



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

“政策底”确立长期投资机会，持续推荐互联网、游戏、元宇宙

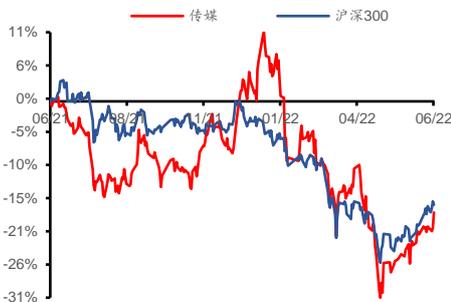
——2022年传媒中期策略报告

增持（维持）

行业： 传媒
日期： 2022年06月16日

分析师： 陈旻
Tel: 021-53686134
E-mail: chenmin@shzq.com
SAC 编号: S0870522020001

最近一年行业指数与沪深300比较



相关报告：

《游戏版号核发恢复常态化，关注审批试点对版号核发速度的作用》

——2022年06月12日

《5月游戏版号停发或因疫情影响，长期看好传媒政策面边际向好》

——2022年06月05日

《文化数字化战略上升至国家高度，整体利好传媒板块》

——2022年05月29日

主要观点

传媒行业有望迎来行情拐点，“个股配置行情”有望转变为“板块性配置机会”，估值及业绩有望形成戴维斯双击。

1、宏观层面：我国文化软实力的影响范围逐步扩大，传媒估值体系有望重估。目前游戏出海已经形成规模化潮流，同时抖音、原神已在全球获得较大成功，我国文化软实力的反向输出已经开始形成趋势，有望继硬实力之后成为发展重点。

2、中观层面：

(1) “政策底”开始确立，传媒行业政策面边际向好。我们此前持续强调受政策严格监管的传媒互联网行业属于高迭代、不断推陈出新的行业，政策的稳定性和一致性是保持传媒板块盈利能力确定性和持续性的重要因素。3月16日金融委会议及4月29日中共中央政治局会议均明确表态未来政策将趋于常态化监管，政策面将保持稳定性及一致性，我们认为未来传媒行业政策面将偏向积极正向，突发性监管的概率降低。

(2) 传媒主线沉浸互联网/元宇宙开始确立，有望复刻移动互联网发展的市场预期。

3、微观层面：企业商誉风险已充分释放，同时政策面偏向积极正向，新业态、新模式不断出现，未来企业基本面确定性和成长性逐步提高。

受益逻辑上，建议继续围绕“此前受政策压制的传统行业”和“没有明确监管措施的新兴行业”两个方向布局，持续看好【互联网】、【游戏】、【元宇宙】相关行业机会，同时建议关注商业模式亟需变革的营销、影视等行业。具体受益逻辑如下：

1、受政策严格监管，且商业模式较好的行业。

(1) 推荐此前受流动性、中美博弈、强监管预期影响的【互联网行业】，建议关注优质互联网媒体形态如短视频及新型商业模式如内容电商；

(2) 推荐重启版号核发、长期基本面投资价值确立的【游戏行业】，建议关注用户年龄结构变化带来的 ARPU 值提升空间、反向“手转端”及游戏出海三大趋势。

2、监管尚未触及的新内容、新业态，如【元宇宙】。

(1) 基本面：元宇宙早期阶段，G/B 端等大型项目有望率先产生经济效益，推荐具备业绩确定性的【虚拟展览行业】。(2) 主题性：关注具有较大想象空间的创新领域，如【NFT】、【虚拟数字人】。

3、同时建议关注此前受政策压制，商业模式逻辑受冲击的影视行业；商业模式亟需革新的营销行业等。

投资建议

(1) 受流动性、中美博弈、强监管预期的影响，互联网龙头持续下杀，已经进入超跌区间。我们持续看好未来互联网3.0时代的新机会，核

心推荐社区短视频龙头【快手-W】，同时关注超跌的互联网龙头【美团-W】、【腾讯控股】等。

(2) 沉浸互联网是未来发展趋势，元宇宙处于发展阶段最初期，相比C端应用落地（需要接入终端普及），我们认为G端/B端项目有望最先落地。目前各国及地方政府逐步出台元宇宙相关政策，城市馆、展览馆、主题馆、企业馆等及文旅演艺活动均有望成为虚拟文创类项目最先落地的应用场景。核心推荐展馆创意设计龙头【风语筑】、同时关注文旅活动创意设计龙头【锋尚文化】、【丝路视觉】等。近期多个一线城市将举办元宇宙峰会，元宇宙板块主题性机会凸显（同时需考虑外部环境变化对风险偏好的影响），建议关注NFT方向【视觉中国】、【三人行】、【天下秀】；元宇宙平台方向【天地在线】；虚拟数字人方向【蓝色光标】、【华扬联众】。

(3) 我们长期看好游戏行业基本面，短期政策扰动有望推动游戏行业厚积薄发。目前游戏公司股价受版号停发影响已经历深度回调，版号重新发放后行业确定性确立，已具备长期投资价值。建议关注出强运营能力、已验证精品游戏研发能力和出海发行能力的【三七互娱】；具备精品研发能力、手握端游《诛仙世界》的【完美世界】；重研发、小而美的【吉比特】；拥有丰富产品矩阵，强风险抵御能力的【网易-S】；受游戏版号影响较大的【哔哩哔哩-SW】、【心动公司】。

■ 风险提示

文化软实力影响不及预期、政策监管态度不及预期、疫情致企业经营情况不及预期、元宇宙推进进度不及预期、文化新基建需求不及预期等风险。

目 录

1 曙光已现，传媒板块有望迎来板块性配置机会..... 6

 1.1 主客观原因致传媒行情持续弱势 6

 1.2 我国文化软实力影响力逐步扩大 10

 1.3 22 年“政策底”信号出现，监管趋于一致性和稳定性..... 14

2 互联网：政策面由“监管”到“支持”，关注短视频、内容电商 .. 19

 2.1 短视频：当前主流互联网媒体形态，建议优先布局..... 21

 2.2 内容电商仍处于高速增长阶段，未来市场空间可期 22

3 游戏：商业模式优异，关注 ARPU 值提升、反向“手转端”及游戏出海三大趋势 23

 3.1 ARPU 值长期具备增长空间，主要系游戏用户年龄结构的变化致高付费能力人群占比提高 26

 3.2 国内端游市场强需求弱供给，关注游戏市场反向“端转手”趋势 27

 3.3 游戏出海进入新阶段，有望成为新的业绩增长引擎..... 31

4 元宇宙：新一代互联网形态，同时关注“基本面”及“主题性”机会 33

 4.1 基本面机会之虚拟展览：文化新基建需求下有望率先落地，产生规划化经济效益 38

 4.2 主题性机会之 NFT：其价值同时取决于“使用价值”与“交易价值” 41

 4.3 主题性机会之数字虚拟人：虚拟偶像、虚拟主播、虚拟员工系当前主流应用场景..... 57

5 风险提示： 63

图

图 1 2015 年以来传媒（中信）指数及市盈率 6

图 2 2015 年以来影视（中信）指数及市盈率 7

图 3 2015-2021 年传媒（中信）营业收入总额及同比 8

图 4 2015-2021 年传媒（中信）商誉账面价值总额及同比 ... 8

图 5 2015~2021 年传媒行业（中信）商誉占总资产比重 9

图 6 2017 年各一级子行业（中信）商誉/总资产 9

图 7 2021 一级子行业（中信）商誉/总资产 9

图 8 互联网指数及市盈率..... 20

图 9 QuestMobile 数据显示互联网已进入存量竞争时代 21

图 10 中国移动互联网细分行业用户使用总时长占比 22

图 11 2017-2021 上半年中国直播电商成交额（亿元） 22

图 12 2020 年中国直播电商购物平台占有率..... 23

图 13 2020 年直播电商行业和各平台满意度..... 23

图 14 2015 年以来游戏（中信）指数及市盈率 24

图 15 2014-2021 年中国游戏市场实际销售收入及增长率... 25

图 16 2019-2022（3 月）中国手机游戏 App 行业年龄分布 26

图 17 2021 年日本游戏玩家年龄分布 27

图 18 2021 年美国游戏玩家年龄分布	27
图 19 2021 年中国游戏市场实际收入分平台收入及占比	28
图 20 手游《刺激战场》游戏画面	30
图 21 端游《绝地求生》游戏画面	30
图 22 手游《刺激战场》游戏画面渲染	30
图 23 端游《绝地求生》游戏画面渲染	30
图 24 中国自主研发游戏海外市场销售收入及同比	32
图 25 2017-2021 全球游戏市场玩家规模	32
图 26 Roblox 招股书中对元宇宙属性的定义	33
图 27 《2022 元宇宙产业趋势报告》对“虚拟原生”及“虚拟共生”的定义	34
图 28 元宇宙四大特性	34
图 29 元宇宙概念兴起后发展历程	35
图 30 元宇宙发展预计将面临政策、技术、能源、社会发展层面的挑战	35
图 31 元宇宙六大支撑技术	36
图 32 2022 年一季度融资数额及占比 (亿美元)	37
图 33 2022 年一季度融资数量分布	37
图 34 2022 年一季度融资数额分布	37
图 35 月度 VR/AR 赛道投融资分布	37
图 36 2022 年一季度 NFT 赛道投融资分布	37
图 37 传媒领域元宇宙投资逻辑	38
图 38 虚拟展馆内部互动性项目示例	41
图 39 B 端虚拟会展示例	41
图 40 B To C 虚拟娱乐空间示例	41
图 41 NFT 应用框架	42
图 42 NFT 销售总额增长对比 (美元)	42
图 43 最大的 NFT 交易平台交易量对比 (美元)	42
图 44 2018-2021 全球 NFT 市场发展指标 (销售额及销售 量)	43
图 45 2018-2021 全球 NFT 市场发展指标 (买/卖家数量)	43
图 46 NFT 海外月度销售额	44
图 47 NFT 海外月度销量	44
图 48 NFT 全球月度活跃买家数和卖家数	44
图 49 NFT 全球月度成交均价	45
图 50 中国数字藏品发售平台转赠占比	45
图 51 中国数字藏品发送欧冠平台二手市场占比	45
图 52 NFT 价值拆解	46
图 53 NFT 主要应用方向	46
图 54 数字藏品产业链	47
图 55 区块链根据去中心化程度的分类	48
图 56 中国主要联盟链	48
图 57 海内外品牌发行数字藏品示例	50
图 58 NBA Top Shot 项目简介	51

图 59 国内体育类相关数字藏品案例	51
图 60 《2022 年元宇宙产业发展趋势报告》总结的元宇宙游 戏相关游戏类型	52
图 61 开放世界游戏具备高自由度的特征	53
图 62 典型的两款 VR 游戏（《Beat Saber》、《半条命》） ...	53
图 63 Axie Infinity 游戏海报及截图	54
图 64 Axie Infinity 能量系统	55
图 65 Axie Infinity PVE 及 PVP 游戏模式	55
图 66 Axie Infinity 交易逻辑	56
图 67 《中国虚拟数字人影响力指数报告（2021 年度）》报告 封面	57
图 68 超写实虚拟数字人 AYAYI 形象	58
图 69 量子位预计的虚拟数字人 2030 年市场规模	59
图 70 初音未来手办	61
图 71 VRChat Steam 平台介绍页面	62
图 72 VRChat 拥有高度自由的社交场景	62

表

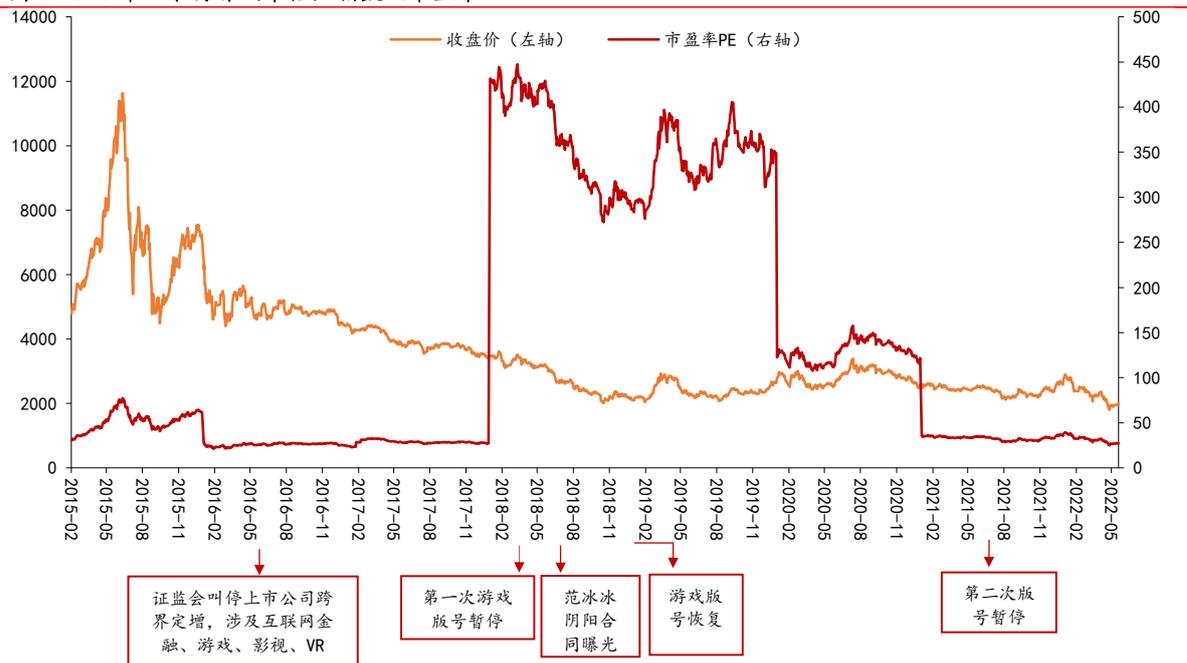
表 1: 互联网相关政策梳理	15
表 2: 游戏相关政策梳理	16
表 3: 影视相关政策梳理	17
表 4: 传统电商 v.s 直播电商	23
表 5: 2018 年含游戏业务企业商誉减值损失统计排名	25
表 6: 2011-2015 年海外端游开发成本估计	29
表 7: 国内政府出台的相关元宇宙政策	39
表 8: 各国对元宇宙的态度汇总	39
表 9: 我国数字藏品交易平台梳理	49
表 10: 服务型与身份型虚拟数字人特点	60

1 曙光已现，传媒板块有望迎来板块性配置机会

1.1 主客观原因致传媒行情持续弱势

内容行业的本质是供给决定需求，供给端的充足会带动需求端的繁荣，相反若供给端弱势，需求端会相应萎缩。国内的内容供给受限于政策监管，出海的内容供给数量较少且相比国外原生内容不具备优势，因此传媒板块整体盈利能力的确定性和持续性较弱。从指数上看，2013-2015年传媒牛市行情主要受益于移动互联网高速发展以及市场对其前景的乐观预期，伴随同期大量实体企业并购传媒类虚拟资产，并购增厚利润的逻辑贯穿整个传媒牛市行情。同时也为后续巨额商誉减值埋下隐患。2016年证监会明确禁止脱实向虚，彻底打破传媒并购的逻辑，直至今日仍无新的游戏或影视公司上市，且后续针对传媒的监管政策逐步细化、多元。

图 1 2015 年以来传媒（中信）指数及市盈率



资料来源：Wind，上海证券研究所

我们认为传媒指数自 2015 年高点持续下行主要原因为同时受政策面的客观因素及企业自身经营情况的主观因素影响，且没有一条贯穿行业逻辑的主线逻辑。2022 年主客观因素均边际向好，且出现类似移动互联网的行业主线（元宇宙/沉浸互联网）。

1、客观原因：

请务必阅读尾页重要声明

2016 年以来传媒政策面持续收紧，除并购受限外，在内容上的监管力度逐步加强。以游戏及影视为例，监管的突然性对相关板块的指数表现、盈利能力及其可持续性产生了较大影响。

(1) 影视：2018 年以前影视板块受益于三大在线视频争夺优质内容及一剧两星，影视 CP 生产的剧集量价齐升，单集网台售价多为 1000-2000 万元的高价。资本的狂欢引发不少乱象，很快引来了政策监管。2018 年爆出阴阳合同之后，影视行业开始受到强监管，并且在题材上明显收缩，如古装剧、宫斗剧、穿越剧等，彻底打破了影视行业的增长逻辑，2018 年以后影视板块市盈率持续为负，尚未走出行业困境。

图 2 2015 年以来影视（中信）指数及市盈率



资料来源：Wind，上海证券研究所

(2) 游戏：游戏监管多围绕内容质量及未成年人保护进行，题材上的限制相比影视行业较为温和，调控手段主要为限制游戏版号的核发。2018 年年中游戏版号第一次暂停主要原因为监管部门组织架构重新调整，客观上打击了劣质换皮游戏。第一次游戏版号重启发放后，版号总量明显降低。根据国家新闻出版署官方公布数据，2017 年共发放 9633 例游戏版号，2019 年仅发放 1545 例，游戏行业经历了第一轮优胜劣汰。根据游戏葡萄，2018 年、2019 年全国注销、吊销的游戏公司数量分别为 9705 家、18710 家。2021 年 7 月游戏版号第二次暂停暂无官方解释，我们认为主要是针对未成年人保护力度不足而进行的总量调控，版号停发再次挤压中小 CP 生存空间，根据光明网，2021 年 7-12 月受版号停发影响共有 1.4 万家游戏公司注销。

2、主观原因：

传媒公司经营情况不及预期且积累巨额商誉风险，市场对传媒类资产业绩兑现度信心不足。从板块营业收入总额上看，2015-2020

年传媒（中信）营业收入总额同比增速持续下降，业绩确定性及兑现度较弱。收入端增速变化经历四个阶段：

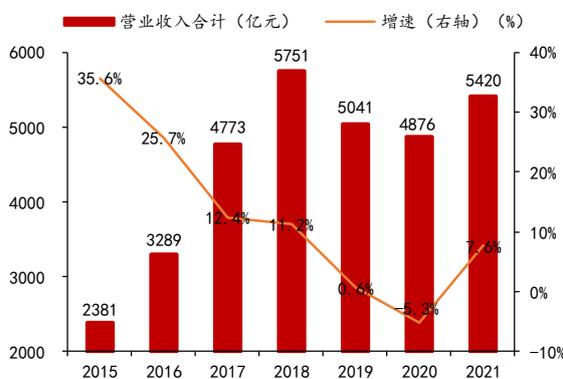
(1) 2015-2016 年：并购标的并表大幅增厚利润，收入端增速超过 25%。

(2) 2017-2018 年：传媒类资产并购受限，并购增厚逻辑趋弱，收入端增速下降至 10%左右。

(3) 2019-2020 年：并购标的普遍完成业绩对赌，并购标的业绩出现大幅变脸，收入端增速继续下降，2020 年出现负增长。

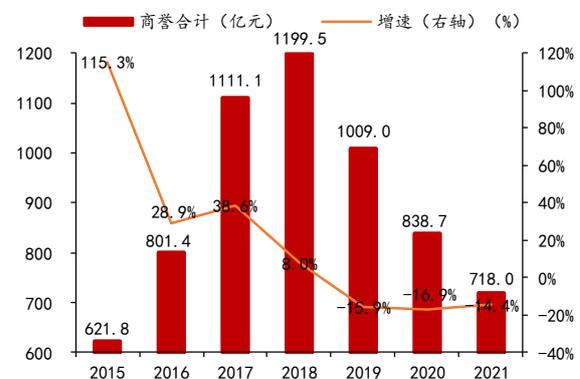
(4) 2021 年至今：并购风险逐步释放，收入端增速企稳迹象开始出现，我们预计 2022 年或为业绩拐点。

图 3 2015-2021 年传媒（中信）营业收入总额及同比



资料来源：Wind，上海证券研究所

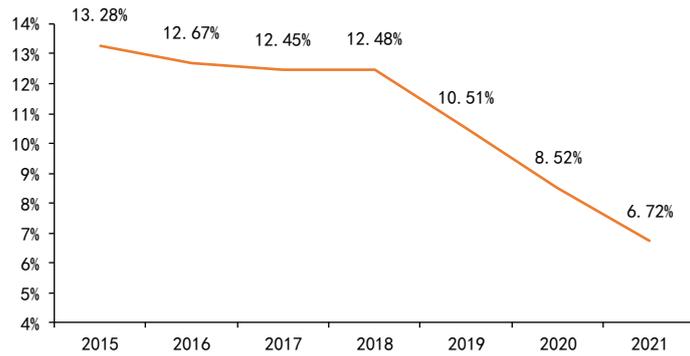
图 4 2015-2021 年传媒（中信）商誉账面价值总额及同比



资料来源：Wind，上海证券研究所

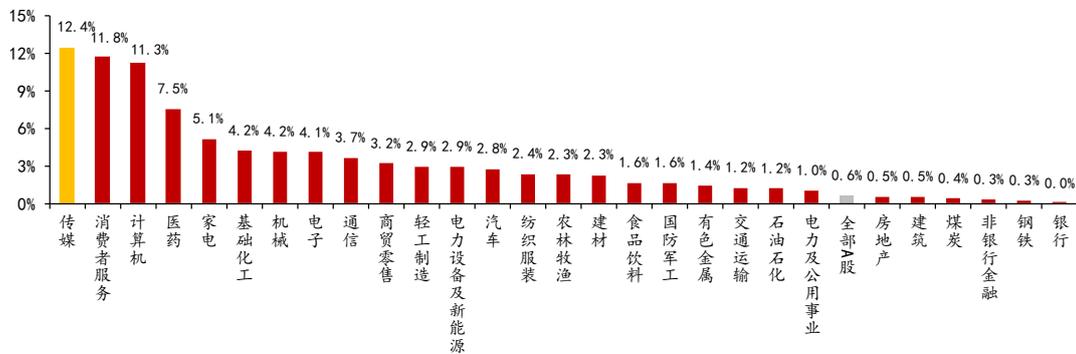
从板块商誉变化情况上看，传媒板块积累大量商誉减值风险，并于 2019 年（业绩对赌普遍完成）集中释放，大幅拉低传媒公司报表利润。纵向对比看，2015-2018 年传媒类公司商誉账面价值占总资产的比例维持在 12.5%-13.5% 的高位，2019 年-2021 年持续释放商誉风险，商誉账面价值占总资产的比例逐年下降，分别为 10.51%、8.52%、6.72%。横向对比看，传媒（中信）商誉账面价值总额占总资产的比例仍处于各一级行业板块前列，但差异值明显下降，并由 2017 年的第一位降低到 2021 年的第二位。

图 5 2015-2021 年传媒行业（中信）商誉占总资产比重



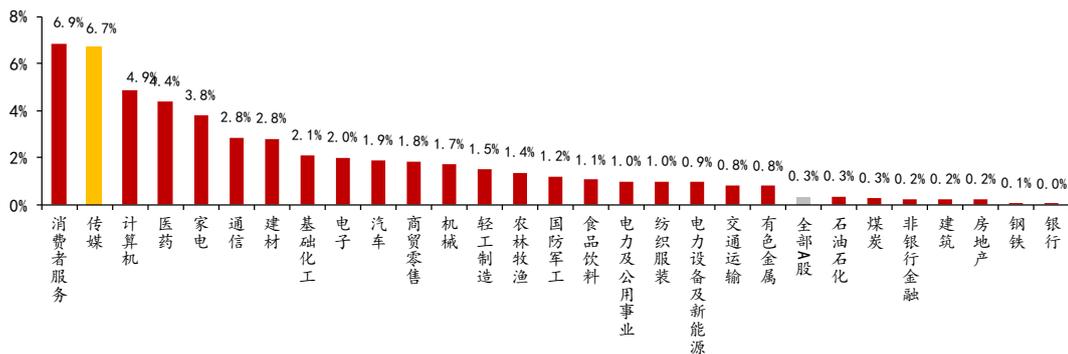
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 6 2017 年各一级子行业（中信）商誉/总资产



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 7 2021 一级子行业（中信）商誉/总资产



资料来源: Wind, 上海证券研究所

从商誉的定义上看，商誉代表被合并企业因其各项优越条件使其在未来期间持续为企业经营带来超额收益的潜在经济价值，即被合并企业预期盈利能力超出其可辨认净资产正常盈利能力的部分的资本化价值。简言之，商誉体现的是资产获取超额收益的能力。商誉与企业整体相关，反映在合并报表中，而非个别报告概念

(吸收合并个别报表确认商誉)，因此商誉只有在收购资产并达到控制状态才会产生，其增减变动主要分为（参照企业会计准则）：

商誉净值增加的情况：

(1) 同一控制下企业合并（不产生新的资产和负债）：原控制方合并报表列示的商誉完全转移至新控制方的合并报表中，即谁拥有控股权谁全额列示商誉，与股权比例无关。

(2) 非同一控制下企业合并：合并成本大于被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额部分确认为商誉；进一步收购少数股权时不产生新的商誉，而应将母公司新取得的长期股权投资与按照新增持股比例应享有的自购买日开始持续计算的可辨认净资产份额之间的差额调整资本公积，资本公积余额不足冲减的调整留存收益。

商誉净值减少的情况：

(1) 发生商誉减值计提商誉减值准备。

(2) 不丧失控制权的资产处置：商誉按股权减少比例等比例转出。

(3) 丧失控制权的资产处置：商誉全额转出。

简言之，商誉增加仅企业并购一种情况，商誉减少则存在减值及处置两种情况，而商誉减值直接影响损益。**2019**年以后传媒公司商誉净值降低主要采取商誉减值（影响损益）的方式，少数企业采取处置的方式降低商誉风险。巨额商誉减值大幅影响传媒公司报表利润，PE 估值出现大幅跳升。

3、主线逻辑：继移动互联网高速增长预期、并购增厚利润的逻辑之后，传媒一直欠缺贯穿行业始终的主线逻辑。2020年市场曾讨论过抖音产业链的主线逻辑，即抖音作为国内第一家全球化的互联网产品，是否能带动传媒相关行业商业模式的迭代和升级。**2021**年中元宇宙概念火热，作为下一代互联网迭代形态，有望复刻移动互联网早期及高速发展阶段对传媒板块整体估值的提升作用。

1.2 我国文化软实力影响力逐步扩大

宏观层面我国文化软实力的影响力逐步扩大。中国目前硬实力地位已经出现明显提升，国家重点仍在硬科技的突破上，但我们认为国家对软实力的重视有望继硬实力之后成为重点。目前我们多例文化类产品已经展现较大的影响力。比如字节跳动是中国唯一

实现全球化影响力的互联网公司，其产品 TikTok 已产生较大范围的影响力。根据《人民政协报》，台湾出生于 1995-2005 年的年轻人被统一称为“抖音世代”，他们打简体字、用小红书、刷抖音、上 B 站，追大陆剧集和大陆明星，生活处处可见大陆流行文化印记。“抖音一代”对大陆生活的接受程度更高。比如米哈游出品的游戏《原神》在美国、日本、韩国持续霸榜，这些游戏内容输出国的年轻人反而花费大量时间在中国游戏上，且近期中国出海游戏获国外青睐的趋势愈发明显，我们认为未来外国人消费中国的文化产品的迹象将越来越明显。

1、TikTok

字节跳动海外短视频平台 Tik Tok 在海外取下了不俗的战绩，以低门槛、独特新奇的玩法打入海外市场，而互动感与参与感也捕获多数海外年轻人的心。根据追踪互联网流量的云基础设施公司 cloudflare 的 2021 年的数据显示，tiktok.com 是全球访问量最多的域名，一举击败去年的流量“老大” Google.com，登上榜首并持续霸榜多月。2022 年第一季度全球月活跃用户接近 16 亿。在美国市场 TikTok 于 2022 年 1 月成为收入最高的 App，其在 App Store 和 Google Play 的净收入总额达 6400 万美元；台湾市场上，根据品牌几何，台湾 Facebook 用户数约 1900 万，TikTok 约 420 万，但年轻人占比上 Facebook 仅占 15.8%，TikTok 占 38%，Tik Tok 更受台湾年轻人的追捧；Tik Tok 在登入东南市场后势头不减，根据 Data.ai 的《2022 年移动状态报告》，印尼、新加坡、泰国、菲律宾、越南和马来西亚市场，下载量最大的五个应用排行榜里均有 TikTok，而在印尼、泰国和马来西亚的下载量排行榜中位列榜首。

在 Tik Tok 大火的之后，字节跳动公司也通过各类平台活动，引导用户主动上传包含中国文化元素的视频到平台，加大中国文化输出的力度，展现中国文化软实力。字节跳动收购的短视频平台 Musica.ly，曾在 2017 年 8 月上线#我们来自中国#挑战，这项挑战吸引许多旅居海外的中国民间高手和普通用户上传短视频展现中国民俗技艺，记录生活中的中国符号，如陶艺、糖画、汉服、太极拳等，这吸引了许多对中国文化感到好奇的海外用户。这个挑战被观看的次数将近 3100 万次，全球网友点赞将近 430 万次，还在站外分享了 3.1 万余次。而后，中国政府通过短视频平台打造文化输出。2018 年 4 月，西安市旅发委就与抖音短视频达成合作，双方计划将基于抖音的全系产品，在世界范围内宣传推广西安的

文化旅游资源，在世界范围的知名度和影响力。在全球 50 多个国家同步发起#Take Me To XiAn#挑战赛，在 Tik Tok 和 Musical.ly 中，为挑战赛特定的肉夹馍贴纸被使用了六万多次，挑战视频总播放量超过 1200 万。这场全球挑战赛让来自世界各地的网友看到了历史文脉渊博、文化底蕴深厚的中国古都西安，以及兵马俑、回民街、肉夹馍、大雁塔等西安特色。Tik Tok 借助短视频以更加便捷的文化交流与输出方式，带给海外用户更全面多元、更接地气、更有趣的中国流行文化，成为海内外文化沟通交流的新桥梁。

2、游戏出海

游戏出海的典型代表——米哈游原神游戏多次在海外市场霸榜，狂揽数十亿美元。今年 3 月原神推出 2.6 新版本内容之后，出海收入力压一众出海手游。在游戏出海的策略上，原神在游戏中场景空间、角色设计、动作技能、平台活动中植入大量的中国元素来体现游戏的独特性，游戏品牌传播上也围绕中国文化主题进行传播。在游戏场景空间塑造方面，原神根植中国文化土壤塑造成极具东方韵味的“璃月”场景。璃月场景里的河流贯穿东部平原、中部解州级分明的山地丘陵、南部富饶美丽的璃月港的地图架构，是参考了中国地理地貌。而场景中也蕴含了大量的中式园林与古代建筑，亭台楼阁轩榭廊舫无处不在，让海外玩家感受到中国古代建筑的独特魅力。在游戏角色塑造上，结合传统元素打造充满中国韵味的角色。在说书人“钟离”角色上，运用传统乐器以及说书开白的形式来创造角色 PV 独白，一经发布便吸引全网关注，目前在 YouTube 上收获了超 2000 万播放量。“钟离”的角色独白也融合了中国儒家、道家、佛家的思想精华，让海外玩家了解不同于基督教天主教的东方信仰。在“云堇”角色设计上，植入盔头、靠旗、唱白等京剧元素，米哈游还特邀上海京剧院荀派花旦演员杨扬为云堇 PV 戏曲唱段与念白进行配音，将游戏剧情以“京剧歌”的形式表现出来。截止目前云堇 PV《神女劈观》唱段在 YouTube 上也收获了超过 1000 万次的观看，国潮游戏与传统京剧戏曲碰撞出火花，助力中国京剧、戏曲文化在海外生根发芽。在平台活动方面，2021 年 2 月，原神上线以春节、元宵节为原型的游戏活动“海神节”，活动包含猜灯谜、放花灯、贴春联、放烟花等中国节日元素。海神节也获得海内外玩家的高度认可，在 2 月 2 日海灯节版本更新后，海神节也获得海内外玩家的高度认可，在 2 月 2 日海灯节版本更新后，“海灯节”不仅迅速登上美国、日本等国家的热搜榜，还让全球玩家学起了汉语拼音“xiao（魇）”。从游戏出海到文化出海，原神以中国历史为背景、中国游戏为载体、

中国价值观为灵魂，能够让更多海外年轻人群接触接受中国文化、风俗和哲思。

中国游戏出海至今，不断有优秀的游戏作品，借助独特的中国文化元素，在海外市场获得不俗的成绩。智明通的主力产品《列王的纷争》中着重设计华夏文明，源于中国古代历史的建筑和兵种、传说中的神兽麒麟、以及传奇人物铸剑师莫邪等，共同呈现出一个独具特色的强大文明，与游戏中的其它世界文明交手。独特的华夏文明助力其在白热化的 SLG 海外手游市场中取得不错的成绩，2016 年在美国、日本、英国、巴西、东南亚及港澳台等周边国家地区，均是国产手游畅销榜排名最高的，多次跻身 Google Play 及 IOS 畅销榜单；在上线 7 年以后，2021 年的总流水超 6.8 亿元。莉莉丝《万国觉醒》以各国历史英雄和模拟真实战争的操作，为全球各地玩家带来沉浸体验，除了展示独具特色的中国古代军事风格外，还向海外玩家介绍孙武、曹操、关羽等经典三国人物。截至 21 年 4 月底，该游戏海外总收入已突破 16 亿美元（约 106.9 亿人民币）。在第二届全球游戏创意创新论坛上，三七互娱产品副总裁殷天明透露，内部数据分析显示，海外游戏用户对传统文化的喜爱之情越来越高。每当加入丝绸之路、剪纸、糖葫芦等中国元素时，用户的喜好度非常高，并且用户中华人占比不超过 10%，基本都是美国人、加拿大人。在日本地区用户对融合中国古风的游戏产品也有很好的反响，如融合唐诗宋词、中国烹饪等元素。

3、其他文化产品出海

中国网络文学、影视剧借助新奇有趣的剧情设计、独特的中国文化、丰富含蓄的东方情感等特色，正在加速向海外扩张。网文出海无疑是近年来的蓝海市场，根据《2020 年中国网络文学出海研究报告》，中国网络文学的海外用户数量已达到 3193.5 万，2019 年市场规模达 4.6 亿；而且还在高速增长当中，2021 年上半年网文海外下载量达到 10.7 亿次，增长率达 20%。网络文学出海从内容出海和生态出海两方面布局。在内容出海方面，畅销海外的网络文学以武侠仙侠、恐怖悬疑、耽美同人、总裁言情等为主题，层层递进的剧情、东方含蓄的情感表达、古道仙风的国风元素，备受海外读者的追捧。网文出海早期，充满中国韵味的网文作品如《鬼吹灯》、《诛仙》、《盘龙》等顺利打进海外平台。其中修仙题材的网文作品备受外国人追捧，许多外国人通过修仙小说了解中国传统文化，并爱上中国文化与汉字。网文出海进行至今，

越来越多其他题材的优秀网文市场在海外获得不错的反响，如《三体》、《斗破苍穹》、《庆余年》等。在生态出海方面，各大厂商均在布局读书 APP 平台，入局海外网文市场。从 2017 年起点中文网与 Gravity tales 合作并在国际正式上线打开海外市场，到 2019 年中文在线旗下互动式视觉小说平台 Chapters 登入 Apple Store 推动中过 IP 登陆国际化市场，中国海外网文生态逐渐构建起来。截止 2021 年 Q1 季度，全球小说 App 推广榜 Top20 里面，有 11 个 App 来自中国厂商，网文读者规模与整体收入大幅增长，呈现出欣欣向荣的态势。而互联网大厂通过“钞能力”加速网文出海的进程，字节跳动与小米先后通过 Fizzo Novel 和 Wonderfic 在 2021 年下半年入局；2022 年 Q1 季度，腾讯阅文集团、字节跳动、小米集团的广告投放趋势都有大幅度提升，各大厂商均在争夺与扩大海外网文流量。

国产影视剧也在海外收获了不小的市场，在海外引发阵阵国剧潮。截至目前，共有 1600 多部中国优秀影视节目被译制成英语、法语、俄语等 36 种语言，在全球 100 多个国家和地区播出，并屡创当地电视台收视纪录。古装、武侠等题材是中国影视作品最有竞争力的类型，如《延禧攻略》、《甄嬛传》；另外现代都市剧、家庭伦理剧、悬疑剧等反应中国生活的当代题材作品正逐渐成为中国影视出海的主力军，如《小别离》、《三十而已》、《微微一笑很倾城》等。同时，爱奇艺等视频网站近年来的海外拓展也助力了国产影视剧出海。而各大影视公司也通过投资、合资项目的形式，打造中国影视 IP，正午阳光的网剧《开端》发布韩国版并在 Netflix 播出；优质佳作《人世间》也被迪士尼购买全球播出版权。

短视频出海、游戏出海以及网络影视剧出海的背后是中国文化出海，近年来，借助独特的中国文化打入海外市场并小有成就。除此之外，新冠肺炎肆虐全球的情况下也为各大 APP 创造良好发展的机会，阅读类 APP 也能够满足当下社会碎片化娱乐的趋势。因此可以预期，借助本地化策略和良好平台生态，游戏、短视频 APP、网文网剧 APP 等还将有更加光明的前景，中国文化传播也将更好进行。

1.3 22 年“政策底”信号出现，监管趋于一致性和稳定性

传媒长期受到政策全面严格监管，但同时又属于高迭代、不断推陈出新的行业，需要相对宽松的空间激发创作活力。因此政策的稳定性和一致性是保持传媒板块盈利能力持续性的重要因素。我们认为 2022 年“政策底”信号明确出现，未来稳定且偏向正向的政策面有利于稳定传媒相关公司的业绩兑现度和确定性，传媒估值及业绩拐点或已出现。

我们认为“政策底”信号出现基于：

1、政策监管已取得重要成效，且已经形成较为稳定的监管方向预期，未来出现预期外的监管方向本身概率较低。市场并非担忧政策监管，而是担忧政策监管的突然性和模糊性。所谓“突然性”是指监管方向没有预期或监管直接影响企业的商业模式或商业逻辑，从而对经营业绩产生超预期的影响；所谓“模糊性”是指监管的目标不明确或监管的方向及范围边界不明确，从而带来对影响程度的放大解读和不必要的猜测与担忧。我们认为传媒行业及各子领域的政策监管一方面已经取得显著成效，另一方面政策监管方向已经形成稳定预期，传媒政策面面临突然性及模糊性变动的概率本身已降低。其中互联网监管主要围绕“反垄断”、“资本无序扩张”及“内容审核”；游戏监管主要围绕“内容质量”（主要通过总量调控进行）及“未成年人保护”（限制时长和消费）；影视监管主要围绕“内容质量”、“题材方向”及“明星乱象”；直播监管主要围绕“未成年人保护”及“打赏限额”。

表 1：互联网相关政策梳理

时间	文件名称	政策内容概要
2017 年 5 月	《互联网新闻信息服务管理规定》	通过互联网站、应用程序、论坛、博客、微博、公众账号、即时通信工具、网络直播等形式向社会公众提供互联网新闻信息服务，应当取得互联网新闻信息服务许可，禁止未经许可或超越许可范围开展互联网新闻信息服务活动。
2017 年 5 月	《互联网新闻信息服务管理规定》	强互联网信息内容管理，促进互联网新闻信息服务健康有序发展
2017 年 8 月	《公共互联网网络安全威胁监测与处置办法》	加强和规范公共互联网网络安全威胁监测与处置工作，消除安全隐患，制止攻击行为，避免危害发生，降低安全风险，维护网络秩序和公共利益，保护公民、法人和其他组织的合法权益。
2017 年 8 月	《互联网论坛社区服务管理规定》	互联网论坛社区服务提供者应当落实主体责任，建立健全信息审核、公共信息实时巡查、应急处置及个人信息保护等信息安全管理制度，具有安全可控的防范措施，配备与服务规模相适应的专业人员，为有关部门依法履行职责提供必要的技术支持。
2017 年 8 月	《互联网跟帖评论服务管理规定》	加强互联网跟帖评论服务管理、促进互联网跟帖评论服务发展
2017 年 9 月	《互联网群组信息服务管理规定》	互联网群组信息服务提供者应当落实信息内容安全管理主体责任，配备与服务规模相适应的专业人员和技术能力，建立健全用户注册、信息审核、应急处置、安全防护等管理制度。
2017 年 9 月	《互联网用户公众账号信息服务管理规定》	互联网用户公众账号信息服务提供者应当落实信息内容安全管理主体责任，配备与服务规模相适应的专业人员和技术能力，设立总编辑等信息内容安全负责人岗位，建立健全用户注册、信息审核、应急处置、安全防护等管理制度。
2018 年 8 月	《“互联网+”知识产权保护工作方案》	到 2020 年，知识产权侵权假冒线索在线识别、实时监测、源头追溯的技术支撑体系基本建成，知识产权相关数据库、产品和服务数据库构建完成，全流程的知识产权执法维权指导管理系统运行通畅。

2019年5月	《网络安全审查办法(征求意见稿)》	网络安全审查办公室认为需要开展网络安全审查的,应当自向运营者发出书面通知之日起30个工作日内完成初步审查,包括形成审查结论建议和将审查结论建议发送网络安全审查工作机制成员单位、相关关键信息基础设施保护工作部门征求意见;情况复杂的,可以延长15个工作日。
2021年2月	《关于平台经济领域的反垄断指南》	1、垄断协议:平台经济领域垄断协议是指经营者排除、限制竞争的协议、决定或者其他协同行为。 2、滥用市场支配地位:不公平价格行为;低于成本销售;拒绝交易;限定交易;搭售或者附加不合理交易条件;差别待遇 3、滥用行政权力排除、限制竞争。
2021年3月	《常见类型移动互联网应用程序必要个人信息范围规定》	本规定所称必要个人信息,保障App基本功能服务正常运行所必需的个人个人信息,缺少该信息App即无法实现基本功能服务。具体是指消费侧用户个人信息,不包括服务供给侧用户个人信息。App不得因为用户不同意提供非必要个人信息,而拒绝用户使用其基本功能服务。
2021年3月	《常见类型移动互联网应用程序必要个人信息范围规定》	明确移动互联网应用程序(App)运营者不得因用户不同意收集非必要个人信息,而拒绝用户使用App基本功能服务。
2021年4月	《网络直播营销管理办法(试行)》	直播间运营者和直播营销人员:直播营销人员或者直播间运营者为自然人的,应当年满十六周岁;十六周岁以上的未成年人申请成为直播营销人员或者直播间运营者的,应当经监护人同意。 保障劳动收入方面,要求平台建立与工作任务、劳动强度相匹配的收入分配机制,确保外卖送餐员正常劳动所得不低于当地最低工资标准。不得将“最严算法”作为考核要求,通过“算法取中”等方式,合理确定订单数量、准时率、在线率等考核要素,适当放宽配送时限。
2021年7月	《关于落实网络餐饮平台责任切实维护外卖送餐员权益的指导意见》	网络直播平台更好落实管理主体责任。
2022年3月	《关于进一步规范网络直播营利行为促进行业健康发展的意见》	针对未成年打赏进行明确规定。
2022年4月	《关于规范网络直播打赏加强未成年人保护的指导意见》	

资料来源:工业和信息化部、国家互联网信息办公室、网信办、国家知识产权局、国务院反垄断委员会、公安部办公厅、国家市场监督管理总局办公厅、文化和旅游部等,上海证券研究所

表 2: 游戏相关政策梳理

时间	文件名称	政策内容概要
2017年4月	《关于推动数字文化产业创新发展的指导意见》	加强游戏内容价值导向管理。
2017年12月	《关于严格规范网络游戏市场管理的意见》	重点排查用户数量多、社会影响大的网络游戏产品,对价值导向严重偏差、含有暴力色情等法律法规禁止内容的,坚决予以查处;对内容格调低俗、存在打擦边球行为的,坚决予以整改。
2018年3月	《游戏申报审批重要事项通知》	机构改革审批游戏版号暂缓。(注:后于2018年12月重启版号审批)
2018年8月	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	实施网络游戏总量调控,控制新增网络游戏上网运营数量,探索符合国情的适龄提示制度,采取措施限制未成年人使用时间。
2018年12月	2018年度中国游戏产业年会	中宣部出版局副局长冯士新在表示首批部分游戏已经完成审核,正抓紧核发版号;机构改革落地,新的审核部门为下属中宣部出版局的网络出版处。
2019年4月	全国游戏管理工作专题会议	重新开展游戏审批工作,控制版号产品数量,提出新游戏版号审批要倾向精品游戏。
2019年7月	《健康中国行动(2019—2030年)》	提出政府应“实施网络游戏总量调控,控制新增网络游戏上网运营数量,鼓励研发传播集知识性、教育性、原创性、技能性、趣味性于一体的优秀网络游戏作品,探索符合国情的适龄提示制度,采取措施限制未成年人使用时间。”
2019年10月	《游戏业“团体标准”》	在普数协此次发布的团体标准的21个立项通知中,有7项标准涉及游戏行业,也是游戏行业第一批团体标准。
2019年11月	《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》	实行网络游戏用户账号实名注册制度;严格控制未成年人使用网络游戏时段、时长(每日22时到次日8时不得为未成年人提供游戏服务,法定节假日每日不得超过3小时,其他时间每日不得超过1.5小时);规范向未成年人提供付费服务。
2019年11月	《游戏游艺设备管理办法》	实施游戏游艺设备分类管理,从设备机型、设备内容、未成年人保护等方面明确了相关规定。
2020年12月	2020年度中国游戏产业年会	中宣部出版局副局长冯士新表示:“防沉迷”是游戏行业落实社会责任的集中体现,是游戏管理工作的头等大事,新修订的《未成年人保护法》对游戏“防沉迷”提出了明确要求。同时,2020年以来,我们会同各地管理部门,对擅自更改游戏内容、

		违规上线运营、套皮扒皮等 150 多款游戏做出处理，约谈相关单位 70 多家，暂停 20 多家企业版号申请，撤销和下架近 50 款游戏。”
2020 年 12 月	《网络游戏适龄提示》	适龄提示的标识符以 3 个不同的年龄为标准，分别为绿色的 8+、蓝色的 12+、黄色的 16+。
2021 年 9 月	《关于开展文娱领域综合治理工作的通知》	加强游戏内容审核把关，提升游戏文化内涵。压实游戏平台主体责任，推进防沉迷系统接入，完善实名认证技术。
2021 年 3 月	《游戏审查评分细则》	从 2021 年 4 月 1 日起，游戏送审试行全新的评分审查制度，从“观念导向”“原创设计”“制作品质”“文化内涵”“开发程度”5 个方面对游戏作品进行评分。低分游戏将被打回，无法进入版号审批排队流程。
2021 年 4 月	《关于支持海南自由贸易港建设放宽市场准入若干特别措施意见》	鼓励网络游戏产业发展。探索将国产网络游戏试点审批权下放海南，支持海南发展网络游戏产业。（牵头单位：中央宣传部）
2021 年 4 月	《儿童青少年近视防控光明行动工作方案（2021—2025 年）》	将实施网络游戏总量调控，探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间
2021 年 8 月	国务院《关于推进自由贸易试验区贸易投资便利化改革创新若干措施的通知》	开展网络游戏属地管理试点，在符合条件的自贸试验区所在地推进网络游戏审核试点工作。
2021 年 8 月	《关于进一步严格管理切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》	1) 严格限制向未成年人提供网络游戏服务的时间。2) 严格落实网络游戏用户账号实名注册和登录要求。3) 加强对网络游戏企业落实提供网络游戏服务时段时长、实名注册和登录、规范付费等情况的监督检查，加大检查频次和力度。4) 积极引导家庭、学校等社会各方面营造有利于未成年人健康成长的良好环境。
2021 年 9 月	中国音数协游戏工委发起《网络游戏行业防沉迷自律公约》，腾讯、网易等 213 家企业参与	公约强调，要坚决执行管理要求，建立工作规范。要认真制定具体执行方案和实施细则，全力做好各项防沉迷工作。
2021 年 9 月	妇女儿童工委《中国儿童发展纲要（2021—2030 年）》	1) 针对未成年人使用其服务依法设置相应的时间管理、权限管理、消费管理等功能，不得为未满十六周岁儿童提供网络直播发布者账号注册服务。2) 加强网络语言文明教育，坚决遏阻庸俗暴戾网络语言传播。3) 实施国家统一的未成年人网络游戏电子身份认证，完善游戏产品分类、内容审核、时长限制等措施。加强儿童个人信息和隐私保护。
2021 年 10 月	防止未成年人沉迷网络游戏举报平台	在防止未成年人沉迷网络游戏举报平台中，举报者可从实名认证违规举报、时段时长违规举报以及充值付费违规举报三个方面对游戏中防沉迷违规信息进行举报。
2022 年 3 月	《未成年人网络保护条例（征求意见稿）》	网络产品和服务提供者应当建立健全防沉迷制度，不得向未成年人提供诱导其沉迷的产品和服务。

资料来源：文化部、工信部、国家新闻出版广电总局、中国音像与数字出版协会游戏出版工作委员会和中国软件行业协会游戏软件分会等，上海证券研究所

表 3：影视相关政策梳理

时间	文件名称	政策内容概要
2018 年 2 月	《严肃整治网上低俗炒作、不良有害视听节目》	严肃整治网上近期出现的歪曲演绎红色经典、恶意拼接经典卡通形象散布血腥暴力、低俗炒作明星绯闻隐私和炫富享乐类视听节目。
2018 年 4 月	努力开创新时代中国电视剧繁荣发展新局面——国家广播电视总局局长聂辰席谈加快新时代电视剧高质量发展	遏制浮躁之风，在内容上必须力戒浮华。一是要坚决反对解构革命历史、虚无英雄先烈，坚决反对过度游戏化、过度娱乐化。二是对打着现实题材旗号，实际上远离生活，尤其是对宣扬拜金炫富、物质主义的边缘题材，要加强调控把关。三是要坚决反对历史虚无主义、随意戏说曲解历史、贬损亵渎经典传统、篡改已形成共识和定论的重要历史事件和历史人物。玄幻、仙侠、架空演绎的古装剧也不能为增加娱乐性、吸引眼球而胡编乱造。
2018 年 7 月	《关于做好暑期网络视听节目播出工作的通知》	制作传播正能量鲜明的青少年节目。
2018 年 7 月	《国家税务总局要求各级税务机关加强影视行业税收征管》	影视企业和影视行业从业人员应当依法如实申报并缴纳税款，各级税务机关要加强对影视行业的税源管理，及时掌握影视企业和影视行业从业人员经营活动、收入、纳税等信息。
2018 年 8 月	《关于抑制不合理片酬，抵制行业不正之风的联合声明》	即日起执行有关部门每部电影、电视剧、网络视听节目全部演员、嘉宾总片酬不得超过制作成本的 40%，主要演员片酬不得超过总片酬的 70% 的最高片酬；并对不合理的演员片酬进行控制。

2018年11月	《关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》	要求各广播电视播出机构和网络视听节目服务机构要从讲政治的高度深刻认识追星炒星、泛娱乐化等问题的严重危害。政府资金、免税的公益基金等不得参与投资娱乐性、商业性强的电视剧网络剧（含网络电影）。
2018年11月	《关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》	明确提出每个节目全部嘉宾总片酬不得超过节目总成本的40%，主要嘉宾片酬不得超过嘉宾总片酬的70%的要求。
2019年4月	《未成年人节目管理规定》	对未成年人节目内容题材作出规范，对未成年人专门频道进行严格限制，要求相关节目必须定时发送休息提示信息，应建立公众监督举报制度。
2019年7月	电视剧内容管理工作专题会议召开	重点加强对宫斗剧、抗战剧、谍战剧的备案公示审核和内容审查，治理“老剧翻拍”不良创作倾向。
2020年2月	《关于进一步加强电视剧网络剧创作生产管理有关工作的通知》	对电视剧网络剧内容“注水”的问题进一步规范，提倡拍摄制作不超过40集，鼓励30集以内的短剧创作。
2020年12月	《关于电视剧（网络剧）制作“去浮华浮躁、重创作规律”的几点意见》	针对电视剧（网络剧）的制作提出五点意见。
2021年3月	《中华人民共和国广播电视法（征求意见稿）》	征求意见稿明确了广播电视节目禁载的九类内容和七类国家支持制作播放的节目。
2021年4月	坚决支持依法查处“阴阳合同”、“天价片酬”等问题	要求北京市广电局、上海市广电局等配合税务部门对有关公司和郑爽签订“阴阳合同”、拆分收入获取“天价片酬”、偷逃税等涉嫌违法行为进行调查，如有违法违规情况将严肃处理
2021年9月	《关于进一步加强文艺节目及其人员管理的通知》	要求坚决抵制违法失德人员，坚决反对唯流量论，坚决抵制泛娱乐化，坚决抵制高价片酬。
2021年9月	《加强文娱领域从业人员税收管理的通知》，	提出进一步加强文娱领域从业人员日常税收管理，对明星艺人、网络主播成立的个人工作室和企业，要辅导其依法依规建账建制，并采用查账征收方式申报纳税。
2021年11月	国家广电总局召开“我们的新时代”主题电视剧重点项目推进会	会议指出，电视剧行业要提高政治站位，自觉担当政治责任、文化责任，紧扣重要时间节点，齐心协力、埋头苦干，以创作更多主题电视剧精品力作的实际行动迎接党的二十大胜利召开。
2022年4月	《电视剧网络剧摄制组生产运行规范（试行）》	坚决抵制不合理高片酬；严格规范电视剧片酬合同管理，严禁“阴阳合同”、“天价片酬”、偷逃税等违法违规行为。

资料来源：国家新闻出版广电总局、国家税务总局、文化和旅游部、中国电视剧制作产业协会、中国演出行业协会、全国电视剧创作规划会等，上海证券研究所

2、22年官方层面在稳定及积极向的“政策面”上多次表态：

(1) 金融委会议定调政策面偏积极、慎消极。3月16日金融委会议明确表示：“有关部门要切实承担起自身职责，积极出台对市场有利的政策，慎重出台收缩性政策。凡是对资本市场产生重大影响的政策，应事先与金融管理部门协调，保持政策预期的稳定和一致性。”

(2) 中共中央政治局会议强调“促进健康发展”、“完成专项整改”、“实施常态化监管”。4月29日中共中央政治局召开会议延续此前金融委会议表态，并进一步从全行业细化至互联网行业：“要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施”。

(3) 政协数字经济专题会议强调“支持平台经济”、“处理好政府和市场的关系”。5月17日全国政协召开“推动数字经济持续健康发展”专题协商会表示：“企业家是最重要的创新主体，要支持平台经济、民营经济持续健康发展，研究支持平台经济规范健康发

请务必阅读尾页重要声明

展具体措施，鼓励平台企业参与国家重大科技创新项目。要处理好政府和市场关系，统筹制定规划，健全法律法规，增加政府直接投入，提高全民族数字化素质，支持数字企业在国内外资本市场上市。”

3、从文化大战略上定调中华文化价值。5月22日中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》（简称《意见》）明确表示，到“十四五”时期末，基本建成文化数字化基础设施和服务平台，形成线上线下融合互动、立体覆盖的文化服务供给体系。到2035年，建成物理分布、逻辑关联、快速链接、高效搜索、全面共享、重点集成的国家文化大数据体系，中华文化全景呈现，中华文化数字化成果全民共享。此次发布的《意见》重点强调“中华文化的全景呈现”，在政策面对文化自信及软实力的定位进一步明确。按照《意见》表述，未来文化建设将围绕文化基础设施及文化服务平台两大方向布局，并且探索线上线下一体化的数字化文化体验。我们认为该政策在大方向上定调了文化内容的价值和作用，政策导向从严监管、稳监管进一步变为积极向监管，传媒政策面持续向好。

从受益逻辑上，我们持续强调应围绕此前受政策压制的传统行业”和“没有明确监管措施的新兴行业”两个方向布局，持续看好互联网、游戏、元宇宙相关行业机会。具体受益逻辑如下：

1、受政策严格监管，且商业模式较好的行业。（1）推荐此前受流动性、中美博弈、强监管预期影响的互联网行业；（2）推荐重启版号核发、出海形成规模化潮流、长期基本面投资价值确立的游戏行业。

2、监管尚未触及的新内容、新业态，如元宇宙。（1）基本面：元宇宙早期阶段，G/B端等大型项目有望率先产生经济效益，推荐具备业绩确定性的虚拟展览行业。（2）主题性：关注具有较大想象空间的创新领域，如NFT、虚拟数字人。

3、同时建议关注此前受政策压制，商业模式逻辑受冲击的影视行业；商业模式亟需革新的营销行业。

2 互联网：政策面由“监管”到“支持”，关注

短视频、内容电商

从指数上看，互联网指数自高位已经历大幅回调，主要系政策面强监管（基本面）及流动性枯竭（资金面）。

1、政策面：从“强监管”到“支持平台经济”。2020年12月16-18日中央经济工作会议明确强调“强化反垄断和防止资本无序扩张”，互联网板块进入强监管阶段；2021年8月30日中央全面深化改革委员会第二十一次会议强调“防止资本无序扩张已初现成效”及2021年12月8日-10日中央经济工作会议表态“反垄断和防止资本无序扩张取得重要成效”，表明互联网行业已经达成监管预期，开始释放政策面趋稳的信号；2022年3月16日金融委会议及2022年4月29日中共中央政治局会议则明确表态支持“互联网发展”，政策面首次出现明确的支持性表述，互联网“政策底”确定，并成为传媒监管其他子板块的风向标。

2、流动性：中国主流互联网公司多在港股及美股上市，股价定价权取决于海外资金，受中美博弈影响，互联网板块流动性枯竭致板块大跌。中概股退市风险一方面激发海外资金避险情绪，另一方面美股上市互联网公司谋求港股上市“虹吸效应”明显，将造成港股更大范围的流动性风险。我们认为在国家支持互联网平台发展的大背景下，国内资金的定价作用将愈发明显，有望带动海外资金投资情绪回暖。

图8 互联网指数及市盈率



资料来源: Wind, 上海证券研究所

中国互联网历经2000年PC互联网、2010年移动互联网已收获巨大的发展红利，已进入存量竞争时代的下半场。建议关注优质互联网媒体形态如短视频及新型商业模式如内容电商。根据QuestMobile，2021年12月中国移动互联网用户已达到11.74亿人的高位水平，相对2020年12月微增1510万人。

图 9 QuestMobile 数据显示互联网已进入存量竞争时代



Source: QuestMobile TRUTH 中国移动互联网数据库 2021年12月

资料来源: QuestMobile, 上海证券研究所

2.1 短视频: 当前主流互联网媒体形态, 建议优先布局

短视频使用时长超越即时通讯, 成为第一大互联网媒体形态。在流量成本大幅降低的背景下, 短视频短小精湛的媒体形态高度契合“快节奏”、“碎片化”的用户使用体验, 迅速抢占用户心智和用户时长。根据 QuestMobile, 2021 年 12 月, 短视频用户使用时长占比为 25.7% (+4.7pct), 超越此前第一大媒体形态即时通讯 (2020 年时长占比 23.4%) 成为用户使用时长占比最高的互联网形态。流量与变现本质为“一体两面”, 短视频在流量上的优势将逐步影响变现模式的创新以及抢夺传统互联网商业模式的市场份额。

(1) 供给端: 优质内容将追随流量进一步转移。因为短视频已经成为第一大互联网媒体形态, 因此本身在内容形态上具备优势的短视频 (“快节奏”、“碎片化”) 将进一步集聚内容创作者, 从而集聚优质内容, 对传统互联网媒体形态如长视频造成更大的“虹吸效应”。

(2) 变现端: 变现模式创新+抢夺传统变现商业模式的市场份额。短视频早已不局限于娱乐属性, 其内容边界已拓展至教育、游戏、社交、电商、精品剧等等, 且在不断扩充中。作为最大的流量聚集地, 一方面推动变现模式创新 (如内容电商), 另一方面也在抢夺传统变现商业模式的市场份额 (如短视频广告对其他互联网广告的抢夺效应)。

图 10 中国移动互联网细分行业用户使用总时长占比



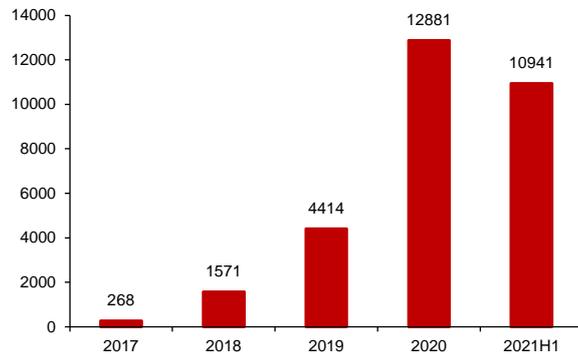
Source: QuestMobile TRUTH 中国移动互联网数据库 2021年12月

资料来源: QuestMobile, 上海证券研究所

2.2 内容电商仍处于高速增长阶段，未来市场空间可期

内容电商仍处于高速发展期，增量预计来自：(1) 传统线下业务进一步线上化（如逛街需求）；(2) 传统电商内容化。内容电商潜在市场空间广阔，根据中商情报网，2021 年我国社会消费零售总额达 44.08 万亿元，同增 12.5%，扣除价格因素，实际同增 10.7%。其中全国网上零售额 13.09 万亿元，同增 14.1%，占比 29.7%；2022 年 1-2 月我国社会消费零售总额达 7.44 万亿元，同增 6.7%，扣除价格因素，实际同增 4.9%。其中全国网上零售额 1.96 万亿元，同增 10.2%，占比 26.34%。截至 2021 年 6 月，我国网络购物用户规模达 8.12 亿，较 2020 年 12 月增长 2965 万，占网民整体的 80.3%。直播电商保持高速增长，2021 年 H1，我国直播电商成交额达 1.09 万亿，已达到 2020 年全年的 84.9%；2020 年全年直播电商成交额达 1.29 万亿，同增高达 191.8%。

图 11 2017-2021 上半年中国直播电商成交额（亿元）



资料来源: 中商情报网, 上海证券研究所

我们将内容电商进一步划分为直播电商、短视频带货、买量销售。其中直播电商系主要的内容电商形态，同时短视频带货已进入快速增长通道。根据《直播电商购物消费者满意度在线调查报告》，

直播电商分为两类：(1) 传统电商平台开辟直播区域，如京东直播、淘宝直播等；(2) 娱乐型、内容型、社交型平台新增电商业务，如抖音、快手、斗鱼等。其中传统直播电商平台淘宝直播领先，社交直播电商平台快手、抖音领先。

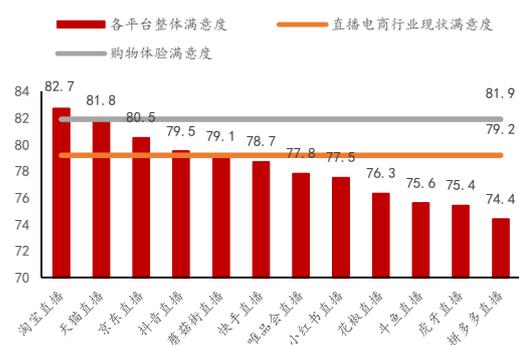
从用户使用占比上看，2020 年淘宝直播、抖音直播、快手直播使用用户占比分列前三，占比分别为 68.5%、57.8%、41.0%；其中忠实用户占比分别为 46.3%、21.1%、15.3%。从用户满意度上看，淘宝、京东等传统电商深耕电商行业，满意度明显处于行业领先地位；快手、抖音等新兴内容电商平台尚需进一步搭建电商生态，满意度低于行业平均值。2020 年直播电商行业整体满意度为 79.2，淘宝直播、天猫直播、京东直播满意度分别为 82.7、81.8、80.5；抖音直播、快手直播满意度分别为 79.5、78.7。

图 12 2020 年中国直播电商购物平台占有率



资料来源：中消协，上海证券研究所

图 13 2020 年直播电商行业和各平台满意度



资料来源：中消协，上海证券研究所

不同于传统电商的“人找货”，内容电商属于“货找人”的被动性及冲动性消费，其销售逻辑本质以内容驱动，刺激用户的主动购买欲望，同时内容电商具备私域流量变现的特征。

表 4：传统电商 v.s 直播电商

电商种类	特点	优势	劣势	代表企业
传统电商	主动消费	三方平台成熟	流量成本越来越高，中小商家生存空间低	淘宝、京东
直播电商	被动消费	以内容为主导，更容易吸引消费者消费	需要持续投入，生态基础薄弱	快手、抖音

资料来源：《直播电商购物消费者满意度在线调查报告》，上海证券研究所

3 游戏：商业模式优异，关注 ARPU 值提升、反

向“手转端”及游戏出海三大趋势

从指数上看，游戏（中信）指数在各传媒细分子板块中表现相对较好，两次较长周期的调整均应游戏版号暂停（2018 年及 2021 年）。从 PE 上看，2018 年底 PE 大幅变负，主要系受此前游戏并购影响，如 2019 年 1 月 30 日天神娱乐披露 2018 年年报，计提 49 亿大额商誉减值准备致净利润预亏 78 亿。根据“手游那点事儿”统计，2018 年 68 家游戏上市公司约 1/3 亏损，其中 29 家游戏公司出现商誉减值，减值数额超过 1 亿元的公司共计 20 家，主要系 2013-2015 年游戏并购重组热潮遗留积累的风险。因此游戏（中信）指数中外延并购类游戏公司与内生增长类游戏公司在业绩上出现冰火两重天，我们认为内生增长类游戏公司更能反应行业情况，即游戏指数略有失真。

图 14 2015 年以来游戏（中信）指数及市盈率



资料来源：Wind，上海证券研究所

表 5：2018 年含游戏业务企业商誉减值损失统计排名

排名	公司名称
1	天神娱乐
2	掌趣科技
3	聚力文化
4	英雄互娱
5	骅威文化
6	天舟文化
7	华谊兄弟
8	三七互娱
9	奥飞娱乐
10	大晟文化
11	博瑞传播
12	游久游戏
13	三五互联
14	长城动漫
15	富春股份
16	美盛文化
17	光线传媒
18	任子行
19	艾格拉斯
20	恺英网络
21	祥源文化
22	文投控股
23	凤凰传媒
24	星辉娱乐
25	浙数文化
26	中青宝
27	卧龙地产
28	瀚叶股份

资料来源：手游那点事儿，上海证券研究所

从行业基本面上看，游戏行业历经移动游戏用户增长红利、端游 IP 转手游 IP 红利，行业规模及用户规模增速逐步放缓。根据中国音数协游戏工委与中国游戏产业研究院共同发布了《2021 年中国游戏产业报告》，2021 年中国游戏市场实际销售收入 2965.13 亿元，同比增长 6.40%，增速放缓至个位数。根据 Gamelook，受宅经济的刺激效应减弱、头部游戏数量减少、游戏研发与买量成本增加及游戏版号暂停影响，2021 年同比增速下降 14.31pct。

图 15 2014-2021 年中国游戏市场实际销售收入及增长率



资料来源：中国音数协游戏工委、中国游戏产业研究院，上海证券研究所

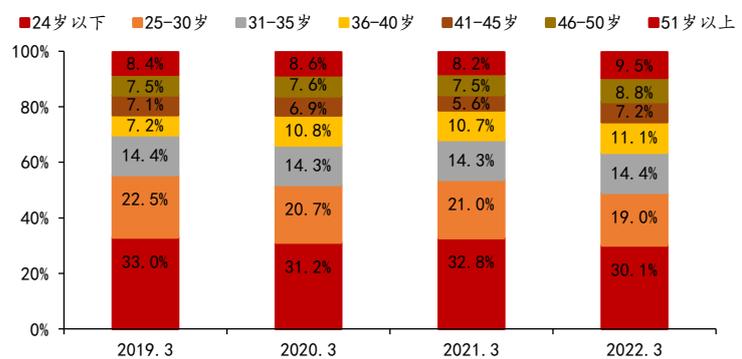
我们认为游戏市场行业增速主要系优质游戏内容供给减少所致，客观上游戏版号申请难度加大致游戏供给量下降，一方面大幅出清劣质换皮游戏，另一方面也限制了具备创作初心的小型游戏工作室的成长机会；主观上游戏行业认知集中于运营效率及赚钱确

定性，行业主要的研发精力集中于高周转、同质化移动游戏，游戏创新性及精致度不足（无法与 3A 游戏大作相比），用户审美疲劳下导致头部游戏供给数量减少。因此未来游戏行业增长潜力或取决于发展质量，最终取决于 ARPU 值提升（市场规模=用户*ARPU），其中三类趋势值得关注：

3.1 ARPU 值长期具备增长空间，主要系游戏用户年龄结构的变化致高付费能力人群占比提高

根据 QuestMobile，中国游戏市场用户年龄结构正发生结构性变化，截至 2022 年 3 月，31 岁以上用户占比达到 51%，超过了 30 岁以下年龄段用户。其中 36 岁以上用户占比 36.6%，也超过了 24 岁以下年龄段用户。对比 2019 年 3 月，30 岁以下用户占比 55.5%，36 岁以上用户占比仅为 30.2%。我们认为随着第一代中国游戏用户（2000 年端游用户）年龄增长，中国游戏用户结构正向全年龄段发展，未来国内游戏 ARPU 值提升空间有望打开。

图 16 2019-2022（3 月）中国手机游戏 App 行业年龄分布



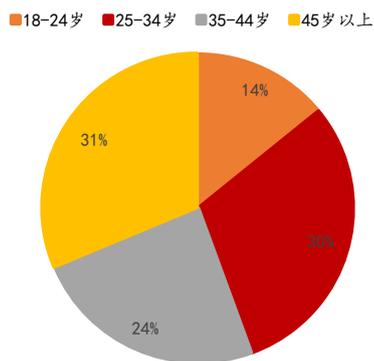
资料来源：Questmobile，上海证券研究所

(1) 用户规模：同比增速大幅放缓，但渗透率仍有较大提高空间，未来用户增量取决于年轻游戏用户的自然增长，从而带动游戏用户年龄结构的被动变化。根据《2021 年游戏产业报告》，2021 年中国游戏用户规模达 6.66 亿人，同比仅增长 0.22%，但渗透率仅 47.6%。

(2) ARPU 值：未来游戏市场主要增长动能，其增长逻辑取决于游戏用户年龄结构的变化。我们认为第一代中国游戏付费用户（2000 年端游用户）属于高价值硬核玩家，本身游戏接受度及付费能力较高。以此为分界线，更年长的用户群体对游戏的接受程度及付费意愿较高；更年轻的用户群体对游戏的接受度较高，但

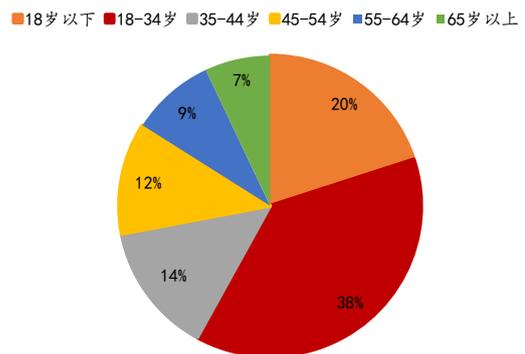
受限于付费能力。因此我们认为 QuestMobile 显示的游戏用户年龄结构变化反应的是随着新一代游戏用户的年龄增长，游戏市场整体的付费能力和付费意愿结构的变化，最终将对应 ARPU 值提升。中外游戏市场 ARPU 值仍有较大差距，我们认为主要取决于中外游戏用户结构差异导致的付费意愿差异，因此中国游戏 ARPU 值具备增长空间。2020 年日本 35 岁以上的玩家占比 55%，对应 ARPU 约 2230 元；2021 年美国游戏用户平均年龄为 35 岁，其中 34 岁以上用户占比 42%，对应 ARPU 约 956 元。相比之下，2021 年国内游戏 ARPU 仅 445 元。目前游戏付费主力多为 80 后、90 后等成熟玩家，其对游戏的接受度、付费能力及付费意愿均较高，随着新生代游戏用户年龄增长，我国游戏用户年龄结构将进一步全年龄化，年龄结构变动带来的付费意愿和付费能力提升，将成为我国 ARPU 值增长的主要动力。

图 17 2021 年日本游戏玩家年龄分布



资料来源：199it，上海证券研究所

图 18 2021 年美国游戏玩家年龄分布



资料来源：199it，上海证券研究所

3.2 国内端游市场强需求弱供给，关注游戏市场反向“端转手”趋势

国内端游市场长期处于强需求弱供给的市场环境，端游市场或被大幅低估。根据我们 4 月 1 日发布的《中国游戏源于端游，成于手游，关注反向“手转端”趋势》，端游奠定了我国游戏行业的发展和格局，手游则真正打开游戏研发的空间，实现国内对国外游戏研发的弯道超车。目前主流游戏公司研发重点在手游上，端游供给市场参与者寥寥无几。

(1) 从需求端看，端游仍保持较为旺盛的需求。根据游民星空，2021 年 9 月《新世界》(亚马逊出品，MMORPG) 上线 Steam，上线首日同时在线破 50 万人，最高同时在线达 91 万人(预估近一半为国人)，此前 7 月进行的 Beta 测试同时在线超过 20 万人；

2022年2月《失落的方舟》Steam版上线首日同时在线达98万人，次日突破130万人。根据Steam官方报告，2018年国际服国人月活达3000万人，预计2021年底国人月活4000-6000万人（2020年底Steam全球月活达1.2亿人），此类用户大多为高价值硬核游戏用户。

根据我们4月23日发布的《Steam国际版国区收入规模超600亿元，端游潜在市场规模超预期》，**端游潜在市场规模超预期，Steam国际版国区收入规模超过中国端游市场规模**。日本研究机构Game Age Research Institute发布的主要市场PC游戏用户报告调查了全球14个热门地区/国家（中国大陆、中国台湾、美国、日本、英国、德国、法国、印尼、马来西亚、加拿大、韩国、印度、泰国、新加坡）的Steam市场份额，其中中国大陆以13272亿日元（约合人民币663亿元）位于第一，美国以4232亿日元居次（约合人民币211亿元），之后的排名分别是印尼（602亿日元）、德国（564亿日元）、英国（562亿日元）、印度（498亿日元），韩国（391亿日元）。根据《2021年中国游戏产业报告》，2021年自研游戏国内市场销售收入2558.19亿元，其中PC客户端游戏市场规模588亿元，主机游戏25.8亿元，端游市场合计约613.8亿元。我们认为该报告口径并未考虑Steam国际版国区收入，若加上该收入规模，**2021年端游市场规模约1273.8亿元，市场占比约39.6%**。根据报告口径，该收入规模统计范围为Steam国际版中国区，未统计其他外区中国人的消费能力（部分游戏锁国区，如《失落的方舟》欧美服）。若统计外区中国人的消费收入，端游潜在市场规模将更高。端游市场超过一半需求出现外溢，**端游市场的需求空间或被大幅低估**。

图 19 2021 年中国游戏市场实际收入分平台收入及占比



资料来源：中国音数协游戏工委、中国游戏产业研究院，上海证券研究所

(2) 从供给端看, 2016 年之后鲜有国产端游上线, 最近一款为去年上线的《永劫无间》。从 2019 全年游戏审批情况来看, 共有 1570 款游戏通过审批获得了版号, 其中手游共有 1462 款, 端游仅有 65 款, 手游几乎占据过审游戏的 93%, 而端游仅仅占比 4% 左右。

我们认为端游行业处于弱供给的原因主要包括:

(1) 成本端:

- 手游平均研发成本小于端游。《GTA5》研发成本和营销成本分别为 1.37 亿美元、1.28 亿美元;《荒野大镖客 2》以 6.44 亿美元的研发成本达到行业顶峰。

表 6: 2011-2015 年海外端游开发成本估计

发布年份	游戏名称	总预算	研发费用	营销费用	备注
2011	星球大战: 旧共和国	20000 万美元			
2011	死亡空间 2	12000 万美元	6000 万美元	6000 万美元	
2011	刺客信条: 启示录	5000 万美元+		1500 万美元+	
2011	刺客信条: 兄弟会	5000 万美元+			
2011	猎杀: 恶魔熔炉			700 万美元	
2011	战锤 40K	3000 万美元			
2011	战争机器 3	4800-6000 万美元			
2011	麦登橄榄球 12	2000 万美元+			
2011	指环王 OL	4000 万美元			
2011	国土防线		5000 万美元		估计
2011	黑色洛城	5000 万美元			
2011	时空裂痕	6000-7000 万美元			
2012	马克思佩恩 3		10500 万美元		
2012	幽灵行动: 未来战士	6500 万美元			
2012	传奇米老鼠 2: 双重力量	4000 万美元 / 8000 万美元			有争议
2012	热血无赖	3000 万美元			
2012	刺客信条 3			3500 万美元	
2012	索尼全明星大乱斗	2000 万美元+			
2012	阿玛拉王国: 惩罚	6300 万美元			估计
2012	暗黑血统 2	5000 万美元			
2012	无主之地 2	3000-3500 万美元			
2013	战地 4		10000 万美元		
2013	死侍	10000 万美元			
2013	迪士尼: 无限	10000 万美元+			
2013	古墓丽影	10000 万美元	5000 万美元	5000 万美元+	
2013	看门狗		6800 万美元		
2013	战争机器: 审判	6000 万美元			
2013	反抗军	8000 万美元			
2013	DC 宇宙 Online	5000 万美元			
2013	战地双雄: 恶魔卡特	6500 万美元			
2013	尔				
2014	上古卷轴 OL	20000 万美元	8000 万美元	12000 万美元	
2014	命运	14000 万美元			
2014	地牢守护者 2	200 万美元			

2014	战锤 40K: 暗黑纪元 Online	3000 万美元		
2015	GTA V	26500 万美元	13700 万美 元	12800 万美 元
2015	正当防卫 3	5000 万美元+		
2015	疯狂麦克斯	3000 万美元+		
2015	巫师 3: 狂猎	8000 万美元		
2015	合金装备 5: 幻痛	8000 万美元		

资料来源：掌创互联，上海证券研究所

- 国内外研发技术存在差距，研发端游竞争力不足。《GTA4》由超过 1000 人的开发团队历时三年半研发，前后参与的相关人员超过 2000 人。为真实还原纽约市，游戏研发团队历经数月时间在纽约街头调查交通和住民情况，并拍摄每一栋建筑的全方位图像以制作成更加真实的 3D 模型。

图 20 手游《刺激战场》游戏水面



资料来源：游戏陀螺，上海证券研究所

图 21 端游《绝地求生》游戏水面



资料来源：GameLook，上海证券研究所

图 22 手游《刺激战场》游戏画面渲染



资料来源：游戏陀螺，上海证券研究所

图 23 端游《绝地求生》游戏画面渲染



资料来源：《绝地求生》游戏官网，上海证券研究所

- (2) 收入端：手游的运营效率及盈利能力均大幅超越端游。无论是国内还是国外，手游市场在市场规模上均已超越端游，其中国内手游市占率超过 70%。

头部游戏公司腾讯、网易已开始布局 3A 端游市场，或将引领反向“手转端”趋势。根据我们 5 月 24 日发布的《《V Rising》游戏同时在线人数达 15 万人，优质端游受市场青睐》，2021 年 7 月，腾讯控股收购《V Rising》的开发商 Stunlock Studios 的多数股权，成为最大股东并提供战略支持。另外，近期腾讯海外控股、投资的公司接连出品新端游，如腾讯海外子公司 Funcom 于 4 月 26 日发布 RTS 游戏《沙丘：香料战争》；控股子公司 Sharkmob 于 4 月 27 日发布吃鸡新游《Bloodhunt》；投资公司 Bohemia Interactive 于 5 月 18 日发布武装突袭游戏《ARMA Reforger》。近一个月时间，腾讯海外控股公司及参投公司分别发布了 3 款及 1 款端游。自 2021 年 12 月成立海外品牌 Level infinite 以来，头部游戏厂商腾讯开始加大海外主机游戏研发商的投入。此外网易已积极布局 3A 端游市场，已在美国设立了第一家自研工作室 Jacklope Games，未来将专注于面向 PC 和主机平台开发多人在线游戏。国内头部游戏公司腾讯、网易先后进军 3A 端游市场，有望带动国内端游游戏公司研发浪潮，增加优质端游供给量。

中国游戏行业源于端游，成于手游，关注反向“手转端”趋势。端游时代中国游戏业学习为主，手游时代中国游戏业弯道超车，先后经历移动互联网用户高增长红利及端游 IP 转手游的红利。目前各项红利均已接近尾声，在后移动互联网时代，游戏研发公司主要视角多集中于手游精品化研运、游戏出海等。端游市场作为中国早期最大的游戏细分市场并不受行业关注。我们认为：

(1) 端游行业仍有需求，目前市场规模萎缩主要系缺乏优质内容供给，因此头部端游研发厂商推出端游或能收获较大红利。

(2) VR/AR 时代，拥有较强端游研发实力的公司或将受益。大型 VR 游戏更类似于 PC 或主机游戏，在游戏整体质量上要求较高，因此具备端游研发实力的公司有望在沉浸互联网时代获得先发优势。

3.3 游戏出海进入新阶段，有望成为新的业绩增长引擎

关注游戏出海新潮流。全球游戏市场规模市场空间广阔，中国游戏出海有望收获红利。根据 Newzoo 发布的《2021 年全球游戏市场报告》，2021 年全球游戏市场规模达到 1803 亿美元，其中消费者支出为 1758 亿美元，全球移动游戏市场规模为 907 亿美元。从同比增速上看，全球游戏市场已经相当成熟，发达国家不论是 ARPU 值还是用户渗透率均已达到较高的水平，因此中国游戏出海

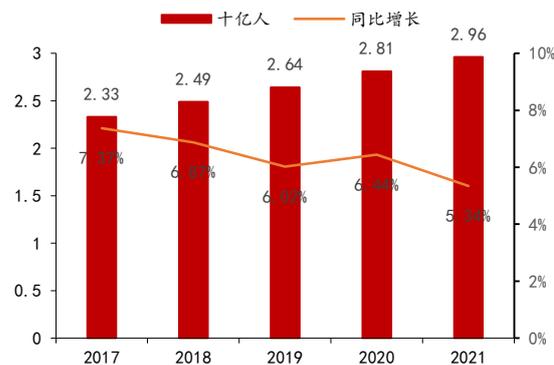
高增速将来自与海外游戏公司的竞争优势，我们认为中国手游已经完成弯道超车，在手游研发能力、游戏题材、运营能力和商业模式上均较为领先，预计游戏出海市场增量主要来自中国移动游戏出海。主机及 PC 端游戏研发难度和周期更高，海外游戏公司优势明显，预计短期内无法超越。

图 24 中国自主研发游戏海外市场销售收入及同比



资料来源：2021 中国游戏产业报告，上海证券研究所

图 25 2017-2021 全球游戏市场玩家规模



资料来源：Newzoo，上海证券研究所

两次游戏版号暂停将中国游戏出海趋势区分为三个阶段：

(1) 2018 年以前： 出海的中國游戏公司专营海外游戏市场，成功游戏品类多为 SLG。根据 Sensor Tower，2017 年中国出海手游收入 Top30 前三位分别为《列王的纷争》、《王国纪元》、《阿瓦隆之王》，对应发行商分别为智明星通、IGG、Funplus，均为专营海外市场的中国游戏公司。

(2) 2018-2021 年： 第一次游戏版号暂停后国内游戏在版号总量上进行了明显控制，中小游戏公司为应对国内版号难求的困境，主动寻求游戏出海，而大型游戏公司虽积极布局海外市场，但主要精力仍集中于国内市场。根据 Sensor Tower，2020 年中国出海手游收入 Top30 前三位分别为《PUBG MOBILE》、《万国觉醒》、《荒野行动》，对应发行商分别为腾讯、莉莉丝、网易，游戏类型更为多元，且腾讯、网易同时布局国内及海外游戏市场。

(3) 2021 年至今： 第二次游戏版号暂停影响的范围更为广阔，主要游戏公司为对冲国内游戏收入失速风险均寻求游戏出海自救，游戏出海的战略地位明显提升，同时此类公司的游戏出海已取得较为乐观的结果，因此 2022 年 4 月游戏版号重新发放并不会改变已经形成的出海潮流，未来游戏出海仍是各游戏公司重要的业绩来源。根据我们 4 月 11 日发布的《版号重新开放，游戏行业确定性及长期投资价值确立》，Sensor Tower 发布《2021 中国手游出海年度盘点》显示 2021 年中国有 42 款手游在海外市场获得了超

请务必阅读尾页重要声明

过 1 亿美元的收入，同比增加了 5 款。其中美国市场为中国出海手游 TOP30 贡献了 36 亿美元收入，同增 53%，并超越日本成为中国手游最大的海外市场。2021 年 Q3 中国手游在美国收入 Top20 榜单显示，三七互娱出品的《Puzzles & Survival》位列第 10 位。

4 元宇宙：新一代互联网形态，同时关注“基本 面”及“主题性”机会

当前对“元宇宙”概念其中一个具有代表性的定义为：“元宇宙”是一个平行于现实世界，又独立于现实世界的虚拟空间，是映射现实世界的在线虚拟世界，是越来越真实的数字虚拟世界。2021 年 3 月 Roblox 成功在纽交所上市，被认为是元宇宙概念兴起的起点。元宇宙是数字技术构建的产物，在 Roblox 招股书中，这家公司认为元宇宙应该有 8 个属性：身份、朋友、沉浸感、低延迟、多元化、随地、经济系统和文明。

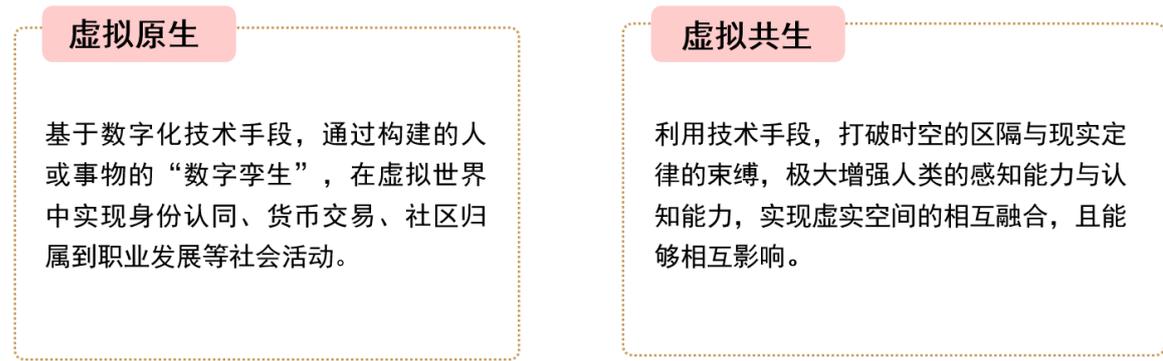
图 26 Roblox 招股书中对元宇宙属性的定义

- 身份：拥有一个虚拟身份，无论与现实身份有没有相关性。
- 朋友：在元宇宙当中拥有朋友，可以社交，无论在现实中是否认识。
- 沉浸感：能够沉浸在元宇宙的体验当中，忽略其他的一切。
- 低延迟：元宇宙中的一切都是同步发生的，没有异步性或延迟性。
- 多元化：元宇宙提供多种丰富内容，包括玩法、道具、美术素材等。
- 随地：可以使用任何设备登录元宇宙，随时随地沉浸其中。
- 经济系统：与任何复杂的大型游戏一样，元宇宙应该有自己的经济系统。
- 文明：元宇宙应该是一种虚拟的文明。

资料来源：腾讯技术工程，上海证券研究所

我们认为狭义上理解，元宇宙指数字化人的感官体验，包括视觉、听觉（VR、AR）、触觉、味觉、嗅觉，让感官体验在虚拟世界之中与现实世界几乎没有差别；广义上理解，元宇宙指除了人的数字化，还包括万事万物以及过程、关系的数字化，将现实世界完全映射到虚拟世界。包含“虚拟原生”和“虚拟共生”双重定义。其中“虚拟原生”指基于数字化技术手段，通过构建的人或事物的“数字孪生”，在虚拟世界中实现身份认同、货币交易、社区归属到职业发展等社会活动；“虚拟共生”指利用技术手段，打破时空的区隔与现实定律的束缚，极大增强人类的感知能力与认知能力，实现虚实空间的相互融合，且能够相互影响。

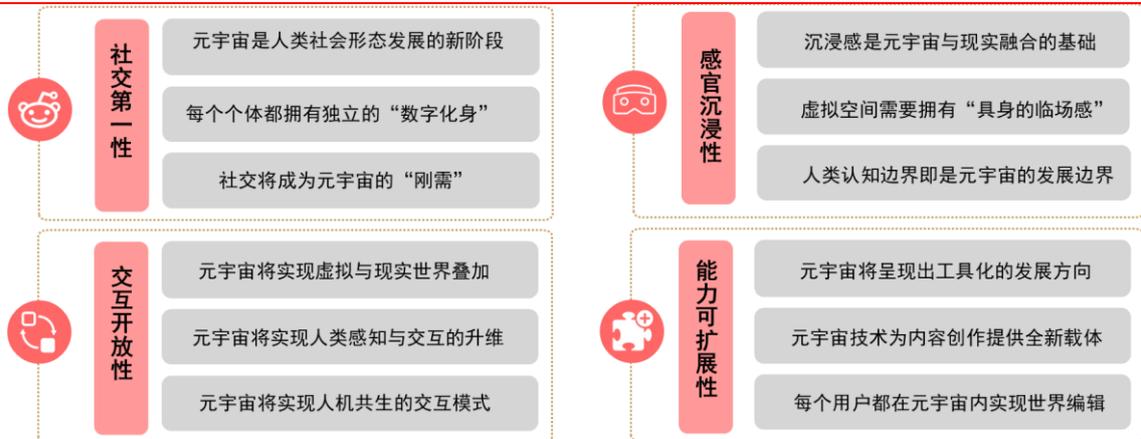
图 27 《2022 元宇宙产业趋势报告》对“虚拟原生”及“虚拟共生”的定义



资料来源：SMeta，上海证券研究所

根据 SMeta 《2022 元宇宙发展趋势报告》，元宇宙主流理论基础包括平行世界流派（强调元宇宙的“独立性”，元宇宙空间与现实世界平行，人类在其中成为具有独立身份的个体，并以新的身份参与社会活动）、虚拟互融流派（强调元宇宙与现实世界的“协作性”，将虚拟空间与现实世界叠加，实现两个中间形态的互相补强），具备社交第一性、感官沉浸性、交互开放性、能力可扩展性四大特性。

图 28 元宇宙四大特性



资料来源：SMeta，上海证券研究所

图 29 元宇宙概念兴起后发展历程



资料来源：SMeta，上海证券研究所

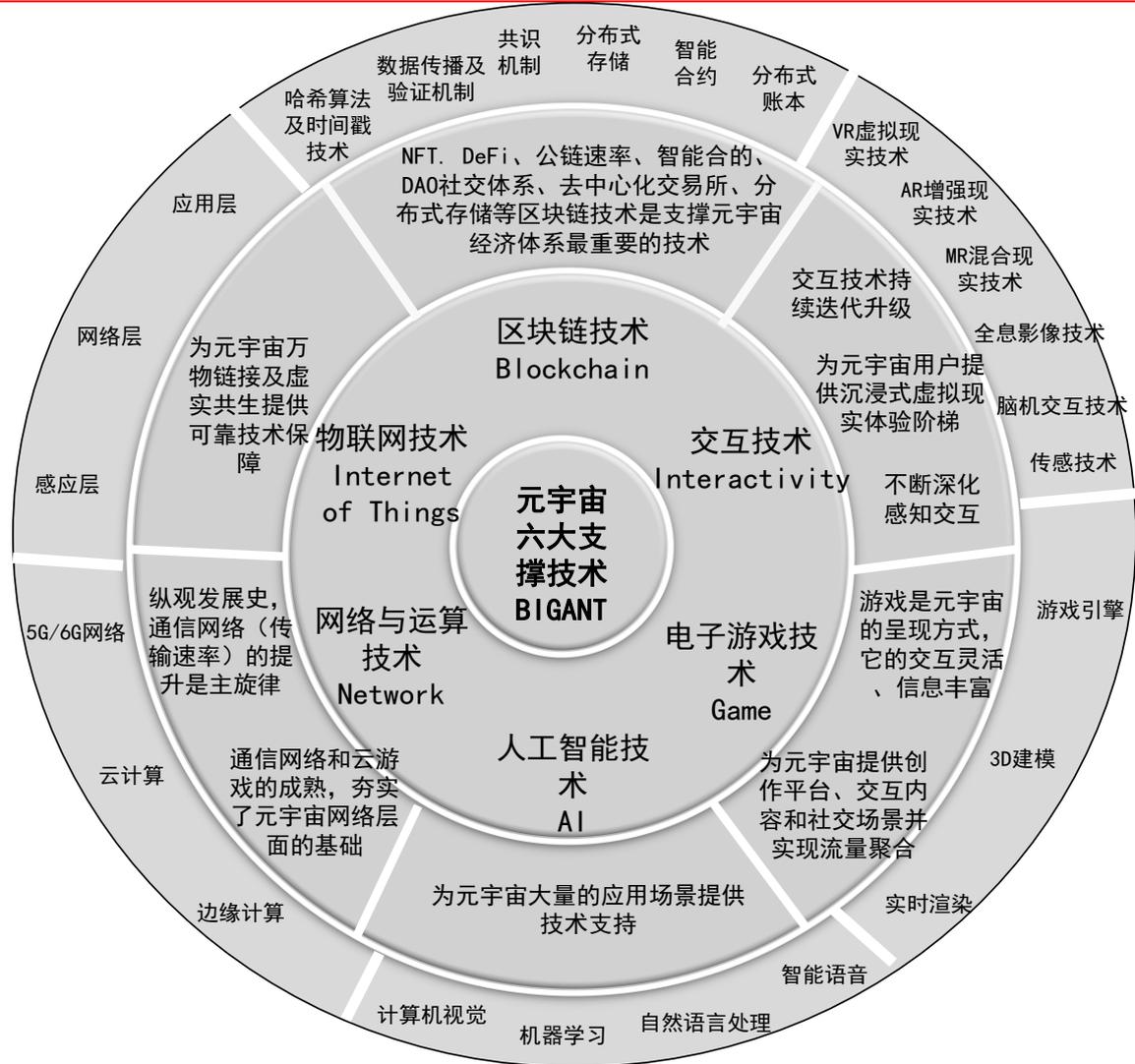
元宇宙正处于发展早期，未来将面临较多挑战，根据 SMeta《2022 元宇宙发展趋势报告》，元宇宙终极发展形态应属于完全去中心化的、拥有独立经济系统、独立社交关系、独立生态体系的虚拟空间，其技术体系由物联网技术、区块链技术、交互技术、电子游戏技术、人工智能技术、网络与运算技术六大元宇宙技术支撑，预计将在政策层面、技术层面、能源层面、社会发展层面等面临诸多挑战，如下图所示：

图 30 元宇宙发展预计将面临政策、技术、能源、社会发展层面的挑战



资料来源：SMeta，上海证券研究所

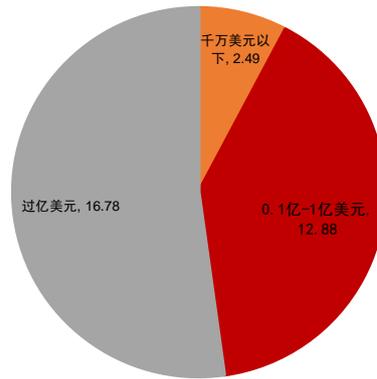
图 31 元宇宙六大支撑技术



资料来源：《元宇宙通行证：通向未来的护照》中译出版社，上海证券研究所

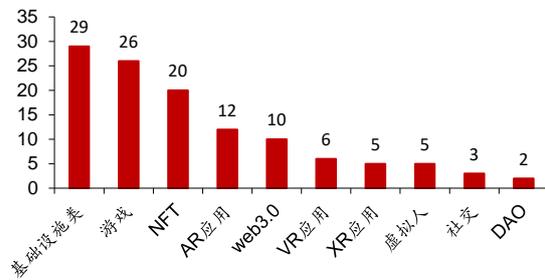
从投融资情况看，1Q22 元宇宙投融资规模明显增加。根据《2022 年一季度元宇宙投融资白皮书》，2020 年、2021 年元宇宙市场规模分别仅 500 万美元、1700 万美元。1Q22 全球元宇宙共融资 122 起，融资总额约 32.15 亿美元，其中海外融资额接近 30 亿美元、国内融资额约 3 亿美元。从融资规模上看，过亿美元项目共计 16.78 亿美元（共 7 起）、1000 万美元-1 亿美元项目共 12.88 亿美元（共 45 起）、1000 万美元以下项目共 2.49 亿美元（共 70 起）；从融资项目数量及融资数额上看，基础设施类、游戏、NFT 均排列在前三位；其中 NFT 融资分布可分为 NFT 发行、NFT 服务平台、NFT 解决方案、NFT 游戏四类，融资占比分别为 60%、8%、25%、7%。

图 32 2022 年一季度融资数额及占比 (亿美元)



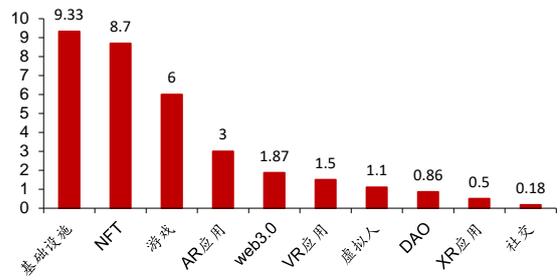
资料来源:《2022 年一季度元宇宙投融资白皮书》, 上海证券研究所

图 33 2022 年一季度融资数量分布



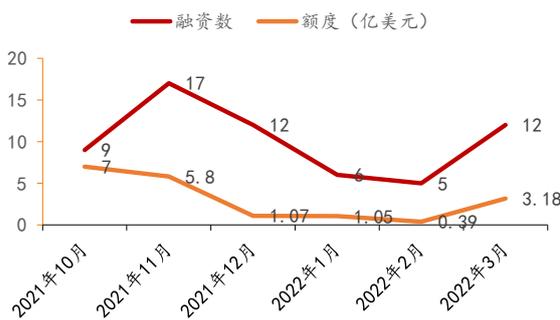
资料来源:《2022 年第一季度元宇宙投融资白皮书》, 上海证券研究所

图 34 2022 年一季度融资数额分布



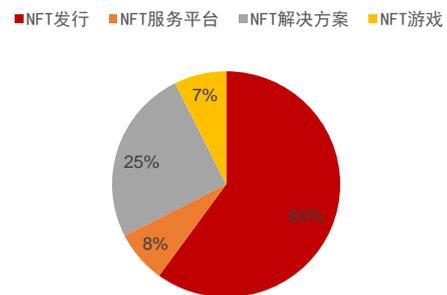
资料来源:《2022 年第一季度元宇宙投融资白皮书》, 上海证券研究所

图 35 月度 VR/AR 赛道投融资分布



资料来源:《2022 年第一季度元宇宙投融资白皮书》, 上海证券研究所

图 36 2022 年一季度 NFT 赛道投融资分布



资料来源:《2022 年第一季度元宇宙投融资白皮书》, 上海证券研究所

从布局机会上看, 我们认为应从“基本面机会”及“主题性机会”两个角度切入。(1) 基本面机会: 元宇宙早期阶段, G/B 端等大型项目有望率先产生经济效益, 推荐具备业绩确定性的虚拟展览行业。(2) 主题性: 关注具有较大想象空间的创新领域, 如 NFT、

虚拟数字人。

图 37 传媒领域元宇宙投资逻辑



资料来源：上海证券研究所

4.1 基本面机会之虚拟展览：文化新基建需求下有望率先落地，产生规划化经济效益

虚拟展览一方面受益于元宇宙需求增加，另一方面受益于文化新基建的需求增加，有望率先产生规模化经济效益。

参照相芯科技对虚拟数字人行业发展的论述（Q量子位），我们认为元宇宙发展将经历三个阶段G端/B端大型项目及应用推动、B To C应用普及、C端应用及内容普及：

1、G端/B端项目及应用大规模落地：元宇宙相关软硬件及基础设施处于发展早期，相关建设成本较高，G端/B端初步尝试拥抱新技术、新业态，尤以G端项目落地速度及进度更快。主要系：

（1）地方政府逐步推出有关支持元宇宙发展的相关文件，G端元宇宙项目将起到示范及指引作用，对经济效益回报诉求较低，一方面有助于提供元宇宙项目建设的范例，另一方面也可通过政府投资吸引民营资本大举进入，推动技术发展。

我国多地政府也出台多项关于元宇宙政策。我国中央层面尚未有明确的官方政策指引，但多个地方政府已经出台元宇宙相关扶持政策，如上海、武汉、合肥、无锡、北京等地相关政策文件中均提及元宇宙的发展，中纪委网站发表文章中提到“世界上没有称为“元宇宙”的单一技术，元宇宙是现有各种技术的组合和升级，可以理解为“3D版的互联网”。扩展现实技术……。数字孪生技术……。”文章表明了对元宇宙底层技术的支持态度。

表 7：国内政府出台的相关元宇宙政策

地区	政策
上海市	《上海市电子信息产业发展“十四五”规划》提到：加强元宇宙底层核心技术基础能力的前瞻研发，推进深化感知交互的新型终端研制和系统化的虚拟内容建设，探索行业应用。
武汉市	《2022 年武汉市政府工作报告》中提出：武汉要加快壮大数字产业，推动元宇宙、大数据、云计算、区块链、地理空间信息、量子科技等与实体经济融合，建设国家新一代人工智能创新发展试验区，打造小米科技园等 5 个数字经济产业园。
合肥市	《2022 年合肥市政府工作报告》提到：未来五年，合肥将前瞻布局未来产业，瞄准元宇宙、超导技术、精准医疗等前沿领域，打造一批领航企业、尖端技术、高端产品，用未来产业赢得城市未来。
无锡市	《太湖湾科创带引领区元宇宙生态产业发展规划》明确，到 2025 年，滨湖将通过元宇宙生态产业集聚发展、关键技术创新发展、专利标准引领发展、应用示范跃迁发展、专业人才梯次发展等手段，打造成长三角元宇宙技术创新高地、生态产业发展高峰、人才集聚高原，基本形成技术引领、企业集聚、示范应用、标准完备的元宇宙产业生态，成为国内元宇宙产业发展的典范，打造元宇宙的“滨湖名片”。
三亚市	12 月 25 日第六届三亚国际文化产业博览交易会上，网易与三亚市政府签署战略合作协议，网易将在三亚设立网易海南总部，建设网易元宇宙产业基地项目，该基地旨在推动海南数字化文创产业高质量发展，将被打造为集互联网技术开发、数字化内容生产、数字化版权运营和数字化产品输出为一体的国际化数字新文创中心。

资料来源：新浪，中华网，滨湖区人民政府，上海证券研究所

(2) 国外政府对元宇宙态度不一，但总体保持乐观，预计相关 G 端项目的海外需求也较为旺盛，国内数字/虚拟空间建设龙头有望拓展海外业务。

表 8：各国对元宇宙的态度汇总

国家	态度	具体实施进度
美国	处于观望状态	尚未提出明确的元宇宙建设纲要性文件和官方表态，其对数据安全的担忧及产业巨头垄断风险的警惕暂时占据上风。美国政府对于数据和身份识别的数字化渗透非常谨慎，另一方面，美国企业持续推动美国政府加强对元宇宙的认知，以塑造有利的竞争和创新环境，让美国相关产业在全球脱颖而出。
欧洲	高度谨慎态度	欧盟《人工智能法案》、“平台到业务”监管法规、《数字服务法案》《数字市场法案》等立法说明了监管机构在处理元宇宙时可能采取的立场和倾向，包括增加透明度、尊重用户选择权、严格保护隐私、限制一些高风险应用。欧洲缺乏互联网基因，没有大型的原生态互联网公司，其市场基本都被美国互联网巨头占领。欧洲的诉求是加强互联网企业的监管，防范数字龙头企业利用垄断地位扼杀竞争活力，反感美国科技巨头在欧洲赚取巨额利润却仅缴纳微薄税款。
日本	扶持元宇宙相关产业	希望建立新型国家优势，日本经济产业省于 2021 年 7 月发布《关于虚拟空间行业未来可能性与课题的调查报告》，将元宇宙定义为“在一个特定的虚拟空间内，各领域的生产者向消费者提供各种服务和内容”。报告认为，该行业应将用户群体扩大到一般消费者，应降低 VR 设备价格以及 VR 体验门槛，并开发高质量的 VR 内容留住用户；政府应着重防范和解决“虚拟空间”内法律问题，并对跨国、跨平台业务法律适用等加以完善；政府应与业内人士制定行业标准和指导方针，并向全球输出此类规范。还在虚拟货币的使用上推动立法。
韩国	反应最快，积极态度	已经成立了元宇宙联盟。旨在通过政府和企业的合作，在民间主导下构建元宇宙生态系统，在现实和虚拟的多个领域实现开放型元宇宙平台。在产业政策上，韩国政府希望在元宇宙产业中发挥主导作用。2020 年年底，韩国科技部公布了一份《沉浸式经济发展策略》（Immersive Economy Development Strategy），目标是将韩国打造为全球五大 XR 经济国家。在经济、教育和旅游等领域提供服务

资料来源：中国青年报，东方财富网，电玩巴士，上海证券研究所

(3) 大型优质 B 端企业为了品牌形象及彰显实力，预计会追随 G 端项目拥抱虚拟数字空间。

2、B To C 应用逐渐普及：大型 G 端/B 端项目推动元宇宙技术发展，相关成本逐步降低，同时消费者习惯开始逐渐形成，元宇宙应用开始显现大规模商业化的潜力，具备一定的经济效益，同时厂商开始关注 C 端内容及技术变现的可能性。B To C 项目盈利能力逐渐提升。

3、C 端应用及内容大规模普及：随着相关技术、商业化能力进一步加强，C 端用户接入元宇宙渠道及终端大规模普及，C 端应用及内容具备大规模商业化的潜力，元宇宙将进入普遍繁荣的阶段。

我们认为元宇宙将首先在大型 G 端/B 端项目上产生大规模需求，且需求预计保持持续高增长，其中虚拟展览、数字城市均为重要的落地场景。

(1) 虚拟现实技术是元宇宙重要技术，将带来显示成像领域的重要变革，但由于技术商用化门槛高，政府将是前期重要客户，比如奥运会上的虚拟人、春晚虚拟人等；

(2) 元宇宙是新基建的重要应用场景，可以带动 VR、AR 等多种产业的发展；

(3) 从文化的角度出发，地方政府对公共文化建设愈加重视，元宇宙主要技术虚拟现实等技术将提升展览效果，带动当地展览馆新建及更新改造需求。

此外文化新基建在政策端和资金端均有较大支持，预计疫情过后相关需求持续旺盛。根据我们5月23日发布的《文化新基建需求端丰富、资金端充裕，公司下半年业绩具备较高弹性》，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》（简称《意见》）第五点明确表示发展数字化文化消费新场景，大力发展线上线下一体化、在线在场相结合的数字化文化新体验，我们认为主要落地场景包括城市馆、博物馆、艺术馆等文化性质主题馆。(1) 文化类基建属于区别于传统的新基建，符合政策导向，本身会受到政府端的重点支持；(2) 国家推进专项债使用进度，资金端预计相对充裕。根据财新网《如何理解全面加强基建》，专项债的发行进度及使用进度均要求提前：2021年发行的专项债券，原则上在2022年5月底前拨付使用；对2021年12月提前下达的2022年专项债券，原则上在2022年9月底前拨付使用；对第二批专项债券额度尽可能在三季度前使用。

我们认为虚拟展馆可归集为虚拟实景，除虚拟展馆外，虚拟实景还包括虚拟会展、虚拟娱乐空间。虚拟展馆多为G端项目，包括博物馆、城市馆、文化馆、艺术馆、旅游景点等政府类、事业单位类展馆内部建设的虚拟互动体验空间及在元宇宙平台（如百度希壤）落地的数字孪生虚拟展馆；虚拟会展多为B端或G端项目，包括虚拟展览（车展等商展）、虚拟论坛/峰会、虚拟招商会等，其表现特点为参会者以虚拟身份参加商业性质的会议活动；虚拟娱乐空间多为B To C项目，包括VR体验馆、沉浸式剧本杀、虚拟影城、主题乐园内部的虚拟体验空间等。

图 38 虚拟展馆内部互动性项目示例



资料来源：新奥尼，上海证券研究所

图 39 B 端虚拟会展示例



资料来源：WDEF 世界数字经济论坛，上海证券研究所

图 40 B To C 虚拟娱乐空间示例

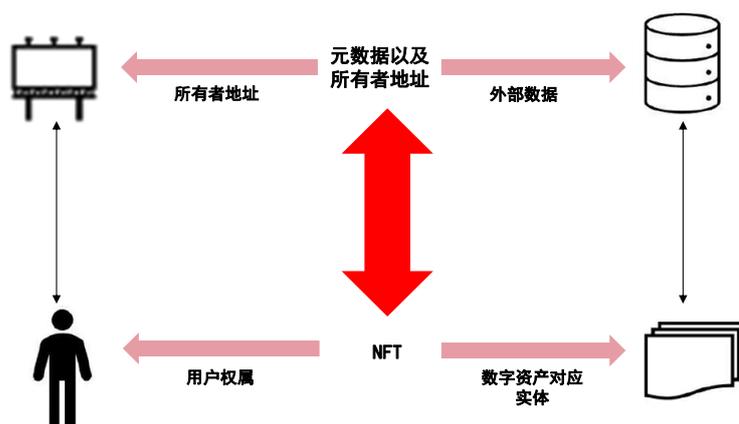


资料来源：楚湘国际影城，上海证券研究所

4.2 主题性机会之 NFT：其价值同时取决于“使用价值”与“交易价值”

NFT全称为“Non Fungible Token”（非同质化代币）。本质上是一种具有唯一性、不可分割性、差异性等特点的区块链链上代币（不同于同质化代币比特币）。将NFT与标的物进行单一映射，即可实现标的物的数字化。根据SMeta，NFT作为目前区块链相关技术中较为成熟的技术，在区块链框架下能够作为代表数字资产的唯一加密货币令牌，将是元宇宙经济的基石。NFT目前在结算层、协议层和应用层上已经发展得比较完善并开辟了包括数字藏品、游戏、虚拟世界等多个市场。然而，各国对于区块链的态度尚不明朗，未来可能遭遇政策和法律法规问题。

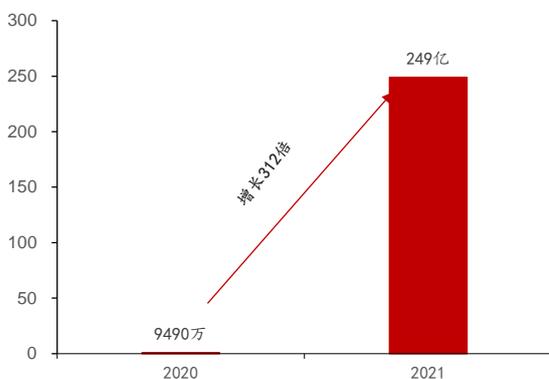
图 41 NFT 应用框架



资料来源：陀螺研究院，上海证券研究所

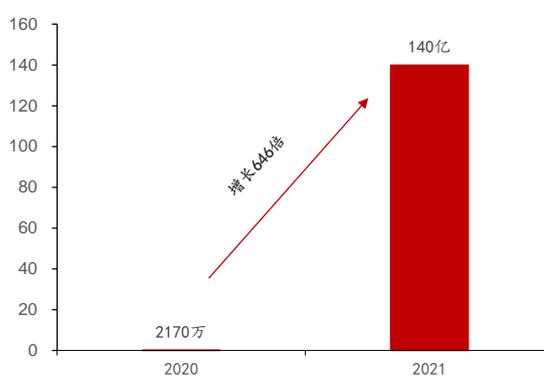
尽管国内在情绪上对NFT前景较为乐观，但实际市场规模相比海外仍有较大差距，我们认为主要是不同于国外，国内NFT二次交易市场受到明显限制所致。从年度交易数据上看，根据陀螺研究院，目前海外NFT平台用户约700万人，2021年NFT销售总额约249亿美元，相比2020年9490万美元同增312倍。其中海外最大的NFT交易平台OpenSea2021年NFT交易量约140亿美元，相比2020年2170万美元同增646倍。根据《2022中国数字藏品行业研究报告》，全球NFT市场交易水平在2021年出现明显跃升。

图 42 NFT 销售总额增长对比（美元）



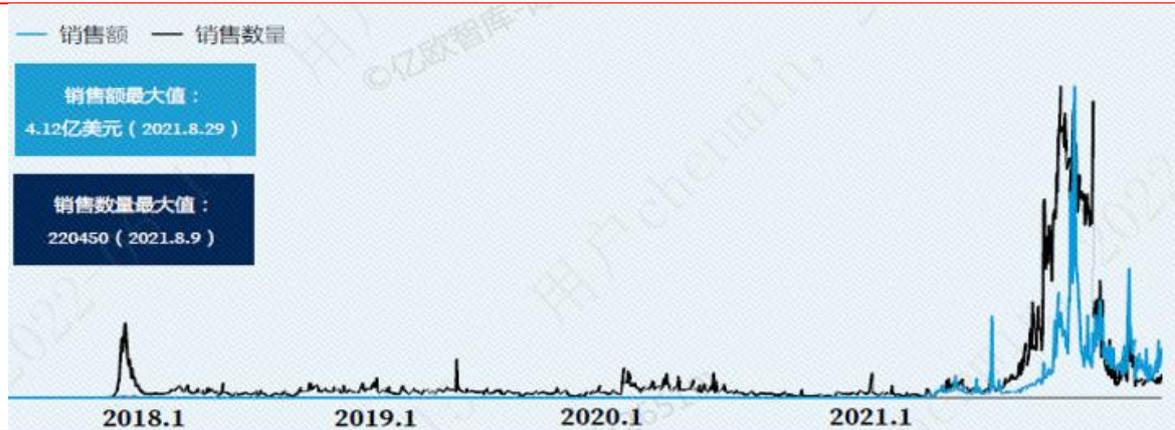
资料来源：陀螺研究院，上海证券研究所

图 43 最大的 NFT 交易平台交易量对比（美元）



资料来源：陀螺研究院，上海证券研究所

图 44 2018-2021 全球 NFT 市场发展指标 (销售额及销售量)



资料来源：《2022 中国数字藏品行业研究报告》，上海证券研究所

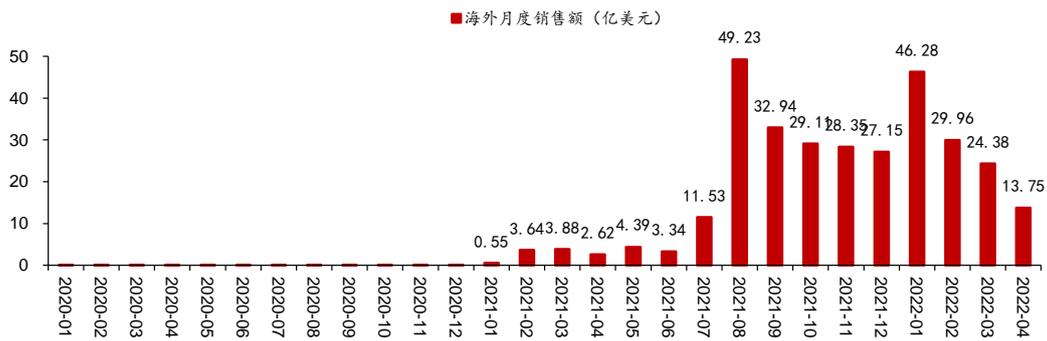
图 45 2018-2021 全球 NFT 市场发展指标 (买/卖家数量)



资料来源：《2022 中国数字藏品行业研究报告》，上海证券研究所

从月度交易数据上看，根据Cryptosiam，2021年8月后海外NFT市场月度销售额及月度销量明显提升，其中月度销售额峰值在2021年8月及2022年1月，销售额分别为49.2亿美元、46.3亿美元；月度销量峰值在2022年1月，对应销量为742.5万件；2021年7月-2022年3月全球月度活跃买家数明显超过月度活跃卖家数，2022年4月趋势出现变化，但市场仍较为火热；全球NFT月度成交均价在2021年8月当月即达到峰值1120.2美元/件，近段时间基本稳定在400-600美元/件之间。

图 46 NFT 海外月度销售额



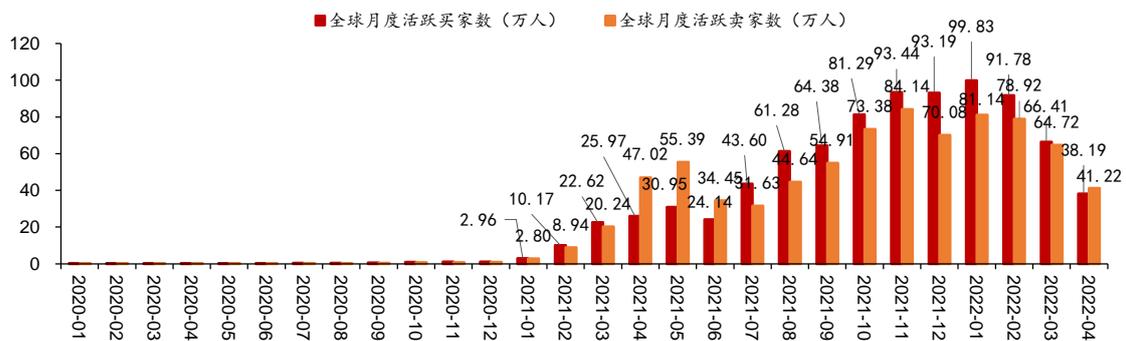
资料来源: Cryptosiam, 上海证券研究所

图 47 NFT 海外月度销量



资料来源: Cryptosiam, 上海证券研究所

图 48 NFT 全球月度活跃买家数和卖家数



资料来源: Cryptosiam, 上海证券研究所

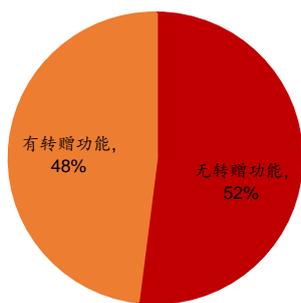
图 49 NFT 全球月度成交均价



资料来源: Cryptosiam, 上海证券研究所

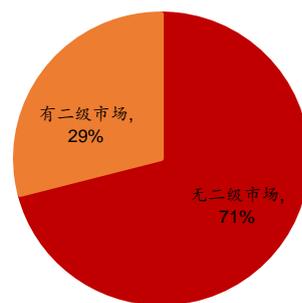
相比之下，国内NFT市场（尤其是数字藏品）整体上处于小众而火热的市场格局。其本质差异来自国外已为创作者开放了二级交易市场，使得NFT相关产品供应量非常充足，属于买方市场；国内NFT市场基本采用PGC发布模式，供不应求，属于卖方市场。我们认为国内对防范NFT金融监管的政策态度不会变化，未来二次交易的形态将与国外有明显差异。根据NFT中文社区，2022年4月我国共有114家数字藏品发售平台，其中二次交易市场大多通过转赠功能实现，且转赠功能较为严格，如国内用户数最多的鲸探转赠规则为“数字藏品在购买满180天或受赠满2年后，可转赠给满十四周岁的实名用户”。目前国内数字藏品发售平台中，具备及不具备转赠功能的平台占比分别为48%、51%；有及没有二级市场的平台占比分别为29%、71%。

图 50 中国数字藏品发售平台转赠占比



资料来源: NFT 中文社区, 上海证券研究所

图 51 中国数字藏品发送欧冠平台二级市场占比



资料来源: NFT 中文社区, 上海证券研究所

中国与海外监管层面对NFT的态度不同，直接导致中外NFT应用场景及市场空间产生明显差异，因此不同于市场我们从NFT价值的角度来拆解NFT项目。我们认为NFT的价值可以对应拆解为使用价值与交易价值之和，因此在国内交易价值受限的情况下，NFT价值主要取决于使用价值。从NFT对应标的物可以进一步拆解为实物标的物及虚拟标的物：

(1) **实物标的物NFT**：作为实物资产确权的数字化标识本身没有价值，但因为与实物标的物锚定，因此可以作为标的物的流通和交易的凭证，其使用价值取决于实物标的物的价值，交易价值取决于实物标的物的价值和价格。相关NFT包括版权、IP所有权本身（不包括IP衍生品权利，如相关IP卡片等）、实物艺术品、商品（如茅台）。

(2) **虚拟标的物NFT**：NFT本身与虚拟标的物互为前提，属于同一硬币的两面，即NFT系虚拟资产本身。该类NFT的使用价值取决于用户主观意愿，交易价值取决于交易需求（受众）规模的大小。相关NFT包括数字藏品、IP衍生品（如IP虚拟形象、球星卡等）、游戏虚拟道具。

图 52 NFT 价值拆解



资料来源：上海证券研究所

NFT市场与二次交易的开发程度高度相关，建议关注国内相关政策的推进及二次交易开放进程的推进，关注方向现阶段主要为数字藏品，未来可关注游戏道具的NFT化，因为相比数字藏品，游戏道具具备较高的使用价值。目前数字藏品系NFT市场主要交易标的，根据SMeta，2021年NFT数字藏品市场交易额超400亿美元，绝大部分是图片等“艺术形式”的收藏品类NFT。国内各平台发售数字藏品数量约456万个，总发行量市值约1.5亿元，平均售价约33.33元。

图 53 NFT 主要应用方向



资料来源：SMeta，上海证券研究所

1、数字藏品

数字藏品产业链包括基础设施层（NFT采用的底层链）、交易平台层（如元视觉、鲸探）、项目创作发行层（包括内容发行及内容/IP创作/版权）。

图 54 数字藏品产业链



资料来源：《2022 中国数字藏品行业研究报告》，上海证券研究所

根据《2022中国数字藏品行业研究报告》，不同于国外，我国数字藏品主要构建在联盟链上。联盟链并非完全去中心化的区块链，安全性相对于公链较低，但在管控炒作、数据存储和节点计算能源消耗等方面均具备优势。联盟链中心方可控制链上数字藏品的铸造和交易规则，限制二手交易和场外交易，规避不可控的金融风险。

图 55 区块链根据去中心化程度的分类



资料来源：《2022 中国数字藏品行业研究报告》，上海证券研究所

图 56 中国主要联盟链

	成立时间	开发公司	典型解决方案
蚂蚁链	2015年	蚂蚁金服	跨境支付、供应链金融、电子票据
至信链	2021年	腾讯、中国网安、枫调理顺	版权保护、金融类案速裁、在线信贷业务存证、电子证照、农产品溯源
超级链	2015年	百度	版权溯源、金融、智慧政务、司法
智臻链	2016年	京东	物流追溯、知识产权保护、疫苗追溯、公益追溯
趣链区块链	2016年	趣链科技	应收帐款、资产证券化、房屋租赁、电子化证明、电子合同等
长安链	2021年	北京微芯研究院、清华大学、北京航空航天大学、腾讯、百度等	供应链金融、碳交易

资料来源：《2022 中国数字藏品行业研究报告》，上海证券研究所

根据陀螺研究院，我国目前已有超过 70 家数字藏品交易平台，其中稍具规模的约 43 家，按照数字藏品的发行质量、数量、平台流量、藏品文化价值、区块链技术水平等综合因素陀螺研究院将主流数字藏品平台分类成三个梯队，其中第一梯队在生态与技术资源上较为强势或拥有上市公司背书；第二梯队具有一定的 IP 资源；

第三梯队多位于非主流联盟链上，相对规模与资源优势较小。从交易模式上看，第一梯队底层链多为主流联盟链，且多不支持私人创作及二级市场流转，其中天下秀旗下平台 TopHolder 可直接由个人微博用户进行数字藏品创作；鲸探支持 180 天后转赠功能；第二梯队相对开放，如唯一艺术、NFT 中国等基于以太坊侧链进行建设，并开放二级市场交易；第三梯队基本完全开放交易或转赠功能，交易属性较强。

表 9：我国数字藏品交易平台梳理

平台名称	开发公司	上链名称	能否转赠或二次交易	
鲸探	蚂蚁集团	蚂蚁链	180 天后转赠	
幻核	腾讯	至信链	否	
灵稀	京东	智臻链	否	
百度数字藏品	百度	百度超级链	否	
芒果数字藏品	芒果 TV	光芒链	否	
迅雷数字藏品	网心科技	迅雷链	否	
第一梯队	红洞数藏	红洞科技、趣链	趣链联盟链	否
元视觉	视觉中国	长安链	否	
时藏	中国搜索信息科技股份有限公司	媒体融合链	否	
嗨易购	海南国际文化艺术品交易中心	大唐链	可交易	
虹宇宙、TopHolder	天下秀	BSN	否	
网易星球	网易	网易区块链	否	
洞壹远典	快视听科技	百度超级链	否	
第二梯队	丸卡	海纳星云	百度超级链	可转赠
数字艺术证书	搜云科技	BSN 文昌链	否	
DAC	小红书	至信链	否	
R-space	酷狗音乐	至信链	否	
酷潮玩	搜云科技	BSN 文昌链	否	
数字艺术证书	海南数藏文化	BSN 文昌链	5 天转赠	
1DC	天河文链	天河链	可交易	
数藏中国	杭州原与宙科技	Pol ygon	可交易	
优版权	海南国际文化艺术品交易中心授权	BSN	可转赠	
NFT 中国	BSN	Pol ygon	可转赠	
一起 NFT	唯艺数字艺术	Pol ygon	可转赠	
唯一艺术	蚂蚁集团	树图链、蚂蚁链	可转赠	
阿里拍卖	趣鲸	BSN	隔天可转赠	
千寻数藏	武汉黎曼	蚂蚁链	5 天转赠	
归藏	北京擘盒科技	数图链	否	
薄盒	江西欧恩壹科技		可交易	
第三梯队	One meta	蚂蚁链	可交易	
蓝猫数字	加菲猫科技	蚂蚁链	可交易	
Meta 数字文创	娜娜科技		可交易	
双镜博物	北京与子匠科技	树图链	可交易	
Ztag	潮图腾科技	火币链	可交易	
Hotdog	办鼎网络	Union chain	可交易	
海幻境	海幻境(海南)数字科技	polygon	可交易	
西湖一号	万事利		可转赠	
上海邮币卡交易中心	上邮中心	至信链	可交易	

资料来源：陀螺研究院，上海证券研究所

除了艺术品的 NFT 化外，数字藏品主流应用场景还包括品牌营销和体育。

(1) 数字藏品+品牌营销

品牌主发行数字藏品目的多为品牌营销，通过运营品牌 IP 持续开发私域流量，放大品牌价值。根据《2022 中国数字藏品行业研究报告》，国内外多个品牌均已发行数字藏品进行相关营销活动：

- 海外：LV 推出基于 NFT 的游戏应用程序“Louis:The Game”（玩家扮演维维安，收集历史时刻）；Burberry 推出游戏 NFT 虚拟玩偶 Sharky B；麦当劳推出 MCRib(庆祝推出)；Flyfish 推出会员资格 NFT。
- 国内：奈雪的茶发布数字藏品；安踏围绕冰雪主题发行冬奥纪念版数字藏品；伊利推出“冠军闪耀 2022”数字藏品；美的发布：美的 2022Dr.M”数字藏品头像，免费赠送给用户。

图 57 海内外品牌发行数字藏品示例



资料来源：《2022 中国数字藏品行业研究报告》，上海证券研究所

(2) 数字藏品+体育

不同于品牌类数字藏品的广告价值，体育类数字藏品多为IP商业变现。根据亿欧智库发布的《2022中国数字藏品行业研究报告》，体育类IP具备较大的共识价值，因此除交易价值外，体育类数字藏品具备较大的使用价值（实用价值），如以记录的赛事精彩时刻、体育明星签名、大型体育赛事门票等赛事内容制作的数字藏品满足了体育迷的收藏需求。目前全球范围能最为成功的体育类数字藏品项目是由知名链游开发团队Dapper Labs与NBA联手打造的“NBA Top Shot”。截至2022年4月，该项目销售额在所有NFT项目中位列第六，体育类项目中位列第一。“NBA Top Shot”允许球迷通过游戏化方式购买和销售正版NBA球星高光集锦，并且为球迷提供NBA比赛中精彩视频片段的市场交易平台。国内体育类数字藏品包括北京冬奥会期间推出的“冰墩墩官方数字盲盒”、杭州亚运会数字火炬等。

图 58 NBA Top Shot 项目简介



资料来源：《2022 中国数字藏品行业研究报告》，上海证券研究所

图 59 国内体育类相关数字藏品案例

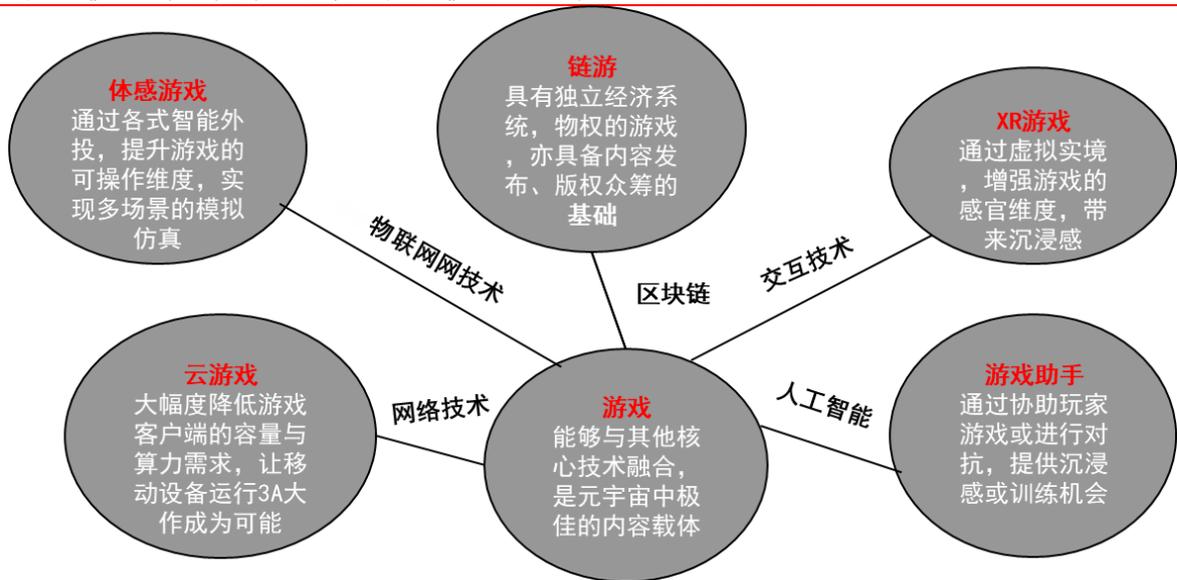


资料来源：《2022 中国数字藏品行业研究报告》，上海证券研究所

2、游戏类NFT

我们认为游戏世界系最接近元宇宙世界的应用场景。游戏世界通常需要用户操作虚拟角色，拥有独立的经济系统，部分网络游戏社交功能也制作的较为完善，且游戏背景及游戏场景均以现实世界为蓝图进行衍生，因此游戏世界是目前我们能够想象的最接近元宇宙的应用场景，其应具备四种特征：高自由度、强沉浸感、独立的经济系统和完善的社交功能。根据《2022元宇宙产业发展趋势报告》，目前具备元宇宙游戏特征游戏类型包括体感游戏、链游、XR游戏、云游戏以及匹配的游戏助手，我们认为除此之外具备高自由度的开放世界游戏也应纳入具备元宇宙特征游戏的范畴。

图 60 《2022 年元宇宙产业发展趋势报告》总结的元宇宙游戏相关游戏类型



资料来源：SMeta，上海证券研究所

图 61 开放世界游戏具备高自由度的特征



资料来源：3DM 游戏, GameLook, 上海证券研究所

图 62 典型的两款 VR 游戏 (《Beat Saber》、《半条命》)



资料来源：游戏葡萄, VR 陀螺, 上海证券研究所

我们认为游戏道具NFT化可能是游戏领域最先落地的元宇宙应用场景，除了政策监管的制约外，NFT在技术上已较为成熟。游戏道具NFT化最重要的意义的是将游戏道具资产化，即游戏道具由服务性质（解释权归游戏公司）变为资产性质（所有权归用户），同时资产属性解决了游戏内交易甚至跨游戏交易的最大障碍。游戏道具

NFT化后也将面临社会性、政策性问题，如游戏目的由娱乐性质变为工作性质；过度消耗游戏资源（打金工作室抢夺正常玩家资源点）导致游戏内通货膨胀（虚拟资源无限性）；政策上的监管风险，如金融风险、工作定位问题等。海外较为火热的链游（又称GameFi，即Game+DeFi）客观上教育了用户心智及实验了虚拟经济系统。目前链游强调金融属性多于游戏性，我们认为本质上是游戏化的NFT及代币项目，或者理解为赋予NFT及代币实际意义与使用价值（链游强调Play-to-earn）。链游本质上属于变向代币发行，其盈利模式为初始NFT售卖以及游戏内交易抽成（抽成货币为绑定发行的代币）。因此链游研发团队本质上受益于NFT及相关代币的增值，其增值空间取决于玩家的需求，进一步可以拆解为新玩家的增长速度以及存量玩家的实际需求。链游相关代币价格需要新用户增速进行支撑，当新用户进入速度放缓后，链游所属NFT及代币价格将面临较大的贬值压力。

以较为成功的链游项目Axie Infinity为例，根据GameLook，Axie Infinity拥有五大游戏内容：

图 63 Axie Infinity 游戏海报及截图



资料来源：GameLook，上海证券研究所

- **货币系统：**包括Axie(NFT)、SLP（游戏内代币）、AXS（治理代币）。
- **能量系统：**每天通过游戏获得的代币数量受制于能量，主要用于限制玩家资源获取速度。且能量恢复速度取决于拥有Axie数量。

图 64 Axie Infinity 能量系统



资料来源: GameLook, 上海证券研究所

- **任务系统:** GMT12点刷新, 每天最多可获得25SLP。
- **繁殖系统:** 任何两个现有Axie都可以创建一个新宠物 (9种职业), 拥有6个身体部位外加一个体型。每个身体部位都有3个基因: 主基因 (D)、隐性基因 (R1) 和轻度隐性基因 (R2)。任何一个隐性基因 (12个, 6个部位*2) 都有机会变异成完全随机的基因。
- **游戏模式:** 包括 (1) PVE冒险模式: 回合制卡牌类玩法, 每天最多可获得50SLP; (2) PVP竞技场模式: 对战对象由电脑NPC变成真人。

图 65 Axie Infinity PVE 及 PVP 游戏模式



资料来源: GameLook, 上海证券研究所

Axie Infinity本质由货币系统支撑游戏内经济系统, 包括:

(1) **Axie (NFT):** 具备宠物形象的游戏NFT, 是进行游戏活动的必备虚拟角色。因为该虚拟角色进行了NFT化, 因此具备资产价值及货币属性。Axie Infinity入门需要3只Axie, 最低入门成本为350美元。

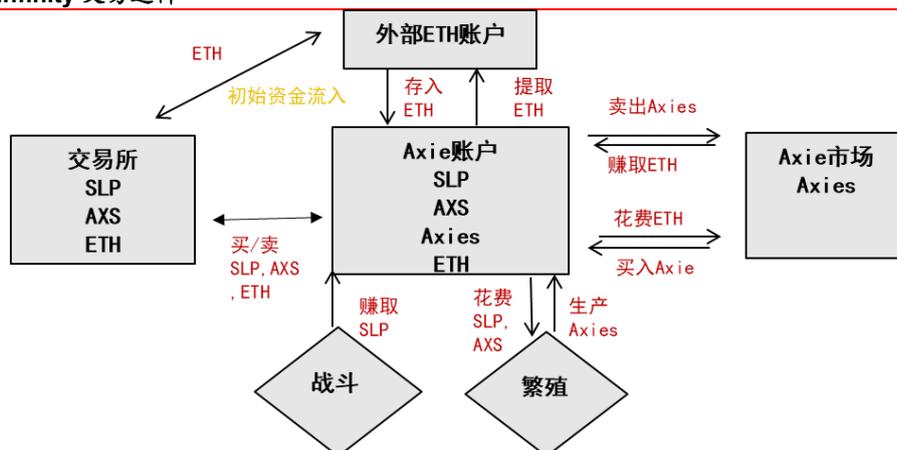
(2) **SLP (游戏内代币):** 整体供给取决于玩家游戏行为 (任务、PVE、PVP); 整体消耗来自Axie繁育。目前SLP日产量在1-2

亿范围；日消耗量在5000万-1亿，整体出现通货膨胀。SLP价格峰值为0.3-0.35美元，21年12月下降到0.05-0.1美元。

(3) AXS (治理代币): 是Axie Infinity游戏宇宙的数字管理代币，代表了未来游戏的所有权归属。AXS本质即区块链币（等同于比特币），总供应量2.7亿个，目前流通量6000-6200万个（22%-23%），其余代币将在2026年之前持续开放。AXS分配逻辑包括：

- **股本奖励 (29%):** 这部分AXS代币可以让Sky Mavis奖励长线购买并持有的社区玩家，拥有AXS股本的玩家将会获得额外的AXS奖励。未来持有AXS股本的玩家将拥有投票权，并且对社区财富的使用有发言权。(AXS持有人即股东)
- **游戏研发团队自己持有 (21%):** 这个分配是为了奖励团队，确保激励保持一致，并用于未来的游戏研发。
- **Play to Earn (20%):** 这部分是玩家可以真正赚取并参与游戏的AXS代币，因此，一个玩家的参与度越高，他获得更多AXS的概率就越大。主要通过PVP获得。
- **公开销售 (11%):** 通过区块链交易平台币安平台出售。
- **生态系统基金 (8%):** 这些代币用于支持《Axie Infinity》社区，可能以空投形式出现（比如9月底），主要是用于激励社区成员推动和更好的参与社区而做的工作。
- **顾问 (7%):** 这部分代币主要给战略顾问预留，以激励他们帮助打造《Axie Infinity》的未来。
- **私募销售 (4%):** 在2020年中的时候，《Axie Infinity》向战略投资者私下出售AXS代币募集了86.4万美元，这些投资者以20%的折扣购买AXS。另外，20%的私募AXS代币在AXS公开销售期间解禁，其余私募代币将在2022年底之后才能解禁。(资料来源: GameLook)

图 66 Axie Infinity 交易逻辑



资料来源: GameLook, 上海证券研究所

4.3 主题性机会之数字虚拟人：虚拟偶像、虚拟主播、虚拟员工系当前主流应用场景

我们认为虚拟数字人狭义上指具备“人”特征的虚拟形象（技术角度），广义上指包含社交关系、经济关系、互动关系的虚拟身份（社会角度）。目前主流主题性机会多集中于狭义上的定义，广义上的定义涉及到复杂的社会性，想象空间更大但实现难度也相应匹配。

(1) 从技术层面看，虚拟数字人可以理解为是通过计算机图形学、语音合成技术、深度学习、类脑科学、生物科技、计算科学等聚合科技创设，并具有“人”的外观、行为、甚至思想(价值观)的可交互的虚拟形象。

(2) 从社会层面看，聚合科技带来语义传播与无障碍传播的新空间，由此诞生的虚拟数字人将作为新媒介角色，广泛应用在元宇宙新生态中，担任着信息制造、传递的责任，是元宇宙中“人”与“人”、“人”与事物或事物与事物之间产生联系或发生孪生关系的新介质。

量子位发布的《虚拟数字人深度产业报告（完整版）》对虚拟数字人的定义更为直观：虚拟数字人指存在于非物理世界中，由计算机图形学、图形渲染、动作捕捉、深度学习、语音合成等计算机手段创造及使用，并具有多重人类特征（外貌特征、人类表演能力、人类交互能力等）的综合产物。代表性应用包括虚拟助手、虚拟客服、虚拟偶像、虚拟主播等。

图 67 《中国虚拟数字人影响力指数报告（2021 年度）》报告封面



资料来源：中国传媒大学，智慧城市行业动态，上海证券研究所

小红书上发布的超写实虚拟数字人AYAYI让虚拟数字人概念火出圈，但后续该IP的持续运营或将面临挑战。根据虎嗅App，在《影响力指数报告》中排名第5位的AYAYI一直活跃在平面媒体，通过在小红书上晒硬照保持较高的曝光频次，但该方式并未持续推升AYAYI的人气和互动量，其影响力反而从峰值有所回落，且动态下方评论区也时常收到“新片质量不如早期照片精致”的反馈。我们认为虚拟偶像将面临制作和运营成本高昂的现实问题：

(1) 制作成本较高：根据虎嗅App,传统方法制作的CG级视频、海报成本较高，CG级1分钟视频生产周期1-3月。黄仁勋虚拟数字人14秒共有34位3D美术师、15位软件工程师协同参与，总计近千工时。假设一名工程师或美术师月薪3万元人民币，单月工作日22天，每天工作8小时，则粗略估算黄仁勋虚拟数字人一分钟制作成本约73万元，考虑到2021年美国人均GDP高达6.94万美元（折合月薪约3.75万元人民币），工程师及美术师薪资预计超过平均水平，黄仁勋实际制作成本或更为高昂。

(2) 运营成本较高：虚拟偶像如果需要持续获得高流量，需要长期运营内容及人设，相关成本及费用需持续支出。

(3) 变现不等于内容变现：目前类似AYAYI的虚拟偶像高曝光及关注度多集中于品牌代言、广告宣传等商业变现活动，但实际上商业变现活动属于流量价值消耗，并非流量创造。近期虚拟数字人商业活动反向增加流量及曝光，属于用户对新鲜事物的关注及对商业新模式的期待，因此流量反向创造并不具备可持续性。

图 68 超写实虚拟数字人 AYAYI 形象



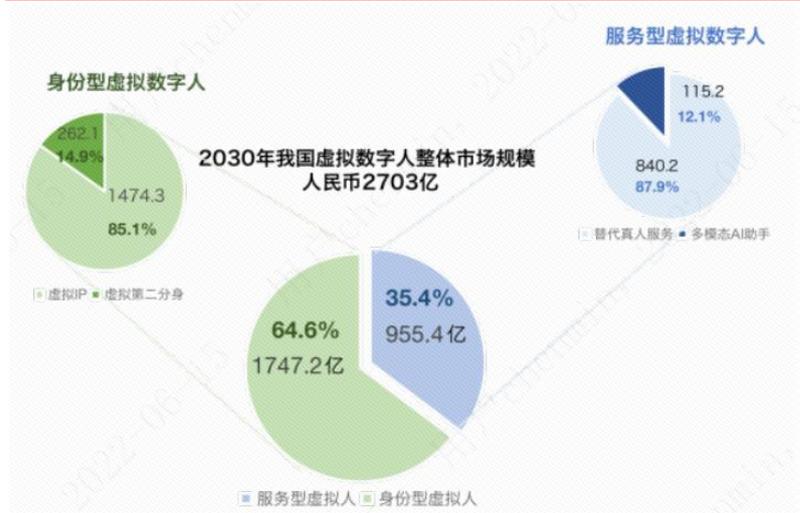
资料来源：虎嗅 App，上海证券研究所

根据量子位发布的《虚拟数字人深度产业报告（完整版）》，虚拟数字人可分为两类：

(1) 服务型虚拟数字人：包括替代真人服务及多模态AI助手。量子位预计到2030年服务型虚拟数字人市场规模将达到955.4亿元，其中替代真人服务、多模态AI助手市场规模分别为840.2亿元、115.2亿元。我们认为服务型虚拟数字人最终目标为降本增效，核心技术为NLP（自然语言处理），若技术成熟市场空间广阔，但目前相关技术仍有较大的发展空间。

(2) 身份型虚拟数字人：包括虚拟IP/虚拟偶像、虚拟世界第二分身。量子位预计到2030年身份型虚拟数字人市场规模将达到1747.2亿元，其中虚拟IP/虚拟偶像、虚拟第二分身市场规模分别为1474.3亿元、262.1亿元。我们认为身份型虚拟数字人技术难度相比服务型虚拟数字人低，因此短期市场应用前景广阔，或为短期内较大的增量市场，其中虚拟偶像强调IP价值，虚拟分身强调社交价值。不同于量子位，我们认为具备社交性质的虚拟分身市场规模或被低估，参照社交属性的通讯类工具微信，其衍生创造的价值及空间均较为广阔。

图 69 量子位预计的虚拟数字人 2030 年市场规模



资料来源：量子位，上海证券研究所

表 10：服务型与身份型虚拟数字人特点

	服务型虚拟数字人	身份型虚拟数字人
核心功能	功能性，提供服务 <ul style="list-style-type: none"> 替代真人服务，完成内容生产、简单功能 多模态AI助手，提供日常陪伴、关怀等服务 	身份性，用于娱乐/社交 <ul style="list-style-type: none"> 虚拟IP/偶像，推动虚拟内容生产 虚拟世界第二分身，用于社交娱乐及Metaverse
产出定位	<ul style="list-style-type: none"> 现实世界中主持人、导游、购物主播等服务型角色的虚拟化 具有关怀感和真实感的AI助手 	<ul style="list-style-type: none"> 虚拟偶像或为真人偶像的辅助分身 个体在虚拟世界（或Metaverse）中的第二分身
代表应用	<ul style="list-style-type: none"> 虚拟主播、虚拟老师、标准化内容制作 虚拟关怀师、虚拟陪伴助手 	<ul style="list-style-type: none"> 虚拟偶像 VR Chat、虚拟形象构建应用
产业价值	<ol style="list-style-type: none"> 降低已有服务型产业的成本，为存量市场降本增效 提升AI助手的交互效果，扩展其接受度与适用场景 	<ol style="list-style-type: none"> 为未来的虚拟化世界提供人的核心交互中介，在增量市场创造新价值增长点 降低虚拟内容的制作门槛

资料来源：量子位，上海证券研究所

我们判断虚拟IP/虚拟偶像、虚拟分身短期内市场前景广阔主要系这两类应用场景早已拥有较为成功的案例及商业模式。

1、虚拟IP/虚拟偶像：初音未来、洛天依等

以初音未来为例，二次元虚拟歌姬初音未来早于2007年8月31日即由CRYPTON FUTURE MEDIA，至今作为热门虚拟偶像IP已超过10年。好奇心日报将初音未来的成功要素总结为四点：

- **核心用户群体明确：**日本二次元宅男用户，2016年日本国内共68万御宅族，成为御宅族的平均时间约4.4年，其中20-29岁占比最高（35.9%），其次是19岁以下（25.6%）。
- **同人创作市场繁荣（二创）：**二创会大幅提高IP内容的供给，为原作带来更多粉丝，CRYPTON甚至制作了供粉丝发布同人作品的交流网站piapro。初音未来同人创作分创作音乐的“vocaloidp”和创作绘图的“绘师”。
- **展现技术持续迭代：**2007年静态图片，2009年开始出现质量颇高的MV，并在东京为初音未来举办了第一场演唱会（达到裸眼3D效果）。
- **成功的商业化：**代言广告、演唱会、IP衍生品（信用卡、游戏、手办）。

图 70 初音未来手办



资料来源：好奇心日报，上海证券研究所

2、虚拟分身：VRChat

玩家扮演的游戏世界角色本身是具备社交性质的虚拟分身，我们选取更为典型的VRChat作为虚拟分身的成功案例。根据新浪VR，VRChat2017年2月1日即已在Steam平台上发布，至2018年1月VRChat用户总数超过200万，每天超过1万人在线，峰值在线人数超过2万人。新浪VR认为VRChat成功主要系拥有五大基础功能，我们认为其中的创造功能是VRChat最为成功的功能：

- **社交功能：**3D焕然、肢体动作、面部表情。超过简单语音、文字、表情图片。
- **虚拟身份：**各式各样的虚拟角色，加入全身骨骼系统。
- **游戏功能：**各式各样的小游戏，重在社交氛围（如《VRChat》内打牌）。
- **其他娱乐功能：**如虚拟观影，依旧强调社交性。
- **创造功能：**《VRChat》为用户提供基于Unity引擎的SDK，帮助专业用户DIY游戏角色、场景和特效。二次元角色、电影怪兽、奇形怪状物体、魔法爆炸等特效，拥有独一无二的虚拟形象。

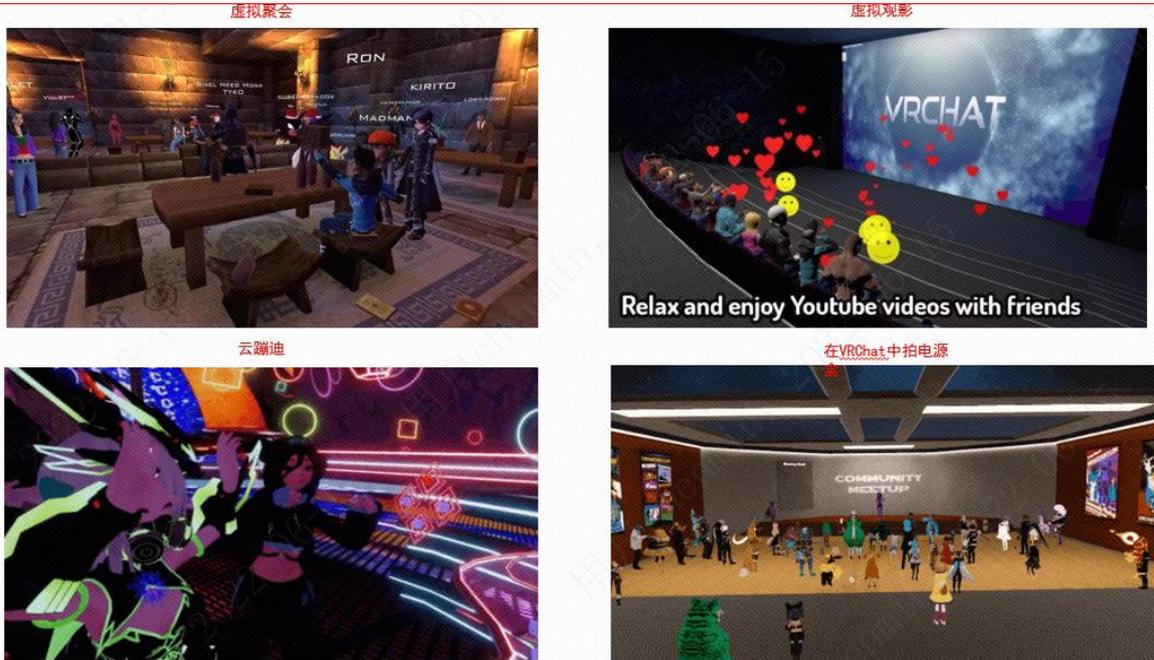
图 71 VRChat Steam 平台介绍页面



资料来源: OF COURSE 想当然, Steam, 上海证券研究所

VRChat拥有较高的自由度，每个人都可以拥有独一无二的虚拟分身，并且通过动捕设备甚至可以将现实动作在VRChat世界中实时显示。VRChat的元宇宙属性较强，玩家除了通过VRChat虚拟聚会、虚拟观影、云蹦迪外，甚至有专业玩家通过VRChat利用高度自由化的虚拟角色拍电影。

图 72 VRChat 拥有高度自由的社交场景



资料来源: 新浪 VR, OF-COURSE 想当然, 上海证券研究所

从主题性投资机会的角度看，虚拟偶像、虚拟主播、虚拟员工是当前虚拟数字人产业内提及最多的三个类型，因此2022年主题性机会应主要围绕这三点进行布局。根据《中国虚拟数字人影响力指数报告（2021年度）》，用户最关注的特征调研中：60%以上的用户最关注虚拟偶像的是“外形好”、“作品好”；66%的用户关注虚拟主播的“主持有特点”，69%的用户在意主播的“特色性格、人设”；虚拟员工最被在意的是服务性，50%的用户认为“技术请务必阅读尾页重要声明

强”、“跨界合作与服务”很重要。调研同时显示，80%的用户目前愿意为虚拟偶像的花费在千元以下，“隐私安全”是用户对虚拟数字人最大的担忧。

5 风险提示：

1、文化软实力影响不及预期

国内游戏出海、其他文化产品出海的表现不符合预期，TikTok受到国外限制等风险。

2、政策监管态度不及预期

传媒政策出现预期外的突然性监管，直接导致商业逻辑出现重大变化的风险。

3、疫情致企业经营情况不及预期

疫情情况出现反复，致企业复工进度超预期延后，企业经营风险扩大。

4、元宇宙推进进度不及预期

元宇宙在硬件、技术等方向上的推进进度不及预期，导致预想的商业模式或应用场景无法实现。

5、文化新基建需求不及预期等风险

需求端不及预期或资金端不及预期，导致相关项目推进进度不及预期。

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资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。