

关注政策落地后的边际修复，新技术推动成长

——2022 年传媒互联网行业策略报告

报告要点：

● 政策逐步落地有望带来估值修复，把握精品内容和新技术主线

2021 年围绕反垄断、数据安全、游戏及娱乐等领域出台系列监管政策，传媒板块业绩整体承压。随着政策逐步落地，行业竞争秩序趋于规范化，边际影响逐步减弱，具备高壁垒的头部互联网平台以及优质内容方有望强化优势，叠加 VR/AR 技术的成熟条件下元宇宙相关产业的投资机会，有望拉动板块估值抬升。

● 元宇宙有望成为下一代互联网形态，打开增长新空间

现有流量增长触顶情况下，元宇宙或将成为新的内容聚集平台和流量高地。目前元宇宙处于游戏等场景应用逐步扩展到其他应用的早期阶段，相关技术和内容尚待成熟，但软硬件巨头加速布局将推动行业发展。技术看，5G 普及率提升、AI 和云计算力提高以及区块链、NFT 等应用范围扩大提供技术基础；硬件看，消费级 VR/AR 设备迎来快速增长，全球 VR 出货量预计明年增至 1000 万台以上，叠加优质内容产出，推动高沉浸感和交互感元宇宙初期生态构建。中长期看，科技巨头、内容公司、工具公司以及 UGC 平台依托技术优势持续深耕。

● 游戏板块：监管加速行业精品化，出海和技术升级助力增长

2021 年预计移动游戏市场规模或将超 2300 亿，同比增 9.7%。政策端，未成年防沉迷监管升级，版号供给收紧，行业向规范化、精品化发展仍是长期主线。产品端来看，高质量头部产品拉动付费天花板，新游戏突围难度加大，深挖细分市场需求或将成为新增长点。渠道方面，优质内容厂商议价权逐步提升，IDFA 新政和个保法影响下一定程度上平衡了营销侧数据壁垒，降低厂商对于买量手段依赖，重心回归到提升产品品质。厂商积极筹划海外布局，寻找新增长点。

● 视频板块：长视频收入承压，短视频商业化持续推进

行业监管政策趋严，长视频头部平台通过提升会员付费带动收入增长，二线龙头有望持续通过优质内容破圈并迎来量价齐升。短视频流量红利趋顶，抖音、快手调整组织架构提升效率，以直播电商、广告业务为商业化重点，并加速出海探索多元变现。

● 院线板块：21 年恢复不及预期，22 年供给改善期待修复

截至 11 月全国票房达 443.27 亿元，同比增长 168.01%，约为 2019 年同期 74%。银幕新增 5660 块，单银幕产出恢复至 50 万以上，相较疫情前仍有一定差距。优质头部国产影片观影需求依旧旺盛，预计随着 2022 年供给改善和人均消费频次的恢复，电影市场有望回暖。

投资建议

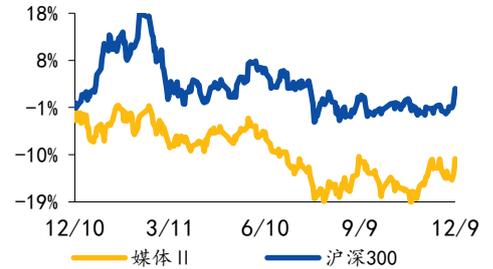
游戏：关注精品研发方以及元宇宙产业相关公司，积极推荐完美世界、三七互娱、吉比特、宝通科技、网易、心动公司。视频：关注具备优质内容产出的长视频平台以及短视频龙头，推荐芒果超媒、哔哩哔哩、快手。以及布局细分赛道龙头的投资机会，推荐视觉中国、新媒股份。

风险提示

政策监管风险、疫情反复风险、宏观环境变化风险。

推荐|维持

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-游戏行业月报：元宇宙专题，从技术到应用看元宇宙的持续布局》2021.11.18

《国元证券行业研究-游戏行业 2021 年数据跟踪第九期：Q3 手游收入同比增长 9.09%，海外市场增长亮眼》2021.10.20

报告作者

分析师 李典
执业证书编号 S0020516080001
电话 021-51097188-1866
邮箱 lidian@gyzq.com.cn

分析师 路璐
执业证书编号 S0020519080002
电话 021-51097188-2174
邮箱 lulu@gyzq.com.cn

联系人 陈俊璇
邮箱 chenjunxuan@gyzq.com.cn

附表：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
002624.SZ	完美世界	买入	20.83	40409.54	0.80	0.71	1.26	26.04	29.34	16.53
002555.SZ	三七互娱	买入	24.96	55357.89	1.31	1.16	1.46	19.05	21.52	17.10
603444.SH	吉比特	买入	370.18	26602.82	14.58	21.61	23.72	25.39	17.13	15.61
300031.SZ	宝通科技	买入	26.07	10076.05	1.13	1.27	1.53	22.99	20.53	17.04
300413.SZ	芒果超媒	买入	46.78	87512.32	1.11	1.36	1.75	42.14	34.30	26.67
300770.SZ	新媒股份	增持	55.1	12731.30	2.49	2.92	3.42	22.13	18.90	16.12
000681.SZ	视觉中国	增持	16.33	11440.43	0.20	0.36	0.47	80.84	44.75	34.67
9999.HK	网易	买入	166.70	469,022.33	3.57	4.39	5.16	38.12	30.99	26.37
2400.HK	心动公司	买入	45.80	17,918.07	0.02	-0.8	0.05	1868.87	-	747.55
1024.HK	快手	买入	85.75	293,845.12	-125.25	-18.94	-4.96	-	-	-
9626.HK	哔哩哔哩	买入	471.60	148,846.45	-8.71	-15.19	-14.73	-	-	-

资料来源：Wind，国元证券研究所 注：港股收盘价单位为港元

目 录

1. 2021 年行业回顾：监管政策影响下，板块整体承压	7
2. 元宇宙有望成为下一代互联网形态，打开增长新空间	11
2.1 VR 出货量增长迎来拐点，AR 有望迎来 C 端产品落地	14
2.2 海内外厂商加速元宇宙领域相关布局	19
3. 监管：规范市场竞争秩序，期待政策落地后的估值修复	26
3.1 全域性监管基调延续，政策落地在逐步推进中	26
3.2 互联互通松动平台生态封闭，或将利好公平竞争	28
4. 游戏板块：监管加速行业精品化，出海和技术升级助力增长	33
4.1 市场：21 年手游市场规模预计超 2300 亿，行业精品化成果逐步显现 ...	33
4.2 政策：未成年人防沉迷新规落地，游戏版号审核趋严	34
4.3 渠道与买量：分成比例松动让利研发商，隐私保护政策升级	38
4.4 厂商：提升自研实力加快出海布局，挖掘细分赛道需求回归优质内容输出	40
5. 视频板块：长视频收入承压，短视频商业化持续推进	46
5.1 长视频：政策趋严致收入承压，未来寻求内容创新、降本增效	47
5.2 短视频：广告、直播电商为商业化重点，组织架构调整促进效率提升 ...	49
6. 院线版块：21 年恢复不及预期，22 年供给改善期待修复	54
7. 投资建议及重点推荐个股	56
8. 风险提示	56

图表目录

图 1：传媒行业与沪深 300 涨跌幅对比	7
图 2：传媒行业指数和主要指数 2021 年涨跌幅	7
图 3：2021 中信一级行业涨跌幅对比	7
图 4：传媒（中信）子版块指数涨跌幅对比	8
图 5：传媒板块 PE（TTM 整体法 剔除负值）	9
图 6：2021 年港股 wind 二级行业涨跌幅对比	9
图 7：港股传媒互联网子版块涨跌幅（截至 2021 年 11 月 30 日）	10
图 8：2019.09-2021.09 中国移动互联网月活跃用户规模及增长变化趋势	11
图 9：2022 年元宇宙应用用户支出有望超过 30 亿美元	12
图 10：元宇宙的核心技术	13
图 11：元宇宙产业链图谱	13
图 12：元宇宙应用端的落地需要依靠底层技术以及硬件设备技术的进步	14
图 13：2020 年全球数字游戏与互动媒体产业规模	14
图 14：Steam 平台 VR 头显品牌份额	17
图 15：Steam 平台 VR 头显活跃用户占比	17
图 16：2021-2025 年全球 VR 市场出货量预测	17
图 17：2021-2025 年中国 AR/VR 市场出货量及增长预测	17

图 18: 2019.10-2021.10 Steam 平台 VR 头显占比变动.....	18
图 19: Steam 平台支持 VR 应用数量	18
图 20: Roblox 内的内容创作.....	18
图 21: Minecraft 内还原搭建现实建筑场景.....	18
图 22: 企业元宇宙的市场需求	19
图 23: Meta Quest 平台畅销游戏排行榜	20
图 24: 即将上线 Quest 平台的 VR 游戏.....	21
图 25: Meta 研发的触觉感知手套	21
图 26: Mesh for Teams 平台中用户可以生成自定义形象.....	22
图 27: HoloLens 3 将加速消费级 AR 产品落地.....	22
图 28: Roblox 全球日活用户数 (百万)	23
图 29: Roblox 用户时长 (百万小时)	23
图 30: Omniverse 平台集中多个技术	23
图 31: 虚拟化 AI 助手平台——Omniverse Avatar	23
图 32: Pico Neo 3.....	24
图 33: UGC 平台重启世界.....	24
图 34: 腾讯元宇宙相关布局.....	25
图 35: 近期监管部门对于互联网、文娱行业规范要求及相关整改.....	27
图 36: 2021 年微信私域流量营销.....	29
图 37: 2021.5 主要移动购物/生活服务行业 APP 全景流量规模及占比分布..	30
图 38: 微信/QQ 分季度 MAU 变动.....	30
图 39: 主要 APP 微信小程序渠道 MAU 及渗透率	30
图 40: 2019Q1-2021Q2 阿里巴巴零售市场月活用户情况.....	31
图 41: 2017-2020 阿里巴巴零售 GMV (十亿) 及增速.....	31
图 42: 20Q2 支付宝/财付通在第三方支付市场的占比.....	31
图 43: 抖快系短视频 APP 月活用户数 (万)	32
图 44: 2021.5 视频类小程序引流 APP 效率	32
图 45: 中国移动游戏收入规模	33
图 46: 中国游戏用户规模.....	33
图 47: 中国流水超 5 亿的移动游戏数量变动 (款)	34
图 48: 头部移动游戏新品流水占比情况.....	34
图 49: 头部移动游戏玩法类型流水分布.....	34
图 50: 2021H1 头部手游新品玩法中有 40% 为三年首创	34
图 51: 游戏版号发放情况.....	37
图 52: 版号审查评分维度.....	37
图 53: 《原神》上架小米商城和腾讯应用宝	38
图 54: 全球游戏行业广告主应用端 ATT 用户授权比率.....	39
图 55: 2021 年 1-7 月双端素材投放趋势	39
图 56: 2021 年 1-7 月 iOS 端投放游戏数变化	39
图 57: 卡牌类游戏 CPA 价格双端变化.....	40
图 58: 模拟经营类游戏 CPA 价格双端变化	40
图 59: 2021 年全球游戏市场规模.....	43

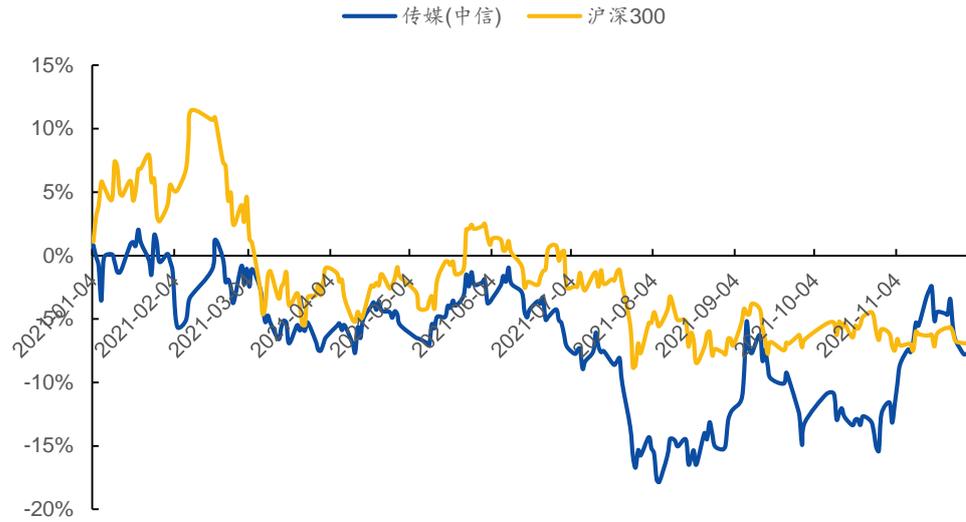
图 60: 2021 年全球游戏玩家	43
图 61: 中国自研游戏国内市场收入	44
图 62: 中国自研游戏海外市场收入	44
图 63: 2021M9 TOP10 细分行业用户规模及同比变化	46
图 64: 在线视频、短视频行业用户规模及同比变化	46
图 65: 互联网典型行业用户使用时长变化	46
图 66: 2017-2021 年暑期视频 APP 整体使用时长及各 APP 时长占比	46
图 67: 2018~2021 年 MAU 规模(万人)	47
图 68: 2018~2021 年 DAU 规模(万人)	47
图 69: 视频平台订阅会员总数 (百万人)	48
图 70: 视频平台付费率 (%)	48
图 71: 2021 上半年主旋律剧播放情况	49
图 72: 短视频平台月度 MAU 变化 (万人)	50
图 73: 短视频平台月度 DAU 变化 (万人)	50
图 74: 快手、抖音用户重合情况	50
图 75: 抖音极速版重合度、快手极速版重合度 (2021.8)	50
图 76: 单季度快手广告收入及其单日活用户广告收入	51
图 77: 快手单季度 GMV 及货币化率	51
图 78: 快手小店 GMV 占比	51
图 79: 快手组织架构	52
图 80: 字节跳动组织架构	53
图 81: 抖音、快手出海发展历程	53
图 82: 2015-2021 年全国票房统计	54
图 83: 2016-2021 年银幕数量及单银幕产出	54
图 84: 2015-2021 年引进片、国产片票房情况	54
表 1: 分版块财务数据对比	8
表 2: 港股分版块财务数据对比	10
表 3: 主要 VR 硬件产品参数对比	15
表 4: 2020 年部分新发布 AR 眼镜	16
表 5: 主要 AR/VR 厂商 21Q2 出货量市场份额	16
表 6: Oculus 主要产品	19
表 7: 主要 VR 厂商 21Q2 出货量市场份额	20
表 8: 主要 AR 厂商 21Q2 出货量市场份额	21
表 9: 近期对于反垄断、数据安全、文娱行业综合综合治理的相关政策	26
表 10: 美国、欧洲加速对于数字、平台经济反垄断监管	28
表 11: 近期游戏行业相关重点政策梳理	35
表 12: 部分公司未成年游戏收入占比	36
表 13: 主要公司部分储备游戏 pipeline	41
表 14: 2021 年 1-10 月中国厂商出海收入排名 TOP20	45
表 15: 长视频行业相关政策	48

表 16: 2021 年票房榜排名 (截至 2021/12/5)	55
表 17: 部分重要档期排片情况 (统计截至 2021 年 12 月 5 日)	55
附表: 相关标的盈利预测	56

1. 2021 年行业回顾：监管政策影响下，板块整体承压

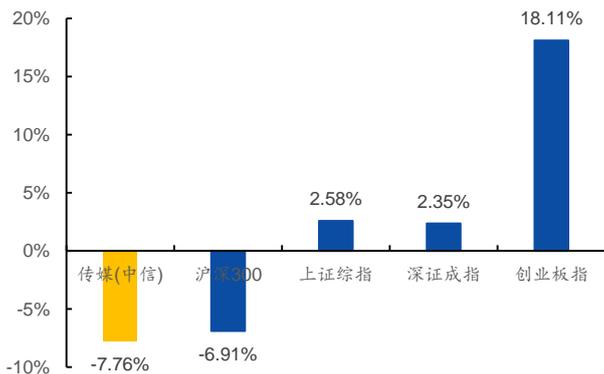
受监管政策影响，21 年传媒板块整体承压。2021 年由于监管政策频出，传媒板块走弱，年初至 2021 年 11 月 30 日，传媒行业（中信）下跌 7.76%，排在 30 个行业中第 25 位，同期沪深 300 跌幅 6.91%，上证综指涨幅 2.58%，深证成指涨幅 2.35%，创业板指涨幅 18.11%。

图 1：传媒行业与沪深 300 涨跌幅对比



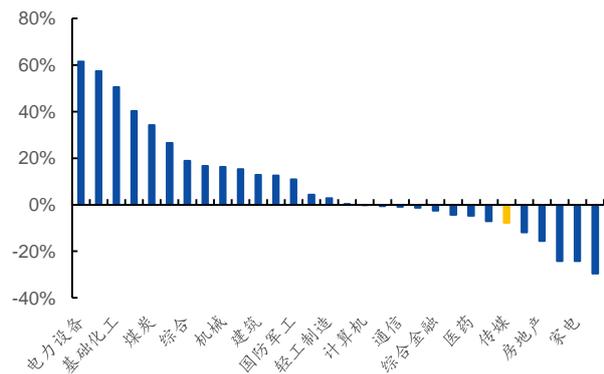
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：传媒行业指数和主要指数 2021 年涨跌幅



资料来源：Wind，国元证券研究所

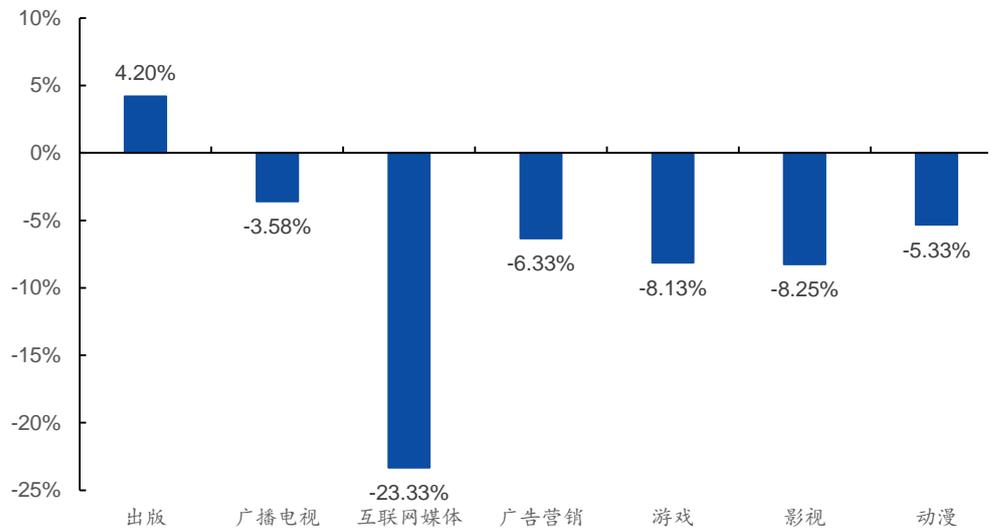
图 3：2021 中信一级行业涨跌幅对比



资料来源：Wind，国元证券研究所

出版板块相对抗跌，互联网媒体板块表现较弱。子板块中，除出版板块上涨 4.20% 外，其他板块全线下跌。互联网板块主要由于市值较大的芒果超媒估值回落，整体跌幅达 23.33%；游戏板块在 Q4 元宇宙主题催化下有所回升，年初至今降幅为 8.13%；广播电视板块下跌 3.58%；影视板块下跌 8.25%；广告营销板块下跌 6.33%。

图 4：传媒（中信）子版块指数涨跌幅对比



资料来源：Wind，国元证券研究所

基本面看，子版块疫情后盈利能力好转，游戏板块受去年疫情高基数影响下增速下降。对于依赖线下活动的公司，疫情后收入和盈利情况恢复明显，院线板块在去年的低基数上，2021 前三季度营收同比提高 217.87%，盈利能力从 2020 年的大幅亏损改善至基本盈亏平衡。游戏板块由于疫情红利消退，2021 前三季度营收同比增速放缓至 1.08%，扣非归母净利润同比下降 14.31%。偏线上业务的互联网、营销、在线阅读板块在 2021 前三季度分别实现营收同比增长 20.53%、15.05%、30.32%。

表 1：分版块财务数据对比

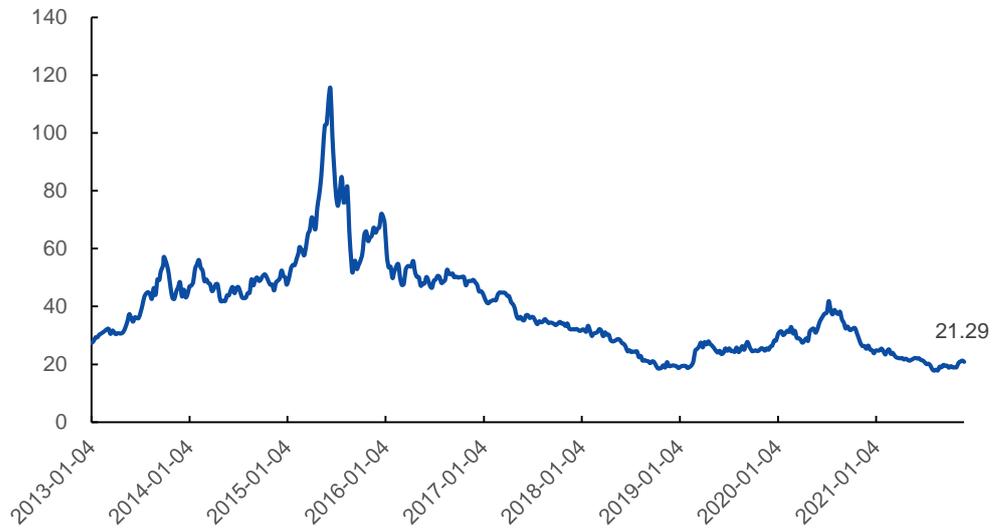
	营业收入（亿）		营业收入同比		扣非归母净利润（亿）		扣非归母净利润同比		毛利率		净利率	
	2020 年	2021 前三 季度	2020 年	2021 前三 季度	2020 年	2021 前三 季度	2020 年	2021 前三 季度	2020 年	2021 前三 季度	2020 年	2021 前三 季度
营销	1794.77	1449.61	6.56%	15.05%	-15.66	71.17	-	217.92%	13.60%	14.26%	2.39%	5.31%
在线阅读	54.44	49.61	26.46%	30.32%	4.16	3.97	-	33.89%	37.69%	36.75%	10.08%	9.77%
体育	33.45	27.4	-21.22%	44.28%	-18.67	-0.2	-	-	23.34%	37.17%	-58.76%	0.78%
院线	122.33	175.46	-64.90%	217.87%	-127.6	-2.32	-	-	-12.36%	25.92%	-105.33%	0.01%
游戏	733.41	573.88	4.05%	1.08%	77.22	92.75	-	-14.31%	64.84%	65.49%	23.96%	24.87%
影视动漫	152.52	125.83	-21.29%	34.05%	-43.08	5.16	-	-	27.56%	27.94%	-26.76%	14.96%
互联网	273.51	215.69	5.58%	20.53%	17.74	24.67	106.34%	21.31%	35.09%	36.90%	8.65%	12.99%
出版	1321.8	980.17	-2.42%	13.15%	90.98	102.13	-20.15%	33.75%	31.73%	32.51%	8.95%	12.91%
广电	433.55	287.83	1.85%	4.65%	-7.65	1.62	-	-87.99%	28.01%	26.02%	1.64%	3.78%

资料来源：wind，国元证券研究所 注：分类为国元证券研究所

2021 年来估值水平不断下降，目前处于历史低位。传媒板块整体 PE（TTM 整体法剔除负值）自 2020 年 7 月约 40 倍的高点开始不断下降，2021 年 11 月末已降至 21 倍，而近十年传媒板块整体 PE 仅在 2012 年，2018-2019 年、2021 年间出现跌至 20 倍的情况，故当前处于历史低位，安全边际相对较高，而展望明年，随着各类监

管政策“靴子落地”，传媒板块估值有望逐渐修复。

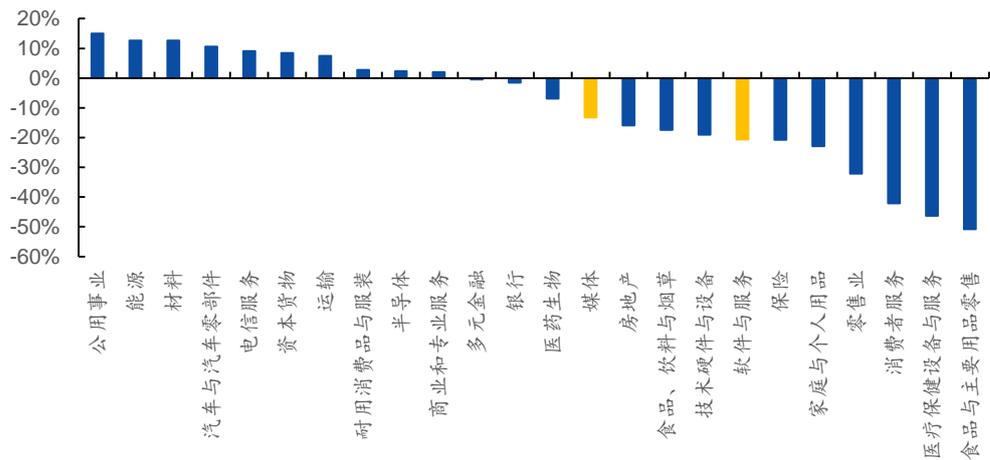
图 5：传媒板块 PE (TTM 整体法 剔除负值)



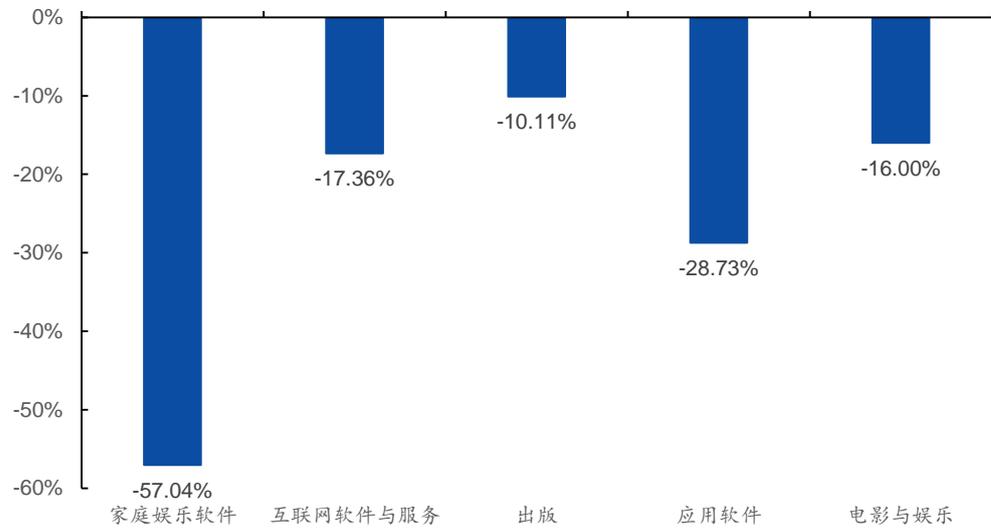
资料来源：Wind, 国元证券研究所

港股传媒互联网受反垄断和网络监管加强等因素影响，板块业绩下降。截至 2021 年 11 月底，香港媒体跌幅为 13.27%，在 24 个行业中排名第 14 位，略好于恒生综指 (-14.31%)；香港软件与服务板块跌幅则达 20.64%，行业排名第 18 位。从我们分类的子版块看，家庭娱乐软件、应用软件板块跌幅较大，分别为 -57.04%、-28.73%。市值上千亿的公司中，仅网易上涨 15.11%，快手、阿里巴巴、百度跌幅明显，分别达 71.68%、45.27%、42.46%。

图 6：2021 年港股 wind 二级行业涨跌幅对比



资料来源：wind, 国元证券研究所

图 7：港股传媒互联网子版块涨跌幅（截至 2021 年 11 月 30 日）


资料来源：wind，国元证券研究所 注：分类为国元证券研究所

基本面看，港股营收端明显回暖，但子版块盈利能力表现不一。子版块营收同比普遍转正或提高，其中电影与娱乐板块有明显回升，2021H1 同比增幅高达 105.95%，仅家庭娱乐软件板块同比增速小幅下滑。盈利能力看，家庭娱乐软件板块持续亏损，互联网零售、应用软件板块净利率有明显下滑，电影与娱乐、出版板块扭亏。

表 2：港股分版块财务数据对比

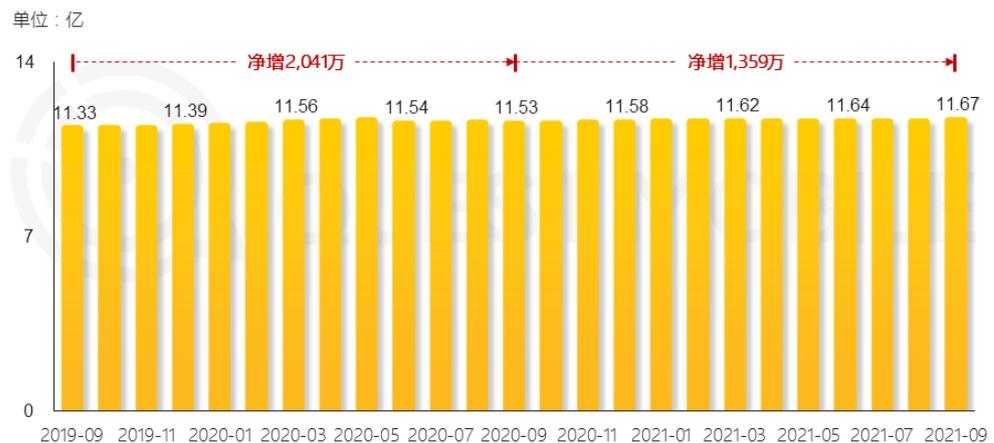
	营业收入（亿元）		营业收入同比		净利润（亿元）		净利润同比		净利率	
	2020 年	2021H1	2020 年	2021H1	2020 年	2021H1	2020 年	2021H1	2020 年	2021H1
家庭娱乐软件	801.2	474.4	37.59%	31.83%	-1143.67	-638.98	-	-	-142.74%	-134.69%
互联网软件与服务	6880.89	3901.78	22.31%	22.82%	1917.06	1215.15	66.45%	67.08%	27.86%	31.14%
出版	85.26	43.46	2.03%	33.29%	-44.84	10.83	-	-	-52.59%	24.92%
应用软件	156.11	88.14	-10.90%	19.01%	104.33	4.15	-	-95.53%	66.83%	4.71%
电影与娱乐	47.66	32.92	-39.47%	105.95%	-9.42	2.53	-	-	-19.75%	7.68%
互联网零售	15962.01	9541.8	30.85%	35.26%	2014.45	478.96	17.90%	-46.02%	12.62%	5.02%

资料来源：wind，国元证券研究所 注：分类为国元证券研究所

2. 元宇宙有望成为下一代互联网形态，打开增长新空间

流量红利日趋见顶，元宇宙或将成为下一代互联网新形态，打开增长新空间。根据 Questmobile 数据，移动互联网用户规模 2021 年以来约在 11.6 亿，5 月同比增速首次出现负增长。2021 年 9 月中国移动互联网用户规模达到 11.67 亿，同比净增 1395 万，但较 2020 年 9 月同比净增 2041 万，增速有所放缓。移动端流量增量减缓，用户增长乏力，在现有流量增长空间触顶的情况下，深挖用户时长和付费，寻找新的内容消费形式成为增长新动力。

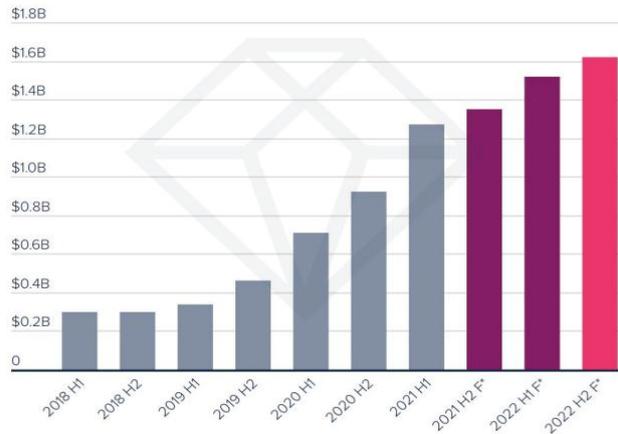
图 8：2019.09-2021.09 中国移动互联网月活跃用户规模及增长变化趋势



资料来源：Questmobile，国元证券研究所

元宇宙概念最早来源于尼尔·斯蒂芬森在 1992 年的科幻小说《雪崩》，用以描述一个基于虚拟现实的互联网后继者。通过技术能力在现实世界基础上搭建一个平行且持久存在并于现实世界相融通的虚拟世界，拥有完整运行的社会和经济系统，人可以通过数字化虚拟身份参与元宇宙。Roblox 认为元宇宙应当具有身份、朋友、沉浸感、低延迟、多元化、随地、经济系统以及文明八个特征。而从互联网发展形式来看，从 PC 互联网到移动互联网，基于硬件终端和传输方式的变化，内容来源、表现形式和数字化场景也在变化。在 PC 互联网时期，受网络传输速率、算力等因素影响，文字、图片是主要表现形式，门户网站产出 PGC 内容，汇集了主要流量。而移动互联网时期，4G 提升了传输效率，视频成为主要表现形式，UGC 内容快速增长，超级 APP 成为新的流量高地。随着 5G 普及，VR/AR 硬件设备带来沉浸化体验，元宇宙或将成为下一代互联网新形态，包含游戏、社交、消费、娱乐等多元场景，给予更高的创作自由和参与度，有望成为新的内容聚集平台和流量高地。根据 App Annie 预测数据显示，2022 年元宇宙相关应用用户支出有望超过 30 亿美元。

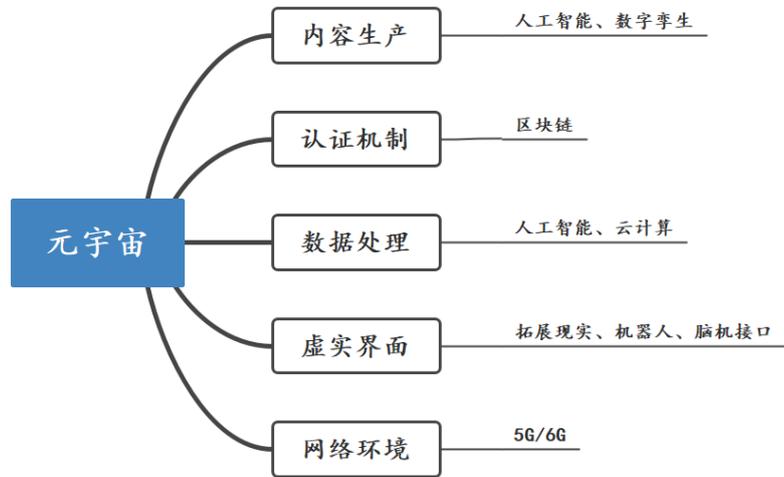
图 9：2022 年元宇宙应用用户支出有望超过 30 亿美元



资料来源：App Annie，国元证券研究所

元宇宙的基础技术包括六个方面：一是通信基础 5G 技术。XR 设备要达到真实沉浸感，需要更高的分辨率和帧率，而 5G 高速率、低时延、低能耗、大规模设备连接等特性，能够支持元宇宙所需要的大量应用创新；二是算力基础云计算。目前高画质游戏对于设备门槛要求较高，尤其在 3D 图形渲染上依赖终端运算。而动态分配算力的云计算系统能够分离运算和显示，在云端 GPU 上完成渲染，将是保证元宇宙平稳运行的基础设施；三是提供虚实界面入口的硬件设备，包括 XR、机器人、脑机接口等。通过提供沉浸式体验来实现元宇宙中信息的交互；四是人工智能技术。主要实现海量的内容生产、呈现以及审查，达成元宇宙的自发有机生长。五是数字孪生技术。数字孪生即在虚拟空间内建立真实事物的动态孪生体。借由传感器，本体的运行状态及外部环境数据均可实时映射到孪生体上。该技术最初用于工业制造领域，而元宇宙需要数字孪生来构建细节极致丰富的拟真的环境，营造出沉浸式的在场体验。六是作为认证机制的区块链技术。基于去中心化网络的虚拟货币，能够完成元宇宙中的价值归属、流通、变现和虚拟身份的认证，具有稳定、高效、规则透明、确定的优点。此外，NFT（非同质化代币）由于其独一无二、不可复制、不可拆的特性，天然具有收藏属性，因此可以用于记录和交易一些数字资产，如游戏道具、艺术品等。

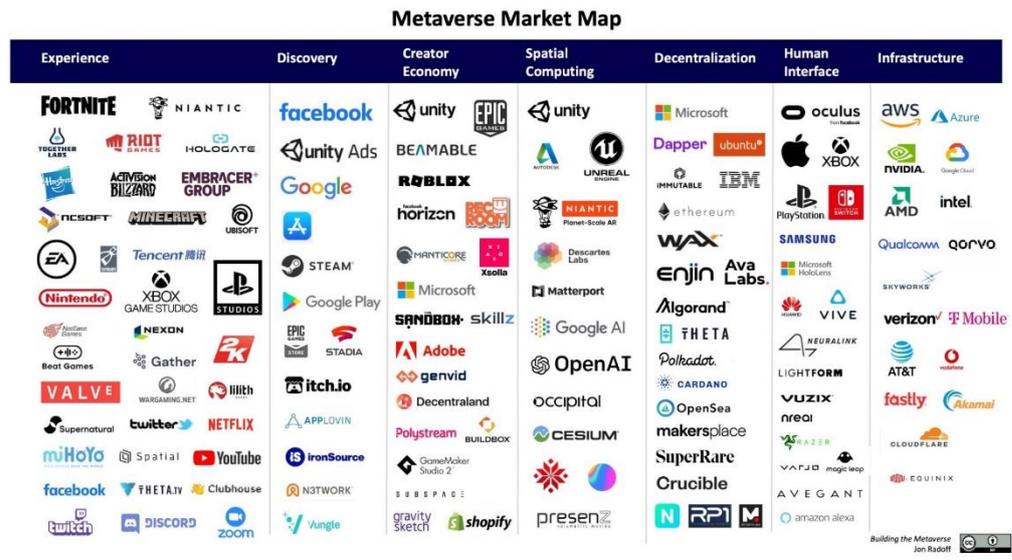
图 10: 元宇宙的核心技术



资料来源：清华大学新媒体研究中心，国元证券研究所

从产业链分布来看，美国社交和移动游戏开发商 Disruptor Beam 的创始人兼 CEO Jon Radoff 将元宇宙生态系统分为七层：1) **体验**：主要为游戏、社交、音乐视频等内容提供商。这部分包括国内互联网头部内容厂商腾讯、网易以及米哈游等。2) **发现**：主要为负责传播的渠道广告商。3) **创造者经济**：主要为内容创作平台和工具，包括设计工具、动画系统、图形工具、货币化技术等。4) **空间计算**：包括引擎和 AI 工具，如 Unity、Unreal 等。5) **去中心化**：搭建分布式结构，主要为区块链技术。6) **人机交互**：作为访问虚拟世界入口的硬件设备。7) **基础设施**：指半导体、材料科学、云计算和电信网络等底层架构。

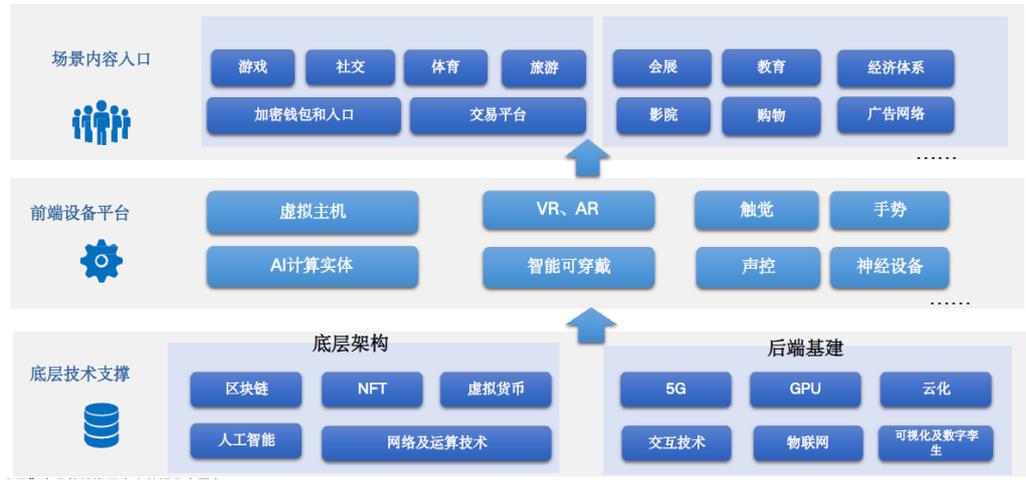
图 11: 元宇宙产业链图谱



资料来源：Medium，国元证券研究所

从厂商布局来看基本可以分为科技巨头、内容型公司、工具型公司以及 UGC 创作平台。科技巨头以微软、苹果、Facebook、腾讯等为代表，通常涉足硬件计算平台、内容生产、社交等多领域；内容型公司以 EA、Take-Two 为主，代表产品包括《模拟人生》、《GTA》等，通过游戏打造真实世界的数字化模拟；工具型公司如 Epic、英伟达、高通等，为元宇宙提供底层工具；UGC 内容创作平台如 Second Life、Roblox、VRChat 等。底层基础设备等有望最早受益，而应用则有望迎来爆发式增长。

图 12：元宇宙应用端的落地需要依靠底层技术以及硬件设备技术的进步

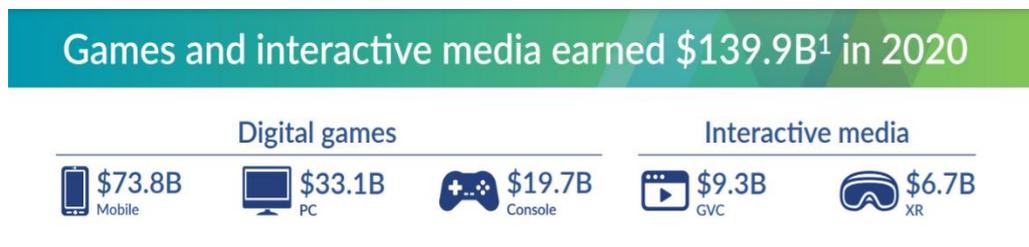


资料来源：清华大学新媒体研究中心，国元证券研究所

2.1 VR 出货量增长迎来拐点，AR 有望迎来 C 端产品落地

2020 年 XR 行业市场规模达 67 亿美元，其中 VR 游戏收入 5.9 亿美元，同比增长 25%，21 年预计达到 7.4 亿美元。从全球来看，据 SuperData 数据显示，2020 年全球数字游戏与互动媒体产业规模达 1339 亿美元，同比增长 11.5%，其中 XR 市场（包括 XR、AR、MR 等产品）共获得 67 亿美元收入，其中 VR 游戏收入达到 5.89 亿美元，同比增长 25%。IDC 预计，2021 年 VR 游戏支出将达到 7.4 亿美元（约合 47.36 亿元人民币），渗透率仍有很大的提升空间。

图 13：2020 年全球数字游戏与互动媒体产业规模



资料来源：Superdata，国元证券研究所

➤ 从硬件端来看

Quest 2 带动 VR 硬件设备出货快速增长，其中一体机占比超八成，是消费级 VR 的主流形态。以 Oculus Quest 2、Pico Neo 3 等产品为代表的 VR 一体机是目前 C 端

市场的主力机型。根据 IDC 数据显示，21 年一季度全球 VR 头显出货量同比增长 52.4%，Oculus Quest 2 及 HTC Vive Focus 等 VR 一体机占主导，Q1 占比达到 82.7%，高于去年同期 50.5% 的份额。其中，中国 VR 头显出货量达到 21 万台，同比增长 32%，其中一体机产品形态占到 VR 头显总量的 72.7%。两家中国品牌 DPVR 和 Pico 出货量分列二、三位，同比分别增长 108.6% 和 44.7%，中国的 VR 品牌已将用户从 3DoF 过渡到了更加沉浸的 6DoF。PC VR 则主打 B 端市场以及高端玩家，21 年上半年有惠普 Reverb G2 眼动追踪版和 HTC Vive Pro 2 两款 PC VR 头显发布，售价 1000 美元起。分体式 VR 则定位于手机周边附件，主打观影、投屏和 3 DoF 游戏功能。

表 3：主要 VR 硬件产品参数对比

产品	Oculus Quest 2	HTC Vive Pro 2	HTC Vive Focus 3	Pico Neo 3	arpara 5K 头显
处理器	高通骁龙 XR2	-	高通骁龙 XR2	高通骁龙 XR2	-
产品形态	一体机	PC VR	一体机	一体机	分体式
显示					
屏幕	FAST-LCD	FAST-LCD	FAST-LCD	FAST-LCD	Micro-OLED
分辨率	4K	5K	5K	4K	5K
刷新率	72Hz/90Hz	90Hz/120Hz	90Hz	90Hz	120Hz
光学					
光学方案	菲涅尔透镜	菲涅尔透镜	菲涅尔透镜	菲涅尔透镜	短焦
视场角	92°	120°	120°	98°	95°
IPD	58、63、68mm 三档	57-72mm	57-72mm	58/63.5/69mm 三档	56-72mm
头部		6DoF	6DoF	6DoF	3DoF
交互					
手柄		6DoF	6DoF	6DoF	-
追踪方案	inside-out	outside-in	inside-out	inside-out	-
存储					
RAM	6G	-	8G	6G	-
ROM	128/256GB	-	128GB	128/256GB	-
操作系统	安卓	-	-	安卓 10.0	-
重量	503 克	754 克	785 克	390 克	200 克
官方定价	299\$/399\$	6888 元起	9888 元起	2499/2999 元	3999 元

资料来源：VR 陀螺，国元证券研究所

AR 产业因产品形态和价格尚未达到消费级水平，目前以 B 端业务为主，未来苹果等巨头 AR 产品的面世或将推动 C 端市场落地。目前 AR 技术的难点在于影像和显示的融合交互，包括精确场景的理解、重构和高清晰度以及大视场的显示技术。预计随着光波导镜片、MicroLED 微显示屏幕的良率和量产问题被突破，AR 眼镜在功耗、提及、重量和视场角等方面会有大幅的改善和提升，更接近普通眼镜形态。现阶段来看，AR 消费级产品进入 C 端市场，仍需要苹果、微软等巨头新硬件出现的推动。苹果 AR 产品或将于明年面世，有望进一步推动 AR 产品在 C 端市场的落地。

表 4：2020 年部分新发布 AR 眼镜

产品	Vuzix M4000	钉钉 Nreal Light AR	酷派 Xview	影创鸿鹄	爱普生 BT-40	亮亮视野 Leion Pro
处理器	高通骁龙 XR1	高通骁龙 845	高通 Wear2500	高通骁龙 XR2	-	-
产品形态	一体式	分体式	一体式	分体式	分体式	分体式
显示						
屏幕	DLP	硅基 OLED	Lcos	-	硅基 OLED	硅基 OLED
刷新率	854x480	-	640x400	1920x1080	1920x1080	640x400
类型	光波导	复合光导	光波导	BirdBath	自由曲面	光波导
光学						
单 / 双目	双目	双目	单目	双目	双目	双目
视场角	28°	52°	26°	52°	34°	30°
追踪定位	3DoF	6DoF	-	6DoF	-	6DoF
操作系统	安卓	-	安卓	BlueCat	-	-
重量	-	88 克	78 克	85 克	95 克	90 克
官方定价	2499\$	10999 元	2999 元	-	-	4599 元
发布日期	2020/1/9	2020/6/17	2020/7/28	2020/10/19	2020/11/22	2020/12/29

资料来源：VR 陀螺，国元证券研究所

21 年二季度 Facebook、微软分别以 75%、29% 的市场份额位于 VR/AR 硬件市场出货量首位。全球市场方面，2021 年第二季度，VR 硬件市场中 Facebook 以 75% 的市场份额占据首位，出货量约为 160 万台，同比增长 351%。主要是受到 Oculus Quest 2 产品的推动，自产品发布以来，出货量和普及度均为 VR 类产品产生以来的一款现象级产品。部分是由于去年同季度供应链问题导致基础较低。Pico 排名第二，继续巩固其作为 Oculus 在消费和商业领域替代品的地位。AR 硬件市场中微软以 29% 的市场份额位于第一，出货量接近 2 万台，同比增长 26%，主要为 HoloLens 2 产品销量推动，Shadow Creator 则在中国市场的持续增长，市占率提升至 13%，同比增长 50%。

表 5：主要 AR/VR 厂商 21Q2 出货量市场份额

AR 硬件厂商	市占率	yoy	VR 硬件厂商	市占率	yoy
Microsoft	28.8%	+26.1%	Facebook	75.0%	+351.4%
Mad Gaze	21.9%	-30.3%	Pico	6.0%	+53.0%
Shadow Creator	13.0%	+50%	DPVR	5.7%	+50.6%
RealWear	9.4%	+58.9%	HTC	4.5%	+205.5%
Epson	7.2%	-11.0%	HP Inc	2.7%	+2202.6%
Others	19.7%	-11.3%	Others	6.0%	-63.20%
合计	100.0%	0.8%	合计	100.0%	+136.4%

资料来源：IDC，国元证券研究所

10 月份，VR 头显产品中 Oculus 以 61.15% 的份额仍然占据首位，Valve 以 17.3% 排名第二，HTC Vive 以 13.68% 排名第三位。总体来看，Oculus 依靠 Quest 2 和 Oculus rift s 等产品，份额处于绝对领先地位且由于 Q4 是销售旺季，有持续扩大份额的趋势。此外，Quest Pro 明年将迎来更新，全新的产品更加轻薄，同时增加了眼动追踪和面部追踪功能，有望持续提高 Oculus 的份额占比。

图 14: Steam 平台 VR 头显品牌份额

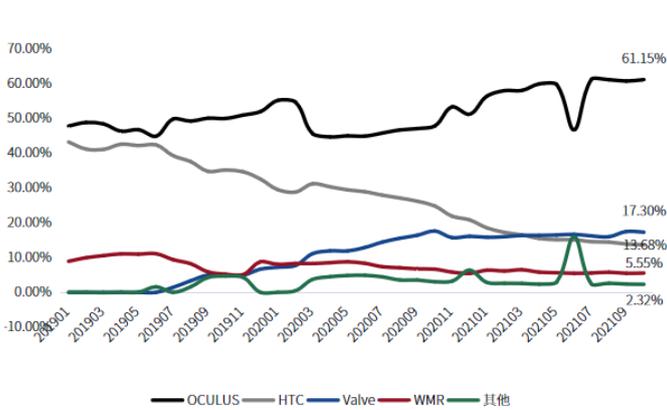
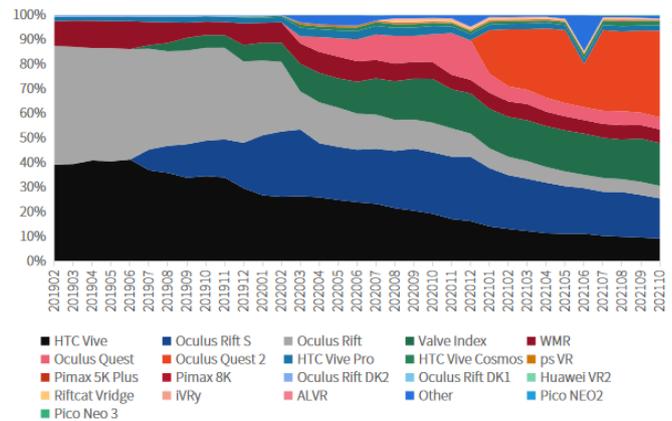


图 15: Steam 平台 VR 头显活跃用户占比



资料来源: VR 陀螺、Steam, 国元证券研究所

资料来源: VR 陀螺、Steam, 国元证券研究所

根据 IDC 预计, 2021 年全球市场 VR 头显预计出货 837 万台, 其中中国市场 2021 年 VR 头显预计出货 143 万台。短期内由于供应端的制约, 众多厂商在今年将面临零部件短缺的压力。长期来看, VR 头显市场将保持快速增长, 预计 VR 头戴设备的出货量将从 2020 年的约 500 万台增加到 2025 年的超过 2800 万台。AR 头戴设备出货量预计将从 2020 年的约 30 万台增加到 2025 年的 2100 万台。未来五年的复合增长率分别为 69.4%、109.9%。

图 16: 2021-2025 年全球 VR 市场出货量预测

图 17: 2021-2025 年中国 AR/VR 市场出货量及增长预测



资料来源: IDC, 国元证券研究所

资料来源: IDC 中国, 国元证券研究所

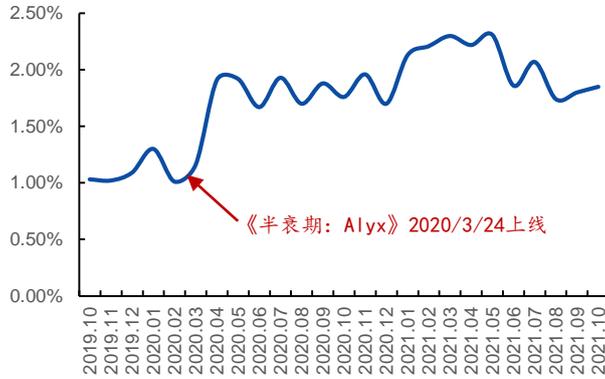
➤ 从内容端来看

优质内容对硬件设备销量提振明显。Valve 于 2020 年 3 月 24 日推出的 3A 级 VR 游戏《半衰期: 爱莉克斯》, 上线首日玩家人数最高达 42858 人, 游戏的强交互感给 Valve 的 VR 设备带来了协同效应。根据 PlayTracker 数据测算, 《半衰期: 爱莉克斯》的预售数量超过 30 万份, 其中有 11.9 万用户同时购买了配套的 Index 设备。2020 年 4 月, Steam 平台 VR 头显用户占比达到 1.91%, 相较于此前有明显提高。

从关系上来看, 元宇宙与 XR 硬件会相互推动形成良好的循环: 元宇宙概念相关游戏

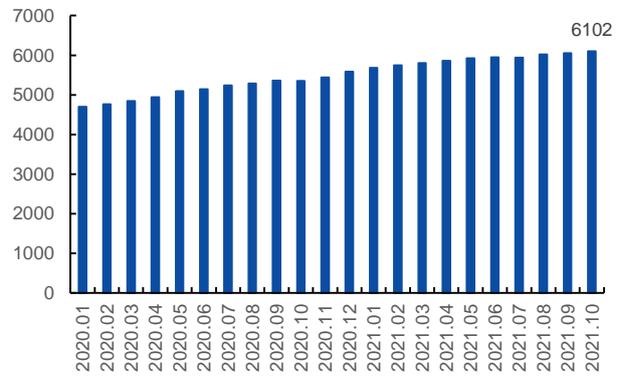
社交应用的繁荣会从内容丰富性上推动硬件发展，另一方面，硬件更广泛的消费端普及可以使得内容参与者参与到元宇宙的生态建设中。

图 18: 2019.10-2021.10 Steam 平台 VR 头显占比变动



资料来源: VR 陀螺, Steam, 国元证券研究所

图 19: Steam 平台支持 VR 应用数量



资料来源: 青亭网, 国元证券研究所

从 C 端应用来看, 游戏是元宇宙当前最先落地的应用场景。VR 游戏的高沉浸感以及游戏内独立完整的世界观构建、开放世界式的内容构建与元宇宙概念内核相近。后续有望朝着三个方向持续演进: 一是高拟真度。目前无论是 PC、主机以及手机等屏显设备的拟真度都相对有限, 而基于视场角、3D 视觉交互等根本性优势, XR 设备技术进步有望给 Metaverse 拟真度带来质变。二是可触达性。超 3A 游戏对于硬件有较高的要求, 而运算和显示分离的云游戏技术有望降低高品质超 3A 游戏的硬件门槛。三是可延展性。高品质 3A 游戏内容的生产速度很难超过玩家的内容消耗, 只有 Metaverse 平台不断自我进化, 所有人作为创作者探索内容生态, 才有希望让玩家能够长期驻留。元宇宙构想中的内容不仅只限于游戏。未来, 元宇宙将从游戏、社交出发辐射到包括娱乐、消费、教育医疗、体育等更多场景, 提供一个将虚拟体验和服务的集中化平台并不断收敛这些服务。

图 20: Roblox 内的内容创作



资料来源: Roblox, 国元证券研究所

图 21: Minecraft 内还原搭建现实建筑场景

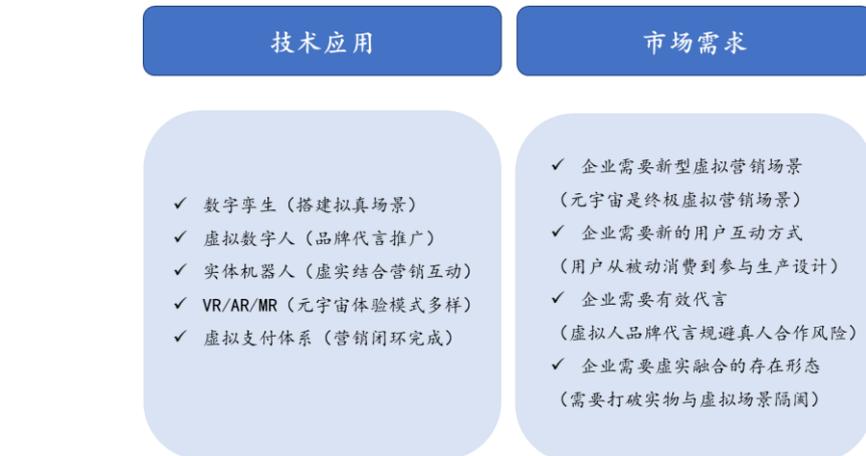


资料来源: Minecraft, 国元证券研究所

从 B 端应用来看, 企业元宇宙旨在实现产业生产的虚拟化。落地场景包含矿业生产、仓储、航空、营销等, 通过裸眼的视角完成虚拟世界的重构。在工业互联网端, 可以

实现现代企业智能制造与数字孪生的全面升级，成为智慧化、无人化异地协同的生产力工具，打造万物互联的工业元宇宙。在虚拟空间里可以还原各类工业设备、厂房及作业环境，用于模拟仿真验算、辅助生产决策、模拟培训、远程操作等。以真实数据驱动虚拟场景，实现了跨物理跨空间的数字孪生具象化，实现虚拟现实技术融合应用到工业产业的生产力工具。

图 22：企业元宇宙的市场需求



资料来源：清华大学新媒体研究中心，国元证券研究所

2.2 海内外厂商加速元宇宙领域相关布局

Meta：收购 Oculus，软硬件协同打造生态平台

2014 年 3 月，Meta 以 20 亿美元收购 Oculus，围绕硬件搭建多元内容生态，逐步打开 VR 场景空间。在硬件方面，除 Oculus 之外 Meta 收购了多家计算机视觉、交互传感、音效等技术公司，组建硬件设备，之后通过不断迭代产品技术，快速投入市场测试，在推出首款性价比一体机产品 Oculus Go 后，逐渐形成以一体机为主的设备发展方向。2020 年 10 月推出的 Quest 2 发售数月销量已超前几代产品销量总和，11 月 Quest 2 芯片供应商高通公司 CEO 在直播中表示 Quest 2 销量预计达到 1000 万台。根据 IDC 数据，2021 年二季度，Meta 以 75% 的市占率排名 VR 厂商出货量首位，同比增长 351.4%。

表 6：Oculus 主要产品

产品	Oculus Rift CV1	Oculus Go	Oculus Quest	Oculus Rift S	Oculus Quest 2
处理器	-	高通骁龙 821	高通骁龙 835	-	高通骁龙 XR2
产品形态	PC VR	一体机	一体机	PC VR	一体机
分辨率	2160x1200	2560x1440	1440x1600（单眼）	2560x1440	4K
屏幕	OLED	LCD	OLED	LCD	LCD
交互	-	3DoF	6DoF	6DoF	6DoF
重量	380g	280g	571g	563g	503g
价格	300\$	199\$	400\$	399\$	299\$起
上市时间	2016-3	2018-5	2019-5	2019-5	2020-10

资料来源：VR 陀螺，国元证券研究所

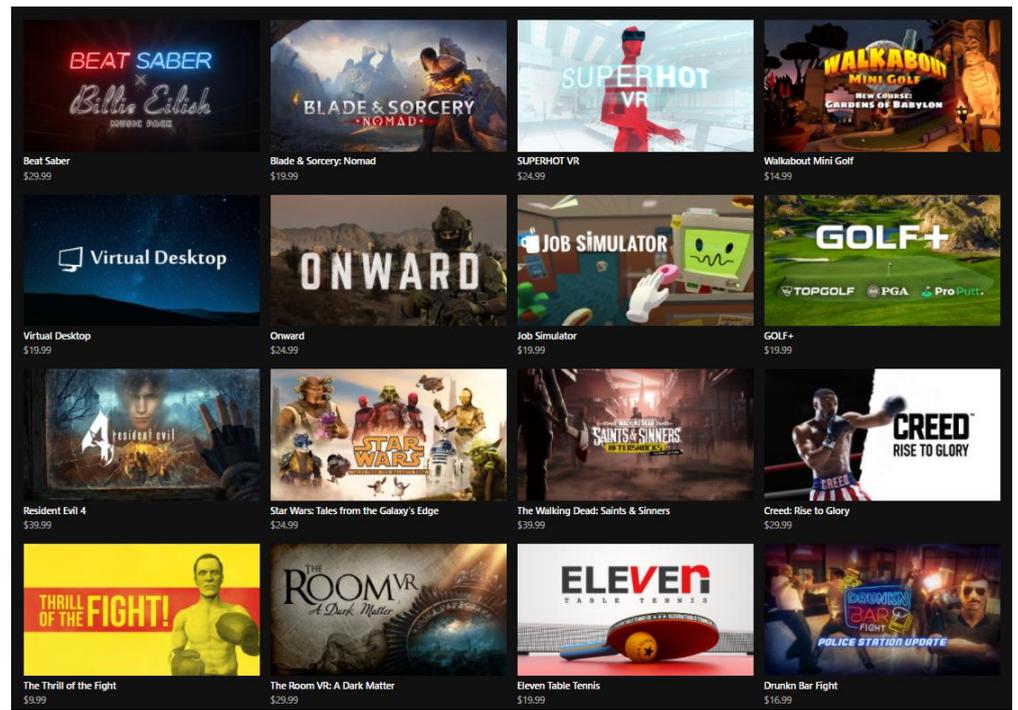
表 7: 主要 VR 厂商 21Q2 出货量市场份额

排名	VR 硬件厂商	市占率	yoy
1	Facebook	75.00%	351.40%
2	Pico	6.00%	53.00%
3	DPVR	5.70%	50.60%
4	HTC	4.50%	205.50%
5	HP Inc	2.70%	2202.60%
6	Others	6.00%	-63.20%
合计		100.00%	136.40%

资料来源: IDC, 国元证券研究所

软件方面, Meta 加大游戏领域布局, 先后收购 Beat Games、Sanzaru Games 等多家游戏开发商。据官方数据显示, Quest 上平台已经有超过 60 款游戏的收益超过了 100 万美元, 热门 VR 音游《Beat Saber》Quest 单平台营收已达 1 亿美元。

图 23: Meta Quest 平台畅销游戏排行榜



资料来源: Meta Quest, 国元证券研究所

后续产品方面, 大型开放世界游戏《GTA: SA》VR 版将在 Quest 2 首发, 多人 FPS 游戏《After The Fall》将于年底上线 Quest 等 VR 平台, 开发商 Vertigo Games 宣布将会与 Meta 合作推出多款 VR 游戏新作。公司现实实验室研究团队也在开发触觉手套, 能够在虚拟世界中再现一系列感觉, 包括纹理、压力和振动等。

图 24：即将上线 Quest 平台的 VR 游戏



图 25：Meta 研发的触觉感知手套



资料来源：公开资料，国元证券研究所

资料来源：公开资料，国元证券研究所

除游戏应用外，后续 Meta 将利用 Oculus 接入各类虚拟场景，包括社交、教育、商务等，占据 VR 消费级市场主动。今年初公司宣布目前有近 1 万名员工从事与 VR/AR 相关的工作，约占 Meta 全球员工总数的五分之一。从今年第四季度起，公司会将 Facebook Reality Labs 的财报单独列出，包含与 VR/AR 硬件、软件和内容相关的成效和投资规模，将 VR/AR 领域布局提升至战略级高度，公司 21 年在 XR 领域的总投资额将超过 100 亿美元，并计划明年推出独立的高端设备线 Project Cambria，来弥补在高端市场的缺位。

微软：AR 领域切入，聚焦企业元宇宙

2010 年微软推出 Kinect 作为 Xbox 360 主机的操控外设，是当时第一款内置机器学习技术的消费级设备，能识别空间信息以及人物的移动信息，把用户的手势、姿态转变为输入指令。虽然产品于 2017 年 10 月停产，但 2015 年 1 月，微软推出承接 Kinect 技术的代表性硬件 HoloLens 头显，售价 3000 美元，2017 年进入中国市场，并于 2019 年推出 HoloLens 2。根据 IDC 数据，21 年二季度全球 AR 硬件市场中，微软出货量接近 2 万台，同比增长 26%，并以 29% 的市场份额位于第一，主要为公司继续积极推动 HoloLens 2 产品销售。预计至 2025 年，AR 出货量将有 20 年约 30 万台增加至 2100 万台。

表 8：主要 AR 厂商 21Q2 出货量市场份额

排名	AR 硬件厂商	市占率	yoy
1	Microsoft	28.80%	26.10%
2	Mad Gaze	21.90%	-30.30%
3	Shadow Creator	13.00%	50%
4	RealWear	9.40%	58.90%
5	Epson	7.20%	-11.00%
6	Others	19.70%	-11.30%
	合计	100.00%	0.80%

资料来源：IDC，国元证券研究所

微软以服务企业需求为核心，提供多种接入元宇宙的工具，重点布局云计算、云服务领域。11月3日，微软2021年Ignite技术大会上，围绕元宇宙推出两款新的软件平台Mesh for Teams和Dynamics 365 Connected Spaces。Mesh for Teams平台结合了Microsoft Mesh的混合现实功能，支持用户自定义形象参加线上会议，允许不同位置的人们通过生产力工具Teams加入协作，召开会议、发送信息、处理共享Office文件等，共享全息体验。该解决方案计划于2022年开始推出。Dynamics 365 Connected Spaces则是提供了一个全新视角，能够让管理者直接通过可视化数据和人工智能驱动模型来了解其检测环境中的情况并及时做出调整，深入了解客户在零售商店、员工在工厂车间等空间内的移动和互动方式，以及如何在混合工作环境中优化健康及安全管理。该产品将于12月发布公开预览版。此外，微软与Meta进一步加深元宇宙领域合作，11月10日宣布将打通Microsoft Team和Workplace，允许用户可以将两个平台之间的内容进行整合。除办公类应用之外，后续微软还将通过Xbox平台开发沉浸式元宇宙游戏。硬件方面，目前研发中的HoloLens 3相较上一代产品进一步升级，在外观上重量预计小于90克，使用2W的功率，并会推出消费者版本。

图 26: Mesh for Teams 平台中用户可以生成自定义形象 图 27: HoloLens 3 将加速消费级 AR 产品落地



资料来源：Microsoft，国元证券研究所



资料来源：Microsoft，国元证券研究所

Roblox: 用户活跃度稳步提升，年龄分布结构持续优化

根据 Roblox 披露的 21Q3 数据显示，Q3 充值流水为 6.38 亿美元，同比增长 28%，DAU 达到 4730 万，同比增长 31%，环比增长 9.5%。用户使用总时长为 111.8 亿小时，增长同比 28.4%，较 2019 年同期增长 3 倍。平均每名日活跃用户在线订阅收入约为 13.49 美元，同比下降 2%。10 月底由于遭遇了约 70 小时的宕机，造成了 2500 万美元损失和 680 万美元赔偿金。在宕机之前 10 月前 27 天平均 DAU 为 5050 万，同比增长 43%，用户参与时长为 32 亿小时，同比增长 41%。前 27 天流水在 1.77-1.79 亿美元，同比增长约 30-34%。预计剔除影响下 10 月份流水为 1.89-1.92 亿美元，收入为 1.77-1.80 亿美元，同比增长约 87-90%。

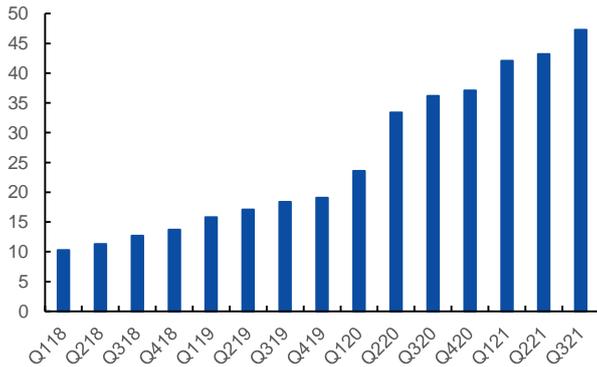
年龄层逐渐上移，亚太地区用户增幅显著。从年龄结构来看，13 岁以上用户占比达到 50.4%，去年为 44.5%。从地区分布来看，亚太区保持快速增长，DAU 和用户时长增速分别达到 75%、89%，占比分别为 20%、22%，是拉动增长的主要驱动力。

三季度完成对 Guided、Humen 和 Bash Video 的收购，加强社交和底层技术布局。

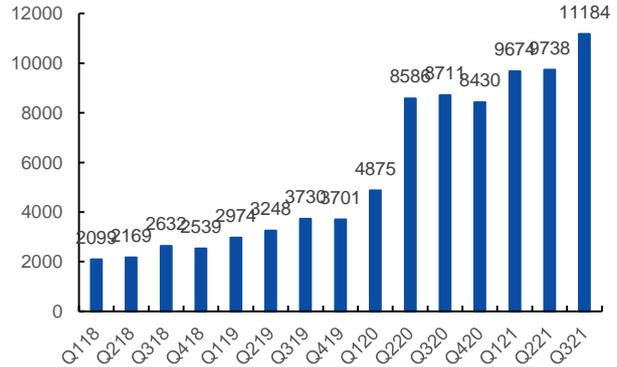
Guided 正在建设一个连接游戏社区的交流平台，主要竞争对手是游戏聊天服务巨头 Discord，用户可以在 Guided 平台上进行文本和语音对话，还允许用户围绕活动和日历组织社区，并且围绕锦标赛设计了大量功能，目前支持包括《英雄联盟》、《堡垒之夜》以及《CS: GO》在内的数百种游戏。Humen 专注于人工技能技术方面的头像创作和动画。Bash 团队则具备丰富的构建开发者社区方面经验，协助 Roblox 社区内容的开发。

图 28: Roblox 全球日活用户数 (百万)

图 29: Roblox 用户时长 (百万小时)



资料来源: Roblox, 国元证券研究所



资料来源: Roblox, 国元证券研究所

英伟达: Omniverse 平台加速元宇宙底层架构持续完善

Omniverse 是英伟达推出的多用户实时协作开放式云平台，用于加快项目设计和生产效率。通过该平台能够将英伟达旗下 GPU、CUDA、实时光线追踪 RTX 技术等所有软硬件技术集中，通过更高效和兼容的方式为构建虚拟世界提供完整全栈式解决方案，成为元宇宙基础底层服务架构的重要工具。在 11 月 9 日的 GTC 大会上，英伟达又推出了 Omniverse Avatar、Omniverse Replicator 为代表的系列新功能与更新，加速推动元宇宙底层架构持续完善。Omniverse Avatar 是生成交互式 AI 虚拟化身的技术平台，能够实时连接语音 AI、计算机视觉、自然语言理解、推荐引擎和模拟方面的技术。Omniverse Replicator 则是合成数据生成引擎，能够生成用于训练深度神经网络的物理模拟合成数据。

图 30: Omniverse 平台集中多个技术

图 31: 虚拟化 AI 助手平台——Omniverse Avatar



资料来源: 英伟达, 国元证券研究所



资料来源: 英伟达, 国元证券研究所

字节跳动：收购国内头部 VR 硬件厂商 Pico，加速元宇宙布局

字节通过收购和投资加强元宇宙软硬件布局。硬件方面，2021 年 8 月收购了国内头部 VR 硬件厂商 Pico，Pico 于今年 5 月发布新一代 VR 一体机 Pico Neo3，在各项硬件参数及定价方面已和 Oculus Quest2 相接近。根据 IDC 数据，21 二季度 Pico 排名 VR 硬件出货厂商第二位，同比增长 53%，市占率为 6%。收购后 Pico 将并入字节的 VR 业务线，整合字节的内容资源和技术能力，加大产品研发和开发者生态的投入，Pico 也有望借助字节跳动强大的软件以及生态能力来壮大 VR/AR 软硬生态。

内容方面，2021 年 4 月，字节出资 1 亿元投资代码乾坤，代码乾坤对标 Roblox，基于其自主研发的互动物理引擎技术系统，推出 UGC 创作平台《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，可以支持用户自由创作模型、物理交互效果和玩法，组成游戏作品，并将自创的玩法、模型素材和成品游戏在重启世界社区或商店发布，供其他开发者或玩家使用。

图 32: Pico Neo 3

图 33: UGC 平台重启世界



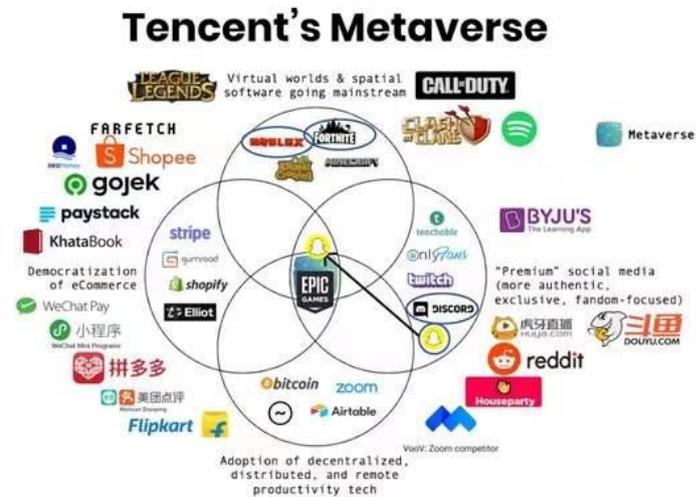
资料来源：Pico，国元证券研究所

资料来源：重启世界，国元证券研究所

腾讯：强化娱乐+内容+社交优势，未来打造全真互联网

围绕娱乐、内容和社交等领域，腾讯通过收购和投资不断扩大优势。早在 2012 年 6 月，腾讯出资 3.3 亿美元投资 3D 内容及 AR/VR 内容开发引擎 Unreal Engine 的开发商 Epic Games，旗下拥有《堡垒之夜》，腾讯持股 40%。2020 年 2 月，腾讯参与投资了 Roblox，后者于 21 年 3 月在纽交所上市。同类型公司还有迷你玩科技，迷你玩采用自研 3D 体素引擎，旗下游戏《迷你世界》的核心玩法是通过线上堆积木的方式，引导玩家创作虚拟作品，目前月活超过 1 亿，核心玩家为青少年。社交领域方面，全资子公司 Image Frame Investment 持有社交软件 Soul 的 49.9% 股份、拥有 25.7% 的投票权。Soul 主要以虚拟身份、基于兴趣图谱社交、去中心化分发等为用户打造一个充满游戏化的元宇宙社交场景。

图 34：腾讯元宇宙相关布局



资料来源：竞核，国元证券研究所

我们认为，目前元宇宙依然处于游戏等场景应用逐步扩展到其他应用范围的早期探索阶段，相关技术和内容尚待成熟，但软硬件巨头加速布局将推动行业快速发展。从技术看，5G 普及率提升、AI 以及云计算力提高以及区块链、NFT 等应用范围扩大为元宇宙提供了技术基础；从硬件看，消费级 VR/AR 设备迎来快速增长，根据 IDC 数据显示全球 VR 设备出货量预计明年增至 1000 万台以上，叠加以《半衰期：爱莉克斯》为代表的优质内容端产出，都将推动高沉浸感和交互感的元宇宙初期生态构建。中长期来看，科技巨头、内容型公司、工具型公司以及 UGC 创作平台等四类公司依托技术优势持续加码对元宇宙产业链各环节积极布局，其中包括围绕硬件和内容综合布局的 Meta、微软、谷歌、苹果、腾讯、字节等大厂；围绕底层技术和工具创新的英伟达、Epic 等；以及围绕优质内容端产出的 Roblox、网易等。

3. 监管：规范市场竞争秩序，期待政策落地后的估值修复

3.1 全域性监管基调延续，政策落地在逐步推进中

加强互联网企业全域性监管，引导行业规范发展。我国互联网发展 20 余年，部分企业利用垄断、虚假信息、窃取用户隐私等不当方式收割红利，带来负面作用。20 年底，中央经济工作会议奠定监管基调，针对行业发展的新业态，强化对互联网行业野蛮生长的管控，核心内容是防止资本和互联网巨头走向垄断与无序扩张。政策部署要围绕完善平台企业垄断认定、数据收集使用管理以及消费者权益保护等三方面制定，兼顾资本方、消费者以及行业竞争对手的利益。此外，对于文娱行业要加强综合治理和内容规范，反对“唯流量论”、加强未成年人保护，引导内容型公司回归优质内容创作。

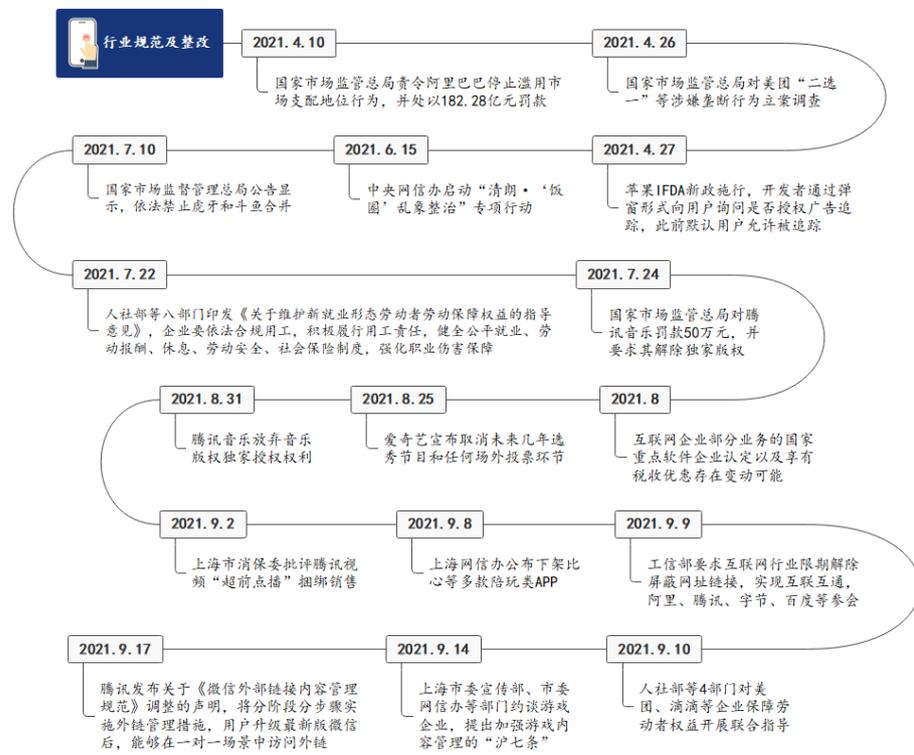
表 9：近期对于反垄断、数据安全、文娱行业综合综合治理的相关政策

适用领域	时间	文件	内容
反垄断	2020. 1. 2	《<反垄断法>修订草案（公开征求意见稿）》	作为新业态的互联网被纳入，新增了互联网经营者市场支配地位认定的相关规定。拟新增认定互联网领域经营者具有市场支配地位还应当考虑网络效应、规模经济、锁定效应、掌握和处理相关数据的能力等因素。
	2020. 11. 10	《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》	对不公平价格行为、限定交易（二选一）、大数据杀熟、不合理搭售等明确界定，重点强调禁止利用市场支配地位、打压竞争者、阻碍创新、损害消费者利益等。
	2021. 8. 7	《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、维护各方合法利益的原则。
	2021. 8. 17	《禁止网络不正当竞争行为规定（征求意见稿）》	订立网络竞争行为一般规范，保证各类营销行为的真实性；利用技术手段实施妨碍干扰及其他方式的不正当竞争，“二选一”、“大数据杀熟”、流量劫持、强制外链等跳转等不正当竞争行为被明确禁止。
数据安全	2021. 6. 19	《中华人民共和国数据安全法》	确立了数据分类分级管理，数据安全风险评估、监测预警、应急处置，数据安全审查等基本制度，明确相关主体的数据安全保护义务。
	2021. 8. 17	《关键信息基础设施安全保护条例》	阐明了关键信息基础设施的范围、运营者应履行的职责，并对未能依法依规履行职责等情况明确了处罚、处分、追究刑事责任等处理措施。
	2021. 7. 10	《网络安全审查办法（修订草案征求意见稿）》	规定掌握超过 100 万用户个人信息的运营者赴国外上市，必须向网络安全审查办公室申报网络安全审查。
	2021. 8. 20	《中华人民共和国个人信息保护法》	明确了个人信息收集和处理过程中的原则，同时对违反规定所承担的法律义务做出了详细界定，如警告、罚款、暂停或终止服务等。
文娱行业	2021. 8. 30	《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》	所有网络游戏企业仅可在周五、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；严格落实网络游戏用户账号实名注册和登录要求。
	2021. 9. 2	《国家广电总局关于进一步加强文艺节目及其人员管理的通知》	加强文娱行业管理，从严整治艺人违法失德、“饭圈”乱象；反对唯流量论，不得播出明星子女参加的综艺娱乐及真人秀节目，选秀类节目要严格控制投票环节设置；抵制高价片酬，严肃惩戒片酬违规、“阴阳合同”、偷逃税行为；加强从业人员管理和行业自律等。
	2021. 9. 14	《关于加强网络文明建设的意见》	加强网络空间思想引领、文化培育、道德建设、行为规范、生态治理以及文明创建。

资料来源：国家市场监督管理总局，国家互联网信息办公室，工信部，国家广电总局，国元证券研究所

在监管精神明确传达下，相关政策法规目前仍处于逐步落地过程中。分阶段来看，已经明确的政策包括：1)“二选一”、“大数据杀熟”等不正当竞争行为被定义为垄断明确禁止，2021年4月分别对阿里巴巴、美团“二选一”等涉嫌垄断行为处以182.28亿罚款以及立案调查；2)人社部等八部门印发《关于维护新业态劳动者劳动保障权益的指导意见》，并对美团、饿了么、滴滴等10家头部平台企业开展联合行政指导，保障灵活用工人员合法权益；3)苹果IDFA新政4月落地，开发者不再默认用户授权广告追踪；4)未成年人防沉迷要求升级，包括强化时长、时段限制以及落实实名制认证；5)《数据安全法》9月开始施行；6)工信部要求互联网平台在9月17日之前按标准解除屏蔽网址链接；7)《个人信息保护法》11月1日起正式施行。即将施行和仍在推进有待全面落实的政策包括：1)互联网企业部分业务的国家重点软件企业认定以及享有的10%的优惠税率存在变动可能；2)整治文娱行业唯流量论乱象，限制选秀类节目等，肃清行业风气；3)互联网金融领域监管。

图 35：近期监管部门对于互联网、文娱行业规范要求及相关整改



资料来源：网信办，国家市场监督管理总局，国元证券研究所

全球加速数字、平台经济反垄断立法以及对互联网巨头企业的调查。全球数字经济蓬勃发展背景下，针对新业态发展，国际国内均加速针对互联网行业的反垄断立法，强化科技平台监管。2020年底至今全球多家科技巨头受到到反垄断调查。2020年10月，美国众议院颁布《数字化市场竞争状况调查报告》，当月司法部对谷歌提起反垄断诉讼，指控其在搜索引擎和线上广告领域妨碍竞争。此后，Facebook、亚马逊、苹果等互联网企业陆续在美国、欧洲乃至全球范围内受到反垄断指控。

表 10：美国、欧洲加速对于数字、平台经济反垄断监管

时间	事件
2020.10.6	美国众议院颁布《数字化市场竞争状况调查报告》
2020.10.20	美国司法部对谷歌提起反垄断诉讼，指控其在搜索引擎和线上广告领域妨碍竞争
2020.12.9	美国联邦贸易委员会和 48 州及地区对 Facebook 提起反垄断诉讼
2020.12.15	欧盟委员会颁布《数字服务法》、《数字市场法》
2021.5.25	美国华盛顿哥伦比亚特区对亚马逊发起反垄断诉讼
2021H1	欧盟对谷歌、苹果、Facebook、亚马逊开展反垄断调查

资料来源：Mob 研究院，国元证券研究所

3.2 互联互通松动平台生态封闭，或将利好公平竞争

工信部要求限期解除外链屏蔽，微信初步开放一对一外链，互联网生态封闭松动。7月26日工信部在前期 APP 专项整治基础上开展专项整治行动，重点包括整治恶意屏蔽网址链接和干扰其他企业产品或服务运行等问题。9月9日下午，工信部等部门召开“屏蔽网址链接问题行政指导会”，提出关于即时通信软件的合规标准，要求各平台在9月17日需前按标准解除屏蔽。

2021年9月17日，腾讯发布关于《微信外部链接内容管理规范》调整的声明。针对工信部对外链管理提出的专项指导意见，微信将落实“以安全为底线”的互联互通，基于遵守相关法规、保护数据隐私、避免过度营销、以用户为本的原则下，将分阶段分步骤实施外链管理措施，第一阶段将于9月17日起开始执行，具体内容包含：(1) 在确保信息安全的前提下，用户升级最新版本微信后，可以在一对一聊天场景中访问外部链接；(2) 为用户提供自主选择权。群链接因涉及广大接收方用户，将继续开发功能便于用户自主个性化选择。(3) 设立外链投诉入口，用户可以举报违法违规外链。平台将按照相应规则处理，并对外链提供平台的管理有效性设立信用分级。在9月17日之后，QQ上的淘宝、抖音链接已经可以直接跳转。11月29日，微信更新说明，在点对点聊天中可以直接访问外部链接，并在群聊场景下实行开放电商类外部链接直接访问功能。对于平台而言，吸收第三方业务有助于充实现有生态系统，进一步挖掘数据红利，提升算法和平台整体运营效率。同时，实现互联互通为消费者增加了选择范围，提供更便利的操作。

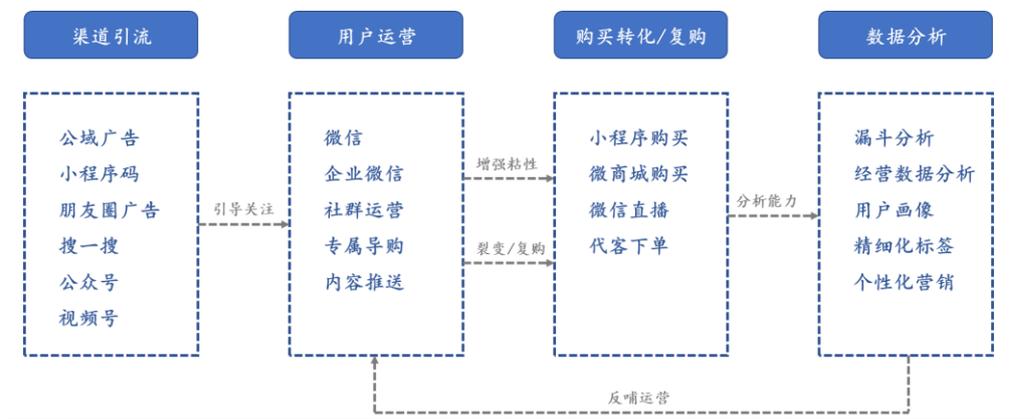
➤ 流量互通有助于品牌公私域流量打通，实现交易到流量的完整闭环

腾讯开放一对一外链，私域流量池入口进一步放开，电商平台有望打通公私域流量，实现从种草到交易下单全链路闭环。私域流量兴起，品牌方对于流量把控和精细化运营提出了更高的诉求，公域平台的私域流量不仅可以帮助品牌主进行精细化营销，又能够沉淀为公域平台资产，从而实现共赢，而微信作为社交平台天然具有私域流量营销优势，能够实现对于用户的随时反复触达。例如，拼多多、京喜等电商以及瑞幸等品牌基于微信流量通过发放物质奖励鼓励用户进行社交传播，实现用户裂变增长并积累私域流量进行转化完成交易闭环。

用户端来看，可以通过小程序码、朋友圈广告、搜一搜、公众号、视频号的方式将用户引流到品牌私域，再进行社群运营以及定期推送内容增强用户粘性，最后通过小程序、微店以及直播等方式实现购买转化从而完成交易闭环。品牌端来看，企业可以借

助企业微信在信息安全、工具组件以及管理协同优势运营和管理用户，并通过用户行为数据分析反哺优化运营流程，双向赋能品牌主与用户。微信号、微信群以及公众号是微信主要的流量池，目前腾讯放开一对一外链，有望为淘宝、抖音进一步打开新的私域流量入口。

图 36：2021 年微信私域流量营销



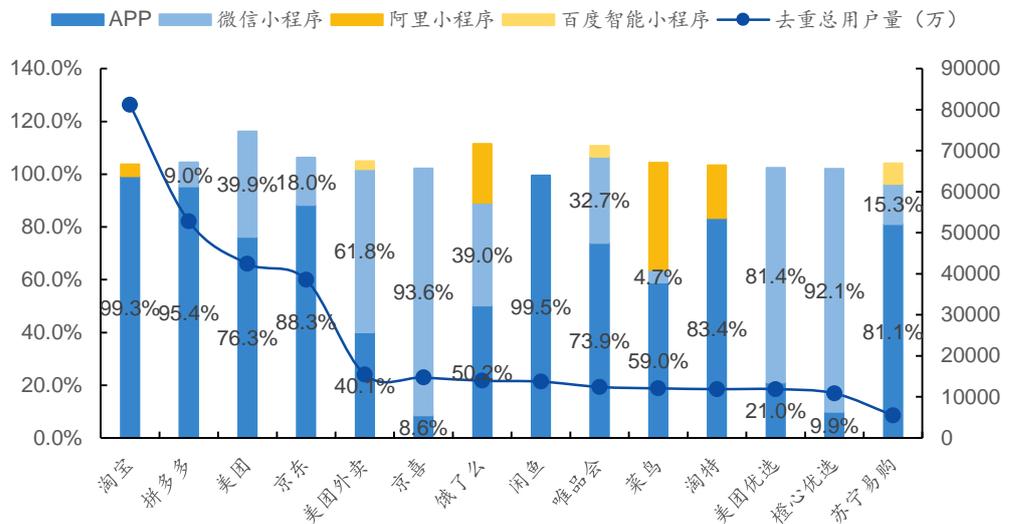
资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

➤ 平台有望获得流量增量，腾讯或可扩大支付市场份额

从生态特点来看，腾讯依托社交的基本盘构成主要流量来源。2021Q2，微信和 QQ 的 MAU 分别达到 12.51 和 5.91 亿，积累了庞大的社交流量池，同时强网络效应带来用户高留存率。腾讯依托优质社交流量逐步拓展游戏娱乐、生活服务等内容向领域，强化变现途径。阿里巴巴核心流量来自于电商平台。淘宝/天猫以及支付宝贡献阿里主要的用户基数，但相较于社交流量来说交易类用户的时长和用户粘性较低。阿里基于电商和支付体系的高覆盖率的基础上扩展内容娱乐、本地生活以及 2B 端等业务的布局，提升用户留存。

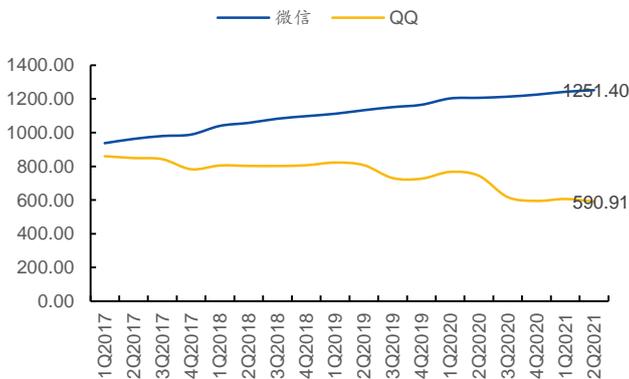
腾讯生态如果进一步放开对于阿里系产品的限制，有望为阿里生态提供更多用户增量，提升用户的消费时长和消费频次。从 2021 年 5 月主要互联网移动购物/生活服务行业 APP 的全景流量分布类比来看，头部 APP 里微信小程序渠道占比中，拼多多占比达到 9%，美团达到 39.9%，京东达到 18%，京喜作为京东旗下特价购物平台，占比达到 93.6%，而阿里系接入小程序的饿了么占比则达到 39%，小程序占比可观。

图 37：2021.5 主要移动购物/生活服务行业 APP 全景流量规模及占比分布



资料来源：Questmobile，国元证券研究所

图 38：微信/QQ 分季度 MAU 变动



资料来源：公司财报，国元证券研究所

图 39：主要 APP 微信小程序渠道 MAU 及渗透率

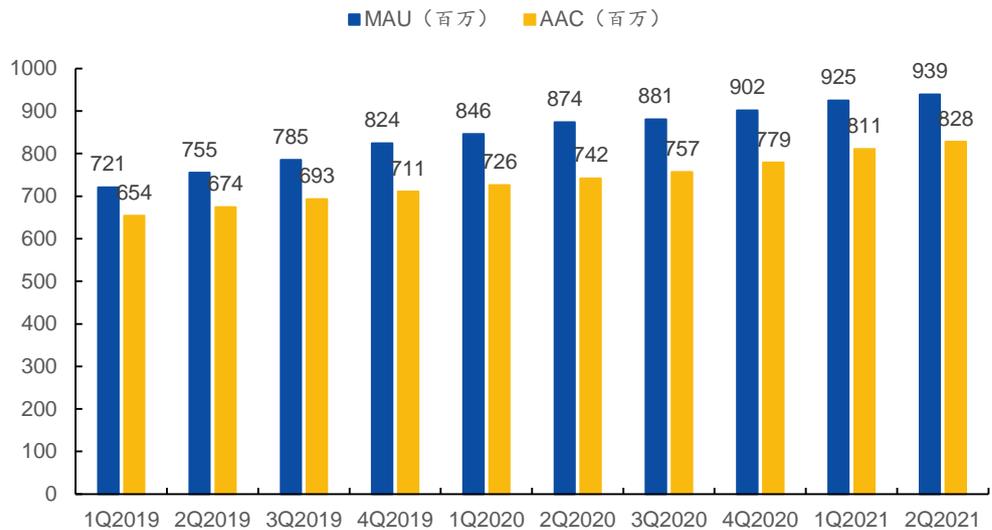


资料来源：公司财报，Questmobile，国元证券研究所

注：微信月活数以腾讯 21Q2 财报公布数据计算

根据阿里巴巴 2021Q2 财报披露数据显示，中国零售市场年度活跃消费者（AAC）达到 8.28 亿，其中淘特贡献新增量 1000 万。中国零售市场月活用户（MAU）达到 9.39 亿，环比增加 1400 万。对比微信小程序渠道对美团、京东以及饿了么 5% 以上的用户渗透率来看，逐步放开微信生态或将有助于为阿里生态引入黏性更高的用户流量。而阿里的流量更多偏向于交易购物目的，对于腾讯生态的引流效果有限。

图 40: 2019Q1-2021Q2 阿里巴巴零售市场月活用户情况

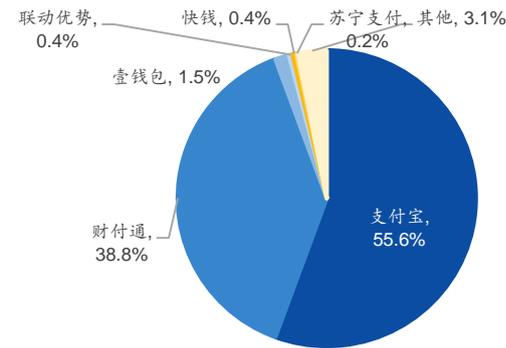
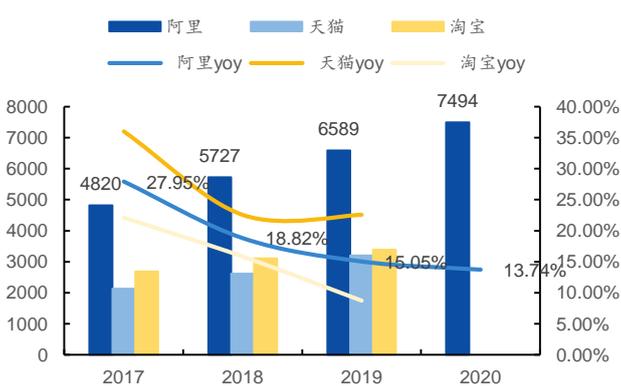


资料来源: 公司财报, 国元证券研究所

淘系产品后续放开微信支付, 或将进一步提升微信在第三方支付市场中的份额。根据财报披露, 2020 年阿里电商 (淘宝+天猫) GMV 总额已经达到 7.5 万亿, 同比增长 13.74%。从第三方支付市占率情况来看, 根据艾瑞咨询数据, 2020Q2 国第三方支付移动支付交易规模中, 支付宝和财付通分列一、二位, 占比分别达到 55.6% 和 38.8%, 合计占比超过九成, 其中支付宝市场份额占优。如果淘系产品能够进一步引入微信支付, 财付通有望从阿里系的交易规模中获得一定增量。但同时, 考虑到阿里体系内购物、支付已经形成自有的生态闭环, 多引入微信支付的体验和功能重合度较高, 实际用户切换支付方式的效果仍具有不确定性。

图 41: 2017-2020 阿里巴巴零售 GMV (十亿) 及增速

图 42: 20Q2 支付宝/财付通在第三方支付市场的占比



资料来源: 公司财报, 国元证券研究所

资料来源: 艾瑞咨询, 国元证券研究所

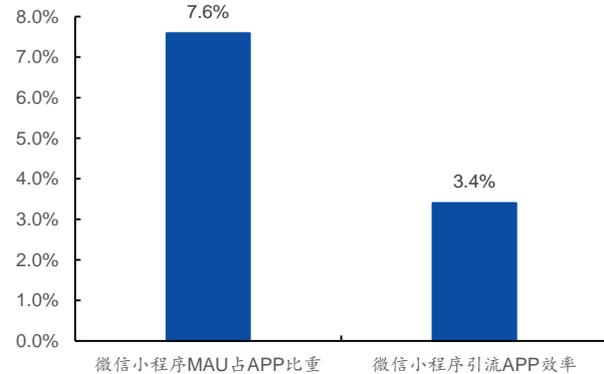
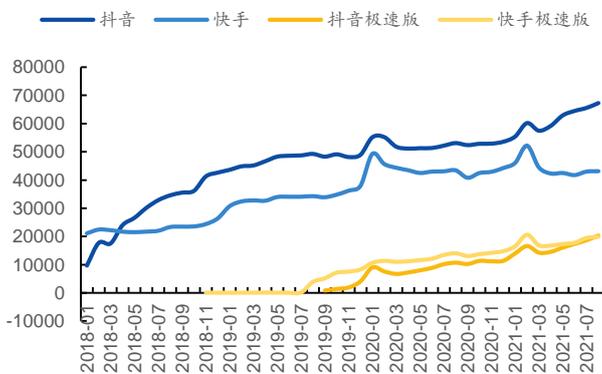
头条系产品通过迎合碎片化娱乐需求的短视频+精准算法推送迅速崛起为新的流量入口。头条系最早通过资讯类 APP 今日头条以及算法推送抓住流量红利, 并在此基础上推出头条号, 并加大扶持创作者力度扩大内容源, 之后通过碎片化娱乐方式短视

频迅速崛起，同时加快出海业务，进一步扩大流量池的积累。在流量基础上，头条产品开始加快变现，一方面将原先各个垂类频道分离出新的 APP，如番茄小说、懂车帝，并通过投资和并购的方式拓展业务领域。另一方面加大对于游戏、电商等业务的投入，完善生态矩阵。

腾讯系与字节系开放生态互通，或将给抖音带来一定用户增量，同时腾讯能够利用短视频用户标签强化效果广告的投放。类比微信小程序对于短视频 APP 快手引流情况来看，2021 年 5 月快手微信小程序 MAU 占 APP 的 MAU 比值为 7.6%，引流效率为 3.4%，具有一定引流效果。同时，生态开放也有望进一步优化腾讯中重度游戏效果广告投放，目前腾讯旗下部分游戏尚不能在抖音大规模投放买量广告，而字节生态能够为腾讯提供不同标签类型的目标用户。

图 43：抖快系短视频 APP 月活用户数（万）

图 44：2021.5 视频类小程序引流 APP 效率



资料来源：Questmobile，国元证券研究所

资料来源：Questmobile，国元证券研究所

注：微信小程序引流 APP 效率=当月小程序与 APP 新用户重合用户数/小程序活跃用户数

4. 游戏板块：监管加速行业精品化，出海和技术升级助力增长

4.1 市场：21 年手游市场规模预计超 2300 亿，行业精品化成果逐步显现

2021 年预计移动游戏市场规模或将超 2300 亿，同比增 9.7%，精品化成为驱动增长主因。2021 年 1-9 月，中国移动游戏收入规模为 1702.41 亿元，同比增长 9.5%。从全年来看，根据伽马数据预测显示，2021 年中国游戏市场实际销售收入预计将超过 2900 亿元，同比增长超 4.1%。其中，移动游戏市场实际销售收入规模有望达到 2300 亿以上，同比增长超 9.7%。从用户规模上看，21H1 中国游戏用户规模达到 6.67 亿，同比增长 1.38%，增长放缓趋势明显。而在疫情带来的居家红利逐渐消退后依然保持正向增长，表明游戏行业近年来持续的精品化升级成果显现，玩法创新、内容表现和工业化制作水平的提升带来高质量产品，强化用户的长线留存和深化付费水平。

图 45：中国移动游戏收入规模



图 46：中国游戏用户规模

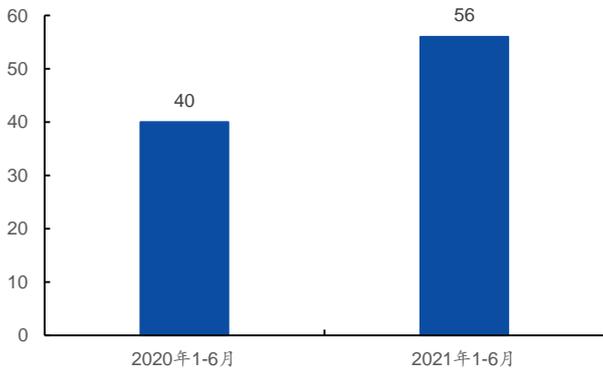


资料来源：伽马数据，国元证券研究所

资料来源：伽马数据，国元证券研究所

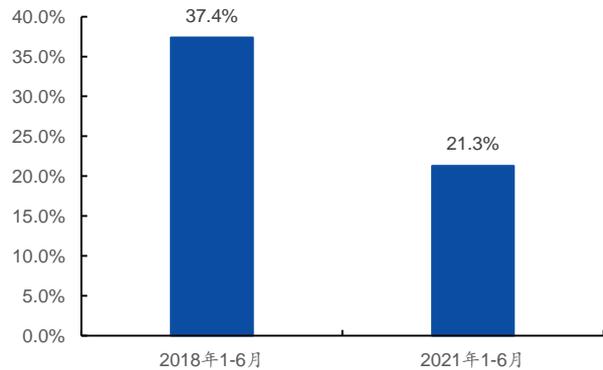
高质量产品拉动付费天花板，新游突围难度加大，深挖细分市场需求或将成为新增长点。2021 年上半年流水超过 5 亿的移动游戏数量达到 56 款，比去年同期提升了 16 款。而从头部游戏流水占比来看，21 年上半年新游流水占比仅为 21.3%，对比去年同期 37.4% 下降 16.1pct。头部游戏流水天花板进一步抬升，但是新游戏突围难度加大，在现有用户需求成熟的品类中厂商和产品格局相对稳定，供给端已经相对饱和，而随着市场对于玩家教育和用户审美的提升，对于产品需求逐渐多元化、差异化，以二次元、开放世界、放置类等为代表的新细分品类将成为下一阶段市场竞争的重点。

图 47：中国流水超 5 亿的移动游戏数量变动（款）



资料来源：伽马数据，国元证券研究所

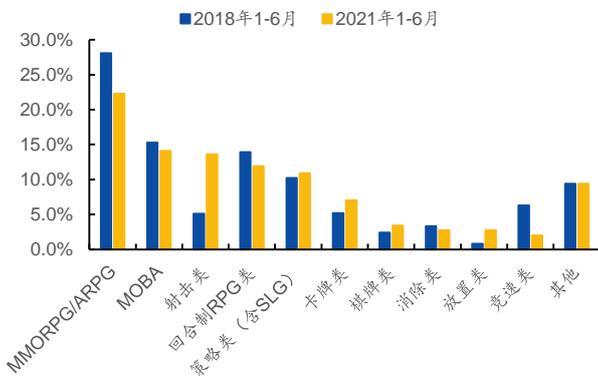
图 48：头部移动游戏新品流水占比情况



资料来源：伽马数据，国元证券研究所

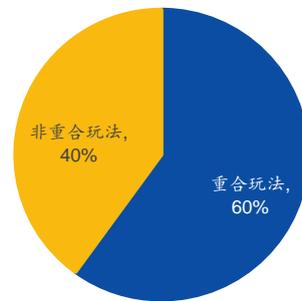
对比 2018 年上半年来看，MMORPG/ARPG、MOBA 以及回合制 RPG 依然是贡献流水的主要品类，头部产品表现稳定并持续迭代新产品，核心用户群体相对稳定。同时，射击类、放置类等新品类快速成长，主要为用户细分需求的持续发展和厂商新品产出数量增加。根据伽马数据，2021 年上半年头部新品中有约四成的玩法标签是近三年新出现的，部分成熟品类游戏也加入了创新向融合玩法。从发展趋势看，成熟品类将依然构成手游市场的基本盘，细分新品类将成为重要的增量来源。

图 49：头部移动游戏玩法类型流水分布



资料来源：伽马数据，国元证券研究所

图 50：2021H1 头部手游新品玩法中有 40%为三年首创



资料来源：TapTap，伽马数据，国元证券研究所

注：重合率指相通筛选标准下，2021 上半年标签中在 2018 年上半年已出现占比

4.2 政策：未成年人防沉迷新规落地，游戏版号审核趋严

政策端来看，未成年防沉迷监管升级，版号供给收紧，驱动行业向规范化、精品化发展仍是长期主线。防沉迷新规和版号收紧是对前期游戏行业监管政策的延续，收严仍是趋势，监管层旨在通过总量控制，引导行业进行品质提升、产品创新，加速长尾产品出清。同时加大对精品游戏研发、游戏出海以及正规电竞赛事活动的扶持力度，保证游戏产业实现健康有序发展，市场从野蛮生长逐渐向规范化过度，具备强自研实力和长线运营能力的头部公司有望进一步深化优势。

表 11：近期游戏行业相关重点政策梳理

时间	文件	部门	主要内容
2020. 10. 17	新修订《未成年人保护法》	第十三届全国人大常委会	增设网络保护专章，网络游戏、网络直播、网络社交等网络服务提供者应针对未成年人使用其服务设置相应的时间管理、权限管理、消费管理等内容。
2020. 12. 16	《网络游戏适龄提示》	中国音像与数字出版协会	该标准是在中宣部出版局的指导下，中国音像与数字出版协会团体标准化技术委员会立项，联合腾讯、网易、人民网等 53 家企事业单位共同编制完成。标准规定了适龄提示标识符，并试行提供了绿色的 8+、蓝色的 12+和黄色的 16+三个不同年龄段标识。
2021. 3. 15	《游戏审查评分细则》	中宣部	启用全新游戏审批体系，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，评分结果直接影响最终的版号发放。
2021. 4. 2	《关于进一步加强中小学生睡眠管理工作的通知》	教育部	各地教育部门要会同相关部门切实加强对学生注册或备案的线上培训网课平台、网络游戏的规范管理，采取技术手段进行监管，确保线上直播类培训活动结束时间不得晚于 21:00，每日 22:00 到次日 8:00 不得为未成年人提供游戏服务。
2021. 4. 5	苹果 IDFA 新政	苹果公司	在 iOS14 中加入一项全新的用户隐私保护政策，此项用户隐私保护政策要求 APP 在首次打开时，向用户弹出提示框询问是否开启 IDFA。
2021. 4. 8	《关于支持海南自由贸易港建设 放权市场准入若干特别措施的意见》	发改委	《意见》提出，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。
2021. 8. 30	《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》	国家新闻出版署	严格限制向未成年人提供网络游戏服务的时间，所有网络游戏企业仅可在周五、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 小时服务，其他时间均不得以任何形式向未成年人提供网络游戏服务；严格落实网络游戏用户账号实名注册和登录要求，不得以任何形式向未实名注册和登录的用户提供游戏服务；
2021. 9. 23	《网络游戏行业防沉迷自律公约》	中国音像与数字出版协会联合会会员单位及相关游戏企业	《自律公约》要求，坚决落实实名认证，必须全面接入国家新闻出版署网络游戏防沉迷实名验证系统。抵制不良内容，不得发布错误引导、诱导消费等内容；游戏企业必须建立健全游戏运营平台的管理机制，游戏电商平台不得以任何形式向未成年人提供账号租赁交易服务。
2021. 9. 30	防止未成年人沉迷网络游戏举报平台正式上线	国家新闻出版署	举报平台专项受理群众关于游戏企业防沉迷相关问题的举报，包括实名认证违规举报、时段时长违规举报、充值付费违规举报等，举报线索一经核实，有关部门将对违规游戏企业进行严厉查处。
2021. 10. 29	《关于进一步加强预防中小学生沉迷网络游戏管理工作的通知》	教育部等六部门	确保网络游戏企业开发导向正确，确保内容优质健康干净，督促网络游戏企业加大内容审核力度；网络游戏企业要严格落实网络游戏用户账号实名注册和登录要求；推动家校协同发力，学校和家长发现学生有沉迷网络游戏、过度消费等苗头迹象，要相互告知，共同进行教育和引导；切实加强对网络游戏企业的事中事后监管问责。

资料来源：国家新闻出版署、音数协游戏工委、发改委、教育部，国元证券研究所

未成年人防沉迷新规进一步收严，规范对于未成年人游戏时长和付费限制。2021年8月30日，国家新闻出版署发布《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》，9月1日开始施行。《通知》要求：1) 所有网络游戏企业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，其他时间均不得以任何形式向未成年人提供网络游戏服务；2) 严格落实网络游戏用户账号实名注册和登录要求。3) 各级出版管理部门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。4) 积极引导家庭、学校等社会各方面共同监督。

新规对于未成年人游戏时段、时长做出更为严格的限制。此前在2019年11月5日，国家新闻出版署发布《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》，其中规定网络游戏企业不得在每日22时至次日8时为未成年人提供游戏服务，法定节假日累计不得超过3小时/日，其他时间累计不得超过1.5小时/日。行业对于监管政策收严已有预期，国家层面的防沉迷实名认证平台已经建成，接入企业达5000多家、游戏超万款，并于9月30日正式上线运行。

从头部游戏企业披露的数据来看，未成年人用户对于流水贡献占比低，新规对于短期业绩影响有限。21Q2腾讯游戏16岁以下未成年人流水占比为2.6%，12岁以下未成年人流水占比为0.3%。2021年上线“零点巡航”功能，并以《王者荣耀》试点率先推出“双减双打三倡议”举措，旗下新游《光与夜之恋》率先施行禁止未成年人用户登录游戏。网易、哔哩哔哩也披露公司18岁以下用户的流水占比不到1%。头部厂商此前对于未成年人保护政策执行相对到位，预计防沉迷新规限制对于流水收入影响有限。

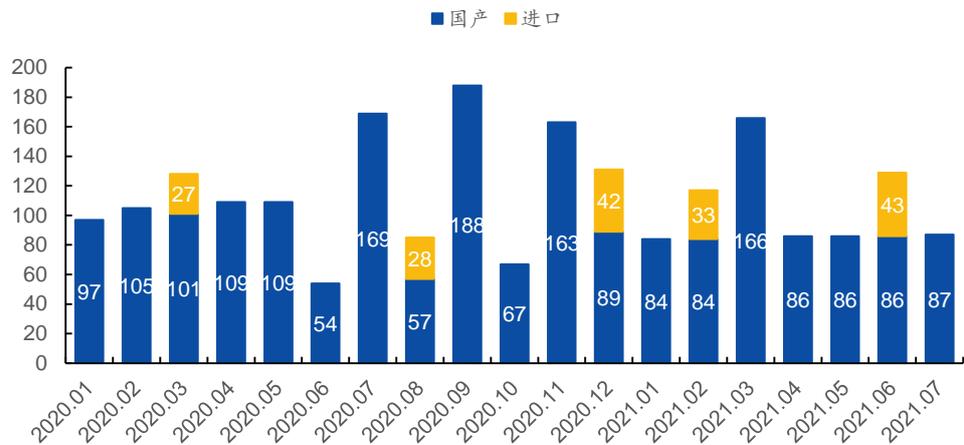
表 12：部分公司未成年游戏收入占比

公司	未成年人流水占比
腾讯	21Q2，16岁以下未成年人流水占比为2.6%，12岁以下未成年人流水占比为0.3%。21年9月国内未成年人游戏流水占比下降至1.1%，去年同期为4.8%；未成年人游戏时长占比下降至0.7%，去年同期为6.4%。
网易	21Q2 未成年人流水占比不到1%
哔哩哔哩	18岁以下用户的收入占比不到1%
完美世界	未成年人收入在总收入中占比极低
三七互娱	国内未成年人充值流水占比低于万分之五
吉比特	雷霆平台（2021.7.30-2021.8.29）未成年人的充值金额占平台总充值金额的比例为0.14%
世纪华通	盛趣自营平台18岁以下注册用户占比0.9%，充值占比0.009%，总流水占比小于0.01%
游族网络	2021年上半年，中国大陆地区未成年用户仅贡献国内市场游戏总流水的0.055%
中手游	21年上半年，未成年玩家国内游戏收入的占比约为0.026%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

供给端来看版号发放数量趋严，五维度评分标准细化审核要求。2021年以来版号发放数量保持相对平稳，月均在80多款左右，但8-11月版署暂未有新的版号下发，总量管理上进一步趋严。

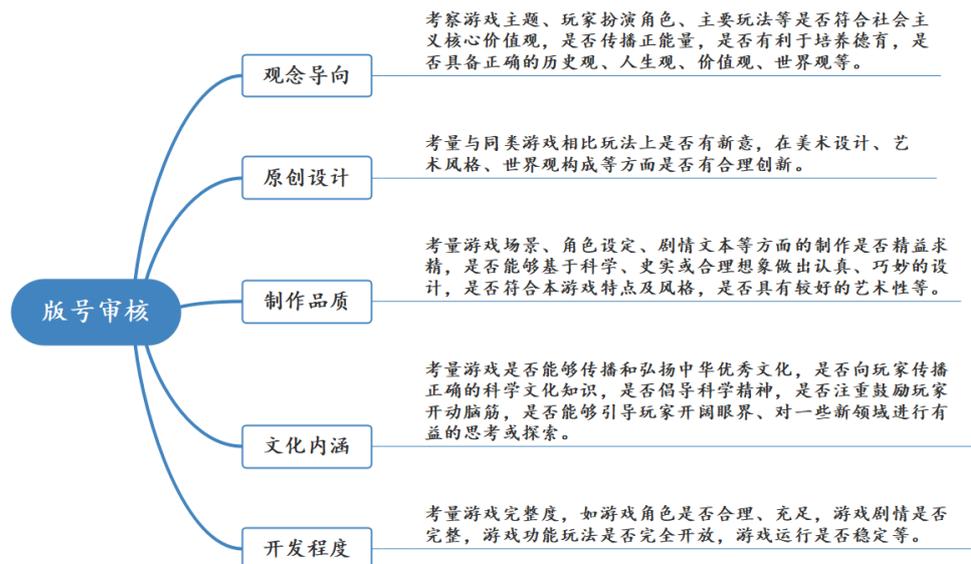
图 51：游戏版号发放情况



资料来源：国家新闻出版署，国元证券研究所

在版号审查标准上，中宣部出版局4月1日起开始试行全新“游戏版号审查评分制”，具体来说，每款游戏完成终审后，将由参与审核的专家对送审游戏品质进行评分。评分方式采取5分制，分别从“观念导向”“原创设计”“制作品质”“文化内涵”“开发程度”5个方面进行评分，5分为最高分，0分为最低分，3分为及格分，任何一项出现0分、游戏一票否决。其中“导向”上存在明显问题的打0分，游戏有明确“扒皮”行为的打0分，可一票否决。评分将影响到游戏是否能获得版号，其中3分以上可予批准，同等条件下优先考虑4分及以上游戏。版号审查评分制度在强化游戏送审要求同时细化评分规则，对于企业打磨游戏质量和游戏内容提供了更加准确规范的参考依据。

图 52：版号审查评分维度



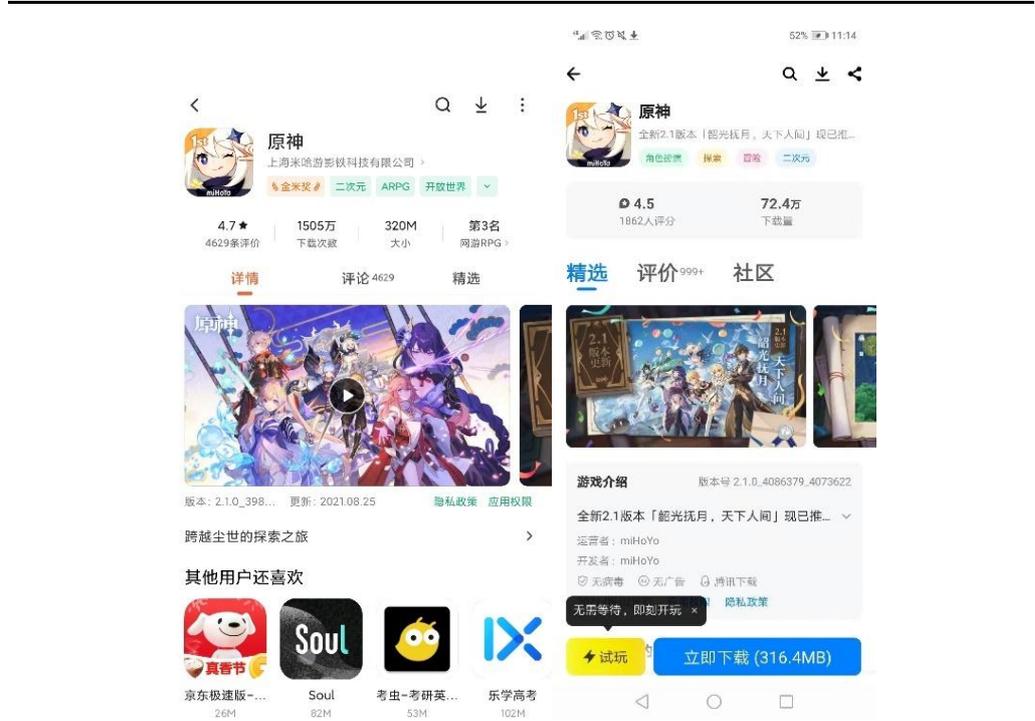
资料来源：Gamelook，国元证券研究所

4.3 渠道与买量：分成比例松动让利研发商，隐私保护政策升级

海外苹果和谷歌平台已部分开放第三方支付。Epic 于 2020 年在《堡垒之夜》中加入绕过苹果商店的新支付渠道。同年 12 月 3 日，苹果官方宣布针对小型企业和独立开发者降低抽成佣金计划，佣金抽成将可降低至 15%。2021 年 8 月 31 日，韩国政府颁发《电信业务法部分修正案》，要求包括谷歌 Google Play 商店、苹果 App Store 商店在内的渠道在韩国市场都不能够强制要求开发者使用平台唯一的支付系统。9 月 2 日，苹果宣布允许阅读器类应用（包括杂志、报纸、书籍、音频、音乐和视频等应用程序）可以绕过 App Store 采用第三方支付，但是其中不包含游戏应用。9 月 10 日，Epic 与苹果之间的诉讼案发布一审判决结果，苹果限制应用程序使用外部支付方式违反《不公平竞争法》，从 12 月 9 日开始，苹果虽然仍可以收取 30% 渠道费用，但不能阻止开发者引导用户使用第三方支付。11 月 26 日，Google Play 应用内购买在韩国允许使用第三方支付平台。

国内安卓生态渠道下，以《原神》为代表的头部产品开始打破原先 5:5 的分成模式，未来有望更多让利给上游精品游戏研发商。国内安卓生态下，过高的分成比例、渠道服维护 SDK 所投入运维成本以及存在版本更新不及时、不能快速根据玩家反馈调整运营内容一直是亟待解决的问题。今年 9 月 21 日，米哈游与腾讯应用宝已于近期达成正式合作，双方合作从《原神》2.1 版本开始。《原神》上架腾讯应用宝并且可以允许云游戏试玩，下载人数已经超过 1500 万。此前，《原神》已经与小米应用商城达成合作并采取 3:7 分成比例，打破此前安卓渠道 5:5 的分成模式。而区别于此前与小米的合作，此次上架为《原神》官服版本，并没有接入腾讯应用宝账号系统，优质内容方的议价能力正在逐步提升。

图 53：《原神》上架小米商城和腾讯应用宝

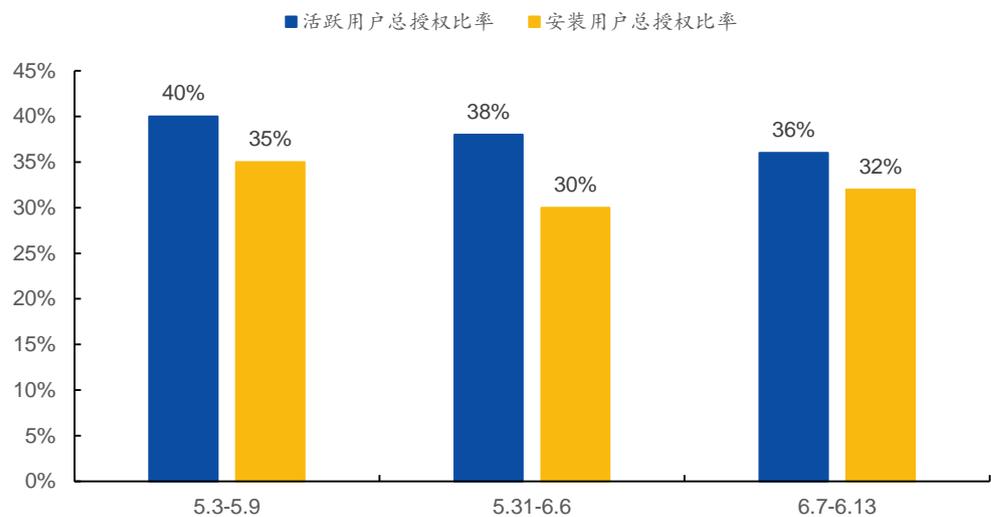


资料来源：小米应用商城，腾讯应用宝，国元证券研究所

IDFA 新政影响下，iOS 端投放策略有所收紧，但整体过渡表现相对平稳。IDFA 新政即苹果用户在更新版本到 iOS14.5 后，开发者将通过弹窗形式向用户询问是否授权广告追踪，而此前则是一直默认设置用户允许被追踪。ATT 框架生效之后，未授权用户的 IDFA 代码将被隐藏，对于广告效果归因、获取用户画像以及投放广告时的程序化交易出现影响。

从用户侧来看，根据 AppsFlyer 数据显示，ATT 生效后的 iOS14.5 的用户采用率提升，但是用户授权比例并未出现较大的波动，活跃用户总授权比率略有下滑，安装用户总授权比率约在 32% 上下，总体授权率相对平稳。根据腾讯披露，选择关闭个性化推荐的用户占比小于 5%。

图 54：全球游戏行业广告主应用端 ATT 用户授权比率



资料来源：《ATT 生效后关键趋势报告》，国元证券研究所

从广告主来看，iOS 端广告投放量趋向紧缩，但整体波动态势平稳，4.27-7.27 期间 iOS 端的素材投放量相较于前三个月减少了约 34970 组，对比去年同一时段投放情况有所下滑，广告主投放策略有所收紧，安卓端投放素材量则有所上升，但双端间的差异波动整体比较平稳。

图 55：2021 年 1-7 月双端素材投放趋势



资料来源：Dataeye，国元证券研究所

图 56：2021 年 1-7 月 iOS 端投放游戏数变化



资料来源：Dataeye，国元证券研究所

短期内主流品类 iOS 端投放成本波动上升，非热门品类投放价格有所下降。根据 Dataeye 数据显示，主流品类 iOS 端投放广告的 CPA 价格有所上升，其中卡牌类游戏上升幅度最高，CPA 价格最高峰值可达 747.97 元，安卓端 CPA 价格表现相对稳定。而如模拟经营类、女性向游戏，iOS 端 CPA 价格则有所走低，其中模拟经营游戏四月后 CPA 最低为 63.29 元。主流品类市场规模大，受到 IDFA 新政影响下仍然需要保证一定比例效果广告为产品持续导流，导致价格出现升高，而如模拟经营和女性向等偏轻度休闲玩法，单用户 ARPU 相对较低的品类，广告主的投放策略更趋于保守，优质产品从效果广告导流转向内容营销，投放力度有所下降。

图 57：卡牌类游戏 CPA 价格双端变化

图 58：模拟经营类游戏 CPA 价格双端变化



资料来源：Dataeye，国元证券研究所

资料来源：Dataeye，国元证券研究所

我们认为，IDFA 新政以及 11 月 1 日起正式施行的《个人信息保护法》都代表今后对于数据安全和用户隐私保护的加强是长期趋势。对于内容厂商而言，此前通过 IDFA 识别用户行为标签或许能够提升精准触达的效率，但也存在部分产品过于依赖效果广告的手段引流，而产品本身质量不足以支撑起长期留存的问题。在隐私政策升级之后，一定程度上平衡了营销侧的数据壁垒，降低了厂商对于买量手段的依赖性，重心回归到提升产品品质来吸引玩家，加强品牌认知。而对于平台厂商来说，更关注的是用户日常沉淀在平台内部的行为数据，与外部归因模式联系较小，隐私政策的影响有限。

4.4 厂商：提升自研实力加快出海布局，挖掘细分赛道需求回归优质内容输出

长期看提升自研精品游戏实力，加强出海布局仍是长期增长点。行业精品化趋势不变。一方面，厂商加大自研投入，在稳定长线老产品的基本盘之外积极挖掘用户拓展新品类，提升产品工业化制作水平，加强核心竞争力。监管方面，严格执行防沉迷新规，头部厂商披露数据中来看实际未成年人流水贡献比重很少，同时版号评分准则细化了对于游戏内容品质的要求，在审批趋严的同时也有望在产品研发初期对于内容表现给予相关指引，从而在产品早期及早针对合规要求进行调整，保证产品上线成功率。

表 13：主要公司部分储备游戏 pipeline

厂商	游戏名称	客户端类型	游戏类型	自研/代理	进度/上线区域
完美世界	完美新世界	移动	开放世界 MMO	自研	-
	诛仙 2	移动	MMO	自研	-
	天龙八部 2	移动	MMO	代理	21Q4 测试
	香蜜沉沉烬如霜	移动	大世界 RPG	自研	-
	幻塔	移动	开放世界	自研	2021.12.16 上线
	代号：R	移动	互动叙事	自研	-
	代号：MA	移动	多人协同 CCG	自研	-
	Project：棱镜	移动	开放世界	自研	-
	Project Bard	移动	冒险 RPG	自研	-
	Code name X	移动	JRPG	自研	-
一拳超人：世界	移动	动作类	自研	21Q4 测试	
黑猫奇闻社	移动	女性向+互动解谜	自研	21Q4 测试	
三七互娱	代号 JL	移动游戏	MMORPG	自研	海外
	代号女性向古风	移动游戏	MMORPG	自研	国内/海外
	代号 3D 版 WTB	移动游戏	MMORPG	自研	国内/海外
	代号魔幻 M	移动游戏	MMORPG	自研	国内/海外
	传世之光	移动游戏	MMORPG	自研	国内
	代号 AOE	移动游戏	SLG	自研	国内/海外
	代号三国 BY	移动游戏	SLG	自研	国内/海外
	代号 G6	移动游戏	卡牌	自研	国内/海外
	斗罗大陆：魂师对决	移动游戏	卡牌	自研	海外
	空之要塞：启航	移动游戏	卡牌	代理	国内/海外
最后的原始人	移动游戏	卡牌	代理	国内	
代号女性向 CY	移动游戏	SIM	自研	国内/海外	
吉比特	黎明精英	移动游戏	2D Roguelike 射击	代理	-
	花落长安	移动游戏	RPG	代理	-
	石油大亨	移动游戏	模拟经营	代理	-
	纪元：变异	PC 端游戏	ARPG	代理	2021 年
	摸金校尉之九幽将军	移动游戏	生存冒险	代理	-
	精灵魔塔	移动游戏	Roguelike	代理	-
	法洛伊：幻境	移动游戏	Rogue+战旗	代理	-
上古宝藏	移动游戏	ARPG	代理	-	
腾讯	手工星球	移动游戏	像素沙盒	自研	2021.12
	重返帝国	移动游戏	即时操作战略	自研	-
	重生边缘	PC 游戏	PVPVE 轻科幻战术射击	自研	预约开启
	合金弹头：觉醒	移动游戏	横版射击	自研	2021.6 精英测试
	我们的星球	移动游戏	沙盒	代理	预约开启
	牧场物语手游	移动游戏	模拟经营	自研	-

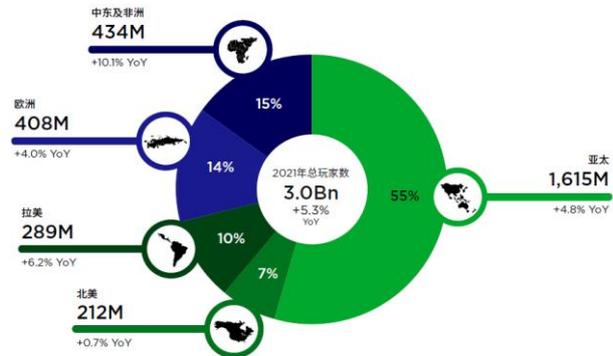
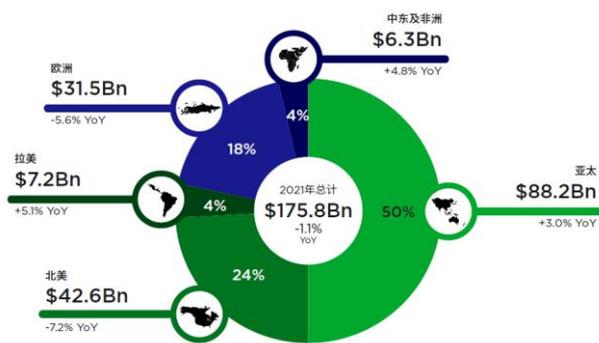
	璀璨星途	移动游戏	娱乐圈经纪人造星手游	代理	-
	指尖领主	移动游戏	三消	代理	2021年内
	洛克王国手游	移动游戏	休闲养成	自研	-
	Project: Fighter (海贼王手游)	移动游戏	格斗手游	自研	-
	玄中记	移动游戏	东方玄幻 MMO	代理	-
	我叫 MT5	移动游戏	MMO	代理	-
	一拳超人正义执行	移动游戏	3D 动作	自研	-
	西行纪 燃魂	移动游戏	3D 动作	代理	-
	庆余年	移动游戏	MMO	代理	-
	大航海时代: 海上霸主	移动游戏	策略	自研	2021.9.24 首测
	新信长之野望	移动游戏	策略模拟手游	自研	-
	新天龙八部手游	移动游戏	MMO	代理	-
	乱世逐鹿: 风起三国 (原代号: 三国)	移动游戏	SLG	自研	-
	星海求生	移动游戏	沙盒	自研	预计 2022 年春
	暗黑破坏神: 不朽	移动游戏	MMOARPG	自研	2022 年上半年
	大话西游放置版	移动游戏	放置类	自研	2021 年内披露
	代号: Onmyoji Idol Project	移动游戏	阴阳师现代时尚 IP	自研	全新宣传片
	代号·世界	移动游戏	世界冒险 RPG	自研	-
	逆水寒手游	移动游戏	MMORPG	自研	-
	冰汽时代: 最后的家园	移动游戏	末日生存	自研	2021 年 Q4 开测
网易	代号: ATLAS	移动游戏	海洋末日废土	自研	-
	湮灭效应	移动游戏	少女战棋	自研	-
	Vikingard	移动游戏	历史养成	自研	-
	Project IN	移动游戏	末世与蒸汽朋克	自研	-
	战争怒吼	移动游戏	即时战略	自研	-
	零号任务	移动游戏	对抗	自研	-
	巅峰极速	移动游戏	赛车	自研	-
	超凡先锋	移动游戏	生存	自研	-
	蛋仔派对手游	移动游戏	休闲	自研	-
		代号: 依露希尔	移动游戏	3D 即时策略卡牌	自研
哔哩哔哩	代号 G	移动游戏	女性向	自研	开启预约
	伊苏: 梦境交织的长夜	移动游戏	ARPG	自研	开启预约
	火炬之光	移动游戏	暗黑 ARPG	自研	预计 22Q3 上线
	Flash Party	移动游戏	平台格斗	自研	预计 22H1 上线
心动公司	萃星物语	移动游戏	二次元 ARPG	自研	预计 23 年上线
	T3	移动游戏	射击	自研	预计 22H1 上线
	心动小镇	移动游戏	生活模拟养成	自研	预计 23 年上线
	铃兰之剑 (代号: SSRPG)	移动游戏	SRPG	自研	预计 22Q3 上线

资料来源: 公司发布会, TapTap, 公司公告, 国元证券研究所

另一方面，厂商积极开拓海外市场，产品研发定位全球化，构建新的增长来源。多家厂商在季度交流中也披露目前储备项目中已有目标全球市场的产品，网易游戏目前收入中有 10% 来自于海外，公司提出未来海外游戏收入占比目标将达到 50%。根据 Newzoo 数据，2021 年，全球游戏市场预计将创造 1758 亿美元收入，其中移动游戏将创造 907 亿美元收入，同比增长 4.4%。分区域来看，亚太地区收入 882 亿美元位于首位，中国市场收入 456 亿美元是主要贡献者。其次是北美地区为 426 亿美元，同比下降 7.2%，主要为主机玩家占比较高，受到疫情影响冲击较大。拉美、中东和非洲等地区的游戏收入增长率则显著超平均水平。从玩家数来看，全球玩家总数接近 31 亿，同比增长 6.3%，其中增速最明显的在中东、非洲和拉美地区，均实现了 6% 以上的增长，而亚太地区包含东南亚和东南亚等新兴市场，活跃玩家数量 16.15 亿，占总玩家数的 55%。出海新兴市场国家的空间仍有较大的增长空间。

图 59：2021 年全球游戏市场规模

图 60：2021 年全球游戏玩家



资料来源：Newzoo，国元证券研究所

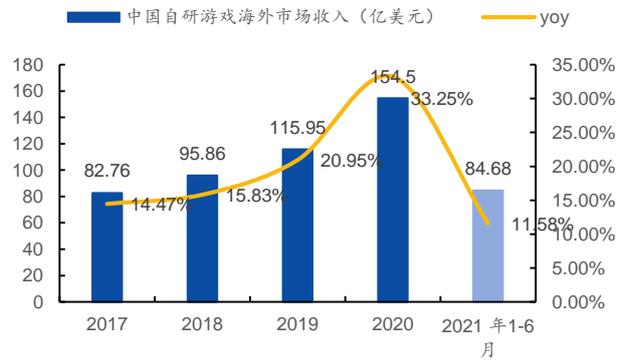
资料来源：Newzoo，国元证券研究所

2020 年，中国自研游戏的海外市场收入达到 154.5 亿美元，同比上升 33.3%，海外市场仍具备一定的营收增长空间。对比美、日、韩、英、德等全球重要移动游戏市场，目前国产移动游戏在这些国家的流水同比增长率均高于该国家移动游戏市场的流水增速；除韩国市场外，国产移动游戏的海外增速均超过国内市场 32.5% 的流水增速，国产移动游戏出海前景明朗。得益于研发能力的提升以及国内移动游戏市场积累的经验与资金实力，各大厂商均积极筹划海外布局，在国内市场版号趋严、监管力度加大以及头部厂商格局稳定的情况下，出海市场有望成为游戏行业的重要增长来源。2021H1，中国游戏企业积极拓展海外市场，在海外市场持续布局，中国自主研发游戏在海外市场的实际销售收入达 84.68 亿美元，同比增长 11.58%。根据伽马数据，预计 2021 年中国自主研发游戏海外市场收入有望突破 170 亿美元，同比增长超过 10%。

图 61：中国自研游戏国内市场收入



图 62：中国自研游戏海外市场收入



资料来源：伽马数据，国元证券研究所

资料来源：伽马数据，国元证券研究所

出海头部厂商格局相对稳定，各自布局擅长品类重合度小，后进入者有望通过创新融合玩法突围。Funplus、腾讯、莉莉丝以及米哈游长期占据出海前三位，其中，Funplus 主要聚焦 SLG 类，腾讯为射击类，莉莉丝为 SLG 和卡牌类，米哈游则是二次元开放世界 RPG 类，厂商布局赛道较为分散，头部产品数量相对较少，新进入厂商有望通过玩法创新迎合用户细分需求打开增长空间。以 A 股厂商三七互娱为代表，从 20 年 8 月开始在海外投放 SLG+三消游戏《末日喧嚣》(《Puzzles & Survival》)，目前已上线欧美、日本等地区，海外收入持续增长，累计流水已突破 10 亿美金。日本地区《江山美人》以及韩国地区《云上城之歌》、《叫我大掌柜》均表现稳定。今年以来发行商收入排名稳步走高，根据 App Annie 数据，10 月排名厂商出海收入榜第 4 位，创下新高。

表 14: 2021 年 1-10 月中国厂商出海收入排名 TOP20

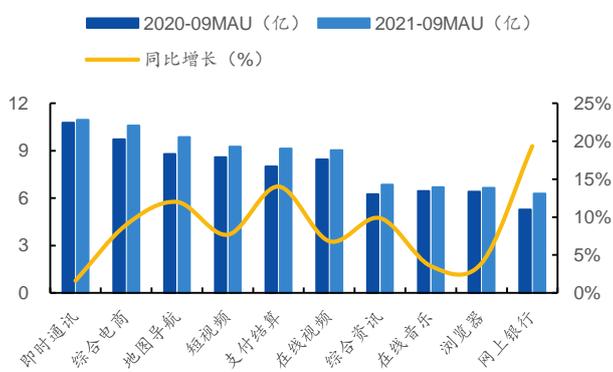
排名	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
1	FunPlus	FunPlus	FunPlus	FunPlus	腾讯	FunPlus	FunPlus	FunPlus	米哈游	FunPlus
2	腾讯	米哈游	腾讯	腾讯	FunPlus	腾讯	腾讯	腾讯	FunPlus	腾讯
3	米哈游	腾讯	米哈游	莉莉丝	莉莉丝	莉莉丝	米哈游	米哈游	字节跳动	米哈游
4	莉莉丝	莉莉丝	莉莉丝	米哈游	米哈游	米哈游	莉莉丝	莉莉丝	腾讯	三七互娱
5	IGG	IGG	IGG	IGG	网易	三七互娱	字节跳动	字节跳动	三七互娱	莉莉丝
6	Magic Tavern	网易	欢聚集团	三七互娱	三七互娱	字节跳动	三七互娱	三七互娱	莉莉丝	网易
7	网易	欢聚集团	网易	字节跳动	字节跳动	网易	网易	网易	博乐游戏	博乐游戏
8	欢聚集团	Magic Tavern	三七互娱	欢聚集团	IGG	IGG	博乐游戏	博乐游戏	网易	IGG
9	三七互娱	三七互娱	Magic Tavern	网易	欢聚集团	博乐游戏	友塔游戏	IGG	IGG	壳木游戏
10	博乐游戏	龙创悦动	博乐游戏	Magic Tavern	Magic Tavern	欢聚集团	IGG	欢聚集团	欢聚集团	友塔游戏
11	友塔游戏	博乐游戏	友塔游戏	博乐游戏	博乐游戏	友塔游戏	欢聚集团	友塔游戏	友塔游戏	Topwar Studio
12	龙创悦动	友塔游戏	字节跳动	友塔游戏	友塔游戏	壳木游戏	壳木游戏	壳木游戏	壳木游戏	龙创悦动
13	悠星网络	字节跳动	龙创悦动	龙创悦动	龙创悦动	龙创悦动	Topwar Studio	Topwar Studio	龙创悦动	沐瞳科技
14	字节跳动	壳木游戏	Topwar Studio	壳木游戏	壳木游戏	Topwar Studio	龙创悦动	龙创悦动	Topwar Studio	悠星网络
15	壳木游戏	4399	壳木游戏	Topwar Studio	Topwar Studio	沐瞳科技	沐瞳科技	沐瞳科技	4399	4399
16	4399	Topwar Studio	4399	4399	沐瞳科技	4399	4399	悠星网络	智明星通	智明星通
17	Topwar Studio	悠星网络	游族网络	沐瞳科技	4399	游族网络	悠星网络	4399	游族网络	乐元素
18	游族网络	游族网络	沐瞳科技	游族网络	悠星网络	悠星网络	游族网络	智明星通	灵犀互娱	游族网络
19	沐瞳科技	沐瞳科技	悠星网络	悠星网络	游族网络	智明星通	智明星通	乐元素	乐元素	灵犀互娱
20	乐元素	乐元素	有爱互娱	乐元素	乐元素	乐元素	乐元素	游族网络	悠星网络	龙腾简合

资料来源: App Annie, 国元证券研究所

5. 视频板块：长视频收入承压，短视频商业化持续推进

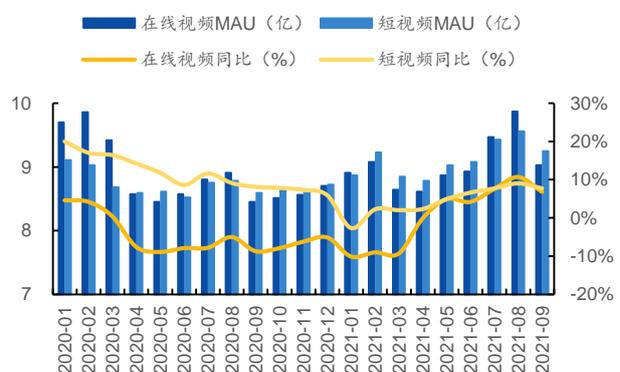
视频板块用户规模天花板将至，存量阶段关注时长结构变化和商业化效率提升。用户规模上，疫情使线上娱乐渗透率提前迎来小高峰，长视频 MAU 在 2020M2 创下 9.86 亿新高，但后续回调较长时间，2021 年 8 月才突破前高，达到 9.87 亿。短视频 MAU 自 2020 年至今基本保持同比正增长，2021M8 达到 9.56 亿峰值，但 2021 年起同比增速已放缓至 10% 以下，天花板逐渐到来，后续存量竞争将更加激烈。用户时长看，短视频于 2021M1 突破 400 亿小时，超越即时通讯成为全网时长第一行业，视频板块内部看，抖音、快手时长占比已超六成，且用户时长还保持两位数以上的同比增长，长视频平台有所承压。未来存量竞争阶段，需关注用户规模、用户时长仍具备较强增长动能的平台，流量变化以及商业化效率提升。

图 63：2021M9 TOP10 细分行业用户规模及同比变化



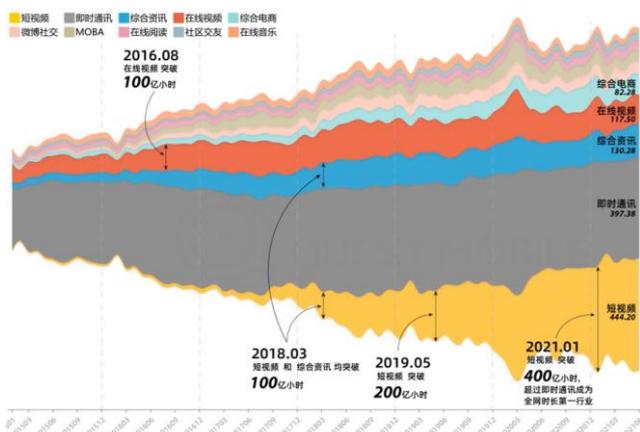
资料来源：Questmobile，国元证券研究所

图 64：在线视频、短视频行业用户规模及同比变化



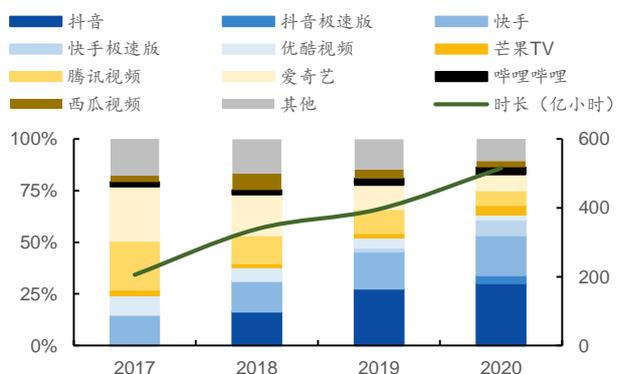
资料来源：Questmobile，国元证券研究所

图 65：互联网典型行业用户使用时长变化



资料来源：Questmobile，国元证券研究所

图 66：2017-2021 年暑期视频 APP 整体使用时长及各 APP 时长占比

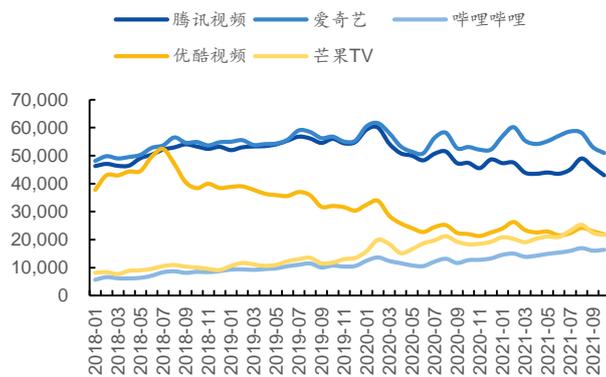


资料来源：Questmobile，国元证券研究所

5.1 长视频：政策趋严致收入承压，未来寻求内容创新、降本增效

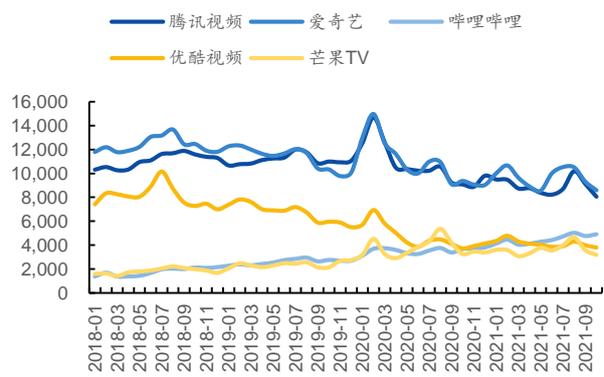
头部长视频平台增长乏力，二梯队哔哩哔哩、芒果TV保持向上趋势。根据 QM 数据，第一梯队的爱奇艺和腾讯视频地位稳固，但经历 2020 年初疫情带来的线上红利后，后续用户规模未见明显增长，截至 2021M10，爱奇艺、腾讯视频 MAU 分别达到 5.09 亿、4.30 亿，DAU 分别达到 0.86 亿、0.80 亿。二梯队的芒果 TV 和 Bilibili 的活跃用户规模保持良好上升趋势，芒果 TV 凭借“哥系姐系”综艺以及季风剧场发力，MAU 规模保持双位数增长，截至 2021M10 达到 2.16 亿，同比+18.01%，Bilibili 保持了 30% 较高水平用户粘性，DAU 达到 0.38 亿，超过芒果 TV 与优酷。

图 67：2018~2021 年 MAU 规模(万人)



资料来源：Questmobile，国元证券研究所

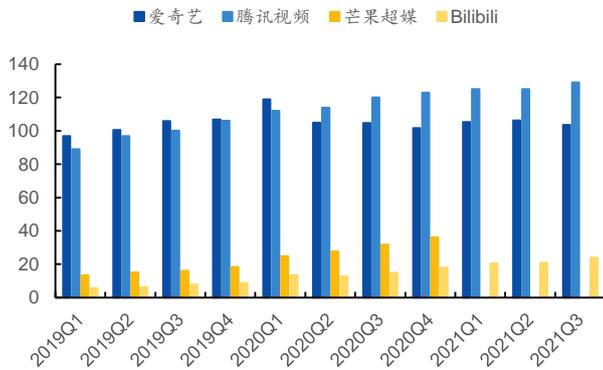
图 68：2018~2021 年 DAU 规模(万人)



资料来源：Questmobile，国元证券研究所

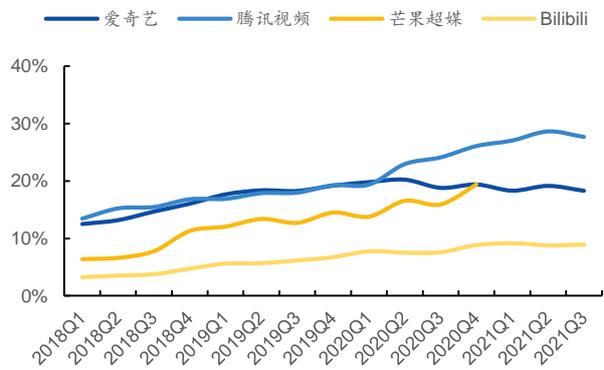
一梯队以提价带动会员收入增长，二梯队会员数增长仍具备较大潜力。爱奇艺付费会员数增长乏力，2021Q3 订阅会员数达 1.04 亿，同比下滑-1.15%，付费率在突破 20% 后有所下降，近 5 个季度保持在 19% 上下；腾讯视频订阅会员数 2021Q3 达到 1.29 亿，同比增长 7.50%，付费率提升至 27.66%。会员价格上，爱奇艺、腾讯视频分别在 2020M11、2021M4 相继提价，提价幅度在 17-50%，后续爱奇艺 ARPU 值也突破 13 元，带动会员收入重回同比正增长。二梯队的芒果 TV 付费会员数于 2020 年底达到 0.36 亿，付费率为 19.37%，假设付费率保持不变，根据芒果 2021M10 的月活数据，预测会员数可达 0.42 亿，距离公司全年 5 千万会员数目标较为接近。Bilibili 用户数仍处高速增长期，2021Q3 会员数达到 0.24 亿，同比+59.22%，付费率为 8.94%，同比+1.34pct，对比其他视频平台仍有较大提升空间。

图 69：视频平台订阅会员总数（百万人）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 70：视频平台付费率（%）



资料来源：公司公告，Questmobile，国元证券研究所

注：除 Bilibili 外，其他视频平台 MAU 采用 Questmobile 数据计算

长视频政策监管趋严，引导行业长期健康发展。2021 年以来，国家对长视频行业监管政策继续收紧，引导行业良性发展，主要包括：(1) 整顿行业秩序，加强艺人管理。抵制天价片酬、阴阳合同、偷逃税，打击违法失德、劣迹艺人；(2) 打击饭圈乱象，反对唯流量论。针对饭圈规范粉丝群体账号、应援集资行为、取消艺人榜单等，偶像养成类节目受严格限制；(3) 维护消费者权益。规范超前点播、会员广告、自动续费，取消逐集限制，爱奇艺、腾讯视频、优酷已先后取消超前点播，短期内将对长视频平台收入、盈利造成一定影响。

表 15：长视频行业相关政策

来源	时间	政策或文件	内容
中国演出行业协会	2021.02	《演出行业演艺人员从业自律管理对近两年最为流行的选秀综艺做出限制,要求节目中不得出现设置“花钱买投票”环节,刻意引导、鼓励网民采取购物、充会员等物质化手段为选手投票、助力	
国家网信办	2021.05	——	开展 2021 年“清朗”系列专项行动,主要有 8 个方面任务:整治网上历史虚无主义,整治春节期间网络环境,打击网络水军、流量造假、黑公关,治理算法滥用行为,整治未成年人网络环境,整治网上文娱及热点排行乱象,规范网站账号运营,整治 PUSH 弹窗突出问题等。
国家广播电视总局	2021.08	——	国家广播电视总局开展网络综艺节目专项排查整治,要求严格控制偶像养成类节目,重点加强选秀类网络综艺节目管理
国家网信办	2021.08	《关于进一步加强“饭圈”乱象治理取消明星艺人榜单、优化调整排行规则、严管明星经纪公司、规范粉丝群体账号、	严禁呈现互撕信息、清理违规群组板块、不得诱导粉丝消费、强化节目设置管理、严控未成年人参与、规范应援集资行为,重拳出击饭圈追星乱象
国家广播电视总局	2021.09	《关于进一步加强文艺节目及其人员广播电视机构和网络视听平台不得播出偶像养成节目,不得播出明星子女参加的	综艺娱乐及真人秀节目,坚决抵制违法失德人员,坚决抵制泛娱乐化。
中国消费者协会	2021.09	《少一些套路,多一些真诚 视频平超前点播重自愿,逐集限制要取消;广告特权应保障,违法推送要杜绝;自动续费	台 VIP 服务应依法合规、质价相符》费率套路深,计费规则要公平;协议不得随意改,用户权益要落实
国家电影局	2021.11	《“十四五”中国电影发展规划》	“十四五”时期,贯彻落实影视业综合改革和文娱领域综合治理的工作部署要求,从严从实、标本兼治,深入开展广播电视和网络视听行业综合治理工作

资料来源：公开资料，国元证券研究所

主旋律题材作品数量增加，兼具商业和艺术价值。近年来，在政策指引和重要时间节点（2018年改革开放40周年、2019年建国70周年、2020年全面建成小康社会、2021年建党100周年）影响下，主旋律题材剧集在数量、质量和题材多元化方面均取得迅速发展。根据艺恩统计，2021H1上线主旋律剧集27部，占上线剧集总量的15%，对比2019H1、2020H1分别为11%、9%，优质剧集迭出，2021年1-6月上线剧集好评度TOP10中主旋律剧占一半，其中扶贫剧《山海情》、革命剧《觉醒年代》好评度均高达93。根据广电总局2021年9月发布的《关于进一步加强文艺节目及其人员管理的通知》表示坚决抵制泛娱乐化，大力弘扬中华优秀传统文化、革命文化、社会主义先进文化，因此，未来内容创作将更加正能量。芒果超媒背靠湖南广电，兼具国有媒体的政策把控优势以及市场化运作的灵活性，在监管趋严的大背景下，提前着手对部分节目进行升级改版，相比竞争对手具备比较优势。

图 71：2021 上半年主旋律剧播放情况

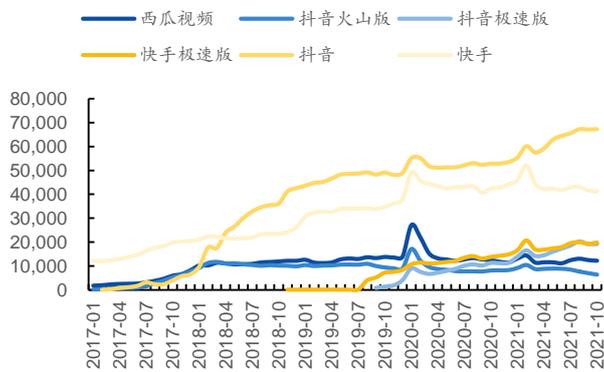


资料来源：艺恩，国元证券研究所

5.2 短视频：广告、直播电商为商业化重点，组织架构调整促进效率提升

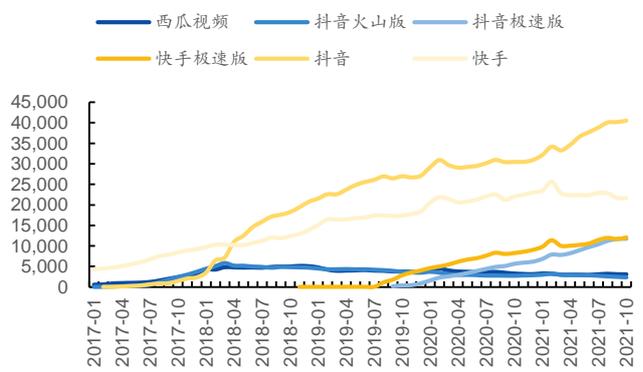
抖音、快手二分天下，极速版为增长新引擎，行业马太效应加剧。根据 Questmobile，抖音、快手 MAU 保持领先地位，截至 2021M10，抖音主站、快手主站、抖音极速版、快手极速版 MAU 分别达到 6.73 亿、4.12 亿、1.92 亿、1.98 亿，同比分别变动 +27.33%、-3.01%、+69.83%、+43.74%，两强格局依旧稳固，极速版增长势头强劲，贡献主要用户增量。相比之下，微视、好看视频等其他阵营 APP 用户流失明显，短视频行业马太效应加剧。

图 72：短视频平台月度 MAU 变化（万人）



资料来源：Questmobile，国元证券研究所

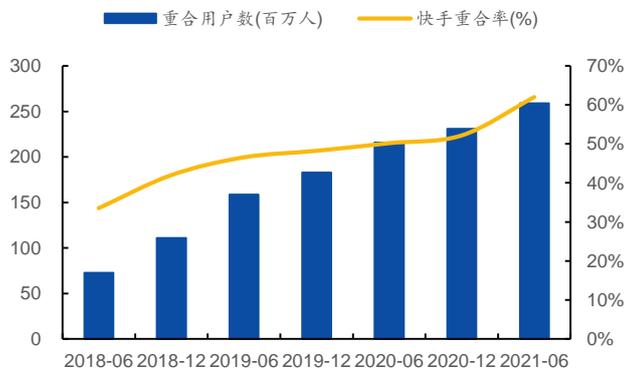
图 73：短视频平台月度 DAU 变化（万人）



资料来源：Questmobile，国元证券研究所

抖快主站用户重合度不断提升，极速版助力产品下沉。随着短视频流量逐渐见顶，存量盘竞争日益激烈，抖快主站重合用户数从 2018 年 6 月的 0.7 亿增长到 2021 年 6 月 2.6 亿，重合用户数/快手 MAU 从 33.6% 大幅提高到 62.0%，主要表现为“抖音下沉，快手上沉”。极速版作为抖快用户增长的重要功臣，通过网赚的方式快速拉新，目前来看极速版对于低线城市用户的拉动更为显著，在与主站互补性上，快手极速版与主站重合度小于抖音极速版，整体表现较优秀。

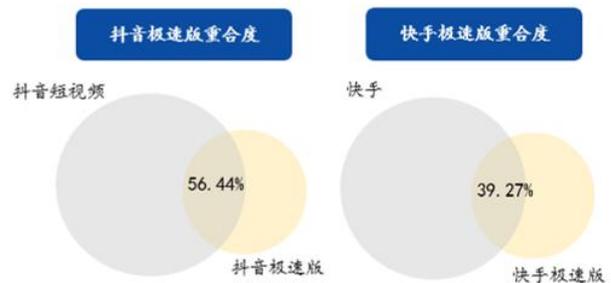
图 74：快手、抖音用户重合情况



资料来源：Questmobile，国元证券研究所

注：快手重合度为重合用户数/快手 MAU

图 75：抖音极速版重合度、快手极速版重合度（2021.8）



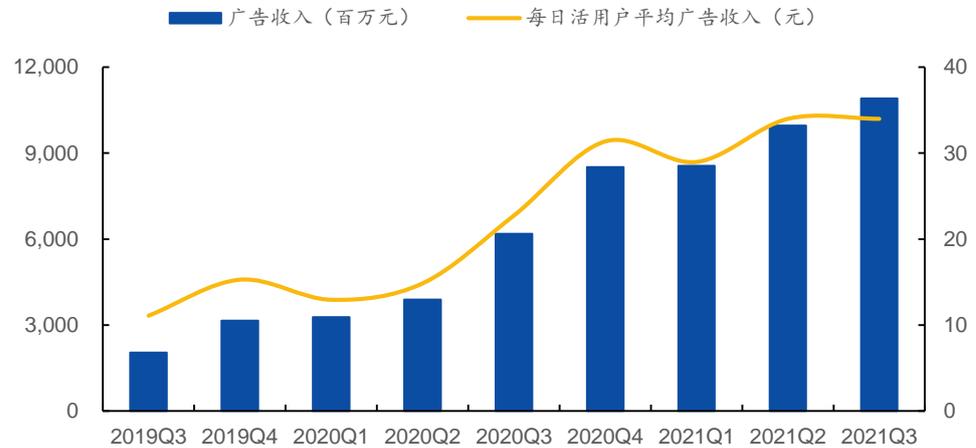
资料来源：Questmobile，国元证券研究所

注：重合度为重合用户数/极速版 MAU

广告为短视频平台主要变现手段，快手广告业务仍处量价齐升阶段。广告是短视频变现的主要方式，但近期由于教育、医美、游戏等行业受监管加强减少广告投入，以及 4 月苹果 IDFA 新政、11 月《个保法》的落地对效果广告和联盟广告带来一定影响，抖音下半年广告收入增速趋缓，快手每日活用户广告收入增长承压，但受益于流量（DAU*日均使用时长）同比强劲增长 60%，以及品牌广告战略的成功，快手 Q3 单季度广告收入同比增长 76.49%，前三季度同比增长 120.55%。我们认为快手广告商业化仍处于量价齐升的成长期，平台流量、基础设施完善度、品牌客户认知度均不断提高，未来还有较大增长空间，而抖音等商业化相对成熟的平台广告收入同比下滑

明显,根据晚点 Latepost,字节跳动 2021 下半年广告收入增速放缓至 30-40%区间。长期看,直播电商的做大做强为广告主提供内生闭环的交易生态,有利于抖快广告收入增长。

图 76: 单季度快手广告收入及其单用户广告收入



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

直播电商为短视频平台未来增长亮点, GMV 翻倍增长, 货币化率有待提升。抖音、快手根据平台特色分别提出兴趣电商和信任电商概念, 抖音的兴趣电商基于对公域流量的强运营, 以算法将商品内容精准推荐给感兴趣的用户, 而快手则基于主播与用户的强信任关系, 打造以“私域+内容”为核心的信任电商, GMV 主要来源于私域。由于平台调性, 抖音 B 端生态更丰富, 流量、政策等都倾向于鼓励品牌自播, 电商品牌化进程快于快手, 而社区生态的快手在复购率上表现突出, 2021M9 提升至 70% 以上, 同时快手也在加强品牌商家以及电商闭环建设, 2021Q3 快手小店 GMV 占比达 90.0%, 11 月切断直播间第三方平台外链。截至 2021Q3, 快手 GMV 为 4397.45 亿元, 同比+115.50%, 处高速增长阶段, 上行空间较大, 货币化率由于返点政策保持在约 1% 的较低水平, 变现效率在电商生态日益成熟后有望逐步提升。

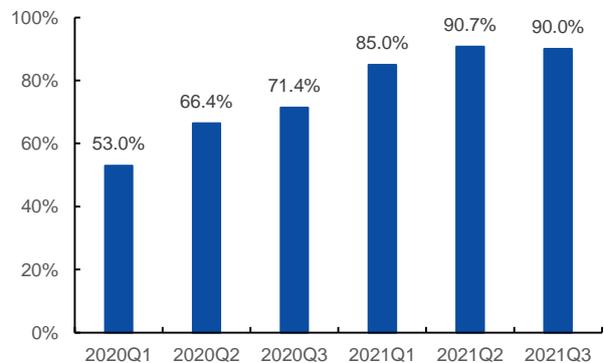
图 77: 快手单季度 GMV 及货币化率

图 78: 快手小店 GMV 占比



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

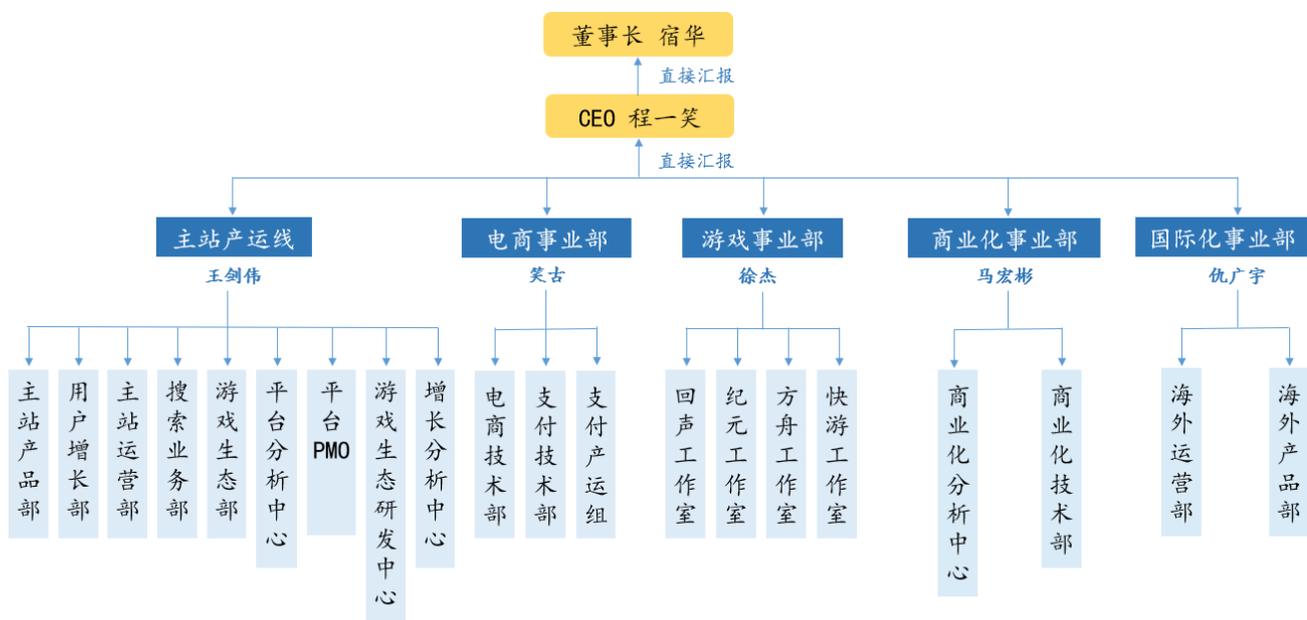
注: take rate 计算假设为快手其他服务收入均为电商收入



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

监管加强、增长承压下，字节和快手相继优化组织架构，降本增效。抖快在业务和组织愈发庞大的同时，也面临了流量逐渐见顶以及监管层面带来的压力，为进一步提升效率，纷纷对公司架构进行了优化。快手方面，2021M9 将过去的职能型架构转变为事业部型架构，包括电商、游戏、商业化、国际化四大事业部和主站产运线，各业务线单独核算收入成本，有利于提高 ROI 和内部协同效率，其中，运营、用户增长和产品团队一同合并入产运线，打通底层数据，有效优化拉新和留存。两位创始人也在 10 月进行调整，宿华卸任 CEO，程一笑接任，未来宿华将更聚焦长期战略和新方向探索，程一笑则主导快手整体业务和日常运营，二人角色分工更为明确，有利于组织效率和管理效率进一步提升。从快手 2021Q3 财报看，销售费用率环比下降 5.13pct，但 DAU、用户时长、CAC 环比均实现较大改善，组织架构调整有成效。

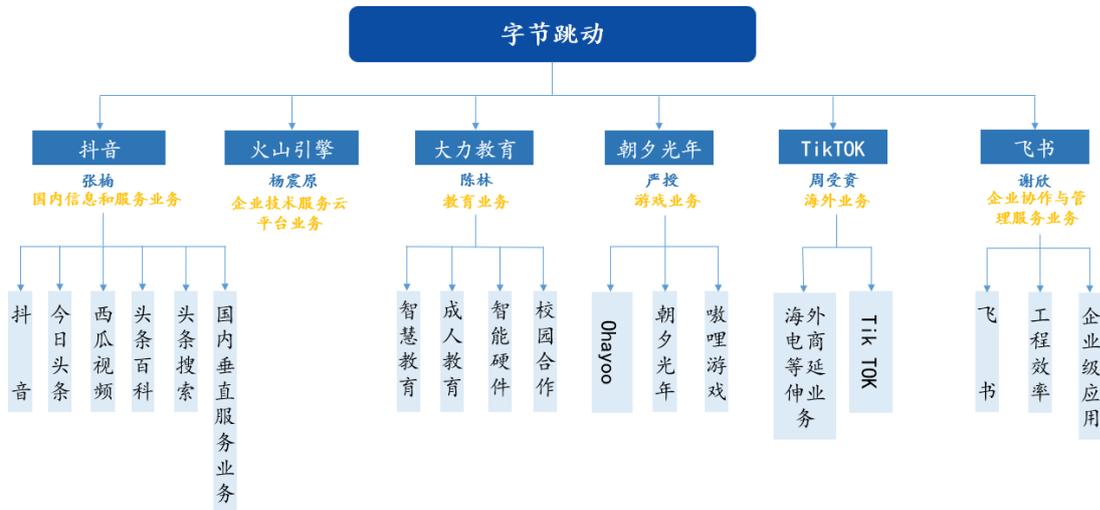
图 79：快手组织架构



资料来源：晚点 latepost，国元证券研究所

字节跳动完成 CEO 工作交接，架构进一步清晰。字节跳动于 11 月完成了 CEO 工作交接，CEO 梁汝波发布内部信宣布字节组织架构调整，将过去分散在不同部门的相关业务整合，划分为抖音、大力教育、飞书、火山引擎、朝夕光年、TikTok 六大业务板块，业务和大部分业务负责人间的汇报关系无实质变动，但架构更加清晰明确，其中，张楠负责抖音业务板块，同时管理抖音、今日头条、西瓜视频、搜索、百科、国内垂直服务，为所有内容型平台业务的第一负责人；TikTok 出海业务由周受资负责。

图 80：字节跳动组织架构



资料来源：晚点 latepost, 国元证券研究所

快手海外业务整优化调整，逐步尝试商业变现，TikTok 月活用户突破 10 亿。快手在 2021Q3 整合海外不同地区的运营团队、产品团队及中台部门，将 Kwai 中东、Kwai 拉美与主打东南亚市场的 Snack Video 三个独立应用合并为 Kwai 一款产品，产品形态、界面设计与快手中国主站基本一致，该合并策略有望提高内部协同效用、优化资源分配、丰富内容生态。同时，Kwai 在运营较成熟的海外市场试水直播打赏和广告变现，于 10 月在巴西上线广告平台 Kwai for Business，提供贴片、开屏、信息流等广告模式，预计 Q4 将在拉美地区逐步开放广告业务，东南亚和中东将更多尝试直播打赏。TikTok 海外获客能力较强，根据 Sensor Tower，其长期蝉联全球移动应用（非游戏）下载榜冠军，2021 年 9 月，TikTok 全球市场 MAU 达到 10 亿。商业化方面，根据晚点 Latepost，字节跳动海外产品每日广告收入从 2020M11 的 400 万美元增长到 2021M5 的 900 万美元，其收入主要来自 TikTok，未来仍以完善广告业务作为主要目标，直播打赏与电商变现仍处于探索阶段。

图 81：抖音、快手出海发展历程

2017	2018	2019	2020	2021
 <ul style="list-style-type: none"> 年初，快手成立海外团队，Kwai 首先进入东南亚市场； 5 月，进入俄罗斯市场； 10 月，进入韩国市场 	<ul style="list-style-type: none"> 上半年，登顶过俄罗斯等 7 国 Google Play 和 APP Store 双榜第一； 下半年，投放减少后，用户数量迅速下降 	<ul style="list-style-type: none"> 6 月，重启国际化业务，但由于国内“K3 战役”优先级更高，故海外资源投入较少 	  <ul style="list-style-type: none"> 4 月，Snack Video 上线 5 月，Zynn 上线，在北美凭借现金补贴拉新，迅速登上 App Store 和 Google Play 榜首； Kwai、Snack Video 相继在 6、11 月被印度封禁 	<ul style="list-style-type: none"> 2021Q1 海外市场 MAU 超 1 亿，4 月增长至 1.5 亿以上 6 月，海外市场 MAU 超 1.8 亿 8 月，海外组织架构升级调整，搭建统一的产品和运营中台，海外 app 合并为 Kwai 一款产品
<ul style="list-style-type: none"> 2 月，收购 Flipagram； 7 月，推出火山小视频海外版 Hypstar（后改名 Vigo） 8 月，上线海外版 TikTok； 11 月，收购 Musical.ly    	<ul style="list-style-type: none"> 1 月，TikTok 全球 MAU 达到 0.55 亿 8 月，TikTok 和 Musical.ly 合并 12 月，TikTok 全球 MAU 达到 2.71 亿 	<ul style="list-style-type: none"> 12 月，TikTok 全球 MAU 达到 5.08 亿 TikTok 已进入 150 个国家和地区 	<ul style="list-style-type: none"> 6 月，遭其最大市场印度封禁； 7 月，TikTok 全球 MAU 达到 6.89 亿 8 月，特朗普两次发布总统令封禁 TikTok； 10 月，与 Shopify 合作，允许部分账号开购买链接； 12 月，在美国与沃尔玛合作进行首次直播带货 	<ul style="list-style-type: none"> 3 月，在印尼与 Shopee 合作首次直播带货； 6 月，美国商务部撤销对 TikTok 的第一个行政禁令 9 月，TikTok 全球 MAU 达到 10 亿

资料来源：公司公告，TikTok，晚点 LatePost，虎嗅等公开资料，国元证券研究所

6. 院线板块：21 年恢复不及预期，22 年供给改善期待修复

受疫情反复影响，2021 年电影票房表现较为疲软。根据灯塔专业版，截至 2021 年 11 月，全国票房达到 443.27 亿元，同比增长 168.01%，约为 2019 年同期票房的 74%，恢复情况不及预期，主要由于全国多地疫情反复导致部分影院暂停营业以及影片供给不足。从票房结构看，国产片票房恢复情况较好，较接近疫情前水平，但引进片供给不足，票房占比从疫情前的 35% 以上减少至目前 20% 上下。单银幕产出方面，根据拓普数据测算，2020 年跌至 26.88 万元，截至 2021M11 银幕数量共新增 5660 块，单银幕产出恢复至 50 万以上，相较疫情前仍有一定差距。

图 82：2015-2021 年全国票房统计

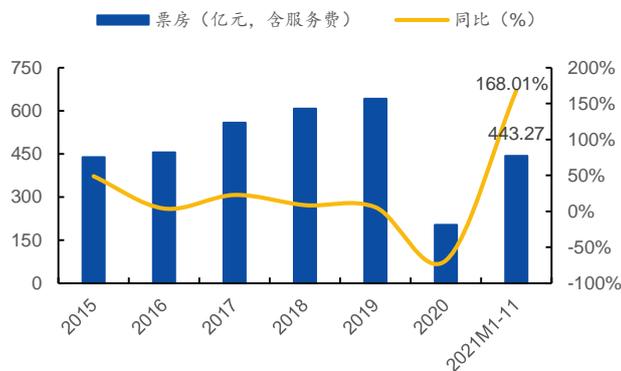


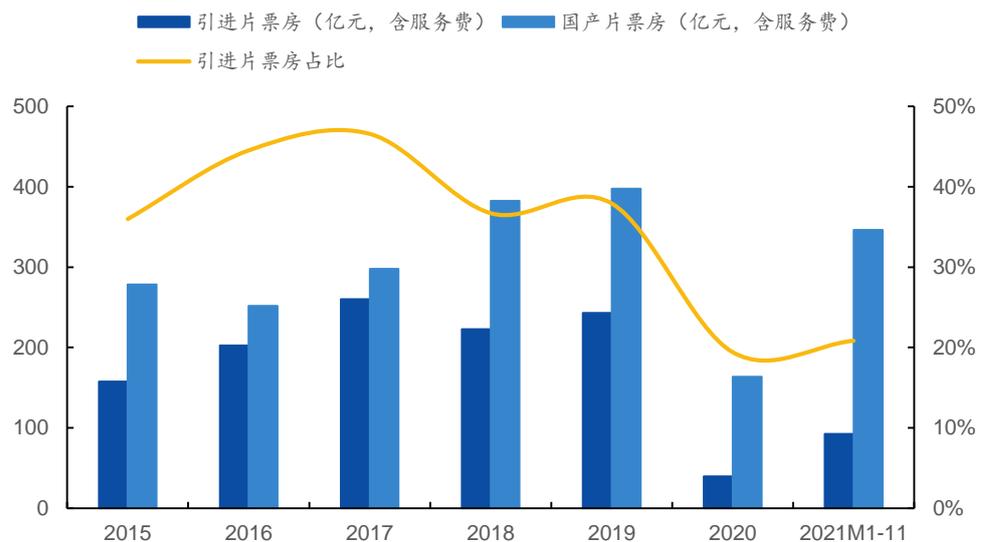
图 83：2016-2021 年银幕数量及单银幕产出



资料来源：灯塔专业版，国元证券研究所专业版

资料来源：拓普数据，灯塔专业版，国元证券研究所

图 84：2015-2021 年引进片、国产片票房情况



资料来源：灯塔，国元证券研究所

《长津湖》登顶中国影史票房榜首，优质影片观影需求依旧旺盛。2021 年票房排名

前三分别为《长津湖》、《你好，李焕英》、《唐人街探案3》，票房分别高达57.42、54.14、45.16亿元，票房占比合计高达35%，对票房拉动主要作用。其中，《长津湖》超越《战狼2》登顶中国影史票房榜首，《你好，李焕英》、《唐人街探案3》分别位于中国影史票房总榜的第3、6位，说明疫情下观众对于优质影片观影需求仍然旺盛。

表 16：2021 年票房榜排名（截至 2021/12/5）

排名	影片	票房（亿元）	票房占比（%）	上映日期
1	长津湖	57.42	12.8%	2021/9/30
2	你好，李焕英	54.14	12.1%	2021/2/12
3	唐人街探案3	45.16	10.1%	2021/2/12
4	我和我的父辈	14.76	3.3%	2021/9/30
5	速度与激情9	13.92	3.1%	2021/5/21
6	怒火·重案	13.29	3.0%	2021/7/30
7	中国医生	13.28	3.0%	2021/7/9
8	哥斯拉大战金刚	12.33	2.8%	2021/3/26
9	送你一朵小红花	11.96	2.7%	2020/12/31
10	悬崖之上	11.9	2.7%	2021/4/30

资料来源：灯塔专业版，国元证券研究所

2022 年上新电影质量和数量有望提升，带动电影市场持续回暖。截至 2021 年 12 月初，圣诞、元旦、春节、情人节档已分别定档 6、6、12、4 部电影，热度较高的影片包括由原班人马操刀的续作《反贪风暴 5·最终章》；以抗击疫情为背景的温情影片《穿过寒冬拥抱你》、开心麻花出品《超能一家人》、热门言情小说改编《十年一品温如言》等，此外，海外引进片《黑客帝国：矩阵重启》定档 2022 年 1 月 14 日。随着上新电影品质和热度逐渐提升，电影市场有望迎来更有力度地回温。

表 17：部分重要档期排片情况（统计截至 2021 年 12 月 5 日）

档期	影片名称	上映时间	想看人数	导演	主演	类型
其他	误杀 2	2021/12/17	315920	戴墨	肖央、任达华、文咏珊	剧情、犯罪、家庭
圣诞档	平原上的火焰	2021/12/24	226861	张骥	周冬雨、刘昊然、梅婷	爱情、犯罪
	爱情神话	2021/12/24	84840	邵艺辉	徐峥、马伊琍、吴越	爱情、剧情
元旦档	反贪风暴 5·最终章	2021/12/31	687921	林德禄	古天乐、张智霖、郑嘉颖	犯罪、动作
	穿过寒冬拥抱你	2021/12/31	347966	薛晓路	黄渤、贾玲、朱一龙	剧情、爱情
	以年为单位的恋爱	2021/12/31	325282	黎志	毛晓彤、杨玏、孙千	剧情、爱情
其他	李茂换太子	2021/12/31	130917	高可	马丽、常远、艾伦	喜剧、古装
	黑客帝国：矩阵重启	2022/1/14	23873	拉娜·沃卓斯基	基努·里维斯、凯瑞-安·莫斯	-
春节档	超能一家人	2022/2/1	221139	宋阳	艾伦、沈腾、陶慧	喜剧、奇幻、动作
	奇迹	2022/2/1	142266	文牧野	易烊千玺、田雨、陈哈琳	剧情
	四海	2022/2/1	137619	韩寒	刘昊然、刘浩存、沈腾	喜剧、剧情
	狙击手	2022/2/1	34571	张艺谋、张末	陈永胜、章宇、刘奕铁	剧情、战争、历史
情人节档	十年一品温如言	2022/2/14	289475	赵非	丁禹兮、任敏、李泽锋	剧情、爱情
	我的初恋十八岁	2022/2/14	289475	王择谚	林辰涵、曹骏翔、翁虹	青春、爱情、喜剧

资料来源：猫眼 APP，国元证券研究所

7. 投资建议及重点推荐个股

2021 年围绕反垄断、数据安全、游戏及娱乐等领域出台系列监管政策，传媒板块业绩整体承压。随着政策逐步落地，行业竞争秩序趋于规范化，边际影响逐步减弱，具备高壁垒的头部互联网平台以及优质内容方有望强化优势，叠加 VR/AR 技术的成熟条件下元宇宙相关产业的投资机会，有望拉动板块估值抬升。

我们持续看好游戏和网络视频板块，(1) 游戏：政策端，未成年防沉迷监管升级，版号供给收紧，行业向规范化、精品化发展仍是长期主线。产品端来看，高质量头部产品拉动付费天花板，新游戏突围难度加大，深挖细分市场的需求或将成为新增长点。渠道方面，优质内容厂商议价权逐步提升，IDFA 新政和个保法影响下一定程度上平衡了营销侧数据壁垒，降低厂商对于买量手段依赖，重心回归到提升产品品质。厂商积极筹划海外布局，寻找新增长点。重点推荐：完美世界、三七互娱、吉比特、宝通科技、网易、心动公司。(2) 网络视频：行业监管政策趋严，长视频头部平台通过提升会员付费带动收入增长，以芒果和哔哩哔哩为核心的二线龙头持续通过优质内容破圈并迎来量价齐升。短视频流量红利增速放缓，抖音、快手调整组织架构提升效率，以直播电商、广告业务为商业化重点，并加速出海探索多元变现。重点推荐：芒果超媒、快手、哔哩哔哩。(3) 同时建议积极布局细分赛道龙头的投资机会，重点推荐：视觉中国、新媒股份。

附表：相关标的盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002624.SZ	完美世界	买入	0.71	1.26	1.49	29.34	16.53	13.98
002555.SZ	三七互娱	买入	1.16	1.46	1.7	21.52	17.10	14.68
603444.SH	吉比特	买入	21.61	23.72	28.97	17.13	15.61	12.78
300031.SZ	宝通科技	买入	1.27	1.53	1.81	20.53	17.04	14.40
300413.SZ	芒果超媒	买入	1.36	1.75	2.12	34.30	26.67	22.07
300770.SZ	新媒股份	增持	2.92	3.42	3.97	18.90	16.12	13.89
000681.SZ	视觉中国	增持	0.36	0.47	0.57	44.75	34.67	28.64
9999.HK	网易	买入	4.39	5.16	5.79	30.99	26.37	23.50
2400.HK	心动公司	买入	-0.8	0.05	0.42	-	747.55	88.99
1024.HK	快手	买入	-18.94	-4.96	-1.20	-	-	-
9626.HK	哔哩哔哩	买入	-15.19	-14.73	-12.84	-	-	-

数据来源：Wind，国元证券研究所

8. 风险提示

政策监管风险、疫情反复风险、宏观环境变化风险。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188