

凛冬已过，静待良机

——互联网传媒2023年度策略报告

2022年12月5日



【光大海外&互联网】 分析师：付天姿 联系人：赵越 杨朋沛



证券研究报告

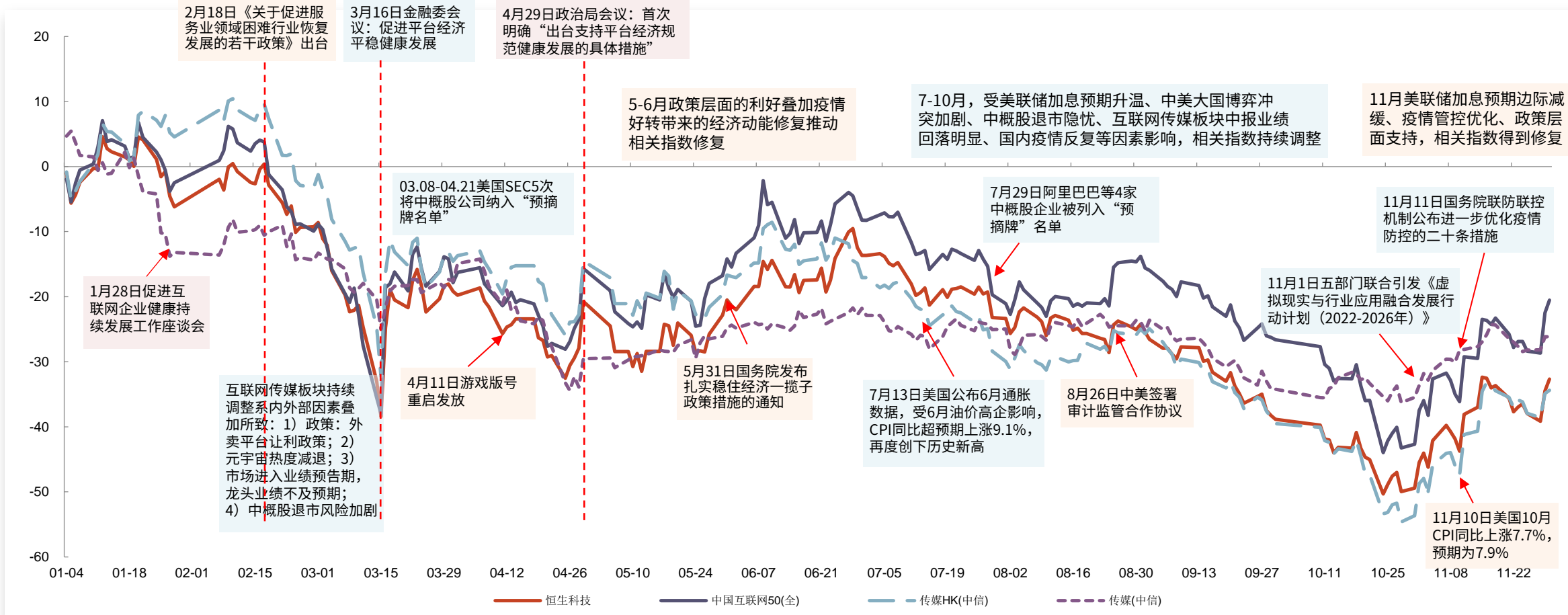
- 1、互联网行情与基本面概况、监管政策边际变化
 - 2、投资主线一：互联网流量大盘进入存量，内容生态驱动短视频流量结构性增长
 - 3、投资主线二：关注疫情后行业复苏，广告、影视、电商行业有望触底反弹
 - 4、投资主线三：寻找增量空间：出海 to B VR
 - 5、投资建议、推荐标的
- 风险提示

- ▣ 1.1 基本面概况与行情梳理：疫情冲击下业绩增速下滑，板块股价与估值仍处于低位
- ▣ 1.2 子行业增速复苏进度、估值：各子行业整体下滑，工业品电商保持高速增长
- ▣ 1.3 监管政策：边际持续改善，监管中心从规范转向发展

1.1 疫情冲击下业绩增速下滑，板块股价与估值仍处于低位

22年以来，受内外多重因素影响，中信传媒指数和中信传媒HK指数累计涨跌幅分别为-26%和-35%，跌幅大于中国互联网50指数（-21%），恒生科技指数累计涨跌幅为-33%。11月以来，各因素压制趋于缓和，板块得到恢复。

图1：2022M1-2022M11 A股与港股传媒、中信互联网50、恒生科技指数累计涨跌幅（单位：%）



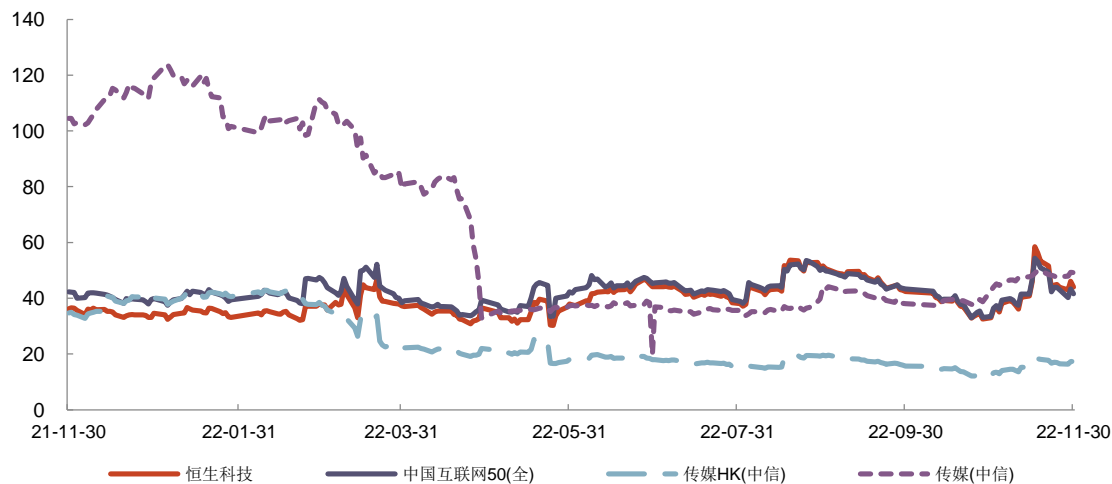
请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：wind，光大证券研究所，时间：2022-01-04至2022-11-30

1.1 疫情冲击下业绩增速下滑，板块股价与估值处于低位

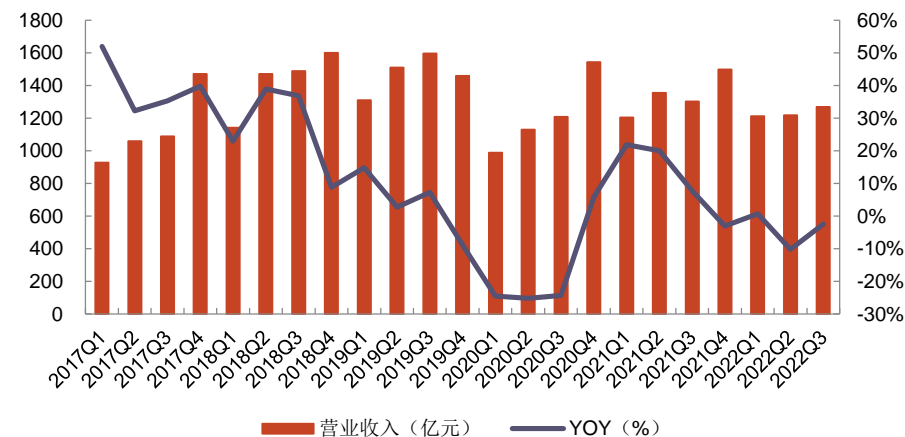
- 截至22年11月30日，传媒HK指数PE-TTM为17.4x，低于A股传媒指数（49.2x）、恒生科技指数（44.0x）和中国互联网50指数（41.6x）。
- 受政策、疫情等多方影响，行业季度收入及利润增速放缓。22Q3传媒板块营收和归母净利润分别为1268亿元（yoy-2.5%）和65亿元（yoy-43.3%）。

图2：A股与港股传媒、中信互联网50、恒生科技指数PE-TTM



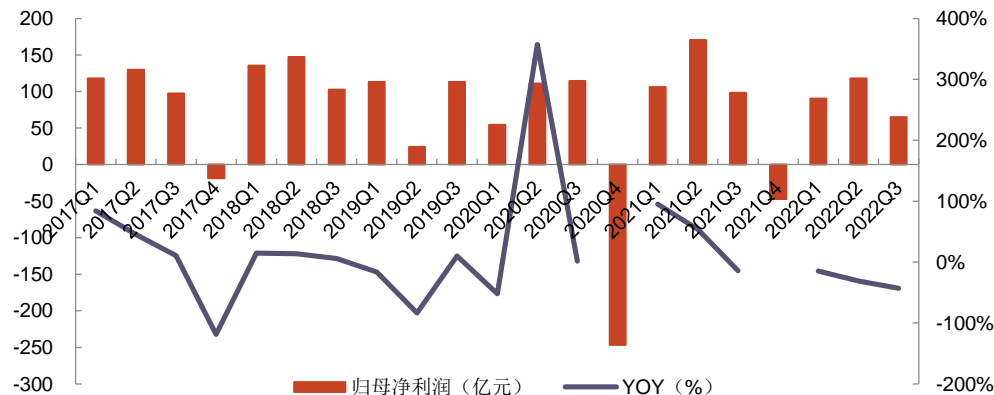
资料来源：wind，光大证券研究所，时间：2021-11-30至2022-11-30

图3：2017Q1-2022Q3传媒板块季度营收及增速



资料来源：wind，光大证券研究所

图4：2017Q1-2022Q3传媒板块季度归母净利润及增速



资料来源：wind，光大证券研究所；注：为凸显历史波动，将18Q4、19Q4异常负值剔除

1.2 各子行业整体下滑，工业品电商保持高速增长

游戏板块业绩持平，出版板块增速放缓

1) **游戏板块**：2022Q1游戏板块营收为187.36亿元，较2021Q4环比增长4.53%，较2021Q1同比增长5.57%。2022Q2游戏板块营收为175.51亿元，与去年同期基本持平。2022Q3游戏板块营收为170.58亿元，较去年同期同比下降10.12%。根据wind，CS游戏板块2022Q1/Q2/Q3 EPS-最新股本摊薄（算术平均）分别为0.27/0.58/0.74元，以2022年12月2日收盘价计算静态P/E为19.13倍。

- 22H1游戏行业用户与市场规模双降，22H2有望受部分利好因素影响回暖。监管层面，今年4月游戏版号重启，至9月版号发放已恢复常态，利好存量释放；企业层面，腾讯、网易等头部公司注重提高游戏研发能力，主动权加强；海外方面，22M8自主研发游戏出海收入实现环比正增长。我们预计在精品游戏的带动下，后续游戏板块营收下降的趋势将有望得到扭转。

2) **出版板块**：出版板块2022Q1/Q2/Q3 营收分别为325.54/381.97/369.97亿元，同比增速分别为10.01%/2.04%/7.09%，营收稳定增长但增速放缓。根据wind，CS出版板块2022Q1/Q2/Q3 EPS-最新股本摊薄（算术平均）分别为0.10/0.24/0.38元，以2022年12月2日收盘价计算静态P/E为13.52倍。

图5：2016Q1-2022Q3 游戏板块季度营收及增速

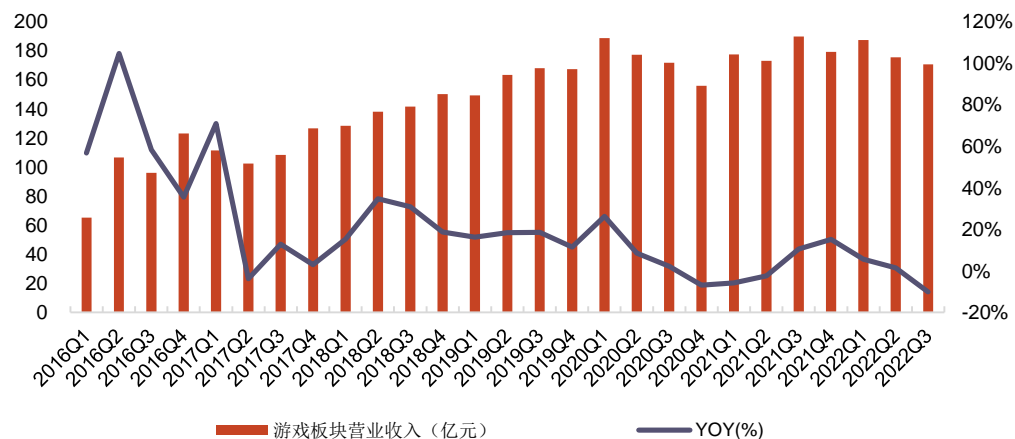
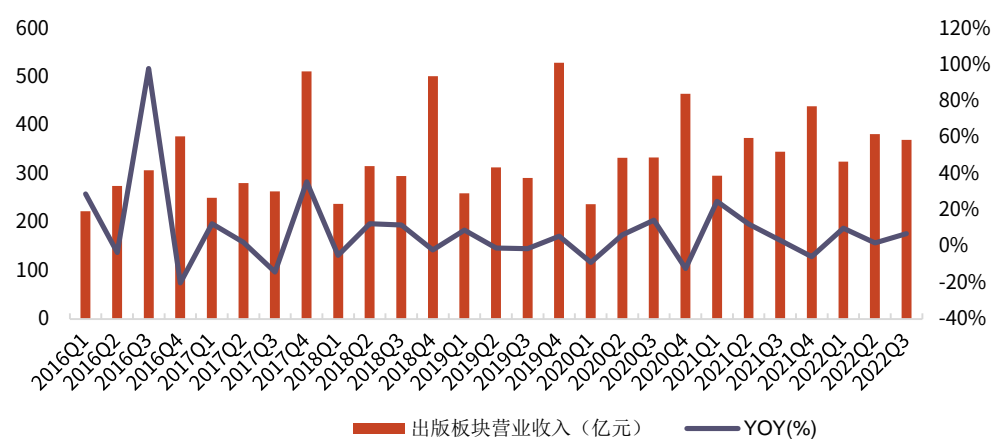


图6：2016Q1-2022Q3 出版板块季度营收及增速



1.2 各子行业整体下滑，工业品电商保持高速增长

影视、广告营销、电商与服务板块继续承压

1) 影视板块：我国影视行业受疫情影响较大，近三年板块整体营收仍未恢复至疫情前水平。影视板块2022Q1营收96.35亿元，较2021Q1同比下降12.81%。2022Q2营业收入56.08亿元，较22Q1环比下降41.8%，较21Q2同比下降46%。2022Q3营收71.67亿元，较21Q3同比下降6.77%，较22Q2营收环比回升27.8%，营收逐渐修复。根据wind，CS影视板块2022Q1/Q2/Q3 EPS-最新股本摊薄（算术平均）分别为0/-0.08/-0.09元，以2022年12月2日收盘价计算静态P/E为69.53倍。

• 因三季度主力国庆档票房较为平淡，且疫情仍对线下观影有影响，我们认为今年四季度影视板块营收或将继续承压，明年年初行业拐点或将到来，在贺岁档和春节档拉动下，影视板块营收有望小幅回升。

2) 广告营销板块：2022Q1/Q2/Q3广告营销板块营收分别为411.74/407.92/455.6亿元，分别较2021年同比下降9.6%/20.8%/6.04%。根据wind，CS广告营销板块2022Q1/Q2/Q3 EPS-最新股本摊薄（算术平均）分别为0.06/0.13/0.19元，以2022年12月2日收盘价计算静态P/E为20.44倍。

• 我们预计2022H2广告板块暂时仍无法摆脱营收下降趋势，但看好后期两大增长点：1) 元宇宙应用场景拓展带来新增广告需求；2) 短视频和直播电商为互联网广告提供增量机会。

图7：2016Q1-2022Q3影视板块季度营收及增速

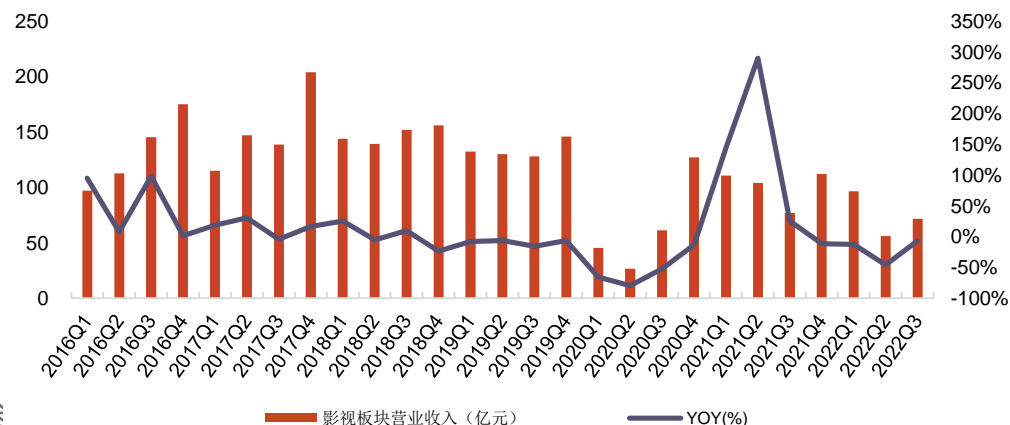
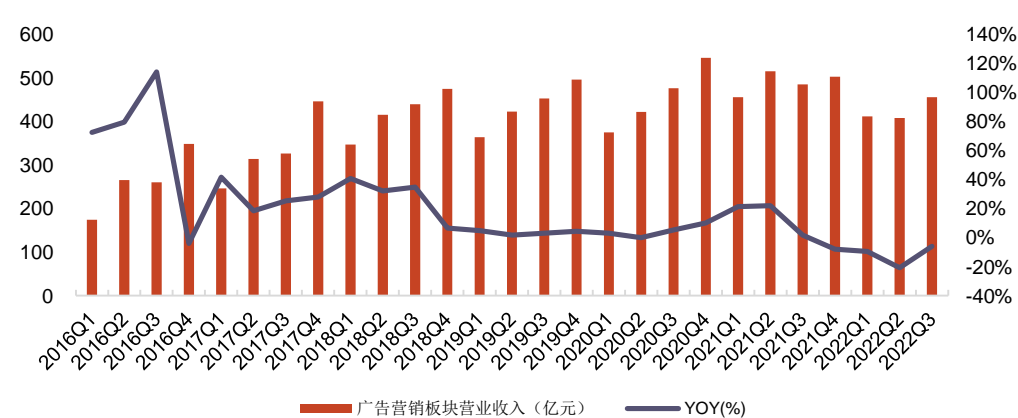


图8：2016Q1-2022Q3广告营销板块季度营收及增速



1.2 各子行业整体下滑，工业品电商保持高速增长

3) 电商与服务板块： 电商与服务板块营收自2021年起明显下降，2021Q3-2022Q1同比降幅均超过60%。2022Q1/Q2/Q3营业收入分别为242.1/234.34/232.28亿元，同比增速分别为-60.31%/-49.47%/-14.64%，板块营收下滑幅度不断缩小。

- 预计后期电商与服务板块有三大增长点：1) 超头部电商主播回归吸引消费热度提升；2) 跨年购物潮助推营收恢复；3) 工业品电商拉升板块天花板。

工业品电商赋能传统工业产业链降本增效，发展潜力巨大

- 在“中国制造2025”背景下，工业互联网发展火热，我国工业品B2B市场规模快速上涨，2021年增速为23.6%。工业数字化采购需求催发工业品B2B电商模式。据华经产业研究院数据，2015-2021年我国工业品电商市场规模持续增长，2021年市场规模为8759亿元，增速14.5%。预计2022年市场规模将达9924亿元，增速保持在10%以上。
- 工业品电商能够有效应对传统工业产业链上下游冗长繁杂等弊端，同时产业数字化和工业互联网政策导向持续强化，工业品电商未来发展空间走阔。

图9：2016Q1-2022Q3电商与服务板块季度营收及增速

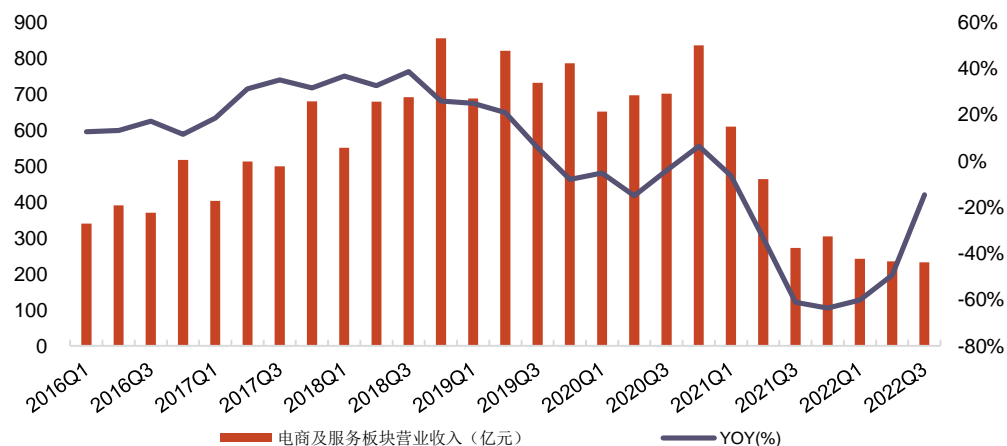
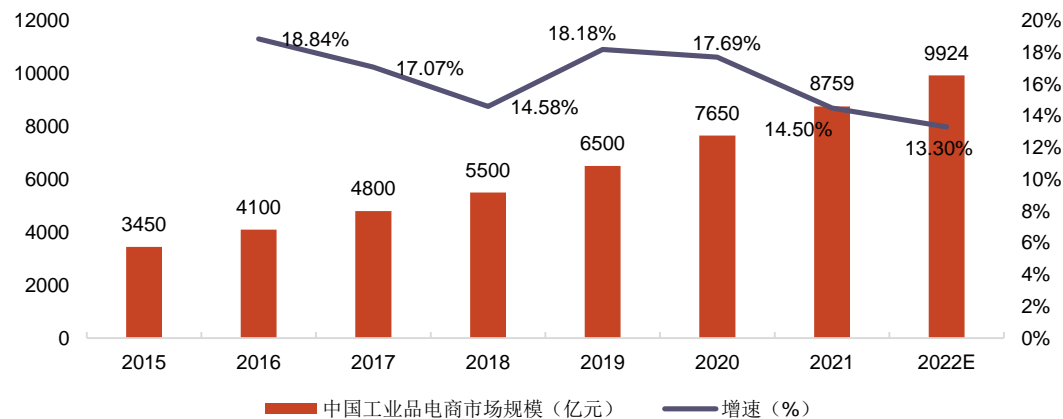


图10：2015-2022E中国工业品电商市场规模及增速



请务必参

资料来源：wind，光大证券研究所

资料来源：华经产业研究院，共研网预测，光大证券研究所整理

1.3 监管政策常态化，规范健康发展为行业主基调

政策展望：监管政策常态化，高度重视内容意识形态

- 平台经济政策工具持续完善：互联网内容生态、信息安全、反垄断和反不正当竞争相关监管框架逐步明晰。
- 4月、6月、7月、8月、9月连续发放5批游戏版号；《关于推进对外文化贸易高质量发展的意见》深化文化领域审批改革，聚焦推动文化传媒、网络游戏、动漫、创意设计等领域发展；二十大报告对网络生态的表述有所增加，未来监管或对互联网内容行业的创造力、创新力造成影响。

表1：22年以来互联网领域监管政策

时间	名称	发布机构	主要内容
2022.01.04	《网络安全审查办法（修订版）》	网信办等13部门	《办法》将网络平台运营者开展数据处理活动影响或者可能影响国家安全等情形纳入网络安全审查，并明确 掌握超过100万用户个人信息的网络平台运营者赴国外上市必须向网络安全审查办公室申报网络安全审查 。根据审查实际需要，增加证监会作为网络安全审查工作机制成员单位，同时完善了国家安全风险评估因素等内容
2022.01.04	《互联网信息服务算法推荐管理规定》	网信办等四部门	算法推荐服务提供者应当向用户提供不针对其个人特征的选项，或者向用户提供便捷的 关闭算法推荐服务的选项 ，而用户选择关闭算法推荐服务的，算法推荐服务提供者应当立即停止提供相关服务
2022.03.14	《未成年人网络保护条例（征求意见稿）》	网信办	网络游戏、网络直播、网络音视频、网络社交等网络服务提供者应当针对未成年人使用其服务 设置青少年模式 ，合理限制未成年人在使用网络产品和服务中的单次消费数额和单日累计消费数额，不得向未成年人提供与其民事行为能力不符的付费服务
2022.03.30	《关于进一步规范网络直播营利行为促进行业健康发展的意见》	网信办等三部门	从平台主体责任、电商带货、逃税漏税等角度对网络直播做出明确规范；网络直播平台应当每半年向所在地省级网信部门、主管税务机关 报送存在网络直播营利行为的网络直播发布者个人身份、直播账号、网络昵称、取酬账户、收入类型及营利情况 等信息
2022.04.08	“清朗·2022年算法综合治理”专项行动	网信办	深入排查整改互联网企业平台算法安全问题，评估算法安全能力，重点检查具有较强舆论属性或社会动员能力的大型网站、产品及产品，推动算法综合治理工作常态化和规范化，营造风清气正的网络空间
2022.04.15	《关于加强网络视听节目平台游戏直播管理的通知》	国家广电总局、中宣部	严禁网络视听平台传播违规游戏 ，督促网络直播平台建立并实行 未成年人保护机制 ；加强游戏主播行为规范引导，各平台应引导主播与用户文明互动、理性表达、合理消费，共同维护文明健康的网络视听生态环境， 严禁违法失德人员利用直播发声出境
2022.04.15	“清朗·整治网络直播、短视频领域乱象”专项行动	网信办	以集中整治“色、丑、怪、假、俗、赌”等违法违规内容呈现乱象为切入点，进一步规范重点环节功能，从 严整治功能失范、“网红乱象”、打赏失度、违规营利、恶意营销等突出问题
2022.05.07	《关于规范网络直播打赏加强未成年人保护的意見》	广电总局等四部门	禁止未成年人参与直播打赏 ；严控未成年人从事主播；优化升级“青少年模式”；要求“网站平台应在本意见发布1个月内全部取消打赏榜单， 禁止以打赏额度为唯一依据对网络主播排名、引流、推荐 ，禁止以打赏额度为标准对用户进行排名”；网站平台在每日高峰时段，单个账号直播间“连麦PK”次数不得超过2次，不得设置“PK惩罚”环节；网站平台应在每日22时后，对“青少年模式”下的各项服务强制下线
2022.06.24	《中华人民共和国反垄断法（修订版）》	十三届全国人大常委会第三十五次会议	新反垄断法自2022年8月1日起施行，这是反垄断法自2008年实施以来的首次修改。修改后的反垄断法完善相关制度设计，如在保护市场公平竞争的同时鼓励创新；明确经营者在依法竞争的同时合规经营；规定了垄断协议的安全港规则；增加了对个人隐私和个人信息保护方面的有关规定。
2022.07.21	《关于推进对外文化贸易高质量发展的意见》	商务部等27部门	聚焦推动文化传媒、网络游戏、动漫、创意设计等领域发展，开展优化审批流程改革试点， 扩大网络游戏审核试点 ，创新事中事后监管方式； 鼓励平台企业积极开拓国际市场 ，提升平台海外影响力，带动文化产品和服务出口

资料来源：网信办、中国政府网等，光大证券研究所整理

1.3 监管政策常态化，规范健康发展为行业主基调

平台经济监管政策持续回暖

- 二十大报告强调“加强反垄断和反不正当竞争，依法规范和引导资本健康发展”。
- 22年以来监管多次提出“支持平台经济规范健康发展”：4月29日政治局会议首次明确表态“出台支持平台经济规范健康发展的具体措施”；7月28日政治局会议首次提出“集中推出一批‘绿灯’投资案例”；10月28日发改委主任何立峰作数字经济发展情况报告，明确支持和引导平台经济规范健康持续发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，集中推出一批“绿灯”投资案例。

表2：22年4月29日以来高层多次强调“支持”平台经济规范健康发展

时间	会议/事件	具体内容
2022.04.29	中共中央政治局会议	要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管， 出台支持平台经济规范健康发展的具体措施
2022.05.05	国务院常务会议	尽快出台支持平台经济规范健康发展的具体措施
2022.05.17	“推动数字经济持续健康发展”专题协商会	企业家是最重要的创新主体，要支持平台经济、民营经济持续健康发展， 研究支持平台经济规范健康发展具体措施 ，鼓励平台企业参与国家重大科技创新项目
2022.05.31	国务院发布扎实稳住经济一揽子政策措施的通知	促进平台经济规范健康发展， 出台支持平台经济规范健康发展的具体措施
2022.06.22	中央全面深化改革委员会第二十六次会议	要推动大型支付和金融科技平台企业回归本源，健全监管规则，补齐制度短板，保障支付和金融基础设施安全，防范化解系统性金融风险隐患， 支持平台企业在服务实体经济和畅通国内国际双循环等方面发挥更大作用
2022.07.16	中国财富管理50人论坛·2022中期宏观峰会	当前尤为重要是研究 出台支持民营经济、平台经济持续健康发展的政策措施 ，给市场主体明确的预期
2022.07.22	国务院常务会议	出台支持平台经济规范健康发展的具体措施 ，发挥好平台经济创造就业、促进消费作用
2022.07.28	中共中央政治局会议	再次强调“推动平台经济规范健康持续发展，完成平台经济专项整改，对平台经济实施常态化监管”，并首次提出“ 集中推出一批‘绿灯’投资案例 ”
2022.08.24	国务院常务会议	明确在落实稳经济一揽子政策同时，再实施19项接续政策，特别提出“ 出台措施支持民营企业发展和投资，促进平台经济健康持续发展 ”
2022.09.07	国务院常务会议	支持平台经济稳就业，对依托平台灵活就业的困难人员、两年内未就业高校毕业生给予社保补贴； 运用专项贷款支持平台企业
2022.10.28	十三届全国人大常委会第三十七次会议	国家发展和改革委员会主任何立峰作了关于数字经济发展情况的报告，报告明确“ 将支持和引导平台经济规范健康持续发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，集中推出一批‘绿灯’投资案例 ”

资料来源：网信办、中国政府网等，光大证券研究所整理

请务必

2、投资主线一：流量大盘进入存量，短视频流量结构性增长



光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

- ▣ 2.1 短视频流量仍有结构性增长空间，视频号高速增长
- ▣ 2.2 中长视频平台降本增效持续，会员价值体系持续优化
- ▣ 2.3 声音经济稳步发展，存量用户价值变现仍待挖掘

2.1 短视频渗透率已较高，用户粘性仍稳步提升

短视频平台用户在网民中渗透率已超90%，平台进入存量竞争阶段

- 根据CNNIC发布的数据，截至22M6短视频用户规模已达9.62亿，占全体人口总数的68%，在全体网民中渗透率达到91.5%，目前短视频总用户量增长空间预计将较窄，平台间预计将保持激烈用户竞争。
- 抖音近期与英皇娱乐、中国唱片公司达成音乐版权合作，快手拓展体育、线上招聘等领域，期望通过提供优质内容和丰富的应用场景吸引更多用户。

用户时长仍稳步增长，平台持续投入内容供给以提升用户粘性

- 根据MOONFOX数据，自20M1至22M8，抖音与快手这两大头部短视频平台的主站与极速版用户合计使用时长呈现稳步增长的态势，环比增速小幅放缓。快手也推出了星芒短剧为优秀短剧创作者提供全方位服务，进一步丰富平台的内容供给和消费生态。

图11：短视频用户规模以及渗透率

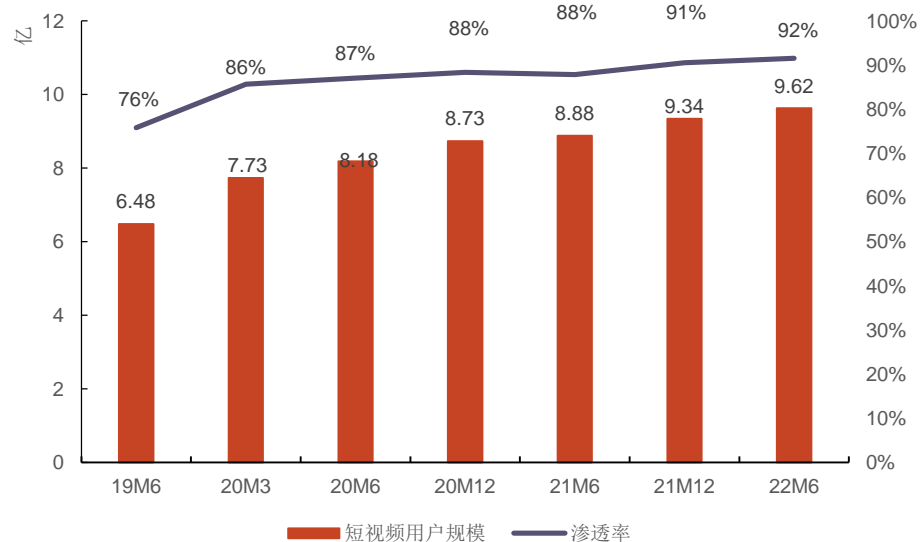
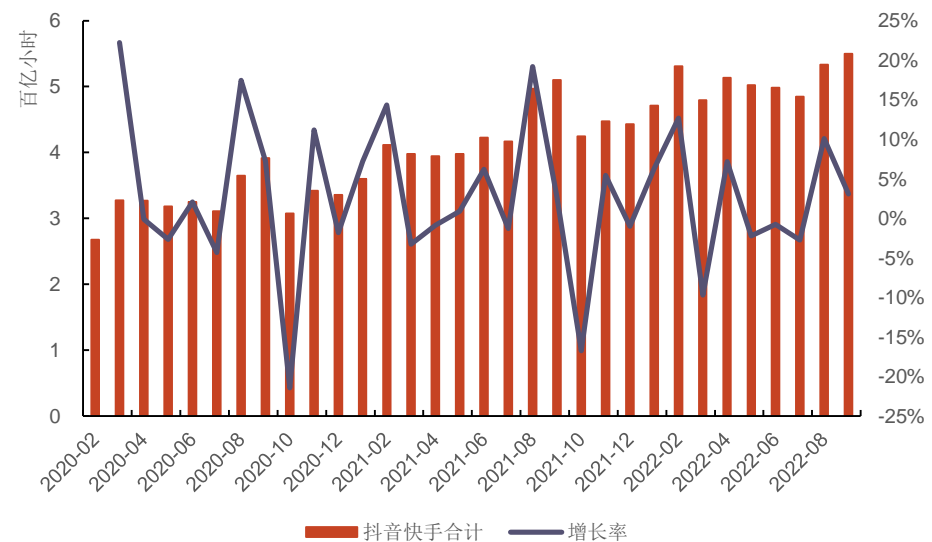


图12：抖音快手合计月用户使用时长及环比增长率



2.1 短视频仍有结构性增长空间，直播电商红利待释放

主流短视频平台打造内容差异化竞争力，内容生态与直播电商协同发展构成结构性增长空间

- 快手持续建设短剧、体育、音乐、泛知识等内容生态，积极推出创作激励计划鼓励全民内容创作。体育方面，推出《NBA放映厅》《打球嘛朋友》等多档节目；泛知识方面，与清华大学慕课平台合作推出《新知如师说》等。
- 短视频平台聚焦“内容电商”，内容生态与直播电商协同发展。东方甄选带动知识属性直播电商繁荣，外景直播弘扬传统文化与扶农助农价值观，学者访谈展现内容价值。快手热播短剧、热门体育赛事助力相关产品GMV提升。

直播电商GMV仍保持增长韧性，宏观经济回暖与疫情后复苏有望促进直播电商红利释放

- “双十一”直播电商GMV同比增速显著高于综合电商。根据星图数据，2022年“双十一”期间以天猫、京东、拼多多为代表的综合电商GMV同比增长2.9%，直播电商GMV同比增长146.1%，抖音、点淘、快手位列前三名。
- 22M6-22M10社会消费品零售总额呈现复苏态势。随着线上消费增速回暖，直播电商有望保持高速增长。

图11：21M10-22M10社会消费品零售总额与网上零售额



资料来源：QuestMobile

图12：2022年“双十一”直播电商GMV及同比增速



资料来源：星图数据

2.1 视频号流量持续增长，商业化前景正在探索

视频号用户端与创作端高速增长，用户规模已超过抖音快手

- 腾讯财报披露截至22M6视频号总用户使用时长超过朋友圈总用户使用时长的80%，根据QuestMobile数据，视频号月活跃用户在22M6达到8.13亿，超过抖音的6.8亿与快手的3.9亿，成为月活跃用户最多的短视频平台。与此同时视频号依旧维持高速增长，22M6视频号总视频播放量同比增长超过200%，日活跃创作者数和日均视频上传量同比增长超过100%，有望进一步丰富腾讯生态，完善微信功能池。

视频号与微信生态进一步融合，有望推进变现助力腾讯业绩增长

- 腾讯于22M7推出视频号信息流广告，有望成为小程序买量渠道，在宏观经济好转时推动腾讯广告业务复苏。同时腾讯将直播电商业务通过视频号与微信生态进行融合，凸显“连接”的功能，同时赋能B端与C端，如微信在22M7推出“视频号小店”，鼓励商家将商品上传至视频号小店，为用户提供更完善的购物体验，有望实现直播电商闭环，促进视频号电商GMV较快增长，不断增强微信视频号的变现能力。

图13：22M6视频号与抖音快手用户规模对比

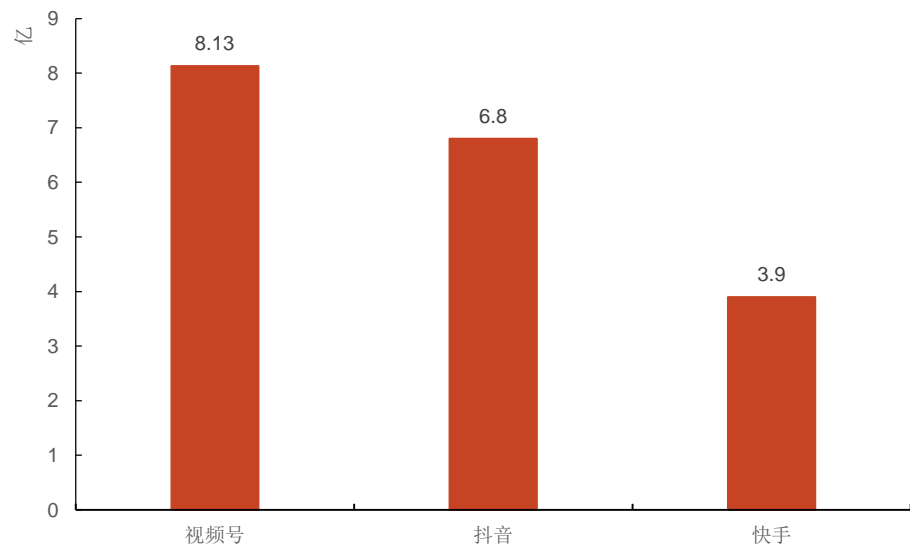
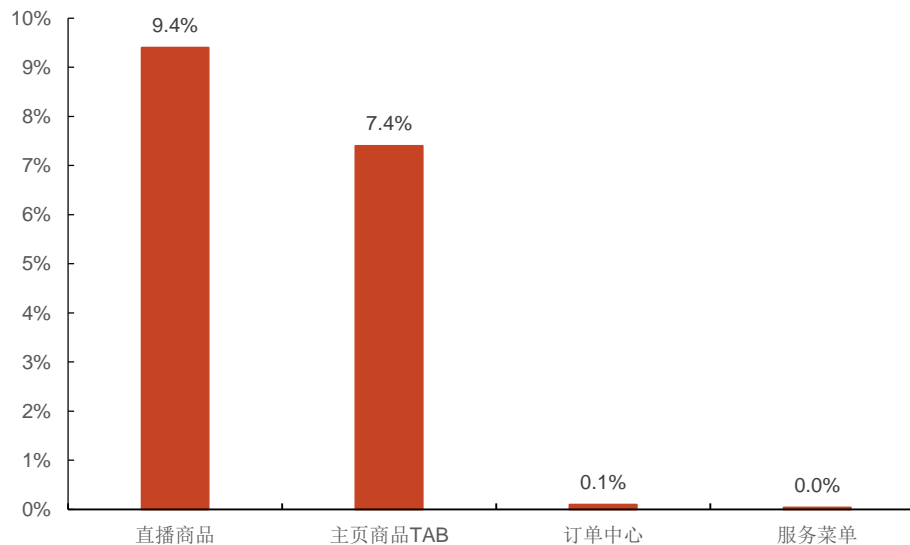


图14：22H1从视频号进入小程序的入口次数比例



2.2 降本增效持续，中长视频平台内容持续优化

全网上新剧部数同比有较大下降，各平台降本增效持续

- 根据云合数据，22H1全网上新剧数目以及上新剧正片有效播放均有下降，其中上新剧中连续剧、电视剧与网络剧相比21H1分别下降了30、12、18部，总体缩减约15%，上新剧总体正片播放同比减少约17%。可见在降本增效大背景下，各平台更加注重成本管理，相比于上新剧的数量，开始更加注重于质量的提高。

视频平台内容持续优化，上新剧质量总体有所提升

- 上新剧集质量整体提升，22H1上新剧集中，集均V30（每集30天累计有效播放/集数）在500万以下的剧集部数占比为56%，较21H1减少11pct，而500万-1000万与1000万-2000万的剧集比例分别上升了11pct与3pct。同时，22H1涌现了如《警察荣誉》《心居》《余生，请多指教》等多部平台自制内容，广受观众好评。预计内容质量的持续提升将促使用户结构进一步优化，同时也将促进平台内容高质量扩张，提升平台毛利率。

图15：21H1与22H1全网上新剧部数对比

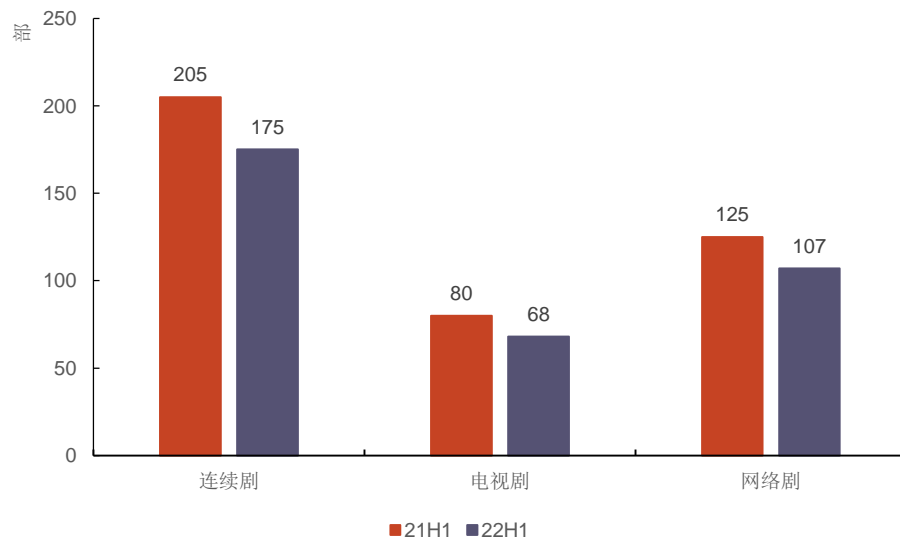
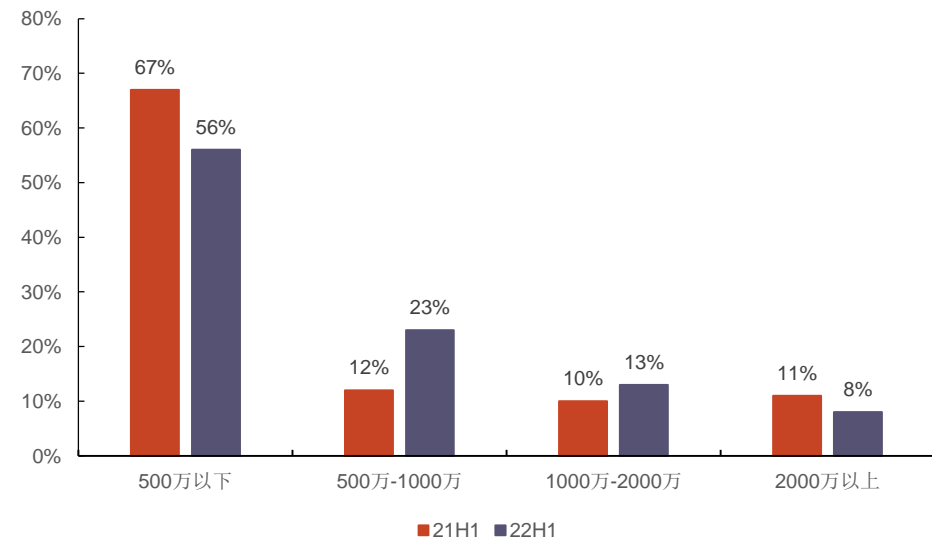


图16：全网上新剧集集均V30分布



2.2 会员服务体系持续丰富，平台集体提价稳定业绩

会员服务不断扩充，服务体系逐渐丰富

- 根据云合数据，22H1全网各平台剧集会员内容有效播放同比均有不同程度上升，环比上仅有芒果TV有小幅下降，各平台总体同比部数上涨幅度为21%，环比上涨幅度为11%。同时，“回转付费”模式剧集显著增多，共35部，在上新剧集中占比20%。“超前点映”模式回归，例如腾讯视频VIP用户可通过各种方式获得点映礼直播（含回放）观看券和《梦华录》第33至40集观看券。预计会员内容不断丰富将进一步提升现有会员使用粘性，同时吸引更多用户为会员付费，平台盈利情况短期内有望改善。

平台集体提价维持业绩，进一步探索以会员付费为驱动的商业模式

- 从21M12中旬开始，各平台相继推出提价方案，提价幅度不等，爱奇艺、腾讯视频与优酷均提价一次，芒果TV在2022年两次提价。同时各平台提价行为与提升会员内容价值形成联动，逐渐建立更加良性的会员生态，促进平台运营模式转型，探索以会员付费为驱动的商业模式。

图17：全网各平台剧集会员内容有效播放

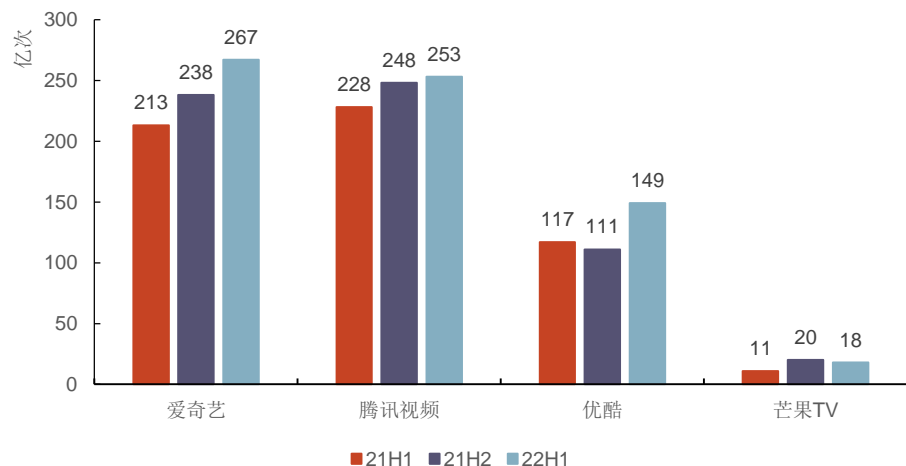


表3：各平台会员提价时间以及幅度

平台名称	提价幅度	提价时间
爱奇艺	17%-27%	2021/12/15
腾讯视频	9%-25%	2022/4/20
优酷	28%-50%	2022/6/17
芒果TV	5%-9%	2022/1/2
芒果TV	9%-20%	2022/8/9

2.3 声音经济稳步发展，存量用户价值变现仍待挖掘

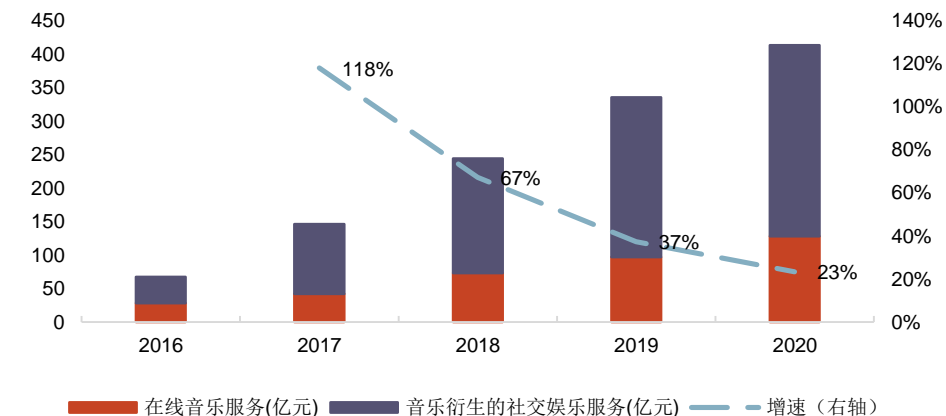
四年增长六倍，音乐音频增长空间仍存

- 中国在线音乐市场规模由16年的67亿元增加至20年的413亿元，4年复合增长率为57.9%；在线音频市场规模从16年的16亿元增长至21年的206亿元，5年复合增长率达66.9%。

行业发展将从依赖用户拓展转向提升单用户价值

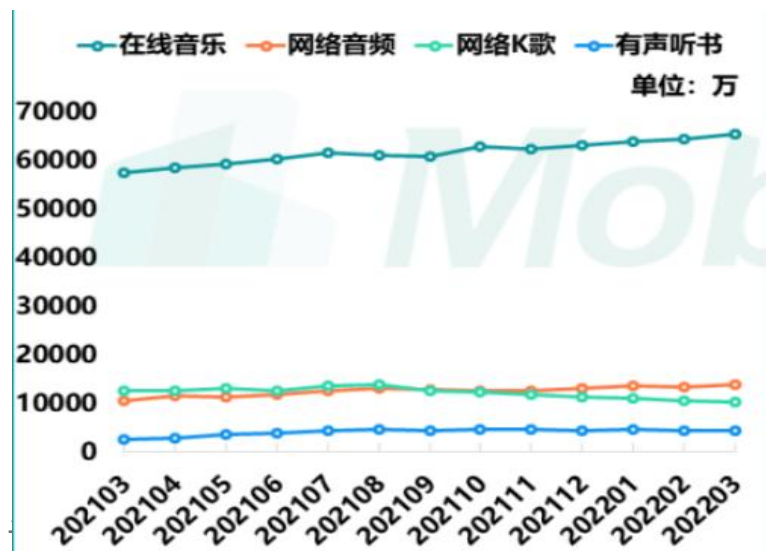
- 在线音乐月活跃用户超6亿，在线音频用户存在增长潜力，但整体增长空间有限。

图18：中国在线音乐娱乐市场规模

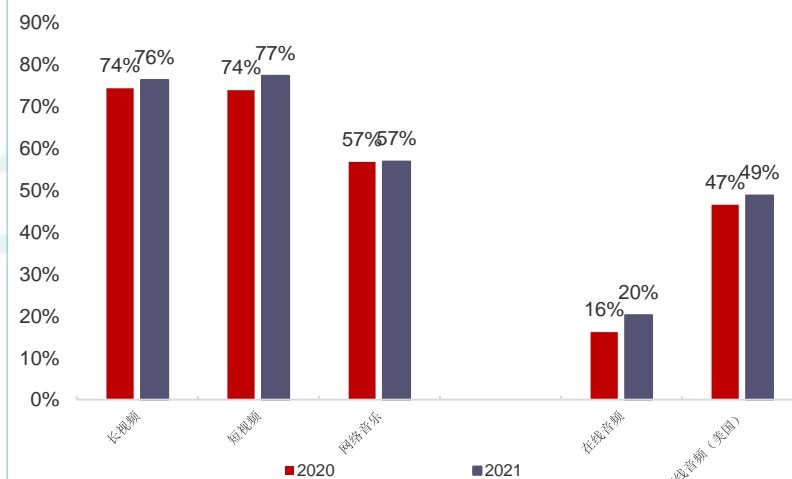


资料来源：灼识咨询，光大证券研究所

图20：声音经济细分类别月活跃用户规模 图21：我国在线音频普及率存在发展潜力

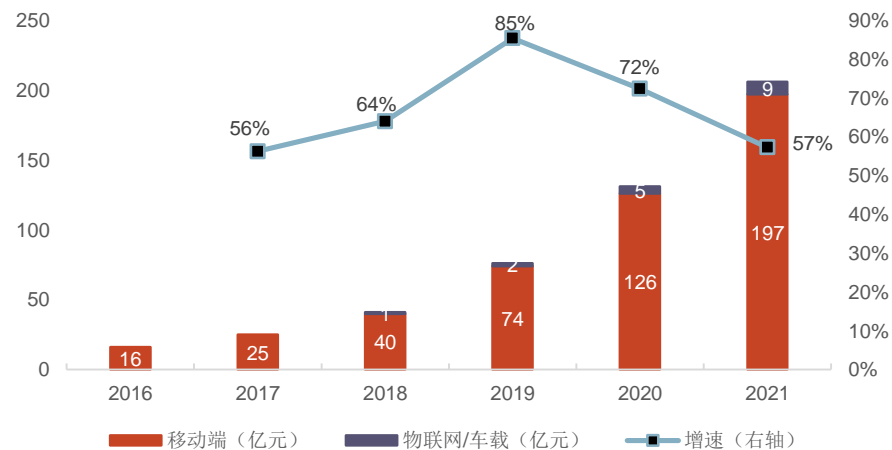


资料来源：MobTech



资料来源：灼识咨询，光大证券研究所

图19：中国在线音频市场规模



资料来源：灼识咨询，光大证券研究所

2.3 声音经济稳步发展，存量用户价值变现仍待挖掘

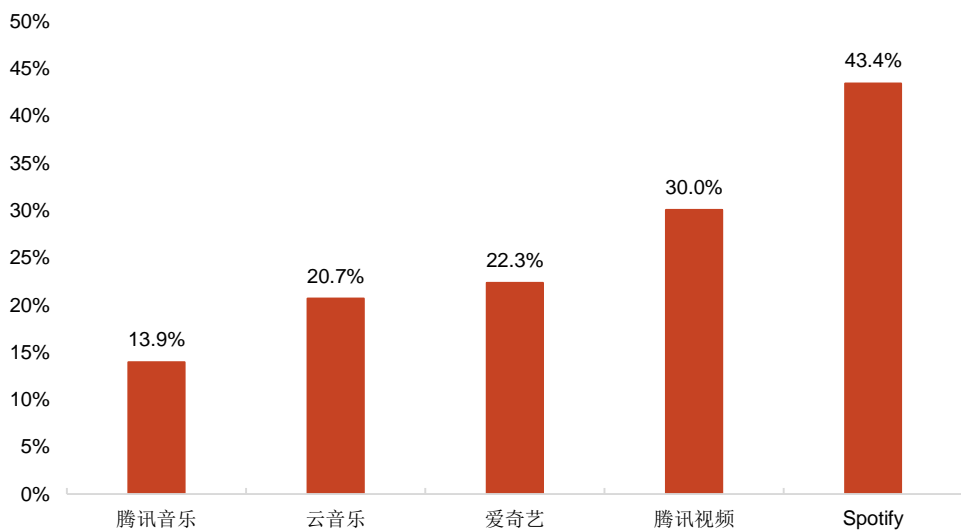
平台内容优化+版权保护升级，用户付费率提升空间大

- 对标国内主流在线视频巨头爱奇艺超20%的付费率及海外音乐平台Spotify超40%的付费率，预计23年我国音乐平台订阅付费率进一步提升。

衍生链条打开多元变现空间，长音频有望成为第二增长极

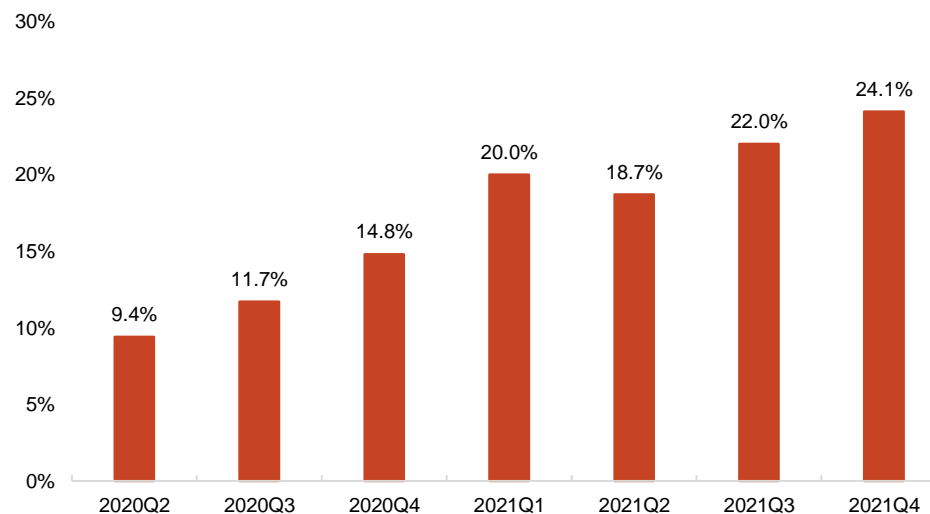
- 截至21Q4，TME长音频MAU渗透率（长音频MAU/在线音乐MAU）已达24.1%，有望带来一定的付费增量
- 音频直播是在线音乐社区的生态延伸，云音乐目前处于音频直播赛道比较早期的快速增长阶段。

图22：22H1音视频公司付费率对标



资料来源：QuestMobile、各公司公告，光大证券研究所；注：爱奇艺和腾讯视频的MAU来自QuestMobile

图23：2020Q2-2021Q4TME音频业务占总体MAU的比率变化



资料来源：公司公告，光大证券研究所

3、投资主线二: 关注疫情后行业复苏, 广告、影视、电商行业有望触底反弹



- ▣ 3.1 数字化与内容营销大势所趋, 静待广告复苏后量价齐升
- ▣ 3.2 电商: 消费复苏、直播电商渗透率持续提升
- ▣ 3.3 电影、影视OTT、OPTV: 疫情冲击下, 影视行业仍在寒冬
- ▣ 3.4 线下媒体、出版: 梯媒份额持续提升, 竞争格局进一步优化

3.1 广告花费环比转正，药品和食品投放加码

中国广告市场整体花费修复较为缓慢

- 2022M2-M9中国广告市场整体花费同比增速均为负值。分月来看，2022M1-M4中国广告市场整体花费环比增幅持续为负；5月恢复环比正增长，环比增速9.5%；8-9月分别环比上涨4.3%/3.3%，广告市场出现小幅复苏迹象。
- 我们认为22M2-M9我国广告花费较明显承压的原因在于：1) 行业红利消失开启存量竞争；2) 教育等行业监管趋严，导致大量投放品牌流失；3) 疫情和经济下滑等不确定性因素带给广告主保守预期，广告主采取观望态度。

药品和食品行业广告投放居前，邮电通讯和IT产品及服务行业广告缩减

- 2022M1-M9广告市场TOP10行业中广告花费同比上涨的是交通、食品、药品和酒精类饮品，其中交通行业增幅相对最大，为12.4%。
- 2022M1-M9广告市场TOP10行业中广告花费同比下降的是邮电通讯、IT产品及服务、娱乐及休闲、饮料、商业及服务型行业和个人用品行业，其中邮电通讯和IT产品及服务行业同比降幅较大，分别为-43.4%、-34.3%。

图24：2021.1-2022.9分月广告花费变化

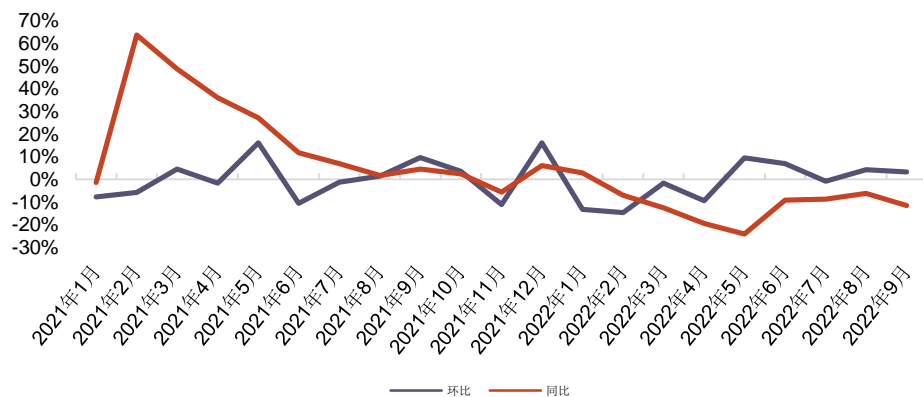
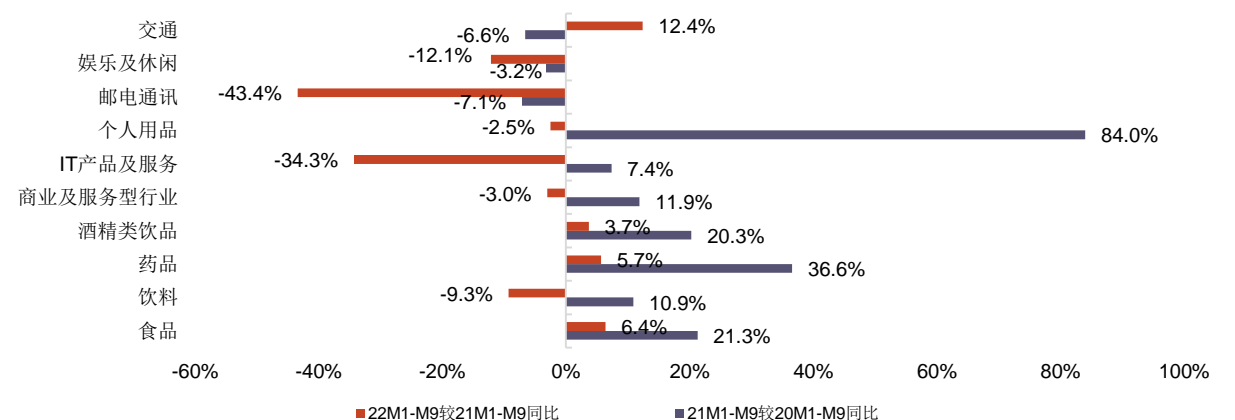


图25：2022M1-M9 广告市场整体TOP10行业（大类）广告花费变化



3.1 广告市场规模增速放缓，展望消费恢复引导需求回归

宏观经济、消费受疫情影响仍起伏，展望23年消费市场复苏

- 2022年1-3季度，我国GDP同比增长3.0%，增速仍低于2021年同期水平；2022年10月我国CPI同比上涨2.1%，总体处于温和上涨区间，高于去年同期。2022M3-M5全国消费品零售总额同比增速均为负，部分行业广告主经营承压。2022年6月我国社会消费品零售总额为3.87万亿元，同比增长3.1%，为年内增速首次转正。截至2022年10月，我国社会消费品零售总额突破4万亿元，同比增速-0.5%，再次受到疫情多点散发冲击。我们预计2023年消费市场将逐渐复苏，各大消费品牌广告营销需求有望整体回归。

第三方预计2022年中国广告市场规模增速大幅放缓

- 据彭博和QuestMobile数据统计，2021年全球和中国广告市场规模快速增长，2021年我国广告市场规模达10168亿元，同比增长11.2%。QuestMobile预测2022年中国广告市场规模将增长至11070亿元，同比增速放缓至8.9%。

图26：2021.1-2022.10社会消费品零售总额及增速

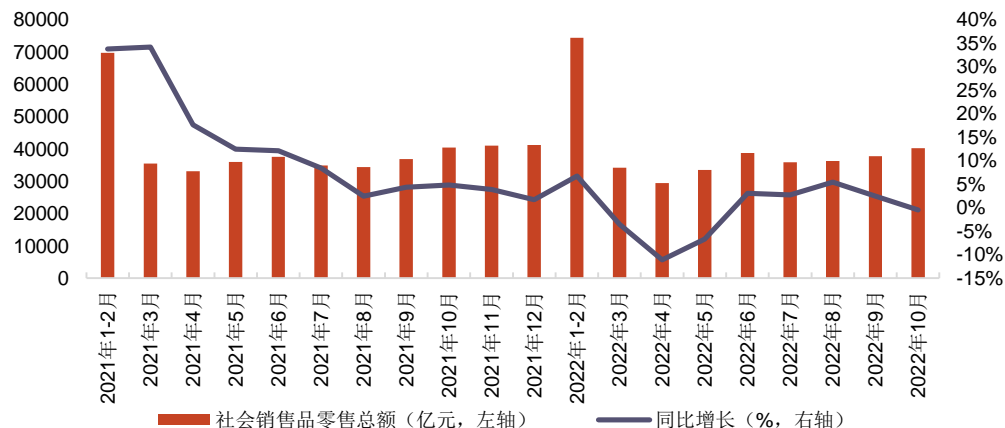
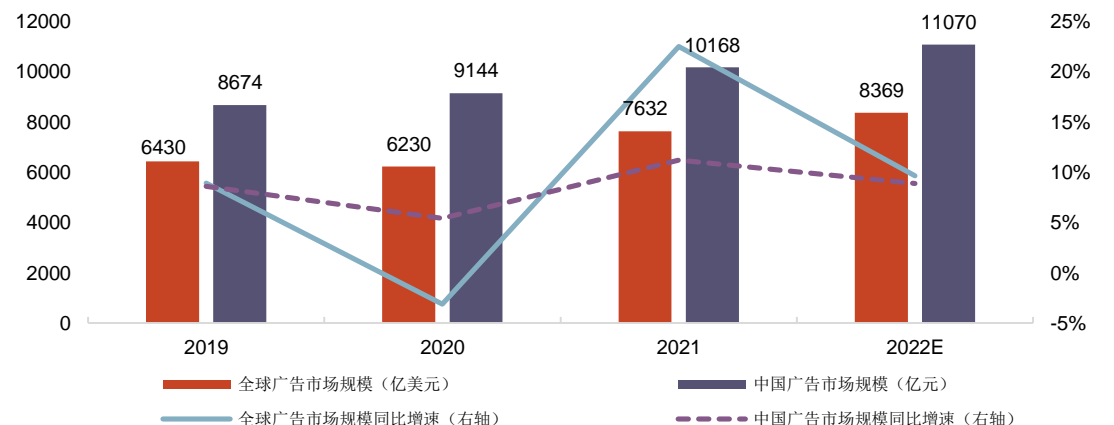


图27：2019-2022E全球与中国广告市场规模及增速



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：国家统计局，光大证券研究所

20

资料来源：wind，彭博，中国广告市场规模为QuestMobile预测，全球广告市场规模为华经产业研究院预测，光大证券研究所整理

3.1 互联网广告规模扩升，居家和办公投放增多

2019-2021年互联网广告市场规模逐年增长，2022年增速预计放缓

- 据QuestMobile统计，预计2022年全球和中国互联网广告市场规模分别为5138亿美元/7238亿元，同比增速分别为17.0%/10.5%，同比增速较2021年均有所放缓。
- QuestMobile数据显示，2022Q1/Q2我国互联网广告市场规模分别为1429亿元/1474亿元，同比增速3.9%/-7.6%。QuestMobile预测2022Q3中国互联网广告市场规模将达到1663亿元，同比增长5.1%；2022H2中国互联网广告市场规模将达到3913亿元，同比增长9.4%。

互联网广告聚焦居家场景，家用电器和办公行业广告费用同比增速领先

- 10-50亿元体量行业中个护小家电表现突出，同比增速为109.1%；5-10亿体量行业中生活电器同比增长最快，增速为67.1%；超50亿元体量的美妆行业2022H1同比增速为29.9%，基本维持快速稳定增长。

图28：2019-2022E全球与中国互联网广告市场规模及增速

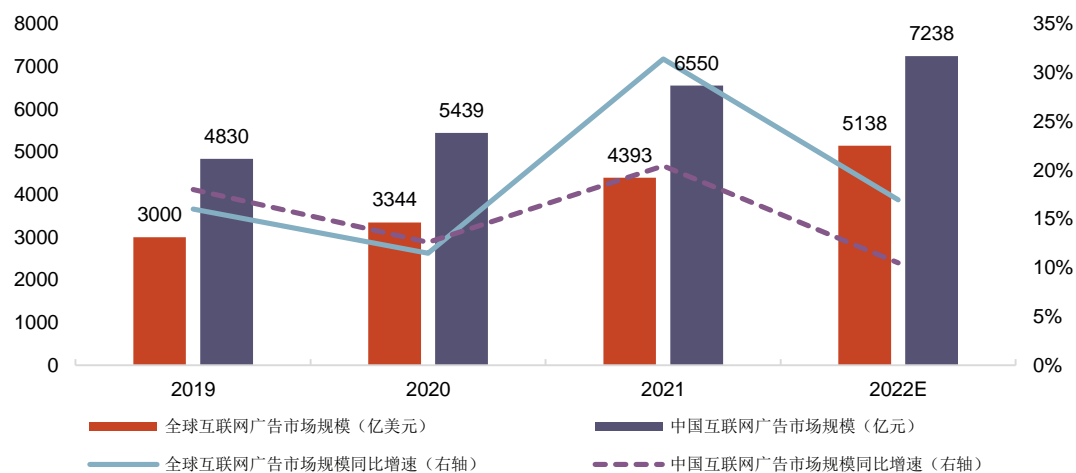
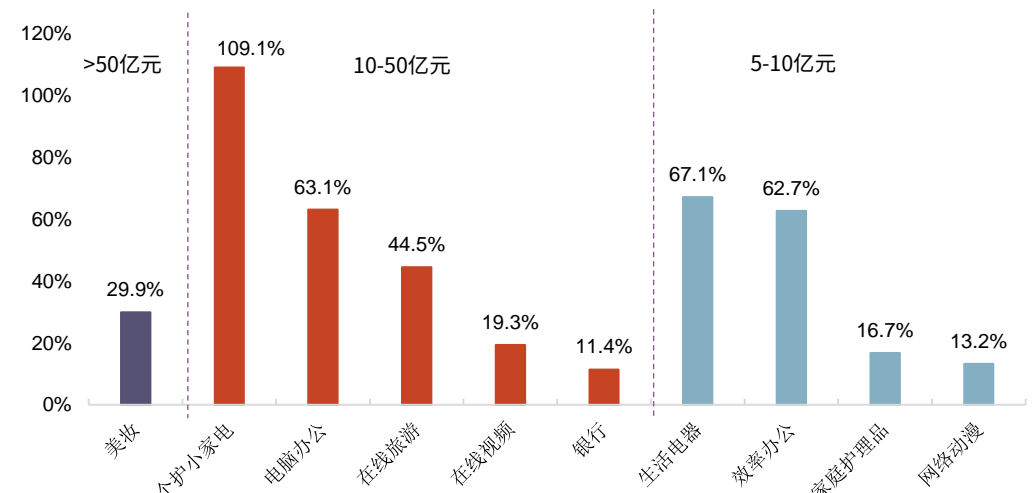


图29：2022H1互联网细分行业广告投放费用同比增速TOP10



请务必

资料来源：wind，彭博，QuestMobile预测，华经产业研究院，光大证券研究所整理

资料来源：QuestMobile，光大证券研究所

3.1 视频&社交广受青睐，短视频信息流借疫情“东风”

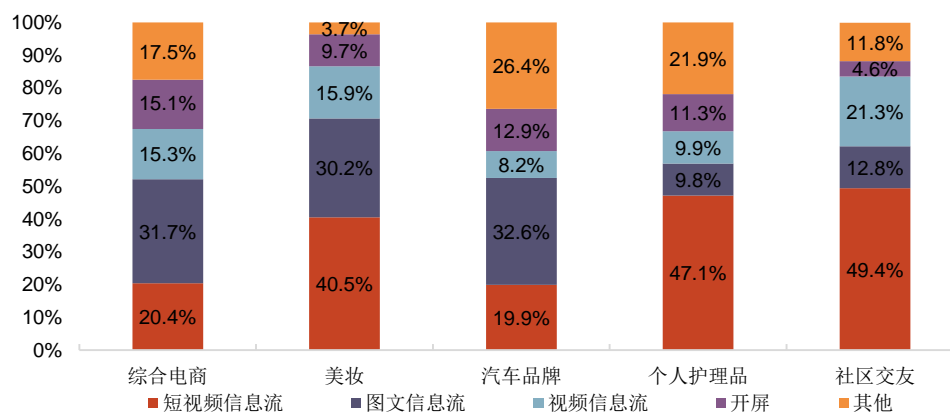
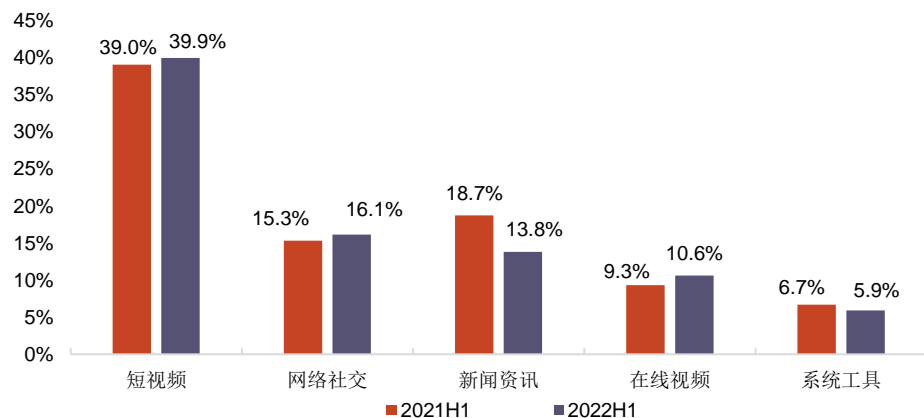
视频和社交媒介互联网广告收入占比提升

- 我国互联网广告投放的TOP5媒介行业中，短视频、网络社交和在线视频平台2022H1互联网广告收入占比均较2021H1上升，其中短视频行业互联网广告收入占比接近四成；新闻资讯和系统工具平台互联网广告收入占比下降。
- 我们认为，短视频和社交平台互联网广告收入占比提升的原因在于：1) 我国网民规模和用户上网时长不断增加，为视频类媒介提供了充足的客户储备；2) 直播带货已经成功塑造客户新消费习惯；3) 社交平台用户基数大黏性强，广告可以精准投放并及时收集反馈，受到广告营销业青睐。

短视频信息流广告处于快速发展期

- 2022H1互联网广告投放费用最高的5个细分行业中，美妆、个人护理品、社区交友行业短视频信息流广告费用在广告总费用中占比最大，均超40%；综合电商和汽车品牌广告费用中短视频信息流广告占比分别为20.4%、19.9%。
- 短视频信息流广告的发展受益于疫情时期“宅经济”规模的增长，用户居家期间同时增加了短视频需求和短视频信息流广告库存。我们预计，短期内短视频信息流广告仍有生存空间，长期增长或将触顶。

图30：2021H1&2022H1 TOP5媒介行业互联网广告收入占比 图31：2022H1TOP5广告主行业典型广告类型费用分布



请务必参阅

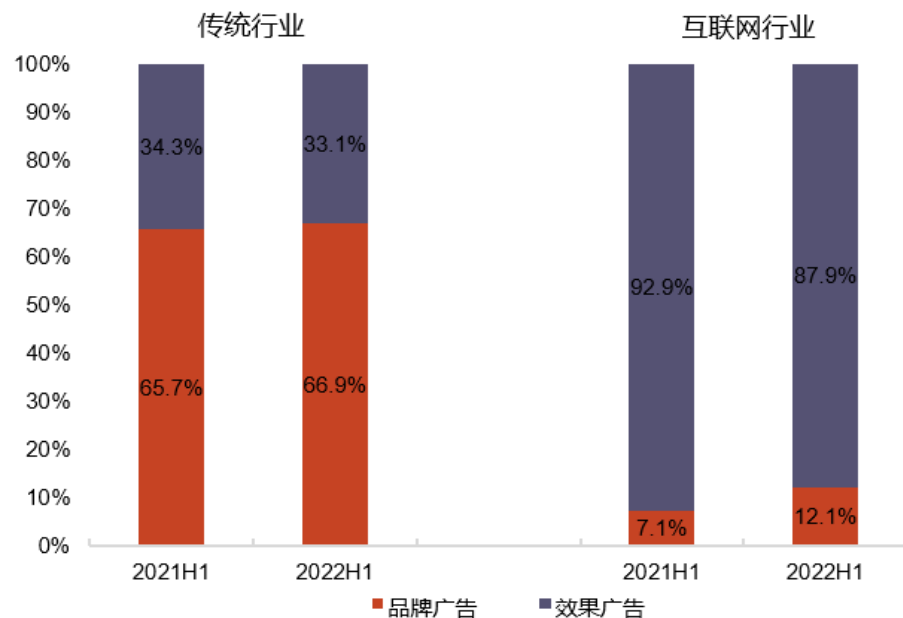
资料来源：QuestMobile, 光大证券研究所

资料来源：QuestMobile, 光大证券研究所

3.1 品效协同，渠道互通

- 据QuestMobile发布的报告，2022Q2中国互联网广告规模为1474.4亿元，同比减少7.6%。从广告投放费用占比来看，2022H1我国传统行业广告主继续侧重品牌广告投放，品牌广告投放费用在整体广告投放费用中占比66.9%，较2021年同期增长1.2pct；而互联网广告主则仍以效果广告为主要投放方式，效果广告投放费用在整体广告投放费用中占比87.9%。
- 艾瑞咨询《2022年中国品牌广告营销策略白皮书》提到，“中国品牌广告不断向着交互化、场景化、精细化的方向发展，品效需求愈发协同化。”对比来看，效果广告相对于品牌广告投放更加精准，更易核算投入产出比；而品牌广告获取用户黏性更有效。未来品效协同追求品牌广告与效果广告的有机集合，以期实现“1+1>2”的效果。

图32：21H1&22H1中国品牌广告和效果广告投放费用占比变化



资料来源：QuestMobile，光大证券研究所

图33：中国广告品效协同发展史梳理



资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所

3.2 电商平台内容化：“短直结合”带动商业模式升级，品牌电商长足可期

据艾瑞咨询，截止2021年12月，中国直播电商人群破4.64亿，占中国网民的44.9%。各电商平台的搜索与推荐为用户多场景使用齐发力，公私域流量和内容生态日趋完善，变现平台日渐成熟。

淘宝：两个核心商业闭环——“点淘”与“逛逛”

- “点淘”与“淘宝直播”互相赋能，点淘PV2021年增长超240%，促进达人与MCN入驻，短视频权重提高，促进直播短视频商家内容供给；“逛逛”社区化，打造“种草”到“拔草”最短链路。2021年淘宝人均观看时长增长25.8%。截止2022年3月，淘宝平台累计观看人数超过500亿人次。

表4：2021年中国直播用户数据

指标	数据
短视频用户	9.3亿
网购用户	8.4亿
直播用户	7亿
电商直播用户	4.6亿
电商直播用户年增长率	19.50%

资料来源：2022年7月艾瑞咨询《淘宝直播年度新消费趋势》，光大证券研究所整理

图34：2018-2020年淘宝直播核心商家渗透率变化趋势



资料来源：《淘宝直播2021年度报告》，光大证券研究所整理

3.2 电商平台内容化：“短直结合”带动商业模式升级，品牌电商长足可期

京东：电商直播利用节日热点，促进多渠道合作品牌长期发展

- 电商内容化带动自营品牌和平台合作品牌齐发展，直播成为有力抓手。1) 双11期间全渠道业务成交额同比增速表现亮眼：京东超市在“11.11开门红28小时（即11月10日20点起截至11月12日零点）”中，全渠道业务成交额同比增长250%。其中，天选业务成交额同比增长18倍，京东超市业务成交额同比增长超200%。同时，150个合作商家、1万家门店成交额同比增长300%；京东超市企业业务成交额同比增长超300%；1号会员店成交额同比增长超12倍。2) 双11高质量农产品助力增长：京东集团称，截至11月11日晚23:59，2022年“京东11.11全球热爱季”近10000种农产品成交额超过10万元，近3成粮油、茶叶等初加工农产品实现了超过100%的增长。符合助农扶农价值观导向。

图35：京东节日直播宣传



资料来源：京东官网，光大证券研究所整理

图36：京东22年双11助力乡村振兴

大力推动乡村振兴
“高质量农产品-消费升级-农民增收”
正循环

成交额超过10万元的农产品

近10000种

资料来源：京东官方公众号

3.2 内容平台电商化：加速打造商业闭环，专业营销赋能

头部内容平台打造商业闭环，抖音、快手逐渐成熟，视频号尚处于快速成长阶段

抖音：从兴趣电商到全域兴趣电商

- 22年618期间抖音电商直播总时长达到4045万小时，挂购物车短视频商城场景带动销量同比增长514%，一些品牌业绩亮眼，如东方甄选垂直赛道“双语带货”用内容化带动电商加速增长；22年双11期间直播累计时长达3821万小时，挂购物车短视频的播放量累计达到了29.37亿，抖音商城搜索场景日均支付GMV较去年双11大促提升142%。



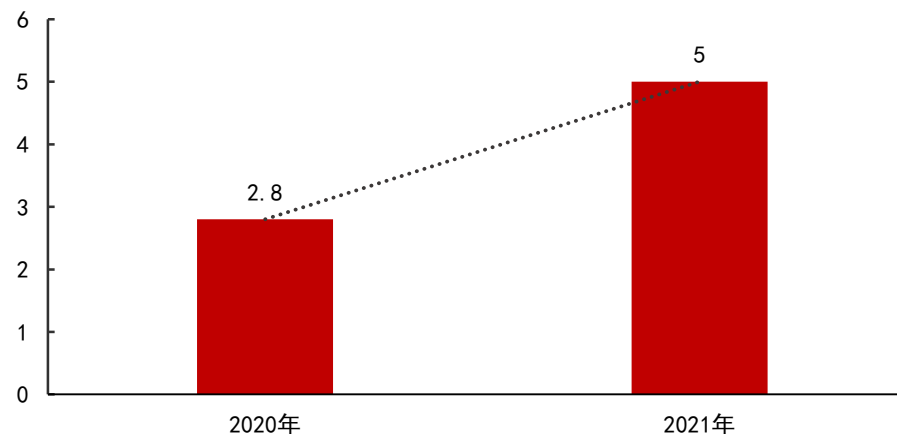
视频号：电商、打赏、付费观看、广告四类商业模式齐发力

- 视频号电商以私域作为基石的熟人和半熟人交易。据微信官方数据，2021年视频号直播带货的GMV中的私域占比超过50%。据视灯数据，视频号DAU由2020年2.8亿增长至2021年的5亿，虽尚未大规模商业化，但用户潜力较大，流量增长为商业化打下长足空间。

图37：2022年抖音双11战报



图38：2020年-2021年视频号DAU数据（亿人）



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：《2022抖音双11营销洞察报告》

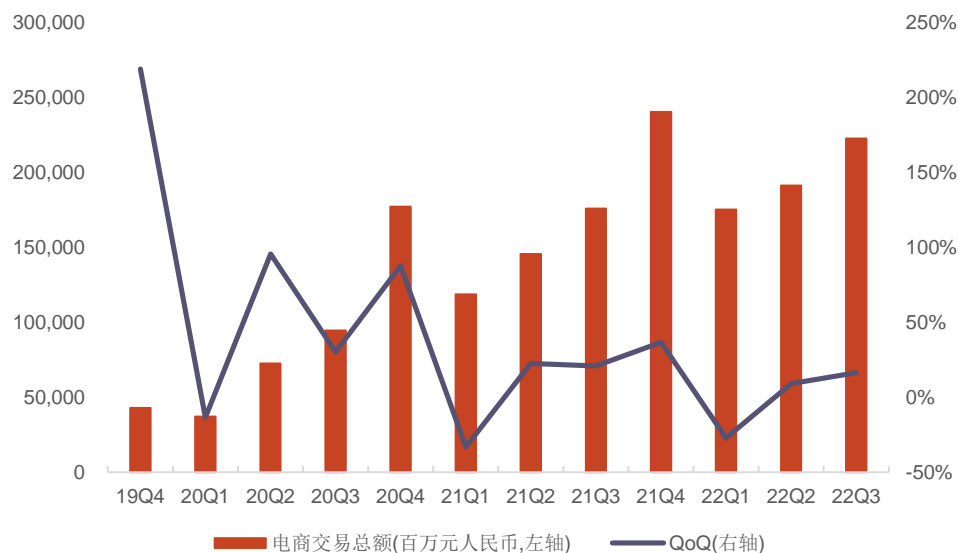
资料来源：视灯研究院，光大证券研究所整理

3.2 内容平台电商化：加速打造商业闭环，专业营销赋能

快手：与内容生态协同发展，信任电商与快品牌战略下GMV保持增长韧性

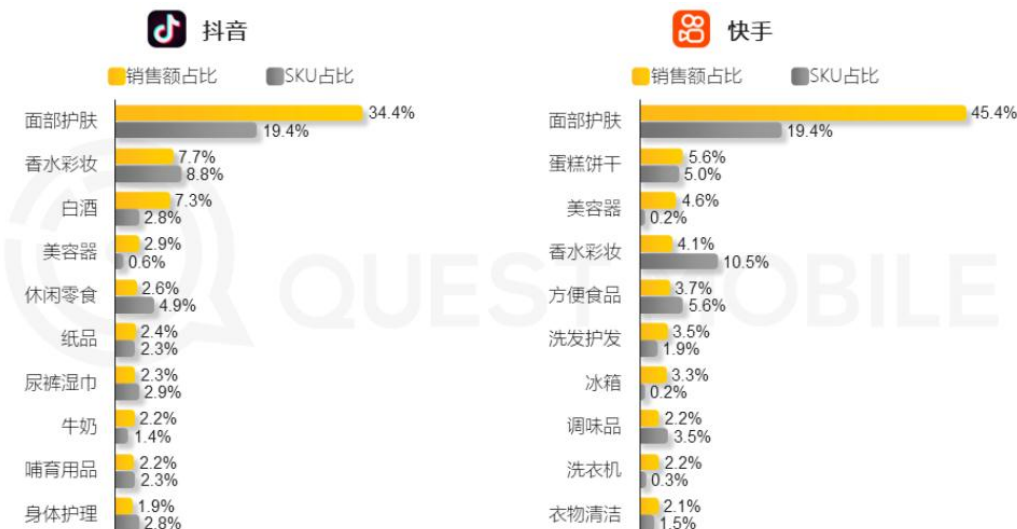
- 22Q3快手电商GMV达到2,225亿元，同比增长26.6%；根据星图数据，2022年双十一期间快手位列直播电商销售总额第三名，仅次于抖音、淘宝。1) 22Q3快手逐步完善用户权益保障机制，提升售后履约体验，重复购买率较21Q3提升1.1pcts，信任电商模式持续深化；2) 根据快手发布的《快手116心意满满真的省消费数据报告》，116大促期间（10月20日-11月11日），参与活动用户数量同比增长40%，订单搜索量同比增长70%，快品牌GMV同比增长超80%；3) 快手在传统直播间场景外，拓展短视频等场景，用户活跃度、电商渗透率和转化率得到提升，22Q3快手电商月活跃买家数超1亿。

图39：19Q4-22Q3快手电商GMV与环比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图40：22年双11期间抖音与快手直播带货销售额TOP10细分品类



注：1、数据时间为2022年10月20日-11月11日；2、销售额占比=该品类销售额/典型品类销售额*100%；SKU占比=该品类SKU数量/典型品类SKU数量*100%；3、所监测典型品类为美妆、食品饮料、家电、母婴及其细分品类。

资料来源：Questmobile

3.3 国庆档票房低迷，电影行业供求均待修复

受疫情长期影响，我国电影行业发展遇冷

- 产业链上游资金供给匮乏，影视项目延迟开机现象普遍；中游影片制作受阻，成本和定档不确定性提高；下游渠道端影院营业率恢复缓慢，截至12月3日，全国影院营业总数5841家，营业率47%。当前观影需求后置，22Q4贺岁档和23Q1春节档待映影片充足，我们预计明年年初电影行业有望小幅回暖。

国庆档各项指标整体下滑

- 2022年国庆档综合票房14.99亿元，较去年同期下降65.9%，较2020年同期下降62.2%；观影人次3618.9万人，同比下降61.4%；上座率11.1%，较2021年同期的31.2%下滑超20 pct；平均票价为41.41元，同比下降11.6%。

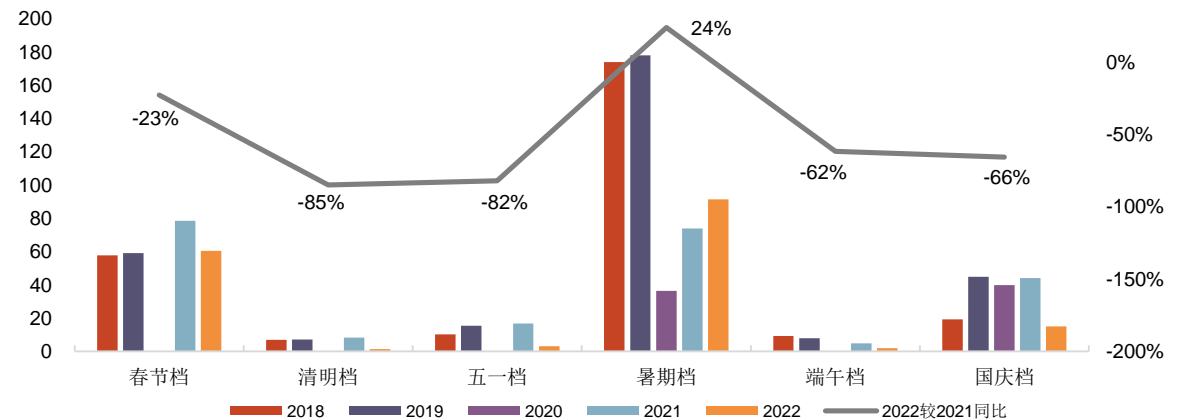
2022年我国电影各档期表现均弱于去年同期

- 今年春节档/清明档/五一档/暑期档/端午档/国庆档分别实现票房60.40/1.22/2.97/91.36/1.79/14.99亿元，除暑期档票房表现较2021年同比增长23.78%外，其余各档期票房表现均弱于去年同期。其中短假期清明档、五一档和端午档票房同比降幅皆超60%，均仅贡献个位数亿元票房。

表5：2020-2022年国庆档票房拆分对比

年份	综合票房(亿元)	综合票房YOY	观影人次(万人次)	场次(万场)	场均人次(人)	上座率	平均票价(元)	平均票价YOY
2020	39.7	-11.2%	9994.8	315.7	32	25.5%	39.7	5.3%
2021	43.9	10.6%	9368.1	245.2	38	31.2%	46.9	18.0%
2022	15.0	-65.9%	3618.9	272.3	13	11.1%	41.4	-11.6%

图41：2018-2022年主要档期票房对比（亿元，%）



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：灯塔专业版，猫眼专业版，光大证券研究所整理

资料来源：灯塔专业版，光大证券研究所整理；注：票房数据含服务费

3.3 OTT/IPTV价值凸显，增长势头强劲

OTT/IPTV收入同比增长

- 全国广播电视行业统计公报指出，2021年全国广播电视行业总收入11488.81亿元，同比增长24.68%。其中，有线电视网络收入734.56亿元，同比下降2.96%；IPTV平台分成收入161.76亿元，同比增长19.09%；OTT集成服务业务收入78.02亿元，同比增长9.73%。

OTT/IPTV用户规模增长迅速

- 据广电总局数据，2021年全国有线电视实际用户数2.04亿户，同比下降1.45%，OTT用户10.83亿，同比增长13.4%；IPTV用户超3亿。据奥维互娱统计，至2022年7月，全国IPTV总用户数已达3.68亿户，月新增用户194万户；
- 自2016年以来，与有线电视缴费用户数连年下降趋势相反，OTT和IPV的激活终端均连续高速增长。2021年OTT累计激活量3.31亿台，同比增长12%。截至2022年2月，我国OTT日活规模超11.6亿台，并呈现出继续增长态势。

图42：2018-2021年有线广播电视与OTT用户规模对比

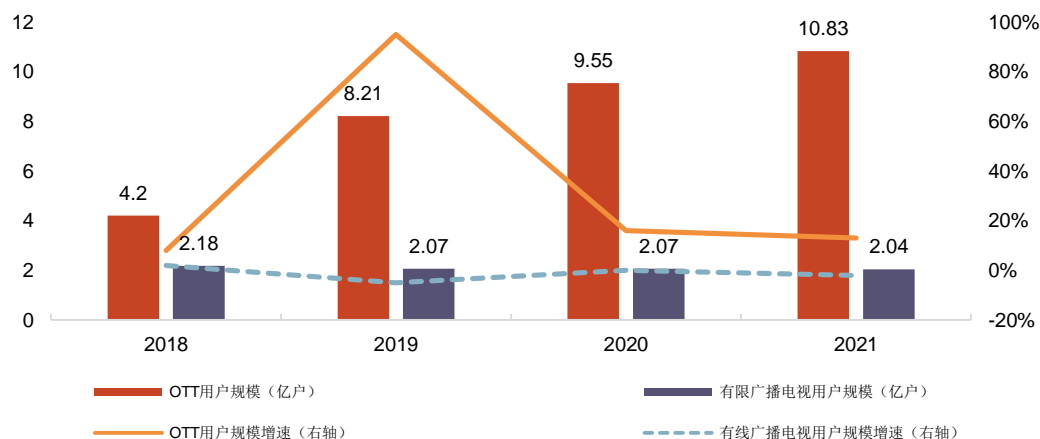
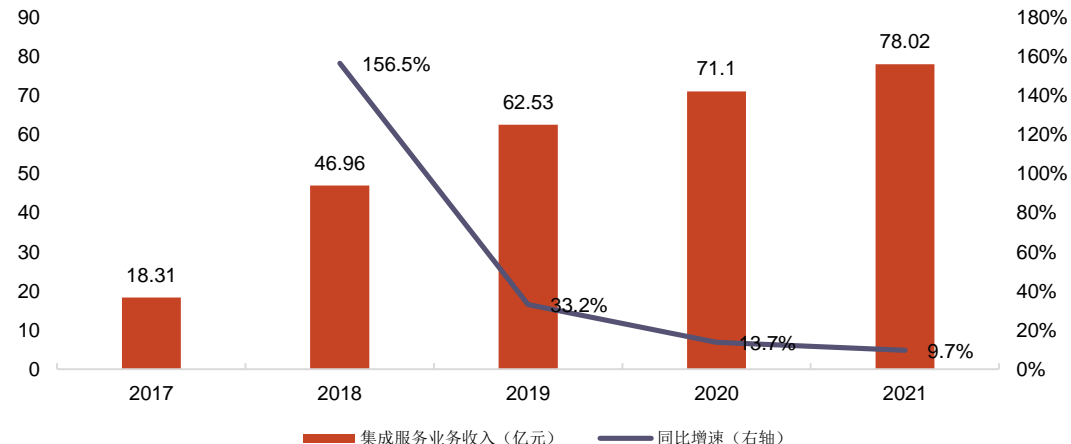


图43：2017-2021年OTT集成服务业务收入及同比增速



3.4 户外广告整体承压，梯媒广告逆势上涨

受疫情和广告主情绪影响，2022H1传统户外广告投放下跌

- CTR数据显示，2022年1-7月，传统户外广告花费同比减少31.8%。据CODC统计，2022H1户外广告市场总规模为827亿元，同比下滑3%；品牌投放数量为13215个，同比下滑15%；TOP10行业刊例花费占比70%，行业投放集中度降低，饮料、酒类和食品近三年首次进入TOP3行业。在户外广告TOP10大类行业中，仅有酒精类饮品行业户外广告花费同比上涨15.4%，其余行业均出现不同程度的同比下降。待疫情好转，户外广告业绩将随流量恢复和广告主预期改善缓慢提升。我们预计，下半年品牌广告投放增长有望提振户外广告业绩。

电梯LCD和海报广告支出仍维持正增长

- 2022年1-9月，电梯LCD和电梯海报广告花费同比分别上涨4.6%、6.4%。我们认为梯媒相对传统线下广告热度不减的原因在于：1) 传统线下广告流量见顶，获客成本增高，加之疫情居家减少了线下广告曝光时间，导致传统线下广告增长难以持续；2) 梯媒短期曝光能力突出，成本相对较低。疫情期间社区价值被放大，梯媒天然优势得以发挥。

图44：2016-2022年1-9月传统户外广告、电梯LCD、电梯海报广告花费同比变化

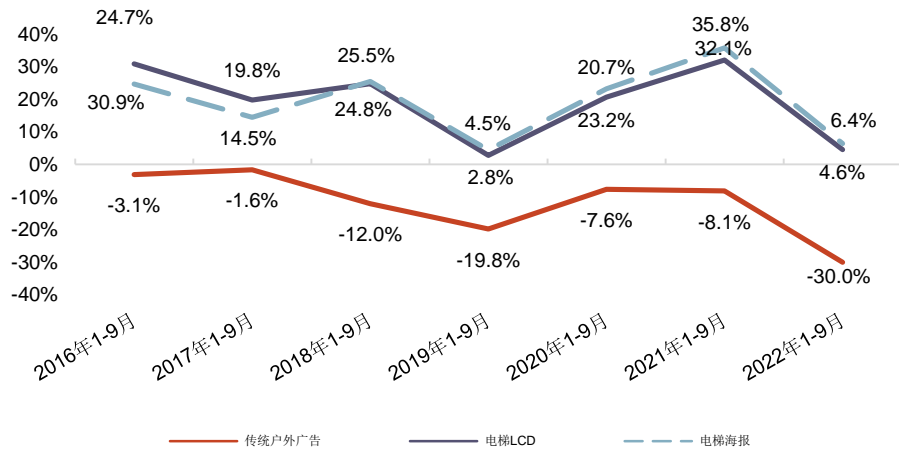
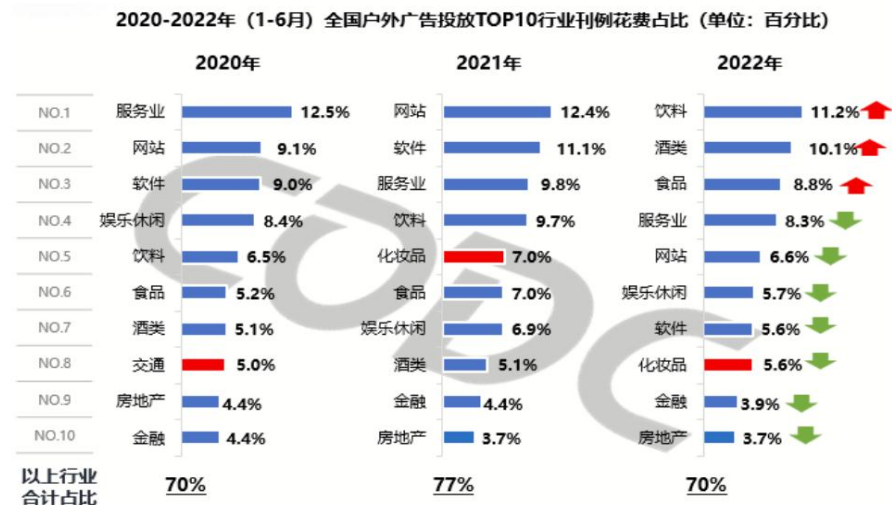


图45：2022H1TOP10广告主行业典型广告类型费用分布



3.4 药品和衣着等行业激增，电梯智能屏引领新风尚

药品、衣着等行业电梯LCD广告花费增幅突出，食品、饮料等行业电梯海报广告花费增幅稳定

- 2022年1-9月，电梯LCD广告花费TOP10行业中同比增速排名前三位的依次是药品、衣着和酒精类饮品，增速分别为321.4%/169.1%/105.5%，均高于2021年同比增速。其中药品类电梯LCD广告花费21M1-21M9同比增速仅19.5%，22M1-9药品类一跃成为电梯LCD广告花费增幅最大的行业。
- 2022年1-9月，电梯海报广告花费TOP10行业中，饮料、酒精类饮品、食品、交通、个人用品等行业实现同比正增长，其中个人用品行业增幅最大，为106.8%；21M1-9较20M1-9同比增幅较大的商业及服务性行业、IT产品及服务行业在22M1-9均为同比负增长，高增长态势未能延续。

电梯数智化转型，智能屏打开新增长空间

- 梯内智能屏具有目标受众集中度高、强制性曝光、广告触达率高、视觉冲击力强、相对电梯LCD成本更低等特点，天然适配品牌广告树立品牌形象、增加客户黏度的需求。对于即将到来的年末各类消费大促，电梯智能屏势将成为品牌流量竞争热点。

图46：2022年1-9月电梯LCD广告花费TOP10行业花费

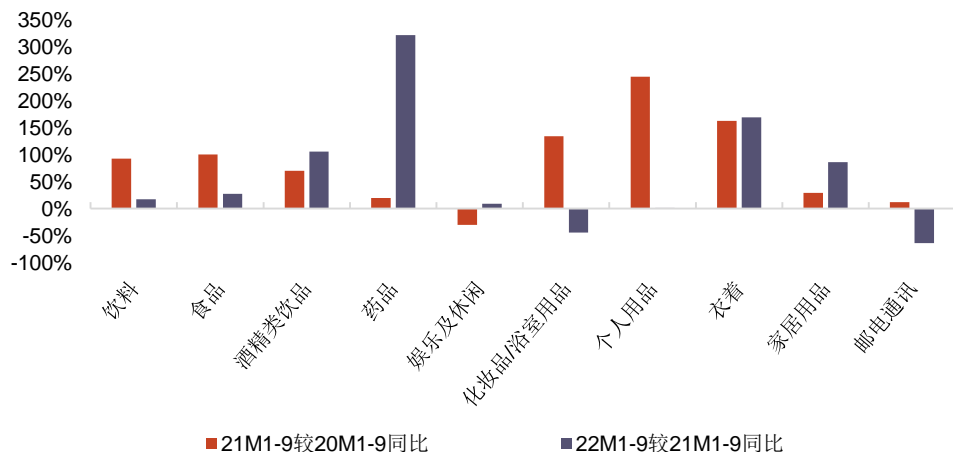
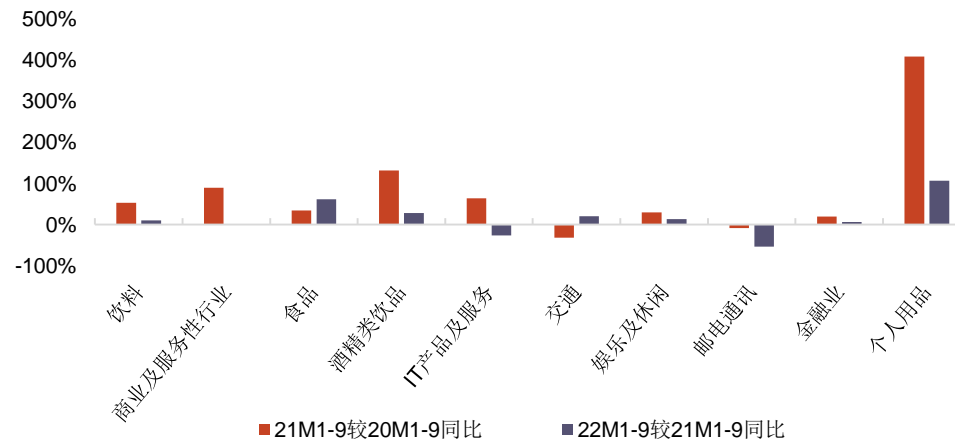


图47：2022年1-9月电梯海报广告花费TOP10行业花费



请务必

资料来源：CTR媒介智讯，光大证券研究所

资料来源：CTR媒介智讯，光大证券研究所

4、投资主线三：寻找增量空间：出海 to B VR

- ▣ 4.1 游戏出海增速高于国内市场，头部厂商优势明显
- ▣ 4.2 云计算、产业互联网赛道空间广阔
- ▣ 4.3 VR视频与游戏：Pico内容生态飞轮效应初步显现

4.1 游戏出海增速高于国内市场，头部厂商优势明显

中国自研游戏出海收入增速22H1逆势保持正增长，手游出海渗透率持续上升

- 国内游戏行业监管趋严，游戏出海增速连续4年高于国内市场。根据伽马数据，22H1中国自主研发游戏国内市场实际销售收入同比下降4.25%，为15H1以来首次出现负增长，而自研游戏出海收入仍保持正增长。
- 中国游戏产业规模化和工业化效应显著，看好出海渗透率持续提升。2015年至2021年中国自研手游出海渗透率从8.3%上升至17.3%，自研精品化手游和经典IP改编手游并驾齐驱，未来中国手游国际竞争力仍将持续。

重点海外游戏市场国产游戏收入持续增长，美国市场和英国市场增速较快

- 2021年，中、美、日、韩、英、德六大市场占全球移动游戏收入的86.5%。欧美、日韩等地区主流游戏公司更擅长端游研发，中国游戏公司在手游端的产能与运营优势有望持续；拉丁美洲等新兴市场提供流量侧增长空间。
- 2019年-2021年，重点移动游戏海外市场国产游戏流水逐年提升。根据伽马数据，美、日、韩、英、德五大重点市场流水TOP100中，国产游戏流水CAGR分别为59%、30%、18%、60%、41%，美、英、德增长较为明显。

图48：自研游戏出海收入与中国游戏市场收入及增长率

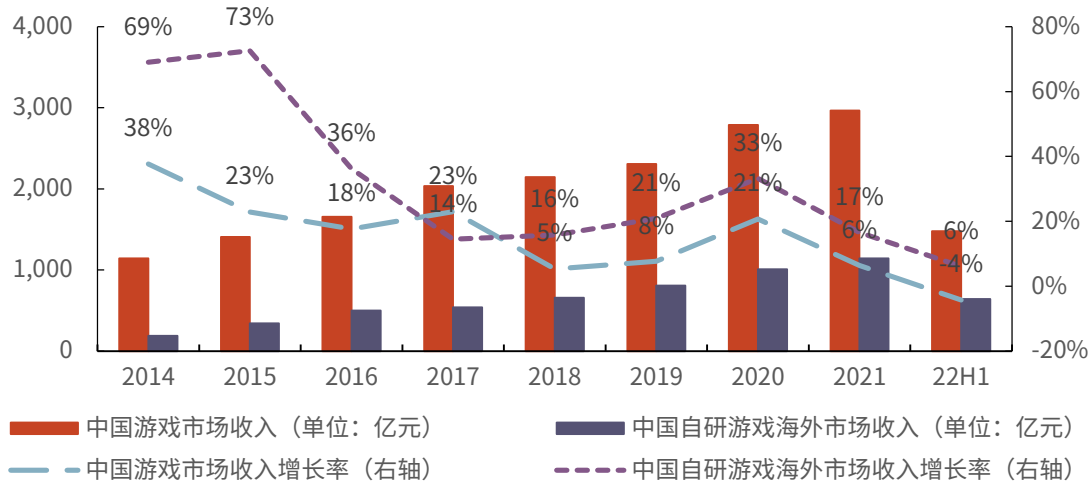
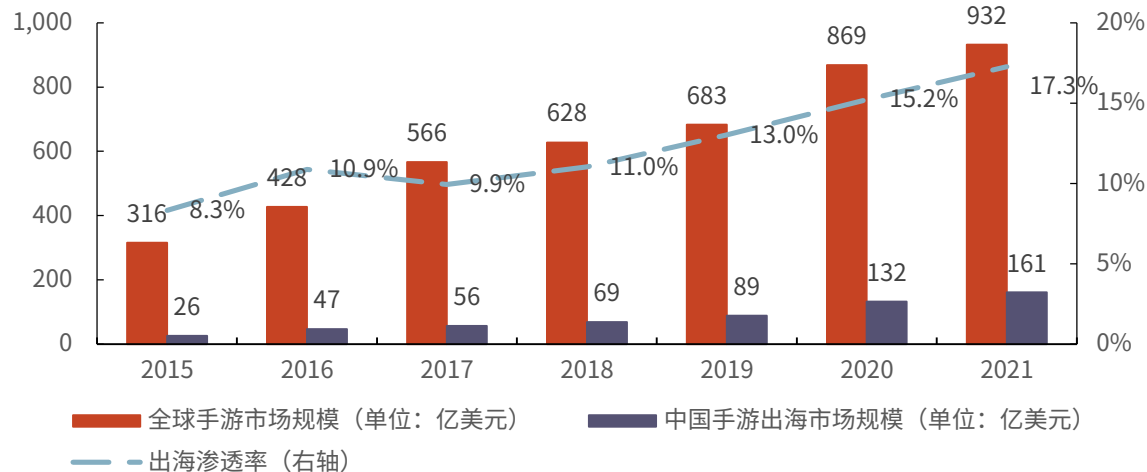


图49：中国自主研发移动游戏出海市场规模与渗透率



请务必

资料来源：伽马数据，光大证券研究所整理

资料来源：伽马数据，光大证券研究所预测

注：出海渗透率=中国自研手游出海市场规模/全球手游市场规模

4.1 游戏出海增速高于国内市场，头部厂商优势明显

中国游戏出海厂商行业集中度相较国内市场下降

- 游戏出海市场头部厂商呈现多元化特点，自研能力强的厂商更容易抢占市场先机。22M8中国出海收入TOP30游戏中，腾讯、Funplus、IM30共3款游戏上榜，网易、三七互娱、友塔游戏、壳木游戏等厂商共2款游戏上榜。
- 从游戏品类来看，TOP30中SLG共12款，FPS共6款，ARPG/MMORPG共6款，Funplus上榜的3款游戏均为SLG。

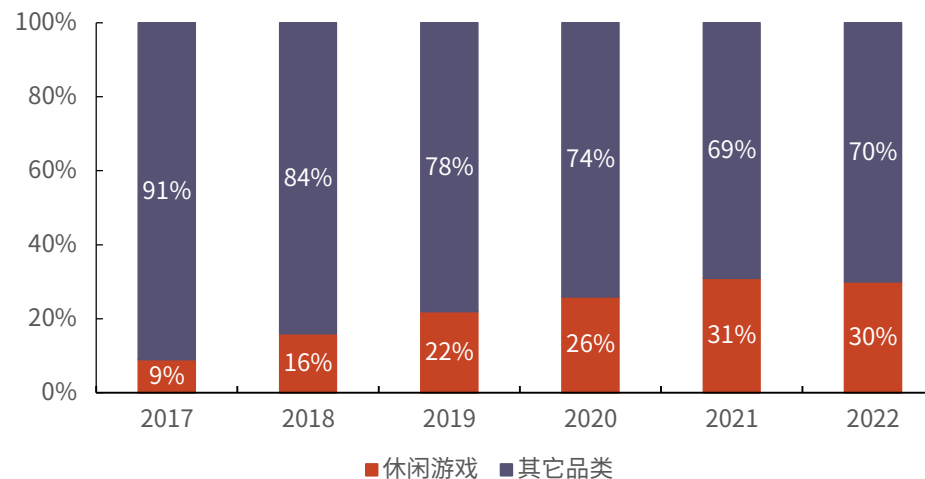
中国出海游戏品类以SLG、ARPG等中重度游戏为主，休闲游戏出海构成增长机会

- 中重度游戏是中国厂商出海主力军。根据汇量科技，2021年中国游戏出海收入87%为中重度游戏，其中SLG占44%，RPG占18%，FPS占14%。22M8中国出海收入TOP30游戏中，SLG共9款，RPG和FPS共3款。
- 休闲游戏出海渗透率有待提升。根据伽马数据预测，2022E中国自研移动游戏海外收入约170亿美元，休闲游戏占比不足5%。而在美、英等多个重要海外移动游戏市场中，休闲游戏内购收入均占当地移动游戏市场收入的20%以上。

表6：22M8中国游戏出海收入TOP10游戏

游戏名称	中文名称	游戏类型	海外上线时间	开发商
Genshin Impact	原神	ARPG	20M9	米哈游
PUBG Mobile	和平精英	FPS	18M10	腾讯、Krafton
Puzzles&Survival		休闲	20M10	三七互娱
State of Survival	末日生存	SLG	19M8	Funplus
Tower of Fantasy	幻塔	ARPG	22M8	完美世界
Call of Duty:Mobile	使命召唤手游	FPS	19M10	腾讯、动视暴雪
Diablo Immortal	暗黑破坏神：不朽	MMORPG	22M6	网易
Rise of Kingdom	万国觉醒	SLG	18M9	莉莉丝
Top War Battle Game	口袋奇兵	SLG	19M12	江娱互动
Arknights	明日方舟	塔防RPG	20M1	鹰角网络

图50：全球休闲游戏下载量占比



请务必

资料来源：SensorTower，光大证券研究所整理

34 资料来源：SensorTower，光大证券研究所整理
*注：2022年数据截至22M8

4.2 云计算、产业互联网赛道空间广阔

2022年云基础设施服务市场规模增速放缓，头部厂商市场份额较为稳定

- 21Q2-22Q2云基础设施服务市场规模同比增速逐渐触底。根据Canalys，22Q1中国云基础设施服务市场规模首次出现环比下降，22Q1同比增长率22%，22Q2同比增长率11%，比起21Q2的54%下滑较明显。
- 云基础设施服务市场四家头部企业市场份额较稳定。与21Q1相比，22Q2阿里云市场份额占比从39.8%下降至34%，腾讯云从13.7%上升至17%，华为云、百度云变化幅度较小。22Q2阿里云推进出海计划，在德国、泰国和沙特阿拉伯推出4个数据中心；22M6腾讯云宣布其所有内部业务(包括QQ和微信)已经完全迁移到云端，有效降低内部IT成本。

中国企业云计算渗透率仍有提升空间，未来成长空间广阔

- 中国企业云计算渗透率不及发达国家。根据中国信通院，2021年我国企业上云率约为30%，2021年中国实体经济行业云计算市场渗透率约18.9%，麦肯锡数据显示，2018年美国企业上云率已达85%以上，欧盟企业上云率约70%。
- 企业首次上云需求旺盛。根据亿欧智库，2021年中国实体经济有首次部署云计算计划的实体企业占比约35.3%。

图51：20Q1-22Q2中国云基础设施服务市场规模

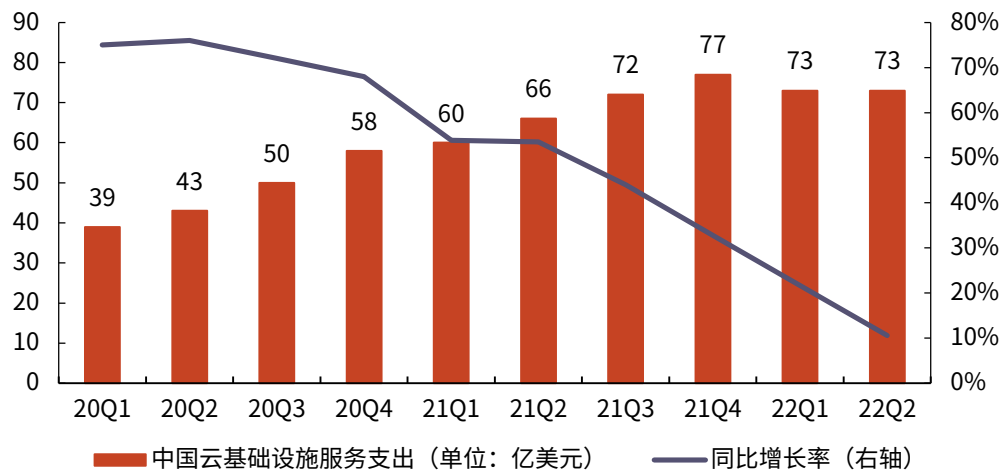
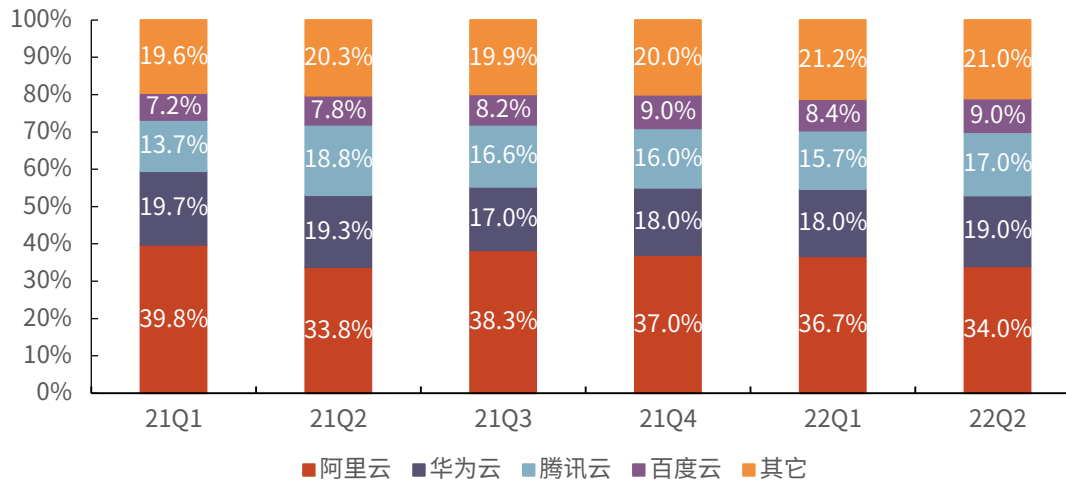


图52：21Q1-22Q2中国云基础设施服务支出市场份额



请务必参

资料来源：canalys，光大证券研究所整理

资料来源：canalys，光大证券研究所整理

4.2 云计算、产业互联网赛道空间广阔

政策驱动行业发展，PaaS成为基础云市场增长动力，传统行业云部署渗透率有待提升

- 云技术受政策大力支持，东数西算工程赋能传统行业。22M1国务院出台《“十四五”数字经济发展规划》鼓励企业数字化转型；东数西算工程优化算力资源分布，提升算力资源质量，满足传统行业对算力的扩张性需求。
- PaaS市场已逐步成为基础云市场的增长动力，传统行业云部署渗透率较低。根据艾瑞咨询，2021年中国IaaS市场规模增速34%，PaaS增速55%，数据库、大数据仍是PaaS市场增长主导；制造业、工业IT工作负载中云部署占比较低。传统行业引入通过云部署实现降本增效，包括工业仿真、数字孪生、数字工厂，工业互联网、工业大数据等。

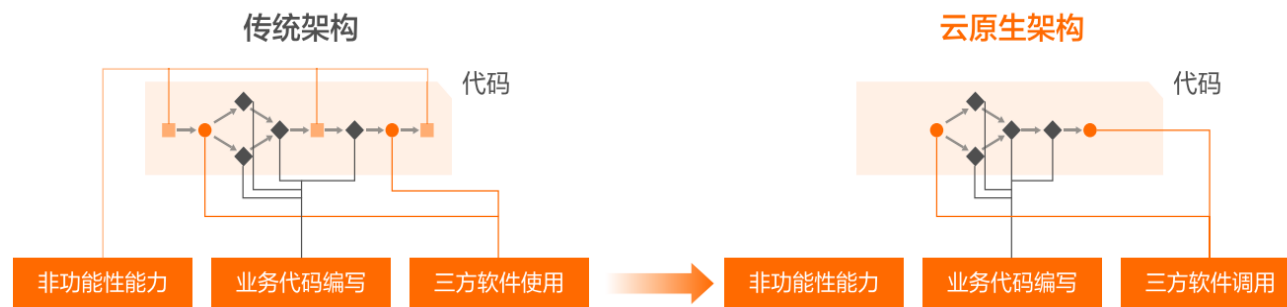
IDC时代上云传统架构可用性与拓展性不足，云原生有望成为云技术新趋势

- 相比传统架构，云原生架构更加标准高效。根据阿里云22M5发布的《云原生架构白皮书》，大量云应用停留在IDC时代传统架构，没有充分应用云的强大效力；而以容器为代表的云原生技术重塑了整个软件技术栈和生命周期，对云计算和互联网架构影响深远，让云技术变得标准、开放、简单高效。
- 云原生架构的高效性在于非核心代码剥离。云原生架构将云应用中的非功能性能力、三方软件调用最大化地从业务代码编写剥离，使业务具备轻量、敏捷、高自动化地特点。

表7：2022年数字经济政策梳理

时间	政策文件
22-08-18	《加快发展数字经济行动方案（2022—2024年）》
22-03-05	《2022国务院政府工作报告》
22-01-19	《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》
22-01-15	《不断做强做优做大我国数字经济》
22-01-12	《“十四五”数字经济发展规划》

图53：传统架构与云原生架构的对比



4.2 云计算、产业互联网赛道空间广阔

工业品B2B电商处于在线交易渗透率持续提升、逐步融入供应链并向产业互联网升级的过程

- 工业品B2B市场规模近5年保持上升趋势。根据艾瑞咨询预测，预计未来2-3年，我国工业品B2B平台线上交易额将保持16%以上的增速。
- 政策支持、技术进步推动工业品B2B平台落地。2022年《工业互联网专项工作组2022年工作计划》《“十四五”促进中小企业发展规划》等政策文件鼓励实体经济数字化转型，为工业品B2B市场带来新机遇；AI、物联网、大数据、云计算等技术的发展赋能工业品B2B产业链，为市场高效运营提供有力支撑。
- 上下游产业链降本增效需求促进工业品B2B平台发展。随着物联网、智慧物流、数字仓储等技术在工业品数字化应用上的升级，线上交易将进一步降低上游生产管理成本，简化中间交易流程，提升下游采购效率。
- 2022年疫情反复，线上消费需求升级。根据艾瑞咨询，疫情期间约70%~80%的采购商倾向于在线上进行交易，疫情常态化下，采购商对工业品B2B电商平台的依赖性不断加强。

图54：中国工业品B2B平台线上交易额

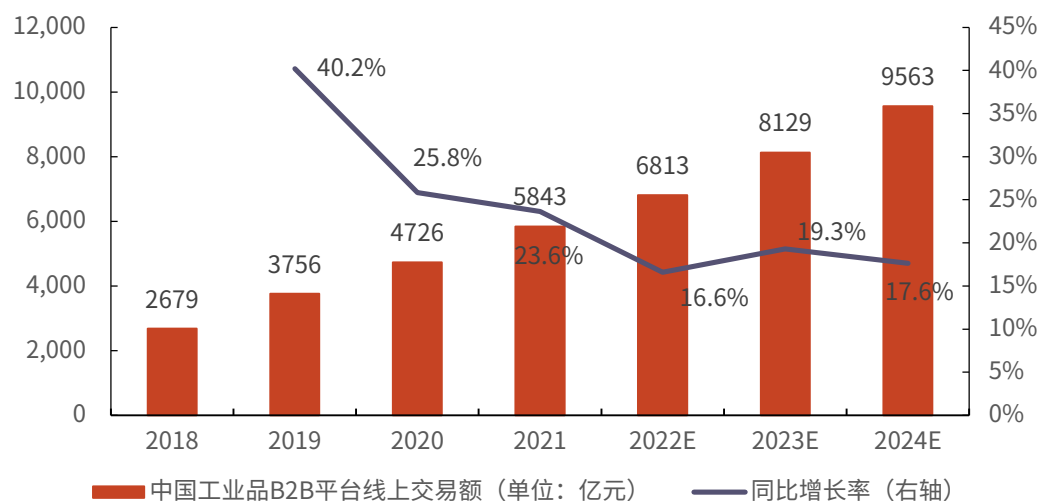
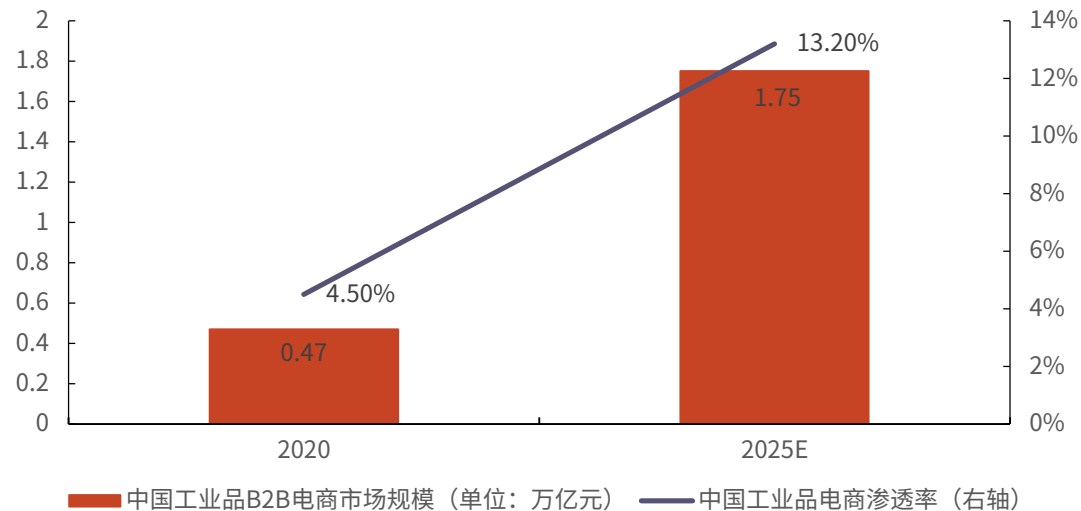


图55：中国工业品B2B电商市场规模及渗透率



4.3 VR视频与游戏：Pico内容生态飞轮效应初步显现

长期看好VR/AR内容市场潜力，关注发展进程带来的结构性投资机会

- VR/AR技术进步驱动行业快速增长，中国成为全球最重要市场之一。根据IDC，2024E全球VR/AR市场规模有望达到728亿美元，2021年中国VR/AR市场IT相关支出约21亿美元，2026E有望增至131亿美元，为全球第二大市场。
- 中国VR内容市场消费级占比更高。根据头豹研究院测算，2020年游戏、视频和直播在中国VR内容中占比分别为41%、20%和9%。精品VR游戏、VR流媒体将成为VR内容短期突破口，医疗、培训等垂直场景将带来B端、G端业务机会。

VR内容生态具备较大成长空间，消费级设备逐步推广有望带来下一个生态蓝海

- VR游戏有望最早放量，是VR内容成长的短期核心推力。传统游戏玩家向VR内容迁移将成为VR用户的重要来源，海外VR游戏大作树立标杆，国内头部厂商布局VR赛道，短期着眼代理发行，长期VR游戏自研有望形成规模化。
- VR流媒体沉浸式长视频前景广阔。短期内VR流媒体盈利以订阅制为主，社交化+粉丝经济将成为中长期突破口。
- VR社交有望开辟新赛道。国内移动社交趋于成熟，增长空间有限，VR有望带来下一代社交，逐步拓展用户粘性。

图56：2019-2024E全球VR/AR市场规模

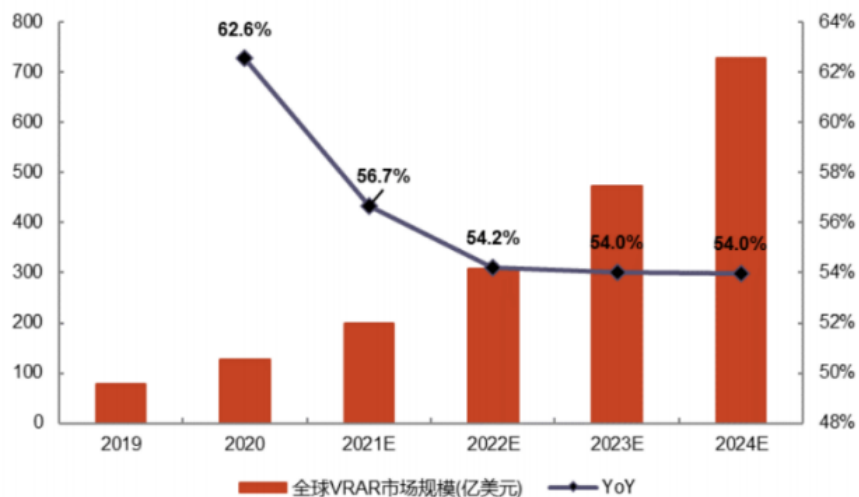


表8：国内部分头部互联网公司VR游戏布局对比

	是否布局VR硬件	是否进行VR游戏自研	是否对外投资VR工作室	目前的VR游戏投入情况
网易	X	√	√	影核布局线下渠道及发行，22年布局一体机发行
腾讯	√	√	√	成立XR部门，计划收购黑鲨开发VR设备，投资的XR工作室22年有续作上线
百度/爱奇艺	√	√	X	持续签约三方作品，旗下工作室未宣布新作
阿里巴巴	X	X	√	未公布进展
字节跳动	√	X	X	旗下PICO平台持续签约三方作品
三七互娱	X	X	√	未公布进展
完美世界	X	√	X	未公布进展

请务必

资料来源：IDC预测，光大证券研究所整理

资料来源：VR陀螺，青亭网等，光大证券研究所整理

4.3 VR视频与游戏：Pico内容生态飞轮效应初步显现

□ Pico飞轮效应初步显现，VR市场份额与硬件实力领跑，布局游戏、虚拟直播、社交等内容生态建设

- 硬件和内容构成飞轮效应的两大驱动力。硬件技术进步与市场规模提升是VR/AR行业的基石，健康的内容生态和高整合度平台有利于内容建设的良性循环，刺激开发商生产更多高质量内容，同时驱动硬件销量提升。
- Pico连续保持VR市场份额局全国第一，逐步推进内容生态建设。1) 国内领先硬件实力。据IDC报告，2021年Pico在国内一体机市场份额已超50%；2) 内容生态逐步成型。据VR陀螺统计，截至22M10 Pico应用商店已有超555款应用，同比增长32.1%；3) 字节跳动内容开发实力将推动元宇宙生态构筑。字节跳动已布局虚拟人、游戏、社交等元宇宙内容，未来有望与Pico硬件结合构筑生态。

□ 长期来看，国内头部内容厂商的技术、IP资源跨界至VR/AR赛道具可行性，并能发挥出先发优势

- B端方面，网易、百度布局VR/AR底层技术和解决方案，有望成为VR/AR市场的“卖水人”。
- C端方面，网易、腾讯具备传统游戏丰富的研发运营经验，早期布局VR游戏工作室及VR游戏代理，有望通过IP的VR化切入赛道，百度则在VR流媒体积累一定的内容资源和硬件生态。

图57：20M10-21M10 Pico自有平台游戏与应用数量

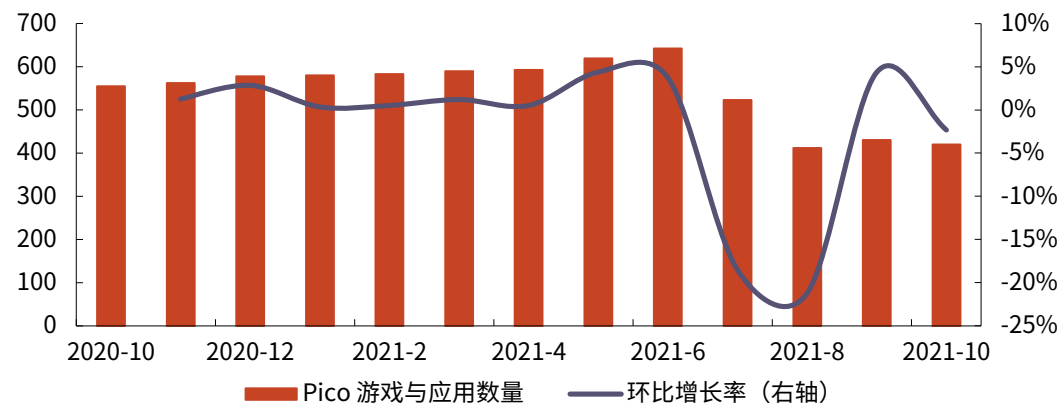


表9：字节跳动布局元宇宙相关事件

时间	事件
20M11	字节与乐华娱乐联合企划的虚拟偶像女团A-SOUL正式出道
21M2	字节跳动上线游戏品牌“朝夕光年”
21M3	字节跳动40亿美元收购沐瞳游戏
21M4	字节跳动全资收购有爱互娱。
21M8	字节跳动收购Pico，Pico并入字节跳动的VR相关业务
22M1	字节跳动上线元宇宙社交App“派对岛”，此前，字节推出的元宇宙社交平台Pixsoul已在东南亚上线
22M6	A-SOUL在PICO视频进行直播

请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：VR陀螺，光大证券研究所；注：Pico Neo3发布后曾学习Quest的精品化内容战略，平台游戏/应用数短期减少

5、推荐标的

5.1 腾讯控股

5.2 网易-S

5.3 快手科技

5.4 新东方在线

5.5 腾讯音乐

5.6 分众传媒

5.7 百度集团-SW

5.8 芒果超媒

5.9 猫眼娱乐

5.10 三七互娱

5.11 吉比特

5.12 完美世界

5.1 腾讯控股 (0700.HK)

腾讯控股：视频号流量高速增长，游戏、广告业务承压

- **公司业务：**游戏业务受版号发行原因，重量级新游上线进入淡季，但《王者荣耀》、《和平精英》依旧有望为腾讯带来较为可观的业绩表现。视频号增长迅猛，有望成为微信重要盈利来源。社交网络收入依靠腾讯视频与TME稳定的会员订阅稳定增长。广告业务受宏观经济影响，业绩近期低迷，待疫情与宏观经济好转有望实现较快恢复性增长。金融科技以及企业服务主动提升运营效率，有望成为重要盈利来源。
- **推荐逻辑：**腾讯在国内外游戏业务方面处于领先地位，海外以投资为主要业务扩张方式，国内主要依靠端转手引进先进玩法打造具有较高竞争力的游戏产品从而实现长期收益。视频号进一步丰富微信生态体系，“视频号小店”增强视频号B端服务能力，打通消费者与商家之间的连接渠道；同时视频号推出信息流广告，有望在朋友圈之外开辟新的广告收入渠道。微信支付在移动支付端领导地位稳固，国内云服务增速较快，腾讯云处第二梯队，有望在成为未来业绩驱动力。我们维持公司 22-24 年营收预测分别为 5,571.1/6,290.3/6,890.3 亿元，维持 22-24 年 non-IFRS 归母净利润预测分别为 1,154.7/ 1,430.8/ 1,660.9亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**监管不确定性风险；宏观经济风险；游戏表现不达预期；竞争加剧

表10：腾讯控股预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿人民币元）	4,820.64	5,601.18	5,571.1	6,290.3	6,890.3
营业收入增长率	28%	16%	-0.5%	12.9%	9.5%
Non-IFRS净利润（亿人民币元）	1,227.42	1,237.88	1,154.7	1,430.8	1,660.9
净利润增长率	30%	1%	-6.7%	23.9%	16.1%
EPS（人民币元）	12.72	12.77	11.83	14.68	17.04
PE	22.1	22.0	23.8	19.2	16.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2022-12-5，汇率1港币=0.8961人民币

5.2 网易-S (9999.HK) ; 5.3 快手科技 (1024.HK)

网易-S: 端手游杰作频出巩固护城河, 自研能力持续得到证明

- 国内游戏行业监管释放积极信号, 看好网易作为头部游戏厂商, 长线运营能力强, 与海外游戏厂商IP合作经验丰富。《暗黑: 不朽》22M7国服上线表现亮眼, 预计 22H2 带来可观增量。关注《永劫无间》和《逆水寒》手游上线情况。
- 我们维持公司 22-24 年经调整归母净利润预测为 223/243/271 亿元。维持目标价 139港元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 新游上线流水不及预期风险, 游戏行业竞争加剧风险, 有道转型进展不及预期风险

快手科技: 广告、电商业务受疫情影响, MAU稳健增长

- 随疫情好转, 广告收入、电商GMV增长有望恢复, 直播打赏保持增长韧性。我们维持公司 22-24 年营收预测 927/1,099/1,264 亿元, 维持 Non-IFRS 净利润预测 -61/22/85 亿元。
- 快手具备良好的社区氛围, 具备长期可观变现潜力; 快手平台用户获取、留存效率持续提升, 流量仍有望健康增长; 降本提效逻辑持续验证, 经调整净亏损率有望持续收窄; 维持目标价71.2港元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 用户增长不及预期; 广告收入增长不及预期; 电商商业化进展不及预期; 第三方数据偏差

表11: 网易-S预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万人民币元)	73,667.13	87,606.03	97,131.65	108,236.62	120,031.49
营业收入增长率	24.35%	18.92%	10.87%	11.43%	10.90%
Non-GAAP 归母净利润 (百万人民币元)	14,706.04	19,761.91	22,284.49	24,307.74	27,091.06
Non-GAAP 归母净利润增长率	-6.11%	34.38%	12.76%	9.08%	11.45%
Non-GAAP EPS (人民币元)	4.48	6.02	6.79	7.40	8.25
Non-GAAP PE	22.7	16.9	15.0	13.8	12.3

表12: 快手科技预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万人民币元)	58,776	81,082	92,705	109,878	126,394
营业收入增长率	50.2%	37.9%	14.3%	18.5%	15.0%
Non-IFRS 净利润 (百万人民币元)	-7,949	-18,848	-6,080	2,221	8,540
P/S	4.17	3.03	2.65	2.23	1.94

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 2022-12-5, 汇率1港币=0.8961人民币

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价截止2022-12-5, 汇率1港币=0.8961人民币

5.4 新东方在线 (1797.HK) ; 5.5 腾讯音乐 (TME.N)

新东方在线：粉丝购买潜力充足，具备长期成长性

- 山东外景再创GMV新高，东方甄选外景运营体系完善，后续贡献业绩增量确定性强，浙江、河北等地外景计划中。
- 东方甄选仍有充足GMV潜力待释放，我们维持公司 23-25 财年净利润预测分别为 6.73/10.54/12.84 亿元。看好建立自营消费品品牌，商业模式具备长期生命力，业绩成长性有望保持，预计公司 24 财年中性情况合理市值区间 388 - 488 亿港元，维持“买入”评级。
- 风险提示：直播间热度下滑；品类拓展不及预期；第三方数据可能存在误差

腾讯音乐：音乐订阅基本盘稳固，降本增效助力利润释放超预期

- 公司为国内规模最大的在线音乐娱乐平台，付费用户和ARPPU双轮驱动支撑订阅业务稳健增长；内容丰富度领先，版权获取优势凸显；致力于探索多元变现方式，广告商业化进程有望加速，音频直播与海外产品拓展稳步推进。
- 成本结构优化及运营效率提升超预期，维持22-24年经调整净利润预测48.1/52.3/57.8亿元，维持“增持”评级。
- 风险提示：内容成本上升；用户付费率和ARPU提升不及预期；直播监管收紧

表13：新东方在线盈利预测与估值简表

指标	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
营业收入 (百万人民币元)	1,418.66	898.54	2,943.05	3,884.01	4,560.03
营业收入增长率	31.29%	-36.66%	227.54%	31.97%	17.41%
归母净利润 (百万人民币元)	-1,658.39	-533.96	673.03	1,054.19	1,284.30
EPS (人民币元)	-1.66	-0.53	0.67	1.05	1.28
P/S	26.7	42.2	12.9	9.8	8.3
P/E	NA	NA	56.4	36.0	29.5

表14：腾讯音乐盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	29,153	31,244	28,307	30,025	32,241
增长率 (%)	14.6%	7.2%	-9.4%	6.1%	7.4%
经调整归母净利润 (百万元)	4,950	4,146	4,807	5,233	5,777
经调整归母净利润增长率 (%)	0.9%	-16.2%	15.9%	8.9%	10.4%
EPS (元)	1.23	0.89	1.07	1.20	1.36
P/E	21.2	29.1	24.1	21.4	18.9

请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2022-12-5，汇率1港币=0.8961人民币；
注：新东方在线财政年为上年六月一日至当年五月三十一日

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2022-12-5；汇率1美元=6.962人民币

5.6 分众传媒 (002027.SZ) ; 5.7 百度集团-SW (9888.HK)

分众传媒：需求受疫情压制，22H2释放复苏强信号

- 22H1 公司业务需求端受疫情负面冲击较大，受制于未来宏观经济复苏进展，广告主预期改善仍需时间。但考虑到随着疫情防控新政策落实，2023 年广告主需求有望逐步回归，我们维持 22-24 年归母净利润预测为 38.35/62.30/75.15 亿元，对应 PE 24/15/12 倍。长期来看，公司行业龙头地位稳固，具备优质媒介资源和头部客户资源优势，维持“增持”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧；疫情持续影响业务开展；宏观经济复苏不及预期

百度集团-SW：降本增效取得成效，自动驾驶稳步推进

- 公司降本增效取得成效，22Q3利润端超预期；展望后续疫情有望逐渐恢复，广告业务增速预计受驱动回暖，智能云和自动驾驶等新兴业务有望持续拓展和推广。
- 我们维持 22-24 年 Non-GAAP 归母净利润预测 208/238/268 亿元人民币，对应 PE 14/12/11x，维持“买入”评级。
- 风险提示：**互联网行业监管，广告投放需求不及预期，自动驾驶业务商业化不及预期，疫情对宏观经济的风险。

表15：分众传媒盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	12,097	14,836	11,742	15,510	18,356
营业收入增长率	-0.32%	22.64%	-20.86%	32.10%	18.35%
归母净利润 (百万元)	4,004	6,063	3,835	6,230	7,515
归母净利润增长率	113.51%	51.43%	-36.76%	62.46%	20.63%
EPS (元)	0.27	0.42	0.27	0.43	0.52
P/E	23.7	15.2	23.7	14.9	12.3

表16：百度集团-SW 盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万人民币元)	107,074	124,493	125,341	139,899	155,096
营业收入增长率 (%)	-0.32%	16.27%	0.68%	11.61%	10.86%
Non-GAAP 归母净利润 (百万人民币元)	22,020	18,830	20,788	23,796	26,793
Non-GAAP 归母净利润增长率 (%)	21.11%	-14.49%	10.40%	14.47%	12.59%
Non-GAAP EPS(元)	7.97	6.81	7.52	8.61	9.69
Non-GAAP PE	13.3	15.5	14.0	12.3	10.9

请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2022-12-5；注：2021年股本减少至144.42亿股

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2022-12-5，汇率1港币=0.8961人民币

5.8 芒果超媒 (300413.SZ) ; 5.9 猫眼娱乐 (1896.HK)

芒果超媒：内容优势不断强化，新业态小芒电商快速发展

- 疫情下宏观经济下行压力导致广告收入降低，公司通过内容自制优势构建可持续自有生态；头部综艺表现稳定，IP 内容建设维持长期竞争力；小芒 APP 预计中长期有稳步变现空间，有望持续发展。
- 我们维持 22-24 年归母净利润预测为 23.08/26.86/30.6 亿元，同比增长 9.2%/16.4%/14.0%；对应 22-24 年 PE 22/19/16x，维持“买入”评级。
- 风险提示：视频内容监管政策趋严；用户增长不及预期

猫眼娱乐：深耕打磨娱乐内容，在线票务行业领先

- 公司提升影片渗透率，巩固行业龙头地位；不断打磨优质作品，智能化宣发产品得到业内广泛认可。
- 考虑到疫情新政策出台，防控趋于稳定，2023 年影视行业有望回暖，我们维持 22-24 年净利润预测为 6.57/9.00/10.59 亿元，对应 PE 13/10/8x，维持“增持”评级。
- 风险提示：观影需求低于预期；疫情反复对线下娱乐造成不利影响；资产减值风险

表17：芒果超媒盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	14,006	15,356	16,575	19,176	21,692
营业收入增长率	12.04%	9.64%	7.94%	15.69%	13.12%
净利润 (百万元)	1,982	2,114	2,308	2,686	3,060
净利润增长率	71.42%	6.66%	9.19%	16.35%	13.94%
EPS (元)	1.11	1.13	1.23	1.44	1.64
P/E	24	24	22	19	16

表18：猫眼娱乐盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,366	3,323	3,885	4,640	5,516
营业收入增长率	-68.00%	143.35%	16.90%	19.43%	18.88%
净利润 (百万元)	-646	369	657	900	1,059
净利润增长率	-239.45%	-157.02%	78.40%	36.86%	17.73%
EPS (元)	-0.57	0.32	0.58	0.79	0.93
P/E	NA	24	13	10	8

请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2022-12-5；注：2021年股本增加至18.71亿股

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2022-12-5；注：2022年股本增加至499百万股，汇率1港币=0.8961人民币

5.10 三七互娱 (002555.SZ) ; 5.11 吉比特 (603444.SH)

三七互娱：游戏进入回收期，海外业务再提速

- 自研产品《斗罗大陆：魂师对决》等产品表现亮眼，有望为业绩增长提供强劲动力；海外业务成为业绩增长的主要驱动引擎，市场份额持续提升。公司产品储备丰富，看好版号重发后的业绩增长弹性。
- 我们维持 22-24 年净利润预测 32.26/36.88/41.77 亿元，同比增长 12.2%/14.3%/13.3%；对应 22-24 年 PE 12/11/10 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：海外竞争加剧；行业政策后劲；买量成本持续上升

吉比特：游戏基本盘稳固，版号储备充足

- 公司主力游戏发力稳定，《问道手游》周年活动焕发新热度，《一念逍遥》出海表现亮眼；重磅新游《奥比岛：梦想国度》上线，经典IP 协同强势宣发吸引关注，有望提供强劲业绩增量。
- 考虑到公司处于业务增长期，销售费用和管理费用增长率较高，我们维持 22-24 年归母净利润预测为 16.09/17.81/19.86 亿元，对应 PE 15/14/12 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：游戏市场竞争激烈；新游上线表现不佳；行业政策风险

表19：三七互娱盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	14,399.70	16,216.50	19,716.69	23,078.34	26,597.76
营业收入增长率	8.86%	12.62%	21.58%	17.05%	15.25%
净利润 (百万元)	2,760.95	2,875.58	3,225.82	3,688.07	4,176.88
净利润增长率	30.56%	4.15%	12.18%	14.33%	13.25%
EPS (元)	1.31	1.30	1.45	1.66	1.88
P/E	14	14	12	11	10

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2022-12-5；注：20年股本21.12亿股，21年起增加至22.18亿股

表20：吉比特盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,742.29	4,619.05	5,204.38	5,819.38	6,450.35
营业收入增长率	26.35%	68.44%	12.67%	11.82%	10.84%
归母净利润 (百万元)	1,046.41	1,468.50	1,609.20	1,781.12	1,985.64
归母净利润增长率	29.32%	40.34%	9.58%	10.68%	11.48%
EPS (元)	14.56	20.43	22.39	24.78	27.63
P/E	23	17	15	14	12

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2022-12-5

完美世界：核心主业稳中向好，布局海外单机游戏赛道

- 游戏研发和长期运营能力稳定，游戏出海布局持续推进，新品管线储备丰富，技术升级驱动产品变革，积极探索元宇宙相关布局。
- 考虑到公司游戏业务战略转型后期将带来利润边际增量，以及 2023 年影视行业回暖，公司相关业务收入有望恢复，我们维持 22-24 年归母净利润预测为 17.67/22.05/23.67 亿元，对应 PE 15/12/11 倍。
- 2022 年进入技术研发投入的回馈期，有望持续稳定释放业绩，后续《幻塔》海外上线有望带动 22H2 海外游戏业务营收增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：**游戏表现不及预期；监管政策风险；买量成本上升；影视业务减值

表21：完美世界盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	10,224.77	8,518.00	9,433.62	10,757.89	12,007.92
营业收入增长率	27.19%	-16.69%	10.75%	14.04%	11.62%
归母净利润（百万元）	1,548.50	369.15	1,766.84	2,205.16	2,366.77
归母净利润增长率	3.04%	-76.16%	378.62%	24.81%	7.33%
EPS（元）	0.80	0.19	0.91	1.14	1.22
P/E	17	73	15	12	11

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2022-12-5

电商直播热度下滑风险：

电商主播竞争呈现“马太效应”，头部主播吸引超大流量，中小主播薪资腰斩。行业监管严格，热度衰减，获客成本升高，流量增长乏力。

新游出海业务不及预期风险：

海外经济政治环境不稳定，监管政策变动不确定性高。新游流水稳定性尚待验证，行业竞争加剧，用户边界扩展较慢。

广告投放疫情长期打压风险：

国内疫情持续反复，宏观经济波动下行，影响广告主投放意愿减弱，市场需求不活跃；广告行业竞争加剧，警惕资源流失。

影视行业边际修复过慢风险：

受疫情以及供需双不足影响，影视行业恢复缓慢。线上观影需求逐渐上升，分散线下客流，影院观影吸引力不足。若供需长期无法修复，影视产业链上下游企业收不抵支风险将加剧。


衷心 感谢


光大证券研究所



海外&互联网研究团队


分析师：付天姿

 执业证书编号：S0930517040002


 电话：021-52523692

 邮件：futz@ebcn.com

联系人：赵越

 邮件：zhaoyue1@ebcn.com

联系人：杨朋沛

 邮件：yangpengpei@ebcn.com

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。