

强于大市

传媒行业 2023 年度策略

基本面和估值双修复，科技创新带来新机遇

我们认为 2023 年中国传媒互联网行业将随着疫情防控优化、宏观经济复苏而走出底部，进入基本面和估值双修复的黄金期；针对互联网行业的大部分监管已达成阶段性完善，平台经济稳健发展受到明确鼓励；线上服务数字化、内容变现空间扩大、海外市场发展带来成长性，数字经济、元宇宙等创新产业发展空间广阔。我们对传媒互联网行业给予强于大市评级。

支撑评级的要点

- **指数两次探底后反弹强劲，待基本面增长企稳。**2022 年 A 股传媒指数和恒生科技指数均分别在 3-4 月末和 10 月末两次探底后回升。11 月以来，美联储加息缓和、中美领导人会晤、中国实施疫情防控优化，市场上修经济预期；中万传媒指数/恒生科技指数当月上涨幅度达 14.49%/33.15%。我们认为港股互联网仍具有较好的投资性价比：22Q3 各头部企业收入环比明显改善，利润超市场预期，业绩韧性强，后续待经济复苏后基本面继续企稳向上；同时头部公司 PE/PS 值处在历史估值的 25-50%分位左右。
- **大部分监管阶段性完善，政策支持数字经济等新产业发展。**2022 年互联网行业政策方面未有超出之前框架的新条规发布，进一步细化了监管责任和监管流程；同时也出现了多个象征性事件，标志着互联网行业相关治理已达成了明显的成效，开始步入常规化监管。数字经济、元宇宙、虚拟现实等新兴互联网科技成为中央和地方政府大力鼓励发展的领域。
- **疫情防控优化，O2O/线下消费和广告复苏弹性大，内容板块首推游戏。**我们预期在防控开放的早期，消费者仍担忧外出的感染风险，叠加疫情期间得到强化的消费习惯，O2O 零售/买药/外卖的需求预期将率先迅速增长，后续到店消费强劲复苏。宏观经济向好、消费提振，营销行业也将逐步回暖，线上效果广告恢复会比品牌广告和线下广告更快。紧密跟踪内容政策变化，内容消费板块推荐重点关注游戏，其次是视频和观影。
- **探寻新市场机遇，追随科技创新脚步。**传媒互联网行业发展的新机会主要在四个方面：1) 线下服务数字化加快，如本地生活、医疗服务、招聘等线上渗透率提升，智能设备汇聚流量；2) 拓展海外市场，游戏、短视频、电商出海找到新成长性；3) IP 化的 PGC 和私域化 PUGC/UGC 提升内容变现价值；以及 4) 虚拟现实/虚拟人/AIGC/NFT 等元宇宙新科技带来的场景应用变现。

投资建议

- 宏观经济和消费复苏，首先建议关注美团和京东。广告营销投放恢复，推荐快手、哔哩哔哩、微博，建议关注腾讯、分众传媒。内容板块首先建议关注游戏板块：三七互娱、心动公司、完美世界和吉比特。在线视频推荐芒果超媒、爱奇艺；观影建议关注万达电影、博纳影业和光线传媒；线下服务数字化，建议关注 BOSS 直聘、阿里健康、京东健康、平安好医生；海外市场拓展，推荐乐享集团，建议关注拼多多；元宇宙主题，推荐天下秀，建议关注视觉中国、中文在线、蓝色光标、风语筑。

评级面临的主要风险

- 宏观经济和消费恢复不及预期；多品类广告主需求持续低迷；市场竞争加剧导致行业利润率维持低位；超预期政策监管；新技术发展不及预期。

相关研究报告

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒

证券分析师：卢翌

(8621)20328754

yi1.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522010001

目录

指数反弹之势强劲，待基本面增长企稳.....	7
线下消费和广告复苏弹性大，内容板块首推关注游戏	16
探寻新市场机遇，追随科技创新脚步	31
国内流量红利见顶，互联网企业寻求出海发展.....	35
IP 衍生业态蓬勃发展，私域内容扩充变现空间	44
元宇宙扶持政策持续推进，相关产业前景广阔	47
投资建议.....	57
风险提示.....	61

图表目录

图表 1. 2022 年 1 月 4 日-12 月 7 日 A 股和传媒指数走势	7
图表 2. 2022 年 1 月 3 日-12 月 7 日港股指数走势	7
图表 3. 2022 年 1 月 4 日-12 月 7 日指数区间涨跌幅	8
图表 4. 2022 年 7 月 1 日-12 月 4 日指数区间涨跌幅	8
图表 5. 2022H1 A 股各指数成分股业绩同比变化情况	8
图表 6. 2022Q3 A 股各指数成分股业绩同比变化情况	8
图表 7. 主要互联网中概股单季收入同比变化	9
图表 8. 主要互联网中概股单季归母净利润率/亏损率	9
图表 9. 主要互联网港股单季营销费用率趋势	9
图表 10. 主要互联网港股研发费用率趋势	9
图表 11. 恒生科技指数与纳斯达克综合指数 PE 差值缩小	10
图表 12. 恒生科技指数 2023 年 PEG 较低	10
图表 13. 截至 12 月 7 日, 恒生科技指数 PE-TTM 反弹至接近历史均值的区间	10
图表 14. 截至 12 月 7 日, 恒生港股通中国科技指数 PE-TTM 处在历史均值一个负标准差附近	11
图表 15. 头部中概股标的 PE 估值水平在历史 25-50%分位	11
图表 16. 头部中概股标的 PS 估值水平在历史 25-50%分位	11
图表 17. 2021 年密集出台了涵盖互联网企业经营各方面的监管政策框架	12
图表 18. 2022 年开年以来各项重要会议和文件中提到的传媒互联网行业相关发展方向表述	13
图表 19. 2022 年以来互联网行业相关治理达成明显进展的象征性事件	14
图表 20. 2022 年中央和各地方政府都出台了各项鼓励发展数字经济、元宇宙、虚拟现实产业的政策	15
图表 21. 2022 年 8 月中下旬国内新增确诊病例开始增加	16
图表 22. 2022 年 8 月中下旬国内新增无症状病例增加	16
图表 23. 2022 年 8 月全国社零总额同比增长回到 5.4%	17
图表 24. 2022 年 8 月全国餐饮收入同比增长达到 8.4%	17
图表 25. 7-8 月疫情形式略有好转后即时零售 APP 月活用户仍然保持在较高水平	17
图表 26. 2022H2 中国互联网广告市场规模预期同比增长 9.4%	18
图表 27. 短视频广告收入占比最高且仍在提升	18
图表 28. 以曝光为目标的行业选择重点投放短视频广告	18
图表 29. 2022 年 1-9 月整体广告市场刊例花费同比-10.7%	19
图表 30. 2022 年以来整体广告市场花费持续同比负增长	19

图表 31. 2022 年 1-9 月电梯 LCD 广告刊例花费同比+4.6%	19
图表 32. 2022 年 1-9 月电梯海报广告刊例花费同比+6.4%	19
图表 33. 预期未来梯媒广告保持占据较大的线下广告份额	20
图表 34. 国内手游市场收入规模变化	21
图表 35. 中信游戏指数收盘价及国内游戏版号审批数	21
图表 36. 国内头部厂商尚未上线的部分产品 pipeline	23
图表 37. 2022 年上半年四大平台上新剧数量同比减少	24
图表 38. 2022 年 Q3 四大平台上新剧数量同比减少趋势减缓	24
图表 39. 2022H1 网络剧两平台联播比例上升	24
图表 40. 2022H1 电视剧更多选择上星+网络独播	24
图表 41. 2022H1 上新分账剧有效播放 TOP5	25
图表 42. 爱奇艺内容成本占收入比例逐季明显下降	25
图表 43. 爱奇艺从 22Q1 开始达成 non-GAAP 盈利	25
图表 44. 腾讯视频、爱奇艺、芒果 TV、优酷视频在 OTT 端继续同属第一梯队 (2022 年 8 月)	26
图表 45. 中国 OTT 及智能硬件广告规模占比迅速提升	27
图表 46. 2022 年 OTT 及智能硬件广告预估占比已超过 PC 端	27
图表 47. 2022 年 10 月全国总票房同比下降 71.7%	27
图表 48. 2022 年仅有暑期档票房同比增加	27
图表 49. 国内仍有许多优质影片等待合适时机定档	28
续图表 49. 国内仍有许多优质影片等待合适时机定档	29
图表 50. 2023 年预期上映的海外大片	30
图表 51. 中国移动互联网月活用户数增量空间有限	31
图表 52. 中国移动互联网用户月人均时长增长快于用户数	31
图表 53. 2022 年 7 月本地生活、求职招聘等线下服务领域用户规模增长较快	32
图表 54. 2016-2021 年 O2O 到家业务 CAGR 高达 64%	32
图表 55. 中国零售 O2O 平台交易规模到 2025 年预计 1.2 万亿	32
图表 56. 2022 年 4 月 O2O 对药店的销售贡献占比从 2021 年初 2% 提高至 5%	33
图表 57. 2022 年 6 月求职招聘典型 APP MAU 增长迅速	34
图表 58. 2022 年 6 月工作协同相关 APP MAU 增长迅速	34
图表 59. 截至 2022 年 8 月国内智能设备行业月活用户规模已经达到 3.62 亿	34
图表 60. 手机网民规模及其占网民比例	35
图表 61. 网民规模和互联网普及率	35
图表 62. 海外手游用户数量增长快于中国市场	35
图表 63. 中国自研游戏在国内和海外市场的收入增速	35

图表 64. 鼓励文化出海相关政策	36
图表 65. 各国/地区游戏分级制度	37
图表 66. 各渠道分成比例	37
图表 67. 2021 年上半年海外用户支出 TOP2000 的移动游戏的研发商国家分布	38
图表 68. 我国主要出海游戏厂商分类	38
图表 69. 2022/10 中国非游戏厂商出海收入排行榜	39
图表 70. 2022/10 中国非游戏应用出海收入排行榜	39
图表 71. 各社交媒体月活达 10 亿所用时间（年）	39
图表 72. 我国主要出海游戏厂商分类	40
图表 73. 2021 年典型平台广告点击成本对比	40
图表 74. 全球 KOL 营销市场规模	40
图表 75. 2022 年在线视频广告	41
图表 76. 2027 年在线视频广告	41
图表 77. 全球线上及线下零售市场规模变化	41
图表 78. 线上零售市场规模增速 TOP10 地区	41
图表 79. 全球线上零售额前十国家和地区	42
图表 80. 全球线上零售额占总零售额比前十地区	42
图表 81. 我国对跨境电商领域的规划目标	42
图表 82. 跨境电商产业链	43
图表 83. 被授权商所属行业构成	44
图表 84. 中国品牌授权市场的 IP 类型分布	44
图表 85. 中国出海手游流水 TOP100 产品 IP 分布情况（内圈为 2020 年，外圈为 2021 年）	44
图表 86. 2021 年 IP 授权产品与同类产品的销售额差距	45
图表 87. 2021 年受访者授权产品与同类产品的价格区别	45
图表 88. 中国影视 IP 衍生经济	45
图表 89. 我国移动游戏 IP 营销发展趋势	46
图表 90. 公域和私域互相导流，促进流量多方位变现	46
图表 91. 推进元宇宙产业的国家级政策	47
图表 92. 我国虚拟现实产业总体规模	47
图表 93. 2021 全球 AR/VR 各场景渗透率	47
图表 94. AR/VR 应用领域广泛	48
图表 95. AR/VR 应用领域广泛	48
图表 96. 虚拟人行业图谱	49
图表 97. 虚拟人类型	49

图表 98.虚拟人应用场景市场规模预期（2030 年）	50
图表 99.功能型虚拟人主要应用领域	50
图表 100. NFT 行业产业链	51
图表 101. 2021 年 NFT 下游应用领域分布	52
图表 102. 主要企业投资/布局情况	52
图表 103. NFT 平台开展业务所需牌照	53
图表 104. 各公司布局数字藏品赛道	53
图表 105. AIGC 应用场景及相关公司	54
图表 106. 海外 AIGC 独角兽投融资概况	54
图表 107. AI 营销场景、案例及公司	55
图表 108. 使用 ChatGPT 生成代码演示图	56
图表 109. 快手-W 盈利预测摘要	57
图表 110. 哔哩哔哩-W 盈利预测摘要	58
图表 111. 微博-SW 盈利预测摘要	58
图表 112. 芒果超媒盈利预测摘要	58
图表 113. 爱奇艺盈利预测摘要	59
图表 114. 天下秀盈利预测摘要	59
图表 115. 乐享集团盈利预测摘要	60
附录图表 116. 上市公司估值表——互联网营销	62
附录图表 117. 上市公司估值表——电商	62
附录图表 118. 上市公司估值表——本地生活/O2O	62
附录图表 119. 上市公司估值表——影视院线	62
附录图表 120. 上市公司估值表——游戏	63
附录图表 121. 上市公司估值表——出版	63

指数反弹之势强劲，待基本面增长企稳

2022 年 A/H 指数两次探底后强劲反弹

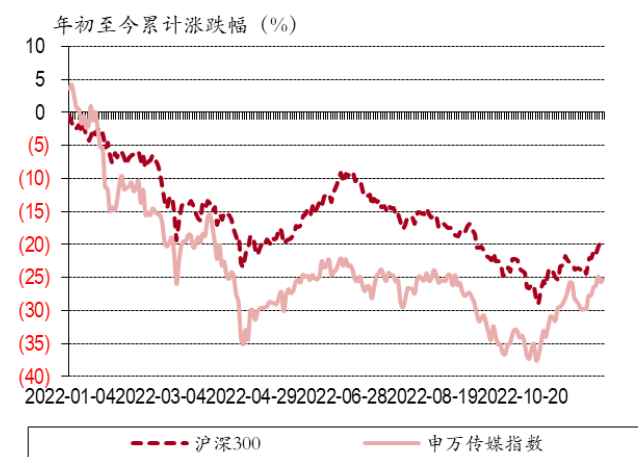
2022 年第一个交易日（1 月 4 日）至 12 月 7 日，申万传媒指数区间跌幅达到 25.30%，同时期沪深 300 跌幅为 19.88%，跑输沪深 300 约 5.4 个百分点。2022 年第一个交易日（1 月 3 日）至 12 月 7 日，恒生科技指数区间跌幅 29.39%，同时期恒生指数跌幅 19.59%。A/H 传媒互联网行业指数与大盘指数走势基本一致。

A 股传媒指数和恒生科技指数均分别在 3-4 月末和 10 月末两次探底后回升。上半年首次探底主要是由于 3 月开始，上海等地疫情严重，供应链停摆、物流受阻、非必需消费需求下滑等不利因素冲击整体宏观经济和传媒互联网行业。5 月下旬，随着上海封控解除、疫情形势转好，指数出现明显的修复趋势，申万传媒指数 4 月末至 6 月中的区间涨幅 11.04%，同期恒生科技指数区间涨幅达到 27.56%。

8-9 月，美国 CPI 增长强劲，美联储加息预期强化；欧洲地区冲突和经济衰退风险加剧，美元指数持续走强。同时中国宏观经济恢复慢于预期，疫情散发、小范围封控此起彼伏，A 股传媒指数和恒生科技指数见顶下跌，出现第二次探底，港股受到美元指数影响更大。

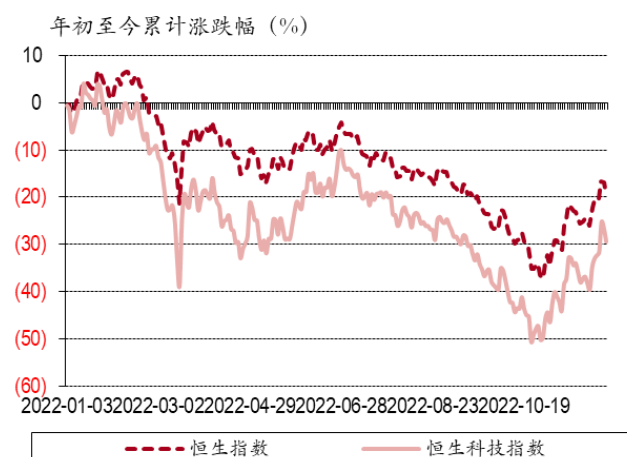
11 月以来，美国 10 月 CPI 大幅低于预期，美联储加息有缓和迹象；G20 峰会上中美领导人当面会晤；更加重磅的是，中国宣布并实施疫情防控优化二十条，市场上修经济预期。11 月 1 日至 30 日，A 股传媒指数上涨幅度达到 14.49%，恒生科技指数上涨幅度达到 33.15%。

图表 1. 2022 年 1 月 4 日-12 月 7 日 A 股和传媒指数走势



资料来源: iFIND, 中银证券

图表 2. 2022 年 1 月 3 日-12 月 7 日港股指数走势

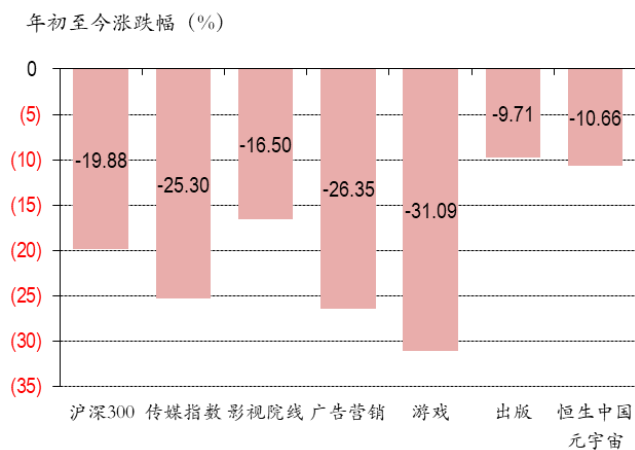


资料来源: iFIND, 中银证券

从 A 股具体子行业 1 月 4 日至 12 月 7 日的跌幅来看，游戏行业仍跌幅领先，达到 31.09%；广告营销和影视院线行业区间跌幅分别为 26.35%/16.50%；出版行业高分红、避险属性明显，跌幅最小，达到 9.71%；恒生中国元宇宙指数（A 股成分股总占比为 49.06%，港股成分股总占比为 50.94%）区间跌幅 10.66%。

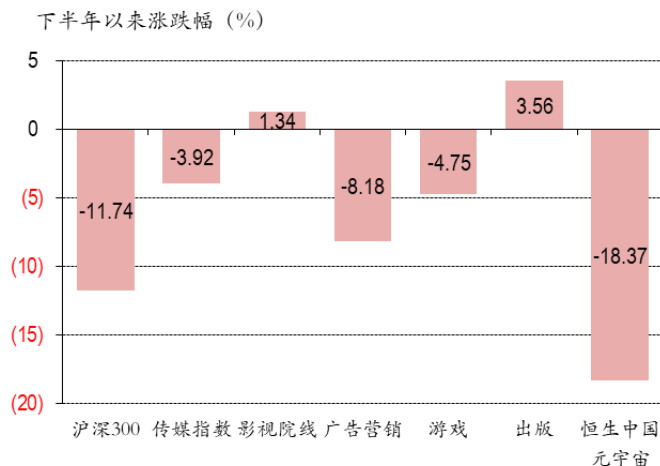
仅下半年来看（7 月 1 日至 12 月 7 日），A 股传媒指数反弹力度较大盘更强。游戏行业随着版号 4 月-11 月的恢复发放、部分新产品上线，以及官媒宣传转向支持态度，跌幅持续缩窄；影视院线也随着疫情防控优化预期和引进大片《阿凡达 2》的定档而出现反弹上涨；而广告营销行业的经济后周期性特征明显，在宏观经济弱复苏和消费疲软之下，广告区间跌幅仍较大。

图表 3. 2022 年 1 月 4 日-12 月 7 日指数区间涨跌幅



资料来源: iFIND, 中银证券

图表 4. 2022 年 7 月 1 日-12 月 4 日指数区间涨跌幅



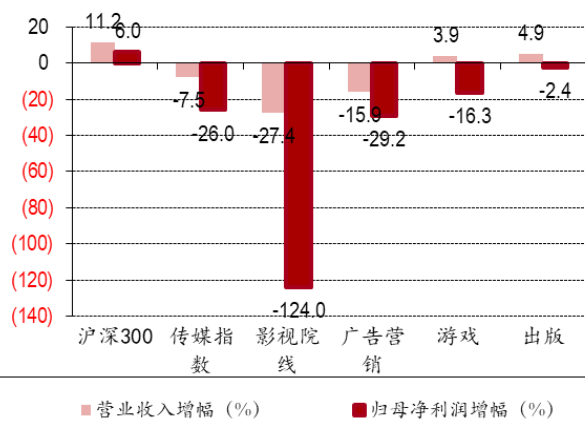
资料来源: iFIND, 中银证券

宏观经济弱复苏, 行业仍处在“困境反转”阶段

从业绩基本面来看, 2022 年上半年中万传媒指数成分股营业收入合计同比下滑 7.5%, 合计归母净利润同比下降 26.0%。去年上半年高基数叠加 2022 年 3 月下旬开始范围扩大的疫情封控, 消费疲软, 广告主投放意愿较低迷, 影视院线、广告营销指数成分股归母净利润同比均大幅下滑, 分别达到 -124.0%/-29.2%; 游戏行业监管调整发生在 21H2, 高基数下 22H1 指数成分股归母净利润同比下滑 16.3%。

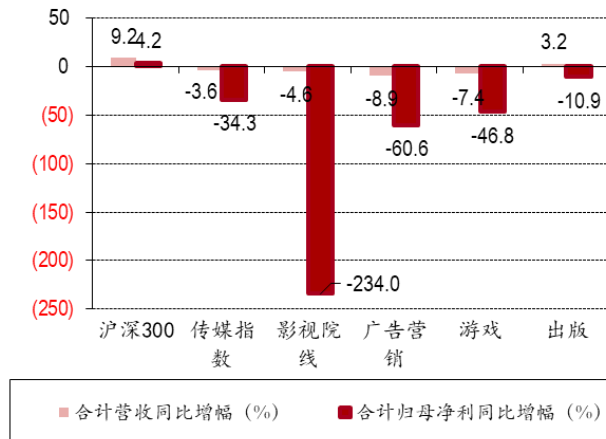
进入 22Q3, 大范围疫情封控解除, 但宏观经济和消费复苏较缓慢, A 股传媒行业的业绩仍处在困境待反转阶段。影视院线和广告营销行业收入降幅有所收缩, 但各子行业的归母净利润降幅均扩大。

图表 5. 2022H1 A 股各指数成分股业绩同比变化情况



资料来源: iFIND, 中银证券

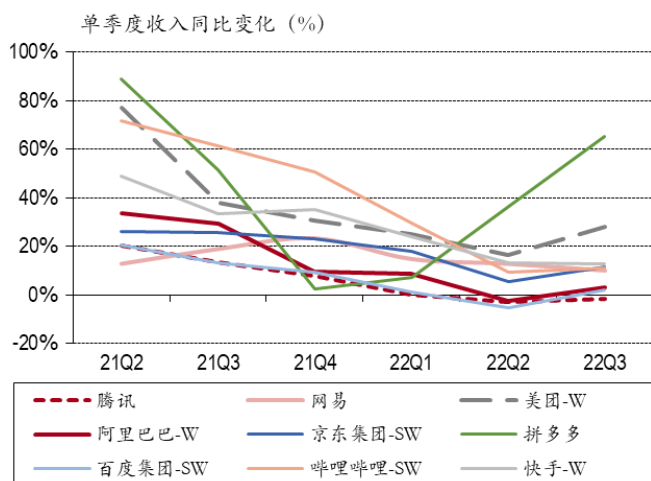
图表 6. 2022Q3 A 股各指数成分股业绩同比变化情况



资料来源: iFIND, 中银证券

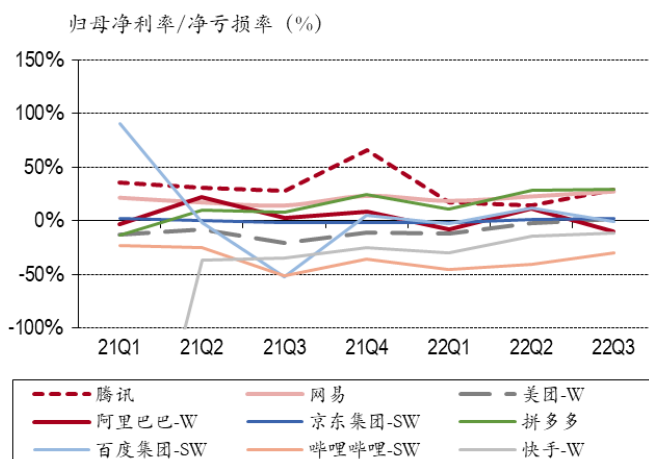
港股互联网公司业务领域主要包括电商零售、生活服务和娱乐消费, Q2 受到疫情冲击等不利因素的影响较大, 但在大范围封控解除后, 电商零售和生活服务等相对刚性的需求快速反弹。整体来看, 各互联网头部公司 22Q2 收入增速虽有放缓, 但由于降本增效力度较大, 利润端有明显的盈利增加或同比明显减亏。22Q3 开始, 各互联网企业在收入端环比明显复苏, 降本增效持续, 因此利润表现均超市场预期, 净利润率环比提升或亏损缩窄, 业绩韧性较强。

图表 7.主要互联网中概股单季收入同比变化



资料来源: iFIND, 各公司财报, 中银证券

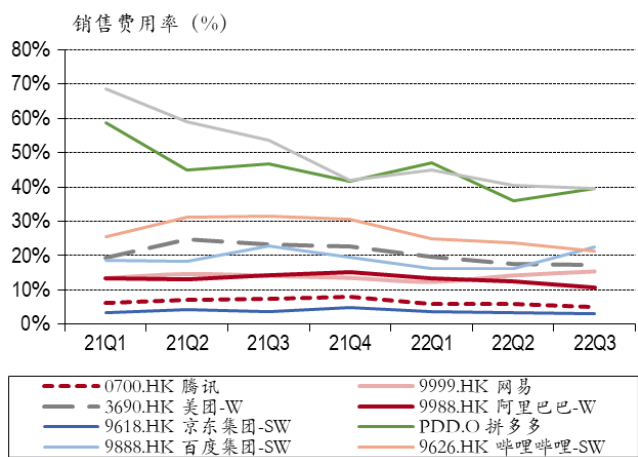
图表 8.主要互联网中概股单季归母净利润率/亏损率



资料来源: iFIND, 各公司财报, 中银证券

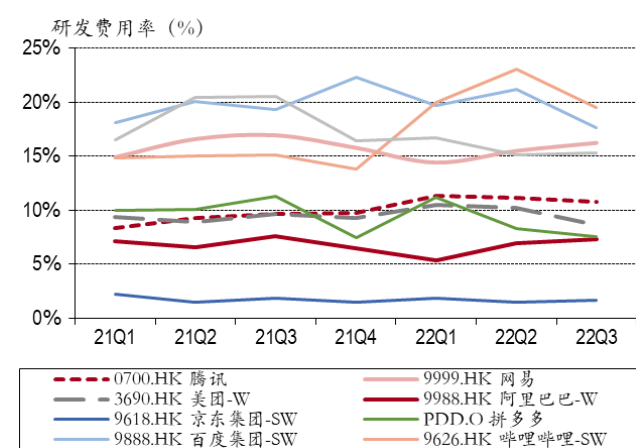
2021年以来,各互联网巨头逐渐停止了此前跑马圈地、“烧钱”争取用户等激进的拓展业务方式,在合规约束和整体互联网用户数量增速放缓的大背景下,更加注重变现方式的可行性、经营效率的提升,以实现更高质量的发展。2022年Q2-Q3各大互联网企业继续削减营销费用和部分非核心业务的人员开支,用户拉新和留存更加注重效率,降本增效的力度和效果超市场预期。但各互联网公司并未大幅削减研发费用,在2B、元宇宙、数字经济等重要发展领域加大技术投入。

图表 9.主要互联网港股单季营销费用率趋势



资料来源: iFIND, 各公司财报, 中银证券

图表 10.主要互联网港股研发费用率趋势



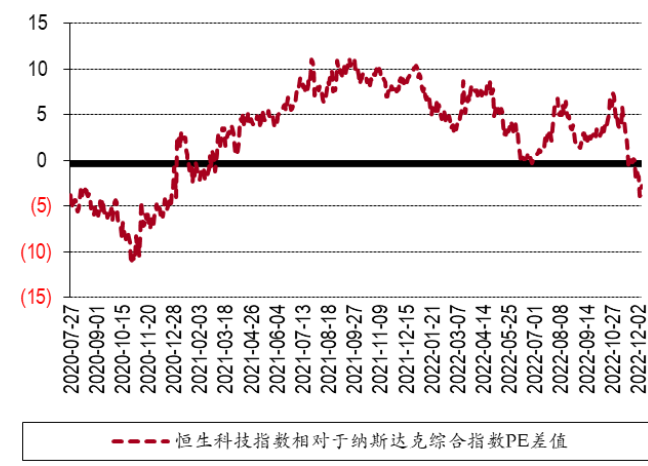
资料来源: iFIND, 各公司财报, 中银证券

港股强劲反弹后仍具投资性价比, 后续待基本面增长企稳

港股已走出 10 月底的最低点, 这波反弹的支撑主要是加息缓和、防疫优化后经济修复的强烈预期。尽管短期内持续向上的动能有所弱化, 但我们认为随着企业业绩实质性回升、美联储缩表定价影响继续走弱, 以及中概股审计结果落地等, 头部互联网港股的投资性价比仍较高。主要数据表现来看: 1) 美股 NASDAQ 指数 PE 与恒生科技指数 PE 的差值快速收缩, 但港股 EPS 预期增速更高; 2) 港股互联网估值目前处在历史上弱市中的相对合理水平; 3) 头部传媒互联网公司 PE/PS 值处在历史估值的 25%分位左右。

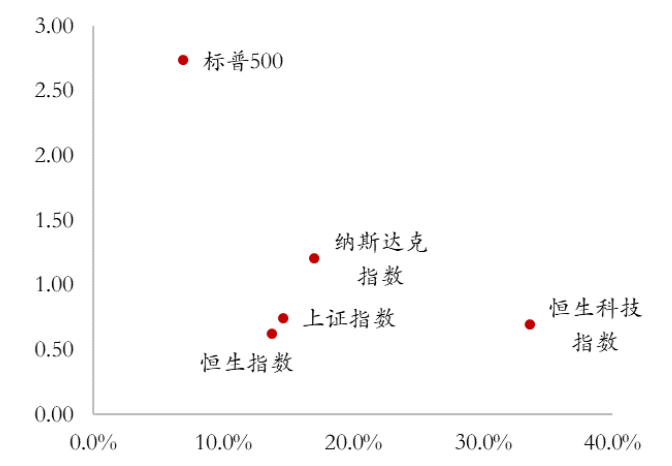
观察在类似资金市场、不同经济周期下的美股和港股，恒生科技指数的估值折价在 10 月底达到高点，11 月以来迅速收缩；截至 12 月 2 日，恒生科技指数 PE 已经相比纳斯达克综合指数 PE 形成小幅溢价。参考市场的一致预期以及中银宏观团队的分析，未来数月美国经济周期仍处在下行阶段，而中国经济周期正处在疫情防控优化调整、稳增长发力的磨底阶段。根据 Bloomberg 的一致预期，恒生科技指数 2023 年 EPS 增速预计 33.6%，PEG 0.69；纳斯达克指数 2023 年 EPS 增速预计 17.0%，PEG 1.21。因此我们预期未来恒生科技指数 PE 溢价应当有所扩大，目前的投资性价比仍高。

图表 11. 恒生科技指数与纳斯达克综合指数 PE 差值缩小



资料来源：iFIND，中银证券

图表 12. 恒生科技指数 2023 年 PEG 较低



资料来源：Bloomberg，中银证券

注：PE 值截至至 2022 年 12 月 7 日

恒生科技股受互联网政策监管、中概股审查、流动性收缩等多重因素影响，此前在港股中承受的做空压力最大，因此 11 月以来，美元加息边际放缓、监管边际改善的信号推动了恒生科技指数的快速修复，估值修复的弹性最大。截至 12 月 7 日，恒生科技指数 PE-TTM 为 23.32 倍，已经反弹至历史均值附近；恒生港股通中国科技指数 PE-TTM 为 14.60 倍，处在历史均值一个负标准差附近。

图表 13. 截至 12 月 7 日，恒生科技指数 PE-TTM 反弹至接近历史均值的区间



资料来源：iFIND，中银证券

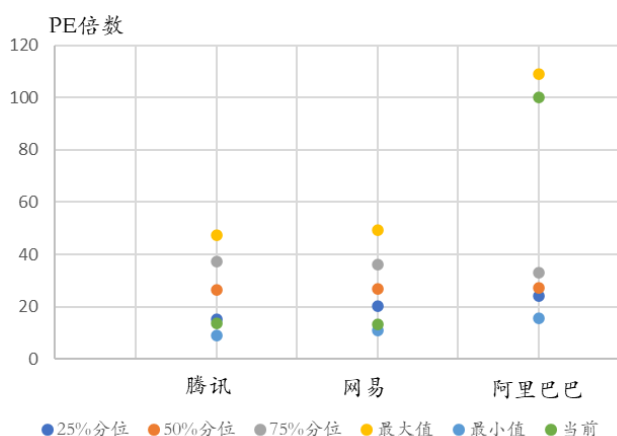
图表 14. 截至 12 月 7 日，恒生港股通中国科技指数 PE-TTM 处在历史均值一个负标准差附近



资料来源：iFIND，中银证券

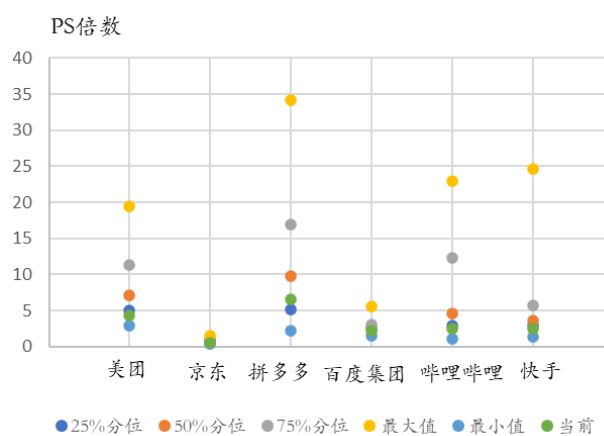
从中概股头部企业估值来看，目前传媒互联网主要标的的 PE 或 PS 估值水平基本还处在历史估值区间的 25%分位左右，仍然较低。

图表 15. 头部中概股标的 PE 估值水平在历史 25-50%分位



资料来源：iFIND，中银证券

图表 16. 头部中概股标的 PS 估值水平在历史 25-50%分位



资料来源：iFIND，中银证券

大部分监管阶段性完善，政策支持数字经济发展

2021 年主管部门针对传媒互联网行业密集出台了多项政策，基本涵盖了互联网企业经营的各个方面，重点涉及 1) 平台竞争行为监管；2) 内容导向监管；3) 消费者权益保护；4) 劳动者权益；5) 数据监管；6) 金融监管等。这些政策颁布出台至今已一年有余，其中如未成年人防沉迷已明确落实，反垄断处罚、直播营销责任管理等基本落实，后续进入常规监管；劳动者社保缴纳、跨境数据安全、互联互通等政策需要长期推进，基本框架已形成。

图表 17. 2021 年密集出台了涵盖互联网企业经营各方面的监管政策框架

监管类型	主要内容	监管落地进度	相关法律法规
平台竞争行为监管	反对不正当竞争，反对“二选一”，经营集中问题等	已初步落实，未来将进一步明确反垄断相关制度在平台经济领域的具体适用规则。市场监管总局对于阿里巴巴、美团在中国境内网络零售、餐饮外卖平台服务市场实施“二选一”垄断行为作出行政处罚，并分别罚款 182.28、34.42 亿元，并向其发出《行政指导书》。	《关于平台经济领域的反垄断指南》 《禁止网络不正当竞争行为规定（征求意见稿）》 《关于维护公共市场竞争秩序加快推进网约车合规化的通知》 《公平竞争审查制度实施细则》 《中华人民共和国反垄断法（修正草案）》
娱乐内容管控	文化内容导向 青少年保护 压实平台责任、强化舆情引导 直播内容	实行网络清朗专项系列行动，平台责任进一步明确。 已落实，超 7 成未成年人每周游戏时长在 3 小时以内。 平台责任加强，基本落实。中国国家网信办派出工作督导组进驻豆瓣督促整改。新浪微博及其账号因屡次出现法律、法规禁止发布或者传输的信息依法予以共计 300 万元罚款的行政处罚。以抖音、快手为代表的平台已发布相关公告，从内容导向、信息呈现、账号管理、舆情机制四个方面对平台进行管理。相关部门配合密切，中宣部、广电总局就卫视节目存在的过度娱乐化问题，约谈有关省级广播电视台。 广电总局督导抖音、快手等 10 多家短视频平台开展为期 2 个月的短视频节目和账号专项治理工作。	《关于加强网络文明建设的意见》 《关于进一步加强“饭圈”乱象治理的通知》 《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》 《关于开展文娱领域综合治理工作的通知》 《关于进一步加强娱乐明星网上信息规范相关工作的通知》 《关于加强网络直播规范管理工作指导意见》
消费者权益保护	个人信息相关 互联网广告相关 直播营销	《个人信息保护法》实施一年来，有关部门出台了一系列相关法规细则，监管力度不断加强。但是《个人信息保护法》存在落实难点，规范落实还需细化，技术困难等原因导致监管力度不足，因此需要进一步加大监管和处罚的力度。 发布并实施了《网络直播营销管理办法（试行）》，细化了平台责任，提出事前预防，强调事后惩戒。抖音、快手、阿里相继发布直播机构管理规范。	《常见类型移动互联网应用程序必要个人信息范围规定》 《移动互联网应用程序个人信息保护管理暂行规定》 《中华人民共和国个人信息保护法》 《互联网广告管理办法（公开征求意见稿）》 《网络交易监督管理办法》 《网络直播营销选品规范》
劳动者权益保护	劳动者报酬、社保福利等相关权益保障	2022 年 9 月人社部等 5 部门对美团、饿了么、滴滴等 11 家平台企业保障新就业形态劳动者权益开展行政指导。美团目前已落实部分省份工伤保险，其他社保责任落地需与当地政府会议，执行周期较长。	《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》 《关于维护新就业形态劳动者劳动保障权益的指导意见》 《关于落实网络餐饮平台责任切实维护外卖送餐员权益的指导意见》 《关于加强交通运输新业态从业人员权益保障工作的意见》
数据监管	数据安全	网信办对滴滴罚款 80.26 亿元，结束网络安全审查。网络安全审查办公室对知网启动网络安全审查，其掌握重点领域重要数据。自 2022 年 9 月 1 日起施行《数据出境安全评估办法》，明确数据出境具体流程。国家互联网信息办公室发布《网络安全审查办法》，其中规定明确掌握超过 100 万用户个人信息的网络平台运营者赴国外上市必须申报网络安全审查。	《中华人民共和国数据安全法》 《网络产品安全漏洞管理规定》 《数据出境安全评估办法（征求意见稿）》 《网络数据安全条例（征求意见稿）》
金融监管	互联网金融相关	逐步推进中，蚂蚁消金增资方案落地给出暖风信号	《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》 《征信业务管理办法（征求意见稿）》 《非银行支付机构条例（征求意见稿）》 《关于进一步规范大学生互联网消费贷款监督管理工作的通知》 《关于降低小微企业和个体工商户支付手续费的通知》

资料来源：中国政府网，各部委官网，中银证券

2022 年开年至今，多个国家级别的重要会议中，领导人发言要按照市场化、法治化、国际化的标准对平台经济进行治理监管，提升精准性、可预期性、有效性等，且在 7 月中央政治局会议首次提出**集中推出一批“绿灯”投资案例**。会议发言也多了更多的“鼓励”方向：明确鼓励平台企业在数字经济发展中发挥重要作用，鼓励建设文化数字化基础设施和服务平台等；同时肯定了平台经济的正向作用，例如稳就业、带动中小微企业纾困、防疫物资和重要民生保供等。

图表 18. 2022 年开年以来各项重要会议和文件中提到的传媒互联网行业相关发展方向表述

时间	会议/文件	发言领导/发布部门	会议/文件中提到的有关互联网行业的表述
2022/3/5	2022 年全国两会《政府工作报告》	国务院总理李克强	加快建立健全全方位、多层次、立体化监管体系，实现事前事中事后全链条全领域监管，提高监管效能。抓紧完善重点领域、新兴领域、涉外领域监管规则，创新监管方法，提升监管精准性和有效性。深入推进公平竞争政策实施，加强反垄断和反不正当竞争，维护公平有序的市场环境。
2022/3/16	国务院金融稳定发展委员会专题会议	中共中央政治局委员、国务院副总理、金融委主任刘鹤	于平台经济治理，有关部门要按照市场化、法治化、国际化的方针完善既定方案，坚持稳中求进，通过规范、透明、可预期的监管，稳妥推进并尽快完成大型平台公司整改工作，红灯、绿灯都要设置好，促进平台经济平稳健康发展，提高国际竞争力
2022/4/29	中共中央政治局会议	中共中央总书记习近平	要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整治，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。
2022/5/17	“推动数字经济持续健康发展”专题协商会	中共中央政治局常委、全国政协主席汪洋；中共中央政治局委员、国务院副总理刘鹤	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。
2022/5/31	扎实稳住经济一揽子政策措施的通知	国务院	出台支持平台经济规范健康发展的具体措施，在防止资本无序扩张的前提下设立“红绿灯”，维护市场竞争秩序，以公平竞争促进平台经济规范健康发展。充分发挥平台经济的稳就业作用，稳定平台企业及其共生中小微企业的发展预期，以平台企业发展带动中小微企业纾困。引导平台企业在疫情防控中做好防疫物资和重要民生商品保供“最后一公里”的线上线下联动。鼓励平台企业加快人工智能、云计算、区块链、操作系统、处理器等领域技术研发突破
2022/7/28	中共中央政治局	中共中央总书记习近平	要推动平台经济规范健康持续发展，完成平台经济专项整治，对平台经济实施常态化监管，集中推出一批“绿灯”投资案例。
2022/10/28	关于数字经济发展情况的报告	国家发展和改革委员会	既能激发活力又能保障安全的平台经济治理体系需要完善，与相关法律法规配套的各类实施细则亟待出台。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治，实施常态化监管，集中推出一批“绿灯”投资案例。

资料来源：中国政府网，中国人民银行官网，中银证券

相关行业政策方面未有超出之前框架的新条规发布，细化了对部分问题的具体监管责任和监管流程。同时也出现了多个象征性事件，**标志着互联网行业相关治理已达成了明显的成效**，开始步入常规化监管。

图表 19. 2022 年以来互联网行业相关治理达成明显进展的象征性事件

时间	象征性事件	具体内容
2022/3/17	全国市场监管系统反垄断工作会议召开	2021 年反垄断工作取得明显成效，重点领域和重大案件执法实现新突破；2022 年反垄断工作坚持发展是第一要务。
2022/4/11	国家新闻出版署发布 45 个国产网络游戏审批信息	游戏版号审批暂停 10 个月后重新下发。
2022/6/30	经报网络安全审查办公室同意，物流平台满帮集团、在线招聘平台“BOSS 直聘”运营商看准网在 30 日宣布了恢复用户注册的消息。	2021 年 7 月 5 日，网络安全审查办公室发布信息称，为防范国家数据安全风险，维护国家安全，保障公共利益，对运满满、货车帮、BOSS 直聘实施网络安全审查。审查期间停止新用户注册。时隔一年后审查结束。
2022/7/21	滴滴网络安全审查相关行政处罚落地，对首个数据安全监管案例有了较为清晰的结论	7 月 21 日，国家互联网信息办公室依据《网络安全法》《数据安全法》《个人信息保护法》《行政处罚法》等法律法规，对滴滴全球股份有限公司处人民币 80.26 亿元罚款。
2022/11/14	蚂蚁消费金融增资方案推出	如果由蚂蚁消费金融承接历史存量以及未来的借呗、花呗等消费金融业务，按照目前消费金融公司资金杠杆不超过 10 倍的规定，其原有的 80 亿元资本金远远不足，因此增资尤为重要，是蚂蚁集团整改的重要进展。
2022/11/16	人民网财评发布《深度挖掘电子游戏产业价值机不可失》	文章说明游戏科技在助力 5G、芯片产业、人工智能等先进技术、产业发展中起到了重要的作用，并且建议并重游戏产业的监管和发展。

资料来源：国家互联网信息办公室，市场监管总局，网络安全审查办公室，人民网，中银证券

数字经济、元宇宙、虚拟现实等新兴互联网科技已成为中央和各地方政府大力鼓励发展的领域。中央政策文件指明了互联网平台企业未来参与数字经济发展的方向：2022 年 1 月国务院颁布的《“十四五”数字经济发展规划》提出“推动平台经济健康发展，引导支持平台企业加强数据、产品、内容等资源整合共享，扩大协同办公、互联网医疗等在线服务覆盖面”，“在线学习、远程会议、网络购物、视频直播等生产生活方式加速推广，互联网平台日益壮大”等。2022 年 10 月 28 日国家发改委作出的《关于数字经济发展情况的报告》提出“支持互联网企业不断加强技术创新，鼓励平台企业依托市场、技术、数据等优势，赋能实体经济，支持平台企业不断提升国际化发展水平。”地方政府积极推出元宇宙产业发展计划、虚拟现实技术推动计划。

图表 20. 2022 年中央和各地方政府都出台了各项鼓励发展数字经济、元宇宙、虚拟现实产业的政策

	时间	政策文件	发布部门	文件主要内容
数字经济	2022/1/12	《“十四五”数字经济 发展规划》	国务院	1、数字技术与各行业加速融合，电子商务蓬勃发展，移动支付广泛普及，在线学习、远程会议、网络购物、视频直播等生产生活方式加速推广，互联网平台日益壮大。 2、支持中小企业从数字化转型需求迫切的环节入手，加快推进线上营销、远程协作、数字化办公、智能生产线等应用，鼓励和支持互联网平台、行业龙头企业等立足自身优势，开放数字化资源和能力，帮助传统企业和中小企业实现数字化转型。 3、推动平台经济健康发展，引导支持平台企业加强数据、产品、内容等资源整合共享，扩大协同办公、互联网医疗等在线服务覆盖面。深化共享经济在生活服务领域的应用，拓展创新、生产、供应链等资源共享新空间。
	2022/10/28	《关于数字经济发 展情况的报告》	中国人民共和 国国家发 展和改革委 员会	充分激发市场活力，支持互联网企业不断加强技术创新，提升核心竞争力，鼓励平台企业依托市场、技术、数据等优势，赋能实体经济，支持平台企业不断提升国际化发展水平。
	2022/4/30	《武汉市数字经济 发展规划 (2022—2026 年)》	武汉市人民 政府	1、互联网信息服务，面向消费互联网、产业互联网重点领域市场需求鼓励产品与模式创新，积极布局下一代互联网 Web3.0，探索具备元宇宙特征的 3D 互联网技术应用。 2、加强农业管理数字化，加强农业服务数字化，加快农业大数据发展，推进数字农业综合服务体系。大力实施“互联网+”农产品出村进城工程。打造一批数字蔬菜基地、数字渔场和数字畜禽养殖场。
	2022/4/22	《陕西省加快推进 数字经济产业发展 实施方案(2021-2025 年)》	陕西省人民 政府	按照政府引导、市场运作的方式，支持煤炭、地质、汽车、医药、化工等领域优势企业与互联网企业深度合作，打造协同制造平台、电商平台、物流平台；大力发展线上线下结合、跨界业务融合新模式，在医疗、养老、教育、健康等领域建设生活服务平台。
元宇宙	2022/7/8	《上海市培育“元宇 宙”新赛道行动方案 (2022—2025 年)》	上海市政府	提出将坚持虚实结合、以虚强实价值导向，发挥上海在 5G、数据要素、应用场景、在线新经济等方面优势，推动元宇宙更好赋能经济、生活、治理数字化转型；力争打造 10 家具有国际竞争力的头部企业、100 家“专精特新”企业，推出 50+示范场景、100+标杆性产品和服务，到 2025 年产业规模达到 3500 亿
	2022/3/21	《厦门市元宇宙产 业发展三年行动计 划(2022-2024 年)》。	厦门市工业 和信息化 局、厦门市大 数据管理局	力争到 2024 年，厦门元宇宙产业生态初具雏形，引入培育一批掌握关键基数、营收上亿元的元宇宙企 2、组建元宇宙产业联盟，培育一批小巨人企业、专精特新企业 3、围绕硬件、平台、智能芯片、NFT、VR/AR 等重点领域加大招商引资力度
虚拟现实	2022/11/1	《虚拟现实与行业 应用融合发展行动 计划(2022-2026 年)》	工业和信息 化部、教育 部、文化和旅 游部、国家广 播电视总局、 国家体育总局	1、到 2026 年，我国虚拟现实产业总体规模(含相关硬件、软件、应用等)超过 3500 亿元，虚拟现实终端销量超过 2500 万台，培育 100 家具有较强创新能力和行业影响力的骨干企业，打造 10 个具有区域影响力、引领虚拟现实生态发展的集聚区，建成 10 个产业公共服务平台 2、面向规模化与特色化的融合应用发展目标，深化虚拟现实在行业领域的有机融合，推动有条件的行业开展规模化应用试点”。具体的场景落地涵盖工业、旅游、文化内容、教育培训、智慧城市等多个领域。
	2022/11/10	《关于建设国际新 型消费中心暨打造 “不夜天堂、璀璨杭 州”的若干政策意 见》	杭州市人民 政府	鼓励技术创新，鼓励元宇宙产业相关企业围绕“三圈三街三站”，利用数字孪生、人工智能、增强现实/虚拟现实/混合现实 (AR/VR/MR)、区块链等核心底层技术，加强“元宇宙”消费场景研发，打造消费“元宇宙”研发高地。经认定，给予场景研发项目技术研发费最高 30%、单个项目最高 200 万元的一次性补贴。

资料来源：中国政府网，上海市政府网，杭州政府网，中银证券

线下消费和广告复苏弹性大，内容板块首推关注游戏

11月10日中央政治局常委会召开会议听取新冠肺炎疫情防控工作汇报，研究部署进一步优化防控工作的二十条措施，其中提到了关于密接、次密接、风险区、核酸检测范围等各方面的防控优化。随后国务院联防联控机制11月17日举行新闻发布会，明确回应：持续整治“层层加码”，防止“一封了之”，保障好二十条优化措施不折不扣落地落实，**进一步提升疫情防控科学性、精准性**。北京、广州、上海、重庆等重要大城市都先后宣布了各类优化措施。

尽管22Q4疫情形势仍然严峻，但我们认为疫情防控政策的趋势是越来越兼顾防疫和经济发展。在**疫情防控优化、消费逐步恢复的预期下，我们推荐首先关注即时零售/外卖、到店消费，以及线上和线下广告投放复苏**；紧密跟踪内容政策变化，内容消费板块推荐重点关注**游戏**，其次是**视频和观影**。

防控开放初期，O2O零售或需求大增，到店消费稍后反弹

我们预期在防控开放的早期，消费者仍担忧外出的感染风险，但此时同城零售和外卖的运力充足、配送通畅，叠加疫情期间得到强化的消费习惯，**O2O零售和外卖的需求预期将率先迅速增长**；随着**恐惧度下降、收入改善，以及消费者信心恢复，到店消费应当是后续复苏弹性最强的板块**。

2022年3-5月，全国较大范围疫情导致整体消费走弱，4月封控形势尤其严峻。根据国家统计局数据，2022年4月全国社会消费品零售总额29483亿元，同比下滑11.1%；全国餐饮收入2609亿元，同比下滑22.7%，下滑幅度均接近2020年1-3月疫情刚爆发时期的水平。6月疫情情况好转，本土新增确诊病例快速下降，线下消费有所复苏，7-8月消费品零售额和餐饮收入同比增长转正。美团22Q3财报中也表示，7-8月到店业务反弹迅速，年度活跃商家及季度交易用户数量均达到历史高位。

进入8月中下旬，疫情有抬头之势，全国各地小范围封控散发，拖累了线下消费的进一步复苏，9-10月社零消费和餐饮收入同比下滑或增幅迅速放缓；11月全国确诊和无症状病例持续攀升，但防控措施已有极大优化，预期12月开始线下消费会逐步复苏。

图表 21. 2022 年 8 月中下旬国内新增确诊病例开始增加



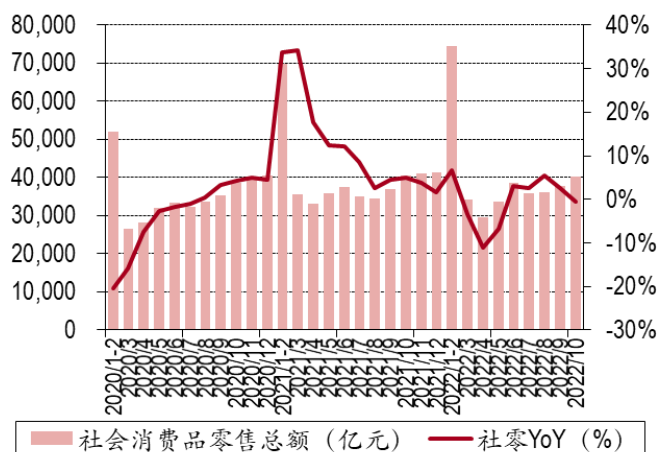
资料来源：腾讯新闻，国家卫健委，中银证券

图表 22. 2022 年 8 月中下旬国内新增无症状病例增加



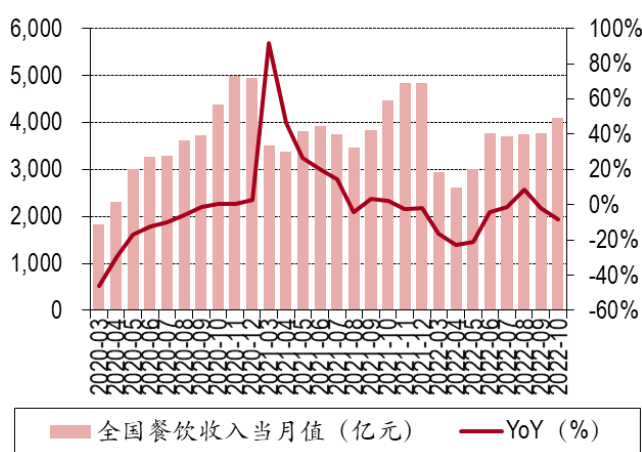
资料来源：腾讯新闻，国家卫健委，中银证券

图表 23. 2022 年 8 月全国社零总额同比增长回到 5.4%



资料来源：国家统计局，中银证券

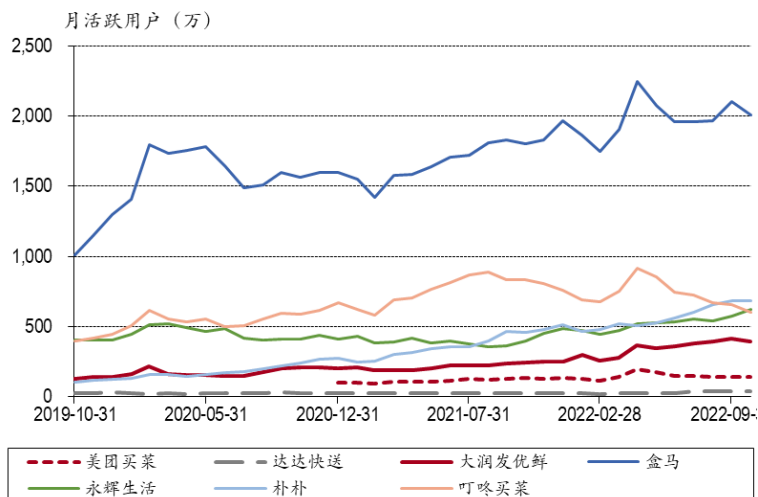
图表 24. 2022 年 8 月全国餐饮收入同比增长达到 8.4%



资料来源：国家统计局，中银证券

另一方面，疫情之下，消费者对“按需配送”这类服务的认知度和需求度提升：1) 从需求端看，频繁散发的疫情导致消费者外出不便，倾向通过更便利快捷的到家业务满足需求。2) 从供给端看，疫情期间线下商超流量骤减、租金固定成本高昂，线下零售商店乐于接入线上平台，触达更多消费者。这种消费习惯在反复的疫情中得到巩固和强化，我们看到今年 4 月各大即时零售平台月活用户数达到顶峰，但即使进入疫情稍好的 6-7 月，盒马、朴朴、永辉生活、大润发等即时零售 APP 月活用户仍然保持在较高水平，整体仍呈增长态势。

图表 25. 7-8 月疫情形式略有好转后即时零售 APP 月活用户仍然保持在较高水平

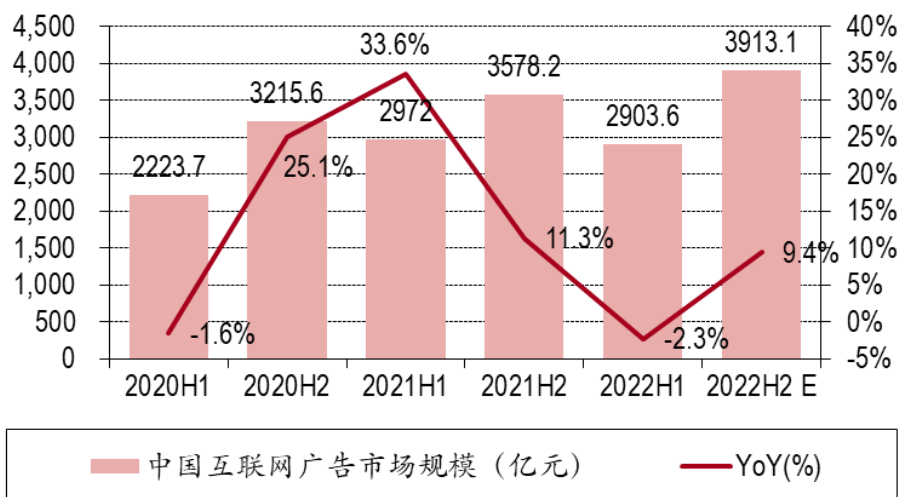


资料来源：易观千帆，中银证券

短视频营销优势显著，线下梯媒有望强劲恢复

随着宏观经济向好、消费提振，营销行业也将逐步回暖，我们认为线上效果广告恢复会比品牌广告和线下广告更快。根据 QM 数据，2022H2 中国互联网广告（不包括直播、软植、综艺冠名赞助等）市场规模预期为 3913.1 亿元，同比恢复增长，达到 9.4%。

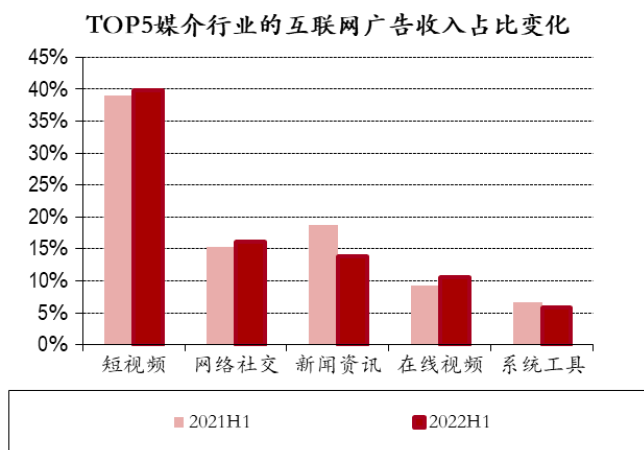
图表 26. 2022H2 中国互联网广告市场规模预期同比增长 9.4%



资料来源: QM, 中银证券

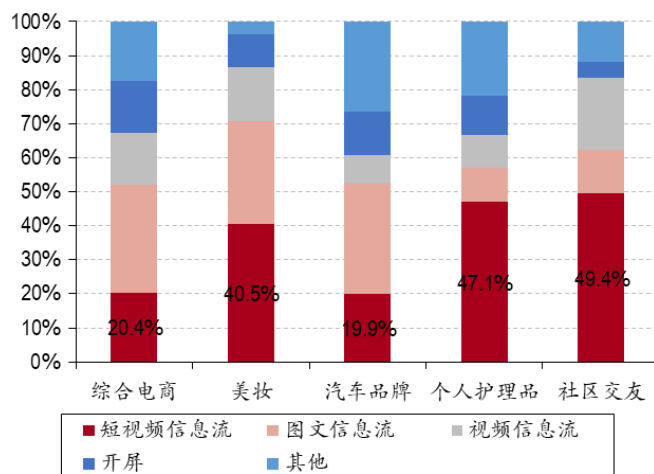
根据 QM 数据, 2022H1 短视频互联网广告收入占比仍然排在所有社交类媒介的第一位, 比例同比去年略有提升至 39.9%。短视频广告保持坚挺主要因为: 1) 短视频平台构建直播电商变现闭环, 外部逆风较强时电商内循环广告支撑大盘增长; 2) 一旦外部广告恢复投放, 具备流量和多场景、多类型广告库存位优势的短视频平台将继续获得预算青睐。QM 数据显示, 2022 上半年互联网广告投放费用最高的 5 个细分行业中, 以曝光为目标的行业, 如美妆、个护和社区交友选择重点投放短视频广告。

图表 27. 短视频广告收入占比最高且仍在提升



资料来源: QM, 中银证券

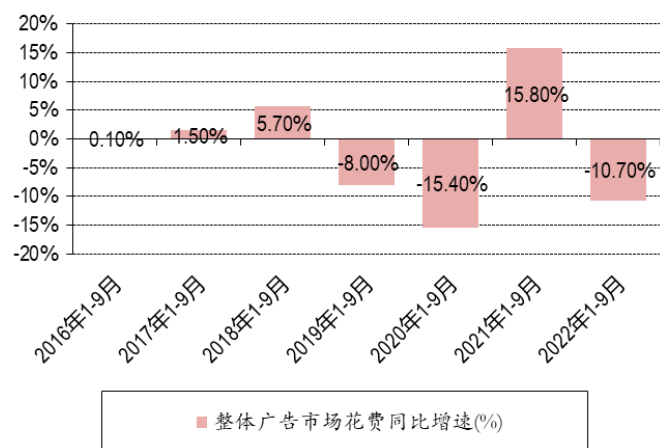
图表 28. 以曝光为目标的行业选择重点投放短视频广告



资料来源: QM, 中银证券

根据 CTR 数据, 2022 年 1-9 月整体广告市场刊例花费 (不包括折扣) 同比下跌 10.7%; 2022 年以来广告市场整体刊例花费一直处于同比负增长的状态, 5 月开始环比好转。

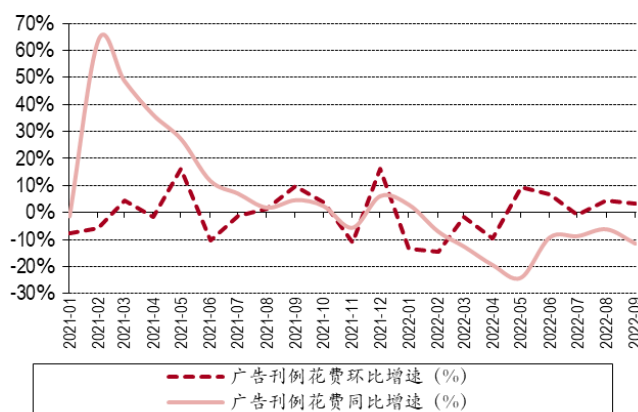
图表 29. 2022 年 1-9 月整体广告市场刊例花费同比-10.7%



资料来源: CTR, 中银证券

注: 广告渠道范围包含电视、广播、报纸、杂志、传统户外、电梯LCD、电梯海报、影院视频、互联网站

图表 30. 2022 年以来整体广告市场花费持续同比负增长

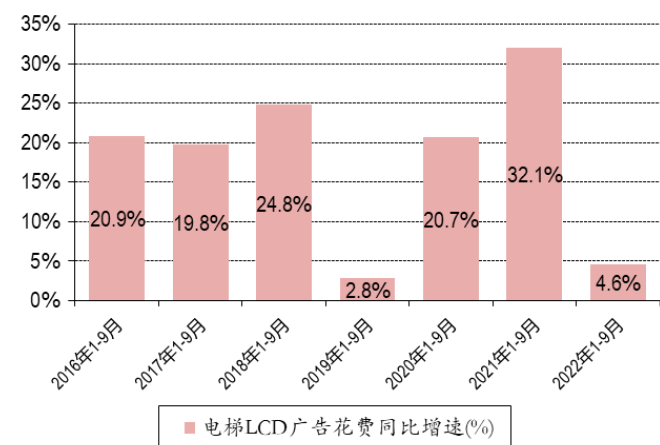


资料来源: CTR, 中银证券

注: 广告渠道范围包含电视、广播、报纸、杂志、传统户外、电梯LCD、电梯海报、影院视频、互联网站

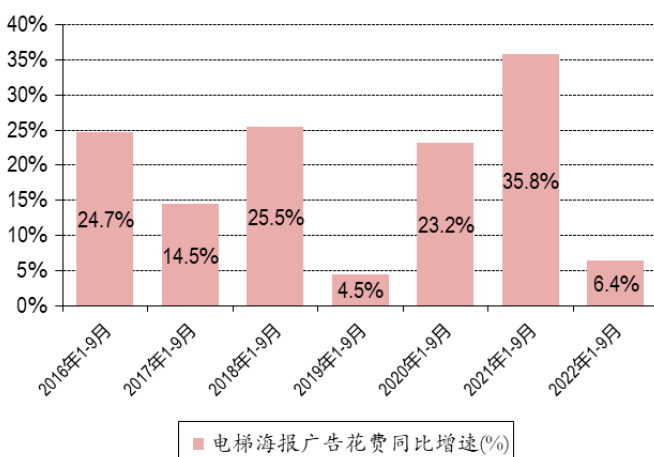
根据 CTR 数据, 2022 年 1-9 月电梯 LCD 和电梯海报广告刊例花费分别同比增长 4.6%/6.4%, 而其他线下广告如电视 (同比-13.6%)、传统户外 (同比-30.0%)、影院视频 (同比-58.8%)、广播 (同比-9.0%) 均同比有较大幅度下滑。

图表 31. 2022 年 1-9 月电梯 LCD 广告刊例花费同比+4.6%



资料来源: CTR, 中银证券

图表 32. 2022 年 1-9 月电梯海报广告刊例花费同比+6.4%



资料来源: CTR, 中银证券

我们认为，防控优化后的短期，由于跨省市、长途出行仍有一定限制，处在社区、办公楼和商场场景下的梯媒将比户外和交通广告更快复苏。未来梯媒广告能够始终占据较大的线下广告份额，同时与线上品牌展示广告形成竞争。

梯媒仍能从互联网广告中切走部分预算，主要因为：1) 新品牌发布或者已有品牌要进行新品投放时，前期已有较为粗糙的目标用户群设计，仍需要广泛吸引潜在用户，梯媒在广覆盖的同时，可以实现简单的定向推送。2) 随着互联网红利消退，线上广告流量获取成本越来越高，买量投流的 ROI 预期有所下滑；比较成熟的品牌除了持续打造私域流量池、提升回购率，也需要在粉丝圈外推广品牌形象，梯媒广告能够帮助更好破圈。3) 相比其他线下广告、线上品牌展示广告（手机开屏、平台 banner 等），梯媒广告具有更长的广告展示时间和强制触达特性。

图表 33. 预期未来梯媒广告保持占据较大的线下广告份额

	广告接收状态	广告接触时长	广告所处空间
楼宇电梯广告	 多与他人同处,处于密闭空间的等候期	与广告接触时间多在 20-30 秒以上	商业写字楼、较为优质社区；广告展示空间印象较好
OTT 开机广告	 多与家人同处,处于休息放松状态下,但可能受到家人干扰	开机广告播放时间多在 5-10 秒,可选择跳过	家庭客厅中心,广告展示环境较优质
PC 锁屏广告	 一人独处,直面屏幕解锁电脑;用户可设置非广告锁屏	锁屏时持续展示,解锁时必见广告内容	广告展示空间纯净,但易被用户屏蔽
手机 APP 开屏广告	 多一人独处,进入 APP 必现	广告展示时间多在 3-5 秒,可点击跳过	多场景可能,展示空间的不确定性高

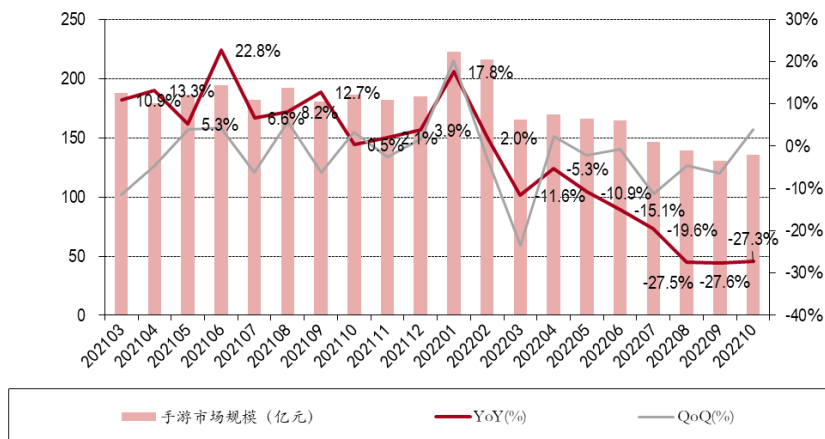
资料来源：艾瑞咨询，中银证券

亟待游戏版号发放数量增加，头部厂商产品储备丰富

总体来看，游戏需求较为稳定，ARPPU 值主要受到可选消费支出减少影响；供给限制主要在版号。我们预计，2023 年如果每月版号发放数量能够增加且发放节奏较固定，同时叠加可选消费提振，游戏行业收入规模将会实现较大幅度的恢复性增长。

2022 年下半年以来，游戏行业供需双弱。2021 年 7 月游戏版号停发，厂商版号储备逐步消耗，新产品供给减少。2022 年 3 月，版号长期未发叠加消费疲软因素影响，市场收入规模同比下降 11.6%；2022 年 4 月，版号恢复发放，国内手游市场规模下滑幅度缩减至 5.3%。进入 6 月，在去年高基数、获版号游戏未上线、以及消费疲软等原因的共同作用下，国内手游市场规模同比下滑幅度持续扩大，9 月达到近年来单月最低同比跌幅 27.6%。6 月-9 月版号连续下发，每轮获批数量均在 65-70 个，相比停发之前减半，10 月暂停发放后，11 月恢复发放 70 个版号。11 月国内手游市场收入环比上升 3.9%，结束了连续 5 个月的环比下降趋势。

图表 34. 国内手游市场收入规模变化

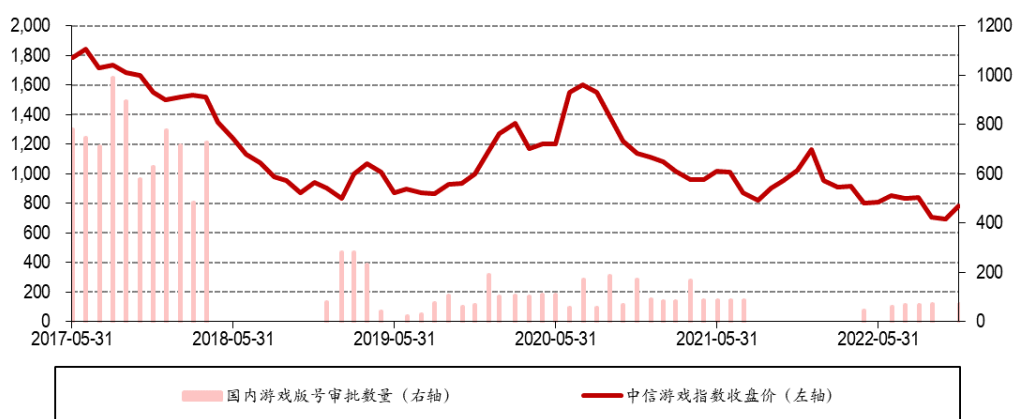


资料来源：伽马数据，中银证券

供给端的限制主要集中在版号，版号发放和游戏行业股价关系紧密。2018 年版号停发后，中信游戏指数持续下跌，后随着版号发放逐步稳定和 2020 年疫情拉动居家娱乐需求爆发，板块股价在 2020 年中达到高点。2021 年 7 月第二次版号停发后，尽管在 2021 年末由于元宇宙概念的爆火以及 1 月收入端的优秀表现，股价出现一个小高峰，但是随着版号限制在收入端得到反映，游戏行业股价一直处于 5 年来的较低位，11 月官方媒体人民网财评发表《深度挖掘电子游戏产业价值机不可失》后，股价小幅提升。

我们认为，若 2023 年开始能够恢复至之前每月 100 个的下发节奏，游戏行业将能够迎来明显的复苏，股价表现也有望实现“戴维斯双击”，即同时改善业绩及估值预期。

图表 35. 中信游戏指数收盘价及国内游戏版号审批数



资料来源：IFinD，国家新闻出版署，中银证券

尽管行业整体情况艰难，头部厂商还在积极储备新产品、强化自身的品类优势，并开始布局全球化。

三七互娱代理业务规模较大，未上线的产品储备中至少已有 5 款游戏获得版号，包括自研游戏《霸业》、代理游戏《梦想大航海》《曙光计划》《最后的原始人》等；题材丰富，以 MMORPG、卡牌、SLG、模拟经营类为主。大部分自研储备产品计划在国内和海外均发行，包括 MMORPG 类《代号古风》《代号魔幻 M》《代号 3D 版 WTB》，SLG 类《代号 GOE》《代号 G2》，卡牌类《代号 D8》以及斗罗 IP 题材 MMOARPG《代号斗罗 MMO》等。

心动公司自研产品中目前仅有《派对之星》获得版号，已在 2022 年 4 月上线国内市场；其他自研游戏《Flash Party》《T3 Arena》《火炬之光：无限》均已在海外上线，等待国内版号发放。尚未上线的储备中，《铃兰之剑：为这和平的世界》《浣熊不高兴》已进入较后期的测试环节，另有《心动小镇》《出发吧麦芬》《伊瑟·重启日》《星火编辑器》在开发中。

完美世界已获版号的女性向悬疑游戏《黑猫奇闻社》于 2022 年 8 月 24 日上线。目前公司产品还储备有经典 MMO 类型的《天龙八部 2》《神魔大陆 2》《完美新世界》，二次元 IP 改编产品《朝与夜之国》《一拳超人：世界》《百万亚瑟王》等；端游产品储备有《诛仙世界》《Perfect New World》等。以上几款游戏完成度已相对较高，将陆续在 22Q4 开展后期测试，但均尚未获得版号。

吉比特已公布的重点游戏储备中，至少已有 6 款获得版号，包括自研养成类游戏《超喵星计划》；雷霆代理的《大航海探险物语》（TapTap 预约量 66 万），模拟经营类《新庄园时代》（TapTap 预约量 76 万）、《皮卡堂》，Roguelike 游戏《黎明精英》，放置类游戏《失落四境》。其他代理游戏储备包括节奏类《律动轨迹》（TapTap 预约量 24 万）、模拟经营类《神都厨王号》等。

网易产品储备中，《隐世录》《全明星街球派对》《大话西游：归来》已获版号，但这些产品体量稍小；重磅产品《永劫无间》手游和《逆水寒》手游仍在研发中。此外，网易积极布局 VR 领域，已公布《RAW DATA》《怒海远征》《西部世界》等多款相关游戏。

腾讯目前已获版号、待上线的重点游戏有代理产品《合金弹头：觉醒》，自研产品《金属对决》《黎明觉醒》等，其中《黎明觉醒》在 TapTap 平台获得超过 200 万预约。旗下天美工作室宣布将与 CAPCOM 合作开发《怪物猎人》手游，《王者荣耀》衍生游戏《王者荣耀世界》《代号破晓》获得广泛关注。

图表 36. 国内头部厂商尚未上线的部分产品 pipeline

产品名称	预计上线时间	游戏类型	相关公司	版号
天龙八部 2	新马港澳台已上线	MMORPG、武侠	完美世界	N
朝与夜之国	-	RPG、二次元	完美世界	N
一拳超人：世界	-	MMORPG、格斗	完美世界	N
百万亚瑟王	-	卡牌	完美世界	N
诛仙 2	-	MMORPG、玄幻	完美世界	云原生游戏
完美新世界	-	开放世界、MMORPG、奇幻	完美世界	N
诛仙世界	2022.8.19 首测	MMORPG、仙侠	完美世界	PC 端游
Perfect New World	-	AVG	完美世界	PC 端游
梦想大航海	-	MMORPG、航海射击	三七互娱	Y
曙光计划	-	MMORPG、未来科技	三七互娱	Y
代号三国 BY	-	SLG、三国	三七互娱	N
最后的原始人	-	卡牌、回合放置	三七互娱	Y
代号 YG	-	SLG、昆虫	三七互娱	N
代号二次元 ZQ	-	卡牌、二次元	三七互娱	N
代号三消卡牌	-	卡牌、RPG 融合	三七互娱	N
代号修仙传	-	MMORPG、修仙	三七互娱	N
代号 CY	-	模拟经营、古风经营	三七互娱	N
代号魔幻 M	-	MMORPG、西方魔幻	三七互娱	N
代号 C6	-	卡牌、多文明	三七互娱	N
代号古风	-	MMORPG、唯美古风	三七互娱	N
代号 3D 版 WTB	-	MMORPG、Q 版 3D	三七互娱	N
超喵星计划	已进行三测	3D 捏猫抽卡养成类	吉比特	Y
黎明精英	-	射击、Roguelike	吉比特	Y
新庄园时代	-	田园模拟经营类	吉比特	Y
失落四境	-	RPG、冒险	吉比特	Y
花落长安	-	模拟经营	吉比特	Y
上古宝藏	-	Roguelike、ARPG	吉比特	Y
雨纪	-	休闲、解谜	吉比特	Y
Project S（代号）	-	SLG、Roguelike	吉比特	N
封神幻想世界	-	RPG、国风	吉比特	N
律动轨迹	-	音乐节奏	吉比特	N
神都厨王号	-	模拟经营	吉比特	N
心动小镇	预计 2022.10 二测	Roguelike	心动	N
火炬之光：无限	海外已上线	ARPG	心动	N
铃兰之剑：为这和平的世界	2022.4 限量删档不计费测试	像素、战棋	心动	N
GoNNER	-	类 RoguelikeTPS	心动	N
T3 Arena	-	3v3 英雄射击	心动	N
暗影火炬城	-	横板格斗	哔哩哔哩	Y
全明星街球派对	-	体育	网易	Y
隐世录	2022.4.30 测试	二次元卡牌	网易	Y
永劫无间手游	2023	战术竞技	网易	N
代号：ATLAS	2021.6.15 删档测试	生存、射击	网易	N
逆水寒手游	2022.9.30 盲盒测试	MMORPG、武侠	网易	N
冰汽时代：最后的家园	2022.4.20 海外测试	生存	网易	N
阴阳师：妖怪小班	已进行三测	策略	网易	N
巅峰极速	2022.7 三测	3A 级、竞速	网易	N
超凡先锋	2021.6 删档测试	RPG	网易	N
星海求生	-	RPG 生存冒险	网易	N
湮灭效应	2022.4.21 共研测试	战棋、少女	网易	N
代号：Onmyoji idol project	-	养成	网易	N
代号：世界	2022.7 篝火测试	MMORPG、开放世界	网易	N
金属对决	2022.7.25-8.25 删档测试	格斗	腾讯	Y
全境封锁 2	2022.7 删档测试	射击	腾讯	PC
黎明觉醒	2022.9.16 删档测试	开放世界、生存	腾讯	Y
王者荣耀世界	-	开放世界、RPG	腾讯	N
地下城与勇士 M	-	动作、格斗	腾讯	N

资料来源：TapTap，游戏茶馆，游戏葡萄，中银证券

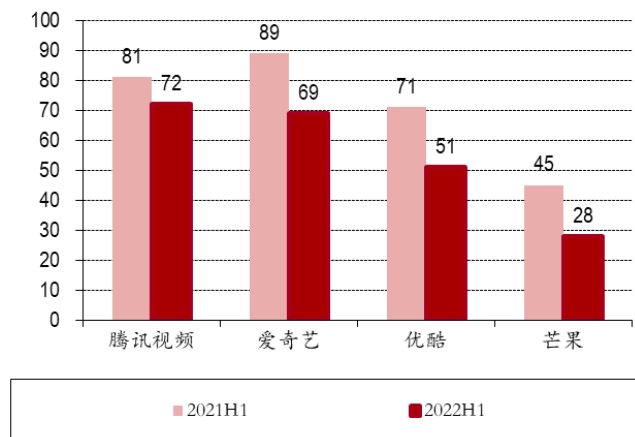
在线视频平台开源节流，追求稳定盈利模式

我们认为 2023 年在线视频平台仍然会从开源和节流两方面入手，追求更加稳定的盈利模式。

各大视频平台主要从用以下方式进行节流：1) 持续缩减新剧的供应，主要是减少长尾内容的投入，集中资源发展头部内容；2) 与其他在线平台或电视台拼播内容；3) 引入新的剧集制作模式。

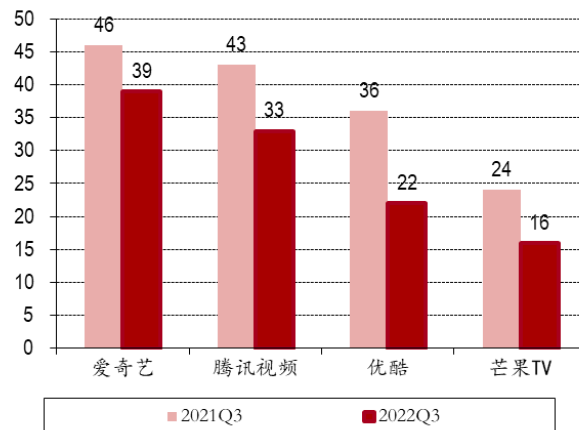
根据云合数据，2022 年上半年以及 Q3，四大平台上新剧部数均在减少，Q3 减少趋势有所减缓；平台中爱奇艺的缩减幅度稍小。

图表 37. 2022 年上半年四大平台上新剧数量同比减少



资料来源：云合数据，中银证券

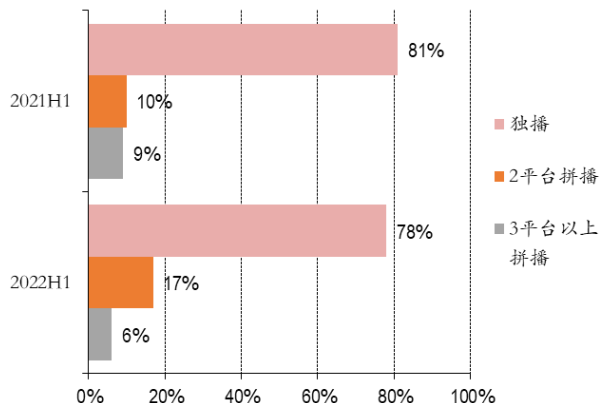
图表 38. 2022 年 Q3 四大平台上新剧数量同比减少趋势减缓



资料来源：云合数据，中银证券

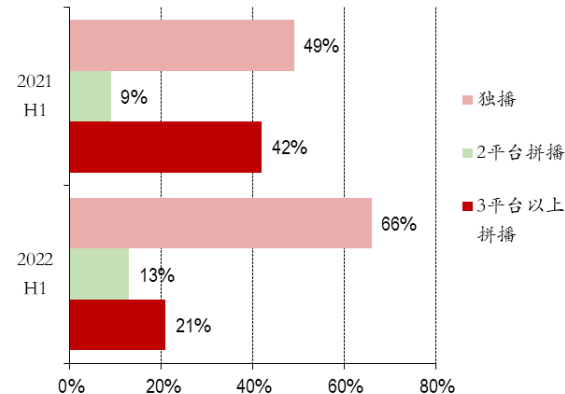
为了控制内容成本，部分腰部网络剧更倾向于拼播。根据云合数据，2022H1 网络剧独播比例下降至 78%，两个平台拼播的比例从 10% 上升至 17%；电视剧独播比例虽有攀升，但更多头部剧集选择“上星+网络独播”，实际是与电视台共同拼播，台网互补扩大受众群体。从上新连续剧热播期集均有效播放榜单 TOP10 来看，22H1 榜单内共有 4 部是拼播，线上独播的《人世间》《心居》也同时在电视端播出。

图表 39. 2022H1 网络剧两平台拼播比例上升



资料来源：云合数据，中银证券

图表 40. 2022H1 电视剧更多选择上星+网络独播



资料来源：云合数据，中银证券

引入新的剧集制作模式，例如分账剧、竖屏剧、微短剧、互动剧等创新业态。分账剧模式中，平台方以渠道身份参与收入分成，降低投资风险，同时丰富内容类型。2022年10月1日起，爱奇艺应用全新分账合作模式：**观看时长分账+会员拉新分账+广告分成**，同时取消平台对内容的预测分级，并且将与片方共享七个终端的数据。2022年11月，爱奇艺还宣布了网络微短剧的分账合作模式，单集时长2至15分钟且内容完整连贯的剧集，可通过会员付费分账或CPM广告分账模式上线爱奇艺平台。

根据云合数据，22H1上新网络剧中，分账剧占33部，上新分账剧有效播放25亿，同比增加38%。上新分账剧有效播放TOP5中，《一闪一闪亮晶晶》和《我叫赵甲第》播放量突破2亿，截至6月30日，两部剧分账票房在7000万以上。爱奇艺披露，9月1日独播分账剧《一闪一闪亮晶晶》片方分账收益突破亿元。

图表 41. 2022H1 上新分账剧有效播放 TOP5

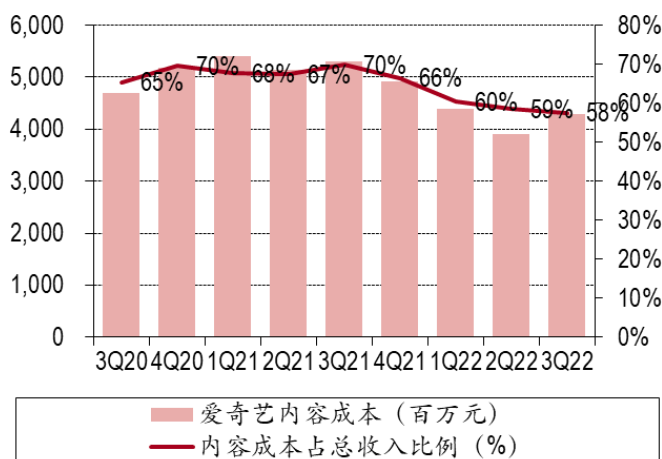
剧名	有效播放	集均 V30	分账票房（公开数据）	播放平台
一闪一闪亮晶晶	5.65 亿	1668 万	7700 万	爱奇艺
我叫赵甲第	2.88 亿	766 万	7075 万	优酷
眼里余光都是你	1.87 亿	330 万	-	爱奇艺
原来是老师啊!	1.55 亿	331 万	-	爱奇艺
拆案 2	1.37 亿	433 万	6000 万（含《拆案 1》）	爱奇艺

资料来源：云合数据，爱奇艺，优酷，中银证券

注：分账票房时间截至 2022 年 6 月 30 日

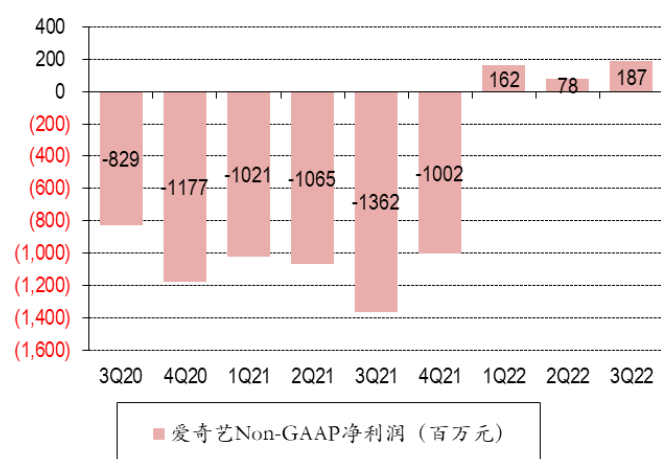
从报表数据来看，爱奇艺内容成本占收入比例从 21Q4 开始逐季明显下降，是其达成盈亏平衡的重要因素。

图表 42. 爱奇艺内容成本占收入比例逐季明显下降



资料来源：公司公告，中银证券

图表 43. 爱奇艺从 22Q1 开始达成 non-GAAP 盈利



资料来源：公司公告，中银证券

各大长视频平台月活用户数已基本稳定，增长空间不大，因此平台从以下两个方面挖掘新市场和用户变现价值：1) 逐步实施会员涨价，并提供丰富的会员权益；2) 聚焦互联网电视等智能设备端用户增长，带来更多的广告投放空间和更高的会员 ARPPU。

近两年来，除优酷视频仅提价一次，其他三大平台均已提价两次。

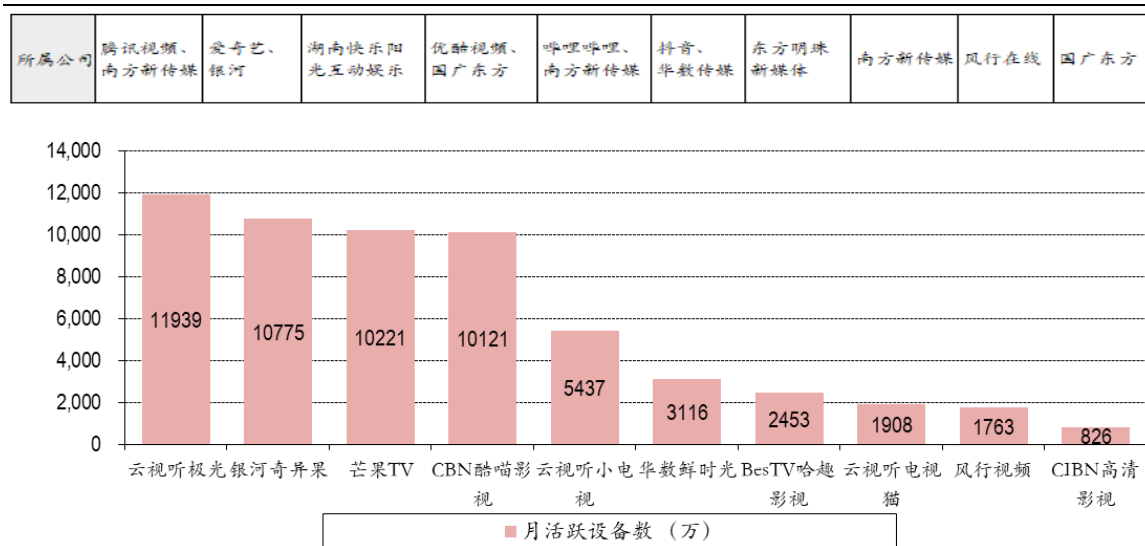
- 芒果 TV 宣布于 2022 年 1 月 2 日起上调会员价格，连续包月/连续包季/连续包年价格分别上调至 19/58/218 元，月卡/季卡/年卡价格分别上调至 25/68/248 元。2022 年 8 月 9 日宣布再次上调会员价，连续包月/连续包季价格上调至 22/63 元，月卡/季卡价格上调至 30/78 元，连续包年和年卡价格不变。

- 爱奇艺连续两年涨价：2020年11月13日，爱奇艺推出新的会员定价方案，对比提价前后的价格，iOS端基本持平，安卓端/PC端各档会员费用涨价约25%。2021年12月，爱奇艺再次宣布会员价格全面上涨，月卡价格上涨至30元，上升幅度约20%。
- 腾讯视频在2021年4月10日零点起实行新的VIP价格，iOS端连续购买会员包涨幅在5%-9%，而安卓端和PC端连续购买会员包涨幅在22%-33%，提价幅度较大。2022年4月腾讯视频再次宣布涨价，提价幅度约在15%左右。
- 优酷视频宣布于2022年6月21日起调整会员价格，连续包月/包季/包年由19/53/208元调整至25/68/238元；月卡由25/68/228元调整至30/78/258元。此次价格调整幅度最大的为VIP连续包年和VIP年卡，均上升了30元，涨幅最大为14.4%。

平台不断推出有差异化的会员权益刺激购买。值得注意的是，由于“超前点播”被限制，2022年暑期各大平台推出了“大结局点映礼”，即会员用户可以通过积分兑换、抽奖、邀请好友免费得，或直接购买的方式获得“大结局点映礼包”，礼包权益包括男女主直播陪看大结局、赠送IP衍生商品、未播花絮等。

互联网电视用户规模增长带来新的变现空间。根据QM数据，中国互联网电视用户规模从2019年的8.21亿增长到了2021年的10.83亿。2022年8月OTT媒介月活跃设备数来看，腾讯视频、爱奇艺、芒果TV、优酷视频在OTT端同属第一梯队；中视频平台哔哩哔哩紧随其后，占据第二梯队；短视频平台抖音在大屏端也覆盖了超3000万用户规模。

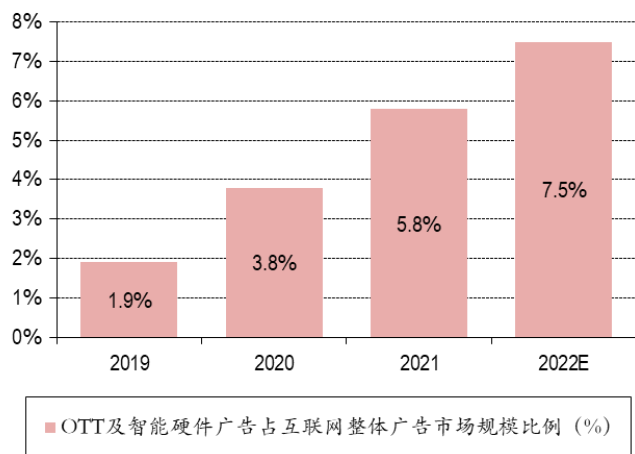
图表 44. 腾讯视频、爱奇艺、芒果TV、优酷视频在OTT端继续同属第一梯队（2022年8月）



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

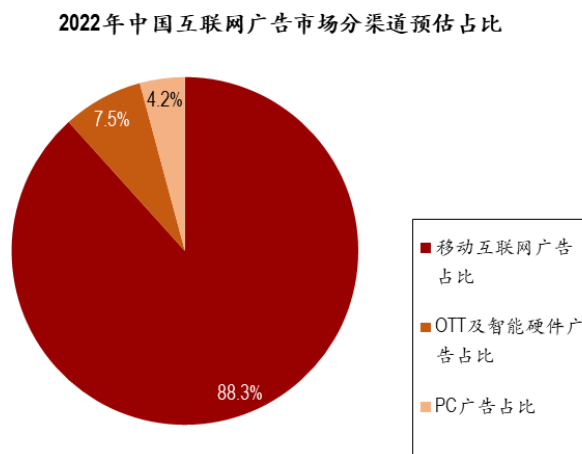
大屏端除了能够带来更高的会员ARPPU，还带来了更多的广告投放空间。根据QM数据，OTT及智能硬件广告市场规模比例预计将从2019年的1.9%上升至2022年的7.5%，已经超过了PC端（4.2%）。

图表 45. 中国 OTT 及智能硬件广告规模占比迅速提升



来源: QM, 中银证券

图表 46. 2022 年 OTT 及智能硬件广告预估占比已超过 PC 端



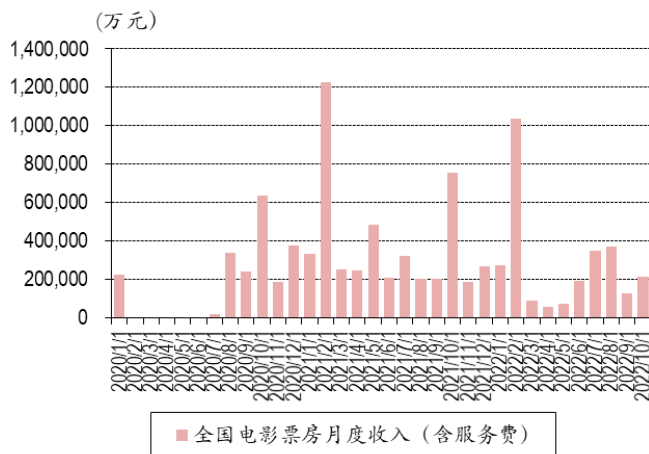
资料来源: QM, 中银证券

影院观影限制解除后, 优质影片供给是关键

每一轮疫情扩散都会导致区域内影院暂时歇业。据猫眼 APP 数据, 10 月下旬以来全国影院营业率始终在 60% 左右, 11 月下旬疫情形势进一步严峻, 11 月 28 日全国仅 4442 家影院营业, 营业率 35.77%。各地疫情防控优化后, 营业率有所提升, 12 月 4 日营业率回升至 45.45%。根据艺恩数据, 10 月全国总票房 21.41 亿元 (含服务费), 同比下降 71.7%; 疫情情况较好的 7-8 月暑期, 月度票房收入分别为 35.09/37.11 亿元, 同比增长 8.6%/80.9%, 其中 8 月的大幅增长主要由于 2021 年同期疫情、水灾以及新片数量不足等原因导致票房基数异常低。

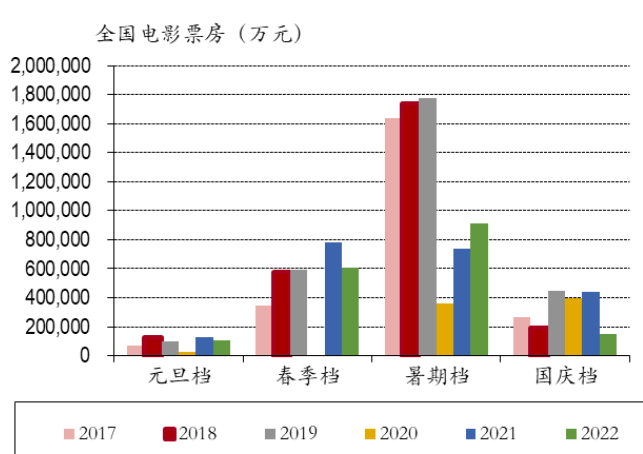
从全年最重要的四大档期来看, 根据灯塔数据, 2022 年仅暑期档票房同比增加, 但春节档和元旦档也几乎达到 2019 年同期的水平, 国庆档票房的下降除了疫情外, 大体量新片的供给较少也是影响票房的重要原因。根据猫眼数据, 2022 年国庆档有 7 部影片上映, 相比 2021 年 (8 部) 和 2020 年 (7 部) 没有太大差别, 但票房体量较大的只有《万里归途》(累计票房 15.80 亿元), 《深海》《长空之王》均撤档; 完全不及 2021 年的《长津湖》(累计票房 57.75 亿元) 和《我和我的父辈》(累计票房 14.77 亿元), 以及 2020 年的《我和我的家乡》(累计票房 28.29 亿) 和《姜子牙》(累计票房 16.02 亿元)。

图表 47. 2022 年 10 月全国总票房同比下降 71.7%



资料来源: 艺恩数据, 中银证券

图表 48. 2022 年仅有暑期档票房同比增加



资料来源: 灯塔专业版, 中银证券

因此我们认为，在疫情防控放开的初期，新片定档会根据消费者的观影需求和意愿动态调整，试探性增加。如果影片供给能够更加丰富和优质，观影消费将实现更加稳定的恢复性增长。国内头部制作公司万达影业、光线传媒、博纳影业等均有丰富的影片储备，但许多影片尚未定档，关注度较高的影片包括：已宣布定档 2023 年春季档的《流浪地球 2》，宣布定档 2023 年贺岁档的《保你平安》《绝望主夫》，有望定档 2023 年春季档的《中国乒乓》《满江红》；以及猫眼想看人数较高的《超能一家人》（68 万）、《维和防暴队》（26 万）、《无名》（25.8 万），《长空之王》（32.4 万）等。

图表 49. 国内仍有许多优质影片等待合适时机定档

电影名称	预期上映时间	出品方	进度	主创人员（导演或主演）	类型题材
流浪地球 2	2023.01.22	中国电影股份有限公司、郭帆影业	拍摄完毕，处于后期阶段，已发布“小白点”预告片，11 月 11 日发布预告片，11 月 23 日猫眼想看突破 40 万	郭帆、吴京、刘德华、李雪健	科幻/冒险/灾难
中国乒乓	有望定档 2023 春节档	恒业影业有限公司、爱奇艺影业有限公司、天津橙子印象有限公司	9 月 8 日发布先导预告和海报	邓超、俞白眉、孙俪、许魏洲	剧情/运动
满江红	有望定档 2023 春节档	欢喜传媒集团有限公司、艺榭影业有限公司、天津猫眼微影文化传媒有限公司	已杀青，猫眼电影金鸡专场项目推介会称其为一匹大白马	张艺谋	剧情/悬疑/古装
绝望主夫	2022.12.31	天津猫眼微影文化传媒有限公司、上海淘票票影视文化有限公司、上海爱美影视文化传媒有限公司	发布定档海报，亮相猫眼电影金鸡专场项目推介会	孙琦、常远、魏翔、王成思	喜剧
保你平安	2022.12.31	上海儒意影视制作有限公司、上海他城影视有限公司、上海淘票票文化影视有限公司、天津猫眼微影文化传媒有限公司	发布“人间有真情”预告片，定档跨年。	大鹏、李雪琴、尹正、王迅、马丽	剧情/戏剧
龙马精神	2022.12.31	阿里巴巴影业股份有限公司、北京海润影业股份有限公司、浙江横店影业有限公司、中国电影股份有限公司、上海复逸文化传播有限公司	发布定档预告，定档跨年	杨子、成龙、刘浩存、郭麒麟、吴京	喜剧/动作/剧情
拯救嫌疑人	2023	北京恐龙影业股份有限公司、天津猫眼微影文化传媒有限公司、浙江横店影业有限公司、秦洋川禾文化传媒有限公司、东方晨翔文化投资有限公司	已杀青	张末、张小斐、李鸿其、惠英红、王子异	犯罪/悬疑/剧情
八角笼中	2023	北京乐开花影业有限公司、图木舒克向日葵影业有限公司、天津猫眼微影文化传媒有限公司、无锡宝唐影业有限公司	已杀青，发布先导预告	王宝强、陈永胜、史彭元、王迅	剧情
消失的她	2022	北京壹同传奇影视文化有限公司、上海淘票票影视文化有限公司、上海电影有限公司（联合出品）、华文映像影视传媒有限公司（联合出品）	2022.11.11 日发布概念海报	崔睿、朱一龙、倪妮、文咏珊、杜江	悬疑/犯罪

资料来源：猫眼 APP，骨朵网络影视，中银证券

续图表 50. 国内仍有许多优质影片等待合适时机定档

电影名称	预期上映时间	出品方	进度	主创人员（导演或主演）	类型题材
不虚此行	2023	成都煊影烁金影业有限公司、北京阿里巴巴影业文化有限公司、北京标准印象文化传播有限公司、霍尔果斯联瑞木马影视传媒有限公司、浙江横店影业有限公司、阿那亚影视文化有限公司	2022 年 5 月 18 日发布先导海报，同时官宣新阵容	刘伽英、胡歌、吴磊、齐溪、白客	剧情
长安三万里	2023 年暑期	上海追光影业有限公司	2022 年 8 月 23 日发布首支预告	谢军伟、邹靖	动画/历史
深海	2022	北京光线影业有限公司、北京光线传媒股份有限公司、北京燕城十月文化传播有限公司	发布角色预告，原定国庆上映，因未过审退出国庆档	田晓鹏、苏鑫、王亭文	奇幻/动画
潜行	2023	上海笨小孩影视文化传媒有限公司、北京阿里巴巴影业文化有限公司、寰宇娱乐有限公司		关智耀、刘德华、林家栋、彭于晏	剧情/犯罪/动作
想见你	2022	万达影视传媒有限公司	2022 年 11 月 17 日发布首支预告	黄天仁、柯佳嬿、许光汉、施柏宇	爱情/悬疑/奇幻
维和防暴队	2022	中中影业有限公司、捷成星纪元影视文化传媒有限公司、万达影视文化传媒有限公司、四川省文采文化传播有限公司	猫眼想看达到 26 万人	李达超、黄景瑜、钟楚曦、王一博、谷嘉诚	动作/剧情
超能一家人	2022	浙江开心麻花影业有限公司、中国电影股份有限公司、上海阿里巴巴影业有限公司	猫眼想看达到 68.1 万。因无法按期完成所以制作工作，取消原定于 2022.02.15 的公映安排。	宋阳、艾伦、沈腾、陶慧、张琪	喜剧/奇幻/动作
无名	2022	上海博纳文化传媒有限公司、海南喜悦电影有限公司	猫眼想看达到 25.8 万，于 9 月 5 日发布全新预告。	程耳、梁朝伟、王一博、周迅、王传君、黄磊	谍战
长空之王	待定	上海亭东影业有限公司、北京阿里巴巴影业文化有限公司、融动影视文化传媒有限公司、中航环球文化传播有限公司、北京桂子源影视传媒有限公司、华夏电影发行有限责任公司、中国电影股份有限公司、上海博纳文化传媒有限公司	取消国庆档的上映安排，在国庆档上映前 4 天，预售总票房破 3 千万。猫眼想看达到 32.4 万。	刘晓世、王一博、胡军、周冬雨	剧情
爆裂点	2023 年暑期	博纳影业集团股份有限公司、英皇影业有限公司	发布首支制作花絮	唐唯翰、张家辉、陈伟霆、梁洛施	剧情/动作/悬疑/犯罪

资料来源：猫眼 APP，骨朵网络影视，中银证券

海外影片制作和上映持续复苏，但进口影片仍需关注国内引进的数量和节奏。根据《“十四五”中国电影发展规划》，2021-2025 年期间国产影片年度票房占比要保持在 55% 以上。根据国家电影局的数据，疫情前的 2018/2019 年，进口片票房占比为 37.8%/35.9%，2020/2021 年占比降至 16.3%/15.5%，2022 年 1-10 月进口片票房占比仅 11.2%。根据猫眼数据，截至 2022 年 12 月初，有票房数据的内地引进片仅有 50 部，2021/2020 年分别为 74/62 部，2019 年有 134 部。

2022 年 12 月 16 日，国内和全球将同步上映《阿凡达 2：水之道》，这是近两年引进的进口片中体量较大的。若后续进口片引进能够更加宽松，则对国内电影票房是较大的利好刺激，但票房主体仍会由国产影片占据。

图表 51. 2023 年预期上映的海外大片

电影名称	预期上映时间	出品公司
金爆行动	2023/1/31	美国胜图影业&米拉麦克斯影业公司
拜访小屋	2023/2/3	环球影业
魔力麦克 3: 最后之舞	2023/2/10	华纳兄弟影业
蚁人 3: 量子狂热	2023/2/17	漫威
网络迷踪 2	2023/2/24	索尼&美国银幕宝石&美国第六阶电影公司联合
龙与地下城: 侠盗荣耀	2023/3/3	D&D
奎迪 3	2023/3/3	美国米高梅电影公司
疾速追杀 4	2023/3/24	美国狮门影业
银河护卫队 3	2023/5/5	漫威
速度与激情 X	2023/5/19	DC 动画
小美人鱼	2023/5/26	迪士尼
蜘蛛侠: 平行宇宙	2023/6/2	漫威
变形金刚: 野兽崛起	2023/6/9	美国梦工厂&派拉蒙影业公司联合拍摄
疯狂元素城	2023/6/16	皮克斯
闪电侠	2023/6/23	DC 动画
印第安纳琼斯 5	2023/6/30	迪士尼
碟中谍 7	2023/7/14	派拉蒙影业公司
奥本海默	2023/7/20	环球影业
芭比娃娃	2023/7/21	索尼
奇迹	2023/7/28	漫威
惊奇队长	2023/7/28	漫威
巨齿鲨 2: 深渊	2023/8/4	华纳兄弟影业
幽灵鬼屋	2023/8/11	迪士尼
蓝甲虫	2023/8/18	DC 动画
伸冤人 3	2023/9/1	索尼
敢死队 4	2023/9/22	狮门影业
猎人克莱文	2023/10/6	索尼
驱魔人	2023/10/13	环球影业
沙丘 2	2023/10/20	World Movies
旺卡	2023/12/15	华纳兄弟影业
紫色	2023/12/20	华纳兄弟影业
海王 2: 失落的王国	2023/12/25	华纳兄弟影业

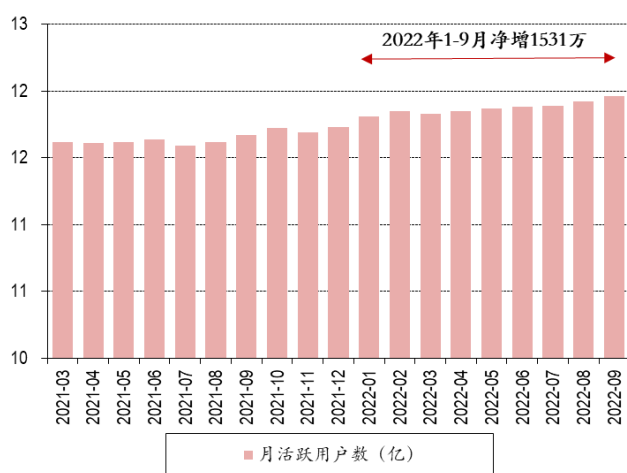
资料来源: 豆瓣网, 百度百科, 中银证券

探寻新市场机遇，追随科技创新脚步

近两年中国传媒互联网行业进入了新的发展阶段。从行业现状来看，移动互联网渗透率达到较高水平，用户增量空间缩小；但互联网平台和内容持续占据更多的用户时间。根据 QM 数据，截至 2022 年 9 月底，中国移动互联网月活跃用户规模达到 11.96 亿，同比仅增长 2.5%；2022 年 9 月移动互联网月人均使用时长达到 158.7 小时，同比提升 8.1%；2022 年 9 月移动互联网月人均使用次数达到 2581.3 次，同比增长 1.4%。

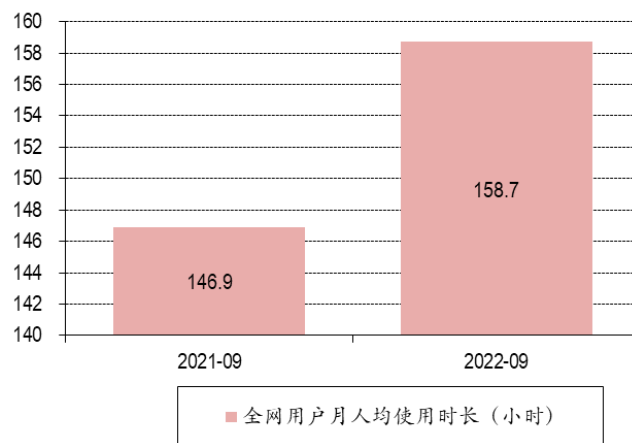
我们认为传媒互联网行业发展的新机会主要在四个方面：1) 线下服务数字化加快；2) 拓展海外市场；3) 提升内容变现价值；以及 4) 元宇宙。

图表 52. 中国移动互联网月活跃用户数增量空间有限



资料来源：QM，中银证券

图表 53. 中国移动互联网用户月人均时长增长快于用户数



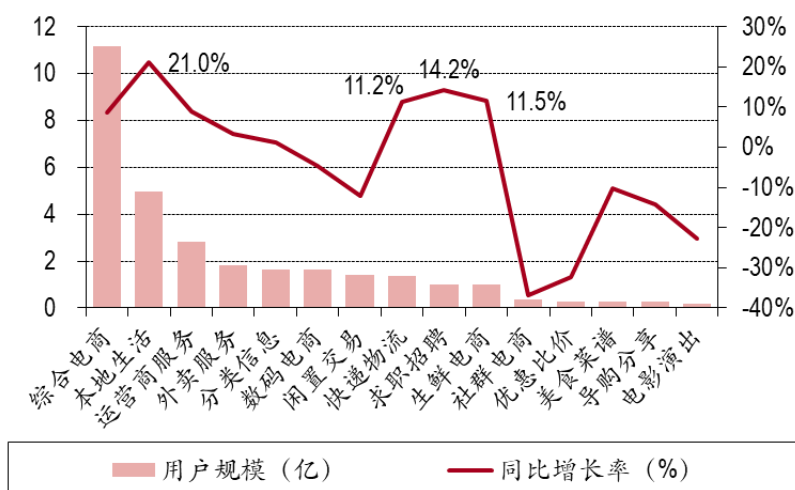
资料来源：QM，中银证券

线下服务数字化趋势加深

虽然互联网大盘流量增长乏力，但许多线下场景服务正在加快数字化，如本地生活、医药电商、办公商务、招聘服务等线上渗透率提升；智能设备等线下新渠道不断汇聚流量。

根据 QM 数据，2022 年 7 月移动购物及生活服务类 APP 月活跃用户规模有较明显增长的有本地生活 (+21.0%)、求职招聘 (14.2%)、生鲜电商 (+11.5%)、快递物流 (+11.2%) 等。

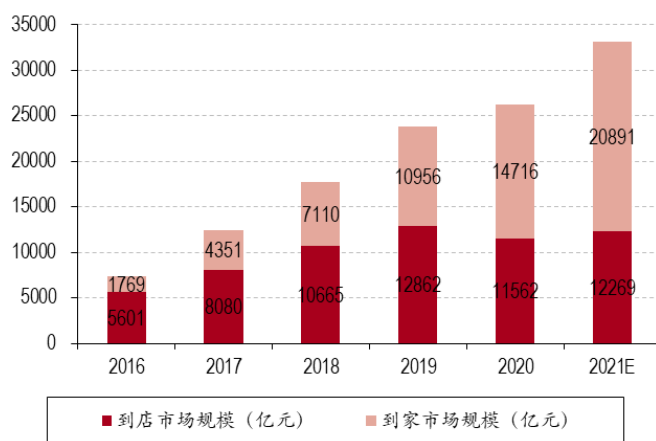
图表 54. 2022 年 7 月本地生活、求职招聘等线下服务领域用户规模增长较快



资料来源: QM, 中银证券

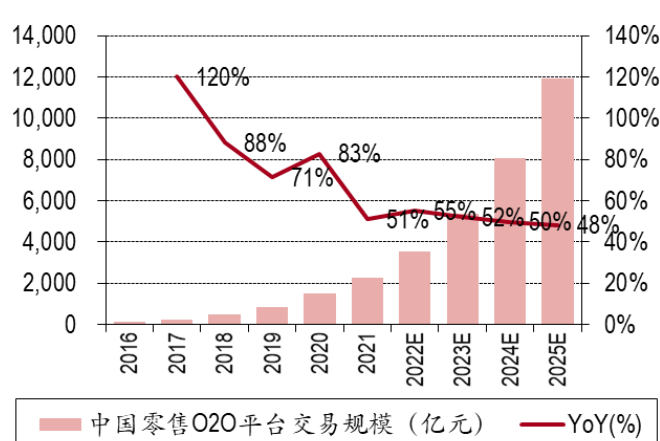
本地消费中,“线上预定+到店”与“即买即送”是发展最快的两大趋势。根据凯度《2021 年 O2O 渠道白皮书》预测,预计 2021 年 O2O 市场规模超过三万亿元,而到家业务是主要驱动力:2016-2021 年 O2O 市场的到家业务年复合增长率高达 64%,到店业务年复合增长率 17%。即时零售是目前到家业务中发展最快的,根据艾瑞咨询数据,2016-2021 年,中国电商零售 O2O 平台交易规模的 5 年 CAGR 达到 80%,预计到 2025 年将成长至近 1.2 万亿。

图表 55. 2016-2021 年 O2O 到家业务 CAGR 高达 64%



资料来源: 凯度《2021 年 O2O 渠道白皮书》, 中银证券

图表 56. 中国零售 O2O 平台交易规模到 2025 年预计 1.2 万亿



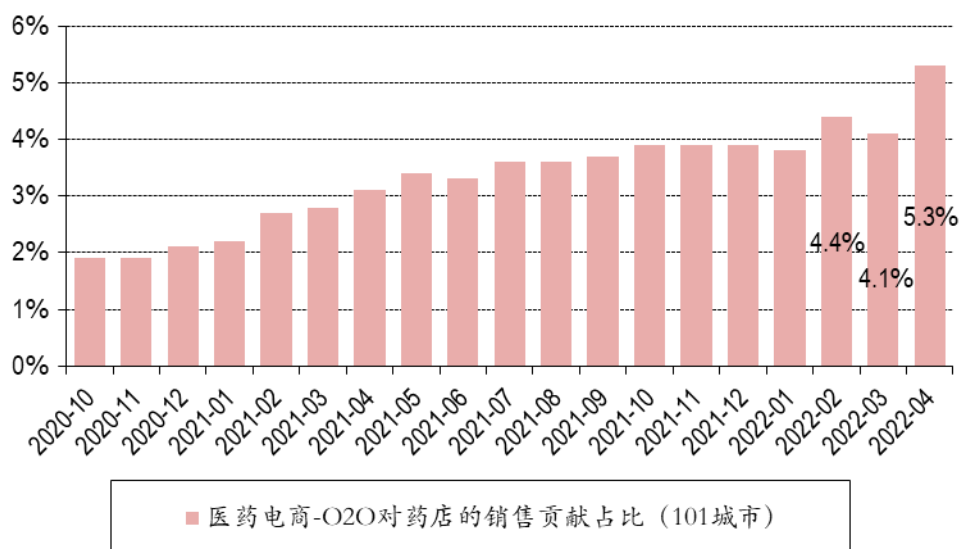
资料来源: 艾瑞咨询, 中银证券

在线医疗仍有很大的发展空间,尤其是 B2C 医药电商。根据埃森哲《后疫情时代中国互联网医疗消费者洞察》报告,在线医疗行业细分领域渗透率分别为:47% (线上查询)、63% (在线挂号)、16% (在线诊疗)、37% (线上药房) 和 10% (疾病管理)。可以看出,由于公立医院信息化发展不断加快,带动线上查询和在线挂号成为渗透率最高的子行业。然而,真正能体现互联网医疗本质的远程问诊、线上购药和疾病管理的渗透率仍有较大的提高空间。

2C 医药电商商品主要包括药品（OTC 和处方药）、医疗器械、保健品，随着线上消费习惯强化、消费者健康管理意识认知加强，以及后续疫情防控责任落在个人后，新冠自检自测需求扩大，我们认为 OTC 药品、医疗器械和保健品线上购买需求增长空间广阔。而药品分类中的的处方药线上化的阻碍主要在处方监管和医保报销。政策方面已提出规范要求，2022 年 9 月出台的《药品网络销售监督管理办法》肯定了通过网络向个人销售处方药，强调了流程完善和平台责任；药品报销方面，部分城市正参与试点，允许医保系统打通 2C 医药电商，但目前没有大规模推广。

根据中康 CMH 数据，2021 年全国药店 O2O 市场规模已达到 190 亿以上，O2O 对药店的销售贡献占比从 2021 年初 2%提高至 2022 年 4 月的 5%，2022 年前五个月仍保持高增长速度。

图表 57. 2022 年 4 月 O2O 对药店的销售贡献占比从 2021 年初 2%提高至 5%

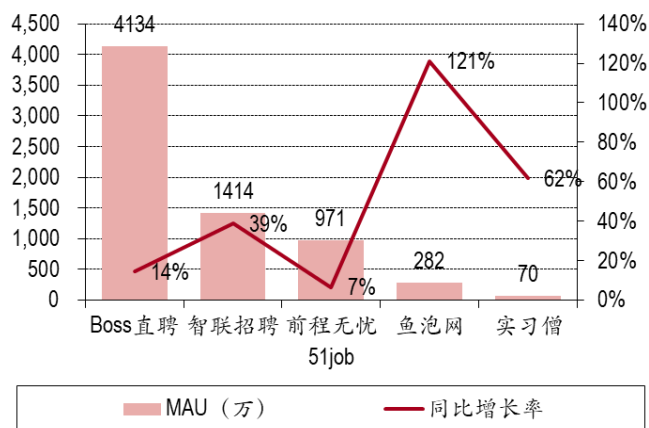


资料来源：中康 CMH 数据，中银证券

工作场景中，疫情导致线上求职和工作协作习惯得到强化。求职招聘线上化、垂直化加深，直播带岗、求职交流社区等新服务方式带来更好的求职和招聘体验。根据 CTR 报告，2022 年 6 月，BOSS 直聘、智联招聘，以及蓝领招工平台鱼泡网等月活规模增长迅速。快手平台的蓝领招聘产品“快聘”，招聘岗位从工厂普工拓展至餐饮、家政、超市等更多行业，22Q3 活跃岗位数量环比增长超过 30%。

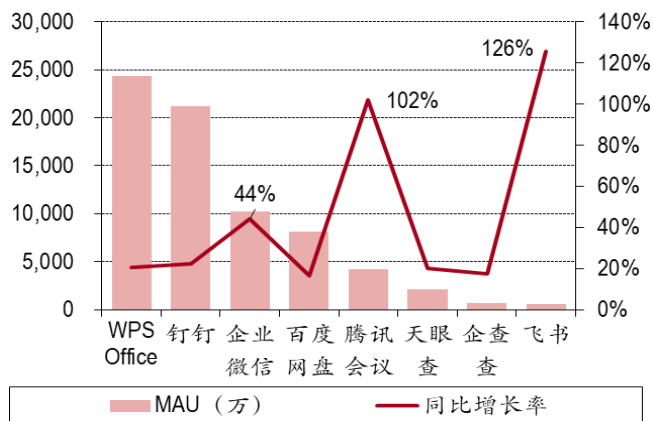
移动办公应用得到了飞速的发展，文档数字化（WPS Office、百度网盘）、流程数字化（钉钉、飞书）、沟通数字化（企业微信、腾讯会议）、信息数字化（天眼查）等共同构成了高效的工作协同体系。在办公需求变现方面，腾讯已开启尝试：企业微信转为按照服务商接口调用情况阶梯式收费，腾讯会议也对部分非核心附加功能进行了收费。

图表 58. 2022 年 6 月求职招聘典型 APP MAU 增长迅速



资料来源: CTR, 中银证券

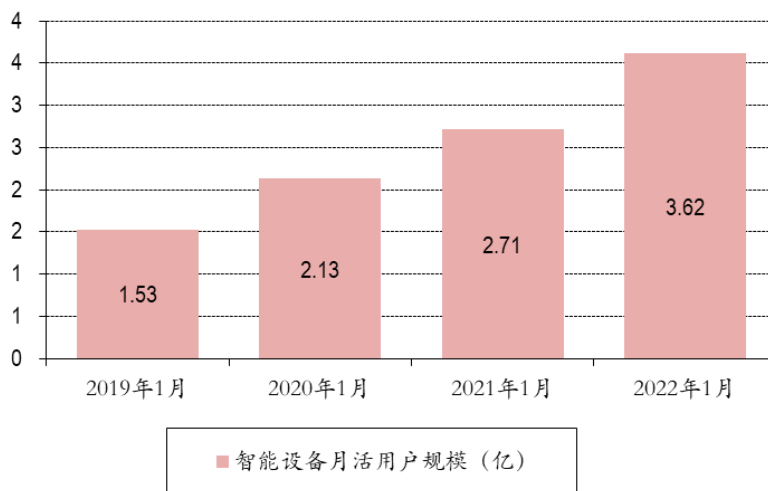
图表 59. 2022 年 6 月工作协同相关 APP MAU 增长迅速



资料来源: CTR, 中银证券

除了消费和工作模式发生了数字化改变, 智能设备(智能家居、智能音响、智能电视、智能汽车等)也成为了联通线上线下的新渠道, 内容的终端载体持续扩充, 有机会打开子板块乃至整个传媒互联网行业的营收天花板。根据 QM 数据, 截至 2022 年 8 月, 国内智能设备行业月活用户规模已经达到 3.62 亿, 同比增长了 33.6%, 智能设备流量提升显著。

图表 60. 截至 2022 年 8 月国内智能设备行业月活用户规模已经达到 3.62 亿

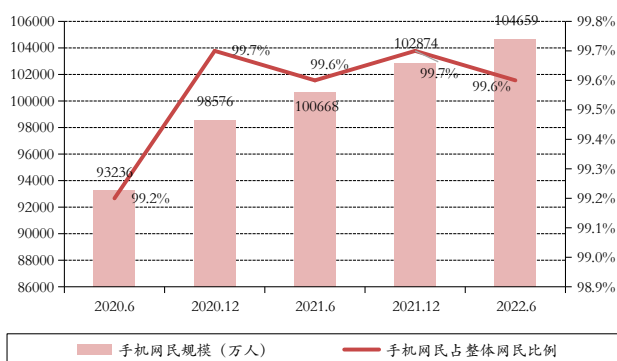


资料来源: QM, 中银证券

国内流量红利见顶，互联网企业寻求出海发展

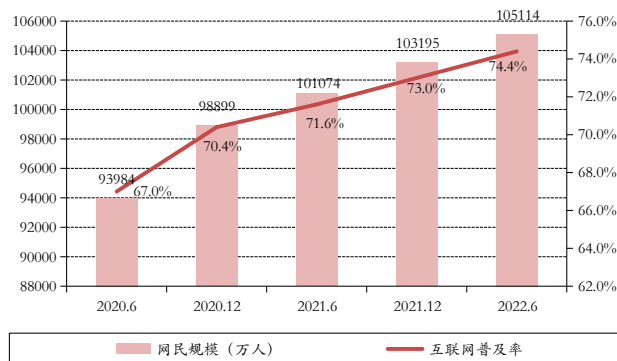
国内互联网已经历多年高速发展，目前国内互联网网民规模约 10.5 亿，普及率接近 75%，增速逐步放缓。移动端网民规模达 10.5 亿，占比高达 99.6%，移动互联网流量红利逐步见顶。随着国内互联网走向存量世代，各领域互联网巨头纷纷出海谋求寻求进一步发展。

图表 61. 手机网民规模及其占网民比例



资料来源: CNNIC, 中银证券

图表 62. 网民规模和互联网普及率



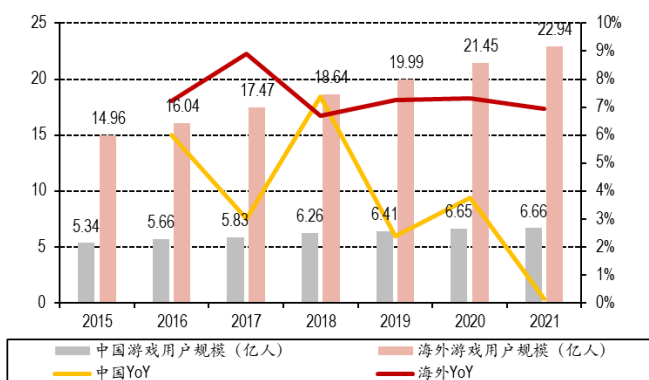
资料来源: CNNIC, 中银证券

游戏出海市场空间广阔，发展动机充分

多方面因素促使中国游戏出海发展：1) 海外手游市场以及用户规模保持相对较高的增速，仍具备广阔的发展空间。2) 国内政策方面，正向来看，国家出台了助力文化产业走出去的相关政策，认可游戏产业在文化输出方面的积极作用；反向来看，版号的限制确实驱使游戏企业不得不出海求发展。3) 海外监管相对宽松，渠道抽成较低，中小游戏企业有更多发展机遇。4) 不少中国游戏企业具备丰富的出海经验以及较强的竞争优势。对于各类中国游戏厂商而言，出海仍将是接下来的发展重心之一。

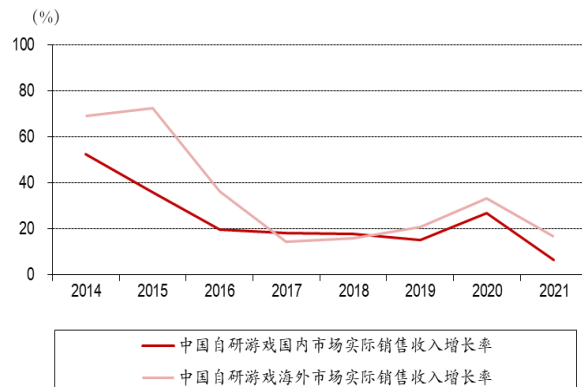
海外游戏市场空间广阔，出海仍具发展潜力。随着移动互联网普及率提升，全球移动游戏用户数量和市场规模持续增长：根据 Newzoo 和游戏工委数据，海外手游玩家数量从 2016 年的 16 亿增长到 2021 年近 23 亿，CAGR 达到 7.4%，增速远超中国市场。2014-2021 年我国自研游戏海外市场实际销售收入稳定上升，从 2019 年开始，出海收入增速已领先国内，游戏出海成为游戏企业业绩增长的重要支撑。

图表 63. 海外手游用户数量增长快于中国市场



资料来源: Newzoo, 游戏工委, 中银证券

图表 64. 中国自研游戏在国内和海外市场的收入增速



资料来源: 游戏工委, 中银证券

政策鼓励国内优质数字文化产品走出国门，游戏出海助力文化强国。2009 年国家发布了鼓励游戏等文化产业进入国际市场的相关政策，近年来为加强“文化强国”建设，出台了更多鼓励优质文化对外输出的相关政策：2020 年全国首项聚焦游戏企业“出海”的政府扶持项目“千帆计划”开启，体现出国家对游戏产业在文化建设上积极作用的认可。2022 年 7 月，多部委联合发布了《关于推进对外文化贸易高质量发展的意见》，再次强调积极培育包括网络游戏在内的文化产品出口竞争优势，打造具有国际影响力的中华文化符号。

图表 65. 鼓励文化出海相关政策

年份	相关政策	发布机构	相关内容
2009.11	《2009-2010 年度国家文化出口重点企业和项目目录》	商务部、文化部、广电总局、国家新闻出版总署	重点扶持具有民族特色的文化艺术、展览、电影、电视剧、动画片、网络游戏、出版物、民族音乐舞蹈和杂技等产品和服务的出口，抓好国际营销网络建设。支持动漫、网络游戏、电子出版物等文化产品进入国际市场。
2017.01	《关于实施中华优秀传统文化传承发展工程的意见》	中共中央办公厅、国务院办公厅	加强“一带一路”沿线国家文化交流合作。鼓励发展对外文化贸易，让更多体现中华文化特色、具有较强竞争力的文化产品走向国际市场。
2020.07	政府专项扶持计划“千帆计划”	国家对外文化贸易基地	全国首项聚焦游戏企业“出海”的政府扶持项目，旨在面向全国有出海需求的优秀数字文化企业，培育数字内容生产、服务数字内容海外推广、优化原创数字内容生产和发展的黄金业态。
2020.11	《关于推进对外文化贸易创新发展的实施意见》	国务院办公厅	提出加快发展对外文化贸易，加大对国家文化出口重点企业和重点项目的支持，加强国家文化出口基地建设。
2021.09	上海市“中华文化走出去”专项扶持资金项目	上海市人民政府新闻办公室	58 个获批项目中与电子游戏相关的共有 5 项，分别是米哈游原创 IP 产品国际化运营、中国元素移动游戏海外本地化发行与运营、游戏《少年三国志》海外推广、游戏《恋与制作人》海外推广和《Mobile Legends: Bang Bang》第二届全球冠军赛。
2021.1	《关于支持国家文化出口基地高质量发展若干措施的通知》	商务部、中央宣传部、外交部、教育部、科技部、财政部、人力资源社会保障部、文化和旅游部、海关总署、税务总局、广电总局、银保监会、移民局、文物局、外汇局、知识产权局、贸促会	鼓励优秀传统文化产品、文化创意产品和影视剧、游戏等数字文化产品“走出去”。
2021.1	《“十四五”服务贸易发展规划》	商务部、中央宣传部、中央网信办、发展改革委、教育部等 24 部门	首次将“数字贸易”列入服务贸易发展规划，鼓励支持数字产品贸易，为数字产品走出去营造良好环境。
2022.01	《“十四五”数字经济发展规划》	国务院	支持我国数字经济企业“走出去”，积极参与国际合作。

资料来源：中华人民共和国商务部，中华人民共和国文化部，国家广播电影电视总局，国家新闻出版总署，新华社，中国日报网，国务院办公厅，中银证券

海外主要市场使用游戏分级制度，监管力度相对较弱。2018 年以来国内游戏监管持续趋严，而美国、欧洲、日本、韩国等主要游戏市场均已建立成熟稳定的游戏分级制度，制度的核心是保护未成年人，制定者大多为民间自律性组织，监管力度和审核尺度上相对国内明显较小，这意味着国内的大部分出海游戏产品都能较容易地满足年龄分级制度要求，部分国内无法触及的品类和题材能够通过出海获取市场。

图表 66. 各国/地区游戏分级制度

国家/地区	分级制度	简要介绍
美国	ESRB	共分为六个等级，分别是 E（全年龄）、E10+（10 岁以上）、T（13 岁以上）、M（17 岁以上）、AO（仅限 18 岁以上成年人）和 RP（待分级）。
欧洲大部分国家	PEGI	包含 5 个年龄类别分级（3、7、12、16、18）和 9 个内容描述符，描述符会根据游戏内容来建议游戏是否适合特定年龄范围。
德国	USK	根据游戏的内容，将游戏分为五个等级，分别是无限制、6+、12+、16+、18+。每个等级对应一个年龄段，低于年龄段的玩家将受限制或禁止游戏。
日本	CERO	共对游戏分为五个级别，分别为 A（全年龄）、B（12 岁以上）、C（15 岁以上）、D（17 岁以上）和 Z（仅限 18 岁以上成年人）。
韩国	GRAC	包含 4 个年龄类别分级（All、12、15、18）和 7 个内容描述符。

资料来源：ESRB、PEGI、USK、CERO、GRAC 官网，中银证券

此外，海外游戏渠道抽成比例较低，更利好独立游戏开发者。近年来随着精品游戏话语权不断加强，以及买量营销兴起、TapTap 等零分成渠道的崛起，传统渠道面临挑战。但目前来看，国内安卓平台主要抽成比例仍保持 50%，仅对个别游戏放宽抽成比例，远高于海外平均 30% 的抽成比例。海外各类渠道近年来持续出台让利中小游戏开发者的相关政策：2020 年，苹果宣布 App Store 应用商店年收入低于 100 万美元（扣除佣金后）产品的佣金将被降至 15%。除苹果外，Google Play、微软等渠道也实行了佣金结构调整，大幅向中小开发者倾斜。

图表 67. 各渠道分成比例

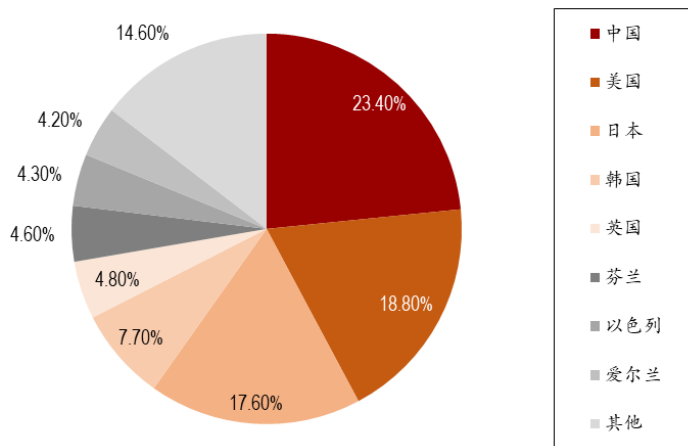
地区	渠道	平台	渠道分成
国内	苹果商店	iOS	30%(中小 15%)
	腾讯应用宝	安卓	50%
	硬核联盟	安卓	30%-50%
	小米	安卓	50%
	阿里九游	安卓	阶梯分成（新渠道 40%）
	Bilibili	安卓	50%
	Taptap	安卓	0%
海外	苹果商店	iOS	30%(中小 15%)
	Google Play	安卓	30%（订阅费用 12 个月后将降为 15%）
	Steam	PC	30%
	Epic	PC	12%
	Humble	PC	25%
	GOG	PC	30%
	微软	PC	30%（PC 商店 12%）
	PlayStation	主机	30%
	Xbox	主机	30%
	Nintendo	主机	30%
	Gamestop	实体商店	30%
	Amazon	实体商店	30%
	Best Buy	实体商店	30%
	Walmart	实体商店	30%

资料来源：IGN，竞核，中银证券

中国出海手游在主流市场占据头部位置，IP 合作更加频繁。中国厂商已经在全球手游市场占据了举足轻重的位置，根据 data.ai 数据，2021 年上半年海外用户支出 TOP2000 的移动游戏中有 23.4% 来自中国，份额同比提升 3.6ppts。

根据 Sensor Tower 数据，22H1 美国移动游戏市场收入达到 114 亿美元，共有 23 款中国手游进入美国畅销榜 TOP100，合计收入 14.1 亿美元，占 TOP100 游戏总收入的 20.6%；《原神》位列中国出海美国游戏收入的榜首。22H1 日本移动游戏市场收入接近 82 亿美元，共有 31 款中国手游进入日本手游畅销榜 Top100，合计收入 15.7 亿美元，占 TOP100 游戏总收入的 27%。

图表 68. 2021 年上半年海外用户支出 TOP2000 的移动游戏的研发商国家分布



资料来源: data.ai, 中银证券

中小厂商在海外市场有更多发展空间。从市场竞争格局来看,国内游戏行业市场集中度高,腾讯、网易两大头部企业凭借其强大的产品研发和渠道优势,在国内市场占据优势地位。海外手游市场需求更加多样化,不同国家/地区以及不同文化的玩家对于游戏的内容都有各自的偏好,这给了中小厂商更多的发展空间,可以聚焦某个地区的用户群体,也可以深耕某些优势题材或品类。

图表 69. 我国主要出海游戏厂商分类

类别	特点	代表厂商	代表游戏
侧重游戏品质厂商	以优质产品占领市场的游戏大厂,具有打造知名游戏 IP 能力	网易、腾讯、米哈游	《AOV》、《暗黑破坏神》、《原神》
侧重买量发行、特定题材游戏厂商	注重研发吸睛品类题材游戏,发行过程中注重广告买量及本	FUNPLUS、莉莉丝、三七互娱	《阿瓦隆之王》、《万国觉醒》、《末日喧嚣》
专注休闲模拟厂商	专注于休闲模拟类游戏类开发运营的厂商,增长速度较快但规模相对较小	Ohayoo、博乐游戏	《Combat of Hero》、《Cash Frenzy》

资料来源: 36Kr, 中银证券

社交娱乐应用出海错位竞争, 仍处于变现初级阶段

社交媒体方面,海外互联网巨头在主要的国家及地区已有多年的耕耘,在传统的通讯社交、在线图文和中长视频等领域已存在如 Facebook、twitter、instagram、YouTube、Netflix 等具备较大竞争优势的热门应用。目前国内社交媒体类厂商出海的主要策略有品类差异化竞争、集中突破处于互联网产业发展期的新兴市场等。

中长视频领域,爱奇艺自 2017 年在海外推出《鬼吹灯之牧野诡事》,已持续经营海外发行多年,目前爱奇艺已在海外发行超过 100 个项目,覆盖北美、东南亚、日韩等国家和地区。2019 年 6 月,爱奇艺推出国际版 iQIYI App 重点突破流媒体竞争局势尚未明朗且文化地理较为相近的东南亚市场,根据 data.ai,爱奇艺在 2022 年 10 月中国非游戏应用出海收入榜中位列第三。

从出海应用收入榜来看,直播与短视频领域通过内容方面错位竞争具备更大的市场发展空间,在短期内更具备成长前景。直播方面,欢聚集团自 2016 年针对东南亚推出直播产品 Bigolive,利用国内成熟变现模式以及主播培养体系逐步扩张版图。在 2022 年三季度,Bigo Live 月活人数同比增长 14.2% 至 3540 万,中东地区同比增长 7.8%,欧洲地区同比增长 9.8%,东南亚及其他新兴国家同比增长 19.2%。

图表 70. 2022/10 中国非游戏厂商出海收入排行榜



资料来源：eMarketer，中银证券

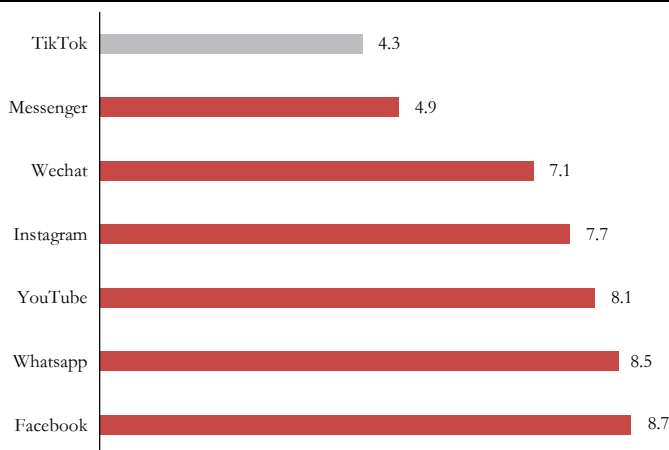
图表 71. 2022/10 中国非游戏应用出海收入排行榜



资料来源：eMarketer，中银证券

字节跳动旗下短视频产品 TikTok 在上线 4 年 4 个月后实现 10 亿月活，其用户增长速度超越了历史上所有主流社交媒体类 app。目前 TikTok 用户已遍布全球 150+ 个国家和地区，但其主要在北美、东南亚等优势地区具备较高的市场优势，在其余海外市场仍有较大的提升空间。

图表 72. 各社交媒体月活达 10 亿所用时间（年）



资料来源：Forbes，中银证券

目前海外各互联网社交巨头基本在短视频领域做出了尝试，2020 年 Reddit 收购短视频社交应用 Dubsmash，尽管 Dubsmash 应用已在 2022 年 2 月关闭，但 Reddit 已成功将 Dubsmash 核心功能集成在自身应用中；Meta 旗下 Instagram 推出 Reels 短视频功能，在经历约一年的功能完善后，Instagram 在 2022 年 7 月宣布未来 15 分钟以内的新视频帖将作为 Reels 分享；Google 旗下 YouTube 在 2020 年 9 月印度禁止 TikTok 后在当地推出 YouTube Shorts 测试版并逐步上线各大市场，YouTube Shorts 每日浏览量在 2020 年达到 35 亿，YouTube Shorts 于 2021 年 7 月全球发布。

在海外现象级产品 Tik Tok 外，国内短视频巨头快手也已布局出海多年，2016 年其旗下出海产品 Kwai 先后在俄罗斯和韩国等地区上线，标志着快手正式开始出海征程。尽管 Kwai 在韩国曾突破千万下载量，但由于长期留存问题以及 Tik Tok 的强势崛起，其月活表现逐步滑坡。2019 年，快手重启国际化项目重点布局印度、巴西，随后 Zynn 在北美上线，但由于平台判定 Zynn 通过现金奖励拉新属于违规操作，遭美区 Google Play 和 App Store 下架。2021 年快手聚焦拉美、东南亚再次展开出海部署。

图表 73. 我国主要出海游戏厂商分类

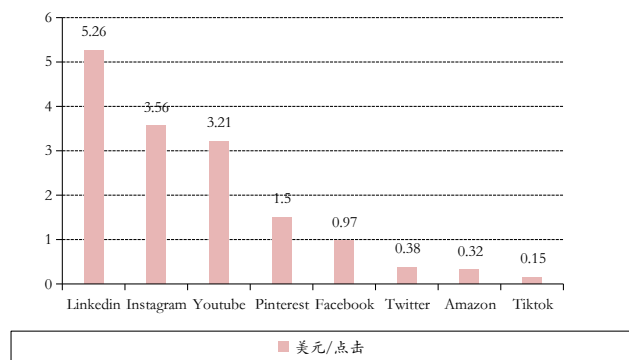
分类	产品	所属公司	分类	产品	所属公司
海外本土短视频	Thriller LLC	Thriller	国内短视频出海平台	TikTok	字节跳动
	Dubsmash	Reddit		Kwai	快手
	Reels	Instagram		Likee	欢聚时代
海外互联网巨头短视频布局	YouTube Shorts	Google	国内短视频平台	抖音	字节跳动
	Spotlight	Snapchat		快手视频号	快手 腾讯

资料来源：各公司官网，中银证券

目前短视频产业的主要变现方式有广告收入、直播打赏、直播带货、电商以及本地生活等。对比国内较为丰富的变现方式，目前海外短视频更依赖广告作为主要变现方式。

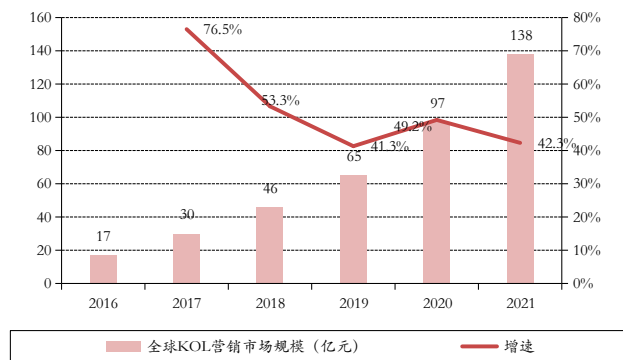
海外短视频广告仍处于商业化初期，尽管以 Tik Tok 为代表的短视频平台具备大量流量，但由于发展时间较短，2021 年 Tik Tok 平均 CPC 仅为 0.15 美元，大幅低于海外主流投放平台，具备较大成长空间。此外全球 KOL 营销市场规模保持较高增速，仍处于较为初级的发展阶段，预计随着生态的进一步完善将进一步为短视频行业营销收入带来增量。

图表 74. 2021 年典型平台广告点击成本对比



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

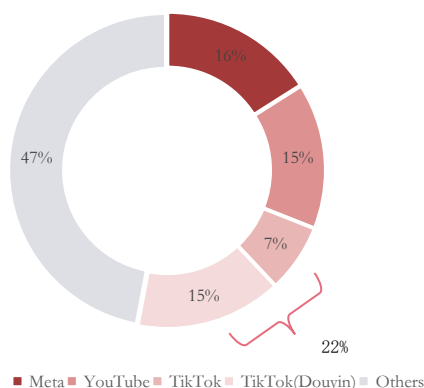
图表 75. 全球 KOL 营销市场规模



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

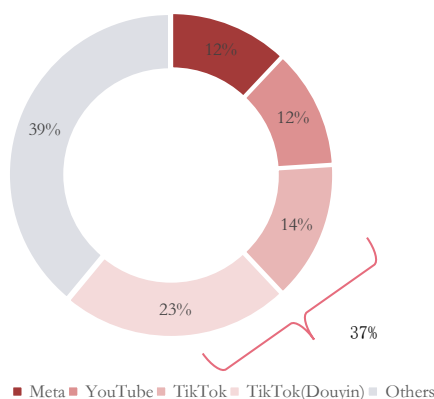
根据 Omdia，在线视频广告市场规模将持续高速增长，预计将于 2027 年突破 3310 亿美元，其中字节跳动旗下两款产品抖音与 Tik Tok 将占据 37% 的份额 Tik Tok 单独占据 23%，超过目前的巨头 Meta 以及 YouTube。

图表 76. 2022 年在线视频广告



资料来源: Omdia, 中银证券

图表 77. 2027 年在线视频广告



资料来源: Omdia, 中银证券

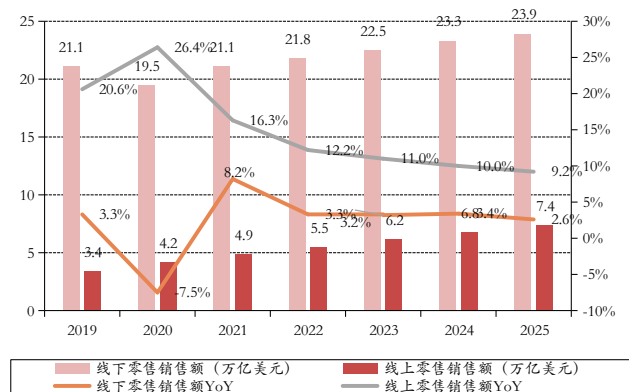
在广告变现之外, Tik Tok 已于 2021 年 2 月开始在东南亚、英国、美国等地正式上线 TikTok Shop 以尝试电商形式变现, 尽管根据 LatePost, 2022H1 其 GMV 已超过 10 亿美元, 但主要市场的电商模式仍未闭环, Tik Tok 电商变现模式仍处于起步阶段。参考国内较为成熟的短视频收入模式, 预计随着短视频领域其余各大变现方式的逐步发展, 该行业将保持旺盛的增长动力。

电商乘政策东风出海, 成长空间辽阔

根据 eMarketer 预测, 2022 年全球电商销售额将首次突破 5 万亿美元, 约占整体零售总额 25%。在后疫情时代, 尽管线下消费迎来了强势反弹, 但由于疫情一定程度上推动了全球用户线上消费习惯的形成, eMarketer 预计全球电商销售额增速将在后续几年基本维持在 10% 以上, 并与 2025 年突破 7 万亿美元。

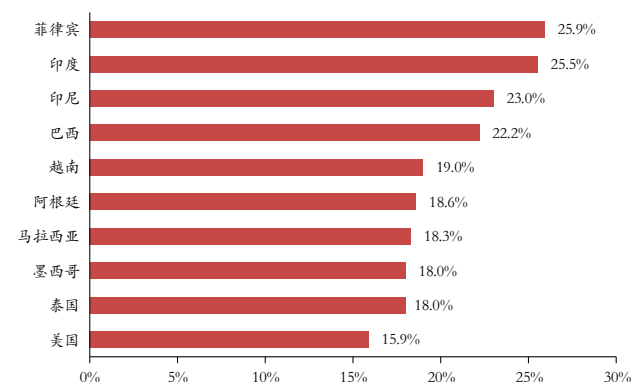
虽然全球整体电商市场规模增速逐步放缓, 但是在一些国家和地区, 特别是东南亚和拉美, 智能手机普及率的提升以及中产阶层的扩张将持续助推电商规模持续增长。此外, 美国预计增速达 15.9%, 是唯一在本次预测中进入前十的发达国家。

图表 78. 全球线上及线下零售市场规模变化



资料来源: eMarketer, 中银证券

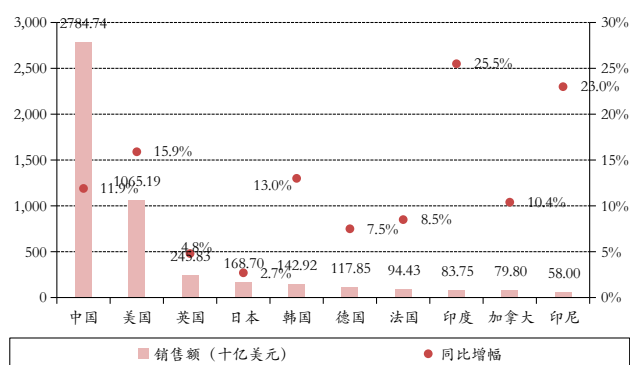
图表 79. 线上零售市场规模增速 TOP10 地区



资料来源: eMarketer, 中银证券

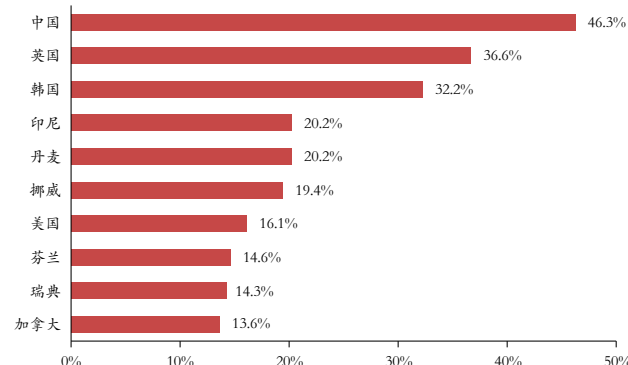
在海外市场蓬勃发展孕育丰富机会的同时，立足中国的电商巨头和出海厂商也具备领先其他地区的综合竞争优势和充分的出海动力。尽管中国电商市场相较美国起步稍晚，但依托发达的基础设施建设以及制造业大国的先天优势，目前中国的电商市场已是美国的两倍有余，已成长为全球规模最大、线上零售额占比最高、具备丰富商业模式、竞争充分的电商市场，在这样的土壤中成长出的平台与巨头具备足够多的经验与策略储备应对出海中面临的种种挑战。此外，依托国内低价且品类丰富的优势供应链，出海电商平台相比海外竞争对手有能力持续供应更多物美价廉的商品。

图表 80. 全球线上零售额前十国家和地区



资料来源: eMarketer, 中银证券

图表 81. 全球线上零售额占总零售额比前十地区



资料来源: eMarketer, 中银证券

跨境电商相关政策经过多年的发展，已经形成了覆盖监管、支付结算、试点城市等方面的全面政策基础。在后疫情时代，跨境电商作为推动外贸转型升级、为我国经济提供新增长点的角色定位逐步被认可，我国密集持续出台扶持跨境电商发展，主要集中于出口与关税等方面，有望持续推动跨境电商市场规模持续提升。

图表 82. 我国对跨境电商领域的规划目标

发布时间	规划名称	发展目标
2021.3	《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》	加快发展跨境电商，鼓励建设海外仓，保障外贸产业链供应链畅通运转
2021.7	《国务院办公厅关于加快发展外贸新业态新模式的意见》	在全国推广跨境电商 B2B 直接出口，跨境电商出口海外仓监管模式，便利跨境电商进出口退换货管理，优化跨境电商零售模式进口商品清单；到 2025 年，力争培育 100 家左右的优秀海外仓企业，并依托海外仓建立覆盖全球，协同发展的新型外贸物流网络
2021.7	《“十四五”商务发展规划》	推动外贸创新发展，开展跨境电商“十百千万”专项行动，规则和标准建设专项行动，海外仓高质量发展专项行动等。到 2025 年，是跨境电商等新业态的外贸占比提高至 10%
2021.9	《“十四五”商务发展规划》	倡导开放共赢，支持跨境电商和海外仓的发展
2021.9	《国企电子商务创新发展行动》	推动跨境电商协同发展
2022.1	《“十四五”现代流通体系建设规划》	规划提出发展外贸新业态，促进跨境贸易多元化发展，鼓励跨境电商平台完善功能，引导企业优化海外仓布局，提高商品跨境流通效率
2022.7	《关于支持外贸新业态跨境人民币结算的通知》	为外贸新业态市场主体提供良好的配套金融服务，完善跨境电商等外贸新业态跨境人民币业务相关政策。支持和引导外贸新业态新模式健康持续创新发展，助力稳定宏观经济大盘。

资料来源: 中国政府网, 中银证券

顺应海外电商市场持续发展的趋势，国内各电商平台领域巨头发力海外市场，通过本身优势且成熟的发展策略加速市场布局。拼多多跨境出海电商平台 Temu 在 9 月初在海外上线并通过其熟悉的“低价+社交裂变”模式快速奠定了市场优势，根据 MarketerPlacePuls, Temu 登顶美国 iOS 应用商店购物 APP 下载榜，累计下载用户数接近 80 万。

跨境电商巨头 SHEIN 依托国内数千家第三方供应商和 200 家合同制造商加速了传统“测试和重复”(test and repeat) 模式, 其有能力在约 25 天内完成一款新商品的销售, 相对而言传统零售商可能需要耗费数月之久。2022 上半年, SHEIN 的 GMV 突破了 160 亿美金, 同比增速超 50%, 已经超过了 ZARA 母公司。

短视频领域, Tiktok 已在英国、印尼、泰国、越南、新加坡等地推出电商业务, 并于 11 月在美国尝试名为 TikTok Shop 的电商新业务, 有望在海外复刻国内市场抖音电商的强劲增长。根据 36 氪, TikTok 在北美将采取与亚马逊类似的 C2C 模式, 未来将有望凭借其流量优势为北美电商市场带来变局。

11 月 30 日, 阿里巴巴在西班牙推出了定位中高端电商市场的出海平台 Miravia, 目前阿里巴巴已经形成多个独立且分别瞄准不同方向的出海业务, 其中包括专注东南亚的 Lazada, 专注土耳其、中东和北非地区的 Trendyol, 专注南亚地区的 Daraz 等。22Q3 阿里巴巴包括速卖通、Lazada、Trendyol、Daraz 等在内的国际零售商业业务收入为 107.38 亿元, 同比增长 3%。

图表 83. 跨境电商产业链

产品	公司	地区	成绩
速卖通		俄罗斯、巴西	速卖通登顶韩国购物 App 下载排行榜。36 氪获悉, 根据移动数据分析平台 App Annie 的统计, 海外双十一期间, 在韩国市场的购物类 App 下载排行榜中, 阿里速卖通、SHINSEGAE、CJ Olive Young 位列前三。其中, 速卖通排名提升 5 位, 跃居第一, 超越当地电商平台 Coupang。
Lazada	阿里巴巴	东南亚	最新数据显示, 11 月 11 日凌晨, Lazada 双 11 开售 11 分钟, 销售额对比平日同时段便增长 124 倍。
Trendyol		土耳其	本季度国际零售部分在土耳其和中东市场, Trendyol 订单同比增长超过 65%, 增速继续扩大
Daraz		巴基斯坦	Daraz 双 11 战报出炉: 孟加拉国站点销量涨幅 986%
Miravia		西班牙	阿里巴巴将在 11 月 30 日在西班牙推出新的出海平台——Miravia。
Temu	拼多多	北美市场	Temu 登顶 11 月美国 App Store 下载榜首
JOYBUY	京东		京东旗下 B2B 出海平台 JOYBUY 因升级暂停运营
SHEIN	广州希音国际进出口有限公司		2022 年上半年, SHEIN 的 GMV 突破了 160 亿美金, 同比增速为 50%。而 SHEIN 给自己制定的年度销售目标为 300 亿美金。
TikTok			TikTok 跨境电商订单增长 141%, GMV 增长 137%
IfYooou	字节跳动	欧洲主流市场、部分西欧独立站和北欧国家	据第三方网站分析工具 SimilarWeb 的数据显示, 字节跳动旗下的跨境电商独立站 IfYooou 的流量出现了断崖式下跌, 今年 6 至 9 月期间, IfYooou 的访问总量分别约 35.1 万、43.6 万、17.7 万、4.5 万。而 10 月的前 28 天, 该独立站的总访问量更是降至 5007, 已经遭遇“流量危机”。
Shopee	腾讯(投资)	东南亚及中国台湾地区	

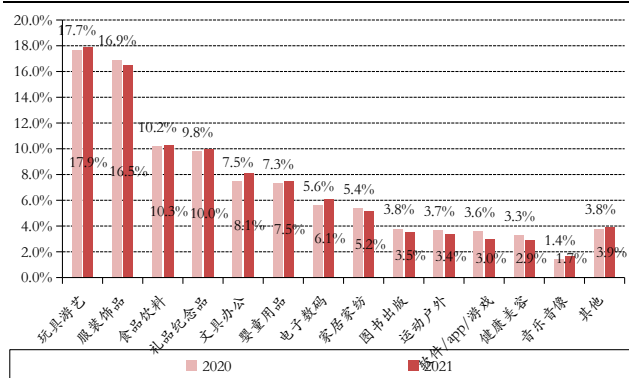
资料来源: 36Kr, 财联社, 中银证券

IP 衍生业态蓬勃发展，私域内容扩充变现空间

我们认为，中国内容商业化市场逐步扩大，PGC 未来的趋势应当是精耕细作 IP，重点发展衍生变现；而 UGC/PGC 带来的私域流量沉淀将扩充内容变现的可能性。

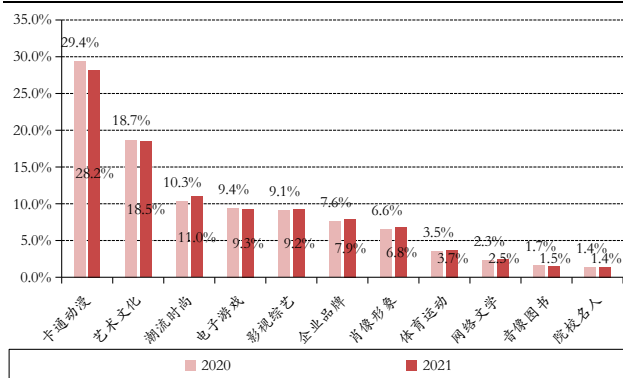
根据中国玩具和婴童用品协会（简称“中国玩协”），2021 年中国年度授权商品零售额为 1374 亿元，同比增长 24.2%；2021 年中国年度授权金为 53.2 亿元，同比增长 28.2%。从授权市场 IP 类型来看，卡通动漫以及艺术文化类 IP 为最主要的 IP 类型，其合计占比为 46.7%；对比 2020 年，潮流时尚类 IP 占比有较大幅度上升。从被授权商所属行业来看，玩具游艺、服装饰品为最主要的两个品类。

图表 84. 被授权商所属行业构成



资料来源：《2022 中国品牌授权行业发展白皮书》，中银证券

图表 85. 中国品牌授权市场的 IP 类型分布

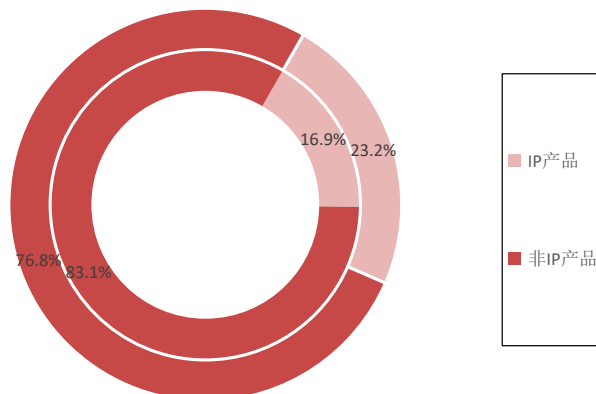


资料来源：《2022 中国品牌授权行业发展白皮书》，中银证券

针对目标客群遴选的 IP 有助于公司降低获客成本与学习成本，同时提升用户粘性。以游戏为例，根据伽马数据披露的流水 TOP100 移动游戏中各类型游戏流水分布，2021 年整体 IP 改编手游占比有一定提升，其中小说 IP 连续三年增速超 40%，经典 IP 占比同比缩窄。

在出海方面，IP 类游戏更具备优势，根据伽马数据，2021 年出海 IP 产品流水占出海移动游戏流水的 23.2%，同比提升 6.3%。此外，在出海 IP 来源上，客户端游戏、动漫、单机、主机等领域 IP 大多源自海外 IP 授权，引入海外知名度高、粉丝群体规模大的 IP 有助于大幅降低游戏研运方面的资本投入，同时在宣发上由于具备原生知名度，相较非 IP 游戏有较大优势。

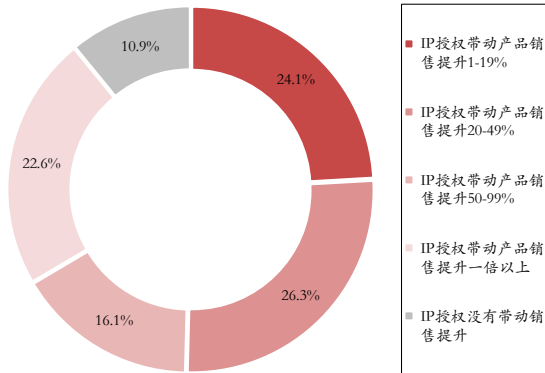
图表 86. 中国出海手游流水 TOP100 产品 IP 分布情况（内圈为 2020 年，外圈为 2021 年）



资料来源：伽马数据，中银证券

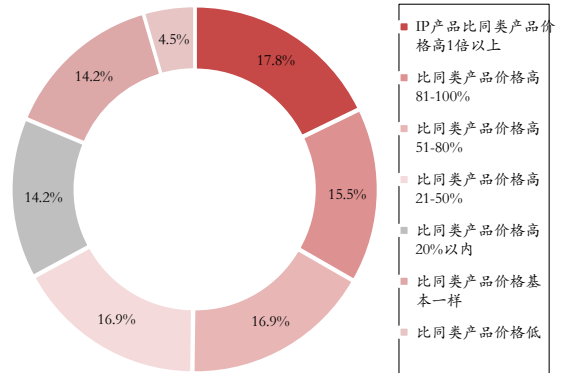
IP 授权所获得的收益主要是对产品销售额的直接提升。根据中国玩协的调查，2021 年 89.1%的受访企业的授权产品销售额高于同类，且 22.6%的 IP 授权是产品销售额提升一倍以上。此外，IP 授权能显著提升产品单价，从消费者的角度看，2021 年 81.3%的消费者表示授权产品价格高于同类产品，其中 50.2%认为的产品价格比同类型高出 50%以上。

图表 87. 2021 年 IP 授权产品与同类产品的销售额差距



资料来源：《2022 中国品牌授权行业发展白皮书》，中银证券

图表 88. 2021 年受访者授权产品与同类产品的价格区别



资料来源：《2022 中国品牌授权行业发展白皮书》，中银证券

此外，部分 IP 衍生产品有能力为 IP 注入新的内容，在激发 IP 活力的同时吸引潜在用户。如《阴阳师》IP，经过网易的多年布局，《阴阳师》相关内容已经脱离游戏范畴，开拓动画、漫画、电影、音乐剧等题材，《阴阳师》IP 在相关内容发展早期为衍生产品提供流量，而衍生产品丰富了《阴阳师》IP 内涵，进一步提高了 IP 知名度，二者达成正向循环。

图表 89. 中国影视 IP 衍生经济

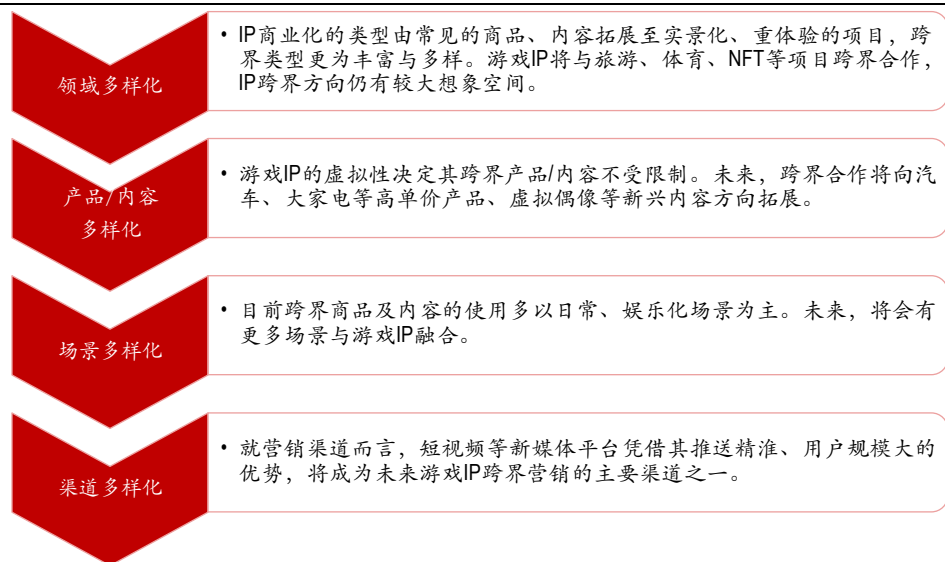


资料来源：伽马数据，中银证券

国内 IP 产业链尚未充分发展，对比国外丰富的影视 IP 衍生经济形态仍有很大的发展空间。影视主题公园、餐厅、酒店依赖重资产投入，仍处于发展阶段；轻资产方向上，诸多影视 IP 在周边、代言、文创上已做出了持续的尝试，将在未来逐步扩展新的业态。

后续的发展趋势上，目前 IP 授权衍生产品形式、使用场景、营销渠道等正进一步丰富，预计在中近期更多的衍生形式以及新型生态将逐步萌发。XR、数字藏品、虚拟偶像也正逐步与 IP 相结合提升各自产业的发展空间，远期来看，在元宇宙概念持续发酵的当下，随着技术的逐步成熟，IP 产业有望在元宇宙中发挥不可替代的作用。

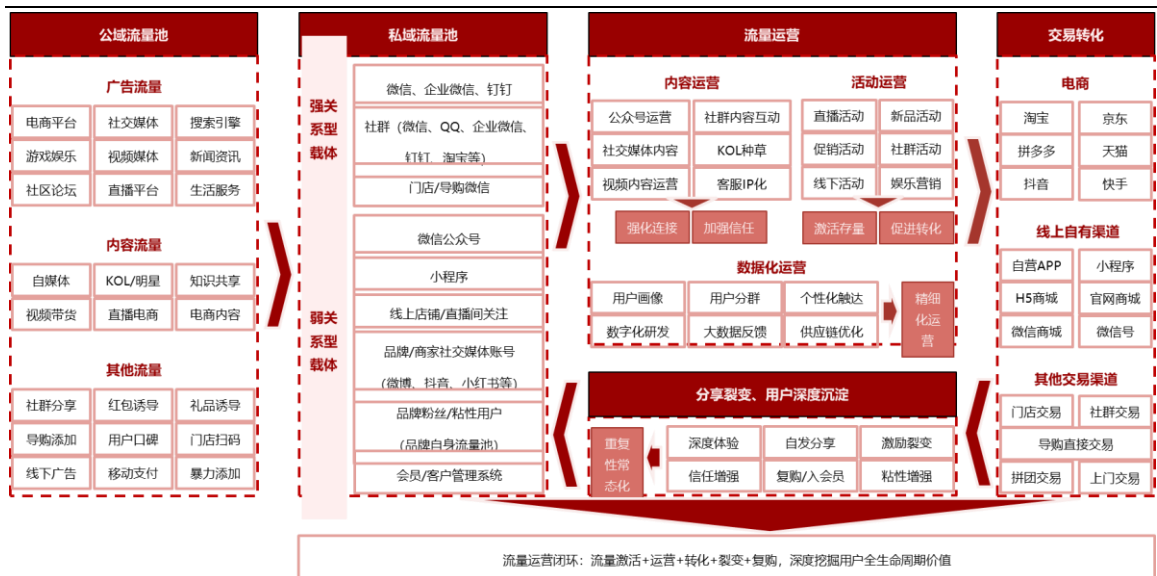
图表 90. 我国移动游戏 IP 营销发展趋势



资料来源：智研咨询，中银证券

PUGC 和 UGC 方面，便利的创作工具、短平的内容类型和逐渐成熟化商业化链路进一步激发内容创作者的热情，使得平台内容日益丰富，也打开了变现的新天地。微短剧、直播、知识传播、生活分享等垂类内容是吸引流量、增强用户粘性的重要方式，流量进入私域后，MCN 等专业机构对其进行信任强化、社交裂变、个性化推送等运营，最终导入交易或广告营销变现。

图表 91. 公域和私域互相导流，促进流量多方位变现



资料来源：易观，中银证券

与过去中心化分发的 PGC 不同，PUGC/UGC 内容明显更加垂直化，并且借助平台算法，能够实现更准确、更高效的触达，进而激发强烈的转粉意愿、付费变现行为。因此私域流量沉淀和运营创造了有别于 PGC 变现的另一块商业空间。

作为私域流量变现的代表性渠道，微信小程序和视频号快速发展：根据微信公开课上演讲数据，2021 年视频号直播带货销售金额增长 15 倍，其中私域占比 50%，客单价平均 200 元左右，复购率达 60%；根据腾讯财报，22Q3 小程序日活超 6 亿，同比+30%，日均使用次数同比+50%，小程序带来的广告收入增长迅速。

元宇宙扶持政策持续推进，相关产业前景广阔

元宇宙已逐步从概念落地到特定场景，随着相关产业的迅速发展，国家和各地的支持政策也在加速推进。2022年11月由工业和信息化部等五部门联合印发的《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022-2026年）》中明确提出到2026年，我国虚拟现实产业规模超过3500亿元，虚拟现实终端销量超过2500万台，培育100家骨干企业等目标；虚拟现实技术处于元宇宙生态中的核心层，是实现元宇宙世界的重要基础和载体。地方政策方面，根据零壹智库数据，截至2022年11月全国已有15各省级单位及23个市级单位发布了约80项明确支持元宇宙产业的政策。

图表 92. 推进元宇宙产业的国家级政策

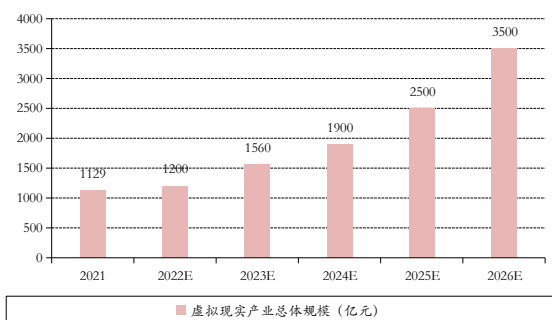
时间	颁发机构	名称	相关内容
2021.12	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	到2025年，数字经济迈向全面扩展期，数字经济核心产业增加值占GDP比重达到10%，数字化创新引领发展能力大幅提升，智能化水平明显增强，数字技术与实体经济融合取得显著成效数字经济治理体系更加完善，我国数字经济竞争力和影响力稳步提升。
2021.12	中央网络安全和信息化委员会	《“十四五”国家信息化规划》	加快5G+工业互联网的融合创新发展和先导应用，推进5G在能源、交通运输、医疗、邮政快递等垂直行业开发利用与应用推广。加快基于5G网络音视频传输能力建设，丰富教育、体育、传媒、娱乐等领域的4K/8K、虚拟/增强现实(VR/AR)等新型多媒体内容源。
2022.01	工业和信息化部	中小企业发展情况发布会	引导和支持中小企业加快推进数字产业化和产业数字的进程，培育一批数字产业专精特新中小企业，培育一批进军元宇宙、区块链、人工智能等新兴领域的创新型中小企业。
2022.11	工业和信息化部等五部门	《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022-2026年）》	到2026年，三维化、虚实融合沉浸影音关键技术重点突破，新一代适人化虚拟现实终端产品不断丰富，产业生态进一步完善，虚拟现实在经济社会重要行业领域实现规模化应用，形成若干具有较强国际竞争力的骨干企业和产业集群，打造技术、产品、服务和应用共同繁荣的产业发展格局。

资料来源：国务院、工业和信息化部、教育部、文化和旅游部、国家广播电视总局、国家体育总局、中央网络安全和信息化委员会，中银证券

AR/VR 领域：利好政策持续出台，场景应用广泛推进

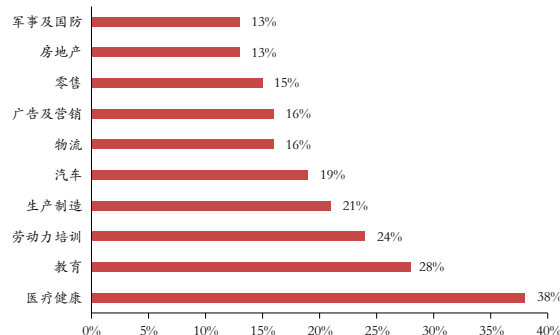
随着科技发展与政策支持，虚拟现实技术已由理论技术逐步落实到特定场景，AR/VR 产业规模增长空间广阔，落地场景丰富多元。根据中国电子信息产业发展研究院数据，2021 年我国虚拟现实产业总体规模达 1129 亿元，预计 2026 年将增长至 3500 亿元，CAGR 达 25.4%，未来市场规模将迅速扩大，增长空间广阔。应用场景方面，根据 Perkins Coie，除了游戏等娱乐领域外，VR/AR 开始逐步涉足于医疗、教育等新领域，2021 年医疗健康、教育、劳动力培训与生产制造领域的渗透率均超过 20%，落地场景趋于多元。

图表 93. 我国虚拟现实产业总体规模



资料来源：《2022 年虚拟现实产业发展白皮书》，中银证券

图表 94. 2021 全球 AR/VR 各场景渗透率



资料来源：Perkins Coie，中银证券

AR/VR 是实现各行业数字化转型的支柱型技术，为 2C/2B/2G 端诸多行业赋能。2C 端包括旅游、电影、购物等多个领域；以旅游行业为例，通过 VR/AR 技术与文化旅游相结合，衍生出沉浸式实景体验、未来景区等数字化文旅消费场景。2B 端如工业生产等行业通过 VR/AR 技术与工业互联网结合，使平台智能化、流程化、数字化，大幅提升工作效率，减少运营成本。2G 端以教育行业为例，通过虚实融合的沉浸式在线课堂，促进优质教育资源共享，赋能智慧课堂；而 VR/AR 技术为医疗等民生领域的赋能提升了民生质量，并延伸出手术专用触觉手套、VR 戒毒系统等产品。加速传统行业的数字化转型、利用 VR/AR 相关技术与传统产业进行深度融合的“虚拟现实/增强现实”是未来趋势所在，可有效提高生产效率和生活品质。

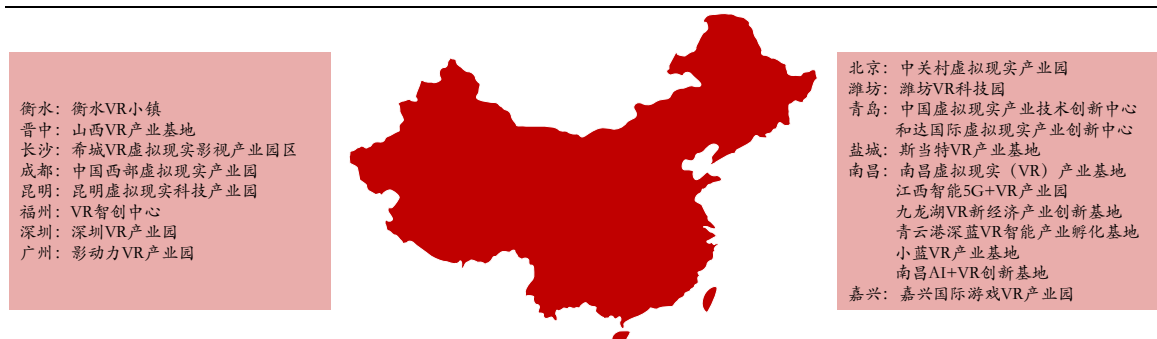
图表 95. AR/VR 应用领域广泛



资料来源：《2022 年虚拟现实产业发展白皮书》，中银证券

虚拟现实已成为全国各地产业经济布局的焦点。各地在政策支持下纷纷推进虚拟现实产业园区项目，园区可以汇集 AR/VR 相关企业与研究机构，增强产业配套能力，最终能够提高智能制造水平，完善智能产业链，发展当地产业经济规模。据中国电子信息产业发展研究院数据，目前全国范围内已有 14 个地区共 20 个虚拟现实产业园区，其中南昌市占据 6 个，是我国 AR/VR 领域的先锋城市。

图表 96. AR/VR 应用领域广泛



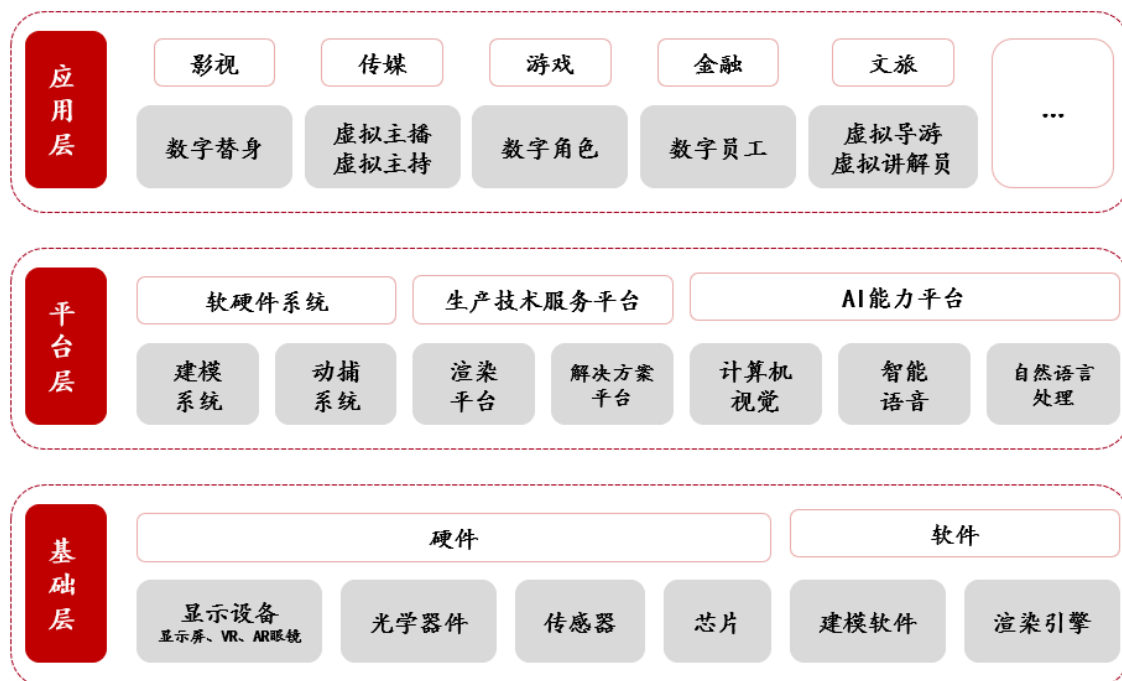
资料来源：《2022 年虚拟现实产业发展白皮书》，中银证券

AR/VR 发展态势迅速，落地场景广泛，但相关技术仍存在一定缺陷。目前感知延伸技术、实时三维建模技术、精确定位技术等都有提升空间。用户体验方面，软硬件产品清晰度、沉浸感仍需增强，同时眩晕感和人眼疲劳感仍需改善。未来在政策持续推进的大环境下，随着科技水平的不断提高、应用技术的不断落地，虚拟现实将逐步与各传统行业融合，其市场前景具备充足的想象空间。

虚拟人产业链结构逐步清晰，多领域发展携手并进

虚拟人产业已经发展出了由技术层、平台层、应用层组成的产业链结构。虚拟人的基础技术层为虚拟人的生产制作提供技术支持。平台层是将技术层中各独立技术进行串联，应用在具体的项目设计中，平台层目前在高速发展中，竞争壁垒主要如何在如何结合技术能力和文化设计能力。随着 AI、算法、5G 网络等技术发展，制作环节成本仍有下降空间。虚拟人应用层将虚拟人应用于各行业领域。虚拟人相关技术首先在影视、传媒和游戏领域有了多年应用的积累。目前在金融、文旅等领域，虚拟人凭借其 AI 技术的结合，以及成本、表现力优势逐步开始提供数字员工、虚拟导游等服务。

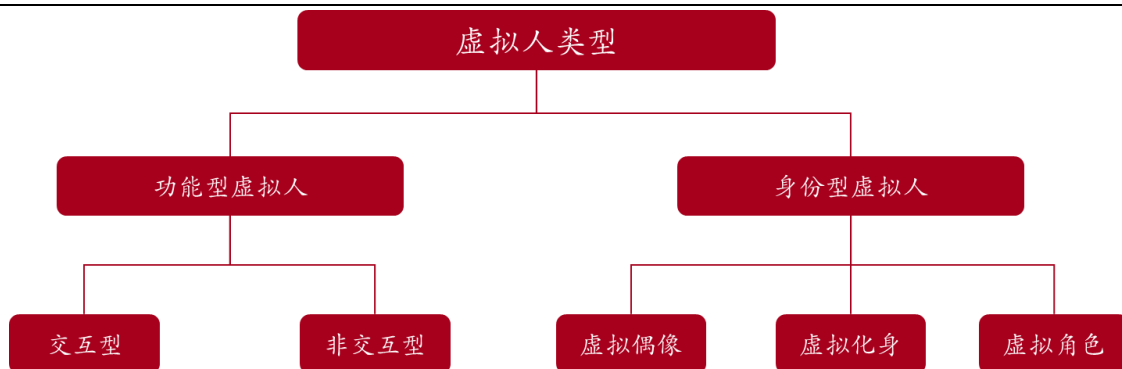
图表 97. 虚拟人行业图谱



资料来源：《2020 年虚拟数字人发展白皮书》，中银证券

功能型与身份型是当前虚拟人应用中最根本的两个类别。功能型虚拟人主要以替代人工生产，提高效率为目的。身份型虚拟人则是超越“替代”，拥有独立身份，被赋予个性的人格特征，参与现实生活中的娱乐和社交，以创造经济收益。其又可细分为虚拟偶像类、虚拟角色类、虚拟化身类三种。

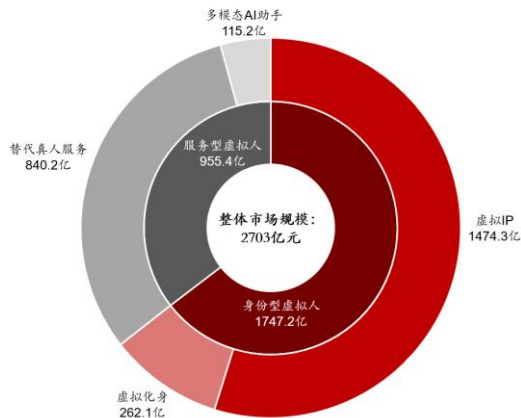
图表 98. 虚拟人类型



资料来源：量子位，中银证券

从早期无形态的语音机器人，到可以简单交互的虚拟助手，如今更是向更具真人模态的实时交互虚拟人发展，功能型虚拟人至今已经被应用于多种领域。随着技术的成熟，其应用深度和广度都将被进一步开拓，在未来元宇宙中，功能型虚拟人更是必要的基础设施，担任虚拟世界 NPC 角色。根据量子位预测，2030 年功能型（服务型）虚拟人的市场规模将达到 955.4 亿人民币，占虚拟人整体市场规模的 35.4%。

图表 99.虚拟人应用场景市场规模预期（2030 年）



资料来源：量子位，中银证券

目前功能型虚拟人主要的应用领域有传媒、金融、文旅等。在传媒领域，广电总局发布《广播电视和网络视听“十四五”科技发展规划》，明确提出推动虚拟主播广泛应用于新闻播报、天气预报等节目生产。功能型虚拟人在金融领域的应用较晚，2018 年才初具规模，但随着行业对金融科技投入的持续加大，虚拟人应用在金融领域迅速崛起。从金融市场细分结构来看，虚拟人应用目前主要集中在银行业。降本增效是虚拟人加速在金融业渗透的主要原因，虚拟人作为数字产能，一经研制便能多地、多场景、多次且持续地使用，抛除支持虚拟人的硬件设备成本，应用的边际成本几乎为零，且智能化服务能达到标准的统一。就文旅而言，与互联网旅游、智慧旅游、虚拟旅游等有强联动性的数字文旅产业经过疫情的催化正蓬勃发展，以虚拟讲解员、虚拟导游为代表的功能性虚拟人将成为未来数字文旅的重要一环。

图表 100.功能型虚拟人主要应用领域

领域	应用场景	角色
传媒	非交互式虚拟人支持从文本和音频一键式生成标准化的视频内容，实现节目的快速产出；交互式虚拟人在标准化产出内容时，还可以与观众实时互动，优化观看体验	虚拟新闻主播 虚拟手语主播 虚拟主持人
文旅	应用于博物馆、科技馆、主题乐园等的导游与解说	虚拟导游 虚拟讲解员
金融	代替人工客服或顾问实现以客户为中心的高效服务	虚拟客服 虚拟经理 虚拟引导员
医疗	以数字人实现在线医疗诊断与家庭医疗陪护	虚拟导诊员 虚拟医生
教育	用虚拟人完成既定的课程内容讲授，或借助 AR/VR 构建个性化学习场景	虚拟老师

资料来源：《2020 年虚拟数字人发展白皮书》，中银证券

虚拟人的制作流程涵盖了诸多技术，制作方式仍在逐步进化中，存在某些步骤互相融合的趋势，但尚未有完全定型的整套解决流程。从整个虚拟人的制作流程来看，目前的制作方式自动化程度低，尤其是3D虚拟人需要大量的人工参与，AI、算法的开发和建模数据积累还需要时间，尚难以实现高效率地生产高质量虚拟人。因此从制作成本上看，一个标准化的功能型虚拟人项目（客服、导游等）基本需要投入十几万-几十万区间的成本，具体数额取决于建模精细度、渲染实时性、交互深度等技术细节。而虚拟偶像、虚拟KOL等制作成本则要更高，例如“邓丽君”虚拟人、柳夜熙等，成本高达上百万，如要在舞台现场表演呈现更好的效果，则成本更高。

我们预计未来虚拟人成本有很大的降低空间，主要依赖于技术进步。云计算可以帮助降低建模和渲染阶段的算力成本，5G通信技术降低网络传输成本，再加上AI、算法、机器训练、大数据的配合。未来或将出现综合的虚拟人制作引擎，有效地将各类技术串联应用，大幅度降低虚拟人制作门槛。目前已有部分平台层公司致力于发展虚拟人制作引擎，提供更有效率的制作平台服务。

NFT：海外交易规模旺盛，国内巨头推进布局

NFT（非同质化通证）是一种架构在区块链技术上的加密数字权益证明，其具有不可复制、篡改、分割的特点，因此能够实现数字资产版权的确权、赋能数字资产的交易流转，能够为用户提供收藏性、投资性与功能性等多种消费价值。NFT是构成元宇宙经济体系重要的底层设施。

NFT行业产业链分为基础设施层、项目创作层和衍生应用层。基础设施层为铸造和交易NFT提供底层技术基础，主要涵盖底层公链、侧链/Layer2、开发工具、代币标准、存储以及钱包。项目创作层主要是铸造和发行NFT，涉及项目发行方和一级交易平台，其中内容创作者通过底层技术和协议来铸造NFT，并且在一级市场进行发行以获取收益。衍生应用层主要是基于NFT衍生出的应用，包括NFT二级市场、NFT交易数据平台、NFT社交平台等；衍生应用层主要通过流量和需求进行变现。

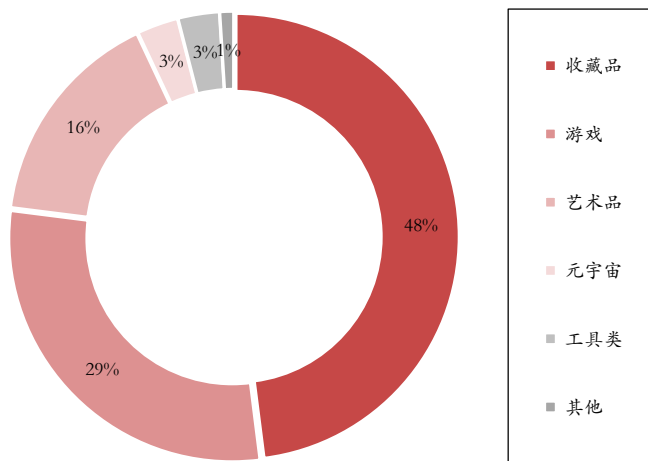
图表 101. NFT 行业产业链



资料来源：零伽壹，中银证券

NFT交易规模增长迅猛，应用领域广泛。据Nonfungible数据，全球NFT交易额由2018年的2.06亿美元增长至2021年约15亿美元，复合年增长率高达93.8%。在应用领域方面，艺术/收藏品、游戏为NFT主要落地场景，合计占据93%的市场份额；除此之外，NFT在音乐、体育等领域的应用也呈现出欣欣向荣姿态，未来随着元宇宙相关概念更加成熟与普及，NFT的落地场景将更为多样化。

图表 102. 2021 年 NFT 下游应用领域分布



资料来源: Nonfungible, 中银证券

我国对 NFT 代币交易采取较强的监管态度。2021 年 9 月, 国家发改委等 11 部门发布《关于整治虚拟货币“挖矿”活动的通知》, 将挖矿列为淘汰类产业; 《关于进一步防范和处置虚拟货币交易炒作风险的通知》则明确了虚拟货币不具有与法定货币相同的法律地位, 相关业务活动属于非法金融活动。未来随着 NFT 应用的发展与流行, 针对 NFT 的法律性质、交易方式、监督主体、监督方式等监管政策将逐步落地; 因此 NFT 相关商业模式在中国将寻求不同于国外的发展路径, 更多的发挥 NFT 数字产权保护的功能, 向无币化 NFT 方向倾斜。

图表 103. 主要企业投资/布局情况

时间	政策	部门	内容
2013/12	《关于防范比特币风险的通知》	中国人民银行等五部委	明确比特币是一种特定的虚拟商品, 不具有与货币等同的法律地位, 不能且不应作为货币在市场上流通使用。但是, 比特币交易作为一种互联网上的商品买卖行为, 普通民众在自担风险的前提下拥有参与的自由。 规定各金融机构和支付机构不得以比特币为产品或服务定价, 不得买卖或作为中央对手买卖比特币, 不得直接或间接为客户提供其他与比特币相关的服务
2017/9	《关于防范代币发行融资风险的公告》	中国人民银行等 7 部门	明确代币发行融资本质上是一种未经批准非法公开融资的行为, 涉嫌非法发售代币票券。非法发行证券以及非法集资、金融诈骗、传销等违法犯罪活动。 规定任何组织和个人不得非法从事代币发行融资活动。
2021/9	《关于整治虚拟货币“挖矿”活动的通知》	国家发改委等 11 部门	宣布虚拟货币“挖矿”活动将被正式列为淘汰类产业。
2021/9	《关于进一步防范和处置虚拟货币交易炒作风险的通知》	中国人民银行等 10 部门	明确比特币、以太坊等虚拟货币不具有与法定货币等同的法律地位; 相关业务活动属于非法金融活动。 从“建立健全应对虚拟货币交易炒作风险的工作机制”“加强虚拟货币交易炒作风险监测预警”等角度防范和处置虚拟货币交易炒作风险。

资料来源: 中国政府网, 中银证券

NFT 平台需要持有不同牌照来开展不同的业务, 且牌照的获取具有一定难度。如音乐作品 NFT, 相关平台需办理得到《网络出版服务许可证》、《信息网络传播视听节目许可证》、《网络文化经营许可证》、《增值电信业务经营许可证》; 需要的牌照不仅较多, 且获取难度较大, 如《信息网络传播视听节目许可证》国有独资或控股企业才可申请办理。因此在各项政策监管下, NFT 的流动性以及交易性受到较大限制, 目前用户对 NFT 作品主要以收藏为主。

图表 104. NFT 平台开展业务所需牌照

业务	需要的证照/备案	主管部门
NFT 艺术品信息发布、付费广告等业务(业务可能涉及信息发布平台和递送服务)		
NFT 艺术品检索,为用户提供 NFT 艺术品信息等(业务可能涉及信息搜索查询服务)	增值电信业务经营许可证 (业务类别:B25 类信息服务"ICP 证")	各省、自治区、直辖市电信管理机构
NFT 艺术品评价,为用户提供商品评价功能等(业务可能涉及信息社区平台服务)		
数字唱片公司等合作方作为第三方入驻平台参与 NFT 的交易	增值电信业务经营许可证 (业务类别:B21 类信息服务业务, "EDI 证")	各省、自治区、直辖市电信管理机构
平台制作编辑音乐、视听作品 NFT, 且通过互联网形式向公众提供该音乐、视听作品及其 NFT	信息网络传播视听节目许可证	播放平台运营主体所在地的省级广播电视电影电视主管
将音乐娱乐、网络表演、网络艺术品等进行复制、发行以及提供用户浏览、欣赏、使用或下载的在线传播行为	网络文化经营许可证	各省、自治区、直辖市人民政府文化行政部门
将绘画作品、艺术摄影作品、工艺美术作品等艺术品的数位文件铸造为 NFT, 进而销售、鉴定、评估等	艺术品经营业务备案	文化行政部门

资料来源: 头豹, 中银证券

数字藏品是 NFT 的一种应用形式, 其未来发展具备较大潜力。根据 Forcechain 数据, 2022 年二季度数字藏品发行总额是去年四季度的 8 倍, 数字藏品行业规模大幅增长。虽然目前国内数字藏品不具备交易属性, 但企业可依靠数字藏品增加企业知名度, 利用数字藏品模式为商品赋能, 提升商业价值, 同时基于未来开放数字藏品二级市场的预期, 国内多家大厂如阿里、腾讯等纷纷入局数字藏品赛道; 2022 年 9 月央视网推出数字藏品发售平台“央数藏 (YSC)”, 获得巨大成功。由于数字藏品本身的独特性、唯一性使其拥有收藏价值, 同时具备确权保护、防伪等作用, 叠加未来对二级市场交易的预期, 我们预计数字藏品具备较大发展潜力。

图表 105. 各公司布局数字藏品赛道

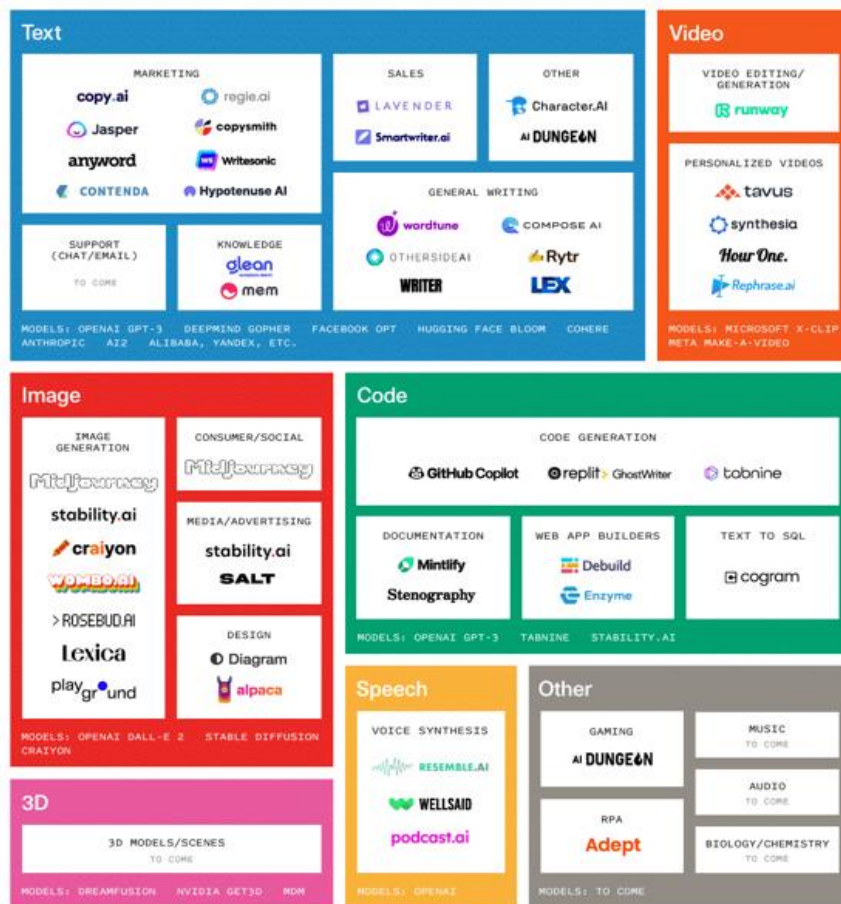
企业/机构	平台名称	代表藏品
中央电视台	央数藏	敦煌神鹿呦呦系列
阿里巴巴	鲸探	大美河山系列
腾讯	幻核	洛阳龙门数字石刻系列
百度	星际口袋	敦煌 12 生肖系列
中文在线	第五境面	“童年”主题数字藏品
蓝色光标	MEME	预见 ME 系列

资料来源: 百度, 腾讯, 中银证券

AIGC：迭代速度爆发式发展，逐步展现独特价值

AIGC 即人工智能创作内容，作为继 PGC、UGC 后新兴的内容生产方式将为内容以及营销领域带来前所未有的挑战及机遇。在 2021 年，AIGC 基本局限于文字内容生产，而其迭代速度由于深度学习模型不断完善、开源模式的推动等原因呈现指数级爆发，随着自然语言生成技术 NLP 和 AI 模型的逐步发展已基本实现自动生成较高质量的文字、图片、音频、视频内容。随着预训练模型深度学习算法数据的累积以及其商业化潜力的进一步发掘，AIGC 将快速步入爆发式发展阶段。

图表 106. AIGC 应用场景及相关公司



资料来源：红杉资本，中银证券

目前 AI 技术主要应用于内容的生产端，其中 AI 视觉艺术由于其提供的视觉信息具备更广泛应用场景而具备更强的传播能力，代表性的 AIGC 绘画已成为 AIGC 领域的现象级功能。2022 年 10 月，仅成立两年的 AI 驱动视觉艺术公司 Stability AI 宣布完成 1.01 亿美金种子轮融资，估值达 10 亿美金。目前仅旗下 DreamStudio 模型已拥有超 150 万用户，并创建超 1.7 亿张图像。

图表 107. 海外 AIGC 独角兽投融资概况

公司	成立时间	业务	融资阶段	最近融资	当前估值	投资人
Open AI	2015 年	核心技术引擎	A 轮	\$10 亿	\$200 亿	微软、Khosla Ventures
Copy AI	2021 年	AI 写作	A 轮	\$1100 万	-	WVC、红杉资本、老虎
Stability AI	2019 年	AI 绘画	种子轮	\$1.01 亿	\$10 亿	Coatue Management
Jasper AI	2021 年	AI 写作	-	\$1.25 亿	\$15 亿	Insight Partners、IVP
Descript	2017 年	AI 绘画	B 轮后	-	\$5.5 亿	Open AI、A16Z、红点

资料来源：IPO-Global，中银证券

AIGC 绘画在发展的过程中快速降低使用门槛和成本。作为工具 AIGC 绘画能创新性地辅助灵感捕捉，如在产生创意时其有能力通过大量生成草图以将创意初步固定，并在后续大幅降低与合作者的沟通成本，大大简化创意的实现环节。而在创意的萌发阶段，AIGC 绘画也能通过相关词汇生成一系列差别迥异的作品，为创作者提供进一步发散的空间。从成本的角度来看，AIGC 绘画有望辅助艺术、影视、游戏等创意相关行业从业者降低成本的同时大幅提升效率。

目前 AIGC 绘画较为依赖创作者给出的关键词指引，并不能实现文本与图像的关联，即其并不了解自己产出的绘画背后的意义，未来随着技术的进一步发展，AIGC 或许有能力成为具备自主性创造能力的内容供应者。目前在仅做为创作工具完成人类所传达的设想之外，AIGC 在广告创意领域也有所尝试，2017 年日本麦肯广告就展示了创意编剧机器人 AI-CD β，Copy.ai 也可通过 AI 写作广告营销文案。

图表 108. AI 营销场景、案例及公司

营销场景	典型案例及公司
AI 生成创意	日本麦肯广告用 AI-CD β 来担当广告片的创意编剧。
AI 生成策略	Albert.ai: 为品牌推广提供自助式市场活动管理及规划的营销 CaliberMind: 市场及客户信息等数据的分析，实现精准的沟通。
AI 生成图片	MidJourney: 输入场景描述性文字通过人工智能产出相对应的图片。 Dall-E: 用户输入文字说明机器直接生成图像。
AI 生成文本	Jasper.ai: 用 AI 技术帮助企业和个人撰写营销推广文案。 Copy.ai: 通过 AI 帮助用户几秒钟内生成高质量的广告和营销文案。 Persado: 结合精准用户画像，实现个性化文案。
AI 生成视频	Gliacloud: 输入文本链接，拼凑式自动生成说明类型的视频。 Lumen5: 从博客及新闻类似的页面中获得素材自动生成视频。
AI 生产其他 (品宣物料)	Zyro: 生成网站及公司介绍、企业价值、Slogan 和 logo 等。 Rosebud.ai: 结合营销数据生成无版权图像。 Tailor Brand: 公司能够为促销产品或社交媒体活动设计 LOGO 和创意。 Affectiva: 通过分析人类的复杂面部表情及语言表达来识别人类情绪。

资料来源：IT 新闻网，中银证券

11 月 30 日，OpenAI 发布了全新的聊天机器人模型 ChatGPT，面世一周已有超过 100 万用户使用。ChatGPT 具备代码理解与生成功能，对输入内容有较强的理解能力，且能在大部分知识领域给以专业答案，能做到知识讲解、写小说、检查代码 BUG 等，尽管其内容不一定符合预期，但或许随着技术的进一步发展，在工具之外，AIGC 还将成为高效获取知识的新渠道。根据 Gartner，生成式人工智能将在 2025 年占据所有生成数据的 10%。尽管距离通用人工智能还有很长的路要走，且 AIGC 也面临着在知识产权、技术伦理等方面的挑战，但其在很多领域已逐步展现出独特的价值。

图表 109. 使用 ChatGPT 生成代码演示图

S 写一段Python代码，把图片转成CSV文件格式



Copy code



```
# 导入必要的库
import csv
import numpy as np
from PIL import Image

# 加载图片
img = Image.open('image.jpg')

# 获取图片的像素值，并转换为NumPy数组
img_array = np.array(img)

# 将NumPy数组转换为CSV格式
with open('image.csv', 'w', newline='') as csvfile:
    writer = csv.writer(csvfile)
    for row in img_array:
        writer.writerow(row)
```

上面的代码演示了如何将一张图片转换为CSV格式。首先，它导入了必要的库，然后用Pillow库读取图片，并将图片的像素值转换为NumPy数组。最后，它将NumPy数组转换为CSV格式并写入文件。

资料来源：ChatGPT，中银证券

投资建议

疫情防控优化，宏观经济和消费复苏前提下，我们首先建议关注在即时零售/外卖和到店消费龙头的**美团-W (3690.HK)**，以及即时零售和电商物流壁垒较强的**京东-SW (9618.HK)**。广告投放需求恢复弹性较大，推荐短视频平台**快手-W (1024.HK)**、整合营销优势显著的**哔哩哔哩 (9626.HK)**，以及大品牌营销主要平台**微博-SW (9898.HK)**；建议关注视频号和小程序广告正在加速发力的**腾讯控股 (0700.HK)**；线下广告建议关注**分众传媒 (002027.SZ)**。

内容消费板块建议重点关注游戏中的头部公司，**三七互娱 (002555.SZ)**、**心动公司 (2400.HK)**、**完美世界 (002624.SZ)**和**吉比特 (603444.SH)**；在线视频推荐**芒果超媒 (300413.SZ)**和**爱奇艺 (IQ.O)**；影院和影片制作建议关注院线龙头**万达电影 (002739.SZ)**，制作体系成熟的**博纳影业 (001330.SZ)**和**光线传媒 (300251.SZ)**。

长期来看，线下服务数字化趋势中我们建议关注**BOSS 直聘 (BZ.O)**、**阿里健康 (0241.HK)**、**京东健康 (6618.HK)**、**平安好医生 (1833.HK)**。海外市场拓展中，推荐依托 TikTok 平台发展海外电商的**乐享集团 (6988.HK)**，建议关注北美电商发展势头迅猛带来新成长性的**拼多多 (PDD.O)**。元宇宙主题中，推荐 Web3.0 概念标的、红人经济领头公司**天下秀 (600556.SH)**，建议关注 NFT 和 AIGC 概念标的**视觉中国 (000681.SZ)**、**中文在线 (300364.SZ)**，虚拟人概念标的**蓝色光标 (300058.SZ)**，虚拟现实技术概念标的**风语筑 (603466.SH)**。

快手-W (1024.HK)

我们预期公司 2023 年外循环广告收入将有强劲的复苏，同时内循环广告需求坚挺；直播内容类型丰富，用户流量增长稳健，直播收入主要由付费率推动；电商复购率保持较高水平，私域化特性明显，品牌化增强。货架电商、本地生活、快聘等业务积极探索变现，海外地区和新业务严控投入效率，有望较预期更快实现全集团盈亏平衡。

我们预计 2022-24 年收入 928.93/1099.43/1254.31 亿元；调整后净利润-60.89/9.97/51.17 亿元。维持**买入**评级。

图表 110. 快手-W 盈利预测摘要

年结日：12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	58,776	81,082	92,893	109,943	125,431
变动 (%)	50.2	37.9	14.6	18.4	14.1
经调整净利润(人民币 百万)	(7,864)	(18,852)	(6,089)	997	5,117
变动 (%)	n.a.	(139.7)	67.7	n.a.	413.3
经调整每股收益(人民币)	(8.44)	(4.46)	(1.44)	0.24	1.21
前次预测每股收益(人民币)	(8.44)	(4.46)	(1.70)	0.23	1.61
调整幅度 (%)	n.a.	n.a.	15.16	2.93	(24.59)

资料来源：公司公告，中银证券预测

哔哩哔哩-W (9626.HK)

我们认为 2023 年 B 站用户流量将仍然保持强劲的增速，用户粘性强；宏观经济逐步复苏后，预期 story mode 和平台整合营销能力能够使广告收入恢复较快的增速；OGV 和直播内容具有独特竞争力；计划在 2023 年开始上线自研游戏产品。长期来看，未来公司自研游戏上线表现良好、主站商业化效率能够持续提升的情况下，核心业务增长仍具潜力。

考虑到 2023 年宏观经济恢复力度和节奏的不确定性，我们预计 2022/23/24 年公司营业收入 219.27/268.45/342.08 亿元，同比增长 13%/22%/27%；预期公司亏损持续收窄，2022/23/24 年 non-GAAP 归母净利润亏损预计为 65.65/32.38/2.64 亿元。维持**买入**评级。

图表 111. 哔哩哔哩-W 盈利预测摘要

年结日：12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	11,999	19,384	21,927	26,845	34,208
变动 (%)	77	62	13	22	27
Non-GAAP 净利润(人民币 百万)	(2,580)	(5,478)	(6,565)	(3,238)	(264)
变动 (%)	(142)	(112)	(20)	51	92
Non-GAAP 每 ADS 收益(人民币)	(7.3)	(14.0)	(16.6)	(8.2)	(0.7)
市盈率(倍)	(16.9)	(8.8)	(7.4)	(15.0)	(184.3)
前次每 ADS 收益(人民币)	(7.3)	(14.0)	(17.8)	(10.3)	(1.8)
调整幅度 (%)	n.a.	n.a.	6.5	20.8	61.9

资料来源：公司公告，中银证券预测

微博-SW (9898.HK)

公司广告需求恢复趋势与宏观经济同步，我们预计 2023H2 广告业务开始有更加强劲和稳定的复苏。另外，不同行业恢复节奏不一，新能源汽车、奢侈品、游戏等行业投放恢复预计稍快，美妆个护等行业在 2023 年上半年仍以清库存的营销需求为主。微博平台内容策略将继续聚焦社交粘性和重点垂直领域。

考虑到 2023 年下半年品牌广告投放恢复会更加强劲，同时汇率对美元报表影响较大，我们预计 2022/23/24 年营业收入 18.46/19.73/21.91 亿美元，non-GAAP 净利润 5.59/6.75/7.42 亿美元。维持 **增持** 评级。

图表 112. 微博-SW 盈利预测摘要

年结日：12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(美元 百万)	1690	2257	1846	1973	2191
变动 (%)	(4.36)	33.56	(18.23)	6.91	11.04
Non-GAAP 净利润(美元 百万)	547	719	559	675	742
变动 (%)	(14.12)	31.25	(22.22)	20.75	9.95
Non-GAAP 每 ADS 收益(美元)	2.34	3.10	2.36	2.84	3.12
市盈率(倍)	6.64	4.99	6.58	5.46	4.97
前次预测每 ADS 收益(美元)	2.34	3.10	2.52	3.17	3.75
预测变动 (%)	-	-	(6.45)	(10.38)	(16.91)

资料来源：公司公告，中银证券预测

芒果超媒 (300413.SZ)

我们预计宏观经济及消费复苏后一段时间，公司综艺节目招商在 2023H2 会有更好的投放恢复；芒果 TV 综艺播放表现持续显著好于市场，2023 年会员数量和收入增长预期好于广告；剧集表现稍弱，仍在发力阶段。预期 2023 年内容政策将好于 22H2，优质内容驱动公司业绩增长。

我们预计 2022/23/24 年营业收入 143.04/153.73/174.27 亿元，归母净利润为 21.32/24.20/28.43 亿元。维持 **买入** 评级。

图表 113. 芒果超媒盈利预测摘要

年结日：12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	14,006	15,356	14,304	15,373	17,427
变动 (%)	12.04	9.64	(6.85)	7.48	13.36
归母净利润(人民币 百万)	1,982	2,114	2,132	2,420	2,843
变动 (%)	71.42	6.66	0.83	13.54	17.46
每股收益(人民币)	1.11	1.17	1.14	1.29	1.52
市盈率(倍)	20.82	19.81	20.34	17.92	15.25
前次预测每股收益(人民币)	1.11	1.17	1.22	1.41	1.75
调整幅度 (%)	-	-	(6.60)	(8.25)	(13.16)

资料来源：公司公告，中银证券预测

爱奇艺 (IQ.O)

爱奇艺已连续三个季度实现 non-GAAP 盈利，22Q3 non-GAAP 净利润达新高；剧集质量和播放量表现稳定在行业头部，内容 ROI 明显优化，22Q3 内容成本占收入比例继续下降至 57.6%，可持续的盈利模式能够在 2023 年带来业绩增长。

我们预计 2022/23/24 年营业收入 287.04/304.41/317.30 亿元，non-GAAP 净利润 7.32/8.10/11.03 亿元，维持 **增持** 评级。

图表 114. 爱奇艺盈利预测摘要

年结日：12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入 (人民币 百万)	29,707	30,554	28,704	30,441	31,730
变动 (%)	2	3	(6)	6	4
Non-GAAP 净利润 (人民币 百万)	(5,444)	(4,666)	732	810	1,103
变动 (%)	38	14	n.a.	11	36
Non-GAAP 每 ADS 收益 (人民币)	(7.4)	(5.9)	0.9	0.9	1.2
市盈率(倍)	(2.4)	(3.0)	20.3	19.2	14.7
前次每 ADS 收益 (人民币)	(7.4)	(5.9)	0.6	0.8	1.1
调整幅度 (%)	n.a.	n.a.	33.7	16.7	5.9

资料来源：公司公告，中银证券预测

天下秀 (600556.SH)

公司主营业务是红人 KOL 广告投放，以中小广告主和腰尾部 KOL 为主，预计 2023 年宏观经济恢复后中小广告主投放恢复弹性较大品牌更大；元宇宙方面，公司持续探索相关领域的基础设施搭建，目前已经布局了开放平台“虹宇宙”、创作者机构爱马思、数字藏品交易工具“TopHolder 头号藏家”、底层文创联盟链 (Hashii 链) 等关键的元宇宙生态要素。

考虑到广告行业后于宏观经济和消费恢复，同时公司成本费用端仍有一定刚性支出，我们预计 2022/23/24 年营业收入 41.95/48.43/58.29 亿元，归母净利润 2.84/3.40/4.13 亿元。维持 **买入** 评级。

图表 115. 天下秀盈利预测摘要

年结日：12 月 31 日	2,020	2,021	2022E	2023E	2024E
销售收入 (人民币 百万)	3,060	4,512	4,195	4,843	5,829
变动 (%)	54.78	47.42	(7.01)	15.44	20.37
归母净利润 (人民币 百万)	295	354	284	340	413
变动 (%)	14.26	19.90	(19.73)	19.40	21.54
每股收益 (人民币)	0.16	0.20	0.16	0.19	0.23
市盈率(倍)	35.67	29.75	37.06	31.04	25.54
前次每股收益 (人民币)	0.16	0.20	0.19	0.21	0.27
调整幅度(%)	-	-	(15.18)	(10.18)	(14.10)

资料来源：公司公告，中银证券预测

乐享集团 (6988.HK)

公司 9M22 海外电商销售收入 19.29 亿港元，占收比提升至 80.4%。未来公司的业务重心仍将放在海外短视频电商上，我们提高对 2022 年海外电商 GMV 的预期至 30-35 亿港元。公司积极参与央企混改，共同组建的保利乐享文娱科技推出数字资产平台“空兼”；文化内容业务将帮助培育自有流量，实现更高效的流量商业闭环。

考虑到海外业务增长迅猛，我们上调 2022 年收入预期，但海外市场需较多前期投入，利润较高的国内市场仍待复苏，下调 2022 年净利润预期。预计 2022/23/24 营业收入 39.41/73.01/119.86 亿元，归母净利润 0.73/1.07/2.35 亿港元。维持 **买入** 评级。

图表 116. 乐享集团盈利预测摘要

年结日：12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(港币 百万)	924	1,396	3,941	7,301	11,986
变动(%)	71.7	51.1	182.3	85.3	64.2
归属普通股股东净利润(港币 百万)	139	245	73	107	235
变动(%)	81.2	76.4	(70.3)	47.0	119.6
每股收益(港币)	0.08	0.11	0.03	0.05	0.10
前次预测每股收益(港币)	0.08	0.11	0.06	0.10	0.11
调整幅度(%)	-	-	-40.08	1.04	19.59

资料来源：公司公告，中银证券预测

风险提示

- **宏观经济和消费恢复低于预期：**疫情防控优化后可能会出现多次感染潮，将影响宏观经济和居民消费能力的恢复，进而影响电商收入增速，影院、视频、游戏、阅读等文化娱乐消费也将受到影响。
- **多品类广告主需求持续低迷：**宏观经济环境的不确定将导致广告主投放广告的意愿降低，对电商、视频营销、院线广告造成不利影响。
- **市场竞争加剧导致行业利润率维持低位：**中国互联网整体渗透率已处较高水平，如果出现抢夺存量用户的竞争，将导致互联网企业利润率下滑。
- **超预期严格监管措施落地：**传媒互联网行业涉及反垄断、未成年人保护、内容审查等政策监管，如果有超过目前监管框架的政策条例出台，会对行业整体造成较大不利影响。
- **新技术发展不及预期：**元宇宙相关产业发展尚在早期，成本下降、商业化推广有赖于 AI、算法等技术进步。如果技术发展遇到瓶颈，产业链上的公司将面临较大的成本压力，难以盈利。

附录图表 116. 上市公司估值表——互联网营销

证券代码	证券简称	收盘价 (当地货币, 元)	总市值 (当地货币, 亿元)	EPS (财报货币, 元)				PE (倍)			PS (倍)		
				2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
1024.HK	快手科技	68.7	2,957.3	(4.46)	(1.44)	0.24	1.21	(42.61)	260.25	50.70	2.84	2.40	2.11
9898.HK	微博	129.8	307.1	21.60	16.39	19.76	21.69	7.07	5.87	5.35	2.14	2.00	1.80
9888.HK	百度集团-SW	116.6	3,223.3	3.70	3.30	6.13	6.94	31.58	17.01	15.02	2.31	2.09	1.90
002291.SZ	星期六	15.4	140.2	(0.90)	0.68	1.05	1.40	22.80	14.66	10.99	3.10	2.22	1.77
600556.SH	天下秀	7.1	127.8	0.20	0.19	0.21	0.27	38.12	33.81	26.60	2.89	2.41	1.99
002027.SZ	分众传媒	6.4	927.2	0.42	0.22	0.36	0.43	29.18	17.83	14.93	8.87	6.71	5.88

资料来源: Bloomberg, iFIND, 中银证券

注: 股价截止日为北京时间 2022 年 12 月 8 日, CNY:HKD = 0.91: 1, CNY:USD = 7.05:1; 盈利预测为一致预期; 快手科技、微博、天下秀盈利预测来自中银证券

附录图表 117. 上市公司估值表——电商

证券代码	证券简称	收盘价 (当地货币, 元)	总市值 (当地货币, 亿元)	EPS (财报货币, 元)				PE (倍)			PS (倍)		
				2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
9988.HK	阿里巴巴-SW	89.4	18,935.2	7.10	3.98	3.39	5.42	20.08	23.57	14.75	1.99	1.91	1.72
9618.HK	京东集团-SW	234.0	7,309.0	(1.14)	3.56	7.03	9.40	58.71	29.73	22.25	0.62	0.54	0.47
PDD.O	拼多多	85.8	1,085.1	6.14	23.94	28.09	36.48	24.95	21.26	16.38	5.81	4.62	3.88
VIPS.N	唯品会	12.6	76.8	7.67	9.33	9.33	10.11	9.40	9.39	8.67	0.52	0.49	0.46
300792.SZ	壹网壹创	29.5	70.5	1.45	1.23	1.60	1.89	24.02	18.46	15.63	4.93	4.08	3.62
300785.SZ	值得买	30.0	39.9	2.03	1.26	1.67	2.16	23.78	17.94	13.87	2.45	2.04	1.73

资料来源: Bloomberg, iFIND, 中银证券

注: 股价截止日为北京时间 2022 年 12 月 8 日, CNY:HKD = 0.91: 1, CNY:USD = 7.05:1; 盈利预测为一致预期

附录图表 118. 上市公司估值表——本地生活/O2O

证券代码	证券简称	收盘价 (当地货币, 元)	总市值 (当地货币, 亿元)	EPS (财报货币, 元)				PE (倍)			PS (倍)		
				2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
3690.HK	美团-W	178.3	11,035.3	(3.80)	(1.12)	0.92	3.12	(141.90)	172.65	51.13	4.53	3.57	2.86
BZ.O	BOSS 直聘	18.8	81.7	(3.22)	0.31	2.14	4.37	421.50	61.06	29.96	12.61	9.07	6.36
0241.HK	阿里健康	9.8	1,329.1	0.03	(0.04)	0.02	0.03	(240.10)	464.10	270.45	5.82	4.71	3.83
1833.HK	平安好医生	31.5	353.0	(1.37)	(0.93)	(0.63)	(0.27)	(30.40)	(44.82)	(103.10)	4.68	4.00	3.44

资料来源: Bloomberg, 中银证券

注: 股价截止日为北京时间 2022 年 12 月 8 日, CNY:HKD = 0.91: 1, CNY:USD = 7.05:1; 盈利预测为一致预期

附录图表 119. 上市公司估值表——影视院线

证券代码	证券简称	收盘价 (当地货币, 元)	总市值 (当地货币, 亿元)	EPS (财报货币, 元)				PE (倍)			PS (倍)		
				2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300413.SZ	芒果超媒	26.7	500.2	(14.00)	(16.62)	(8.20)	(0.67)	(1.61)	(3.26)	(39.98)	2.28	1.86	1.46
	哔哩哔哩												
9626.HK	-SW	189.0	755.8	1.17	1.14	1.29	1.52	148.21	130.54	111.13	4.72	4.39	3.88
300770.SZ	新媒股份	36.2	83.6	2.96	3.02	3.44	3.81	11.97	10.51	9.49	5.29	4.57	4.07
IQ.O	爱奇艺	3.2	27.3	(5.86)	0.85	0.90	1.18	25.89	24.52	18.73	0.66	0.62	0.60
300133.SZ	华策影视	5.1	96.6	0.22	0.25	0.29	0.34	20.32	17.52	14.94	2.55	2.12	1.83
300251.SZ	光线传媒	8.5	249.9	(0.11)	0.26	0.34	0.41	33.41	25.06	20.78	14.23	10.33	8.80
002739.SZ	万达电影	14.3	311.6	0.05	(0.18)	0.49	0.65	(81.48)	29.03	22.17	2.88	2.18	1.90
603103.SH	横店影视	14.4	91.5	0.02	0.16	0.32	0.54	90.13	45.06	26.70	4.57	3.31	2.88
600977.SH	中国电影	14.1	263.6	0.13	0.11	0.41	0.49	134.48	34.86	28.82	6.00	3.99	3.44
1896.HK	猫眼娱乐	9.1	103.5	0.32	0.23	0.42	0.57	35.76	19.09	14.25	3.46	2.55	2.22

资料来源: Bloomberg, iFIND, 中银证券

注: 股价截止日为北京时间 2022 年 12 月 8 日, CNY:HKD = 0.91: 1, CNY:USD = 7.05:1; 盈利预测为一致预期; 芒果超媒、哔哩哔哩、爱奇艺盈利预测来自中银证券

附录图表 120. 上市公司估值表——游戏

证券代码	证券简称	收盘价 (当地货币, 元)	总市值 (当地货币, 亿元)	EPS (财报货币, 元)				PE (倍)			PS (倍)		
				2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
0700.HK	腾讯控股	317.4	30,412.1	23.46	11.66	13.62	15.74	24.33	20.83	18.02	4.90	4.41	3.94
9999.HK	网易-S	112.2	3,684.6	5.13	6.24	6.22	6.88	16.06	16.13	14.58	3.41	3.15	2.87
2400.HK	心动公司	20.6	99.0	(1.80)	(1.21)	(0.09)	0.90	(15.21)	(207.34)	20.35	2.67	1.96	1.53
0799.HK	IGG	3.0	35.7	0.31	(0.35)	0.15	0.35	(8.54)	17.86	8.44	0.67	0.62	0.61
0302.HK	中手游	1.6	45.7	0.22	0.16	0.24	0.35	9.16	6.10	4.22	1.14	0.88	0.69
9990.HK	祖龙娱乐	4.4	35.5	(0.38)	(0.48)	0.13	(0.21)	(8.16)	31.44	(19.13)	3.22	1.70	2.51
002624.SZ	完美世界	13.7	265.2	0.19	0.88	1.02	1.17	15.53	13.40	11.68	3.05	2.61	2.34
603444.SH	吉比特	341.9	245.7	20.43	19.19	23.11	27.09	17.82	14.79	12.62	4.80	4.11	3.61
002555.SZ	三七互娱	17.6	390.8	1.31	1.35	1.59	1.80	13.06	11.07	9.79	2.32	2.01	1.78
300031.SZ	宝通科技	14.9	61.5	1.05	0.91	1.36	1.54	16.42	11.03	9.70	1.81	1.43	1.23
002605.SZ	姚记科技	14.6	59.3	1.43	0.97	1.22	1.55	15.03	11.95	9.44	1.48	1.31	1.13
300418.SZ	昆仑万维	14.4	170.2	1.31	0.89	1.11	1.29	16.11	12.95	11.17	3.39	2.95	2.62
603258.SH	电魂网络	21.0	51.6	1.41	1.42	1.63	1.83	14.82	12.86	11.43	5.30	4.40	4.03
600633.SH	浙数文化	9.1	114.5	0.41	0.42	0.57	0.63	21.81	16.02	14.48	2.31	2.09	1.90
300494.SZ	盛天网络	15.1	41.1	0.52	0.80	1.09	1.39	18.91	13.88	10.88	2.76	2.29	1.95
002517.SZ	恺英网络	7.0	150.0	0.27	0.51	0.67	0.84	13.72	10.36	8.33	3.84	3.05	2.49
300113.SZ	顺网科技	11.1	76.9	0.09	0.12	0.18	0.22	96.26	63.26	51.49	6.74	5.14	4.34
0700.HK	腾讯控股	317.4	30,412.1	23.46	11.66	13.62	15.74	24.33	20.83	18.02	4.90	4.41	3.94

资料来源: Bloomberg, iFIND, 中银证券

注: 股价截止日为北京时间 2022 年 12 月 8 日, CNY:HKD=0.91: 1, CNY:USD=7.05:1; 盈利预测为一致预期

附录图表 121. 上市公司估值表——出版

证券代码	证券简称	收盘价 (当地货币, 元)	总市值 (当地货币, 亿元)	EPS (财报货币, 元)				PE (倍)			PS (倍)		
				2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300788.SZ	中信出版	22.4	42.5	1.27	1.09	1.29	1.49	20.50	17.39	15.05	2.19	1.97	1.75
603096.SH	新经典	19.7	32.1	0.80	1.13	1.43	1.75	17.55	13.85	11.28	3.19	2.74	2.36
601098.SH	中南传媒	10.1	180.9	0.84	0.90	1.01	1.08	11.19	10.02	9.37	1.46	1.35	1.25
601928.SH	凤凰传媒	8.5	215.6	0.97	0.73	0.77	0.82	11.60	11.00	10.39	1.60	1.51	1.43

资料来源: iFIND, 中银证券

注: 股价截止日为北京时间 2022 年 12 月 8 日, CNY:HKD=0.91: 1, CNY:USD=7.05:1; 盈利预测为一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371