

传媒

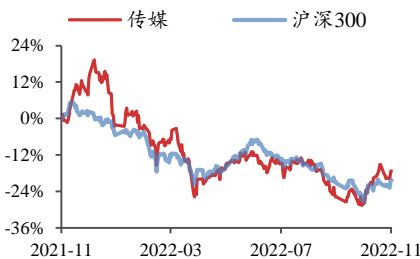
2022年12月01日

拨云见日，优选优质内容型互联网公司

——行业投资策略

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《加码布局内容互联网，短期聚焦电影板块边际变化—行业周报》-2022.11.27

《AIGC 或加速元宇宙商业化，世界杯或普及 VR 体验—行业周报》-2022.11.20

《拨云见日，优选优质内容型互联网公司—传媒互联网行业 2023 年度投资策略》-2022.11.14

方光照（分析师）

fangguangzhao@kysec.cn
证书编号：S0790520030004

林瑶（联系人）

linyao@kysec.cn
证书编号：S0790121020003

田鹏（联系人）

tianpeng@kysec.cn
证书编号：S0790121100012

● 估值与业绩：估值正回升，业绩或修复，曙光已现，复苏可期

2022 年至今 A 股传媒板块跌幅靠前，11 月以来受 VR 行业支持政策及 AIGC 应用加快驱动，板块跌幅有所收窄；港股互联网指数于 10 月底触底反弹，各大互联网公司自 11 月中旬起陆续发布 2022Q3 业绩公告，或进一步提振板块估值，目前已回升至 2022 年以来较高水平。受疫情与宏观环境影响，2022Q3A 股传媒板块业绩承压，但随着疫情缓解、电商大促开展以及游戏版号恢复发放的推动，叠加降本增效措施的效果逐渐显现，2022Q4 业绩有望开启季度性修复。2022Q2 港股互联网板块营收增速进一步放缓，但净利率环比提升，头部互联网平台或进入平稳发展期，常态化降本增效下，盈利能力或提升。政策依然是影响港股互联网板块估值和业绩的重要因素，在“支持平台经济长期健康稳定发展”的定位下，A 股传媒及港股互联网板块估值修复和业绩复苏可期。

● 核心逻辑：从流量扩张，到内容制胜

移动互联网流量红利逐渐消退，反垄断背景下资本扩张受限，依靠流量扩张的平台规模之争逐渐转向依靠内容制胜的效率之争。无论海内外，优质内容对拓展用户和提升商业化变现能力都行之有效，具备强劲内容力的平台及内容型公司或拥有更大成长机会。

● 投资策略：布局 3 大方向，优选优质内容型互联网公司

(1) 游戏：国内游戏版号发放数量减少，头部游戏越发稳固，手游集中度提升，《原神》等优质内容已成功带动相关公司成功出海，VR 游戏也需要靠优质内容打开增量市场空间，而头部游戏公司技术、人员、资金更具优势，或更容易推出优质头部游戏。**(2) 直播电商：**在电商和社零大盘的渗透率有望持续提升，拓展空间仍大；超头部主播的陆续缺席带来流量格局重新分配，优质内容型 MCN 或通过补足产业链短板实现长期成长，优质内容创意型代运营公司或复用淘系经验拓展增长空间。**(3) Z 世代内容型社区：**Z 世代平台用户规模距离头部综合型平台用户有差距，但 Z 世代具备更强消费能力与消费意愿，Z 世代平台商业化潜力大；UGC 社区有利于优质内容产出，维持高用户粘性，随用户年龄增长及消费能力提升，商业化空间打开在即。

● 重点推荐及受益标的包括游戏、直播电商产业链和 Z 世代内容型社区

游戏板块重点推荐腾讯控股、网易-S、完美世界、吉比特，受益标的包括三七互娱；直播电商产业链重点推荐新东方在线、壹网壹创、值得买，受益标的包括星期六；Z 世代内容型社区重点推荐心动公司、云音乐，受益标的包括哔哩哔哩-W、知乎-W。

● **风险提示：**互联网政策的影响具有不确定性、疫情反复对电商行业造成影响、国内游戏公司海外业务发展不及预期等。

目录

1、 估值与业绩：估值正回升，业绩或修复，曙光已现，复苏可期.....	4
1.1、 市场复盘：A股传媒板块涨幅靠后，港股互联网估值逐渐恢复.....	4
1.2、 业绩复盘：疫情及宏观环境致传媒板块业绩承压，港股互联网盈利能力改善.....	5
1.3、 政策依然是板块估值和业绩的重要影响因素.....	7
2、 核心逻辑：从流量扩张，到内容制胜.....	8
2.1、 移动互联网人口红利逐渐消失，反垄断下资本扩张或受限.....	8
2.2、 无论海内外，优质内容对拓展用户和提升商业化变现能力都行之有效.....	9
2.2.1、 《王者荣耀》依靠持续的优质内容输出保持打造国民级“社交”平台.....	9
2.2.2、 TikTok 依靠优质内容实现 4 年 MAU 破十亿目标.....	10
2.2.3、 《无尽对决》抢先出海东南亚，依靠内容优势成为东南亚头部 MOBA 手游.....	11
3、 投资策略：布局 3 大方向（游戏、直播电商、Z 世代内容型社区），优选优质内容型互联网公司.....	11
3.1、 游戏：优质内容为决胜关键.....	12
3.1.1、 版号数量减少，头部游戏越发稳固，国内手游集中度提升.....	12
3.1.2、 《原神》《Puzzles & Survival》《万国觉醒》等优质内容带动相关公司成功出海.....	12
3.1.3、 VR 硬件和平台也需要优质内容，VR 游戏或为游戏市场打开增量市场空间.....	13
3.1.4、 头部游戏公司技术、人员、资金更具优势，或更容易推出优质头部游戏.....	13
3.1.5、 重点推荐腾讯控股、网易-S、完美世界、吉比特，受益标的三七互娱.....	14
3.2、 直播电商：发展空间仍大，优质内容型 MCN 公司更易脱颖而出.....	17
3.2.1、 直播电商逐步成为主流线上零售模式，未来拓展空间仍大.....	17
3.2.2、 超头主播缺位，流量格局重新分配，优质内容直播间脱颖而出.....	18
3.2.3、 优质内容型 MCN 通过补足产业链短板以实现长期成长，优质内容创意型代运营公司复用淘系经验拓展增长空间.....	20
3.2.4、 重点推荐新东方在线、壹网壹创、值得买，受益标的星期六.....	21
3.3、 Z 世代内容型社区：优质 UGC 内容具有长期生命力，商业化空间打开在即.....	23
3.3.1、 Z 世代平台用户规模和头部平台有差距，但用户粘性高.....	23
3.3.2、 Z 世代用户或拥有更强消费能力与消费意愿，Z 世代平台商业化潜力大.....	24
3.3.3、 UGC 社区有利于优质内容产出，维持高用户粘性，随用户成长，商业化空间有望打开.....	25
3.3.4、 重点推荐心动公司、云音乐，受益标的哔哩哔哩-SW、知乎-W.....	25
3.4、 重点推荐公司及受益标的盈利预测与估值.....	27
4、 风险提示.....	28

图表目录

图 1： 2022 年至今，传媒板块下跌 28.04%.....	4
图 2： 目前传媒行业的 PE（TTM）处于 2022 年以来较高位置.....	4
图 3： 2022 年至今，港股互联网指数呈下跌趋势.....	5
图 4： 目前港股互联网的 PE（TTM）回升至 2022 年以来较高水平.....	5
图 5： 2022Q3 传媒板块营业收入同比增速开始回升.....	6
图 6： 2022Q3 传媒板块的扣非后归母净利润同比降幅扩大.....	6
图 7： 2022Q3 传媒板块的盈利能力环比小幅下降.....	6
图 8： 2022Q3 传媒板块管理/研发费用率环比下降，销售费用率环比提升.....	6
图 9： 港股互联网板块营收增速逐渐放缓.....	7

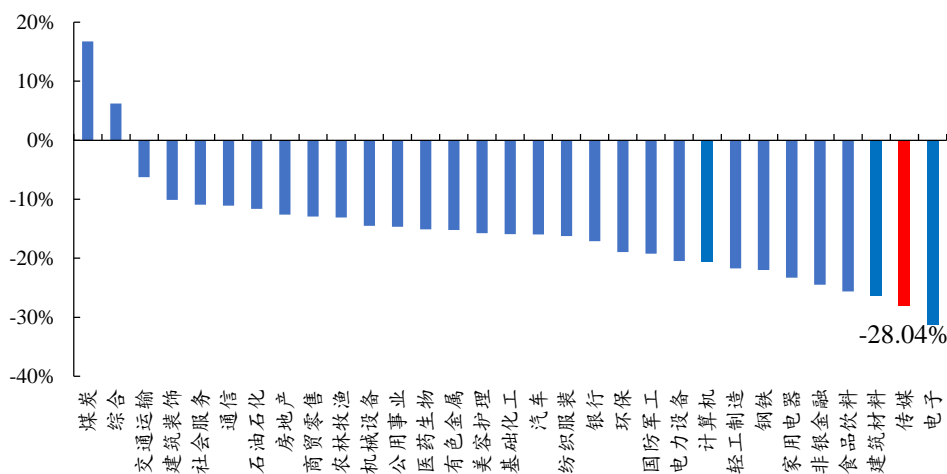
图 10: 2022Q2 港股互联网板块扣非后归母净利润降幅收窄	7
图 11: 2022Q2 港股互联网板块的盈利水平环比提升	7
图 12: 2022H1 利好政策频繁出台, 提升港股互联网指数估值	8
图 13: 我国网民规模增速逐渐放缓	8
图 14: 2022 年 6 月, 我国互联网普及率已达 74.4%	8
图 15: 2022 年 9 月, 我国移动互联网 MAU 为 11.96 亿	9
图 16: 2021.11-2022.11 《王者荣耀》保持在 IOS 畅销榜前三名	10
图 17: TikTok 实现 MAU 破十亿目标仅用 4 年时间	11
图 18: TikTok 位列 2022 年 10 月 Google Play 全球收入榜第二名	11
图 19: 《无尽对决》登录东南亚市场后收入快速增长	11
图 20: 《无尽对决》第二届世界冠军杯赛事观众峰值超 300 万	11
图 21: 2022 年游戏版号恢复发放后, 每月版号数量同比有所减少	12
图 22: 2022 年 10 月共有 22 款游戏进入 IOS 畅销榜 Top10	12
图 23: 《原神》《Puzzles & Survival》《万国觉醒》在出海收入榜排名靠前	13
图 24: 米哈游、三七互娱、莉莉丝在厂商出海收入榜排名靠前	13
图 25: 2022H1, Steam 与 Meta Quest VR 内容数量领先	13
图 26: OCULUS 在 Steam 平台 VR 品牌份额持续提升	13
图 27: 2017-2021 年头部游戏公司平均年研发费用更高	14
图 28: 2021 年, 中国直播电商市场规模已突破 2 万亿元	18
图 29: 2021 年 12 月, 互联网用户观看直播电商的占比已超 40%	18
图 30: 预计至 2023 年, 中国直播电商占线上购物的比例将提升至 24.3%	18
图 31: 俞敏洪、罗永浩已开启淘宝直播带货	19
图 32: 东方甄选使用双语直播卖货	19
图 33: 东方甄选的带货能力、观众互动力远超抖音大盘平均水平	20
图 34: 东方甄选 GMV 维持高水平	20
图 35: 东方甄选严格选择供应商, 形成良性供需循环	20
图 36: 东方甄选已在快手、视频号等平台都开设账号	20
图 37: 2021 年淘宝直播 GMV 增速或已降至 25%	21
图 38: 快手直播电商 GMV 保持较快增速	21
图 39: 品牌自播的占比预计持续提升	21
图 40: Z 世代平台用户规模与头部平台仍有差距 (万人)	24
图 41: Z 世代平台平均月用户时长普遍高于或接近头部平台 (小时)	24
图 42: 2021 年 Z 世代人均可支配收入高于全国居民人均可支配收入	25
图 43: Z 世代用户线上消费能力和消费意愿高于全网用户	25
图 44: B 站形成良性内容产出循环, 助力优质内容生产	25
图 45: 2022Q2, B 站正式大会员 12 个月留存率超 80%	25
表 1: 腾讯、美团多次收购被处罚	9
表 2: 2022 年 9-11 月《王者荣耀》上线了多款新皮肤	10
表 3: 腾讯、网易 2022 年投资布局了多家海外工作室	14
表 4: 重点推荐公司及受益标的盈利预测与估值	27

1、估值与业绩：估值正回升，业绩或修复，曙光已现，复苏可期

1.1、市场复盘：A股传媒板块涨幅靠后，港股互联网估值逐渐恢复

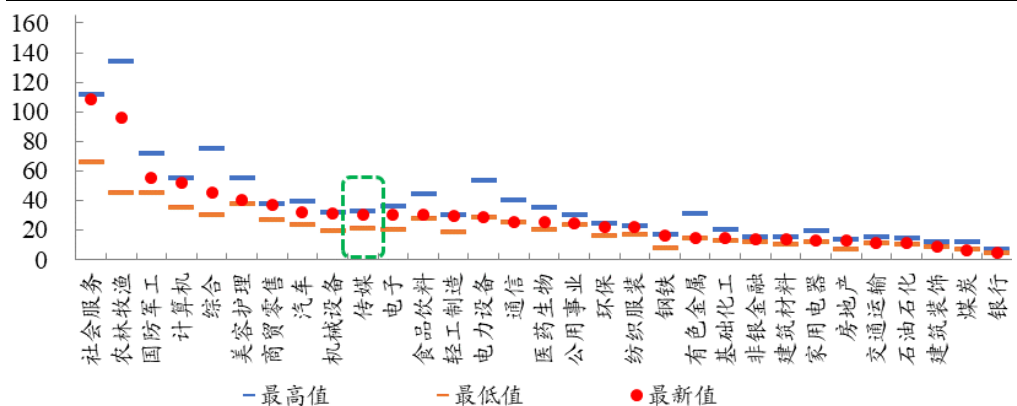
2022年至今，A股传媒板块涨幅靠后。2022年1月1日至11月21日，传媒板块下跌28.04%，跌幅位列31个一级行业第二。11月1日五部门联合印发《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022-2026年）》，VR与行业应用融合或加速，游戏/直播/视频/线下娱乐板块将受益。同时，AIGC应用加快落地，或成为提升元宇宙数字内容供给和商业化效率的催化剂，受此驱动11月以来传媒板块跌幅有所收窄。估值方面，2022年1月1日至11月21日，传媒行业的PE（TTM）位于20.5-32.9倍之间，2022年11月21日为30.8倍，属于2022年以来的较高水平，在31个一级行业中处于靠前水平。

图1：2022年至今，传媒板块下跌28.04%



数据来源：Wind、开源证券研究所（截至2022年11月21日收盘）

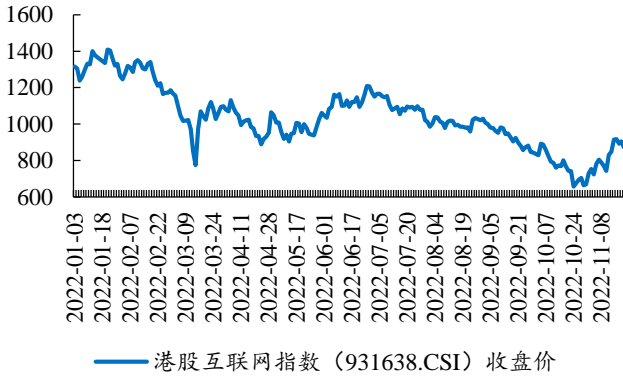
图2：目前传媒行业的PE（TTM）处于2022年以来较高位置



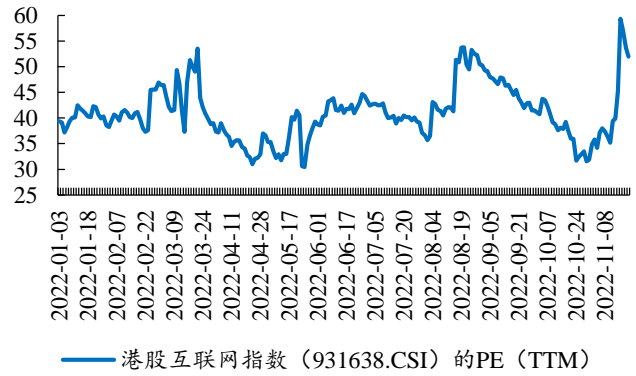
数据来源：Wind、开源证券研究所（最新值日期为2022年11月21日）

2022年港股互联网指数的估值水平或已触底反弹。2021年因平台经济反垄断、数据安全相关的监管政策不断出台，港股互联网指数一路下行。2022年初至2月中旬，板块股价保持相对平稳，随后快速下行；3月下旬促进平台经济健康发展的政策

频繁出台，股价逐渐恢复，8月下旬再次重启下跌趋势，于10月底触底。2022年11月14日起，腾讯控股、网易、阿里巴巴等多家港股互联网公司陆续发布2022年第三季度业绩公告，港股互联网指数的PE(TTM)快速提升，2022年11月21日为51.96倍，为2022年以来较高水平。

图3：2022年至今，港股互联网指数呈下跌趋势


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：目前港股互联网的PE(TTM)回升至2022年以来较高水平


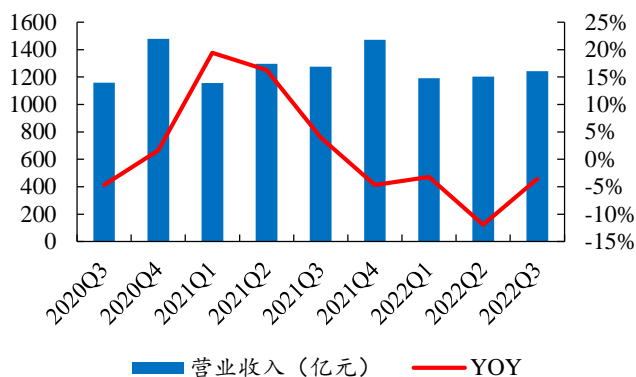
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、业绩复盘：疫情及宏观环境致传媒板块业绩承压，港股互联网盈利能力改善

受疫情与宏观环境影响，Q3 传媒板块整体业绩承压，Q4 有望开启季度性修复。2022 年前三季度，受疫情与宏观经济环境影响，传媒板块业绩整体承压。2022Q3，传媒板块营业收入为 1241.51 亿元（同比-3.55%），归母净利润为 70.95 亿元（同比-34.36%），扣非后归母净利润为 74.97 亿元（同比-27.50%），但分季度来看，2022 年前三季度传媒板块营业收入呈逐季环比增长趋势，营业收入同比增速亦逐季提升。随着 Q4 电商购物节驱动消费复苏和广告需求回暖，游戏版号恢复发放推动新游加快上线，叠加暑期、国庆、贺岁及春节档头部影片陆续上映，传媒板块营业收入季度同比增速逐步回升趋势或进一步确立，同时叠加 2022 年降本增效措施的效果逐渐显现，归母净利润及扣非后归母净利润增速亦有望迎来季度性修复。

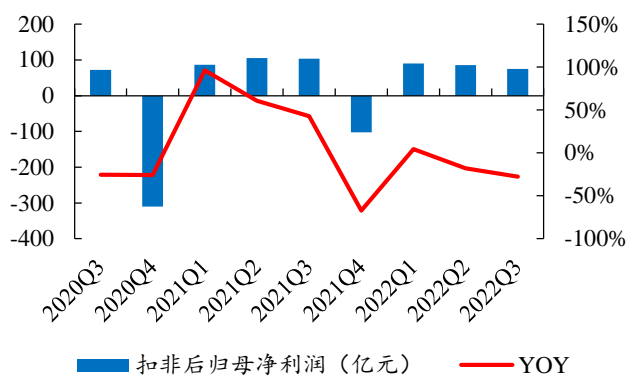
2022Q3 传媒板块期间费用率保持平稳，毛利率与扣非后归母净利率环比略有下滑。2020Q3-2022Q3，传媒板块的毛利率保持相对稳定，处于 26%-32% 区间；2022Q3，毛利率环比小幅下降至 28.54%，仍处于近 2 年内较低水平。2022Q3 传媒板块的销售费用率环比提高 0.41pcts 达 11.35%，管理费用率环比下降 0.63pcts 至 7.15%，研发费用率环比下降 0.68pcts 至 2.95%。

图5：2022Q3 传媒板块营业收入同比增速开始回升



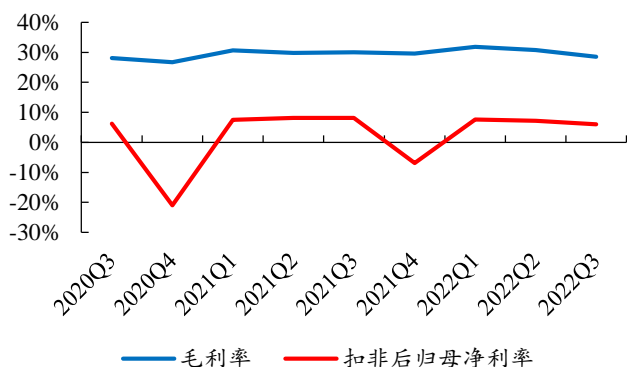
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2022Q3 传媒板块的扣非后归母净利润同比降幅扩大



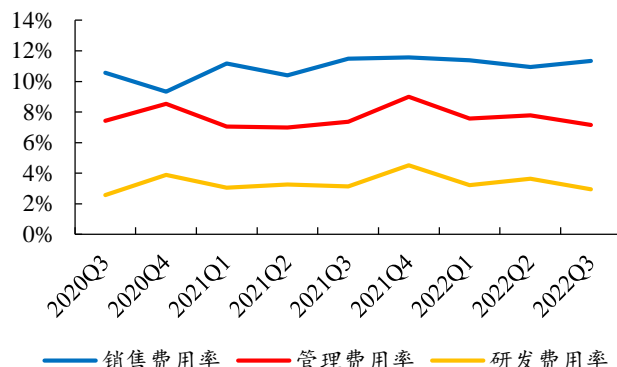
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2022Q3 传媒板块的盈利能力环比小幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

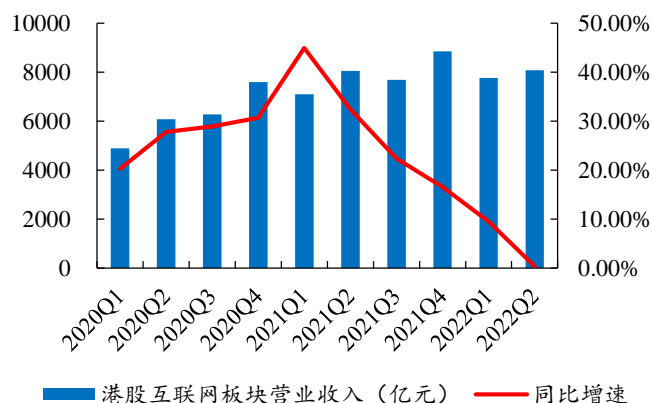
图8：2022Q3 传媒板块管理/研发费用率环比下降，销售费用率环比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

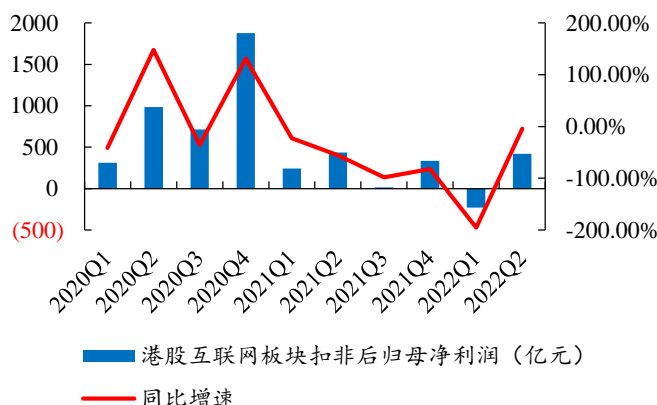
2022Q2 港股互联网板块虽营收增速进一步放缓，但盈利能力环比显著提升。经过 2020-2021 年的高速发展期后，目前港股互联网板块的营收增速已显著放缓，2022Q2 仅同比增长 0.35%。在疫情反复和宏观经济不确定性较强的环境下，互联网公司逐渐转向降本增效战略，寻求更为稳健的盈利。2022Q2，港股互联网板块扣非后归母净利润同比降幅收窄、环比大幅提升，毛利率及扣非后归母净利率分别环比提升 4.11pcts 和 8.14pcts，盈利能力持续改善。从已经发布三季报的港股互联网公司来看，2022Q3，腾讯核心业务企稳回暖，归母净利润同比大幅增长 115%；网易毛利率逐季度稳步提升，归母净利润同比增长 111%，利润端表现亮眼；快手的国内业务连续两个季度实现正向经营利润，经调整 EBITDA 环比增长 151%至 10 亿元，未来有望实现集团层面的盈利。我们认为，头部互联网平台未来或进入平稳发展期，对于营销投放、人员扩张等投入或更理性，常态化降本增效成效将持续显现，盈利或更稳健。

图9：港股互联网板块营收增速逐渐放缓



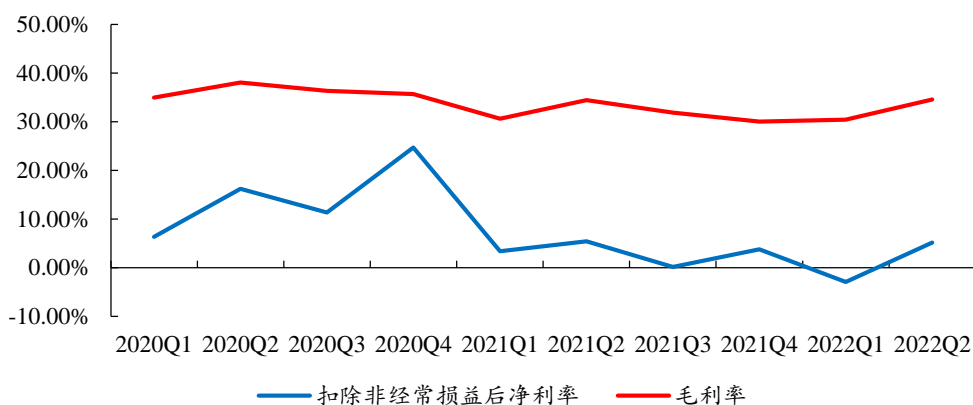
数据来源：Wind、开源证券研究所（港股互联网板块选取腾讯控股、阿里巴巴-SW、美团-W、京东集团-SW、小米集团-W、快手-W、网易-S、哔哩哔哩-W、百度集团-SW 为代表）

图10：2022Q2 港股互联网板块扣非后归母净利润降幅收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所（港股互联网板块选取腾讯控股、阿里巴巴-SW、美团-W、京东集团-SW、小米集团-W、快手-W、网易-S、哔哩哔哩-W、百度集团-SW 为代表）

图11：2022Q2 港股互联网板块的盈利水平环比提升

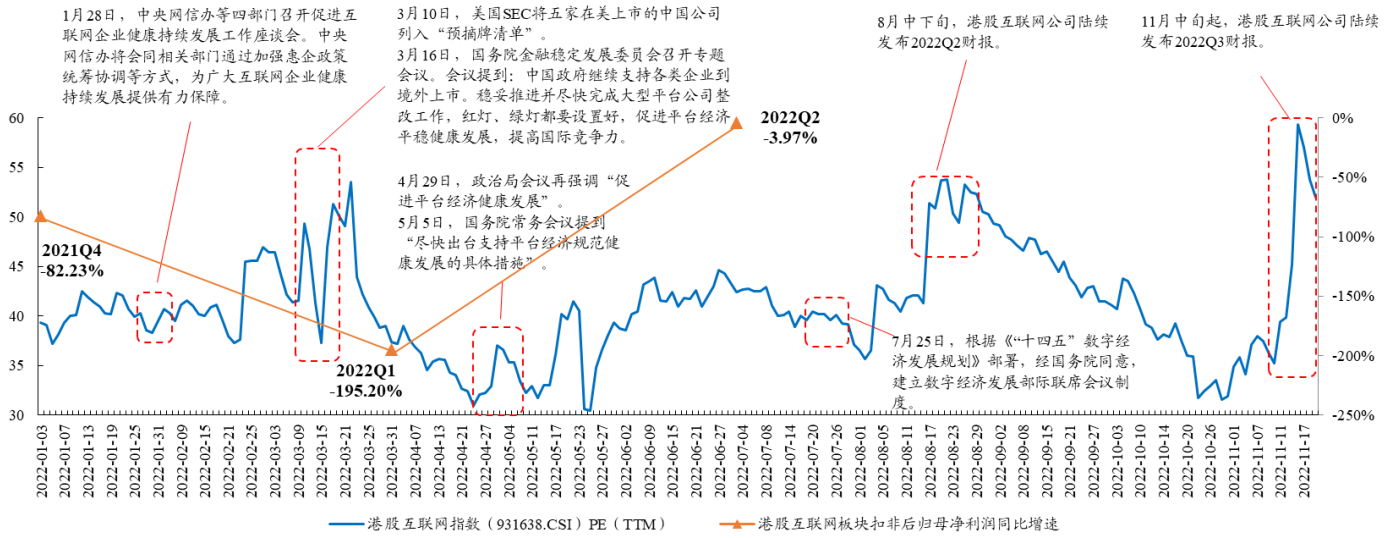


数据来源：Wind、开源证券研究所（港股互联网板块选取腾讯控股、阿里巴巴-SW、美团-W、京东集团-SW、小米集团-W、快手-W、网易-S、哔哩哔哩-W、百度集团-SW 为代表）

1.3、政策依然是板块估值和业绩的重要影响因素

政策仍为驱动板块估值和业绩提升的重要引擎。2022年上半年，国务院金融委会议、中央政治局会议及国常会上多次提到“促进平台经济健康发展”“出台支持平台经济规范健康发展的具体措施”，中央网信办协同相关部门加强惠企政策，为互联网企业健康发展提供持续保障，或给平台经济长期健康发展注入强心剂。2022年5月至8月，港股互联网估值有所提升，且2022Q2 港股互联网板块的扣非后归母净利润同比降幅显著收窄。我们判断，后续支持平台经济规范健康发展的具体措施若落地，有望进一步驱动 A 股传媒及港股互联网板块估值及业绩修复。

图12: 2022H1 利好政策频繁出台, 提升港股互联网指数估值



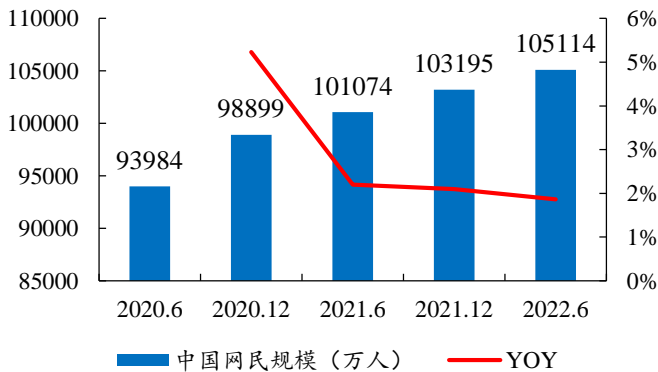
资料来源: Wind、中国政府网、信息通信管理局、开源证券研究所 (港股互联网板块选取腾讯控股、阿里巴巴-SW、美团-W、京东集团-SW、小米集团-W、快手-W、网易-S、哔哩哔哩-W、百度集团-SW 为代表)

2、核心逻辑: 从流量扩张, 到内容制胜

2.1、移动互联网人口红利逐渐消失, 反垄断下资本扩张或受限

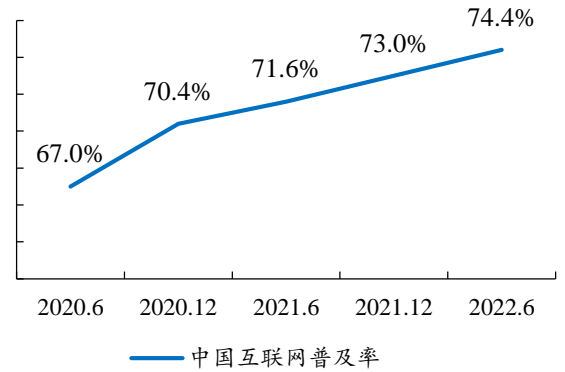
我国网民规模增速逐渐放缓, 移动互联网 MAU 接近人口总数, 用户自然增长阶段或已结束。根据 CNNIC 的数据, 2022 年 6 月, 我国网民规模达到 10.5 亿人, 较 2021 年 12 月仅增长 1.9%, 增速进一步放缓; 同时, 互联网普及率从 2020 年 6 月的 67% 快速提升至 2022 年 6 月的 74.4%, 已处于较高水平, 互联网快速普及阶段或已过去。根据 QuestMobile 数据, 2022 年 9 月, 我国移动互联网 MAU 达 11.96 亿, 已接近人口总数。

图13: 我国网民规模增速逐渐放缓

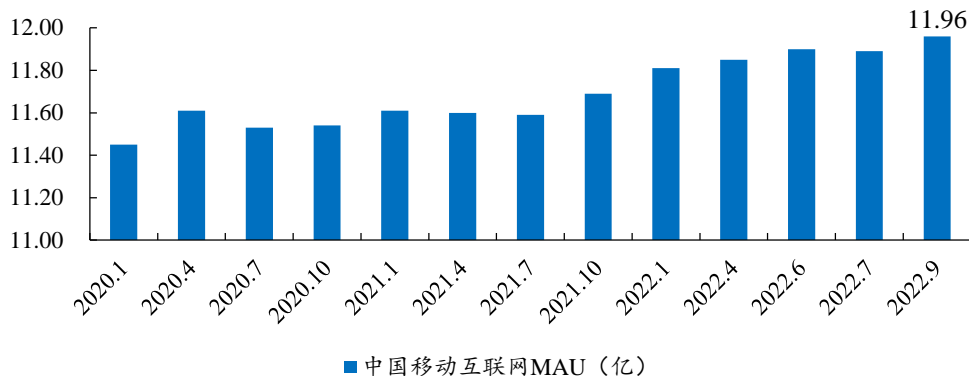


数据来源: CNNIC、开源证券研究所

图14: 2022 年 6 月, 我国互联网普及率已达 74.4%



数据来源: CNNIC、开源证券研究所

图15：2022年9月，我国移动互联网MAU为11.96亿


数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

反垄断背景下，头部互联网公司资本扩张受到限制，未来或难以依靠并购获取增长。2021年11月，市场监管总局官方微信公众号显示，根据《中华人民共和国反垄断法》，市场监管总局对43起未依法申报违法实施经营者集中案件立案调查，对涉案企业分别处以50万元罚款，涉案企业主要包括阿里巴巴、腾讯、京东、百度、滴滴、美团等大型互联网公司。其中，阿里巴巴与腾讯涉及到的收购案最多，阿里的被处罚案件包括收购高德、收购饿了么等知名并购案。近1年来，腾讯和美团的多次收购亦被处罚，在反垄断背景之下，头部互联网平台通过收购进行外延式扩张的路径或受限制。

表1：腾讯、美团多次收购被处罚

公司	时间	事件
腾讯	2022年1月	腾讯控股有限公司与河南和谐汽车贸易有限公司设立合营企业未依法申报违法实施经营者集中案
	2022年1月	腾讯控股有限公司、深圳市红杉煜辰股权投资合伙企业（有限合伙）收购广西叫酒网络科技有限公司股权未依法申报违法实施经营者集中案
	2021年8月	腾讯控股有限公司收购北京北半球国际文化传播有限公司股权涉嫌未依法申报违法实施经营者集中案
	2021年7月	虎牙、斗鱼及腾讯在2020年10月签署的合并协议终止
	2021年7月	市场监管总局发布腾讯控股有限公司收购中国音乐集团股权违法实施经营者集中案行政处罚决定书
美团	2021年11月	天津三快科技有限公司（美团通过协议方式单独控制）收购北京易酒批电子商务有限公司股权案
	2021年11月	北京三快在线科技有限公司（美团通过协议方式单独控制）收购青萍科技（北京）有限公司股权案
	2021年8月	市场监管总局对美团收购摩拜未依法申报开展调查工作

资料来源：市场监管总局、网经社、中国商报网、开源证券研究所

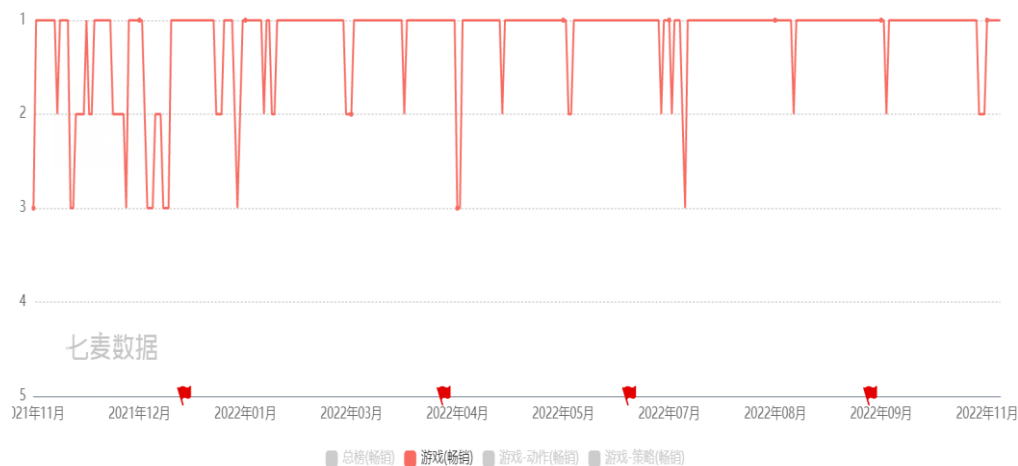
2.2、无论海内外，优质内容对拓展用户和提升商业化变现能力都行之有效

2.2.1、《王者荣耀》依靠持续的优质内容输出保持打造国民级“社交”平台

同为MOBA手游的《英雄联盟手游》上线之初曾被认为是《王者荣耀》的有

力竞争者，但《王者荣耀》凭借其新皮肤、新英雄的频繁更新，社交功能属性的强化等一系列优质内容的持续输出，增强用户粘性的同时，也利用其社交游戏属性通过原有客户引进新用户，使其在同类手游竞争下依旧保持领先地位。据牛特市场数据，《王者荣耀》在9月份上线了7款新皮肤，10月份上线了5款新皮肤，其中滕王阁序、潮玩造梦师以及星穹之声三款新皮肤获得较高热度，后续《王者荣耀》还有七周年庆的各种活动。优质新内容的持续输出使得《王者荣耀》长期保持高用户粘性和付费率，进而成为现象级手游爆款，并持续出圈，成为依靠内容打造年轻人游戏社交新平台的典范。

图16: 2021.11-2022.11 《王者荣耀》保持在 IOS 畅销榜前三名



资料来源：七麦数据

表2: 2022年9-11月《王者荣耀》上线了多款新皮肤

游戏	上线时间	皮肤
王者荣耀	9月	天狼狩猎者、碎云、云中旅人、天秀幻梦、超时空战士、落雪兰心、幽远纪元、危途狂花、时之奇旅
	10月	潮玩造梦师、星穹之声、五谷丰年、绯月行、滕王阁序
	11月	梦圆繁星、天降福星
英雄联盟手游	9月	太空律动百万调音格温、水晶玫瑰（永恩、阿卡丽、瑞雯、蔚）
	10月	魅惑女巫（薇古丝、厄运小姐、莫甘娜）
	11月	古神沃里克

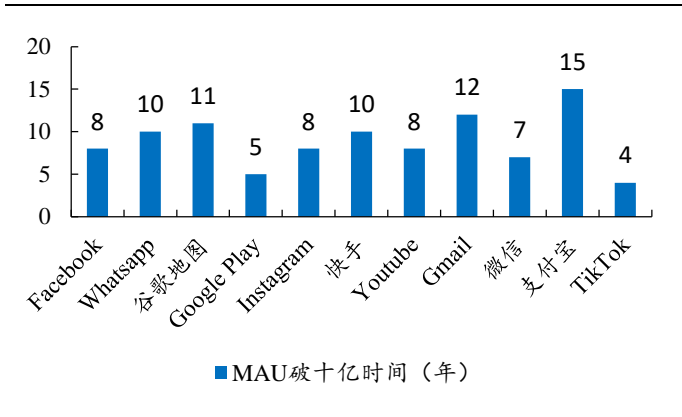
资料来源：牛特市场官网、开源证券研究所

2.2.2、TikTok 依靠优质内容实现 4 年 MAU 破十亿目标

据雷锋网数据，TikTok 仅用 4 年时间就完成了 MAU 破十亿的目标，而 Facebook 完成这一目标花费了十年。TikTok 的快速增长离不开其国内成功战略的指引——抖音结合 UGC 和 PGC 创作模式，使其具有用户准入门槛低、内容共享性强以及传播覆盖面广等特点，这些特点都造就了抖音超大的用户流量，为其商业变现模式的成功奠定了基础。在海外市场，TikTok 成功复制国内战略，在各地市场结合本土化元

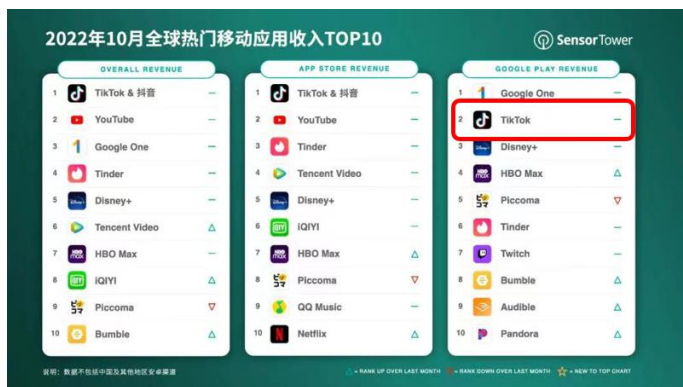
素打造具有本土化特色的内容，在优质内容带动下用户量和收入规模得到快速增长，根据 Sensor Tower 数据，2022 年 10 月 TikTok 在全球 Google Play 收入排行榜排名第 2。

图17: TikTok 实现 MAU 破十亿目标仅用 4 年时间



数据来源: 雷锋网、开源证券研究所

图18: TikTok 位列 2022 年 10 月 Google Play 全球收入榜第二名

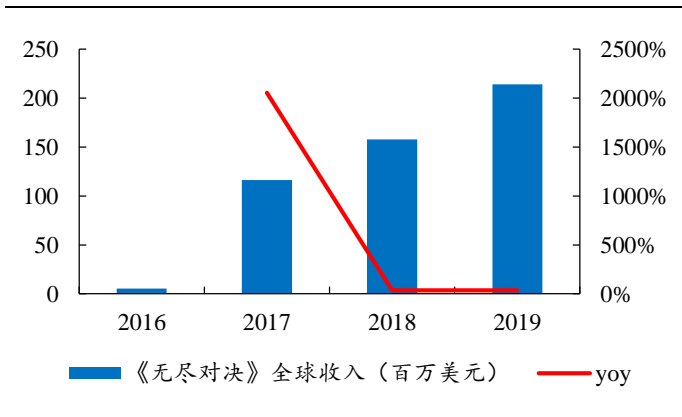


资料来源: Sensor Tower 公众号、开源证券研究所

2.2.3、《无尽对决》抢先出海东南亚，依靠内容优势成为东南亚头部 MOBA 手游

在《王者荣耀》尚未出海之时，同为 MOBA 手游的《无尽对决》抢先登录东南亚市场，凭借其优质的内容、配置要求不高、轻量化等特点，迅速获得了东南亚市场用户的青睐。根据 Sensor Tower 数据，2021 年《无尽对决》以 4700 万下载量的成绩登顶东南亚出海榜单首位，在收入榜单上《无尽对决》也以超过一亿美元的年度收入位列第一。此外，字节收购《无尽对决》开发商沐瞳科技后也使其与 TikTok 在海外市场上实现内容互补，形成协同效应。在 TikTok 的支持下，《无尽对决》推出了一系列赛事，TikTok 也成为了赛事的官方推广平台，形成了内容推广的双赢，有望支持《无尽对决》在商业化方面维持良好表现。

图19: 《无尽对决》登录东南亚市场后收入快速增长



数据来源: Sensor Tower 公众号、开源证券研究所

图20: 《无尽对决》第二届世界冠军杯赛事观众峰值超 300 万



资料来源: Eco 电竞派网站

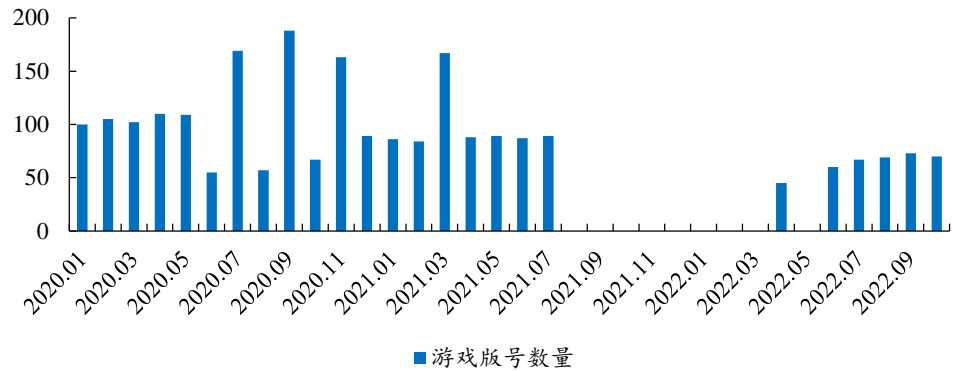
3、投资策略: 布局 3 大方向 (游戏、直播电商、Z 世代内容型社区), 优选优质内容型互联网公司

3.1、游戏：优质内容为决胜关键

3.1.1、版号数量减少，头部游戏越发稳固，国内手游集中度提升

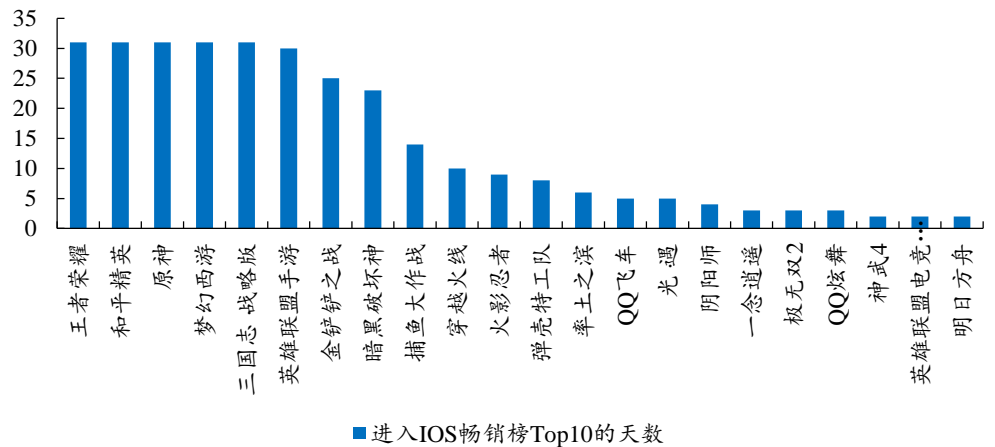
2022年4月，国内游戏版号重新开始发放，但每月版号发放数量同比有所减少，截至11月26日，2022年共下发版号384款，而2021年全年为690款，2020年全年为1314款。根据七麦数据，2022年10月，共计22款手游登上IOS畅销Top10，除《暗黑破坏神：不朽》《极无双2》外，其余游戏皆为上线超过一年的老游戏，其中腾讯有9款，网易有5款。受版号政策和游戏公司产品周期影响，2022年以来，新上线的头部游戏较少，头部老游戏地位愈发稳固，手游集中度进一步提升。

图21：2022年游戏版号恢复发放后，每月版号数量同比有所减少



数据来源：国家新闻出版署、开源证券研究所

图22：2022年10月共有22款游戏进入IOS畅销榜Top10



数据来源：七麦数据、开源证券研究所

3.1.2、《原神》《Puzzles & Survival》《万国觉醒》等优质内容带动相关公司成功出海

根据 data.ai 数据，2022年10月中国出海游戏收入排行榜中《原神》《Puzzles & Survival》《万国觉醒》分别排名第1、第4和第6名，相关公司米哈游、三七互娱、莉莉丝则凭借各自头部产品分别排名2022年10月中国游戏厂商出海收入排行榜的第2、第1和第5名。《Puzzles Survival》创新的融合了“三消+SLG”玩法，2021年荣获 Sensor Tower 亚太“最佳玩法创新手游”奖，《原神》则以创新性的开放世界玩

法获得众多玩家认可与好评,《万国觉醒》创新的融合了 RTS 与 SLG 玩法,带来新的玩法体验,截至 2022 年 11 月,《原神》与《万国觉醒》分别在 TapTap 获得 8.7、7.7 的高评分,优质内容同样对出海成功至关重要。

图23:《原神》《Puzzles & Survival》《万国觉醒》在出海收入榜排名靠前



资料来源: data.ai、开源证券研究所

图24: 米哈游、三七互娱、莉莉丝在厂商出海收入榜排名靠前

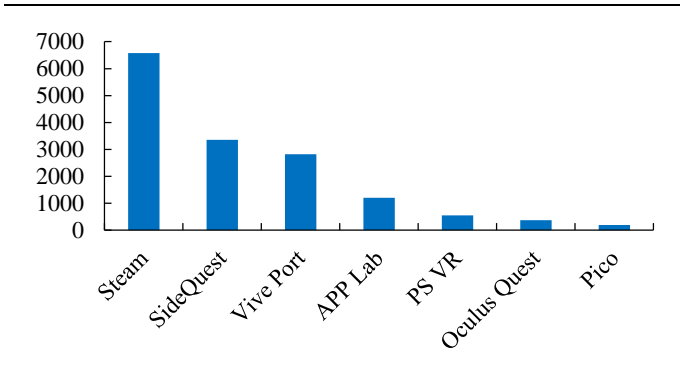


资料来源: data.ai、开源证券研究所

3.1.3、VR 硬件和平台也需要优质内容, VR 游戏或为游戏市场打开增量市场空间

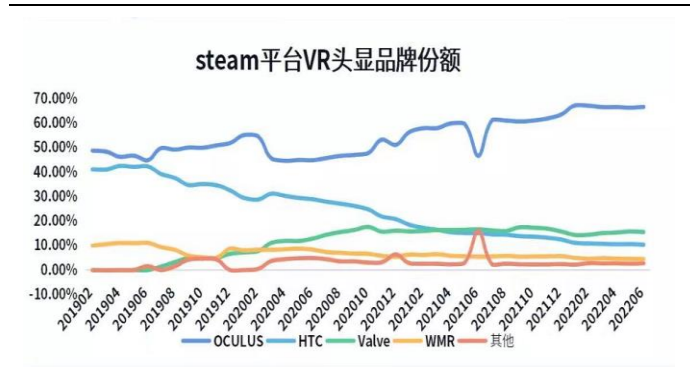
以 Oculus Quest 为例,截至 2022 年 6 月,根据 VR 陀螺数据,截至 2022H1, Quest 内容生态系统包括 Quest Store、App Lab 和 SideQuest 三大平台共有 VR 内容 4920 款,仅次于 Steam 的 6574 款。根据 Meta connect 2022,截至 2022 年 10 月, Quest Store 的累计收入已经超过 15 亿美元,有 33 款应用累计收入超过 1000 万美元,比 2022 年 2 月增加了 11 款。根据 VR 陀螺数据, Quest Store 头部游戏《Beat saber》截至 2022 年 6 月累计收入达 1.19 亿美元,收入规模可观。受益于 Quest 2 的上线以及其丰富且优质的内容生态, Quest VR 设备市占率持续提升, Quest Store 收入的快速提升也为 Quest VR 生态打开了市场空间。后续国内 Pico VR 设备的增长或更需要依靠优质 VR 游戏等内容驱动,而 VR 设备作为新的终端,亦有望为游戏市场打开增量空间。

图25: 2022H1, Steam 与 Meta Quest VR 内容数量领先



数据来源: VR 陀螺、开源证券研究所

图26: OCULUS 在 Steam 平台 VR 品牌份额持续提升



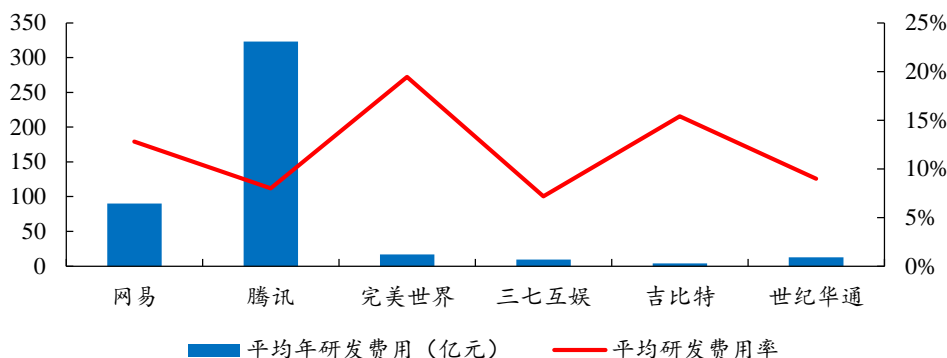
资料来源: VR 陀螺

3.1.4、头部游戏公司技术、人员、资金更具优势, 或更容易推出优质头部游戏

根据米哈游官方公告,《原神》正式上线前的预算即达到 1 亿美元。随着人力成

本以及单个游戏开发工作量的提升，精品游戏研发逐渐形成重研发投入以获取长期高额收入的商业模式，内容是否优质愈发成为游戏公司能否保持成功的关键。在此背景下，具备技术、人员和资金优势的头部厂商或在游戏研发上具有更多试错空间，并更能集中优质资源打造头部游戏。根据各公司公告，2017-2021年腾讯、网易平均年研发费用分别为323亿元、90亿元，在巨额研发投入支持下，头部公司持续布局国内和海外优质工作室与研发人才，根据手游那点事统计，截至11月腾讯、网易在2022年分别投资布局了13、6家海外工作室。

图27：2017-2021年头部游戏公司平均年研发费用更高



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表3：腾讯、网易2022年投资布局了多家海外工作室

腾讯		网易	
Exit Plan Games	波兰	Lightforge Games	美国
Inflexion Games	加拿大	Haegin	韩国
1C Entertainment	波兰	Something Random	波兰
Guillemot Brothers Limited	法国	Something Wicked Games	-
Immutable	澳大利亚	Quantic Dream	法国巴黎
Tequila Works	西班牙马德里	Liquid Swords	瑞典斯德哥尔摩
Riffraff Games	新西兰		
Sybo Games	丹麦		
FromSoftware	日本		
Digital Confectioners	新西兰奥克兰		
Triternion	斯洛文尼亚		
Offworld Industries	加拿大		
Gruby Entertainment	波兰		

资料来源：手游那点事公众号、开源证券研究所

3.1.5、重点推荐腾讯控股、网易-S、完美世界、吉比特，受益标的三七互娱

(1) 腾讯控股 (0700.HK)：降本增效助 Q3 或现业绩拐点，Q4 继续回升可期
Q3 业绩企稳，Non-IFRS 归母净利润季度同比增速转正，维持“买入”评级

2022Q3 公司实现营业收入 1401 亿元 (同比-2%)，其中增值服务业务收入为 727 亿元 (同比-3%)，受游戏发布数量减少、《王者荣耀》《和平精英》两大核心游戏用户消费减少及未成年人保护政策等阶段性原因，国内游戏收入同比下滑 7%。网络广

告业务收入为 215 亿元（同比-5%），同比降幅较 Q2 收窄，主要系游戏、电商及快消行业的需求改善以及行业不利因素逐渐消退所致。金融科技与企业服务业务收入为 448 亿元（同比+4%），主要受益于线上及线下商业支付活动的恢复。公司 2022Q3 归母净利润为 399 亿元（同比+115%），Non-IFRS 归母净利润为 323 亿元（同比+2%），主要系公司采取降本增效措施，同时核心业务企稳回暖所致。基于公司业绩及疫情缓解预期，我们维持盈利预测不变，预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1297/1572/1891 亿元，对应 EPS 分别为 13.5/16.4/19.7 元，当前股价对应 PE 分别为 21.3/17.5/14.6 倍，我们认为随外部环境改善与业务推进，公司业绩有望逐步恢复增长，维持“买入”评级。

降本增效措施效果已显现，盈利能力或持续改善

2022Q3 公司微信及 Wechat 合并月活达 13.09 亿（同比+3.7%），小程序日活突破 6 亿，同比增长超 30%，用户增长亮眼。2022Q3 公司毛利率为 44.2%（环比+1.07pct），自 2021Q4 以来，毛利率逐季改善。销售费用率为 5.1%（环比-0.8pct），管理费用率为 8.1%（环比-0.3pct），研发费用为 10.8%（环比-0.4pct），Non-IFRS 归母净利率为 23.0%（同比+0.7pct，环比+2pct）。我们认为，公司聚焦核心业务，采取的降本增效措施效果已显现，后续仍有望驱动盈利能力持续改善。

公司将宣派 9.58 亿股美团股份，减持策略清晰，顺应反垄断政策要求

根据公司公告，公司将以分发特别红利方式将其所持有约 9.58 亿股美团股票分发给股东（以 11 月 17 日收盘价计算，股息率为 5%）。我们认为，公司以分发特别红利方式派发美团股份，在为股东创造价值回报的同时，或为顺应反垄断要求，或有助于推进平台间互联互通，助力长期发展。

(2) 网易-S (9999.HK)：游戏及云音乐表现亮眼，公司盈利能力或持续提升

Q3 营收增长稳健，利润端表现亮眼，维持“买入”评级

2022Q3 公司实现营业收入 244 亿元（同比+10.1%），其中游戏业务收入为 187 亿元（同比+9.1%），《梦幻西游》等旗舰产品表现稳健，《暗黑破坏神：不朽》等新游戏上线验证公司卓越研发能力。有道收入为 14 亿元（同比+1.1%），主要受益于新服务和智能硬件的销售增长。云音乐收入为 24 亿元（同比+22.5%），云音乐持续加强内容建设和产品创新，推动收入稳健增长。创新及其他业务收入为 20 亿元（同比+13.6%）。公司 2022Q3 归母净利润为 67 亿元（同比+110.6%），主要系公司收入和毛利率稳步提升，同时受益于汇兑收益及投资收益所致。基于公司业绩及产品预期，我们维持 2023-2024 年盈利预测不变，预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 203/215/241 亿元，对应 EPS 分别为 6.2/6.5/7.3 元，当前股价对应 PE 分别为 17.6/16.8/15.0 倍，随游戏全球化与云音乐等业务发展提速，公司业绩有望保持持续增长，维持“买入”评级。

公司毛利率稳步提升，随有道及云音乐业务加速发展，盈利能力或持续提升

2022Q3 公司毛利率为 56.27%（同比+3.05pct，环比+0.39pct），游戏/有道/云音乐毛利率分别为 65%（同比+3.7pct，环比+0.1pct）/54.2%（同比-2.4pct，环比+11.4pct）/14.2%（同比+12.0pct，环比+1.2pct），归母净利率为 27.4%（同比+13.1pct，环比+4.6pct）。我们认为，游戏业务毛利率受渠道收入变化影响稳中有升，有道及云音乐随发展进程加快，毛利率呈上升趋势，或有望驱动公司盈利能力持续提升。

公司与暴雪结束授权合作对业绩影响有限，丰富产品线或持续推动业绩增长

根据公司公告，暴雪与公司签订的多款游戏授权协议将于 2023 年 1 月到期且将不会续约，代理自暴雪的游戏对公司 2021 年及 2022 年前三季度的收入和利润贡献百分比均为较低的低位数，此外公司储备游戏包括《永劫无间》手游、《逆水寒》手游和《倩女幽魂隐世录》等。我们认为，代理自暴雪的游戏收入和利润占比较小，对公司业绩影响有限，减少代理游戏同时有利于公司毛利率进一步提升，未来自研游戏取得版号后陆续上线，或带来可观增量，推动公司业绩持续增长。

(3) 完美世界 (002624.SZ)：研发投入加大，期待新游上线带动公司业绩释放 受产品周期和业绩高基数影响，Q3 业绩短期承压，维持“买入”评级

公司发布 2022Q3 公告，2022Q3 公司实现营业收入 17.88 亿元（同比-29.4%），实现归母净利润 3.04 亿元（同比-43.9%），实现扣非归母净利润 2.51 亿元（同比-52.1%）。2022Q3 公司营业收入与净利润减少主要系 2021Q3《梦幻新诛仙》产生较高业绩贡献，形成业绩高基数，同时部分子公司不再纳入合并范围，叠加部分游戏受生命周期影响流水有所回落以及季度间递延收入差异所致。2022 年前三季度公司实现营业收入 57.11 亿元（同比-15.3%），实现归母净利润 14.42 亿元（同比+80.26%），实现扣非归母净利润 9.21 亿元（同比+64.1%）。前三季度收入同比减少主要系相关欧美子公司自 2022 年 2 月起不再纳入合并范围，净利润增长主要系《梦幻新诛仙》《幻塔》《完美世界：诸神之战》等产品贡献了良好业绩增量。我们维持盈利预测，预测公司 2022/2023/2024 营业收入分别为 112.32/129.19/143.51 亿元，归母净利润分别为 18.10/20.63/23.63 亿元，对应 EPS 分别为 0.93/1.06/1.22 元，当前股价对应 PE 分别为 14.6/12.8/11.1 倍，我们看好公司游戏业务战略转型及储备游戏上线推动公司业绩释放，维持“买入”评级。

游戏收入占比提升致毛利率提升，销售费用率随产品周期而变化

2022Q3，公司毛利率为 73.56%（同比+10.27pcts），主要系毛利率较高的游戏业务收入占比提升所致。公司销售/管理/研发费用率分别为 16.3%（同比-4.55pcts）/9.5%（同比+3.14pcts）/32.3%（同比+11.89pcts），主要系报告期内公司减少推广投入同时加大了研发投入所致。随着新产品的上线，销售费用率或有所提升，同时公司降本增效措施或致研发费用率有所下滑，公司整体费用率有望保持平稳。

公司储备产品丰富且多款产品处于测试阶段，新游上线或推动公司业绩释放

公司储备产品丰富，且多款产品已处于测试阶段，储备手游产品包括《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》《完美新世界》《诛仙 2》，端游产品包括《诛仙世界》《Perfect New World》《Have a Nice Death》等。我们认为，未来新游上线帮助公司拓展品类的同时或进一步带动公司业绩释放。

(4) 吉比特 (002624.SZ)：Q3 利润重回增长，储备游戏上线有望加快业绩释放

新老游戏共同带动 Q3 业绩重回同比增长，维持“买入”评级

公司发布 2022 三季报，2022Q3 实现营业收入 13.19 亿元（同比+20.17%），实现归母净利润 3.23 亿元（同比+6.15%），实现扣非归母净利润 3.35 亿元（同比+12.59%）。2022 年前三季度实现营业收入 38.30 亿元（同比+9.89%），实现归母净利润 10.12 亿元（同比-16.07%），实现扣非归母净利润 10.02 亿元（同比持平）。公司 2022Q3 业

绩增长主要系《奥比岛：梦想国度》贡献增量收入、《摩尔庄园》调整永久性道具摊销周期，相应调增营业收入以及汇率波动产生部分收益所致。我们维持盈利预测不变，预测公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 13.77/16.44/19.23 亿元，对应 EPS 分别为 19.16/22.88/26.76 元，当前股价对应 PE 分别为 17.0/14.2/12.2 倍，我们看好公司长线运营和研发实力以及未来新品上线表现，维持“买入”评级。

公司毛利率略有下滑，随新游上线加大推广投入致销售费用率明显提升

2022Q3，公司毛利率为 84.81%（同比-0.07pct，环比-4.46pct），或由于新上线产品为代理产品，需向研发方支付分成款所致。公司销售费用率为 33.80%（同比+7.90pct），主要系随《奥比岛：梦想国度》《一念逍遥（韩国版）》上线，营销推广投入加大所致。公司管理费用率为 6.90%（同比+2.19pct），主要系管理人员数量及薪酬增加所致。

公司核心产品形成有效业绩支撑，储备游戏陆续上线或带来可观业绩增量

根据公司公告，2022 年 1-9 月，已上线 6 年的经典游戏《问道手游》营业收入及利润均同比有所增长，《一念逍遥》营业收入同比基本持平。公司储备游戏包括《超喵星计划》《黎明精英》《失落四境》等，其中多款游戏已取得游戏版号，测试调优后有望陆续上线。海外方面，公司储备游戏包括《地下城堡 3（海外版）》《奇葩战斗家（海外版）》等。我们认为，在公司长线运营策略下，公司核心产品表现稳健，为公司在产品周期底部提供了有效的业绩支撑，后续国内与海外储备产品的陆续上线，有望为公司带来可观业绩增量，开启新的增长周期。

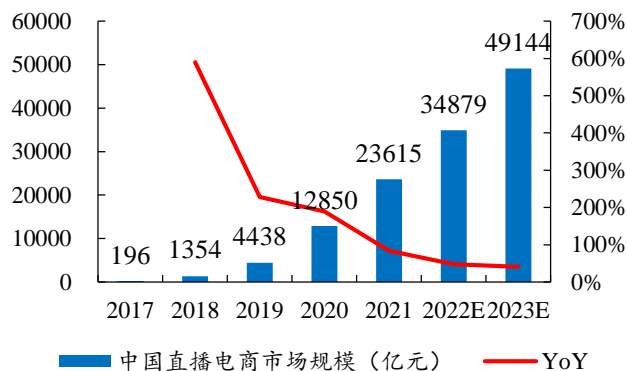
(5) 三七互娱 (002624.SZ)

公司坚持“精品化、多元化、全球化”战略，通过提高研发水平和发行运营水平，进一步提升游戏品质、拓宽游戏品类、提升公司产品市场份额。公司已于 2022 年 9 月份发行了《小小蚁国》并取得了较好的营业收入，同时公司储备了《霸业》等重点产品，预计将在未来季度间陆续发行。2022 年前三季度公司实现归母净利润 22.57 亿元，同比增长 31.11%，精细化运营成效进一步凸显，存量产品生命力不断激活，国内海外业务同步推进，促进公司业绩稳健发展。

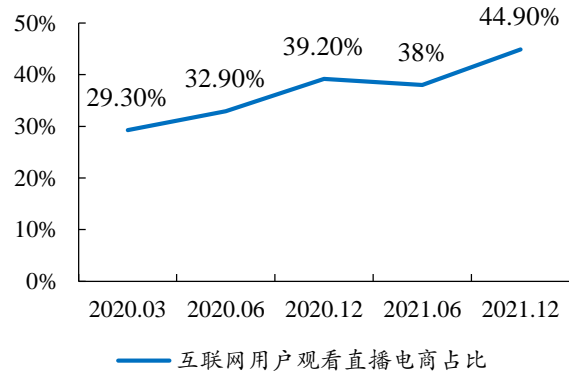
3.2、直播电商：发展空间仍大，优质内容型 MCN 公司更易脱颖而出

3.2.1、直播电商逐步成为主流线上零售模式，未来拓展空间仍大

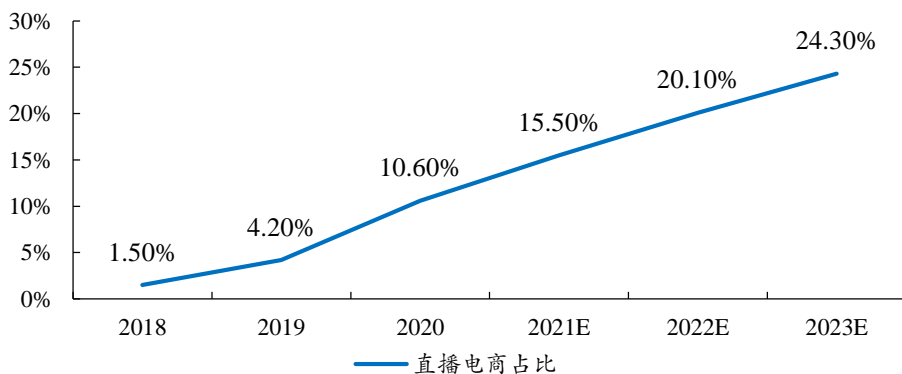
直播电商前景广阔，渗透率有望持续提升。直播电商凭借“货找人”的新兴模式为消费者挖掘、呈现更多优质商品，并缩短用户的决策链路，给电商市场贡献较大增量。中国直播电商的市场规模自 2018 年起保持高速扩张之势，根据中国产业经济信息网和 Statistic 的数据，预计在 2023 年达到 49144 亿元；2021 年 12 月，中国互联网用户观看直播电商的占比已达 44.9%（同比提升 5.7pcts），且中国直播电商占线上购物比例预计在 2023 年达到 24.3%。根据《“十四五”电子商务发展规划》，到 2025 年全国网上零售额预期达到 17 万亿元，我们假设 2025 年直播电商的渗透率达到 30%，那么对应的直播电商市场规模将达 5.1 万亿，前景广阔。我们认为，直播电商已逐渐从传统电商的补充变为主流线上零售模式。

图28：2021年，中国直播电商市场规模已突破2万亿元


数据来源：中国产业经济信息网、Statistic、开源证券研究所

图29：2021年12月，互联网用户观看直播电商的占比已超40%


数据来源：Statistic、开源证券研究所

图30：预计至2023年，中国直播电商占线上购物的比例将提升至24.3%


数据来源：Statistic、开源证券研究所

3.2.2、超头主播缺位，流量格局重新分配，优质内容直播间脱颖而出

超头主播纷纷缺位，流量外溢带来格局再分配机会。 淘宝方面，过往薇娅、李佳琦两大超头部主播贡献绝大部分GMV，然而目前薇娅已暂停直播，李佳琦自2022年6月初缺席，9月20日才开始恢复直播，淘宝的达人播受影响较大，带货GMV集中度快速下降。快手方面，六大家族影响力或逐渐被削弱，头部主播辛巴亦大幅减少直播频次。抖音方面，罗永浩宣布退出交个朋友抖音直播间，目前主要有疯狂小杨哥等头部主播。值得关注的是，2022年“双十一”活动期间，俞敏洪、罗永浩正式入驻淘宝直播，开辟新渠道，或成为旗下直播间多平台联动的重要一步。面对广阔的直播电商市场，超头部主播曾经占据的流量外溢，或带来流量格局重新分配的机会。

图31：俞敏洪、罗永浩已开启淘宝直播带货

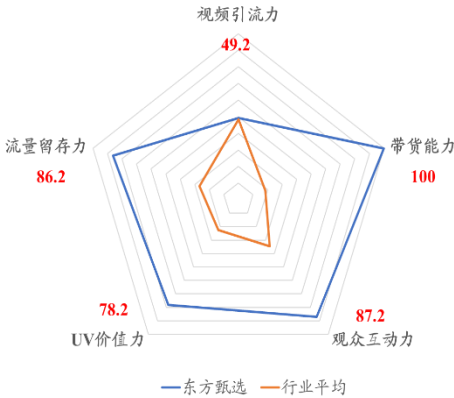

资料来源：淘宝 APP

双语直播、轻带货重内容的黑马东方甄选成功出圈。我们认为，用户对于过去超头部主播“喊麦、限时抢购”式直播风格或已存在一定的审美疲劳，注重内容质量的直播间更能吸引用户停留。东方甄选的主播为原新东方老师，具备突出的英文功底和渊博学识，成为带货主播后充分发挥优势，采用双语直播、边直播边传授知识的模式让人耳目一新。用户在直播间内既可以学习知识，也可以详细了解优质产品，将直播电商和教培机构的优势完美结合，新奇感与差异化优势使得东方甄选成功出圈。此外，东方甄选持续进行内容升级，邀请众多名家现场带货强化“知识直播”氛围，带货能力和流量留存力均保持优异。

图32：东方甄选使用双语直播卖货

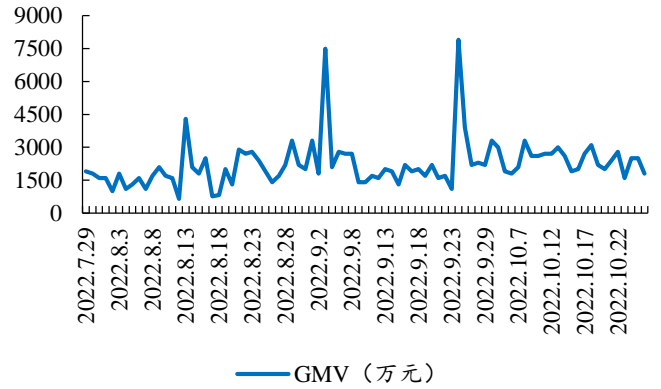

资料来源：抖音 APP

图33: 东方甄选的带货能力、观众互动力远超抖音大盘平均水平



资料来源: 抖查查网站、开源证券研究所

图34: 东方甄选 GMV 维持高水平



数据来源: 考古加网站、开源证券研究所

3.2.3、优质内容型 MCN 通过补足产业链短板以实现长期成长，优质内容创意型代运营公司复用淘系经验拓展增长空间

优质内容型 MCN 机构（如东方甄选）通过优质内容实现高用户粘性，后续或通过完善供应链、拓展品类、扩张渠道，提高变现能力。（1）供应链：直播间与供应链密切合作，形成按需生产的循环，同时直播间知名度提升后对供应商拥有更强议价权，或能更好把控商品品质。（2）品类：由点及面不断扩大品类覆盖范围，打造全品类账号，或持续增强竞争力。（3）渠道：开辟更多新媒体渠道，实现内容业态与电商业态的紧密结合以及多平台的内容联动。

图35: 东方甄选严格选择供应商，形成良性供需循环



资料来源: 东方甄选官网

图36: 东方甄选已在快手、视频号等平台都开设账号

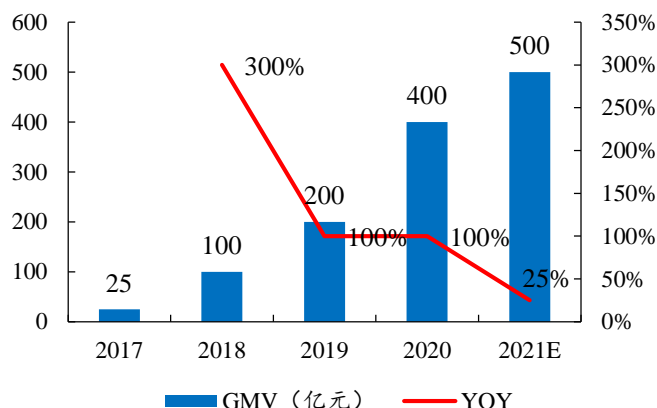


资料来源: 快手 APP、抖音 APP、微信 APP、开源证券研究所

品牌自播需求不断增长，代运营价值待重估，市场潜力仍大。淘系生态发展已较为成熟，根据 Statistic 的数据，2020 年淘宝直播 GMV 增速为 100%，2021 年或已下降至 25%，逐步转向存量竞争市场。而直播电商仍处于发展快车道，抖音、快手的 GMV 保持高速增长态势；其中，根据艾瑞咨询数据，预计 2023 年直播电商平台的品牌自播将占到 49.8% 的份额。我们认为，直播电商平台的玩法多样，品牌方的线上运营经验不足，容易出现 ROI 低于预期或不稳定现象，采用电商代运营或为性价比更高的方式。优质的内容创意型代运营公司（如壹网壹创）可将此前在淘系的丰

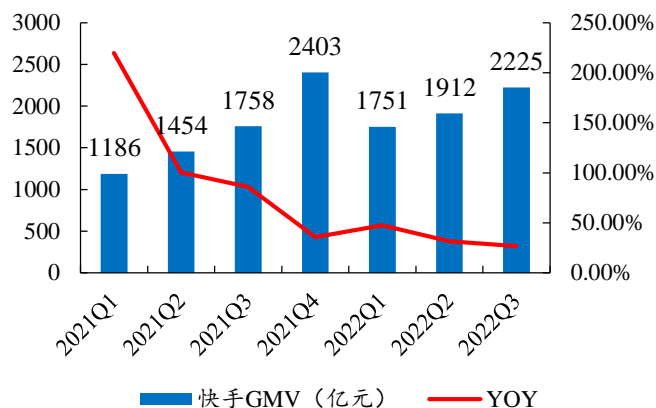
富数据积累和运营经验复用至抖快等平台，拓展成长空间。

图37：2021年淘宝直播GMV增速或已降至25%



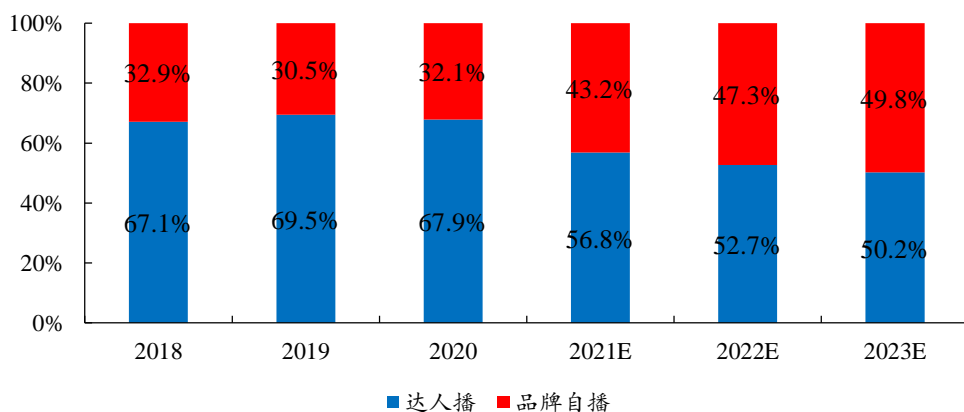
数据来源：Statistic、开源证券研究所

图38：快手直播电商GMV保持较快增速



数据来源：快手公司公告、开源证券研究所

图39：品牌自播的占比预计持续提升



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

3.2.4、重点推荐新东方在线、壹网壹创、值得买，受益标的星期六

(1) 新东方在线 (1797.HK)：“知识带货”强势逆袭，内容及渠道升级助力成长

从教育到助农直播，成功实现困境反转，维持“买入”评级

公司曾为国内在线教育领军者，“双减”政策之后积极转型，成功开辟新成长曲线——直播电商。我们认为，东方甄选已凭借高质量的双语“知识带货”出圈，目前正持续进行内容升级、补足供应链短板，并拓展更多品类和平台，GMV增长具备可持续性且有望保持较高的利润水平。我们维持 FY2023-2025 盈利预测不变，预测公司 FY2023-2025 的净利润分别为 5.92/7.21/10.14 亿元，EPS 分别为 0.6/0.7/1.0 元，当前股价对于 PE 分别为 68.3/58.6/41.0 倍，维持“买入”评级。

差异化的东方甄选直播间崛起，高素质主播产出的高质量内容为制胜核心

2022 年以来超头主播陆续缺位，东方甄选直播间迅速崛起。我们认为，东方甄选将新东方优质教师打造为主播，以“教学式直播+双语带货”为特色，在同质化的

直播市场走出差异化之路，依托强大的内容创造力这一核心竞争力，成功吸引大批忠实观众，留存力和互动力或持续优于同业。

展望：持续升级内容、完善供应链、拓展品类&平台，客单价和佣金率或提升

走红之后，东方甄选多举措增强竞争力。(1) 内容：邀请众多作家名人做客直播间带货，强化“知识直播”氛围；开启外景专场直播，西北好物专场活动创下 GMV 历史新高。(2) 供应链&物流：已与顺丰、京东物流达成合作，且随着知名度增加，能加大对供应商的选择权和议价权，更好把控商品品质。(3) 品类&渠道：已在抖音开设四个账号，未来有望在多平台协同发展。我们认为，东方甄选不购买流量、不需要给主播分成，可实现较高利润水平。未来，其通过子账号有望拉高目前相对较低的客单价，且自营产品占比亦将逐步提升；同时随着知名度提升，带货佣金率有望稳步提高至行业平均水平，从而驱动业绩持续增长。

(2) 壹网壹创 (300792.SZ)：毛利率承压致利润下滑，Q4 电商大促有望提振业绩

2022Q3 疫情和季节性影响下，营业收入仍同比增长 58%，维持“买入”评级

2022 年前三季度，公司实现营业收入 10.15 亿元，同比增长 39.23%，主要系品牌线上营销服务和分销业务的新增客户贡献的收入增长，且开拓了内容电商新渠道；实现归母净利润 1.47 亿元，同比下降 27.83%，主要系清理部分品牌库存导致毛利率显著下降，且销售费用率同比提升 3.86pcts 至 10.16%。2022Q3，公司实现营业收入 3.83 亿元，同比增长 57.69%，环比增长 4.65%；实现归母净利润 4194 万元，同比下降 45.58%，环比下降 21.01%。我们维持 2022-2024 年盈利预测不变，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 2.94/3.86/4.95 亿元，对应 EPS 分别为 1.23/1.62/2.07 元，当前股价对应 PE 分别为 21.8/16.5/12.9 倍，维持“买入”评级。

毛利率进一步下行叠加大量销售费用投入，净利率阶段性承压

或由于 2022 年疫情反复且消费相对疲软，公司倾向于拓展低毛利率的品牌线上营销服务支撑业绩，同时清理库存并开展较多的营销活动。2022Q3，公司毛利率仅为 28.67%（同比下降 18.45pcts、环比下降 7.42pcts），销售费用同比增长 229.38%，净利率同比下降 21.84pcts 至 12.56%，盈利能力短期承压。我们认为，Q4 存在两大电商大促，公司的季度业绩将大幅环比改善，净利率亦有望回升。

积极拓展美妆之外类目及存量客户的全域合作，竞争力持续增强

(1) 品类：2021 年公司新增的食品、宠物、珠宝品类的 GMV 实现较快增长，或证明其在美妆领域领先的代运营能力已较为成功地复用至其他类目。(2) 渠道：2022H1 公司再次蝉联淘宝天猫生态“六星服务商”，淘系代运营龙头地位稳固；2022Q2 新增与毛戈平、艾杜纱、欧珀莱在快手、拼多多等淘外渠道的合作，2022Q3 已实现较快 GMV 增长。此外，我们认为，在直播电商行业去超头化的背景下，品牌自播重要性凸显，而公司作为代运营行业的领军者，有望分享赛道红利。

(3) 值得买 (300785.SZ)：短期业绩承压，期待 Q4 电商大促带动业务复苏

2022Q3 受疫情和季节性影响，业绩有所下滑，维持“买入”评级

2022 年前三季度，公司实现营业收入 8.15 亿元，同比下降 11.73%；实现归母净利润 2630 万元，同比下降 74.66%，主要系公司营销板块业务受疫情影响较大。2022Q3，

公司实现营业收入 2.09 亿元，同比下降 28.44%，环比下降 41.34%；实现归母净利润 610 万元，同比下降 67.81%，环比下降 85.46%；业绩环比下降主要系相对 Q2 和 Q4 均存在电商大促而言，Q3 为电商淡季。我们维持 2022-2024 年盈利预测不变，预计 2022-2024 年公司的归母净利润分别为 1.13/1.80/2.29 亿元，对应 EPS 分别为 0.85/1.36/1.72 元，当前股价对应 PE 分别为 32.9/20.6/16.3 倍，维持“买入”评级。

Q3 毛利率环比保持稳定，三大费用率提升暂时影响净利率水平

2022 年以来，公司持续降本增效并优化业务结构提升整体效率，成效显著。2022Q3，公司毛利率为 52.70%，仅环比下降 0.03pcts；销售/管理/研发费用分别环比下降 10.19%/18.12%/27.34%，但由于营业收入环比下降比例更高，三大费用率有所提升，拖累净利率环比下降 9.55pcts 至 2.62%。我们认为，2022 年仍为公司的战略转型阶段，待调整结束后各板块业务协同作用显现，业绩有望重新增长。

“什么值得买”发布全新品牌主张，电商代运营竞争力持续增强

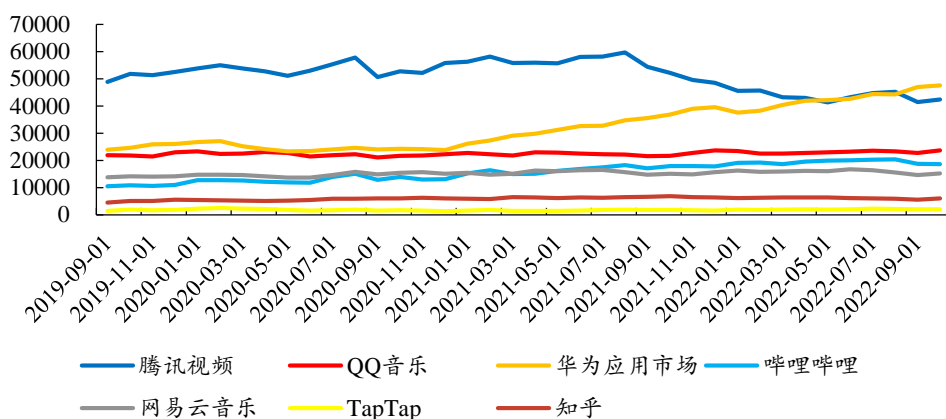
主站业务方面，2022 年 9 月，“什么值得买”发布“科学消费，认真生活”的全新 slogan，或进一步加强平台差异化，向科学决策方向靠拢。同时，京东、天猫等平台的“双十一”预售均已开始，“什么值得买”作为稀缺性较强的垂直类消费决策平台，或直接受益于电商大促带来的增量市场，业务环比复苏值得期待。代运营业务方面，2022 年 9 月，星罗（值得买子公司）成为 8 家抖音电商钻石服务商之一，在 DP 领域的先发优势逐渐显现，我们持续看好其在代运营板块长期竞争力，未来有望贡献较多业绩增量。

(4) 星期六 (002291.SZ)：子公司遥望网络已建立多层次主播矩阵，分享直播电商高速发展红利。公司旗下的遥望网络已建立起拥有百余位“明星+达人”的多层次专业化主播矩阵，贾乃亮、黄圣依、扬子等均为公司直播业务的签约艺人，常驻抖音带货榜前列，瑜大公子亦为快手带货头部达人。根据遥望科技公众号，2022 年双十一活动期间总 GMV 达 31.87 亿，同比增长超 38.4%，表现优异。此外，遥望科技建立了超过 2 万个国内外品牌入驻的供应链体系，覆盖美妆、生活、食品、服饰等全品类，并通过构建独有数字化“遥望云”平台，实现了直播流程在线化、分析规模化、选品智能化。9 月 19 日，遥望科技品牌直播号“遥望未来站”在抖音正式开播，根据遥望科技公众号，首日带货 GMV 达 3688.3 万元，未来公司有望基于多年成熟的直播电商运作经验，打造出强势的自有直播账号。

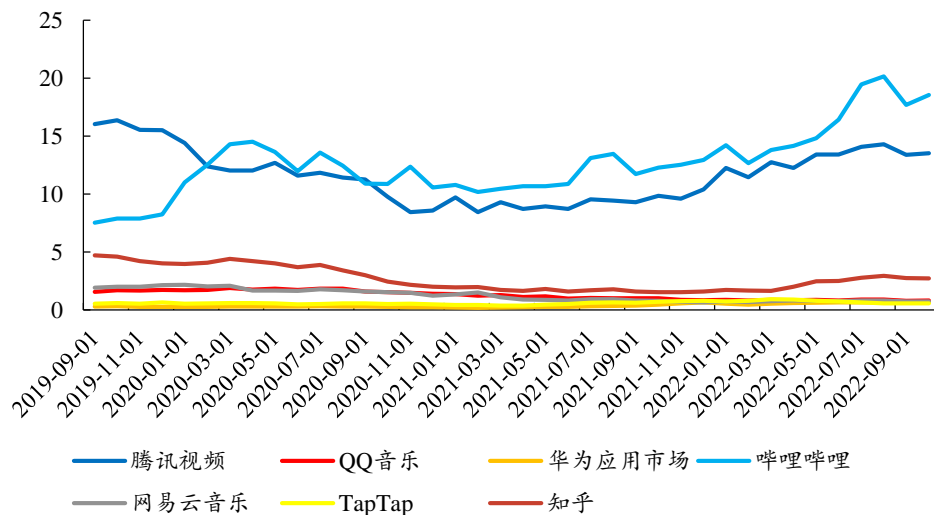
3.3、Z 世代内容型社区：优质 UGC 内容具有长期生命力，商业化空间打开在即

3.3.1、Z 世代平台用户规模和头部平台有差距，但用户粘性高

根据易观千帆数据，2022 年 10 月，哔哩哔哩 MAU 为 1.86 亿，腾讯视频 MAU 为 4.24 亿；网易云音乐 MAU 为 1.52 亿，QQ 音乐为 2.37 亿；TapTap 的 MAU 为 2017 万，华为应用市场 MAU 为 4.75 亿；知乎 MAU 为 6032 万；Z 世代平台用户规模普遍低于同赛道头部综合型平台。从月均用户时长来看，哔哩哔哩为 18.6 小时，腾讯视频为 13.5 小时；网易云音乐为 0.73 小时，QQ 音乐为 0.83 小时；TapTap 为 0.58 小时，华为应用市场为 0.67 小时；知乎月均用户时长为 2.73 小时；Z 世代平台用户月均用户时长普遍超过或接近头部平台。随着 Z 世代平台社区不断深化、内容不断丰富，其用户规模及用户粘性有望进一步提高。

图40：Z世代平台用户规模与头部平台仍有差距（万人）


数据来源：易观千帆、开源证券研究所

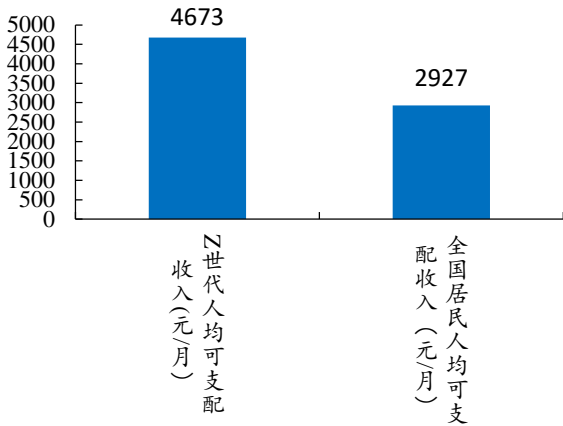
图41：Z世代平台平均月用户时长普遍高于或接近头部平台（小时）


数据来源：易观千帆、开源证券研究所

3.3.2、Z世代用户或拥有更强消费能力与消费意愿，Z世代平台商业化潜力大

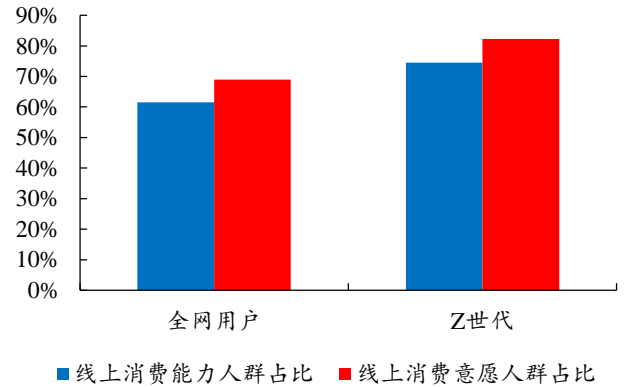
Z世代用户作为中国经济高速发展期间出生的一代群体，更加优越的生活条件造就了他们更强的消费意愿和能力。根据 WEIQ 红人营销平台和国家统计局数据，2021 年我国 Z 世代每月可支配收入为 4673 元，超过同期中国居民的月均可支配收入（2927 元），随着 Z 世代逐渐步入职场，其收入水平仍有较大提升空间，或将带来更强的消费能力。同时，90、00 后用户更拥有文化自信，更在乎个性的表达，并愿意尝试新鲜事物，对带有文化属性和社区属性的内容消费意愿更强。我们认为，深耕 Z 世代用户群体的垂类平台或社区，未来 5-10 年，其商业化将受益于 Z 世代群体消费能力的释放。

图42：2021年Z世代人均可支配收入高于全国居民人均可支配收入



数据来源：WEIQ 红人营销平台、国家统计局、开源证券研究所

图43：Z世代用户线上消费能力和消费意愿高于全网用户

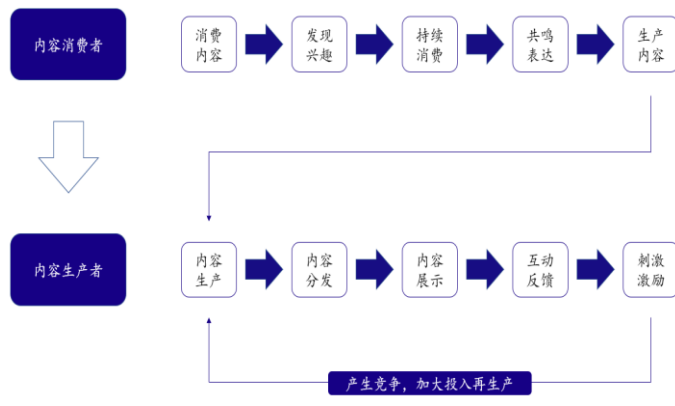


数据来源：Questmobile、开源证券研究所

3.3.3、UGC 社区有利于优质内容产出，维持高用户粘性，随用户成长，商业化空间有望打开

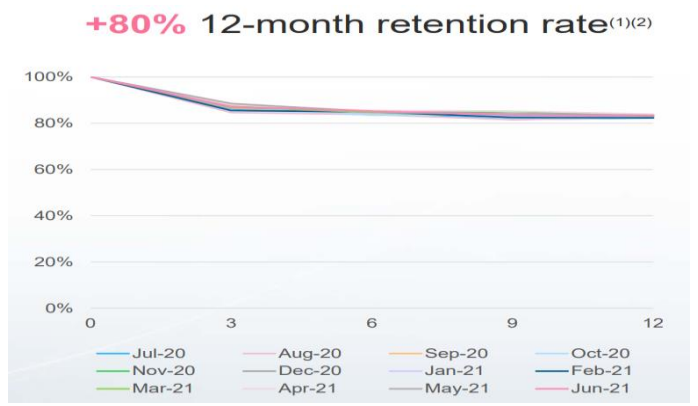
以 B 站为例，B 站的社区氛围来自于 UP 主与用户紧密链接构成的以兴趣为导向的内容生态网络。UP 主与用户形成了小众文化圈，并通过内容的产出与互动形成了良性循环：(1) UP 主创作优质内容，用户给予正向反馈，UP 主从心理和收入方面获得双重满足感，进而激励其创作更多优质内容；(2) 用户消费内容，发现喜爱的 UP 主，持续消费特定 UP 主生产的内容，建立情感共鸣和兴趣圈，最终甚至自发上传内容成为 UP 主。这种良性循环不仅有利于优质内容的产出，也加强了 B 站的 UP 主和用户之间的联系，从而维持高粘性，且随用户年龄和收入增长，广告、电商等商业化空间有望打开。

图44：B 站形成良性内容产出循环，助力优质内容生产



资料来源：开源证券研究所

图45：2022Q2，B 站正式大会员 12 个月留存率超 80%



资料来源：哔哩哔哩官网

3.3.4、重点推荐心动公司、云音乐，受益标的哔哩哔哩-SW、知乎-W

(1) 心动公司 (2400.HK)：TapTap 用户大增，自研游戏上线或加速业绩增长
游戏业务稳健，信息服务业务快速增长，维持“买入”评级。

公司 2022H1 实现营业收入 15.94 亿元 (同比+15.6%)，主要系《香肠派对》用户付费率显著提升带动付费用户增长以及 TapTap 中国版的用户量及收入同比显著提

升所致。公司 2022H1 归母净利润为-3.86 亿元(亏损同比扩大 18.7%，环比收窄 36.6%)，主要系公司研发投入较大所致。我们维持盈利预测，预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为-6.37/1.05/4.22 亿元，对应 EPS 分别为-1.4/0.2/0.9 元，当前股价对应 PE 分别为-14.1/99.0/22.0 倍，我们看好公司 TapTap 平台与自研游戏构成游戏生态闭环，打开商业化空间，维持“买入”评级。

TapTap 国内用户快速增长，商业化潜力有望加速释放。

2022H1 TapTap 中国版 MAU 达 4173 万(同比+45.5%)，游戏下载次数达 4.02 亿次(同比+62.2%)，主要系公司 2021 年以来对技术架构进行了一系列升级及机器学习算法的深度运用，TapTap 的游戏分发效率和广告系统分发效率明显提升所致。TapTap 海外版 MAU 达 897 万(同比-31.9%)，主要受个别游戏及海外疫情影响所致。我们认为，在版号数量收缩及游戏精品化趋势下，TapTap 的优质游戏宣传与分发渠道优势将更加明显，同时叠加“零分成”策略优势，有助于进一步丰富平台内容生态，伴随着平台用户的快速增长，有望实现商业化提速。

游戏版号恢复发放或加速自研游戏国内上线，带来可观业绩增量。

2022H1 公司自研游戏《心动派对》已于国内外上线，《T3》5 月海外上线后，在 11 个国家和地区获得 IOS 免费榜第一。目前公司在研项目 7 款，其中《火炬之光：无限》《铃兰之剑》已在测试阶段，且商业化设计相对成熟，有望上线后较早带来业绩贡献。随着游戏版号恢复发放，公司自研产品有望加速上线，为公司贡献可观业绩增量的同时补齐自研游戏板块，带来利润率提升与长期增长动能。

(2) 云音乐 (9899.HK)：内容与社区优势持续加强，毛利率提升驱动利润改善

2022H1 营业收入持续增长，亏损同比收窄，维持“买入”评级。

公司 2022H1 实现营业收入 42.59 亿元(同比+33.8%)，主要系会员付费率提升带动会员订阅收入大幅增长以及社交娱乐付费用户增长带动社交娱乐服务收入快速增长所致。公司 2022H1 实现 Non-IFRS 净亏损 2.17 亿元(同比收窄 59.3%)，2022Q2 实现 Non-IFRS 净亏损 0.65 亿元(环比收窄 70%)，或由于公司收入及毛利率持续提升所致。我们维持盈利预测，预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为-9.66/-3.90/3.20 亿元，对应 EPS 分别为-4.6/-1.9/1.5 元，当前股价对应 PS 分别为 1.3/1.1/0.9 倍，我们看好公司内容及社区优势带动商业化，维持“买入”评级。

费用率稳中有降，毛利率持续提升，或为公司盈利重要驱动力。

2022H1 公司毛利率为 12.6%(同比+13pct)，2022Q2 毛利率为 13%(环比+0.8pct)，主要系公司收入大幅上升及对内容授权费有所控制。2022H1 公司销售/管理/研发费用率为 7.65%/1.85%/11.23%(同比+2.78pct/-2.24pct/-1.97pct)，主要系公司开展降本增效措施所致。我们认为，独家版权模式终结或促进版权成本回归合理，叠加公司对内容成本控制，毛利率有望持续提升，成为公司实现盈利重要驱动力。

内容与社区优势进一步促进付费用户转化，付费率有望持续提升。

公司内容与社区优势持续加强，2022H1 获得福茂唱片、SM、时代俊峰等版权；日活用户平均每日使用时长达 80.6 分钟(同比+4.8%)。2022H1 在线音乐付费用户数达 3761 万(同比+43.9%)，对应付费率为 20.7%(同比+6.5pct)，ARPPU 为 6.5 元(同比-1.4%)，在线音乐付费率持续提升，同时对比在线视频、阅读等平台，ARPRU

具备较大提升空间。2022H1，社交娱乐付费用户数达 124 万（同比+148.9%），ARPPU 为 329.8 元（同比-37.4%），社交娱乐付费用户保持快速增长，同时或由于更多轻度用户转化为社交娱乐付费用户，ARPPU 呈自然下滑趋势。

（3）哔哩哔哩-W（9626.HK）

公司以 ACG 垂直视频网站起家，打造 Z 世代乐园，并逐步突破次元壁向多元化文化社区转型。广告方面，随平台广告资源打通，整合营销或带来单用户广告价值提升；游戏方面，自研游戏 2022 年开始陆续上线；直播与增值服务方面，OGV 内容将不断丰富及直播内容泛化。公司持续以优质内容吸引用户，以社区氛围留住用户，将从游戏到“广告、直播、大会员、电商”全面发力变现。

（4）知乎-W（2390.HK）

公司在生态第一战略下，用户规模稳定增长，商业化持续推进。截至 2022H1 公司用户数达 1.04 亿，同比增长 15.6%，公司为 MAU 超过 1 亿的知识图文社区，在十二年运营中积累众多长生命周期的优质内容，并已形成“有问题上知乎”的用户心智，在国内互联网生态中具备稀缺性。

3.4、重点推荐公司及受益标的盈利预测与估值

我们建议布局三大方向（游戏、直播电商、Z 世代内容型社区），优选优质内容型互联网公司，游戏板块重点推荐**腾讯控股**、**网易-S**、**完美世界**、**吉比特**，受益标的包括**三七互娱**；直播电商产业链重点推荐**新东方在线**、**壹网壹创**、**值得买**，受益标的包括**星期六**；Z 世代内容型社区重点推荐**心动公司**、**云音乐**，受益标的包括**哔哩哔哩-W**、**知乎-W**。

表4：重点推荐公司及受益标的盈利预测与估值

公司代码	公司名称	评级	收盘价（元/港元）		EPS（元）			PE		
			2022/11/29	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
0700.HK	腾讯控股	买入	287.20	23.60	13.50	16.40	12.2	21.3	17.5	
9999.HK	网易-S	买入	109.30	5.07	6.20	6.50	21.6	17.6	16.8	
002624.SZ	完美世界	买入	13.59	0.19	0.93	1.06	71.5	14.6	12.8	
603444.SH	吉比特	买入	325.40	20.43	19.16	22.88	15.9	17.0	14.2	
1797.HK	新东方在线	买入	41.00	(0.53)	0.60	0.70	(77.4)	68.3	58.6	
300792.SZ	壹网壹创	买入	26.79	1.45	1.23	1.62	18.5	21.8	16.5	
300785.SZ	值得买	买入	28.00	1.35	0.85	1.36	20.7	32.9	20.6	
2400.HK	心动公司	买入	19.80	(1.86)	(1.40)	0.20	(10.6)	(14.1)	99.0	
9899.HK	云音乐	买入	73.90	(15.92)	(4.60)	(1.90)	(4.6)	(16.1)	(38.9)	
002555.SZ	三七互娱	未有评级	17.68	1.31	1.37	1.59	13.5	12.9	11.1	
002291.SZ	星期六	未有评级	14.61	(0.90)	0.66	10.60	(16.2)	22.1	1.4	
9626.HK	哔哩哔哩-W	未有评级	126.80	(17.87)	(20.52)	(14.43)	(7.1)	(6.2)	(8.8)	
2390.HK	知乎-W	未有评级	18.16	(6.12)	(5.78)	(4.28)	(3.0)	(3.1)	(4.2)	

数据来源：Wind、开源证券研究所（未有评级公司盈利预测来自 Wind 一致预测，股价截至 2022 年 11 月 30 日收盘；股价及市值，A 股公司货币单位为人民币，港股公司货币单位为港元，采用 2022 年 11 月 30 日 1 港币=0.9223 人民币进行换算。）

4、风险提示

(1) 互联网政策的影响具有不确定性：互联网政策及监管的变化对头部平台型公司的商业模式、增长前景的影响具有不确定性。

(2) 疫情反复对电商行业造成影响：疫情反复或影响电商行业的商品生产、物流运输等环节，且影响电商代运营公司的客户需求和业务正常开展。

(3) 国内游戏公司海外业务发展不及预期：游戏出海受到全球宏观经济形势、各国政策法规监管、文化差异、地缘政治事件及汇率波动多重复杂因素的影响，国内游戏公司出海业务是否能顺利拓展存在不确定性。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn