

# 传媒互联网2023年度投资策略

## 基本面及估值有望低位修复，关注成长主题

行业研究 · 深度报告

传媒 · 传媒

投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：张衡  
021-60875160  
[zhangheng2@guosen.com.cn](mailto:zhangheng2@guosen.com.cn)  
S0980517060002

证券分析师：夏妍  
021-60933162  
[xiayan2@guosen.com.cn](mailto:xiayan2@guosen.com.cn)  
S0980520030003

**1、2022年回顾：市场表现继续弱势，主题与白马龙头齐跌。**1) 年初至今（截至11月28日），传媒（中信指数）板块下跌28.2%，跑输沪深300（-24.4%），略好于创业板指表现（-30.8%）；板块排名居后，在中信指数29个行业中排名第28位，延续近年来的弱势表现；2) 内部结构来看，21年表现强势的元宇宙主题调整较为迅猛，全年持续跑输市场及中信传媒指数表现；受业绩下滑等因素影响，白马龙头亦调整显著；3) Q3机构持仓总市值213亿元（Q2 590亿元, 市值计算参照0930股价），占传媒板块总市值1.99%，占股票型基金+混合型基金净值比例为0.31%，同比2021年Q3 0.55%的持仓比例持续下滑，整体显著低配；持仓个股来看，分众传媒、芒果超媒、三七互娱等龙头白马位居前列，前十持仓市值达到156亿元，占总持仓市值的73%。

**2、关注外部因素变化，把握基本面与估值低位修复可能。**短期移动互联网为代表的科技红利释放殆尽、新一轮科技创新落地尚处于导入期，内成长性阶段性面临压力，**监管政策、宏观经济、疫情管控等外部变量成为决定产业及市场表现的核心变量**；外部负面冲击之下，2022年上市公司营收及归母净利润均遭受巨大压力（1-3Q同比分别增长2%、-29%），**从历史估值分位来看，PE、PB估值分别处于历史分位数的25%、6%，显著低于同样受疫情冲击显著的社服、出行等板块**；展望2023年，外在负面冲击有望转向之下，**估值与基本面均具备较为显著的修复可能，建议关注**：1) **疫情冲击之下，线下娱乐等领域受损严重，随着疫情应对措施逐步明朗，相关领域有望迎来基本面低位改善，关注楼宇及户外媒体、互联网平台、电影、潮玩等领域。**弹性来看，电影关注内容爆款和影院集中度提升，上游内容格局优于下游影院。疫情加速潮玩行业中小出清，头部公司抗风险、多渠道运营能力强；同时潮玩品类相比传统可选消费，用户粘性更强，头部公司有望迎来更大复苏力度更大；网吧、户外等领域关注疫情防空及人流恢复状况；2) **稳增长发力、宏观经济有望触底向上，广告营销产业链具备较大改善弹性。**广告市场增速和GDP增速高度正相关关系，同时结构性变化中线上特别是短视频广告占比持续提升，宏观经济企稳有助广告行业整体投放环境改善。修复弹性来看，媒体资源大于营销服务、楼宇及户外强于整体表现；3) 估值处于历史底部，版号正常化、监管政策预期回暖，有望带动国内游戏市场恢复增长；内容、运营、研发等多重优势之下，海外市场提供更大蓝海空间，低估值背景下游戏板块具备良好配置机会。4) **监管政策政策回暖，政策指引逐渐清晰**；互联网平台业务发展的不确定性降低，有助于提升市场信心、推动互联网及传媒板块整体估值回升。

**3、新科技持续催化成长主题。**1) VRAR产业复苏，新硬件爆发前夜；近两年有以来字节收购Pico、Facebook更名Meta、Quest销量迎消费级拐点、《Half-life: Alyx》引爆内容市场、苹果未来有望发布现象级虚拟现实设备，虚拟现实产业到了天时地利人和的时点，2C、2B市场有望迎来快速成长期；2) 元宇宙、web3领域活力不断释放，有望带动互联网进入下一个时代，AIGC、数字人、数字藏品等领域持续落地应用，行业有望进入加速发展期；脑机接口重要性不断提升，产业界不断推进，有望成为终极数字世界交互入口。

**投资建议：两条主线把握板块投资机会。**1) 关注外部负面冲击减弱之下的基本面及估值低位修复可能，重点推荐线下娱乐及广告营销产业链，自下而上关注游戏个股，影视IP推荐光线传媒、华策影视、万达电影、阅文集团等标的；广告营销及互联网产业链推荐分众传媒、芒果超媒、哔哩哔哩、遥望科技、兆讯传媒、三人行、蓝色光标等标的；游戏板块推荐恺英网络、三七互娱、吉比特、完美世界，关注昆仑万维、电魂网络、姚记科技、心动公司等标的；潮玩行业关注泡泡玛特；2) 关注新科技及商业模式推进所带来的主题投资机会，重点推荐元宇宙、web3、VRAR、AIGC、数字人、脑机接口、数字藏品、数据资产等方向，建议关注三人行、视觉中国、浙数文化、蓝色光标、浙文互联、华策影视、风语筑、汤姆猫、宝通科技等标的。

**风险提示：监管政策风险；宏观经济波动风险；利润不达预期风险；商誉及资产损失计提风险等。**

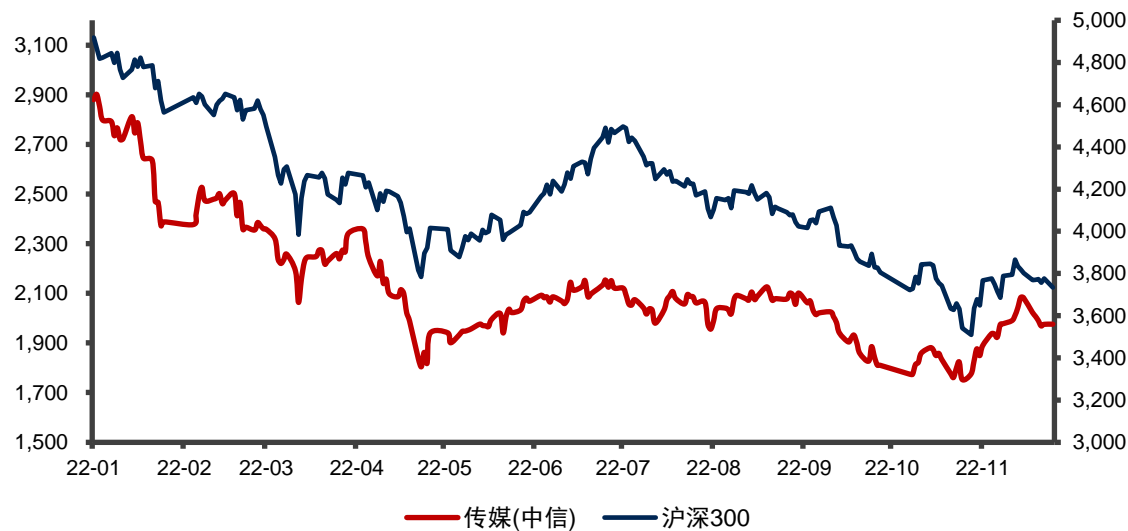
- 【 01 】 市场回顾：市场表现弱势，主题与龙头齐跌
- 【 02 】 关注外部因素变化，把握基本面与估值低位修复可能
- 【 03 】 新科技催生新机遇，关注主题投资机会
- 【 04 】 投资策略：两条主线布局行业投资机会

# 1. 2022年回顾：市场表现持续弱势

# 1.1 市场回顾：元宇宙退潮、板块调整显著

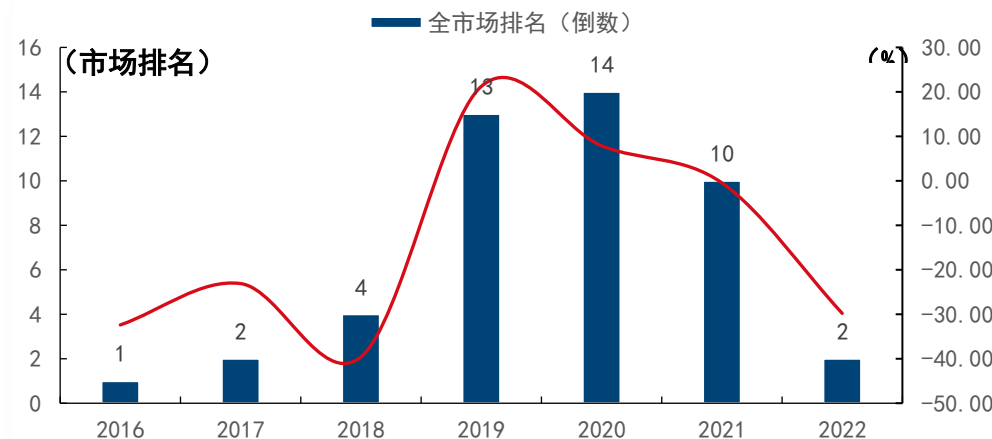
- 年初至今（截至11月28日），传媒（中信指数）板块下跌28.2%，跑输沪深300（-24.4%），略好于创业板指表现（-30.8%）；
- 板块排名居后，在中信指数29个行业中排名第28位，延续近年来的弱势表现。

传媒指数跑输沪深300



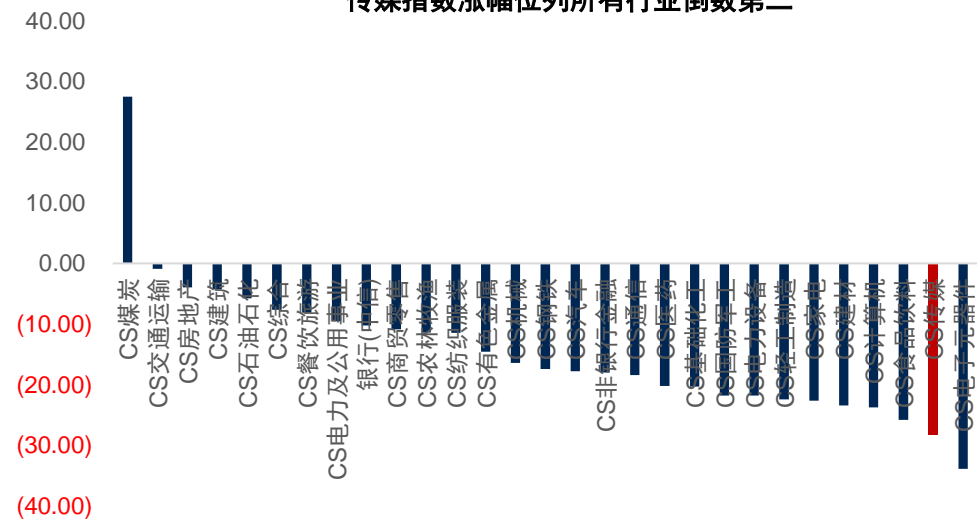
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

传媒板块近年市场表现排名



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

传媒指数涨幅位列所有行业倒数第二

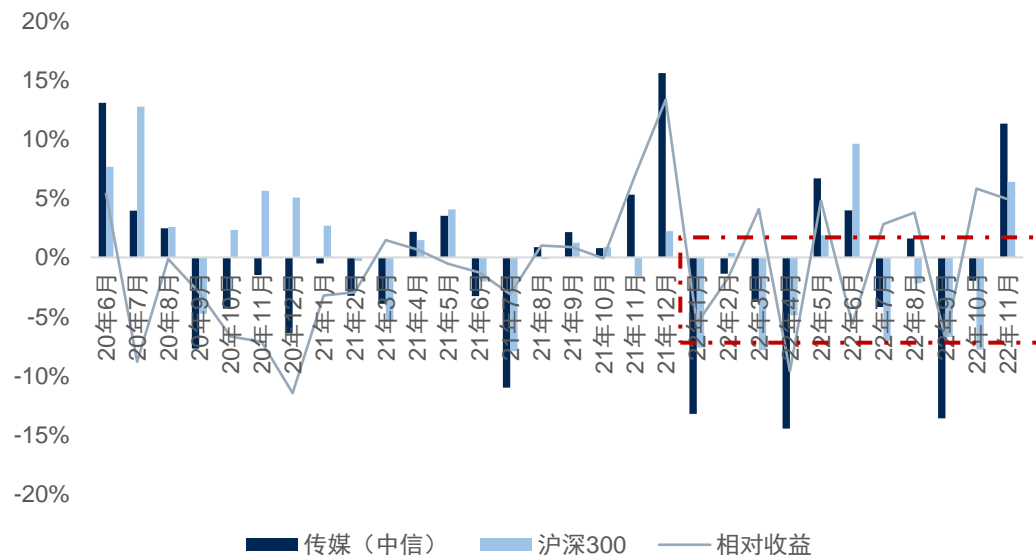


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

# 1.1 市场回顾：整体下行，主题概念主导行情表现

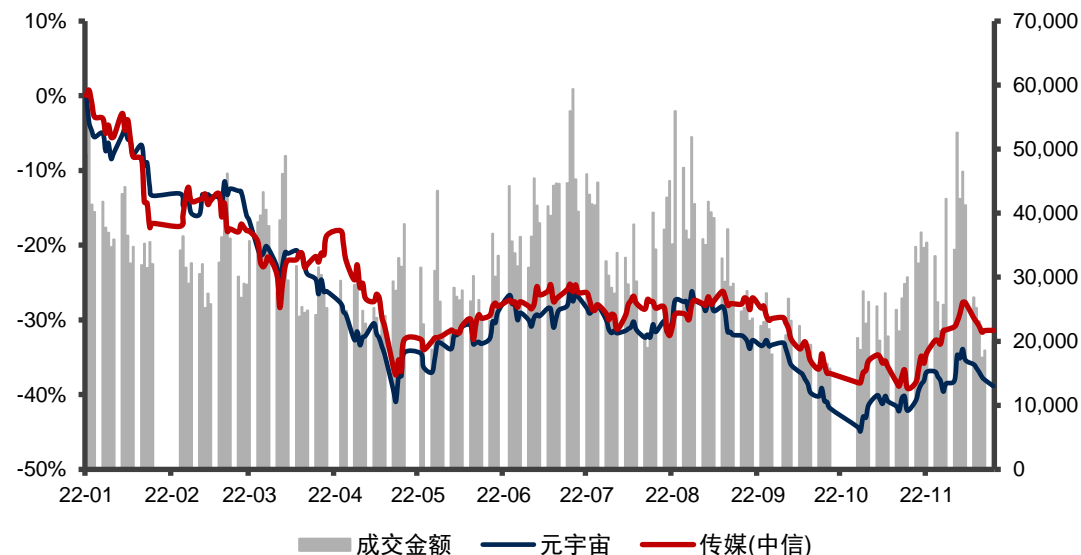
- ▶ 逐月来看，22年传媒板块大部分月份显著跑输市场表现，其中1月份、4月份、9月份分别下跌13%、14%、14%，主要受年报、季报期业绩因素影响；11月份以来，受疫情、AR/VR、监管政策、web 3、AIGC、数字人等主题/事件催化，反弹良好，整月上涨11%，跑赢沪深300 4.9个百分点。
- ▶ 内部结构来看，21年表现强势的元宇宙主题调整较为迅猛，全年持续跑输市场及中信传媒指数表现；受业绩下滑等因素影响，白马龙头亦调整显著。

传媒板块相对收益表现



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

传媒板块成交金额及元宇宙指数变化



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 1.2 中小市值涨幅居前，白马龙头普遍表现较弱

- 个股来看，年初至今中小市值表现相对突出，同时受流动性及退市政策等因素影响部分基本面较差的标的跌幅显著；具体来看，基本面受压制的行业龙头普遍较弱，部分业绩反转、主题驱动（web3、AIGC、VR/AR等）的中小市值标的表现居前。
- 年度涨幅前十的为贵广网络、中天服务、福石控股、盛讯达、粤传媒等，跌幅前十的为ST明诚、芒果超媒、内蒙新华、华扬联众、世纪华通、ST新文等标的。

传媒板块市值前十公司涨幅表现

证券代码	证券简称	区间涨跌幅	市值（亿元）	PE-TTM
002027.SZ	分众传媒	-32%	789	21
300413.SZ	芒果超媒	-57%	463	26
002555.SZ	三七互娱	-34%	380	11
002602.SZ	世纪华通	-54%	285	99
002739.SZ	万达电影	-21%	268	(37)
002624.SZ	完美世界	-28%	260	26
600977.SH	中国电影	-4%	229	(929)
603444.SH	吉比特	-21%	228	18
600637.SH	东方明珠	-27%	225	19
300251.SZ	光线传媒	-39%	223	(29)

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

年初至今涨跌幅排名

代码	公司	年涨跌幅	市值（亿）	PE-TTM	代码	公司	年涨跌幅	市值（亿）	PE-TTM
600996.SH	贵广网络	90%	127	(86)	600136.SH	ST明诚	-70%	12	(1)
002188.SZ	中天服务	85%	21	11	300413.SZ	芒果超媒	-57%	463	26
300071.SZ	福石控股	70%	42	12	603230.SH	内蒙新华	-56%	40	16
300518.SZ	盛讯达	62%	74	659	603825.SH	华扬联众	-54%	33	21
002181.SZ	粤传媒	60%	83	154	002602.SZ	世纪华通	-54%	285	99
600551.SH	时代出版	43%	54	18	300336.SZ	*ST新文	-52%	15	(3)
300051.SZ	三五互联	36%	22	(59)	301025.SZ	读客文化	-52%	42	59
300533.SZ	冰川网络	28%	39	127	002425.SZ	凯撒文化	-51%	45	(19)
002517.SZ	恺英网络	20%	150	15	300987.SZ	川网传媒	-50%	26	35
601811.SH	新华文轩	19%	66	9	300058.SZ	蓝色光标	-50%	133	2090

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

# 1.3 市场结构：机构持仓处于低位

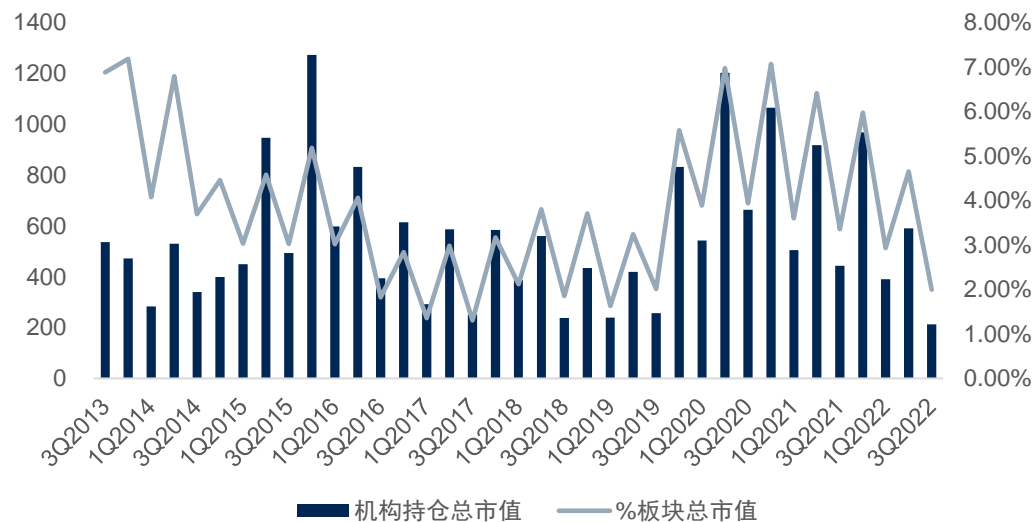
➤ Q3机构持仓总市值213亿元（Q2 590亿元, 市值计算参照0930股价），占传媒板块总市值1.99%，占股票型基金+混合型基金净值比例为0.31%，同比2021年Q3 0.55%的持仓比例持续下滑，整体显著低配

➤ 持仓个股来看，分众传媒、芒果超媒、三七互娱等龙头白马位居前列，前十持仓市值达到156亿元，占总持仓市值的73%

传媒板块机构配置前十（截至2022/09/30）

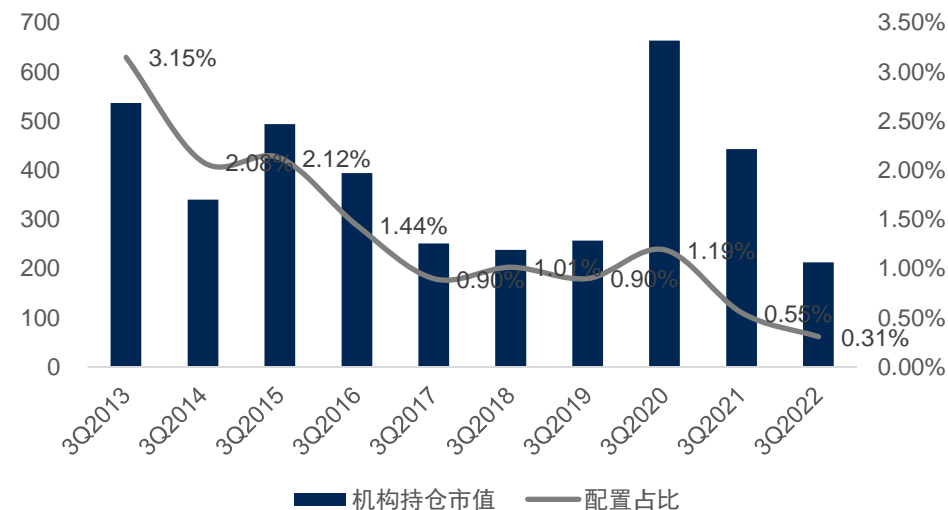
代码	简称	股价	市值(亿元)	机构持仓市值(亿元)	机构持仓占比
002027.SZ	分众传媒	5.52	797	46	5.8%
300413.SZ	芒果超媒	24.93	466	32	6.8%
002555.SZ	三七互娱	17.42	386	17	4.5%
002291.SZ	星期六	13.84	126	10	8.1%
601098.SH	中南传媒	9.84	177	10	5.7%
300251.SZ	光线传媒	7.10	208	10	4.6%
601928.SH	凤凰传媒	8.48	216	9	4.0%
002624.SZ	完美世界	12.42	241	8	3.2%
300133.SZ	华策影视	4.89	93	7	8.0%
603444.SH	吉比特	248.51	179	7	3.9%
合计			2889	156	5.4%

传媒板块年初至今涨幅排名



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理  
传媒板块持仓变化



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理



## 2. 关注外部因素变化，把握基本面与 估值低位修复可能

## 2.0 关注外在因素变化，把握估值与基本面底部修复可能

外部冲击导致业绩低位的背景下板块估值亦处于历史分位数极低水平（PE、PB估值分别处于历史分位数的25%、6%），客观上具备估值与业绩较大向上修复空间：

### ➤ 疫情冲击改善——线下业态修复

- 1) 影视及线下娱乐：1) 电影行业整体步入成熟期，疫情防控政策优化，投资逻辑转向 $\beta$ 属性，内容供给及线下人流复苏是核心；2) 疫情防控对影院、网吧等线下娱乐经营产生巨大影响，内容供给出清同时线下竞争环境亦有显著优化，头部公司经过多轮压力测试检验，抗风险能力更为突出，向上弹性较大；3) 短期情绪驱动估值修复，中长期关注优质内容供给拉动行业基本面修复；4) 关注影视内容及影院、网吧等线下娱乐龙头。
- 2) 潮玩：1) 疫情及经济下行对潮玩行业经营产生显著影响；2) 结构来看，疫情加速中小出清，头部公司抗风险、多渠道运营能力强；3) 潮玩品类相比传统可选消费，用户粘性更强，经济拐点、疫情防控措施优化之下，具备较好复苏弹性；4) 泡泡玛特作为中国潮玩龙头公司，关注外部环境优化及新IP爆款可能。

### ➤ 宏观经济增速预期向上——广告产业链：线上互联网平台、线下楼宇及户外媒体

- 核心观点：1) 在技术端未出现根本性变革的背景下，广告市场增速和GDP增速呈现正相关关系。2022年是广告营销产业标的底部布局的时间区间。2) 广告营销板块有结构性机会：具有交互转化和交易转化的电商广告和短视频广告占据互联网广告市场60%以上的市场份额，平台经济政策见底，web2.0时代的巨头仍有修复机会。元宇宙生态、区块链技术催化数字营销向内变革，广告政策环境更加规范，数字经济加快数字营销企业转型；3) 线下广告刚性投放价值凸显，关注宏观经济拐点及线下人流双重修复所带来的基本面拐点机会，推荐分众传媒、兆讯传媒。

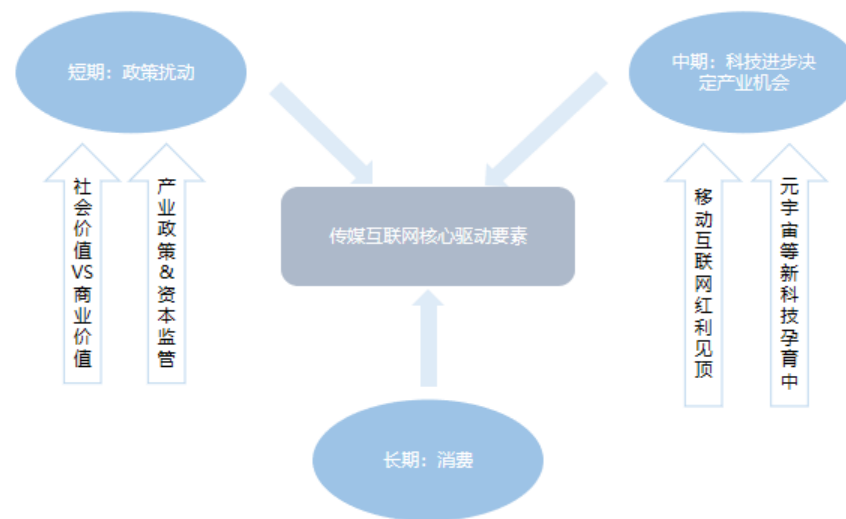
### ➤ 监管政策回暖——政策筑底、互联网&游戏文娱边际改善：游戏及互联网板块

- 核心观点：1) 互联网监管政策政策回暖，政策指引逐渐清晰；互联网平台业务发展的不确定性降低，有助于提升市场信心、推动互联网及传媒板块整体估值回升。2) 游戏版号重启，新品推出有助需求释放；出海市场加速推进，行业向上天花板有望进一步提升；估值历史低位，建议自下而上选择个股。

## 2.1 外部因素是行业基本面及估值核心变量

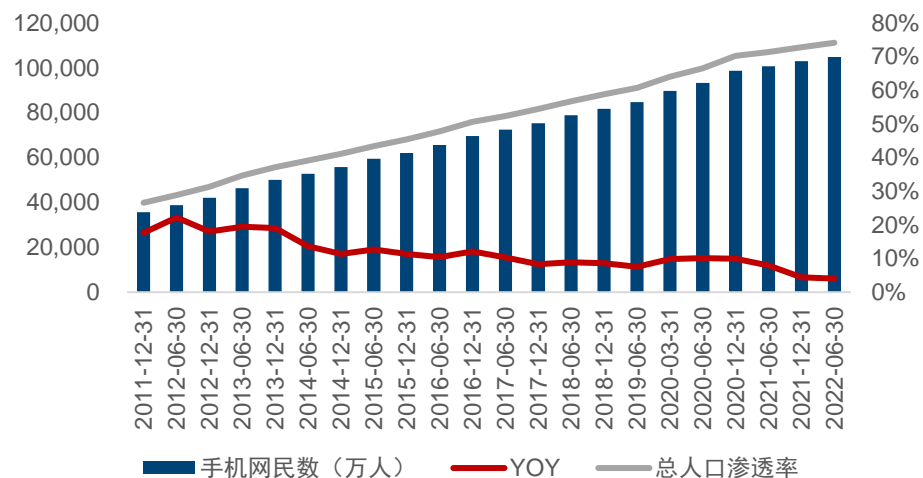
- 监管政策、科技进步、消费升级是传媒互联网短中长期核心成长动力；
- 短期来看，移动互联网为代表的科技红利释放殆尽、新一轮科技创新落地尚处于导入期，内生成长性阶段性面临压力
- 监管政策扰动微观经营周期，宏观经济下行压力导致广告投放及文娱消费承压，疫情管控加大线下娱乐下行风险；22年以来外部负面约束冲击强化并成为产业及市场表现的核心变量

### 传媒行业核心驱动要素分解



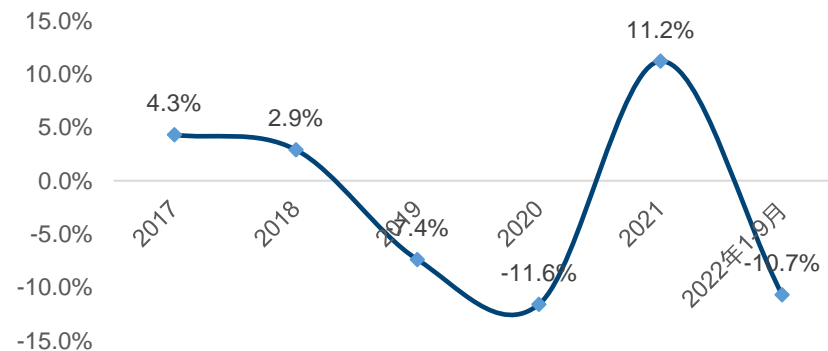
资料来源：国信证券经济研究所整理

### 移动互联网用户渗透率处于高位



资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

### 2017-2022年广告刊例花费同比增幅

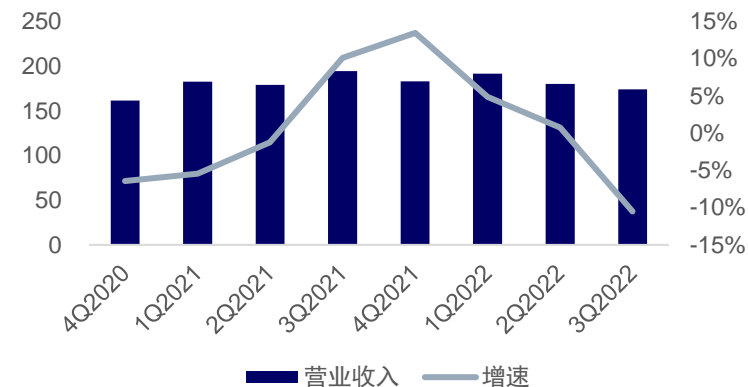


资料来源：CTR，国信证券经济研究所整理

## 2.1 外部因素压制基本面表现

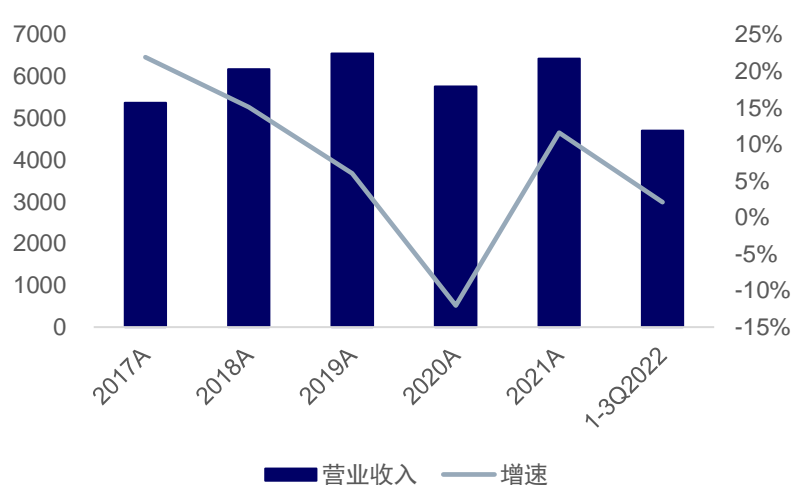
- 2022年1-3Q A股传媒板块上市公司共计实现营业收入4699亿元、归母净利润276亿元，同比分别增长2%、-29%，营收基本稳定、净利润出现明显下滑；主要原因在于疫情对影视娱乐行业经营产生显著影响，同时游戏版号限制以及宏观经济增速下降对广告主广告投放亦产生较大影响
- **疫情、宏观经济波动及基数效应导致Q3增速加速下滑。**22年Q3全行业实现营业收入1637亿元，归母净利润60亿元，同比分别增长4%、-41%，增速相比Q2进一步下降（Q2营收及归母净利润分别增长-2%、-31%）；营收和归母净利润下滑，一方面在于21年Q3的高基数，另一方面在于疫情及宏观经济冲击

传媒板块季度收入变化



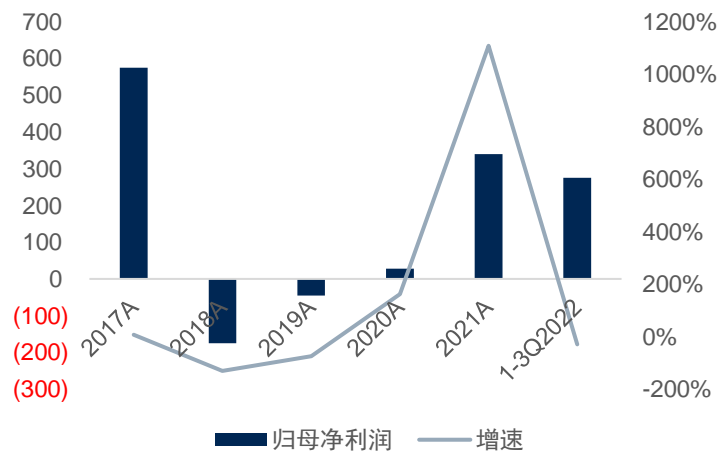
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

传媒板块年度收入变化



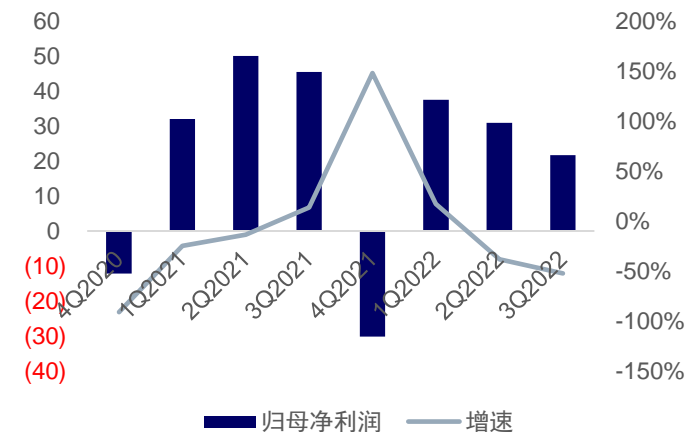
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

传媒板块年度归母净利润变化



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

传媒板块季度归母净利润变化

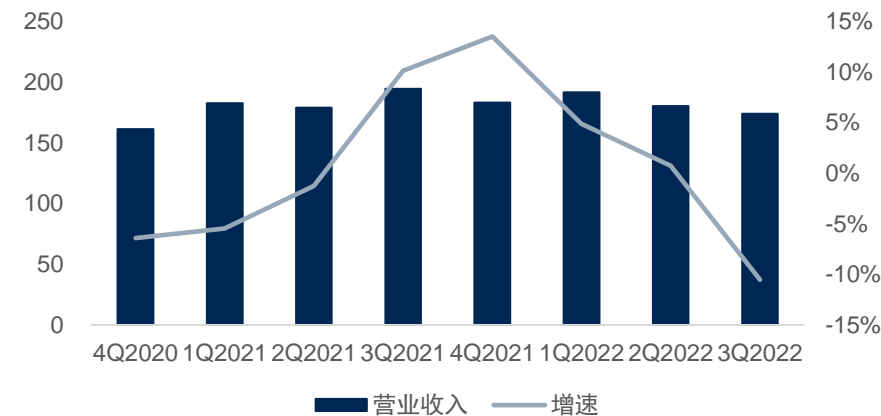


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 2.1 外部因素压制基本面表现

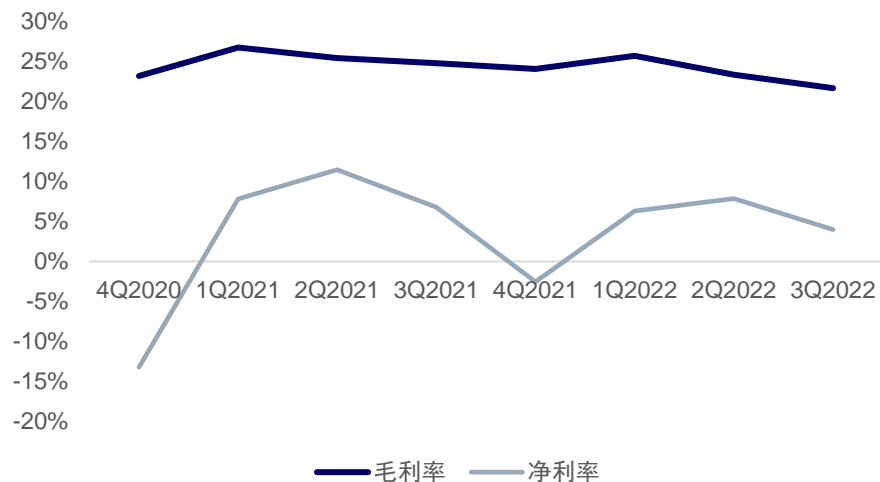
- 毛利率基本稳定、利润率环比有所下降。Q3毛利率和净利率分别达到22%、4%；其中毛利率环比Q2下滑1个百分点，净利率则环比下降4个百分点
- 游戏板块亦加速下滑。Q3游戏板块实现营业收入174亿元、归母净利润22亿元，同比分别下滑11%、52%，绝对额及同比增速环比Q2均有明显下滑（Q2实现营业收入180亿元、归母净利润31亿元，同比分别增长1%、-38%），连续两个季度同比下滑，主要在于基数效应以及版号限制影响

### A股游戏板块营收及增速（季度）



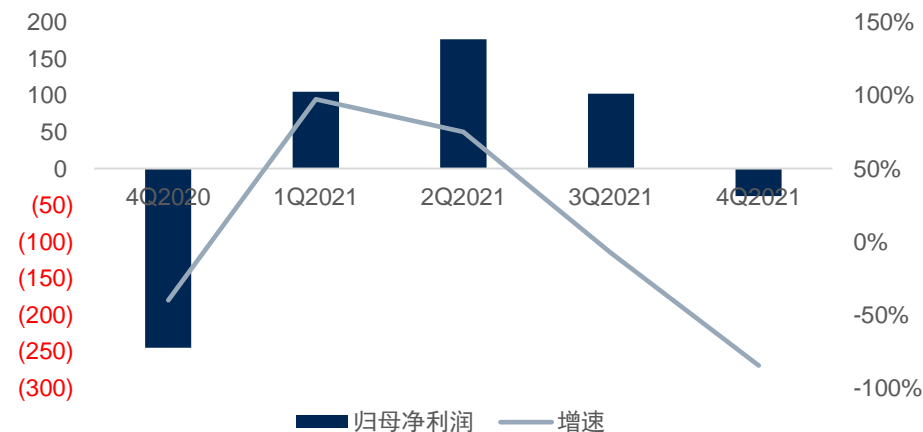
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

### 传媒板块毛利率及净利率变化



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

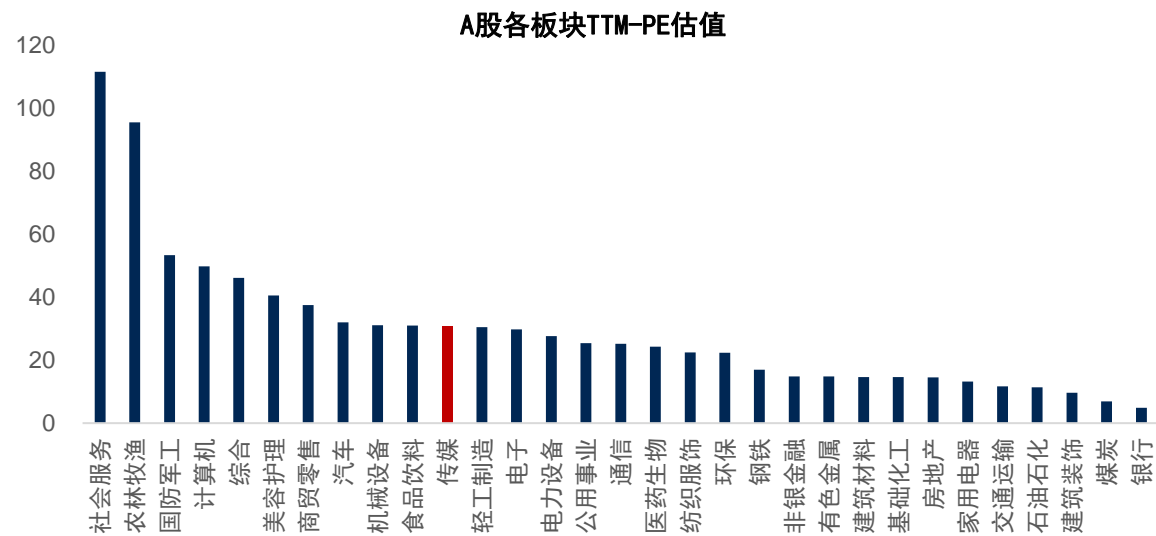
### A股游戏板块归母净利润及增速（季度）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 2.2 估值具备较大的均值回归空间

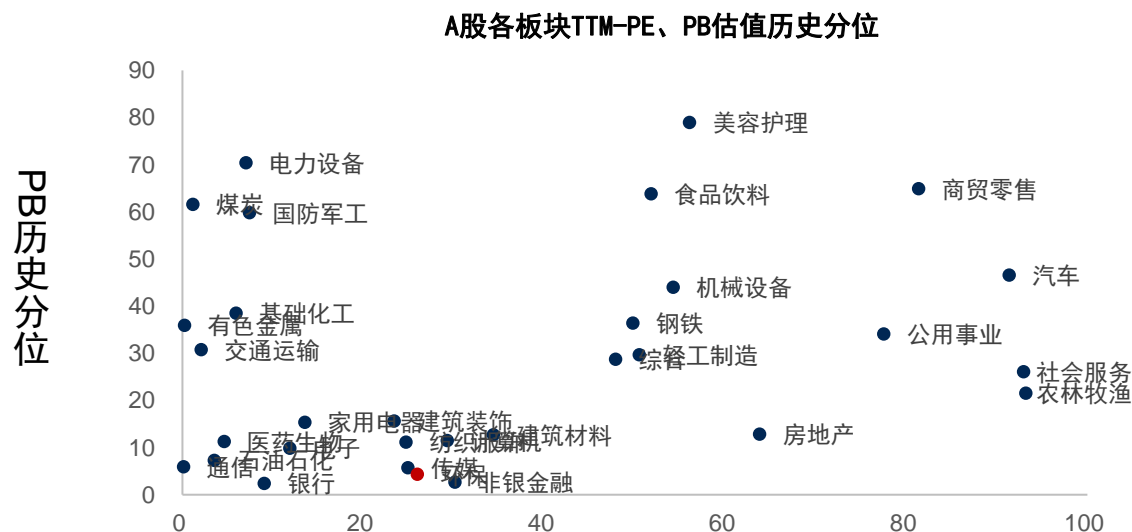
- 我们用PE、PB两种估值体系观察传媒板块估值波动，从申万传媒指数来看，在盈利能力处于低位的情况下、当前行业 ttm PE 30x，处于历史低位；PB 则为1.9x，亦处于历史低位；
- 从历史估值分位来看，PE、PB估值分别处于历史分位数的 25%、6%，显著低于同样受疫情冲击显著的社服、出行等板块。



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

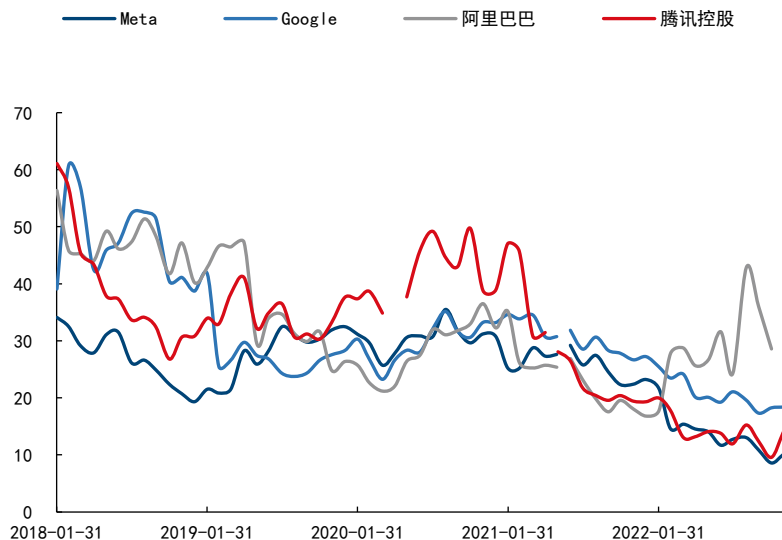


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 2.3 广告：宏观经济预期向好，复苏有望

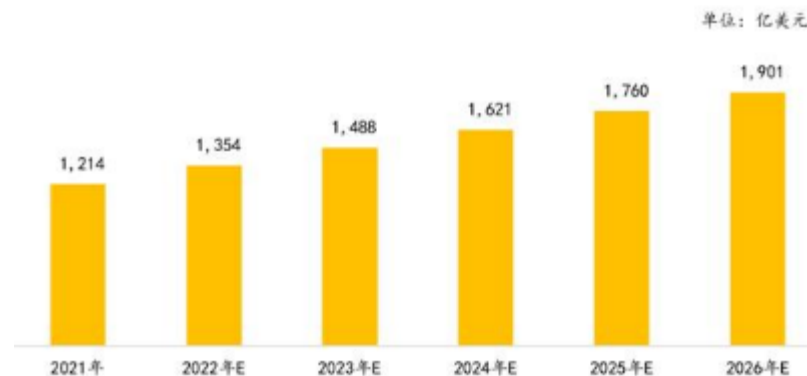
- 从全球广告市场来看，加息周期对互联网公司估值下杀力度较大，经济下行、企业主投放收窄对业绩端影响较大，截至22年11月底，互联网公司市盈率不足20X，Meta、腾讯控股市盈率分别为10X、14X，股价回调较大，互联网广告板块处于历史估值底部期。大环境拖累之外，海外互联网公司广告业务还受到谷歌、苹果数据隐私等算法问题的影响。值得关注的是，Tiktok有望打破海外广告市场格局。
- GDP增速和广告增速高度相关，长期来看，海外广告市场占GDP约为2%-3%，中国该比值约为1%，中国互联网广告市场长期来看仍有较大提升空间。21年以来互联网广告整体低迷，除了疫情、宏观经济影响，还受到平台反垄断政策、算法监管、未成年人保护、广告主端（教育、游戏等）等政策面的影响，但22年政策面已出现明显改善，恒生科技中长期的β配置性价比极高。
- “降本增效”是互联网广告的关键词。具体来看，国内巨头广告业务仍有亮点：1) 电商对广告市场的影响权重变大，阿里转向效率优化，以性价比著称和走低线市场的拼多多广告增速超预期；2) 短视频广告仍然是成长最快的品类，快手内循环广告改善明显；3) 长视频广告下滑程度较大，处于商业化早期的哔哩哔哩广告业务保持正增长；4) 腾讯控股广告业务持续低迷，但视频号商业化空间巨大。

### 全球互联网巨头市盈率表现



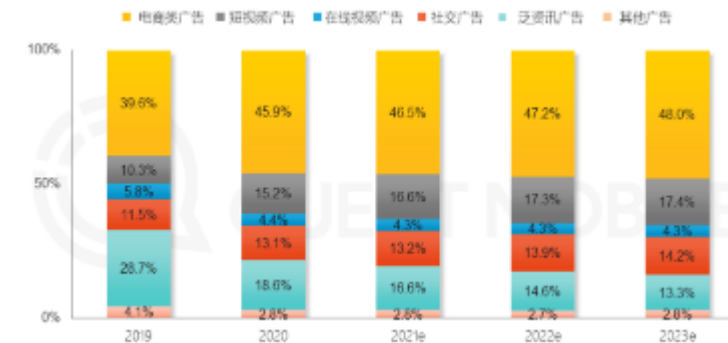
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

### 中国互联网广告市场规模及预测



资料来源：eMarketer，国信证券经济研究所整理

### 中国互联网广告品类及预测

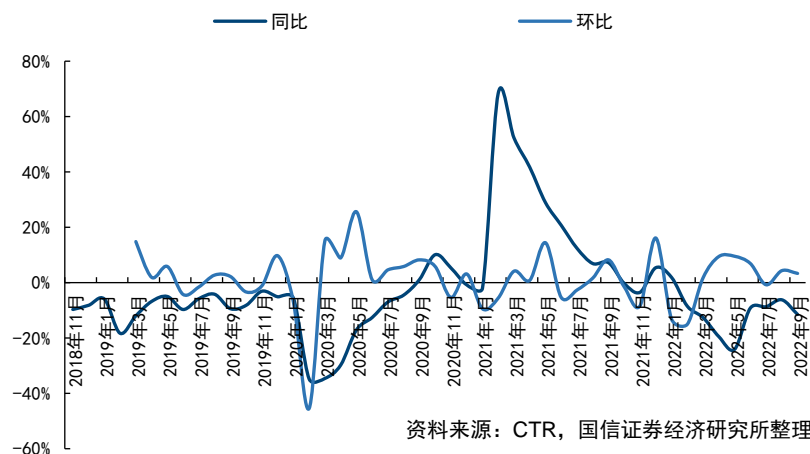


资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

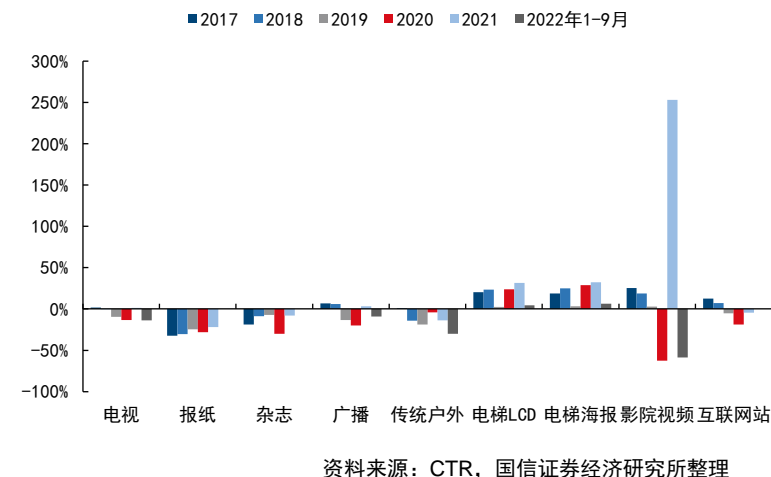
## 2.3 广告：宏观经济预期向好，复苏有望

- ▶ 线下广告仍有韧性，梯媒和交通广告是复苏进程较快的品类。广告刊例花费环比逐渐改善，其中梯媒广告刊例花费保持正增长，伴随疫情放开，消费复苏，交通广告尤其高铁出行场景有望率先复苏，梯媒公司有望跟随消费修复。
- ▶ 分众传媒复苏确定性较强。1) 分众传媒的生活圈媒体价值得到验证，竞争者压力疑虑渐消除，考虑分众经营杠杆效应，公司业务恢复后利润弹性较大；2) 公司不断优化客户结构，消费类广告主构成公司业务基本盘，抗风险能力较强；3) 公司开启海外扩屏周期，中长期空间打开。
- ▶ 关注兆讯传媒弹性空间。1) 公司仍有量价提升的逻辑，尤其是价格端较线上媒体及线下其他媒体价格有显著的优势；2) 公司属于复苏弹性品种，22年低基数下有望实现高增；3) 裸眼3D业务打开长期空间。

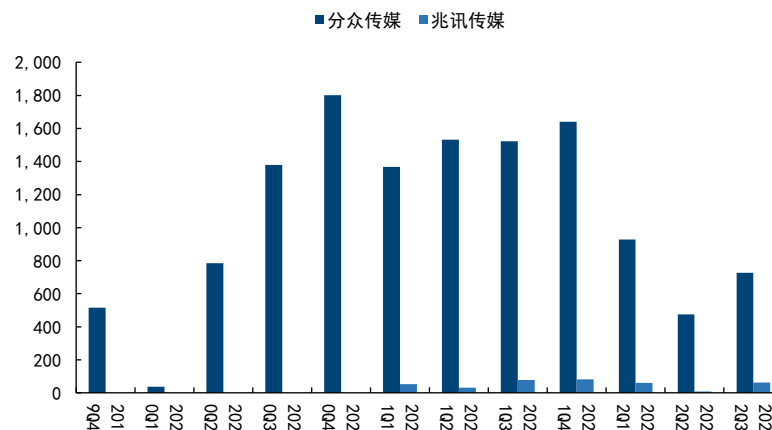
### 广告市场刊例花费增速



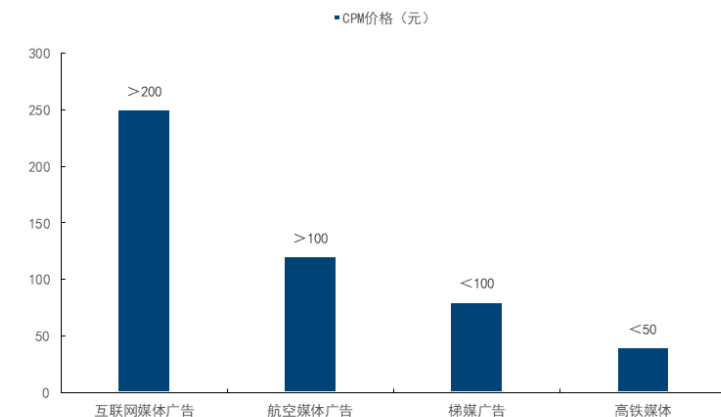
### 2017-2022年（截至9月底）各媒介广告刊例花费变化



### 分众传媒、兆讯传媒季度利润变化



### 不同媒体CPM价格区间

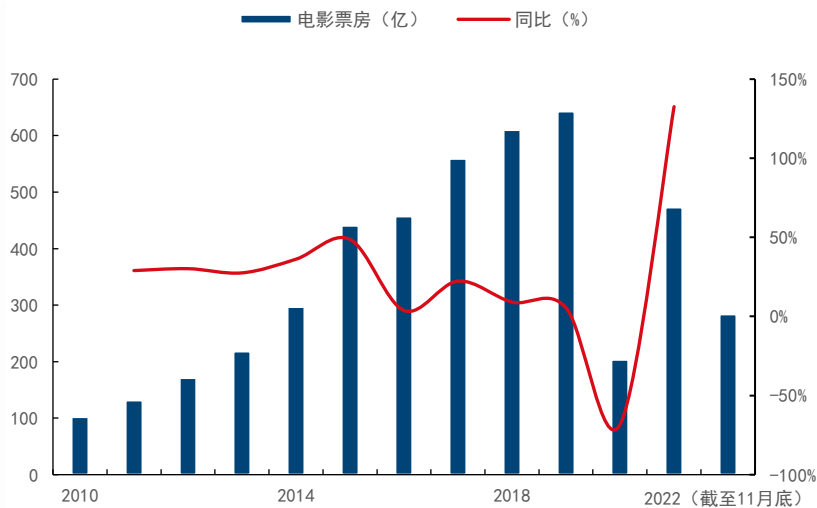




## 2.4 电影：影院复苏长期确定性变强，内容供给端亟待恢复

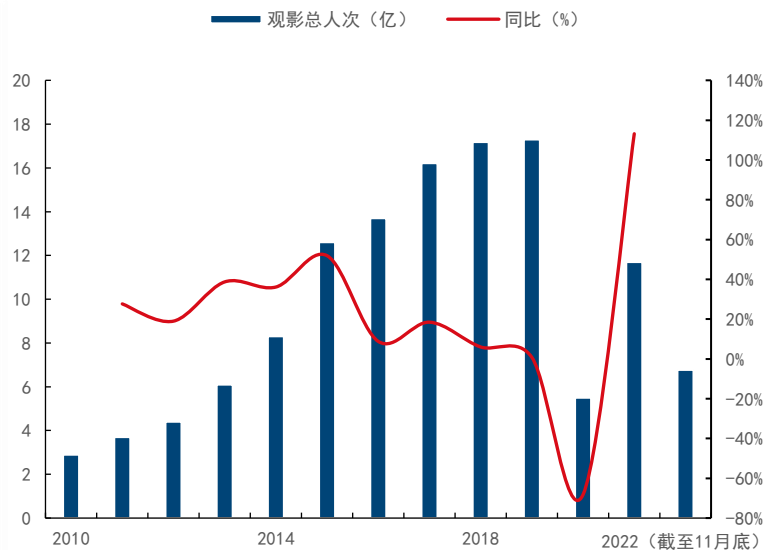
- 2023年电影行业投资逻辑：1) 电影行业步入成熟期，疫情防控常态化，投资逻辑转向 $\beta$ 属性，复苏是核心；2) 底部夯实，小影院不断出清，头部院线经过多轮压力测试检验，抗风险能力变强，向上弹性较大；3) 线下场景消费复苏进行时，行业长期逻辑取决于内容质量，关注爆款内容对板块的带动。从投资标的的角度，内容类公司的复苏爆发性较强，院线类公司复苏确定性更强，看好万达电影、光线传媒。
- 受疫情防控影响，国内电影市场仍有波动，“新二十条措施”颁布使得长期趋势向好的确定性变强。1) 2022年前三季度全国电影总票房256.8亿元，同比下降26.1%，观影人次6.1亿，同比下降30.5%，截至11月底，票房约283亿，预计2022全年票房落在300亿上下；2) 影院一方面受线下消费影响，另一方面，内容供给恢复周期更长，行业亟待优质内容排播上迎。2022年新片匮乏，复映影片成为主力，引进进口片约为去年的五成。值得关注的是，12月16日《阿凡达：水之道》将在国内上线。

2010-2022年（截至11月底）中国电影票房变化



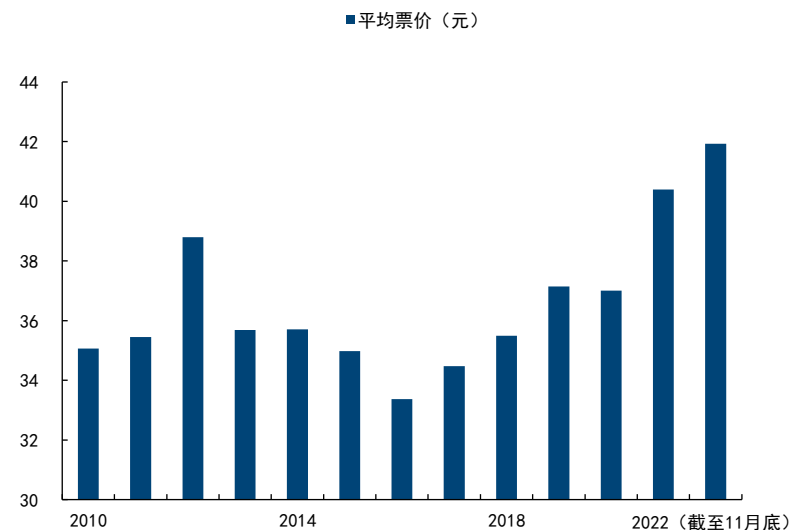
资料来源：猫眼数据专业版，国信证券经济研究所整理

2010-2022年（截至11月底）中国电影观影人次变化



资料来源：猫眼数据专业版，国信证券经济研究所整理

2010-2022年（截至11月底）中国电影平均票价变化

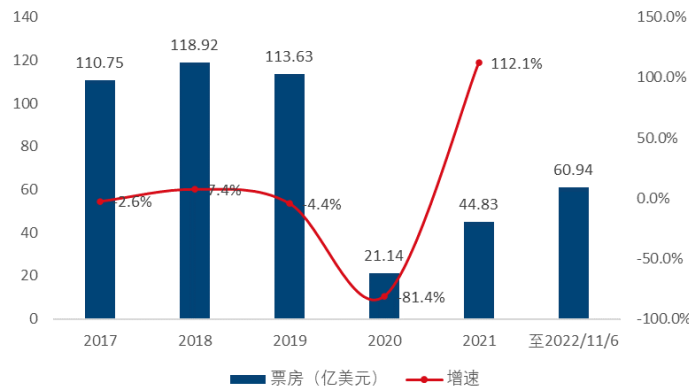


资料来源：猫眼数据专业版，国信证券经济研究所整理

## 2.4 电影：影院复苏长期确定性变强，内容供给端亟待恢复

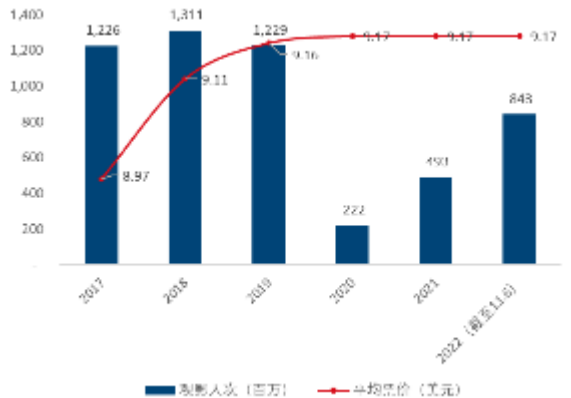
- 考虑海外放开节奏，参考海外电影市场复苏情况。2022年北美电影市场加速恢复，2023年有望恢复至疫情前水平，预计中国电影市场恢复至疫情前仍需时日。1) 从北美电影总票房数据来看，疫情前2017至2019年，年电影票房在110亿美元上下。2020年受疫情冲击票房为21.14亿美元，同比减少81.4%，2021年票房为44.83亿美元，比2020年增长112.1%。截至2022年11月6日，电影票房达到60.94亿美元，是2019年票房的54%。
- 2) 从北美电影供给端看，疫情后电影上映数量仍只有疫情前一半。2017至2019年美国电影市场每年上映电影数量在900部上下，2020年、2021年及2022年截至11月6日，北美上映电影数量分别为464部、439部和416部，电影供给仍远未恢复至疫情前水平；
- 3) 从北美票房量价数据来看，海外票房修复主要靠观影人次提升，截至2022年11月6日，北美观影人次合计8.43亿，较2021年底提升171%，2019年北美观影人次为12.29亿，预计2023年有望修复至2019年水平；北美票价波动不大，2020、2021年平均票价约为9.17美元，2022年至今票价波动不大，从历史数据来看，北美地区观影人次和票房整体呈拟合状态。

2017-2022年（截至11月6日）北美电影票房数据



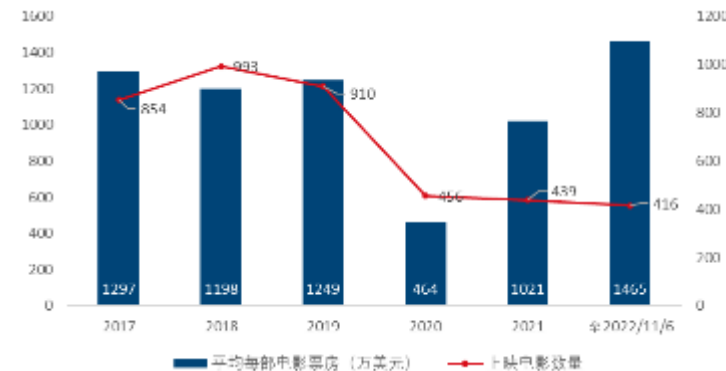
资料来源：Box Office Mojo，国信证券经济研究所整理

2017-2022年（截至11月6日）北美电影票房数据



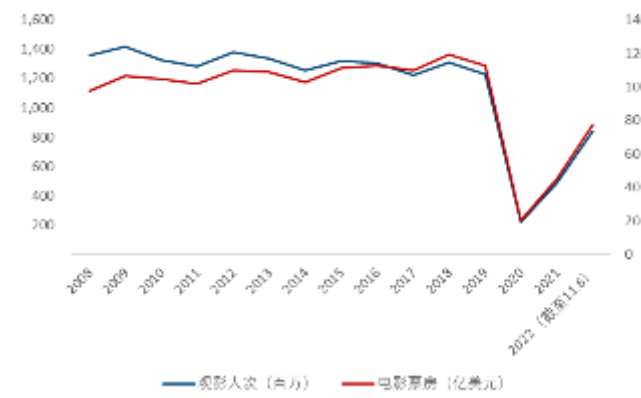
资料来源：the numbers，国信证券经济研究所整理

2017-2022年（截至11月6日）北美电影上映数量及平均票房



资料来源：Box Office Mojo，国信证券经济研究所整理

2017-2022年（截至11月6日）北美电影票房数据



资料来源：the numbers，国信证券经济研究所整理

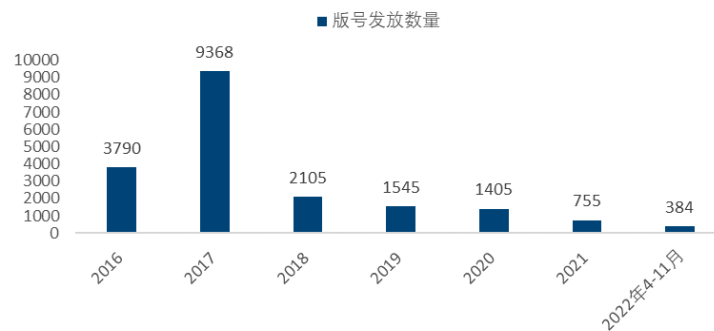
## 2.5 游戏：国内政策预期改善，出海提升成长空间

➤ 版号发放常态化，政策预期改善。

➤ 1) 截至11月，国家新闻出版署今年共下发了六批版号，累计 384 款游戏过审。自今年4月游戏版号恢复发放，国家新闻出版署于4月11日/6月7日/7月12日/8月1日/9月13日/11月17日，分别发放版号 45/60/67/69/73/70 款。

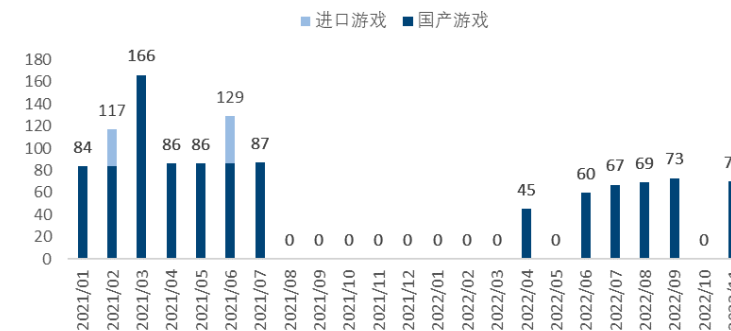
➤ 2) 游戏情绪面大有改善，央媒重视游戏的科技价值，人民网于11月16日发布《人民财评：深度挖掘电子游戏产业价值机不可失》。此外，未成年人防沉迷问题逐步接近。预期行业政策的改善有望逐步传导至行业经营层面。

2016 - 2022年11月每年游戏版号发放数量



资料来源：国家新闻出版署、伽马数据，国信证券经济研究所整理

2021年1月-2022年11月每月游戏版号发放情况



资料来源：国家新闻出版署、伽马数据，国信证券经济研究所整理

2016 - 2022年11月每年游戏版号发放数量

时间	发布机构	政策	具体内容
2016年5月	广电总局	《关于移动游戏出版服务管理的通知》	未获得游戏版号的移动游戏不得上网出版运营，存量游戏补批，新上游戏须申请。
2018年3月	原国家新闻出版广电总局	《游戏申报审批重要事项通知》	由于机构改革，游戏版号受理及审批暂缓。
2018年8月	教育部、国家卫生健康委员会等八部门	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间。
2018年12月	中宣部指导	网络游戏道德委员会成立	对首批20款存在道德风险的网络游戏进行评议。
2019年4月	国家新闻出版署	召开全国游戏管理工作专题会议	4月底开始所有新游戏可提交版号申请材料。在游戏题材上，宫斗类、官场类、棋牌类一律不受理。小程序游戏需要申请版号方可上线运营。对国产原创精品游戏进行推介，审批方面对精品游戏予以倾斜。
2019年7月	国务院	《健康中国行动（2019—2030年）》	实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量。鼓励研发传播集知识性、教育性、原创性、技能性、趣味性于一体的优秀网络游戏作品。采取措施限制未成年人使用时间。
2019年10月	全国人大常委会	《未成年人保护法修订草案》	对未成年人使用网络游戏时间实行时间管理，不得让未成年人接触不适宜其接触的游戏或者游戏功能。
2019年11月	国家新闻出版署	《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》	实行网络游戏用户账号实名注册制度。严格控制未成年人使用网络游戏时段、时长，每日22时到次日8时不得为未成年人提供游戏服务，法定节假日每日不得超过3小时，其他时间每日不得超过1.5小时。规范向未成年人提供付费服务。
2020年3月	工业和信息化部	《工业和信息化部关于推动5G加快发展的通知》	培育新型消费模式，推广5G+VR/AR、赛事直播、游戏娱乐、虚拟购物等应用，促进新型信息消费。
2020年12月	中国音像与数字出版协会	《网络游戏适龄提示》	规定游戏需展示适龄提示标识符，并给出相关执行细则突出标识在游戏产品中的能见度和可视性。
2021年3月	中宣部	《游戏审查评分细则》	2021年4月1日开始实行基于游戏品质的游戏评审评分制。从“观念导向”“原创设计”“制作品质”“文化内涵”“开发程度”5个方面进行评分，任何一项出现0分、游戏“一票否决”。
2021年3月	国务院	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	积极发展对外文化贸易，开拓海外文化市场，鼓励优秀传统文化产品和影视剧、游戏等数字文化产品“走出去”，加强国家文化出口基地建设。
2021年9月	中国音像与数字出版协会	《网络游戏行业防沉迷自律公约》	落实实名认证，精准识别用户。游戏企业(包括部分小游戏平台)必须全面接入国家新闻出版署网络游戏防沉迷实名验证系统；坚决执行向未成年人提供网络游戏的时段时长限制和充值消费额度。严守内容安全底线。
2021年9月	新闻出版署	《关于进一步严格管理 切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》	2021年9月1日起，所有网络游戏企业仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日20时至21时向未成年人提供1小时网络游戏服务，其他时间均不得以任何形式向未成年人提供网络游戏服务。
2022年4月	国务院办公厅	《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	推进第五代移动通信(5G)、物联网、云计算、人工智能、区块链、大数据等领域标准研制，加快超高清视频、互动视频、沉浸式视频、云游戏、虚拟现实、增强现实、可穿戴等技术标准预研，加强与相关应用标准的衔接配套。

资料来源：卫生健康委网站，国家新闻出版署、中国人大网、人民网，国信证券经济研究所整理

## 2.5 游戏：国内政策预期改善，出海提升成长空间

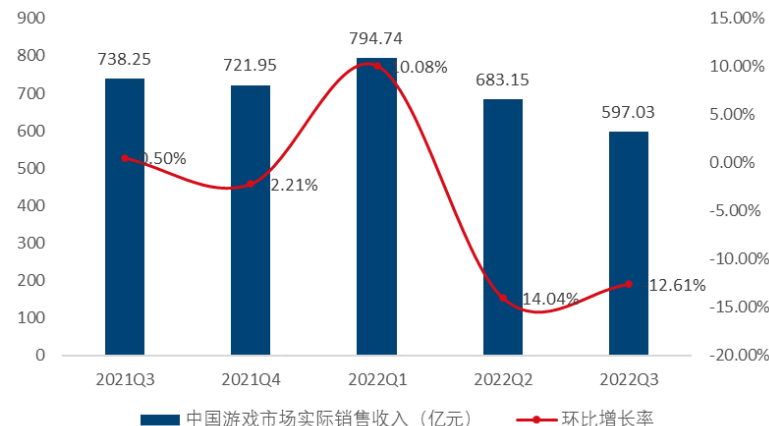
▶ 行业基本面仍然承压，出海空间仍然广阔。

▶ 2022Q3 中国游戏市场实际销售收入 597.03亿元，环比下降 12.61%，同比下降 19.13%。移动游戏表现不佳是本季度市场规模负增长的主要原因，客户端、网页等终端相对平稳。

▶ 1) 国内：移动游戏市场规模创近 5 季度最低，用户付费能力与活跃时长均下降。2022Q3 中国移动游戏市场实际销售收入 416.43 亿元，环比下降 16.79%，同比下降 24.93%。市场规模相比于去年同期降幅显著，主要是因为：1) 受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；2) 本季度新游表现不如去年同期，同时长线产品流水出现滑落。

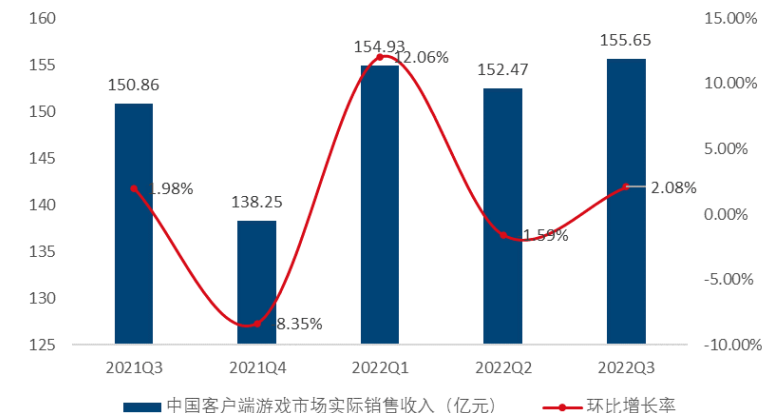
▶ 2) 出海：全球手游市场收入企稳，游戏出海收入Q3呈缓慢上升趋势。在经历今年1月收入高峰之后，全球手游市场的收入阶梯式下探，在10月企稳。10月全球手游玩家在App Store和Google Play付费金额为62亿美元，与9月付费金额持平，相当于1月峰值的84%。随着全球手游市场收入下降，国内游戏出海收入在1月至7月总体呈下降趋势，并在7月达到低谷14亿美元，相当于1月峰值的88%。同时国内游戏出海先一步实现复苏，在Q3呈缓慢上升趋势。

### 中国游戏市场实际销售收入



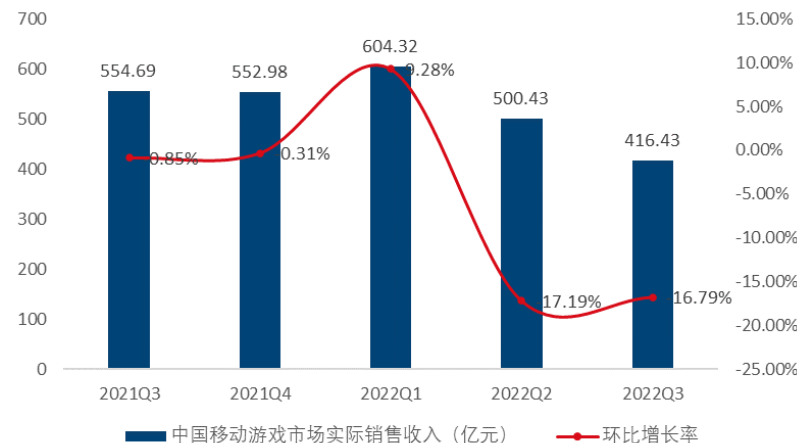
资料来源：中国游戏产业研究院&伽马数据（CNG），国信证券经济研究所整理

### 中国移动游戏市场实际销售收入



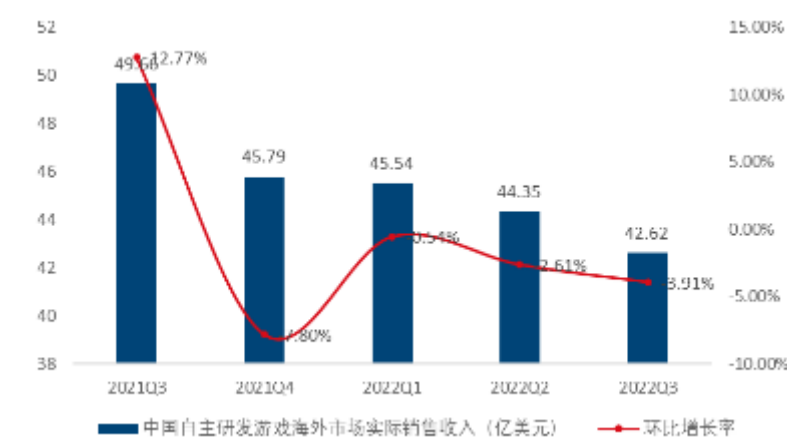
资料来源：中国游戏产业研究院&伽马数据（CNG），国信证券经济研究所整理

### 2022年1月-9月全球手游玩家在App Store和Google Play付费金额



资料来源：SensorTower，国信证券经济研究所整理

### 2022年1月-9月中国自主研发游戏海外市场实际销售收入



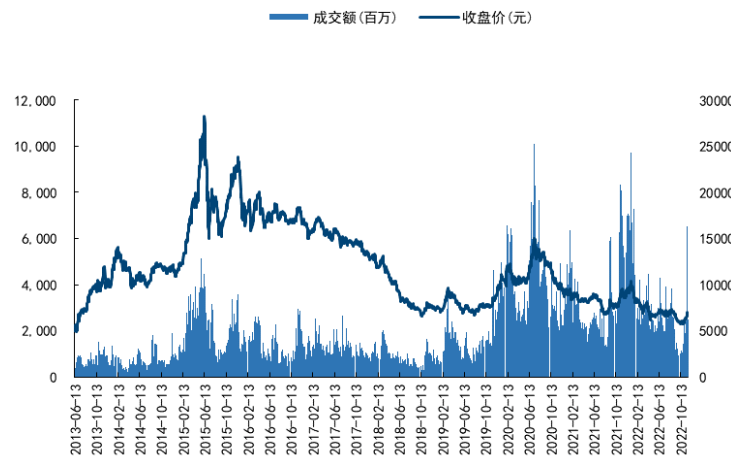
资料来源：中国游戏产业研究院&伽马数据（CNG），国信证券经济研究所整理

## 2.5 游戏：国内政策预期改善，出海提升成长空间

➤ 游戏估值修复进行时，中长期配置价值凸显

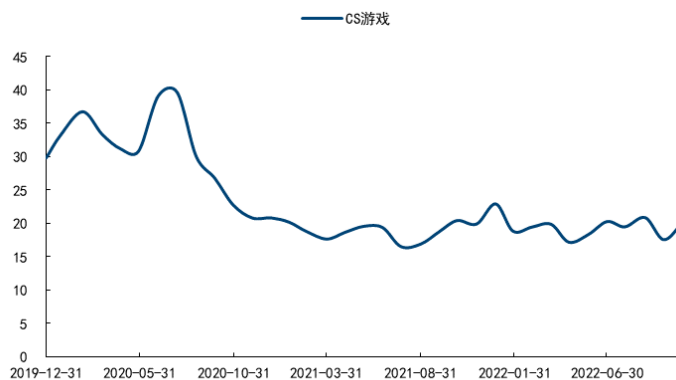
➤ 游戏板块处于13年以来的底部位置，11月16日以来，受政策情绪影响，游戏公司底部企稳向上，截至11月18日，游戏市盈率（PE-TTM）29.6x，10月底板块市盈率为20X，根据wind一致预期，2023年三七互娱、完美世界、吉比特、恺英网络、宝通科技市盈率为12/14/14/11/12x，我们认为板块的后续增长动力将回归游戏行业自身质量的发展，板块先从政策情绪面恢复开始，版号放开且逐渐步入常态化，到官媒看好游戏行业的科技价值，后续将回归行业实质性增长，需观察行业增速的拐点及上市公司新游的表现，叠加新技术周期的驱动，我们认为游戏板块的中长期向上动力仍然十分强劲，当前游戏板块配置性价比较高。

### 游戏指数情况



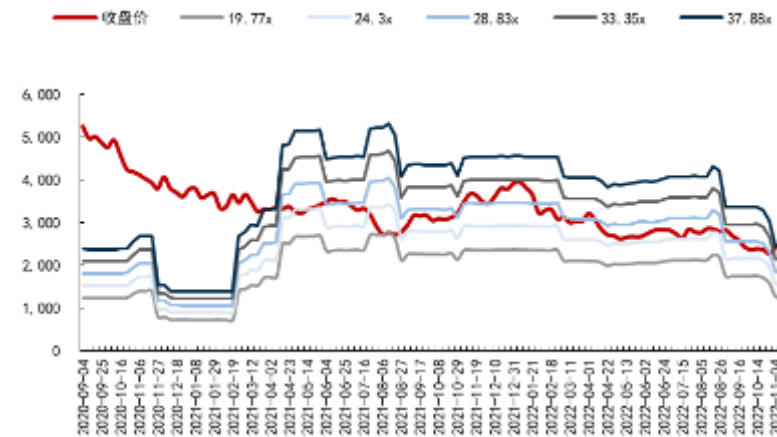
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

### 游戏板块市盈率变化（PE-TTM）变化



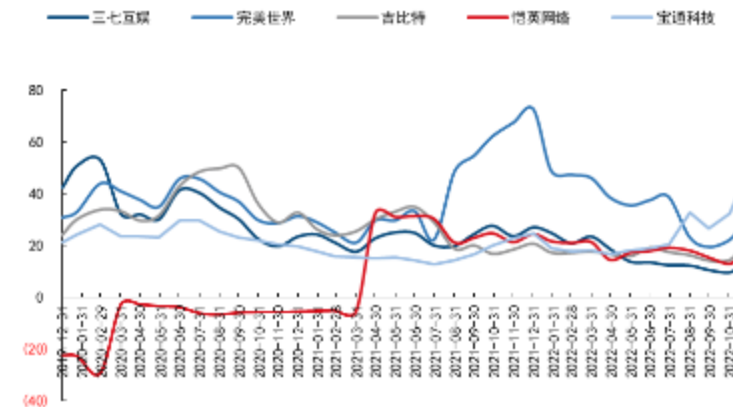
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

### 游戏板块 PE/PB Bands



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

### A股头部游戏公司市盈率变化

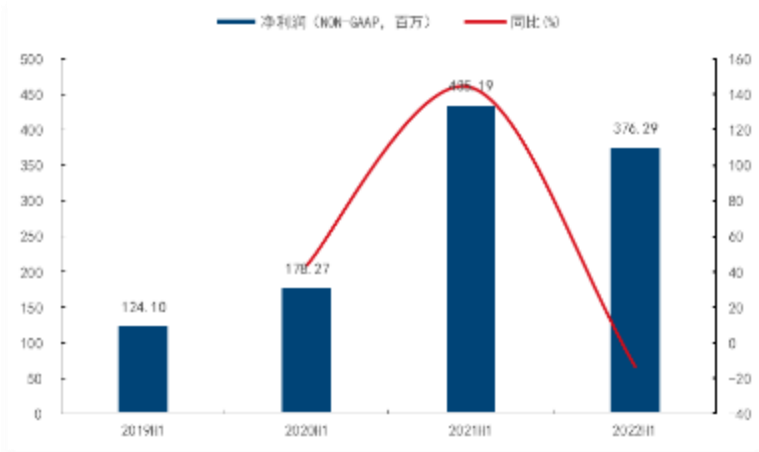


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 2.6 潮玩：核心IP竞争力不变，关注线下复苏

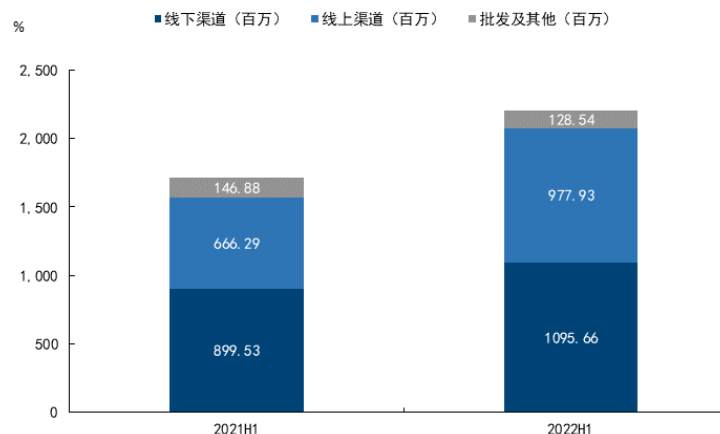
- 潮玩作为兼具消费和内容属性的投资品种，有望受益于疫情后的复苏。泡泡玛特业绩下滑一方面是线下零售店、机器人店受损，另一方面公司IP产品受轻工制造等生产环节影响，但公司核心IP产品表现稳定，考虑泡泡玛特在小众圈层的强用户粘性，潮玩消费场景也有望持续复苏。
- 相比必选消费，潮玩场景可能复苏进程稍弱，拐点或在23年。1) 2022年三季度泡泡玛特零售店收入同比下滑0-5%，机器人店同比下滑25%-30%，抽盒机下滑25%-30%，电商平台及其他平台下滑10-15%（天猫旗舰店下滑35%-40%，京东旗舰店下滑20-25%），批发及其他渠道增长5%-10%，较二季度下滑程度进一步扩大；2) 公司线上渠道收入占比进一步提升，海外收入占比进一步提升；3) 以一线城市为例，截至12月初，北京/上海/广州/深圳零售店数为51/43/10/18家，5月中旬为45/45/11/20家，整体持平，一线城市零售店数量未发生大幅波动。

2019H1-2022H1 泡泡玛特半年度净利润（NON-GAAP）变化



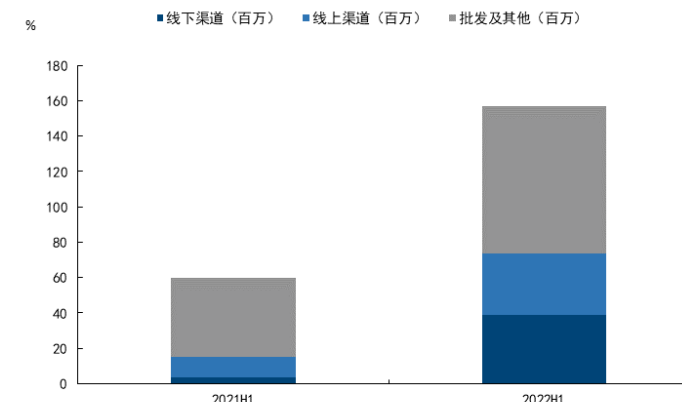
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

泡泡玛特国内销售渠道半年度收入结构变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

泡泡玛特港澳台及海外销售渠道结构变化

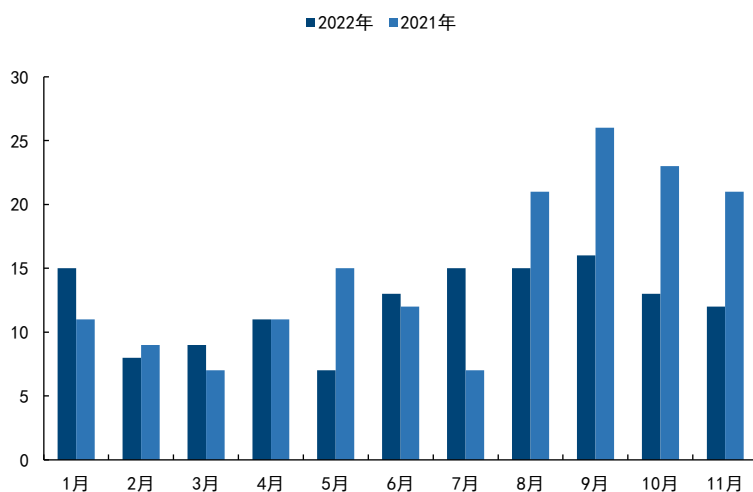


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 2.6 潮玩：核心IP竞争力不变，关注线下复苏

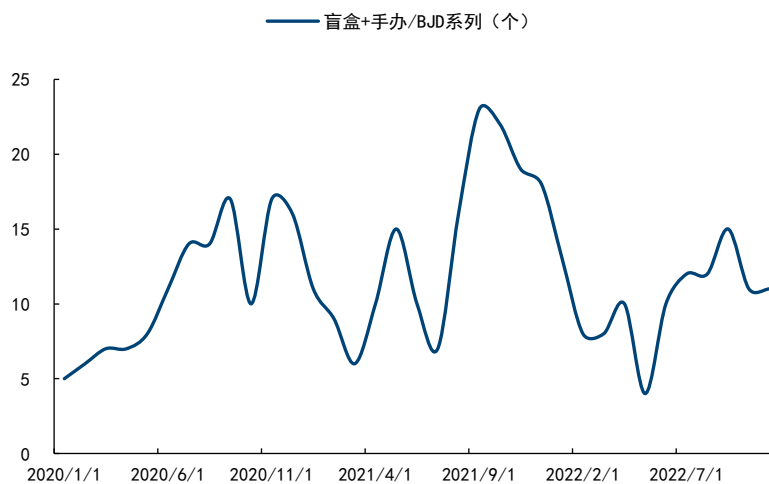
- 泡泡玛特核心竞争力的IP产品保持稳定的发行能力。自5月开始泡泡玛特新品发放出现明显环比回升, 8月以来较去年新品数有一定下降, 主要因公司在Mega产品线的发布上保持相对克制, 5月以来公司Mega产品每月发布1-3款, 6月份以后集中于Molly和Dimmo的大娃产品。
- SKULLPANDA依然是当下吸金的IP。从双11期间的盲盒榜单, 盲盒市场正在走向回暖, 双十一期间综合热卖指数最高的是SKULLPANDA食梦动物系列盲盒, 月销量已经突破2万, 是盲盒品牌销量榜首, 相比9月时的月销量1万+上了一个台阶。
- 泡泡玛特天猫旗舰店的最终销售额为1.42亿, 成为玩具类目中首家“亿元俱乐部”成员。2021年双十一泡泡玛特天猫旗舰店交易额为8212万元, 继2018年创下天猫双十一模玩类目第一名之后, 在2019年双十一超越乐高、万代、Line Friends等知名玩具品牌, 以295%的增速成为天猫“双十一”整个玩具类目的第一名。

2021-2022年泡泡玛特1-11月推出新品系列数



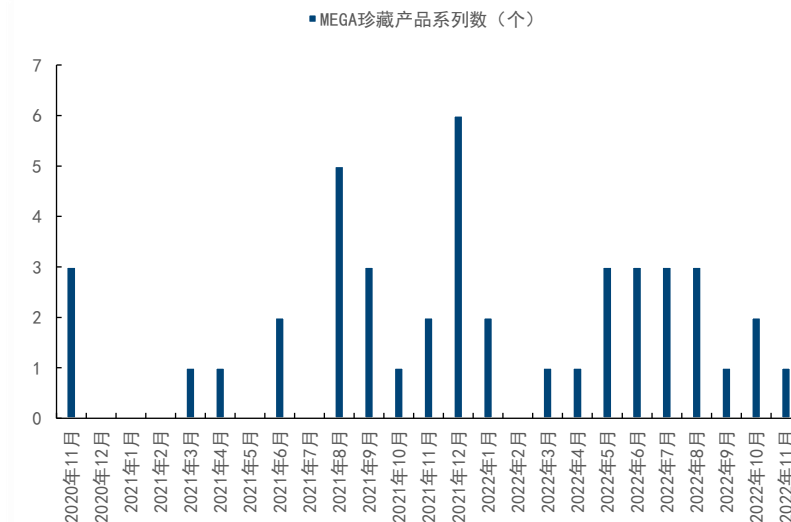
资料来源：泡泡玛特官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

2020-2022年泡泡玛特每月推出新品数变化（剔除MEGA珍藏系列，截至2022年11月底）



资料来源：泡泡玛特官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

2020-2022年泡泡玛特每月推出MEGA珍藏系列数（截至2022年11月底）



资料来源：泡泡玛特官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

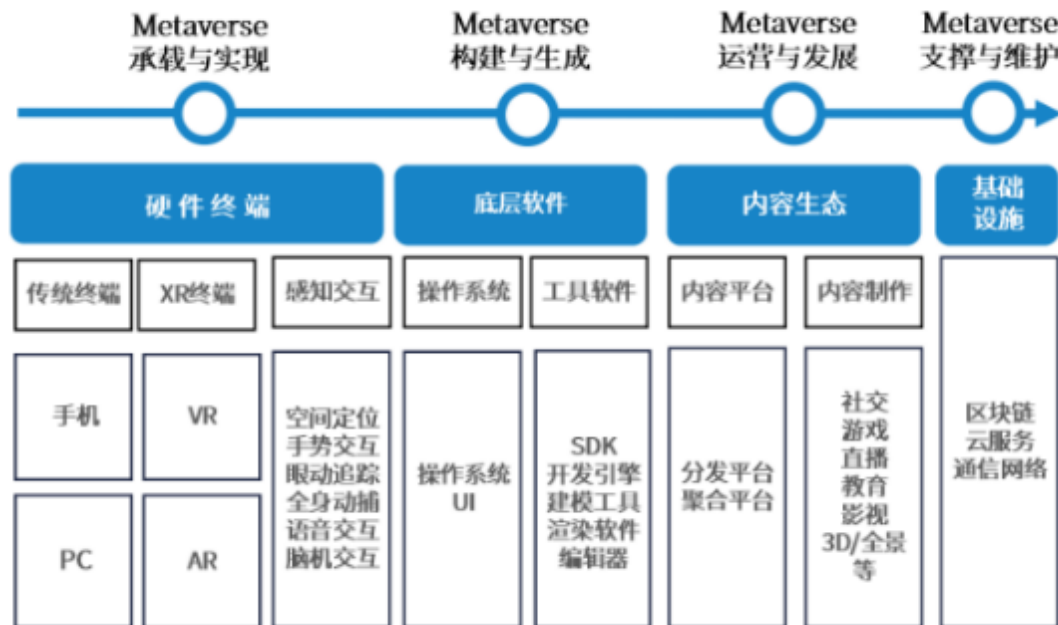
# 3. 新科技催生新机遇



# 3.1 VRAR：产业复苏，新硬件爆发前夜

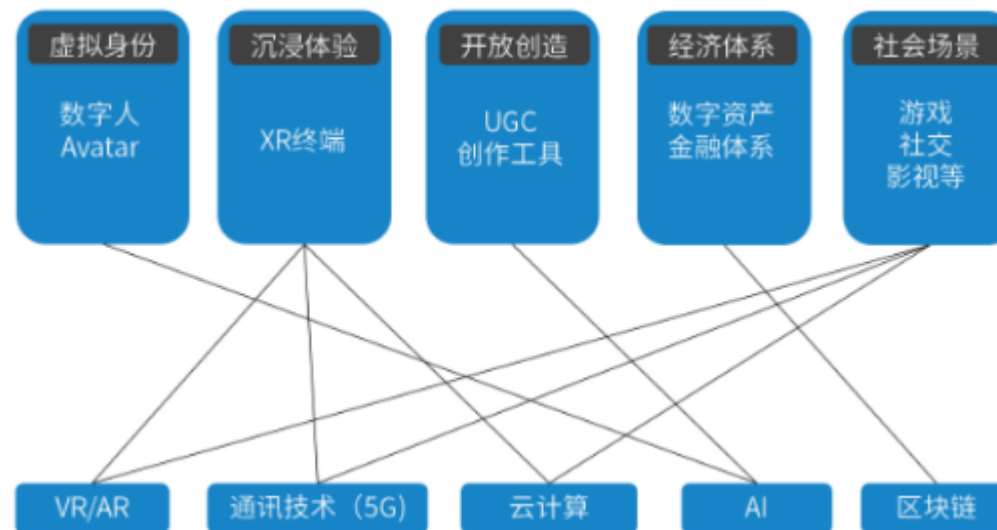
- VRAR是元宇宙关键入口，是元宇宙发展早期的连接器
- 元宇宙各环节的技术支持逐渐完善，VR/AR应用在元宇宙生态之下能够更好落地。
- 元宇宙需要5大关键技术支撑：VRAR、5G、云计算、AI、区块链，对应实现元宇宙的核心生产要素——数字人（虚拟身份）、XR终端（沉浸体验）、UGC创作工作（开放创作）、数字资产金融体系经济体系和落地应用（社会场景），其中VRAR既是进入元宇宙世界的重要硬件入口，同时也能承载游戏、社交、影视等应用场景。

元宇宙发展环节对应的平台和技术支持



资料来源：中国信通院，国信证券经济研究所整理

元宇宙5大关键技术领域



资料来源：中国信通院，国信证券经济研究所整理

# 3.1 VRAR：产业复苏，新硬件爆发前夜

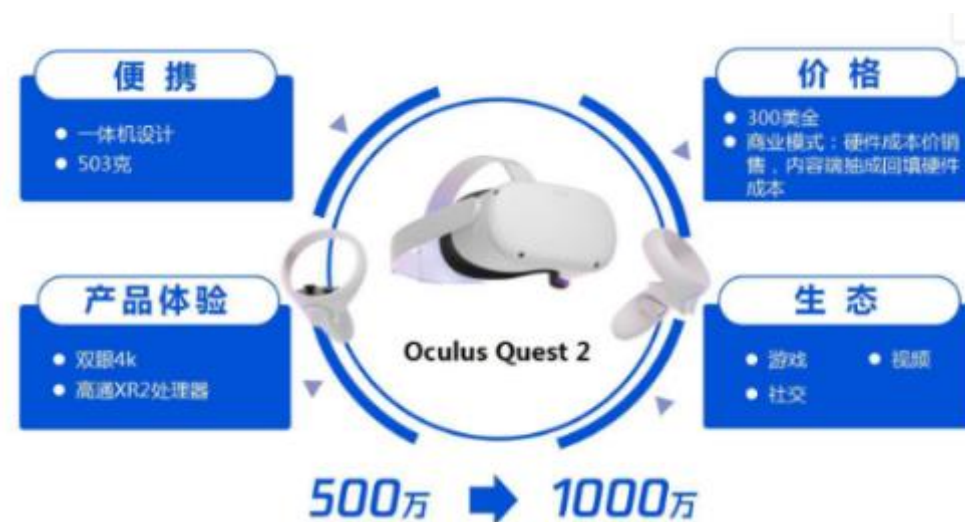
- 产业步入实质性复苏期，VR消费级市场有望爆发
- 2021-2022是VR/AR产业复苏的关键时间段。从虚拟现实生态角度，近两年有几个标志性事件：1) 字节收购Pico，2) Facebook更名Meta，3) Quest销量迎消费级拐点，4) 《Half-life: Alyx》引爆市场，5) 苹果未来有望发布现象级虚拟现实设备等。一方面有行业自身技术的日趋成熟，另一方面，互联网厂商切入虚拟现实产业，产业玩家扩容。虚拟现实产业到了天时地利人和的时点。
- VR设备迎1000万消费级拐点。马克·扎克伯格在发布首款Quest时表示：在一个平台上约有1000万人使用及购买VR内容才能使研发人员持续研发及获利，一旦超过1000万，VR硬件及内容整体生态系统才会迎来质的跨越。这个观点已经成为行业的共识，而Oculus Quest2在21年超1000万的销量标志是行业步入消费级市场的关键拐点。

VR/AR产业发展阶段



资料来源：腾讯研究院，国信证券经济研究所整理

Oculus Quest2超1000万是消费级市场的关键拐点



资料来源：腾讯研究院，国信证券经济研究所整理

# 3.1 VRAR：产业复苏，新硬件爆发前夜

- 技术端处于相对稳定期，内容将成致胜关键
- VR硬件端形态相对稳定，核心产品主要基于“pancake光学方案+6DOF一体机”形态。2022年9月Pico4系列产品表现靓丽，无论性价比还是产品体验都是全球最顶尖VR设备之一，足以和Quest媲美，而核心问题在于Pico内容生态尚处于搭建期。

VR/AR核心技术发展现状及未来趋势



资料来源：腾讯研究院，VR陀螺，国信证券经济研究所整理

VR新品对比

产品名称	PICO Neo 3	Meta Quest 2	PICO 4	PICO 4 Pro
重量	395g	503g	295g	-
电池容量	5300mAh	3640mAh	5300mAh	5300mAh
分辨率	单眼 1832*1920	单眼 1832*1920	单眼 2160*2160	单眼 2160 * 2160
PPI	773	773	1200	1200
视场角	98°	88°	105°	105°
无级瞳距调节	不支持	不支持	不支持	支持
镜片方案	菲涅尔镜片	菲涅尔镜片	Pancake	Pancake
感知/交互	4 * 鱼眼单色摄像头	4 * 鱼眼单色摄像头	1600万像素RGB全彩摄像头 4 * 鱼眼单色摄像头	1600万像素RGB全彩摄像头 4 * 鱼眼单色摄像头 3 * 红外摄像头
手柄	6DoF 红外	6DoF 红外	6DoF 宽频线性马达 红外	6DoF 宽频线性马达 红外
裸手识别	支持	支持	支持	支持
面部识别	/	/	/	支持
眼球追踪	/	/	/	支持
彩色透视	/	仅黑白透视	16MP全彩透视	16MP全彩透视

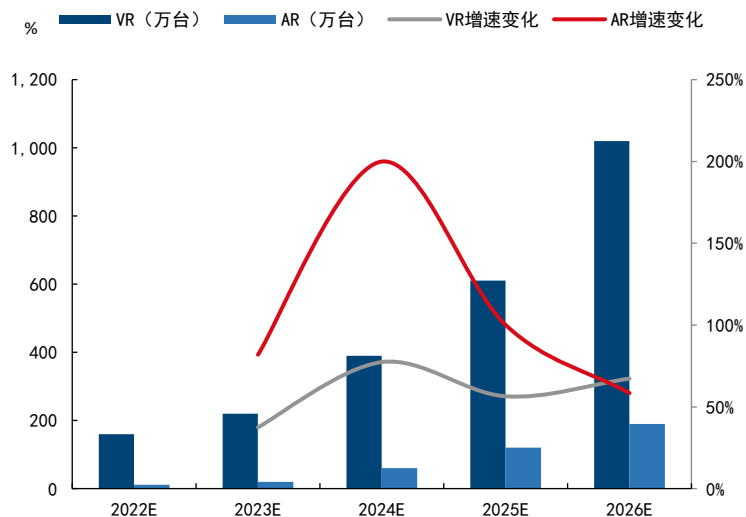
资料来源：潮电智库，国信证券经济研究所整理

# 3.1 VRAR：产业复苏，新硬件爆发前夜

## ➤ 硬件端亟待放量，2023年产业步入新品密集发布期

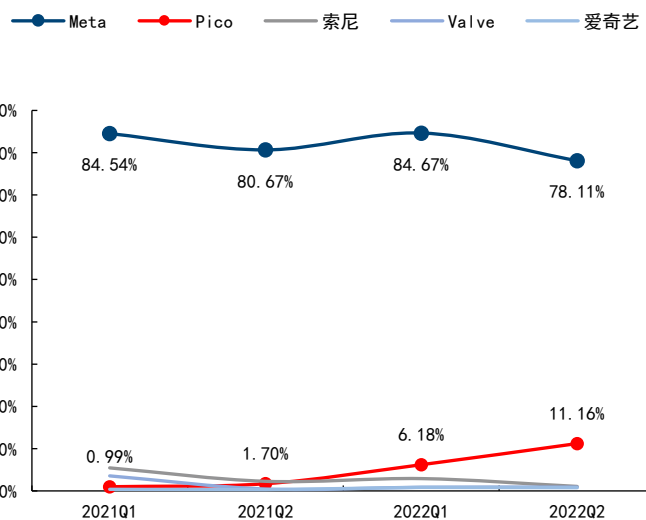
- 国内Pico销量百万台和海外千万级别仍有差距，但短期无需太过担心Pico销量，一方面，当前阶段虚拟现实产业类似手机智能硬件端爆发的前夜，另一方面，Pico品牌是全球VR品牌唯一市占率提升的品牌，当前Pico品牌的增长处于资本驱动期，中长期来看，国内VR出货量有望实现百万台突破。
- 2023年产业将步入硬件产品密集发布期，Quest3和苹果MR设备有望发布，现象级产品有望带动产业其他玩家加入，推动VRAR产业步入实质性复苏。

### 中国游戏市场实际销售收入



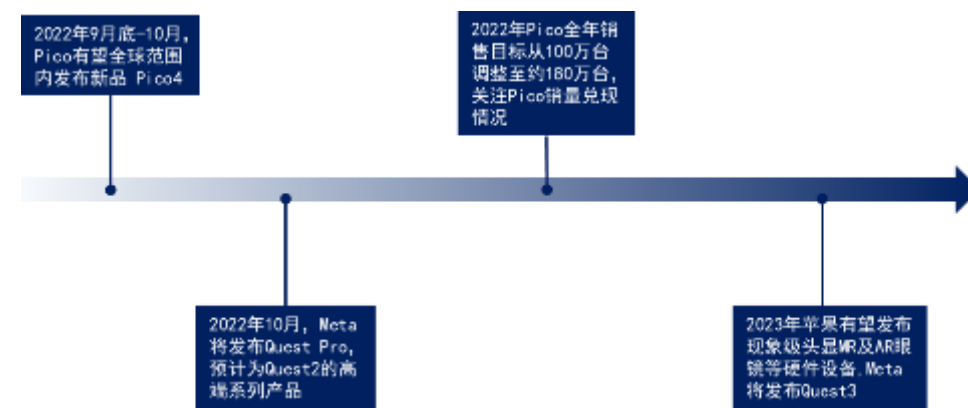
资料来源：中国游戏产业研究院&伽马数据（CNG），国信证券经济研究所整理

### 中国游戏市场实际销售收入



资料来源：VR陀螺，映维网，国信证券经济研究所整理

### 2022年VR新品发布关注节点

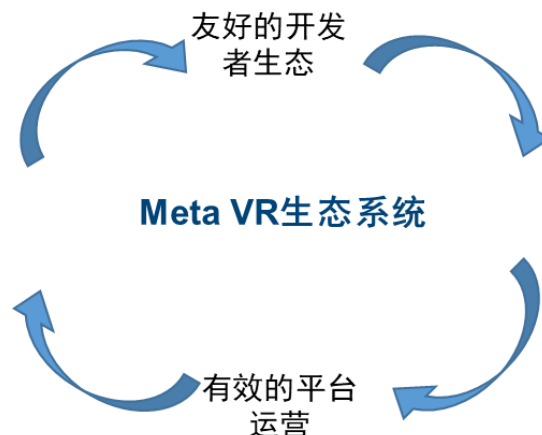


资料来源：VR陀螺，映维网，青亭网，国信证券经济研究所整理

# 3.1 VRAR：产业复苏，新硬件爆发前夜

- 国内VR内容生态仍处于早期，长期看仍有爆发力
- “Meta+Quest” 和 “字节+Pico” 代表VR生态全球典范和中国新星，互联网厂商加入推动产业步入软硬端共同提升期。关注字节对Pico的扶持，Pico在直播、体育赛事、影视、游戏领域和相关方的合作。
- Meta已经培育了一个趋于良性的VR生态系统：现象级的VR硬件设备、优质的软件内容、有效的平台运营、友好的开发者生态。
- 字节跳动VR生态从内容、硬件、底层技术及元宇宙均有布局，通过自建、并购、战投的方式构建国内较完善的VR生态。类比Meta收购Quest：1) 字节跳动和Meta拥有中美两国顶级的互联网生态；2) Meta和字节均通过收购硬件厂商的方式进入VR行业，Pico硬件各项参数足以和Quest媲美；3) Pico在内容层面的投入策略也全面对标 Oculus。

Meta VR内容生态板块



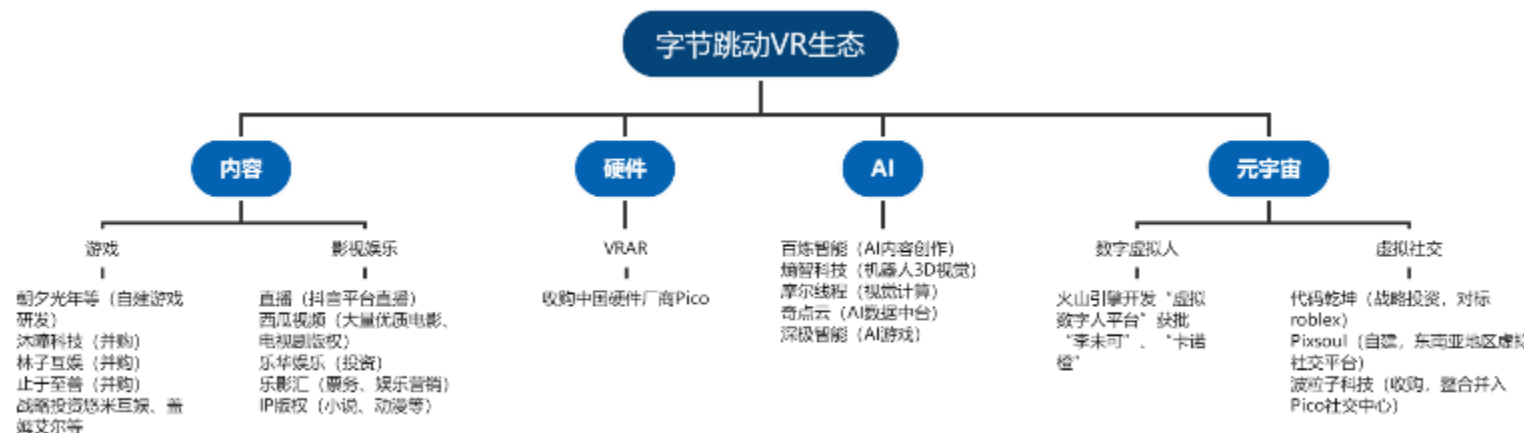
资料来源：Meta公司公告，国信证券经济研究所整理

Meta VR生态系统示意图



资料来源：Meta公司公告，国信证券经济研究所整理

字节跳动内容生态

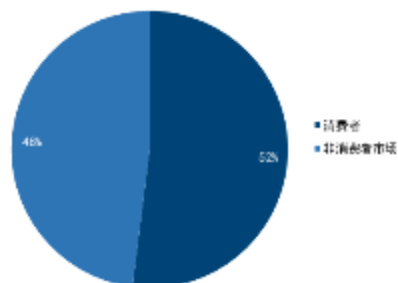


资料来源：抖音，IT桔子，36氪，国信证券经济研究所整理

# 3.1 VRAR：产业复苏，新硬件爆发前夜

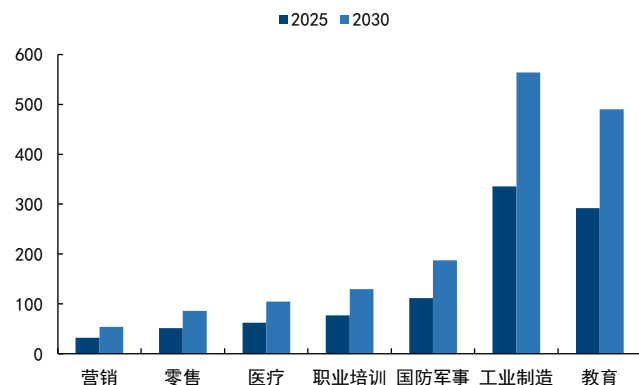
- B端市场不容忽视，有望率先受益虚拟现实产业政策
- 2020年B端企业级市场空间占比48%（消费者市场占比约52%），工业制造和教育的应用级市场具有爆发潜力；目前B端玩家主要以中小型2B企业解决方案商为主，深耕行业多年，当前互联网厂商对其威胁较小，主要通过先发优势和稳定的客户关系深耕专业化市场。
- 人民日报17日发布“虚拟现实规模化应用加速”文章，文章根据最新“行动方案”文件提出虚拟现实产业：1) 规模扩大，新技术演进提速；2) 赋能产业，多场景应用融合；3) 补齐短板，基础体系加快完善。一方面，虚拟现实产业空间大、前景广阔，且助力实体经济，是数字经济/硬件领域里的低基数、高景气的高成长赛道，另一方面，政策引导之下，文体、工业制造、教育、医疗等应用场景的融合发展有望快速发展。

### 2020年中国B/C端市场VR/AR支出规模占比



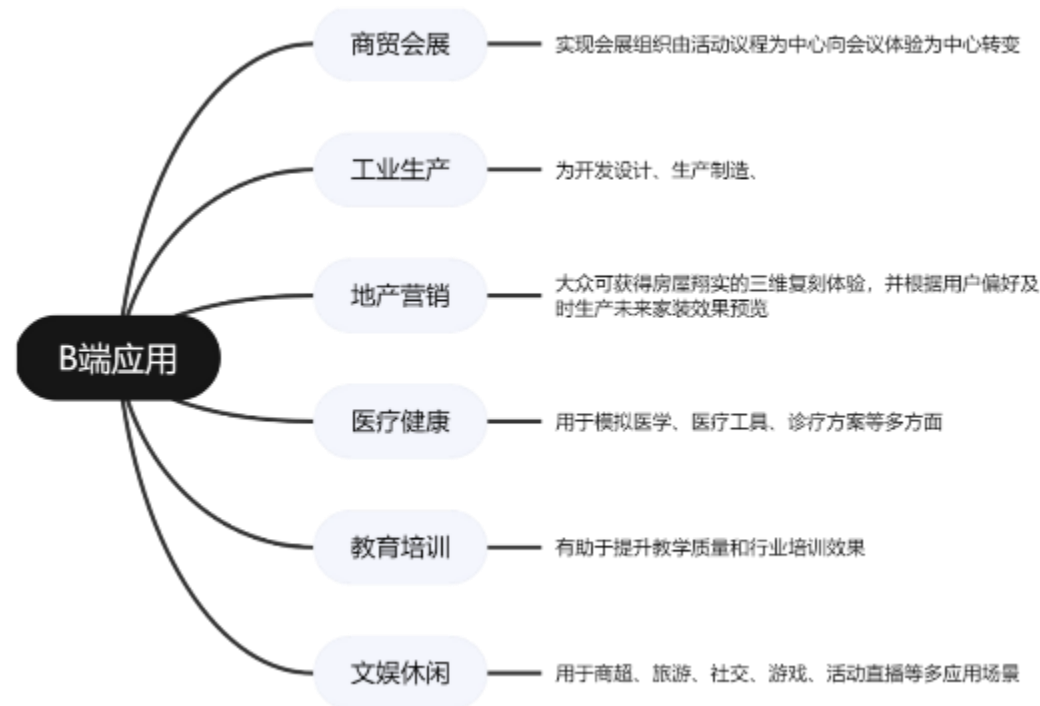
资料来源：中商情报网，国信证券经济研究所整理

### 2025-2030年中国VR/AR企业级应用市场规模预测



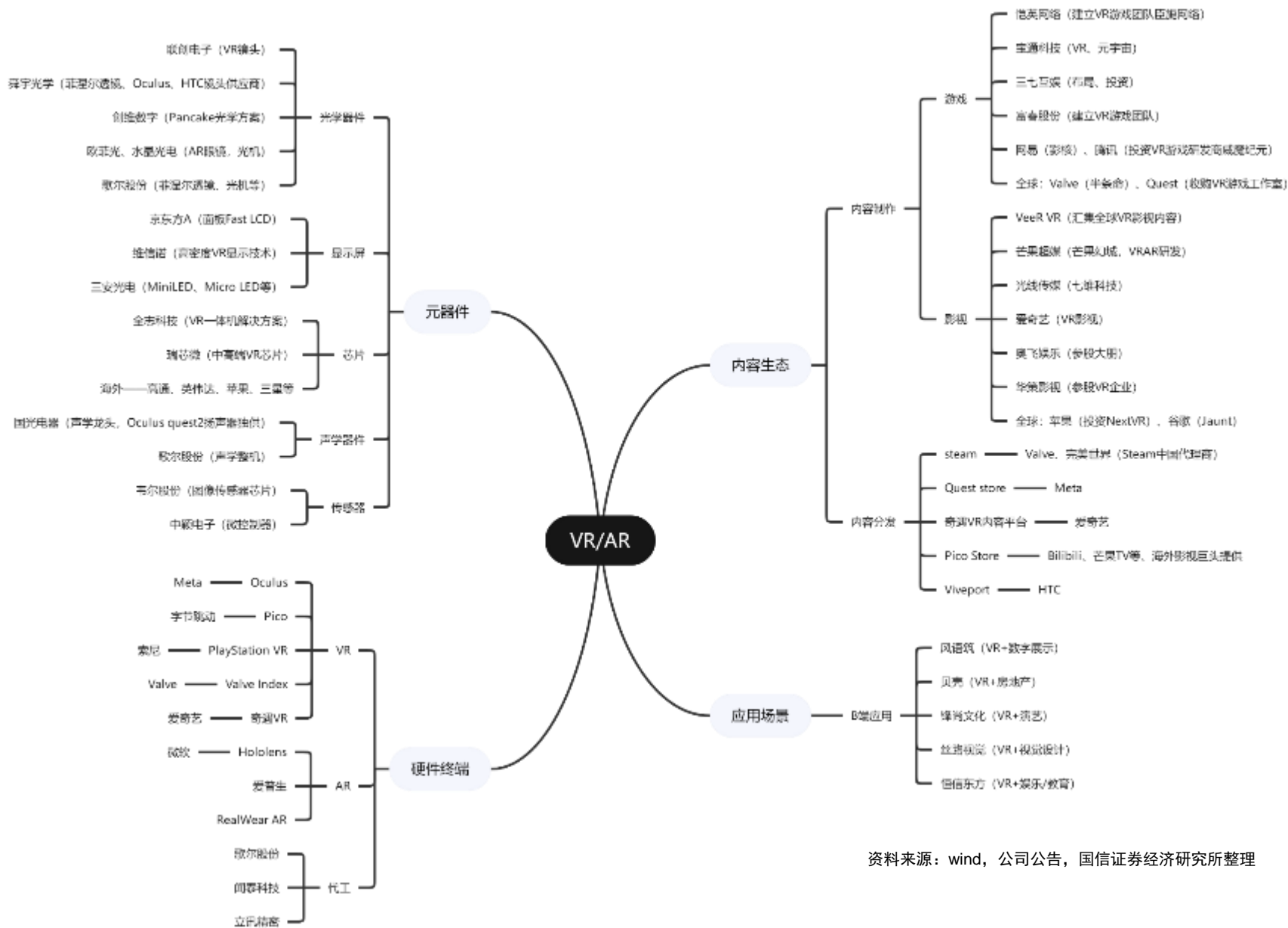
资料来源：艾媒咨询，国信证券经济研究所整理

### 中国VR/AR B端行业创新应用



资料来源：中国信通院，国信证券经济研究所整理

# 3.1 VRAR：产业复苏，新硬件爆发前夜



资料来源: wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 3.2 Web3：下一代互联网渐行渐近

- Web3被用来描述下一代互联网框架，是互联网体系构架的一次演进和升级。
- 目前基于区块链的Web3概念是由以太坊联合创始人、Polkadot创始人Gavin Wood于2014年4月提出。用一句话来解释Web3，Gavin认为Web3的核心理念是“less trust, more turth”（少一些信任，多一些事实）。
- 当前Web3处于发展初期的探索阶段，对Web3仍没有确切的定义，但是初步达成的共识是：Web3是依托区块链的信任基础设施、借助数字钱包的可信网络入口、基于数字身份的认证体系、面向数字资产的管理流通应用等，去打造的一个“数据驱动、自主管理、分布互联、安全可信”的新一代互联网框架。
- 从狭义的角度看，web1.0阶段用户只能被动浏览网页，Web2.0阶段用户依赖平台创造和传播信息，Web3阶段用户可以更加自主的管理数据并在互联网内容创造中获得价值。
- 从广义角度看，Web3 通过设计新的技术协议和建设新的基础设施，让互联网更加去中心化、更加安全，让用户掌握自己的数字身份和数字资产。这也是首次在数字世界中创造了真正可面向数据要素确权、流通、交易的经济体系，从而实现技术体系与经济体系协同创新，促进数字经济与实体经济的融合发展。
- Web3 不只是互联网应用层的简单创新，而是从数据价值传递、身份可信管理等应用生态的变革，可能引发互联网体系架构的系统性升级。
- Web 3.0有望改进Web 2.0存在的平台垄断、隐私泄露和算法霸权等问题，让互联网进入更开放、更安全的时代。

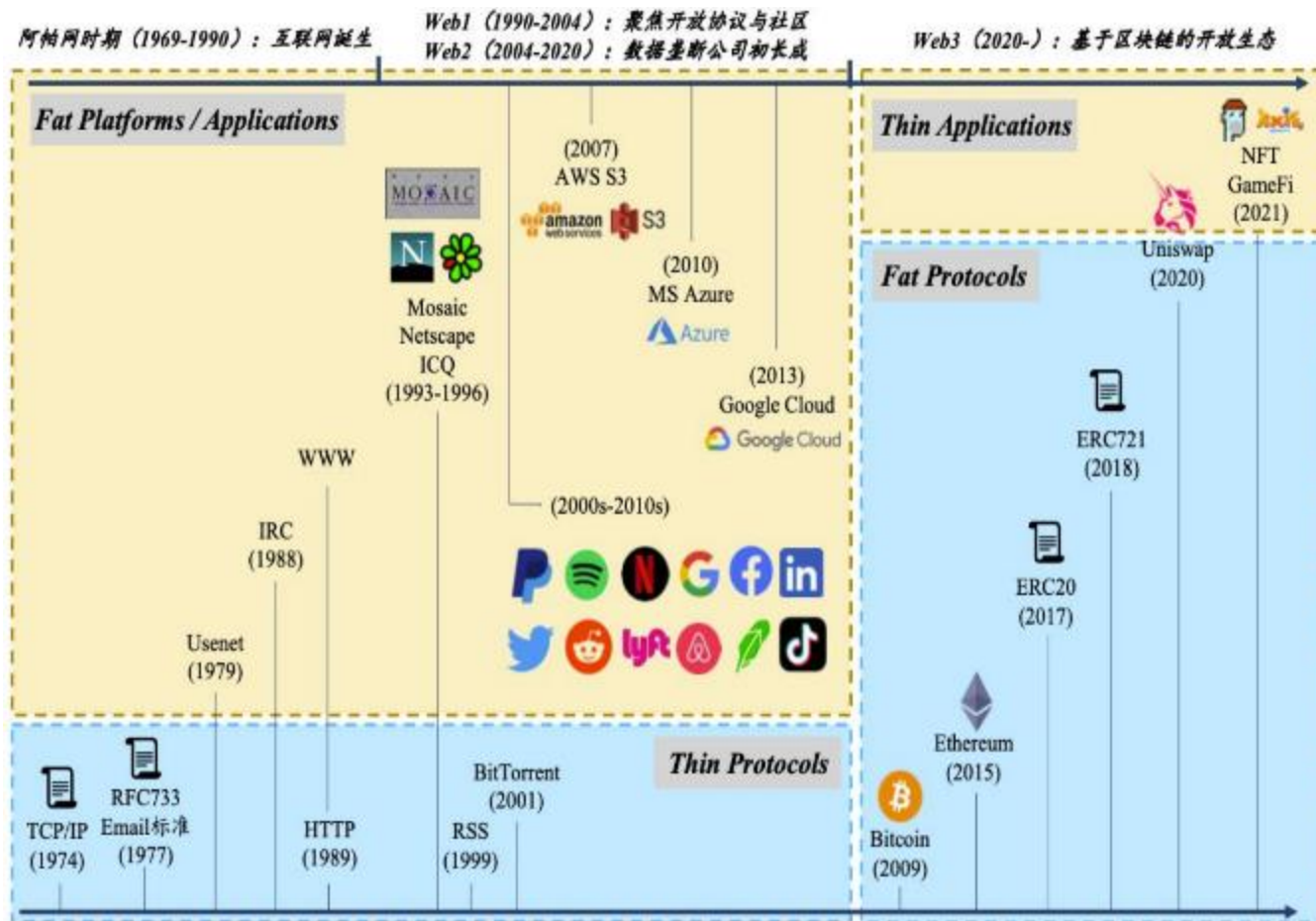


## 3.2 Web3下一代互联网渐行渐近——从Web1.0到Web3

### 前端应用创新到后端协议变革

- 阿帕网时期（1969-1990）：互联网协议确立。1969年阿帕网诞生，最初只是在美国部分高校和军方中使用，并在此期间确立了TCP/IP、SMTP、和HTTP等网络通信协议，为后续互联网的发展打下基础。1990年阿帕网项目关闭，网络交由民间接管。
- Web 1.0（1990-2004）：Web1.0构建在开放的去中心化网络协议（open protocols）之上，任何人都能在开放网络协议上构建网络，但几乎无法从中获取用户数据。
- Web 2.0（2004-2013）：“瘦协议，胖应用”。Web2.0依旧构建在开放的去中心化协议之上，然而以盈利为目的的科技公司在网络前端应用层构建的软件和服务将用户从开放服务迁移到由这些公司运营的独立的、集中的服务中，并通过积累大量用户数据构建护城河，发展逐渐寡头化，智能手机时代使移动应用成为互联网的主要使用方式，加速了平台寡头化趋势。Web2.0时代的互联网价值大多被提供前端应用的互联网巨头捕获，譬如Google和Facebook等巨头，然而TCP/IP等底层开放协议并捕获不到价值。
- Web3（2020-）：“胖协议，瘦应用”。2009年出现的比特币提出的区块链技术为早期互联网协议带来了数据层面的底层分布式数据库协议，使底层数据归用户所有成为可能。随后在区块链技术基础之上出现的智能合约协议、基于Token分类的ERC20和ERC721协议等众多协议构建Web3进一步发展的基础，Web3开发人员可以将这些不同功能类别的协议像乐高一样拼在一起构建应用程序。

### 互联网发展历史回顾



资料来源：Mask，国信证券经济研究所整理

## 3.2 Web3下一代互联网渐行渐近——从Web1.0到Web3

### 数据捕获与价值分配范式演变

- Web 1.0（1990-2004）：广告经济时期。网站几乎无法获取用户个人数据，内容平台创造，收益平台享有。这个阶段，互联网上内容非常少，门户网站通过整理和索引互联网内容引导用户访问他们感兴趣的网站，各网站通过点击量的多寡收取相应广告费。绝大多数用户只是内容的消费者，无法参与其中。交互方式以台式机浏览器为主。主要代表为雅虎、搜狐、网易等门户网站。
- Web 2.0：平台经济、广告经济时期。中心化平台收集、积累大量用户信息，通过算法精准推送广告信息。内容用户创造，收益分配平台主导。此阶段公司致力于建立一个中心化的平台将互联网用户连接起来，平台可以接受并管理用户提交的内容，并且这些内容是服务的主体。此时互联网产品的核心理念是互动、分享与关联，交互方式以移动互联网为主。用户不仅仅是互联网服务的使用者，用户更是成为了互联网产品的一部分。然而平台需要和服务的提供者分利，收益分配由平台主导。主要代表公司为YouTube，Facebook和微信等。
- Web 3.0：去中心化，内容用户创造，数据归用户所有。被认为是下一代互联网体系，核心思想在于将生产和所有权交还给参与生态、使用平台的用户，而不是由互联网平台或者控制互联网平台公司的少数人拥有。

Web1.0-Web3的关键特性演进

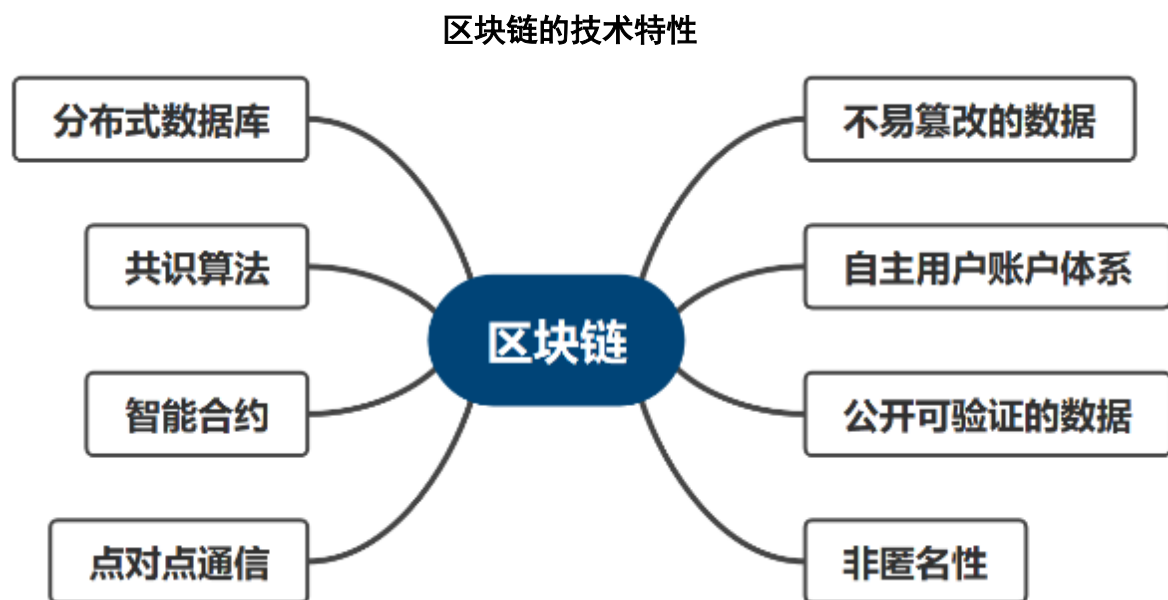
互联网演变	Web1.0: 静态互联网	Web2.0: 平台互联网	Web3: 价值互联网
入口	浏览器 (Browser)	应用 (App)	钱包 (Wallet)
后端逻辑处理	服务器 (Servers)	云服务 (Cloud)	区块链 (Blockchain)
交互方式	读	读、写	读、写、拥有
经济模式	广告经济	平台经济、广告经济	所有权经济、创作者经济
网络形态	分散式	中心化	分布式、多中心
数据/内容发布者	机构	PGC、UGC	PGC、UGC、DAO
数据/内容所有权	机构	公司及平台	组织及个人、可移植
数字身份系统	用户名密码	平台内数字身份	跨平台、基于私钥数字身份

资料来源：可信区块链推进计划（TBI），国信证券经济研究所整理

## 3.2 Web3下一代互联网渐行渐近——Web3发展的基本要素

### 区块链与智能合约

- 区块链提供底层分布式的数据架构，通过共识机制让其链上各个节点的数据库保持一致，可以实现点对点通信、数据难以篡改、自主用户账户体系、数据公开可验证等技术特性。
- 智能合约的引入使以太坊成为一个去中心化的共同拥有的世界计算机。以太坊第一个在区块链中引入智能合约代码逻辑，结合区块链的技术特性，配合了一个图灵完备的虚拟机和一种新的程序设计语言，把“程序逻辑”放在区块链上，使得这些代码逻辑如同链上数据一般公开可验证。
- 智能合约是传统合约+代码逻辑。很多互联网服务都有智能合约的影子，譬如银行提供的自动还款业务，不同服务商按事先的约定，按期自动将款项从指定账户划走，运用的是和智能合约相同的理念。智能合约是在传统合约中加入IFTTT（If This Then That）的代码逻辑，如果“这个”网络服务满足条件，就会自动触发“那个”网络服务去执行下一个动作，条件和动作都可以由用户根据自身需求设置。



资料来源：《区块链实战》，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 智能合约与传统合约的对比



资料来源：《区块链实战》，国信证券经济研究所整理

## 3.2 Web3下一代互联网渐行渐近——Web3发展的基本要素

### Tokens：可流通的数字权益证明

- Tokens，即通证，是可流通的加密数字权益证明，它们代表区块链上可验证和可拥有的数字价值，用来表征区块链上的实体数据，并且可以与智能合约进行交互。
- 按照是否同质、是否可拆分的特征，通证可以被划分成两类：1) fungible token，即可以切分的同质化通证，只要数额相等就意义相同，常见的加密货币如以太币和各种ERC20通证都属于同质化通证；2) non-fungible token (NFT)，即每一个都独一无二的非同质化通证，并且通常无法被切割或者拆分，通常使用以太坊的ERC721标准。
- Token是Web3和区块链的核心，不同的类型的token共同构建了Web3的基础设施和生态体系。

常见Token类型

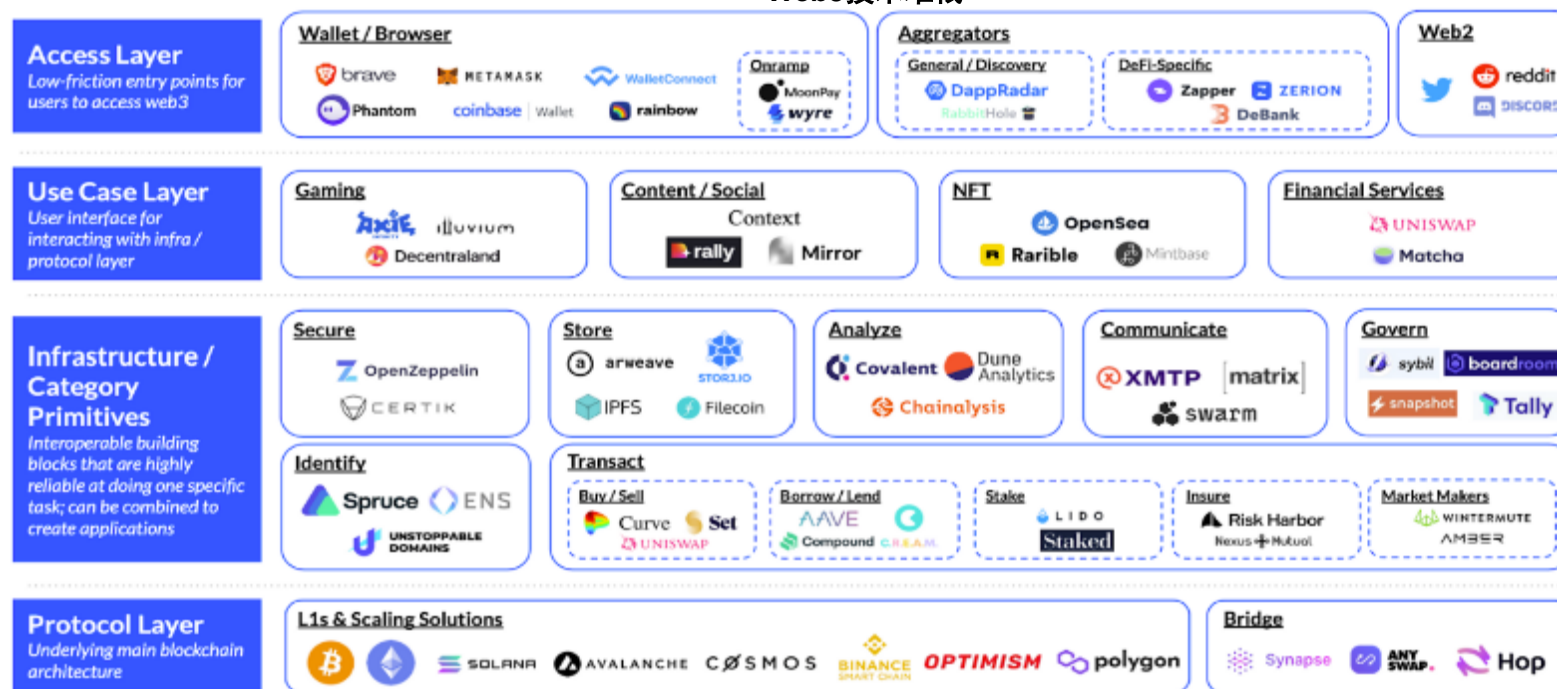
Token类型	特点
原生代币 (native tokens)	公共区块链必需和核心的部分，用于补偿节点维护和更新相应区块链的货币激励，赋予任何参与者支付区块链并获得所需服务的权利，通常以交易的形式，譬如比特币和以太币。
稳定币 (stablecoins)	具有稳定价值的加密资产，与美元等法定货币或中央银行监管的数字货币 (CBDC) 挂钩，常在区块链上被用来代表现金。
治理代币 (governance tokens)	代表对智能合约功能参数的投票权代币。
NFTs (Non-Fungible Tokens)	不可分割的数字资产，具有可证明的所有权，最初由 CryptoPunks 探索，并由 CryptoKitties 流行起来。使独特的商品能够数字化，譬如收藏品、游戏资产和艺术品等，最常见的标准是 ERC-721。
身份 (identity)	代表身份信息的自主权和去中心化身份系统 (DID)，譬如ENS (Ethereum Naming Service，以太坊命名服务)。
数字资产 (digital Assets)	在区块链上被标记为可分割的数字资产，具有一组基本功能和关联元数据的可替代资产，引发了 ICO 热潮，除此之外，还可以使许多其他资产类型数字化，例如股票、债券、所有权，最常见的标准是 ERC-20。

资料来源：Coinbase、McKinsey，国信证券经济研究所整理

## 3.2 Web3下一代互联网渐行渐近——Web3技术堆栈

- Web3堆栈经过多年发展创新已形成一定规模和体系，但仍处于新生阶段并在不断发展中。
- 协议层：位于堆栈底层的协议层由底层区块链架构组成，主要包括三个部分：1) 比特币和其他Layer1智能合约平台，如以太坊、Solana、Avalanche和Cosmos等，它们是目前大部分Web3应用程序的基础；2) 建立在Layer1协议基础上的第二层（Layer2）扩展协议，比特币拥有闪电网络（用于快速和廉价支付）和 Stacks（用于智能合约）等网络，为了减轻以太坊容量限制，以太坊上也构建了多个第2层扩展协议，譬如Optimism等；3) 跨链桥，随着许多第 1 层和第 2 层网络的兴起，在它们之间充当高速公路的跨链桥，让用户将价值从一条链转移到另一条链。
- 基础设施层：构建在协议层之上，用于执行特定任务。项目包括智能合约审计软件、数据存储、通信协议、数据分析平台、DAO 治理工具、身份解决方案等，譬如Uniswap支持将一种资产转换为另一种资产，Arweave使数据能够以去中心化的方式存储，ENS域名可以作为用户在Web3世界中的身份标识。用户不能用每个独立的应用程序做很多事情，但当组合在一起时，Web3开发人员可以将这些类别像乐高一样拼在一起构建应用程序。
- 应用层：汇集协议和基础设施的应用层。以链游 Axie Infinity 为例，它使用以太坊代币和 NFT，可以桥接到名为 Ronin 的低成本/高吞吐量侧链，玩家经常使 Uniswap 将 ETH 换成玩游戏所需的代币。同样，去中心化博客平台 Mirror 使用存储协议 Arweave 来存储数据，用以太坊通过将代币定向到他们的 ENS 或钱包地址让发布者获得加密货币支付。
- 入口层：位于堆栈顶端的入口层是Web3用户访问各个应用和服务的入口。数字钱包是大多数 Web3 应用程序的主要入口点，用户通过钱包接入Axie玩游戏或收取内容平台Mirror的付费。通过钱包中的一些加密货币，用户可以前往像 DappRadar 这样的聚合器，在一个地方浏览并连接到各种 Web3 应用程序。RabbitHole 等其他项目可帮助用户发现和学习如何使用各种 Web3 应用程序。还有像 Zapper、Zerion 和 DeBank 这样的聚合器可以帮助用户跟踪他们在各种应用程序中的所有活动和资产。

Web3技术堆栈



## 3.2 Web3下一代互联网渐行渐近——Web3的应用实践

- Web3已初步形成包括协议层、基础设施层、应用层、入口层在内的四层功能框架。其核心是数字身份和数字资产的构建，应用层将依托于底层区块链技术构建的分布式基础设施重塑存储、计算、组织范式，以数字钱包为入口，接入网络并连接浏览、社交、媒体、游戏等不同领域的去中心化Web3应用。
- 当前Web3处于发展初期，依托Web3理念和基础设施的应用创新已初现生态体系，这些应用包括：1) DID; 2) DAO; 3) DeFi; 4) NFT; 5) GameFi; 6) SocialFi。

### Web3的应用实践

DID	DAO	DeFi	NFT	GameFi	SocialFi
<ul style="list-style-type: none"><li>· decentralized identity</li><li>· 去中心化身份系统</li><li>· Web3的身份管理系统</li><li>· 利用区块链技术实现让数字身份真正为用户所拥有并支配。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>· Decentralized Autonomous Organization</li><li>· 去中心化自治组织</li><li>· Web3的组织范式</li><li>· 由计算机代码运行的组织，组织成员基于共同的信念、价值观，将组织运行管理规则写入区块链智能合约中，由组织的发起方、代币的持有者等成员负责控制和监督组织的运营，从而实现分布式的自治化。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>· Decentralized Finance</li><li>· 去中心化金融</li><li>· Web3的金融系统</li><li>· 以去中心化的方式开发和运营没有中介机构的金融系统，在透明化的区块链网络上提供所有类型的金融服务，提高资金效率。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>· Non-Fungible Token</li><li>· 非同质化通证</li><li>· Web3的数字资产</li><li>· 基于区块链技术的数字化凭证，具有唯一性，可确认其拥有者的权利，并且可以追溯 NFT 的整个创作和交易过程。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>· 区块链游戏</li><li>· 试图为传统游戏赋予开放的“经济系统”，玩家可以以NFT的形式实际拥有他们在游戏中努力获取的物品，并在交易平台上二次交易游戏物品或将其带到别的游戏中去。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>· 基于区块链技术构建的社交网络</li><li>· 以所有经济活动公开透明地进行为前提，为用户们构建一个完善自治的经济系统，致力于实现用户掌控自己的数据和内容、自我主导自身数据和内容的收益。</li></ul>

资料来源：国信证券经济研究所整理

### 3.3 AIGC：元宇宙内容加速器

- AIGC (AI Generated Content)，运用人工智能来生成内容，是基于生成对抗网络GAN、大型预训练模型等人工智能技术，通过已有数据寻找规律，并通过适当的泛化能力生成相关内容的技术，被认为是继PGC、UGC之后的新型内容创作方式。
- 深度学习技术模型迭代推动AIGC加速发展：
  - 1) 2014年出现的对抗生成网络GAN (Generative Adversarial Network) 是很多AIGC的基础框架，其基本原理是用生成器来生成图片，判断器来判断图片质量，两者互相平衡之后得到生成结果，但是GAN模型对输出结果的控制能力较弱，容易产生随机图像、分辨率比较低；
  - 2) 随后2021年OpenAI团队将CLIP深度学习模型进行开源，通过自然语言理解 (NLP) 和计算机视觉 (CV) 分析，实现图像和文本匹配，并搜集了网络上超过40亿个“文本-图像”训练数据，为后续AIGC尤其是输入文本生成图像/视频应用的落地奠定了基础；
  - 3) 2022年出现的Diffusion扩散化模型成为2022年下半年Stable Diffusion应用的重要推手，该模型经过训练可以从随机输入中合成新的数据，直接推动了AIGC技术的突破性进展。
- 2022年8月，在美国科罗拉多州举办的新兴数字艺术家竞赛中，没有绘画基础的参赛者通过AIGC绘画作品《太空歌剧院》获得了此次比赛“数字艺术/数字修饰照片”类别一等奖，引发广泛关注。

2022年8月通过AIGC生成的获奖绘画作品《太空歌剧院》



资料来源：甲子光年，国信证券经济研究所整理

AIGC相关深度学习模型迭代进程

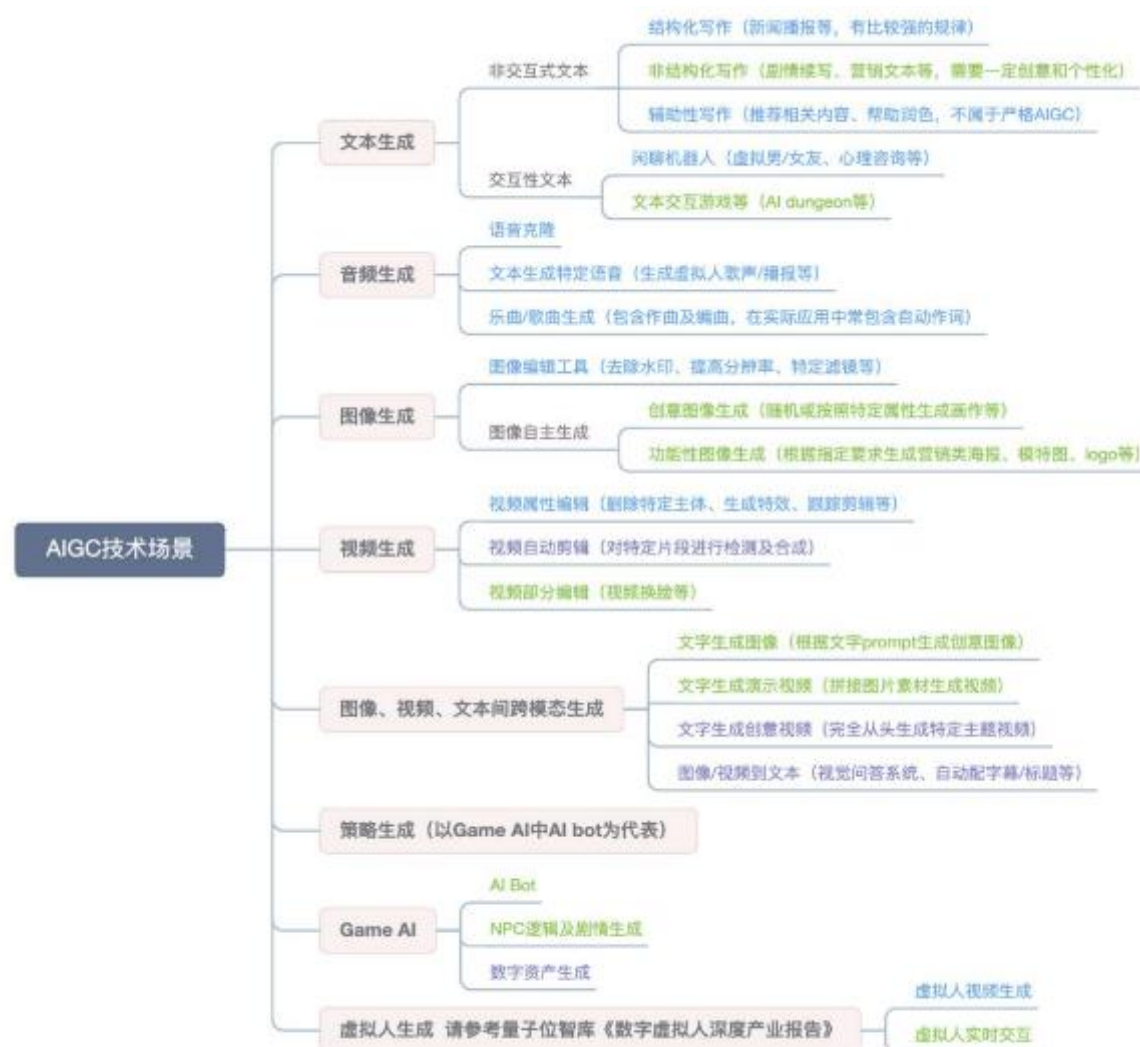
序号	深度学习模型	出现时间	特点
1	GAN (Generative Adversarial Network)	2014年	1. 生成器用来生成图片，判别器用来判断图片质量，两者互相平衡之后得到结果； 2. 对输出结果的控制能力较弱，容易产生随机图像、分辨率比较低。
2	CLIP (Contrastive Language-Image Pre-Training)	2021年	1. 进行自然语言理解和计算机视觉分析； 2. 使用已经标注好的“文字-图像”训练数据。一方面对文字进行模拟训练。另一方面对图像进行另一个模拟的训练，不断调整两个模型内部参数，使得模型分别输出的文字特征和图像图正值并确认匹配。
3	Diffusion	2022年	1. 通过增加噪声破坏训练数据来学习，然后找出如何逆转这种噪声过程以恢复原始图像； 2. 经过训练，该模型可以应用这些去噪方法，从随机输入中合成新的“干净”数据。

资料来源：腾讯科技，国信证券经济研究所整理

### 3.3 AIGC：元宇宙内容加速器

- AIGC技术落地场景丰富，或成为新型内容创作方式助力可消费内容生成。从技术落地场景来看，AIGC可以助力文本、音频、图像和视频等内容生成，并实现不同内容模态之间的转化，譬如通过文字或图像生成视频。
- 预计在未来3年内，AIGC在虚拟人生成和游戏AI这两种综合性的应用场景将趋于商业化成熟。纵向从内容生成方式发展来看，随着深度学习技术的进一步发展和商业化的持续探索，AIGC有望成为继专业生产内容（PGC）、用户生产内容（UGC）之后的新型内容创作方式，实现从简单的降本增效向创造额外价值转移。

AIGC技术应用场景



■ 较为广泛地实际应用，技术细节仍待进一步攀升    ■ 底层技术原理基本明确，预计1-2年内将规模化应用    ■ 底层技术原理仍待完善，增长可期

资料来源：量子位，国信证券经济研究所整理



### 3.3 AIGC：元宇宙内容加速器

➢ 多家上市公司布局AIGC相关技术，探索商业化可能途径：

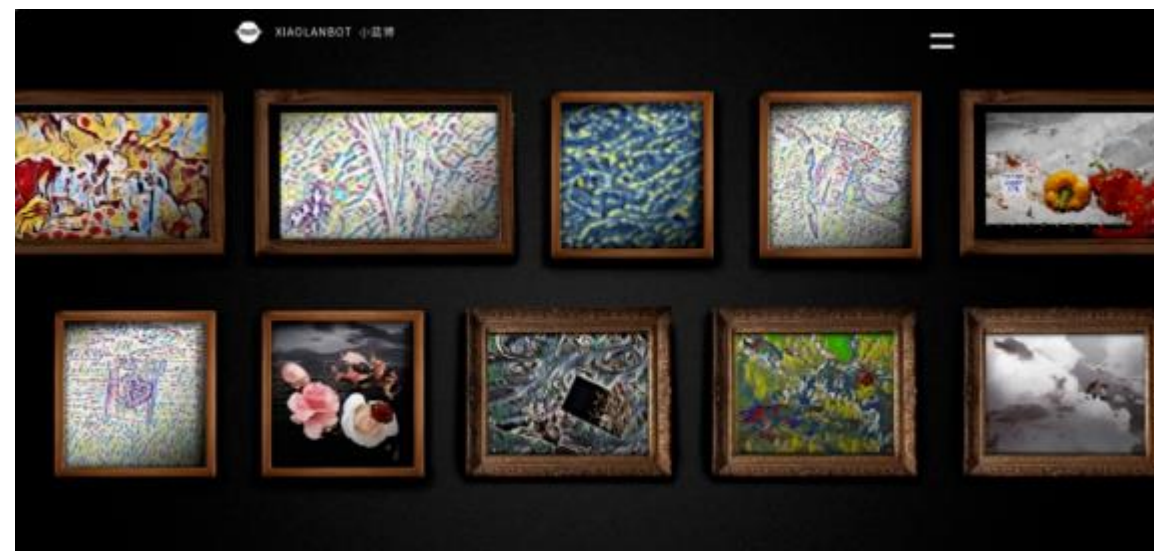
- ✓ **视觉中国**：视觉中国拥有可供授权的超过4亿张图片、3000万条视频和音乐素材，可用于AIGC模型训练的数据集。11月22日视觉中国旗下“元视觉”艺术网与500px摄影社区已共同推出含版权AIGC数字艺术品。
- ✓ **蓝色光标**：蓝色光标销博特2021年开始探索NLP技术对文本和图片进行情绪识别，通过对数据库中的图片素材进行微标签处理，并以此为突破口对模型进行上万次的训练，从而总结出现有的“康定斯基模型”，并根据该模型发布一键生成抽象画平台“创意画廊”。用户使用“康定斯基模型”输入文本即可在6分钟内生成一幅抽象画作，后续该模型也会生成可直接调用的APIS，支持虚拟人创作、AI营销、DTC电商等各领域的用户使用。
- ✓ **中文在线**：公司已向17K文学平台作者开放AI绘画和AI文字辅助创作功能。

元视觉与500px共同推出含版权AIGC数字艺术品



资料来源：视觉中国官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

蓝色光标创意画廊广场部分作品展示



资料来源：蓝色光标官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

## 3.4 数字人

- 虚拟数字人是依赖显示设备存在、具有数字化外形的虚拟人物，主要具备三方面特征：1) 拥有人的外观，具有特定的相貌、性别和性格等人物特征；2) 拥有人的行为，具有用语言、面部表情和肢体动作表达的能力；3) 拥有人的思想，具有识别外界环境、并能与人交流互动的能力。
- 根据不同的生成技术，虚拟数字人可分为真人驱动型和计算驱动型。两者在制作流程、适用场景、影响因素等方面有较大差别。

真人驱动虚拟主播（上图）和计算驱动数字航天员（下图）



资料来源：量子位、腾讯，国信证券经济研究所整理

真人驱动和计算驱动虚拟数字人的区别

	真人驱动型	计算驱动型
主要特点	真人驱动，在动作灵活度、互动效果等方面有明显优势	语音表达、面部表情、具体动作将主要通过深度学习模型的运算结果实时或离线驱动
技术流程	原画设计→建模绑定→动捕设备或摄像头将基于真人的动作/表情等驱动虚拟数字人→实时渲染完成内容录制或现场互动	设计形象或对真人形象进行打点扫描，采集模型→建模绑定→训练各类驱动的深度模型，学习模特语音、唇形、表情参数间的潜在映射关系→内容制作，基于输入的语音(或由输入文本转化的语音)预测唇动、表情等参数，推理图片并与时间戳结合→渲染并生成内容
技术突破	动作捕捉环节； 随着图像识别技术，姿势、表情等识别算法的进步，昂贵的惯性或光学动捕设备不再是驱动的必备工具。	语音合成(语音表述在的律、情感、流畅度等方面是否符合真人发声习)； NLP技术(与使用者的语言交互是否顺畅、是否能够理解使用者需求)； 语音识别(能否准确识别使用者需求)。
适用场景	降低影视行业门槛推动消费级转化 虚拟偶像、大型直播等	虚拟人内容生成 虚拟客服 虚拟助手

资料来源：量子位，国信证券经济研究所整理

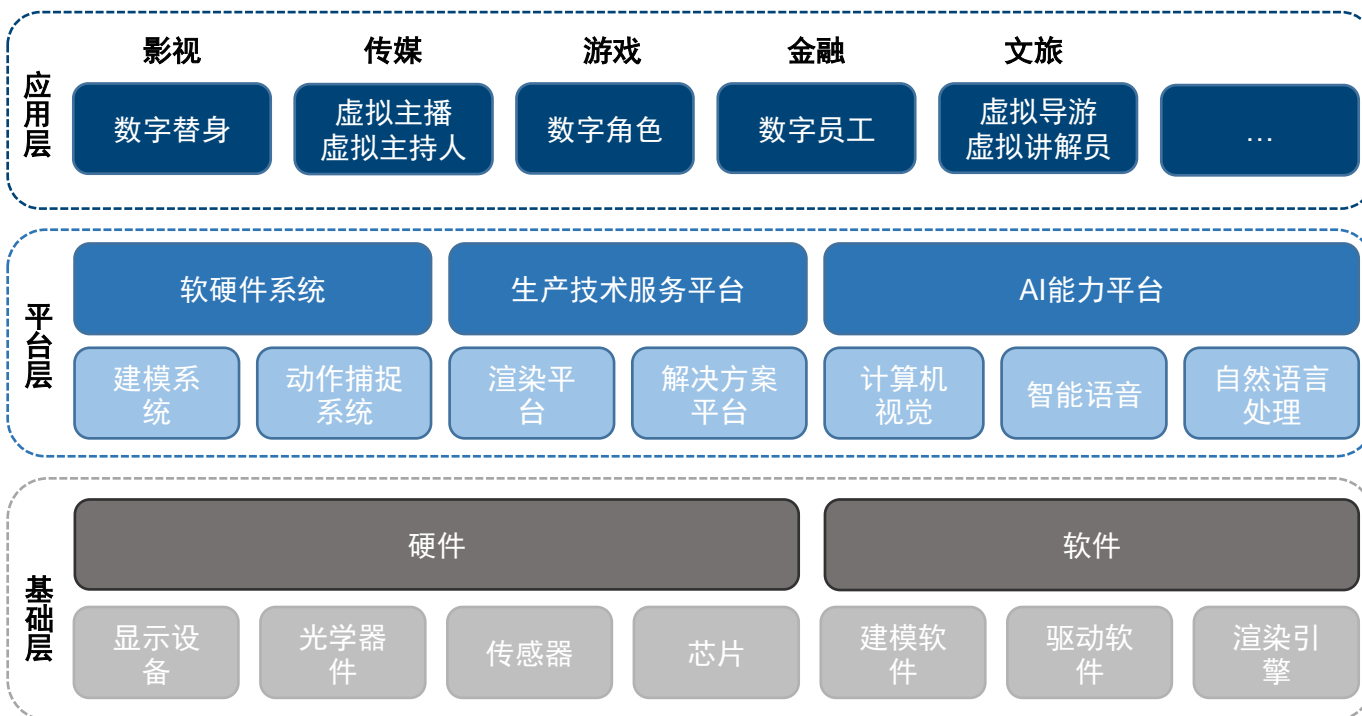
## 3.4 数字人

- 虚拟数字人的产业链从上到下可以分为基础层、平台层和应用层。
- 基础层：为虚拟数字人提供基础软硬件支撑，硬件包括显示设备、光学器件、传感器、芯片等，基础软件包括建模软件、渲染引擎。
- 平台层：包括软硬件系统、生产技术服务平台、AI 能力平台，为虚拟数字人的制作及开发提供技术能力。
- 应用层：虚拟数字人技术结合实际应用场景领域，形成行业应用解决方案。按照应用场景或行业的不同，已经出现了影视数字人（如替身演员或虚拟演员）、娱乐型数字人（如虚拟主播、虚拟偶像）、教育型数字人（如虚拟教师）、助手型数字人（如虚拟客服、虚拟导游、智能助手）等。不同外形、不同功能的虚拟数字人赋能影视、传媒、游戏、金融、文旅等领域，根据需求为用户提供定制化服务。

虚拟数字人应用领域、场景及角色

领域	场景	角色	
泛娱乐	影视	数字替身特效可以帮助导演实现现实拍摄中无法表现的内容和效果，已成为特效商业大片拍摄中的重要技术手段和卖点。	数字替身
	传媒	定制化虚拟主持人/主播/偶像，支持从音频/文本内容一键生成视频，实现节目内容快速、自动化生产，打造品牌特有 IP 形象，实现观众互动，优化观看体验。	虚拟主持人 虚拟主播 虚拟偶像
	游戏	越来越真实的数字人游戏角色使游戏者有了更强的代入感，可玩性变得更强。	数字角色
金融	通过智能理财顾问、智能客服等角色，实现以客户为中心的、智能高效的人性化服务。	智能客服 智能理财顾问	
文旅	博物馆、科技馆、主题乐园、名人故居等虚拟小剧场、虚拟导游、虚拟讲解员。	虚拟导游 虚拟讲解员	
教育	基于 VR/AR 的场景式教育，虚拟导师帮助建自适应/个性化学习环境。	虚拟导师	
医疗	以数字人实现家庭陪护/家庭医生/心理咨询，实时关注家庭成员身心健康，并及时提供应对建议。	心理医生 家庭医生	
零售	从大屏到机器人到全息空间，从数据分析、个性营销、智能货架、无人商店四大应用场景切入构建线下零售服务新流程。电商直播在虚拟数字人与真人主播和观众互动,介绍商品。	顾客服务数字人 商家管理数字人 虚拟主播	

虚拟数字人产业视图



资料来源：中国人工智能产业发展联盟总体组和中关村数智人工智能产业联盟数字人工作委员会，国信证券经济研究所整理

## 3.4 数字人

- 从应用层按产业应用可将虚拟数字人划分为两类：服务型虚拟数字人和身份型虚拟数字人。服务型虚拟人以功能性为主，核心功能在提供服务；身份型虚拟数字人以身份性为主，主要用于娱乐、社交方面。
- 当前虚拟数字人发展步入成长期，朝着智能化、便捷化、精细化和多样化发展。根据量子位测算，2030年我国虚拟数字人整体市场规模将达到2700亿。其中，受虚拟IP和虚拟第二分身发展市场驱动，身份型虚拟数字人将占主导地位，预计市场规模为1750亿，约占虚拟人市场的65%；服务型虚拟数字人相对稳定发展，多模态AI助手有待进一步发展，多种对话式服务升级至虚拟数字人形态，市场总规模超过950亿。

服务型 and 身份型数字虚拟人对比

	服务型虚拟数字人	身份型虚拟数字人
核心功能	功能性，提供服务 · 替代真人服务，完成内容生产、简单功能 · 多模态AI助手，提供日常陪伴、关怀等服务	身份性，用于娱乐/社交 · 虚拟IP/偶像，推动虚拟内容生产 · 虚拟世界第二分身，用于社交娱乐及Metaverse
产出定位	· 现实世界中主持人、导游、购物主播等服务型角色的虚拟化 · 具有关怀感和真实感的AI助手 · 虚拟主播、虚拟老师、标准化内容制作	· 虚拟偶像或成为真人偶像的辅助分身 · 个体在虚拟世界（或Metaverse）中的第二分身
代表应用	· 虚拟关怀师、虚拟陪伴助手	· 虚拟偶像 · VR Chat、虚拟形象构建应用
产业价值	1. 降低已有服务型产业的成本，为存量市场降本增效 2. 提升AI助手的交互效果，扩展其接受度与适用场景	1. 为未来的虚拟化世界提供人的核心交互中介，在增量市场创造新价值增长点 2. 降低虚拟内容的制作门槛

资料来源：量子位，国信证券经济研究所整理

2030年我国虚拟数字人市场规模测算

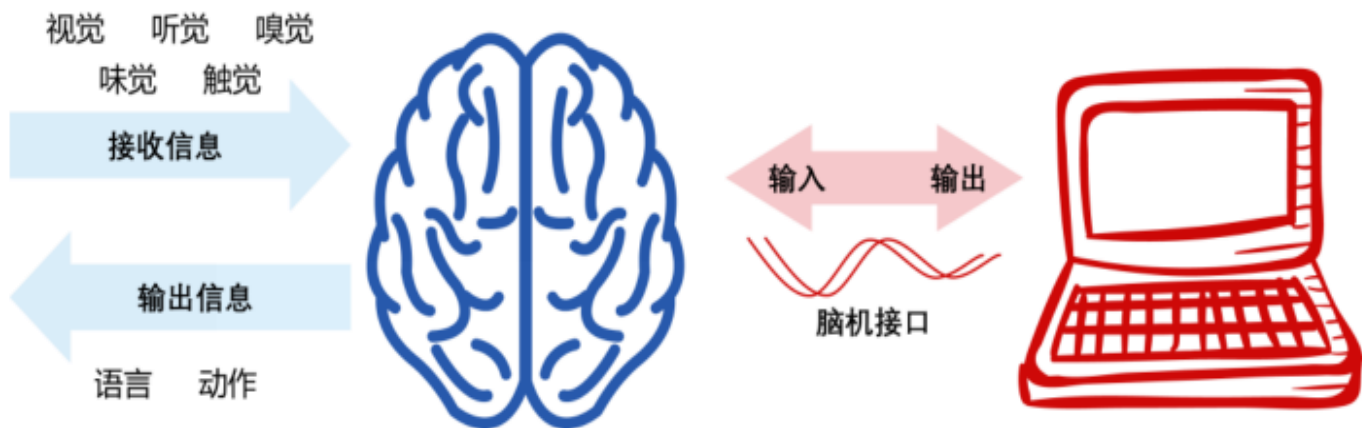


资料来源：量子位，国信证券经济研究所整理

### 3.5 脑机接口：数字世界终极入口

- **脑机接口 (Brain-Computer Interface, BCI)**：狭义上是在大脑与外部环境之间建立一种全新的不依赖于外周神经 (PNS) 和肌肉的交流与控制通道，通过测量和采集中枢神经系统 (CNS) 活动，并将其直接转译为可被外界人工设备识别的信号或指令，从而实现大脑与外部设备的直接交流与控制 (输出式BCI)。广义上脑机接口是实现脑机交互的通讯系统。
- 技术发展上，脑机接口已经从早期的学术探索进入到应用实验的阶段。

脑机接口理念示意图



资料来源：康橙投资，国信证券经济研究所整理

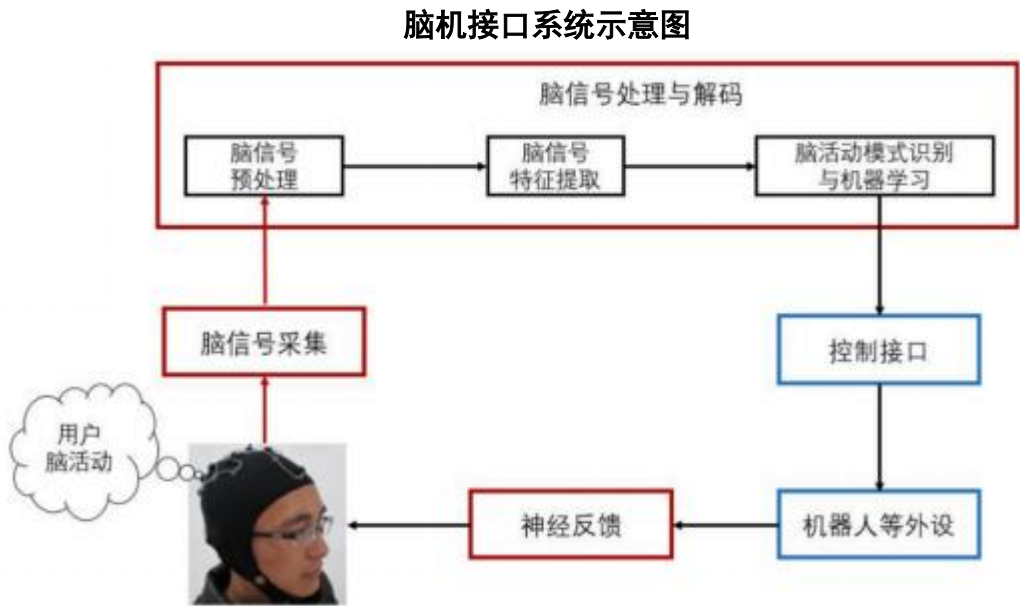
2014年巴西世界杯截肢残疾者利用脑机接口技术开球



### 3.5 脑机接口：数字世界终极入口

- 脑机接口主要包括五个步骤：1) 脑信号采集；2) 脑信号处理与解码；3) 控制接口；4) 机器人等外设；5) 神经反馈。其中神经反馈是实现交互式脑机接口的关键环节。
- 脑机接口的技术体系主要分为硬件层和软件层。
- 硬件层包括脑电采集设备和外控设备
  - ✓ 脑电采集设备包括核心部件和器件、电极、芯片、电源和材料；
  - ✓ 外控外联设备包括机械臂、仿生手、无人机等。
- 软件层包括生物信号分析、核心算法、通信计算和安全隐私。
  - ✓ 脑机理认知方面一定程度上也属于软件仿真和实现的重要方面。随着对脑机理的不断认知，采集获取的数据量越来越庞大，未来将陆续面临数据压缩算法和存储技术，以及高通量高速数据无线传输等方面的挑战。此外，基于脑电的信息认证及信息安全、隐私保护也将是软件层重点研究和解决的问题。

脑机接口技术体系



## 3.5 脑机接口：数字世界终极入口

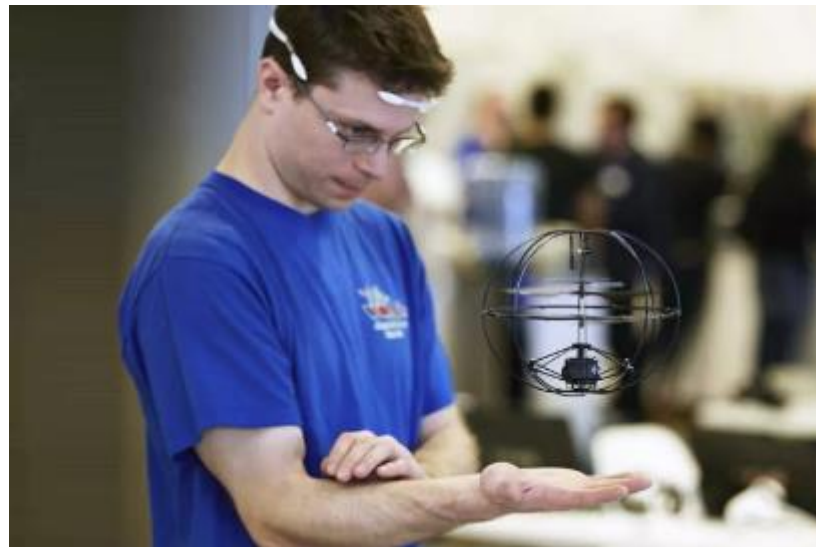
- 根据脑机接口信号采集过程对大脑的侵入程度，可以被分为侵入式和非侵入式。
- 侵入式：需要借助一定形式的外科手术来实现，其过程为移除一部分颅骨，在大脑中植入电极或植入物，再将移除的颅骨部分放回原处。因为大脑没有内部疼痛感受器，所以记录本身并不会带来痛苦。主要技术为皮层脑电（ECoG）和单个神经元记录（Spikes）。
  - ✓ 优点：高质量和高信噪比的神经信号，细胞水平的空间分辨率和时间分辨率较高；
  - ✓ 缺点：1) 穿透血脑屏障可能导致感染；2) 免疫反应组织对电极形成的包围能使电信号质量随时间下降；3) 植入过程中，可能对完好无损的大脑回路产生损害。
- 非侵入式：无需动手术，直接从大脑外部采集大脑信号。常用的非侵入式信号有头皮脑电（EEG）、功能近红外光谱（fNIRS）、功能性磁共振成像（fMRI）、脑磁（MEG）等。
  - ✓ 优点：安全性高、成本低、可接受度高，成为面向消费应用市场的主流；
  - ✓ 缺点：由于颅骨导致的信号衰减作用和电场分散模糊效应，导致信号分辨率低，很难确定发出信号脑区或相关放电的单个神经元，导电膏失效时信号也无法传输。
- 根据侵入式和非侵入式技术特点，侵入式脑机接口一般用于科研和医疗方向，非侵入式用于娱乐、教育等非医疗可商业化领域。

侵入式脑机接口技术通过植入



资料来源：MIT Technology Review，国信证券经济研究所整理

非侵入式脑机接口通过头戴设备采集脑电信号

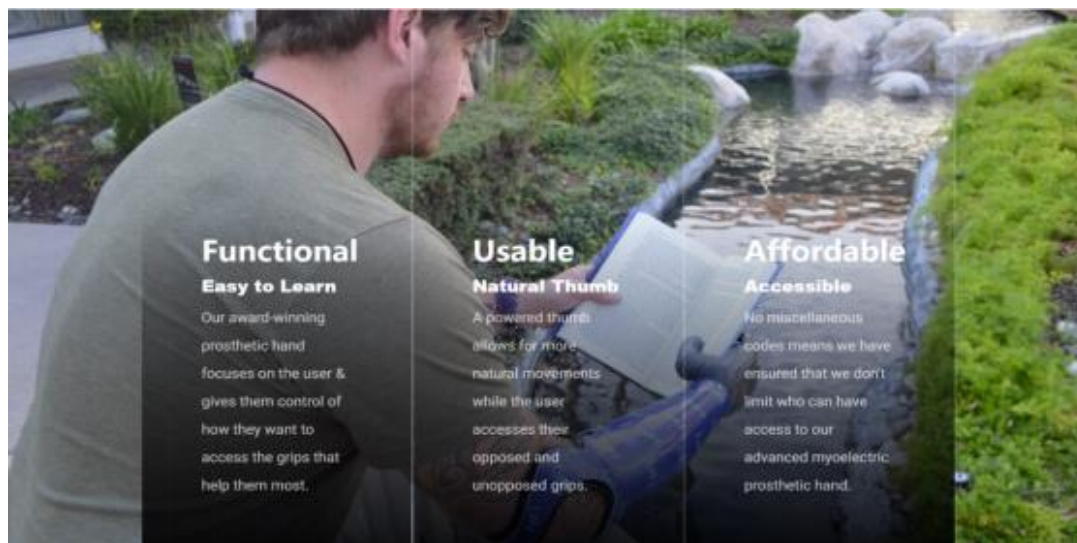


资料来源：Emotiv官网，国信证券经济研究所整理

### 3.5 脑机接口：数字世界终极入口

- 脑机接口技术市场应用广阔。根据Mckinsey于2020年出具的研究报告，预计脑机接口相关市场规模在2030-2040期间可达700亿-2,000亿美元。
- 从应用场景上来看：1) 对脑机制的根本理解可为脑疾病带来新型疗法；2) 依托脑机接口的意念控制机器、脑控开关等新一代交互方式在医疗、教育和消费品等市场具备较大的应用潜力。
- 从细分领域看，脑机接口技术有望在医疗健康、游戏娱乐（VR/AR、游戏等）、教育等场景大放异彩。
- 长期来看，脑机接口有望成为连接现实世界与数字世界重要入口，构建元宇宙时代的核心技术底座。

医疗健康：BrainRobotics可以通过大脑控制的假肢



资料来源：BrainCo官网，国信证券经济研究所整理

消费娱乐：NeuroSky发布的可用于玩游戏的头戴设备Mindwave Mobile 2



资料来源：NeuroSky官网，国信证券经济研究所整理



# 4 投资建议

## 4 投资观点：基本面及估值有望低位修复，关注成长主题



关注外部因素变化，把握基本面与估值低位修复可能。外部负面冲击之下，2022年上市公司营收及归母净利润均遭受巨大压力（1-3Q同比分别增长2%、-29%），从历史估值分位来看，PE、PB估值分别处于历史分位数的25%、6%，显著低于同样受疫情冲击显著的社服、出行等板块；展望2023年，外在负面冲击有望转向之下，估值与基本面均具备较为显著的修复可能，建议关注：1）疫情冲击之下，线下娱乐等领域受损严重，关注电影、潮玩、网吧、楼宇及户外媒体等领域。弹性来看，电影关注内容爆款和影院集中度提升，上游内容格局优于下游影院。疫情加速潮玩行业中小出清，头部公司抗风险、多渠道运营能力强；同时潮玩品类相比传统可选消费，用户粘性更强，头部公司有望迎来更大复苏力度更大；网吧、户外等领域关注疫情防空及人流恢复状况；2）稳增长发力、宏观经济有望触底向上，广告营销产业链具备较大改善弹性。广告市场增速和GDP增速高度正相关关系，同时结构性变化中线上特别是短视频广告占比持续提升，宏观经济企稳有助广告行业整体投放环境改善。修复弹性来看，媒体资源大于营销服务、楼宇及户外强于整体表现；3）估值处于历史底部，版号正常化、监管政策预期回暖，有望带动国内游戏市场恢复增长；内容、运营、研发等多重优势之下，海外市场提供更大蓝海空间，低估值背景下游戏板块具备良好配置机会。4）监管政策政策回暖，政策指引逐渐清晰；互联网平台业务发展的不确定性降低，有助于提升市场信心、推动互联网及传媒板块整体估值回升。

**新科技持续催化成长主题。**1）VRAR产业复苏，新硬件爆发前夜；近两年有以来字节收购Pico、Facebook更名Meta、Quest销量迎消费级拐点、《Half-life: Alyx》引爆内容市场、苹果未来有望发布现象级虚拟现实设备，虚拟现实产业到了天时地利人和的时点，2C、2B市场有望迎来快速成长期；2）元宇宙、web3领域活力不断释放，有望带动互联网进入下一个时代，AIGC、数字人、数字藏品等领域持续落地应用，行业有望进入加速发展期；脑机接口重要性不断提升，产业界不断推进，有望成为终极数字世界交互入口。

**投资建议：两条主线把握板块投资机会。**1）关注外部负面冲击减弱之下的基本面及估值低位修复可能，重点推荐线下娱乐及广告营销产业链，自下而上关注游戏个股，影视推荐光线传媒、华策影视、万达电影等标的；广告营销及互联网产业链推荐遥望科技、芒果超媒、分众传媒、哔哩哔哩、兆讯传媒、三人行、蓝色光标等标的；游戏板块推荐恺英网络、三七互娱、吉比特、完美世界、心动公司等标的；潮玩行业关注泡泡玛特；2）关注新科技及商业模式推进所带来的主题投资机会，重点推荐元宇宙、web3、ARVR、AIGC、数字人、脑机接口、数字藏品、数据资产等方向，建议关注三人行、视觉中国、浙数文化、蓝色光标、浙文互联、华策影视、风语筑、汤姆猫、宝通科技等标的。

**风险提示：监管政策风险；宏观经济波动风险；利润不达预期风险；商誉及资产损失计提风险等。**

- 一、监管政策风险。监管政策变化对公司经营将带来较大的不确定性。
- 二、利润不达预期风险。影视票房、游戏流水等具备较大不确定性，相应营收和利润存在较大的不确定性。
- 三、技术进步低于预期的风险。新产业、新模式、新内容落地需要科技落地推动，软硬件进步若低于预期，将延迟内容等生态的成熟，影响行业成长速度。
- 四、疫情及宏观经济波动过于乐观的风险。疫情对于线下娱乐产业有显著冲击，宏观经济波动对广告投放规模有较大影响进而影响到平台、内容创作等领域营收增速，若疫情反复或宏观经济增长低于预期，将对相关板块营收带来较大影响。
- 五、商誉及资产损失计提等风险。

# 重点公司估值表



公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E
300788.SZ	中信出版	增持	21.19	40	1.48	1.27	1.10	1.31	14	17	19	16
603096.SH	新经典	增持	19.61	32	1.35	0.80	1.12	1.38	15	24	17	14
603999.SH	读者传媒	增持	5.49	32	0.13	0.15	0.19	0.22	42	37	29	25
002292.SZ	奥飞娱乐	增持	4.86	72	(0.30)	(0.28)	0.01	0.10	(16)	(17)	399	49
002739.SZ	万达电影	增持	13.89	303	(3.06)	0.05	(0.21)	0.50	(5)	285	(67)	28
300133.SZ	华策影视	买入	4.99	95	0.21	0.21	0.23	0.28	24	24	21	18
300251.SZ	光线传媒	买入	8.35	245	0.10	(0.11)	0.07	0.34	84	(79)	123	25
600977.SH	中国电影	增持	13.94	260	(0.30)	0.13	0.06	0.50	(47)	110	247	28
002291.SZ	遥望科技	买入	15.6	142	0.03	(0.77)	0.62	1.03	585	(20)	25	15
300058.SZ	蓝色光标	增持	5.4	135	0.29	0.21	0.16	0.27	19	26	33	20
600556.SH	天下秀	增持	7.28	132	0.16	0.20	0.17	0.23	45	37	43	32
600986.SH	浙文互联	增持	5.29	70	0.07	0.22	0.29	0.38	74	24	18	14
603825.SH	华扬联众	增持	14.77	37	0.83	0.90	1.12	1.49	18	16	13	10
605168.SH	三人行	增持	81.86	83	3.58	4.98	7.24	10.08	23	16	11	8
002027.SZ	分众传媒	买入	6.01	868	0.28	0.42	0.21	0.32	22	14	28	18
002517.SZ	恺英网络	增持	7.15	154	0.08	0.27	0.45	0.57	86	27	16	13
002555.SZ	三七互娱	买入	17.49	388	1.24	1.30	1.35	1.59	14	13	13	11
002602.SZ	世纪华通	增持	4.09	305	0.40	0.31	0.27	0.37	10	13	15	11
002605.SZ	姚记科技	增持	14.7	60	2.69	1.41	1.05	1.33	5	10	14	11
002624.SZ	完美世界	增持	13.74	267	0.80	0.19	0.97	1.08	17	72	14	13
300031.SZ	宝通科技	增持	15.01	62	1.06	0.98	1.09	1.49	14	15	14	10
300113.SZ	顺网科技	增持	11.19	78	0.13	0.09	0.13	0.18	85	127	89	64
300418.SZ	昆仑万维	增持	14.48	171	4.22	1.31	0.90	1.10	3	11	16	13
603444.SH	吉比特	买入	332.98	239	14.56	20.43	19.47	23.27	23	16	17	14
000681.SZ	视觉中国	买入	12.83	90	0.20	0.22	0.21	0.33	64	59	62	39
300413.SZ	芒果超媒	买入	26.27	491	1.06	1.13	1.38	1.64	25	23	19	16
603533.SH	掌阅科技	增持	15.57	68	0.60	0.34	0.49	0.70	26	45	31	22
9626.HK	哔哩哔哩-W	买入	133.50	534	(7.53)	(16.98)	(19.78)	(13.59)	(18)	(8)	(7)	(10)
9992.HK	泡泡玛特	买入	17.50	242	0.38	0.62	0.57	0.85	46	28	31	21
2400.HK	心动公司	买入	20.05	96	0.02	(1.80)	(1.07)	0.07	1053	(11)	(19)	301
0302.HK	中手游	增持	1.58	44	0.25	0.22	0.06	0.20	6	7	24	8
3738.HK	阜博集团	买入	3.78	80	0.00	(0.01)	0.04	0.06	764	(353)	94	65
9990.HK	祖龙娱乐	增持	3.95	32	(0.94)	(0.38)	(0.51)	0.36	(4)	(10)	(8)	11
0772.HK	阅文集团	买入	27.20	276	(4.41)	1.82	1.11	1.35	(6)	15	24	20
1119.HK	创梦天地	增持	3.94	56	(0.31)	(0.11)	(0.06)	0.11	(13)	(35)	(64)	37

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

## 分析师承诺

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ， 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。 未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032