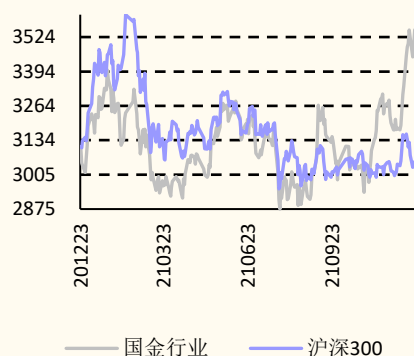


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金传媒互联网产业指数	3551
沪深 300 指数	4914
上证指数	3623
深证成指	14791
中小板综指	14292



相关报告

- 1.《元宇宙分析框架: VRChat 或为元宇宙入口雏形-元宇宙分析框...》, 2021.12.3
- 2.《整体稳中有增, 大促带动电商用户粘性提升-互联网流量月报》, 2021.11.23
- 3.《LOL 手游上线表现良好-传媒 10 月经营跟踪》, 2021.11.23
- 4.《迪士尼宣布创造品牌元宇宙, B 站收购有妖气-传媒互联网周报》, 2021.11.21
- 5.《元宇宙行业协会成立, 英伟达推出 3 个虚拟人-传媒周报》, 2021.11.14

杨晓峰 分析师 SAC 执业编号: S1130520040001
yangxiaofeng@gjzq.com.cn

伍兆丰 联系人
wuzhaofeng@gjzq.com.cn

杨昊 联系人
yanghao@gjzq.com.cn

2022 长线布局优质资产, 元宇宙技术持续迭代

行业观点

- 相较于中概股, 港股互联网对投资者的吸引力有望提升, 港股市场或将成为长期配置互联网的重要场景。2021 年 12 月美国 HFCAA 实施细则完善, 焦点在于审计问题, 美国该监管法案实施后, 中概股将面临一定不确定性, 或将增强投资者配置资金于港股互联网的意愿。此外, 港交所降低二次上市的门槛, 新规从 2022 年 1 月 1 日起实施, 进一步加强了港股市场的吸引力, 预计有望推动未来港股市场成交额增厚。
- 从员工和组织架构看, 未来互联网公司更聚焦主业, 重视精细化、高质量发展。1) 美团组织架构调整: 2021 年公司调整组织架构, 成立零售特别小组, 人员聚焦零售。2) 薪资结构和薪资成本拆分: 互联网公司的薪资结构多为“现金+股权”的结构, 其中, 非现金股权支出多随业务规模波动, 占比较现金部分稳定; 拆分薪资成本发现, 人均薪酬增速较缓, 员工规模是拉升薪资成本的主要驱动因素; 3) 人员变动: 互联网公司大多根据业绩表现调整人员规模, 业绩增速与当年年底的人员规模增速走势基本一致, 预计未来互联网公司人员和组织架构调整会更聚焦主业。
- 游戏板块: 游戏出海是未来趋势, 关注腾讯网易出海。1) 游戏出海迎来机遇: 2021 年中国自研游戏海外销售收入 180.13 亿美元, 同比+16.6%; 据 App Annie, 21H1, 中国已成为海外 Top2000 手游发行商中占比最大的发行国, 达到 23.4%。2) 腾讯: 公司成立天美 F1 工作室并招兵买马, 加速海外市场布局, 同时英雄联盟手游受益于端游庞大的潜在 IP 用户规模, 硬核玩法下其稳态 DAU 或将为王者荣耀的 0.2-0.3 倍, ARPPU 值和付费率向上空间有望驱动商业化提升, 预计稳态月流水约为王者荣耀的 0.18-0.27 倍; 3) 网易: 全球性 IP 哈利波特核心用户趋稳, 长期稳态 ARPU 预计达到阴阳师的 2 倍, 静待其持续变现; 4) 三七互娱: 热门游戏 P&S 美国 iOS 排名趋稳, 逐步进入变现期, P&S 模式走通, 后续的 SLG 迭代产品有望持续推动海外业绩提升, 同时关注游戏品类的突破; 5) 吉比特: 具有超长线运营能力,《问道》等主力游戏运营多年, DAU 稳定, 关注公司放置、Rougelike+等赛道游戏布局的出圈。

投资建议

- 推荐组合: 建议长线布局优质资产, 关注元宇宙技术的持续迭代。个股方面, 建议关注组织架构调整, 聚焦零售的美团; 游戏板块, 出海迎来机遇, 建议关注成立天美 F1 工作室、加快海外布局的腾讯控股, 推出全球性 IP 手游哈利波特的网易, 以及 P&S 模式走通、后续 SLG 产品迭代加速出海业绩承载的三七互娱; A 股绝对收益标的: 建议关注具备长视频内容优势、推出虚拟主持人小漾和 YAOYAO、布局芒果元宇宙的芒果超媒。

风险提示

- 宏观经济运行不及预期风险、元宇宙技术迭代和应用不及预期风险、政策风险

内容目录

一、相比美国监管的不确定性，港股市场吸引力有望提升，港交所或将成为长期配置互联网的重要场景	5
1.1 美国监管存在不确定性，预计港股互联网对投资者的吸引力或将增强	5
1.2 港交所二次上市门槛降低，加强港股市场投资的吸引力	6
1.3 港交所或将成为长期配置互联网的核心场景，预计未来成交额有望增厚	6
二、互联网：从员工&组织架构看，预计互联网公司未来更聚焦主业	8
2.1 美团：组织架构调整，人员聚焦零售	8
2.2 薪资结构多为“现金+股权”模式：现金部分波动相较股权部分大	9
2.3 拆分薪酬成本：人均增速较缓，员工规模是成本拉升的主要驱动因素 ..	10
2.4 互联网公司根据业绩调整人员，预计将来更聚焦主业	11
三、游戏：游戏出海迎来发展机遇，关注腾讯网易海外布局	11
3.1 出海：中国是全球第一海外手游发行国，游戏出海是未来趋势	11
3.2 腾讯：成立天美 F1 工作室加速布局海外市场，英雄联盟手游 ARPPU 值和付费率提升空间驱动商业化提升	12
3.3 网易：哈利波特核心玩家趋稳，预计 ARPU 长期稳态可达阴阳师 2 倍 ..	17
3.4 三七互娱：长线游戏 P&S 排名趋稳进入变现期，关注 SLG 迭代产品加速出海业绩承载及后续品类突破	18
3.5 吉比特：具有超长线运营能力，主力游戏 DAU 稳定，关注所布局赛道的出圈	20
四、潜在新标的：种草社区—小红书值得关注	21
4.1 用户黏性：种草社区模式下，用户黏性仍处于上升态势	21
4.2 用户性别构成：女性用户比例超 60%，男性用户存在较大拓展空间	22
4.3 用户年龄分布：整体年轻化，半数以上的用户年龄在 30 岁以下	23
4.4 用户城市分布：集中于新一线和二三线城市，整体结构类似 B 站	23
五、A 股绝对收益标的：分众传媒+芒果超媒	24
5.1 分众传媒：关注消费趋势变化和潜力较大的新能源所带来的广告主	24
5.2 芒果超媒：布局“芒果元宇宙”，推出虚拟主持人 YAOYAO 和小漾，未来有望于多档节目亮相	25
六、风险提示	27

图表目录

图表 1：HFCAA 认定问责对象的标准	5
图表 2：HFCAA 实施流程	5
图表 3：近三年赴港上市的中概股	6
图表 4：港交所二次上市新规发布前后要求的对比	6
图表 5：港交所主要收入来源的收费模式	7
图表 6：港股日均成交额与港交所市值走势（亿港元）	7

图表 7: 港股日均成交额与港交所市值拟合曲线.....	7
图表 8: 全部港股成交额/总市值走势.....	8
图表 9: 腾讯控股成交金额/总市值走势.....	8
图表 10: 不同成交额/总市值下, 中概股在港交所二次上市总市值对港股成交额增加的敏感性分析.....	8
图表 11: 美团组织结构调整.....	9
图表 12: 腾讯薪酬占比走势.....	9
图表 13: 美团薪酬占比走势.....	9
图表 14: 部分互联网公司股权激励薪酬占营收比.....	10
图表 15: 腾讯人均薪酬情况变化.....	10
图表 16: 美团人均薪酬情况变化.....	10
图表 17: 腾讯薪酬总成本、员工人数和人均薪酬关系.....	11
图表 18: 美团薪酬总成本、员工人数和人均薪酬关系.....	11
图表 19: 腾讯、网易、哔哩哔哩、阿里巴巴、京东及拼多多业绩增速与员工人数增速的关系.....	11
图表 20: 中国自研游戏海外销售收入(单位: 亿美元)及同比增速.....	12
图表 21: 2021H1 海外 TOP2000 移动游戏发行商来源国家分布(按用户支出).....	12
图表 22: 天美工作室群架构调整.....	12
图表 23: 天美北美工作室成立情况.....	13
图表 24: 腾讯 IEG 事业群的海外地区招聘时间分布.....	13
图表 25: 开放世界游戏开发节点及其内容.....	14
图表 26: 天美 F1 开放世界研发积累.....	14
图表 27: 王者荣耀及英雄联盟手游 DAU 走势.....	15
图表 28: 王者、LOLM、LOL 付费皮肤价格对比.....	15
图表 29: 限时活动免费皮肤占比.....	16
图表 30: 王者荣耀皮肤促销活动数量.....	16
图表 31: 王者&LOL 手游&LOL 端游游戏英雄数量对比.....	16
图表 32: 《哈利波特: 魔法觉醒》与《原神》上线起周均日活走势.....	17
图表 33: 《魔法觉醒》日活用户中核心玩家群体渐渐稳定.....	17
图表 34: 《魔法觉醒》与《阴阳师》“类战令”价格对比.....	18
图表 35: 美国 Puzzles & Survival iOS 畅销榜排名.....	18
图表 36: 知名国产 SLG 美国 iOS 畅销榜排名至 TOP100&50 的天数.....	19
图表 37: 海外爆款卡牌游戏 AFK 美国地区 iOS 畅销榜稳定在 60 名左右.....	20
图表 38: 《问道》手游与 RPG 竞品 DAU 对比.....	20
图表 39: 《一念逍遥》与放置类竞品 DAU 对比.....	21
图表 40: 吉比特多品类布局提高出圈概率.....	21
图表 41: 近两年小红书日活用户留存率.....	22
图表 42: 近两年小红书日活用户留存率.....	22

图表 43: 近两年小红书单日使用次数和时长变化趋势	22
图表 44: 小红书、B 站等应用用户性别结构对比	23
图表 45: 2021H1 男性达人发布笔记的互动量占比	23
图表 46: 小红书、B 站等应用用户年代分布结构对比	23
图表 47: 小红书、B 站等应用用户年龄分布结构对比	23
图表 48: 小红书、B 站、快手和淘宝用户城市分布	24
图表 49: 公司各行业营收占比结构变化	24
图表 50: 蔚来、小鹏、理想 SA&G 费用 (百万元)	25
图表 51: 蔚来、小鹏广告投入在 SA&G 费用中占比	25
图表 52: 公司股权激励计划	25
图表 53: 芒果虚拟人“YAOYAO” (左) 和“小漾” (右)	26
图表 54: 芒果 2022 营销内容发布会片单	26

一、相比美国监管的不确定性，港股市场吸引力有望提升，港交所或将成为长期配置互联网的重要场景

1.1 美国监管存在不确定性，预计港股互联网对投资者的吸引力或将增强

- 《外国公司问责法案》实施细则修订完善，焦点在于审计问题，中概股面临不确定性
- 2021年12月2日，SEC称《外国公司问责法案》(HFCAA)实施细则修订完善，该法案认定的问责对象(Commission-Identified Issuers)为PCAOB无法全面检查或调查的、在外国管辖区有分支机构或办公室的会计师事务所。

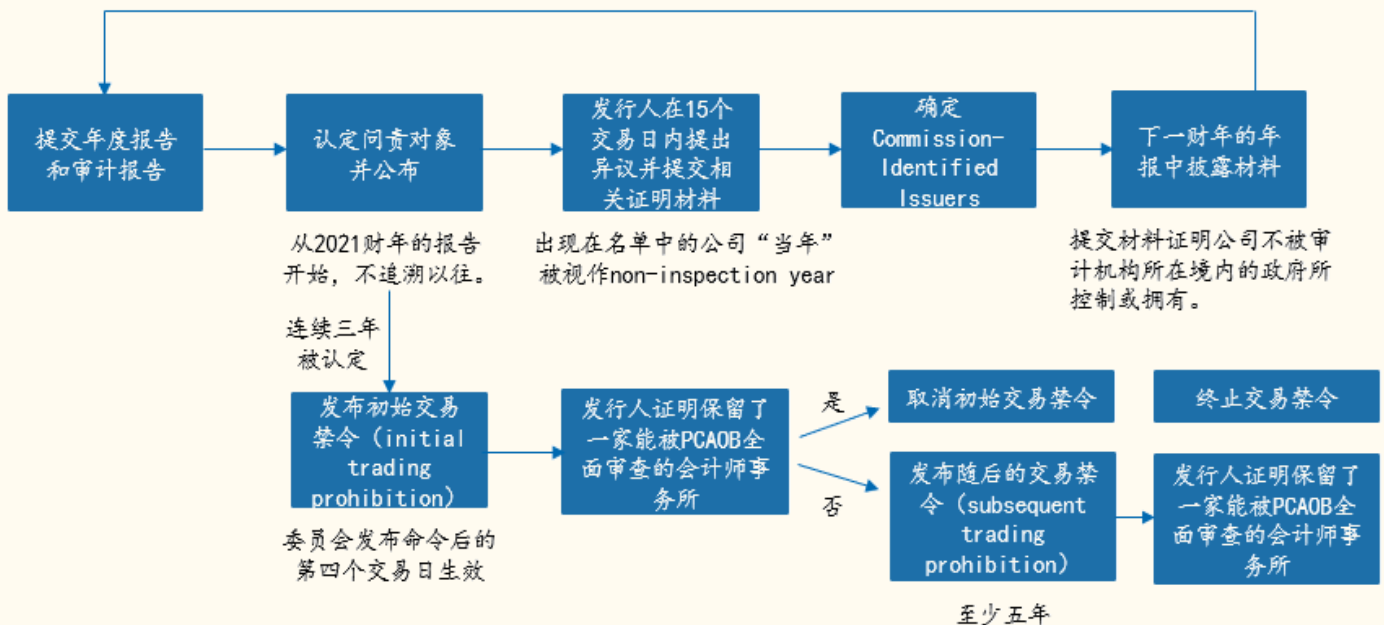
图表 1: HFCAA 认定问责对象的标准

	认定内容
1	认定发行人财报中审计报告的会计师事务所
2	此事务所在外国管辖区有分支机构或办公室
3	由于其所在国家权利机关持有某种立场导致 PCAOB 无法全面检查或调查此会计师事务所

来源: SEC, 国金证券研究所

- 被认定为问责对象后，需出具相关材料，连续三年被认定则存在退市风险，预计 2024 年或为最早发布初始交易禁令的一年。据 HFCAA，2021 财年为 SEC 认定问责对象的第一个年份，不追溯以往，被认定后，次年年报中需提交材料证明不被审计机构所在境内的政府所控制或拥有，连续三年被认定则被禁止交易，存在退市风险。

图表 2: HFCAA 实施流程



来源: SEC, 国金证券研究所

- 《外国公司问责法案》2019 年提出后，于港交所二次上市的中概股数量增多
- 《外国公司问责法案》(HFCAA) 于 2019 年首次被提出，从近三年于港交所上市的中概股数量看，HFCAA 提出后，中概股在港交所二次上市的数量增多。HFCAA 于 2019 年 3 月被首次提出，2020.12 众议院通过，今年 12 月发布修订完善的实施细则。阿里巴巴于 2019 年 11 月于港交所二次上市，此后的两年，多家中概股陆续二次上市，其

中 2020 年共有 9 家，2021 年至今共有 7 家，这三年二次上市的中概股占比总赴港二次上市的比重超过 60%。

图表 3: 近三年赴港上市的中概股

序号	代码	简称	所属行业	赴港上市年份	数量 (单位: 个)
1	9988.HK	阿里巴巴 - S W	互联网与零售	2019	1
2	9991.HK	宝尊电商 - S W	互联网软件与行业		
3	1179.HK	华住集团 - S	酒店、度假村与豪华游轮		
4	9999.HK	网易 - S	互联网软件与服务	2020	9
5	9698.HK	万国数据 - S W	互联网软件与服务		
6	9987.HK	百胜中国 - S	餐馆		
7	9901.HK	新东方 - S	教育服务		
8	9688.HK	再鼎医药 - S B	生物科技		
9	9618.HK	京东集团 - S W	互联网零售		
10	2057.HK	中通快递 - S W	航空货运与物流		
11	2518.HK	汽车之家 - S	互联网软件与服务	2021	7
12	9888.HK	百度集团 - S W	互联网软件与服务		
13	9961.HK	携程集团 - S	互联网零售		
14	9626.HK	哔哩哔哩 - S W	互联网软件与服务		
15	2015.HK	理想汽车 - W	汽车制造		
16	9868.HK	小鹏汽车 - W	汽车制造		
17	0013.HK	和黄医药	西药		

来源: Wind, 国金证券研究所, 注: 所属行业为 Wind 四级行业分类

1.2 港交所二次上市门槛降低, 加强港股市场投资的吸引力

- **HFCAA 实施后, 相比美国市场的不确定性, 港交所二次上市门槛降低加强了港股市场配置资金的吸引力**
 - **港交所二次上市门槛降低增强港股市场投资的吸引力: 2021 年 11 月 19 日, 联交所发布了《针对优化及简化海外发行人上市制度的建议刊发咨询总结》, 新规将于 2022.1.1 开始实施。新规降低了二次上市的门槛, 主要体现在对预期市值的要求降低, 不再要求是创新产业公司, VIE 架构和同股不同权架构可保留。**

图表 4: 港交所二次上市新规发布前后要求的对比

过去	现在
预期市值不低于 400 亿港元, 或至少 100 亿港元且最近经审计的会计收入至少 10 亿港元	对于非同股不同权的公司, 预期市值至少 100 亿港元, 上市满 5 个会计年度的公司预期市值至少 30 亿港元
必须为创新产业公司	删除此要求
上市已满两个会计年度	上市已满两个会计年度, 若通过 30 亿港元市值额渠道, 则需满 5 个会计年度
2017.12.5 前海外上市的中概股可保留原有 VIE 架构和同股不同权结构, 之后的这两个结构需满足《上市规则》有关首次上市的所有要求	可保留 VIE 架构和同股不同权结构

来源: 港交所, 国金证券研究所

1.3 港交所或将成为长期配置互联网的核心场景, 预计未来成交额有望增厚

- **港交所收入结构主要包括交易费、结算费、上市费和其他, 其中交易费和结算费占比较高。1) 交易: 现货根据成交额收取, 衍生品和商品根据成交张数和合约单价收取; 现货交易系统使用费根据成交宗数收取, 近十年交易费和交易系统使用费占比基本一直在 40%以上; 2) 交易后: 主要是结算及交收费, 也主要据成交额收取, 近十年结算及交收费占营收比重整体高于 20%; 3) 上市: 主要根据募资规模、上市公司证券基本情况收取, 近十年联交所上市费占港交所营收比重在 9%-15%间波动, 基本高于 10%。**

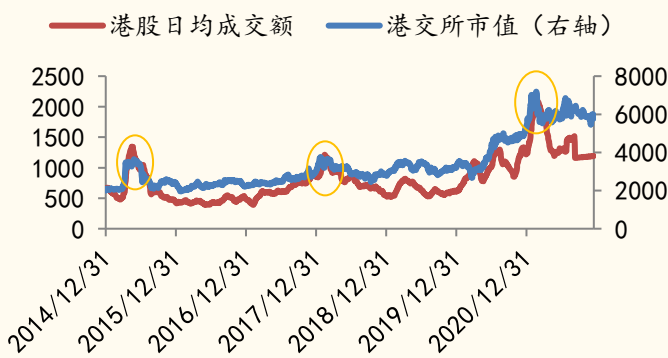
图表 5: 港交所主要收入来源的收费模式

收入来源	收入类型	收费方式	
交易	交易费及交易系统使用费	股票（非南向）及股本证券	成交额*0.5bp（双向）
		ETF	股票交易费基础上*约 50%
		南向资金	成交额*0.5bp（单边）*50%
		北向资金	成交额*0.487bp（单边）*40%
		衍生品交易及使用费	成交张数*相应合约单张费用（双边）-庄家减免费率
		商品交易费	成交张数*合约单张费用（双边）
交易后	结算及交收费	现货交易系统使用费	成交宗数*0.5 港元（双边）
		现货结算费	成交额*0.2bp（双边）
		南向资金	成交额*0.2bp（单边）*50%
		北向资金	成交额*0.2bp（单边）*150%
		现货交收费	成交指示额*0.2bp
		衍生品结算费	成交张数*相应合约单张结算费用（双边）
上市	上市费	商品结算费	成交张数*相应合约单张结算费用（双边）
		上市费	上市证券张数*单张收费
		上市年费	根据募资规模收 已上市企业 根据上市公司证券面值收

来源：港交所，国金证券研究所

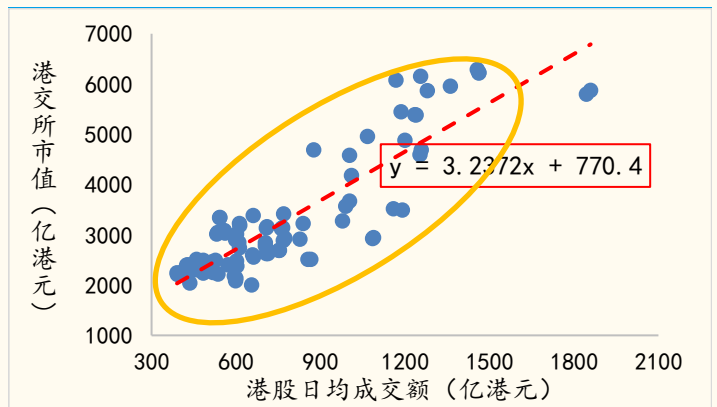
- 港交所收入主要源于现货市场，其市值与港股日均成交额走势基本一致
 - 1) 从市场类型看，港交所收入主要源于现货市场。港交所包括现货、衍生品、商品等市场，其中现货市场收入（包括现货市场结算费）占比高于 40%，2021 前三季度收入占比为 48.5%，接近一半。
 - 2) 港交所市值与港股日均成交额波动基本一致。尤其是几个峰值的出现，时间点几乎完全重合；从港交所市值和港股日均成交额的拟合曲线看，各点基本分布在一条斜率为正的直线附近。

图表 6: 港股日均成交额与港交所市值走势（亿港元）



来源：Wind，国金证券研究所

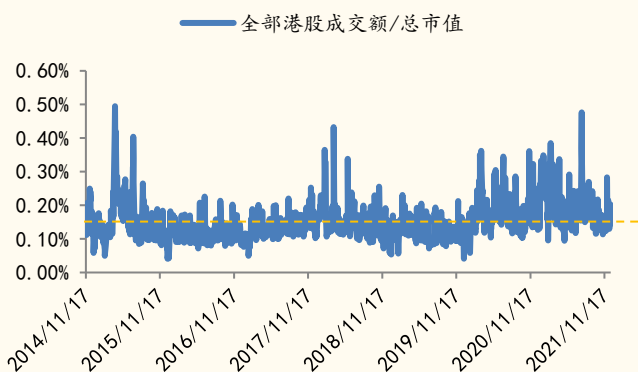
图表 7: 港股日均成交额与港交所市值拟合曲线



来源：Wind，国金证券研究所

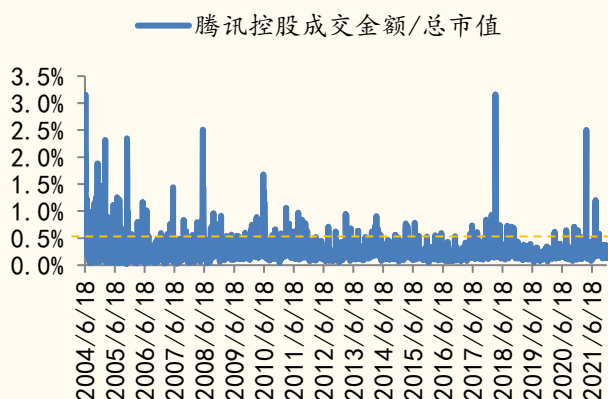
- 港股市场吸引力提升或将推动港股成交额增加百亿级港元。全部港股的成交额/总市值基本围绕 0.15% 的水平上下波动，腾讯控股的成交额/总市值则主要围绕 0.5% 的水平震荡，虑及美国中概股存在拼多多等数十家互联网公司，故基于全部港股和腾讯控股的成交额/总市值，对中概股在港交所二次上市对港股成交额的增加量进行敏感性分析，2021.12.20 数据显示满足港交所二次上市条件的中概股市值约 2.55 万亿港元，在 0.5% 的成交额/总市值水平下，可增厚港股成交额 127.5 亿港元。

图表 8: 全部港股成交额/总市值走势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 腾讯控股成交金额/总市值走势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: 不同成交额/总市值下, 中概股在港交所二次上市总市值对港股成交额增加的敏感性分析

港股成交额增厚度 (单位: 亿港元)	成交额/总市值										
	0.05%	0.15%	0.25%	0.35%	0.45%	0.50%	0.55%	0.65%	0.75%	0.85%	0.95%
2.80	14.0	42.0	70.0	98.0	126.0	140.0	154.0	182.0	210.0	238.0	266.0
2.75	13.8	41.3	68.8	96.3	123.8	137.5	151.3	178.8	206.3	233.8	261.3
2.70	13.5	40.5	67.5	94.5	121.5	135.0	148.5	175.5	202.5	229.5	256.5
2.65	13.3	39.8	66.3	92.8	119.3	132.5	145.8	172.3	198.8	225.3	251.8
赴港二次上市 总市值	13.0	39.0	65.0	91.0	117.0	130.0	143.0	169.0	195.0	221.0	247.0
(单位: 万亿 港元)	12.8	38.3	63.8	89.3	114.8	127.5	140.3	165.8	191.3	216.8	242.3
2.50	12.5	37.5	62.5	87.5	112.5	125.0	137.5	162.5	187.5	212.5	237.5
2.45	12.3	36.8	61.3	85.8	110.3	122.5	134.8	159.3	183.8	208.3	232.8
2.40	12.0	36.0	60.0	84.0	108.0	120.0	132.0	156.0	180.0	204.0	228.0
2.35	11.8	35.3	58.8	82.3	105.8	117.5	129.3	152.8	176.3	199.8	223.3
2.30	11.5	34.5	57.5	80.5	103.5	115.0	126.5	149.5	172.5	195.5	218.5

来源: Wind, 国金证券研究所

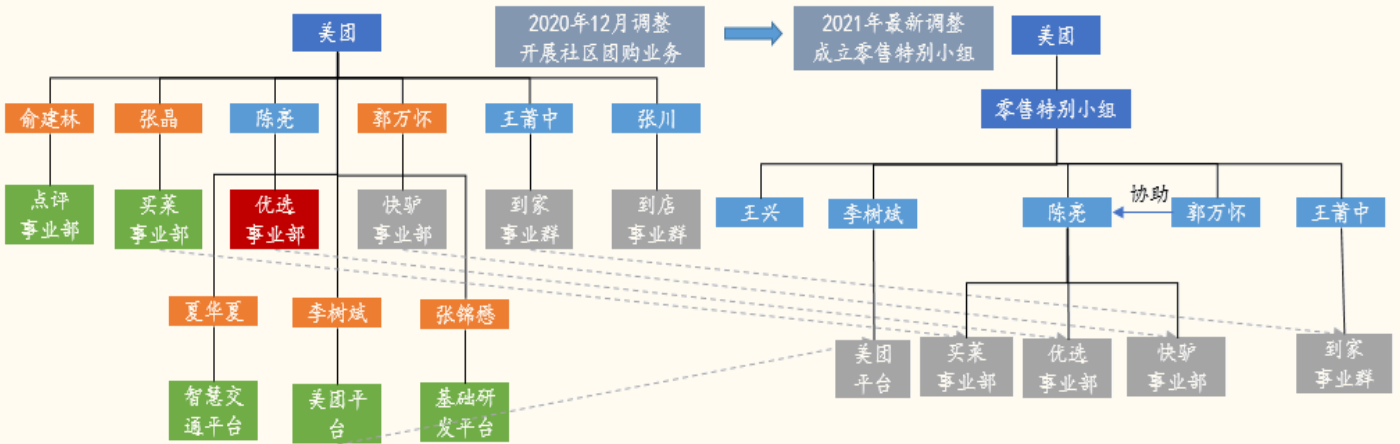
二、互联网: 从员工&组织架构看, 预计互联网公司未来更聚焦主业

2.1 美团: 组织架构调整, 人员聚焦零售

■ 2020年起发力社区团购, 近期调整落实“零售+科技”战略, 聚焦零售

- 1) 2020年12月, 发力社区团购: 成立优选事业部; 摩拜、出行等业务地位相对弱化; 成立智慧交通平台, 强化LBS基础设施建设, 用于支持交通、地图、无人配送等。
- 2) 2021年9月, 美团战略调整为“零售+科技”: 10月27日成立零售特别小组; 将买菜、优选、快驴整合, 向统一负责人汇报;

图表 11: 美团组织结构调整

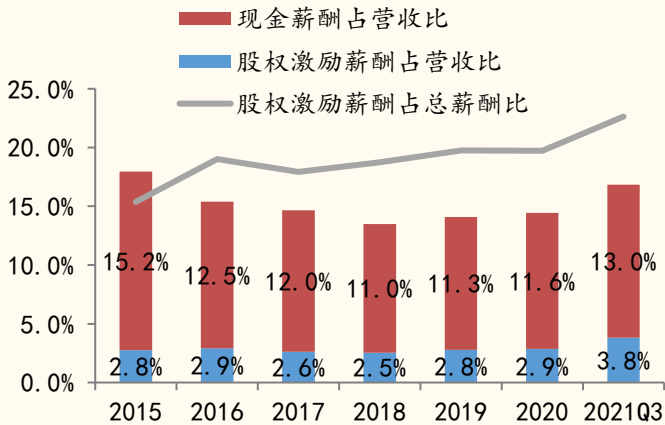


来源: 美团, 国金证券研究所

2.2 薪资结构多为“现金+股权”模式: 现金部分波动相较股权部分大

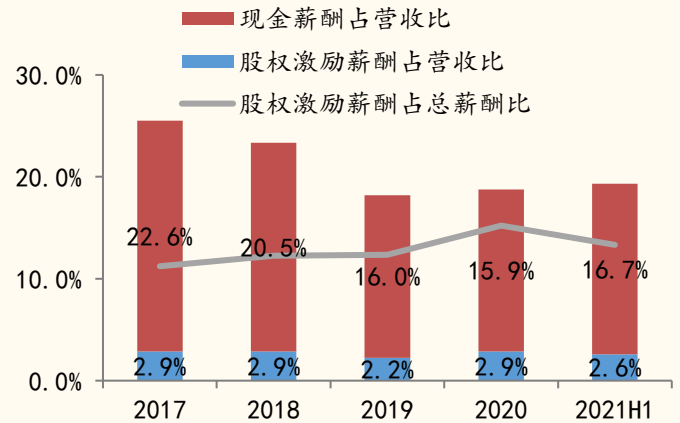
- 互联网公司薪资一般包括现金+股权, 其中现金部分的波动相较股权部分大。以腾讯和美团为例, 整体而言, 股权激励薪酬占营收比重较现金占比稳定, 预计主要由于非现金的股权支出多伴随业务规模同步波动。

图表 12: 腾讯薪酬占比走势



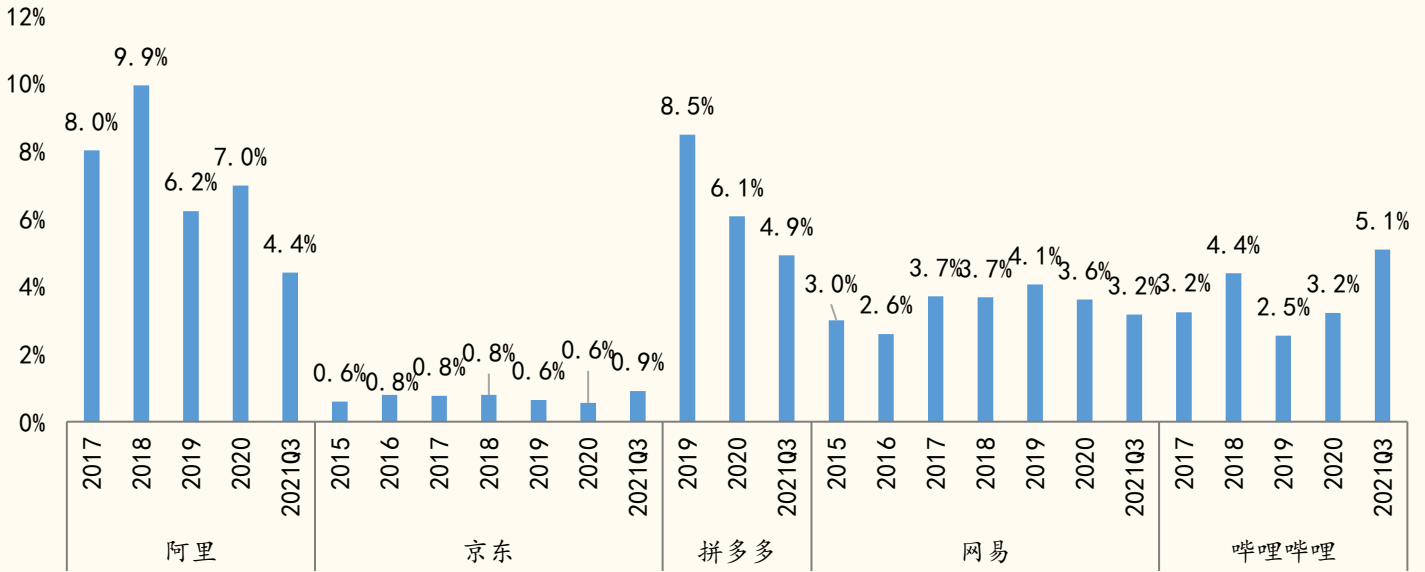
来源: 腾讯年报, 国金证券研究所

图表 13: 美团薪酬占比走势



来源: 美团年报及招股书, 国金证券研究所

图表 14: 部分互联网公司股权激励薪酬占营收比

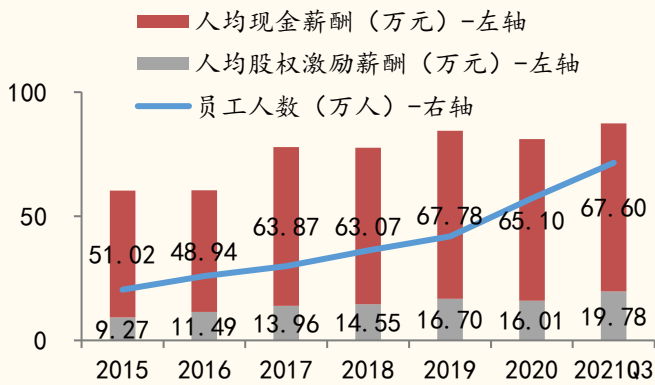


来源: 各公司年报及招股书, 国金证券研究所, 注: 由于数据可得性不同, 具体展示公司及展示年份跨度选取有所不同

2.3 拆分薪酬成本: 人均增速较缓, 员工规模是成本拉升的主要驱动因素

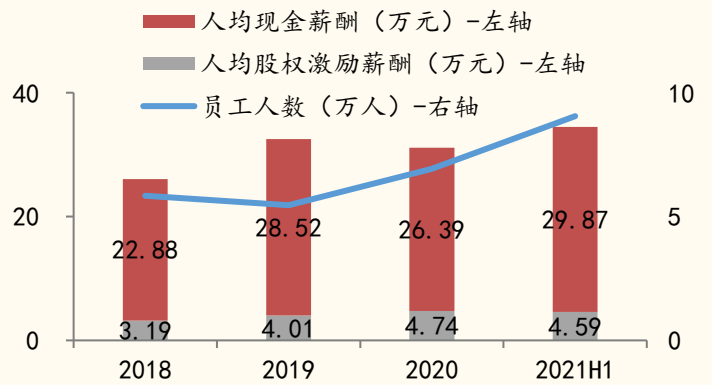
- 以腾讯和美团为例: 1) 腾讯: 人均薪酬增速大多在 10% 以下, 员工人数与薪酬成本增速高度相近; 2) 美团: 除 2019 年员工人数负增长外, 2020 年以来维持高增速, 而人均薪酬增速处于低位。

图表 15: 腾讯人均薪酬情况变化



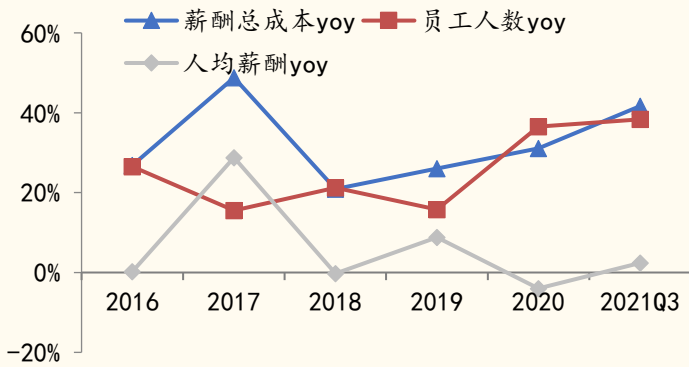
来源: 腾讯年报, 国金证券研究所, 注: 由于数据可得性不同, 具体展示公司及展示年份跨度选取有所不同

图表 16: 美团人均薪酬情况变化



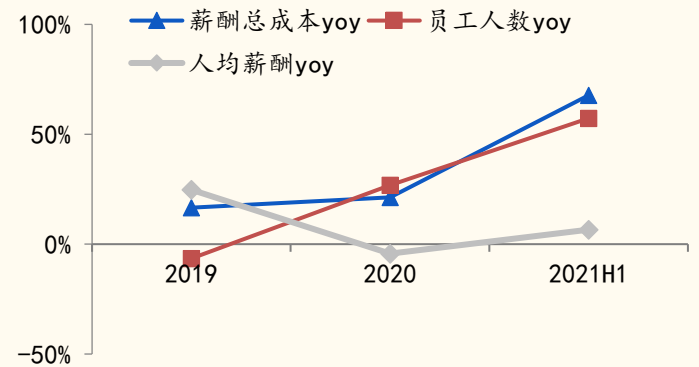
来源: 美团年报及招股书, 国金证券研究所, 注: 由于数据可得性不同, 具体展示公司及展示年份跨度选取有所不同

图表 17: 腾讯薪酬总成本、员工人数和人均薪酬关系



来源: 腾讯年报, 国金证券研究所, 注: 由于数据可得性不同, 具体展示公司及展示年份跨度选取有所不同

图表 18: 美团薪酬总成本、员工人数和人均薪酬关系

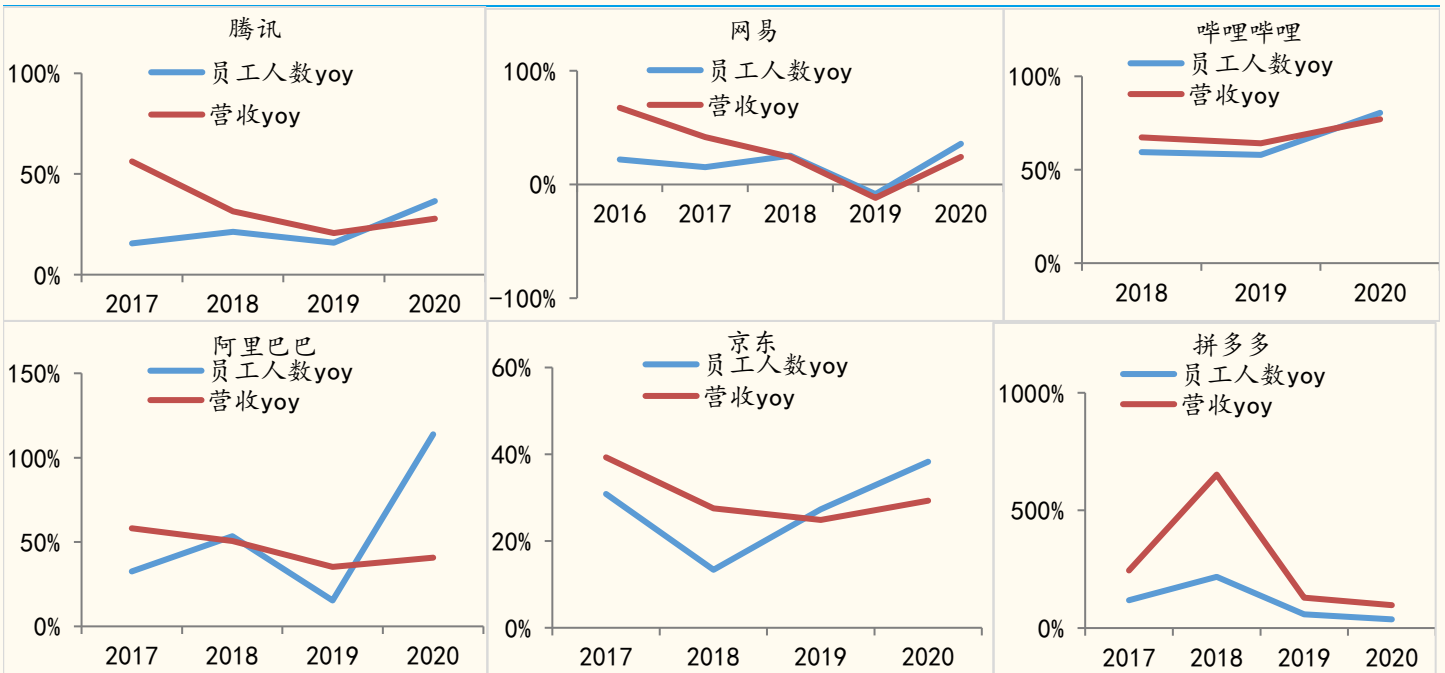


来源: 美团年报及招股书, 国金证券研究所, 注: 由于数据可得性不同, 具体展示公司及展示年份跨度选取有所不同

2.4 互联网公司根据业绩调整人员, 预计将来更聚焦主业

- 互联网公司的业绩增速与当年底员工人数的同比增速有较高相关性。在业绩增长趋势较好的年份, 互联网公司往往在人员规模上更为乐观, 体现为较少的人员减少和较多的补充, 从而在年底的员工人数上体现较高的同比增速; 而在营收增长较一般的情况下会更为保守, 员工人数增速同样更低。这一趋势在近三年更为突出。

图表 19: 腾讯、网易、哔哩哔哩、阿里巴巴、京东及拼多多业绩增速与员工人数增速的关系



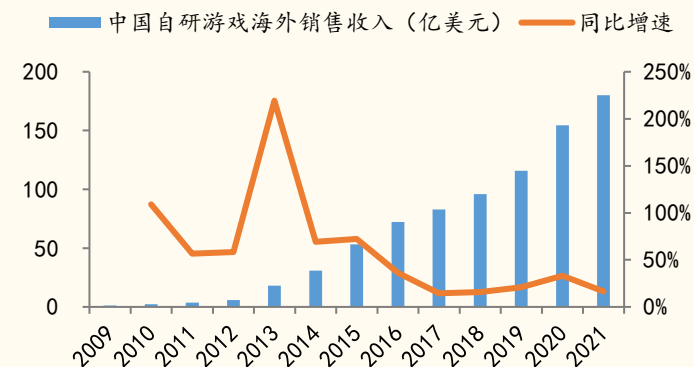
来源: 公司年报及招股书, 国金证券研究所, 注: 由于数据可得性不同, 具体展示公司及展示年份跨度选取有所不同

三、游戏: 游戏出海迎来发展机遇, 关注腾讯网易海外布局

3.1 出海: 中国是全球第一海外手游发行国, 游戏出海是未来趋势

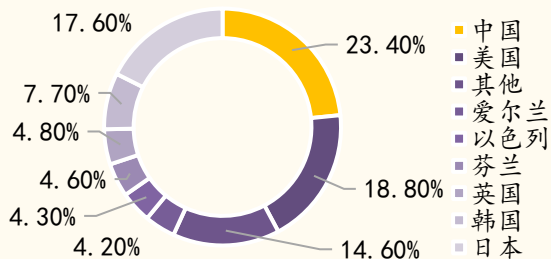
- 中国游戏出海销售收入规模连年增长, 游戏出海是未来趋势据《中国游戏产业报告》, 2009-2021年间, 中国游戏出海销售额由 1.1 亿增长至 180.13 亿美元, 2018 年起增速稳步上升, 其中 2020 年疫情影响下, 同比增长 33.2%, 2021 年同比增长 16.6%, 预计随游戏数量的增多, 游戏质量的提高, 游戏出海会增多, 海外市场有望贡献更多收入。

图表 20: 中国自研游戏海外销售收入 (单位: 亿美元) 及同比增速



来源:《中国游戏产业报告》, 国金证券研究所

图表 21: 2021H1 海外 TOP2000 移动游戏发行商来源国家分布 (按用户支出)



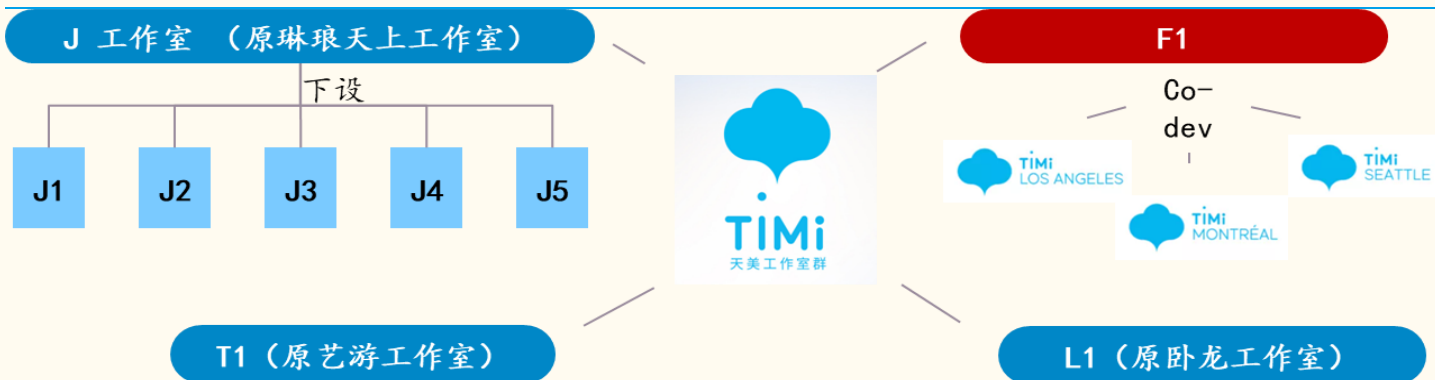
来源: App Annie, 国金证券研究所

- 游戏数量和质量的增加推动中国成为全球第一海外手游发行国。据 App Annie 联合 Google 发布的《2021 年移动游戏出海洞察报告》, 21H1, 中国已成为海外 Top2000 手游发行商中占比最大的发行国, 达到 23.4%。中国较高发行占比主要源于: 新游戏增加提供份额增长动力, 热门游戏中有 187 款游戏是 2020 年 1 月后推出的; 而爱尔兰等发行商在市场份额上的增长很大程度上源于老牌游戏的持续发力。

3.2 腾讯: 成立天美 F1 工作室加速布局海外市场, 英雄联盟手游 ARPPU 值和付费率提升空间驱动商业化提升

- 加速布局海外市场: 成立天美 F1 工作室, 将游戏出海提升至“3A 手游”
 - 天美 F1 使命: 致力于探索游戏未来形态, 用 3A 品质、原创 IP 服务全球、全平台玩家, 与 J/T/L 序列并列。产品远期对标于电影《头号玩家》中的绿洲 (Oasis) 式的虚拟社区, 身份、沉浸感、足够大的物理边界和内容密度、自进化的世界、稳健的经济系统等等, 将共同支撑起未来的游戏形态。F1 工作室与并列于 J、T、L 序列, 与全球团队协同研发 (Co-dev)。之前公布的天美的北美在研主机 AAA 项目, 包括西雅图的射击项目、蒙特利尔的开放世界, 其实都是与天美 F1 协同研发的, 同时天美 F1 工作室旗下另外还有一些尚未公开的 AAA 品质的主机项目, 也正在研发中。

图表 22: 天美工作室群架构调整



来源: 天美工作室, 国金证券研究所

- 天美海外工作室布局: 已于海外成立北美地区三大工作室与独立工作室, 并伴随人员的招聘, 加快进军海外市场步伐。先后成立洛杉矶、西雅图、蒙特利尔北美工作室及 TEAM KAIJU 独立工作室; 人员方面, 几次海外工作室成立的宣布伴随着招聘的高峰, 如 6 月 22 日 (西雅图工作室成立前后) 在西雅图、洛杉矶、尔湾、温哥华; 7 月 27 日 (蒙

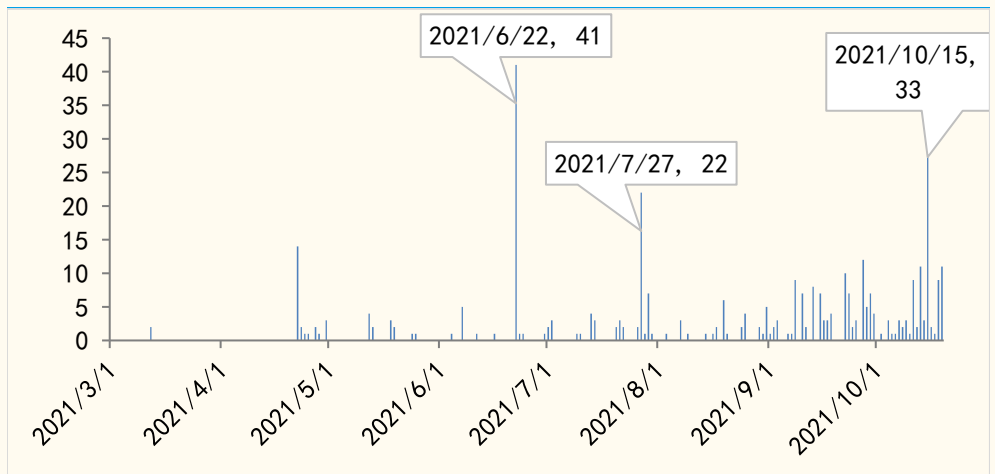
特利尔工作室成立前后)在蒙特利尔、西雅图、洛杉矶;10月15日(team kaiju 官宣前后)在洛杉矶、西雅图、帕罗奥多、新加坡。

图表 23: 天美北美工作室成立情况



来源: 国金证券研究所整理

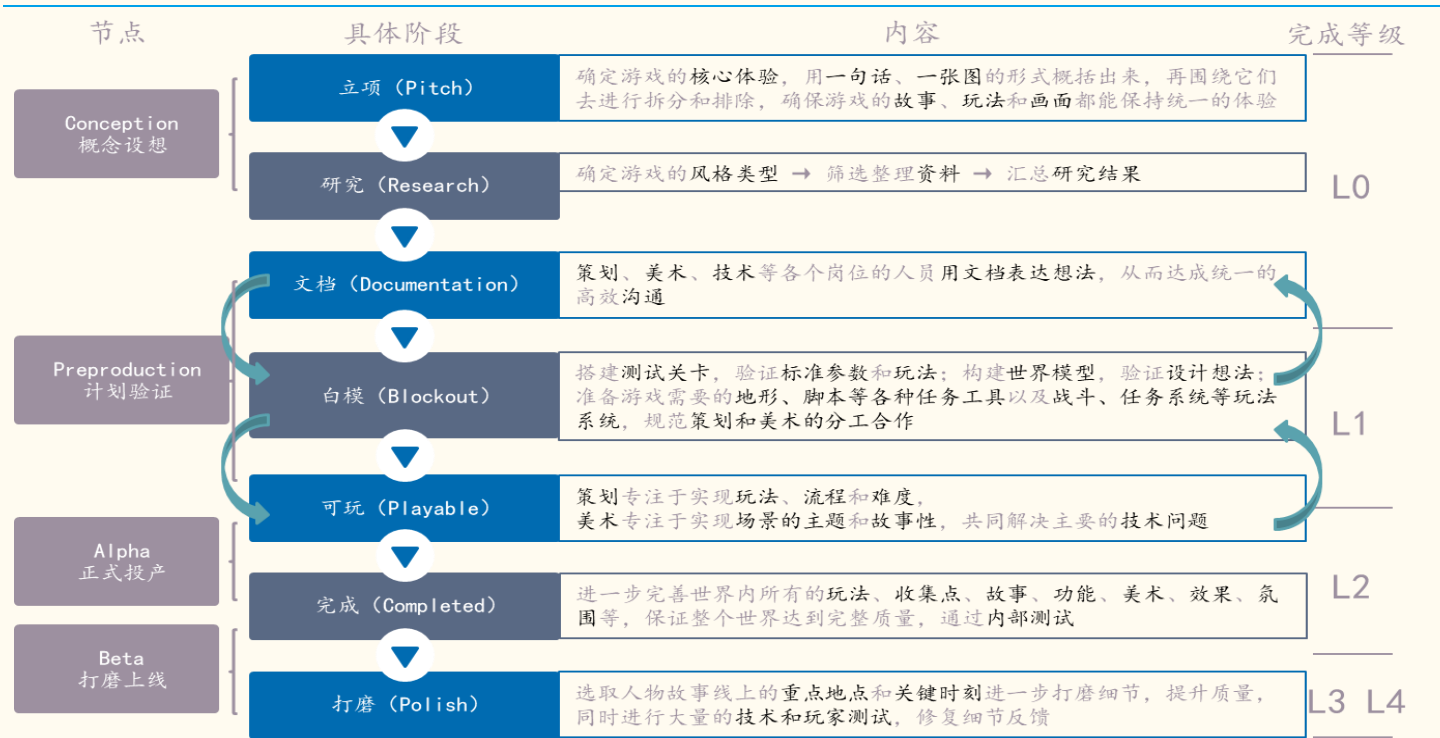
图表 24: 腾讯 IEG 事业群的海外地区招聘时间分布



来源: 国金证券研究所整理, 注: 纵轴为招聘人数

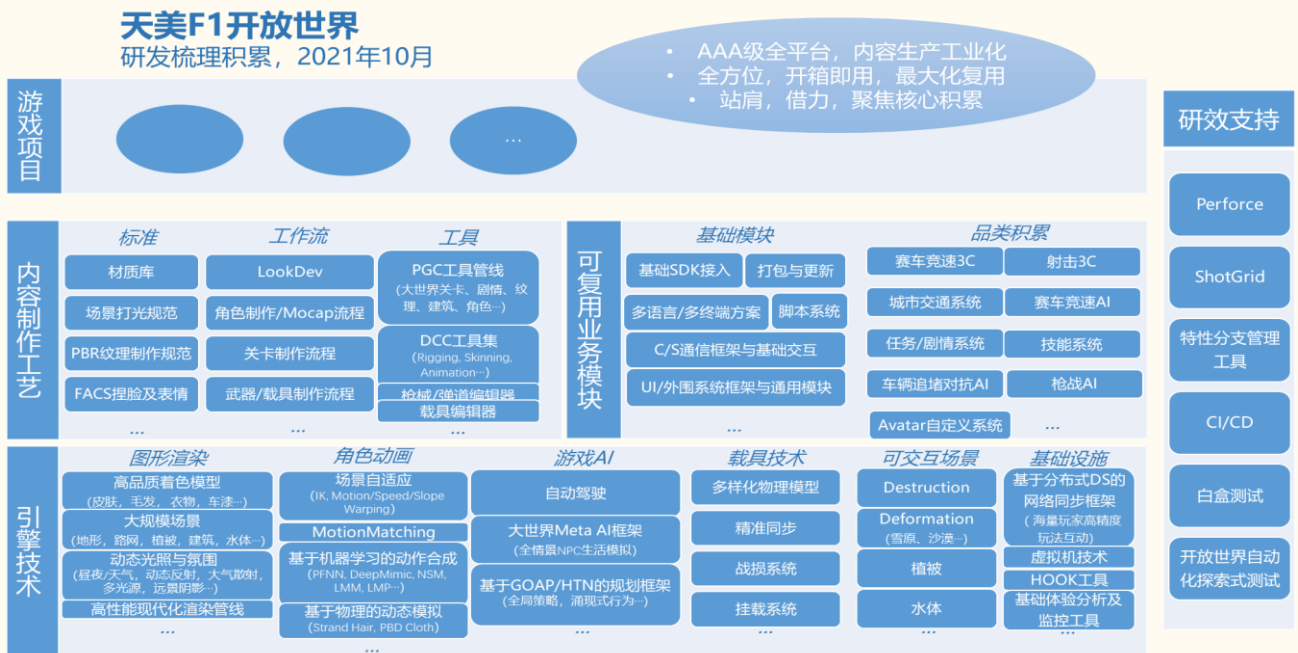
- 天美 3A 开放世界游戏打造: 或已接近 L1 阶段。**开放世界游戏开发常被分为 4 个主要节点, 分别是 Conception、Preproduction、Alpha 和 Beta, 立项、研究等 7 个具体阶段, 天美 F1 工作室已从内容制作、引擎技术等方面积累了一定硬核技术, 预计天美已接近 L1 阶段, 能达成平衡循环的世界, 此时, AI 的影响范围相对 L0 更大, 有了流动的行人、车辆、路网 AI 系统等, 它们形成了一种世界的自我平衡运转。

图表 25: 开放世界游戏开发节点及其内容



来源: 天美工作室, 国金证券研究所整理

图表 26: 天美 F1 开放世界研发积累

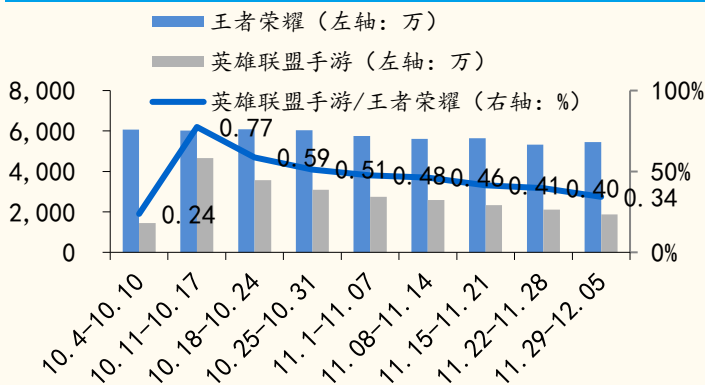


来源: 天美 F1 工作室, 国金证券研究所

- 用户端: 硬核玩法预计令英雄联盟手游稳态 DAU 为王者荣耀的 0.2-0.3 倍, 稳态水平决定 22 年的增长
- 稳态 DAU: 硬核玩法预计令 LOL 手游 DAU 略低于王者荣耀, 稳态比例约为 0.2-0.3 倍。《英雄联盟手游》较还原端游玩法, 较高的单局耗时和操作难度使整体玩法较“硬核”, 我们认为在受众广泛度上, 《英雄联盟手游》将会低于《王者荣耀》。DAU 方面, 《王者荣耀》21 年

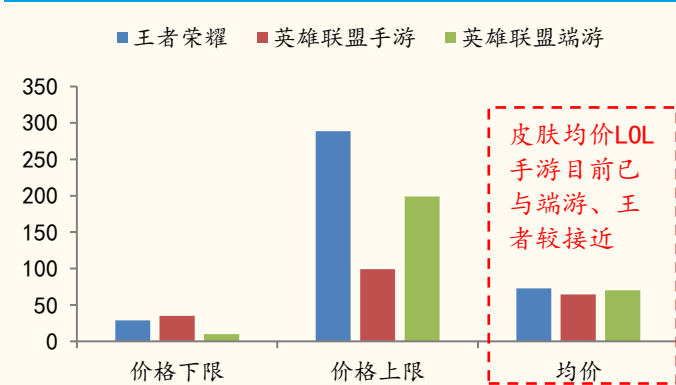
10月稳定在6000万人水平，居移动游戏日活榜榜首。《英雄联盟手游》于10月8日上线，DAU最高达《王者荣耀》约0.8倍，随后有所回落，目前与王者荣耀的日活比在0.34:1左右。我们预计稳态下《英雄联盟手游》与《王者荣耀》用户比约为0.2~0.3:1。

图表 27: 王者荣耀及英雄联盟手游 DAU 走势



来源: 国金证券研究所

图表 28: 王者、LOLM、LOL 付费皮肤价格对比

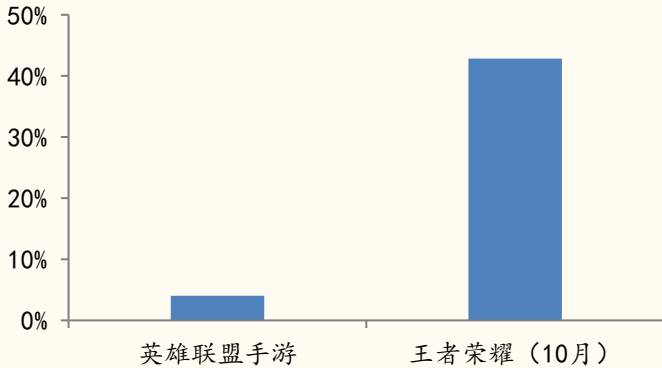


来源: 国金证券研究所

- **ARPPU:** 从道具价格峰值、均值维度看，LOL 手游仍有一定提升空间，稳态下 LOL 手游与《王者荣耀》ARPPU 之比或达 0.91 倍
 - 1) 从皮肤价格峰值看，最高价距英雄联盟端游和王者荣耀有一定差距。《英雄联盟手游》最低价皮肤价格较高，目前 35 元，共 27 款，高于《王者荣耀》的 28.8 元，也高于端游的 10 元。但《英雄联盟手游》最高价皮肤仍处于较低水平，目前最高价 99 元，共 18 款，远低于王者荣耀的 288.8 元及端游的 199 元。
 - 2) 从皮肤价格均值看，《英雄联盟手游》高价皮肤仍有较大提升空间，《英雄联盟手游》皮肤均价约 64 元，由于高价皮肤较少，均价低于《王者荣耀》的 73 元以及英雄联盟端游的 70 元，分别为王者荣耀以及英雄联盟端游的 0.88/0.92 倍。
- **付费点:** 主要为皮肤、赛季通行证、英雄三种付费点，关注内容更新频率驱动长线付费
 - 《英雄联盟手游》付费点主要体现在三个方面，分别是英雄、皮肤及赛季通行证。我们认为如《英雄联盟手游》的 MOBA 类游戏，皮肤是其主要的付费点。1) 皮肤方面，《英雄联盟手游》的目前付费皮肤单价从 35 元至 99 元不等，一共 174 个。2) 英雄方面，可付费解锁的英雄单价均为 45 元，共 74 个，付费解锁之外，英雄均可以通过积累一定量的免费英雄碎片换取。3) 通行证方面，《英雄联盟手游》通行证叫作“峡谷宝典”，峡谷宝典分为高价和低价，价格分别为 36 元/68 元，其中 68 元的精英版提供经验加成和 5 级快升，38 元的普通版则没有上述经验奖励，其余奖励基本一致。
 - 从付费层次来看，随着《英雄联盟手游》活跃人数稳定，英雄及通行证预计会带来稳定的收益，但是增量空间有限。而皮肤则较为多元化，玩家可以从自己喜欢的价格档位选择自己喜欢的皮肤，游戏也可以推出更多的付费皮肤来刺激玩家消费，因此皮肤付费具有较大的弹性。关注后续英雄联盟手游稳态下皮肤更新频率对玩家长期付费的驱动。
- **付费率:** 对比王者荣耀，LOL 手游免费皮肤比例偏低、初期英雄数量较多，付费率仍有提升空间。从皮肤促销、初期英雄数量维度看，预计《英雄联盟手游》付费率低于《王者荣耀》，预计稳态下英雄联盟手游的付费率有望达到王者荣耀的 0.8-1.2 倍。
 - 1) 从皮肤促销维度，竞品加强免费皮肤促活力度，LOL 手游促销力度相对较低。《英雄联盟手游》虽然上线初期提供免费皮肤数量较多，约 19 款，但多为日常任务奖励，实际限时活动的奖励皮肤约 7 款，相

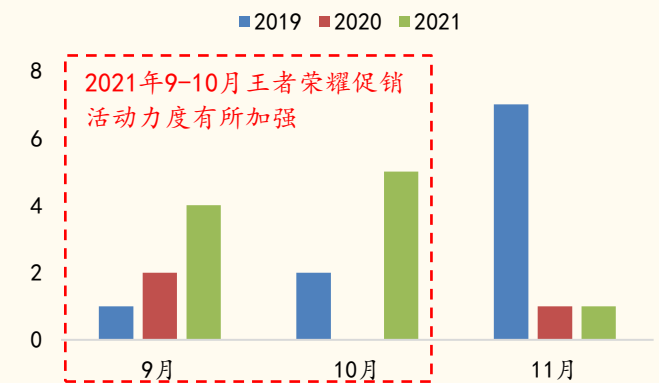
较于 174 款付费皮肤，限时活动免费皮肤占比约 4%，远低于《王者荣耀》，《王者荣耀》10 月新上 7 款付费皮肤，推出 3 个限时活动，玩家可获得 3 款免费皮肤，免费皮肤占比约 43%；同时，《王者荣耀》短期内加强了皮肤促销活动的力度，2021 年 9-10 月，《王者荣耀》的皮肤促销活动数量分别为 4/5 个，高于 19-20 年同期 0-2 个活动的水平，且 10 月《王者荣耀》推出安其拉英雄皮肤返点活动，首周购买后完成一定任务就能返还等价点券。从活动推广力度看，短期内受到《王者荣耀》加强活动力度影响，《英雄联盟手游》预计初期用户留存和付费率会低于《王者荣耀》。随着 11 月《王者荣耀》的皮肤促销力度环比有所下降，预计《英雄联盟手游》的付费率和用户粘性将会逐渐提升。

图表 29: 限时活动免费皮肤占比



来源: 王者荣耀, 英雄联盟手游, 国金证券研究所

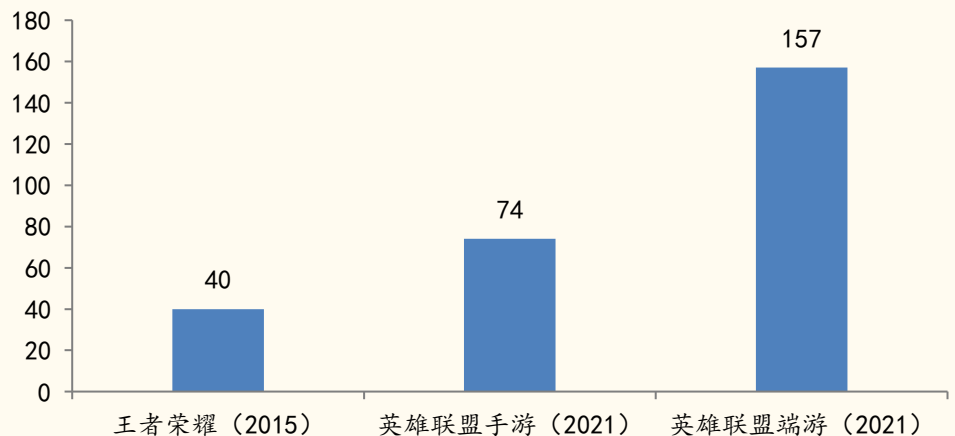
图表 30: 王者荣耀皮肤促销活动数量



来源: 王者荣耀, 国金证券研究所

- 2) 从初始英雄数量看,《英雄联盟手游》上线初期高于同期《王者荣耀》, 玩家仍需时间收集英雄推动皮肤付费率提升。端游经过多年运营, 目前已积累了接近 157 个英雄, 因此基于端游 IP 转化的手游开服便已经有 74 个英雄, 对比《王者荣耀》早期 (2015 年) 40 个英雄,《英雄联盟手游》较多的英雄数量需要玩家花时间逐步收集才能开始产生角色皮肤付费。

图表 31: 王者&LOL 手游&LOL 端游游戏英雄数量对比



来源: 王者荣耀、英雄联盟手游、英雄联盟、国金证券研究所

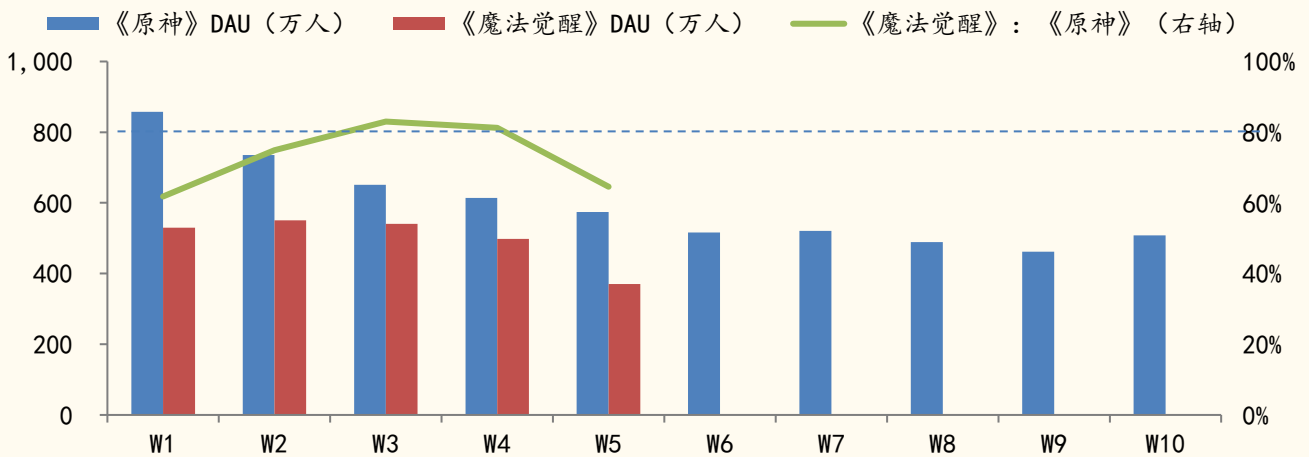
- 英雄联盟手游稳态月流水或达王者荣耀的 0.18-0.27 倍。1) “没有换肤盒子+玩家英雄数量提升+11 月《王者荣耀》皮肤促销力度环比下降”, 驱动 LOL 手游付费率向王者看齐, 稳态付费率或为 0.8-1.2 倍。2) ARPPU 方面, LOL 手游皮肤、通行证均价仍有提价空间。目前手游高价皮肤较少, 稳态一般内购 ARPPU 之比有望达 0.92 倍; 通行证价格与王者仍有差距, 稳态战令价格或为王者 0.89 倍。稳态下 ARPPU 与《王者荣耀》之比或达

0.91 倍。3) LOL 手游流水=付费率之比*DAU 之比*ARPPU 之比*王者流水，预计稳态月流水为王者的 0.18-0.27 倍。

3.3 网易：哈利波特核心玩家趋稳，预计 ARPU 长期稳态可达阴阳师 2 倍

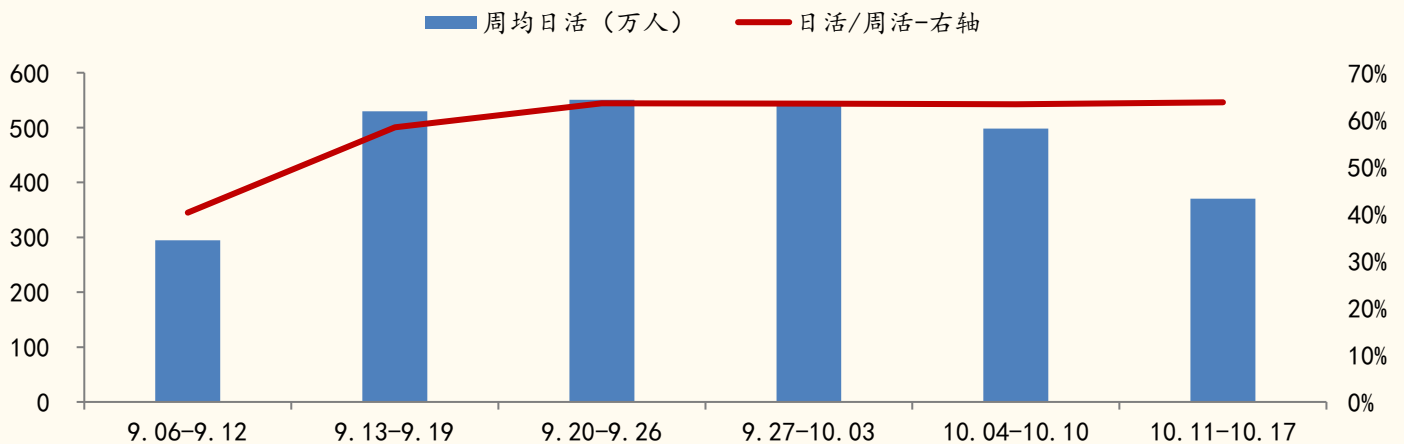
- 用户端：“哈利波特”日活峰值近 600 万，核心玩家已稳定
 - 游戏上线后数周内日活微升企稳，约为《原神》上线时的 73%。《哈利波特：魔法觉醒》（后称《魔法觉醒》）9 月初上线，周均日活连续攀升，而在“十一”假期后开始略微下行。对比去年 9 月底上线的《原神》：《原神》上线时游戏行业相关政策更宽松，且上线后即迎来“十一”假期，之后下行至 500 万水平，《魔法觉醒》的起步体量基本稳定在 600 万到 400 万之间，约为《原神》的 73% 水平。
 - 随时间拉长，日活收缩但核心玩家群体趋稳。以日度活跃玩家指标来看，游戏玩家规模在上线第四周开始出现下行趋势，但是从日活玩家对周活跃玩家的渗透比例看，这一水平相比上线首两周有较为明显提升，并且稳定在 63% 左右，说明当前玩家群体相对沉淀，核心玩家群体逐步稳定。

图表 32：《哈利波特：魔法觉醒》与《原神》上线起周均日活走势



来源：国金证券研究所

图表 33：《魔法觉醒》日活用户中核心玩家群体渐渐稳定



来源：国金证券研究所

- ARPU：预计长期稳态 ARPU 值可达《阴阳师》的 2 倍

- 基于“月活用户 (MAU) * 付费率 * 每付费用户收入 (ARPPU) = 流水”的模型进行测算, 并选择《阴阳师》手游作为可比游戏。
- ARPPU: 结合“战令”价格, 预计《魔法觉醒》为《阴阳师》的 2.1 倍。据七麦数据, 《阴阳师》过去 12 个月流水约 28.4 亿元 (假设 iOS 端占比 30%), 对应 ARPU 约 923.4 元。我们选取两款游戏“类战令”内购项目的价格进行对比, 其中《阴阳师》的“类战令”包括“普通花札”和“墨染花札”, 早期分别定价 30 元/月和 68 元/月, 之后“普通花札”改为免费, 付费玩家往往会购买“月度运势礼包”或“墨染花札”, 二者定价分别为 30 元/月和 68 元/月, “类战令”的支出没有本质变化; 《魔法觉醒》则是有“豪华礼盒”和“金缎豪华礼盒”, 考虑到优惠券的存在, 付费玩家分别实际需要支付 68 元/月和 128 元/月, 若高档购买比从 10% 提升到 30%, 则《魔法觉醒》“类战令”支出为《阴阳师》的 2.19 到 2.08 倍, 中枢估计 ARPPU 值倍数为 2.15。

图表 34: 《魔法觉醒》与《阴阳师》“类战令”价格对比

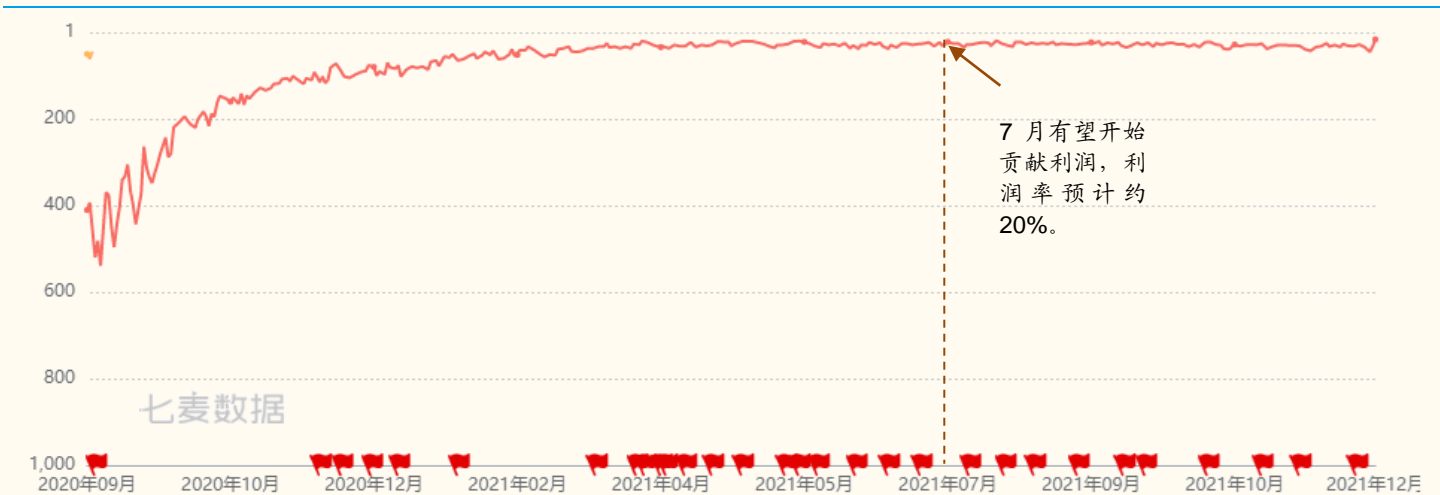
		阴阳师	魔法觉醒	魔法觉醒/阴阳师
低档价格 (元)		30.0	68.0	2.27 倍
高档价格 (元)		68.0	128.0	1.88 倍
综合 价格 (元)	高: 低=1:9	33.8	74.0	2.19 倍
	高: 低=2:8	37.6	80.0	2.13 倍
	高: 低=3:7	41.4	86.0	2.08 倍

来源: 《阴阳师》, 《哈利波特: 魔法觉醒》, 国金证券研究所

3.4 三七互娱: 长线游戏 P&S 排名趋稳进入变现期, 关注 SLG 迭代产品加速出海业绩承载及后续品类突破

- SLG 生命周期较长, 长线 SLG 游戏 P&S 美国 ios 畅销榜排名趋稳, 预计未来持续变现, 贡献利润。
- 通过国产 SLG 游戏在美国畅销榜排名至 TOP100&50 的时间看, 此类游戏生命周期较长。以黑道风云为例, 首次冲至 TOP100, 耗时约 1 年, 首次冲至 TOP50, 耗时 578 天。
- P&S 进入变现期, 预计未来将持续贡献利润。自 2020 年上线后, 美国《Puzzles & Survival》iOS 畅销榜排名持续提升, 2021 年 6 月后排名基本稳定在 30 左右, 随着流水爬坡期, 后续有望持续贡献利润, 预计 P&S 利润率约 20% 左右。

图表 35: 美国 Puzzles & Survival iOS 畅销榜排名



来源: 七麦数据, 国金证券研究所

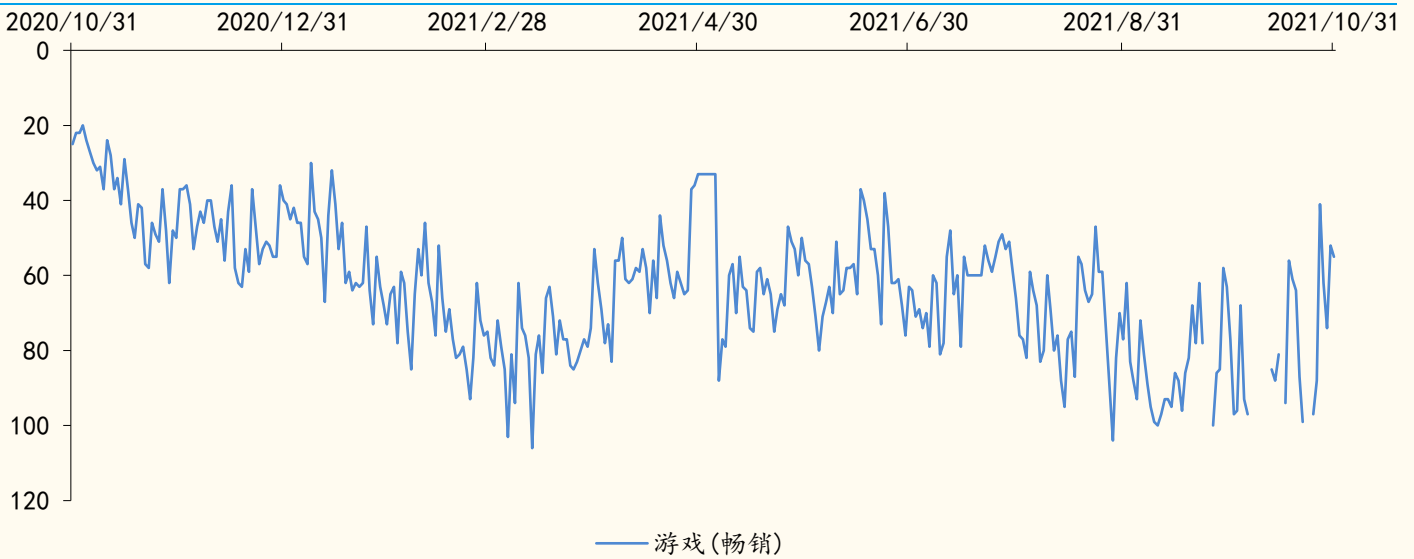
图表 36: 知名国产 SLG 美国 iOS 畅销榜排名至 TOP100&50 的天数

游戏名称	美国上线时间	首次冲到游戏畅销榜 TOP100 的天数	首次冲到游戏畅销榜 TOP50 的天数
Puzzles & Survival	2020.8.14	102	165
State of Survival	2019.8.30	102	178
万国觉醒	2018.7.9	77	92
口袋奇兵	2019.10.12	318	430
王国纪元	2016.3.31	30	43
黑道风云	2017.5.16	347	578
守望黎明	2018.2.19	169	381
剑与远征	2019.1.7	97	100

来源: 七麦数据, 国金证券研究所

- **《P&S》模式跑通, 后续“P&S-like”的迭代产品有望持续推动海外业绩提升。**随着《P&S》长线运营保持稳定, 我们认为其“SLG+三消”创新模式逐渐跑通, 关注公司后续《Puzzles & Survival》的帮派题材迭代等“P&S-like”新品表现, 公司未来有望通过对题材的迭代, 驱动公司在海外 SLG 赛道的进一步提升。
- **品类突破: 关注全球性自研卡牌《代号 C6》, 三国类自研 SLG《代号三国 BY》的表现**
 - 根据公司公告, 公司海外内有 MMO、SLG、卡牌、SIM 四个品类产品储备 40 款, 其中国内 22 款、海外 18 款。
 - **SLG:** 1) 三国题材方面, 关注公司自研三国 SLG 的表现。《率土之滨》、《三国志战略版》的成功反映出玩家对此类题材 SLG 的喜爱, 公司目前尚无三国 SLG 赛道的爆款, 我们认为公司后续重点自研 SLG《代号: 三国 BY》有望帮助公司加强对三国类 SLG 市场的渗透。2) 公司投资的 SLG 公司星合互娱推出的主打昆虫题材的《小小蚁国》表现较好, 根据 Sensor Tower,《小小蚁国》21 年 8 月收入环比增长 79%, 位列中国出海手游收入榜第 33 名, 增长榜第 6 名, 关注公司后续蚂蚁题材的 SLG 储备产品表现。
 - **卡牌类:** 关注公司全球性定位的重点自研产品《代号: C6》带来海外业绩增量。参考全球性爆款卡牌游戏 AFK (剑与远征), 其生命周期较长, 且流水水平较稳定, 自 2019 年上线后, 最近一年 AFK 稳定在美国 iOS 长线 50 名左右。我们认为公司重点布局全球性自研卡牌游戏《代号: C6》有望带动公司实现海外较为长线的卡牌类赛道的突破, 进一步提升海外流水。

图表 37: 海外爆款卡牌游戏 AFK 美国地区 iOS 畅销榜稳定在 60 名左右



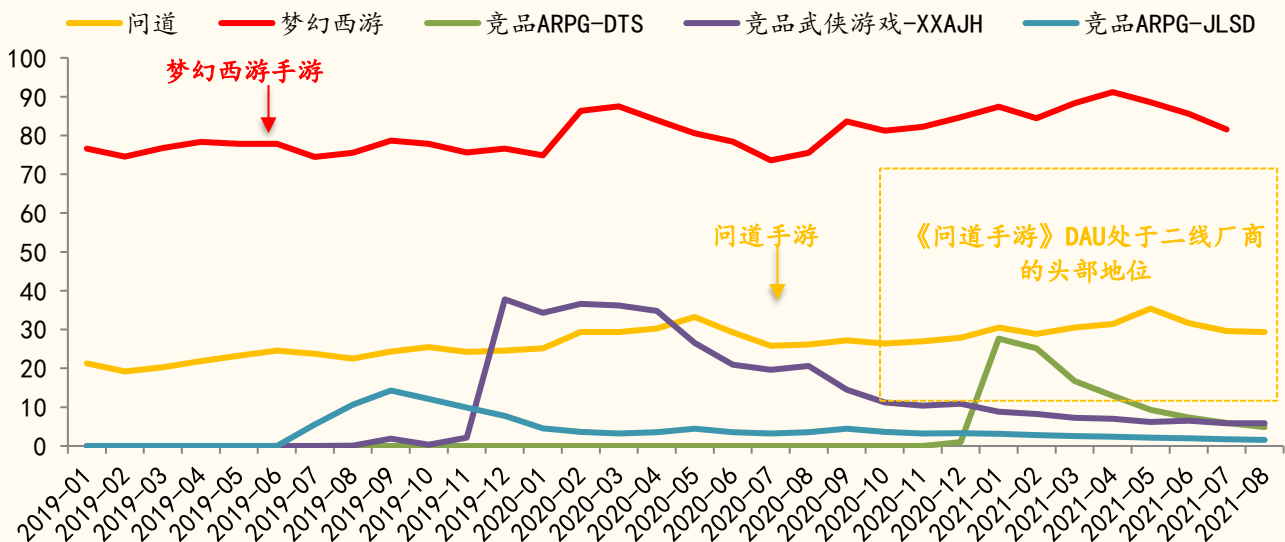
来源: 七麦数据、国金证券研究所

3.5 吉比特: 具有超长线运营能力, 主力游戏 DAU 稳定, 关注所布局赛道的出圈

■ 公司长线运营能力处于二线厂商龙头水平

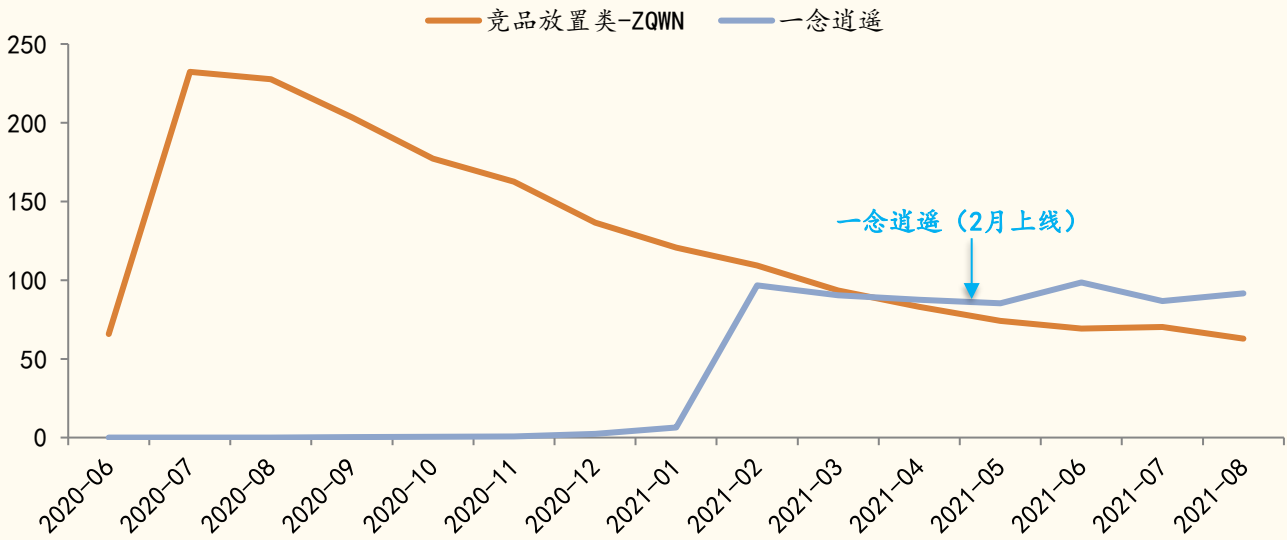
- 市场大多手游平均生命在 1 年左右, 而公司较强的“超长线”运营能力, 推动核心游戏《问道》手游已持续运营了 5 年, 相比同类竞品, 主力游戏 DAU 保持较高水平的稳定状态, 我们认为公司在长线运营能力上已处于二线厂商头部梯队。1) RPG 品类: 除低于一线网易的《梦幻西游》外, 《问道》DAU 高于其他二线厂商竞品。2) 放置类: 《一念逍遥》4 月 DAU 已反超 20 年的爆款竞品, 且 DAU 稳定性更高。

图表 38: 《问道》手游与 RPG 竞品 DAU 对比



来源: 国金证券研究所整理

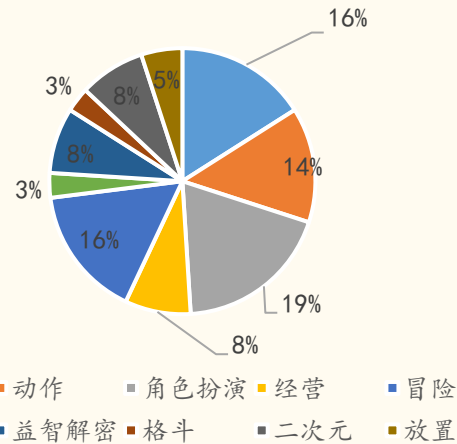
图表 39: 《一念逍遥》与放置类竞品 DAU 对比



来源: 国金证券研究所整理

- **长线运营能力+多赛道布局, 增加出圈概率。**目前, 公司在代理项目上已覆盖了 10 个品类, 代理储备布局了约 7 个品类, 包括了射击、女性向、沙盒类等多个品类, 有望获得更多“出圈”红利。

图表 40: 吉比特多品类布局提高出圈概率



来源: 国金证券研究所

四、潜在新标的: 种草社区—小红书值得关注

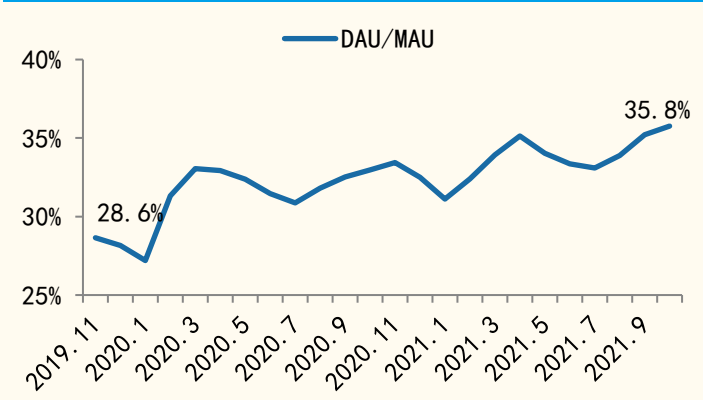
4.1 用户黏性: 种草社区模式下, 用户黏性仍处于上升态势

■ 用户黏性处于上升态势

- **1) DAU/MAU 振荡上行:** 据 Quest Mobile 数据, 2019 年 11 月至 2021 年 10 月, 小红书 DAU/MAU 由 **28.6%**提升至 **35.8%**, **2020 年 2 月**以来一直保持在 **30%**以上, 高于哔哩哔哩接近 30%的水平, 但低于快手 50%+的水平。
- **2) 次日、七日、30 日活跃用户留存率呈上升趋势。**据 Quest Mobile 数据, 三者走势基本一致, 其中 30 日活跃用户留存从 2019 年 11 月的 **42.0%**, 升至 **2021 年 9 月的 53.7%**, **10 月**再次提升, 达到 **54.2%**。

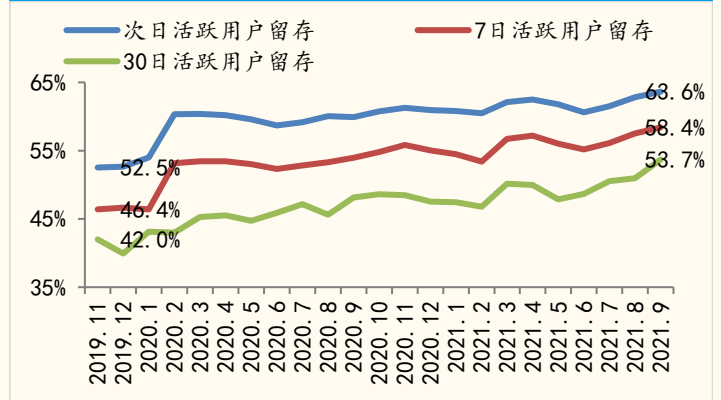
- 3) 人均单日使用次数和时长呈上升趋势。据 Quest Mobile, 2019 年 11 月至 2021 年 11 月, 人均单日使用次数从 5.36 升至 9.43 次, 时长从 31.02 升至 54.18 分钟。

图表 41: 近两年小红书日活用户留存率



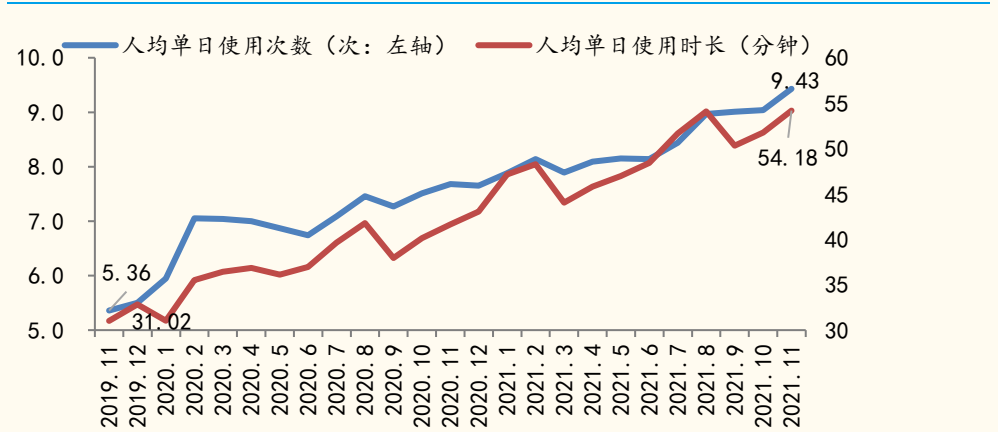
来源: 国金证券研究所

图表 42: 近两年小红书日活用户留存率



来源: 国金证券研究所

图表 43: 近两年小红书单日使用次数和时长变化趋势

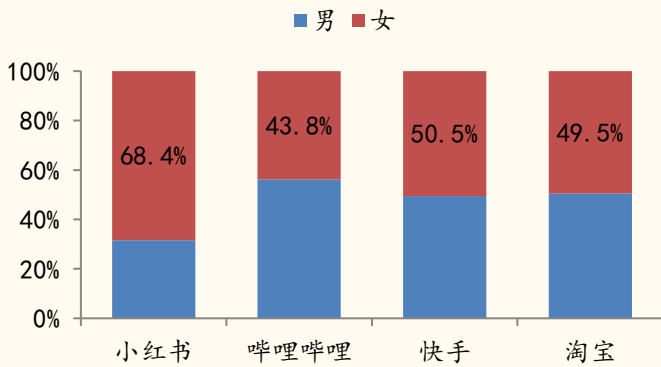


来源: 国金证券研究所

4.2 用户性别构成: 女性用户比例超 60%, 男性用户存在较大拓展空间

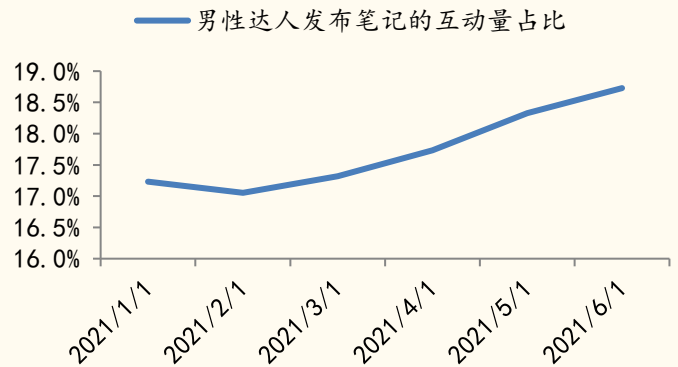
- 女性贡献大部分用户基数, 未来男性向内容的加入和丰富或将吸引更多男性用户
 - 1) 女性贡献了大部分的用户基数: 当前小红书用户半数以上是女性, 据 Quest Mobile 数据, 2021 年 11 月, 小红书女性用户占比约 68.4%, 相较 B 站等社区及传统电商, 女性向显著。
 - 2) 男性用户规模向上空间较大, 未来男性向内容的加入和丰富或将推动男性用户增长: 小红书已上线科技数码、汽车等男性更感兴趣的频道, 21H1 男性达人发布笔记互动量占比整体呈上升趋势。

图表 44: 小红书、B 站等应用用户性别结构对比



来源: 国金证券研究所

图表 45: 2021H1 男性达人发布笔记的互动量占比



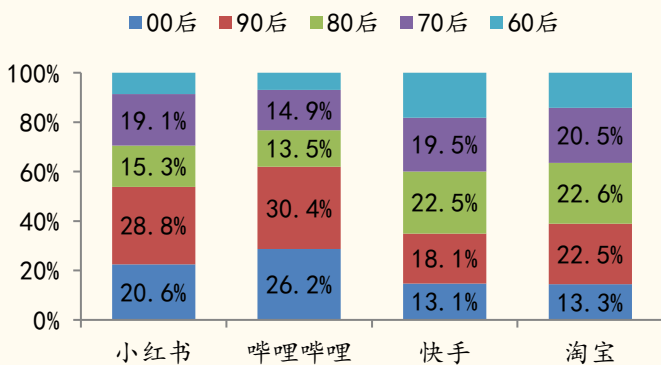
来源: 新榜有数, 国金证券研究所

4.3 用户年龄分布: 整体年轻化, 半数以上的用户年龄在 30 岁以下

■ 年轻一代用户居多, 90 后及 00 后用户合计占比接近 50%

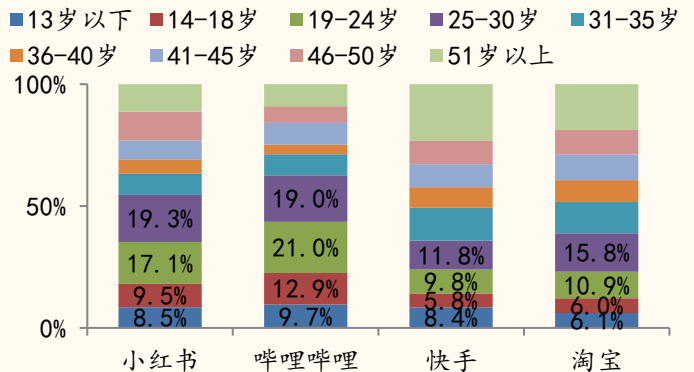
- 1) 从年代分布看, 90 后占比最高, 为 28.8% (2021 年 11 月数据)。仅次于 90 后的年代为 00 后, 占比 20.6%, 二者合计占比 49.4%。对比其他应用, 小红书和 B 站相较快手和传统电商, 整体年轻化, 其中 B 站 90 后和 00 后用户占比更多, 淘宝用户年代分布较均衡。
- 2) 从年龄分布看, 19-30 岁间的用户占比高, 合计超过 35%。仅 25-30 岁间的用户就接近 20%; 用户整体而言较年轻, Z 时代 (1995-2009 年出生) 比重超 25%。对比其他应用, 类似年代分布结构, 小红书 30 岁以下占比低于 B 站, 二者的比例均高于快手和淘宝。

图表 46: 小红书、B 站等应用用户年代分布结构对比



来源: 国金证券研究所

图表 47: 小红书、B 站等应用用户年龄分布结构对比

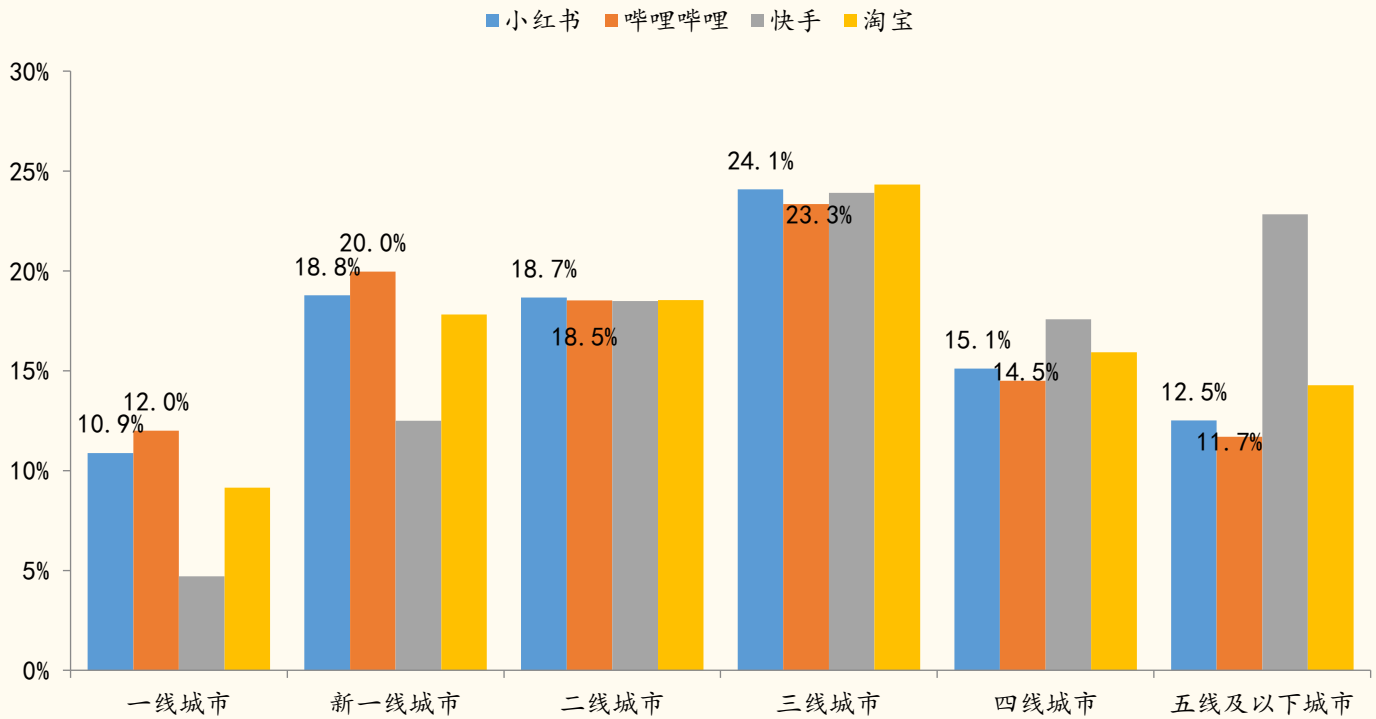


来源: 国金证券研究所

4.4 用户城市分布: 集中于新一线和二三线城市, 整体结构类似 B 站

- 小红书用户集中于新一线和二三线, 三线占比最高。小红书三线城市用户占比 24.1%, 仅次于三线城市的是新一线, 占比 18.8%, 整体集中于较发达的地区。对比其他应用: 整体结构类似 B 站, 快手用户主要集中于三线及以下城市, 淘宝用户分布整体均衡。

图表 48: 小红书、B 站、快手和淘宝用户城市分布



来源: 国金证券研究所

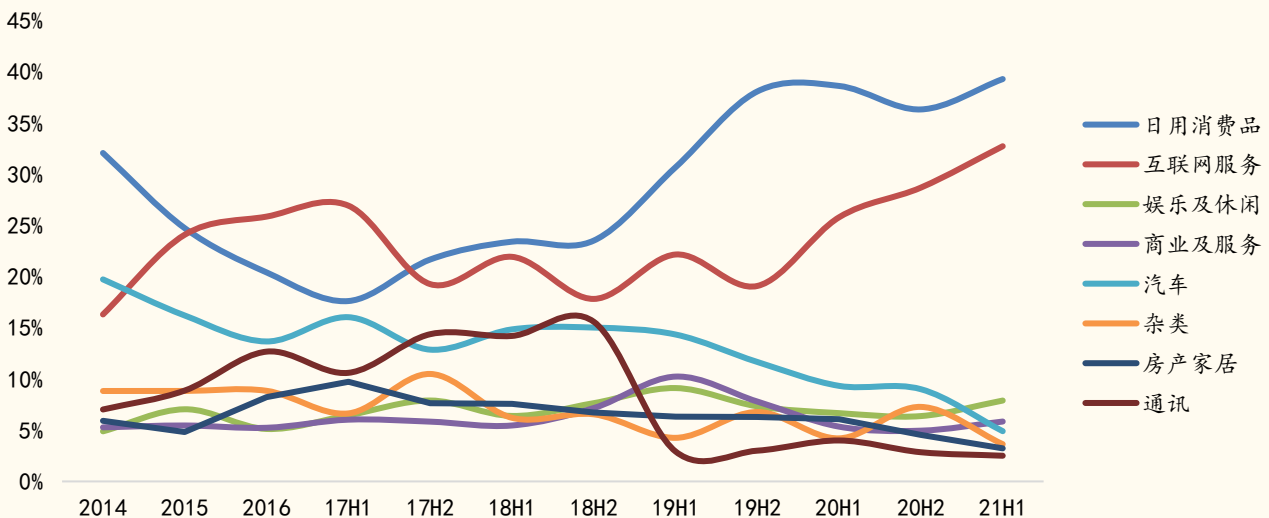
五、A 股绝对收益标的: 分众传媒+芒果超媒

5.1 分众传媒: 关注消费趋势变化和潜力较大的新能源所带来的广告主

■ 广告客户: 关注消费变化趋势, 新能源车潜力较大

- 过去几年, 消费品与互联网行业做出最大贡献。从公司营收结构看, 日用消费、互联网服务、汽车及通讯是贡献营收占比曾突破过 10% 的行业。公司营收结构集中度呈上升态势, 向日用消费及互联网服务两大行业靠拢, 1H21 两者营收占比均达峰值, 分别为 39.27%、32.71%。

图表 49: 公司各行业营收占比结构变化

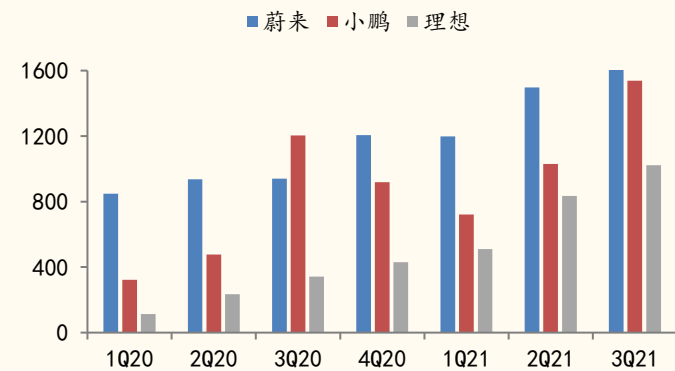


来源: 公司公告, 国金证券研究所

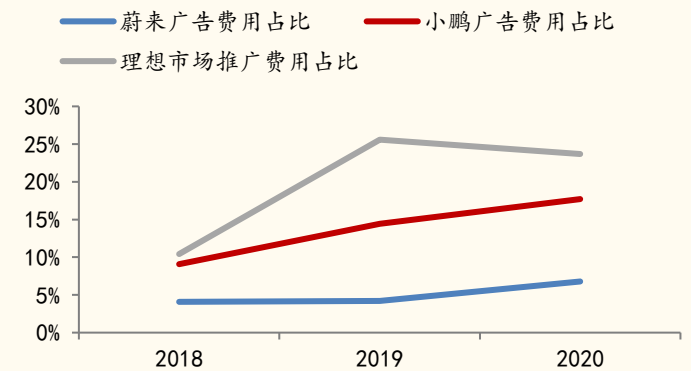
- **消费品牌仍为今年重要广告主，关注 2022 年消费趋势变化。**消费迭代背景下，新消费品牌逐步进入市场，为电梯媒体的重要广告主。根据 CTR 统计，2021 年 1-10 月中，梯媒广告品牌 TOP10 榜单上频繁出现新消费品牌，来自食品饮料、美妆护肤、休闲用品等多个消费领域，多样化的品牌赛道显示出新消费品牌刊例花费持续发力的势头。除了新消费品牌各行业领先品牌，还有很多中小型新品牌投放值得挖掘。预计 2022 年仍需持续关注疫情演绎情况，以及消费的变化趋势。
- **新能源车销售相关开支持续提升，其中广告与市场推广投入贡献比例趋高。**新能源车企业的营销及管理费用处于上行趋势，如蔚来、小鹏、理想三家新势力车企在 21Q3 的营销及管理投入同比分别增长 94.1%、27.8%、198.5%。而其中广告或市场推广费用占比稳定提升，因而预期其增速还要高于整体营销及管理费用的增长。未来新能源车市场化竞争加剧、新车型密集上市，车企营销投入有望进一步增长，催化广告相关需求。

图表 50: 蔚来、小鹏、理想 SA&G 费用 (百万元)

图表 51: 蔚来、小鹏广告投入在 SA&G 费用中占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **股权激励: 高管及核心员工出资持股, 展现中长期信心**
 - **2019 年公司展开了第一期员工持股计划, 以员工出资认购方式, 激励对象为董秘等核心员工。**其中孔微微女士出资 2000 万元, 人均出资 300 万元。高管及核心员工积极认购显示了对公司能力的认可和中长期发展的信心, 公司后续业绩在大环境影响下仍逆势上行也印证了这一点。本期员工持有股票锁定期长达 36 个月, 将于 2022 年 8 月解禁。
 - **20 年底推出第二期员工持股计划, 再次提振长期发展。**2020 年 12 月, 公司第二期员工持股计划推出, 以年度奖励为主要目标, 股票授予价格为 0 元/股, 不设置业绩考核指标, 激励对象为包括董事、监事在内的 4 名高管及 196 名核心技术(业务)员工, 锁定期为 36 个月。通过公司持续完善的激励计划将股东利益与公司高管、员工利益相结合, 有效减少委托-代理问题, 绑定核心人才, 提升公司的长期发展能力。

图表 52: 公司股权激励计划

		2019 年一期员工持股计划	2020 年二期员工持股计划
激励对象 (占比)	董事	孔微微 (6.67%)	孔微微 (6.49%) 嵇海荣 (1.95%)
	监事	林南 (1%)	杭璇 (0.65%) 林南 (0.78%)
	核心员工	98 人 (92.33%)	196 人 (90.13%)
认购价格		5.71 元/股 (根据当前股价年复合增长 11.5%)	0 元/股
总授予股份 (总股本占比)		5256.2 万股 (0.3581%)	770 万股 (0.05%)

来源: 公司公告, 国金证券研究所

5.2 芒果超媒; 布局“芒果元宇宙”, 推出虚拟主持人 YAOYAO 和小漾, 未来有望于多档节目亮相

- 虚拟主持人 YAOYAO 和小漾未来有望于多档节目亮相
 - 2021 年 9 月芒果首个虚拟人 YAOYAO 亮相，次月，虚拟主持人小漾亮相，未来或将亮相多档节目。其中，9 月 17 日下午，YAOYAO 亮相第二届“马栏山杯”国际音视频算法大赛颁奖盛典暨高峰论坛，“小漾”已开通微博，并发布了《时光音乐会》和《云上的小店》宣传视频，后续有望出现在《湖南卫视跨年演唱会》、《月光书房》和《快乐大本营》。

图表 53: 芒果虚拟人“YAOYAO”(左)和“小漾”(右)



来源：微博，国金证券研究所

- 2022 片单中，热门综 N 代回归，《尚食》等头部影视剧出现，季风剧场储备充足
 - 综艺：热门综 N 代回归，21 年热门新综将推出 2 代。公司于 2022 营销内容发布会上发布片单，其中综艺方面，储备分为音乐竞演、迷综推理等 7 大品类。热门综 N 代《乘风破浪的姐姐 3》、《明星大侦探 7（改名为大侦探 7）》、《密室大逃脱 4》、《妻子的浪漫旅行 6》、《女儿们的恋爱 5》都出现于片单中；21 年播出的热门综艺《披荆斩棘的哥哥》、《再见爱人》也都将推出第 2 代。
 - 影视：本次发布了 49 部影视剧，季风剧场储备充足，同时包括热门影视剧。其中季风剧场有 16 部，包括《沉睡花园》、《非凡医者》、《火星孤儿》等，剧集储备充足且涵盖了多个类型。热门影视剧《尚食》、《少年派 2》均出现在片单中。

图表 54: 芒果 2022 营销内容发布会片单

类型	名称	
综艺	热门综 N 代	《乘风破浪的姐姐 3》、《大侦探 7》、《密室大逃脱 4》、《妻子的浪漫旅行 6》、《女儿们的恋爱 5》
	其他	《披荆斩棘的哥哥 2》、《再见爱人 2》、《朋友请听好 2》、《声生不息》、《无名英雄》、《无名之辈》、《拳新出击》
影视剧	季风剧场	《沉睡花园》、《张卫国的夏天》、《妻子的选择》、《江照黎明》、《非凡医者》、《礼物》、《消失的孩子》、《寂静证词》、《火星孤儿》
	头部现象级	《尚食》、《少年派 2》、《有风》、《我的人间烟火》、《凭栏一片风云起》、《惊弦》
	爆款潜力股	《燃情大地》、《深潜》、《法医秦明》、《我才不要和你做兄弟》、《冰球少年》、《热血神探》

来源：芒果 TV，国金证券研究所，注：上表为不完全列举

六、风险提示

- **宏观经济运行不及预期风险：**一方面疫情反复影响正常出行和消费，影响宏观经济的正常运行；另一方面，国内经济由高速度转向高质量发展，若宏观经济不及预期，则互联网广告、电商等变现方式均会受到一定冲击。
- **元宇宙技术迭代和应用不及预期风险：**元宇宙底层技术包括网络及运算技术、交互技术、人工智能技术等，若底层技术发展较慢，元宇宙的推进会遇到技术瓶颈，影响元宇宙时代的到来；若元宇宙底层技术突破后，实际应用的落地不及预期，则会影响元宇宙虚拟世界的构建及其商业价值。
- **政策风险：**今年以来，互联网传媒行业的监管收紧，若后续行业监管政策发生变化则会对影响个股及行业表现；另外，元宇宙发展过程中，可能会因为技术进步、应用创新等而触及监管红线，进而对其未来发展造成影响。

公司投资评级的说明:

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;
增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;
中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明:

买入: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上;
增持: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%;
减持: 预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应当视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402