

分析师：乔琪
登记编码：S0730520090001
qiaoqi@ccnew.com 021-50586985

监管政策趋于缓和，把握疫后复苏与长期增长两条主线

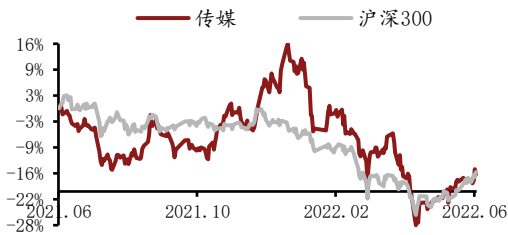
——传媒行业半年度策略

证券研究报告-行业半年度策略

强于大市(上调)

传媒相对沪深 300 指数表现

发布日期：2022 年 06 月 20 日



资料来源：聚源，中原证券

相关报告

《传媒行业点评报告：游戏版号发放趋于常态化，有望修复板块估值和业绩》 2022-06-08
《传媒行业周报：关注影院、广告等疫后复苏板块以及“6·18”电商大促机会》 2022-06-06
《传媒行业周报：北京上海疫情明显好转，电影市场有望逐渐恢复》 2022-05-30

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

投资要点：

● **传媒板块年内走势较为低迷。**受各种内部及外部因素叠加的影响，传媒板块在 2022 年的走势相对低迷。从短期影响走势的因素来看，2022 年传媒板块走势不理想主要来自于 2021 年较为火热的元宇宙主题投资热情在 2022 年有所冷却、传媒以及互联网领域迎来了比较密集且力度更加严格的政策监管、外部国际政局环境动荡以及年内国内多个城市疫情复发等因素共同导致，其中我们认为疫情的复发和监管政策加压是对板块走势影响较为重大的因素之一。

● **监管政策趋于缓和，板块估值或将迎来修复。**随着几轮行业监管政策和专项整治行动的酝酿、出台，官方多次表态经过多轮治理，部分重点领域的乱象已经得到明显改善，主管部门对传媒以及互联网公司的态度和论调也相比以往有所缓和，或将意味着监管部门的態度也开始转向更加积极的一面。

我们认为目前文化传媒以及互联网板块目前正处于“政策底”的位置，针对部分领域例如游戏产业的监管政策已经接近极致状态，随着治理手段有效性的提升，未来监管进一步加强的概率和空间都在不断降低，当传媒公司以及互联网公司逐渐能够充分适应现行监管框架和要求后，将走向更加符合国家倡导的健康规范发展道路，市场对监管不确定性的担忧也有望得到缓解，板块估值也将迎来修复。

● **关注疫后复苏和长期增长两条主线。**2022 年内外部因素叠加带来阶段性影响，导致传媒板块走势较弱，但随着商誉风险、政策监管等长期因素影响力的减弱以及短期疫情的好转，传媒板块的业绩基本面以及估值水平有望迎来修复。投资主线上短期建议关注能够受益于疫情后恢复，环比能够实现大幅增长的领域例如电影和广告，中长期关注具备持续性增长潜力以及新技术普及带来增长空间的行业例如游戏和 VR/AR。

● **电影市场预计 Q3 环比回升明显，长期关注龙头市占率提升。**短期疫情影响难以避免，预计将对 2022 上半年持续带来影响。但随社会面秩序恢复正常，近期票房表现好转明显，影院营业率将随上海地区影院逐渐开发而进一步提升，催动电影内容供给恢复，双重驱动下国内电影市场自 Q3 开始有望进入全面复苏阶段。渠道端关注龙头市场占有率长期提升趋势。

● **广告投放需求将随经济好转有所回升，中长期仍有较大增长空间。**疫情影响短期经济、消费数据，广告投放需求减弱，但随社会秩序

正常后社会消费品零售总额、实物商品网上销售等数据开始回升，预计广告主投放需求也将随宏观经济好转出现回升。中长期角度，国内广告市场规模将双重受益于 GDP 的增长和广告行业占 GDP 比重的提升，仍有较大的增长空间。但考虑广告行业有一定的后周期属性，因此预计广告主投放需求和规模增长的进度将小幅滞后于经济恢复周期

- **游戏版号政策回暖，长期关注 ARPU 值提升和出海。**监管政策边际回暖，版号重启有望驱动新游戏研发、上线进度常态化，带动国内游戏市场规模增长。国内游戏产业精品化发展趋势下游戏用户付费意愿提升为游戏市场中长期的增长提供驱动力，国内游戏公司加大出海战略投入，通过手游领域的差异化优势有望在海外延续高增长态势。
- **元宇宙新技术下关注 VR/AR。**我们认为在元宇宙所涉及的多个底层技术中，VR/AR 作为通向虚拟世界的必需设备，其重要性不言而喻。当前 VR 设备进入出货量快速增长阶段，AR 略滞后于 VR。短期来看，目前 VR 和 AR 应用场景中确定性较高、落地速度快、商业化程度高，规模较大的依然是游戏领域，目前 VR 游戏领域大型游戏和中小游戏并存，竞争格局未定，即使是中小游戏研发商也能够通过差异化和创新型产品获得更多的破局机会
- **建议关注：**三七互娱、完美世界、吉比特、万达电影、光线传媒、分众传媒、果麦文化、恺英网络、芒果超媒。

风险提示：疫情持续反复；宏观经济下行；政策监管超预期收紧；市场竞争加剧；文化产品质量不及预期；项目制特点导致公司业绩波动

内容目录

1. 2022 年传媒板块回顾	5
1.1. 板块走势长期低迷，估值处于多年来底部	5
1.2. 2022Q1 业绩承压，Q3 或将回升明显	8
2. 监管政策趋于稳定，有望迎来估值修复	10
2.1. 多轮监管政策陆续出台，压制板块估值表现	10
2.2. 整治主管部门态度转暖，常态化监管与支持健康发展并重	14
3. 电影：H1 受疫情影响较大，Q3 有望实现环比大幅改善	15
3.1. 疫情下营业率持续走低，票房同比下滑幅度较大	15
3.2. 头部院线市占率持续提升，竞争优势明显	16
3.3. 暑期档将至，内容供给逐渐恢复	17
4. 广告：短期承受疫情压力，中长期仍有空间	19
4.1. 疫情影响广告需求，消费品投放相对稳定	19
4.2. 随经济和消费回暖，中长期仍有较大增长空间	20
5. 游戏：版号政策回暖，出海带来新增长曲线	21
5.1. 版号停发、用户红利消失影响行业增速	21
5.2. 游戏版号提质减量趋势不改，存量竞争愈发激烈	22
5.3. 国内游戏产业加快出海步伐，寻找新增长曲线	24
5.4. 版号政策恢复有望修复估值，出海成为常态化	27
6. VR/AR：硬件设备快速放量	28
6.1. VR/AR 提供虚拟世界入口，提升互联网使用体验	28
6.2. 硬件设备出货量、内容数量进入快速增长阶段	29
6.3. 应用场景游戏先行，仍有大量应用场景待开发	31
6.4. 国际巨头纷纷入局，产业飞轮将启	33
7. 投资建议及关注公司	33
7.1. 投资建议	33
7.2. 建议关注公司	34
8. 风险提示	36

图表目录

图 1：2022 年 1 月 1 日-2022 年 6 月 17 日中信一级行业分类涨跌幅	5
图 2：2022 年 1 月 1 日-2022 年 6 月 17 日传媒子版块涨跌幅	6
图 3：2016 年 1 月 1 日-2022 年 6 月 17 日中信传媒重点板块 PE (TTM，整体法) (剔除负值)	7
图 4：2014-2021 年传媒板块商誉	8
图 5：2014-2021 年传媒板块营业收入及增速	8
图 6：2014-2021 年传媒板块归母净利润及增速	8
图 7：2014-2022 年传媒板块 Q1 营业收入及增速	9
图 8：2014-2022 年传媒板块 Q1 归母净利润及增速	9
图 9：2018-2021 年传媒子版块营业收入 (亿元)	10
图 10：2018-2021 年传媒子版块归母净利润 (亿元)	10
图 11：2019-2022 年传媒子版块 Q1 营业收入 (亿元)	10
图 12：2019-2022 年传媒子版块 Q1 归母净利润 (亿元)	10
图 13：2011-2022 年 5 月国内电影市场票房	15
图 14：2011-2022 年 5 月国内电影市场观影人次	15

图 15: 2021-2022 年月度票房 (亿元)	15
图 16: 2021-2022 年月度观影人次 (亿)	15
图 17: 全国影院经营率	16
图 18: 2019-2022 年月上映影片数量	16
图 19: 社会消费品零售总额以及同比变动	19
图 20: 2018 年-2022 年 5 月全国实物商品网上零售额	19
图 21: 2019 年 10 月-2022 年 4 月全媒体广告投放花费变动	20
图 22: 2016-2022 年 1-4 月梯媒投放花费同比变动	20
图 23: 中国广告行业营业额与占 GDP 比重	20
图 24: 2010-2021 年国内游戏市场及增速	21
图 25: 2010-2021 年国内游戏用户及增速	21
图 26: 全球主要游戏市场用户 ARPU 值	22
图 27: 国内游戏版号发放数量	23
图 28: 中国内地市场流水 TOP100 中入榜新游数量情况	23
图 29: 2019-2021 年中国移动游戏市场 TOP100 游戏流水分布	23
图 30: 国内自主研发网络游戏在海外地区销售收入	24
图 31: 2021 年国内游戏公司海外地区收入占比	25
图 32: 海外主要移动游戏市场规模占比	25
图 33: 全球重要移动游戏市场流水 TOP100 中国产移动游戏发行商数量	25
图 34: 全球重要移动游戏市场流水 TOP100 中国产移动游戏数量	25
图 35: 全球主要移动游戏市场流水 TOP100 中中国游戏流水同比增长率	26
图 36: 全球主要移动游戏市场流水 TOP100 中非中国游戏流水同比增长率	26
图 37: A 股游戏上市公司境外收入及占比	26
图 38: 国内游戏市场结构	27
图 39: 全球游戏市场结构	27
图 40: 2016-2022E VR 头显出货量 (万台)	29
图 41: 2016-2022E AR 眼镜出货量 (万台)	29
图 42: 主流 VR 平台内容数量	30
图 43: OpenXR 标准	30
图 44: 2020 年 1 月-2022 年 5 月 Steam 平台 VR 渗透率与用户规模	31
图 45: 2020 年全球 VR/AR 下游应用行业支出占比	31
图 46: XR 行业下游应用场景概览	31
表 1: 传媒板块年涨跌幅排名	6
表 2: 部分文化传媒以及互联网领域监管政策	11
表 3: 近期监管层面释放积极信号	14
表 4: 2019-2022 年 5 月国内院线公司市占率	17
表 5: 部分国产影片内容供应情况	18
表 6: 重点公司估值表	36

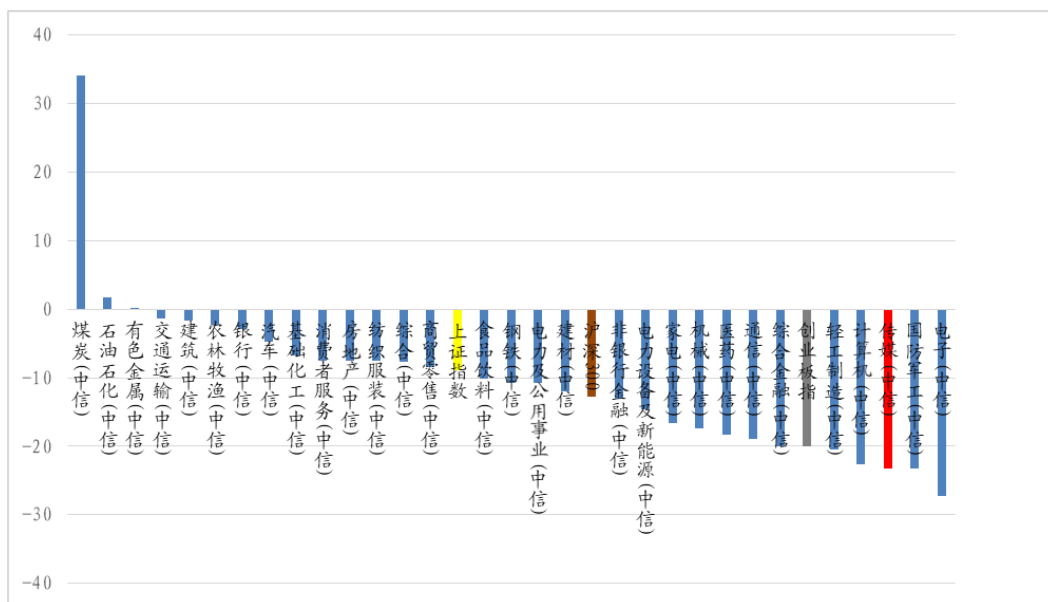
1. 2022 年传媒板块回顾

1.1. 板块走势长期低迷，估值处于多年来底部

受各种内部及外部因素叠加的影响，传媒板块在 2022 年的走势相对低迷。截止至 6 月 17 日，传媒板块年内下跌幅度达到 23.21%，排在中信一级行业分类第 28 名，位于同期全行业涨跌幅排名的尾部区间；作为比较基准，同期上证指数、沪深 300 指数、创业板指数涨跌幅分别为 -8.87%、-12.78%、-20.03%，传媒板块的涨跌幅显著跑输同期比较基准的涨跌幅。

从短期影响走势的因素来看，2022 年传媒板块走势不理想主要来自于 2021 年较为火热的元宇宙主题投资热情在 2022 年有所冷却、传媒以及互联网领域迎来了比较密集且力度更加严格的政策监管、外部国际政局环境动荡以及年内国内多个城市疫情复发等因素共同导致，其中我们认为疫情的复发和监管政策加压是对板块走势影响较为重大的因素之一。

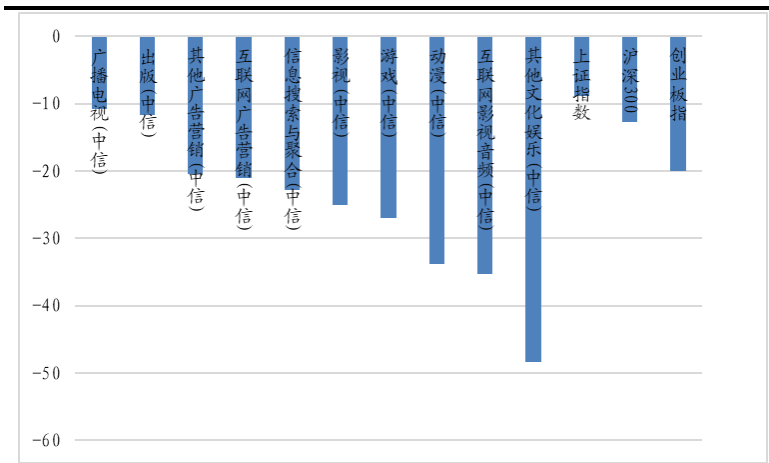
图 1：2022 年 1 月 1 日-2022 年 6 月 17 日中信一级行业分类涨跌幅



资料来源：Wind，中原证券

在传媒各子版块中，以中信行业分类为标准，年内广播电视、出版为代表的传统传媒板块下跌幅度相对较小且基本都能够跑赢作为比较基准的沪深 300 和创业板指，小幅跑输上证指数。在传媒板块整体走弱较为明显的环境下，传统传媒类公司展现出一定抗风险能力。子版块中，互联网音视频、游戏、互联网广告营销受监管政策、疫情复发等因素的影响导致下跌幅度比较大。

图 2：2022 年 1 月 1 日-2022 年 6 月 17 日传媒子版块涨跌幅



资料来源：Wind，中原证券

从中长期的角度观察传媒板块的行情走势，每一个自然年度为统计口径，自 2016 年以来，传媒板块在大部分时间的涨跌幅都不同程度跑输同期作为对比基准的沪深 300、上证指数、创业板指，同时多年来也基本排在 30 个全行业涨跌幅的尾部区间，仅有 2019 年和 2021 年能够排在全行业涨跌幅排名的中游。

表 1：传媒板块年涨跌幅排名

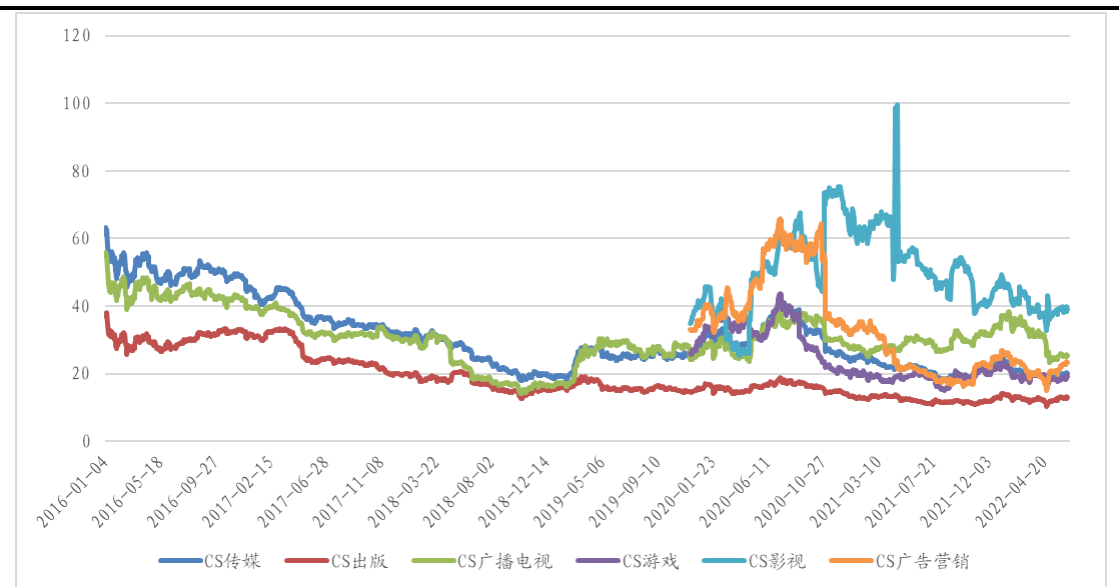
	传媒板块	创业板指	沪深 300	上证指数	传媒涨跌幅排名
2016	-37.71%	-27.71%	-11.85%	-12.31%	29
2017	-21.65%	-10.67%	18.93%	6.56%	29
2018	-38.59%	-28.65%	-24.28%	-24.59%	27
2019	24.65%	43.79%	47.74%	22.30%	15
2020	-2.30%	64.96%	6.59%	13.87%	24
2021	6.58%	12.02%	-20.41%	4.80%	17
2022 至今	-24.49%	-22.50%	-13.40%	-9.19%	29

资料来源：Wind，中原证券

注：涨跌幅排名以中信一级行业分类为统计口径，共计 30 个行业

截止至 2022 年 6 月 17 日，传媒板块市盈率（剔除负值，整体法）为 20.16 倍，与 2018Q4 时期的市盈率水平较为接近，为 2016 年以来估值历史分位数的 14%，目前传媒板块的估值水平处于历史底部区间。

图 3：2016 年 1 月 1 日-2022 年 6 月 17 日中信传媒重点板块 PE（TTM，整体法）（剔除负值）



资料来源：Wind，中原证券

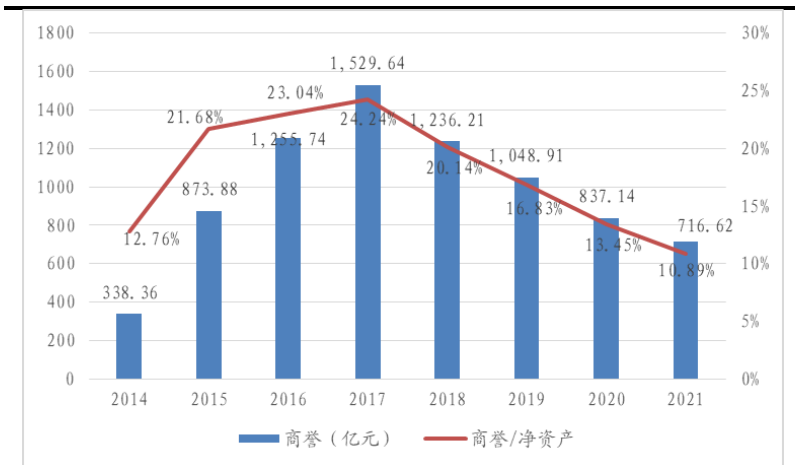
导致中长期传媒板块走势表现比较弱的核心原因我们认为主要有以下几点：

在行业环境层面，由于国内移动互联网普及率的持续提升并逐渐进入见顶阶段，用户增长红利开始消退，部分此前能够实现高速增长的增量市场逐渐转为存量市场；近几年来影视文娱行业天价片酬、偷税漏税、饭圈文化等乱象频发，引发大范围舆论风波导致监管层加大对影视文娱领域的整治力度；对创作内容的监管力度持续加大，内容创作层面所要面临的不确定性风险提升。

在传媒板块内的上市公司层面，2015-2016 年传媒板块兴起较为密集的并购潮，部分上市公司通过并购或借壳的行为从主营非传媒类业务的公司转型为主营传媒类业务或将原有的传媒业务进行外延式拓展。虽然通过并购的方式实现了短期业绩的快速增长，也引起了市场广泛兴趣，但部分并购的资产缺乏内生性的增长动力，难以维持业绩增长的持续性，导致在并购潮结束后传媒板块整体的业绩增速下滑明显。

较多的大额溢价并购也导致传媒板块的商誉风险被大幅扩大，随着各类并购标的对赌到期，业绩增长乏力导致潜在的商誉风险陆续爆发。大量计提的商誉减值传媒板块整体的净利润造成了比较大的影响，2018-2020 年板块整体扣非后归母净利润仅有-167.52、-115.53、-124.58 亿元。但同时随着较多商誉减值情形的发生，板块商誉风险也被陆续被释放，截止至 2021 年底，传媒板块整体商誉为 716.62 亿元，相比 2017 年时最高峰的 1529.64 亿元减少了 53.15%，商誉占净资产比例也从 24.24%下降至 10.89%，且现余商誉呈现出比较高的集中度，在 151 家传媒类上市公司中商誉最高的 10 家公司商誉之和占板块总商誉的比重达到 63.6%，有 90 家公司商誉低于 1 亿元或不存在商誉。因此基本可以预判，在经历了连续几年的商誉减值冲击后，部分商誉较高的个股可能仍存在一定减值风险，但对于传媒板块整体业绩，未来商誉的潜在风险影响将会明显减小。

图 4：2014-2021 年传媒板块商誉

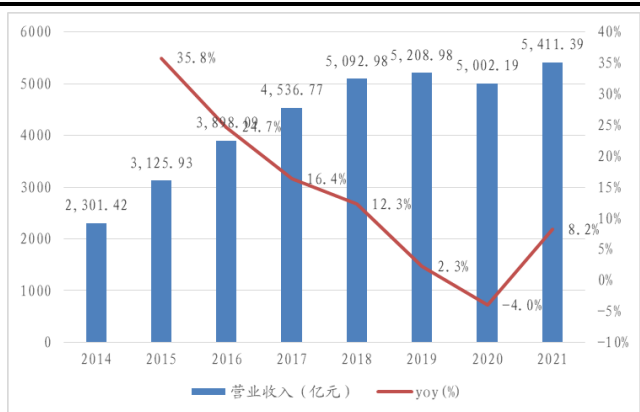


资料来源：Wind，中原证券

1.2. 2022Q1 业绩承压，Q3 或将回升明显

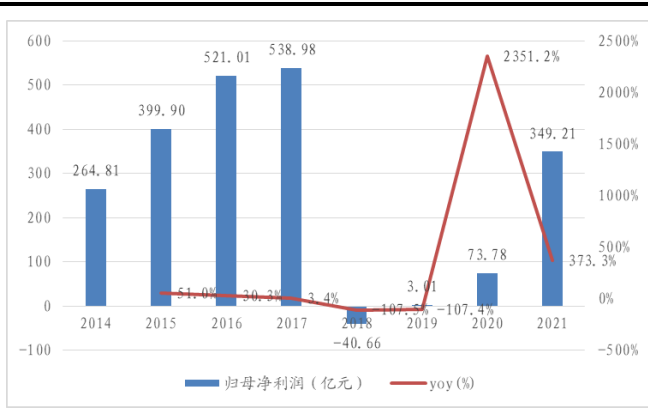
在业绩方面，以中信一级行业分类为标准，151 家传媒类上市公司在 2021 年合计营业收入 5411.39 亿元，同比增加 8.2%，收入规模创近年来新高，如果对比疫情前的 2019 年，营业收入规模也增加了 3.9%。在利润端共实现归母净利润 349.21 亿元，同比增加 373.3%，同比增长幅度较大的主要原因是 2020 年的疫情对线下领域造成了较大影响，导致部分对线下依赖程度较高的公司业绩基数低；另外 2018-2020 年部分公司存在着比较大额的商誉减值，拉低板块整体净利润，随着商誉因素的影响逐渐减弱，2021 年市场恢复平稳后净利润也实现了比较明显的增长。

图 5：2014-2021 年传媒板块营业收入及增速



资料来源：Wind，中原证券

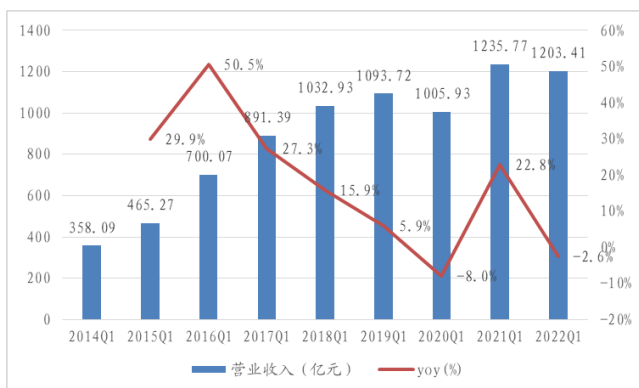
图 6：2014-2021 年传媒板块归母净利润及增速



资料来源：Wind，中原证券

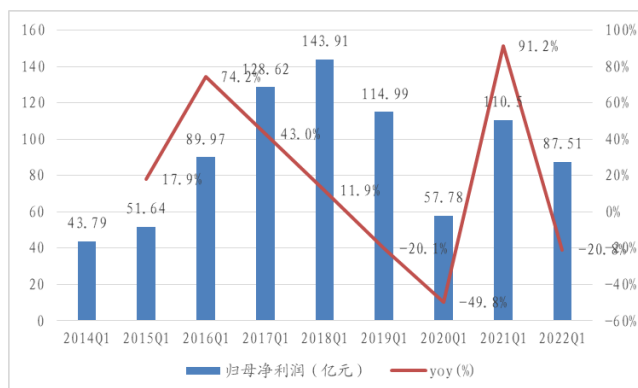
进入 2022 年一季度后，国内部分省市再次突发疫情，部分上市公司业绩有所回落。2022Q1 传媒板块营业收入规模 1209.04 亿元，同比小幅下滑 2.6%，但相比 2020Q1 和 2019Q1 的整体收入规模依然分别增长了 19.6%和 10.0%；2022Q1 归母净利润规模 87.51 亿元，同比减少 20.8%，一方面由于疫情影响下营业收入小幅减少，另一方面房租、人力等成本支出更加刚性，因此净利润的下滑幅度要略高于营业收入的下滑幅度。

图 7：2014-2022 年传媒板块 Q1 营业收入及增速



资料来源：Wind，中原证券

图 8：2014-2022 年传媒板块 Q1 归母净利润及增速



资料来源：Wind，中原证券

结合 2021 年和 2022Q1 传媒板块的整体业绩情况，在经历了 2020 年疫情困扰后，传媒板块在 2021 年实现了相对比较好的恢复，业绩重回增长轨道。而 2022Q1 则由于国内部分城市尤其是一线核心城市疫情的反复导致单季度的营收和净利润未能实现较大的增长。综合考虑目前本轮国内疫情的影响自 3 月开始持续至 5 月末，预计疫情对上市公司业绩的影响将持续至 Q2。

从几个重要子板块的业绩基本面情况来看。

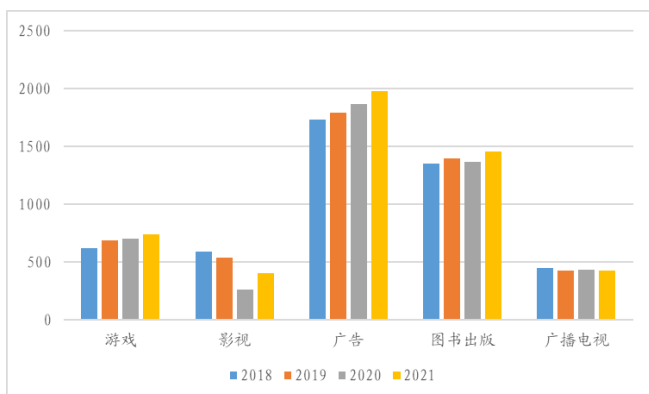
影视行业 2021 年的业绩增长较为明显，主要是 2020Q1 疫情困扰拖累全年业绩，在 2021 年行业恢复正常后部分影视院线类公司依靠内生性增长实现业绩扭亏为盈或亏损大幅缩减。2022Q1 由于影视内容表现略低于预期加之部分城市疫情的复发，业绩相比 2021Q1 有所下滑。但随着管控的有效性提升，近期影院营业率开始逐步回升，电影市场票房表现转好，伴随内容端供给的恢复，预计自 Q3 开始，影视行业的业绩环比将提升较为明显。

广告板块 2022Q1 业绩同比有所下滑，主要是核心城市在疫情影响下广告的正常投放节奏和投放需求受到影响，加上部分广告主在面临较大的不确定性时缩减了部分投放需求导致广告板块业绩出现下滑。近期随各地帮助企业纾困、刺激消费的政策陆续推出，预计广告主的投放需求将有所回升，广告板块业绩也将迎来修复。

游戏板块 2022Q1 营业收入 189.58 亿元，同比增加 4.3%，归母净利润 38.42 亿元，同比增加 11.1%。考虑到 2022Q1 国内游戏行业受到版号政策限制，新游戏产品上线进度受影响，而近期版号发放正趋于常态化，预计版号政策的边际改善叠加出海策略带来的海外地区收入增长，游戏板块的业绩重回增长正轨。

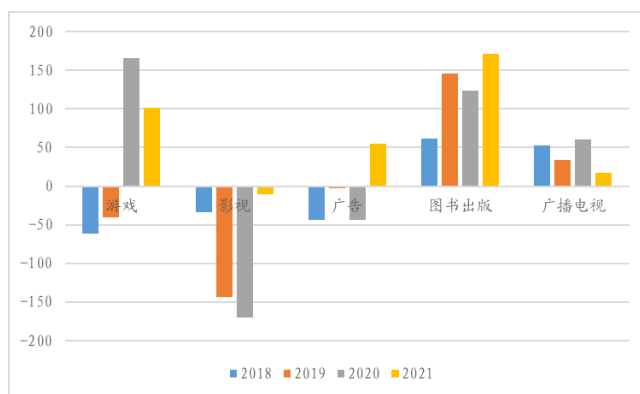
图书出版板块的业绩基本维持稳定，2022Q1 营业收入规模 325.66 亿元，同比增加 10.0%，归母净利润规模 30.21 亿元，同比小幅减少 7.8%。

图 9：2018-2021 年传媒子版块营业收入（亿元）



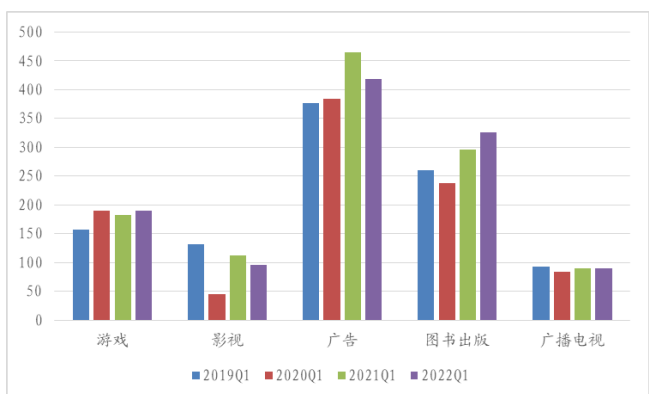
资料来源：Wind，中原证券

图 10：2018-2021 年传媒子版块归母净利润（亿元）



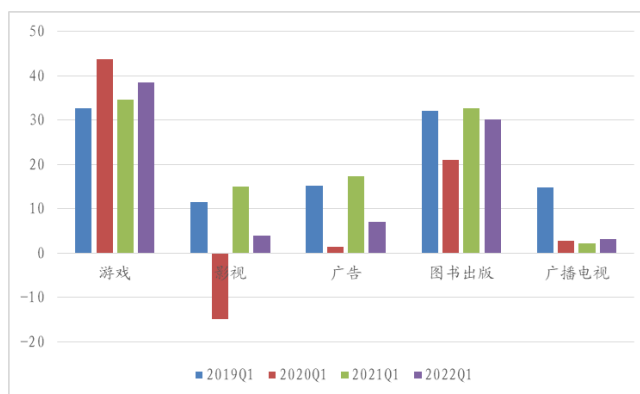
资料来源：Wind，中原证券

图 11：2019-2022 年传媒子版块 Q1 营业收入（亿元）



资料来源：Wind，中原证券

图 12：2019-2022 年传媒子版块 Q1 归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，中原证券

2. 监管政策趋于稳定，有望迎来估值修复

2.1. 多轮监管政策陆续出台，压制板块估值表现

文化产业同时具有经济性和意识形态性双重特质，同时影视、图书、游戏等文化产业产品作为满足普通大众生活、娱乐和学习需要的核心可选消费品之一，涉及种类广、受众群体多、影响范围大，再加上在部分领域在发展过程中缺乏健康有序发展理念等原因导致乱象频出，文化传媒领域也长期受到主管部门的重点关注，各类对于内容创作、从业人员管理的监管政策层出不穷；在互联网领域也由于部分公司在发展过程中缺乏规范化而被列为主管部门的重点关注方向，因此防止资本无序扩张，强化反垄断等监管政策也成为最近一至两年对互联网平台经济领域的监管重点。对各类监管政策不确定性的担忧也成为了长期压制传媒板块估值表现的核心原因之一。

近几年对于文化传媒以及互联网的监管主要集中在互联网平台经济、影视文娱行业、游戏行业等重点领域，监管的方向主要围绕加强互联网公司反垄断及反不正当竞争的治理力度、提

升文化产品质量、加强未成年人保护力度、整治文娱行业乱象、加强个人信息保护等主线展开。

在反垄断和反不正当竞争领域，一方面持续推出一系列监管条例和行为规定，针对现有《反垄断法》进行修订更新以适应时代新发展，强化对平台经济领域的反垄断力度，完善反垄断法律的管理框架；另一方面对出现垄断、不正当竞争、“二选一”等突出问题的企业持续加大处罚力度，维护公平有序的市场环境。

在个人信息保护领域旨在加强提供重要互联网服务平台、用户数量巨大、业务类型复杂的个人信息处理者所承担的义务，多措并举规范个人信息处理活动；侧重保护个人信息权益；保障用户算法知情权和算法选择权等。

在未成年人保护领域，包括规定游戏公司必须全面接入实名制注册以及防沉迷系统；对未成年人网络游戏时间进行严格规定；严格禁止未成年人付费、打赏及“氪金”行为等；鼓励各类 App 推出“青少年模式”。

在提升文化产品质量领域，提倡创作积极向上的作品导向，影视作品反“注水”，游戏产品倡导推出更多精品化游戏产品，提升国内文化产品核心竞争力。

在整治行业乱象领域，加大对饭圈文化的整治，取消各类打投行为；加强对于演艺人员和电商主播的日常税收管理；对演员“天价片酬”进行明确限制，开展各类专项行动对流量造假、审丑盛行的乱象进行整治。

表 2：部分文化传媒以及互联网领域监管政策

文件	发布时间	主要内容及目的
反垄断及反不正当竞争		
《关于平台经济领域的反垄断指南》	2021 年 2 月	为了预防和制止平台经济领域垄断行为，保护市场公平竞争，促进平台经济规范有序创新健康发展，维护消费者利益和社会公共利益，根据《中华人民共和国反垄断法》等法律规定制定的指导性文件。明确禁止经营者达成、实施垄断协议；禁止滥用市场支配地位；禁止经营者实施具有或可能具有排除、限制竞争效果的集中；明确“二选一”、“大数据杀熟”等可能涉及垄断。
《禁止网络不正当竞争行为规定（公开征求意见稿）》	2021 年 8 月	经营者不得利用技术手段，通过影响用户选择、限流、屏蔽、商品下架等方式，减少其他经营者之间的交易机会，实施“二选一”行为，妨碍、破坏其他经营者合法提供的网络产品或者服务的正常运行，扰乱市场公平竞争秩序。经营者不得利用技术手段，通过限制交易对象、限制销售区域或时间、限制参与促销等方式，影响其他经营者的经营选择，实施“二选一”行为，妨碍、破坏具有依赖关系的交易相对方合法提供的网络产品或者服务的正常运行，扰乱市场公平交易秩序。
《反垄断法（修正草案）》	2021 年 11 月	明确竞争政策的基础地位和公平竞争审查制度的法律地位；将“鼓励创新”纳入反垄断法；反垄断处罚力度大幅提升；强化对滥用算法、数据等新兴行为的规制等。
加强个人信息保护		
《常见类型移动互联网应用程序必要个人信息范围规定》	2021 年 3 月	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。
《数据安全法》	2021 年 6 月	强化数据安全领域制度建设，明确数据管理者和运营者的义务和责任；统筹数字经济发展与数据安全保护；指导行业部门开展数据保护工作，划定数据活动“红线”，为工业领域开展数据

分类分级、跨境传输评估等工作提供指引。

《个人信息保护法》	2021 年 8 月	进一步细化、完善个人信息保护遵循的原则和个人信息处理规则，明确个人信息活动处理中权利义务边界，健全个人信息保护工作体制机制。明确不得非法收集、使用、加工、传输他人个人信息；不得非法买卖、提供或公开他人个人信息；不得从事危害国家安全、公共利益的个人信息处理活动。
《关于加强互联网信息服务算法综合治理的指导意见》	2021 年 9 月	坚持正确导向，强化科技伦理意识、安全意识和底线思维，充分发挥算法服务正能量传播作用，营造风清气正的网络空间；坚持依法治理，加强法律法规建设，创新技术监管模式，打击违法违规行，建立健全多方参与的算法安全治理机制；坚持风险防控，推进算法分级分类安全管理，有效识别高风险类算法，实施精准治理；坚持权益保障，引导算法应用公平公正、透明可释，充分保障网民合法权益。
《互联网信息服务算法推荐管理规定》	2022 年 1 月	明确要求保障用户的算法知情权和算法选择权，应当向用户提供不针对其个人特征的选项，或者便捷的关闭算法推荐服务的选项；要求算法推荐服务提供者应当坚持主流价值导向，积极传播正能量，建立完善人工干预和用户自主选择的机制，不得利用算法实施影响网络舆论、规避监督管理以及垄断和不正当竞争行为。
加强未成年人保护		
《未成年人节目管理规定》	2019 年 4 月	重点保护未成年人合法权益并指出，未成年人节目不得宣扬童星效应或者包装、炒作明星子女。同时对未成年人节目前后播出广告或者播出过程中插播广告等，也做出了规定。对未成年人节目制作、传播中应遵守的规范也予以细化。如服饰表演、话题环节设置规范、主持人和嘉宾言行规范、语言文字使用规范、播出时长和节目比例规范等。大力支持和鼓励原创节目，明确要求未成年人节目应当坚持创新发展，增强原创能力；将创新作为表彰奖励未成年人节目制作传播主体和个人的重要依据。
《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》	2019 年 10 月	从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；规范向未成年人提供付费服务；切实加强行业监管；探索实施适龄提示制度；积极引导家长、学校等社会各界力量履行未成年人监护守护责任，帮助未成年人树立正确的网络游戏消费观念和行为习惯等六个方面提出了关于防止未成年人沉迷网络游戏的工作事项和具体安排。
《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》	2021 年 9 月	针对未成年人过度使用甚至沉迷网络游戏问题，进一步严格管理措施，坚决防止未成年人沉迷网络游戏，切实保护未成年人身心健康。通知要求，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；各级出版管理部门要加强对防止未成年人沉迷网络游戏有关措施落实情况的监督检查，对未严格落实的网络游戏企业，依法依规严肃处理。
《中国儿童发展纲要（2021 年-2030 年）》	2021 年 9 月	加强未成年人网络保护。落实政府、企业、学校、家庭、社会保护责任，为儿童提供安全、健康的网络环境，保障儿童在网络空间中的合法权益。加强网络监管和治理，完善和落实网络信息监测、识别、举报、处置制度，依法惩处利用网络散布价值导向不良信息、从事危害未成年人身心健康的行为。网络游戏、网络直播、网络音视频、网络社交等网络服务提供者，针对未成年人使用其服务依法设置相应的时间管理、权限管理、消费管理等功能，不得为未满十六周岁儿童提供网络直播发布者账号注册服务。加强网络语言文明教育，坚决遏阻庸俗暴戾网络语言传播。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。
《网络游戏行业防沉迷自律公约》	2021 年 9 月	游戏企业(包括部分小游戏平台)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；各类单机、主机游戏要同步内设防沉迷设置和家长监护系统，在下载、购买等环节必须严格执行身份实名认证；坚决执行向未成年人提供网络游戏的时段时长限制和充值消费额度；对含有未成年人用户的游戏产品应在游戏相关界面明确给出“游戏适龄提示”标识；要积极探索运用人脸识别等手段强化用户识别的精准度。严守内容安全底线，坚决禁止政治有害、虚无历史、污秽色情、血腥恐怖等违法违规内容；坚决抵制拜金主义、“娘炮”、“耽美”等不良文化；坚

决反对追求“唯金钱”“唯流量”等不良倾向，下决心改变诱导玩家沉迷的各类规则和玩法设计；不得发布错误引导、诱导消费等内容；坚决抵制绕过监管机制，通过境外游戏平台向国内用户提供服务。

《未成年人网络保护条例（征求意见稿）》	2022 年 3 月	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，网络服务不得向未成年人提供与其民事行为能力不符的付费服务。禁止利用网络制作、复制、发布、传播含有危害未成年人身心健康内容的信息；任何组织和个人不得在专门以未成年人为服务对象的网络产品和服务中制作、复制、发布、传播可能影响未成年人身心健康的信息。
《关于规范网络直播打赏 加强未成年人保护的意见》	2022 年 5 月	聚焦未成年人保护，坚持问题导向、重拳出击，标本兼治、综合施策，协同配合、齐抓共管。通过大力度的规范整治夯实各方责任，建立长效监管工作机制，切实规范直播秩序，坚决遏制不良倾向、行业乱象，促进网络直播行业规范有序发展，共建文明健康的网络生态环境。明确禁止未成年人参与直播打赏；严控未成年人从事主播；优化升级“青少年模式”等措施。
提升文化产品质量		
《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》	2020 年 2 月	内容涉及政治、军事、外交、国家安全、统战、民族、宗教、司法、公安、反复等敏感内容的，申报拍摄制作备案公示前须征得省、自治区、直辖市以上人民政府有关主管部门或有关方面的书面同意意见。反对内容“注水”，规范集数长度，电视剧网络剧拍摄制作提倡不超过 40 集，鼓励 30 集以内的短剧创作。
《游戏审查评分细则》	2021 年 3 月	中宣部出版局下发《游戏审查评分细则》文件，表示将“充分发挥前置审批的‘风向标的’作用”，使用全新游戏评审体系，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，为游戏出版审批工作提供更加科学准确的参考依据。每款游戏完成审查后，需要再次纳入评分体系，评分结果直接影响最终的版号发放。
整治行业乱象		
《国家税务总局要求各级税务机关加强影视行业税收征管》	2018 年 7 月	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。影视行业纳税人应当按照实际业务如实开具增值税发票，不得填开或让他人为自己开具与实际交易内容不符的发票，不得将不符合规定的发票作为所得税税前扣除凭证。影视行业纳税人享受税收优惠政策不符合相关规定的，税务机关将依法追缴已享受的减免税款，并按照税收征管法等有关规定处理。
《关于抑制不合理片酬，抵制行业不正之风的联合声明》	2018 年 8 月	三大视频网站联合六大影视制作公司严格执行有关部门每部电影、电视剧、网络视听节目全部演员不得超过制作总成本的 40%，主要演员片酬不得超过总片酬 70% 的最高片酬限定，对不合理演员片酬进行控制，三大视频网站和六大影视制作公司对采购或制作的所有影视剧，单个演员片酬（含税）不超过 100 万/集，总片酬（含税）不超过 5000 万元人民币。
《关于进一步加强“饭圈”乱象治理的通知》	2021 年 8 月	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
《加强文娱领域从业人员税收管理》	2021 年 9 月	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。要定期开展税收风险分析，近期要结合 2020 年度个人所得税汇算清缴办理情况，对存在涉税风险的明星艺人、网络主播进行一对一风险提示和督促整改，对 2021 年底前能够主动报告并及时纠正涉税问题的，可以依法从轻、减轻或者免于处罚；对税务机关调查核实和督促整改工作拒不配合的，要依法责令整改，并提请行业主管部门和行业协会协助督促纠正；情节严重的，要严肃依法查处。要定期开展对明星艺人、网络主播的“双随机、一公开”税收检查，以事实为依据、以法律为准绳，依法依规加大对文娱领域偷逃税典型案件查处震慑和曝光力度。要加强对基层税务机关日常征管情况的监督检查，对利用职权徇私舞弊的税务人员，依法依规严肃处理。
《关于开展文娱领域综合治理工作的通知》	2021 年 9 月	针对流量至上、“饭圈”乱象、违法失德等文娱领域突出问题部署综合治理工作。拟通过一段时间的集中治理并建立长效工作机制，规范市场秩序，遏制行业不良倾向，廓清文娱领域风气。《通知》从规范市场秩序、压实平台责任、严格内容监管、强化行业管理、加强教育培训、完

善制度保障、加强舆论宣传等 7 个方面提出了具体要求和措施。

开展“清朗·打击流量造假、黑公关、网络水军”专项行动	2021 年 12 月	此次专项行动聚焦流量造假、黑公关、网络水军问题乱象，重点开展三方面整治任务。一是分环节治理刷分控评、刷单炒信、刷量增粉、刷榜拉票等流量造假问题；二是持续整治网络黑公关；三是坚决查处涉网络水军信息、账号及相关操控平台
开展“清朗·整治网络直播、短视频领域乱象”专项行动	2022 年 4 月	以集中整治“色、丑、怪、假、俗、赌”等违法违规内容呈现乱象为切入点，进一步规范重点环节功能，从严整治功能失范、“网红乱象”、打赏失度、违规营利、恶意营销等突出问题。

资料来源：中国政府网，网信办，国家新闻出版署，中宣部，国家税务总局，广电总局等各级部委官方网站，中原证券

2.2. 整治主管部门态度转暖，常态化监管与支持健康发展并重

随着几轮行业监管政策和专项整治行动的酝酿、出台，文化传媒以及互联网领域的监管开始呈现出节奏常态化、方向清晰化、执行细节化等特征；官方多次表态经过多轮治理，部分重点领域的乱象已经得到明显改善，主管部门对传媒以及互联网公司的态度和论调也相比以往有所缓和。在近期包括国务院、政治局等召开的重要会议中多次重复提出要促进平台经济健康发展并肯定了平台经济健康发展在我国经济、民生、消费、就业等领域发展中的重要意义，或将意味着监管部门的态度也开始转向更加积极的一面，由强调反垄断、防止资本无序扩张转变为实施常态化监管以及促进平台经济健康发展并重。

我们认为目前文化传媒以及互联网板块目前正处于“政策底”的位置，针对部分领域例如游戏产业的监管政策已经接近极致状态，随着治理手段有效性的提升，未来监管进一步加强的概率和空间都在不断降低，当传媒公司以及互联网公司逐渐能够充分适应现行监管框架和要求后，将走向更加符合国家倡导的健康规范发展道路，市场对监管不确定性的担忧也有望得到缓解，板块估值也将迎来修复。

表 3：近期监管层面释放积极信号

事件	发生时间	核心内容
九部门联合发布《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》	2022 年 1 月	平台经济作为新型经济形态，近年来快速发展，地位和作用日益突显，但也暴露出短板与弱项。推动平台经济规范健康持续发展，既要充分发挥政府在治理监管方面的作用，又要遵循市场规律；既要帮助平台企业矫正不健康、不可持续的行为，又要从构筑国家竞争新优势的战略高度出发，支持平台企业提升国际竞争力。
国务院金融稳定发展委员会召开专题会议	2022 年 3 月	会议强调，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。
国务院召开常务会议	2022 年 4 月	促进平台经济健康发展，带动更多就业。
中央政治局召开会议研究当前经济形势和经济工作	2022 年 4 月	要及时回应市场关切，稳步推进股票发行注册制改革，积极引入长期投资者，保持资本市场平稳运行。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。
全国政协召开“推动数字经济持续健康发展”专题协商会	2022 年 5 月	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。数字经济发展必须坚持对外开放，特别是着眼于人、着力于人，以开放促竞争，以竞争促创新。

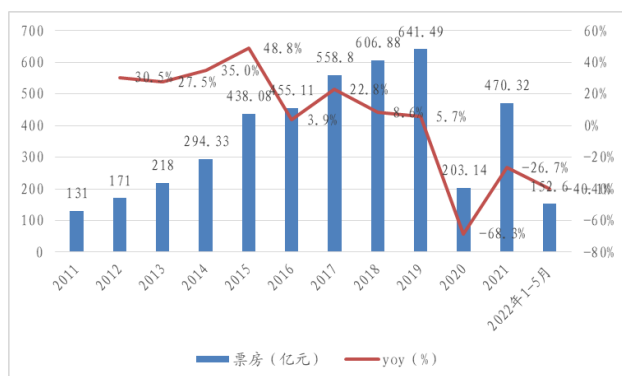
资料来源：中国政府网、国家新闻出版署等各级部委官方网站，中原证券

3. 电影：H1 受疫情影响较大，Q3 有望实现环比大幅改善

3.1. 疫情下营业率持续走低，票房同比下滑幅度较大

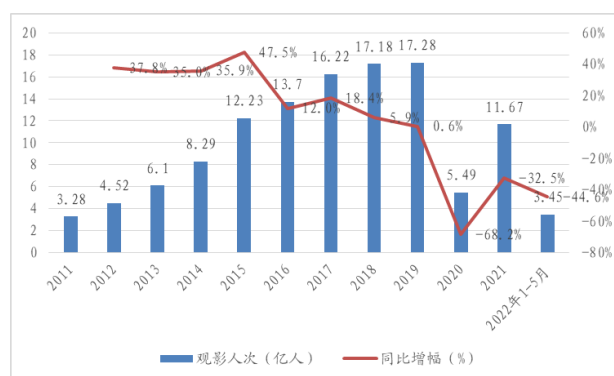
由于内容表现不及预期、全国多点疫情复发等原因的影响，2022 年国内电影市场表现较弱。根据猫眼专业版数据，截止至 5 月底，2022 年国内电影市场票房总票房仅有 152.60 亿元，相比 2021 年同期减少 40.1%，观影人次 3.45 亿人次，同比减少 44.6%，放映场次 4280.1 万场，同比减少 19.9%。

图 13：2011-2022 年 5 月国内电影市场票房



资料来源：猫眼专业版，中原证券

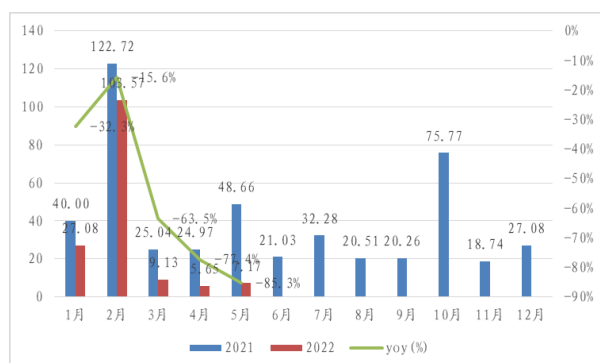
图 14：2011-2022 年 5 月国内电影市场观影人次



资料来源：猫眼专业版，中原证券

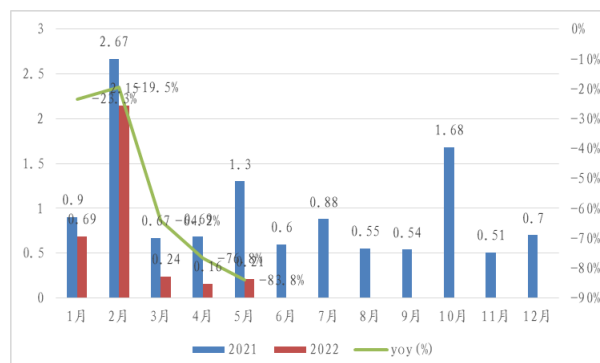
进一步拆分月度情况，1 月-2 月由于上映影片质量不及预期，票房出现不同程度的下滑，但差距不大；3 月-5 月下跌幅度相比 1 月-2 月明显提升，降幅分别达到 63.5%、77.4%、85.3%，观影人次分别也同比减少 64.2%、76.8%、83.8%，主要由于一线核心城市自 3 月开始陆续出现疫情，全国范围不同程度加强疫情防控手段，影院经营受限，营业率也持续走低，全国影院经营率最低时不足 50%。在 3-5 月间本应有所表现的清明节、劳动节和端午节三个重要档期也受到显著影响，票房分别同比减少 85.2%、82.2%、61.8%。

图 15：2021-2022 年月度票房（亿元）



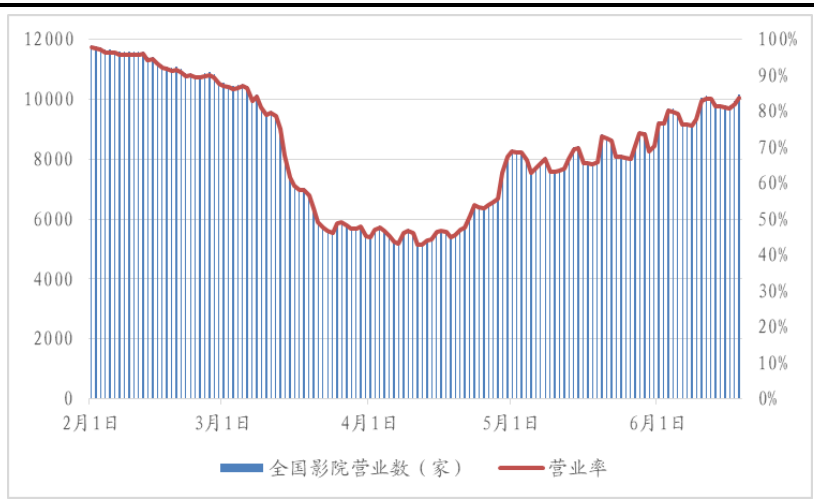
资料来源：猫眼专业版，中原证券

图 16：2021-2022 年月度观影人次（亿）



资料来源：猫眼专业版，中原证券

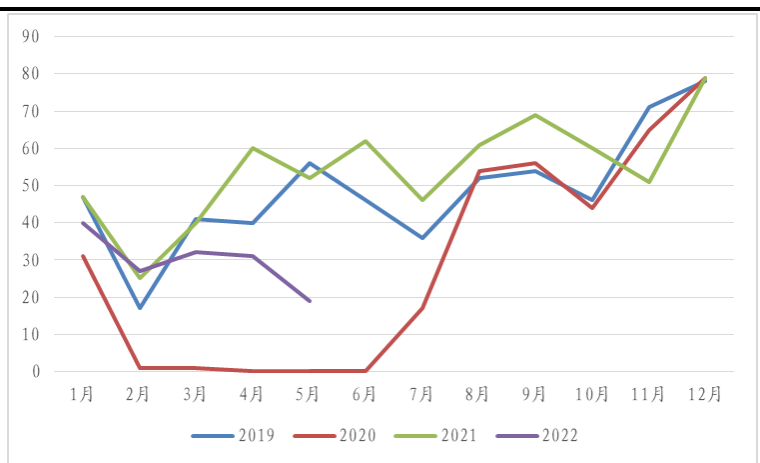
图 17：全国影院经营率



资料来源：猫眼专业版，灯塔专业版，中原证券

电影产业放映端和内容端息息相关，在放映端出现明显的缺口时，内容供给端自然也受到比较大的影响。随着影院营业率的走低，部分原定于清明节、劳动节以及端午节档期上映的影片先后宣布撤档，仅有少量新片维持原定上映计划，内容端的缺失无法有效吸引观众前往影院，进一步助推了票房的下滑。在内容端，2022年1-5月新上映影片数量149部，同比减少33.5%，其中5月上映影片数量同比减少63.7%，下滑明显。

图 18：2019-2022 年月上映影片数量



资料来源：灯塔专业版，中原证券

3.2. 头部院线市占率持续提升，竞争优势明显

过去几年国内影院数量的新增速度不断下滑，影院地区分布存在结构性的不合理，导致部分城市和地段的影院数量明显大于实际需求，影院之间竞争激烈，投资新建影院的风险加大，投资回报周期拉长。而在疫情的影响下，影院则需要承受更大的经营压力，行业出清速度相比以往加快，根据灯塔专业版数据显示，截至目前国内影院数量为11973家，相比2021年底小幅减少了2.5%。

在另一方面头部影投和院线公司资金相对充裕、抗风险能力更强，能够在行业低迷时期提

升自身市场占有率，同时通过积极探索非票业务新业态以尽可能降低疫情带来的影响；在疫情后行业恢复经营的时期内，头部影院和院线也能够依靠自身的经营效率优势实现较快的恢复。

根据猫眼专业版的数据显示，2020 年新冠疫情发生之后，国内头部院线和影投的市场占有率开始呈现持续提升的趋势，万达电影在 2020 年和 2021 年的院线市场占有率大约为 15.15% 左右，相比疫情前提升了约 1-1.5pct；2022 年 1-5 月万达在院线的市场占有率进一步提升至 16.2%，其中 3 月-5 月单月的市场占有率一度高达 18.2%-21.5%。2022 年的疫情或将进一步加速国内影院和院线市场的出清，尤其是地方性院线公司可能要承担更大的风险，预计在行业恢复正常经营后，影院端供给修复，头部全国性院线公司市场集中度相比 Q2 将出现小幅下降，但仍不改中长期提升的趋势。

表 4：2019-2022 年 5 月国内院线公司市占率

2019		2020		2021		2022 年 1-5 月	
院线	市占率	院线	市占率	院线	市占率	院线	市占率
霍尔果斯万达电影院线	13.73%	霍尔果斯万达电影院线	15.13%	霍尔果斯万达电影院线	15.17%	霍尔果斯万达电影院线	16.20%
广东大地电影院线	9.79%	广东大地电影院线	9.71%	广东大地电影院线	9.52%	广东大地电影院线	8.90%
上海联合电影院线	7.94%	上海联合电影院线	7.57%	上海联合电影院线	7.75%	中影数字院线	7.99%
中影数字院线	7.19%	中影数字院线	7.44%	中影数字院线	7.55%	上海联合电影院线	7.09%
深圳市中影南方电影新干线	7.02%	深圳市中影南方电影新干线	6.89%	深圳市中影南方电影新干线	6.98%	深圳市中影南方电影新干线	6.72%
中影星美电影院线	5.29%	横店影视	4.35%	广州金逸珠江电影院线	4.34%	横店影视	4.51%
广州金逸珠江电影院线	4.81%	中影星美电影院线	4.23%	横店影视	4.23%	江苏幸福蓝海院线	4.19%
横店影视	4.21%	广州金逸珠江电影院线	4.14%	江苏幸福蓝海院线	4.13%	广州金逸珠江电影院线	4.19%
江苏幸福蓝海院线	3.96%	江苏幸福蓝海院线	3.96%	中影星美电影院线	4.01%	中影星美电影院线	3.71%
北京华夏联合电影院线	3.67%	北京华夏联合电影院线	3.49%	北京华夏联合电影院线	3.45%	北京华夏联合电影院线	3.30%

资料来源：猫眼专业版，中原证券

3.3. 暑期档将至，内容供给逐渐恢复

随着疫情管控效果的逐渐显现，国内影院的经营率自 4 月中旬触底后开始逐渐恢复，北京也宣布自 6 月 6 日起部分地区影院能够限流开放。近期营业影院数量恢复至 10000 家左右，营业率也基本保持在八成以上。预计伴随上海地区的有序恢复，国内影院营业率还将进一步提升，恢复至接近本轮疫情发生之前的水平。

在内容供应端，近期上映好莱坞进口影片《侏罗纪世界 3》，在缺乏上海票仓的情况下，上映 10 天票房依然超过 6 亿元，成为年内进口影片票房冠军，显示出在具备内容供给的情况下，观众观影需求仍比较旺盛。在 3-5 月有较多满足上映条件但因疫情原因而撤档或暂未定档的影片也将随影院营业率的恢复陆续定档上映，加上部分已经宣布定档暑期上映的影片，内容供给

的恢复也将吸引观众回流至影院。

表 5：部分国产影片内容供应情况

上映日期	导演	主演	类型	
清明档期影片				
一周的朋友	改档至 6 月 18 日	林孝谦	赵今麦、林一、沈月	剧情/青春
神探大战	未定	韦家辉	刘青云、蔡卓妍、林峯	犯罪/动作/悬疑
人生大事	改档至 6 月 24 日	刘江江	朱一龙、杨恩又、王戈	剧情/家庭
被害人	未定	徐伟、何文超	冯绍峰、陶虹、黄觉	犯罪/悬疑/剧情
你是我的春天	改档至 7 月 1 日	周楠、张弛、田羽生、董越、饶晓志	周冬雨、尹昉、宋小宝	剧情
五一档期影片				
哥，你好	未定	张栾	马丽、常远、魏翔	喜剧/剧情
检察风云	未定	麦兆辉	黄景瑜、白百何、王丽坤	剧情/犯罪
保你平安	未定	大鹏	大鹏、李雪琴、尹正	剧情/喜剧
猎屠	未定	郭晓峰	王千源、倪大红、郭晓东	剧情/动作/悬疑
暑期档影片				
惊天救援	7 月 8 日	彭顺	杜江、王千源、佟丽娅	剧情/灾难
学爸	7 月 8 日	苏亮	黄渤、闫妮、张钧甯	剧情/喜剧
新秩序	7 月 8 日	马浴柯	张家辉、阮经天、王大陆	犯罪/动作
海底小纵队：洞穴大冒险	7 月 9 日	布莱尔·西蒙斯、周沁	郭胜、苏俣、方宇	冒险/动画/喜剧
外太空的莫扎特	7 月 15 日	陈思诚	黄渤、荣梓杉、莫扎特	奇幻/喜剧/剧情
二郎神之深海蛟龙	7 月 22 日	王君	/	动画
遇见你	8 月 4 日	落落	李汶翰、徐若晗、王博文	爱情/青春
念念相忘	8 月 4 日	刘雨霖	刘浩存、宋威龙、卜冠今	青春/爱情
我们的样子像极了爱情	8 月 4 日	王梓骏	李孝谦、漆昱辰、林俊毅	剧情/爱情
断·桥	未定	李玉	马思纯、王俊凯、范伟	犯罪/剧情
新神榜：杨戬	未定	赵霁	王凯、李兰陵、季冠霖	动画/冒险/动作
部分年内待上映影片				
超能一家人	未定	宋阳	艾伦、沈腾、陶慧	喜剧/奇幻/动作
平原上的火焰	未定	张骥	周冬雨、刘昊然、梅婷	爱情/犯罪
独行月球	未定	张吃鱼	沈腾、马丽	喜剧/科幻
回廊亭	未定	来牧宽	任素汐、刘敏涛、李传缨	犯罪/悬疑/爱情
维和防暴队	未定	李达超	黄景瑜、王一博、钟楚曦	动作/剧情
暗杀风暴	未定	邱礼涛	张智霖、古天乐、吴镇宇	犯罪/悬疑
无名	未定	程耳	梁朝伟，王一博	谍战
可不可以不要离开我	未定	王子鸣、萧飞	郭涛、卢靖姗、贾冰	爱情/喜剧

资料来源：猫眼专业版，中原证券

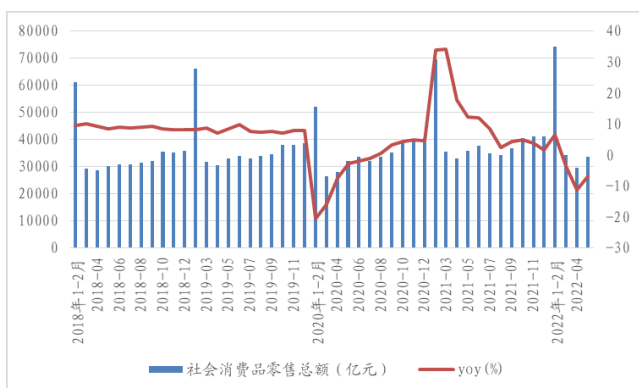
参考经历了 2020 年疫情困扰后 2021 年的票房恢复情况，在影片供给相对充裕的情况下，国内观众的观影需求存在支撑，春节、国庆等热门档期时段均有不错的票房表现。2022H2 随着国内疫情的有效控制，影院营业率和内容供给将双双修复，推动电影行业加速复苏，加上暑期档将至，预计自 Q3 开始电影行业将有明显好转。

4. 广告：短期承受疫情压力，中长期仍有空间

4.1. 疫情影响广告需求，消费品投放相对稳定

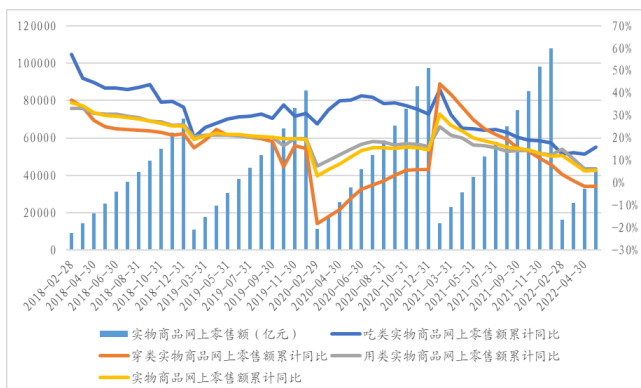
进入 2022 年后，广深地区、上海、北京、杭州、吉林、黑龙江等省市均出现新冠疫情反复的情况，且本轮疫情的传染性相比以往更强，防控难度也相应加大，因此各地采用了比较严格的防控措施，导致 2022 年来经济、消费等数据相比 2021 年有不同程度的下滑。根据国家统计局数据，2022 年 1-4 月社会消费品零售总额 138142 亿元，同比下降 0.2%，其中 4 月受影响较为严重，同比下降 11.1%；实物商品网上销售增速也有所放缓，1-4 月全国实物商品网上零售额 32886.7 亿元，同比增长 5.2%，实物商品中吃类以及用类分别同比增长 12.9%和 6.3%，保持稳定的增长，但穿类同比下降 1.7%。

图 19：社会消费品零售总额以及同比变动



资料来源：国家统计局，中原证券

图 20：2018 年-2022 年 5 月全国实物商品网上零售额

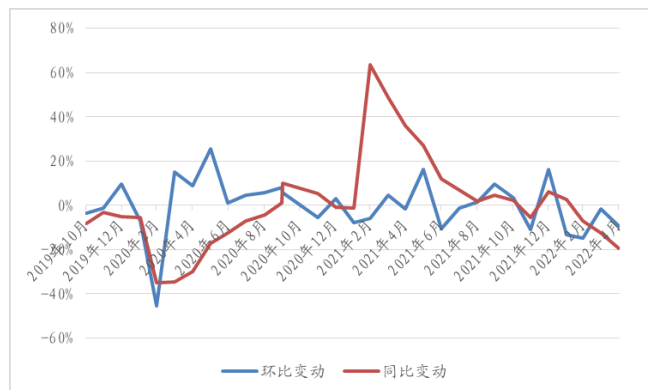


资料来源：国家统计局，中原证券

根据 CTR 统计数据显示，2022 年以来国内广告市场全媒体投放数据相对上年来说略有缩减，2-4 月投放分别同比减少 7.0%、12.6%、19.5%，降幅逐月扩大。本轮广告投放数据下滑主要原因有：一是受外部环境以及疫情的困扰导致国内广告投放的需求和节奏都受到影响；二是部分广告主例如在线教育、医美等 2021 年投放较多的行业受到政策的严监管，影响了投放需求；三是 2020H2 和 2021H1 广告投放需求随经济环境好转后回暖明显，基数相对较高。

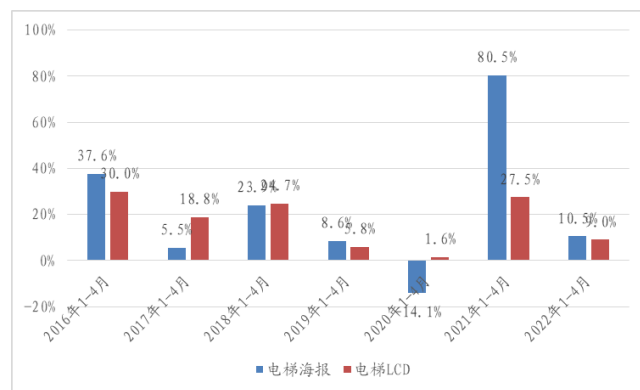
从 2022 年 1-4 月投放花费较多的广告主所属行业来看，在电梯 LCD 领域，投放广告花费靠前的消费品领域也保持了稳定的投放花费增长，其中饮料、饮品、个人用品、酒精类饮品不仅广告投放花费居前，且分别同比增长 142.0%、26.7%、110.3%、259.0%；在电梯海报领域，饮料、商业及服务性行业、酒精类饮品投放花费靠前并实现较好增长，分别同比增长 66.3%、33.5%、53.7%。总体来看，2022 年 1-4 月饮料以及酒精类饮品投放花费相对比较稳定，食品和药品行业投放花费同样较多且在整体投放下滑的情况下依然保持了稳定的投放。在投放渠道上，梯媒继续保持比较高的景气度，在 2022 年 1-4 月行业整体投放下滑的基础上电梯海报和电梯 LCD 依然保持着 9.0%和 10.5%的增长速度。

图 21: 2019 年 10 月-2022 年 4 月全媒体广告投放花费变动



资料来源: CTR, 中原证券

图 22: 2016-2022 年 1-4 月梯媒投放花费同比变动



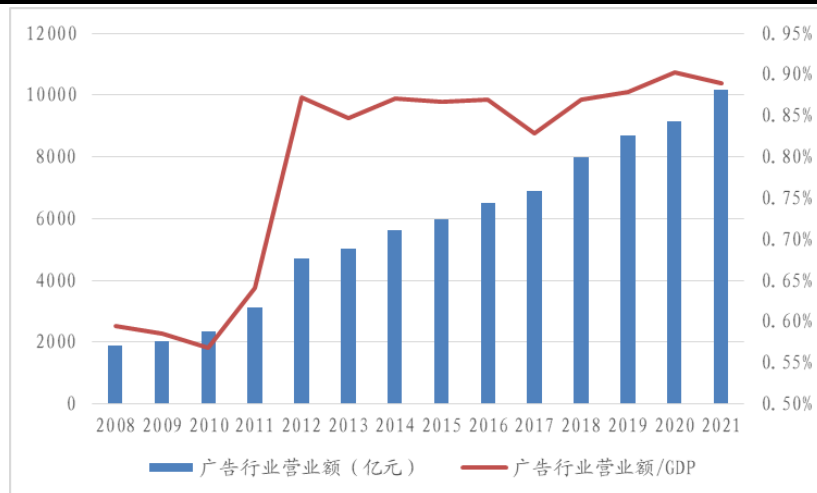
资料来源: CTR, 中原证券

4.2. 随经济和消费回暖，中长期仍有较大增长空间

短期来看，进入 5 月后，各地疫情明显好转，消费数据有所回升。5 月社会消费品零售总额的降幅已收窄至 6.7%，1-5 月网上实物累计零售额增幅也由前四个月 5.2% 的增幅提升至 5.6%，其中吃类实物回升更加明显，同比增长 16.0%。预计随着 6 月上海地区进入复工复产阶段后，消费、物流逐渐恢复，经济以及消费数据也将进一步回暖，有望环比改善明显。

考虑广告市场的景气度与国家宏观经济运行周期存在比较高的一致性，在经济上行时期，广告主为扩大自身业务规模会普遍上调广告预算，反之亦然，因此预计短期广告市场也将随国内宏观经济的逐渐好转呈现出一定修复性。而在中长期的维度，以广告行业规模占 GDP 比重作为衡量，我国广告领域仍有比较大的发展空间。2021 年国内广告行业营业额约为 1.02 万亿元，占 GDP（现价）比重大约为 0.89%，自 2012 年以来国内广告行业营业额占 GDP 比重维持在 0.87%-0.9% 之间。根据《中国传媒产业发展报告（2019）》，发达国家广告营业额占其 GDP 比重约为 2% 左右，其中美国为 2.5%，日本为 1.6%，目前国内广告行业占 GDP 比重相比发达国家尚有较大的差距，加上我国 GDP 目前仍处于稳定增长阶段，预计未来国内广告行业的增长将双重受益于 GDP 的增长和广告行业占 GDP 比重的结构性提升。

图 23: 中国广告行业营业额与占 GDP 比重



资料来源: 国家市场监督管理总局, 国家统计局, Wind, 中原证券

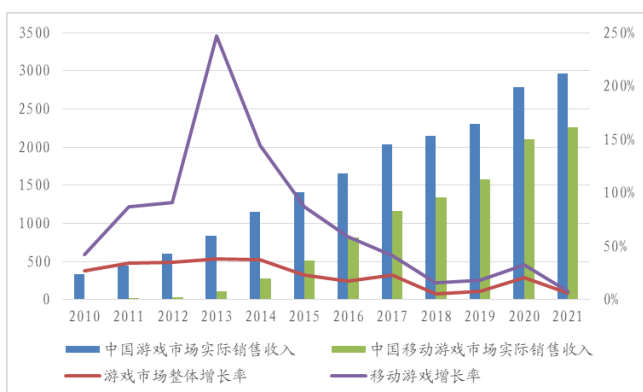
5. 游戏：版号政策回暖，出海带来新增长曲线

5.1. 版号停发、用户红利消失影响行业增速

根据游戏产业报告披露的数据显示，2021 年国内游戏市场销售收入 2965.13 亿元，同比增长 6.4%，增长幅度相比 2020 年下滑 14.3pct，其中移动游戏市场规模 2255.38 亿元，同比增长 7.6%，增幅同比下滑 25pct。2021 年行业规模增速出现较大幅度的下滑一方面是由于 2020 年疫情期间国内居民居家时间变长推动当年游戏市场规模出现加速增长，基数变大；另一方面是由于 2021 年 8 月后国内游戏版号再次停发，新游戏的上线进度受到一定影响，而老游戏产品又难免受到生命周期的影响而出现流水自然下滑，两种因素叠加导致 2021 年行业规模增速明显低于 2020 年。

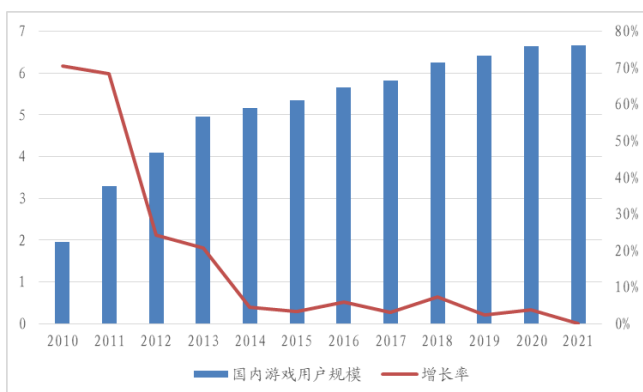
在用户规模层面，随着互联网用户增长红利消退，游戏用户渗透率趋于饱和；再加上史上最严格的未成年人保护及防沉迷政策出台。2021 年国内游戏用户规模为 6.66 亿人，仅同比微增 0.22%。国内游戏用户规模自 2014 年以来始终保持在低于 10% 的低速增长的状态，在用户增长进入瓶颈期时，用户 ARPU 值的提升将会是驱动国内游戏市场规模增长的核心动力。

图 24：2010-2021 年国内游戏市场及增速



资料来源：伽马数据，中原证券

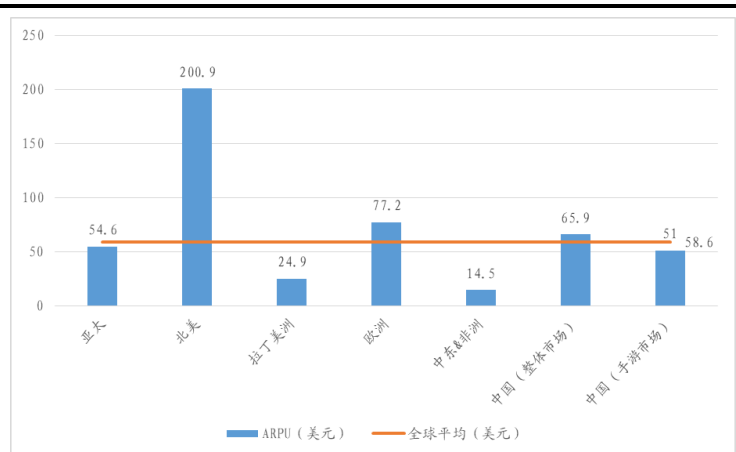
图 25：2010-2021 年国内游戏用户及增速



资料来源：伽马数据，中原证券

如果从用户 ARPU 值角度来看，根据市场规模和用户规模测算 2021 年国内游戏用户整体 ARPU 值约为 445.2 元，同比增 6.2%，其中手游用户 ARPU 值为 343.8 元，同比增 7.2%。根据 NEWZOO 披露的数据，在比较成熟的北美以及欧洲地区，2021 年游戏用户 ARPU 值分别为 200.9 美元与 77.2 美元；中国游戏整体用户以及手游用户 ARPU 值更加接近亚太地区以及全球整体水平，但相比北美和欧洲市场的高 ARPU 值还有一定差距。预计随着国内游戏行业精品化的长期发展趋势下，国内游戏用户付费意愿和付费率将随之提高，加上国内经济长期向好发展下居民可支配收入以及文化消费类支出占比的提升，推动国内游戏用户 ARPU 值继续以稳定的速度保持增长。

图 26：全球主要游戏市场用户 ARPU 值



资料来源：NEWZOO，伽马数据，中原证券

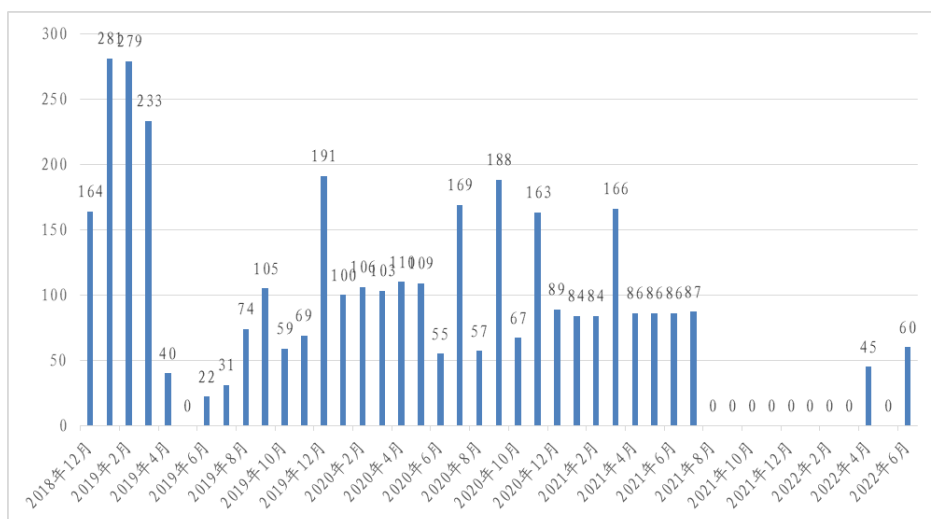
5.2. 游戏版号提质减量趋势不改，存量竞争愈发激烈

4月11日国家新闻出版署下发2022年4月游戏版号，也是继2021年8月版号第二轮停发后再次发放的首批游戏版号，此轮停发时间263天，与2018年停发265天的时间相差无几，此后6月7日再次发放2022年第二批游戏版号，两次版号的发放显示国内游戏版号的审批发放流程正在逐渐趋于平稳，政策端开始有所回暖，未来版号的常态化发放能够释放更多的新游戏上线，帮助国内游戏行业恢复增长。

但从数量上看，2022年两次发放游戏版号数量分别仅有45款与60款，相比本轮停发前月均发放百款左右的数量有一定差距，监管部门对于游戏行业供给端的核心思路仍然是提质减量，通过严控版号数量提高了版号审批的门槛和难度，推动游戏厂商在研发阶段对产品质量进行打磨升级。

从获得版号的产品和游戏公司来看，在4月和6月发放的105款游戏中，有包括三七互娱、米哈游、完美世界、世纪华通、多益网络等在内的多家中小游戏厂商产品获得版号，但两大巨头游戏公司腾讯和网易还均未有产品获得版号。考虑目前国内游戏行业高集中度的竞争格局，大厂已经有部分获版号的产品储备可以择期上线，并且还可以依靠较多的存量长线产品维持自身的收益和现金流，抗风险能力更强，因此目前版号的发放短期内存在一定程度向中小厂商倾斜的可能。

图 27：国内游戏版号发放数量

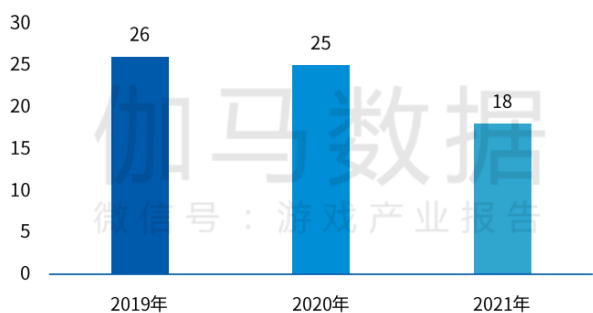


资料来源：国家新闻出版署，中原证券

在另一方面，国内游戏市场用户红利的消退叠加版号政策的不断变化导致国内游戏市场进入愈发激烈的存量竞争阶段，《王者荣耀》、《和平精英》、《梦幻西游》等来自于大厂的游戏通过自身技术水平的提升对现有游戏进行更新迭代并依靠长线化运营思维持续推出各类创新活动和玩法，长期维持用户活跃度并刺激用户充值流水的增长，在国内流水排行榜单中实现持续霸榜。头部老游戏产品的强势表现说明通过长线化的运营思路和出众的游戏品质，游戏产品的生命周期可以得到有效的延长，显著提升产品盈利能力；但在另一方面，当市场进入存量竞争的阶段时，老游戏的持续霸榜在一定程度上也挤占了新游戏获取用户和流水的空间。

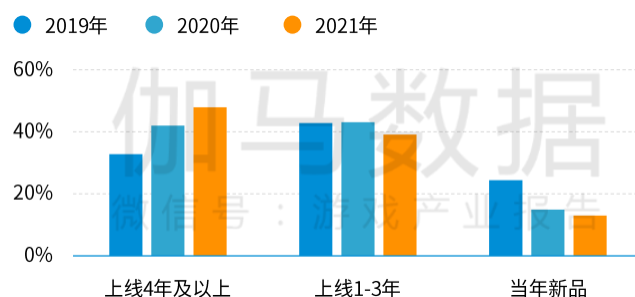
根据游戏产业报告数据，2021 年内地游戏市场流水 TOP100 中仅有 18 款新游上榜，相比 2020 年 25 款的上榜新游数量减少了 7 款；在 2019-2021 年间，上线时间在 5 年及以上的长线游戏产品流水占比也在持续增加，相应导致新上线游戏产品的流水占比则持续降低。因此对于用户增量空间不断缩小，存量竞争痕迹较为明显的国内游戏市场来说，市场竞争的重心开始偏向于长线化运营趋势下的游戏核心质量比拼，具有创意玩法、精美画面等要素的高质量新游戏才能够从用户黏性高的老产品中吸引用户，而偏长线化的运营思路则能够帮助新游戏产品维持用户留存，提升自身长期盈利能力。

图 28：中国内地市场流水 TOP100 中入榜新游数量情况



资料来源：伽马数据，中原证券

图 29：2019-2021 年中国移动游戏市场 TOP100 游戏流水分布



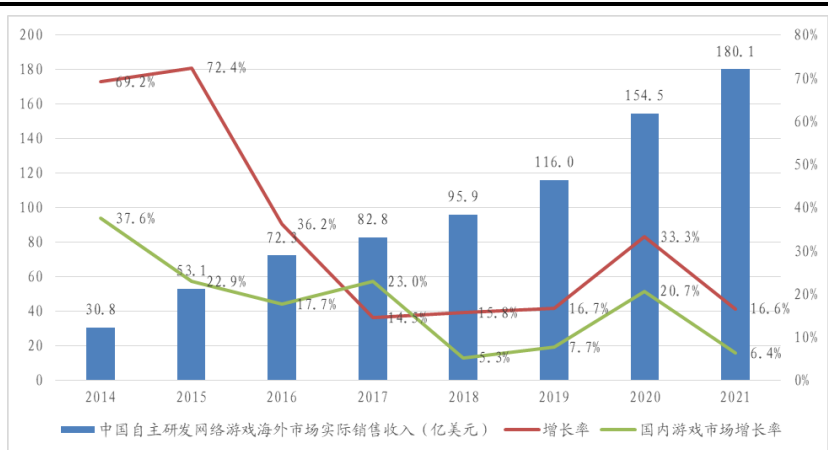
资料来源：伽马数据，中原证券

5.3. 国内游戏产业加快出海步伐，寻找新增长曲线

由于国内市场进入存量时代，市场竞争激烈；版号的停发影响国内游戏产品研发、上线进度；版号发放数量的缩减又可能难以满足更多游戏厂商的需要；国内对于游戏内容的监管也十分严格。多个因素的叠加提高了国内游戏厂商探索海外市场的必要性，助推了国内游戏产业出海步伐的加快。

2021 年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入 180.1 亿美元，同比增长 16.6%；自 2018 年来，随着国内游戏厂商出海力度加大，国内自研产品在海外收入增速始终高于国内部分的增速，海外市场也为国内游戏厂商提供了新的业绩增长曲线。根据 SensorTower 数据，2021 年共有 42 款国内手游产品在海外市场收入超过 1 亿美元，相比 2020 年数量上增加了 5 款，国内出海收入 TOP30 的手游产品在 App Store 和 Google Play 总收入达到 115 亿美元，相比 2020 年增长 24%，是 2019 年的 1.8 倍。

图 30：国内自主研发网络游戏在海外地区销售收入

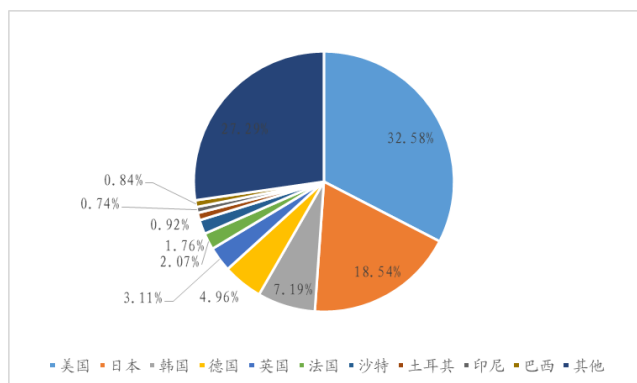


资料来源：伽马数据，中原证券

一方面见到海外地区的增长潜力后，越来越多的国内游戏厂商加入出海的行列，另一方面伴随国产游戏精品化程度的加深，国内游戏厂商研发实力和海外市场运营能力不断加强，《原神》、《PUBG Mobile》、《万国觉醒》等高质量游戏产品在海外取得不俗成绩，国内游戏厂商以及国产游戏在海外市场的竞争力和影响力持续扩大。

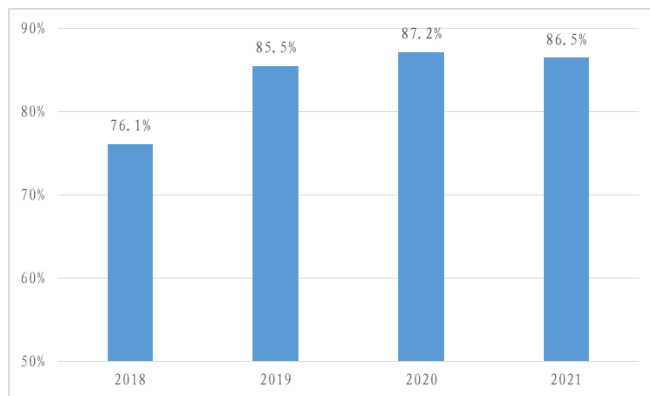
根据游戏产业报告，中国、美国、日本、韩国、英国、德国六个主要移动游戏市场占全球移动游戏收入比重在 85% 以上，而基于成熟市场下用户比较高的付费意愿以及付费能力，美国、日本、韩国、英国、德国五个比较发达的游戏市场也成为了国内游戏厂商出海的重要目标，占 2021 年国内移动游戏出海收入比重的 66.4%。

图 31：2021 年国内游戏公司海外地区收入占比



资料来源：伽马数据，中原证券

图 32：海外主要移动游戏市场规模占比

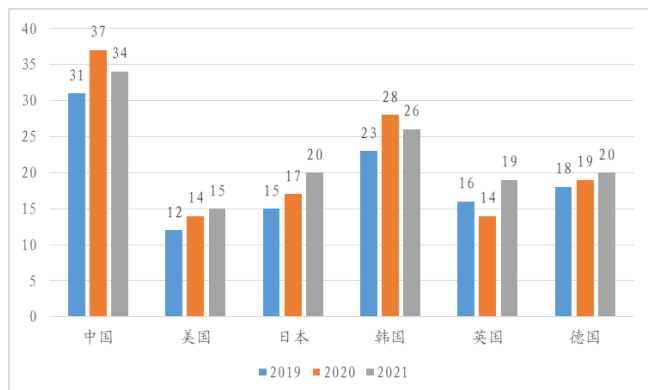


资料来源：伽马数据，中原证券

注：中国、美国、日本、韩国、英国、德国六个国家

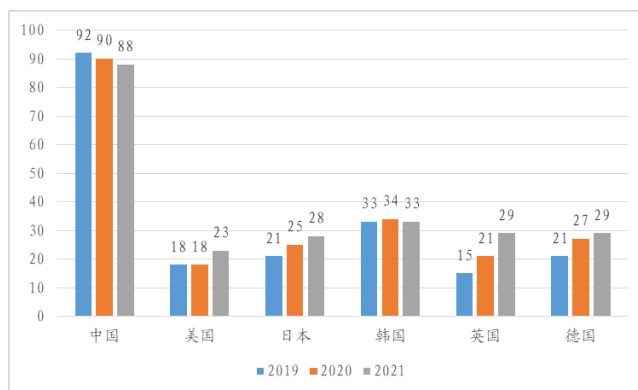
在六个主要移动游戏市场中，除韩国市场外，美国、日本、英国、德国四国移动游戏市场流水 TOP100 中，来自中国的发行商数量和中国移动游戏的数量都在逐年增加。同时国产游戏在这四个主要市场的流水也保持了较快的速度，流水 TOP100 中来自于中国游戏的流水保持较大幅度的增长，其增速明显高于非中国游戏的流水增长速度。

图 33：全球重要移动游戏市场流水 TOP100 中国产移动游戏发行商数量



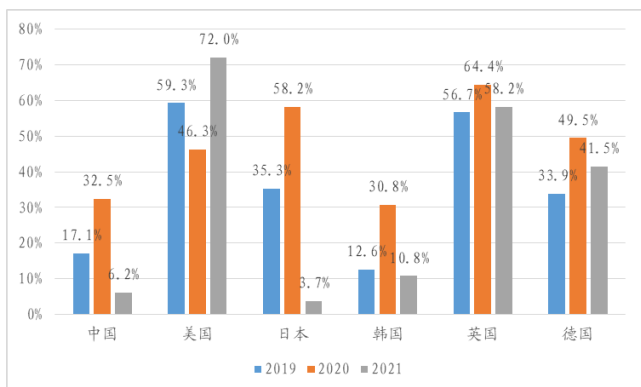
资料来源：伽马数据，中原证券

图 34：全球重要移动游戏市场流水 TOP100 中国产移动游戏数量



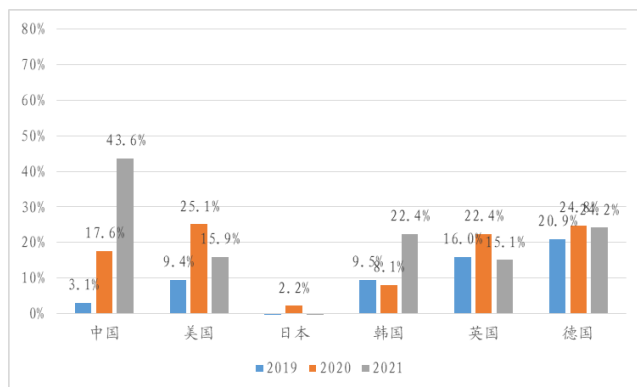
资料来源：伽马数据，中原证券

图 35：全球主要移动游戏市场流水 TOP100 中中国游戏流水同比增长率



资料来源：伽马数据，中原证券

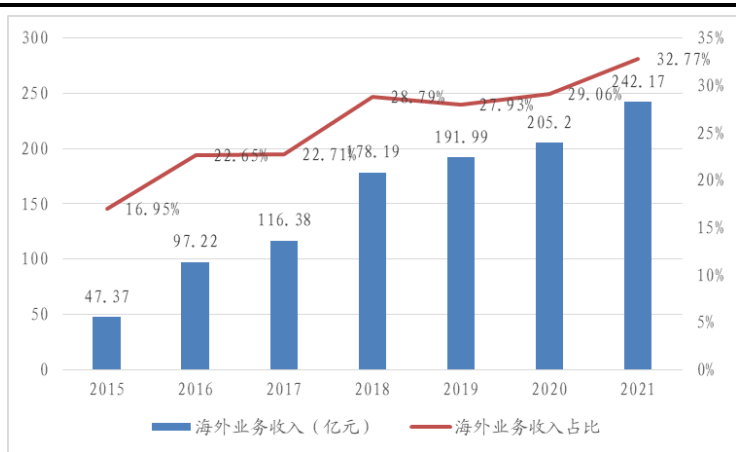
图 36：全球主要移动游戏市场流水 TOP100 中非中国游戏流水同比增长率



资料来源：伽马数据，中原证券

在游戏上市公司层面，来自于海外地区的收入规模和收入占比也处在持续提升之中。A 股游戏类上市公司来自于境外的收入规模从 2015 年的 47.37 亿元提升至 2021 年的 242.17 亿元，收入占比从 16.95% 提升至 32.77%，其中有 10 家公司来自海外市场的收入占比超过 40%。根据腾讯 2021 年财报显示，腾讯来自海外地区的游戏收入增长速度达到 31%，远高于同期国内游戏业务 6% 的收入增长速度，海外市场的游戏收入占腾讯游戏业务收入比重升至 26% 以上。另一国内游戏巨头公司网易的 CEO 丁磊公开表示目前网易游戏海外市场营销占比在 10% 以上，未来希望海外市场收入占比能达到 40%-50%。显示在国内游戏出海的大趋势下，不论大型公司还是中小型公司，海外都已经成为了重要的战略发展地区，未来国内游戏公司来自于海外市场的收入占比或将进一步提升。

图 37：A 股游戏上市公司境外收入及占比



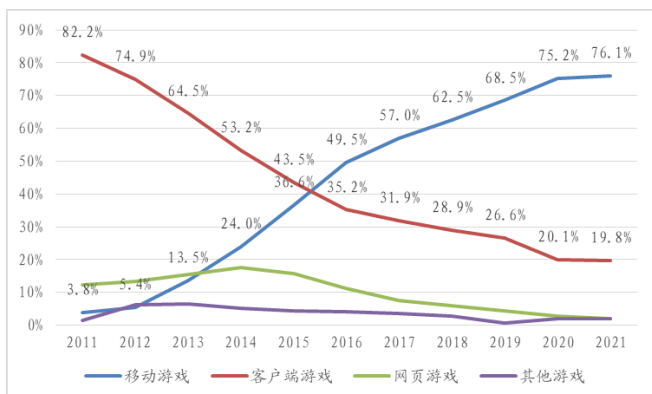
资料来源：Wind，中原证券

早在 2000 年 6 月国务院办公厅转发《关于开展电子游戏经营场所专项治理的意见》，开始针对国内游戏机市场进行治理，明确停止一切关于游戏机的生产、销售、经营活动。直至 2014 年国务院发布的《国务院关于在中国（上海）自由贸易试验区内暂时调整有关行政法规和国务院文件规定的行政审批或者准入特别管理措施的决定》中表明在上海自贸区内“允许外资企业从事游戏游艺设备的生产和销售，通过文化主管部门内容审查的游戏游艺设备可面向国内市场销售。”才宣告长达 13 年的“游戏机销售禁令”被解除。

但长期以来游戏主机在国内游戏产业发展过程中的缺位导致了国内由移动游戏占据绝对主导地位的市场结构与海外市场以端游和主机游戏为主的市场结构有比较大的不同。2021 年国内移动游戏市场规模占行业整体比重达到 76%，PC 游戏占比 20%，主机游戏市场规模仅有 25.8 亿元，占国内游戏市场整体规模的 0.8%。但在全球市场中，以 NEWZOO 统计 2021 年数据为口径，手机游戏（含平板游戏）占比为 51.5%，PC 游戏占比 20.5%，主机游戏占比 28.0%。不同的产业结构和游戏文化氛围也导致国内外游戏厂商研发侧重的领域不同。索尼、任天堂、暴雪等海外巨头游戏公司主要集中在 PC、主机领域的 3A 级别游戏，对手游产品的涉猎相对较少，而中国游戏厂商在国内手机渗透率和出货量持续走高的红利期内积累了比较多的手游研发、运营经验，也验证了各类手游玩法、数值系统设定、买量推广策略、F2P 收费模式等要素的有效性，大量手游领域研发与运营经验的积累保障了国内游戏厂商在出海过程中与巨头游戏公司的竞争能够保持差异化优势。

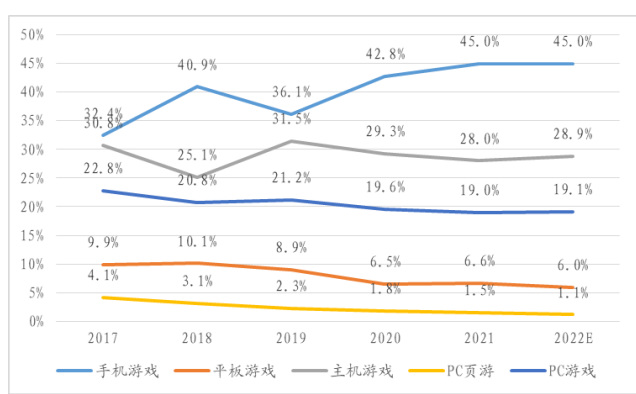
从市场结构的变化情况来看，全球范围内移动游戏的市场规模占比还在持续提升中，显示出移动游戏领域仍然能够保持着高于行业整体的规模增长速度，中东、非洲、东南亚、拉丁美洲等地区的游戏市场还存在着比较多的用户规模和 ARPU 值的增长红利。基于中国游戏厂商在手游领域的差异化竞争优势，加上游戏厂商陆续在海外设立工作室以提升本土化产品能力，预计未来国内手游厂商出海的潜力以及市场空间依然十分广阔。

图 38：国内游戏市场结构



资料来源：伽马数据，中原证券

图 39：全球游戏市场结构



资料来源：NEWZOO，中原证券

5.4. 版号政策恢复有望修复估值，出海成为常态化

短期来看，执行严格的未成年人防沉迷措施虽然对用户规模的的增长带来小幅影响，但考虑到未成年人的付费能力比较弱，国内游戏用户的结构性优化对国内游戏市场的规模和游戏公司的业绩影响并不大，但严格执行国家政策却能够平息舆论风波带来的负面影响，降低游戏产业负面新闻比例。伴随未成年人防沉迷措施的逐步落地，版号发放开始趋于常态化，游戏产业政策端转向积极一面，游戏公司也能够对现有产品的研发、测试以及上线进度进行合理排期，国内新游产品供给恢复，行业整体的景气度有望回升，由版号问题导致的国内游戏产业增长趋缓有望得到一定程度改善。从当前储备产品的情况来看，上市公司的部分产品储备已经拥有版号或正在申请版号阶段。产品上线后将推动公司业绩和基本面转好，但由于游戏产品成本和销售

费用前置的特点加上国内游戏产品开始更偏重于长运营周期的产品模式，业绩的转化存在一段时间的滞后性。

在另一方面，在经历了几年市场规模的快速增长后，国内游戏市场开始进入逐渐由高增长的增量市场逐步过渡到存量市场，加上版号政策的限制以及游戏玩家长期以来对游戏品质要求的逐渐提高，长期来看将推动国内游戏产业越发重视产品精品化的发展方向，愿意投入更多精力在研发、运营精品长周期游戏产品的公司在未来将会具有更强的竞争优势。

在出海已经成为国内游戏公司重点战略的市场环境下，游戏产品全球化的立项目标和发展战略能够一定程度规避版号困境带来的国内市场不确定性风险，部分没有版号的游戏产品先行在海外地区上线或产品在立项阶段就明确只针对海外市场都有可能成为未来国内游戏产业常态。另外游戏产业出海也是国家政策倡导和鼓励的文化输出方式之一，除了经济功能外还承担文化传播功能。考虑海外市场政策限制较少，成熟的游戏市场用户付费能力强，发展中的市场增长潜力大，加上国内游戏厂商和产品近两年在海外市场的表现优异，因此我们认为国内游戏公司加速出海的步伐基本不会发生改变。

6. VR/AR：硬件设备快速放量

6.1. VR/AR 提供虚拟世界入口，提升互联网使用体验

以 Roblox 上市、Facebook 更名 Meta 等事件为标志，2021 年“元宇宙”开始引起市场广泛关注。目前来看，市场对于元宇宙的终极形态还没有形成一致意见和准确的定义，依据维基百科对元宇宙的描述认为元宇宙是一个聚焦于社交链接的 3D 虚拟世界之网络，主要探讨一个持久化和去中心化的三维虚拟环境，此虚拟环境将可以通过虚拟现实眼镜、增强现实眼镜、手机、个人电脑和电子游戏机进入人造的虚拟世界。根据 Roblox 认定的元宇宙八大特征包含了身份、社交关系、沉浸感、随时随地、低延迟、多元化、经济系统、文明；支撑技术上包括 AI、区块链、AR/VR、云计算、数字孪生等必备技术。

我们认为在元宇宙的诸多支撑技术中，VR/AR 作为通向元宇宙虚拟世界的入口其重要性不言而喻。中短期来看，VR/AR 技术的逐渐推广与应用能够帮助现存的互联网实现使用体验的升级，当 VR/AR 技术进入更加成熟的阶段，轻量化、便携性、体验感大幅提升后，人类的生活、工作、娱乐以及行为方式都有可能发生极大的变化。

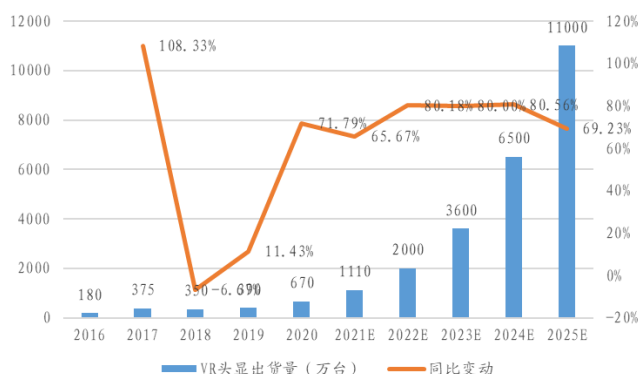
相比于当下基于智能手机终端展开的移动互联网技术和媒体传播方式，VR/AR 所营造的虚拟空间和虚拟影像不仅能够通过技术的方式将信息传播从二维层面进化向三维层面，进一步提升了媒介传递信息的效率和复杂程度，改变了参与者与媒介信息的交互模式，也能够通过技术的方式刺激使用者的感官，提升参与者在媒介信息传递过程中的感知深度，符合信息传播媒介进化的特征，因此我们认为 VR/AR 有望成为下一代的超级媒介。但综合考虑到目前 VR/AR 终端在便携性、社交功能、落地应用、使用体验、价格要素仍然存在较多的痛点仍待解决，现阶段

段以及未来中短期 VR/AR 技术仍然将以补充性功能为主,购买者和使用者以尝鲜的心态为主,暂时难以颠覆手机作为当下大众媒介工具与通用计算平台的地位。

6.2. 硬件设备出货量、内容数量进入快速增长阶段

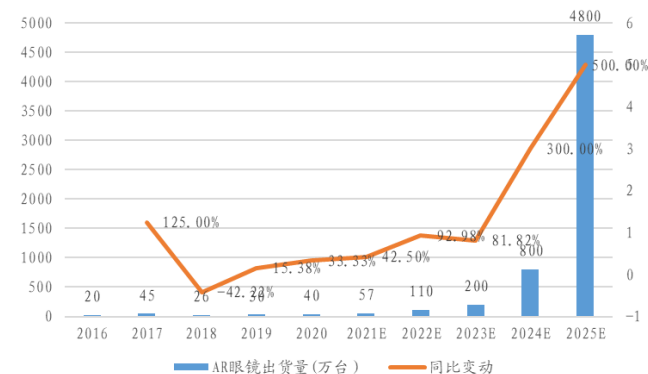
在硬件端,根据 VR 陀螺以及 IDC 的数据统计和预测,随着 Meta 旗下爆款 VR 头显终端 Quest2 的问世,当前时点正处于 VR/AR 出货量明显加速的阶段,VR 陀螺预计 2021 年 VR 头显出货量超过 1000 万台并将在未来继续保持高速增长;同时 IDC 统计数据显示 2021 年全球 VR/AR 终端出货量达到 1123 万台,同比增长 92%,其中 VR 头显出货量 1095 万台。另一方面,在近期“6·18”电商促销活动中,爱奇艺公布旗下 VR 品牌奇遇 VR 销量快速增长,开售后 1 分钟的成交额超上年全天,开售 4 小时销售额同比增长 12 倍;同时多家媒体也报道国内 VR 头显厂商 Pico 将 2022 年的销量目标由 100 万台上调 80%至 180 万台。结合全球 VR/AR 设备的出货量来看,目前 VR/AR 头显终端出货量正进入快速增长阶段,随着技术的迭代升级,VR/AR 带来的沉浸体验进一步增强,加上消费级终端的推广普及,预计未来中期 VR/AR 的头显终端销量仍将保持较快的增长。

图 40: 2016-2022E VR 头显出货量 (万台)



资料来源: VR 陀螺, 中原证券

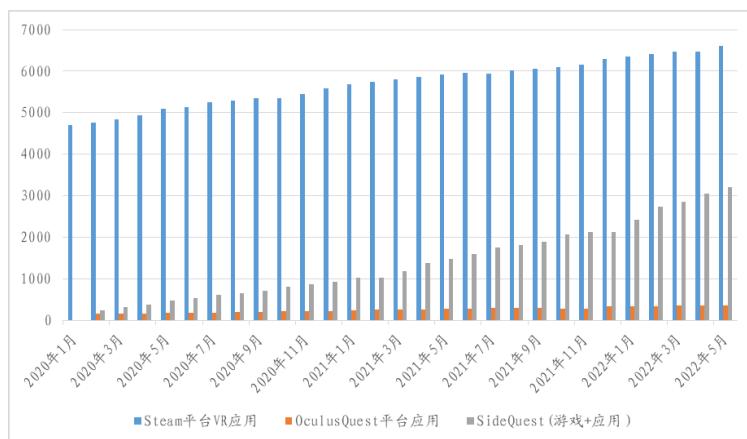
图 41: 2016-2022E AR 眼镜出货量 (万台)



资料来源: VR 陀螺, 中原证券

在内容分发端,随着头显设备出货量的快速增加,VR 平台的应用数量也处在较快的增长之中。基于 Steam 内容审核机制相对宽松,成为最早最大的 VR 内容平台之一。根据青亭网统计的数据显示,截止至 2022 年 5 月,Steam 平台共有 6614 款 VR 应用,相比 2020 年 1 月时的 4697 款增加了 40.8%,其中 VR 独占(仅有 VR 设备可用)内容数量占比维持在 83%以上;由于 OculusQuest 官方平台对内容审核比较严格导致应用数量仅有 364 款,但相比 2020 年 2 月的应用数量依然增加了 137.9%;得益于 Quest2 头显设备较好的销量以及 Quest 官方内容平台严格的审核机制,作为第三方发行平台的 SideQuest 承接了部分未能登录 Quest 官方平台的内容应用,增长也最为迅猛,SideQuest 平台的应用数量从 2020 年 2 月的 235 款增加值 2022 年 5 月的 3201 款,增长超 12 倍。各应用平台 VR 内容数量的大幅增加说明在虚拟现实的内容应用领域入局者有明显增长,内容数量的增加以及多样性的提升有望进一步带动硬件产品销量的增长。

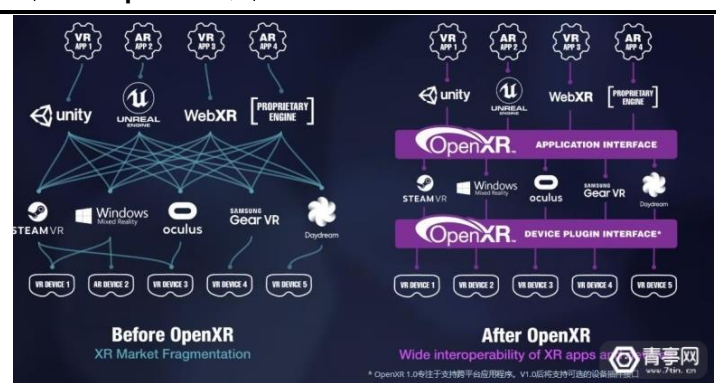
图 42：主流 VR 平台内容数量



资料来源：青亭网，中原证券

早期 VR/AR 硬件设备厂商数量众多，技术路径、缺乏统一标准，各家设备互不兼容，难以像 PC 或者手机一样可以做到一次性开发多设备使用，导致了内容开发者需要基于不同设备的 SDK 进行对接移植，开发工作比较繁琐。2019 年 7 月，Khronos Group 发布了正式版 OpenXR1.0 规范，OpenXR 是一个开放式、无版权费的标准规范，能够使 VR/AR 应用在不同品牌的设备中运行，简化应用开发难度，降低开发成本。对于硬件厂商来说，降低内容门槛后能够为消费者提供更多的内容支持，形成互联互通的开放生态。目前 Oculus、Valve、Unity、Unreal、微软等主要软硬件厂商与平台都先后宣布加入 OpenXR。形成统一标准后，应用研发的门槛和成本下降，将进一步增加 VR/AR 生态内容数量，降低内容的研发难度，吸引消费者和内容开发者进入产业之中。

图 43：OpenXR 标准



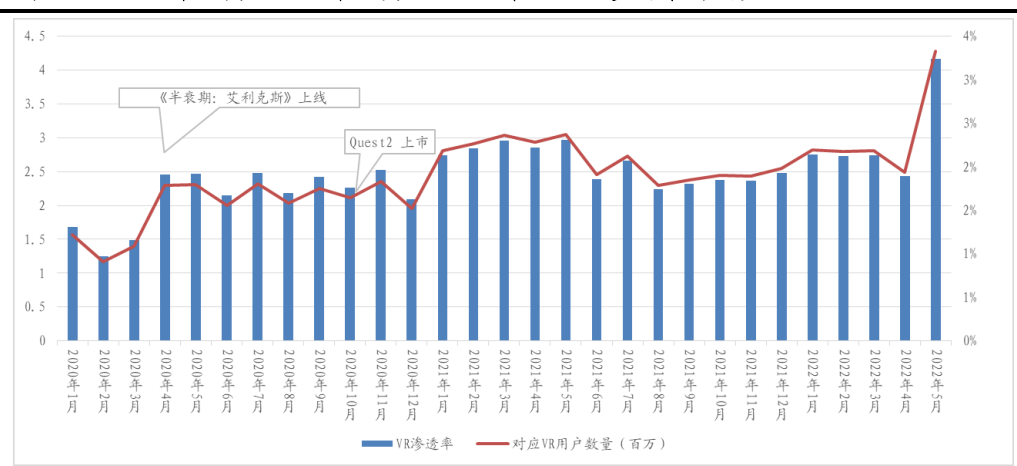
资料来源：青亭网，中原证券

在平台 VR 用户规模方面，Steam 平台的 VR 设备渗透率虽然短期波动，但总体呈现波动中向上的趋势，截止至 2022 年 2 月基本能够维持在 2% 左右的渗透率水平。假设取 2020 年 1.65% 的月平均渗透率和 2021 年 2.02% 的月平均渗透率，并结合 Steam 平台公布的 2020 年 1.2 亿以及 2021 年 1.32 亿的月活跃用户规模来看，粗略估算下 Steam 平台 VR 设备的月活跃用户数量从 2020 年的 198 万增长至 2021 年的 267 万，增幅 34.8%。同时结合 2020 年和 2021 年 Steam 平台年度数据显示：2020 年 SteamVR 会话数量 1.04 亿，新增用户 170 万，VR 收入增长 71%，VR 游戏时间增加 30%，销量增长 32%；2021 年 SteamVR 会话数量达到 1.27 亿，

增长 22%，新增用户 188.7 万，同比增长 11%。综合以上数据可以看出目前 Steam 平台上 VR 用户规模和 VR 游戏需求处在持续稳定提升之中。

从每月 VR 渗透率变动的情况来看，在 2020 年 4 月首个真正意义上的 3A 级 VR 游戏《半衰期：艾利克斯》上线后，带动 Steam 平台 VR 的活跃渗透率从 3 月的 1.16% 大幅提升至 4 月的 1.91%。而 2020 年 10 月 Quest 2 发布后，平台的 VR 渗透率再上一个台阶。从爆款终端设备的上市以及爆款应用的上线两个方面验证了对 VR 行业用户规模以及活跃度的提振效应。

图 44：2020 年 1 月-2022 年 5 月 Steam 平台 VR 渗透率与用户规模



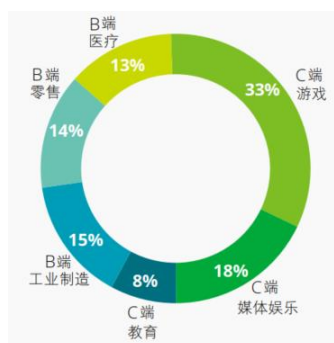
资料来源：Steam，青亭网，中原证券

注：VR 用户规模系结合 2020 年与 2021 年平均月活跃用户以及月渗透率粗略估算

6.3. 应用场景游戏先行，仍有大量应用场景待开发

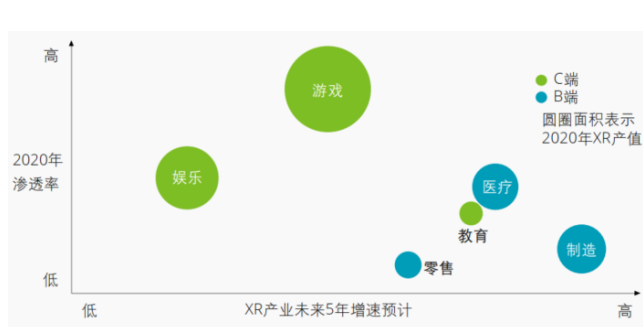
根据德勤公布数据显示，2020 年 VR/AR 领域以游戏、影视、娱乐教育为代表的 2C 消费端应用场景支出占比过半，游戏和娱乐的渗透率也最高，2B 应用主要以工业制造、医疗、零售业为主。

图 45：2020 年全球 VR/AR 下游应用行业支出占比



资料来源：德勤，Motor Intelligence，中原证券

图 46：XR 行业下游应用场景概览



资料来源：德勤，BIS，Statista，世界银行，中原证券

VR/AR+游戏

基于 VR 和 AR 各自的特点以及当前应用场景的规模情况，我们认为当下 VR 终端暂时无法做到足够轻量化和便携，社交功能欠缺，商业模式不够清晰，导致现阶段 VR 的应用场景受到了一定的限制。而游戏的商业模式足够成熟清晰，且 VR 特有的沉浸式特点与游戏应用天然

契合，因此游戏能够成为 VR 应用最先落地的场景，短期可以将 VR 设备暂时看作类游戏主机终端。AR 由于当前娱乐功能弱，技术难度高，设备相对昂贵，虚实共存的特点使其应用场景更偏向于 B 端，娱乐属性较弱。

VR/AR+教育

目前 VR 技术已经在中小学课程、高效课程以及职业培训等领域开始进行初步的探索应用，通过 VR 特有的游戏化、情景化等手段打造沉浸式和交互性的学习体验，将被动接受知识向主动体验知识升级，使课程更加生动形象，激发学习兴趣。并且虚拟环境中通过计算及图形技术的形式能够创造低成本和低风险的学习和实操环境，例如学科教育中的化学实验可以避免有毒环境以及试验器械操作不当引发的风险，职业培训中的高危环境以及昂贵器械也可以通过虚拟现实技术提供更加优化的解决方案。

VR/AR+影视/直播

在直播方面，VR 自身的沉浸式特点能够将现有的直播体验进行升级，360° 的环绕画面在各类新闻事件、体育赛事、音乐会、演唱会等大型活动中发挥作用，通过近眼显示功能使画面更加立体真实，使用者可以主动选择观看直播的位置而不是被动接受，使 VR 的使用者身在家中却仿佛置身现场一般。

VR/AR+社交

VR/AR 社交目前主要以虚拟形象的社交应用为主。与目前微信、QQ、微博等线上社交应用不同之处在于，微信等传统线上社交软件所满足的是无需见面就能够完成社交联系，对社交的即时性要求低；但 VR 社交虽然同样是在线上发生，但本质是在虚拟世界中见面且能够实现交互，对社交行为的即时性要求更高。未来包括游戏、影视、工作等各类 VR 应用可能都会加入不同程度的社交功能，打造一个虚拟的平行世界，VR 社交领域将迎来更加快速的发展。

VR/AR+工业

VR/AR 技术在工业产业领域能够赋能产品研发、装配、维修等多个环节，提升设计、测试、运营维护的可视化程度目前 AR 的远程协助解决方案开始受到企业的关注和使用，通过第一视角 AR、实时音视频、5G 通讯等技术的融合，远程专家能够指导一线现场人员对设备进行安装、维修，快速高效解决问题，帮助工业企业降本增效。在工业生产领域实操培训过程中，VR/AR 也能够将作业流程、操作步骤直接叠加至真实场景中，降低学习理解难度，提高学习效率。目前全球范围内多个国家的工业生产企业已经开始初步将 VR/AR 技术投入到工业生产制造领域之中。

VR/AR+其他应用场景

其他 VR/AR 技术应用场景还有 VR/AR+展示、VR/AR+医疗、VR/AR+健身、VR/AR+旅游、VR/AR+电商等。VR 凭借私密性、沉浸感决定了其在游戏、娱乐、教育社交等领域具有天然的优势，AR 能够与现实世界交互联通的特点决定了其在工作、生产等领域能够发挥更大的作用。

Oculus Quest 2 作为一款当前消费级 VR 头显终端设备，出货量的增长正在带动 VR 应用数量快速增加，目前 AR 领域尚未出现消费级终端设备，一旦出现可能将加速 AR 在下游应用领域的发展。

6.4. 国际巨头纷纷入局，产业飞轮将启

Oculus Quest2 的上市推动 VR 头显设备出货量大幅增长，苹果、索尼、微软等国际互联网巨头公司的下一代头显终端也将陆续推出，硬件设备技术的升级迭代将带来使用体验的提升，应用数量的增加拓宽使用场景，硬件迭代+内容生态的双轮驱动将加快 VR/AR 在大众消费端的普及。Meta CEO 马克·扎克伯格在发布首款 Quest 头显设备时曾提出过：当活跃用户达到 1000 万时，VR 生态的开发者才能获得足够收益，当跨过 1000 万的门槛，内容和生态系统将会有爆发性的增长。基于“1000 万台奇点”理论，当前时点对于虚拟现实产业而言正是终端销售量以及活跃用户规模大幅增长，迎来 1000 万台的奇点时刻。对于 VR/AR 产业来说，硬件设备出货量和活跃用户的增长会进一步吸引更多入局者完善产业生态，产业生态的完善、使用体验的升级以及应用场景的拓宽将再进一步带动更多的终端设备需求，从而形成“硬件出货量提升-入局者增加-产业生态完善-应用场景拓宽-硬件出货量提升”的良性循环。

从当下的应用场景来看，VR 的应用场景仍处于 C 端先行的阶段，游戏、视频、教育等承担了当前的虚拟现实技术的主要应用场景，AR 则主要集中在 B 端且应用场景比较分散，娱乐属性弱。如果未来 VR/AR 技术进一步突破，产业体系更加成熟完善后会应用场景自然也将被拓展。VR 技术基于其沉浸式特点将向更加垂直的深度体验领域挖掘更多的可能性，同时伴随设备轻量化、便携化、渗透率的提升将逐渐拓宽应用场景，摆脱单一的游戏功能，在社交、工作、教育、直播、购物等领域发挥更大的作用。AR 则基于其与现实世界交互、轻量化、可移动的特点，将会拓宽至更多社交、工作、娱乐、生活等个性化应用场景。但不论 VR 还是 AR 技术，应用场景的发展核心都是与现在各类产业进行深度融合，弥补当前手机终端无法实现各类沉浸式体验的缺陷。经过硬件技术持续的迭代升级和应用场景的拓宽双轮驱动后，VR/AR 产业的飞轮效应将逐渐显现，对手机终端形成有效补充甚至可能一定程度上取代手机的地位，成为下一代通用型终端设备。

7. 投资建议及关注公司

7.1. 投资建议

2022 年内外因素叠加带来阶段性影响，导致传媒板块走势较弱，但随着商誉风险、政策监管等长期因素影响力的减弱以及短期疫情的好转，传媒板块的业绩基本面以及估值水平有望迎来修复。投资主线上短期建议关注能够受益于疫情后恢复，环比能够实现大幅增长的领域例如电影和广告，中长期关注具备持续性增长潜力以及新技术普及带来增长空间的行业例如游戏和 VR/AR。

游戏板块：监管政策边际回暖，版号重启有望驱动新游戏研发、上线进度常态化，带动国

内游戏市场规模增长。国内游戏产业精品化发展趋势下游戏用户付费意愿提升为游戏市场中长期的增长提供驱动力，国内游戏公司加大出海战略投入，通过手游领域的差异化优势有望在海外延续高增长态势。

电影板块：短期疫情影响难以避免，预计将对 2022 上半年持续带来影响。但随社会面秩序恢复正常，近期票房表现好转明显，影院营业率将随上海地区影院逐渐开发而进一步提升，催动电影内容供给恢复，双重驱动下国内电影市场自 Q3 开始有望进入全面复苏阶段。渠道端关注龙头市场占有率长期提升趋势。

广告板块：疫情影响短期经济、消费数据，广告投放需求减弱，但随社会秩序正常后社会消费品零售总额、实物商品网上销售等数据开始回升，预计广告主投放需求也将随宏观经济好转出现回升。中长期角度，国内广告市场规模将双重受益于 GDP 的增长和广告行业占 GDP 比重的提升，仍有较大的增长空间。但考虑广告行业有一定的后周期属性，因此预计广告主投放需求和规模增长的进度将小幅滞后于经济恢复周期。

VR/AR：我们认为在元宇宙所涉及的多个底层技术中，VR/AR 作为通向虚拟世界的必需设备，其重要性不言而喻。当前 VR 设备进入出货量快速增长阶段，AR 略滞后于 VR。短期来看，目前 VR 和 AR 应用场景中确定性较高、落地速度快、商业化程度高，规模较大的依然是游戏领域，目前 VR 游戏领域大型游戏和中小游戏并存，竞争格局未定，即使是中小游戏研发商也能够通过差异化和创新型产品获得更多的破局机会。

7.2. 建议关注公司

三七互娱：公司坚持“精品化、多元化、全球化”战略，在国内市场和海外市场均能够保持较好的成绩。Q3 上线手游《斗罗大陆：魂师对决》首月流水超 7 亿；海外市场上，来自于海外的营业收入连续两年增速超 100%，海外地区收入占比不断提升。根据 SensorTower 最新数据，公司排在 2022 年 4 月中国手游发行商收入榜第 5 位，《Puzzles&Survival》排在同期中国手游出海收入第 5 位，《云上城之歌》排在第 11 位。公司目前储备项目数量比较多，持续加大研发投入，用户付费周期拉长，经营流水和利润率有望进一步优化。

吉比特：头部产品《问道手游》以及《问道》依靠长线运营、持续内容迭代开发依然保持较好的生命力，构成公司的业绩基本盘。自研修仙放置类新品《一念逍遥》上线后表现较好，在 App Store 畅销榜平均排名第 11 名，贡献主要增量收入和利润。公司目前储备产品较多，部分已经获得版号，预计将陆续排期上线。公司表示未来新立项产品必须面向全球市场，有望进一步打开海外市场空间，保障业绩增长。

完美世界：公司 2021 年 12 月上线新产品《幻塔》，首月新增用户过千万，流水近 5 亿元，产品利润将在 2022 年开始逐渐释放。根据七麦数据显示，《幻塔》开启 2.0 版本活动后，其 iOS 游戏畅销榜排名一度跃升至第 11 名。另外《梦幻新诛仙》于 2021 年中上线，截止至 2021 年末累计流水近 16 亿元。《幻塔》与《梦幻新诛仙》的良好表现预计将在 2022 年持续为公司提供业绩。国内产品出海方面，《梦幻新诛仙》手游于 2022 年 3 月 17 日上线海外市场，《幻塔》

手游近期在海外多地开启测试，预计年内也将上线海外市场。公司现有《完美新世界》、《一拳超人：世界》、《诛仙2》、《百万亚瑟王》、《诛仙世界》等项目正在筹备或研发进程中，储备的多款产品相比公司以往产品也更加适合海外市场，有望推动公司海外业务的稳健增长。

万达电影：全国院线以及影投龙头公司，上座率、平均票价、非票业务收入占比、单银幕产出票房等经营数据显著高于行业平均水平，经营效率优势明显，在疫后复苏阶段有望率先恢复。公司在关闭部分低效影城同时继续以稳定合理步伐新建影院并加快推进轻资产模式影院发展，未来市场占有率有望进一步提升。另外公司积极探索实景娱乐、剧本杀、盲盒卖品、自有茶饮品牌等多样化收入来源，降低疫情带来的部分风险。在内容端，公司储备也较为丰富，主投主控的影片《外太空的莫扎特》、《你是我的春天》已定档暑期档，其余还有《哥，你好》、《想见你》、《维和防暴队》、《天星术》等影片将陆续定档上映。

光线传媒：国内电影内容头部公司之一，在动画电影赛道具备独特优势，积累了中国神话宇宙动画 IP 并推出包括《哪吒之魔童降世》、《姜子牙》等优质动画电影作品。在真人电影领域公司也有较好的表现，《你的婚礼》、《以年为单位的恋爱》、《如果声音不记得》等主投主控影片票房表现较好。艺人经纪方面培养了较多的新人演员，一方面通过旗下新人参与公司制作影片有利于控制成本，提升新人的知名度；另一方面新人演员知名度和商业价值提升后又推动公司经纪业务的业绩增长。

分众传媒：根据 CTR 数据显示，线下广告投放渠道中，电梯 LCD 和电梯海报连续多年保持较高的景气度。分众是国内最大的办公楼和社区媒体集团，掌握一二线城市核心楼宇媒体点位资源以及线下人群流量入口。根据第三方数据显示，公司楼宇媒体点位数量排名第一，市场份额领先于 2 至 5 位竞争对手之和的 1.8 倍，同时公司动态调整媒体点位结构，增加高效核心城市点位，淘汰低效点位，带动平均单点位盈利能力提升。公司核心客户中日用消费品类客户是最大的收入来源，投放需求相对稳定。公司通过提升数字化、智能化营销能力，在降低成本的同时提升广告投放的精准度，增强公司点位的投放价值。短期可能受疫情影响上半年业绩，但中长期将持续受益于国内广告市场的稳定增长和公司自身点位投放价值的提升。

果麦文化：公司主营业务突出，在内容创作领域具有优质的作者资源、图书 IP 以及图书策划能力，通过公版图书和版权图书双线发力的方式持续提升公司图书产品的内容质量并创造高销量。在销售上独创“CBC”销售模式，全网持续运营互联网产品账号超 70 个，覆盖粉丝总量达到 6300 万，利用在新媒体渠道的优势实现公司图书销量的增长并解决图书行业退货滞销的痛点。

恺英网络：聚焦核心的游戏业务，确立了“自研、发行以及投资+IP”三大业务板块。在研发端，稳固传奇类产品优势的同时加大对于多元化品类的探索，形成丰富的产品矩阵；在发行端，通过自有发行团队以及与外部发行团队合作的形式逐步完善内外部结合发行体系；投资+IP 端，在推动战略投资企业与公司发行业务形成强业务协同的同时积极积累各类 IP，为公司研发体系提供 IP 支持并赋能投资企业高速发展。不断增强的研发能力以及更加丰富的游戏产品矩阵有望持续带动公司业绩增长。

芒果超媒：核心主业芒果 TV 互联网视频业务（广告+会员+运营商）保持稳健增长，在国内主流视频平台中率先实现稳定盈利，业务发展具备可持续性。2021 年公司原创综艺以及综 N 代节目均能够创造较好的播映成绩，带动广告招商以及会员数量增长明显。2022 年上线综艺节目《声生不息》、《乘风破浪 3》收视表现和招商效果表现较好，目前公司还有较多的原创综艺、“综 N 代”以及影视剧集项目储备待播映。另外公司作为国有媒体平台，兼顾内容的商业效应和社会效应，在内容积极创新同时保持较强的敏感性和更加严格的内容把控，受内容政策风险的影响可能更小。新业务方面，垂直内容电商平台小芒电商在持续的品牌建设中，未来有望为公司提供正向的利润贡献。公司还在积极探索虚拟主持人、5G+、NFT、VR 等新技术的落地和应用。

表 6：重点公司估值表

公司简称	总股本 (亿股)	流通股 (亿股)	股价（元） (6 月 20 日)	EPS		每股净资产 (22AQ1)	PE（倍）		PB (22AQ1)	投资评级
				2022E	2023E		2022E	2023E		
三七互娱	22.18	15.31	23.01	1.48	1.80	5.20	15.55	12.78	4.42	买入
完美世界	19.40	18.27	14.40	0.97	1.09	5.62	14.85	13.21	2.56	买入
吉比特	0.72	0.72	374.50	23.11	26.48	68.71	16.21	14.14	5.45	买入
万达电影	22.31	21.51	12.72	0.02	0.45	4.05	636.00	28.27	3.14	增持
光线传媒	29.34	27.87	8.74	0.22	0.29	3.26	39.73	30.14	2.68	增持
分众传媒	144.42	144.42	6.50	0.36	0.45	1.34	18.06	14.44	4.86	买入
恺英网络	21.53	16.44	5.58	0.32	0.40	1.70	17.44	13.95	3.28	增持
果麦文化	0.72	0.18	33.90	0.95	1.32	7.80	35.68	25.68	4.35	增持
芒果超媒	18.71	10.22	36.83	1.35	1.59	9.34	27.28	23.16	3.94	买入

资料来源：Wind，中原证券

8. 风险提示

疫情持续反复；宏观经济下行；政策监管超预期收紧；市场竞争加剧；文化产品质量不及预期；项目制特点导致公司业绩波动

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。