

传媒行业2022年中期投资策略

把握文化数字化主线，关注重点项目上线进展

西南证券研究发展中心
传媒研究团队
2022年6月

核心观点

2022年下半年看好文化数字化板块：

- 2022年5月下旬，两办印发《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》，《意见》提出8项重点任务，提出加快文化产业数字化布局，促进文化和科技深度融合，集成运用先进适用技术，增强文化的传播力、吸引力、感染力，指明了文化和科技融合的重点与方向，在文化数据采集、加工、交易、分发、呈现等领域培育一批新型文化企业；
- 2022年6月以来，央媒接连发文《善用数字藏品，拓展应用场景》《为文化强国筑牢“数字基石”》，同时人民网已多次科普数字藏品概念，提及文化数字化的重要性，数字藏品拓展应用场景的可能性。6月17日，新华网、上海文交所等权威机构联合发起，设立国家级数字文创规范治理生态矩阵，同时发布《数字文创规范治理生态矩阵公约》；
- **数字藏品有望作为文化与数字化的交叉领域：**1) “文化IP+数字藏品”有望打开新的创作领域，有助于我国文化的传播与输出，促进文化繁荣，提高文化的重视程度，后续有望伴随相关政策法规健全配套迎来价值兑现，或蕴含较大的产业发展趋势，行业有望在规范化、合法合规的前提下健康发展。《意见》提出后，文化的价值有望得到进一步彰显；2) 传统营销的新业态逐步形成，关注后续应用场景拓展。数字藏品可作为一种营销新方式与传统营销相结合，拓宽流量获取与内容发行渠道，有望形成新的增长极；3) 数字藏品市场方兴未艾，热度较高，从供需来看，仍处于供不应求状态，潜在空间仍然较大。
- **相关公司：**布局数字文化内容平台与文交所相关领域的公司，如芒果超媒、三人行、华扬联众、蓝色光标、视觉中国、中手游、元隆雅图、博瑞传播、中文在线、浙文互联、天下秀等。
- **风险提示：**行业政策监管的风险，产业进展不及预期的风险，交易政策监管的风险。

核心观点

2022年下半年看好游戏与工业电商板块：

- **游戏市场持续扩容，行业政策或已筑底，后续版号发放有望回归常态。**游戏行业版号重发有望提振整体板块估值，政策影响边际趋缓明显，前期带来板块阶段性调整或已充分反映，情绪得到充分释放，游戏行业估值底也逐步完成从20X向15X的切换，板块估值已足够低，具备较好的安全边际；2022年6月新一批版号数量为60个，显著多于4月(45个)，政策影响得到基本缓解，拐点或已出现。未来版号发放有望常态化，“低估值弹性+业绩支撑”有望继续带动上行。
- **配置方面，建议关注有“充足产品储备+清晰的产品/版本上线或发行时间线+业绩基本面较为扎实+估值相对较低”的相关游戏标的，在政策筑底，游戏版号重发后，建议关注后续产品储备丰富，爆款几率较高的公司，如完美世界、三七互娱、吉比特等。**
- **工业电商前景广阔。**1) 2022年1月，国务院印发《“十四五”数字经济发展规划》，到2025年，数字经济核心产业增加值占GDP比重将达到10%。《规划》提到八大任务，包含优化升级数字基础设施、大力推进产业数字化转型、加快推动数字产业化等方面；2) 工业品电商渗透率上行空间较大。据艾瑞咨询数据，2020年我国工业品市场规模10.6万亿元，工业品B2B电商市场规模约4700亿元，线上渗透率仅4.5%。在疫情反复的背景下，部分传统线下经销模式或将转为线上进行，兼具较高的便捷性与灵活性，同时通过工业电商渠道有利于企业提质增效。我们认为，《规划》有望持续推动工业互联网发展，或促进相关企业数字化服务体系建立健全，且工业电商渗透率尚低，增长空间较大，未来前景值得期待。
- **配置方面，建议关注国内领先的工业B2B电商平台，产业互联网龙头企业，具备多品类竞争优势兼具高成长性的公司，如国联股份。**
- **风险提示：**游戏行业政策监管的风险，工业电商拓展不及预期的风险，交易政策监管的风险。

目 录

1 传媒行业2022中期市场表现回顾

2 2022年行业投资策略

数字藏品：政策鼓励+产业链完善+应用场景拓宽

游戏：政策筑底+版号重发+海外发行

工业电商：政策筑底+潜在市场巨大+数字化转型期

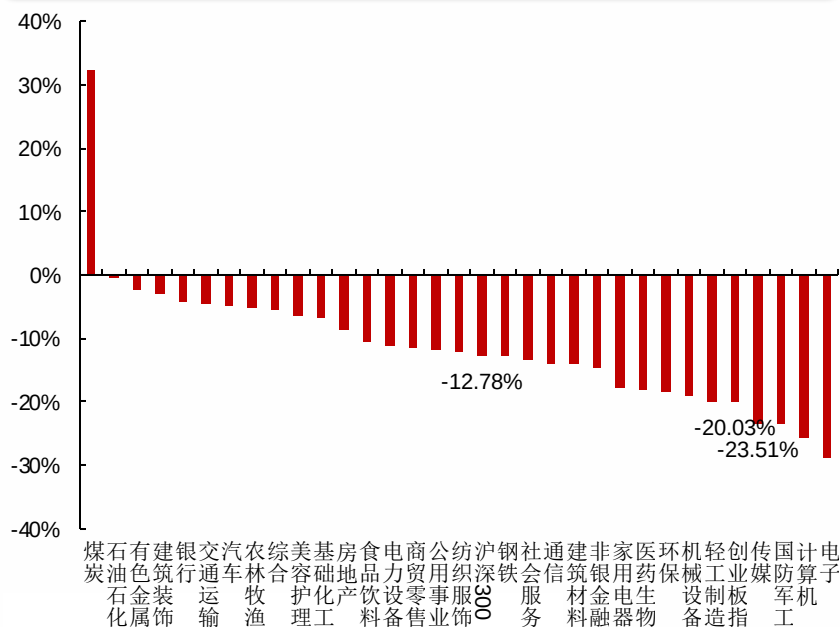
3 2022年重点推荐投资标的

传媒行业2022年中期市场表现回顾

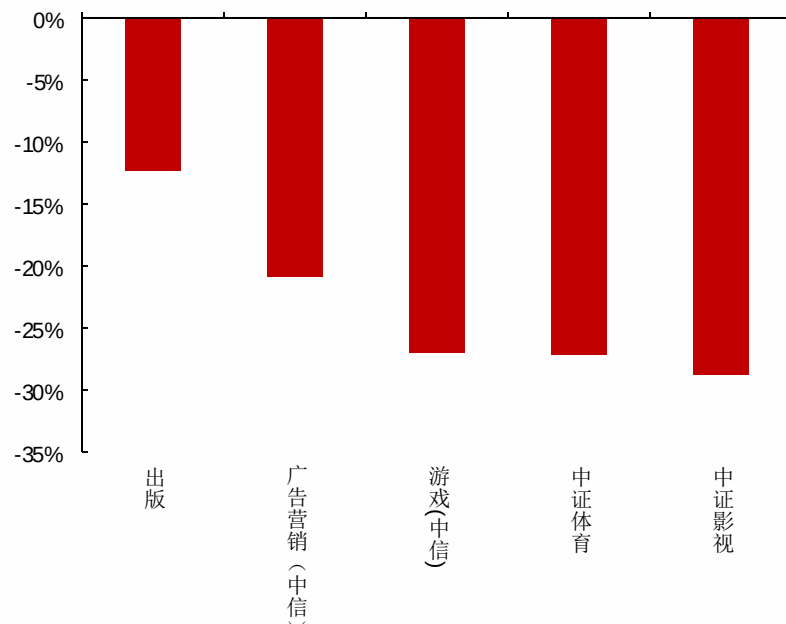
2022年传媒行业中期复盘：从涨跌幅排名来看

截至2022年6月17日，传媒行业指数下跌23.5%，跑输沪深300指数10.7pp，跑输创业板指数3.5pp。年初以来，传媒行业跌幅最小的子行业是出版行业，下跌约12.3%；中证影视指数跌幅最大，下跌约28.7%。

年初以来全行业行情



年初以来传媒行业子行业行情



数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

传媒行业2022年中期市场表现回顾

2022年传媒行业中期复盘：从估值来看

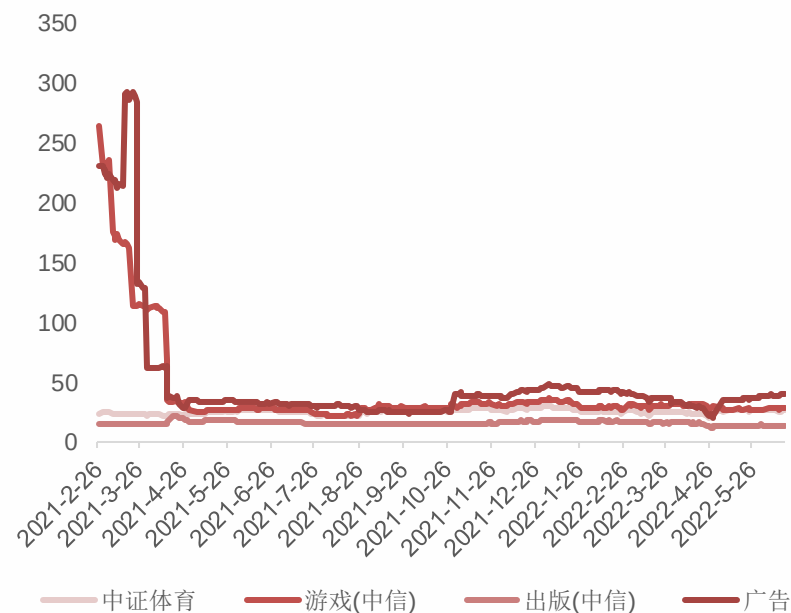
横向看，传媒板块各子行业市盈率都处于历史较低水平；其中，出版行业市盈率（14倍）最低，广告行业市盈率（39倍）最高。

纵向看，当前传媒行业PE（TTM）为27倍，处于历史估值中枢以下。

过去五年传媒行业估值水平PE（TTM）



传媒行业部分子行业市盈率（TTM）



数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

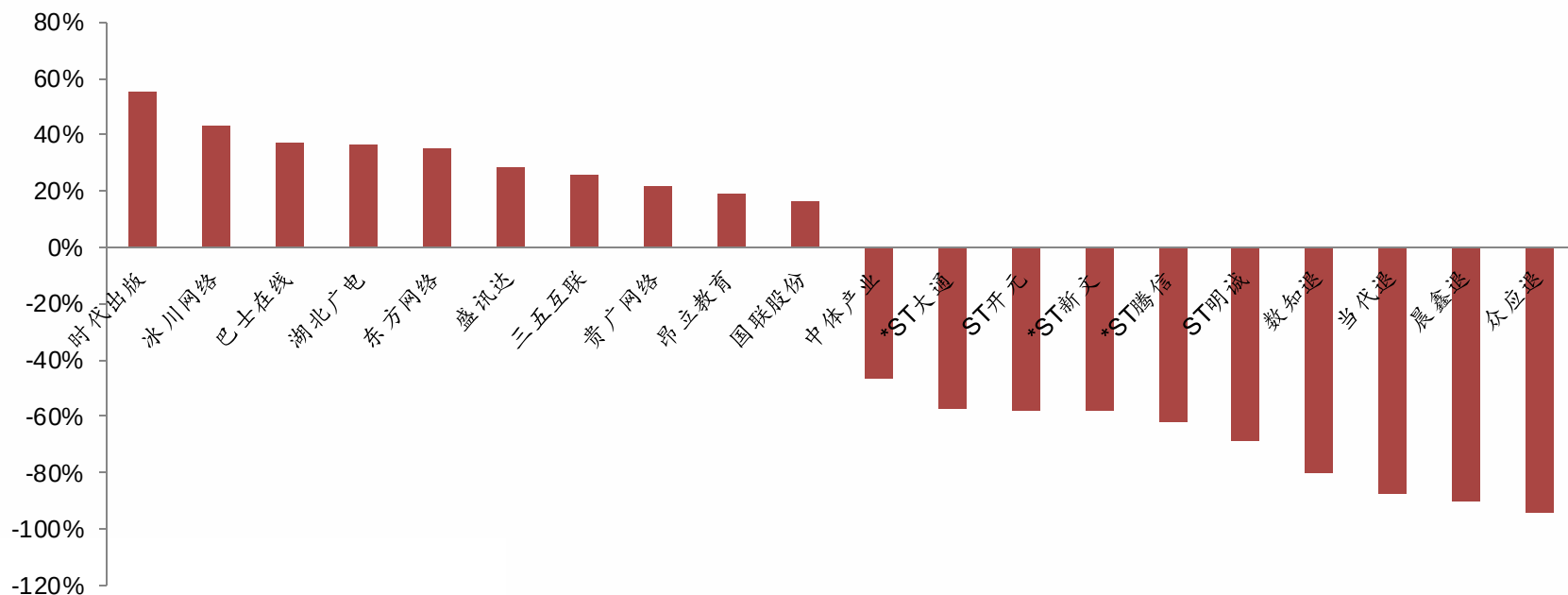
传媒行业2022中期市场表现回顾

2022年传媒行业中期复盘：从个股涨跌幅来看

截至2022年6月17日，传媒行业分化明显，有26只股票涨跌幅为正，76只股票跌幅小于整体传媒行业跌幅，有72只股票跌幅大于整体行业跌幅。

时代出版、冰川网络、巴士在线、湖北广电、东方网络涨幅较大，为行业涨幅前五名。

年初以来传媒行业个股涨跌幅排名



数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

目 录

1 传媒行业2022中期市场表现回顾

2 2022年行业投资策略

数字藏品：政策鼓励+产业链完善+应用场景拓宽

游戏：政策筑底+版号重发+海外发行

工业电商：政策筑底+潜在市场巨大+数字化转型期

3 2022年重点推荐投资标的

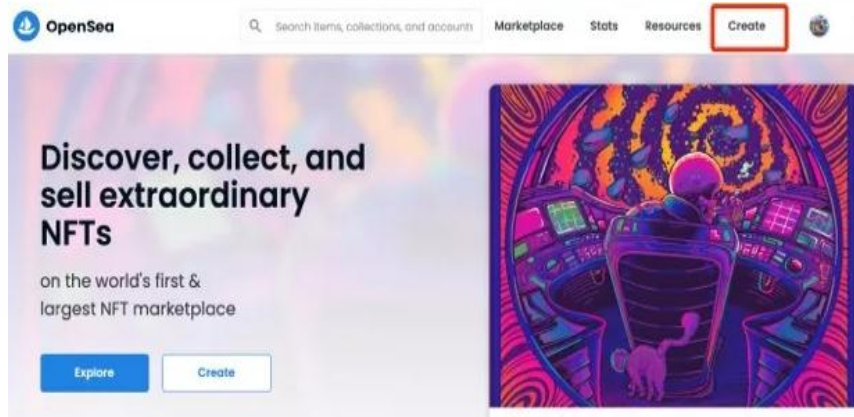
数字藏品定义：利用区块链技术生成的唯一数字凭证

NFT(Non-fungible Token)：译为非同质化通证，即通过区块链技术，注册具有唯一性的数字证书，以此来记录艺术品或收藏品的资产所有权。使数字内容资产化；保证资产的唯一性、真实性和永久性；去中心化的交易模式是NFT最重要的三大价值。

数字藏品 (DigitalCollectibles)：指使用区块链技术，对应特定的作品、艺术品生成的唯一数字凭证，在保护其数字版权的基础上，可防篡改和溯源，实现真实可信的数字化发行、购买、收藏和使用；并赋予其相应的版权权利，能将藏品和数字版权合二为一。

2021年9月，央行等10部门发布《关于进一步防范和处置虚拟货币交易炒作风险的通知》明确虚拟货币不具有与法定货币等同的法律地位，相关业务活动属于非法金融活动。为排除与金融货币的关系，2021年10月，国内各大发行平台将产品改名为“数字藏品”。

国外NFT交易平台 OpenSea



数据来源：OpenSea，西南证券整理
www.swsc.com.cn

国内数字藏品版权分发平台 有鱼艺术



数据来源：有鱼艺术，西南证券整理

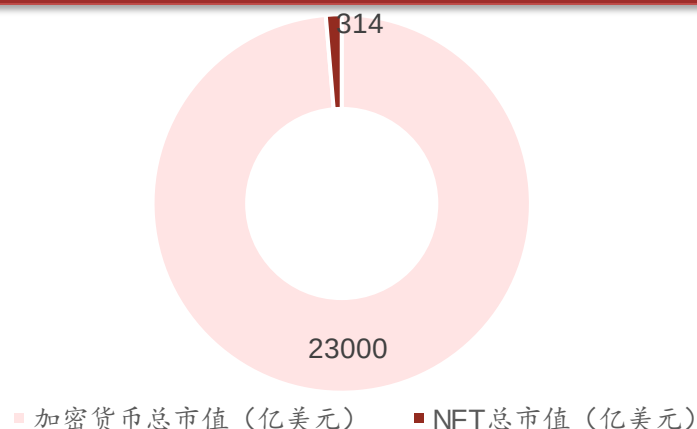
数字藏品市场：行业较为分散，格局尚未固化

全球NFT市场：市场2021年全球NFT市场交易总规模超196亿美元，总市值约314亿美元，约占加密货币的1.4%，相比之下仍有较为广阔的上升空间。

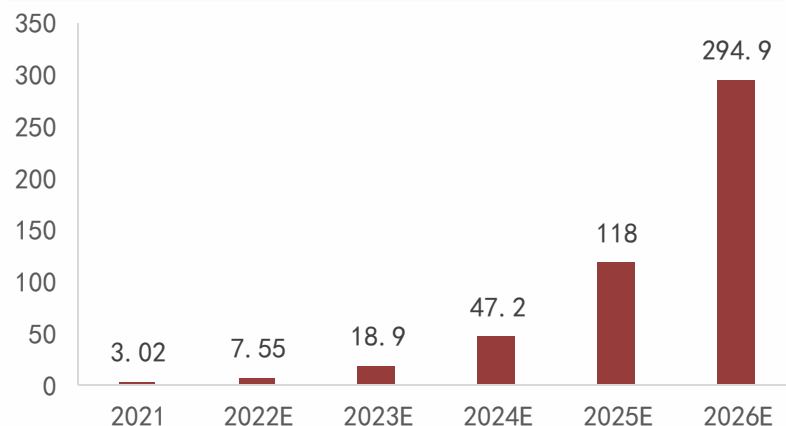
2019年-2021年NFT以太坊区块链总交易量由2453万美元增长至177亿美元，增幅超2350%；总销售量由2019年的162万件增长至2021年的2741万件，增幅逾1800%；买家由2019年的4.4万增长至2021年的230.2万，卖家由2.5万增长至119.8万。

国内数字藏品市场：据元飞船统计，目前国内上线的数字藏品平台已逾600家，在国内正式上线不到一年的时间里，各发售平台发售物品数量约456万个，总发行量市值约1.5亿，平均售价约33.33元。按目前国内数字藏品销售额以及全球NFT增长率为基础，**预测我国数字藏品市场规模在2026年将达到294.9亿元，上行空间较大。**

2021年全球NFT总市值占比



中国数字藏品市场规模预测（亿元）



数据来源：1Confirmation，西南证券整理
www.swsc.com.cn

数据来源：东滩智库，西南证券整理

数字藏品产业政策

数字藏品行业前景值得期待。2022年初以来，国家陆续出台各类发展规划与指导意见等，部署实施文化产业数字化战略，加快发展新型文化企业、文化业态、文化消费模式。实施文化产业数字化战略是我国建成文化强国的重要战略选择，借助文化数字化政策的东风，数字藏品有望赋能传统文化传播与输出，后续或伴随相关政策健全配套迎来价值兑现，市场潜在空间较大。

时间	相关表述	内容
2022.01	《国务院关于印发“十四五”数字经济发展规划的通知》	1) 到2025年，数字经济迈向全面扩展期，数字经济核心产业增加值占GDP比重达到10%； 2) 数据要素市场体系初步建立，产业数字化转型迈上新台阶，数字产业化水平显著提升，数字化公共服务更加普惠均等，数字经济治理体系更加完善； 3) 展望2035年，数字经济将迈向繁荣成熟期，力争形成统一公平、竞争有序、成熟完备的数字经济现代市场体系，数字经济发展基础、产业体系发展水平位居世界前列。
2022.01	《国家发展改革委等部门关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》	近年来我国平台经济快速发展，在经济社会发展全局中的地位和作用日益突显。为进一步推动平台经济规范健康持续发展，要健全完善规则制度；提升监管能力和水平；优化发展环境；增强创新发展能力；赋能经济转型发展；完善相关保障措施。
2022.05	《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》	提出8项重点任务。 一是统筹利用文化领域已建或在建数字化工程和数据库所形成的成果，关联形成中华文化数据库；二是夯实文化数字化基础设施；三是鼓励多元主体依托国家文化专网，共同搭建文化数据服务平台；四是鼓励和支持各类文化机构接入国家文化专网；五是发展数字化文化消费新场景；六是提升公共文化服务数字化水平；七是加快文化产业数字化布局；八是构建文化数字化治理体系。
2022.06	《善用数字藏品 拓展应用场景》	人民日报提出要善用数字藏品的正向价值，让其远离炒作，激发更多新动能，为人民美好生活需要提供更多选择。
2022.06	《数字文创规范治理生态矩阵公约》	《数字文创公约》在数字文创和数字知识产权保护开发、规范治理、预警防控等方面提出“数字文创规范治理十一条”权威建议，主要包括： 1) 禁止开展NFT（非同质化代币）业务；2) 对数字藏品、元宇宙等活动进行风险监测与预警；3) 对数字文创业务存在的潜在风险和隐患开展约束规范；4) 倡导数字文创产品应当注重培育和践行社会主义核心价值观；5) 鼓励服务数字经济高质量场景应用和赋能实体经济等。

数据来源：各政府部门官网，人民日报，西南证券整理

www.swsc.com.cn

数字藏品产业政策

多平台布局数字藏品，文交所重要性逐步显现。文交所是文化产权的交易场所，文交所在数字藏品的交易过程中主要起着产权交易、投资引导、项目融资、权益评估等作用。

时间	相关文件	内容
2010.04	银发【2010】第94号文《关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》	明确提出对文化产权交易所的建设提供直接融资支持、保险支持和财政支持。文交所的成立，是贯彻落实《国务院关于印发文化产业振兴规划的通知》精神的重大举措和保障。
2012.10	《共同诚信自律宣言》	北京、天津、广东、等18个省、市、自治区的26家文化产权交易平台机构共同发起成立第一个全国性文化产权交易行业自律组织“全国文化产权交易共同市场”，同时第一届第一次理事会同期举行。会议通过了共同市场章程，发布了《共同诚信自律宣言》。
2011.12	文市发【2011】55号《文化部关于加强艺术品市场管理工作的通知》	大力加强艺术品市场建设；依法规范艺术品市场交易秩序；切实执行艺术品市场管理制度；积极推进艺术品市场立法进程。
2011.12	中宣发【2011】49号文《关于贯彻落实国务院决定加强文化产权交易和艺术品交易管理的意见》	国家重点支持上海和深圳两个资本市场成熟、产权交易基础好的城市设立文化产权交易所作为试点。
2011.11	国发【2011】38号文《国务院关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》	高度重视各类交易场所违法交易活动蕴藏的风险；建立分工明确、密切协作的工作机制；健全管理制度、严格管理程序；稳妥推进清理整顿工作。

数据来源：各政府部门官网，西南证券整理

数字藏品产业政策

全国部分文交所概览

文交所	简介
上海文交所 (国家级文交所/国内首家文交所)	由上海联合产权交易所、解放日报报业集团、上海精文投资公司联合投资创立，上海文交所积极贯彻国家“十四五”规划提出的“文化产业数字化战略”，是“完善国有文化资产管理体制机制”和“国家文化大数据体系建设”的重要抓手和核心承载机构。
北京文交中心 (综合性文化产权交易平台)	北京文投集团控股、中国文化产业集团等央企参股的纯国有交易机构，致力于打造文化产权交易平台、文化产业“互联网+”投融资平台、文化企业孵化平台、文化产权登记托管保护平台、文化产权信息发布平台五大平台。
成都文交所 (面向全国的综合性文化产权交易服务机构)	成都文交所是经四川省人民政府批准设立，2021年，中国数字图书馆有限责任公司与博瑞传播股份有限公司联合参与成都文交所重组，向成都文交所注入各级优势文化资源、金融资源，建设“一所多中心”“一所三平台”的文化资源集聚和交易平台。
海南国际文化艺术品交易中心 (中国唯一拥有线上、线下艺术品交易资质的股份制企业)	控股股东为西安大唐西市文化产业投资集团，将建设线上国际艺术品交易平台及艺术品中央商务中心、鉴定中心、评估中心、溯源中心、金融中心、大数据中心、仲裁中心、物流仓储中心等八大功能中心。
黑龙江北方文交所 (国有综合性文化产权交易服务机构)	黑龙江省文化体制改革和发展工作领导小组批准设立，由黑龙江省委宣传部直接领导，获得黑龙江省委宣传部批准进行无形资产交易业务。

数据来源：各部门官网，西南证券整理

知名数字藏品概览（不完全统计）



麦当劳“巨无霸魔方”



支付宝“敦煌飞天，九色鹿付款码皮肤”



“山东舰”数字藏品



《风起洛阳》主题数字藏品盲盒



“你好瓦特”数字藏品



“冰墩墩”数字盲盒

数据来源：各公司官网，百度，西南证券整理

www.swsc.com.cn

国内主要数字藏品平台

	平台名	区块链	主要产品	特点	模式
国内	鲸探	联盟链：蚂蚁链	敦煌飞天、九色鹿、刺客伍六七、我不是胖虎、吾皇猫	平台IP强势；类别以文化艺术类为主；作品数量可设置1-N份。	1) 主要通过联系艺术家进行创作和发售，未开放私人创作平台； 2) 不支持转让或交易，提供收藏、展示及有限制的转赠功能。
	幻核	联盟链：至信链	有声《十三邀》数字艺术收藏品	数字文创藏品将通过国家级版权交易保护联盟链超级节点取得“数字登记证明”并在公证处公证下进行上链。	1) 主要以私下渠道联系艺术家的形式发行，未开放私人创作。 2) 发行产品以收藏为主，不支持二次交易。
	元视觉	联盟链：长安链	大眼睛女孩、动物画语系列、齐白石·三虾图、国家级非遗传承人作品系列	生成唯一数字凭证，帮助艺术家创作的特定艺术作品，实现不可分拆、不可复制、不可篡改。	建设全球化的视觉内容创作者生态，在全球195个国家和地区拥有超过2000万注册用户，服务签约供稿人超50万名，版权资源丰富。
	MEME	联盟链：昆仑链	“方圆四寸”数字玉玺徽章、16人格川剧脸谱	集“故事+技术+艺术”之力，搭建元宇宙的数字资产枢纽，连接品牌、内容创作者和数字艺术家。	1) 对品牌方，助力“无形”的品牌价值转化为“有形”的品牌资产； 2) 对IP方，创新IP打造思路，将“共识”和“叙事”前置； 3) 对更广阔的市场主体，兼顾内容叙事和虚实场景融合。
	有鱼艺术	中国版权链	喜羊羊与灰太狼、仙剑奇侠传、大富翁、EDG	支持数字艺术品版权发行和二次交易转让 ，每次转让需向创作者支付版税，实现整个数字艺术品生态的良性运转。	1) 为用户提供拥有独立版权授权可验证的正版数字艺术品； 2) 平台上数字艺术品后续将在中手游自主研发的首个国风元宇宙《仙剑世界》中呈现。

数据来源：01区块链，西南证券整理

www.swsc.com.cn

数字藏品潜在价值或将逐步显现

“内容+数字藏品” 开拓全新创作领域，内容价值助力数字藏品国内发展：

- 数字藏品通过确权方式与文化产业结合，优化文化产业的产业链和价值链，进而或将催生出文化产业的新产品、新服务、新模式和新业态。数字藏品有望借助IP价值，打开新的创作领域，产生全新的内容价值重估，拓展新业务布局。未来优质的文化IP可能成为数字藏品市场的稀缺资源，或将成为不同数字藏品平台竞争的主要阵地；平台运营能力也将是关键所在，待产业生态成熟多元后，IP资源与运营能力或将是各平台的核心竞争力。

“强发行能力+传统文化” 拓宽供应与展示渠道，助力文化传播、扩大文化受众群体：

- 文化创意产业的核心在于创意内容的发布，未来随着创作门槛的降低，文化创意有望进一步彰显价值，数字藏品强发行能力+文化创意双轮驱动将进一步赋能悠久历史文化的传播与推广；
- 数字藏品作为文化创新载体，或将借助区块链技术助力传统文化资源以灵活多元化的方式呈现，不断拓展传统文化的影响力边界和受众群体。

目 录

1 传媒行业2022中期市场表现回顾

2 2022年行业投资策略

数字藏品：政策鼓励+产业链完善+应用场景拓宽

游戏：政策筑底+版号重发+海外发行

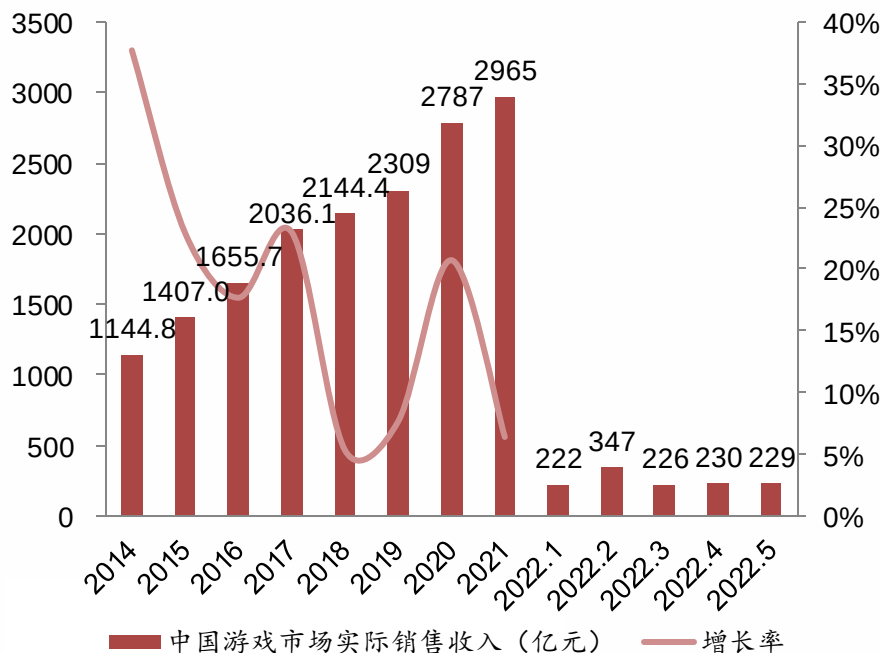
工业电商：政策筑底+潜在市场巨大+数字化转型期

3 2022年重点推荐投资标的

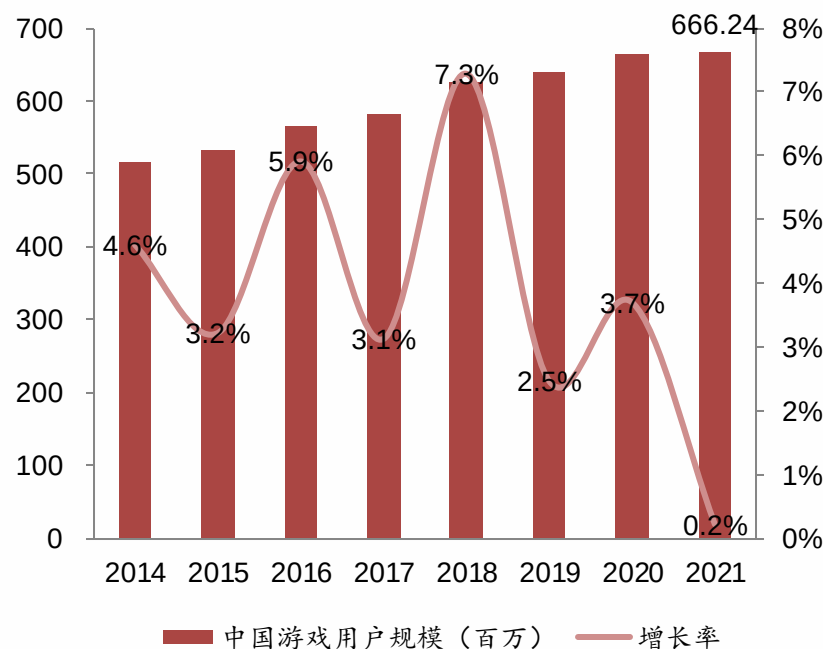
游戏市场：行业持续扩容，玩家数接近饱和

行业概述：2022年5月，中国游戏产业实际销售收入为229.2亿元，同比下降6.7%，呈现边际递减趋势；2017-2021年市场规模CAGR为10%。伴随着5G时代的来临，叠加互联网设备的普及，各品类游戏产品引领行业百花齐放。虽用户规模仅增长0.22%至6.66亿人，逐渐趋近于饱和，但各细分垂类游戏赛道如休闲类、女性向、卡牌类等均有精品化趋势，叠加游戏引擎技术的成熟，未来挖掘用户细分需求与个性化需求将成为重要的竞争方向。

2017-2022年5月中国游戏市场规模与增长率



中国游戏用户规模 (百万)



数据来源：中国音数协游戏工委 (GPC)，西南证券整理

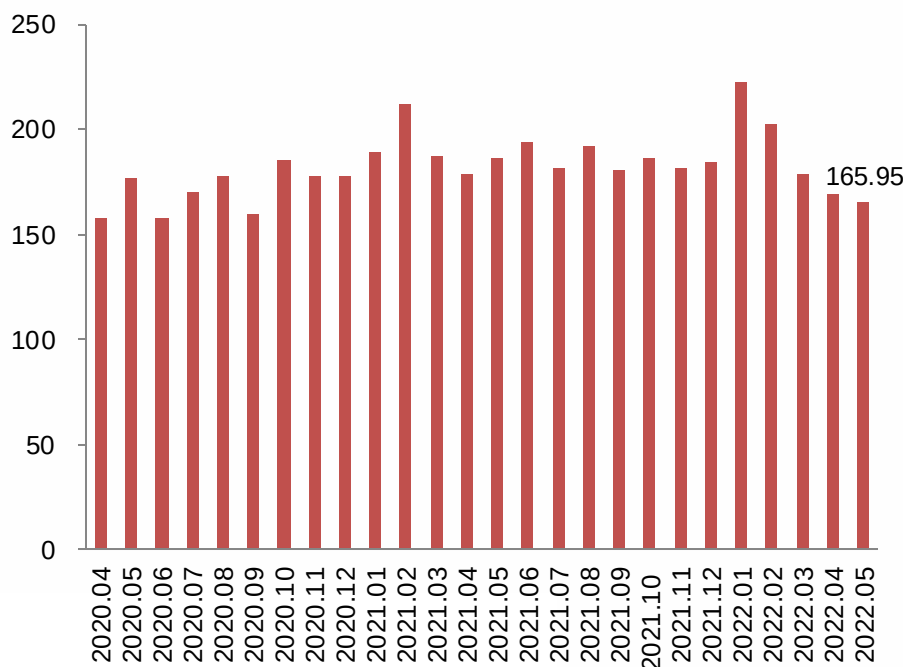
www.swsc.com.cn

市场规模：行业增长趋缓，移动游戏收入占比稳增

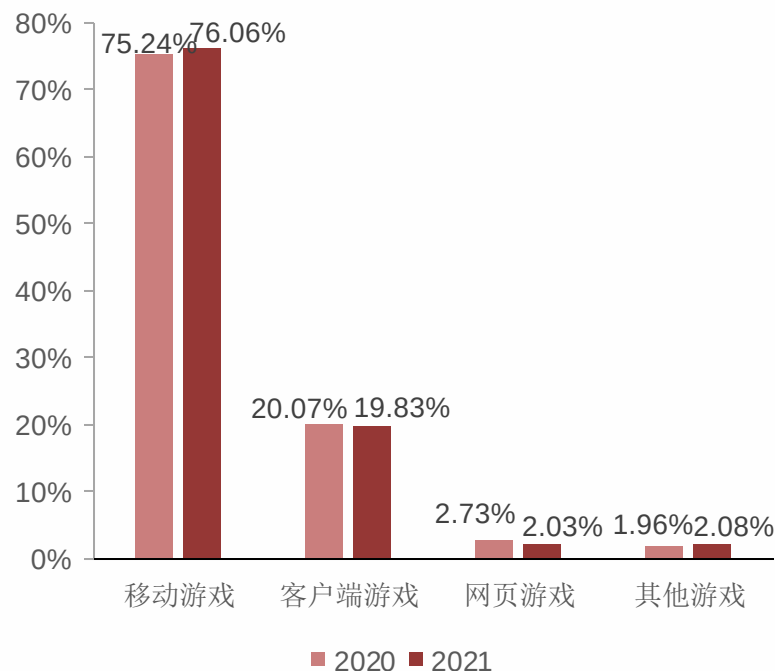
细分来看：

- 1) 移动游戏2022年5月实际销售收入为165.95亿元，同比下降10.9%；2017-2021年CAGR为18%，2021年增速下滑较为明显；
- 2) 客户端游戏2021年收入占比为19.8%，较2020年出现微降；
- 3) 网页游戏收入占比下降至2%，下降较为明显。

2020年4月-2022年5月中国移动游戏收入（亿元）



2021年中国游戏市场细分类型占比

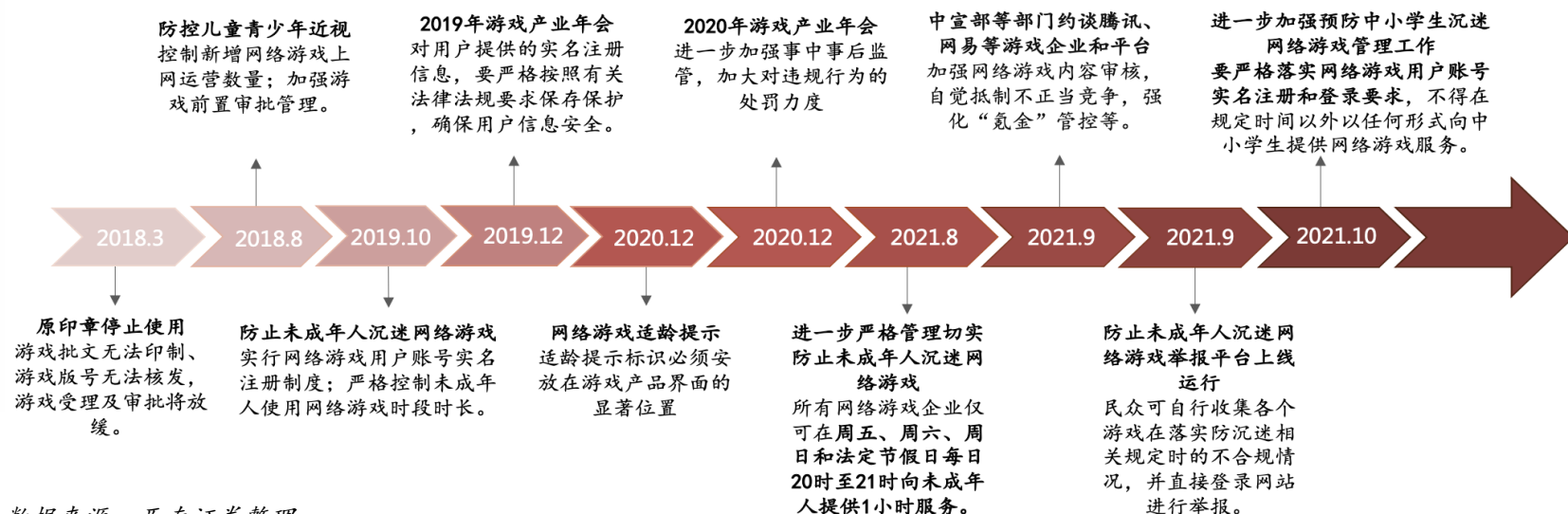


数据来源：中国音数协游戏工委（GPC），西南证券整理

政策面：行业政策逐步筑底，新一轮版号再次发放

政策面来看：1) 自去年国家新闻出版署官网7月22日公布7月国产网络游戏出版审批名单后，游戏行业已经度过9个月“空窗期”，2022年4月国家新闻出版署下发45款版号；2) 继2022年4月11日游戏版号恢复发放之后，6月7日，国家新闻出版署网站公布最新的60款国产网络游戏审批信息。其中，完美世界《黑猫奇闻社》、电魂网络《跃迁旅人》、浙数文化（边锋网络）《射手大冒险》和《贪吃蛇冒险之旅》、美盛文化《凡人神将传》等游戏均已获批。游戏行业版号重发有望再次提振整体板块估值，此次版号数量为60个，显著多于4月(45个)，政策影响或得到基本缓解，拐点已现，情绪已伴随前期的调整得到充分释放，整体估值底已足够低，安全边际较为充足，低估值弹性+业绩支撑有望继续带动上行，后续建议密切关注版号发放数量与发放进度。

2018-2022H1游戏行业政策梳理



数据来源：西南证券整理

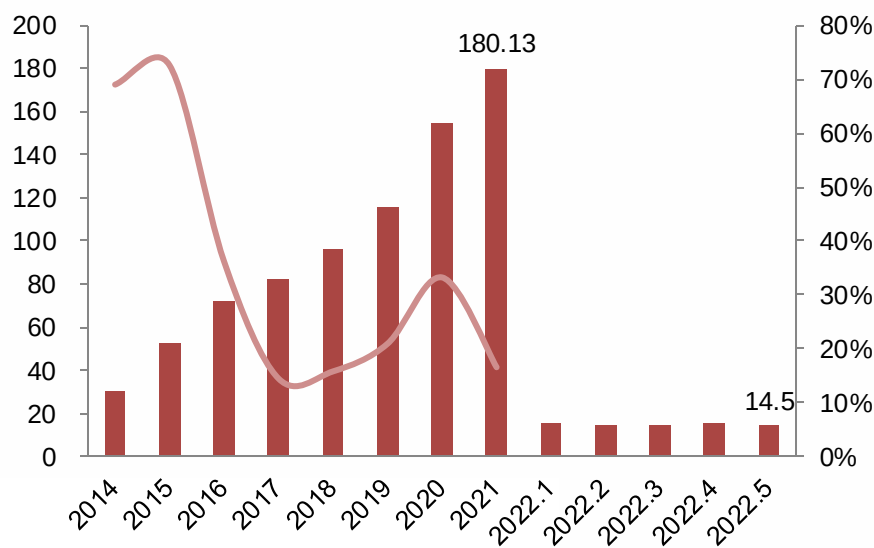
WWW.SWSC.COM.CN

游戏出海：趋势已现，海外发行值得期待

中国移动游戏海外市场规模持续扩大。根据最新发布的《中国游戏产业报告》显示，2022年4月中国移动游戏出海市场实际销售收入达14.5亿美元，环比下滑6%；随略有所下滑，但整体出海趋势仍较为清晰，2014-2021年中国移动游戏海外销售收入CAGR达28.7%。

在Sensor Tower发布的2022年4月中国出海手游收入榜中，《原神》登顶榜首，《PUBG MOBILE》和《State of Survival》分别位列第2和第3；而在data.ai发布的4月出海厂商收入榜中，米哈游位居榜首，三七互娱及腾讯分列2、3名；莉莉丝及网易分别位列第4及第5。头部游戏作品与相关厂商卡位仍较为稳定。

2014-2022年5月中国移动游戏海外市场规模



2022年4月中国手游海外收入TOP30



数据来源：伽马数据《2021年中国游戏产业报告》，西南证券整理
www.swsc.com.cn

数据来源：Sensor tower, 西南证券整理

重点公司项目情况--三七互娱

三七互娱国内、外产品储备丰富，产品线覆盖MMO、SLG、卡牌、SIM四大领域；2022年4月11日，国家新闻出版署官方公示了新一批国产网络游戏审批信息，其中《梦想大航海》顺利取得版号。

此外，公司储备项目中MMO《传世之光》、《曙光计划》、SLG类《兵人指挥官》、卡牌类游戏《最后的原始人》、《空之要塞：启航》均已获得版号。

名称	类型	版号获得	方式
《传世之光》	MMO	是	自研
《兵人指挥官》	SLG	是	代理
《梦想大航海》	/	是	代理
《最后的原始人》	卡牌	是	代理
《空之要塞：启航》	卡牌	是	代理
《代号C6》	卡牌	否	自研
《代号女性向CY》	SIM	否	自研
《代号魔幻M》	MMO	否	自研
《代号女性向古风》	MMO	否	自研
《代号3D版WTB》	MMO	否	自研
《代号魔幻K计划》	MMO	否	自研
《代号修仙传》	MMO	否	自研
《代号AOE》	SLG	否	自研
《代号三国BY》	SLG	否	自研
《代号LH》	MMO	否	/
《曙光计划》	MMO	是	代理
《代号二次元ZQ》	卡牌	否	代理
《代号三消卡牌》	卡牌	否	代理
《斗罗大陆：魂师对决》	卡牌	是	自研
《代号YG》	SLG	否	代理
《代号三国CB》	SLG	否	代理
《代号WG》	SLG	否	代理
《代号DG》	SLG	否	代理
《代号森林》	SIM	否	代理
《代号JL》	MMO	否	自研
《代号BX》	MMO	否	代理
《代号S》	SLG	否	代理
《代号海盗SLG》	SLG	否	代理
《代号PK》	SLG	否	代理
《代号MY》	SLG	否	代理
《代号HH》	MMO	否	代理

重点公司项目情况--完美世界

完美世界产品储备丰富，产品线覆盖MMO、卡牌、女性向游戏等赛道。2022年6月7日，国家新闻出版署官方公布2022年6月份国产网络游戏审批信息，其中公司自研游戏《黑猫奇闻社》顺利取得版号，叠加《幻塔》有望在下半年进行海外发行，后续表现值得期待。

名称	类型	版号获得	方式
《代号MA》（百万亚瑟王）	卡牌，二次元	否	自研
《朝与夜之国》	二次元	否	自研
《女神异闻录5》	二次元	否	自研
《天龙八部2》	MMORPG	否	代理
《一拳超人：世界》	动作，二次元	否	自研
《黑猫奇闻社》	解谜，女性向	是	自研
《诛仙2》	MMORPG	否	自研
《香蜜沉沉烬如霜》	国风	否	自研
《CODE NAME: X》	日式JRPG	否	自研
《Project：棱镜》	开放世界，科幻	否	自研
《完美新世界》	MMORPG	否	自研
《代号：R》	蒸汽朋克	否	自研
《梦间集2》	女性向	否	自研
《新诛仙世界》	MMORPG	是	自研

数据来源：国家新闻出版署，公司年报，西南证券整理

重点公司项目情况--吉比特

吉比特产品矩阵较为齐全，产品线覆盖RPG、SLG、SIM三大领域。2022年4月11日，国家新闻出版署官方公示了新一批国产网络游戏审批信息，其中子公司雷霆网络的《塔猎手》顺利取得版号。此外公司储备项目中RPG《花落长安》、《失落四境》、《上古宝藏》、SIM《奥比岛：梦想国度》、《Project G》均已获得版号，后续上线商业化值得关注。

名称	类型	版号获得	方式
《奥比岛：梦想国度》	模拟，养成	是	代理
《黎明精英》	射击，Roguelike	是	代理
《花落长安》	RPG，养成	是	代理
《失落四境》	RPG，冒险	是	代理
《Project G》	模拟，经营	是	代理
《上古宝藏》	RPG，Roguelike	是	代理
《律动轨迹》	音乐	否	代理
《神都厨王号》	模拟，经营	否	代理
《商店传说》	模拟，经营	否	代理
《Project S》	SLG，Roguelike	否	代理
《封神幻想世界》	RPG，国风	否	代理
《塔猎手》	/	是	/

数据来源：国家新闻出版署，公司年报，西南证券整理

www.swsc.com.cn

目 录

1 传媒行业2022中期市场表现回顾

2 2022年行业投资策略

数字藏品：政策鼓励+产业链完善+应用场景拓宽

游戏：政策筑底+版号重发+海外发行

工业电商：政策筑底+潜在市场巨大+数字化转型期

3 2022年重点推荐投资标的

行业政策：国家重视程度高，工业化与信息化有望提速

行业政策驱动工业互联网加速布局：党中央、国务院高度重视工业互联网发展，提出要深入实施工业互联网创新发展战略，持续提升工业互联网创新能力，推动工业化与信息化在更广范围、更深程度、更高水平上实现融合发展。

时间	文件	内容
2017.11	《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》	确定了工业互联网“323行动”，即打造网络、平台、安全三大体系，推进大型企业集成创新和中小企业应用普及两类应用，构筑产业、生态、国际化三大支撑等任务。
2018.04	《工业互联网APP培育工程实施方案（2018年-2020年）》	确立工业品B2B电商平台在工业化互联网、实体制造业发展中的重要地位，推动工业B2B平台行业整体规模的壮大。
2018.05	《工业互联网发展行动计划（2018-2020年）》	细化了工业互联网起步阶段的发展目标和重点任务。
2018.07	《工业互联网平台建设及推广指南》	制定工业品B2B行业标准、评价体系，完善平台经济监管体系，促进平台和行业持续健康发展。
2019.11	《“5G+工业互联网”512工程推进方案》	明确了工业互联网作为未来5G技术落地的重要应用场景之一，要在5G通信产业和应用场景爆发的初期积极布局，进一步推进5G+工业互联网融合创新发展。
2020.03	《工业和信息化部办公厅关于推动工业互联网加快发展的通知》	从加快新基建、加快拓展融合创新应用等6个方面出台20项具体举措。
2020.04	《关于推进“上云用数赋智”行动培育新经济发展实施方案》	支持在具备条件的行业领域和企业范围探索大数据、人工智能、云计算、数字孪生5G、物联网和区块链等新一代数字技术应用和集成创新。
2021.01	《工业互联网创新发展行动计划（2021-2023年）》	指出未来3年将深入实施工业互联网创新发展战略发展目标，到2023年要实现产业综合实力显著提升

数据来源：各部门官网，西南证券整理

www.swsc.com.cn

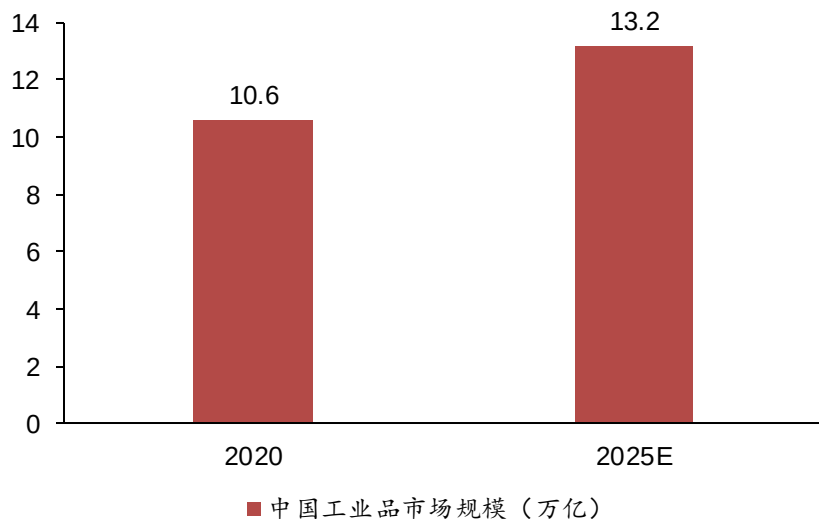
市场规模：工业品市场空间广阔，B2B电商渗透率仍处低位

行业概述：从整体行业层面看，工业品市场的电商交易渗透率提高或将为相关企业带来数倍成长空间。

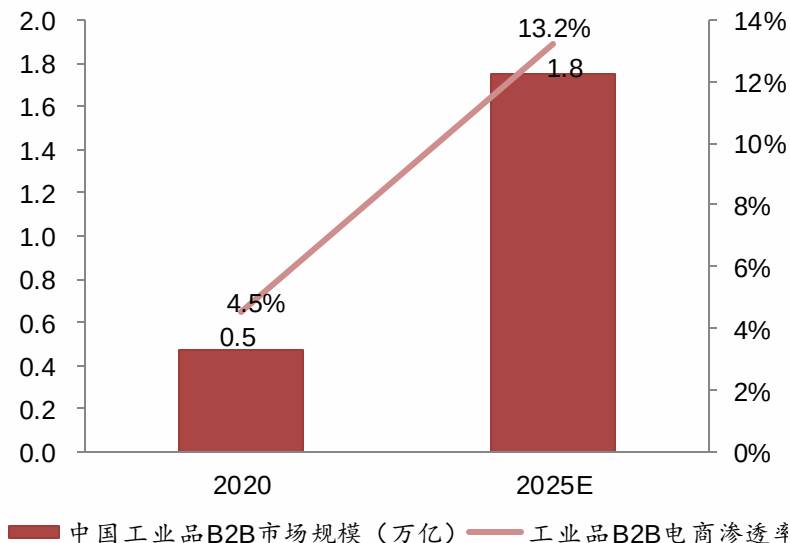
中国工业品市场：2020 年中国工业品市场规模为 10.6 万亿元，其中工业品 MRO 市场规模约 2.1 万亿元，占比 20%；PM 市场规模 8.5 万亿元，占比为 80%；预计 2025 年中国工业品市场规模将达 13.2 万亿元，CAGR 为 4.7%。

中国工业品B2B电商市场：中国工业品 B2B 电商市场规模约为 0.47 万亿元，线上渗透率仅为 4.5%，仍处于发展初期；预计到 2025 年，整体工业品线上交易规模将达到 1.75 万亿，CAGR 为 30%，整体渗透率达13.2%左右，仍有较大上升空间。

中国工业品市场规模



中国工业品 B2B 电商市场规模和渗透率



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

www.swsc.com.cn

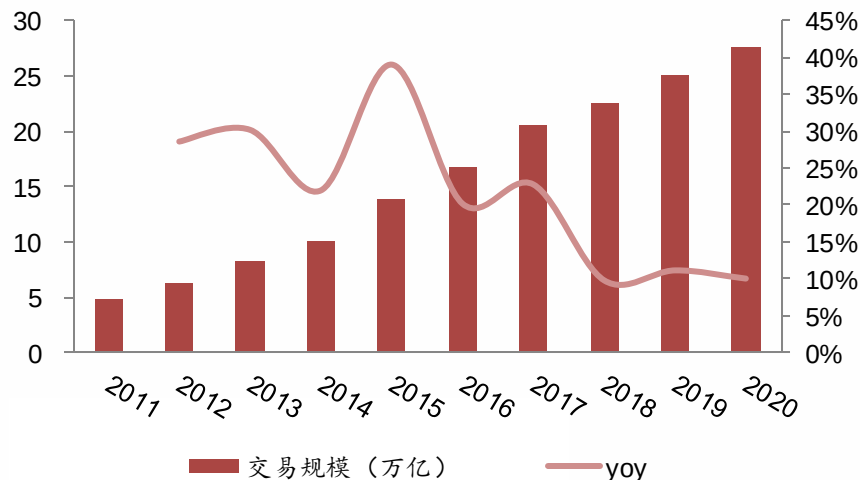
市场规模：工业品市场空间广阔，B2B 电商渗透率仍处低位

行业概述：十年来我国 B2B 电子商务市场的交易规模一直以较快速度增长。

中国 B2B 电子商务市场：2011 年我国 B2B 电子商务市场交易规模仅 4.9 万亿元，2020 年已达到 27.5 万亿元，CAGR 为 18.8%。近年来，伴随着我国 B2B 电商在垂直领域的快速崛起，B2B 不断深入钢铁、化工、煤炭、涂料、造纸、玻璃、卫生用品、机械电子和物流等传统产业链，产业互联网进入战略发展机遇期。

中国电子商务服务业市场：2011 年我国 B2B 电子商务服务业营业收入是 0.04 万亿元，2020 年已达 5.45 万亿元，CAGR 为 63.5%，其中电子商务交易服务营业收入达 1.15 万亿元，而 B2B、B2C 和 C2C 平台服务营业收入规模分别为 1517 亿元、6503 亿元和 3449 亿元。

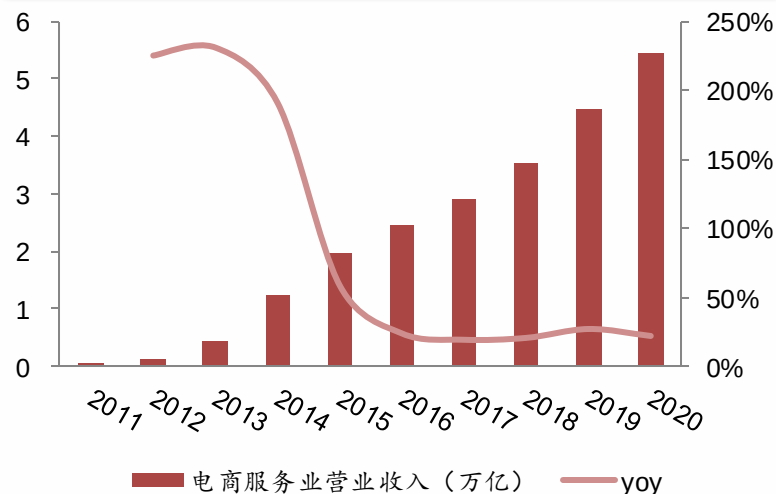
中国 B2B 电子商务市场交易规模及增长率



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

www.swsc.com.cn

中国电子商务服务业营业收入及增长率



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

工业电商趋势：传统产业数字化转型升级进行时

随着技术应用和创新领域的快速发展，我国正处于迈向网络强国、数字技术与经济社会深度融合、传统产业数字化转型升级的关键窗口期。同时，我国工业品 B2B 行业正处于产业互联网转型初期，大数据、人工智能、物联网、区块链、云计算等新兴技术将更多运用于商品交易、仓储物流等传统产业各环节，不断为传统产业提供技术服务与支持。

企业采购体系数字化重塑，品牌营销体系数字化构建，渠道体系数字化再造。随着新一代人口参加工作并逐步占据主要岗位，越来越多的电商消费习惯开始影响企业的采购行为，未来 B2B 电商平台或将基于数字化产品信息为采购人员高效寻找挂牌货源，进行全国供应商询价。

数字化平台覆盖的传统产业类别



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

www.swsc.com.cn

目 录

1 传媒行业2022中期市场表现回顾

2 2022年行业投资策略

数字藏品：政策鼓励+产业链完善+应用场景拓宽

游戏：政策筑底+版号重发+海外发行

工业电商：政策筑底+潜在市场巨大+数字化转型期

3 2022年重点推荐投资标的

芒果超媒（300413）：综艺表现突出，开播数据亮眼

综N代稳定发挥，新综艺表现突出。 1) 《乘风破浪 3》开播以来数据亮眼，5月20日上线首日播放量为1.36亿，首日正片播放市占率为 36.3%，均较大程度超过姐姐1和姐姐 2。一方面，综N代有爆款 IP 和往期的成功节目背书，在吸引观众和广告招商方面更具优势；另一方面，综 N 代的高播放量为延伸综艺等一系列周边活动创收提供铺垫。2) 音乐综艺《声生不息》上线至今累计播放量超 14 亿，再次应证芒果具有持续性输出爆款综艺的能力。

基本面和政策面双重向好。 基本面来看，综艺储备丰富，待上线综艺广告招商基本已完成，我们认为芒果 Q2及下半年将迎来业绩的反转向好。政策面来看，四月底政治局会议提出促进平台经济健康发展，随后政协会提出推动数字经济持续发展，芒果作为 A 股核心的受益股，有望享受互联网平台估值整体抬升的红利。

盈利预测与投资建议。 预计2022-2024年归母净利润分别为 24.7亿元、29.7亿元、33.2亿元，对应的 PE 为 25倍、21 倍、19 倍。考虑到公司 2022 年有丰富的产品线、宏观经济稳增长对广告业务负面影响逐步消退、小芒电商步入正轨，维持“买入”评级。

风险提示：项目效果不及预期的风险、国家政策调整的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	15355.86	17827.83	20586.23
营业收入增长率	9.64%	16.10%	15.47%
归母净利润（百万元）	2114.09	2473.56	2969.77
净利润增长率	6.66%	17.00%	20.06%
EPS（元）	1.13	1.32	1.59
P/E	30	25	21

股价表现



三七互娱（002555）：扬帆出海构筑强劲增长极



产品储备丰富，游戏出海前景广阔。2021年，公司海外发行的移动游戏最高月流水超7亿，新增注册用户合计超5500万，旗下《Puzzles&Survival》《叫我大掌柜》《云上城之歌》《斗罗大陆：魂师对决》等多款游戏海外收入全线增长。截至2021年12月，《Puzzles&Survival》累计流水已超25亿元，位列SensorTower 2021年全球手游收入增长榜第4；《云上城之歌》上线韩国市场后，成功进入韩国地区畅销榜Top5。公司储备近三十款产品，包含MMORPG、卡牌、SLG等多个品类，发展前景广阔。

投资元宇宙，赋能主业发展。公司紧跟元宇宙发展节奏，投资布局多个元宇宙相关优质赛道。目前由公司完成投资或收购的元宇宙相关企业包括Archiact、WaveOptics、Raxium、Digilens、宸境科技、影目科技、光舟半导体等，后续有望通过技术与优质内容的整合，赋能公司主业发展。

盈利预测与投资建议。预计公司2022-2024年归母净利润分别为33亿元、37.3亿元、43.8亿元，对应PE分别为14倍、13倍、11倍。考虑到公司储备项目丰富，海外业务或构筑起强劲的业绩增长极，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济出现波动的风险、国家政策调整风险、出海效果不及预期。

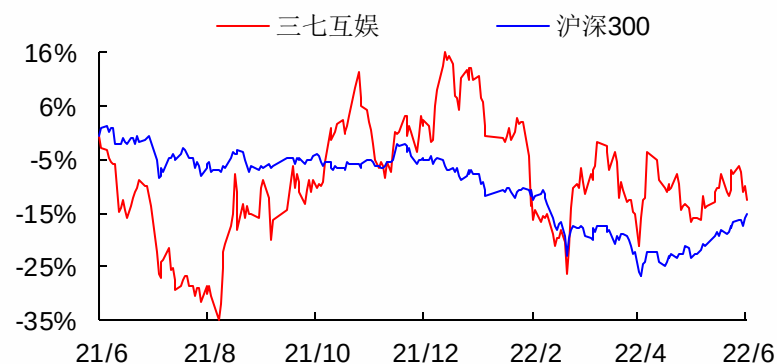
业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	16216.50	19336.81	21849.34
营业收入增长率	12.62%	19.24%	12.99%
归母净利润（百万元）	2875.58	3296.74	3732.56
净利润增长率	4.15%	14.65%	13.22%
EPS（元）	1.30	1.49	1.68
P/E	16	14	13

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

完美世界（002624）：关注《幻塔》海外上线表现

完美世界
PERFECT WORLD

《幻塔》表现亮眼，助力主业取得快速增长。2021年，公司上线《战神遗迹》、《梦幻新诛仙》、《幻塔》等多款游戏。其中《幻塔》手游表现亮眼，游戏融合UE4引擎、高自由度多人开放世界玩法与废土轻科幻美术风格，实现首月新增用户过千万、首月流水近5亿元的亮眼表现。《幻塔》2.0版本已于4月25日上线，下半年有望于海外发行，未来表现值得期待。

调整海外业务布局，双维度助力游戏出海。公司围绕“国内产品出海+海外本地化发展”双维度，助力海外业务发展；1）国产游戏出海：《梦幻新诛仙》手游于2022年3月17日上线海外市场；《幻塔》已在海外多地开启测试，预计下半年正式于海外上线；2）海外本地化发展：向更有人才和政策优势的加拿大转移，选择更开放的年轻化团队，产品以更符合海外市场需求的单机和手游为主，游戏出海有望推动公司业绩稳健增长。

盈利预测与投资建议。预计2022-2024年归母净利润分别为18.8亿元、21.7亿元、24.4亿元，对应PE分别为14倍、12倍、11倍。考虑到2022年《幻塔》已进入收获期，版本迭代和海外发行，叠加后续项目充足，维持“买入”评级。

风险提示：行业发展不及预期的风险、宏观经济出现波动的风险、海外发行不及预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	8518.0	10103.3	11773.0
营业收入增长率	-16.69%	18.61%	16.53%
归母净利润（百万元）	369.15	1876.55	2165.86
净利润增长率	-76.16%	408.34%	15.42%
EPS（元）	0.19	0.97	1.12
P/E	73	14	12

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

国联股份（603613）：工业电商领军者扬帆起航

横纵向延展夯实行业领先地位。2020 年我国工业品市场规模为 10.6 万亿元，工业 B2B 电商市场规模约 4700 亿元，线上渗透率仅 4.5%，预计 2025 年将扩容至 1.75 万亿元，渗透率提升空间较大。公司“横向拓品类+纵向延深度+数字云工厂”并驾齐驱，提升电商渗透率的同时为工厂降本增效，助力产业互联互通，提升各节点效率，短期与长期前景均可期。

业绩持续高增，云工厂计划进展顺利，业绩新增长极值得期待。1) 业绩维持高增，22Q1 营收与净利润同比均实现近 100% 增长，二者增速剪刀差收窄，内生增长动能强劲；2) 公司推动上游企业各环节的数字化改造，助力企业产能释放及降本增效，通过订单驱动连接企业内部生产运营数据。同一产业链、供应链和价值链上的数字工厂共构链接，数字技术服务或构筑起公司第二增长极。

盈利预测与投资建议。预计 2022-2024 年归母净利润分别为 9.7 亿元、15.6 亿元、24 亿元，对应 PE 分别为 46 倍、29 倍、19 倍。考虑到工业品电商市场广阔，公司为国内领先的工业 B2B 电商平台、产业互联网龙头企业，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧的风险，客户转化不及预期的风险，战略推进不及预期的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	37229.79	66925.69	110358.57
营业收入增长率	116.98%	79.76%	64.90%
归母净利润（百万元）	578.41	970.03	1561.06
净利润增长率	89.97%	67.71%	60.93%
EPS（元）	1.16	1.95	3.31
P/E	77	46	29

股价表现



三人行（605168）：新客获取助力快速增长，数藏布局可期



新增高预算客户，夯实业务快速增长根基。拓展存量客户业务与发掘增量客户并举：1）获增量：新增华润集团旗下怡宝、雪花等快消品客户，医美行业的头部企业巨子生物等新消费客户，国家体育总局体育彩票管理中心客户，邮储银行、民生银行等金融行业头部优质客户，东风本田等营销预算规模较大的头部汽车客户；2）拓存量：持续挖掘原有消费品、电信运营商、金融、汽车等行业头部客户的深层营销预算，夯实原有客户粘性，促进形成大客户广告投放规模效应，业绩稳定增长可期。

布局元宇宙赛道，构筑潜在第二增长极。1）公司与行业领先人工智能公司魔法科技开展虚拟人合作，打造自有虚拟人资产，进一步拓宽营销场景；2）公司与北京文化产权交易中心有限公司合作，将充分运用北文中心在首都文化产权交易领域的领袖地位和三人行在文化传媒领域的资源优势，共同建立数字文化创意产品交易平台，有望构筑潜在业绩第二增长极。

盈利预测与投资建议。预计公司2022-2024年归母净利润分别为7.5亿元、10.2亿元、13.2亿元，对应PE分别为10倍、7倍、5倍。2022年公司或在存量用户基础上拓展新客户，业绩延续增长值得期待；叠加元宇宙业务布局，数字藏品或构筑主业新增长极，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧的风险，广告行业下行的风险，数字藏品进展不及预期的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3570.97	4905.83	6530.58
营业收入增长率	27.18%	37.38%	33.12%
归母净利润（百万元）	504.98	751.41	1024.19
净利润增长率	39.18%	48.80%	36.30%
EPS（元）	7.25	10.78	14.70
P/E	15	10	7

股价表现



部分公司估值表

代码	公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			投资 评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
300413	芒果超媒	33.55	1.13	1.32	1.59	30	25	21	买入
002555	三七互娱	21.43	1.30	1.49	1.68	16	14	13	买入
002624	完美世界	13.96	0.19	0.97	1.12	73	14	12	买入
603613	国联股份	89.55	1.16	1.95	3.13	77	46	29	买入
605168	三人行	108.13	7.25	10.78	14.70	15	10	7	买入

数据来源：Wind，西南证券（截止2022/6/25）

风险提示

- 1) 宏观经济不及预期的风险；
- 2) 项目上线表现不及预期的风险；
- 3) 行业发展不及预期的风险。



分析师：刘言
执业证号：S1250515070002
电话：18008367544
邮箱：liuyan@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

公司评级

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn