德邦证券
Topsperity Securities

2022年11月24日

证券研究报告 | 行业年度策略

传媒互联网行业2023年度策略：整体复苏与结构成长，虚拟现实与互联网



证券分析师
姓名：马笑
资格编号：S0120522100002
邮箱：maxiao@tebon.com.cn

研究助理
姓名：刘文轩
邮箱：liuwx@tebon.com.cn

投资要点

- **回顾2022年，传媒版块整体处于承压的状态**——跑输同期上证指数、沪深300。其中，几大细分版块中，游戏、影视和广告营销三大子赛道基本面均受到或直接、或间接的疫情反复影响，游戏行业还同时受到版号停发和复发后数量减少带来的供给端冲击，表现较弱；而广播电视、出版两大分红率高、业绩稳定的防御性子行业则相对更优。**港股互联网和中概股等非A股的中国资产承压更甚，**其同时面对国内经济基本面波动导致的业绩波动、海外美元处于加息周期、地缘政治冲突、中概股因审计问题面临退市等多重负面因素叠加。
- **展望2023年，看好互联网的复苏与虚拟现实行业的成长。**随着国内“防疫新二十条”的推出、经济的持续恢复、二十大后各行业发展计划的相继推出，以及海外美元加息周期临近尾声，我们认为主要的两条逻辑聚焦于互联网的复苏与虚拟现实、数字经济行业的成长，而游戏、影视、广告等子版块也均有望迎来修复，广播电视、出版的稳定性仍将持续。**各子行业具体观点如下：**
- **互联网：**预计随着国内宏观经济维持环比恢复、美元加息周期的步入尾声、中概股审计风险的进一步化解、和互联网行业本身监管的常态化、地缘政治冲突的缓和，叠加上市公司收入端的回暖，和降本增效带来的利润释放，行业迎来估值修复。
- **游戏：**2022年以来国内外游戏行业的基本面疲软，是供需双端共振的结果。在当下的时点上，国内版号已经恢复常态化发放，每月发放的版号数量稳步增长，国内外用户付费能力和意愿也同步复苏，供需均在修复的轨道上。预计行业发展的驱动力在于产品储备的释放和出海市场的拓展，关注小市值公司的结构性增长。
- **广告：**作为主要锚定宏观经济的周期行业，当前正处于底部位置，有望随着1）国内精准防控水平的持续提升，线下场景进一步复苏；2）宏观经济的持续恢复，而进入周期的上升阶段。
- **虚拟现实：**具有显著成长性的新兴赛道。随着《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022-2026年）》的推出，工业生产、文化旅游、融合媒体、教育培训、体育健康等B端、G端场景有望进一步打开，加之Pancake光学方案于新一代产品上的广泛应用带来的使用体验提升，VR头显出货量有望提升，驱动相应场景内容端需求的扩张。

投资要点

- **出版：**行业准入壁垒高，只有国有出版单位拥有独立出版权。目前龙头上市公司均深耕出版行业多年，业务涵盖全流程，资源丰富，且依地区划分，市场分散度高，加之中小学学业辅导品类占出版物零售金额60%以上，具有供给稳定+需求稳定的特点，市场规模保持稳定，显现弱周期行业较高的承波动能力。文化数字化设施由政策到落地，叠加数字化出版趋势稳固，行业有增长逻辑。主要上市公司PE（TTM）均值小于10倍，多家公司股息率超过5%，估值较低、股息率高。
- **电影院线：**受疫情冲击较为严重，有望随着国家进一步优化防疫政策而获得修复。但是整体节奏仍然偏缓，源于线下影院是封闭环境，疫情反弹时影院需要暂停营业，恢复营业时也往往要求隔位就坐。此外，由于内容审核的趋严，影片供给有所不足。整体来说，我们认为当前处于行业基本面底部，在较长的恢复周期中或将成为行业内最后一批复苏的公司，但具备较强的弹性。
- **长视频：**国内网络视频市场用户规模维持稳健增长，四大长视频平台流量竞争格局稳定，结合内容审核趋严、供给端较为受限和用户客单价相对海外平台较低大背景，长视频平台或相继转向降量提质、降本提价的模式，在内容上加大自制产出，推动内容精品化，寻找差异化布局；在收益上通过提高会员套餐费用来实现盈利。
- **电商：**随着防疫措施做出优化调整，电商行业采销、仓储、物流等供应链各环节压力有望缓和。2022年“双十一”期间，国内主要电商平台表现稳健。疫情下国内用户的线上购物习惯继续培养成型，多业态玩家加入，形成包含综合电商、直播电商、生鲜电商、社交电商、母婴电商、电商服务商在内的多领域、宽业态格局。
- **AIGC：**继PGC、UGC后的新内容生产形态，是元宇宙和Web3.0的重要基础设施。2022年发展速度惊人，有望为创作领域带来效率与模式的创新。在其降本增效能力带动下，AIGC内容占比有望快速提升。
- **投资建议：**跟踪消费互联网复苏情况逐步加配，把握ARVR赛道内容成长的机会。我们认为行业的结构加配机会已现良机，基于以下三点理由：1）预计四季度到明年基本面逐步修复，而当前估值处于低位2）ARVR赛道成长预期非常明显，当下正是布局时机；3）前期平台经济治理方面已取得成效，728会议设置“绿灯”案例、27部门联合鼓励文化产品贸易出口、游戏版号重新发放、版权局等部门“剑网”行动加强版权保护等事实，证明行业规范与公司业务经营之间逐步进入良性循环，结合二十大关于繁荣文化产业和网络强国和数字强国的表述，实施重大文化产业带动战略项目，看好未来发展。
- **风险提示：**产品上线进度不及预期风险、疫情反复风险、美国通胀下行进度不及预期风险、宏观经济波动风险、行业监管趋严风险。

重点公司应盈利预测表

代码	公司	市值（亿元）	EPS-22E	EPS-23E	EPS-24E	PE-22E	PE-23E	PE-24E
3690.HK	美团-W	7,829	-2.77	0.36	1.86	N/A	346.00	66.97
0700.HK	腾讯控股	24,466	11.11	11.53	13.61	22.71	21.89	18.54
9999.HK	网易-S	3,185	6.58	6.47	7.11	14.57	14.81	13.48
1024.HK	快手-W	2,105	-3.53	-1.78	0.72	N/A	N/A	66.38
0772.HK	阅文集团	240	1.06	1.48	1.74	22.01	15.80	13.45
9961.HK	携程集团-S	1,218	-0.04	5.21	8.53	N/A	36.01	21.99
1797.HK	新东方在线	362	0.68	0.98	1.35	52.75	36.22	26.37
002027.SZ	分众传媒	803	0.24	0.37	0.45	23.55	14.86	12.31
301102.SZ	兆讯传媒	58	1.11	1.77	2.42	26.09	16.32	11.96
300413.SZ	芒果超媒	464	1.14	1.36	1.57	21.72	18.26	15.84
002517.SZ	恺英网络	146	0.49	0.65	0.80	13.82	10.42	8.46
002555.SZ	三七互娱	386	1.35	1.57	1.80	12.88	11.08	9.66
603444.SH	吉比特	230	19.74	23.48	27.28	16.18	13.61	11.71
002624.SZ	完美世界	262	0.85	1.01	1.19	15.92	13.40	11.37
002739.SZ	万达电影	257	-0.21	0.52	0.66	N/A	22.77	17.97
600977.SH	中国电影	219	0.06	0.50	0.51	207.96	23.52	22.98
001330.SZ	博纳影业	137	0.21	0.39	0.44	46.65	25.70	22.66
300251.SZ	光线传媒	217	0.15	0.32	0.40	50.75	22.80	18.63
002291.SZ	星期六	130	0.66	1.06	1.45	21.73	13.51	9.82
IQ.O	爱奇艺	150	-0.12	0.01	0.12	-144.33	3,061.28	140.04
NFLX.O	奈飞	1,297	72.30	84.25	102.64	28.37	24.35	19.98
PDD.O	拼多多	5,935	4.02	5.47	7.36	29.20	21.44	15.94

资料来源：Wind，德邦研究所

注：标*为已覆盖公司，采用德邦预测，其余均采用Wind一致预期，截至2022年11月24日收盘

目录

1.**版块复盘**：基本面、流动性与地缘政治冲突共振下的承压

2.**互联网**：监管常态化+宏观经济恢复+加息节奏放缓，行情可期

3.**虚拟现实**：放量可期，关注内容侧的投资机会

4.**游戏**：宏观低点已过，展望新的产品周期

5.**出版**：高股息、低估值，望借数字化风潮稳步前行

6.**长视频**：降本提价，降量提质

7.**影视院线**：长周期恢复与较大的弹性

8.**电商**：政策铺垫+业态多点开花，回暖前景佳

9.**广告**：跌幅收窄，受众触底，高铁广告增长可期

10.**AIGC**：应用场景广泛，商业化前景可期

11.**2023年投资策略**：把握文娱互联网复苏，跟踪虚拟现实成长

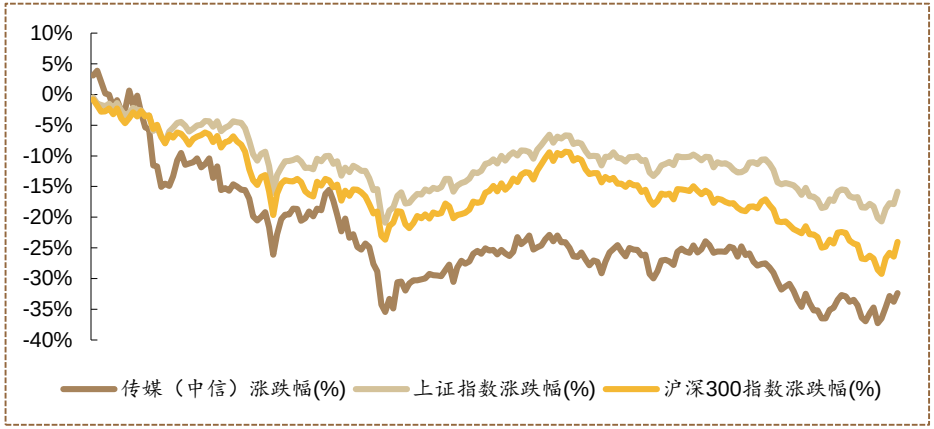
12.**风险提示**

A股传媒板块复盘：行业有序监管+宏观经济波动导致承压

- 截止2022年11月4日，传媒（中信）指数较年初下跌32%，跌幅大于同期上证指数、沪深300指数16pct、8pct，版块承压明显。

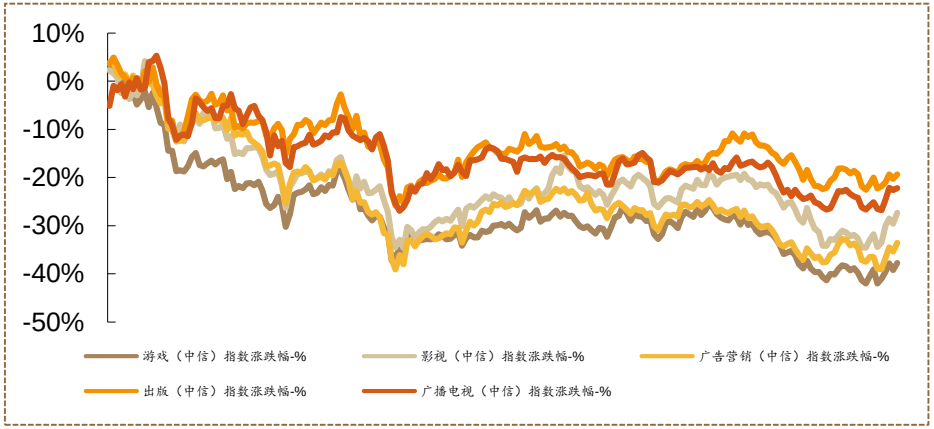
- 具体到几个细分版块，游戏与广告营销下跌幅度较大。其中，游戏行业主要源于以下因素的变化：1）行业有序监管导致供给侧收紧：2021年8月至2022年4月的版号停发、及后续恢复发放后数量减少；2）宏观经济波动，游戏作为可选消费的一种面临承压。而广告行业本身就是一个周期性的行业，在宏观经济波动的大背景下，广告主的预算削减，媒体平台面临承压，加之部分城市、楼宇存在间歇性受疫情影响的情况，使得部分线下媒体平台收入端进一步受到挤压。

图1：传媒板块2022年初以来涨跌幅



数据来源：Wind，德邦证券研究所
注：数据为每日较年初涨跌幅，截止2022年11月4日收盘

图2：传媒各细分板块2022年初以来涨跌幅



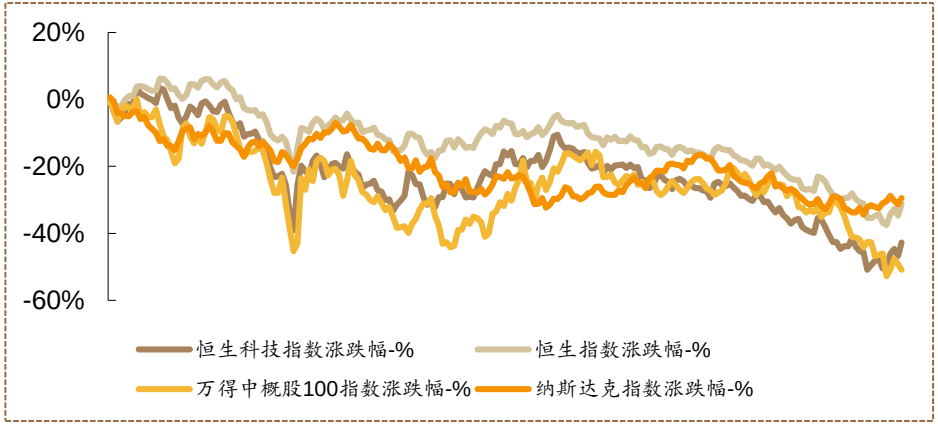
数据来源：Wind，德邦证券研究所
注：数据为每日较年初涨跌幅，截止2022年11月4日收盘

港股互联网&中概股复盘：同时受到流动性边际紧缩、基本面承压和地缘政治冲突的负面冲击

德邦证券 Topsperity Securities

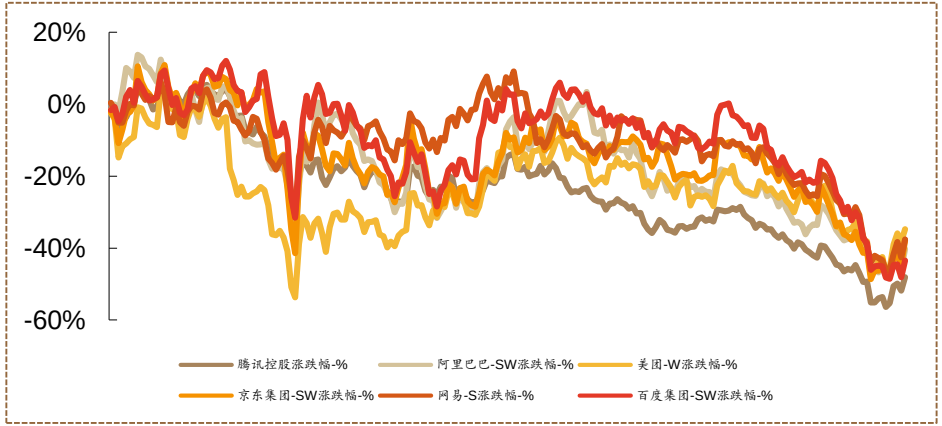
- 截止2022年11月4日，恒生科技指数较年初下跌43%；万得中概股100指数较年初下跌51%，跌幅分别大于恒生指数、纳斯达克指数12pct、22pct。
- 今年以来的港股互联网标的及中概股表现承压主要源于对下述因素的定价：1）美元进入加息周期；2）国内部分地区的疫情反复引起宏观经济波动，对业绩带来负面影响；3）俄乌战争、佩洛西窜访中国台湾等地缘政治冲突；4）中概股审计问题导致的潜在退市风险。

图3：恒生科技及中概股2022年初以来涨跌幅



数据来源：Wind，德邦证券研究所
注：数据截止2022年11月4日收盘

图4：部分港股重要公司2022年初以来涨跌幅



数据来源：Wind，德邦证券研究所
注：数据截止2022年11月4日收盘

目录

1.版块复盘：基本面、流动性与地缘政治冲突共振下的承压

2.互联网：监管常态化+宏观经济恢复+加息节奏放缓，行情可期

3.虚拟现实：放量可期，关注内容侧的投资机会

4.游戏：宏观低点已过，展望新的产品周期

5.出版：高股息、低估值，望借数字化风潮稳步前行

6.长视频：降本提价，降量提质

7.影视院线：长周期恢复与较大的弹性

8.电商：政策铺垫+业态多点开花，回暖前景佳

9.广告：跌幅收窄，受众触底，高铁广告增长可期

10.AIGC：应用场景广泛，商业化前景可期

11.2023年投资策略：把握文娱互联网复苏，跟踪虚拟现实成长

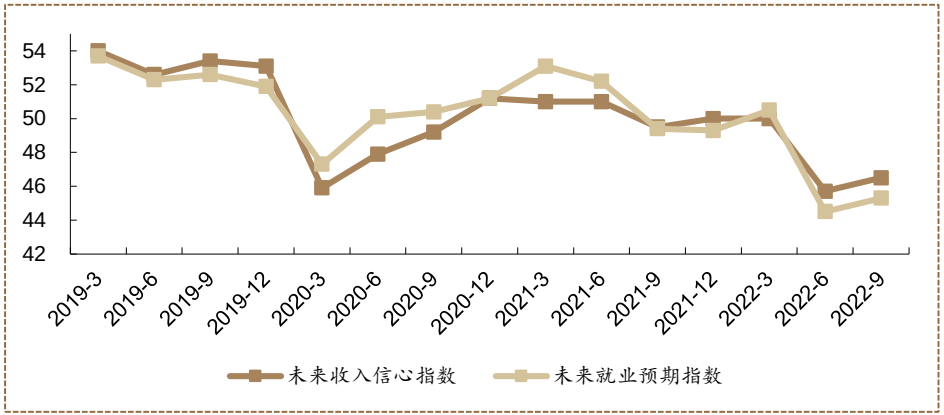
12.风险提示

精准防控水平持续提高，料国内消费场景将有所恢复

- **疫情反复导致的对未来收入的悲观预期，是消费不足的原因之一。**根据人民银行的城镇储户季度调查问卷，2022年二季度未来收入信心指数、未来就业预期指数出现了较为明显的下滑，并且在三季度保持在低位；而未来增加储蓄的储户占比则提升并且维持在高位，增加消费、投资的储户则相反。2020年以来的数据波动反映，在疫情反复下，居民对于未来收入预期的悲观，导致预防性的储蓄提升，并削减了于消费、投资上的投入。

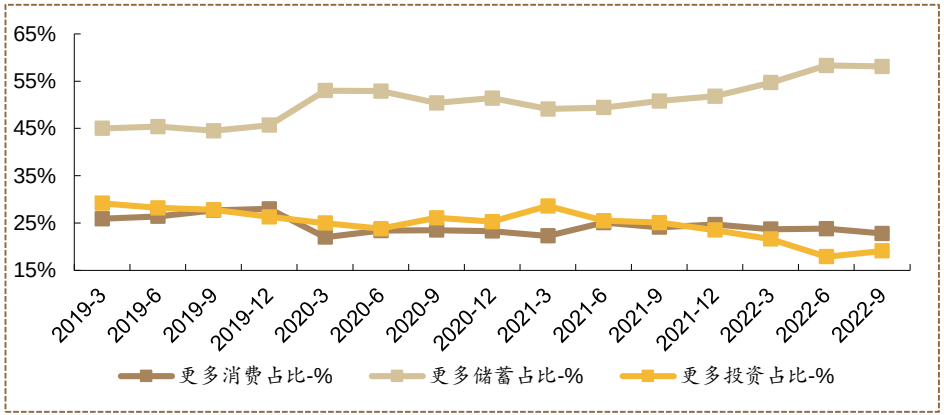
- **精准防控水平持续提高、疫苗覆盖率提升、部分特效药进入临床试验阶段，料消费场景将有所恢复。**2022年11月11日国务院联防联控机制综合组发布优化防控工作的二十条措施，提出将对密切接触者“7天集中隔离+3天居家健康监测”管理调整为“5天集中隔离+3天居家隔离”等措施。另一方面，截止2022年11月4日，我国新冠疫苗覆盖人数和接种人数分别占全国总人口的92.48%和90.24%。加之新冠特效药的研发进程持续推进，部分已进入临床试验阶段。

图5：中国人民银行城镇储户季度问卷调查：未来收入信心指数&未来就业预期指数



数据来源：Wind、中国人民银行，德邦证券研究所

图6：中国人民银行城镇储户季度问卷调查：更多消费/储蓄/投资占比



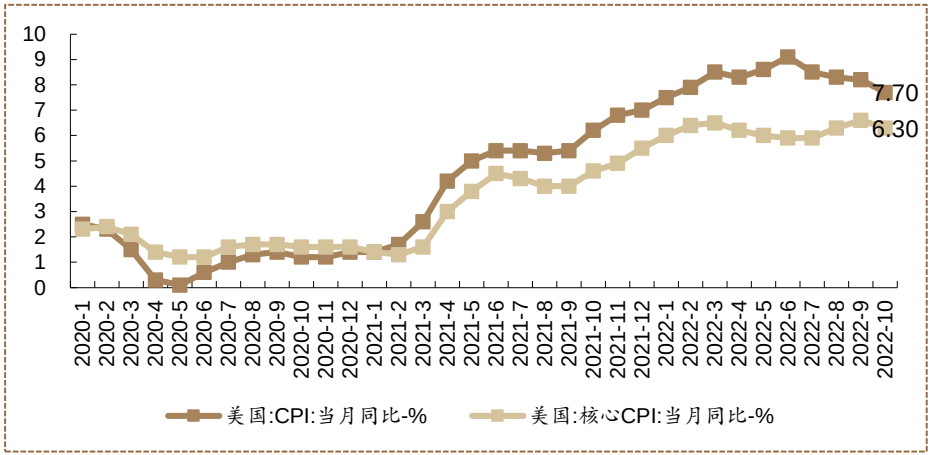
数据来源：Wind、中国人民银行，德邦证券研究所

美国10月CPI超预期改善，加息节奏有望放缓

- **美国10月通胀数据改善超预期：**美国10月实现CPI同比增长7.7%，核心CPI同比增长6.3%，同比、环比均出现改善，且幅度大于市场一致预期。

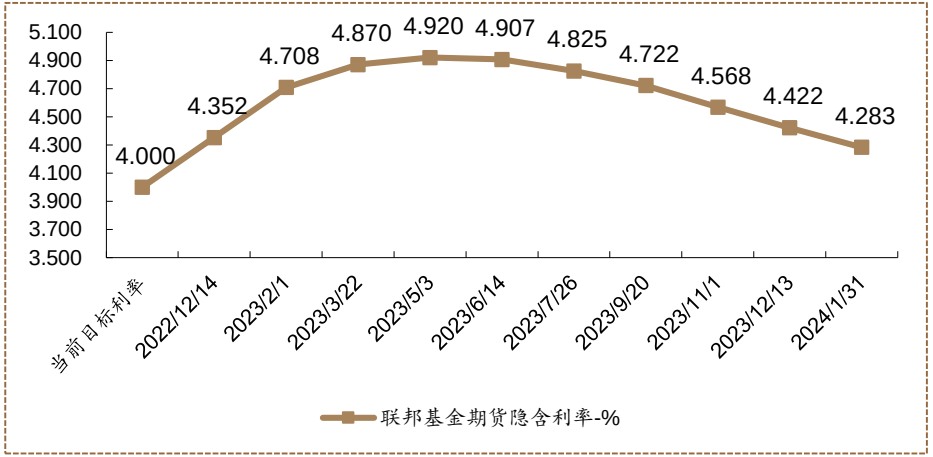
- **加息节奏有望放缓，美债收益率回落有望驱动港股互联网公司和中概股的估值回升。**我们认为这或预示着后续加息幅度更大、重点目标利率区间更高的激进加息路径出现的概率进一步下降。CME联邦基金期货隐含的终点利率由5.1%下降至4.9%、12月加息幅度达到75bp的概率也大幅度下降，加息节奏有望放缓。进而，有望带来美债收益率后续的持续回落，港股、中概股有望迎来持续性的估值提升。

图7：2020年1月至2022年10月美国CPI及核心CPI同比变化



数据来源：Wind、BLS，德邦证券研究所

图8：截止2022年11月11日联邦基金期货隐含的利率曲线



数据来源：彭博，德邦证券研究所

首批审计工作提前完成，中概股审计风险有望进一步化解

- **首批审计工作提前完成。**自2022年3月SEC公布首批“预退市清单”以来，中国证监会和财政部持续与美国公众公司会计监督委员会(PCAOB) 开展沟通对话，并于2022年8月达成新的合作协议，允许部分公司底稿审计在香港完成。2022年9月，PCAOB工作人员抵达香港，开始审核中概股的审计工作底稿。

- **中概股审计风险有望进一步化解。**展望未来，我们认为首批审计工作的提前完成，释放了双方有望进一步协商解决中概股审计监管问题的积极信号。考虑到市场已经于此前对退市风险完成了定价，预期明年随着审计监管的进一步推进，有望进一步形成估值的修复。

表1：中概股底稿审计相关事件时间表

时间	事件
2021年5月	美国 PCAOB就《外国公司问责法》（HFCAA）细则征求意见。
2021年12月	美国SEC通过《外国公司问责法》（HFCAA）修正案，确定实施细则。
2022年3月	美国SEC公布首批中概股“预退市清单”，包括百济神州、百胜中国等。
2022年4月	中国证监会修订《关于加强在境外发行证券与上市相关保密和档案管理工作的规定》。
2022年8月	中国证监会与财政部与美国PCAOB签署审计监管合作协议。
2022年9月	美PCAOB工作人员抵港开始审核中概股审计工作底稿。

数据来源：财新网、上海证券报、央视财经、证监会官网等，德邦证券研究所

互联网监管政策边际向好，由“运动式”转为“常态化”

- **反垄断：**2020H2起，一系列聚焦于平台经济领域反垄断的政策推出，对“二选一”“大数据杀熟”等垄断行为的监管趋严；2022年1月起，各文件、会议陆续提出“遵循市场规律”“红灯、绿灯都要设置好”“实施常态化监管”等表述，7月中央政治局会议提出“要推动平台经济规范健康持续发展”“集中推出一批‘绿灯’投资案例”。
- **数据安全：**2021H2起陆续出台《数据安全法》《个人信息保护法》等以落实数据保护；2022年起，政策对数字化呈现支持态度，提出“把握数字化发展趋势”“数字中国”“到2025年，数字经济迈向全面扩展期”等。
- **针对平台经济和数字经济的监管逐渐释放积极信号。**

表2：反垄断相关政策及事件

时间	政策/事件
2020年10月、2021年2月	**《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》**、**《关于平台经济领域的反垄断指南》**明确**“二选一”**、**“大数据杀熟”**可能构成滥用市场支配地位的垄断行为。
2021年8月	**《禁止网络不正当竞争行为规定（公开征求意见稿）》**指出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，或通过限制交易对象、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。
2021年11月	**《中华人民共和国反垄断法（修正草案）》**大幅提升反垄断处罚力度，指出经营者不得滥用数据和算法、技术、资本优势以及平台规则等排除、限制竞争。
2022年1月	**《互联网信息服务算法推荐管理规定》**明确要求：1）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；2）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。
2022年1月	**《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》**提出：1）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**；2）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**。
2022年3月	**国务院金融委会议**提出：关于平台经济治理，有关部门要按照市场化、法治化、国际化的方针完善既定方案，坚持稳中求进，通过规范、透明、可预期的监管，稳妥推进并尽快完成大型平台公司整改工作，**红灯、绿灯都要设置好**，促进平台经济平稳健康发展，提高国际竞争力。
2022年4月	**中央政治局会议**提出：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。
2022年7月	**中央政治局会议**指出：要推动平台经济规范健康持续发展，完成平台经济专项整改，对平台经济实施常态化监管，集中推出一批**“绿灯”**投资案例。

资料来源：中国政府网、国家发展和改革委员会、市场监管总局、新华社，德邦研究所

表3：数据安全相关政策及事件

时间	政策/事件
2021年6月	**《中华人民共和国数据安全法》**提出：**建立数据分类分级保护制度**，根据数据在经济社会发展中的重要程度，以及一旦遭到篡改、破坏、泄露或者非法获取、非法利用，对国家安全、公共利益或者个人、组织合法权益造成的危害程度，对数据实行分类分级保护
2021年8月	**《中华人民共和国个人信息保护法》**指出：进一步细化、完善个人信息保护影响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**
2021年9月	**《关于加强互联网信息服务算法综合治理的指导意见》**指出：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。
2022年5月	“**推动数字经济持续健康发展**”专题协商会指出：1）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；2）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**
2022年7月	**商务部等27部门关于推进对外文化贸易高质量发展的意见**指出：坚守中华文化立场，遵循国际规则和文化传播规律，**把握数字化发展趋势**，拓展平台渠道，创新内容形式、发展模式，创作和生产更多适应国际市场需求的文化产品和服务
2022年10月	**中国共产党第二十次全国代表大会**提出：建设现代化产业体系，坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，推进新型工业化，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、**网络强国、数字中国**。
2022年10月	**国家发展和改革委员会关于数字经济发展情况的报告**提出：**到2025年，数字经济迈向全面扩展期**，数字化创新引领发展能力大幅提升，智能化水平明显增强，数字技术与实体经济深度融合取得显著成效，具有国际竞争力的数字产业集群初步形成，数字经济治理体系更加完善，我国数字经济竞争力和影响力稳步提升。

资料来源：中国政府网、人民日报、中国人大网、市场监管总局、新华社，德邦研究所

子行业监管政策趋于清晰化，明朗性显著提升

- **游戏：**2021年以来监管核心为未成年人保护和游戏内容审核。防止未成年人沉迷网络游戏的相关政策在出台后逐步落地，已上线防止未成年人沉迷网络游戏举报平台。另一方面，版号停发7个月后，已于2022年4月恢复发行，且出现试点审批版号。市场监管逐渐清晰，趋势向好。

- **直播：**2020年起陆续出台《关于加强网络直播营销活动监管的指导意见》《网络直播营销管理办法(试行)》等逐步整治行业乱象，并加强税收管理。2022年“双11”李佳琦复播，体现网络直播环境不断规范化后，政策呈支持态度。

- **教育：**2021年7月发布“双减”政策，2022年3月开展“回头看”工作进一步落实对校外学科类培训机构的监管。为义务教育阶段学生减压、规范学科类培训运营及收费情况的监管方向已逐渐清晰。

表4：行业监管相关政策及事件

行业	时间	政策/事件
游戏	2021年3月	《游戏审查评分细则》提出充分发挥前置审批的“风向标的”作用，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。
	2021年4月	《商务部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的意见》提出探索将国产网络游戏试点审批权下放海南。
	2021年8月	游戏版号审核暂停。
	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》严格落实网络游戏用户账号实名注册和登录要求，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。
	2021年9月	《关于推进自由贸易试验区贸易投资》提出便利化改革创新的若干措施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10月	防止未成年人沉迷网络游戏举报平台上线。
	2022年4月	游戏版号恢复发行。
	2022年6月	首次下发试点版号。
直播	2020年11月	《关于加强网络直播营销活动监管的指导意见》明确参与网络直播营销活动各方主体的责任与义务、禁止性规定、经营活动规范和市场监管部门重点打击的包括视频经营活动在内的各类违法行为。
	2021年4月	《网络直播营销管理办法(试行)》要求直播营销平台应当建立健全账号及直播营销功能注册注销、信息安全管理、营销行为规范、未成年人保护、消费者权益保护、个人信息保护、网络和数据安全管理等机制、措施。
	2021年9月	《关于开展文娱领域综合治理工作的通知》要求进一步加强文娱领域从业人员税收管理。
	2021年12月	网信办“清朗·打击流量造假、黑公关、网络水军”专项行动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。
	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》从平台主体责任、电商带货、逃税漏税等角度对网络直播做出明确规范。
	2022年10月	李佳琦复播。
教育	2021年7月	《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》提出：各地不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构，现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构，线上学科类机构改为审批制，学科类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作，对非学科类培训机构分类制定标准、严格审批。校外培训机构不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假期组织学科类培训。
	2022年3月	开展一次“回头看”工作，对面向义务教育阶段学生已经压减和转为非营利性的所有线上、线下学科类校外培训机构进行一次全面排查，从机构运营、收费管理、培训内容、从业人员资质等各方面，系统查找问题并坚决进行整改。

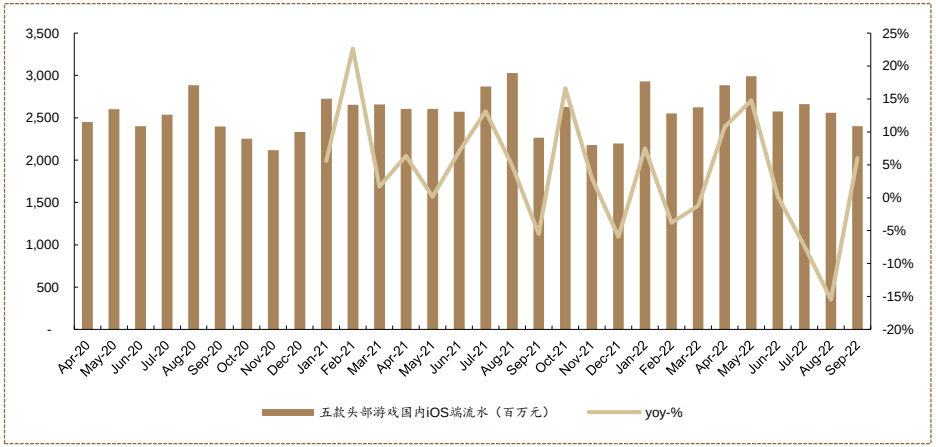
资料来源：中国政府网、人民网、中宣部、国家新闻出版署、国家发改委、市场监管总局，德邦研究所

腾讯控股：静待产品周期驱动与视频号广告的放量

- **国内游戏业务：护城河坚固、基本盘稳健，静待获发版号释放产品储备。**诚然，今年是国内游戏的产品小年，但构成收入基本盘的几款产品用户参与度稳定，后续流水有望随着消费的恢复而修复，加之仍然丰富的产品储备可以在版号的恢复发放中逐步释放，我们对国内游戏业务后续稳健增长保持乐观。

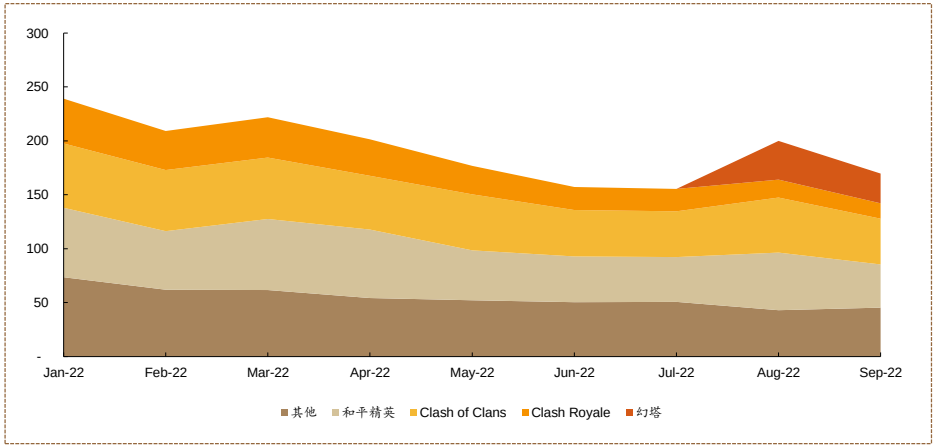
- **海外游戏业务：至暗时刻或已度过，展望三大因素驱动的复苏。**Sensor Tower高频数据显示，海外市场手游用户的付费能力已经度过了最低点，处于恢复过程中。我们认为腾讯的海外游戏业务有望因下述三个因素而逐步重拾较快的增速：1）海外用户，尤其是低客单价市场用户，付费能力的进一步恢复；2）腾讯海外Pipeline中新产品的上线；3）高基数的消化。

图9：2020年4月-2022年9月五款头部游戏的于国内iOS端流水的表现



数据来源：Sensor Tower，德邦证券研究所

图10：2022年1月-9月腾讯海外手游流水（单位：百万美元）



数据来源：Sensor Tower，德邦证券研究所

腾讯控股：静待产品周期驱动与视频号广告的放量

- **广告业务：再次回到既有alpha又有beta的阶段。**对于腾讯的广告业务，我们认为除了宏观经济复苏带动售出率和广告价格回升的β外，短期主要关注的α在于视频号广告的放量带来的广告库存扩张。我们测算视频号的信息流广告远期年度流水有望达到334-446亿元，对比2021年贡献38%-50%的增量。短期而言，广告加载率和填充率尚需一个爬坡期，收入有望在后续几个季度逐步释放。其余的存量媒体平台的流量稳中有升，看好收入表现随宏观经济复苏而修复。

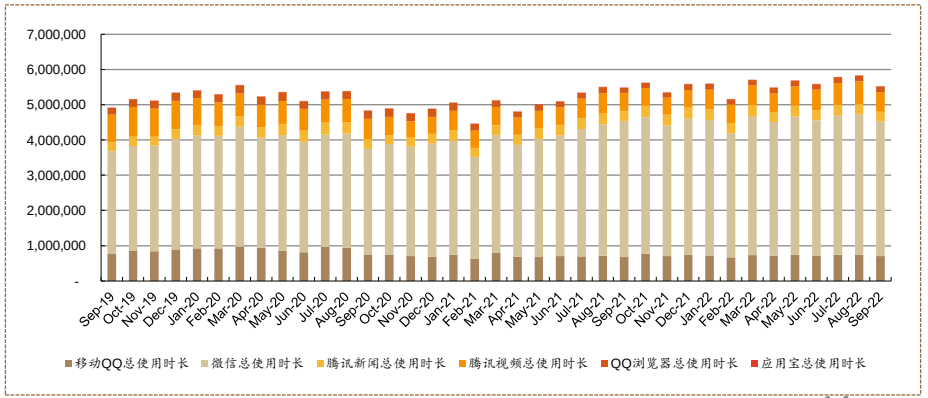
- **金融科技与企业服务：聚焦高质量发展。**金融科技业务主要的收入贡献是支付业务，其主要的逻辑在于：1）宏观经济复苏，疫情影响消退，线下场景消费恢复，整体社零增长带来大盘流水的提升；2）流水结构优化，单位流水贡献更高的收入和毛利润，使得支付业务整体的增速高于社零，并且有望实现长期持续的毛利率提升。在云及企业服务业务方面，我们预计后续公司会更多的关注健康增长，而非单纯的规模扩张，虽然收入会承受短期的负面影响，但2022年有望成为云及企业服务业务的毛利率拐点。

表5：视频号远期收入贡献测算

	保守	中性	乐观
微信整体DAU（亿）	10.9	10.9	10.9
视频号渗透率-%	60%	70%	80%
视频号DAU（亿）	6.5	7.6	8.7
时长（分钟）	50	50	50
单条VV对应时长（分钟	0.5	0.5	0.5
日均VV（亿条）	654	763	872
广告加载率-%	10%	10%	10%
广告填充率-%	70%	70%	70%
日均广告展示（亿条）	46	53	61
广告价格（元/千条）	20	20	20
日消耗（亿元）	0.9	1.1	1.2
年度广告流水（亿元）	334	390	446

资料来源：微信公开课、Questmobile、洞见数据研究院、有望数据，德邦研究所测算

图11：2019年1月-2022年10月腾讯其余主要的媒体平台的总流量（单位：万小时）



数据来源：易观千帆，德邦证券研究所

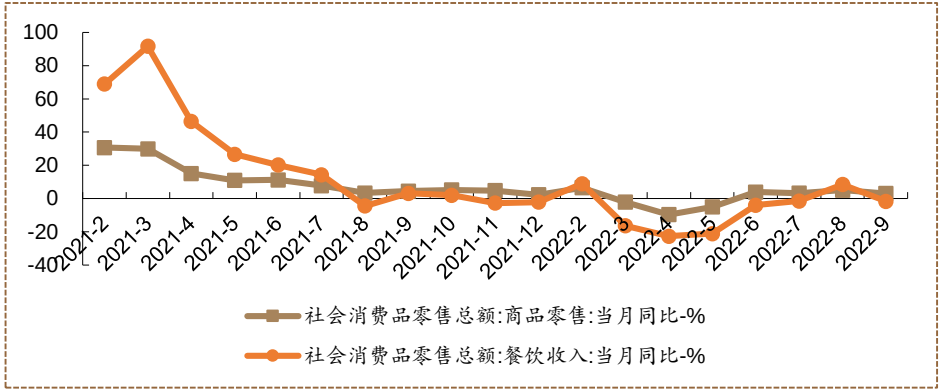
美团-W：业绩稳健，左侧择机布局

- **业绩稳健，但须跟踪本地生活市场格局变化：**3Q22业绩预计符合预期，近期新冠疫情扩散引发担忧，但考虑到美团收入结构与目前疫情地区分布，实际影响可能小于预期。另外，4Q21存在疫情、补贴削减等影响下的低基数，4Q22收入端预计仍然稳健。潜在的忧虑在于利润端，预计23年抖音本地生活起量，可能导致市场格局产生一些变化，对美团到店&酒旅业务的长期增长和利润率产生影响，我们认为这一影响目前尚未被市场充分定价。

- **关注美元周期的拐点，左侧择机布局：**预计至少在1H23才能看到美元周期确定的拐点，当前处于左侧，估值明显低估下可择机布局。

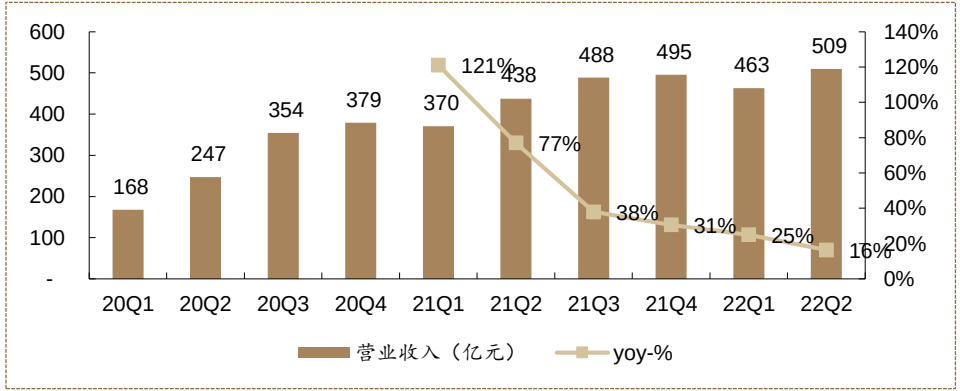
- **盈利预测：**我们预计2022/2023年分别实现营业收入2363/3120/3962亿元，同比增长32%/32%/27%。

图12：2021年1月-2022年9月社零商品零售及餐饮收入当月同比数据



数据来源：国家统计局，德邦证券研究所

图13：20Q1-22Q2营业收入及增速



数据来源：美团公司公告，德邦证券研究所

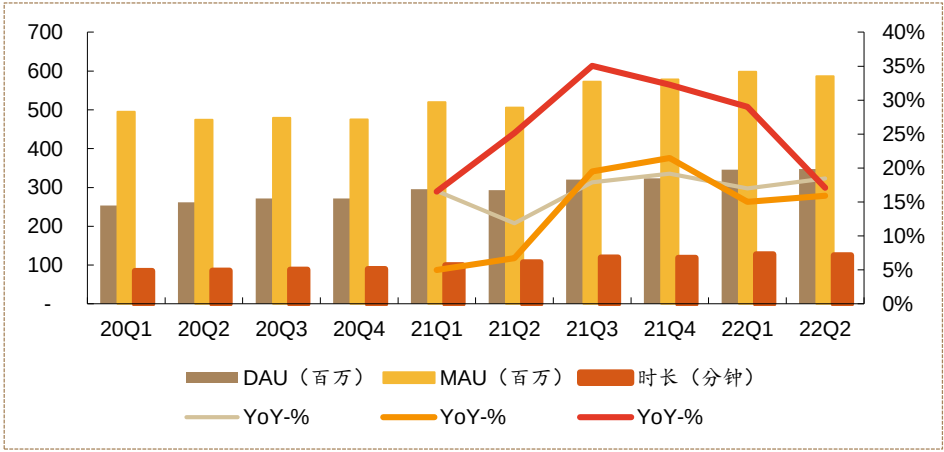
快手-W：流量维持稳健增长，变现短期承压不改长期看好

- **流量端维持稳健增长：**22Q2 DAU达到3.47亿，同比增长18%，MAU达到5.87亿，同比增长16%，用户粘性进一步增长；日均使用时长125分钟，同比提升17%。

- **变现短期承压不改长期看好：**受宏观经济波动造成的广告主投放意愿下滑，二季度单用户广告收入环比、同比均略有下降，但电商GMV同比增长31%达到1912亿元。展望未来，我们认为三季度公司基本面仍然会有所承压，但并不改变我们对其增长的乐观态度。

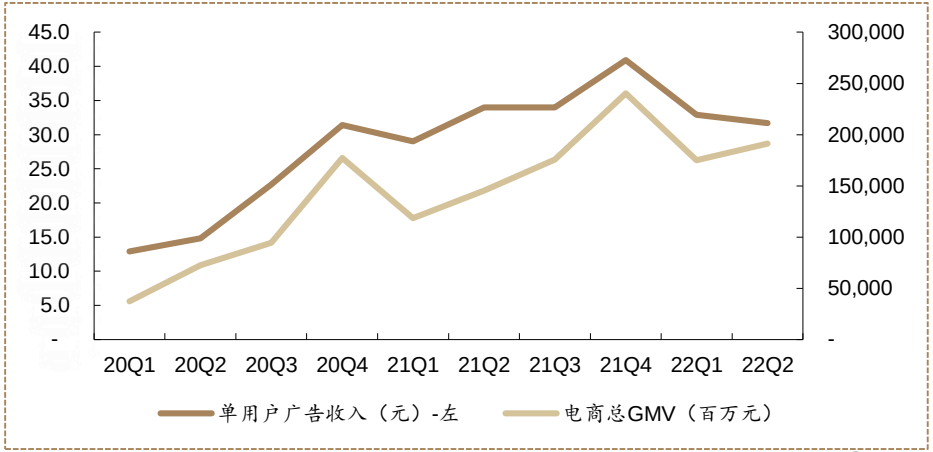
- **盈利预测：**预计2022年-2024年实现营业收入924/1073/1222亿元，同比增长14%/16%/14%.

图14：20Q1-22Q2快手MAU、DAU、时长及增速



数据来源：快手-W公司公告，德邦证券研究所

图15：20Q1-22Q2快手单用户广告收入及电商GMV



数据来源：快手-W公司公告，德邦证券研究所

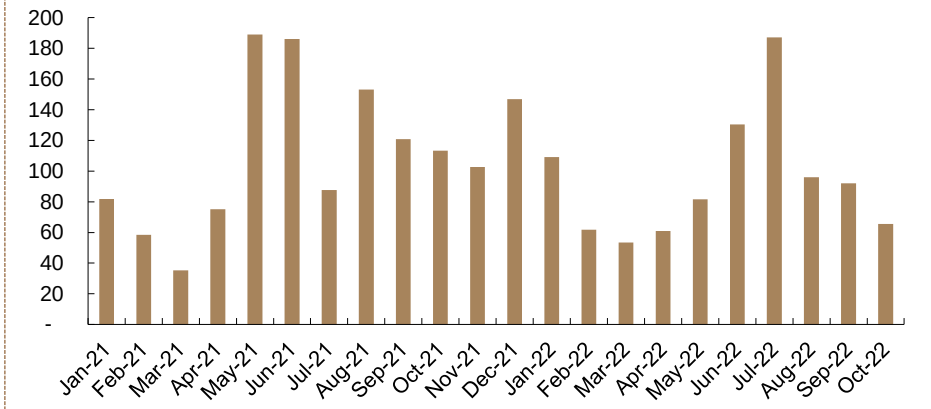
哔哩哔哩-W：预计二季度为年内基本面低点，有望于2023年3月被纳入港股通

- **二季度有望成为年内基本面低点，后续迎来逐季度的改善。**受经营杠杆及人员优化的一次性支出，二季度公司亏损规模进一步扩大。我们认为随着三季度新游戏上线、广告环比恢复、用户规模持续增长，收入端有望扩张，缓解经营杠杆的压力；其次，降本增效的成果也有望在三季度开始逐步体现，因此亏损幅度有望下降；

- **2023年3月有望被纳入港股通：**根据双重主要上市转换完成后的入通规则，我们预计公司有望于2023年3月被纳入港股通。

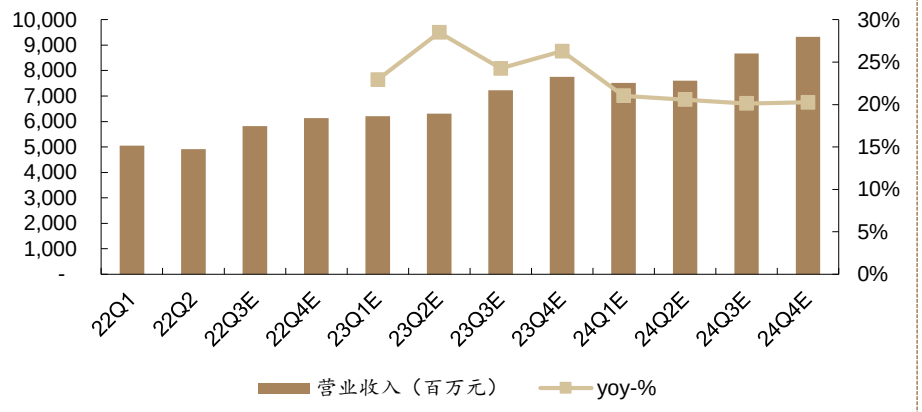
- **盈利预测：**我们预计2022-2024年公司实现营业收入224/283/343亿元，同比增长15%/27%/21%。

图16：2021年1月-2022年10月哔哩哔哩自主发行产品的流水（单位：百万元）



数据来源：Sensor Tower，德邦证券研究所

图17：22Q1-24Q4E营业收入及增速预测



数据来源：哔哩哔哩-W公司公告，德邦证券研究所测算

目录

1.版块复盘：基本面、流动性与地缘政治冲突共振下的承压

2.互联网：监管常态化+宏观经济恢复+加息节奏放缓，行情可期

3.虚拟现实：放量可期，关注内容侧的投资机会

4.游戏：宏观低点已过，展望新的产品周期

5.出版：高股息、低估值，望借数字化风潮稳步前行

6.长视频：降本提价，降量提质

7.影视院线：长周期恢复与较大的弹性

8.电商：政策铺垫+业态多点开花，回暖前景佳

9.广告：跌幅收窄，受众触底，高铁广告增长可期

10.AIGC：应用场景广泛，商业化前景可期

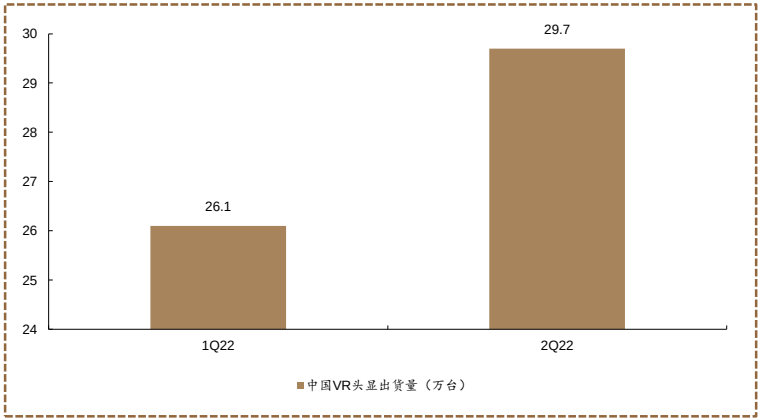
11.2023年投资策略：把握文娱互联网复苏，跟踪虚拟现实成长

12.风险提示

虚拟现实硬件端：产品迭代，展望B端、G端放量

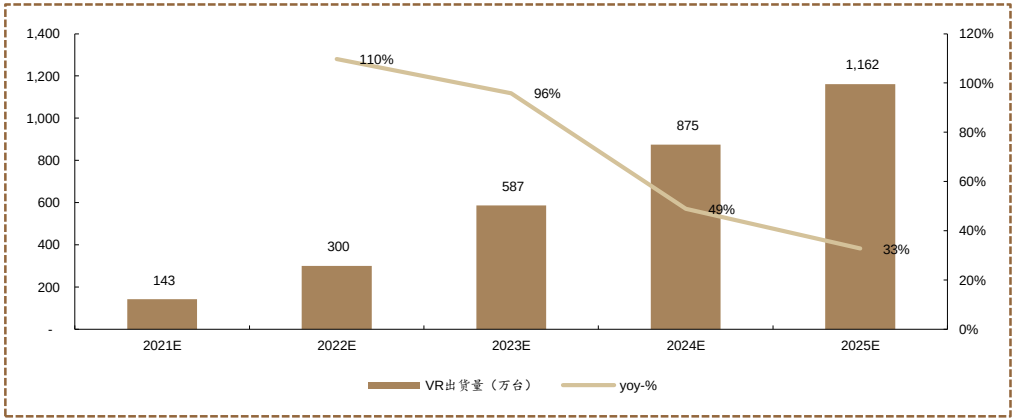
- 国内市场方面，根据VR陀螺数据跟踪，2022年上半年国内VR头显出货量为60.58万台，AR头显出货量为4.8万台，分别占同期全球市场的8.9%、16.2%。而根据IDC的季度数据跟踪，2022年一二季度，国内VR头显分别出货26.1万、29.7万，二季度环比增长约14%。
- 11月1日，工业和信息化部等五部门印发《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022-2026年）》，**其中提出我国虚拟现实产业总体规模（含相关硬件、软件、应用等）目标超过3500亿元，虚拟现实终端销量目标超过2500万台。**

图18：2022年一二季度中国VR头显出货量



数据来源：IDC，德邦证券研究所

图19：2021E-2025E国内市场VR设备出货量及增速



数据来源：IDC《2022上半年VR/AR产业发展报告》，德邦证券研究所
注：IDC仅披露了2021E、2022E和2025E的具体预测数据，2023E、2024E为线性外推所得。

虚拟现实硬件端：产品迭代，展望B端、G端放量

- 技术进步。过往主流镜片解决方案以菲涅尔为主，而2022年以来的新品采用了折叠光路（即Pancake）的设计思路，有效地将光机模组厚度由菲涅尔透镜的40-50mm减少至18-25mm，进而降低VR头显设备整体的尺寸，**预计其后续有望成为主流的镜片解决方案，带动VR头显向轻薄化方向迭代，**一体机的便携性、佩戴舒适度均有望迎来加强，国内VR头显有望在C端迎来放量。
- 政策支持。根据IDC，2021年国内VR头显预计2022年和2025年出货量分别有望达到300万台和1162万台，而《计划》给出的2026年前终端销量目标为超过2500万台，**行业天花板有望抬升。**此外，《计划》设定目标，将在工业生产、文化旅游、融合媒体、教育培训、体育健康、商贸创意、智慧城市等虚拟现实重点应用领域实现突破，除C端外，**预计B端、G端市场空间有望进一步打开。**
- 厂商补贴以及内容供给优化。高额补贴或将进一步催化出货量增长斜率，并通过发售初期的打卡返现促进用户习惯的形成。加之内容生态日渐丰富，随着硬件出货量的增长、保有量提升，内容生态可以开启正循环。

表6：三大光学解决方案对比

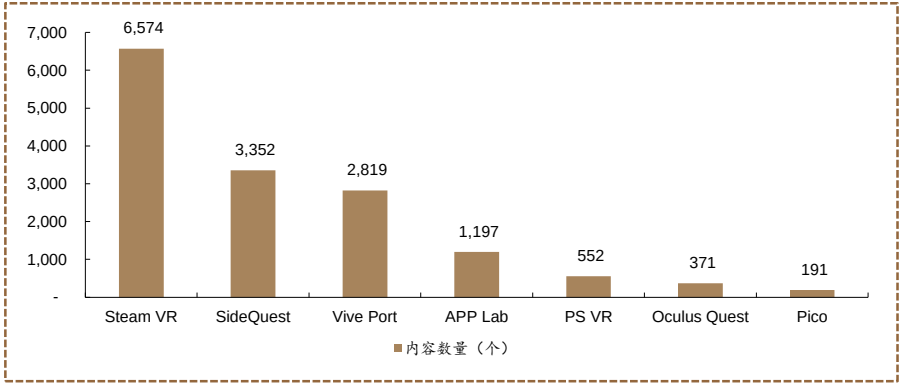
解决方案	非球面滤镜	菲涅尔滤镜	Pancake
技术成熟度	成熟	成熟	成熟
主要运用产品	早期的VR盒子及少部分头戴式VR，例如PS VR	当前主流方案，例如Oculus Quest2、Pico Neo3等	多为即将推出或刚刚推出的产品，例如创维Pancake 1,、YVR 2等
成本	5-8元/片	15-20元/片	150-200元/组
光机模组厚度	40-50mm	40-50mm	18-25mm

资料来源：Wellsenn XR《VR光学专题研究报告》，德邦研究所

虚拟现实内容端：国内硬件放量带动促活需求，短期料以轻量化、高频供给内容为主

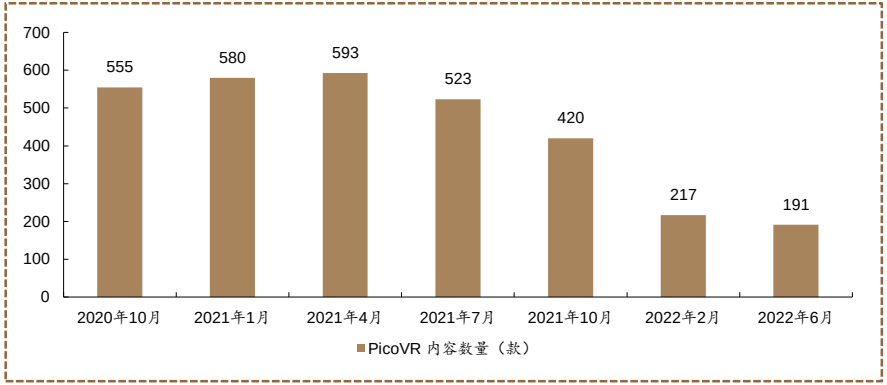
- VR内容生态方面，Steam VR与Oculus丰富度全球领先，国内尚有差距。国内VR内容以Pico VR为例，其当前的内容生态主要由游戏、视频、工具及社交四类应用组成，其中游戏和视频是主要部分。
- 在硬件渗透的早期，存量设备数量有限，内容将会以第一方、第二方供给为主；后续随着出货量、存量设备提升，当活跃用户数足够支撑独立内容供给者盈利，第三方生态将会快速繁荣。
- 2022年国内VR头显设备处于快速起量的阶段，**拉动硬件活跃度将会是厂商的刚需。**综合考虑Oculus的经验，和国内C端有望放量的预期，**国内的VR内容生态，短期内将以休闲游戏、直播、视频等轻量化且可以高频供给的内容为主导**，满足硬件促活的刚性需求。

图20：截至2022年上半年主流VR内容平台的内容数量



数据来源：VR陀螺，德邦证券研究所

图21：2020年10月-2022年6月Pico VR内容数量



数据来源：VR陀螺，德邦证券研究所

虚拟现实投资逻辑：关注内容侧三条主线的投资机会

- 硬件端包括光学模组、核心计算模组、组装生产、整机销售等产业链投资机会。而在内容端，主要投资逻辑如下：

  1）B端应用场景方向：建议关注风语筑、锋尚文化、丝路视觉、数字人等；

  2）音视频内容及健身：建议关注芒果超媒、力盛体育、字节跳动产业链；

  3）游戏方向：推荐恺英网络，建议关注华立科技、富春股份、宝通科技、三七互娱等；

- VR产业链投资逻辑需要一个**从硬件放量到内容生态放量的周期，但内容端对后续的正循环形成具有不可替代性。**加之，当前传媒行业估值整体处于历史低位，硬件端的放量和内容的创新，以及政策的大力支持，有望带来显著的估值修复和新的成长机会，建议密切关注行业发展。

表7：产业链主要标的情况

代码	标的	市值（亿元）	EPS-22E	EPS-23E	EPS-24E	PE-22E	PE-23E	PE-24E
603466.SH	风语筑	72	0.27	0.62	0.79	44	19	15
300860.SZ	锋尚文化	70	0.54	2.81	3.42	95	18	15
300413.SZ	芒果超媒	464	1.14	1.36	1.57	22	18	16
002517.SZ	恺英网络*	146	0.49	0.65	0.80	14	10	8
301011.SZ	华立科技	30	0.13	0.99	1.28	208	26	21
300031.SZ	宝通科技	62	1.08	1.41	1.67	14	11	9
002555.SZ	三七互娱	386	1.35	1.57	1.80	13	11	10

资料来源：Wind，德邦研究所

注：标*为已覆盖公司，采用德邦预测，其余均采用Wind一致预期，截至2022年11月24日收盘

目录

1.版块复盘：基本面、流动性与地缘政治冲突共振下的承压

2.互联网：监管常态化+宏观经济恢复+加息节奏放缓，行情可期

3.虚拟现实：放量可期，关注内容侧的投资机会

4.游戏：宏观低点已过，展望新的产品周期

5.出版：高股息、低估值，望借数字化风潮稳步前行

6.长视频：降本提价，降量提质

7.影视院线：长周期恢复与较大的弹性

8.电商：政策铺垫+业态多点开花，回暖前景佳

9.广告：跌幅收窄，受众触底，高铁广告增长可期

10.AIGC：应用场景广泛，商业化前景可期

11.2023年投资策略：把握文娱互联网复苏，跟踪虚拟现实成长

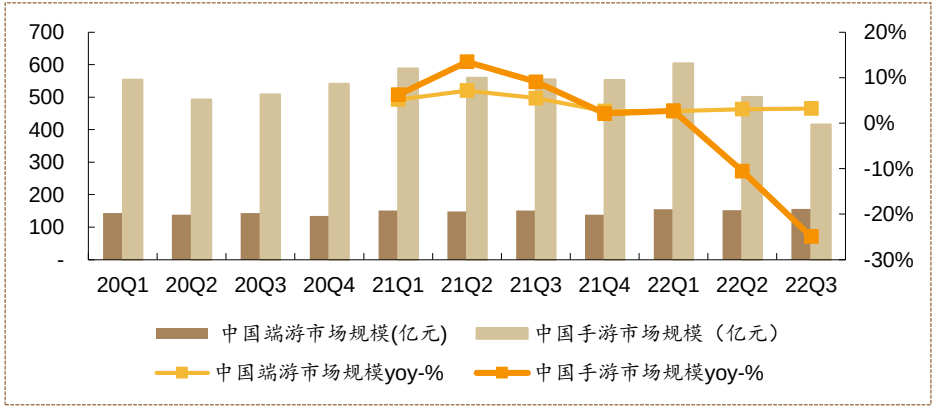
12.风险提示

国内游戏行业：负面因素逐步消退，展望新的产品周期

- **短期内，我们面对国内经济波动、版号停发、未保法等因素叠加，导致承压的国内游戏市场。**根据伽马数据，22Q3中国游戏市场实际销售收入597亿元，环降12.6%，同降19.1%，主要系手游表现不佳所拖累。而手游市场实现销售收入416亿元，环降16.8%，同降24.9%，同比降幅较二季度进一步扩大。端游市场则实现销售收入156亿元，环增2.1%，同增3.2%，较为稳定。

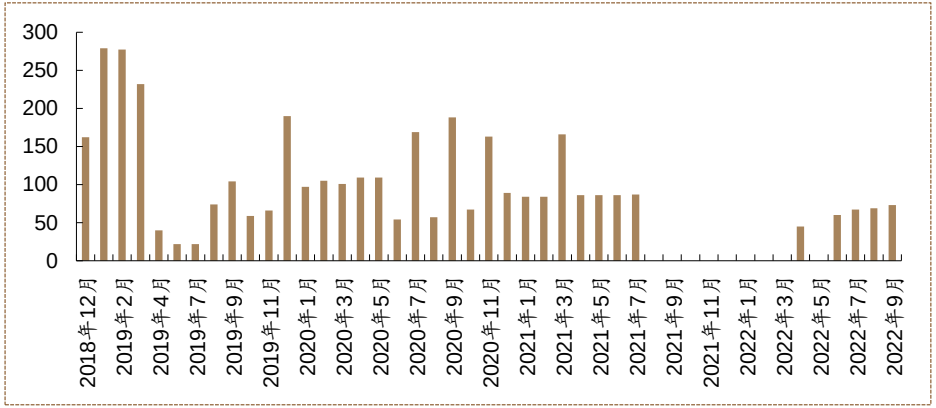
- 展望未来，4月版号恢复发放以来，除了5月、10月未发放版号，其余月份发放的版号数量仍然是环比提升的（4、6-9月分别为45\60\67\69\73个）；未保法带来的高基数会在22Q4起逐步消退（腾讯于8月3日开始试点“双减、双打、三提倡”）；叠加后续的消费逐步恢复，**我们认为当前抑制国内游戏市场增长的因素是逐步消退的。**此外，我们也注意到，2019年-2022年前三季度，游戏（中信）版块整体研发费用率分别为11%\12%**14%**\13%，同比增长率分别为19%\5%**26%**\0%，2021年是明显的高投入年度，虽然部分产品会因为2022年的“行业寒冬”而中止，但剩余的项目**仍然有望在2023-2024年（对应2-3年的研发周期）带来行业性的产品供给上行周期。**

图22：20Q1-22Q3中国端游、手游市场规模及增速



数据来源：伽马数据，德邦证券研究所

图23：2018年版号恢复发行后-2022年9月的版号发放数量（个）

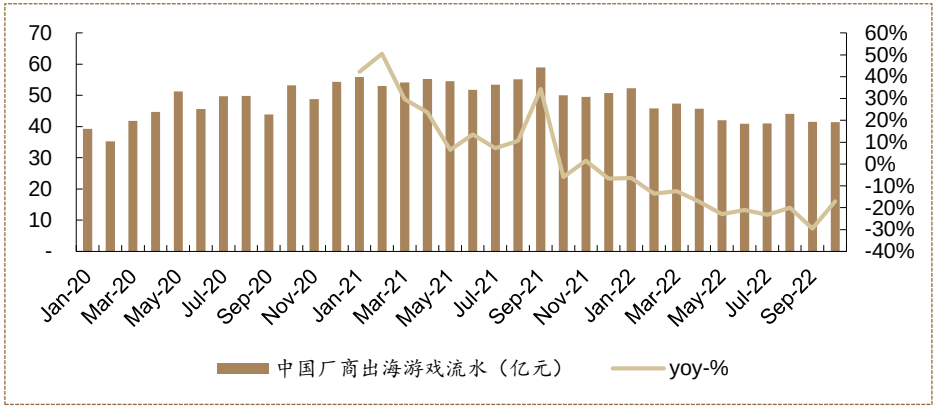


数据来源：国家新闻出版署，德邦证券研究所

海外游戏行业：用户付费能力已过最低点

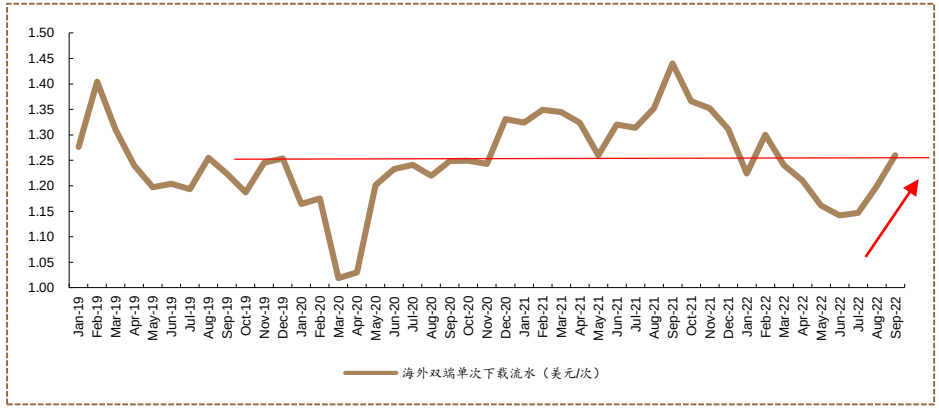
- **另一方面，同时受到供给端和需求端的负面影响，全球游戏市场同样面临逆风。**根据第三方机构Newzoo的预测，2022年预计全球游戏市场规模达到1968亿美元，同比增长2.1%，并且预计2020年-2025年CAGR达到4.7%；其中移动游戏市场规模1035亿美元，同比增长5.1%，占整体市场比重达到53%，是主要的增长驱动力。其中于需求端：1）全球疫情逐步缓和，线下消费场景复苏，“宅”经济红利消退，但留下较高基数；2）海外的高通胀，导致了于可选消费的支出减少。而于供给端：1）疫情导致的长期居家办公减缓了游戏研发进度；2）并且也影响了设备零件供应链。
- **高频数据显示，海外市场手游用户的付费能力已经度过了最低点，在恢复过程中。**我们使用海外iOS、Google Play两大应用商城的单次下载所对应的流水，反映海外游戏用户的付费能力。双端大盘数据于2022年6月/7月触底后，已经逐月反弹至疫情前的水平。其中，海外中低端市场（即Google Play端）于2022年以来面临了更为陡峭的下探，而高端市场（即iOS端）则相对平缓，反映了通胀对中低收入人群可选消费影响更大，虽然尚未恢复至疫情前的水平，但已在恢复的过程中。

图24：2020年1月至2022年10月中国游戏厂商出海游戏流水及增速



数据来源：Sensor Tower，德邦证券研究所

图25：2019年至今的海外游戏市场用户付费能力情况



数据来源：Sensor Tower，德邦证券研究所

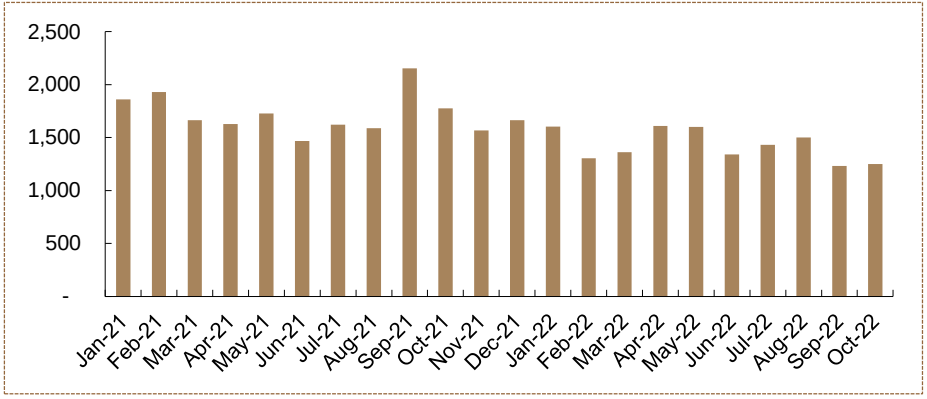
网易-S：行业逆风仍显韧性，展望重点产品的上线

- **短中长期的投资逻辑：**我们认为网易相较于腾讯，是更为“纯粹”的游戏公司。其长期投资逻辑为持续产出长生命周期产品带来的EPS积累，中期投资逻辑在于非线性研发投入带来的产品周期，短期则在于重点产品上线所提供的催化。

- **行业逆风仍显韧性，展望重点产品的上线：**当前公司仍有非常丰富的重点游戏储备，包括《哈利波特》海外、《隐世录》、《逆水寒手游》、《永劫无间》手游，产品周期还有较大的释放空间。但在三季度开始面临的端游、手游的高基数，和短期的产品空档的影响之下，营业利润的增速可能会进入相对稳定的时期。

- **盈利预测：**我们预计公司2022年-2024年，实现收入969/1068/1155亿元，同比增长11%/10%/8%；实现营业利润209/235/262亿元，同比增长27%/13%/11%。

图26：2021年1月-2022年10月网易自主发行产品的流水（单位：百万元）



数据来源：Sensor Tower，德邦证券研究所
注：不包括暗黑破坏神海外服等由第三方发行的产品的流水。

表8：网易Pipeline中部分已公布的重点产品储备

产品名称	产品来源	版号	IP
哈利波特：魔法觉醒 海外服	自研（华纳发行）	不需要	哈利波特
隐世录	自研	无	倩女幽魂
零号任务	自研	无	无
陈情令	自研	无	陈情令
逆水寒手游	自研	无	逆水寒
永劫无间手游	自研	无	永劫无间
代号：世界	自研	无	阴阳师
代号：ATLAS	自研	无	无
代号：诸神黄昏	自研	无	无

资料来源：16p、网易游戏官网等，德邦研究所

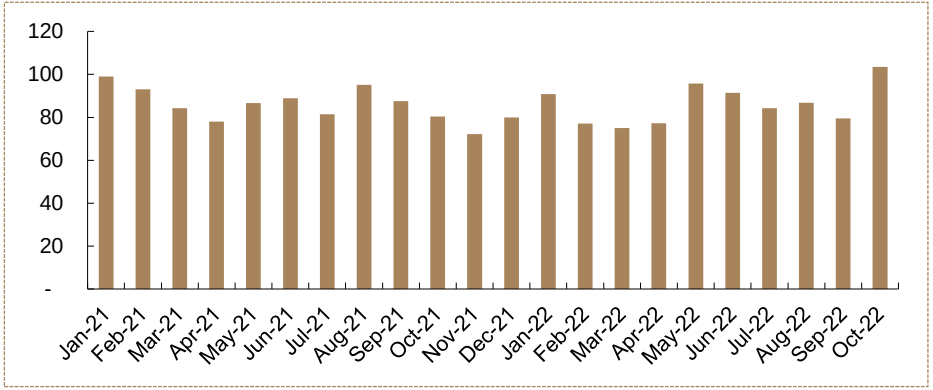
心动公司：产品储备静待释放，TapTap用户规模有望持续扩张

- **心动公司的商业模式在于形成心动游戏和TapTap平台两大业务线的正循环：**心动游戏的自研产品成为TapTap的独占内容，TapTap平台的用户量提升，进而发行能力提升，自研产品流水表现提升，形成更多的研发投入，以此循环。

- **产品储备丰富，TapTap用户规模有望持续扩张。**Pipeline中储备的《T3》国服、《火炬之光》国服、《铃兰之剑》、《心动小镇》有望于后续相继于海外、国内市场（在获得版号后）上线。TapTap平台国内用户空间广阔且实现路径清晰，在新游相继上线，TapPlay、云玩等功能逐步完成的趋势下，我们认为其用户规模有望持续扩张。

- **盈利预测：**我们预计公司2022年-2024年实现营业收入33/46/57亿元，同比增长21%/40%/24%；实现归母净利润（亏损）-7.7/-1.23/3.1亿元，对应归母净利润率-23.5%/-2.7%/5.5%。

图27：2021年1月-2022年10月心动自主发行产品的流水（单位：百万元）



数据来源：Sensor Tower，德邦证券研究所
注：不包括TapTap平台发行的产品的流水。

表9：心动公司已公布的自研产品储备

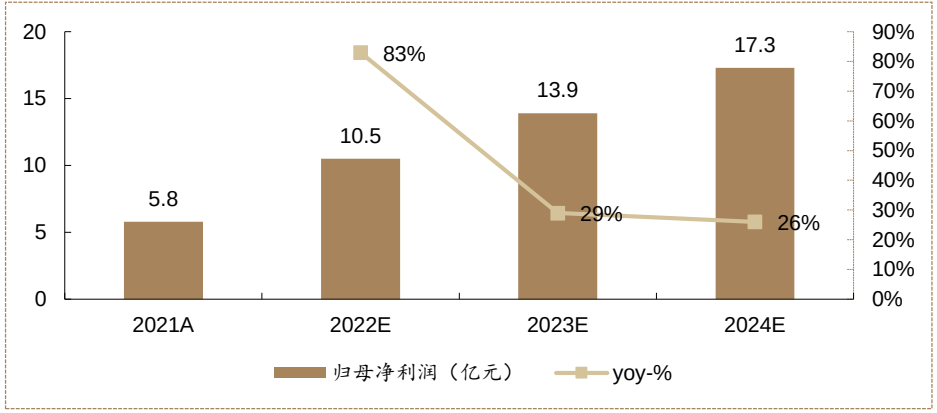
产品	品类	风格/题材	来源	测试及上线进度	国内版号
T3	FPS	卡通	自研	**海外服已上线**	无
火炬之光：无限	ARPG	欧美	自研	**海外服已上线**	无
浣熊不高兴	Roguelike	卡通	自研	**海外服已上线**	无
铃兰之剑	战棋	二次元/像素	自研	2022年4月限量删档测试	无
心动小镇	模拟经营	卡通	自研	2022年10月删档测试	无
出发吧麦芬	放置	卡通	自研	2022年9月开启篝火测试	无
伊瑟·重启日	回合制RPG	二次元	自研	开启预约	无

资料来源：taptap、七麦、16p，德邦研究所

恺英网络：历史问题出清、主业战略聚焦、前瞻布局VR

- **历史问题出清，业绩强劲复苏：**随着第一大股东变更为现任董事长，公司治理进一步理顺，前期诉讼问题也已经落地，历史问题基本出清，2021-2022年H1公司业绩也呈强劲修复。
- **聚焦主业，守正出奇：**在传奇奇迹赛道，随着国内传奇IP归属的明确，以及存量非法授权产品逐步出清，市场竞争格局走向进一步整合。当前公司Pipeline中产品储备丰富，其中《山海浮梦录》、《新倚天屠龙记》两款自研产品均已经获得版号，并分别完成了篝火测试和付费测试，有望年内上线，“斗罗大陆”IP产品等后续上线也有望带来业绩增长。
- **前瞻布局VR游戏研发：**公司于2022年初与VR游戏厂商幻世科技共同成立了VR游戏团队，目前已有一款动作竞技类VR游戏在研发中，我们看好未来VR的发展给公司带来的成长机会。
- **盈利预测：**预计公司2022年-2024年实现收入38/49/60亿元，同比增长62%/27%/23%，归母净利润10.5/13.9/17.3亿元，同比增长83%/29%/26%。

图28：2021A-2024E恺英网络归母净利润及增速



数据来源：恺英网络公司公告，德邦证券研究所测算

表10：公司当前Pipeline储备

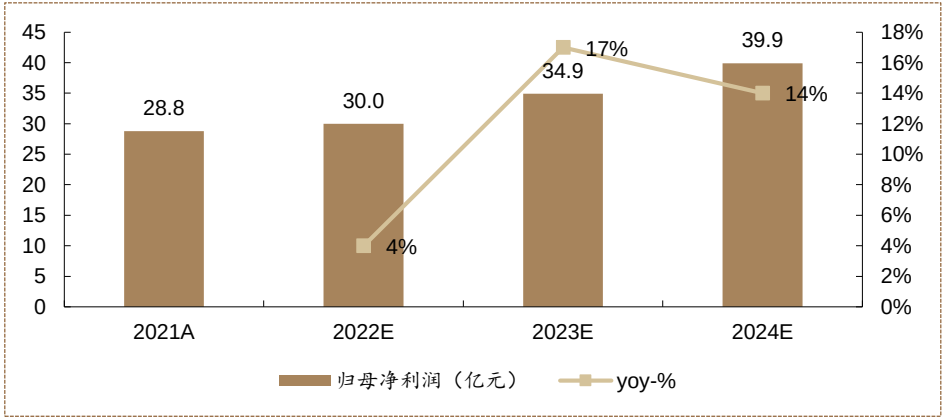
产品名称	测试进度	品类	自研/代理	版号
山海浮梦录	2022年7月14日篝火测试	回合制卡牌	自研	有
新倚天屠龙记	2022年10月21日付费测试	RPG	代理广州忆游未尽	有
龙神八部之西行纪	研发中	回合制卡牌	N/A	无
仙剑奇侠传：新的开始	研发中	回合制卡牌	N/A	无
妖怪正传2	研发中	卡牌+RPG	代理数字浣熊	无
妖怪事务所（海外）	研发中	回合制卡牌	代理数字浣熊	无
一念永恒	研发中	-	N/A	无

资料来源：恺英网络公司公告、公司官网、TapTap等，德邦研究所整理
注：N/A为目前未知

三七互娱：重点产品上线有望带动业绩表现回暖

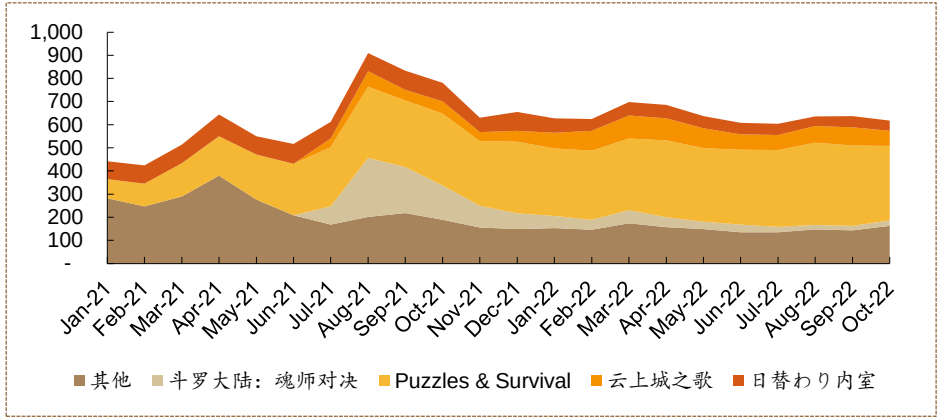
- **短期业绩承压源于产品周期导致的收入、费用错配：**1）收入端，存量产品随着生命周期推进而产生正常的流水下滑，以及2021年核心产品《斗罗大陆：魂师对决》于7月上线带来的高基数；2）重点产品《小小蚁国》于9月24日上线，费用前置但收入确认有周期。上述原因导致三季度公司收入端、费用端错配，进而利润端阶段性的释放较弱。
- **重点产品上线，后续储备丰富：**公司于10月24日上线重点产品《空之要塞：启航》，上线即登顶iOS畅销榜，此外《小小蚁国》上线以来维持于iOS免费榜前20名。我们看好两款重点产品于四季度流水逐渐释放，贡献业绩增量。此外，公司Pipeline中有丰富产品储备以支撑增长，《霸业》、《光明冒险》等多款产品已获得版号，有望于四季度至明年一季度相继上线，贡献业绩增量；也有《代号 3D 版 WTB》、《代号古风》、《代号 GOE》、《代号 G2》等自研产品储备。
- **盈利预测：**我们预计公司2022-2024年实现收入158/185/211亿元，同比增长（下滑）-2%/17%/14%；实现归母净利润30.0/34.9/39.9亿元，同比增长4%/17%/14%。

图29：2021A-2024E三七互娱归母净利润及增速



数据来源：三七互娱公司公告，德邦证券研究所测算

图30：2021年1月-2022年10月三七互娱自主发行产品流水（单位：百万元）

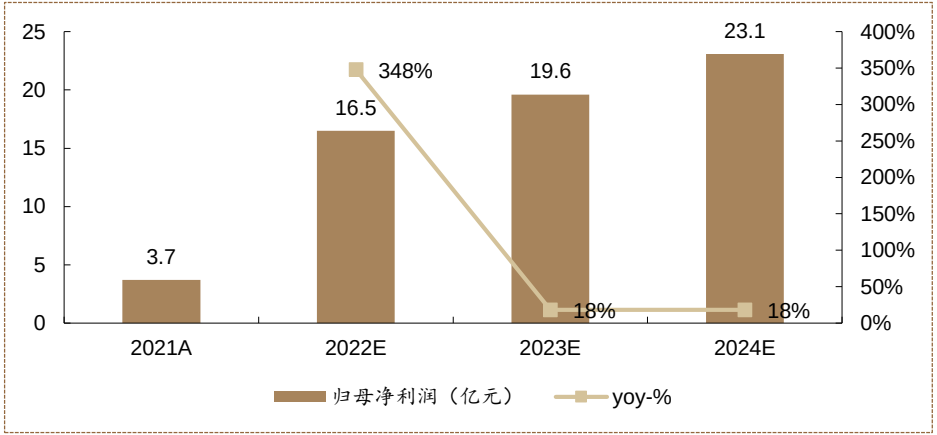


数据来源：Sensor Tower，德邦证券研究所

完美世界：《幻塔》海外表现亮眼，静待储备上线

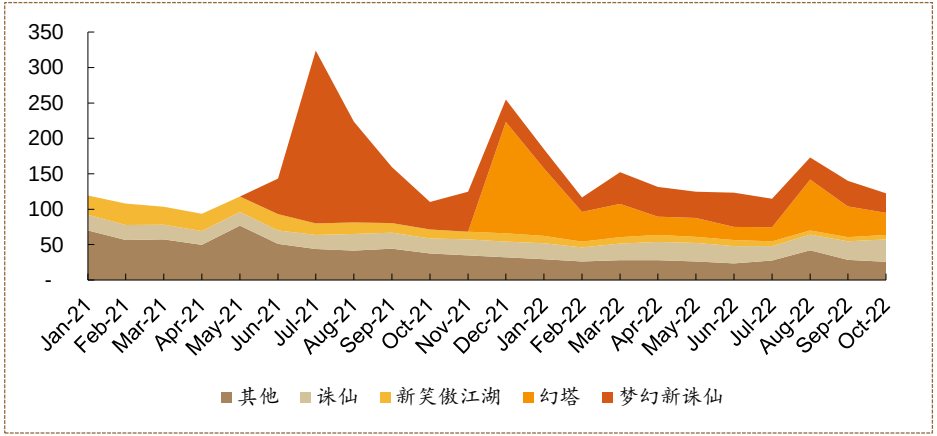
- **产品周期导致短期业绩承压：**短期业绩承压主要源于全年同期《梦幻新诛仙》带来的高基数、老产品的流水自然下滑和海外研发工作室出售后不再并表导致。
- **《幻塔》海外发行表现优异：**由腾讯代理发行的《幻塔》国际版，于8月海外上线后，首周登顶36个国家地区iOS免费榜，进入122个国家地区TOP10；并且于头部海外游戏市场表现优异。参考《幻塔》国服流水表现，后续随着内容更新，有望持续为公司提供显著业绩增量。
- **Pipeline中产品储备丰富：**目前公司Pipeline中储备有《天龙八部2》、《朝与夜之国》、《一拳超人：世界》、《百万亚瑟王》、《神魔大陆2》等产品，随着后续游戏版号的持续发放，有望相继完成测试后上线，兑现前期研发投入。
- **盈利预测：**我们预计公司2022年-2024年实现营业收入81/95/109亿元，同比增长（下滑）-5%/17%/15%，实现归母净利润16.5/19.6/23.1亿元，同比增长348%/18%/18%。

图31：2021A-2024E完美世界归母净利润及增速



数据来源：完美世界公司公告，德邦证券研究所测算

图32：2021年1月-2022年10月完美世界自主发行产品流水（单位：百万元）



数据来源：Sensor Tower，德邦证券研究所

相关公司盈利预测

代码	公司	市值（亿元）	EPS-22E	EPS-23E	EPS-24E	PE-22E	PE-23E	PE-24E
0700.HK	腾讯控股*	24,466	11.11	11.53	13.61	22.71	21.89	18.54
9999.HK	网易-S*	3,185	6.58	6.47	7.11	14.57	14.81	13.48
2400.HK	心动公司*	86	-1.58	-0.24	0.65	-11.23	-73.95	27.30
1119.HK	创梦天地	46	-0.03	0.14	0.35	-113.37	22.48	9.24
0302.HK	中手游	38	0.06	0.20	0.30	23.54	6.93	4.53
002517.SZ	恺英网络*	146	0.49	0.65	0.80	13.82	10.42	8.46
002555.SZ	三七互娱*	386	1.35	1.57	1.80	12.88	11.08	9.66
603444.SH	吉比特	230	19.74	23.48	27.28	16.18	13.61	11.71
002624.SZ	完美世界*	262	0.85	1.01	1.19	15.92	13.40	11.37
002602.SZ	世纪华通	289	0.27	0.37	0.46	14.49	10.47	8.46

资料来源：Wind，德邦研究所

注：标*为已覆盖公司，采用德邦预测，其余均采用Wind一致预期，截至2022年11月24日收盘

目录

1.版块复盘：基本面、流动性与地缘政治冲突共振下的承压

2.互联网：监管常态化+宏观经济恢复+加息节奏放缓，行情可期

3.虚拟现实：放量可期，关注内容侧的投资机会

4.游戏：宏观低点已过，展望新的产品周期

5.出版：高股息、低估值，望借数字化风潮稳步前行

6.长视频：降本提价，降量提质

7.影视院线：长周期恢复与较大的弹性

8.电商：政策铺垫+业态多点开花，回暖前景佳

9.广告：跌幅收窄，受众触底，高铁广告增长可期

10.AIGC：应用场景广泛，商业化前景可期

11.2023年投资策略：把握文娱互联网复苏，跟踪虚拟现实成长

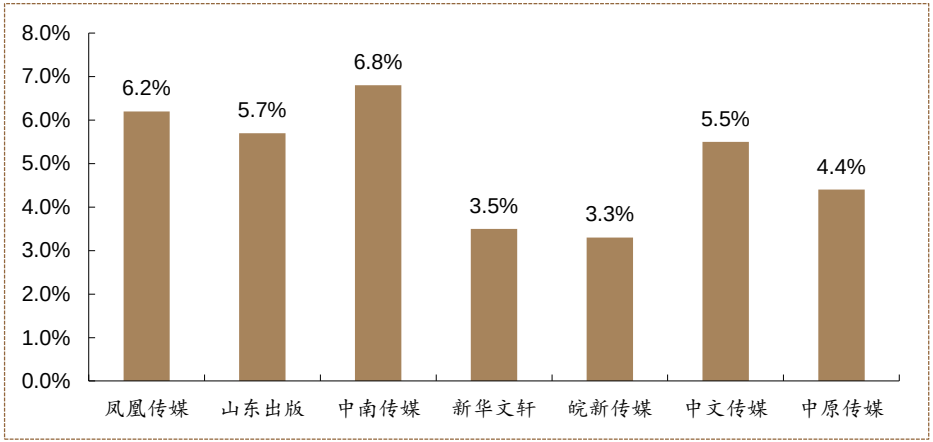
12.风险提示

高股息、低估值，望借数字化风潮稳步前行

- **基本盘稳固，增量空间大。**供给侧龙头国企覆盖长产业链，盈利空间稳定；现金流稳定，流动资金充沛。文化数字化设施由政策到落地，出版业公司现金流稳定且充沛+内容侧资源丰富，有望结合数字内容制作、数字文化产品等多种场景，为出版业赋能。

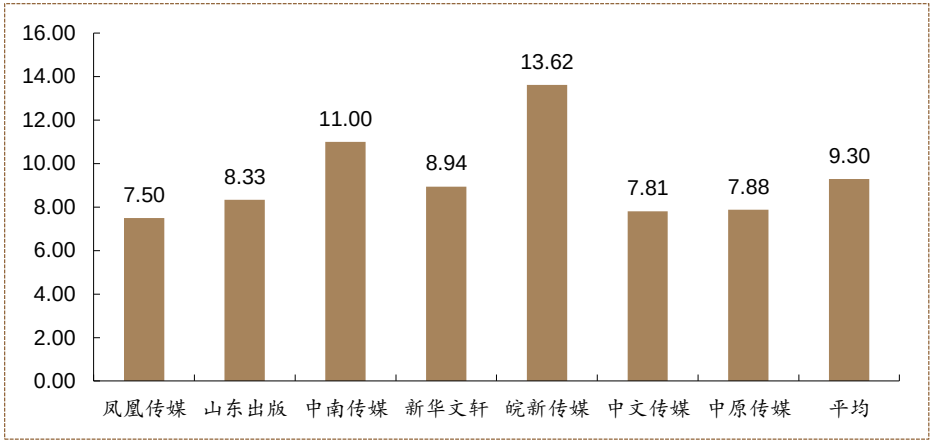
- **高股息率+低估值，未来收益前景优。**出版行业主要上市公司PE（TTM）均值小于10倍，分红率多数在50%附近及以上，多家公司股息率超过5%。公司经营状况良好，行业数字化变革带来的增量仍有很大空间。

图35：行业部分上市龙头公司2021年股息率（%）



数据来源：iFind，德邦证券研究所 注：股价采用2021年12月31日收盘价

图36：行业部分上市龙头公司当前PE（TTM）



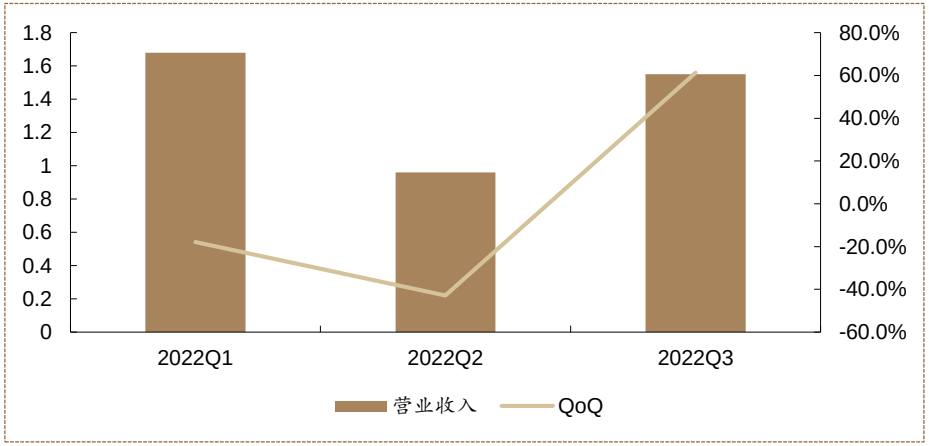
数据来源：iFind，德邦证券研究所 注：采用2022年11月10日数据

市场复苏过程中，看好高铁、楼宇广告相关标的

- **在线旅游市场复苏，拉动受损标的。**11月1日，文旅部起草《文化和旅游部关于推动在线旅游市场高质量发展的意见（征求意见稿）》，从推动投资、提升消费、巩固配套政务服务等角度拉动在线旅游市场，提振市场信心，兆讯传媒等高铁广告服务商有望优化营业情况。

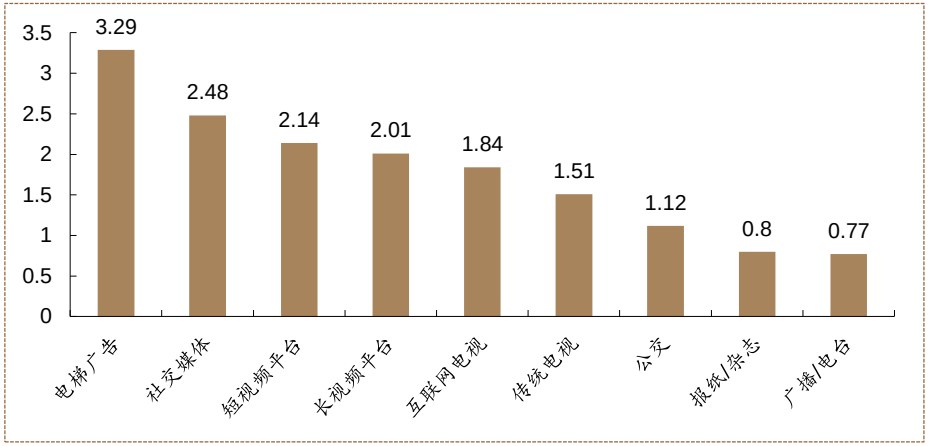
- **楼宇媒体广告覆盖广、效能高，有望在行业复苏后抢占更大市场。**楼宇广告成本低、收益高，渠道价值高。据Kantar数据，电梯广告平均记忆数量在各渠道中居首，日到达率达到79%，仅次于互联网广告，收益率高。

图65：兆讯传媒 2022Q1-2022Q3 单季度营业收入和变化情况（亿元，%）



数据来源：公司官网，德邦证券研究所

图66：各媒体渠道广告平均记忆数量



数据来源：Kantar，德邦证券研究所

目录

1.版块复盘：基本面、流动性与地缘政治冲突共振下的承压

2.互联网：监管常态化+宏观经济恢复+加息节奏放缓，行情可期

3.虚拟现实：放量可期，关注内容侧的投资机会

4.游戏：宏观低点已过，展望新的产品周期

5.出版：高股息、低估值，望借数字化风潮稳步前行

6.长视频：降本提价，降量提质

7.影视院线：长周期恢复与较大的弹性

8.电商：政策铺垫+业态多点开花，回暖前景佳

9.广告：跌幅收窄，受众触底，高铁广告增长可期

10.AIGC：应用场景广泛，商业化前景可期

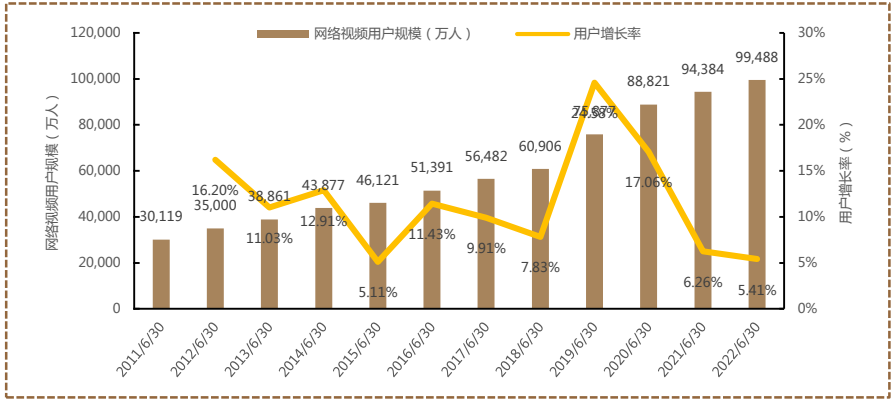
11.2023年投资策略：把握文娱互联网复苏，跟踪虚拟现实成长

12.风险提示

长视频：用户规模稳健增长，竞争格局相对稳定

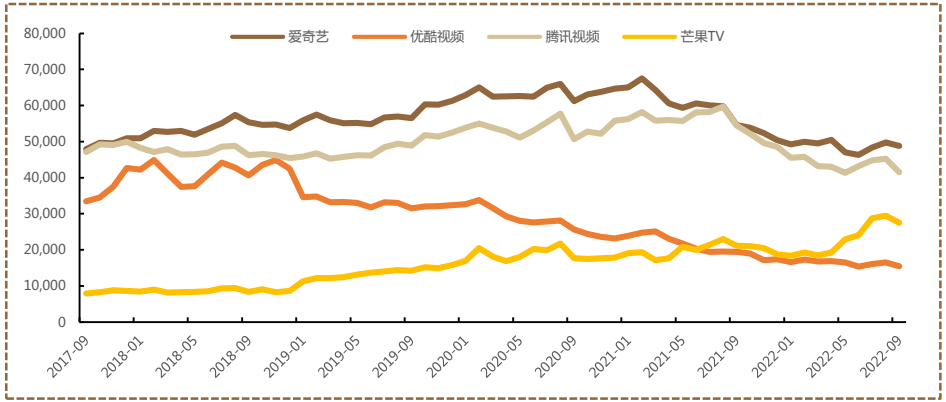
- **网络视频市场用户规模维持稳健增长。**根据中国互联网络信息中心数据，截至2022年6月30日，国内网络视频用户规模达到9.95亿，同比增长5.41%。
- **四大长视频平台流量格局相对稳定：**在月活跃用户方面，爱奇艺与腾讯视频接近，而优酷与芒果TV接近，芒果TV近年来强势增长；在用户月使用时长方面，爱奇艺表现优异，2022年9月达到约114亿小时。

图37：国内网络视频用户规模及增速



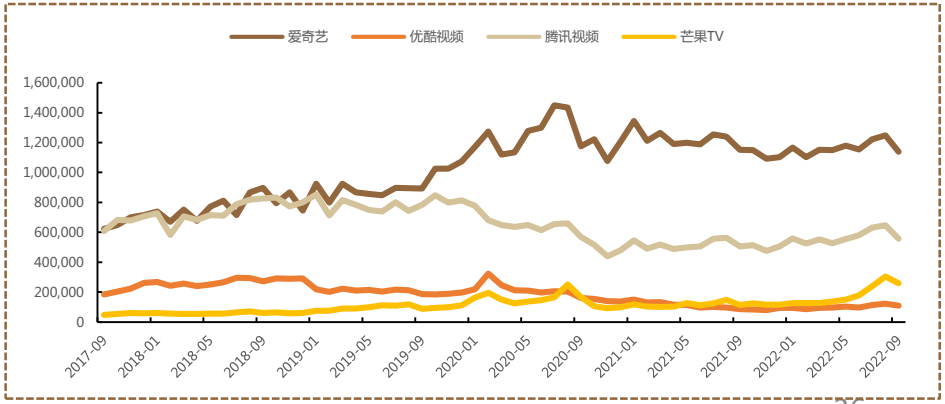
数据来源：中国互联网络信息中心，德邦证券研究所

图38：视频平台月活跃用户（万人）



数据来源：易观千帆，德邦证券研究所

图39：视频平台用户月使用时长（万小时）

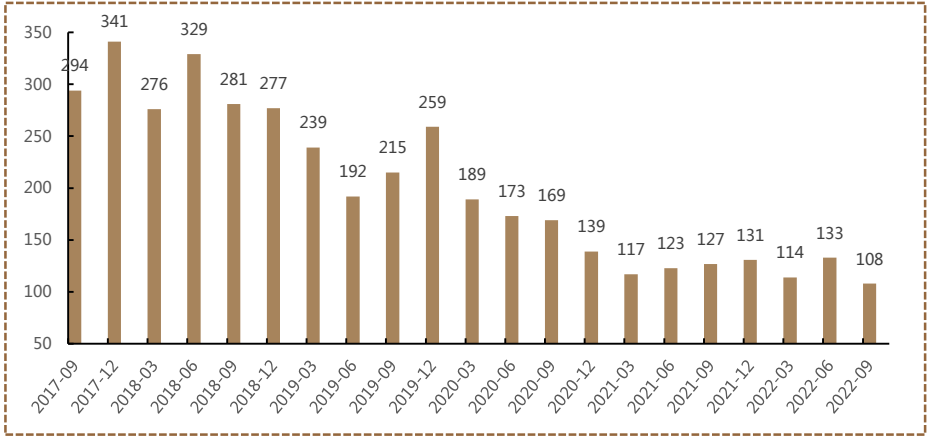


数据来源：易观千帆，德邦证券研究所

长视频平台发展趋势：降本提价，降量提质

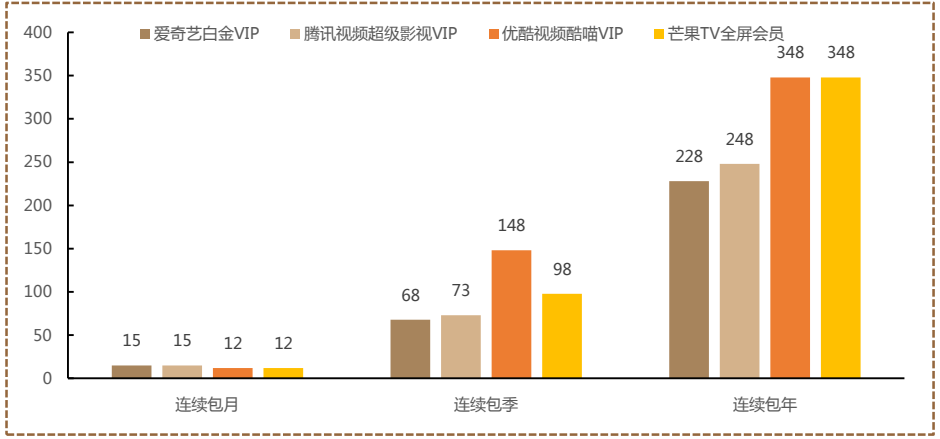
- 国内版权费高昂，内容投入较高。主要原因在于国内审批趋严，近年来全国电视剧拍摄制作备案数量呈下降趋势，内容供给数量减少，2022年第三季度备案同意公示仅有108部。
- 用户规模效应减弱，会员收费较低。一方面国内长视频渗透率或已见顶，市场份额难以扩张；另一方面，国内视频平台会费较低，连续包月（可随时取消）只需12-15元/月，而Netflix在香港的基础价格为63港币/月，高级会员价格高达93港币/月。
- **因此，视频平台或转向降量提质、降本提价的模式。在内容上加大自制产出，推动内容精品化，寻找差异化布局；在收益上通过提高会员套餐费用来实现盈利。**

图40：全国电视剧拍摄制作备案同意公示（部）



数据来源：国家广播电影电视总局，萝卜投资，德邦证券研究所

图41：视频平台付费会员价格（元）

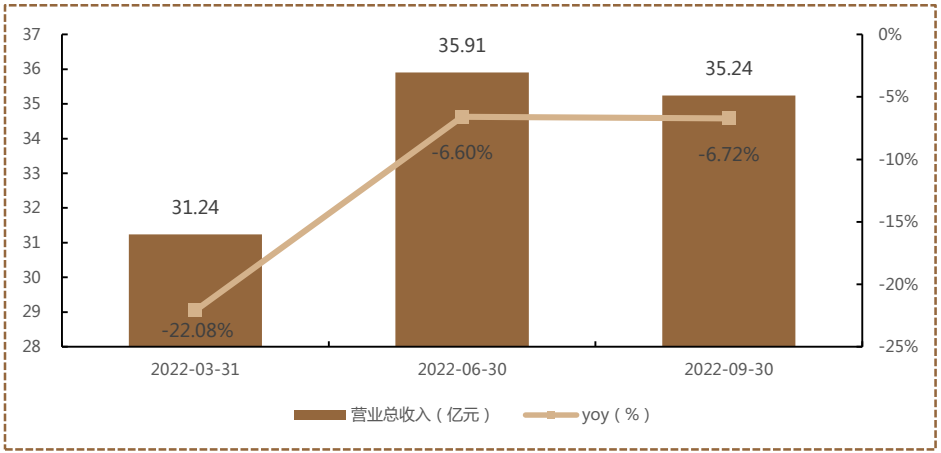


数据来源：爱奇艺，腾讯视频，优酷视频，芒果TV，德邦证券研究所
注：VIP特权包含手机、平板、电脑端以及电视端观看特权。

芒果超媒：用户粘性提升，内容产出优质，布局元宇宙

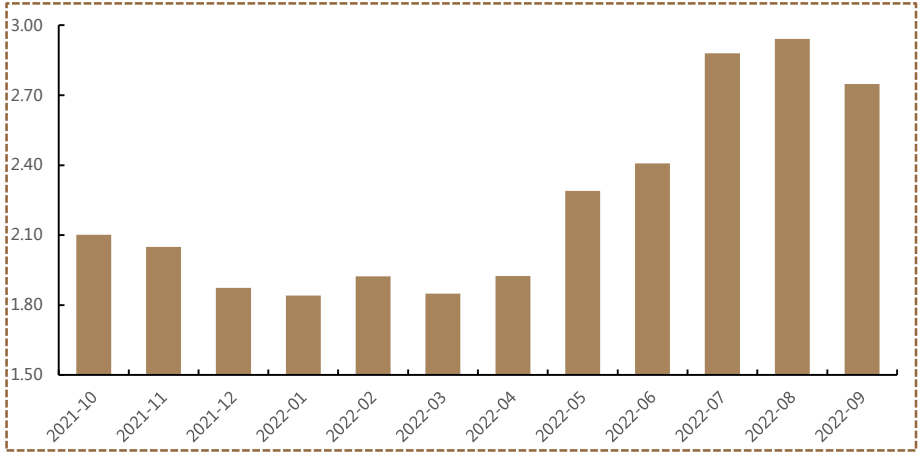
- 广告收入降幅收窄，用户粘性不断提升。2022年Q2营业收入同降较Q1大幅收窄，Q3表现略逊于Q2；前三季度广告收入同比下降26.33%，较之H1降幅收窄4.82pct；活跃用户增长强势，三季度芒果TV平台MAU达到2.86亿人，通过创新双平台“芒果剧选”、“M-CLUB”(芒果福利社)等会员运营打法，前三季度芒果TV会员业务收入同比增长7.83%。
- “内容为王”经营理念，剧集综艺内容产出优质。29个影视制作团队和34家“新芒计划”战略工作室充分发挥自制创新优势，三季度推出了《披荆斩棘 2》《快乐再出发》《底线》《少年派 2》等一系列口碑佳作，未来内容产出可期。
- 芒果幻城上线VR平台，探索元宇宙布局。2022年“芒果幻城”在PICO、爱奇艺奇遇、NOLO等各大VR平台首发上线，目前正着力筹备第一届元宇宙虚拟音乐竞演秀“VR歌王”，将深度融合VR技术与综艺创新。

图42：2022年以来各个季度营业总收入（亿元）



数据来源：公司财报，Wind，德邦证券研究所

图43：每月活跃用户规模（亿人）

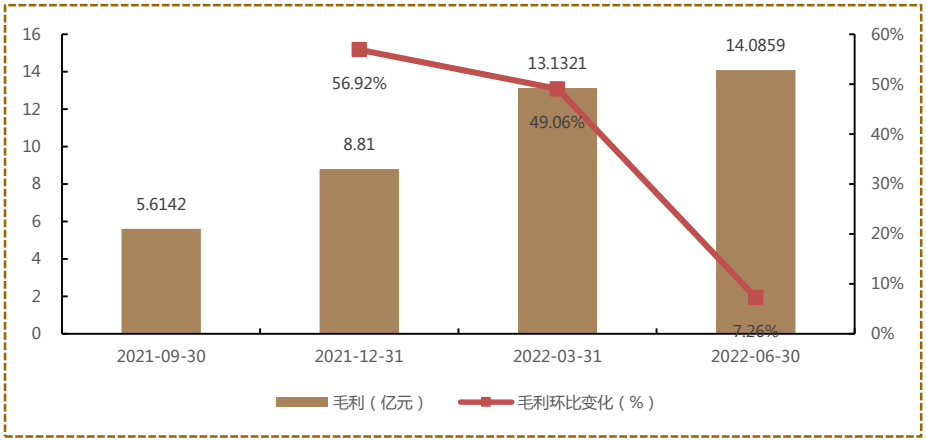


数据来源：易观千帆，德邦证券研究所

爱奇艺：成本控制有效，会员收入稳健，长短视频竞合

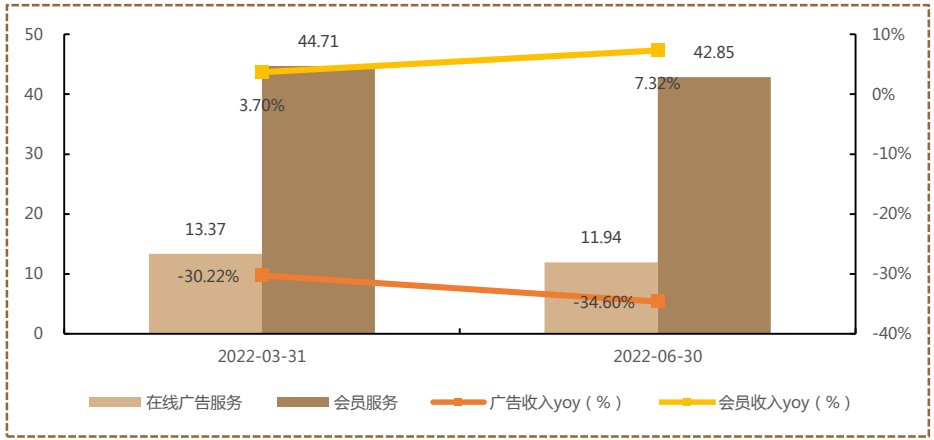
- 降本增效成果显著。2022年爱奇艺毛利连续三个季度保持增长，2022年Q2毛利14.09亿元，环比上升7.26%；毛利率连续三个季度上升，2022年Q2毛利率达到21.26%，未来盈利和现金流有望继续改善。
- 广告收入承压，会员服务收入稳健。2022年Q1、Q2广告收入同比分别下降30.22%、34.60%，主要由于疫情影响以及推出综艺数量减少；截至2022年9月，爱奇艺近一年平均MAU为4.97亿人，规模保持相对稳定；会员服务收入仍为主要营收来源，Q1-Q2分别为44.71亿元、42.85亿元，同比增速提高3.62pct。
- 与抖音达成合作，长短视频走向竞合。7月19日，爱奇艺与抖音宣布达成合作，将共同探索长视频内容的“二创”以及推广等方面，有望实现合作共赢，为爱奇艺拉新引流。

图44：爱奇艺2021H2-2022H1单季度毛利（亿元）



数据来源：公司财报，Wind，德邦证券研究所

图45：广告服务收入与会员服务收入（亿元）



数据来源：公司财报，Wind，德邦证券研究所

相关公司盈利预测

代码	公司	市值（亿元）	EPS-22E	EPS-23E	EPS-24E	PE-22E	PE-23E	PE-24E
IQ.O	爱奇艺	21	-0.12	0.01	0.12	N/A	N/A	140.04
300413.SZ	芒果超媒	464	1.14	1.36	1.57	21.72	18.26	15.84
9626.HK	哔哩哔哩-W*	380	-21.37	-15.7	-9.47	N/A	N/A	N/A

资料来源：Wind，德邦研究所
注：标*为已覆盖公司，采用德邦预测，其余均采用Wind一致预期，截至2022年11月24日收盘

目录

1.版块复盘：基本面、流动性与地缘政治冲突共振下的承压

2.互联网：监管常态化+宏观经济恢复+加息节奏放缓，行情可期

3.虚拟现实：放量可期，关注内容侧的投资机会

4.游戏：宏观低点已过，展望新的产品周期

5.出版：高股息、低估值，望借数字化风潮稳步前行

6.长视频：降本提价，降量提质

7.影视院线：长周期恢复与较大的弹性

8.电商：政策铺垫+业态多点开花，回暖前景佳

9.广告：跌幅收窄，受众触底，高铁广告增长可期

10.AIGC：应用场景广泛，商业化前景可期

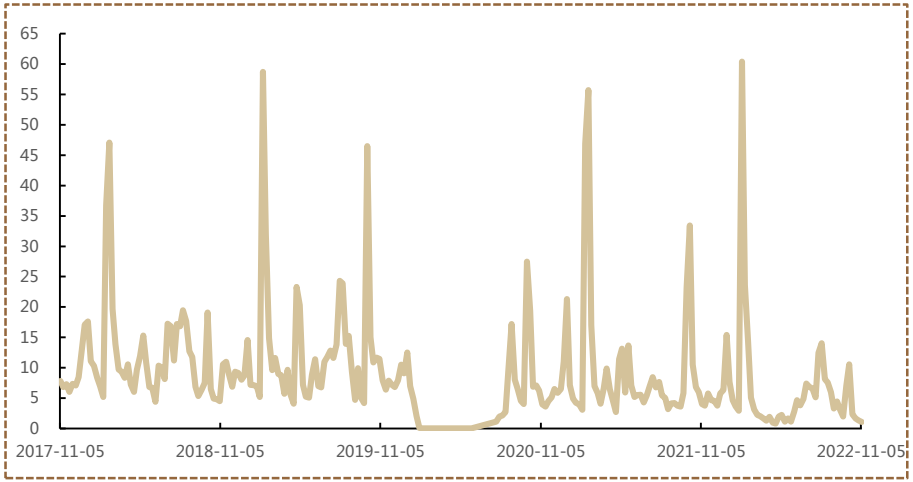
11.2023年投资策略：把握文娱互联网复苏，跟踪虚拟现实成长

12.风险提示

在精准防疫水平提升之中有望迎来恢复

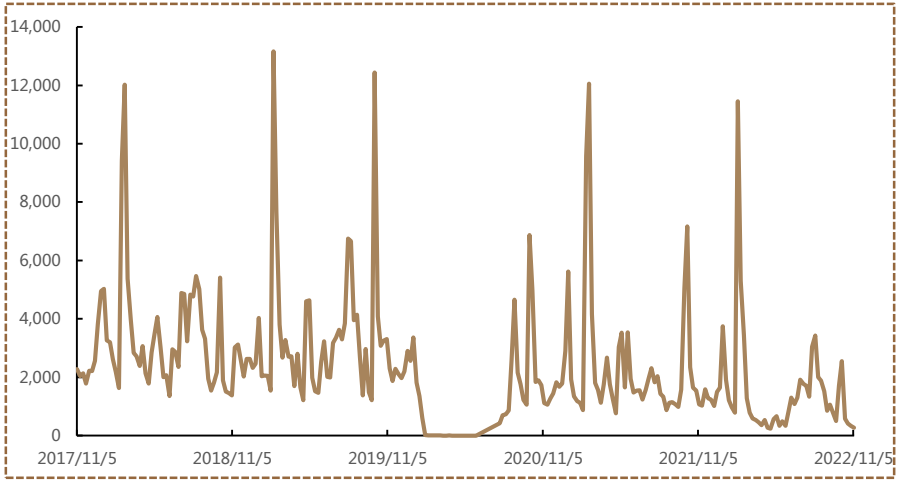
- 由于疫情，近两年来全国院线电影市场受到极大冲击，2020年以后除了元旦、国庆周，周票房规模、周观影规模均大幅度下降。2017年11月至2019年10月，全国平均周票房规模11.96亿元，平均周观影人次3315万人；第一轮疫情爆发后2020年11月至2022年10月，全国平均周票房规模7.74亿元，下降35.31%，平均周观影人次1909万人，下降42.43%。
- 2021-2022年，国家两次颁布电影行业纾困政策，分别下达3.63亿元、3.55亿元支持电影事业发展；2022年11月10日，中共中央常务委员会召开会议，进一步优化防控政策，院线电影有望迎来复苏。

图46：全国院线电影票房收入（亿元/周）



数据来源：艺恩数据，萝卜投资，德邦证券研究所

图47：全国院线电影观影人次（万人/周）

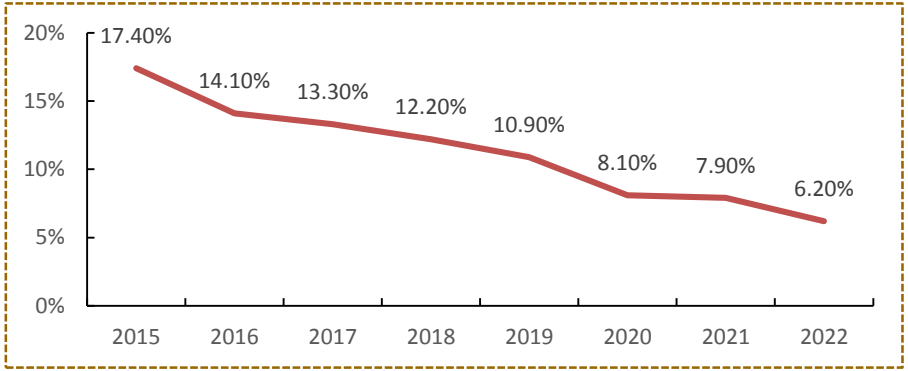


数据来源：艺恩数据，萝卜投资，德邦证券研究所

长周期复苏，具备较大弹性

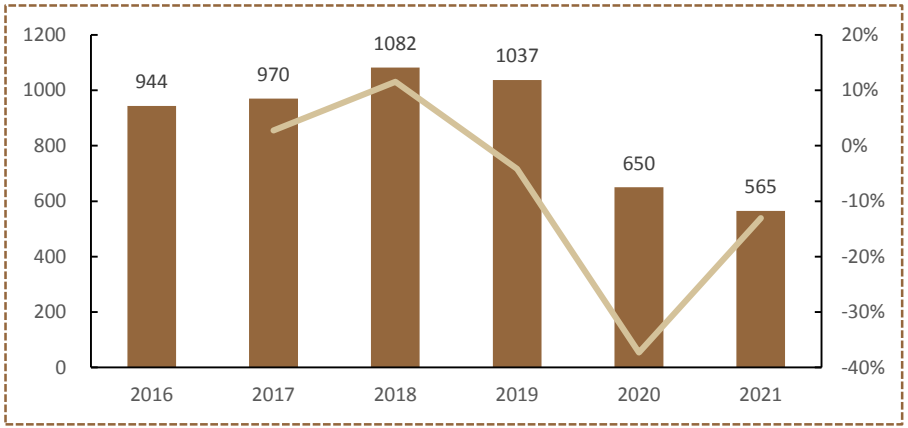
- 疫情反复，消费不确定性大。由于线下影院是封闭环境，疫情反弹时影院需要暂停营业，恢复营业时也往往要求隔位就坐，预计整体恢复周期较长。
- 内容供给不足。新冠肺炎疫情爆发以来，国产电影总数下滑明显，2021年全年产量仅565部；引进境外电影数量也大幅度下跌，2021年全年仅16部。
- 当前处于行业基本面底部，在较长的恢复周期中或将成为行业内最后一批复苏的公司，但具备较强的弹性。

图48：全国影院上座率（%）



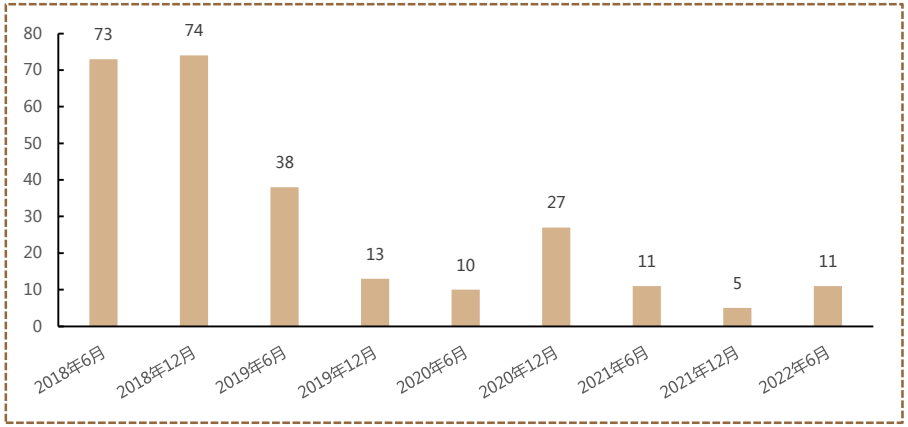
数据来源：灯塔专业版，德邦证券研究所
注：数据截至2022年11月11日

图49：全国电影产量（部）



数据来源：国家广播电影电视总局，萝卜投资，德邦证券研究所

图50：全国引进境外电影数（部）



数据来源：国家广播电影电视总局，萝卜投资，德邦证券研究所

目录

1.版块复盘：基本面、流动性与地缘政治冲突共振下的承压

2.互联网：监管常态化+宏观经济恢复+加息节奏放缓，行情可期

3.虚拟现实：放量可期，关注内容侧的投资机会

4.游戏：宏观低点已过，展望新的产品周期

5.出版：高股息、低估值，望借数字化风潮稳步前行

6.长视频：降本提价，降量提质

7.影视院线：长周期恢复与较大的弹性

8.电商：政策铺垫+业态多点开花，回暖前景佳

9.广告：跌幅收窄，受众触底，高铁广告增长可期

10.AIGC：应用场景广泛，商业化前景可期

11.2023年投资策略：把握文娱互联网复苏，跟踪虚拟现实成长

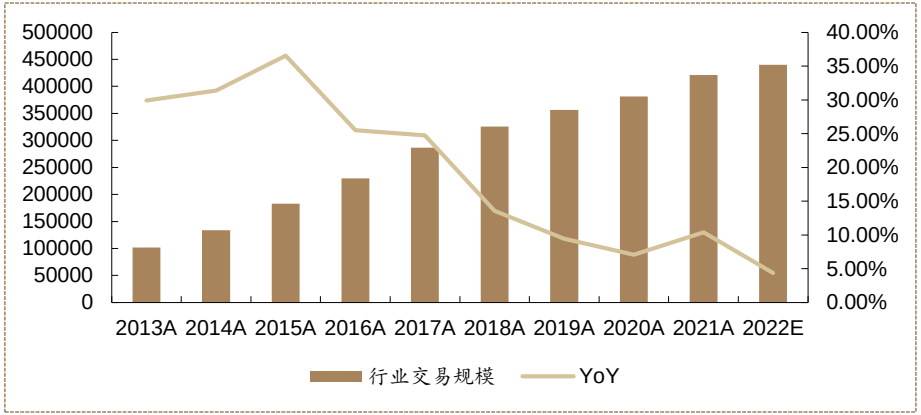
12.风险提示

电商行业：政策铺垫+业态多点开花，回暖前景佳

- **政策利好，助力供应链全环节复苏。**2022年11月11日，国家发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》，对防疫措施做出优化调整，包括减少密接者隔离时间、不再判定次密接、最大程度减少管控人员等，电商行业采销、仓储、物流等供应链各环节压力有望和缓。另外，2022年“双十一”期间，国内主要电商平台表现稳健，天猫表示，其“双十一”交易规模与去年总体持平；据京东官方披露，京东超市在“11·11开门红28小时”活动中全渠道业务成交额同比增长250%，电商市场展现了强大的韧性。

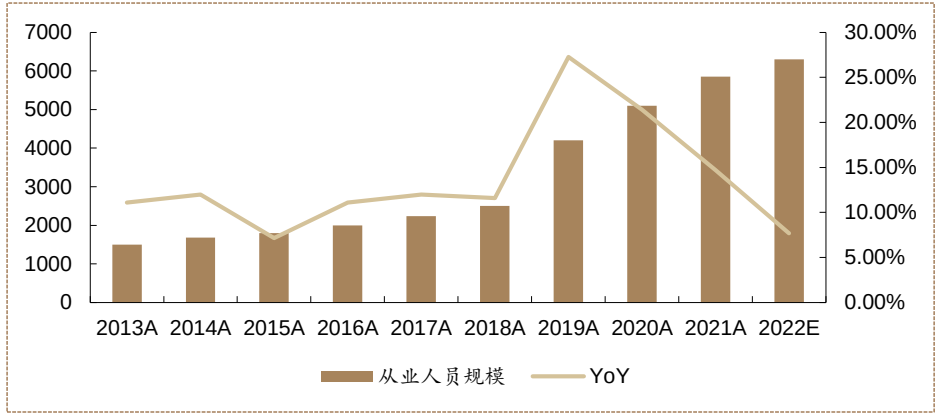
- **数字化消费持续增长，网络化效应显现。**疫情期间电商行业交易规模保持亮眼增长，疫情下国内用户的线上消费习惯继续培养成型，形成衣、食、住、行等多门类、全方位体系。随着用户数量和交易规模提高，电商网络化效应显现：1）用户使用更加便捷，对线上购物的依赖度提高。2）电商行业从业人员持续增长，拉动社会服务和就业。

图51：电商行业交易规模及增长率（亿元，%）



数据来源：网经社，德邦证券研究所

图52：电商行业间接从业人员规模及其增长率（万人，%）



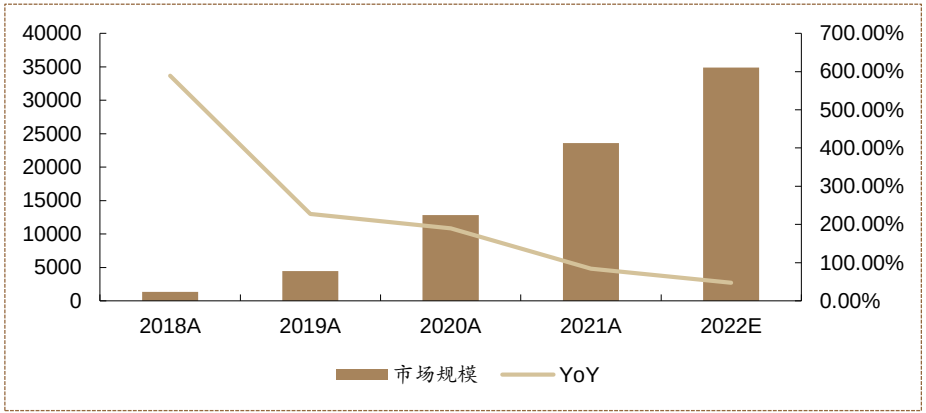
数据来源：网经社，德邦证券研究所

直播电商带动增量，新老玩家一齐发力

- **电商产业链全方位铺开，直播电商风潮渐起。**电商行业市场规模提高伴随的是多业态玩家加入，形成包含综合电商、直播电商、生鲜电商、社交电商、母婴电商、电商服务商在内的多领域、宽业态格局。其中，直播电商市场规模增长势头骄人，在2021年已突破2万亿人民币，渗透率快速提高，“直播+”有望成为行业新常态。

- **传统巨头积极求变，新兴玩家纷至沓来。**电商巨头中，京东凭借一体化的供应模式稳定GMV，新东方在线成功转型，“出圈”同时开创知识带货新渠道，打造差异化直播内容，融入文化旅游等主题提升关注度，塑造品牌影响力。

图53：中国直播电商市场规模（亿元，%）



数据来源：中国产业经济信息网，德邦证券研究所

图54：东方甄选直播活动图片



数据来源：抖音，德邦证券研究所

阿里巴巴-SW：双引擎驱动增长，战略定位不断优化

- **消费端：淡化GMV，重分品类指标。**2022年“双十一”期间用户消费趋于理性，抖音、快手等直播电商业态为主玩家加入竞争大军。在消费数据保持稳定同时，阿里将重心由月活量转向细分品类表现，新消费加持下户外、珠宝、潮玩、宠物等品类带来增量。

- **优化消费体验，强调用户留存。**发力用户研究，精准捕捉用户画像，从购物车扩容、多地址合并下单、全程价保、物流送货上门等细节优化体验，存量为王。

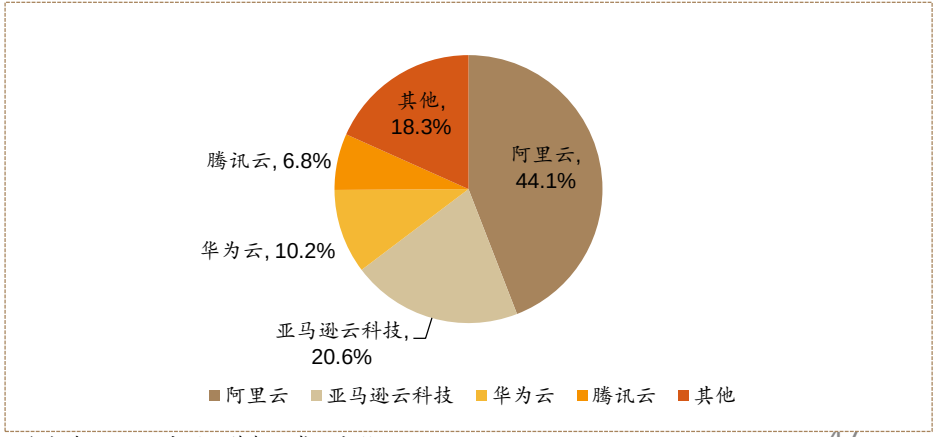
- **智能服务端：市占率持续领先，第二驱动力仍有空间。**根据Canalys数据，2022Q2阿里云依然领跑中国云服务市场，录得34%市场份额，市占率稳居国内首位。阿里云已在全球27个地区建立数据中心，为云服务全球战略布局。

图55：2022“双十一”期间阿里巴巴相关活动及数据



数据来源：扬子晚报、经济观察报，德邦证券研究所

图56：中国大数据平台公有云服务市场份额，2021（%）



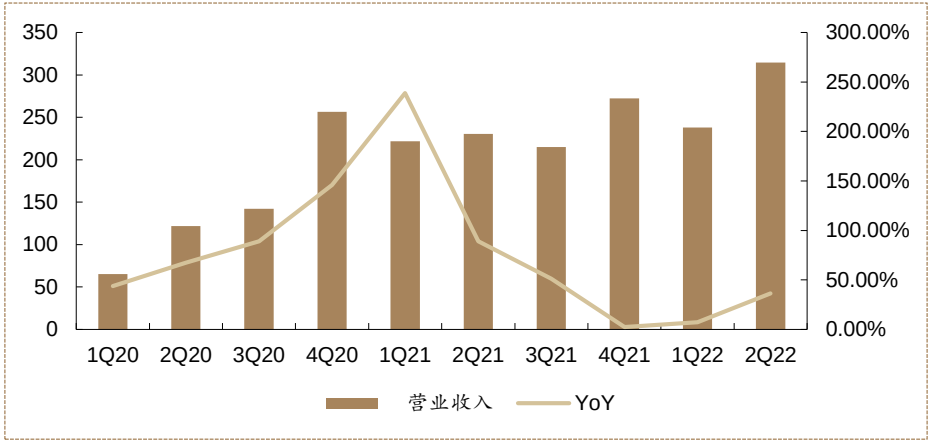
数据来源：IDC中国，德邦证券研究所

拼多多：逆风增长，市场拓宽有待观察

- **营收+利润逆势上扬，远超市场预期。**疫情防控“二十条”发布、物流恢复后拼多多积极促进消费需求，增加购买频次。平台定位“省钱+易购”，迅速在疫情和缓后占领市场。据公司财报，2022Q2拼多多实现营收314.39亿元，同比增长36.42%；归母净利润88.96亿元，同比增长268.36%，远高于市场预期。

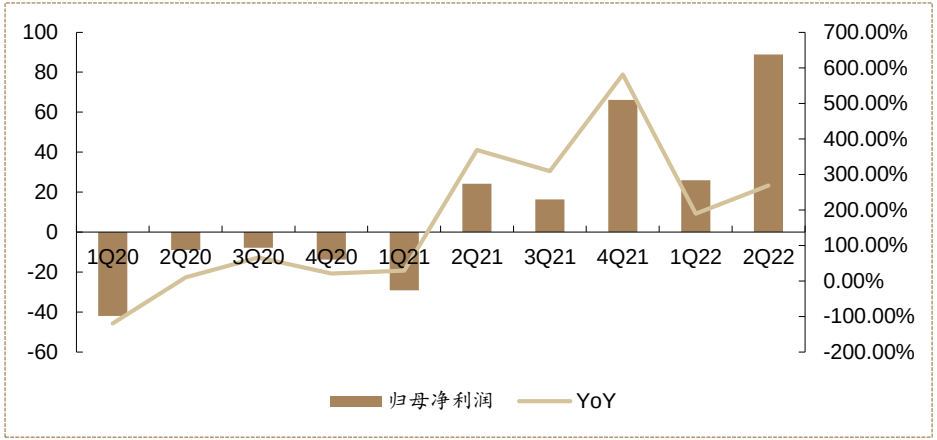
- **进军跨境电商市场，效果有待观察。**9月1日，拼多多跨境电商平台Temu上线，主打美国市场，并延续了高性价比的市场策略。前期Temu意在运用供应链优势以低价迅速获客。目前平台品类有限，未来发展有待观察。

图57：拼多多2020-2022营业收入及YoY（亿元,%）



数据来源：公司公告，德邦证券研究所

图58：拼多多2020-2022归母净利润及YoY（亿元,%）



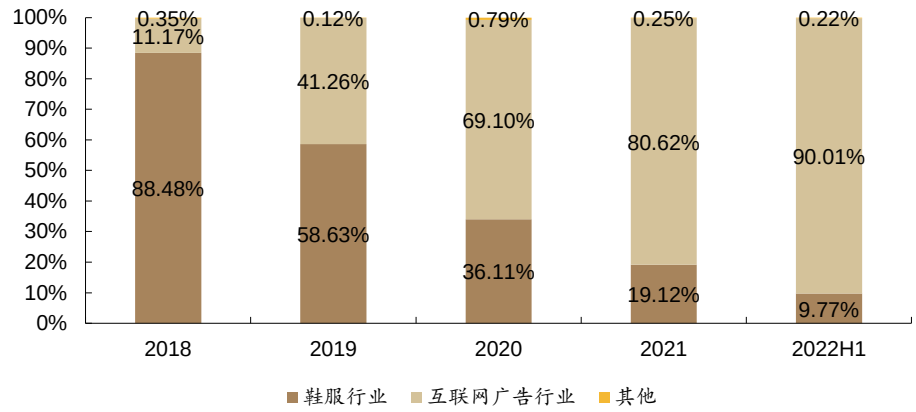
数据来源：公司公告，德邦证券研究所

星期六：勇于突破，全链条创新赋能

- **由摸索至深耕，走出社交电商之路。**星期六于2017年进军互联网营销行业后，借直播电商的流量红利迅速转型。据公司财报，2022H1互联网广告行业收入占90.01%，鞋服业务式微。以社交电商为主的业务模式抵御部分疫情冲击，公司营收较为稳定。

- **数字化转型效果卓著，助力降本增效。**以数字化云平台“遥望云”整合供应商、主播、客户资源，辅之成熟的仓储配送网络，数字化+供应链相互配合，通过精细化运营提高效率，降低成本。

图59：2018-2022H1 公司分行业收入占比（%）



数据来源：公司公告，德邦证券研究所

图60：遥望科技数字化业务



数据来源：公司官网，德邦证券研究所

新东方在线：发挥自身优势转型，可复制性低

- **把握直播电商风潮，知识带货趣味破局。**在K12和学前教育业务告急背景下，公司积极寻找转型战略，推出“东方甄选”直播电商平台，通过“知识+农产品/书籍”的方式达到GMV的飞跃，通过优质内容补齐现阶段直播电商的内容品质困境。

- **出圈爆火难以复制，内生增长空间大。**东方甄选的爆红源自直播电商平台的差异化竞争策略，其主播学识及内容生产力难以模仿和超越。同时，东方甄选内部“知识+”体系仍有众多内容有待发掘，垂类有待拓展，自营产品仍有很大开发空间，未来可期。

图61：东方甄选近90天直播数据额



数据来源：灰豚数据，德邦证券研究所　数据截至2022年11月14日

图62：东方甄选文化类活动直播现场



数据来源：抖音，德邦证券研究所

相关公司盈利预测

代码	公司	市值（亿元）	EPS-22E	EPS-23E	EPS-24E	PE-22E	PE-23E	PE-24E
9618.HK	京东集团-SW*	5,689	3.32	6.27	8.72	54.17	28.71	20.64
9988.HK	阿里巴巴-SW*	14,736	4.06	5.12	6.03	16.95	13.43	11.40
PDD.O	拼多多	5,935	4.02	5.47	7.36	29.20	21.44	15.94
1797.HK	新东方在线	362	0.68	0.98	1.35	52.75	36.22	26.37
002291.SZ	星期六	130	0.66	1.06	1.45	21.73	13.51	9.82

资料来源：Wind，德邦研究所
注：标*为已覆盖公司，但因盈利预测未更新至最新，故采用Wind一致预期，截至2022年11月24日收盘。

目录

1.版块复盘：基本面、流动性与地缘政治冲突共振下的承压

2.互联网：监管常态化+宏观经济恢复+加息节奏放缓，行情可期

3.虚拟现实：放量可期，关注内容侧的投资机会

4.游戏：宏观低点已过，展望新的产品周期

5.出版：高股息、低估值，望借数字化风潮稳步前行

6.长视频：降本提价，降量提质

7.影视院线：长周期恢复与较大的弹性

8.电商：政策铺垫+业态多点开花，回暖前景佳

9.广告：跌幅收窄，受众触底，高铁广告增长可期

10.AIGC：应用场景广泛，商业化前景可期

11.2023年投资策略：把握文娱互联网复苏，跟踪虚拟现实成长

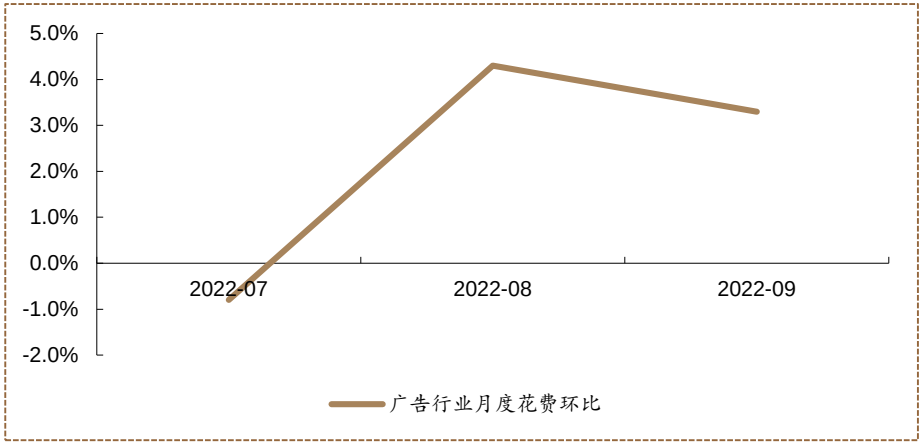
12.风险提示

广告行业：跌幅收窄，受众触底，高铁广告增长可期

- **广告市场环比正增长，政策释放回暖信号。**根据CTR数据，2022年1-9月广告市场同比减少10.7%。相比上半年、1-7月报告的11.8%/11.3%跌幅收窄；9月月度花费环比上涨3.3%，疫情影响逐渐消减。随着国家发布优化新冠肺炎疫情防控措施通知，以楼宇、地铁、高铁等场景为首的户外广告市场有望迎来复苏。

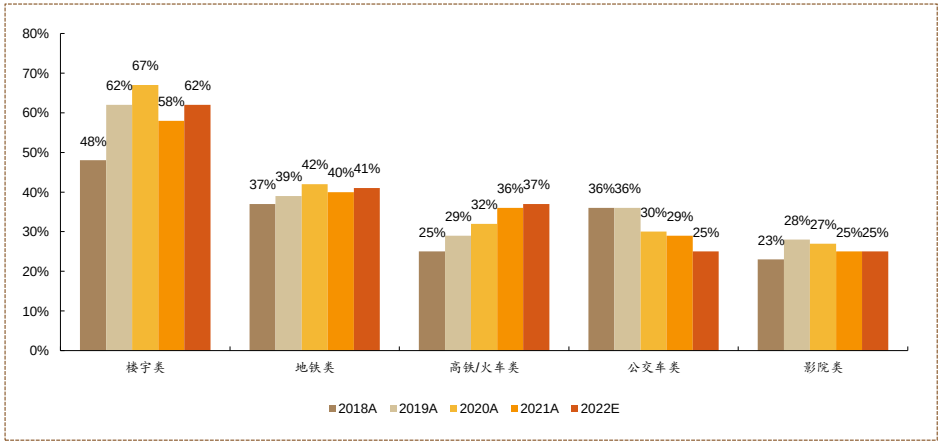
- **高铁发挥长里程优势和精准定位，渗透率迅速提升。**中国高铁“八纵八横”网络覆盖大中型城市，高铁广告客群规模庞大。同时，高铁网络的完备性给予品牌商分区域、分客群精准投放的机遇，根据地域特色和受众分类优化营销效果。

图63：广告行业月度花费变化（%）



数据来源：CTR，德邦证券研究所

图64：户外广告渗透率变化情况（%）



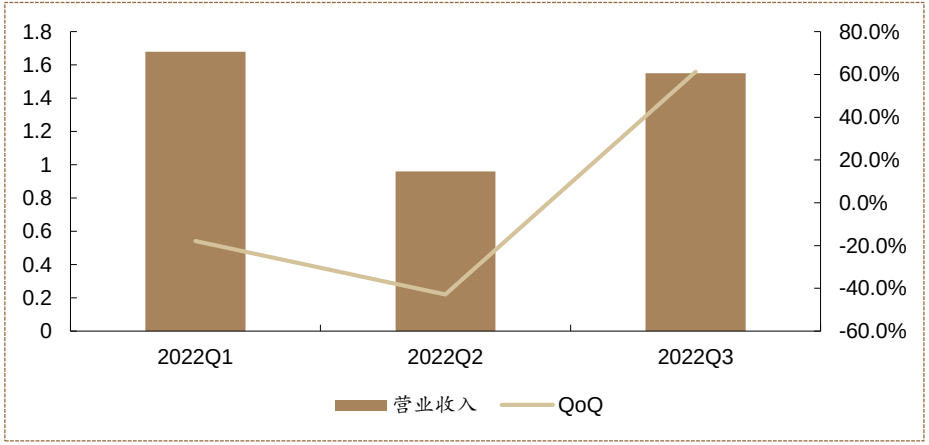
数据来源：CTR，德邦证券研究所

市场复苏过程中，看好高铁、楼宇广告相关标的

- **旅游市场复苏，有望拉动受损标的。**11月1日，文旅部起草《文化和旅游部关于推动在线旅游市场高质量发展的意见（征求意见稿）》，从推动投资、提升消费、巩固配套政务服务等角度拉动在线旅游市场，提振市场信心，兆讯传媒等高铁广告服务商有望优化营业情况。

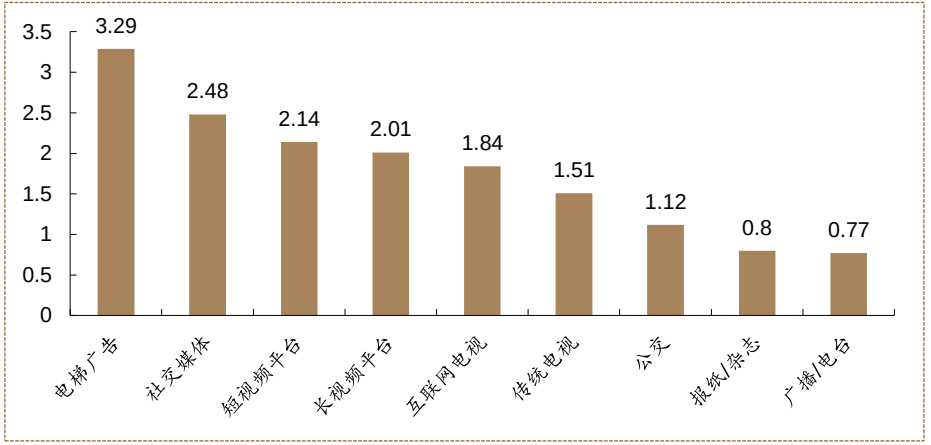
- **楼宇媒体广告覆盖广、效能高，有望在行业复苏后抢占更大市场。**楼宇广告成本低、收益高，渠道价值高。据Kantar数据，电梯广告平均记忆数量在各渠道中居首，日到达率达到79%，仅次于互联网广告，收益率高。

图65：兆讯传媒 2022Q1-2022Q3 单季度营业收入和变化情况（亿元，%）



数据来源：公司官网，德邦证券研究所

图66：各媒体渠道广告平均记忆数量

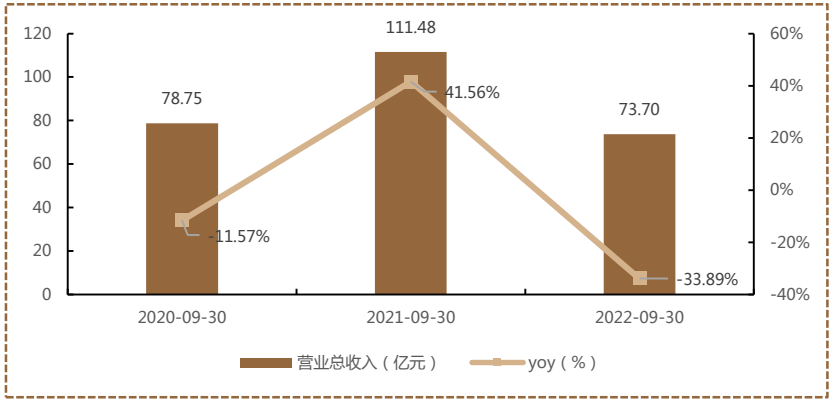


数据来源：Kantar，德邦证券研究所

分众传媒：规模优势显著，客户多元且逐渐优化

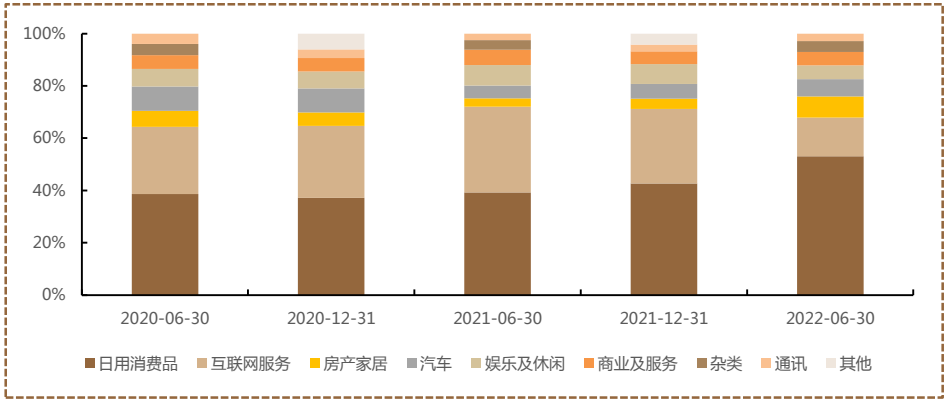
- 疫情影响广告投放需求疲软，业绩承压。2022年前三季度总营业收入73.70亿元，同比下降33.89%；四季度为电商旺季，加之防疫政策变化，广告投放量或将有所恢复。
- 梯媒龙头地位稳定，规模优势显著。2020-2022H1，楼宇媒体收入占总营业收入比90%以上，截至2022年7月，公司电梯电视媒体设备合计约84.8万台，电梯海报媒体设备合计约181.7万个，形成规模化效应，实现主流人群高频有效触达；同时公司积极扩张海外市场，已覆盖韩国、泰国、新加坡、印度尼西亚和马来西亚的50余个主要城市地区。
- 广告主覆盖行业广，结构稳定且逐渐优化。公司多元化的客户结构能够分散风险；其中日用消费品广告投放占比有所提升，抗周期能力增强。

图67：2020年-2022年前三季度营业总收入（亿元）



数据来源：公司财报，Wind，德邦证券研究所

图68：广告主客户构成（%）

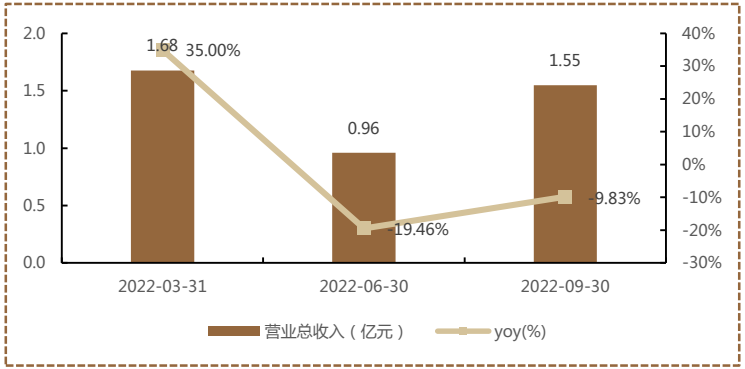


数据来源：Wind，德邦证券研究所

兆讯传媒：高铁媒体广告第一股，裸眼3D开启第二增长曲线

- 宏观经济冲击营收增速趋缓。受到出行人流量下降，广告投放意愿减弱的影响，公司2022年Q1-Q3营业收入分别为1.68亿元、0.96亿元、1.55亿元，yoy分别为35.00%、-19.46%、-9.83%；随疫情好转、政策放松，业绩修复空间将变大。
- 高铁数字媒体广告行业第一股，筑牢先发优势。公司已建立起覆盖全国 29 个省级行政区、年触达客流量超过10亿人次的高铁数字媒体网络，区域囊括了“八纵八横”高铁主动脉，下沉至三、四线城市和县城等站点，媒体规模难以复制。
- “百城千屏”政策引导，裸眼3D大屏项目开启第二增长曲线。公司计划未来3年在省会及以上城市通过自建和代理方式取得15块户外裸眼3D高清大屏，目前已在广州、太原商圈建成两块并实现部分营收，计划完成后将有效提高户外裸眼3D高清大屏的覆盖范围和网络密度，助力开启第二增长曲线，全面提升盈利水平。

图69：兆讯传媒单季度营业收入（亿元）



数据来源：公司财报，Wind，德邦证券研究所

表11：户外裸眼3D高清大屏项目建设总规模及投资进度情况（万元）

项目名称	投资总额	投资占比	投资进度		
			第1年	第2年	第3年
建设投资	38,025.55	90.31%	5,730.94	15,989.14	16,305.48
设备购置	4,497.80	10.68%	1,233.05	2,825.42	439.33
工程服务及配件	2,316.92	5.50%	635.38	1,455.39	226.14
点位租金	31,210.83	74.12%	3,862.50	11,708.33	15,640.00
铺底流动资金	4,081.06	9.69%	1,224.32	1,632.43	1,224.32
合计	42,106.62	100.00%	6,955.26	17,621.57	17,529.79

资料来源：公司公告，德邦研究所

目录

1.版块复盘：基本面、流动性与地缘政治冲突共振下的承压

2.互联网：监管常态化+宏观经济恢复+加息节奏放缓，行情可期

3.虚拟现实：放量可期，关注内容侧的投资机会

4.游戏：宏观低点已过，展望新的产品周期

5.出版：高股息、低估值，望借数字化风潮稳步前行

6.长视频：降本提价，降量提质

7.影视院线：长周期恢复与较大的弹性

8.电商：政策铺垫+业态多点开花，回暖前景佳

9.广告：跌幅收窄，受众触底，高铁广告增长可期

10.AIGC：应用场景广泛，商业化前景可期

11.2023年投资策略：把握文娱互联网复苏，跟踪虚拟现实成长

12.风险提示

AIGC：应用场景广泛的内容生成技术

- AIGC（AI-Generated Content，人工智能生成内容）是继PGC、UGC后的新内容生产形态，是元宇宙和Web3.0的重要基础设施。AIGC指基于生成对抗网络GAN、大型预训练模型等人工智能技术，通过已有数据寻找规律，并通过适当的泛化能力生成相关内容的技术，可以生成常见的图像、文本、音频等外显性内容，及策略、剧情、训练数据等内在逻辑内容。

- **2022年AIGC发展速度惊人。**新一代模型可以处理的格式内容包括：文字、语音、代码、图像、视频、机器人动作等等，在创意、表现力、迭代、传播、个性化等方面，充分发挥技术优势。

表12：AIGC领域重要事件年表

时间	重要事件
1957年	希勒和伊萨克森通过计算机程序完成第一支计算机创作音乐
1966年	魏岑鲍姆和科尔比开发了第一款可人机对话机器人“Eliza”
1980s中期	IBM创造了语音控制打字机“Tangora”
2006年	深度学习算法重大突破，GPU、TPU算力不断提升，人工智能发展显著进步
2007年	人工智能系统撰写小说《1 The Road》
2012年	微软公开展示了第一个全自动同声传译系统，基于深层神经网络可讲英文演讲内容语音合成中文语音
2014年起	以生成式对抗网络（GAN）为代表的深度学习算法提出、迭代，AIGC迎来新时代
2017年	微软AI小冰推出首部100%人工智能创作诗集；次年英伟达StyleGAN模型可自动生成图片
2019年	DeepMind发布DVD-GAN模型生成连续模型，两年后OpenAI推出DALL-E-2，用简单文字创作绘画

资料来源：中国信通院《2022年人工智能生成内容（AIGC）白皮书》，德邦研究所

图70：JASPER官网服务界面



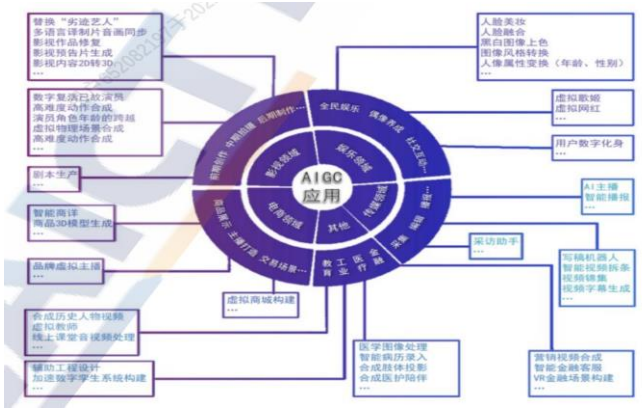
资料来源：JASPER，德邦研究所

降本增效内容创作，商业化场景可期

- **AIGC有望为创作领域带来效率与模式的创新。**对于艺术、影视、广告、游戏、编程等创意行业的从业者来说，可以辅助从业者进行日常工作，并有望创造出更多惊艳的作品，进而带来降低成本和效率，为规模化生产构建市场增量。

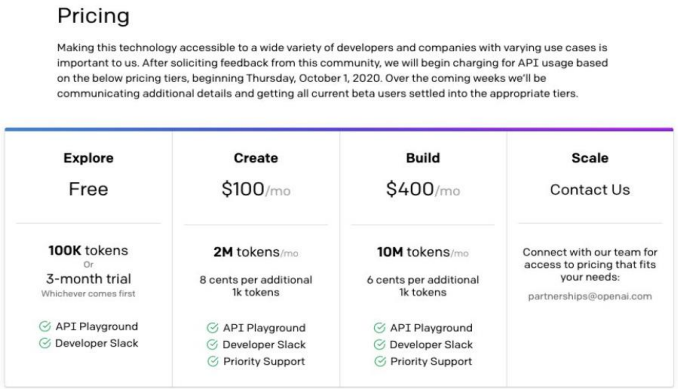
- **降本增效，AIGC内容占比有望快速提升。**AIGC的成熟有利于降低成本，部分解决内容行业创意和生产的问题，带来数字人、虚拟场景、数字内容、及图文视听相关产品的改变和丰富。

图71：AIGC应用场景



资料来源：中国信通院《2022年人工智能生成内容（AIGC）白皮书》，德邦研究所

图72：GPT-3 API借口收费模式



资料来源：OpenAI官网，德邦研究所

目录

1.版块复盘：基本面、流动性与地缘政治冲突共振下的承压

2.互联网：监管常态化+宏观经济恢复+加息节奏放缓，行情可期

3.虚拟现实：放量可期，关注内容侧的投资机会

4.游戏：宏观低点已过，展望新的产品周期

5.出版：高股息、低估值，望借数字化风潮稳步前行

6.长视频：降本提价，降量提质

7.影视院线：长周期恢复与较大的弹性

8.电商：政策铺垫+业态多点开花，回暖前景佳

9.广告：跌幅收窄，受众触底，高铁广告增长可期

10.AIGC：应用场景广泛，商业化前景可期

11.2023年投资策略：把握文娱互联网复苏，跟踪虚拟现实成长

12.风险提示

投资要点

- **回顾2022年，传媒版块整体处于承压的状态**——跑输同期上证指数、沪深300。其中，几大细分版块中，游戏、影视和广告营销三大子赛道基本面均受到或直接、或间接的疫情反复影响，游戏行业还同时受到版号停发和复发后数量减少带来的供给端冲击，表现较弱；而广播电视、出版两大分红率高、业绩稳定的防御性子行业则相对更优。**港股互联网和中概股等非A股的中国资产承压更甚，**其同时面对国内经济基本面波动导致的业绩波动、海外美元处于加息周期、地缘政治冲突、中概股因审计问题面临退市等多重负面因素叠加。
- **展望2023年，看好互联网的复苏与虚拟现实行业的成长。**随着国内“防疫新二十条”的推出、经济的持续恢复、二十大后各行业发展计划的相继推出，以及海外美元加息周期临近尾声，我们认为主要的两条逻辑聚焦于互联网的复苏与虚拟现实、数字经济行业的成长，而游戏、影视、广告等子版块也均有望迎来修复，广播电视、出版的稳定性仍将持续。**各子行业具体观点如下：**
- **互联网：**预计随着国内宏观经济维持环比恢复、美元加息周期的步入尾声、中概股审计风险的进一步化解、和互联网行业本身监管的常态化、地缘政治冲突的缓和，叠加上市公司收入端的回暖，和降本增效带来的利润释放，行业迎来估值修复。
- **游戏：**2022年以来国内外游戏行业的基本面疲软，是供需双端共振的结果。在当下的时点上，国内版号已经恢复常态化发放，每月发放的版号数量稳步增长，国内外用户付费能力和意愿也同步复苏，供需均在修复的轨道上。预计行业发展的驱动力在于产品储备的释放和出海市场的拓展，关注小市值公司的结构性增长。
- **广告：**作为主要锚定宏观经济的周期行业，当前正处于底部位置，有望随着1）国内精准防控水平的持续提升，线下场景进一步复苏；2）宏观经济的持续恢复，而进入周期的上升阶段。
- **虚拟现实：**具有显著成长性的新兴赛道。随着《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022-2026年）》的推出，工业生产、文化旅游、融合媒体、教育培训、体育健康等B端、G端场景有望进一步打开，加之Pancake光学方案于新一代产品上的广泛应用带来的使用体验提升，VR头显出货量有望提升，驱动相应场景内容端需求的扩张。

投资要点

- **出版：**行业准入壁垒高，只有国有出版单位拥有独立出版权。目前龙头上市公司均深耕出版行业多年，业务涵盖全流程，资源丰富，且依地区划分，市场分散度高，加之中小学学业辅导品类占出版物零售金额60%以上，具有供给稳定+需求稳定的特点，市场规模保持稳定，显现弱周期行业较高的承波动能力。文化数字化设施由政策到落地，叠加数字化出版趋势稳固，行业有增长逻辑。主要上市公司PE（TTM）均值小于10倍，多家公司股息率超过5%，估值较低、股息率高。
- **电影院线：**受疫情冲击较为严重，有望随着国家进一步优化防疫政策而获得修复。但是整体节奏仍然偏缓，源于线下影院是封闭环境，疫情反弹时影院需要暂停营业，恢复营业时也往往要求隔位就坐。此外，由于内容审核的趋严，影片供给有所不足。整体来说，我们认为当前处于行业基本面底部，在较长的恢复周期中或将成为行业内最后一批复苏的公司，但具备较强的弹性。
- **长视频：**国内网络视频市场用户规模维持稳健增长，四大长视频平台流量竞争格局稳定，结合内容审核趋严、供给端较为受限和用户客单价相对海外平台较低大背景，长视频平台或相继转向降量提质、降本提价的模式，在内容上加大自制产出，推动内容精品化，寻找差异化布局；在收益上通过提高会员套餐费用来实现盈利。
- **电商：**随着防疫措施做出优化调整，电商行业采销、仓储、物流等供应链各环节压力有望缓和。2022年“双十一”期间，国内主要电商平台表现稳健。疫情下国内用户的线上购物习惯继续培养成型，多业态玩家加入，形成包含综合电商、直播电商、生鲜电商、社交电商、母婴电商、电商服务商在内的多领域、宽业态格局。
- **AIGC：**继PGC、UGC后的新内容生产形态，是元宇宙和Web3.0的重要基础设施。2022年发展速度惊人，有望为创作领域带来效率与模式的创新。在其降本增效能力带动下，AIGC内容占比有望快速提升。
- **投资建议：**跟踪消费互联网复苏情况逐步加配，把握ARVR赛道内容成长的机会。我们认为行业的结构加配机会已现良机，基于以下三点理由：1）预计四季度到明年基本面逐步修复，而当前估值处于低位2）ARVR赛道成长预期非常明显，当下正是布局时机；3）前期平台经济治理方面已取得成效，728会议设置“绿灯”案例、27部门联合鼓励文化产品贸易出口、游戏版号重新发放、版权局等部门“剑网”行动加强版权保护等事实，证明行业规范与公司业务经营之间逐步进入良性循环，结合二十大关于繁荣文化产业和网络强国和数字强国的表述，实施重大文化产业带动战略项目，看好未来发展。
- **风险提示：**产品上线进度不及预期风险、疫情反复风险、美国通胀下行进度不及预期风险、宏观经济波动风险、行业监管趋严风险。

重点公司应盈利预测表

德邦证券 Topsperity Securities

代码	公司	市值（亿元）	EPS-22E	EPS-23E	EPS-24E	PE-22E	PE-23E	PE-24E
3690.HK	美团-W	7,829	-2.77	0.36	1.86	N/A	346.00	66.97
0700.HK	腾讯控股	24,466	11.11	11.53	13.61	22.71	21.89	18.54
9999.HK	网易-S	3,185	6.58	6.47	7.11	14.57	14.81	13.48
1024.HK	快手-W	2,105	-3.53	-1.78	0.72	N/A	N/A	66.38
0772.HK	阅文集团	240	1.06	1.48	1.74	22.01	15.80	13.45
9961.HK	携程集团-S	1,218	-0.04	5.21	8.53	N/A	36.01	21.99
1797.HK	新东方在线	362	0.68	0.98	1.35	52.75	36.22	26.37
002027.SZ	分众传媒	803	0.24	0.37	0.45	23.55	14.86	12.31
301102.SZ	兆讯传媒	58	1.11	1.77	2.42	26.09	16.32	11.96
300413.SZ	芒果超媒	464	1.14	1.36	1.57	21.72	18.26	15.84
002517.SZ	恺英网络	146	0.49	0.65	0.80	13.82	10.42	8.46
002555.SZ	三七互娱	386	1.35	1.57	1.80	12.88	11.08	9.66
603444.SH	吉比特	230	19.74	23.48	27.28	16.18	13.61	11.71
002624.SZ	完美世界	262	0.85	1.01	1.19	15.92	13.40	11.37
002739.SZ	万达电影	257	-0.21	0.52	0.66	N/A	22.77	17.97
600977.SH	中国电影	219	0.06	0.50	0.51	207.96	23.52	22.98
001330.SZ	博纳影业	137	0.21	0.39	0.44	46.65	25.70	22.66
300251.SZ	光线传媒	217	0.15	0.32	0.40	50.75	22.80	18.63
002291.SZ	星期六	130	0.66	1.06	1.45	21.73	13.51	9.82
IQ.O	爱奇艺	150	-0.12	0.01	0.12	-144.33	3,061.28	140.04
NFLX.O	奈飞	1,297	72.30	84.25	102.64	28.37	24.35	19.98
PDD.O	拼多多	5,935	4.02	5.47	7.36	29.20	21.44	15.94

资料来源：Wind，德邦研究所

注：标*为已覆盖公司，采用德邦预测，其余均采用Wind一致预期，截至2022年11月24日收盘

目录

1.版块复盘：基本面、流动性与地缘政治冲突共振下的承压

2.互联网：监管常态化+宏观经济恢复+加息节奏放缓，行情可期

3.虚拟现实：放量可期，关注内容侧的投资机会

4.游戏：宏观低点已过，展望新的产品周期

5.出版：高股息、低估值，望借数字化风潮稳步前行

6.长视频：降本提价，降量提质

7.影视院线：长周期恢复与较大的弹性

8.电商：政策铺垫+业态多点开花，回暖前景佳

9.广告：跌幅收窄，受众触底，高铁广告增长可期

10.AIGC：应用场景广泛，商业化前景可期

11.2023年投资策略：把握文娱互联网复苏，跟踪虚拟现实成长

12.风险提示

风险提示

- **产品上线进度不及预期风险：**游戏业务是供给驱动的，若相关产品上线进度不及预期，则会造成公司业绩不及预期；
- **疫情反复风险：**若国内疫情出现反复，相关行业经营仍然可能会受到冲击，造成业绩表现不及预期；
- **美国通胀下行进度不及预期风险：**若美国通胀黏性高于预期，通胀下行幅度过低、下行节奏过慢，则有可能造成美元长期处于加息周期中，造成相关标的股价表现不及预期；
- **宏观经济波动风险：**传媒互联网行业的子行业多为顺周期，若宏观经济出现波动，则可能会造成公司业绩表现不及预期；
- **行业监管趋严风险：**内容行业、平台经济行业均在过去的一段时间中经历行业监管，若监管趋严，则可能造成业绩表现不及预期的风险。

信息披露

分析师与研究助理简介

马笑，华中科技大学硕士，2022年加入德邦证券，传媒互联网&海外首席分析师，行业全覆盖。5年多二级研究经验，2年产业战略/投资/咨询经验。曾任新时代证券TMT组长，传媒/计算机首席分析师，此前担任过管理咨询顾问/战略研究员/投资经理等岗位。2018年东方财富百佳分析师传媒团队第一名；2020年wind金牌分析师。

刘文轩，2021年加入德邦证券研究所传媒互联网组。

投资评级说明

	类 别	评 级	说 明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

特别声明

适当性说明：《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，通过本微信订阅号/本账号发布的观点和信息仅供德邦证券的专业投资者参考，完整的投资观点应以德邦证券研究所发布的完整报告为准。若您并非德邦证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本订阅号/本账号中的任何信息。本订阅号/本账号难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。市场有风险，投资需谨慎。

分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此证明。

免责声明：

德邦证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，德邦证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

本资料不是德邦证券研究报告的发布平台，所载内容均来自于德邦证券已正式发布的研究报告，或对研究报告进行的整理与解读，因此在任何情况下，本订阅号中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。



德邦证券
Topsperity Securities

德邦证券股份有限公司

地 址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电 话： +86 21 68761616　　传 真： +86 21 68767880

400-8888-128