

全真互联接力时代动能，华流叙事重铸文化自信

——2023年度互联网传媒策略报告

证券分析师：

陈泽敏 执业证书编号：S0210522050002

杨岚 执业证书编号：S0210522110001

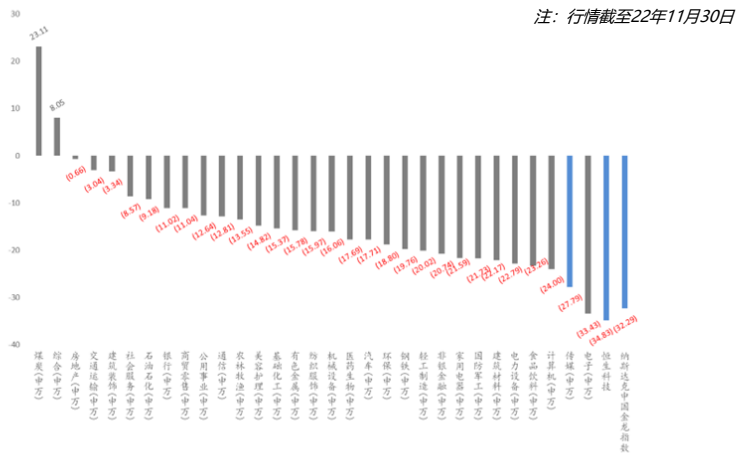
- 当前板块从中长期看处于估值低分位，**压制估值的因素逐步向好**，地缘政治风险缓释、港股流动性拐点向上；**监管对基本面的影响已逐步明朗、趋于常态化**，且在监管之下基本面夯实，为长期增长打下更好基础；对估值和基本面均有压制的疫情因素尚有不确定性，但这已充分隐含在市场的定价中。
- **板块主线：1) 平台经济：①短视频平台：**流量优势明显，商业化潜力持续释放，关注单位流量的商业化价值提升；竞争格局趋好，费用开支缩窄，高毛利率业务牵引整体盈利能力提升。短视频业务形态的高统摄性，对于各垂类平台造成影响——电商（基本稳定）、本地生活（正在进行）和招聘/房产/汽车等垂类（刚起步），关注平台之间的竞合关系演变。**②电商平台：**中长期竞争优势稳固，提质增效基本面转好、消费者心智稳固，可持续创造稳定现金流，跟随行业β。**2) 内容经济：①游戏板块：**估值有望率先修复，业绩端中小厂有弹性大厂看生命周期，文化产品出海游戏也是较好的承载主体，商业价值与传播影响力兼具。**②中长视频：**内容更加侧重社会效益，看好持续稳定输出优质主旋律作品、国际传播能力强的公司；降本增效，关注盈利能力提升情况。**内容领域，在IP孵化确定性（平台角度）看好产业链整合能力强的头部公司，对IP进行“长期主义”的开发，有望从中长期维度改变市场对IP“开盲盒”的定价估值体系；IP本身的筛选方向上，看好可扩展性高和老龄化适配较好的。**
- **新叙事和新战场：1) 新技术动能：**关注①随技术周期变化有确定性增长机会的「要素服务的集成商」引擎、AIGC；②可跨越技术周期的「要素服务的应用商」精品内容IP方与社交关系链稳固的平台。**2) 出海：**游戏/短视频（泛娱乐）/电商行业在未来通过复制国内优势，获取用户并实现商业变现的逻辑依然在不断演绎，**短期关注地区ROI打平盈利，更中长期维度再关注增量市值贡献。**
- **对疫情敏感性强的板块：疫情好转将呈现业绩弹性。1) 影视院线：**3年疫情影响，行业已深度出清，龙头公司抗风险能力强，市占率有望提升；电影为文化附加值较高的内容载体，政策支持力度强。**2) 线下营销：**成本结构相对刚性，顺周期修复。
- **投资策略：**结合投资主线，对板块的具体配置可结合基本面景气度和反弹动能，其中景气度方向推荐短视频（关注快手-W）、游戏（关注腾讯控股、网易-S、吉比特）、电商（关注阿里巴巴、拼多多）；反弹方向推荐线下业态（关注博纳影业、万达电影、猫眼娱乐、分众传媒、兆讯传媒）、中长视频（关注芒果超媒、哔哩哔哩-W）。
- **风险提示：**宏观经济恢复弱于预期、技术创新不及预期、政策监管风险、海外市场竞争格局风险、汇率波动风险。

目 录

- 2022年回顾
 - 「平台经济」的秩序之争
 - 「内容经济」的文化溢价
 - 「增量出海」的全域履约
 - 「次世代」的新基建和新动能
- 投资建议
- 风险提示

- A股传媒（申万）年初至今跌幅28%，居A股行业板块倒数第二位，PE(TTM，剔除负值)持续消化，从2年前的30X到当前的20.5X；恒生科技指数、Wind中概股10指数年初至今跌幅分别35%、36%，跌幅超过传媒。今年以来恒生科技板块受到疫情、流动性、地缘政治风险等多重不利因素影响，不断震荡下行，A股传媒受此影响传导。自11月以来，不利因素均有缓释，反弹明显。
- **分板块看，平台型业务整体好于内容型。**互联网传媒行业可分为内容型（影视、游戏）和平台型（短视频、电商，获取广告等佣金型收入）。1) 内容型：影视行业在“去娱乐化”+疫情限制线下场景背景下持续调整，游戏板块在版号停发8个月影响、发放后总量继续收缩背景下，增长压力明显。2) 平台型：广告大盘收缩，但直播电商景气度相对高，带动短视频广告收入依然同比增长，持续获取份额。传统电商平台长期竞争优势稳固，面对宏观经济下行依然呈现强韧性。
- **新叙事和新战场，XR和出海给市场带来惊喜表现。**1) XR：TOC硬件端重磅新品推出、政策端落地指引，行业迎来快速发展机遇，元宇宙、XR、AIGC呈现阶段性行情演绎；2) 出海：国内增量有限（客观）+海外可复用国内优势（主观），游戏、电商、短视频等泛娱乐平台均更重视海外市场，海外逐渐成为新的增长极。

图表：2022年年初至今传媒（申万）、恒生科技、纳斯达克中国金龙指数涨跌幅



目 录

- 2022年回顾
- 「平台经济」的秩序之争
- 「内容经济」的文化溢价
- 「增量出海」的全域履约
- 「次世代」的新基建和新动能
- 投资建议
- 风险提示

▶ 短视频平台高频、高维，显示对其他业态渗透的高统摄性

- **短视频成为IM之外的第二大流量入口，产品特性适合承载商业化内容，重塑行业格局。**短视频从起初的直播、广告作为变现形式，逐步走向直播内容的多样化和成交的闭环化，直播电商是两者结合的第一个产业化方向，本地生活电商正成为第二大方向，且我们认为或许比直播电商对电商的影响力度更大。
- **实物电商领域，抖快基于自身核心优势切入。**电商的分析范式「人 货 场」上，直播电商卡位「人」，即流量优势，短板在「货」。「场」即「人 货」匹配，内容电商的「货找人」相比货架电商的「人找货」匹配效率更低，但抖快找到差异化的增长路径。**1) 抖音：**品牌营销，品牌在抖音投放后对全网销量拉动均有促进作用，充分发挥抖音的广告优势；**2) 快手：**利用私域流量与达人优势，赋能白牌打造快品牌。**内容电商的商业化相比具体提供服务的平台而言，生态更为复杂，可预测性相对更低。具体而言，我们认为平台在解一个目标函数多元，约束条件不断变化的题——如何平衡用户体验和平台商业化的冲突、如何平衡平台与KOL/大B/小B以保持定价权不旁落、KOL/大B/小B。**

图表：短视频使用率仅次于IM

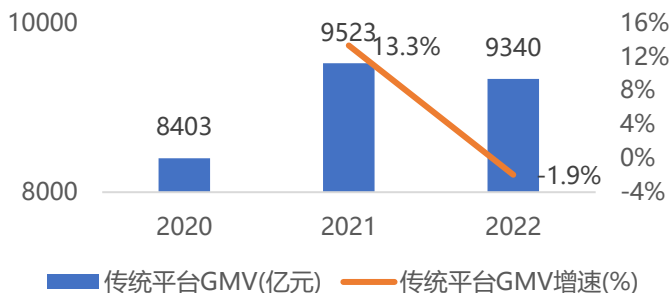
应用	2021.12		2022.6		增长率
	用户规模 (万)	网民使用率	用户规模 (万)	网民使用率	
即时通信	100666	98%	102708	98%	2%
网络视频 (含短视频)	97471	95%	99488	95%	2%
短视频	93415	91%	96220	92%	3%
网络支付	90363	88%	90444	86%	0%
网络购物	84210	82%	84057	80%	0%
搜索引擎	82884	80%	82147	78%	-1%
网络新闻	77109	75%	78807	75%	2%
网络音乐	72946	71%	72789	69%	0%
网络直播	70337	68%	71627	68%	2%
网络游戏	55354	54%	55239	53%	0%
网络文学	50159	49%	49322	47%	-2%
在线办公	46884	45%	46066	44%	-2%
网约车	45261	44%	40507	39%	-11%
在线旅行预订	39710	39%	33250	32%	-16%
在线医疗	29788	29%	29984	29%	1%

资料来源：CNNIC第50次统计报告，华福证券研究所

短视频平台高频、高维，显示对其他业态渗透的高统摄性

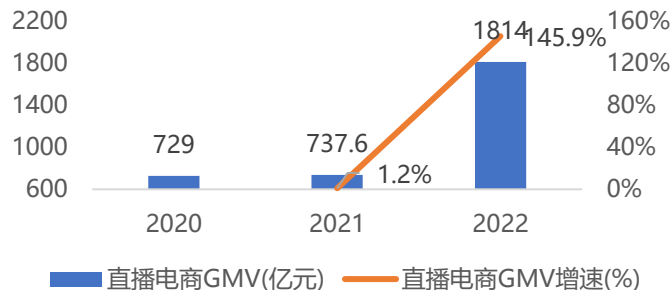
- 当前直播电商红利仍在，但天花板已逐渐可见，对于整体电商领域的影响冲击相对固化。抖音、快手搭建货架商城，侧翼战场成新增长极；淘宝补足内容生态，双方基于自身优势并向对手方优势渗入，并强化自身优势，关注流量ROI何时在两边达到动态平衡。2022年5月，抖音在主页上线抖音“商城”板块；而快手于2022年9月29日快手116商家大会上宣布后续将正式推出商城频道。商城作为承载商家常态化经营的载体，有望承接部分电商流量，带动直播电商平台突破增长天花板。淘宝将内容作为核心战略，内容为杠杆撬动强购物心智。相对于抖音、快手开始货架商城化，传统电商淘宝则开始发力内容，从此前的流量来源固定——直播电商内容作为消耗流量并承接转化向凭借内容吸引增量流量。22年5月，天猫“Top Talk”商家会上，阿里巴巴国内数字商业板块总裁戴珊宣布淘宝天猫的核心战略——通过内容化提升消费体验，两大抓手是逛逛和直播。22年双十一临近的前2个月，有超100家直播机构、多位抖音主播（包括罗永浩、东方甄选等）入驻淘宝直播，双十一直播期间新主播GMV同比增长345%，诞生62个破亿直播间，淘宝直播惊喜初显。

图表：传统电商平台2022“双十一”销售增长承压



资料来源：星图数据，华福证券研究所

图表：内容电商2022“双十一”战绩亮眼



资料来源：星图数据，华福证券研究所

▶ 短视频平台高频、高维，显示对其他业态渗透的高统摄性

- **本地电商领域，短视频直播的影响大于实物电商，当前尚处于演化阶段。**相对实物电商，本地生活在短视频直播载体传播优势有二：**1) 流量竞争压力更小——仅为本地而非全国性竞争，投放确定性更高；2) 短视频种草效率高，相比实物类已有认知与需求基础，本地生活与短视频的「内容种草」优势契合度更高。**据36Kr，抖音生活服务业务在22.10单月GMV超过100亿，创下新高。对此，美团与快手于21年12月底达成战略合作；22年1月，“快手小店”对本地生活行业商家开放入驻22年9月，快手成立了本地生活一级部门，负责人由此前电商负责人笑古担任，当前本地生活类短视频链接已在商业化内容中占据重要比重；美团的大众点评App也在灰度测试视频tab，以期后续拥有更大流量，减弱来自抖音的冲击。
- **除电商、本地生活外，招聘、房产、汽车等垂类行业也在被短视频+直播影响。**短视频平台内容丰富，用户自发需求内生出许多新业态雏形，平台经引导放大，如快手通过“快招工”“快说车”等探索直播产业化。

图表：快手直播产业化“快招工”（快聘）



资料来源：快手电商官网，华福证券研究所

图表：快手理想家生态闭环与业务图谱



资料来源：快手公众号，华福证券研究所

▶ 连带效率与颗粒度的提高

- **连带效率提高提高用户黏性，服务全域兴趣电商。**短视频关键词对于视频内容的概括更加精准，视频底部加入相关词条标签能够引导用户对内容进行更深入探索从而提高单次使用app时长；另外一方面，在评论区埋入搜索词是抖音将搜索板块纳入电商全域经验中心场的新渠道。
- **泛娱乐平台颗粒度细化，支持全域商业化，重塑各垂类赛道。**过去泛娱乐短视频平台的视频颗粒度较粗略，无法快速定位并持续提高用户兴奋阈值，用户容易感到“发腻”，而在垂直兴趣社区之中，所有的短视频内容均与该垂类有关，定位更加精准。随着标签的细化和算法的提升，泛娱乐短视频平台的颗粒度更加细致，一方面这有利于提高全域的商业化效率，将广告投放于更细分、精准的人群；另一方面将对垂类赛道平台形成冲击，重塑垂类平台功能与定位。

图表：抖音搜索词模块服务全域兴趣电商战略



资料来源：抖音APP，华福证券研究所

➤ 新势力、新算法、新流量

- **借助微信流量，打通微信生态。**视频号被定义为微信“最原子化的内容组件”，最大的是增长动力是微信的用户量和微信的关系链，目前视频号已经与与微信其他四大触点（公众号，朋友圈，私信，微信群）连通，形成五大触点交互引流的局面。
- **社交算法开创新玩法。**与抖音、快手进行私域和公域流量二次分配不同，视频号通过社交裂变实施“熟人推荐”模式，吸引用户来到浏览界面。首先映入眼帘的内容不是根据兴趣或热度推荐，而是根据用户的微信社交圈喜好，接下来才会引导用户来到更大的流量池，私域流量撬动公域流量，形成强化的内容网状传播。
- **商业化手段丰富，视频号直播带货处于红利期。**视频号突破了以往腾讯一贯风格，自上线之初就瞄准了大规模的商业变现，从互选广告、小店、直播打赏到直播电商，视频号商业化空间不断拓展。视频号为各商家基数庞大的导购私域池（微信群、好友、企业微信）提供了私域流量的新变现方式，即视频号直播电商，私域客户的高黏性和高复购率成为区别于公域直播带货的独特竞争优势。
- **视频号的出现有望在广告视频化的增长中，形成新的广告行业格局。**视频号商业化率提升后将吸纳部分广告预算，在增量不明显的情况下，将改变广告行业的存量分配格局。

目 录

- 2022年回顾
- 「平台经济」的秩序之争
- 「内容经济」的文化溢价
- 「增量出海」的全域履约
- 「次世代」的新基建和新动能
- 投资建议
- 风险提示

文化软实力的提升是长期逻辑

- 政策面：党的二十大报告指出，必须**坚守中华文化立场**，提炼展示**中华文明的精神标识和文化精髓**，加快构建**中国话语**和**中国叙事体系**。随着我国在经济实力和政治地位上逐渐走向世界舞台中心，推动中华文化走向世界，在**文化上形成同我国综合国力和国际地位相匹配的国际话语权**。
- 文化自信和文化软实力的相关行业会及时享受到政策面的红利**。主旋律和国创的商业/工业化能力，会逐渐成为市场的筛选标准。1) 我们寻找文化与国力剪刀差下，能够有确定性受益机会的公司，中国终将跑出能够输出文化溢价的企业。中国作为世界第二大经济体，在经济实力方面美国、日本等强国的差距逐渐缩小，但是在文化实力方面与美国、日本仍有较大差距，差距在于美、日通过其强大的文化产业不断对外输出文化溢价作品，全球Top50的IP排名中，美国、日本分别占据48%和36%。2) 在寻找的过程中，我们关注审美定价权的回归。一千年前通过丝绸之路运往欧洲的瓷器，用中华之美卖出了溢价，掀起一股“中国热”，而非迎合西方的审美卖出溢价，在回归中我们会更关注符合这一特征的文化IP。

图表：文化IP培育，促进软实力与硬实力的提升



资料来源：华福证券研究所

► 文化软实力的提升载体——主旋律影视

- **主旋律电影成为票房重心，实现主流化、大众化。**近年来，主旋律电影逐渐成为国家重视发展、人民喜闻乐见的艺术形式。目前在中国电影影史票房榜上，《战狼2》《长津湖》两部主流大片，分别以56.94亿和57.75亿的票房成绩极大抬高中国电影票房上限。从国庆档看，自2019年以来，《我和我的祖国》《我和我的家乡》《长津湖》《万里归途》几部新主流大片成为了四年来国庆档绝对的领跑者。
- **主旋律题材来源广泛，有充分创作空间。**主旋律电影之所以能成为提高国家文化软实力的重要阵地就在于其以讲好中国故事、塑造中国形象为主旨，并且从战争、军事等经典题材随时代热点和群众需求开辟出女排精神、抗疫斗争等新方向，主旋律影视的题材强可塑性支撑起广阔的发展空间和多元化的发展方向，使中国故事深入人心，走向世界。
- **博纳影业：开创主旋律电影商业化的新篇章。**2014年《智取威虎山》的问世，揭开了主旋律电影创作的崭新篇章；《湄公河行动》《战狼2》《红海行动》等一系列电影将主旋律与商业化进一步融合；《中国机长》以真实事件改编，既兼顾主流价值观又具有商业元素；《我和我的祖国》《我和我的家乡》“组合式”的思维模式强化了主旋律电影的商业性和娱乐性，彻底颠覆了传统模式；《长津湖》以57.75亿元开创中国影史票房新高度，成为主旋律电影最成功的范例。
- **芒果超媒：国企背景制作主旋律水到渠成。**芒果超媒脱胎于湖南广电，作为党媒国企，芒果依托媒体平台属性，发挥价值引领优势打造一系列主旋律综艺节目，无论剧集《我在他乡挺好的》《天下长河》还是综艺《再见爱人》《披荆斩棘》，都体现了芒果对时代变化的深刻理解、对社会情绪的深刻洞察，让内容作品更有作为，让主流宣传更有特色。

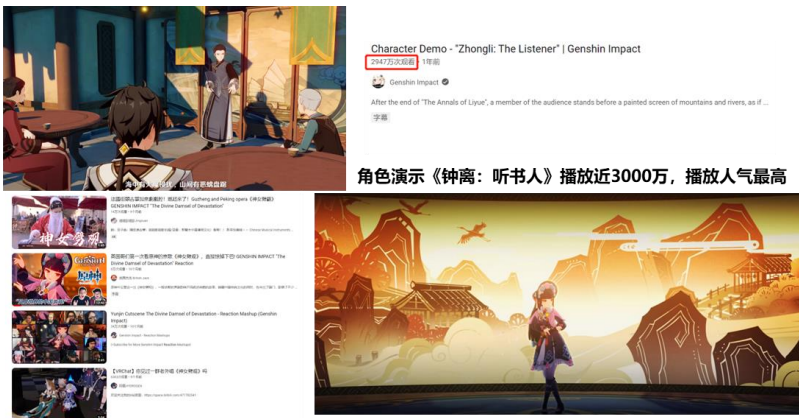
► 文化软实力的提升载体——国创

- **国创影响力日渐扩大。**国创动画作为形式更加自由、表达空间更加广阔的内容形态已经成为在年轻人中具备高社交热度、强影响力和巨大商业价值的内容。2022年一部国创动画作品突破千万播放量的需要天数从2021年的3个月缩短至41天，其受众外延还将不断扩大。
- **国创传递文化自信，培育民族自信。**从《大圣归来》到《白蛇缘起》再到《哪吒》，国创作品以中国传统文化精髓为内核，以全新形式为其注入活力，激发中华传统文化自信，同时也是培育中华民族未来一代的文化自信、民族自信。如今，动画也已经区别于“Anime”，逐渐成为海内外观众关注和讨论的标签，国创动画是中华文化软实力向外输出的重要载体。
- **哔哩哔哩：1) 国创粉丝基础深厚。** B站用户以“Z世代”人群为主，根据B站财报，B站用户中近80%的用户为24岁以下年轻人，主要分布在一二线沿海发达地区；同时，B站本科及以上学历比例高出全网10%，平台的文化素质水平较高。生长生活于祖国强大时期的年轻人群体具有高层次的家国情怀和社会使命感，对于主旋律影视作品的共情能力也更强烈。2022年B站国创动画发布会上，B站COO李旎介绍，2022年8月B站国创区MAU达到9600万，其中二、三线城市观众占比40%，25岁以上用户一年内增加了700万人。B站作为国内Z世代人群浓度最高的平台，具有活跃的社区氛围和超强的二次创作能力，国创作品在B站上线能够充分利用年轻一代的想象力，使作品的生命力得到滋养和创新发展，发挥其最大影响力。**2) 国创扶持计划有序开展，国创孵化初见成效。**2017年，B站设立国创专区，同年11月，“哔哩哔哩国创支持计划”亮相，表示将从投资、运营和商业开发等多个层面，全流量支持国产动画。2021年国创发布会，B站发布寻光计划以及原石、胶囊、小宇宙三个子计划，原石计划开展一年以来挖掘出50名动画新星，胶囊计划也推动了14部国创动画的上线。B站对国创发展的重视创造了浓厚的国创创作氛围。在2021年，B站国创动画发布会上，提出made for global的愿景。

文化软实力的提升载体——游戏

- 近年来火遍全世界的米哈游旗下的超人气游戏《原神》在取得巨大经济效益时，同时也成功地将中国文化传播到了世界。《原神》根植于中国文化的土壤并汲取中国文化的滋养塑造出了极具东方韵味的“璃月”这一区域，将中国文化与游戏有机的结合起来并在海外收获了大量好评。通过游戏这一高效媒介，《原神》中蕴含的中国文化元素在海外的玩家群体中飞速传播，起初海外玩家出于对游戏的喜爱逐渐了解中华文化，领略到中华文化之美，润物细无声中实现文化输出。

图表：CGTN此前京剧视频吸引原神玩家



角色演示《钟离：听书人》播放近3000万，播放人气最高

《神女劈观》京剧热+大量二创

资料来源：Youtube，华福证券研究所

- 文化产品只有先在内容上被接受、质量上被认可，才能打开外国玩家（或读者、观众）的好奇心，激发他们的兴趣，从而实现有效的文化输出。近年来随着国人文化自信自强的提升，蕴含中国元素游戏出海成为中国游戏人的目标与追求。

➤ IP产业链环节分散，游戏厂商探索整合之路

- **打造IP全行业合作平台形成IP长线经营合力。相对于数量庞大、纷繁多样的IP，国内大多数IP生产、经营环节割裂现象较为严重，并未形成标准化、流程化的产业链。1) 全行业合作打造IP生态链，更好发挥IP自身价值。**上下游缺乏合作容易导致IP开发环节割裂，缺乏从IP核心价值观出发的顶层设计，从而出现魔改滥改的情况，致使最终用户粉丝反馈和体验差。**2) 建立以IP为核心的业务平台，助力IP产业的工业化、标准化。**对比国外迪士尼、漫威宇宙等IP宇宙，国内IP尚未形成工业化、标准化的打造流程，规模体系较小，IP的长线经营正是为国内IP生产提供了规范化、流程化的机会，规范化的IP生产才能实现IP的跨际代流传，生生不息并发挥其最大价值。
- **游戏厂商凭借强大资金优势探索整合旗下IP产业链。**1) 2022年9月16日，米哈游对外宣布正式开启《原神》动画项目，由《原神》项目组与动画制作公司ufotable成立动画制作委员会共同负责动画制作；对于《原神》本身而言，在游戏内容已经十分出色的情况下可以通过动画的形式延长IP生命力，有利于IP的长线经营。2) 《王者荣耀》则凭借其成熟开发能力对自身IP产业链进行延伸，并于11月12日王者荣耀七周年活动“共创之夜”上公布3款IP新游的新动态；发布王者荣耀系列电影计划全新概念片；宣布动画番剧《是王者啊》第二季定档2023年上半年。游戏、动画、电影三方面的齐头并进是王者荣耀实现IP自我延伸和整合的重要探索。

图表：原神动画项目引发大量关注



资料来源：哔哩哔哩官网，华福证券研究所

图表：王者荣耀系列电影概念片发布



资料来源：哔哩哔哩官网，华福证券研究所

目 录

- 2022年回顾
- 「平台经济」的秩序之争
- 「内容经济」的文化溢价
- 「增量出海」的全域履约
- 「次世代」的新基建和新动能
- 投资建议
- 风险提示

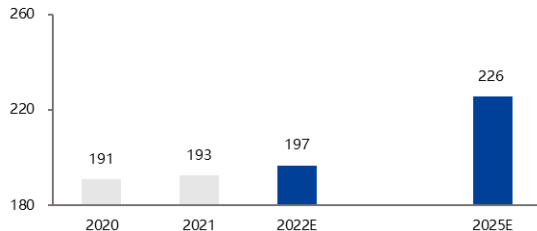
基于国内优势复制下的出海机遇——运营升维之游戏

中国互联网传媒公司在国内已经积累了一定的优势，通过复制国内产品/商业模式的优势，短视频、电商和游戏在海外有望获得进一步发展的机遇。

➤ 游戏：基于流量运营与商业化优势，对增量市场的输出

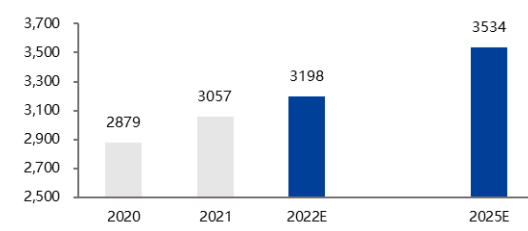
- 国内市场游戏用户增量有限+版号收缩下，出海寻求增量市场是多数厂家的共同选择。
- 国内厂商优势主要集中于流量运营与商业化能力，此前主要以国内产品的本地化为主，当前更多直接面向海外市场发行。工业化的运营模式（腾讯）和工业化的生产模式（网易）有望出现统治性爆品。
- 投放套利空间仍在，去往成熟市场（流量ROI更高）并站稳的公司值得关注，成长空间更大。美国、日本作为高用户价值的出海地区，始终占据最大比重。

图表：2020-2025年全球游戏市场规模及预测（单位：10亿USD）



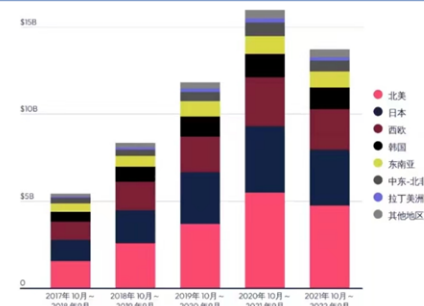
资料来源：Newzoo，华福证券研究所

图表：2020-2025年全球游戏玩家数量及预测(单位：百万人)



资料来源：Newzoo，华福证券研究所

图表：2017.10-2022.9中国游戏发行商用户支出趋势（单位：美元）



资料来源：data.ai，华福证券研究所

➤ 三七互娱：“因地制宜”策略

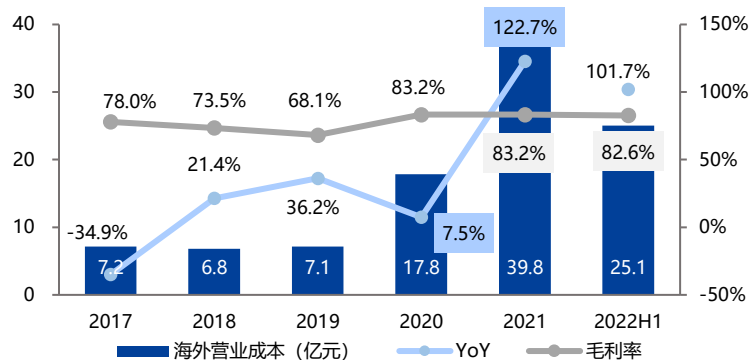
- 海外市场营收迅速增长。**三七互娱海外品牌 37GAMES 在买量模式下，采用“因地制宜”的策略，积极寻找流量洼地通过流量运营进行套利，海外业务已覆盖全球 200 多个国家和地区。产品端方面，在海外市场形成以 MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营为基石的产品矩阵，并且根据市场的特点，在不同地区重点发行不同类型的游戏；发行推广端方面，针对不同市场做定制化的运营和推广，根据不同用户的特点，在游戏内容和推广素材上做出差异化，更好地获取和留住当地的玩家。17-21年三七互娱海外营收 CAGR 达到 51%。

图表：37GAMES海外市场产品矩阵储备情况

游戏类型	储备情况
MMORPG	《代号 XXZ》《曙光计划》《代号魔幻 K 计划》《不朽觉醒》《梦想大航海》
SLG	《小小蚁国》《代号三国CB》《代号 S》《代号 DG》
卡牌	《空之要塞：启航》《光明冒险》《铁杆三国》《上古王冠》《最后的原始人》《代号二次元 ZQ》
模拟经营	《代号合伙人》《代号旧时光》《代号森林》

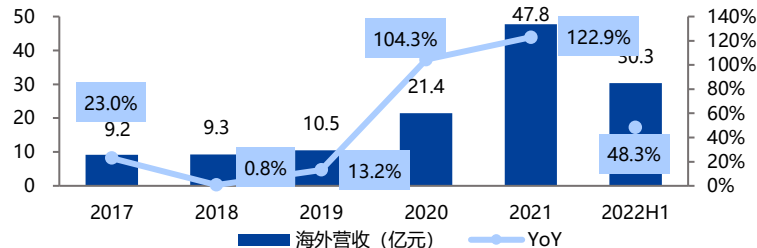
资料来源：2022年三七互娱半年报，华福证券研究所

图表：三七互娱2017-2022H1海外市场成本情况



资料来源：三七互娱财报，华福证券研究所

图表：三七互娱2017-2022H1海外市场营收及增长率

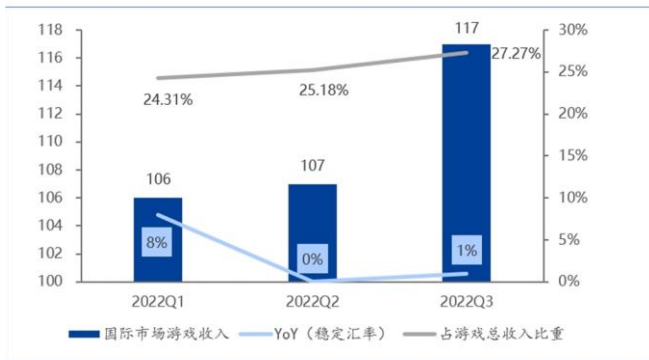


资料来源：三七互娱财报，华福证券研究所

► 腾讯：投资收购+ Co-Dev 模式+海外发行线，搭建全球化版图。

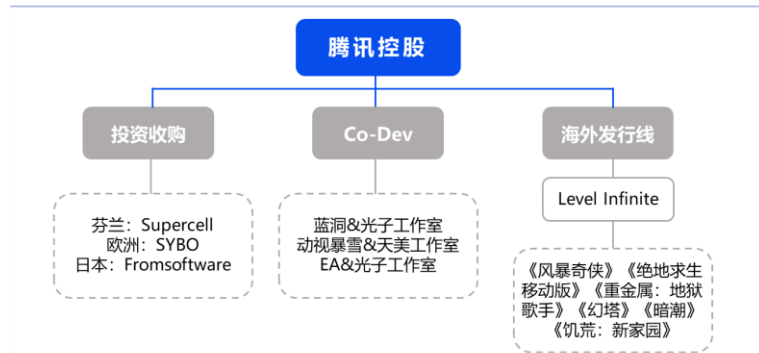
- 投资、收购优秀海外游戏公司，深化 Co-Dev 模式，携手全球知名游戏厂商。** 经过近些年来在国内的发展，腾讯 3A 研发实力普遍得到了增强，其一大产品策略是同海外有著名IP的端游公司合作，形成互补。根据 Sensor Tower 的统计数据，蓝洞授权腾讯光子工作室制作开发的《PUBG Mobile》从 2020 年起连续蝉联全球 IP 游戏下载榜首；天美工作室与动视暴雪联合开发的《CoDM》在 2022H1 以近 600 万下载量位居出海美国下载榜第一名；2022 年 5 月 17 日，光子工作室与 EA 合作研发的端游 IP 射击游戏《Apex 英雄手游》正式发行，在 2022H1 出海美国下载榜位居第二。
- 积极构建海外发行线。** 2021 年 12 月，腾讯游戏宣布推出海外发行品牌 Level Infinite，目前已发行的包括《风暴奇侠》《绝地求生移动版》《重金属：地狱歌手》《幻塔》《暗潮》《饥荒：新家园》等。2022 年 6 月 8 日，Level Infinite和天美工作室确认《Honor of Kings》（王者荣耀国际版）将于 2022 年底在移动设备上全球发布。

图表：腾讯22Q1-3海外游戏收入占比持续提升



资料来源：腾讯财报，华福证券研究所

图表：腾讯海外布局

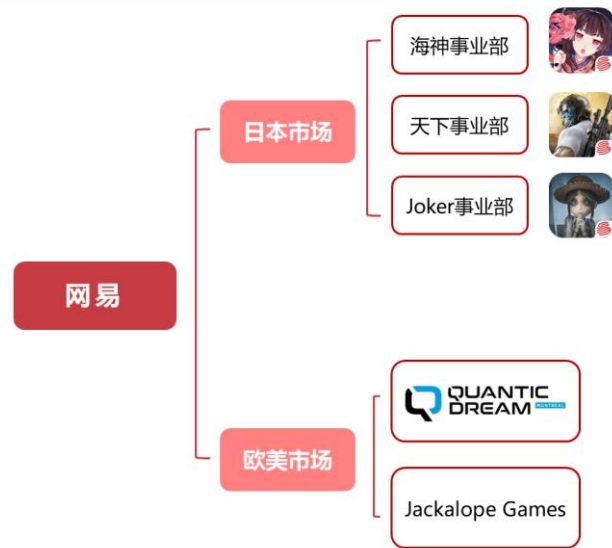


资料来源：公司财报，公开资料，华福证券研究所

► 网易：自研 IP，从日本市场向全球市场拓展。

- **深耕日本游戏市场。**根据 data.ai 的估算数据，在 2022 年 8 月中国游戏厂商日本市场出海收入排行榜中，网易继续维持第一。自 2017 年开始，网易就瞄准日本市场，在国内大火的一系列手游：3D 半即时回合制 RPG 手游《阴阳师》、第三人称射击游戏《荒野行动》、非对称性对抗竞技类游戏《第五人格》，也纷纷在日本获得了成功。中国游戏厂商应用日本市场 iOS 端出海收入榜单中，前 30 款游戏，网易上榜 3 款，其中《Knives Out》位列第一。
- **扩大海外游戏市场，从亚洲走向欧美。**网易 CEO 丁磊在 2022Q1 业绩电话会上表明计划未来将海外市场在网易游戏业务中的占比扩大到 40%~50%。2022 年 8 月 31 日，网易宣布收购法国游戏公司 Quantic Dream，该游戏公司开发的的游戏有《恶灵都市》《华氏》《暴雨杀机》《超凡双生》和《底特律：变人》，在欧洲拥有了第一家游戏工作室。2022 年 5 月，网易宣布在美国德克萨斯州奥斯汀设立首个游戏工作室——Jackalope Games，致力于开发 PC 和主机游戏，该工作室由行业资深人士 Jack Emmert 领导，在游戏开发和发行上保持独立性。

图表：网易海外布局



资料来源：公司财报、公开资料整理、华福证券研究所

➤ 游戏出海未来新方向：从 Copy from China 到 Born to Be Global。

- Copy from China:** 近年来，中国游戏厂商将在国内积累的手游制作、用户数据和产品运营方面突出的优势复制应用到海外市场，取得了不错的成绩。TGA 在 11 月 15 日公布的 2022 年各大游戏奖项提名的名单中，**最佳移动游戏提名的五款游戏均是中国游戏厂商参与研发或发行**，包括：腾讯与EA共同研制的《Apex英雄手游》、网易和暴雪联合开发的《暗黑破坏神：不朽》、米哈游的《原神》、朝夕光年的《Marvel Snap》和完美世界的《幻塔》。
- Born to Be Global:** 随着海外游戏市场的成熟，游戏产品的供应量将不断增大，各厂商推广积极程度也会不断变高。想要维持市场份额，就必须更加关注游戏的品质，提高自身的原创能力，将游戏本土化，贴合海外用户的文化背景和价值观，中国游戏厂商通过建立海外工作室，不断加强与海外游戏人才的合作，提升它们在全球化的发展速度。

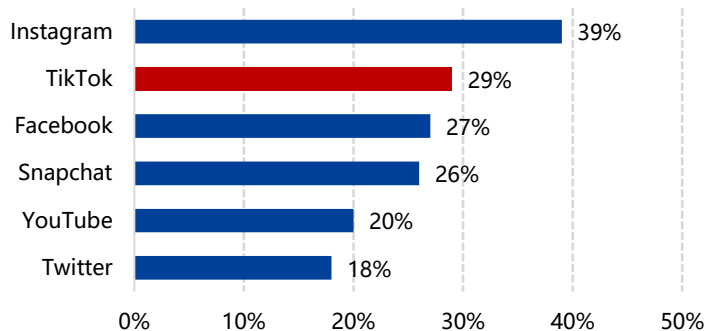
图表：近年主要游戏厂商海外工作室布局情况

时间	公司名称	工作室	地区	领域	作品
2019.7	网易	蒙特利尔工作室	加拿大蒙特利尔	3A级PC和主机游戏	《孤岛惊魂》
2020.6	网易	樱花工作室	日本东京	主机游戏	动作RPG、狂热粉丝系列新型战斗游戏、原创IP合作型动作游戏（在研）
2022.1	网易	名越工作室	日本东京	家用主机游戏	-
2022.5	网易	Jackalope Games	美国德克萨斯	PC和主机游戏（MMO）	-
2022.7	网易	Jar of Sparks	美国西雅图	叙事驱动的动作游戏	-
2022.8	网易	Quantic Dream S.A.	法国巴黎	互动叙事游戏	《恶灵都市》《底特律：变人》等
2022.11	网易	GPTRACK50	日本大阪	高品质PC和主机游戏	-
2020.1	腾讯	Funcom	荷兰	电脑游戏	《野蛮人柯南》
2020.7	腾讯	LightSpeed LA	美国洛杉矶	3A级开放世界游戏	-
2021.1	腾讯	Klei Entertainment	加拿大温哥华	PC游戏	《饥荒》
2021.6	腾讯	TiMi Seattle	美国西雅图	PC和主机游戏	FPS在线竞技游戏（在研）
2021.6	腾讯	Uncapped Games	美国洛杉矶	PC平台的RTS游戏	-
2021.7	腾讯	天美蒙特利尔	加拿大蒙特利尔	3A级开放世界RPG游戏	-
2021.10	腾讯	天美F1	美国洛杉矶、西雅图、加拿大蒙特利尔、新加坡等	3A级射击/动作游戏	-
2021.10	腾讯	Team kaiju	美国洛杉矶、西雅图	3A级第一人称射击游戏	-
2022.2	腾讯	Inflexion Games	加拿大埃德蒙顿	角色扮演类游戏开发	《夜莺》
2022.3	腾讯	Tequila Works	西班牙马德里	动作类游戏开发	《RiME》《Deadlight》等
2022.5	腾讯	利物浦工作室	英国利物浦	-	-
2022.6	腾讯	LIGHTSPEED STUDIOS	全球	-	-
2022.7	腾讯	SYBO	丹麦哥本哈根	休闲手游	《地铁跑酷》
2021.11	米哈游	蒙特利尔工作室	加拿大蒙特利尔	3A/开放世界/射击游戏	-
2022.7	米哈游	HoYoverse	新加坡	沉浸式虚拟世界体验	-

资料来源：公司财报、华福证券研究所

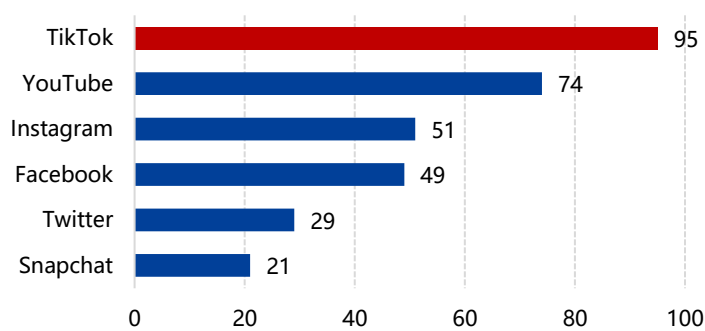
- **短视频：以TikTok 为代表的短视频出海，其活跃用户与日均使用时长双高，但商业化相对初期。**
- **TikTok当前商业化与流量表现中间有巨大gap。**根据 TikTok 官方公布数据，2021 年 9 月全球月活跃用户超过 10 亿。另外根据 Sensor Tower 的数据显示，TikTok 活跃用户（一个月中每天都打开软件的用户）占比为 29%，仅此于 Instagram 的 39%，日均使用时长高达 95 分钟，位居榜首，超过了 YouTube、Instagram 等全球性娱乐产品。当前的 TikTok 时长与活跃用户双高，但商业化相对初期。但由于国内短视频已经形成了较为成熟的商业模式，通过复制现有国内短视频发展路径，海外能有更快的发展速度。

图表：22Q2全球各大APP活跃用户占比情况



资料来源：Sensor Tower Consumer Intelligence, 华福证券研究所

图表：22Q2全球各大APP用户日均使用时长（分钟）

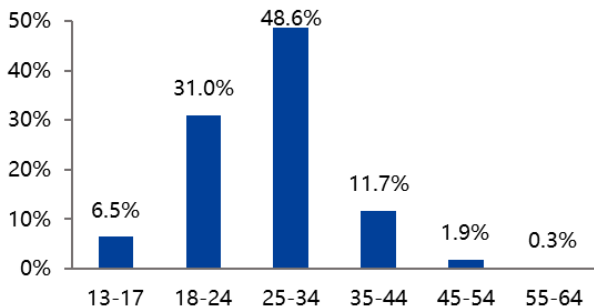


资料来源：Sensor Tower Consumer Intelligence, 华福证券研究所

➤ 商业化增长展望：TikTok用户结构相对年轻，更有商业化潜力。

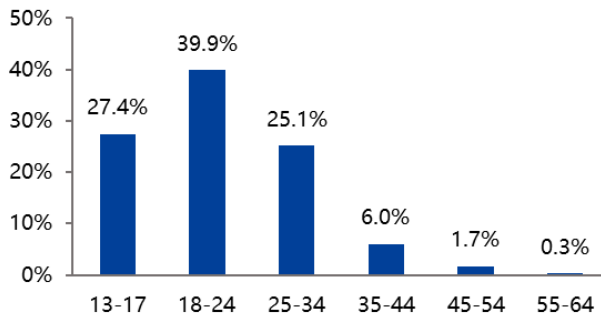
- **从年龄结构来看，TikTok 的用户更显年轻化。**根据 Influencer Market Hub 统计数据显示，Instagram 的用户主要集中在 18-44 岁，占比达 91.4%，其中 25-34 岁这一群体占比达 48.6%；TikTok 的用户主要集中在 13-34 岁，占比达 92.4%，其中 18-24 岁这一群体占比达 39.9%。**TikTok 用户的消费潜力尚有较大的挖掘空间。**TikTok 在现有基础上仍可以吸引更多 25-44 岁年龄段的群体，这一年龄段的用户将会为 TikTok 带来更大的收入。
- **更多的名人将使用 TikTok 来与年轻人交流。**不少年轻明星在出名前已经拥有了自己的 TikTok 账号，同时其他年龄段的名人也都开始注册自己的 TikTok 账号来与自己的年轻粉丝们交流活动。**为了吸引年轻客户，各大品牌商会选择 TikTok。**海外品牌商将会更多的在 TikTok 上展现品牌，通过直播、投放广告、品牌标签挑战等来吸引年轻客户群体。

图表：按年龄划分的Instagram用户结构



资料来源：Influencer Market Hub，华福证券研究所

图表：按年龄划分的TikTok用户结构

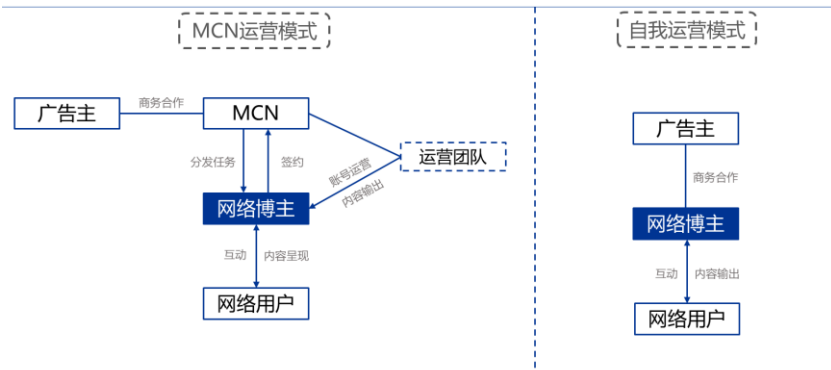


资料来源：Influencer Market Hub，华福证券研究所

商业化增长展望：需要注意的是，商业化上海外环境与国内存在差异。

- **数据标签呈现离散化。**由于 TikTok 是全球流量，不同国家、地区语言文化差异较大，数据标签难积累到显著的量级，导致在一定程度上流量无法实现更为精准地投放，依然是Google和Facebook之外的可选渠道。
- **国内外账号运作模式存在差异，商业化介入程度低。**在国内，大部分自媒体博主都会和 MCN 机构进行签约合作，商务洽谈、账户运营、脚本创作等事务由 MCN 机构负责，而博主则主要负责在视频和直播中出境。而海外 MCN 机构较少，其大多只与头部网红博主合作，大部分自媒体博主更愿意自我创作、自我运营，展现个性。MCN化程度提高，将大大加速商业化进程。
- **商业化方面，关注地区ROI的打平，再到整体性的盈利。**海外短视频与国内用户习惯差异性较大，后视镜逻辑不能十分成立。出海企业更重视本地化运营，重点关注商业模型的搭建与稳健性。

图表：国内外账号运作模式对比



资料来源：公开资料整理、华福证券研究所

➤ 国内电商赛道流量已近天花板，跨境电商增速快于国内。

- 国内市场流量几乎已经接近电商行业的天花板。从体量和增速对比看，跨境电商已与国内电商体量相当，且近几年增速好于国内。

➤ 跨境电商规模稳步增长，海外市场有较大挖掘空间。

- 新冠疫情的爆发改变了人们的生活方式，海外将会有越来越多的人选择电商平台进行购物；同时受疫情影响，全球经济增长放缓，人们对商品的价格更加敏感，中国电商出海恰逢其时。

图表：2015-2021年国内实物商品网上零售额规模及增速



资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：2015-2021年跨境电商行业出口规模及增速



资料来源：Wind，华福证券研究所

➤ 供应链——电商出海优势

- 高通胀背景下美联储连续加息，借贷成本上升，消费者购买力下降，消费降级趋势愈发明显。中国跨境电商通过国内积累的运营优势+海外供应链节点的布局降低产品价格，对海外消费者吸引力不断提升。
- **国内运营经验优势明显。**中国的出海互联网企业凭借国内的流量优势，前期已经积累了大量经验形成了一套较为成熟有效且可复制的运营模式，在此基础上，提高了开拓海外市场的效率。
- **积极布局供应链，降低产品出海成本。**对于跨境电商而言，供应链的布局非常重要。以拼多多跨境电商平台 TEMU 为代表，供货商方面，TEMU 选择国内供货商，充分利用国内供应链的超低成本；仓储方面，TEMU 在内地设置了用于集货的跨境仓，产生订单后集中发货；物流方面，TEMU 依赖第三方极兔速递，与其签署了战略合作框架协议，利用该公司的运输网络降低物流成本。

图表：美国及欧元区CPI走势图

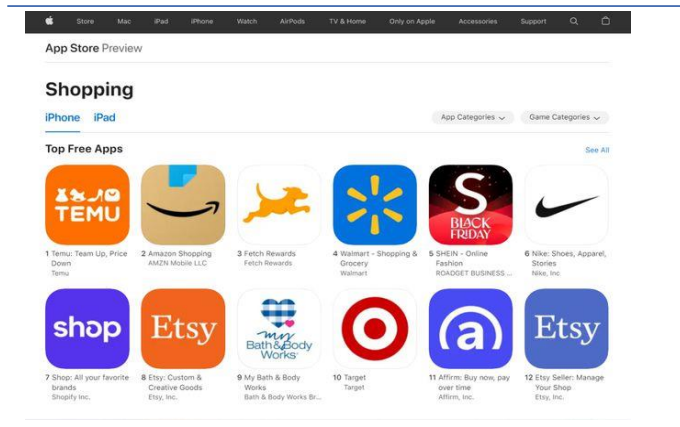


资料来源: macroview.club, 华福证券研究所

➤ 拼多多推出 TEMU，跨境电商平台呈现出新的可能。

- **TEMU 起势迅速：**2022 年 9 月 1 日拼多多跨境电商平台 TEMU 正式在美国上线，9 月 1 日到 9 月 15 日为测试期，之后全量开放售卖。根据 ShopTop 品牌出海智库数据显示，在美国时间 2022 年 10 月 17 日 TEMU 在 iOS 应用商店购物类 App 下载榜超越亚马逊登顶，TEMU 从零开始直接走向顶峰仅用时1个月有余，发展势头强劲。据 36 氪，在 TEMU 上线一个多月后，日均 GMV 突破了 150 万美元，日活成交用户数约 6 万，30 天复购率达到了 10% 左右，下载用户数量近 80 万，入驻的商家数量近 3 万个，SKU 在 30-40 万个，涵盖了 24 个一级类目。
- **TEMU 找准利基市场，主打低价：**TEMU 提出了“Team Up, Price Down”（人越多，价越低），只要将链接分享给朋友，双方都能享受 40% 的折扣。这主要与 TEMU 的经营模式有关，TEMU 的供应商与 Amazon 供应商不同，Amazon 供应商有自主定价权，而 TEMU 会在同类供应商中挑选价格最低的，然后 TEMU 在此基础上以低价再卖给用户。因此为了防止供应商流失同时使自己获得更多收益，TEMU 就会鼓励更多的用户来购买商品。

图表：App Store商店购物类App界面



资料来源：ShopTop品牌出海智库，华福证券研究所

- **从 SheIn 到 TEMU ，前者在成长初期享受流量红利获客，后者则有资本优势的加持。** SheIn 在 2010 年就开始用“红人推荐”的方式进行站点引流，享受了流量的红利，如今虽然 TEMU 已经错过了流量红利的窗口期，但拼多多作为上市公司，拥有更加雄厚的资金来源和更便捷的融资渠道，雄厚的资本优势为 TEMU 开启推介奖励模式快速获客占领市场提供了可能。
 - **TEMU 的类直营模式与 Wish 的平台模式对比下，TEMU 更能保证产品质量。** 在 Wish 的平台模式下，商家进行自主经营，在积累的大量的用户后，出现了虚假商家和商品的情况，由于模式的缺陷导致无法做好产品质量，用户复购率和满意度下降，Wish 没能很好的维持前期的流量积累。在 TEMU 的运营模式下，商家只充当供应链的角色，TEMU 会对同类供应商的质量、价格、供货时效等方面进行对比，做出最佳选择。同时 TEMU 平台上出现质量问题的，商家需要支付 5 倍罚款，这在很大程度上保证了商品质量，从而提高了用户的复购率和满意度。
- **加大投入以及加强核心能力，变得比以往任何时候都更加重要。**
- **获客优势不再，复购率更为关键。** 1) 相比Shein，TEMU起步时获客成本已大幅提升。2) 国内拼多多的崛起靠得是低廉的获客成本、成熟的基础设施，但欧美市场获客渠道价格更高，产品利润低于国内市场，因此 TEMU 必须保证产品质量，以此提高复购；欧美客户非常关注自身隐私的保护，国内的获客模式难以应用；国外缺少微信小程序的加持，用户使用 TEMU 则必须下载 APP 或从浏览器前往 TEMU 购物平台，冷启流量相对国内难度更大。

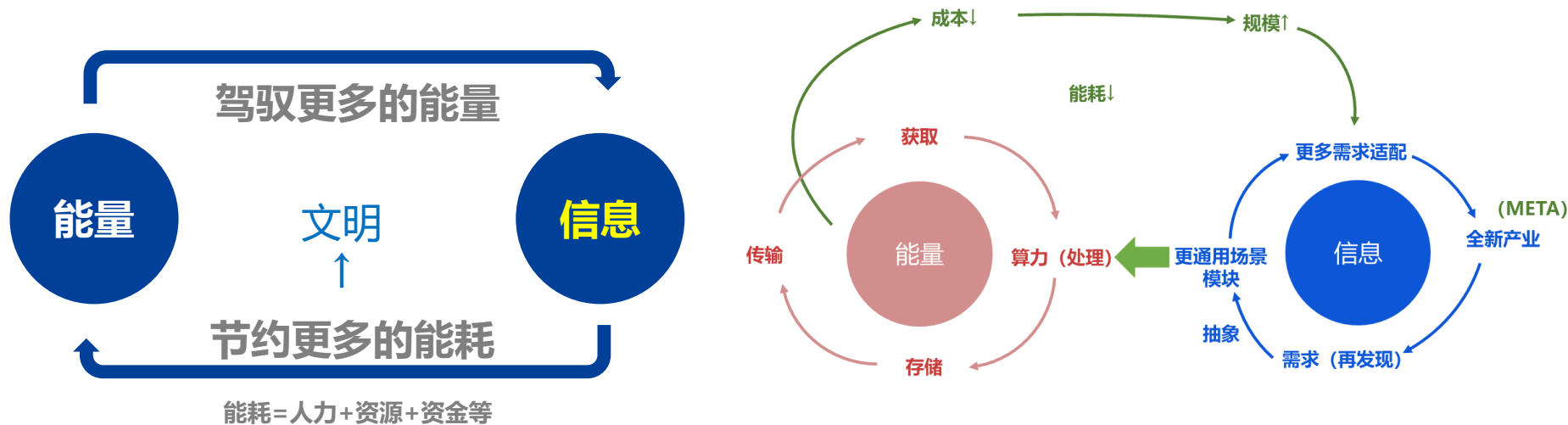
目 录

- 2022年回顾
- 「平台经济」的秩序之争
- 「内容经济」的文化溢价
- 「增量出海」的全域履约
- 「次世代」的新基建和新动能
- 投资建议
- 风险提示

「次时代」的新基建与新动能

科技发展的本质，更少的能源处理更多的信息，提升社会发展的生产力。传播信息的媒介随科技发展，媒介的变革也影响了信息的产生与交互方式。

图表：科技发展的本质——以更节能的方式展示更多匹配的信息

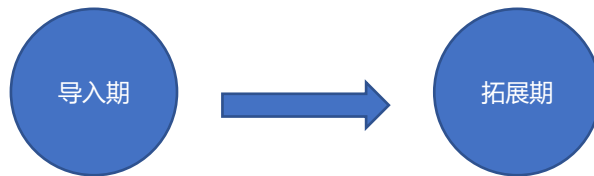


资料来源：华福证券研究所

「次时代」的新基建与新动能

➤ 历次科技革命的新基建和新动能

- **传统互联网**：PC、软件→PGC→存储云
- **移动互联网**：手机、App→UGC→存储云+计算云
- **全真互联网**：XR设备、XR相关App→AIGC→混合云



➤ 元宇宙作为互联网的下一代场景进入产业化发展阶段，XR设备有望成为当前的「新基建」

- **为什么要重视XR对生态的影响？** 复盘此前历次科技革命，Wintel/iPhone引领产业变革

图表：三次互联网浪潮下产业变革机会



资料来源：华福证券研究所

➤ Why XR：革命性的交互方式

- **人机交互的方式随着技术的发展不断变化，用户的体验也得到了不断地升级。**从最初仅仅停留在物理层面的输入交互、点击交互等传统交互模式，操作繁琐，易出错，给用户的体验感单一；到电阻、电容、红外触控屏以及基于 ASR、NLP、TTS 的语音交互功能的出现，增强了交互方式的便捷性和可操作性，但仍然缺少深层次的体验感；再到动作识别、无声识别的出现赋能 XR 交互打破虚拟和现实的边界，增强用户在感知、认知和操作三个层面的沉浸式体验。

➤ Why Now：新技术方案解决掣肘问题，大厂全力投入

- **此前的VR 设备在技术层面并不完善。**诸如纱窗效应、定位精准度不够、动作延迟等问题导致早期的 VR 设备并不能给用户带来非常好的沉浸式体验感，VR 设备市场发展缓慢。**2022 年再次掀起 VR 热，字节跳动的 Pico 4 和 Meta 的 Quest Pro 给用户带来全新体验，预计将推动市场的高速增长。**
- **新产品显示效果得到明显提升。**不论是 PICO 4 还是 Quest Pro 在光学方案上均采用了最新的 Pancake 方案，与传统的菲尼尔透镜方案相比光学解析力得到了很好的提升，同时产品更为轻薄，可以减轻 VR 头显设备的重量，提升了用户在使用 VR 设备中的视觉体验和舒适度。
- **政策助推XR产业化落地，C端更有爆发力，关注TOC应用领域的进展。**22年11月1日，工信部联合文旅部、广电总局、体育总局发布《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022-2026年）》，提出至2026年，产业总体规模超3500亿元，终端销量超2500万台，培育100家强创新能力与行业影响力的骨干企业。

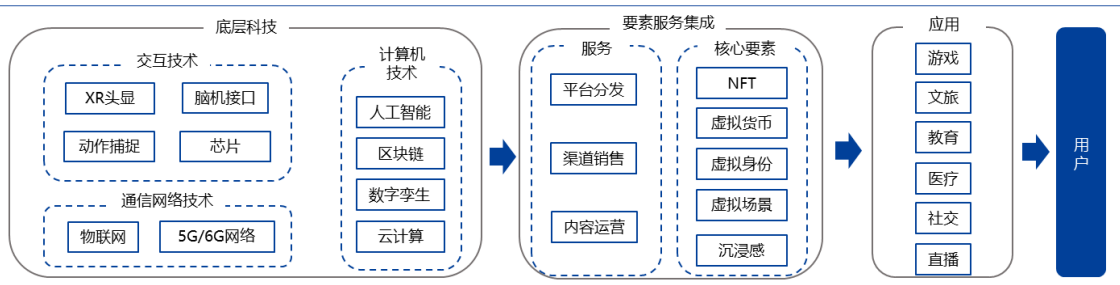
➤ 后续关注硬件端进展，特别是苹果MR的推出。内容与硬件互相促进，VR生态更快成熟。

- **VR新品硬件核心技术突破，消费市场大幅扩容。** Meta 旗下的 Quest Pro 搭载了眼动追踪功能的高分辨率传感器、用于跟踪 3D 位置的 Touch Pro 控制器，而字节跳动旗下的 PICO 4 则拥有亚毫米级定位精度和毫秒级追踪速度的 6DoF 空间定位。新产品在定位技术上的突破，给用户带来了更沉浸的体验。根据 IDC 中国的数据显示，中国 AR/VR 头显市场 21Q1 消费者市场占比仅有 35.9%，而 22Q2 消费者市场占比上升至 74.8%，提升了 38.9%。PICO 4 和 Quest Pro 新产品的发布，使 VR 一体机又一次成为了消费者关注的热点，预计将进一步带动消费者市场的增长。
- **更丰富的内容资源与使用场景。** 在传统的游戏方面越来越多的 VR 游戏可供玩家选择，字节跳动旗下的 PICO 商城拥有超 230 款各类型 VR 游戏。除了游戏，视频内容也是一个重要品类，三体宇宙已与PICO 达成合作，将共同制作首个 VR 版本《三体》互动叙事作品并于 2023 年上线，未来将会有更多高质量的VR 影视资源供用户体验。于此同时 VR 厂商在运动健身场景的开发是一大新的亮点，PICO 4 和 Quest Pro 均推出了运动健身应用以及各类健康传感器用于检测用户的运动数据。丰富多元的内容资源和应用场景，使 VR 对于消费者而言更具有吸引力。
- **内容与硬件生态双向促进，短期关注头部大厂硬件发布。** 不同厂商针对XR有不同理解，交互设计、光学与显示解决方案有不同技术路线，标杆性产品不断推出。由于XR对消费者而言是可选设备，内容生态的发展伴随于硬件，等待更多原生于XR的内容出现，成为XR设备的杀手级应用。2023年苹果MR和Meta的Quest3有望推出，苹果在硬件配置和用户交互能力上有显著优势，重磅新品将对行业有显著拉动作用。

➤ 随技术周期变化确定性的「变」与可跨越技术周期的「不变」

- PC并没有因为移动互联网而淡出历史舞台，而是成为了「生产力工具」。以元宇宙为核心应用场景，在这个「世代」，我们依然要去寻找随技术周期变化有确定性增长机会的「**要素服务的集成商**」和可跨越技术周期的「**要素服务的应用商**」，从中寻找新的动能。
- **要素服务集成商**：产能的确定性（引擎）、足够的数据和算力支撑的审美（AIGC）
- **要素服务应用商**：
 - 现成的网络效应可平滑迁移（微信/QQ等）
 - 现成的内容IP可平滑迁移到新基建，并且能够给予新基建扩大内容IP自身影响力（IP大厂等）

图表：元宇宙产业链



资料来源：公开资料整理、华福证券研究所

• **XR 技术集新一代信息技术于大成，发展硬科技的重要性更加提升。**未来厂商将更加注重创新的主体地位，从需求端出发通过 TOC 的软件应用消除技术瓶颈，从而更有效地推动硬科技的创新与发展。

• **突出用户需求，等待“杀手级”应用。**未来 C 端用户将是一个庞大的市场群体，在现有游戏、视频内容、健身等应用场景的基础上，厂商会更加突出市场导向，瞄准用户的需求，探索更多在现实生活中的应用场景，实现 XR 产品的普及之路。

• **相关产业链与行业生态趋于完善。**随着上游底层科技的创新与突破，中游要素服务的丰富与完善，下游应用场景的扩展与落地，整个产业链将不断趋于完善。

➤ 从游戏引擎到数字生产力，合成数据 + AI 引领元宇宙时代生产力的革命。

- **数字孪生创造合成数据，为世界降本。**在元宇宙的背景下，以Unity为代表的引擎产品从3D开发引擎延伸到了数字生产力的开发，其中一项重要技术就是数字孪生。数字孪生技术不仅可以模拟现实世界的真实场景还可以为现实世界增加特殊用例、特殊情况和特殊事件，大大提高了工程设计、产品研发的效率，降低了成本。
- **合成数据助推AI训练，为开发增效。**海量的合成数据可以创造更丰富的场景，同时还可以无进行偏差地训练AI算法，让工程师可以随时退回到之前的过程查看、分析算法，并移除偏差，与在真实世界强化过程的效率相比，有着指数级的提升。
- **Unity的数字生产力，让元宇宙更快到来。**Unity的数字孪生技术正更智能、更大规模地打造出符合元宇宙时代风格的数字资产，并让这些数字资产以更接近真实世界的方式与真人实现交互。未来，Unity会更加关注前沿AI技术，将引擎训练为创作者大脑的延伸，进一步降低数字资产开发的技术门槛，从而让开发成本断崖式下降，加速元宇宙的到来。

图表：WAIC2022上Unity CEO JR关于数字孪生主题演讲



资料来源：WAIC2022，华福证券研究所

➤ AIGC 作为生产力工具正迎高速发展，加速元宇宙生态成熟。

- **需求端：用户对内容质和量双高要求+低成本扩展内容以更快产业化。**随着互联网的不断发展，用户对内容消费的需求飞速增长，传统的内容生成方式均存在一定的缺陷：PGC能保证生产内容的质量，但难以实现规模化；UGC提高了产能天花板，但内容质量参差不齐，均难以匹配扩张的需求。AIGC 能够很好地弥补内容生态的缺口。
- **Timing：扩散模型 Diffusion Model 突破，Stable Diffusion开源，AIGC 进入发展快车道。**过去生成对抗网络 GAN 被广泛用于 AI 训练，通过同时训练一个判别器和生成器，在相互对抗的过程中提升两者，使其达到纳什均衡，但存在着不稳定和模型缺失等缺点。而扩散模型以更接近人的思维模式对 AI 进行训练，使用户可以通过自然语言与AI进行交互，生成用户想要的高质量图像。不少团队利用其中的开源框架来设计推出自己的 AIGC 产品。
- **落地方式：按需付费，但AIGC作为技术推动需求，商业模式还有待清晰。**元宇宙时代，用户在虚拟世界中停留的时间将会越来越多，而 AIGC 的内容也会往虚拟化和 3D 化不断演进。随着用户对用户需求量及质量的提升，AIGC 在图像创作外，还可以应用到文字、视频创作、音频剪辑、游戏开发和代码生成等多领域。其中可以实施的商业模式包括了作为底层平台接入其他产品对外开放，按照数据请求量和实际计算量计算收费、按产出内容量收费、直接对外提供软件收取订阅费、通过模型训练收费以及根据具体属性（如授予版权等）收费。但从内容生成角度，AIGC从推动更多内容可以被生产出来的角度难以成立，从优化减省当前工作效率角度做商业化将更为可行。

确定性方向二：要素服务应用商——内容与关系链

➤ 腾讯、米哈游、META等巨头以社交、内容切入元宇宙。

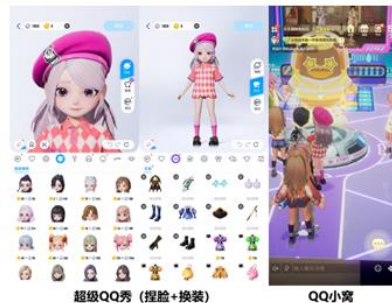
- 切入方式——CP方：**米哈游22年2月14日宣布推出前瞻品牌Ho Yoverse，该品牌旨在通过各类娱乐服务为**全球玩家**创造和传递虚拟世界体验，使命是打造一个由内容驱动的宏大虚拟世界，游戏、动画和其它多种娱乐类型在这里融合，为玩家提供高自由度和沉浸感。22年7月，于新加坡开设的新Ho Yoverse总部正式启用，新加坡、蒙特利尔、洛杉矶、东京、首尔均有办公室；9月，Supercell前总经理兼全球工作室负责人Jim Yang加入游戏公司HoYoverse，负责国际业务。
- 切入方式——社交关系链：**基于真实身份社交并形成社交关系链的平台，在场景迁移时有关系链续存的高确定性，社交巨头Meta、腾讯分别以Horizon Wrolds和超级QQ秀+QQ小窝为载体进行试水验证。

图表：米哈游Ho Yoverse产品矩阵



资料来源：Ho Yoverse官网，华福证券研究所

图表：腾讯QQ：超级QQ秀+QQ小窝



资料来源：手机QQ截图，华福证券研究所

目 录

- 2022年回顾
- 「平台经济」的秩序之争
- 「内容经济」的文化溢价
- 「增量出海」的全域履约
- 「次世代」的新基建和新动能
- **投资建议**
- 风险提示

- 当前板块从中长期看处于估值低分位，压制估值的因素逐步向好，地缘政治风险缓释、港股流动性拐点向上；监管对基本面的影响已逐步明朗、趋于常态化，且在监管之下基本面夯实，为长期增长打下更好基础；对估值和基本面均有压制的疫情因素尚有不不确定性，但这已充分隐含在市场的定价中。
- **对整体行业的看法——围绕平台和内容两条主线**
- 从变现确定性看，平台型业务收入确定性更高，内容型当前处于IP打造阶段，货币化确定性弱，平台型仍将给予更高估值
- 从变现空间看，业务基于流量变现，拆分为流量与单位流量价值维度，最高的分别是短视频平台和电商平台。当前流量增长空间均有限，单位流量增长空间短视频依然有潜力，短视频的业务形态扩展上空间更大。
- 所以，我们认为短视频依然是景气度更高的方向，为首要推荐；游戏，头部大厂看估值修复，中小厂关注版本号发放带来的业绩弹性；电商板块，提质增效基本面转好、消费者心智稳固，跟随行业 β ；院线，政策边际放松后估值修复，具有反弹弹性。

➤ **结合投资主线，对板块的具体配置可结合基本面景气度和反弹动能。**

➤ **景气度方向（内生：增长势能与竞争格局持续向好；外部：疫情/政策影响消化）**

- **短视频：**1) **流量优势明显，商业化潜力持续释放。**宏观经济走弱，广告主追求确定性投放，短视频因有流量增量、投放效果可评估、闭环成交等优势，实现逆势增长。变现方式上，首要驱动是直播电商，持续获取电商大盘份额，人货匹配与履约能力构建中，并为商家打造长效化运营基建；本地生活电商增速迅猛，正成为第二曲线。2) **竞争格局趋好，盈利能力提升。**获客端费用大幅改善，后续看高毛利率业务牵引整体盈利能力提升。（建议关注快手-W）
- **游戏：**1) **估值有望率先修复：**政策显暖意，官媒逐步肯定游戏的科技与文化价值，未成年人防沉迷工作取得阶段性成绩，版本号恢复发放，头部厂商新品有望陆续获得版号审批，提振业绩预期与市场情绪，估值有望修复。2) **业绩端中小厂有弹性大厂看生命周期：**中小厂更依赖新品拉动，版本号恢复后业绩弹性更大（建议关注百奥家庭互动），对于大厂而言，关注核心IP的生命周期，看好高独占性、非冲动型消费占比更大、适配老龄化的玩法的游戏（建议关注腾讯控股、网易-S、吉比特）。
- **电商：**1) 基本面更为扎实，降本增效提升盈利能力，中长期竞争优势稳固，可持续创造稳定现金流。2) 新业务、新市场打开长期市值空间，包括阿里云业务作为阿里的第二曲线、拼多多出海的TEMU展示强劲势头。（建议关注阿里巴巴、拼多多）

➤ **反弹方向（外部：疫情影响最大；内生：基本面反转预期）**

- **线下业态：**密切关注疫情变化，疫情好转将呈现业绩弹性。1) **影视院线：**3年疫情影响，行业已深度出清，龙头公司抗风险能力强，市占率有望提升；电影为文化附加值较高的内容载体，政策支持力度强。（建议关注博纳影业、万达电影、猫眼娱乐）2) **线下营销：**成本结构相对刚性，顺周期修复（建议关注分众传媒、兆讯传媒）。
- **中长视频：**1) 内容更加侧重社会效益，看好持续稳定输出优质主旋律作品、国际传播能力强的公司，基本面反转（品牌广告恢复弹性），有较强超跌反弹动能。（建议关注芒果超媒、哔哩哔哩-W）2) 降本增效，关注盈利能力提升情况。

目 录

- 2022年回顾
- 「平台经济」的秩序之争
- 「内容经济」的文化溢价
- 「增量出海」的全域履约
- 「次世代」的新基建和新动能
- 投资建议
- 风险提示

- **宏观经济恢复弱于预期：**互联网传媒行业的子行业有较多为经济后周期行业，若宏观经济恢复不及预期，可能导致行业内公司业绩表现不及预期。
- **技术创新不及预期：**XR设备的硬件创新不及预期，难以满足用户对沉浸式体验更高的需求；元宇宙的底层科技如芯片、区块链、AIGC等创新不及预期，难以支持元宇宙世界生态的构建。
- **政策监管风险：**元宇宙政策监管风险、地缘政治风险、海外反垄断和与广告相关的政策风险。
- **海外市场竞争格局风险：**海外本地企业对中国出海企业的竞争影响，导致出海业务增长不及预期。
- **汇率波动风险：**汇率波动导致海外业务相关收入不稳定，业绩不及预期。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道5129号陆家嘴滨江中心N1幢

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

