



创造财富 担当责任
股票代码：601881.SH 06881.HK

复苏必有时，新兴皆可期

——传媒互联网行业2023年度策略报告

银河证券研究院传媒互联网团队

岳铮

2022.12

中国银河证券股份有限公司
CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

目录



- 1. 2022年行业复盘：行业触底，增长可期
 - 2. 复苏进行时，深挖低估值板块
 - 3. 发展新引擎，续力拉动增长
 - 4. 估值建议及风险提示
- 

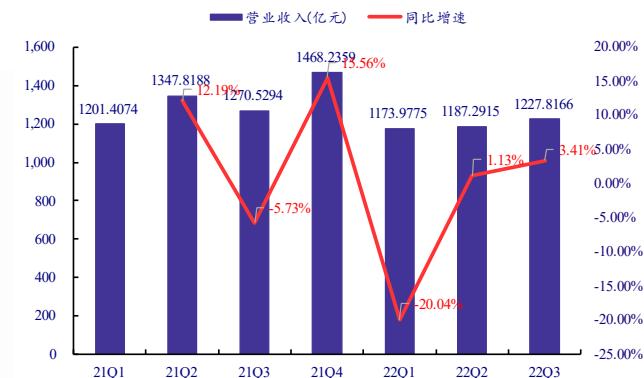
1. 2022年行业复盘：行业触底，增长可期



1.1 短期业绩面临压力

- 从A股市场看**，我们选取了传媒行业指数并从中剔除传媒行业次新股及ST股后，统计了135家企业从21Q1到22Q3的历史业绩表现。自2022年初以来，传媒行业（剔除后）季度营收出现明显下滑，直到22Q3实现营收1277.82亿元，同比上升0.57%；利润方面，由于21年政策收紧，行业自去年下半年以来整体表现不佳，于今年年初政策转暖后实现触底回升，但仍受疫情制约，目前尚未恢复至均值水平。
- 从港股市场看**，我们统计了腾讯控股、阿里巴巴-SW、美团-W、快手-W、百度集团-SW、网易-S六家头部互联网企业的情况。从收入端来看，2022年以来行业整体呈持续下降趋势，22Q3有所增长；利润端来看，多数公司22Q3利润高于预期，拉动行业利润增长，呈明显的反弹上升趋势。
- 总体来看**，2021年5月，行业迎来空前严厉的监管，中央网信办、中宣部、行业协会频频发布公告，开始对包括直播、游戏、电商在内的多个领域实行严格监管，直接导致广告投放收缩、游戏业务重创。2022年3月，全国范围内出现疫情反弹，经济发达的一线城市面临停工停产风险，宏观经济走弱。此外，突发的公共卫生事件影响企业预期，前期的战略投资部署未能达到预期回报，加之受到盈利下滑压力，利润出现负增长状态。短期波动因素缓解后，许多企业提出降本增效策略，加之政策回暖，行业业绩整体处于底部空间，回暖可期。

21Q1-22Q3(A股)传媒行业营业收入及同比增速



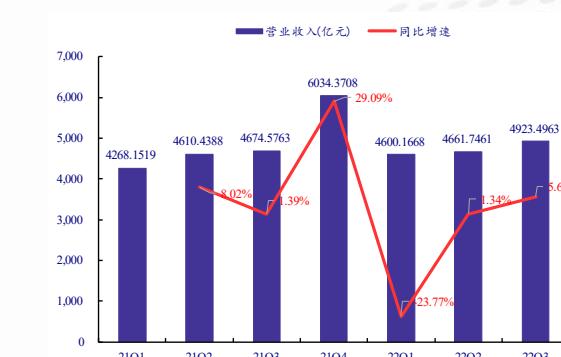
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

21Q1-22Q3(A股)传媒行业归母净利润及同比增速



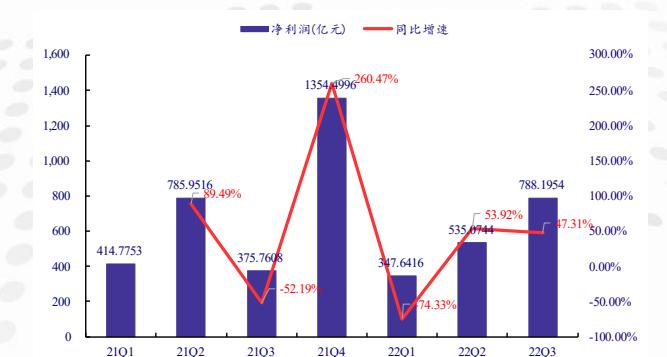
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

21Q1-22Q3 (港股) 传媒行业营业收入及同比增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

21Q1-22Q3 (港股) 传媒行业净利润及同比增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

1.2 互联网企业推行“降本增效”措施

- 优化业务、人员结构，降低成本开支。**今年以来，各互联网企业纷纷采取“降本增效”策略，以业务收缩、成本优化、人员结构优化等措施降低成本开支，提升运营效率。由于结构优化产生的开支需当期确认，因此财务报表层面还未显现明显成效。随着缩减业务的开支减少和人员结构进一步优化，预期降本增效的效果会在后期逐步体现。

互联网头部企业降本增效措施整理

企业	降本增效策略	具体措施
腾讯	退出非核心业务	1) 企业服务战略收缩，缩减亏损项目；云项目部署成本减少 2) 腾讯幻核停止发行数字藏品 3) 关停10余款应用，包括看点APP、VUE、掌上WeGame等
	降低营销开支	严格把控组织内部营销活动支出（尤其是与数字内容服务、企业服务、游戏及工具类产品相关）
	优化人员结构	持续优化员工人数和薪酬
阿里巴巴	优化成本	淘特、饿了么优化用户获取成本
	优化定价策略	淘宝菜优化定价策略
	提升平均消费金额	用户分层、分类运营，为多元消费矩阵提供不同服务，提升平均消费金额
	聚焦高ROI项目	1) 缩减所有远景不明确、价值不突出的项目 2) 以抖音为中心收缩边缘业务：头条调整直播、购物板块，由抖音提供服务内容；砍掉社交APP“派对岛”项目团队
字节跳动	缩减人员规模	1) 收缩招聘计划 2) 小范围裁员
	降低流量获取、转化成本	托管页打造高效营销闭环，提升流量获取及转化效率
快手	调整组织架构	从职能制调整为事业部制，各业务线权责更清晰
	推进成本、部署优化	推进分成成本、带宽成本和服务器部署等方面优化
美团	缩减人员规模	多个部门陆续收缩员工规模，主要集中在美团优选，到店事业群、快驴事业部也有涉及
	收缩新业务	快驴关停多个城市服务；美团买菜暂停苏州开城计划；美团优选撤出西北四省、关停北京大区
京东	调整、聚焦业务，改善结构	收缩新业务，改善品类结构

资料来源：腾讯控股，阿里巴巴，字节跳动，百度，快手，美团，京东，中国银河证券研究院

1.3 行业估值趋势向上，市场表现有所回暖

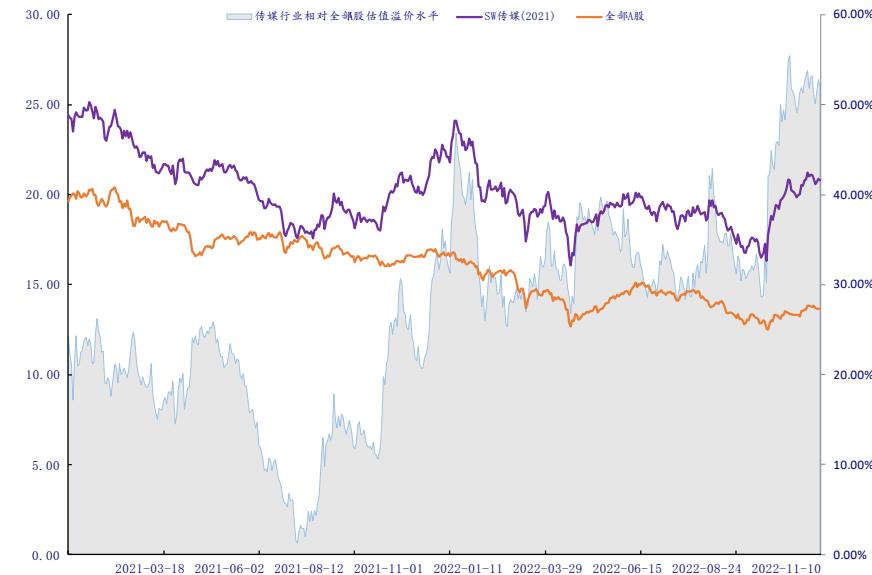
- 截至2022年12月15日，传媒板块自去年以来累计下跌27.23%，同期沪深300指数累计下跌24.98%。对比来看，传媒行业波动性更强，指数震荡调整也更久。自2022年以来，整体市场情绪较为悲观，指数一路下跌，在5月迎来小波拉升后又继续下行，之后行业指数走势与大盘市场趋同，且一直低于沪深300水平。
- 受到行业政策监管、宏观经济走弱、疫情等因素影响，目前行业整体估值处于底部位置。截至2022年12月15日，在剔除负值的情况下互联网传媒行业TTM整体约为20.78倍，较全部A股估值溢价约为52.13%，相较于过去几年出现明显下滑。结合行业基本面和市场情绪分析，短期来看，行业估值迎来修复性行情可能性较大，此时投资具有较高的性价比；长期来看，行业的整体需求有提升趋势，细分子市场开始发力，估值中长期依然具有提升空间。

传媒行业相对市场表现



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

传媒行业估值水平比较



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

1. 4政策持续向好，板块持续看好

- 政策持续向好，引导规范健康发展** 政策风口转暖、互联网监管常态化，强调“发展与规范并举”；同时，肯定互联网企业在推动经济社会发展中的积极作用，鼓励数字技术赋能实体经济。另一方面，中概股审计监管问题引发的退市风险初步得到缓解。3月，美国SEC将5家中概股公司列入“预摘牌清单”；几天后，金融委员会称中美沟通已取得积极进展，仍支持企业境外上市；8月底，中美签署审计监管合作协议，退市风险初步释放。

2022.1-2022.11 港股互联网指数变动趋势



资料来源：国务院，中共中央政治局，中央网信办会同国家发改委、工信部、市场监管总局等，中国银河证券研究院整理

1. 5疫情防控优化，受损行业期待复苏

- 优化疫情防控工作，利好疫情受损行业。**2022年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。2022年12月7日，国务院又公布了新十条防疫政策。现行版本相较于“第九版”，进一步优化了高风险人员管理、核酸检测要求、居家隔离规则等等，较之前有明显放松。防疫新政策的实施降低了线下活动的限制，影院、电商直播行业直接或间接受到利好。对于宏观经济而言，防控政策的优化可以有效缓解疫情对经济发展的阻碍，从而修复因疫情受损行业，未来受疫情影响较大行业有望迎来明显复苏。

防疫政策优化前后对比

第九版（22年6月）		二十条（22年11月）	新十条（22年12月）
隔离政策	7天集中隔离+3天居家健康检测 高风险外溢人员 7天集中隔离 蕨属高风险岗位从业人员 7天集中隔离或居家隔离	5天集中隔离+3天居家隔离 高风险外溢人员 7天居家隔离 5天居家健康监测	无症状感染者、轻型病例可以居家或选择集中隔离 密切接触者可以居家或选择集中隔离
风险研判	人员：密接、次密接 地点：风险等级“高中低”	取消次密接 风险等级“高低”	不得随意扩大；不得临时封控 无疫情学校正常开展线下教学，有疫情精准划定风险区 连续5天没有新增感染者的高风险区，要及时解封
核酸检测	未发生疫情地区全员检测	未发生疫情地区不得扩大核酸检测范围 风险岗位、重点人员开展核酸检测	缩小核酸检测范围、减少频次 除特殊场所外不要求提供核酸检测阴性证明，不查验健康码。
入境政策	登机前48小时两次核酸检测阴性 入境后核酸检测结果阳性旅客人数达到5个即暂停该航班	登机前48小时1次核酸阴性；阳性标准为核酸检测Ct值<35 取消熔断机制	维持二十条
其它		加强医疗资源建设；加快新冠肺炎治疗相关药物储备；推进疫苗接种；加大力度整治层层加码、一刀切政策	以二十条为基础优化 各地药店要正常运营，不得随意关停。加快推进老年人新冠病毒疫苗接种。非高风险区不得限制人员流动，不得停工、停产、停业。

资料来源：《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好防控工作的通知》，《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，中国银河证券研究院整理

2.复苏进行时，深挖低估值板块



2.1 互联网广告：经济发展拉动回暖

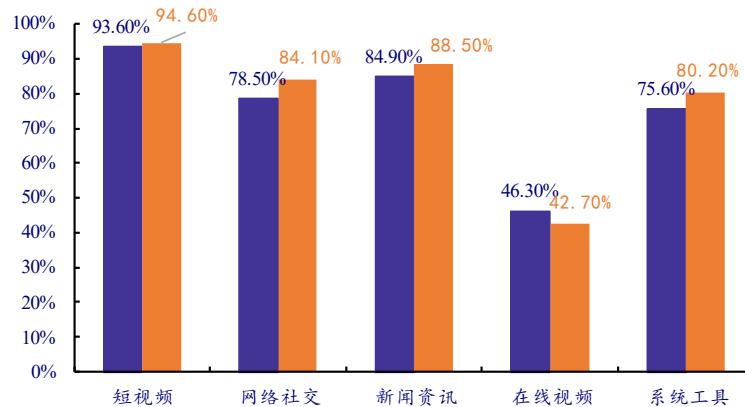
- 互联网广告市场有望回暖。**受宏观环境的影响，2022年上半年中国互联网广告市场规模萎缩2.3%；下半年宏观经济顶住冲击持续回暖，2022年Q3中国互联网广告市场规模为1663.3亿元，同比增长5.1%，预计后续互联网广告市场规模将随着宏观环境逐步复苏。在政策层面，各大部门及主管机构释放积极信号：十四五数字经济规划为线上平台注入强心针；22年9月颁布《互联网弹窗信息推送服务管理规定》，对互联网广告行业全面监管，促进互联网广告行业健康良性发展。政策托底加之经济发展，有望拉动2023年互联网广告市场回暖。

2020H1-2022H2 中国互联网广告市场规模及变化



资料来源：QuestMobile，中国银河证券研究院

2021&2022H1 Top5媒介行业CR2媒介 行业内互联网广告收入占比



资料来源：QuestMobile，中国银河证券研究院

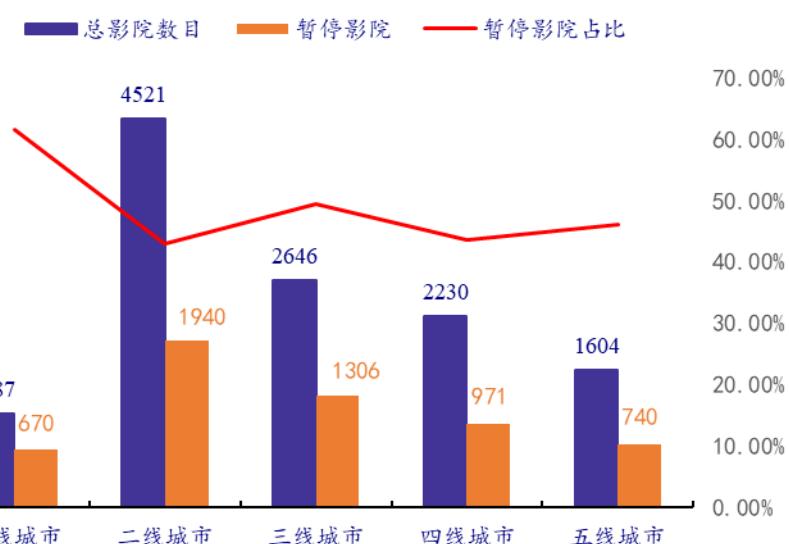
2.2.1影视：院线期待疫后复苏，营业率迅速恢复

- 疫情防控措施调整优化，影院有序开放。**多地优化疫情防控政策，将电影院列入恢复营业场所名单。全国影院营业率在一度跌破40%后开始显著回升。据灯塔数据最新统计，截至12月5日，全国影业营业率恢复45.5%，相较于今年历史最低营业率仅36%的11月29日，不到一周内增加26.4%。随着宏观背景的转暖，未来院线电影有望促进业绩修复，预计2023年国内电影票房市场将逐步复苏。
- 院线端集中度提高，银幕数量呈上升态势。**从全国电影市场来看，国家电影专资办公布的数据显示，2022年上半年全国新开业影院为415家，截至2022年12月，全国电影银幕总数达75640，相较于2014年增长190.54%。同时，由于疫情影响，影院行业遭受重创，电影单银幕产出低迷，影院生存压力加剧，部分中小影院退出市场，院线端集中度进一步提高。

2011-2022影院银幕数及变化



各票仓影院暂停开业情况（截至2022年5月）



资料来源：灯塔数据，中国银河证券研究院

2.2.2影视：贺岁片定档蓄势待发，影片储备充足

- 贺岁新片蓄势待发，期待爆款影片提升信心。**2022年12月已有十余部电影定档，包括科幻电影《阿凡达：水之道》《2067》《小小乔》，喜剧电影《保你平安》《绝望主夫》等等。放眼2023年，《流浪地球2》定档23年初一，市场给予较高期望；梁朝伟、郭富城主演的《风再起时》改档2023年。刘德华、张子枫主演的《危机航线》计划定档明年上半年。值得一提的是，2022年进口片引进头部内容缺席，北美票房TOP10影片中，仅《侏罗纪世界3》、《小黄人大眼萌：神偷奶爸前传》、《新蝙蝠侠》3部在中国上映。《阿凡达：水之道》的上映有望丰富进口电影内容。目前来看，在即将到来的贺岁档以及2023年上半年定档电影中，许多优质影片关注度较高，期待带领电影行业走出寒冬。

2022年11月院线电影票房排名

排名.影片名	单月票房(万)	票房占比	平均票价	场均人次	淘票票评分
1.扫黑行动	12849.77	25.1%	35.3	3	8.0
2.名侦探柯南：万圣节的新娘	10677.61	20.8%	29.1	5	9.1
3.万里归途	9097.36	17.7%	37.7	2	9.6
4.哥，你好	4296.36	8.4%	37.3	2	8.9
5.您好，北京	3721.85	7.3%	44.6	11	暂无
6.我的遗憾和你有关	2875.09	5.6%	32.8	2	暂无
7.坠落	1559.80	3.0%	31.5	2	8.3
8.钢铁意志	1346.87	2.6%	39.9	4	暂无
9.平凡英雄	828.62	1.6%	32.9	1	9.4
10.沼泽深处的女孩	332.40	0.6%	30.2	1	9.1

资料来源：灯塔数据，中国银河证券研究院

院线电影定档累计想看人数排行榜Top10（截至12.15）

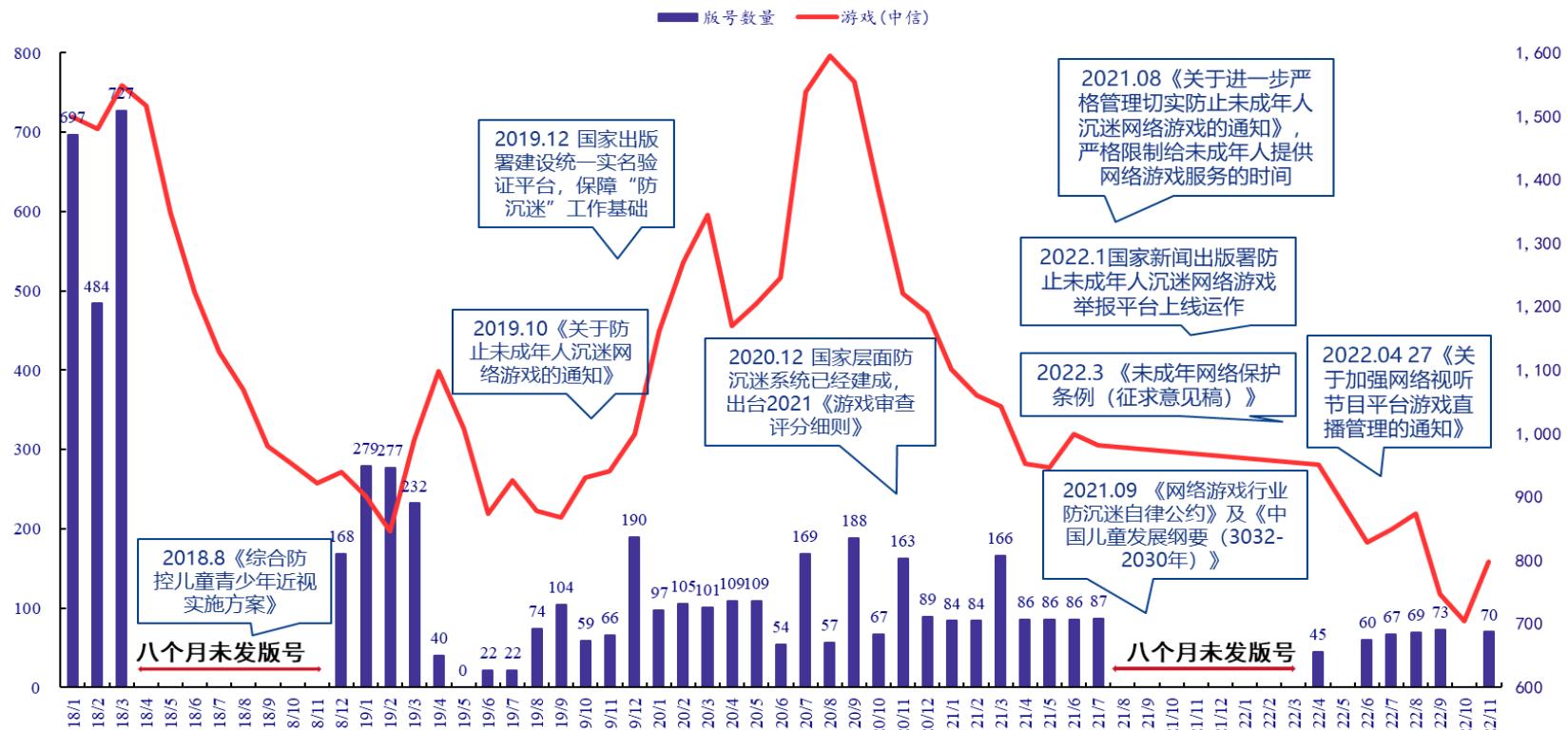
排名.影片名	想看人数（万）	上映时间
1.阿凡达：水之道	100.9	2022.12.16
2.超能一家人	57.1	2022
3.流浪地球2	55.0	2023.01.22
4.无名	42.8	2022
5.封神三部曲	37.5	2022
6.维和防暴队	33.3	2022
7.西游记真假美猴王	31.9	2023
8.热烈	27.3	2022
9.保你平安	26.9	2022.12.31
10.暗杀风暴	26.6	2022

资料来源：灯塔数据，中国银河证券研究院

2.3.1 游戏：版号发放恢复常态化，政策存在向好趋势

- 版号发放整体趋势向好，厂商归属趋向均衡** 自今年4月版号恢复下发后，2022年4/6/7/8/9/11月分别发放版号45/60/67/69/73/70款，共计发放了384个版号。从数量上来看，整体发放数量呈小步上升趋势；从产品归属上来看，第五次版号发放以来产品归属已趋向于均衡，腾讯网易等大厂产品均已在列。此外，多项监管政策已落地，本次版号复批以来也并未伴随着监管政策的进一步加码，并且11月16日人民网在《人民财评：深度挖掘电子游戏产业价值机不可失》文中给予行业两大价值肯定：一方面，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，以及游戏技术正成为推动不同产业进行数字化转型、走向数实融合、构建数字孪生体的重要工具；另一方面，游戏对破除文化壁垒、增强中华文明传播影响力的重要作用。我们认为目前国家针对游戏行业的相关监管政策已初步达到成效，未来政策或以引导为主。

2018.1-2022.11每月版号发放数量、指数变化及重点政策和事件梳理

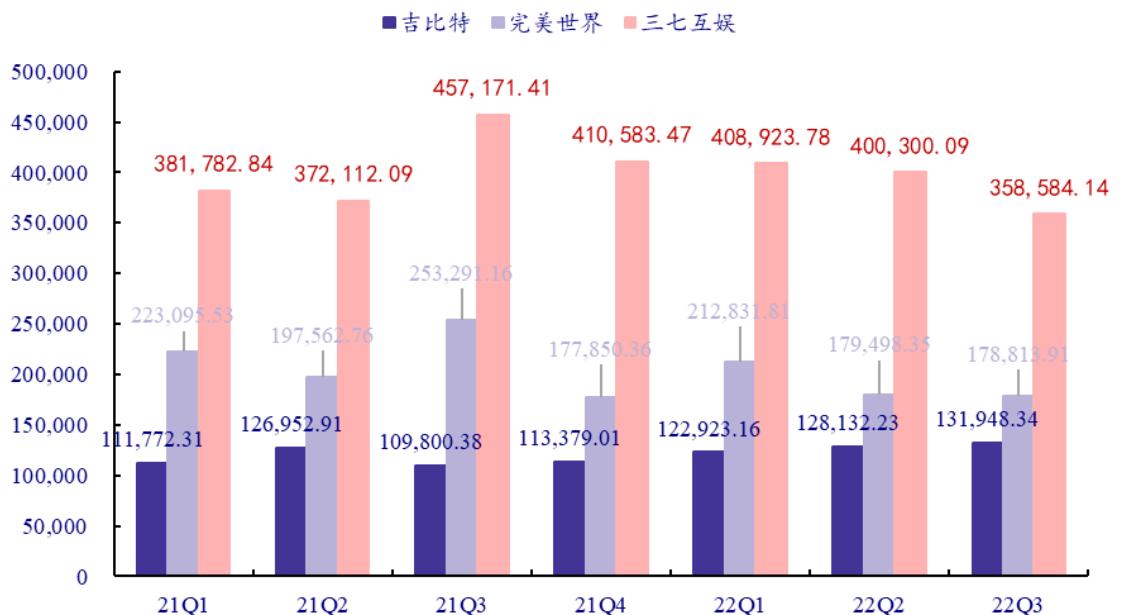


资料来源：国家新闻出版广电总局，教育部，国务院，国家网信办，广电总局，中国银河证券研究院

2.3.2 游戏：业绩估值双筑底，布局窗口显现

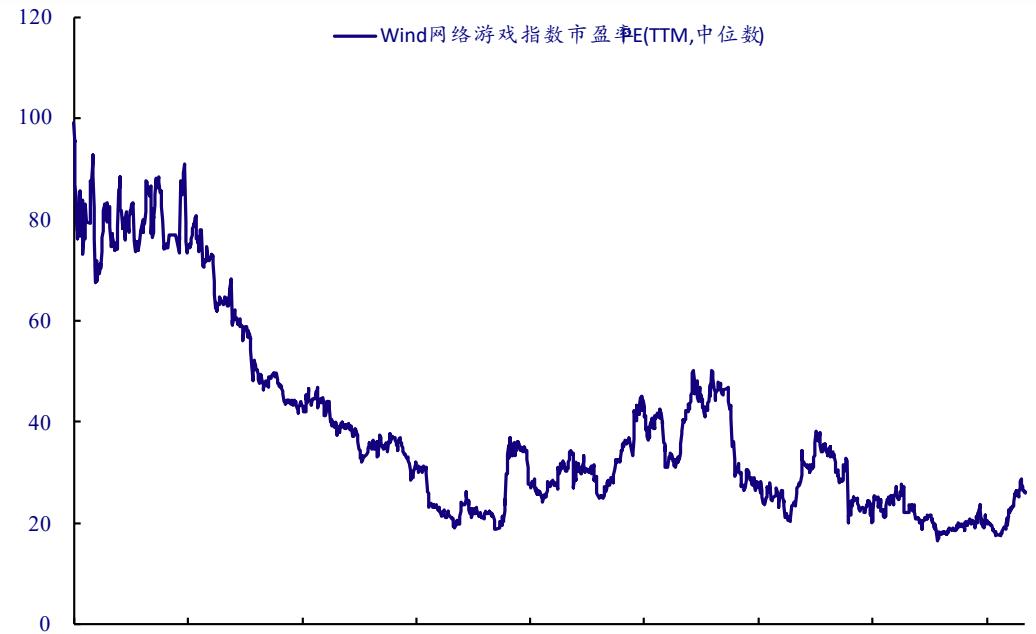
- 产品周期至业绩阶段性承压。**以A股头部游戏公司为例，我们选择归母净利润前三的吉比特、完美世界、三七互娱作为标的分析。由于2021年8个月的版号暂停，导致2022上半年及Q3正处产品匮乏期，但企业研发费用投入依旧，企业收入与成本错配，进而导致业绩阶段性承压。此外，**目前游戏板块估值处于历史低位**。自2021年版号停发以来，游戏板块估值持续下行。截止2022年12月15日，Wind网络游戏指数(884080.WI)最新PE估值为26.25，处于2016年至今约25%分位，处于低估值区间。因此，我们认为**短期来看**随着版号发放整体趋势的向好将从一定程度上缓解公司产品上线的压力，盈利端将逐步企稳，叠加政策端释放的积极信号有望提振游戏行业估值，迎来行业估值修复行情。**长期来看**，国内游戏出海已经一定成效，未来“国内+海外”双赛道的加持，业绩增量可期。

21Q1-22Q3吉比特、完美世界、三七互娱单季度营业收入



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

2016-2022.12.15Wind网络游戏指数估值



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

2.3.3游戏：新产品周期将至，看好后续新品表现

- 新一轮产品周期将至，带动业绩逐步释放** 从游戏产品周期来看，我们依旧以A股头部游戏行公司吉比特、完美世界、三七互娱为例，从官方批露数据来看，22Q4预计发布新游及测试游戏共计1个/7个/7个，此外，三家企业目前共拥有12个已经获得版号的新游，预计发行相比于2022年前三季大幅提升。因此，在经历短期业绩承压后，游戏厂商后续新游产品储量丰富，我们认为2022Q4、2023或将迎来新产品周期，期待后续稳定发力。同时，头部游戏公司也持续规划出海战略，以三七互娱为例，公司在半年报的业绩说明会上透露，预计后续将在境外发行16款游戏产品，《代号GOE》《代号古风》《不朽觉醒》《上古王冠》《铁杆三国》等游戏。

2022Q1-Q3吉比特、完美世界、三七互娱发行游戏

时间	三七互娱	完美世界	吉比特
22Q1	Ant Legion (代理) 三国：英雄的荣光 (自研) 云上城之歌 (代理)	完美世界：诸神之战 (自研) 梦幻新诛仙 (海外版) Have a Nice Death (PC 端游+主机)	
22Q2	斗罗大陆：魂师对决 (泰国、越南)		
22Q3	斗罗大陆：武魂觉醒 (港澳台) 韩国游戏 (代理) 凡人修仙传 M (代理) 小小蚁国 (代理)	天龙八部 2 (代理) 幻塔 (海外版) 黑猫奇闻社 (自研)	一念逍遥 (韩国、东南亚)

2022Q4、2023吉比特、完美世界、三七互娱发行游戏

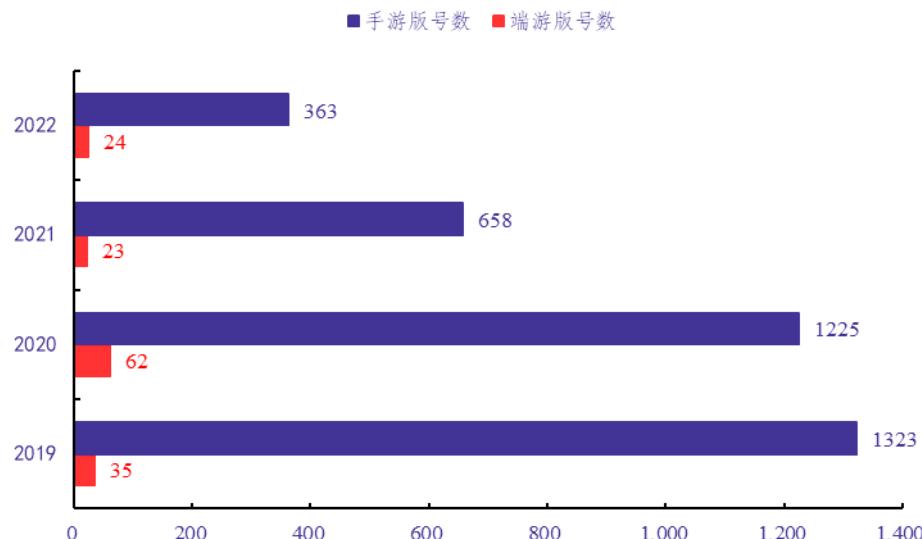
时间	三七互娱		完美世界		吉比特	
	有版号	无版号	有版号	无版号	有版号	无版号
2022Q4 (含测试)	空之要塞：启航 三国：英雄的荣光 (自研) 光明冒险 梦想大航海 最后的原始人	凡人修仙传 斗罗大陆：魂师对决 (日韩) 代号 GOE (自研) 代号古风 (自研)	诛仙世界	天龙八部 2 手游 一拳超人：世界 百万亚瑟王 完美新世界 女神异闻录 P5		M66 (家族物语) (自研)
2023		代号 3D 版 WTB 代号斗罗 MMO 代号魔幻 M (自研) 代号 G2		Have a Nice Death 神魔大陆 2		代号 bug (自研) M88 (自研) 代号原点 (自研)

资料来源：吉比特，完美世界，三七互娱，中国银河证券研究院

2.3.4游戏：端游市场彰显韧性，头部大厂积极布局

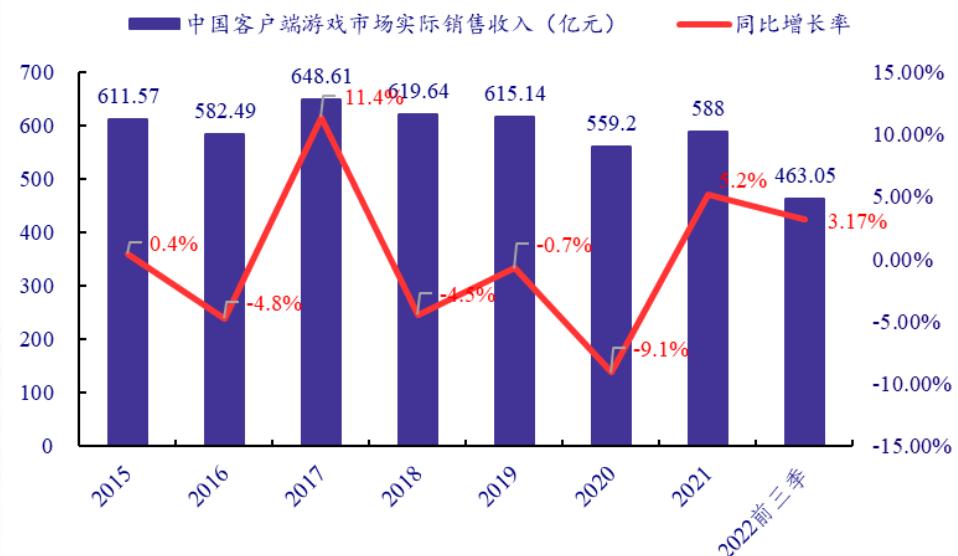
- 端游市场供应紧缺，用户粘性强价值高** 从发行版号情况看，国产手游端游版号严重失调。据游戏工委及中国游戏研究院披露的数据显示，2021年全年通过审批获得版号的国产游戏共有681款，其中端游仅有23款，占比仅为3%左右，相比于手游97%的份额，端游市场存在巨大缺口。此外，由于端游本身研发成本投入高，变现速度不及手游，厂商研发乏力。但端游市场需求依然在，并存在供不应求的现象。此外，在近年手游市场凶猛发力背景下，仍选择驻留端游的用户，具有高粘性的特征，属于具备较高游戏需求、付费能力，和强调竞技体验及画面审美的高价值玩家，通过玩家价值最终完成转化，带来企业营收增量。
- 端游市场规模平稳，行业情绪消极依然韧性十足。** 2015-2022年，端游市场规模增长放缓趋于平稳，中国客户端游戏市场年销售收入在600亿规模上下波动。缘由近年国内厂商纷纷投入手游行业，端游内容受到硬件限制，端游自研脚步放慢。尽管如此，在行业情绪消极的2021年，端游市场依然保持一定的韧性，2021年销售收入仍较前一年增长5.2%，行业市场空间依存。

2019-2022年手游、端游版号情况



资料来源：国家新闻出版署，中国银河证券研究院

2015-2022Q3中国客户端游戏市场实际销售收入及增长率



资料来源：中国音数协游戏工委，中国银河证券研究院

2.3.4 游戏：端游市场彰显韧性，头部大厂积极布局

- 端游市场潜力巨大，游戏精品化趋势显著。**中国游戏发扬于端游，但由于端游盈利能力不及手游，加之监管收紧，近年来被手游市场弯道超车。目前来看，国内端游研发及规模均处于落后状态，端游市场发力不足，消费者需求未满足。然而，端游表现依然韧性十足，游戏产品周期较长，未来需求增长空间大。各个厂商积极参与端游研发，头部企业已经初步实现端游战略布局，从投资和自研二维发力，加大3A游戏研发力度，助力游戏精品化转变，延长产品周期及产品韧性，同时夯实企业长线运营能力。

头部游戏厂商端游布局战略一览

公司名称	战略类型	端游布局战略
腾讯	投资	截至 8 月底，腾讯年内参与 11 笔针对海外厂商的投资事件；2022 年 8 月通过子公司收购 FromSoftware 公司约 16.3% 的股份，成为第二大股东；9 月 7 日向育碧创始人控股公司 Guillemot Brothers 投资 3 亿欧元，购买后者 49.9% 的股份。
	自研工作室	2021 年至今，7 位著名海外大厂 3A 工作室成员入职天美工作室、3 位入职光子工作室、今全健一郎入职腾讯欧洲总部。2022 年 6 月光子工作室启用全新海外品牌“LIGHTSPEED STUDIOS”；天美成立 G1 工作室，都旨在开发 3A 游戏。
网易	投资	2022 年 8 月宣布收购开发商 Quantic Dream；11 月收购瑞典独立开发商 Liquid Swords 股权；
	自研工作室	2022 年 1 月，在日本成立名越工作室；5 月在美国成立 Jacklope Games 工作室；7 月成立 Jar of Sparks 工作室。2022 年已有 8 名著名海外大厂负责人加入网易旗下工作室。
完美世界	投资	代理《DOTA 2》、《CSGO》等电竞产品。
	自研工作室	系老牌端游研发厂商，拥有精品端游研发能力。2022 年 7 月端游《笑傲江湖》高清服公测；8 月《诛仙世界》开启测试；《Perfect New World》正在积极研发过程中。

资料来源：腾讯，网易，完美世界，中国银河证券研究院

2.3.5 游戏：电竞产业链兴起，商业潜在空间巨大

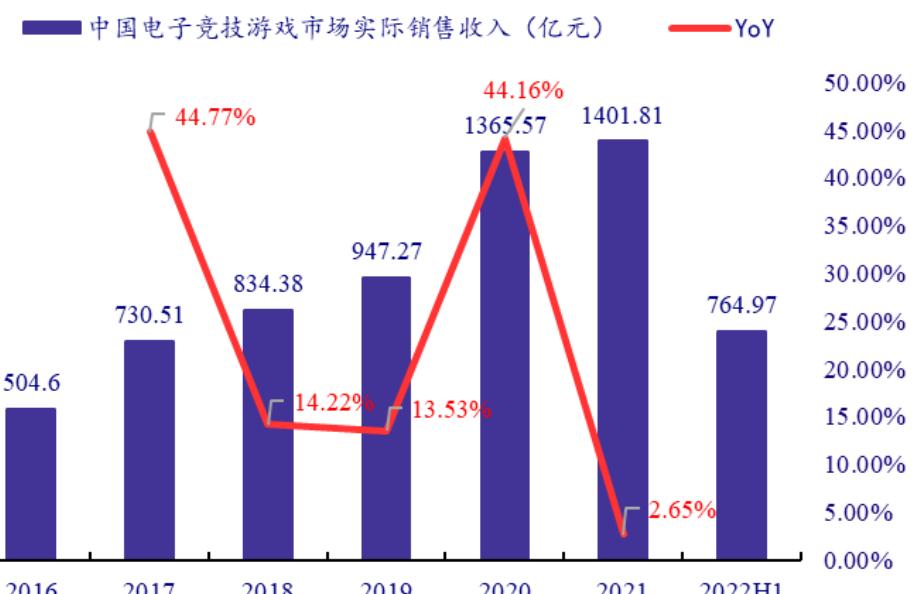
- 电竞产业迎政策助力，行业发展获新机遇。**第19届亚运会将于2023年9月23日至10月8日在中国杭州举行，包含8个电竞正式项目。一方面，电竞本身影响力不断扩大，2022年H1中国电竞用户规模已达约4.9亿，上半年市场整体规模达765亿；另一方面，电竞比赛加入体育赛事，也为传统体育赛事注入新血液。亚运会的举办很有可能促进电竞赛事知名度扩大，有了官方政策的助力，或将拉动电竞产业发展。
- 科技催生产业发展，商业化潜在空间大。**近年来，VR/AR、元宇宙相关产业迅速发展，与电竞适配度高，可以为电竞行业注入新活力，突破传统模式，实现虚拟现实交融的场景，增加比赛趣味。此外，包括电竞游戏内容、中游战队、平台、衍生周边，甚至包括电竞酒店等在内的电竞产业链，都会形成以电竞内容为中心的辐射式发展。整体产业链潜在发展空间巨大，且具有一定延展性。未来，游戏企业都有可能借力电竞业务，实现产销增量。

2016-2022H1中国电子竞技用户规模（百万）



资料来源：中国游戏工委，中国银河证券研究院整理

2016-2022H1中国电竞市场整体规模（亿元）



资料来源：中国游戏工委，中国银河证券研究院整理

2.4.1 直播电商：行业份额节节攀升，直播电商蓬勃发展

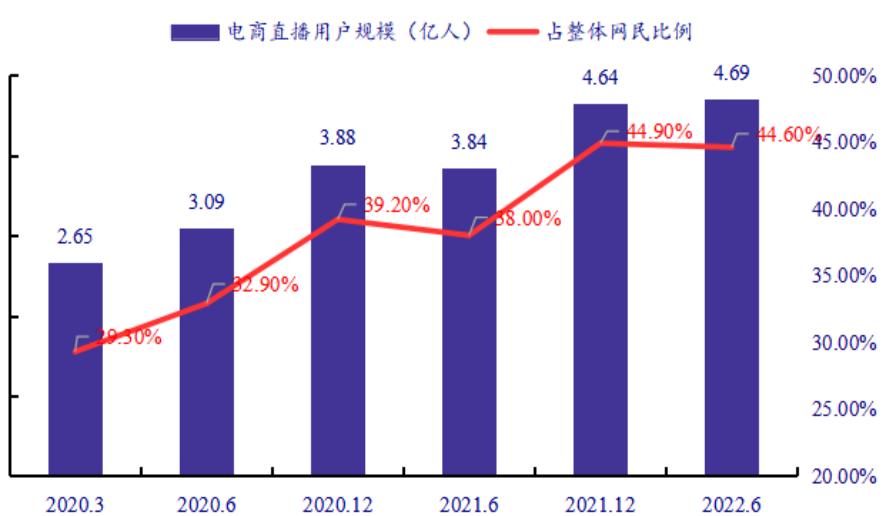
- 作为近年来快速兴起的商业模式，直播电商市场规模已超两万亿元。据CNNIC发布的报告数据统计，截至2022年6月，中国电商直播用户规模达4.69亿人，较2021年增长533万，占整体网民比例的44.6%。据网经社数据统计，2021年我国直播电商市场规模达到2.36万亿元，其中2019-2021年CAGR达130.7%，但其在社零总额的渗透率仅为5.4%，在网购市场中的渗透率为18.0%，2023年市场规模有望达到3.49万元。
- 目前短视频及直播平台用户规模增长趋于饱和，但我们认为直播电商行业在以内容为主导的驱动下正展现出蓬勃发展的态势，未来流量有望进一步向直播电商领域倾斜，行业规模及渗透率仍有较大发展空间。从外部环境来看，随着疫情防控措施的不断调整优化，物流供给可以达到保障，消费逐步回暖，我们预计2023年直播电商有望率先复苏，助力实体经济高质量发展。

2017-2022E中国直播电商市场规模及增速



资料来源：网经社，中国银河证券研究院

2020-2021年电商直播用户规模及网民占比



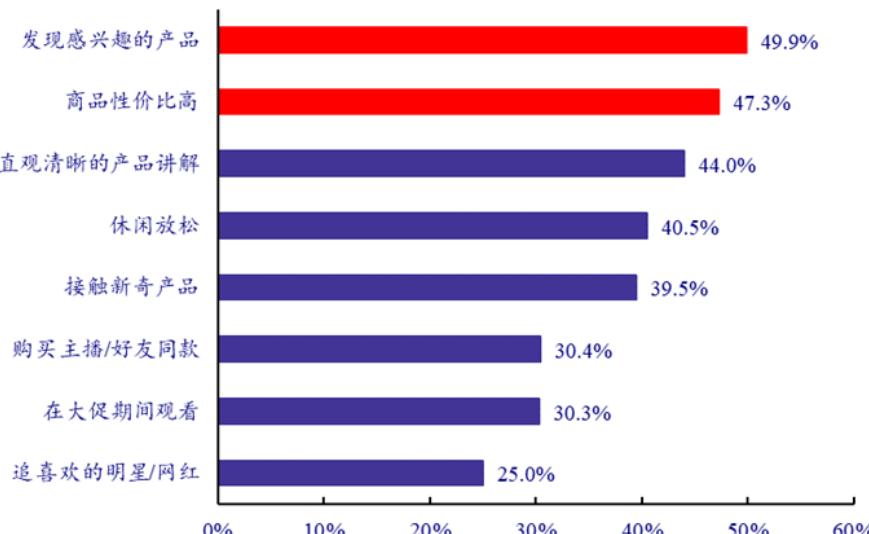
资料来源：CNNIC，中国银河证券研究院

2.4.2 直播电商： 消费者、品牌商、平台方产业链各方优势凸显



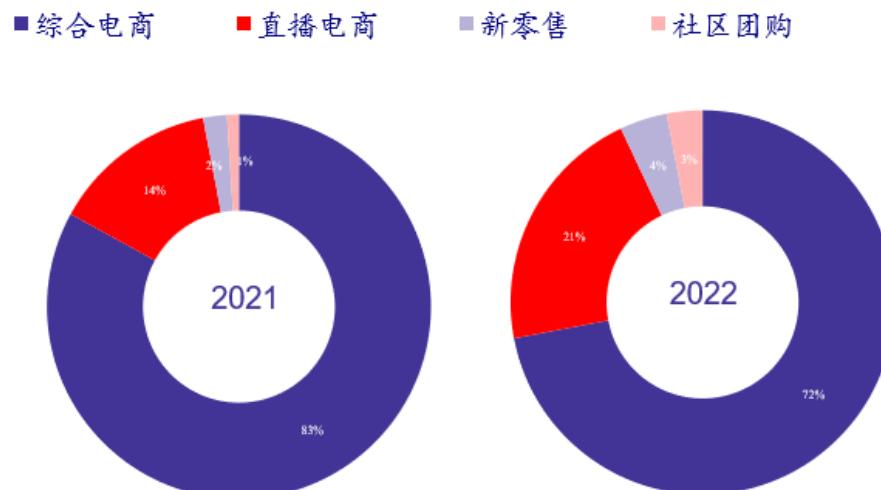
- 对于消费者而言，相较传统电商，直播销售的形式增强了购物的互动性和商品内容的立体感，有助于优化购物体验，从而提高用户粘性。据艾瑞咨询调研报告显示，“发现好货”、追求高性价比是消费者观看直播购物的重要驱动因素。此外，新冠疫情催生了“宅家经济”，使部分习惯于线下消费的客户转向移动互联网领域，拓宽了直播行业的市场边际。
- 对于品牌商而言，直播电商作为新的角逐之地，日渐成为新兴品牌提高公众认知、成熟品牌树立产品形象的重要途径，有助于品牌企业拓展自身销售渠道，甚至助其“一夜爆红”。
- 对于平台方而言，综合电商平台发展直播电商业务有助于覆盖传统电商未充分渗透的消费人群，拓展其业务范围，实现业绩增量；对于短视频平台来说，其具备庞大的用户规模基础，打通直播电商有利于加快流量变现速度，引导公域流量向私域转化，促进GMV高速增长。

消费者观看直播购物的原因



资料来源：网经社，中国银河证券研究院

2021-2022年各类型电商GMV份额占比变化



资料来源：星图数据，中国银河证券研究院

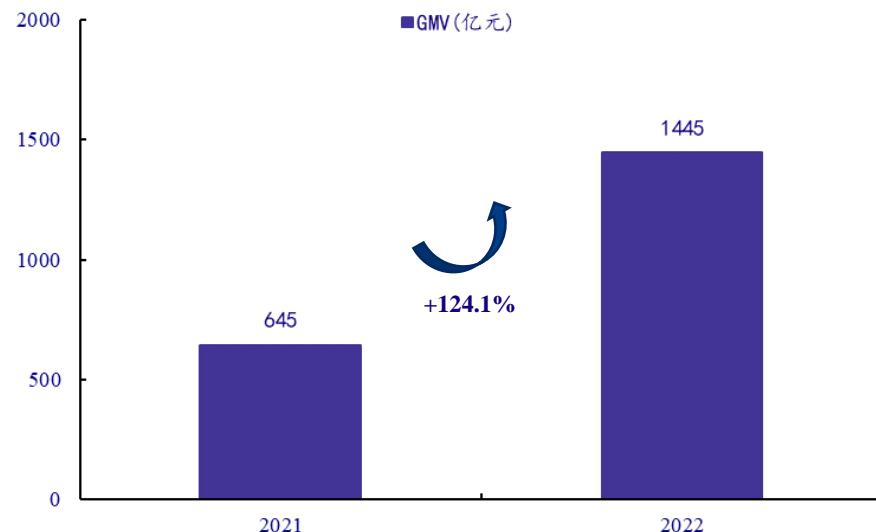
2.4.3 直播电商：

购物节直播电商对比于综合电商表现亮眼



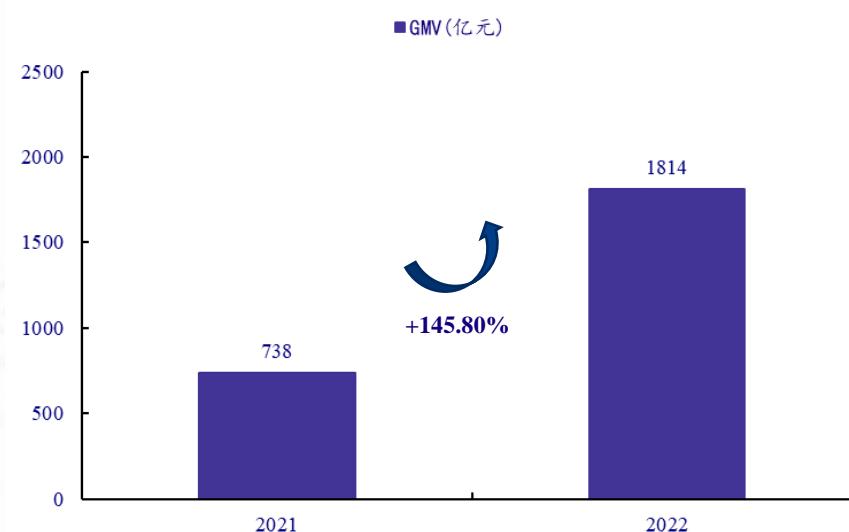
- 从今年的购物节消费数据来看，**618购物节消费回暖，直播电商实现翻倍增长**。随着上海复工复产以及各地政府颁布消费刺激措施，平台电商借此契机叠加618大促，有效促进了消费复苏和经济提振。星图数据显示，2022年618期间全网直播电商GMV达1445亿元，同比增长124.1%。**双十一直播电商仍维持高景气增长**。双十一前夕各地疫情反复使得零售业及物流业受到一定冲击，消费者心理预期也因疫情出现波动，更加趋于理性消费。但由于电商平台加速培养用户线上消费习惯，同时更加注重提升用户的消费体验和自身高质量发展，今年双11直播电商表现出极佳的成绩。双11期间，全网电商GMV达到11154亿元，同比增长13.7%，其中综合电商平台销售额为9340亿元，同比增长仅为2.9%，相比之下直播电商贡献超80%增量，GMV达1814亿元，同比增长146.1%，表现尤为亮眼。

618期间全网直播电商GMV



资料来源：星图数据，中国银河证券研究院

双十一期间全网直播电商GMV



资料来源：星图数据，中国银河证券研究院

3.发展新引擎，续力拉动增长



3.1.1 游戏：出海仍是主线，全球化战略后期反哺国内市场

- 游戏厂商加速外拓，全球市场规模占比不断上升。**近年来中国自研游戏海外市场销售收入呈增长态，且国内游戏企业在全球的市场份额正不断上升。据游戏工委和中国游戏产业研究院披露的数据显示，2016年中国自研游戏海外市场销售收入72.29亿美元，2021年达到180.13亿美元，2022年H1中国自主研发游戏在海外的实际销售收入达89.89亿美元，同比增长6.16%。在游戏版号停发或发放节奏放缓期间，为维持业务正常运转，海外新游为公司业绩的主要驱动力，拓展海外市场成为公司必然选择。
- 海外市场营收可观，有望反哺国内市场。**2022年行业整体受游戏版号停发影响较大，且国内国内市场用户增长已趋于见顶，用户增长红利近乎消退，对于国内市场而言，行业进入存量竞争阶段。而出海成效斐然，以A股龙头游戏公司为例，已有厂商海外收入占比高达七成，半数厂商海外规模超三成。加之近年国家政策鼓励文化自信，提高文化软实力，在国内行业景气度表现不佳背景下，出海有望带来营收增量，进而反哺国内市场。

2016-2022H1中国自研游戏海外市场实际销售收入



资料来源：中国音数协游戏工委，中国银河证券研究院

22H1中国A股龙头游戏公司海外营收规模



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

3.1.1 游戏：出海仍是主线，全球化战略后期反哺国内市场

- 厂商出海或成战略重心，大型厂商已初具规模。**海外市场潜力巨大，出海目前已经成为游戏公司的共识，头部厂商目前已形成规模化，未来国内厂商很有可能将出海作为战略首选。目前腾讯、三七互娱、网易、吉比特、完美世界等国内头部游戏公司选择“自研+出海”模式作为持续发展的突破口，加大投入，在海外市场形成一定的竞争力。以腾讯为例，腾讯布局海外市场近10年，19年时海外营收迎来巨大增长，如今在22Q3财报中，腾讯本土市场游戏收入下降7%至312亿元，而国际市场游戏收入增长3%至117亿元。依发展趋势来看，后续企业将不断深化海外业务，进一步扩展海外规模。根据游戏工委数据显示，2008年时的中国自主研发网络游戏海外销售收入仅为7074万美元，2021年这个数字为180.13亿美元，十余年间增长了超过200倍。

头部游戏厂商海外布局战略一览

公司名称	出海战略
腾讯	2012 年收购 Epic Games 48.4% 股份；2015 年收购拳头游戏；2016 年收购芬兰游戏公司 Supercell80% 以上股份；2017 年收购蓝洞（Krafton）；2021 年收购 Sumo Group。此外，腾讯还持有育碧、动视暴雪、Roblox、Frontier、Garena、Kakao Games、Inflexion Games 等股份。
三七互娱	三七互娱主要通过海外上线游戏实现海外布局。2012 年公司开始发行海外游戏；2015 年取得里程碑突破；2016 年加速手游布局，2022 年已稳居出海厂商第一梯队。
网易	2017 年参投 Niantic；2021 年收购草蜢工作室。此外，网易还自建/收购海外工作室，例如 24Entertainment 工作室、Jackalope Games、Grounding、Kepler Interactive、名越工作室等。
吉比特	公司海外业务起步稍晚，但收入增速抗压逆转，2022 年上半年以 96.53% 的海外收入增速位列行业第一。
完美世界	2006 年进军海外市场；2008 年收购昱泉国际子公司；2011 年收购 Cryptic Studio；2016 年收购 Magic Design 工作室；2021 年调整海外市场；2022 年出售美国研发工作室、欧美发行团队。
电魂网络	2022 年上半年，公司全资收购游动网络，后者主要运营出海业务；增资在新设立的全资子公司电魂互动（新加坡）1300 万美元；已在新加坡、日本、澳大利亚设立全资子公司。
祖龙娱乐	公司出海布局主要是以产品端为主，目前已推出 16 款精品手游，在超过 170 个国家和地区市场发行，支持 14 种语言。公司财报显示，22H1 公司海外营收占比超 65%。

资料来源：腾讯，三七互娱，网易，吉比特，完美世界，中国银河证券研究院整理

3.1.2 游戏：硬件端发展驱动VR游戏内容创新

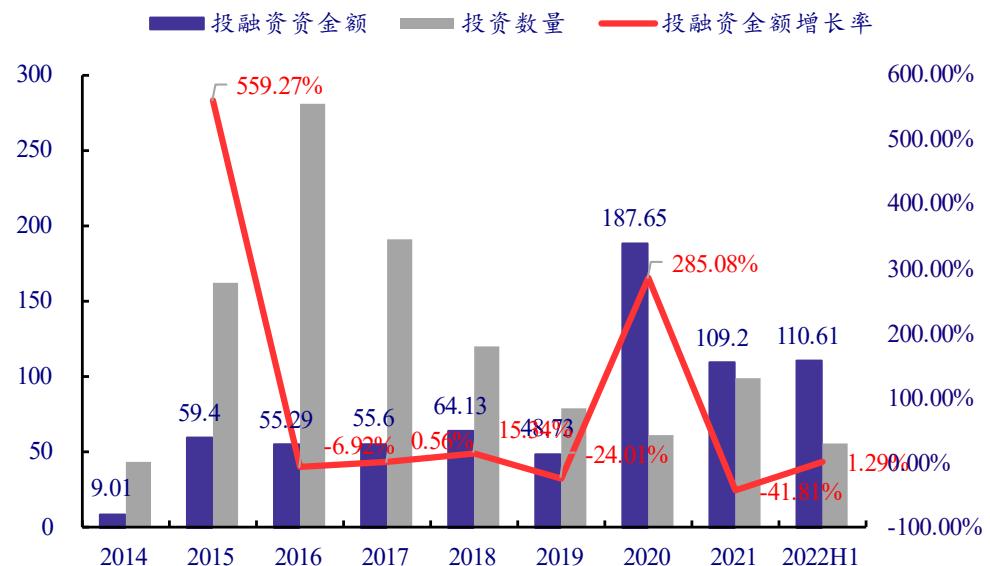
- 政策为产业注入强心剂，厂商积极布局VR/AR。**11月1日，工信部等五部门联合印发《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022-2026年）》，旨在引导产业健康良性发展。《计划》明确未来虚拟现实发展目标，并提出2026年国内虚拟现实终端销量超过2500万台、虚拟现实产业规模超3500亿。《计划》旨在推广宣传虚拟现实，鼓励虚拟现实融入进生活各领域，帮助企业数字化转型，推动产业高质量发展。在政策号召下，VR/AR产业发展已成未来新业态趋势，国内外多家互联网头部厂商战略布局VR/AR产业，以硬件设施带动内容创新。
- 新业态融资火热，未来增量潜力大。**11月12日工信部报道，2021年我国虚拟现实投融资规模涨幅超100%。投融资规模呈现攀升趋势。大型厂商更青睐于对新业态的投融资，VR/AR领域更具吸引力。截至2022年8月，在VR行业的投融资事件发生了26起，融资金额为17.6亿元，硬件市场投融资活力充沛，驱动内容生态积极发展。截至2022年八月，本年度已有单笔融资超5亿元。总体来说，游戏行业巨头布局新兴产业战略明显，未来趋势前景乐观。

游戏产业新兴概念布局情况

国内互联网大厂针对 VR 技术的布局情况		元宇宙受到国外诸多知名企业关注	
公司	布局	公司	布局
字节跳动	硬件方面收购 Pico；游戏方面投资代码乾坤、梦途科技；社交方面自研+收购。	微软	正在开发基于 AR 和 VR 的全息协作通信平台；硬件方面将与 Mata 合作。
腾讯	游戏方面投资威魔纪元；社交网络初具雏形。	英伟达	已开发基于虚拟环境的生产过程模拟器。
阿里巴巴	VR 硬件方面成立杭州数典科技新公司；内容方面主打数字人、数字藏品。	AlphabetInc	已经提供了一系列 AR 和 VR 产品，目前正致力于为元界开发更多产品。
华为	推出河图 Cyberverse 构建底层架构，把握硬件、软件核心技术。	亚马逊	推出在线角色扮演游戏 AWSCloudQuest，让玩家能够培养云计算技能；同时开发 AR 购物工具。
百度	推出虚拟空间希壤和虚拟人平台曦灵，打造虚拟社区。	Khronos Group	宣布成立 Metaverse Standards Forum 元宇宙标准论坛，首批有 36 个参与者。

资料来源：元界矩阵，公司公告，中国银河证券研究院整理

2014年-2022年1-10月VR/AR行业融资金额



资料来源：智研咨询，中国银河证券研究院

3.2.1 直播电商： 传统MCN红利期已过，新兴技术及内容驱动增长



- **MCN红利期已过，差异化壁垒实现破局。**作为直播电商产业链重要一环，MCN机构在代运营店铺、签约推广、扶持主播以及直播带货等方面发挥重要作用，服务需求持续增长。随着越来越多机构入局，MCN赛道也变得更加拥挤。据艾瑞咨询数据显示，2021年中国MCN机构数量达到34000家，市场规模已超过330亿元，预计2023年将超过500亿元。
- 赛道拥挤亦暴露出诸多问题，如机构之间在流量获取上竞争加剧，以及由于消费者对内容心理阈值的提高，使得过往“网红电商”已不能满足消费者需求，内容生产要求更加严苛。**基于当下MCN生态，我们认为差异化战略为其在直播电商下一阶段发展提供了全新思路。**目前，遥望网络等头部MCN机构已开始深耕内容及前沿技术，通过垂直细分的运营和专业化的优质内容来吸引流量。

2018-2023E中国MCN机构数量及预测



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

2018-2023E中国MCN机构市场规模及预测



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

3.2.2 直播电商：

头部机构聚焦直播电商业务，差异化直播突出重围



- “遥望未来站”开播亮眼，科技感打造十足个性。9月19日遥望网络直播号“遥望未来站”在抖音正式开播，着力打造高质量国货和优质农产品。其应用于直播间的数字化技术能力代表了直播行业的差异化趋势：数字虚拟影棚实现电影级质量的沉浸式带货场景，不同场景的无痕切换带来了极佳的环境氛围感，虚拟人物技术增添了直播的新奇互动体验感。
- 东方甄选强势出圈，双语直播“知识带货”。新东方在线核心业务东方甄选主播凭借其教师身份的特点以及出色的英文水平，采用双语直播打造独特风格，带货过程穿插知识传授，颇具魅力。目前，东方甄选积极布局业务版图，不断建设教师型主播梯队，在图书直播销售赛道拔得头筹，拓宽自身边界，同时围绕自身核心定位，倾注大量资源进行农产品科技建设，打造高质量农产品品牌。
- 交个朋友拓宽垂类，渠道IP凸显价值。世纪睿科旗下交个朋友直播间依靠罗永浩个人IP获得用户广泛认知，圈粉无数。其致力于在细分领域获取差异化流量，目前除主直播间外，已建立14个垂类账号。目前，公司积极发挥渠道IP价值，已初步实现“去明星化”，同时实施全产业链运营，减少交易链条从而提高效率；强化SOP选品体系，提升产品质量，得到消费者的高度信任。

遥望科技数字虚拟影棚展示



资料来源：遥望网络，中国银河证券研究院

东方甄选抖音号展示



资料来源：东方甄选，中国银河证券研究院

交个朋友账号矩阵



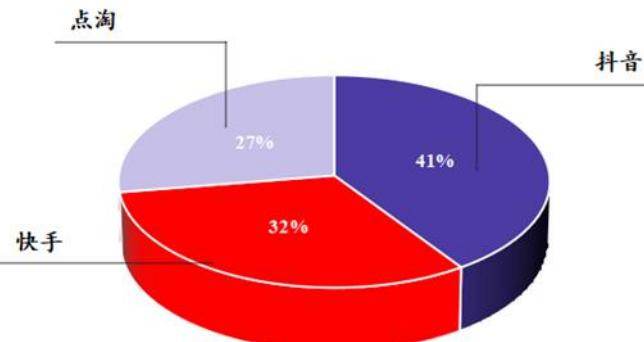
资料来源：世纪睿科，中国银河证券研究院

3.2.3 直播电商： 新玩家入局，电商格局呈现多元化趋势



- 从竞争格局来看，目前三大直播电商平台为点淘、抖音、快手，据星图数据显示，2021年其GMV分别达到5000+、7300、6800亿元，占据大部分市场份额。随着电商直播赛道日趋火热以及用户偏好的不断细化，腾讯视频号、哔哩哔哩等平台也纷纷入局。直播电商平台正呈现出多元化竞争趋势，行业整体规模持续向好。**视频号加速商业化进程，社交生态构建流量洼地。**腾讯旗下视频号直播功能于2020年底上线，不久后开通了直播电商业务，仍处于吸引商家入驻发展初期。我们认为视频号在私域流量积累方面独树一帜，其发力直播电商存在庞大的流量优势，目前视频号MAU趋近于朋友圈MAU，DAU在5亿人左右，我们认为随着视频号加速布局直播电商领域生态，通过营销活动、激励计划大力拓展，未来渗透率有望得到进一步提升。**B站进军直播电商，UP主自带流量形成天然优势。**10月14日，哔哩哔哩作为新玩家近期首次入局电商大战。在直播频道正式上线直播电商购物分区，在专区直播间内开放“小黄车”购物功能，同时推出“直播电商UP主招募激励计划”，打响双11大促首战。目前，B站在直播电商领域仍处于拓荒期，我们认为其凭借自身独有的UP主天然优势，以及浓厚的社区文化和足够的粉丝粘性，未来在进一步完善产品链、供应链的基础上，有望逐步拓展市场份额。

三大直播电商平台GMV份额占比（2022年1月-9月）



资料来源：星图数据，中国银河证券研究院

哔哩哔哩直播电商UP主招募激励计划



资料来源：哔哩哔哩，中国银河证券研究院

3.2.4 直播电商：

元宇宙赋能直播电商赛道，虚拟经济或成新风口



- 在元宇宙的风口下，虚拟经济有望成为直播电商新蓝海。各大电商平台、MCN及品牌公司纷纷入局虚拟现实行业，虚拟人物、虚拟主播以及VR全景购物等模式不断得到发掘。在算法技术的加持下，虚拟主播可以实现全天候不间断直播，同时具有出色的表现能力，其次，虚拟主播还可以帮助品牌提升直播间流量；并且，虚拟直播自带IP属性，其形象的新鲜感和独特性，也会吸引更多的顾客观看直播间，并固化品牌形象，增加粉丝粘性。
- 目前已有部分直播间已采用虚拟主播或“真人+虚拟人物”的模式进行直播。阿里首次推出元宇宙大陆“曼塔沃斯”（英译自Metaverse），用户可在元宇宙中创造虚拟数字分身，开启全新消费体验。此外，双十一前夕天猫App全新升级，上线虚拟空间“未来城”，创建全新VR全景购物模式实现了人货场的统一。

虚拟人物/主播带货表现

平台	虚拟人物/主播	带货成就
淘宝	洛天依	2020年，坐拥186万粉丝的虚拟偶像洛天依开启了个人直播带货首秀，在线观看人数一度接近300万，超200万人参与打赏。
哔哩哔哩	vox	2022年5月6日，海外虚拟主播vox在B站首次开启带货直播间。数据显示，在其直播的1.7小时内，直播间营收额为111万人民币，付费率达到73.3%。
抖音	“我不是白吃”	拥有2400万+粉丝的高人气IP虚拟主播“我不是白吃”，其在2021年直播GMV已破亿元，2022年热度虽减，但也创下三个月GMV超1000万元的成绩。
	孔襄	2022年4月，遥望科技推出首款数字虚拟人物“孔襄”，不仅在出道时便与贾乃亮隔空互动，还在一周内成功拿下适乐肤、薇姿、NYX三大美妆品牌代言身份。同时，孔襄在NFT和商业化代言广告等方向上积极进行商业化变现，目前也对外提供虚拟孪生主播定制服务。
	特离谱	2022年11月，天娱数科创建“川普”穿越式虚拟人物与主播进行互动，其高精度的数字形象与实时互动体验瞬间点燃用户激情，直播间在线人数飙升破万，当日GMV更是较平时增长近10倍。

资料来源：天猫，哔哩哔哩，灰豚数据，中国银河证券研究院整理

3.2.5 Web3： 去中心化的新一代互联网



- 2014年，以太坊联合创始人加文·伍德（Gavin Wood）首次提出Web 3.0概念，将其描述为一种全新的互联网运行模式：用户自己发布、保管信息，不可追溯并且永不被泄露，让互联网更加去中心化、更加安全。简而言之，Web3就是运行在区块链技术上的去中心化互联网。
- **一个基础技术核心：“区块链”基础设施；两个重要支撑元素：数字身份、数字资产。**
- 区块链的支撑，让Web3在实际使用的过程中，用户的每笔交易、每一类行为，都会记录在任何人都可见的分布式帐簿之上，帐簿的每一页对应一个区块，而区块中打包着账页上记录的每一笔交易。
- 在Web1和Web2时代，最大受益者是平台，Web3更加公平、透明的信息处理过程将赋予用户更多自主权，数据所有权从平台公司转移到用户手中。区块链浏览器既无法显示，也无法收集用户地址背后的信息，区块链上只会显示该地址下用户持有什么样的数字资产，以及这个数字资产是从哪流转来的。

Web1到Web3发展历程

Web3未来展望：

- **Web3将推动“现实世界”和“虚拟世界”的深度融合。**除了打破中心化公司运作方式下的生态界限外，还将打造元宇宙这一“现实世界”和“虚拟世界”的融合形态。
- **Web3将带来巨大的监管挑战。**开放、隐私和共建的背景下，并非意味着Web3.0应用不需要监管。由于Web3.0应用业务模式的巨大革新，监管方式势必会产生大的变化以适应新事物的发展业态。
- **Web3的流量价值范式将呈现出开放化特点。**DEX协议的调用不存在授权许可和生态界限等问题，是完全开放的。



3.2.6AI绘画：

内容生成解决方案，版权问题亟待解决



- AI绘画是AIGC的一种，AIGC即AI-generated content，是指通过AI技术来自动或辅助生成内容的生产方式。其主要原理简单来说就是收集大量已有作品数据，通过算法对它们进行解析，最后再生成新作品，而算法也便是AI绘画的核心。
- **目前来看**，AI绘画的商业化尚处于早期阶段。据6pen调查显示，60%的用户并没有在使用AI绘图产品时有过付费行为，92%的用户没有通过AI绘画产生收入，大多数人将AI绘画当做一种用来欣赏娱乐的工具。现存的产品化的AI绘画服务几乎不区分ToB/ToC，更多是提供按量或按需付费的服务，无论是企业还是个人用户都可以使用。
- **长远来看**，AI绘画的发展空间十分广阔。当Web3时代来临时，用户对于内容的需求将会猛烈增长，AIGC将凭借高效和高质量的内容生产填补空缺；另外，元宇宙对于识别设备和视觉生成的需求也给AI绘画提供了机遇。根据6pen预测，未来5年全世界将会有10%-30%的图片内容由AI生成或辅助生成，其对应的市场规模将超过600亿元，互联网过渡到Web3后，市场规模将会更大。
- **AI绘画面临的最大争议，在于版权归属**。AI模型训练所使用的大量素材，可能包含了未经授权的，有明确版权方的图片数据。目前最受认可的说法是，如果在AI生成图片的文本描述中，指定了在世的艺术家，那么绝对不应该申明该图片的版权。
- 对于目前的AI绘画，绝大部分艺术家持有负面态度，原因在于未经授权就被模型学习的大量人类艺术家，本身并不能从模型生成中获益。这还将进一步瓦解人类的创作动力。解决好这方面的问题，是AI绘画规范化、商业化发展的要务。

AI绘画技术发展历程

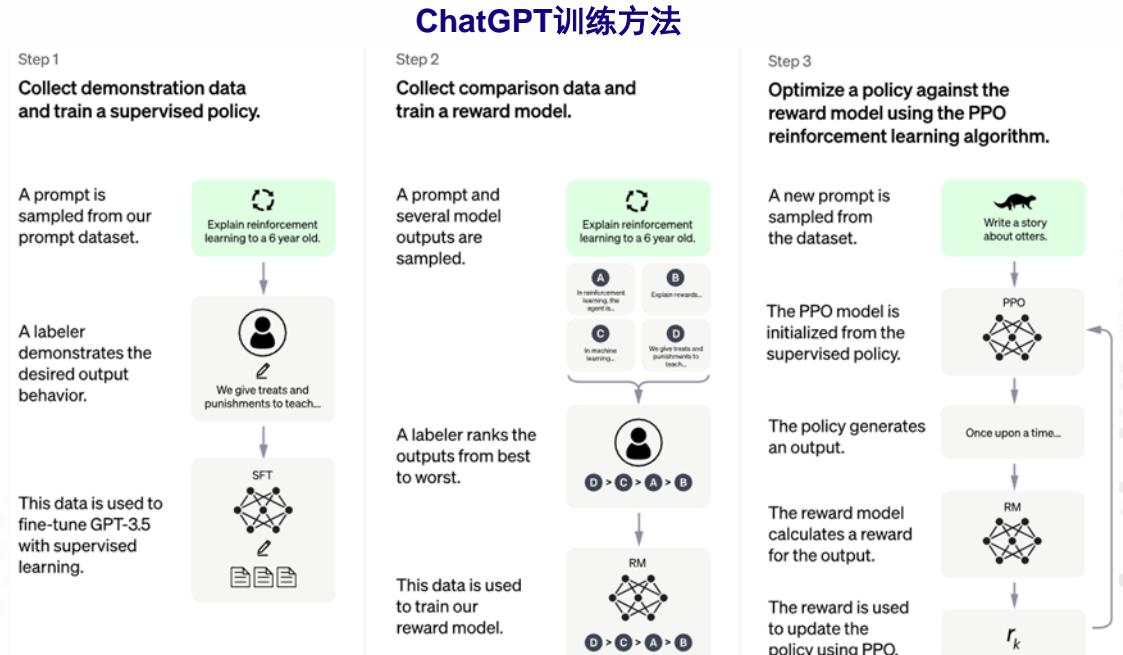
时间	发展情况
2014	生成式对抗网络（GAN）诞生，尚无法通过文本影响生成结果
2021.1	OpenAI开源发布CLIP，使“文本生成图像”成为可能
2021H1	Disco Diffusion（DD）诞生，2022年开始通过Google Colab运行，其生成的图像在社交网络广泛传播
2022.8	Stable Diffusion（SD）发布，弥补了DD图像生成速度慢、逻辑性差、人和物体处理较差等缺点，并提供了更多风格化，降低行业门槛，带来更多竞争和创新应用
2022.8	AI绘画作品《太空歌剧院》取得美国科罗拉多州艺术博览会数字艺术类冠军，有关AI绘画的争论正式“出圈”进入大众视野

资料来源：6pen，中国银河证券研究院

3.2.7 ChatGPT： AIGC文字模态的新突破



- **11月30日，OpenAI发布了全新的聊天机器人模型ChatGPT。**ChatGPT是InstructGPT的兄弟模型，二者同属GPT-3.5系列。对话格式使ChatGPT能回答一连串的问题、承认自己的错误、质疑不正确的假设，甚至是拒绝不合理的需求。
- ChatGPT新加入的训练方式被称为“从人类反馈中强化学习”（RLHF）。操作上，人工智能训练者扮演对话的双方，即用户和人工智能助手，提供对话样本。在人类扮演聊天机器人的时候，会让模型生成一些建议辅助训练师撰写回复，训练师会对回复选项打分排名，将更好的结果输回到模型中，通过以上奖励策略对模型进行微调并持续迭代。这一训练方式为ChatGPT提供了安全缓解措施，实现了有害和不真实输出的大幅减少。
- ChatGPT仍具有一定的局限性：
 - 有时会写出看似合理但不正确或荒谬的答案；
 - 对输入短语的调整或多次尝试同一提示很敏感，有时稍微重新措辞，就可以正确回答原先不知道答案的问题；
 - 通常过于冗长，过度使用某些短语，例如重申它是OpenAI训练的语言模型。
- **ChatGPT具有广泛的商业化前景。**作为高效的内容生成工具，ChatGPT有望在教育、创作、客户服务等多个领域得到应用，推动行业变革。
- **ChatGPT值得引发监管层面的思考。**ChatGPT免费测试期间，不少网友诱骗ChatGPT去完成各种触碰法律的“奇思妙想”，ChatGPT区别于传统的数据库搜索化回复，潜在的有害输出很容易造成不良引导，除了其自身的优化，监管层面也应该对AI智能应用的传导影响进行边际上的规限。



资料来源：OpenAI, 中国银河证券研究院

四、投资建议及重点推荐标的



投资建议及重点推荐标的

- 2023年传媒互联网行业前瞻：

宏观层面，在全球疫情、政策趋严等多重因素的影响下，2022年以来社会消费整体承压，传媒互联网各个细分子板块在直接受损及间接受损的状态下，整体走势震荡下行并弱于大盘，行业整体正处于估值底及业绩底的“双重底阶段”。目前阶段防疫政策正处于快速放松的状态下，预计经济大盘将随着社会复工复产逐渐企稳，同时行业监管政策也正逐步放松，我们看好2023年全年的疫后宏观经济发展趋势。**中观层面**，目前阶段行业整体从估值侧在定价层面已经消化了各项或有利空，业绩侧企业将随着宏观环境的向好开启趋势性上行。我们判断行业或将受到宏观因素拉动得到业绩估值的修复机会，因此短期我们看好受疫情及政策等多方面因素制约，正处于复苏阶段的直接受损的子行业。**微观层面**，一方面，多数公司正在开启多元化、国际化战略，专注提升企业独特竞争力，拉动行业健康稳步发展，进而提高市场份额。另一方面，Web3、VR/AR等新兴产业正蓬勃发展，多数行业内的公司都在积极布局中，差异化发展势头迅猛，，随着技术及产业链的逐渐成熟，未来商业化的展开有望为公司持续增长添加新动能。因此长期我们看好有相当大增量空间，具备长期投资价值的优质子赛道。

- 看好的方向及推荐公司：

1. 受疫情冲击明显疫后修复弹性较大的影视院线板块（光线传媒、中国电影、华策影视，博纳影业，万达电影等）及营销板块（分众传媒等）；
 2. 版号常态化下目前储备丰富同时具备出海新动能的头部游戏公司（吉比特、三七互娱、完美世界、电魂网络、祖龙娱乐等）；
 3. 竞争优势显著的头部互联网企业（腾讯控股、快手-W、哔哩哔哩-SW、阿里巴巴、拼多多等）；
 4. 元宇宙+Web3发展下新兴领域。
- 风险提示：市场竞争加剧的风险，政策及监管环境的风险，公共卫生用户流失风险，国际关系风险，变现不及预期等风险。

银河传媒互联网团队介绍



岳铮，传媒互联网团队分析师

约翰霍普金斯大学硕士，2020年加入中国银河证券研究院，重点覆盖游戏、互联网等行业。

电话：010-86359183

邮箱：yuezheng_yj @chinastock.com.cn

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

岳铮，传媒互联网行业分析师。约翰霍普金斯大学硕士，于2020年加入银河证券研究院投资研究部。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10% - 20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系方式

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐曼羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn

创造财富担当责任

股票代码：601881.SH 06881.HK

THANKS

中国银河证券研究院