

价值逐步回归，成长迸发新机

2022年11月29日

【投资要点】

- ◆ **基本面显著承压，估值处于历史底部，结构分化日趋明显。**受美元加息、疫情以及市场需求疲软等多重因素影响，A+H股传媒互联网板块持续承压。自2022年初至11月18日，A股传媒行业累计下跌25.9%。传媒互联网整体承压明显，其中电商行业抗压能力强，游戏、广告行业出现不同程度下滑。从公司层面来看，龙头收入相对稳定，结构分化日趋明显。其中电商中直播电商景气度高，游戏中长线运营能力强的企业表现更加稳定，广告中效果广告、尤其是内循环广告表现较好。
- ◆ **压制互联网公司的众多因素都出现了明显边际变化，未来有望逐步实现价值回归。**受美元加息、疫情反复、互联网监管以及基本面等多因素影响，港股互联网巨头股价进入近两年的下跌通道，并且进一步对A股游戏等公司带来了估值压制。这些因素正发生改变：1) 加息或将放缓，缩表正在提速。2) 精准防控，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。3) 监管有效化解风险，国资持股加强合规。4) 互联网公司降本增效初见成效，同比环比增长有望转正。
- ◆ **受技术进步和渠道变迁影响，传媒互联网领域会经常性出现从“0-1”的机会，而这些机会往往是爆发性的。**基于未来1-2年可能的技术和渠道催化，我们选取AIGC、虚拟现实、跨境电商和体育四个细分成长方向：1) AIGC：技术提速，图片领域有望率先商业化。2) 虚拟现实：行业迎来发展奇点，苹果、索尼新设备或将引爆。3) 跨境电商：TikTok、拼多多等平台入局，国内成熟供应链加持。4) 体育：政策支持力度强，NFT、VR带来新商业化可能。

【配置建议】

- ◆ 我们认为2023年传媒互联网行业投资机会围绕两条主线：第一，价值回归，加息、政策以及基本面等因素逐步出现边际改善，看好互联网龙头和A股传媒龙头企业；看好快手(01024.HK)、三七互娱(002555.SZ)，谨慎看好腾讯控股(0700.HK)、分众传媒(002027.SZ)、吉比特(603444.SH)。第二，成长新机，AIGC、虚拟现实、跨境电商以及体育等细分领域都有望带来新的增长机会；谨慎看好汉仪股份(301270.SZ)、恺英网络(002517.SZ)、力盛体育(002858.SZ)，建议关注吉宏股份(002803.SZ)。

【风险提示】

- ◆ 宏观经济下行风险
- ◆ 国内外政策监管风险

强于大市 (维持)

东方财富证券研究所

证券分析师：高博文

证书编号：S1160521080001

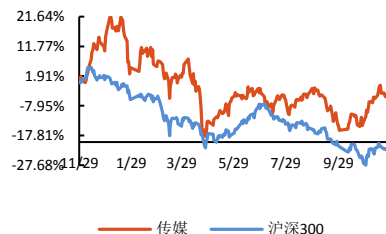
证券分析师：陈子怡

证书编号：S1160522070002

联系人：陈子怡

电话：021-23586305

相对指数表现



相关研究

- 《官媒发文认可产业价值，游戏行业估值修复可期》
2022.11.17
- 《Web3.0 前瞻系列之一：AIGC 技术提速，场景商业化可期》
2022.11.15
- 《支付宝打破公私域界限，数字化步入新征程》
2022.07.28
- 《以 Soul 的视角，看开放式社交的机遇与挑战》
2022.07.20
- 《游戏版号重启，板块迎来戴维斯双击》
2022.04.13

正文目录

1. 行业复盘	4
1.1. 市场表现：估值处于历史底部，指数逐步企稳回升	4
1.2. 行业情况：电商逆风依然坚挺，游戏广告承压显著	5
1.3. 经营情况：龙头收入相对稳定，结构分化日趋明显	8
2. 价值回归	11
2.1. 加息现边际：美元指数冲高回落，美股港股影响减弱	11
2.2. 防控常态化：精准防控避免加码，经济筑底消费复苏	13
2.3. 监管见成效：监管有效化解风险，国资持股加强合规	13
2.4. 基本面改善：降本增效初见成效，同比环比改善将至	14
3. 成长新机	15
3.1. AIGC：海外 AI 技术提速，图片有望率先商业化	16
3.2. 虚拟现实：行业迎来爆发奇点，内容成为制胜法宝	18
3.3. 跨境电商：先进平台玩法突破，成熟供应链加持	19
3.4. 体育：密集政策强 call 产业，商业多元未来可期	21
4. 投资机会	23
4.1. 腾讯：游戏出海再创辉煌，视频号商业化可期	24
4.2. 快手：竞争程度逐步缓和，短视频化尚存空间	24
4.3. 恺英网络：传统游戏根基深厚，蓄力 VR 内容创新机	25
4.4. 汉仪股份：AI 造字降本增效，图片领域未来可期	26
4.5. 吉宏股份：东南亚跨境电商龙头，乘 Tiktok 之风再起势	27
5. 风险提示	29

图表目录

图表 1：2022 年初至今 A 股传媒板块累计涨跌幅	4
图表 2：A 股传媒板块逐步企稳回升	4
图表 3：恒生科技指数逐步企稳回升	4
图表 4：A 股传媒板块位于历史估值底部	5
图表 5：国内社会消费品零售总额（单位：亿元）	5
图表 6：国内实物商品网上零售额（单位：亿元）	5
图表 7：直播电商 GMV 仍保持爆发式增长（单位：亿元）	6
图表 8：中国游戏市场收入（单位：亿元）	6
图表 9：中国移动游戏市场收入（单位：亿元）	6
图表 10：游戏版号发放常态化	7
图表 11：国内市场广告花费变化	7
图表 12：国内市场广告花费 TOP 15 同比变化	8
图表 13：国内电商龙头营业收入（单位：亿元）	8
图表 14：国内电商龙头净利润（单位：亿元）	8
图表 15：快手 GMV 及电商业务收入（单位：亿元）	9
图表 16：腾讯网易游戏业务收入（单位：亿元）	9
图表 17：A 股游戏龙头游戏业务收入（单位：亿元）	9
图表 18：腾讯网易净利润（单位：亿元）	10
图表 19：A 股游戏龙头净利润（单位：亿元）	10
图表 20：分众传媒营业收入和净利润（单位：亿元）	10

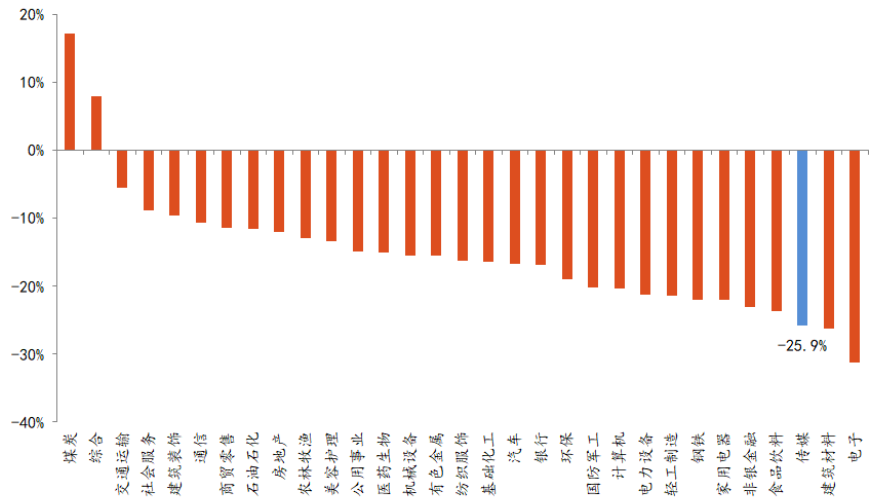
图表 21: 腾讯快手广告收入 (单位: 亿元)	11
图表 22: 腾讯快手广告收入增速	11
图表 23: 美元指数开始回落	12
图表 24: 加息对股市影响已经逐步消退	12
图表 25: 疫情优化防控二十条	13
图表 26: 中国数字经济规模 (单位: 万亿元)	14
图表 27: 中国数字经济及 GDP 增速	14
图表 28: 网投中文参股抖音信息服务	14
图表 29: 北京广播电视台参股快手科技	14
图表 30: 腾讯增值服务收入 (单位: 亿元)	15
图表 31: 腾讯广告及金融科技收入 (单位: 亿元)	15
图表 32: 腾讯销售费用率和管理费用率	15
图表 33: 腾讯调整后净利润 (单位: 亿元)	15
图表 34: AIGC 发展历程	16
图表 35: DALL-E-2 模型图片案例一	17
图表 36: DALL-E-2 模型图片案例二	17
图表 37: 内容生产及形态的演进过程	17
图表 38: 《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划 (2022-2026 年)》	18
图表 39: Meta VR 业务收入利润 (单位: 百万美元)	18
图表 40: Quest 2 出机量接近 80%	18
图表 41: 2022 年全球游戏市场规模	19
图表 42: 主机厂商新世代主机市占率对比	19
图表 43: 部分主机软硬件及爆款游戏销量	19
图表 44: 2022 年海外各国国内电商渗透率远低于中国	20
图表 45: 2022 年新兴国家市场将迎来较快 GMV 增速	20
图表 46: 互联网巨头电商纷纷出海	20
图表 47: 独立站跨境电商排行	21
图表 48: 美国体育产业规模 (单位: 十亿美元)	22
图表 49: 中国体育产业规模 (单位: 十亿元)	22
图表 50: 近年来体育产业相关政策	22
图表 51: 美国体育产业构成 (2016 年)	23
图表 52: 中国体育产业构成 (2020 年)	23
图表 53: 腾讯各业务营业收入规模、增速及毛利率	24
图表 54: 2019-2022 抖音&快手 MAU (亿)	25
图表 55: 2019-2022 快手销售及分销成本	25
图表 56: 抖音本地生活	25
图表 57: 快手本地生活	25
图表 58: 恺英网络旗下部分游戏一览	26
图表 59: 视觉中国素材类型	27
图表 60: 包图网素材类型	27
图表 61: 公司跨境电商业务全链条精细化管理	28
图表 62: 重点公司一览	28

1. 行业复盘

1.1. 市场表现：估值处于历史底部，指数逐步企稳回升

受美元加息、疫情以及市场需求疲软等多重因素影响，A+H 股传媒互联网板块持续承压。自 2022 年初至 11 月 18 日，A 股传媒行业累计下跌 25.9%，位列申万 31 个一级行业的第 29 位，弱于上证综指(-14.9%)和沪深 300(-23.1%)。

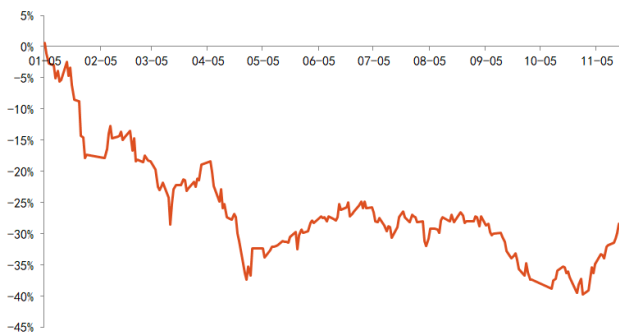
图表 1：2022 年初至今 A 股传媒板块累计涨跌幅



资料来源：Choice，东方财富证券研究所（按申万一级行业划分，数据截至 2022 年 11 月 18 日）

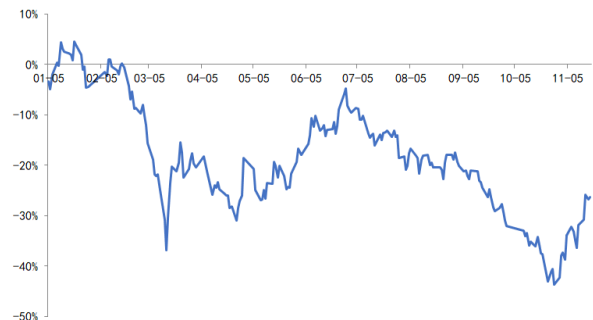
A 股传媒与恒生科技指数保持着较强相关性，并且于 11 月初逐步企稳反弹。一方面，恒生科技与 A 股传媒板块所处行业重合度高，受到共同行业基本面影响；另一方面，恒生科技多为互联网巨头，其估值体系对于 A 股传媒板块龙头产生一定压制作用。自年初以来，A 股传媒板块持续下跌，11 月起逐步企稳反弹；恒生科技指数则于 3 月初开启一波反弹后又进入下行通道，近期开始筑底反弹。

图表 2：A 股传媒板块逐步企稳回升



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

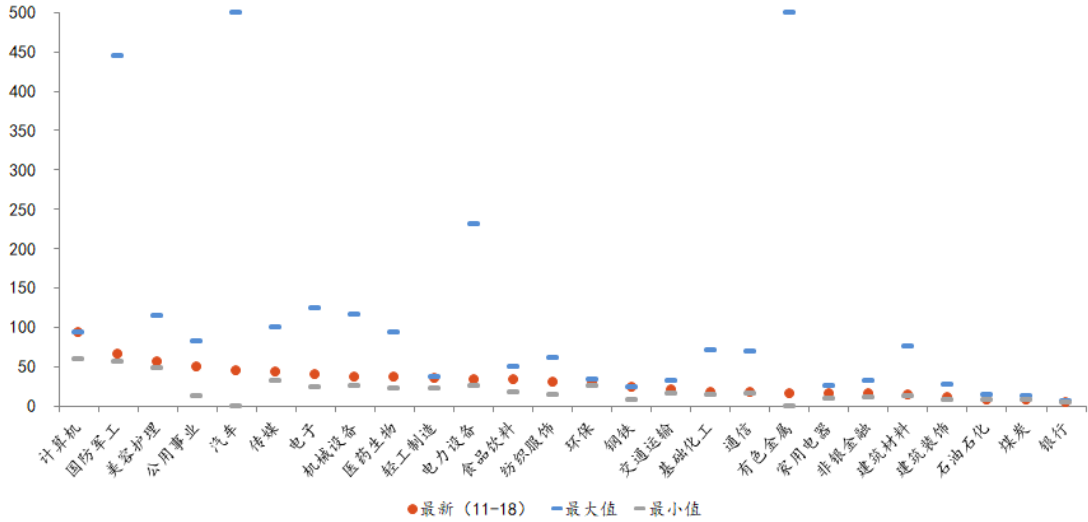
图表 3：恒生科技指数逐步企稳回升



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

A 股传媒板块位于历史估值底部，未来有望迎来戴维斯双击。截至 2022 年 11 月 18 日，A 股传媒板块 PE (TTM) 43.3，其中近 7 年以来最高值为 99.7，最低值为 31.7，当前估值水平位于历史低位。港股估值压制以及业绩短期承压均是造成 A 股传媒板块估值底部的核心因素，我们预计这些因素将于近期出现边际改善，未来行业有望迎来戴维斯双击。

图表 4: A 股传媒板块位于历史估值底部

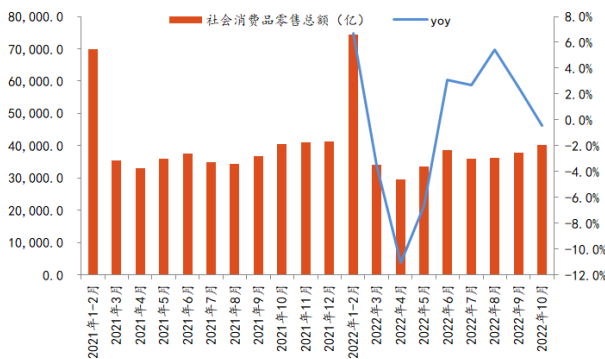


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所 (按申万一级行业划分, 数据截至 2022 年 11 月 18 日)

1.2. 行业情况: 电商逆风依然坚挺, 游戏广告承压显著

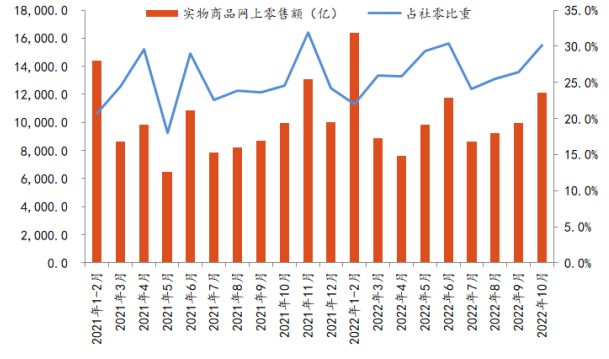
传媒互联网主要包括电商、游戏、广告等行业，其中电商行业抗压能力强，游戏、广告行业出现不同程度下滑。2022 年前 10 月，国内社会消费品零售总额达 36.1 万亿元，同比增长 0.6%，逐步走出疫情影响；国内实物商品网上零售额达 9.5 万亿元，占社零比重的 26.2%，仍保持稳步提升。

图表 5: 国内社会消费品零售总额 (单位: 亿元)



资料来源: 国家统计局, 东方财富证券研究所

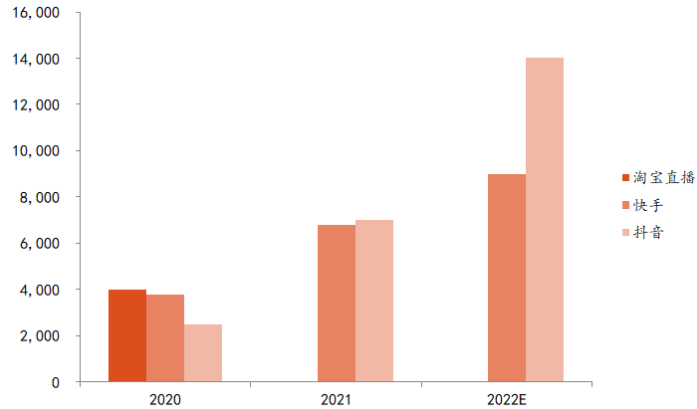
图表 6: 国内实物商品网上零售额 (单位: 亿元)



资料来源: 国家统计局, 东方财富证券研究所

直播电商是电商行业增长最快的细分子行业，而抖音更是其中的佼佼者。根据公司财报披露，我们预计抖音、快手、淘宝直播等直播电商合计 GMV 有望接近 3 万亿元。其中抖音直播电商 GMV 达 1.4 万亿元，同比增长约 100%，快手直播电商接近 0.9 万亿元，同比增长超 30%。直播电商的蓬勃增长主要来源于用户时长和消费习惯的变迁，持续增长店播比率也说明品牌亦将各短视频平台作为品效合一的新“战场”。

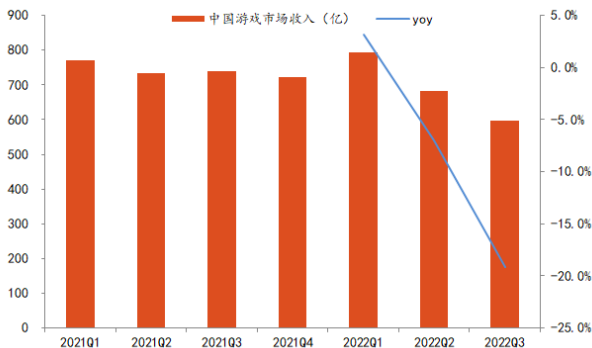
图表 7：直播电商 GMV 仍保持爆发式增长（单位：亿元）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

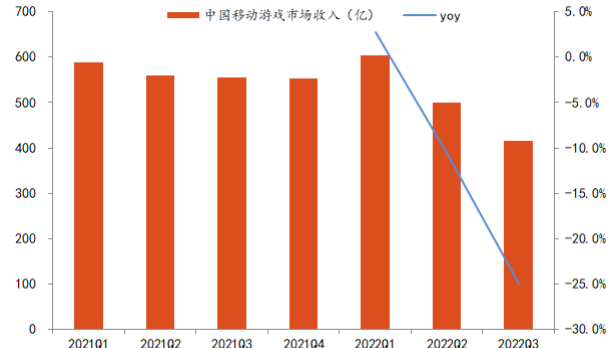
受经济环境和版号发放双重影响，国内游戏行业持续承压。2022 年第三季度，中国游戏市场收入 597 亿元，同比下滑 19.1%；移动游戏市场收入 416 亿元，同比下滑 24.9%。一方面，宏观经济等因素影响，相较于去年同期活跃用户、活跃时长大幅减少，用户付费能力减弱；另一方面，前期版号恢复缺乏重度游戏，本季度新游戏表现不如去年同期，并且长线产品流水出现滑落。

图表 8：中国游戏市场收入（单位：亿元）



资料来源：中国游戏产业研究院，伽马数据，东方财富证券研究所

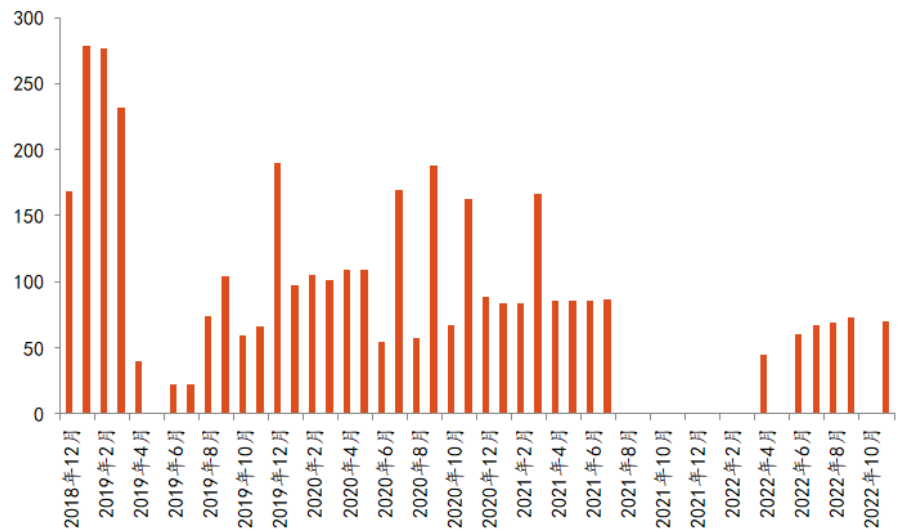
图表 9：中国移动游戏市场收入（单位：亿元）



资料来源：中国游戏产业研究院，伽马数据，东方财富证券研究所

版号是制约游戏行业表现的关键因素之一。自 4 月版号发放后，一共发放 384 个版号，主要为休闲游戏，大厂缺乏重度游戏过审，从而导致新老流水接力断档。根据以往数据来看，一般新游戏（近 3 个月上线）流水约贡献当月流水 5%-10% 之间，足见版号影响之大。本次 11 月版号审批中包括大厂重度游戏，包括腾讯《合金弹头：觉醒》、网易《大话西游：归来》、完美世界《迷失蔚蓝》和心动《退休模拟器》等，预计未来行业表现有望回暖。

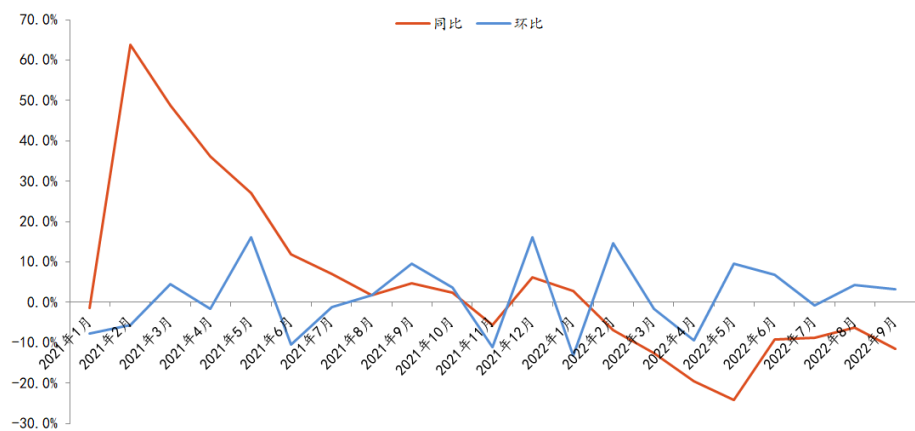
图表 10：游戏版号发放常态化



资料来源：国家新闻出版署，东方财富证券研究所

受疫情等因素导致广告主投放意愿降低影响，国内广告行业显著承压。根据 CTR 数据统计，自 2022 年 2 月开始，国内市场广告花费同比持续负增长，其中 5 月份最为严重，同比下滑接近 24.1%，三季度开始跌幅逐步收窄。品牌广告顺周期，效果广告逆周期，疫情导致宏观经济短期承压，进一步传导至广告行业。

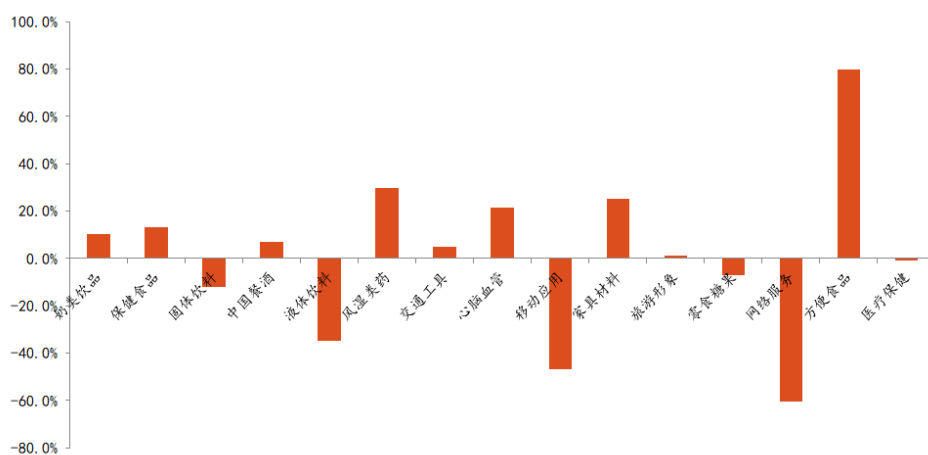
图表 11：国内市场广告花费变化



资料来源：CTR，东方财富证券研究所

此外，互联网行业降本增效亦导致移动应用、网络服务等品类广告投放大幅下降。根据 CTR 数据统计，2022 年前三季度国内市场广告花费 TOP 15 中，移动应用同比下滑 47.0%，位列 TOP 15 的第 6 位，网络服务同比下滑 60.7%，位列 TOP 15 的第 13 位。下滑主要系自 2021 年开始，互联网公司陆续开始降本增效，营销投入大幅缩减；叠加一级市场遇冷，移动互联网初创公司减少“烧钱”获客。

图表 12：国内市场广告花费 TOP 15 同比变化

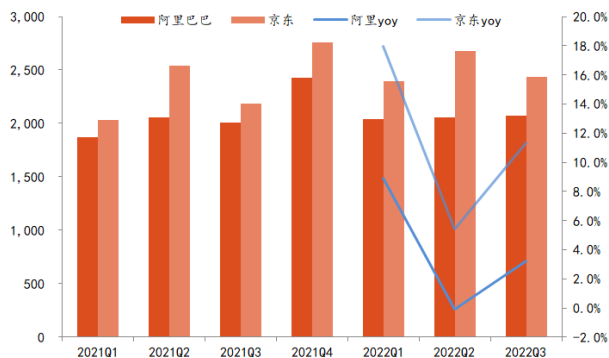


资料来源：CTR，东方财富证券研究所

1.3. 经营情况：龙头收入相对稳定，结构分化日趋明显

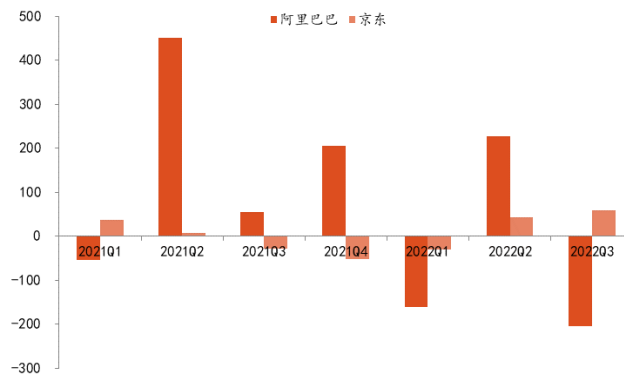
阿里巴巴、京东等电商龙头收入稳定，净利润持续承压。2022 年前三季度（以自然年计），阿里巴巴收入 6,168 亿元，同比增长 3.9%；京东收入 7,508 亿元，同比增长 11.1%，电商龙头收入抗压能力较强。但从净利润角度来看，阿里巴巴利润承压明显。

图表 13：国内电商龙头营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

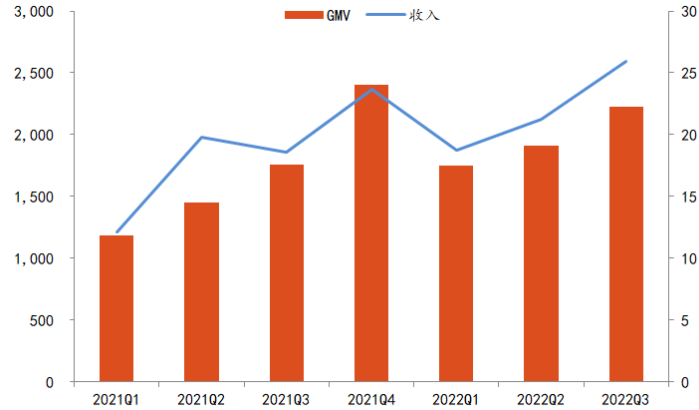
图表 14：国内电商龙头净利润（单位：亿元）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

以快手为代表的直播电商业务仍保持较高增速。2022 年前三季度，快手直播电商业务 GMV 约 5,887 亿元，同比增长 33.9%，电商及其他业务收入约 66 亿元，同比增长 30.4%，货币化率约为 1.1%。

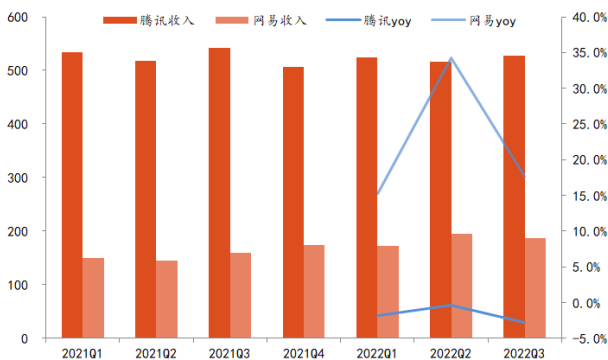
图表 15：快手 GMV 及电商业务收入（单位：亿元）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

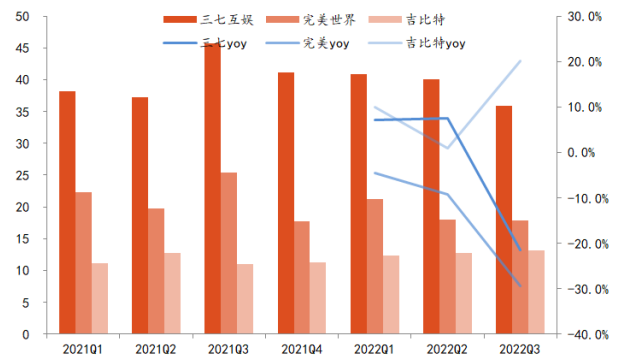
游戏龙头公司抗压能力强，长线运营能力日益重要。2022 年前三季度，腾讯游戏业务收入 1,567 亿元，同比下滑 1.7%，受青少年保护、游戏版号以及宏观经济等多重因素影响下，《王者荣耀》及《和平精英》收入亦有所减少。网易游戏业务收入 555 亿元（包括其他增值服务），同比增长 22.2%，《梦幻西游》系列以及新游戏贡献明显。A 股游戏公司收入亦较为稳定，不过由于缺乏重磅新游，三季度承压明显，其中像吉比特这样长线运营能力强的公司受到影响较小。

图表 16：腾讯网易游戏业务收入（单位：亿元）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

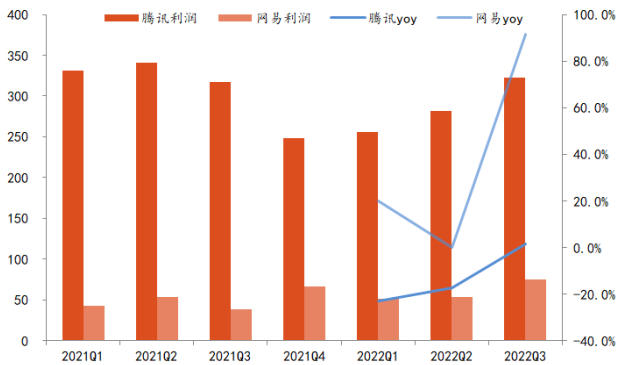
图表 17：A 股游戏龙头游戏业务收入（单位：亿元）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

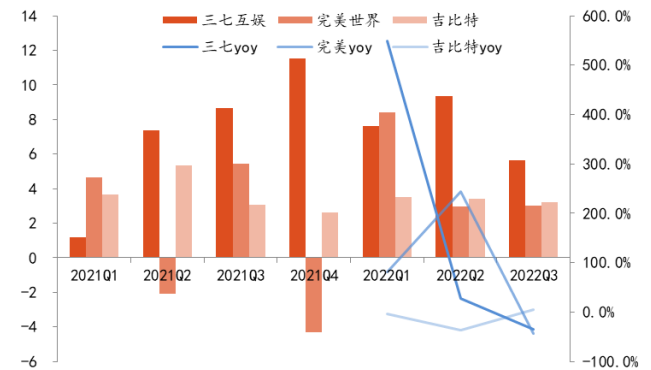
降本增效逐步显效，收入承压仍有冲击。2022 年前三季度，腾讯净利润 859 亿元，同比下滑 13.1%，网易净利润 180 亿元，同比增长 32.6%，互联网公司降本增效逐季改善。受产品投放周期影响，A 股游戏龙头前三季度净利润同比增长较好，但自三季度开始收入下滑对净利润冲击亦逐步显现。

图表 18: 腾讯网易净利润 (单位: 亿元)



资料来源: 公司财报, 东方财富证券研究所

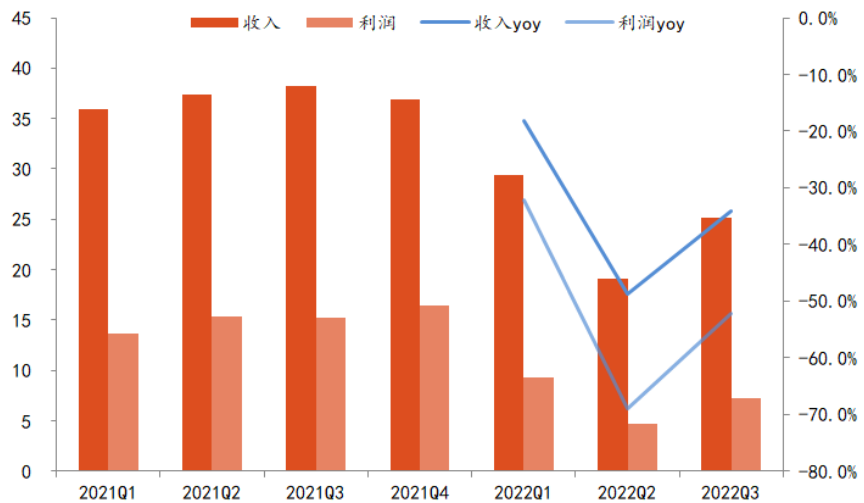
图表 19: A 股游戏龙头净利润 (单位: 亿元)



资料来源: 公司财报, 东方财富证券研究所

线下品牌广告承压最为明显, 收入利润有触底回升态势。分众传媒是线下媒体的典型代表, 受疫情和宏观经济等多因素影响明显。2022 前三季度, 分众传媒营业收入 74 亿元, 同比下滑 33.9%, 净利润 21 亿元, 同比下滑 51.8%。品牌广告顺周期, 效果广告逆周期, 线下品牌广告在疫情和宏观经济冲击影响最大。三季度以来, 可以看到分众传媒环比改善, 至暗时刻有望过去。

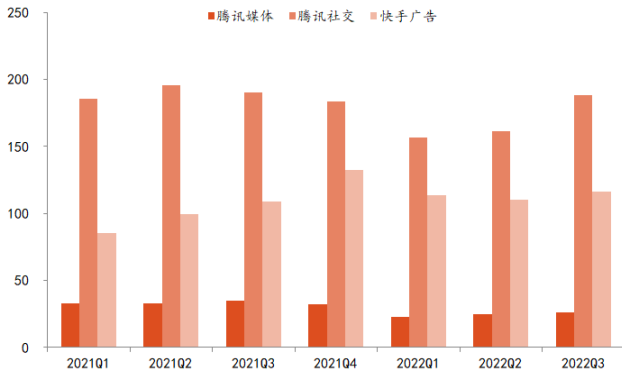
图表 20: 分众传媒营业收入和净利润 (单位: 亿元)



资料来源: 公司财报, 东方财富证券研究所

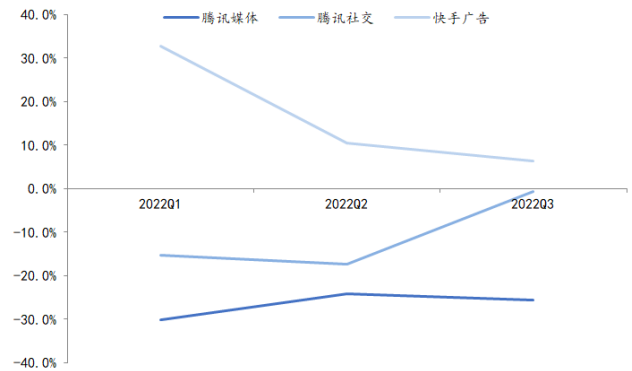
受内循环(主要是闭环电商)贡献, 短视频广告相对坚挺。2022 前三季度, 腾讯媒体广告收入 74 亿元, 同比下滑 26.7%, 主要是疫情及宏观经济等因素影响; 腾讯社交广告收入 507 亿元, 同比下滑 11.2%, 受视频号商业化推动, 下滑逐步控制; 快手广告收入 339 亿元, 同比增长 15.4%, 主要是内循环广告抗风险能力强。

图表 21：腾讯快手广告收入（单位：亿元）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

图表 22：腾讯快手广告收入增速



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

综合来看：1) 电商行业抗风险能力最强，其次是游戏，最后是广告，而疫情防控和经济复苏后弹性反之。2) 龙头抗风险能力强，但差异化逐步明显，如电商中直播电商、游戏中长线运营以及广告中的内循环类都拥有更高的景气度。

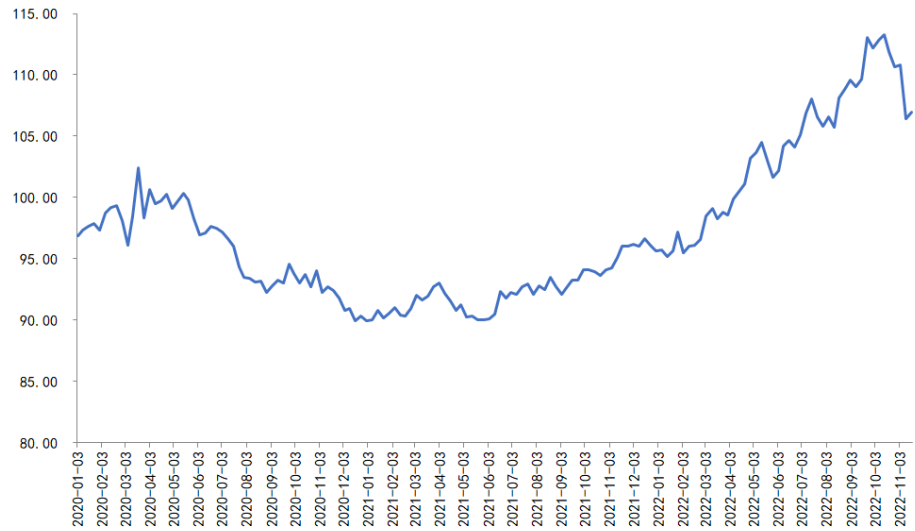
2. 价值回归

传媒互联网涵盖 A 股和港股众多标的，其股价驱动因素有相同点，也有差异。因此我们根据其基本面情况和股价驱动的不同，粗略分为价值类和成长类。其中价值类，主要是指股价主要由短中期基本面和市场影响的大市值公司，包括港股互联网和 A 股游戏公司等；成长类，主要是指股价更多受到技术、事件等推动的中小市值公司。受美元加息、疫情反复、互联网监管以及基本面等多因素影响，港股互联网巨头股价进入近两年的下跌通道，并且进一步对 A 股游戏等公司带来了估值压制。我们认为压制互联网公司的众多因素都出现了明显边际变化，未来有望逐步实现价值回归。

2.1. 加息现边际：美元指数冲高回落，美股港股影响减弱

加息或将放缓，缩表正在提速。由于美国通胀率持续高于预期，2021 年 11 月，美联储承认其此前关于通货膨胀属于暂时性现象的判断有误，并开始对货币政策进行调整。2022 年 3 月，基于通胀不断攀升的态势，美联储开始缩表，3 月加息 25 个基点、5 月加息 50 个基点，6、7、9、11 月进一步加息 75 个基点，今年累计加息 375 个基点，其速度创下 1981 年以来的新高。美联储公开 11 月会议纪要表示“联邦基金利率最终目标区间和此后政策立场的演变，已经成为委员会更重要的考虑目标，而不是进一步加息的步伐”，加息或将放缓。

图表 23: 美元指数开始回落

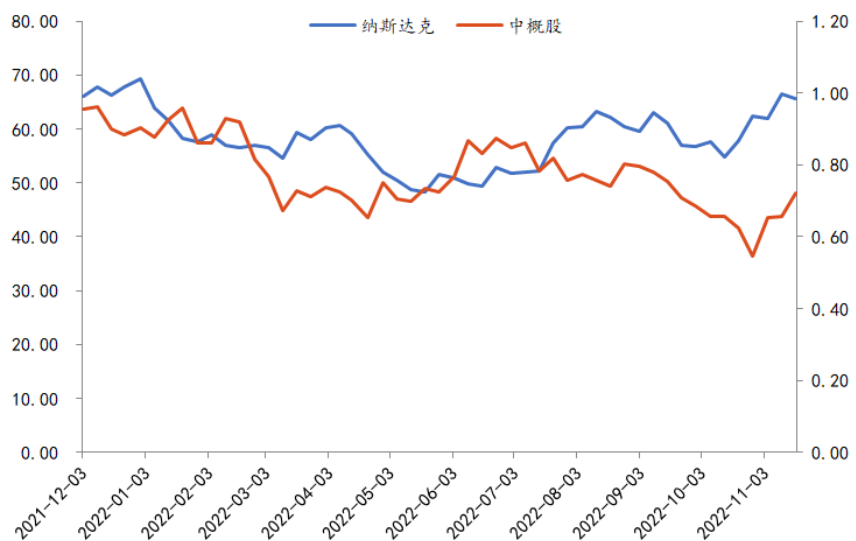


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

美元作为国际中心货币，美国作为头号国际金融中心，美联储作为隐形的世界中央银行，其货币政策重大调整必然产生重大的国际影响。随着加息持续，美元指数大幅提升，也带动更多国家的货币对美元大幅贬值，造成其进口成本大幅上升，国内通货膨胀压力明显加重，迫使其他国家不得不跟随美国推动加息，抑制货币过快贬值。加息有利于增强美元吸引力，并推动美元回流，并可能在其他国家或者地区资产大幅贬值后进行抄底。

纳斯达克率先走出加息影响，中概股有望跟随。自去年年底至 5 月低点，纳斯达克指数最多下跌约 30%，至今已经逐步收回失地。中概股自年底至 10 月底最低点下跌超 40%，并且已经逐步企稳回升。加息节奏放缓，边际影响减少，我们预计其对中概股影响亦开始减弱。

图表 24: 加息对股市影响已经逐步消退



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2.2. 防控常态化：精准防控避免加码，经济筑底消费复苏

疫情对股价有着双重影响，经济和消费信心不足，导致短期数据差和长期风险偏好降低。11月11日，国务院联防联控机制综合组发布了进一步优化新冠肺炎疫情防控工作的二十条措施。二十条优化措施是对第九版防控方案的完善，不是放松防控，更不是放开、“躺平”，而是为了进一步提升防控的科学性、精准性，是为了最大程度保护人民生命安全和身体健康，**最大限度减少疫情对经济社会发展的影响**。“疫情优化防控二十条”意味着在防范疫情风险和保护居民生命财产安全的基础上，疫情防控更多地考虑经济性和性价比。

图表 25：疫情优化防控二十条

	调整前	调整后
密接	7天集中隔离，3天居家健康监测	5天集中隔离，3天居家隔离
次密接	7天居家隔离	不再判定密接的密接
高风险区外溢人员	7天集中隔离	7天居家隔离
风险区	“高、中、低”三类	“高、低”两类
常态化管理		不按行政区域开展全员检测、不扩大核酸检测范围、保留落地检测
高风险岗位从业人员	7天集中隔离或7天居家隔离	5天居家健康监测
入境航班	登机前48小时内2次核酸检测阴性证明	取消入境航班熔断机制，登机前48小时内1次核酸检测阴性证明
入境人员	7天集中隔离，3天居家健康监测	明确阳性判定标准为核酸检测 Ct 值<35，5天集中隔离，3天居家隔离
加大“一刀切”层层加码问题整治力度		禁止随意封校停课、停工停产停诊、“静默”管理、长时间不解封；整治、逐一排查不合理封校行为；不得擅自要求事关产业链全局和涉及民生保供的重点企业停工停产；避免因疫情滞留，不得拒绝接收滞留人员返回
能力建设		加快提高疫苗加强免疫接种覆盖率，特别是老年人群；做好新冠药物储备、急救药品和医疗设备储备
坚持动态清零方针		坚持动态清零，绝不能造成放松疫情防控，甚至放开、“躺平”的误读；坚决打赢常态化疫情防控攻坚战

资料来源：澎湃新闻，东方财富证券研究所

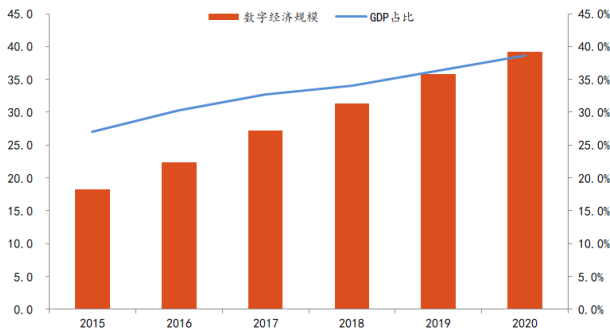
受疫情影响，2022年第二季度、第三季度 GDP 增速分别为 0.4%和 3.9%，社会消费品零售总额增速分别为-4.6%和 3.5%，经济逐步筑底、消费日渐复苏。优化防控政策有望进一步降低疫情对经济和消费的负面影响，并且由于低基数效应，明年经济和消费同比增长有望超预期。

2.3. 监管见成效：监管有效化解风险，国资持股加强合规

针对平台经济无序发展监管措施集中出台，有效地化解以前存在的垄断和泡沫风险。平台经济在经历了适度的监管规范后，国家将进一步支持和引导平台经济规范健康持续发展，并且集中推出一批“绿灯”投资案例。尽管在快速发展过程中出现一些野蛮生长、行业垄断的问题，但平台经济依然是数字经济

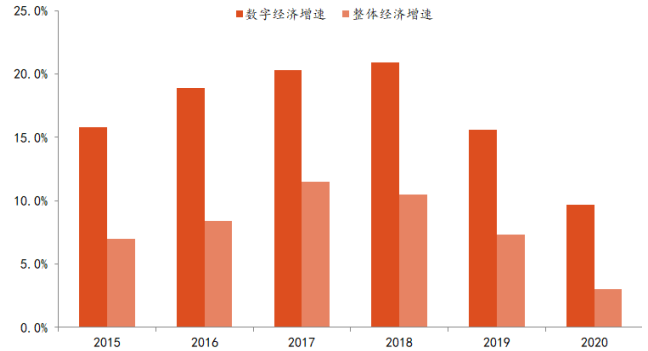
的重要组成部分，更是推动经济增长的重要动力来源。2012 年至 2021 年，中国数字经济规模从 11 万亿增长至 45 万亿元，连续数年稳居世界第二，数字经济增速也基本保持在 GDP 增速的两倍以上，是经济高质量发展的重要驱动力。

图表 26：中国数字经济规模（单位：万亿元）



资料来源：中国信息通信研究院，东方财富证券研究所

图表 27：中国数字经济及 GDP 增速



资料来源：中国信息通信研究院，东方财富证券研究所

国资持股抖音、快手，有望增强平台内容合规性。2021 年 4 月，网投中文（中网投 40%、北京市文化投资 30%、央视频 30%）参股北京抖音信息服务（抖音有限公司子公司）1%股份。2022 年 10 月，北京广播电视台参股北京快手科技（大陆运营实体）1%股份。国资持股短视频平台有望增强内容合规性，有助于短视频平台长期发展。

图表 28：网投中文参股抖音信息服务



资料来源：天眼查，东方财富证券研究所

图表 29：北京广播电视台参股快手科技



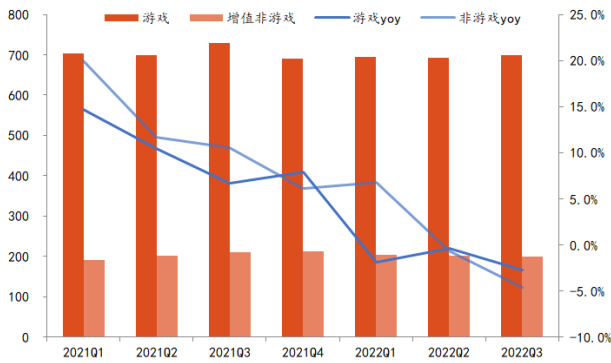
资料来源：天眼查，东方财富证券研究所

2.4. 基本面改善：降本增效初见成效，同比环比改善将至

我们认为自四季度开始，大部分互联网公司将迎来同比和环比的改善，主要受政策和低基数影响。我们以腾讯为例：1) 2021Q1-2022Q3 游戏业务增速 14.7%/10.4%/6.7%/7.9%/-1.9%/-0.4%/-2.8%，11 月版号开始腾讯开始拿到重度游戏版号，叠加新游戏加持，预计 2023Q1 开始游戏业务有望同比转正。2)

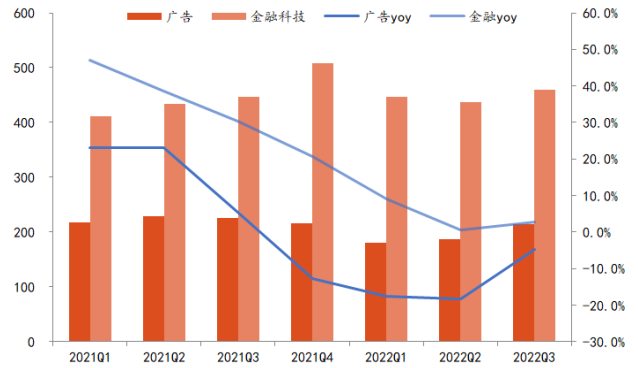
增值非游戏业务增速 19.9%/11.7%/10.6%/6.1%/6.8%/-0.6%/-4.6%，受疫情和宏观经济推动，预计 2023Q2 开始有望同比转正。3) 广告业务增速 23.2%/23.1%/5.4%/-12.7%/17.6%/-18.4%/-4.7%，受视频号商业化加速，预计 2022Q4 开始有望同比转正。4) 金融科技业务增速 47.0%/38.6%/30.3%/20.7%/9.0%/0.7%/2.8%，受疫情和宏观经济推动，预计 2023Q1 开始有望同比转正。

图表 30：腾讯增值服务收入（单位：亿元）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

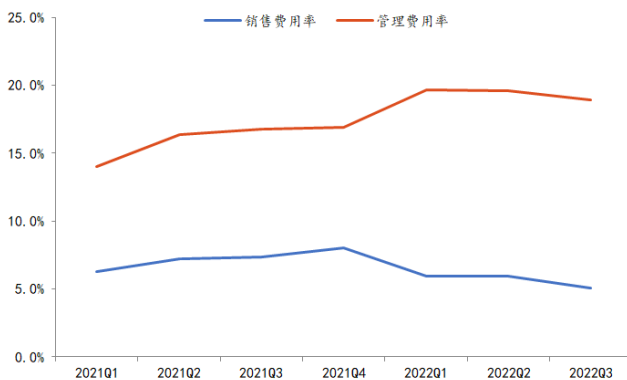
图表 31：腾讯广告及金融科技收入（单位：亿元）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

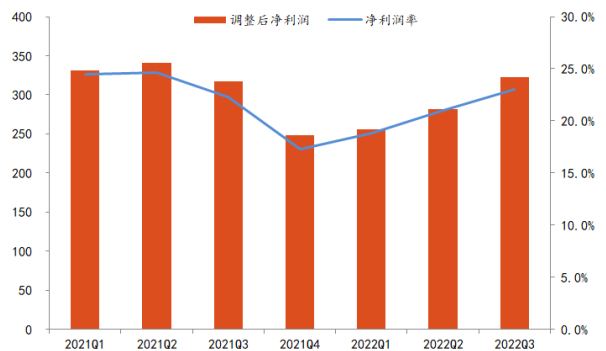
减少非主业投资和创新业务投入，降本增效下互联网企业的盈利能力可能进一步提升。自互联网监管以来，互联网企业已经大幅减少对于非主业投资和创新业务投入，人员和投入都大范围优化，利润率触底回升。腾讯的调整后净利润率自 2021Q4 触底至 17.3% 后，每个季度均保持环比提升至 2022Q3 的 23.0%。

图表 32：腾讯销售费用率和管理费用率



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

图表 33：腾讯调整后净利润（单位：亿元）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

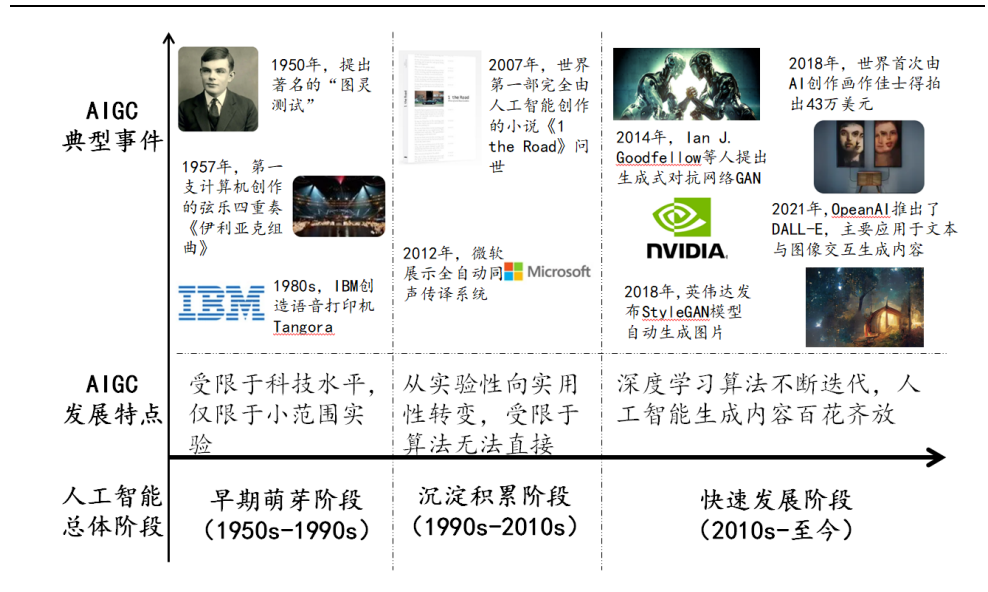
3. 成长新机

受技术进步和渠道变迁影响，传媒互联网领域会经常性出现从“0-1”的机会，而这些机会往往是爆发性的。基于未来 1-2 年可能的技术和渠道催化，我们选取 AIGC、虚拟现实、跨境电商和体育四个细分成长方向。

3.1. AIGC：海外 AI 技术提速，图片有望率先商业化

AIGC (AI-Generated Content) 尚无统一规范的定义，国内产学研各界对于 AIGC 的理解是“继 PGC (Professional Generated Content) 和 UGC (User Generated Content) 之后”，利用人工智能技术自动生成内容的新生产方式。国际上对应的术语是“人工智能合成媒体 (AI-Generated Media 或 Synthetic Media)”，是通过人工智能算法对数据或媒体进行生产、操控和修改的统称。AIGC、NFT 和 VR 是元宇宙和 Web3.0 的三大基础设施，随着数据积累、算力提升和算法迭代，人工智能正逐步在写作、编曲、绘画和视频制作等创意领域渗透。

图表 34：AIGC 发展历程



资料来源：中国信息通信研究院，东方财富证券研究所

随着生成式对抗网络 (Generative Adversarial Network) 为代表的深度学习算法的迭代创新，AIGC 内容的效果日渐逼真。2018 年，英伟达发布的 StyleGAN 模型可以自动生成图片。2019 年，DeepMind 发布了 DVD-GAN 模型用以生成连续视频，在草地、广场等明确场景表现突出。2021 年 OpenAI 推出 DALL-E，并根据 Diffusion models 推出升级版本 DALL-E-2，主要应用于文本与图像的交互生成内容，用户只需要输入简短的描述性文字，即可得到高质量各类风格绘画作品。

图表 35: DALL-E-2 模型图片案例一



资料来源:《Hierarchical Text-Conditional Image Generation with CLIP Latents》, 东方财富证券研究所

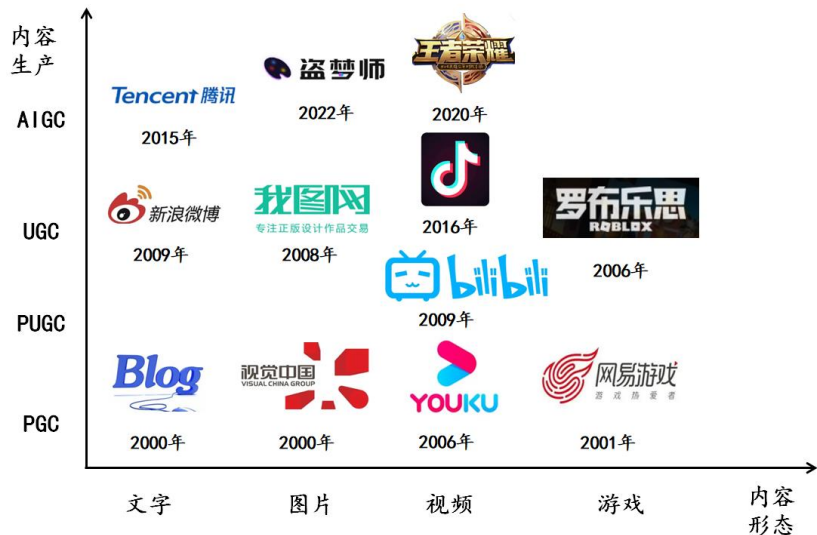
图表 36: DALL-E-2 模型图片案例二



资料来源:《Hierarchical Text-Conditional Image Generation with CLIP Latents》, 东方财富证券研究所

随着技术的发展,内容的生产方式也随之变化,从 PGC 到 UGC,再从 UGC 到 AIGC。相比于 PGC,UGC 具有供给量充足、快速试错、优胜劣汰等优势,成为当前内容生产的主要形态。AIGC 是 UGC 发展到一定阶段的必然产物。一方面,内容生产的升级依赖于工具的迭代,而工具的迭代依赖于对优质内容的总结。另一方面,尽管 UGC 极大提升了内容的供给量,但仍难以满足日益增长的用户需求。内容生产方式和内容形态不可分割。从内容形态的难易程度来看,依次是文字、图片、视频和游戏。游戏领域的 UGC 仍不成熟,文字领域的 AIGC 日趋成熟,由此推演,图片和视频领域的 AIGC 化即将到来。

图表 37: 内容生产及形态的演进过程



资料来源: 东方财富证券研究所绘制

海外 AI 绘画已经开始逐步商业化,国内图片和字体企业有望跟上。作为海外微利图片库巨头,Shutterstock 已与 OpenAI 合作,相信未来 AI 图片有望进入商业图片销售。Rosebud AI 将上线的以 AI 生成为基础的素材摄影平台,已推出了超过 10 万张图片,并计划在未来几个月增加数百万张。巴比特以 AI 创作自有版权图片取代付费图片库版权图片,并一站式区块链版权存证。

3.2. 虚拟现实：行业迎来爆发奇点，内容成为制胜法宝

政策持续加码，虚拟现实产业有望迎来爆发。2022 年 10 月，工信部等印发《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022-2026 年）》，预计至 2026 年我国虚拟现实产业总体规模超过 3500 亿元，虚拟现实终端销量超过 2500 万台。

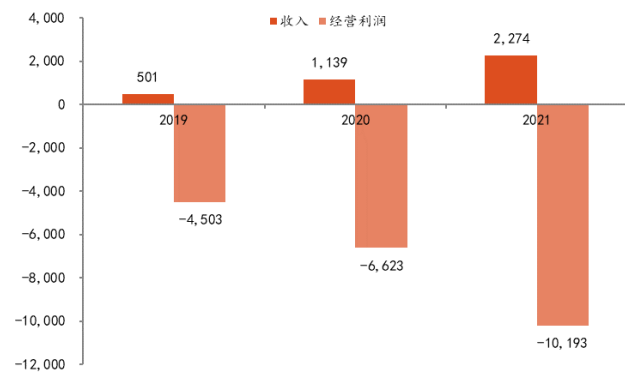
图表 38：《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022-2026 年）》

方向	具体计划	具体内容
发展目标	创新能力显著增强	多技术融合、产学研用高效协同的系统化创新体系基本形成，近眼显示、渲染处理、感知交互等核心关键技术取得重要突破
	产业生态持续完善	我国虚拟现实产业总体规模（含相关硬件、软件、应用等）超过 3500 亿元 ，虚拟现实终端销量超过 2500 万台
	融合应用成效凸显	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
重点任务	推进关键技术融合创新	围绕近眼显示、渲染处理、感知交互、压缩编码、安全可信等关键细分领域，做优“虚拟现实+”内生能力
	提升全产业链供给能力	全面提升虚拟现实关键器件、终端外设、业务运营平台、内容生产工具、专用信息基础设施的产业化供给能力
	加速多行业场景应用落地	面向规模化与特色化的融合应用发展目标，深化虚拟现实在行业领域的有机融合，推动有条件的行业开展规模化应用试点
	加强产业公共服务平台建设	聚焦行业共性技术，挖掘行业领域关键技术需求，依托行业龙头企业、高等院校，开展关键技术联合攻关
	构建融合应用标准体系	加强标准顶层设计，构建覆盖基础通用、内容生产、网络传输、分发平台、终端设备等全产业链的虚拟现实综合标准体系

资料来源：澎湃新闻，东方财富证券研究所

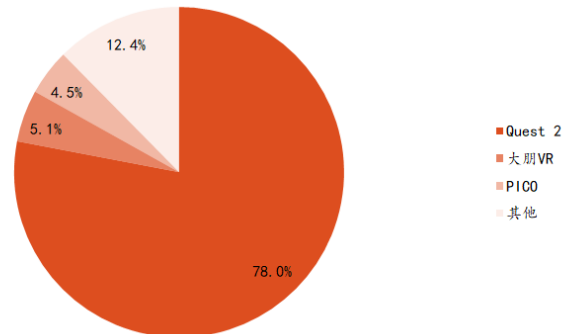
巨头陆续进入 XR 领域，Meta 率先发力，苹果最为期待。自从 2014 年 Facebook 收购 Oculus 以来，其就开始对 VR 生态持续投入。2021 年 Meta VR 业务部门 Reality Labs 实现收入 22.7 亿美元，经营亏损 101.9 亿美元，Meta 持续大规模投入 VR 生态。Oculus Quest 2 出机量超千万，国内字节率 PICO 入局，索尼、苹果也有望推出新一代 VR 设备，硬件普及率有望迎来攀升期。

图表 39：Meta VR 业务收入利润（单位：百万美元）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

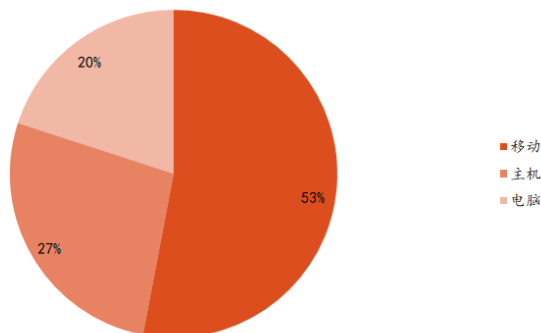
图表 40：Quest 2 出机量接近 80%



资料来源：IDC，东方财富证券研究所

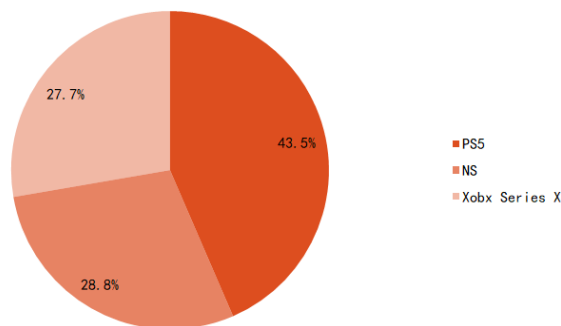
受便捷性影响，短期来看，VR 行业更像主机行业；长期来看，VR 有可能成为下一代通用技术设备。随着 VR 技术的成熟，其有可能超越原有的主机游戏市场，并持续“破圈”。2022 年全球主机游戏市场规模 498 亿美元（包括软硬件），占全球游戏市场的 27%，其中软硬件比例约 1: 1 至 1: 2 左右。在新世代主机中，PS5 首发 19 周销量占比约 43.5%，NS 占比约 28.8%，Xbox Series X 占比约 27.7%，像主机战争一样，VR 硬件会迎来百家齐放。

图表 41：2022 年全球游戏市场规模



资料来源：Newzoo，东方财富证券研究所

图表 42：主机厂商新世代主机市占率对比



资料来源：VGIC，东方财富证券研究所

第一方内容是硬件厂商竞争的焦点。从 1980s 以来，全球经历了 20 余款主流主机硬件，其中 PS1/2/4、DS、GB、Wii 等主机实现了销量过亿，软硬件销量比也从 4 增长到 12。硬件的普及为软件市场带来了巨大机会。各大主机厂商的热门 IP 经久不衰，可以达到当代主机 10%-30% 的渗透率。

图表 43：部分主机软硬件及爆款游戏销量

主机	推出时间	硬件累计销量 (万)	软件累计销量 (万)	软硬件比	TOP 1 销量游戏	销量
GB	1989	11,800	50,100	4.25	口袋妖怪红	3,000
SFC	1990	4,910	37,900	7.72	超级马里奥世界	4,000
PS	1994	10,249	96,200	9.39	GT 赛车	1,000
PS2	2000	15,500	153,700	9.92	GTA: 圣安地列斯	2,000
GBA	2001	8,151	37,700	4.63	口袋妖怪红宝石	1,500
PS3	2006	8,740	99,940	11.43	GT5	1,500
Wii	2006	11,000	89,200	8.11	Wii Sports	8,300
3DS	2011	7,594	38,648	5.09	口袋妖怪 X	1,100
PS4	2013	11,590	118,100	10.19	GT5	1,500

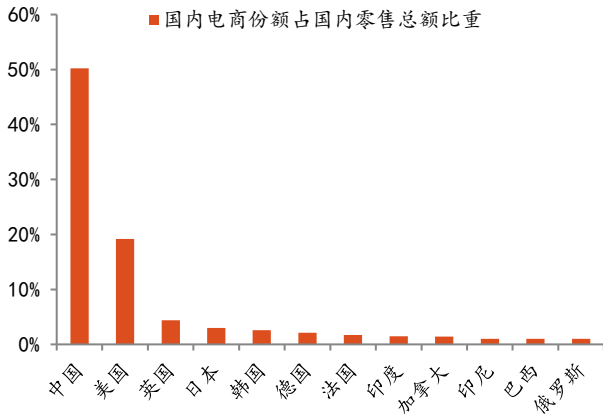
资料来源：维基百科，公司财报，东方财富证券研究所

3.3. 跨境电商：先进平台玩法突破，成熟供应链加持

电商出海进入新时代，国内电商发展已进入稳定成熟期，渗透率高、存量市场饱和及较难获得新增量，反观国外一片蓝海。据 eMarketer 报告，预计 2022

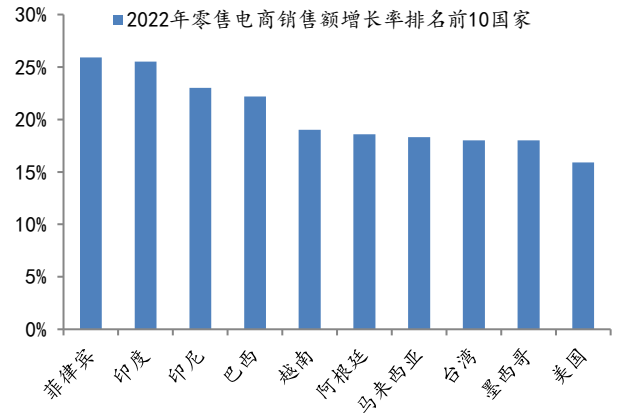
年我国国内电商渗透率超过 50%，远高于海外其他国家水平，海外电商渗透率有较大提升空间。从海外需求端来看，全球疫情催化下，B 端企业采购与 C 端用户消费加速向线上转移。同时政策环境方面，在“一带一路”战略以及 RCEP 政策支持下，电商平台与品牌供应商拥有走出去的先决条件。基础设施方面，海外仓建设与跨境支付发展成熟也为电商出海提供技术支持。

图表 44：2022 年海外各国国内电商渗透率远低于中国



资料来源：eMarketer，东方财富证券研究所

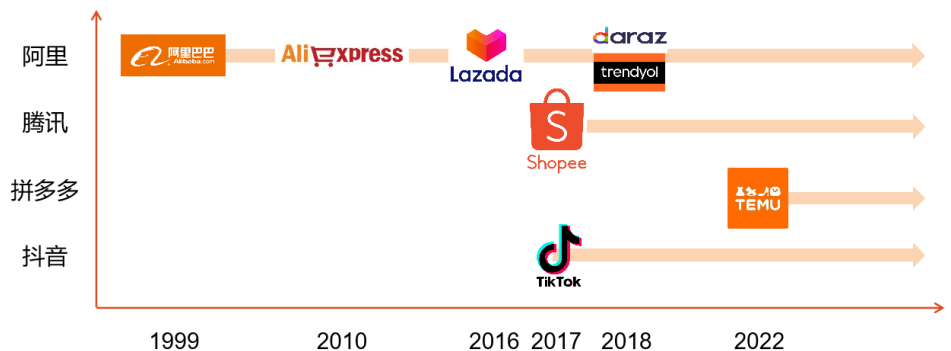
图表 45：2022 年新兴国家市场将迎来较快 GMV 增速



资料来源：eMarketer，东方财富证券研究所

阿里跨境电商平台先行者，海外布局日渐完善。1999 年阿里巴巴国际站成立，开启了国内电商出海先河；2010 年旗下全球速卖通平台成立，发展至今覆盖全球 220 个国家和地区，主要交易市场为俄、美、西等国。2016 年阿里收购 Lazada，东南亚地区最大的在线购物网站之一，主要面向印尼、马来西亚、菲律宾以及泰国用户。2018 年阿里先后收购南亚地区领先的电商平台 Daraz、土耳其时尚电商平台 Trendyol，海外布局再落一子。

图表 46：互联网巨头电商纷纷出海



资料来源：东方财富证券研究所

国内互联网巨头纷纷发力。2017 年腾讯投资的 Garena 旗下跨境移动电商 Shopee 成立，第一年 GMV 做到 18 亿美元，第二年 GMV25 亿美元，两年时间成为东南亚最大的 C2C 平台。

海外“抖音”TikTok 2017 年上线，迅速发展为现象级流量社交平台。用户规模增长迅速，2021 年 9 月突破 10 亿大关。当前，TikTok 用户下载量超过 34 亿，在全球社交平台位列第四。TikTok 借用户和流量红利电商化，2021 年起 TikTok Shop 先后在印尼、泰国、越南等国家或地区上线，是官方电商工具

平台，助力用户从短视频、直播以及商品橱窗多渠道发现商品，一站式完成购物，形成电商销售闭环。

2022 年 9 月拼多多跨境电商平台 Temu 正式在海外上线，上线不足两月成功冲上美国苹果应用商店购物板块榜首。随后 Temu 也在非洲多个国家上线，逐步拓展海外布局。拼多多推出“2022 多多出海扶持计划”，为国内制造商品牌出海提供一站式服务，进一步推动国内跨境电商浪潮。

独立站或是未来跨境电商主要发展模式。跨境电商按交易平台类型可分为第三方平台与独立站两种，目前电商出海以独立站和第三方平台多渠道运营，凭借第三方平台自带的流量热度为独立站或自有品牌引流，但长期而言，难以实现用户留存和数据沉淀或将成为未来发展的主要障碍。随着卖家逐渐重视品牌搭建，独立站模式更能够辅助卖家实现差异化竞争，将平台流量变为自身流量；同时沉淀用户画像、用户偏好、销售业绩等系列数据构架数据池，进一步优化选品、设计，为品牌打造形成良性循环。以 SHEIN 为代表，先后涌现出 Anker（安克创新）、Banggood（棒谷科技）等一系列优秀的独立站跨境电商平台。

图表 47：独立站跨境电商排行

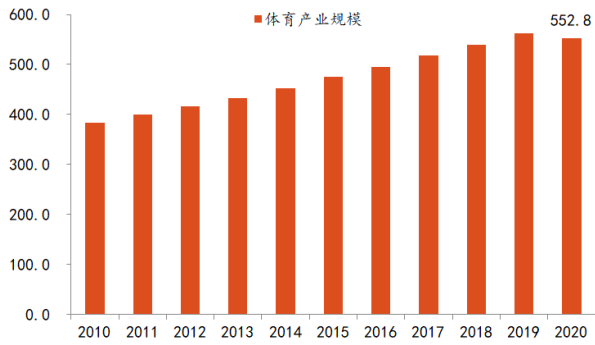
排行	中文名称	独立站名称	企业名称	总访问量（百万次） (21.02-21.07)	主要社交流量来源	主要流量来源国家
1		SHEIN		823.5	Facebook	美国
2	棒谷	Banggood	棒谷科技	208.7	YouTube	美国
3	兰亭集势	Lightinthebox	兰亭集势	192.8	Pinterest	美国
4	万兴	Wandershare	万兴科技	145.9	YouTube	美国
5		Gearbest	环球易购	106.3	YouTube	美国
6		YesStyle		64.95	YouTube	美国
7		ChicMe	极高科技	55.8	Facebook	美国
8	一加	Onepus	万普拉斯科技	55.5	Facebook	美国
9		JJ's House		40.9	Facebook	美国
10		NewChic	棒谷科技	30.2	Facebook	美国

资料来源：《2021-2022 跨境出口电商增长白皮书》，东方财富证券研究所

3.4. 体育：密集政策强 call 产业，商业多元未来可期

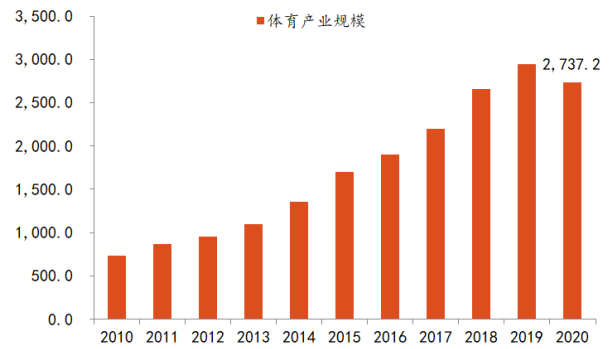
中国体育产业蓬勃发展。2020 年，中国体育产业规模达 2.7 万亿元，近十年复合增长率达 14.1%，占国内生产总值的 2.7%。相比之下，2020 年美国体育产业规模约 0.55 万亿美元，近十年复合增长率达 3.7%，占国内生产总值的 2.6%。（口径上略有差异）可以看到，中国体育产业的蓬勃发展主要来自于两个方面：1) 国内经济的持续增长。体育作为人民娱乐的重要组成部分，与经济发展密切相关，马拉松、飞盘都是经济发展到一定阶段的产物；2) 消费意愿持续提升。从 2010 年至 2020 年，体育消费占国内生产总值的比例从 1.8% 上升至 2.7%，与美国基本一致。体育作为一种可选消费品，收入的弹性更大，全民健身意识觉醒带动行业持续发展。

图表 48: 美国体育产业规模 (单位: 十亿美元)



资料来源: 国家统计局, 东方财富证券研究所

图表 49: 中国体育产业规模 (单位: 十亿元)



资料来源: plunkettresearch, 东方财富证券研究所

近年来, 国家层面陆续出台了一系列的体育产业相关政策, 切实支持体育行业发展。1) 从青少年阶段提高体育锻炼的重要性。2020 年 10 月, 国务院出台《新时代教育评价改革总体方案》, 各地中考体育分值陆续提升。2) 体育产业规划高举高打。2021 年 10 月, 国家体育总局《“十四五”体育发展规划》预计 2025 年全国体育产业总规模达 5 万亿元, 较 2020 年翻倍。3) 新兴技术与体育全方位融合。2022 年 11 月, 工信部等五部门推出《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划 (2022-2026 年)》, 推动虚拟现实在体育领域应用, 构建大众健身新业态。

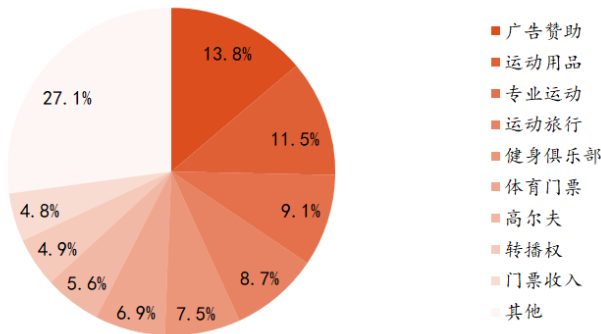
图表 50: 近年来体育产业相关政策

时间	部门	政策	具体内容
2020 年 10 月	国务院	《深化新时代教育评价改革总体方案》	指导各地进一步改进中考体育测试内容和计分办法, 科学确定逐步提高分值
2021 年 8 月	教育部等五部门	《关于全面加强和改进新时代学校卫生与健康教育工作的意见》	严格落实课间操制度, 保障学生每天校内、校外各 1 个小时体育活动时间
2021 年 8 月	国务院	《全民健身计划 (2021-2025) 》	到 2025 年, 带动全国体育产业总规模达到 5 万亿
2021 年 10 月	国家体育总局	《“十四五”体育发展规划》	全民健身水平达到新高度, 竞技体育实力再上新台阶
2022 年 11 月	工信部、国家体育总局等五部门	《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划 (2022—2026 年) 》	推动虚拟现实在训练、赛事中的应用

资料来源: 国务院, 教育部, 国家体育总局, 东方财富证券研究所

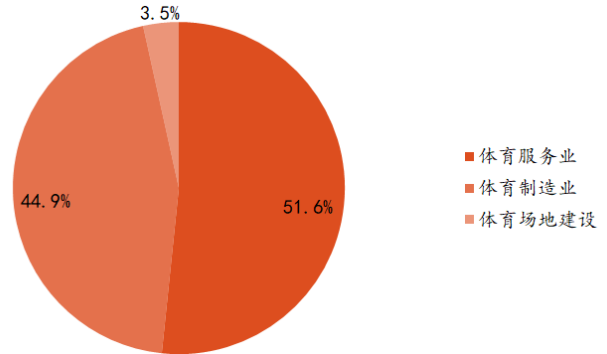
中美体育产业结构差异大, 中国体育服务业潜力巨大。2020 年, 中国体育产业中服务业占比 51.6%, 制造业占比 44.9%, 场地建设 3.5%; 如果考虑体育用品销售的话, 体育用品占比达 61.4%。2016 年, 美国体育产业中运动用品的占比仅 11.5%, 广告赞助 13.8%, 健身俱乐部 7.5%, 门票收入占比 11.7%, 收入结构更加多元化。商业化是中国体育行业的一大痛点, 如何实现服务赚钱是行业共同探索的方向。

图表 51：美国体育产业构成（2016 年）



资料来源：《Sports Marketing2018-2019》，东方财富证券研究所

图表 52：中国体育产业构成（2020 年）



资料来源：中国政府网，东方财富证券研究所

新政策、新技术为体育商业化带来新机会：

- **NFT**：给体育行业带来一种新的商业化模式——极致地为爱付费。NBA Top Shot 是一个典型案例，至今已经实现了 10 亿美元的销售额。我们理解现有主流的 NFT 模式下，“为爱付费模式”是最健康的。1) GameFi（均价 227 美元）：这个经济模型最大的问题在于没有留存，总有一天“供大于求”，流通是把双刃剑；2) 无聊猿（均价 7.5 万美元）：就像富二代的门槛是一辆顶级跑车，无聊猿意味着同一“阶层”，是对群体的认同；3) NBA Shot（均价 47 美元）：为喜爱的球星、喜爱的瞬间付费。
- **VR**：Meta 和字节跳动，无疑是现阶段 VR 领域中最具实力的两大阵营，而今年他们也带着各自全新的 VR 头显产品强势归来，并广泛涉足体育和健身板块。VR 技术则是居家健身困局的突破口，也是居家运动设备的集大成者。PICO 4 内置丰富的健身应用，覆盖如乒乓球、拳击、羽毛球、射击等多种运动类型，还能根据个人需求制定健身计划。Pico 发布了 50+款模拟休闲运动应用。2022 卡塔尔世界杯，Pico 将会全程直播，用户不仅可以感受到 VR 看球赛的新奇体验。Quest 将更倚重体育和运动健身市场。从去年 11 月 14 日开始，Meta 的《Horizon Venus》推出了 NBA 21-22 赛季系列 VR 观赛节目。Meta 推出众多 VR 体育游戏，Quest 的用户甚至可以通过 VR 头显，与世界各地的篮球爱好者一同进行篮球比赛。

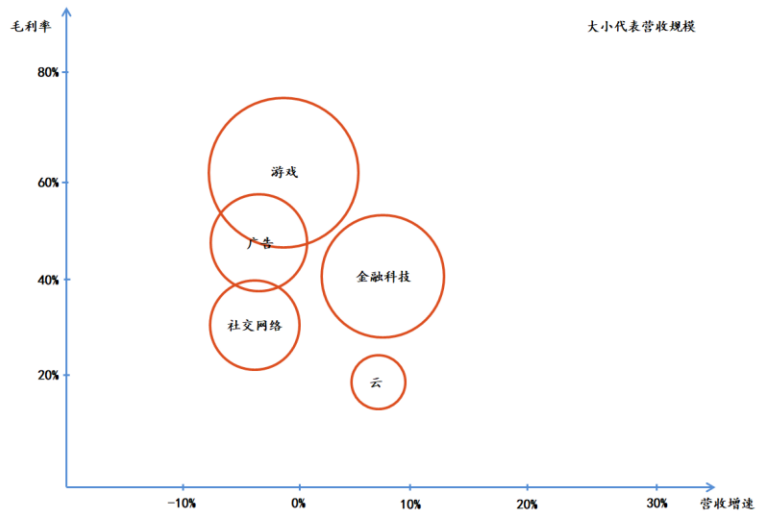
4. 投资机会

我们认为 2023 年传媒互联网行业投资机会围绕两条主线：第一，价值回归，加息、政策以及基本面等因素逐步出现边际改善，看好互联网龙头和 A 股传媒龙头企业；看好快手（01024.HK）、三七互娱（002555.SZ），谨慎看好腾讯控股（0700.HK）、分众传媒（002027.SZ）、吉比特（603444.SH）。第二，成长新机，AIGC、虚拟现实、跨境电商以及体育等细分领域都有望带来新的增长机会；谨慎看好汉仪股份（301270.SZ）、恺英网络（002517.SZ）、力盛体育（002858.SZ），建议关注吉宏股份（002803.SZ）。

4.1. 腾讯：游戏出海再创辉煌，视频号商业化可期

除了前文讲述价值股 beta 因素，腾讯还拥有着自身 alpha。以 2022 年第三季度数据来看，游戏业务收入占比 37.6%、毛利率 63.3%，社交网络（剔除游戏）收入占比 14.3%、毛利率 21.0%，广告收入占比 15.3%、毛利率 46.3%，金融科技收入占比 32.8%、毛利率 31.5%。

图表 53：腾讯各业务营业收入规模、增速及毛利率



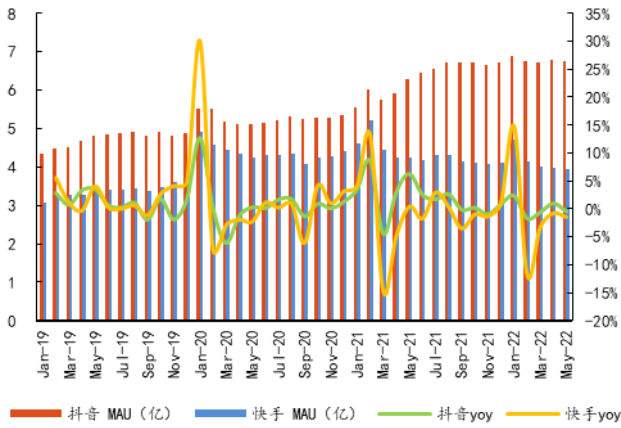
资料来源：公司财报，东方财富证券研究所（游戏业务包括社交网络中的移动游戏流量分成部分，游戏业务毛利率按照移动游戏 60%、客户端游戏 75%估计，金融科技和云业务按照整体增速估计）

我们可以看到游戏业务仍是公司收入和利润的基石，海外市场是未来重要增长点，目前占移动游戏占比已接近 30%。国内腾讯游戏主要依赖于《王者荣耀》、《和平精英》等团队竞技类游戏。与国内不同，我们认为腾讯海外将主要以 3A 品质手游为切入口，并且在海外布局多家工作室，预计在未来的 1-2 年开始逐步产生积极效果。此外，视频号商业化可期。根据腾讯 2022 年第二季度财报显示，视频号总用户使用时长超过朋友圈总时长的 80%，总视频播放量同比增长超过 200%，然而视频号商业化能力超越朋友圈广告，预计将为广告业务带来新增长。

4.2. 快手：竞争程度逐步缓和，短视频化尚存空间

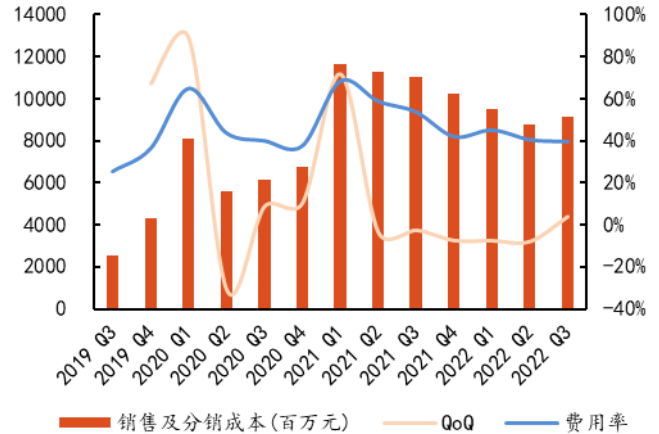
短视频竞争趋缓，降本增效成果初显。根据 QuestMobile 数据可以看出，当前国内短视频行业用户规模环比增长趋势明显放缓，抖音与快手之间的竞争显著趋缓。在互联网降本增效大环境下，短视频竞争格局趋于稳定，叠加海外扩张更为节制，快手营销支出稳步下降。截至 2022 年第三季度，单季度的销售费用率 39.5%，同比下降 14.3pct，自 2021 年第一季度后逐季改善。

图表 54：2019-2022 抖音&快手 MAU (亿)



资料来源: QuestMobile, 东方财富证券研究所

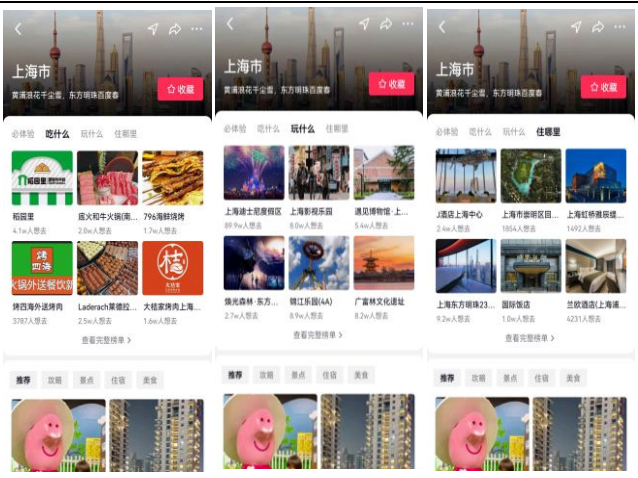
图表 55：2019-2022 快手销售及分销成本



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

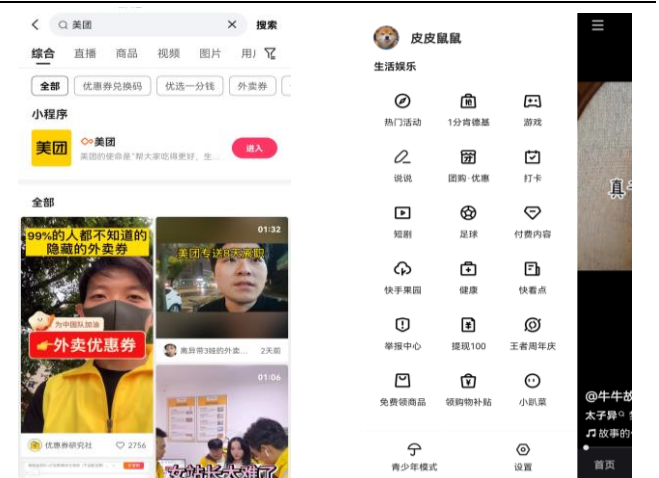
加速入局本地生活，打开短视频商业化新空间。2021 年 4 月抖音引入正式服务商体系，以短视频和直播的方式促进团购成交开展本地生活业务。除了到店业务之外，抖音生活服务还在探索外卖业务，并宣布与饿了么合作。快手也在 2020 年 7 月上线“本地生活”入口；并与美团达成互联互通战略合作。本地生活是未来重要的商业化引擎，快手的加速入局，有望打开新商业化空间。

图表 56：抖音本地生活



资料来源: 抖音, 东方财富证券研究所

图表 57：快手本地生活



资料来源: 快手, 东方财富证券研究所

4.3. 恺英网络：传统游戏根基深厚，蓄力 VR 内容创新机

持续深耕传奇品类，产品线多元化布局。公司以研发、发行以及投资+IP 三大业务板块为核心。游戏业务方面，公司长期深耕传奇品类和奇迹品类，建立了独有的竞争壁垒，并坚持通过精细化运营打造长周期精品产品，旗下明星页游产品《蓝月传奇》自 2016 年上线以来表现优异，累计流水超 40 亿元，此外还有包括《王者传奇》《原始传奇》《热血合击》等多款知名游戏在运营，持续为公司提供业绩基本盘。除了传奇类游戏，公司还多元覆盖了包括 MMORPG 和实时对战等游戏品类，重点游戏《刀剑神域黑衣剑士：王牌》《敢达争锋对决》等都收获了良好的市场口碑。受益于移动游戏业务的亮眼表现，2022 年前

三季度，公司共实现营业收入 28.25 亿元，同比增长 71.23%；实现归母净利润 9.14 亿元，同比增长 82.21%。

图表 58：恺英网络旗下部分游戏一览

名称	上线时间	游戏类型	游戏品类
《全民奇迹MU》	2014.12	手游	传奇奇迹类
《蓝月传奇》	2016.06	页游	
《王者传奇》	2017.04	手游	
《传奇世界网页版》	2017.06	页游	
《蓝月传奇3D》	2019.05	手游	
《原始传奇》	2020.08	手游	
《蓝月传奇2》	2021.02	手游	
《热血合击》	2021.05	手游	
《天使之战》	2022.01	手游	
《永恒联盟》	2022.09	手游	
《敢达争锋对决》	2017.12	手游	动作对战类
《高能手办团》	2020.09	手游	手办题材放置卡牌类
《刀剑神域黑衣剑士：王牌》	2021.06	手游	MMORPG
《魔神英雄传》	2021.06	手游	3D回合冒险卡牌
《零之战线》	2021.12	手游	机甲放置休闲类卡牌
《玄中记》	2022.02	手游	国风MMO

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

前瞻性布局 VR 领域，抢占先机。公司从内容和投资两方面布局 VR 产业。2016 年，公司对上海乐相科技进行投资，其旗下大朋 VR 深耕虚拟现实领域 7 年，是一家全球领先的软硬件一体化的全栈 VR 技术与产品公司，2020 年 Q4 至 2021 年 Q1，大朋 VR 在国内外主流市场均保持高速的出货增长态势。根据 Counterpoint 数据，大朋 VR 2020 年 Q4 海外出货量排名全球 Top5。随后，公司于 2022 年投资了幻查网络，其在 Unreal Engine 引擎底层研发、VR/AR、人工智能算法等领域均具有领先的研发能力，有望帮助公司通过多年游戏经验的累计，进一步在 VR 内容领域取得进展。此外，公司自身也在 2022 年初成立了 VR 游戏团队，未来将持续拓展 VR 游戏和虚拟场景等应用；目前，公司 VR 团队储备项目也正处于研发中。

4.4. 汉仪股份：AI 造字降本增效，图片领域未来可期

汉仪股份是国内领先的专业从事字体设计、字库产品开发、汉字信息技术研究、汉字应用解决方案且拥有核心自主知识产权的文化创意与高新技术企业。近年来，随着人工智能技术的不断成熟和计算机运算能力的提升，公司也逐步将科技元素注入字体设计。

在字体产品创作环节，公司利用自研的人工智能等技术来提高效率。公司利用基于手写字体识别技术、内容和风格解耦的字体多风格生成技术以及字体变形/字形家族化技术等有效提升了字库产品设计的自动化水平和生产效率。根据公司招股说明书，在 C 端字体方面，目前公司已能够实现将一套仅 300 字左右的手稿自动拓展至 GB2312 编码中的全部 6,763 个汉字；B 端字体方面，可实现将一套仅 300-800 字左右的手稿自动拓展至 GB2312 编码中的全部 6,763 个汉字的字形。同时，以人工智能生成的汉字字形轮廓图像清晰，风格上具有

高度一致性，辅以精修即可快速成型，大幅提升了产品创作效率。

图表 59：视觉中国素材类型



资料来源：视觉中国，东方财富证券研究所

图表 60：包图网素材类型



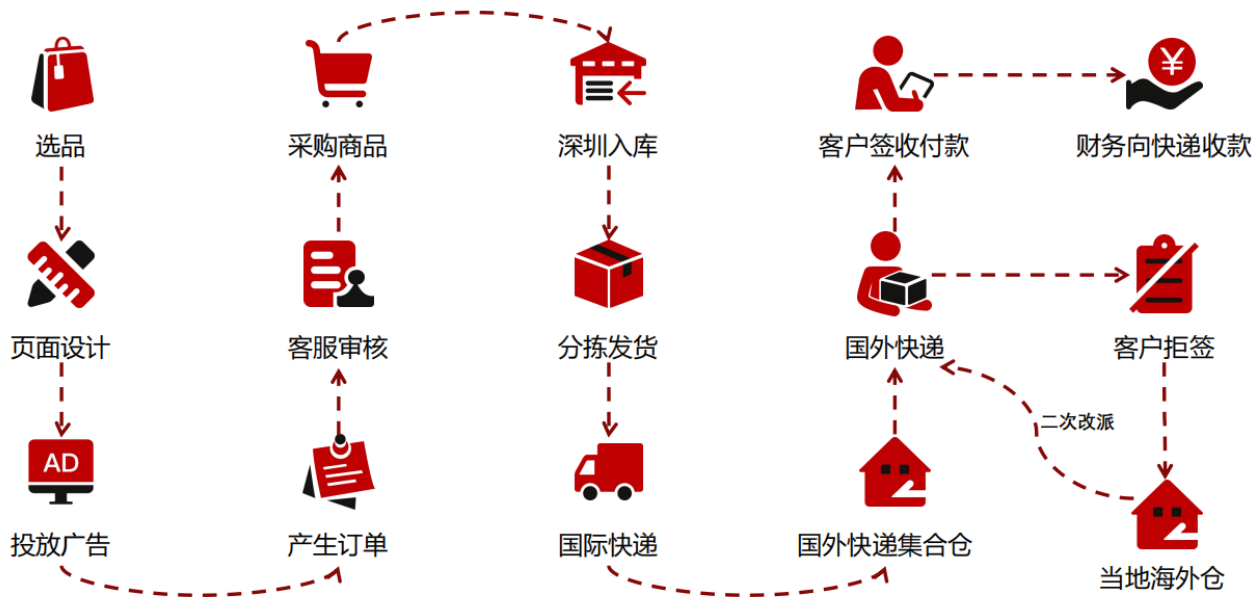
资料来源：包图网，东方财富证券研究所

SaaS 模式的重要优势是不断添加其他产品增加附加值，我们预计字体库也有同样的增长逻辑。图片版权市场是字体市场的两倍以上，视频版权市场又是图片市场的数倍，从字体版权延伸到图片、视频版权市场可能是一条重要的增长曲线。我们从图片头部公司视觉中国和包图网的官网可以发现，二者不仅包括传统的图片素材，还包括视频、音乐甚至字体素材。其核心原因在于对于客户来说，文字和图片、音乐、视频的使用往往是一起的，如果供应商可以价格合适的一揽子版权产品，这无疑是方便的。AIGC 技术的成熟和普及有望帮助公司快速进入图片库领域。

4.5. 吉宏股份：东南亚跨境电商龙头，乘 Tiktok 之风再起势

公司自 2017 年起进军互联网电商板块，把握时代红利聚焦于东南亚、中东地区，东南亚地区社交电商龙头企业。近两年公司跨境电商业务快速增长，2021 年其业务收入达到 28.5 亿元，占总收入的 55.0%，19-21 年复合增速为 54.7%。公司跨境电商业务主要通过运用 AI 算法分析海外市场、描绘用户画像，并进行智能选品、精准定位客户群体，通过独立站与 TikTok 等第三方平台多渠道实现线上 B2C 销售，业务布局东南亚、东北亚、中东等多个国家或地区。公司于日本、泰国、马来等多地建有海外仓，存货周转时长远低于行业平均。

图表 61：公司跨境电商业务全链条精细化管理



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

公司有望乘 Tiktok 东风，加速海外市场增长和品牌布局。Tiktok 是国内内容平台出海的典范，月活用户超 10 亿，人均使用时长 23.6 小时/月，为出海跨境电商企业带来了流量红利。公司每年通过 Facebook、Tiktok 等第三方平台引流，位列投入前列。

与华为云强强联合、发展吉喵云 SaaS 服务，为电商出海赋能。华为云拥有高效专业的数字化技术，与公司联手实现选品、设计、客服等全面智能化平台，助力商品上架率提升 480%、广告点击转化率提升 10%。以数据积累为基础，公司 1 月正式上线吉喵云 SaaS 服务，为品牌出海提供成熟的全链路一站式跨境电商的解决方案。通过数据沉淀为跨境电商业务提供技术支撑，保障公司长远发展。

图表 62：重点公司一览

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			股价 (元)	评级
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E		
00700.HK	腾讯控股	23888	12.98	11.68	14.99	20.64	22.94	17.87	249.3	增持
01024.HK	快手	1995	-4.66	-1.22	1.67	-	-	28.11	46.4	买入
002517.SZ	恺英网络	147	0.27	0.48	0.60	21.56	14.41	11.58	6.9	增持
301270.SZ	汉仪股份	35	0.91	0.78	1.02	-	44.90	34.11	34.9	增持
002803.SZ	吉宏股份	54	0.59	0.70	0.89	36.19	19.97	15.68	14.2	未评级

资料来源：Choice，东方财富证券研究所(股价截至 2022 年 11 月 25 日，未评级股票盈利预测来自 Choice 一致预期)

5. 风险提示

宏观经济下行风险：游戏、广告等行业景气度与宏观经济相关度高，如果宏观经济增速下行，会影响相关业务表现。

国内外政策监管风险：一方面，疫情、互联网监管等政策对基本面有着显著影响；另一方面，政策也影响投资者信心。

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。