视后，NFT的技术也有望从概念的热捧回归到其工具属性的本质。目前NFT在中外市场中尚未有较为准确的市场规模可参考，若NFT作为有效工具应用在内容权益归属赛道，其市场规模有望伴随内容市场版权运营的扩容而成长，视觉中国在NFT领域的实践也仅仅只是新技术应用的开始。

10.4、2022新增量之亚运会：体育+电竞（1800亿元+）

2022年杭州亚运会表示将开设“电子竞技”项目，也是亚运会首次将电竞作为正式参赛项目，参与项目有英雄联盟、王者荣耀（亚运版）、和平精英（亚运版）、炉石传说、刀塔2、梦三国2、街霸5和FIFA Online 4等8个项目入选。

图表 86: 2022 年杭州亚运会电竞赛事



资料来源：杭州亚运会微博官网，华鑫证券研究

图表 87: 第 19 届杭州亚运会电子竞技项目 (8 个项目)

游戏名称	游戏类型	开发商	发行商	游戏范围	收入	其他
《英雄联盟》	MOBA	拳头游戏 (2015 年 12 月, 腾讯 100% 控股拳头游戏)	拳头游戏、腾讯 (国服)	全球共 12 个赛区, 赛事覆盖中国、北美、欧洲、韩国、日本、东南亚等地区	2020 年达 17.5 亿美元收入	2021 年 10 月, 《英雄联盟》IP 系列产品 MAU 玩家达 1.8 亿人; 2020 年英雄联盟全球总决赛的观赛总时长超过 10 亿小时
《王者荣耀 (亚运版)》	MOBA	腾讯	腾讯	目前已发行至 146 个国家或地区	1. 2021 年 9 月全球热门移动游戏收入榜第 2 名 (2.09 亿美元的收入) 2. 2020 年, 全球收入近 25 亿美元 (不包括第三方安卓)	2020 年, 王者荣耀活跃用户日均达 1 亿
《和平精英 (亚运版)》	战术竞技	腾讯	腾讯、KRAFTON (韩服)、HOTCOOL (台服)	海外版为《PUBG Mobile》, 目前已发行至近 170 个国家或地区	1. 2020 年腾讯《和平精英》(合并 PUBG Mobile 收入) 达 27 亿美元 2. 截至 2021 年 3 月, 全球累计收入 51 亿美元	1. 具有国际赛事、职业赛事及大众赛事, 日均独立观赛用户达 2600 万 2. 上线首月, DAU 达 5000 万人
《炉石传说》	策略卡牌	暴雪娱乐	暴雪娱乐、网易 (国服)	目前已发行至近 170 个国家或地区	2020 年, 国服在七麦 ios 预估流水 2328 万美元	1. 2020 年, 全球活跃玩家总数已达 2354 万人 2. 2017 年曾获 APP Store 最佳卡牌类游戏
《Dota2》	MOBA	Valve	Valve、完美世界 (国服)	拥有中国、东南亚、欧洲、独联体、北美、南美六大赛区	1. 2017 年 Dota2 收入为 4.06 亿美元 2. 2020 年 1 月, 《Dota2》位居 PC 端游戏收入榜第 10	2021 年 10 月, DAU45 万人
《梦三国 2》	MOBA	电魂网络	电魂网络	越南、印尼等东南亚国家	2021H1, 电魂来自于《梦三国》端游的营业收入占总营业收入的 50.47% (2.56 亿元)	《梦三国 2》荣获“2020 年度中国游戏十强客户端游戏提名”
《街霸 5》	格斗	Capcom、Dimps、Epic Games、索尼电脑娱乐	Capcom	街头霸王系列是世界范围内影响力最大的格斗游戏	推出首月出货销量 140 万套	《街头霸王 5》(Street Fighter V) 曾获“TGA 2016 最佳格斗游戏”奖
《FIFA Online 4》	足球竞技	美国艺电 EA	腾讯游戏 (中国)、Garena (泰国 越南 新加坡 印尼 马来西亚)、NEXON (韩国)	韩国、泰国、越南、新加坡、印尼、马来西亚、中国等	/	亚洲最大模拟体育类游戏、有超过 17,000 名真实球员、600 余家真实足球俱乐部、90 个真实球场和 30 多个真实联赛授权

资料来源: Sensor Tower、wind 资讯、Steam Chart, 华鑫证券研究

10.4.1、体育（亚运会）+电竞的意义

电竞追求的本质是竞争，追求获胜，并从其中体验“更快、更高、更强”的体育精神，电竞的载体是游戏，具有竞技性的同时也具有智力性、虚拟性。2022年亚运会首次将电竞入选主要有三个意义：

第一，引领示范的作用（由于电竞的自身特性尚未进入主流体育赛事的体系中，杭州本次举办具有较好的范本）；

第二，利于扩大亚运会的宣传。电竞赛事广受年轻群体的喜爱，亚运会本次增设电竞与霹雳舞项目可吸引更多年轻群体关注亚运会、参与亚运会、喜爱亚运会，利于提升亚运会整体影响力。并带动更多人参与其中。本次电竞赛事中也融入亚运会的内容，传播中国故事；

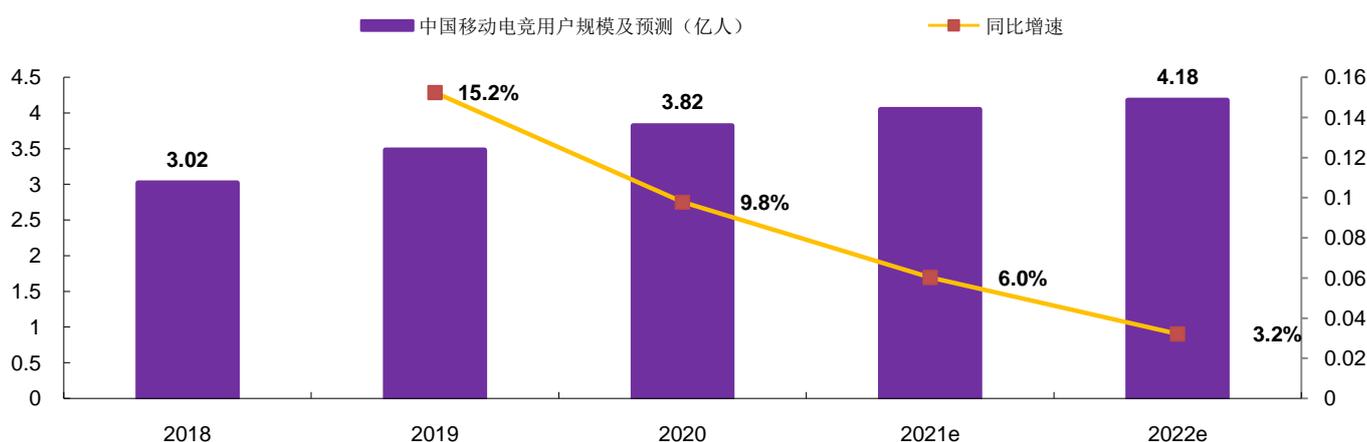
第三，促进产业融合，作为动漫之都的杭州，致力于打造数字第一城，增设电竞项目，通过举办亚运会为契机，促进电竞与数字产业、动漫产业联动发展，利于助力杭州打造文创2.0

2003年，国家体育总局正式批准将电竞列为第99个正式体育竞赛项目；2008年，国家体育总局将电竞改批为第78个正式体育竞赛项目；2018年雅加达亚运会上电竞被列为观赏比赛项目；2020年底，电子竞技和霹雳舞一同获准列入杭州亚运会竞赛项目。2020年疫情影响后，移动电竞直播平台获发展红利，2022在亚运会以及元宇宙探索加持下，也成为电竞行业发展新增长点

10.4.2、中国移动电竞用户规模及市场规模：2022年4亿人 VS 1800亿元+

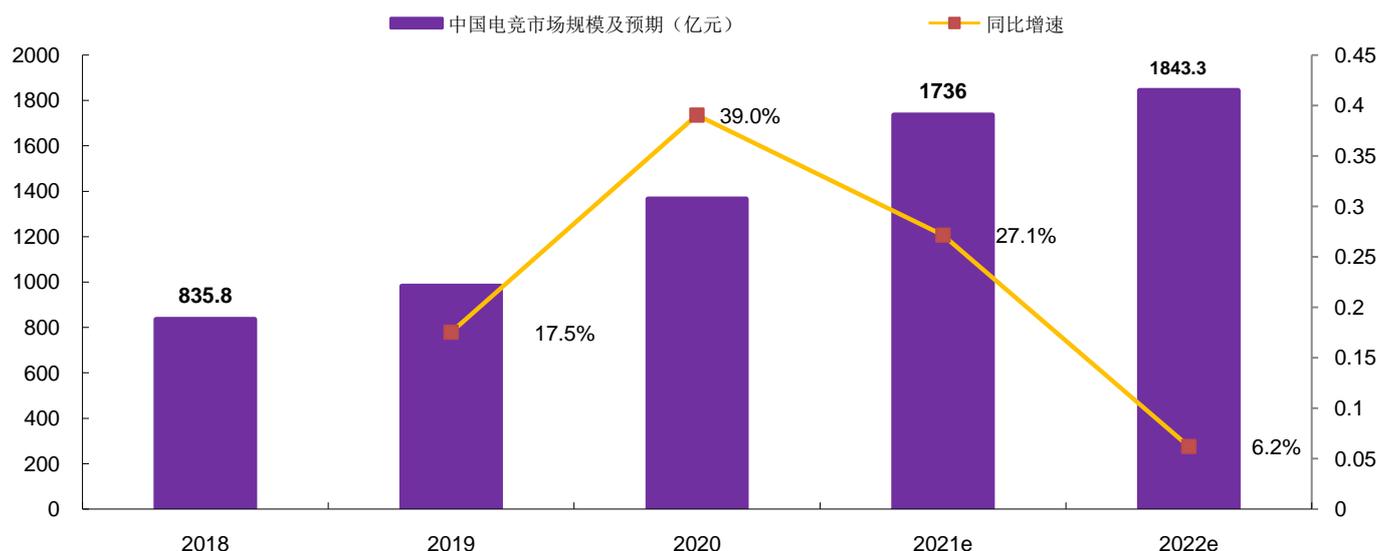
中国移动电竞用户从2018年的3.02亿人增加至2020年的3.82亿人，预计2021-2022年将分别达到4.05亿人、4.18亿人，同比增速分别为6.0%、3.2%；中国移动电竞市场规模从2018年的835.8亿元增加至2020年的1365.6亿元，预计2021-2022年中国移动电竞市场规模将分别为达到1736亿元、1843.3亿元，同比增速分别为27.1%、6.2%。2020年疫情后，线上直播、短视频平台也进一步助力器增长。展望2022年，电竞将有望进一步融入泛娱乐生态，内容价值有望持续凸显。伴随电竞赛事的不断丰富与城市，电竞竞技IP的故事内容价值也会凸显，借力电竞在年轻群体中的影响力提升以及社群效应，产业将进一步融合泛娱乐生态。从参与方角度看，效仿体育职业联赛制度，电竞走向职业化、联盟化、职业选手的收入、赛事主办方收入、各个俱乐部的利益都有望提升。

图表 88：2018-2022 年中国移动电竞用户规模及预期、同比增速



资料来源：iimedia research, 华鑫证券研究

图表 89：2018-2022 年中国移动电竞市场规模及预测、同比增速



资料来源：iimedia research, 华鑫证券研究

10.5、2022再进化之字节跳动：从无边界扩张到有边界 优化红利2022望持续

字节跳动作为新晋选手，其带来的新增量可期。字节跳动的边界是什么？字节跳动的红利是什么？作为移动互联网新晋选手，字节跳动用8年时间高效完成原始积累并诞生出“字节跳动产业链”。与其它互联网企业不同，字节跳动借资讯智能分发平台今日头条与短视频领航者抖音，流量变现的边界在拓宽，从百亿市场突破万亿市场只是时间。

字节跳动的变现边界从核心的广告营销到电商，从教育到内容，从短视频到大屏，从C端应用到B端的技术服务平台，超大型集团自成一系。字节跳动从番茄小说到入股鼎甜文化再到入股掌阅科技，其在长视频赛道中逐步往上游IP渗透；字节跳动从强IP切入预计后续进行产业协调。

在B端，字节跳动布局B端技术服务平台（火山引擎），字节跳动的火山引擎将服务字节跳动从0到1、从1到N的能力与工具产品化、服务化，可开放给更多行业与合作伙伴。我们看好字节跳动产业链在5G应用中实现再增长，在内容与媒介的迭代中带来产业链共赢。

字节围绕C端用户的任何领域的布局，我们认为，是符合字节跳动的商业化战略的（例如社交、教育、音乐、医疗、游戏、内容等不断开疆扩土），因为，留存用户的有效策略之一是，创造更多场景，较大留存用户。

字节跳动带给二级市场的热度起于2020年一季度，2021年3月字节跳动暂不上市后热度锐减，2021年3月后，字节跳动告别张一鸣时代，进入梁汝波时代，我们认为，字节跳动的上市与否以及何时上市并不会改变其给行业带来的从内容到媒介再到内容电商、代运商B端与C端的红利方向。同时，预计在2022年，字节跳动在抖音电商领域将有望试水独立app运营模式。

图表 90: 字节跳动成长历程



资料来源: 字节跳动官网, 华鑫证券研究整理绘制

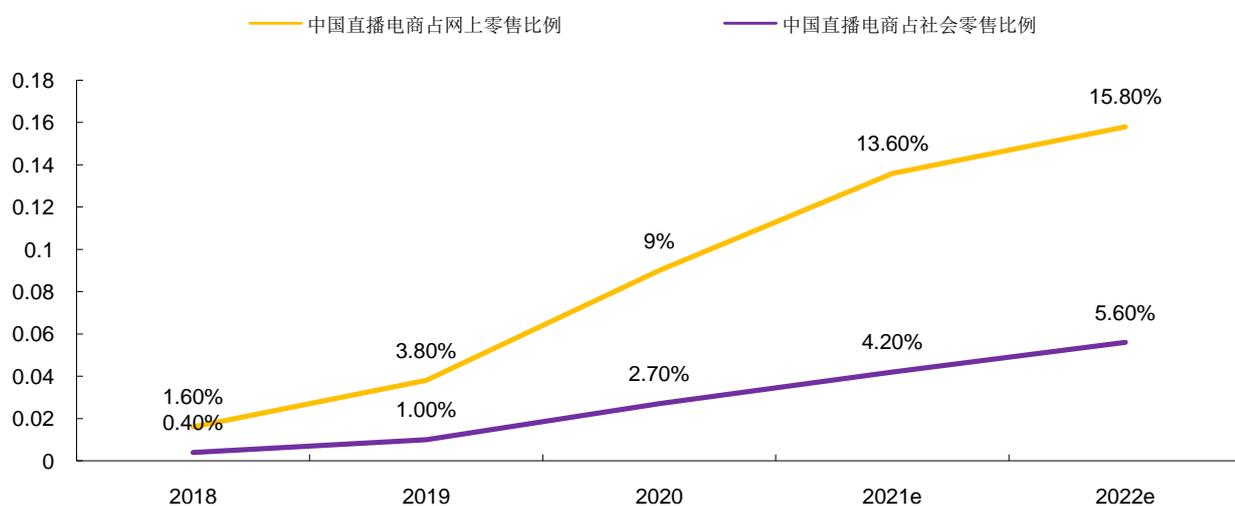
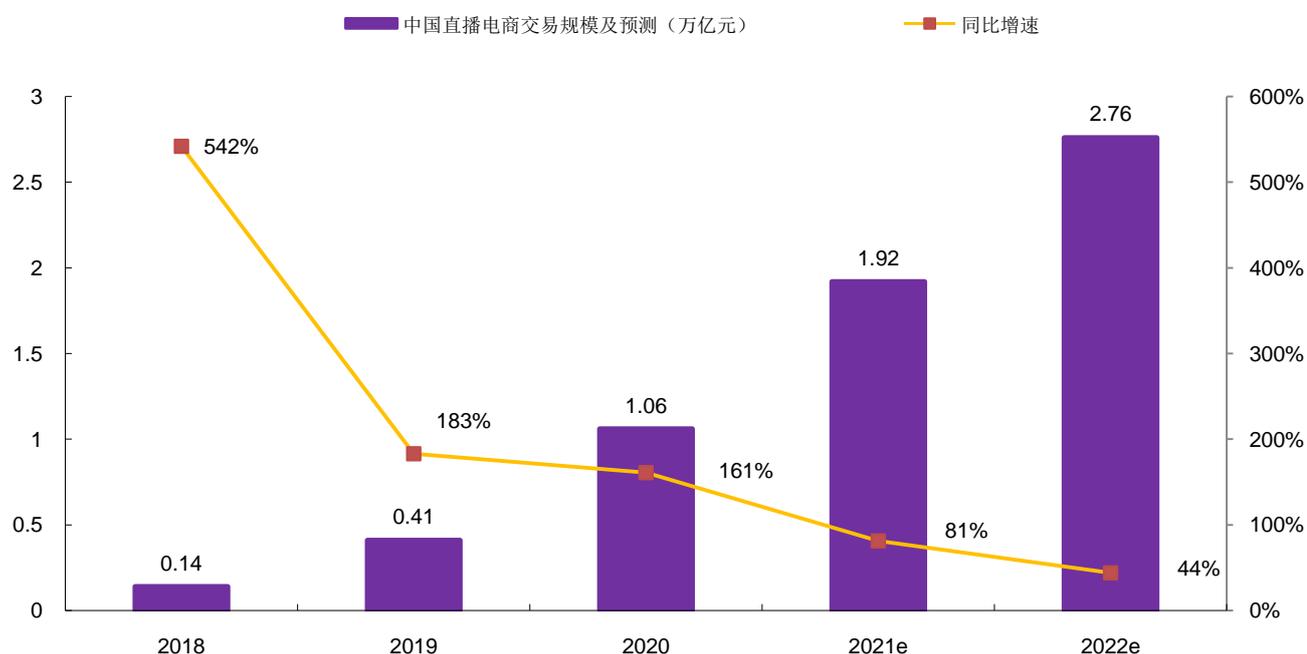
10.6、2022再进化之电商（直播电商市场规模2022年拟2.76万亿元）

传统电商平台回归高质量发展，聚焦新品与供给及运营。新晋平台也从扩规模到精细化运营，加码供应链能力。伴随我国网络零售的稳步前行，倒逼传统电商平台走向高质量发展。已经走过十三年的“双11”也不再仅关注数字的变化，而是以质量为核心，回归消费本质。展望未来，在品牌商家日益重视私域用户的环境下，电商平台的核心作用将持续放大，通过提升平台消费体验与提供系列数字化产品与服务帮助品牌商家持续优化营商环境。电商平台也均在加码内容消费，拓展电商营销边界。

请阅读最后一页重要免责声明

99

图表 91：2018-2022 年中国直播电商交易规模及增速（上）、直播电商交易规模占比及社零比例



资料来源：Analysys，华鑫证券研究

10.6.1、字节跳动的内容直播电商（抖音DP）

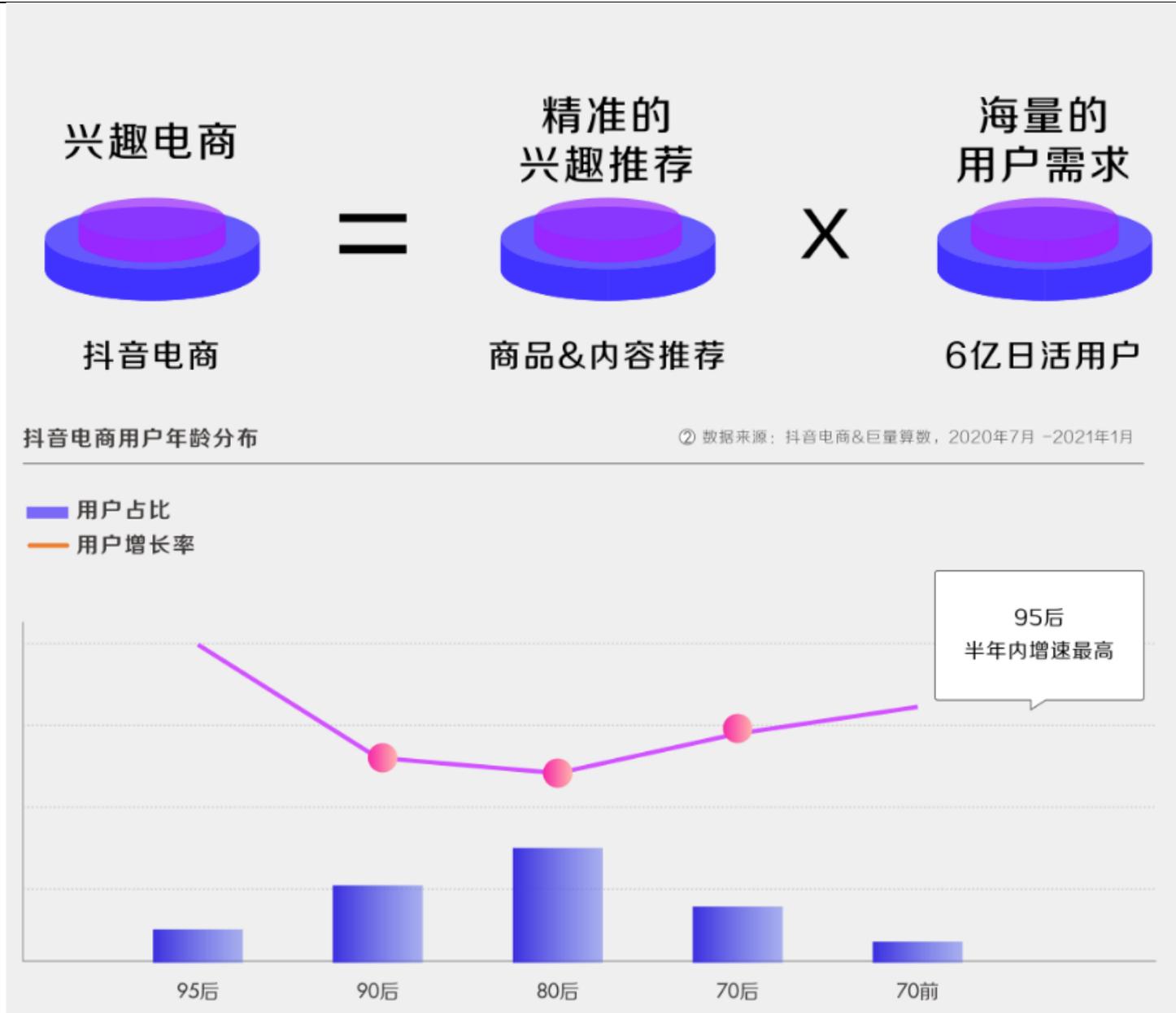
2021 抖音电商生态大会以“RISE UP 共创新生”为主题，携手商家、达人、机构和服务商代表回顾平台的发展历程，共享实践经验。抖音电商生态大会举办并提出兴趣电商，即通过先进的推荐技术把人设化的商品内容与潜在海量兴趣用户连接起来，用内容激活用户的消费需求，将兴趣变成生意。抖音电商经营模型秉承优价好物的长效经营，

通过好内容、好商品、好服务并借力广告流量加速实现抖音电商的良性循环发展。

抖音电商推出了由商家自播（Field）、达人矩阵（Alliance）、平台活动（Campaign）、头部达人（Top-KOL）组成的FACT经营矩阵，帮助商家搭建起“短视频+直播”的内容体系，形成“自播+达人”的组合经营模式，再加上抖音电商的平台活动，能迅速聚拢特定受众，为商家创造从“种草到拔草”的GMV持续增全链路。

在直播电商赛道中，流量价值向下，内容价值向上，传统电商平台从用户红利步入内容、社交等模式引流的电商时代，电商需要内容来引流，内容需要电商来变现，进而推动内容电商中视频直播电商成为新引擎。电商三大类中（传统电商、内容电商、社交电商）中，2021年内容电商为代表的抖音电商已成为电商中的新贵，从行业端看，直播电商仍将保持高增长，2022年有望达到2.76万亿元交易规模，同比增加达到44%。2022年字节跳动的内容直播电商带动的产业链红利有望持续。

图表 92：抖音电商的兴趣电商模型



资料来源：巨量算数，华鑫证券研究

10.6.2、小红书（从跨境电商逐步成长）

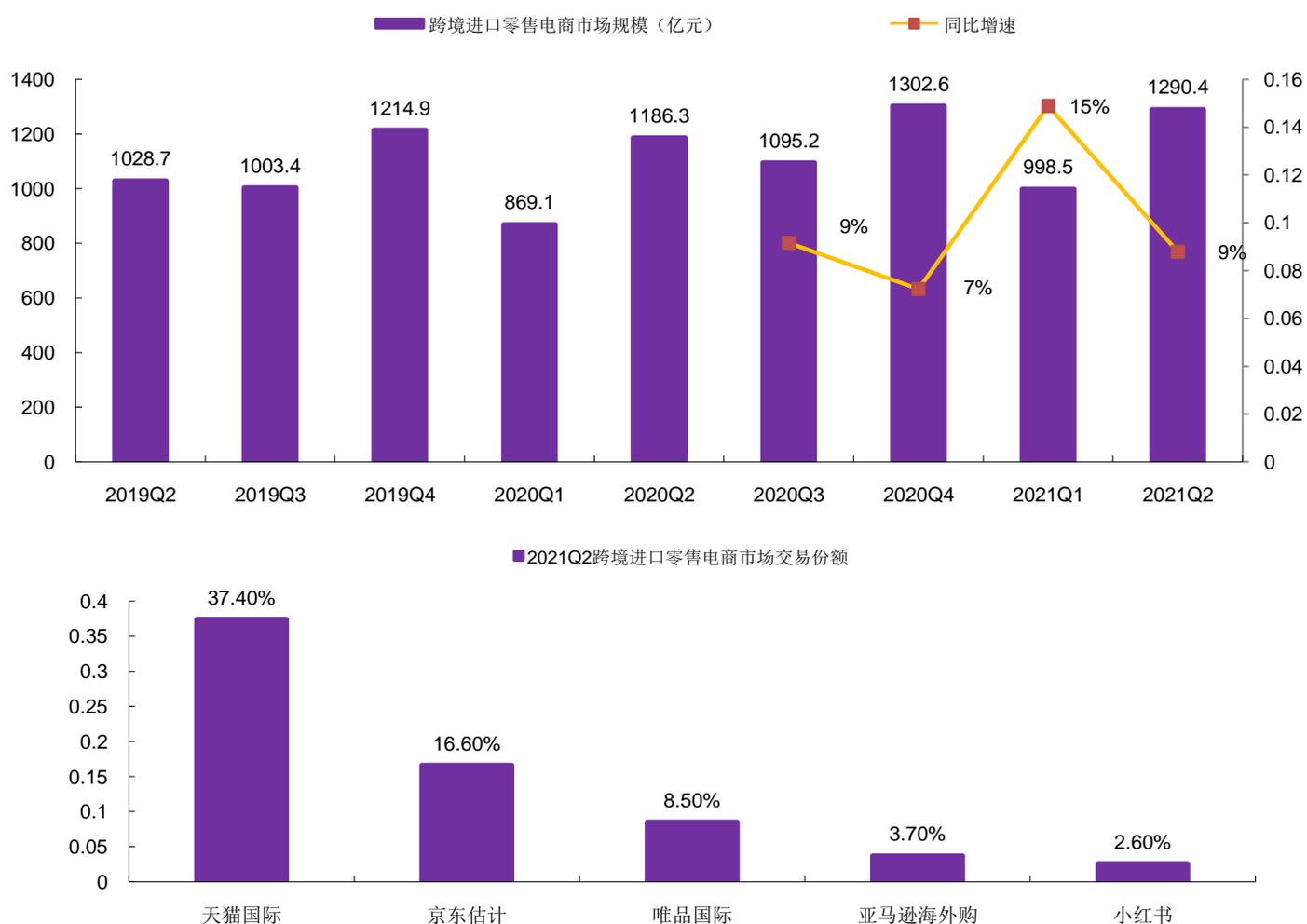
小红书定位于年轻人的生活方式平台，小红书以“Inspire Lives 分享和发现世界的精彩”为使命，用户可以通过短视频、图文、直播等形式记录生活点滴，分享生活方式，并基于兴趣形成互动；历经8年的小红书已成为国内具有代表性的生活方式平台及消费决策入口。2013年12月，小红书推出海外购物分享社区；2014年12月小红书正式上线电商平台“福利社”（在福利社用户可购买全球的美妆、时尚、家电、零食，助推小红书社区电商渐成闭环）；2015年3月小红书郑州自营保税仓正式投入运营，6月深圳自营保税仓投入运营，6月小红书登上苹果应用商店总部第四位。2020年4月23日小红书直播正式上线（内测4个多月），面向平台内创作者开放，并同步推出百亿流量向上计划。伴随产品迭代，小红书从社区平台逐渐转为社区+电商平台，在UGC（用户生产内容）电商领域处于领先地位。

小红书的商业模式是广告与电商，小红书开辟了一条属于自己的UGC（用户自己生产内容）发展之路，实现从用户自发推荐商品-购买商品-分享使用-的购物闭环。小红书的盈利主要来自四部分：KOL\KOC、种草带货、会员体系、电商直播、广告收入，但目前核心变现来自广告+电商。小红书的KOL\KOC端，在平台中分享内容以及推荐产品，自身获得商品利润或者带货利润后，小红书也可获得利润提成；会员体系端，红书开启不同价格体系，会员用户可获得包邮、跨境商品的包税、现时抢购等专享权益；电商直播业务中，小红书可获得5%的佣金（2020年7月1日后实施）；

广告收入端，小红书平台中的硬广可被平台抽取佣金，但基于小红书电商部分的购物转化率，其商业化空间仍具较多可能性。如下图，2021第二季度跨境进口零售电商市场规模达1290.4亿元，小红书占比2.6%即为33.6亿元，单季度可到30亿元以上，进而全年跨境进口零售电商市场规模有望达到百亿规模。

小红书已逐步从跨境电商自营电商到开放给第三方的电商平台，并在补齐专业内容厚度，探索直播电商模式为平台新的电商变现寻新突破。同时芒果超媒旗下的小芒电商也有“种草拔草”模式的小红书影子，两家作为后期只修，在跨境电商、内容电商赛道仍具有较大发展空间。

图表 93: 2019Q2-2021Q2 跨境进口零售电商市场规模及同比增速 (上)、小红书占比



资料来源: Analysys, 华鑫证券研究

10.6.3、Soul: 年轻人社交元宇宙 (内容电商具潜力)

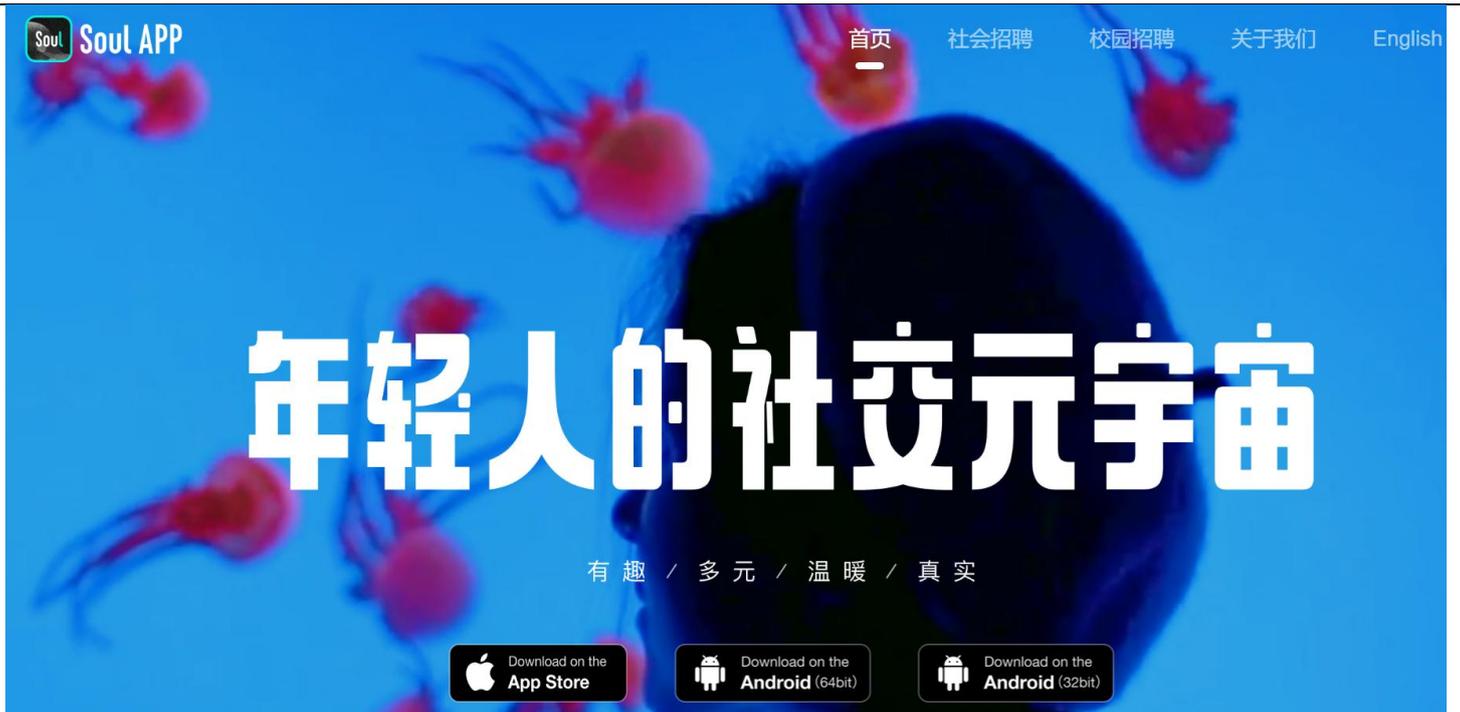
请阅读最后一页重要免责声明

Soul（年轻一代智能陌生人社交APP，开屏slogan是“跟随灵魂找到你”）基于兴趣图谱建立关系和分发内容，属于新一代年轻人的虚拟社交网络。Soul 致力于让天下没有孤独的人。在Soul的星球用户可以无顾虑地表达自己，认知他人，探索世界，交流兴趣和观点，获得精神共鸣和认同感，在交流中获取信息，并获得有质量的新关系，也是年轻一代的社交元宇宙。在Z+世代带来的社交新浪潮中，Soul展现真实、有趣、温暖的社交面貌，不断满足年轻人的精神追求。基于用户的社交画像和兴趣图谱，通过机器学习来推荐用户可能会产生的高质量的新关系。让每一个来到Soul的个体都可以被快速推荐到一些高维空间距离自己最近的人和内容，低成本地开启交流，获得高质量的关系。

Soul作为中国新一代用户的社交选择，已有先发优势，Sou在摸索Z世代用户的内容需求与商业化变现的可能。Soul的成长也得益于中国新生代的社交追求高质量以及“被看见的”的需求驱动。反垄断下，新模式与新平台的核心竞争力来自迭代的能力，Soul从2016年推出，2018年快速获得年轻用户支持，2019年开启商业化，也凸显出Soul的快速迭代能力。

B站（哔哩哔哩）作为中国年轻用户聚集的内容社区，逐渐从小众的ACG破圈至综合视频平台，营收模式也从依靠游戏收入拉动拓展至广告营销、增值服务、电商及其他的均衡收入结构。B站的“珠玉在前，Soul的后续成长与商业化潜力也有迹可循。

图表 94: Soul app 定位



资料来源：Soul 官网，华鑫证券研究

11、我们为什么看好 2022 年传媒新消费？

11.1、新秩序在建立：自上而下看政策

2021 年 8 月 27 日，网信办发布内容，从《关于进一步加强“饭圈”乱象治理的通知》到《互联网信息服务算法推荐管理规定（征求意见稿）》，再到《国家网信办启动清朗·移动应用程序 PUSH 弹窗突出问题专项整治》《国家网信办启动清朗·商业网站平台和“自媒体”违规采编发布财经类信息专项整治》；

2021 年 9 月 2 日，广电总局发布《国家广播电视总局办公厅关于进一步加强文艺节目及其人员管理的通知》指出反对喂流量论、坚定文化自信抵制负面热点、低俗“网红”，严格执行演员和嘉宾片酬规定，开展专业权威文艺评论，科学看待收视率、点击率等量化指标，加大“中国视听大数据”推广应用力度让主旋律和正能量充盈广播电视和网络视听空间。

2021 年 11 月 9 日，国家电影局关于印发《“十四五”中国电影发展规划》的通知，该通知中提出，中国电影发展仍然处于重要战略机遇期，但机遇和挑战都有新的发展变化。锚定 2035 年建成文化强国的目标，坚定不移走高质量发展道路，进一步提升国产影片创作质量，健全电影产业体系，增强电影科技实力，提高电影公共服务水平，扩大电影国际影响力，助力电影强国建设。2035 年，我国将建成电影强国，中国价值、中国力量、中国美学的精品力作不断涌现，以国产影片为主导的电影市场规模全球领先。

每年重点推出 10 部左右叫好又叫座的电影精品力作，每年票房过亿元国产影片达到 50 部左右；国产影片年度票房占比保持在 55% 以上。到 2025 年银幕总数超过 10 万块，结构分布更加合理。电影产业链条延伸拓展，电影消费模式创新升级，电影综合收入稳步提高。扶持科幻电影创作生产、扶持优秀动画电影创作生产；促进电影衍生品开发及授权；扩大电影消费规模，增加电影业整体收益。促进电影消费计划；支持民营电影企业健康发展。提高电影基地（园区）建设水平；加快电影科技创新；中国电影国际推广专项。综上，从内容、科技、人才、海外影响力、文化力量等维度，均为电影在文化建设中的地位，进行规划与背书，作为意识形态的重要媒介，电影的政策提出，自上而下提振信心。自上而下看，外部，疫情压力测试，内部，从税收到演职人员艺德引导，内外共振下企业经受压力测试。

2021 年 11 月 19 日，首届中国网络文明大会召开，习近平主席也指出，广泛汇聚向上向善力量，共建网上美好精神家园。本次会议上，我们可以看到自上而下，肯定了建设网络强国的重要领域，积极推进互联网内容建设，以时代新风塑造和净化网络空间，共建网上美好精神家园。

11.2、新增量可期：自下而上看需求

2022 年新增量主要可看元宇宙带来新预期，虽元宇宙预计未来十年会带来数千亿美元的数字商业价值，但是 2022 年我们可率先看到每一个环节如工具、内容的迭代下的新预期，其中 NFT 有望开启内容数字资产商业价值扩容的重要工具之一；2022 年新增量也

可看亚运会带动的体育与电竞的结合带来超1800亿的市场规模。

11.3、再优化夯实：中国文化向上力量真内核

2022年再优化可从字节跳动赛道、电商赛道、内容与媒介赛道出发，2022年字节跳动从无边界扩张到有边界优化，资本化预期进一步提升，其带动的新营销、新电商、新内容的红利有望2022年持续；再优化下的内容与媒介赛道以及新消费中的轻医美彩妆赛道，从头部剧集的精品化与规模化，游戏端在元宇宙催化与云游戏的期待中有望实现阶段性估值修复，国产电影的内容供给2022可期待，线上新晋选手新商业模式探索与线下媒介院线的再恢复的流量重估与体验经济的需求提升，均为2022年的内容与媒介端带来新亮点。

2022年中国泛视频市场规模有望达到1.15万亿元（同比增加21.7%），预计2025年达到1.8万亿元（泛视频用户拟达11.8亿人），泛市场市场从大而全到各垂直细分特色不断，缔造多元业态。如以芒果超媒为例，2021年11月28日芒果超媒与中移动达成35亿元合作框架，从业务协同到新领域如元宇宙核心要素的VR内容等携手探索，均有望助力泛视频赛道再优化后的新增长；同时，轻医美及美妆的高复购与低渗透率带来持续高增长的较大潜力。如上文，我们看到2022年中国美妆市场规模有望达4969亿元（2021-2023年复合增速拟达14.2%），在优化后的轻医美与美妆赛道仍是刚性需求的核心阵地之一。

12、行业评级及投资策略

给予 2022 年传媒新消费行业增持评级。文化传媒行业的发展是伴随内容与新媒体融合以及新用户圈层需求的共振，精神内容需求伴随物质满足后不断提升，2021 年前三季度细分板块已实现较好回暖。从内容到媒介再到新世代用户均在助力中国文化强国的实现，旧秩序在洗牌，新秩序在建立，也为下一场传媒新消费的繁荣在底部蓄，2022 年给予行业增持评级。

投资角度，可从新增量与再优化维度关注。

新增量端，2022 年可看元宇宙（NFT+）、亚运会（体育+电竞）等。元宇宙拟带动的是未来 10 年的数千亿美元市场规模，但 1-2 年短期来看，仍可看细分环节的新布局（例如 NFT 助推数字内容资产的商业价值），可关注腾讯、视觉中国、蓝色光标、奥飞娱乐、风语筑、天下秀等，预计 2022 年仍有新企业逐步加入元宇宙赛道；2022 年亚运会中电竞首次入选带到的体育与电竞板块热度，可关注腾讯、电魂网络、浙数文化等电竞游戏等相关企业。

再优化端，2022 年可看字节跳动赛道带动的内容电商、营销仍可期，同时在历经 2020-2021 年疫情与后疫情下的压力测试带来新韧性，再优化下的内容与媒介可关注。内容端（光线传媒、华策影视、奥飞娱乐、心动公司、三七互娱、吉比特、阅文集团、掌阅科技、中信出版、新经典、电魂网络、姚记科技等）；媒介端（芒果超媒、哔哩哔哩、快手科技、爱奇艺、万达电影、横店影视等）；新消费及体验经济（爱美客、华熙

生物、风语筑、宋城演艺等)。

图表 95: 重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2021/12/06 股价	EPS			PE			投资评级
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
9626.HK	哔哩哔哩-SW	351.56	-8.71	-15.10	-14.98	-40	-23	-23	未评级
300413.SZ	芒果超媒	44.53	1.11	1.31	1.61	40	34	28	未评级
1024.HK	快手-W	64.80	-125.25	-14.20	-3.83	-1	-5	-17	未评级
IQ.O	爱奇艺	30.01	-1.36	-1.14	-0.83	-22	-26	-1	未评级
0700.HK	腾讯控股	365.94	16.52	16.74	18.55	22	22	20	未评级
002739.SZ	万达电影	13.99	-2.99	0.36	0.65	-5	39	22	未评级
603103.SH	横店影视	11.90	-0.76	0.41	0.65	-16	29	18	未评级
300251.SZ	光线传媒	10.55	0.10	0.41	0.62	106	26	17	未评级
002292.SZ	奥飞娱乐	5.17	-0.34	0.06	0.13	-15	86	40	未评级
300133.SZ	华策影视	5.62	0.23	0.26	0.31	24	22	18	未评级
000681.SZ	视觉中国	16.15	0.20	0.29	0.38	81	56	43	未评级
0772.HK	阅文集团	41.60	-4.49	1.52	1.56	-9	27	27	未评级
603533.SH	掌阅科技	23.15	0.66	0.74	0.95	35	31	24	未评级
300788.SZ	中信出版	26.35	1.48	1.60	1.95	18	16	14	未评级
603096.SH	新经典	25.75	1.62	1.43	1.72	16	18	15	未评级
300058.SZ	蓝色光标	6.93	0.29	0.32	0.39	24	22	18	未评级
002605.SZ	姚记科技	17.21	2.72	1.91	2.28	6	9	8	未评级
2400.HK	心动公司	35.30	0.02	-1.04	-0.15	1765	-34	-235	未评级
2100.HK	百奥家庭互动	0.50	0.10	0.09	0.13	5	6	4	未评级
002555.SZ	三七互娱	23.19	1.31	1.21	1.50	18	19	15	未评级
603444.SH	吉比特	354.00	14.56	22.01	25.45	24	16	14	未评级
603258.SH	电魂网络	27.03	1.59	1.59	1.82	17	17	15	未评级

600633.SH	浙数文化	8.70	0.39	0.44	0.49	22	20	18	未评级
600556.SH	天下秀	12.25	0.16	0.27	0.40	77	45	31	未评级
002291.SZ	星期六	20.00	0.03	0.61	1.00	667	33	20	未评级
300896.SZ	爱美客	549.70	3.66	4.19	6.36	150	131	86	未评级
688363.SH	华熙生物	159.00	1.35	1.70	2.39	118	94	67	未评级
603466.SH	风语筑	18.79	1.17	1.70	2.39	16	11	8	未评级
300144.SZ	宋城演艺	13.29	-0.67	0.24	0.48	-20	55	28	未评级
9992.HK	泡泡玛特	40.04	0.44	0.80	1.27	91	50	32	未评级

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究（注：港元对人民币汇率取 1 港元=0.8172 元人民币；美元对人民币汇率取 1 美元=6.3716 元人民币；表中股价均为人民币元；“未评级”盈利预测取自万得一致预期）

13、风险提示

- (1) 产业政策变化风险
- (2) 推荐公司业绩不及预期的风险
- (3) 行业竞争风险编播政策变化风险
- (4) 影视作品进展不及预期以及未获备案风险
- (5) 疫情波动的风险
- (6) 宏观经济波动的风险

■ 传媒新消费组简介

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经营，wind 第八届金牌分析师，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，对传媒互联网新消费有长期跟踪经验。

于越：理学学士、金融硕士，拥有实业经验，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒游戏互联网板块等。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%--- (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。