

# 传媒互联网产业行业研究 买入（维持评级）

## 行业深度研究

证券研究报告

传媒与互联网组

分析师：陆意（执业 S1130522080009）  
luyi5@gjzq.com.cn

分析师：廖馨瑶（执业 S1130522060005）  
liaoxinyao@gjzq.com.cn

分析师：许孟婕（执业 S1130522080003）  
xumengjie@gjzq.com.cn

## 黑夜已过，晨曦破晓

### 投资逻辑

■ 投资主线 1—虚拟现实：寻找在行业初期获益的公司。

VR 轻量化内容生态丰富，VR 行业从供需驱动下的自主创新，向政策驱动下的生态构建发展。2022 年中国 VR 内容的市场规模预计达到 269 亿元，在各领域的应用范围不断扩大，当前游戏内容占据最大份额，约为 43.7%。随着 VR 内容创作向轻量化发展，VR 内容创作走出长周期、高投入的处境后，VR 内容使用场景有望进一步拓宽，丰富度有望提升。作为内容生产工具的 VR 摄像机发展空间潜力大，头部企业有望将行业的资本开支至转化为收入。VR 摄像机的发展目前处于软件自研，硬件集成的阶段，并逐渐在向全自主研发的阶段迈进。

■ 投资主线 2—即时零售&电商新趋势洞察：电商消费“习惯性省钱”，即时零售盈利潜力展现。

1) 电商：复盘疫情期间情况，恢复初期，电商渠道恢复最快也恢复程度最优，随着恢复程度推进，线下活跃度回升，该阶段分流对线上消费产生分流，参考美国疫情后修复阶段，也呈现出同样趋势。长期来看，电商的景气度与消费大环境息息相关，消费力的回升拉动电商景气度恢复。随着社会生产生活秩序的恢复，居民可支配收入水平回升，对于未来收入的预期改善，拉动消费意愿回升。电商渠道当前渠道渗透率约为 30.38%，作为主要消费渠道之一，消费信心及消费欲望的恢复将带动电商行业景气度恢复。2) 即时零售：疫情催化下，即时零售用户渗透率显著提升，疫情好转后需求企稳且持续增长。即时零售用户活跃度在 2022 年 4 月达到高点，随着疫情缓解逐企稳后活跃度再次提升。疫情期间即时零售平台满足用户对日用刚需品的购物时效及履约可靠性的要求，建立用户信任，该需求在疫情后仍在延续。即时零售上市企业通过降本增效，毛利率逐季度优化，预计在 4Q22 至 2Q23 期间陆续实现 Non-GAAP 盈利。

■ 投资主线 3—疫后线下复苏：线下消费场景修复下，本地生活、支付、院线、广告等细分赛道有望受益。

疫情防控政策逐步放松，全国多地已出台包括取消核酸查验、核酸免检等在内的防控优化措施，我们认为后续线下经济活动将进入恢复期，居民消费有望回暖，在此情况下，我们认为传媒互联网板块以下细分赛道将有所受益：

1) 本地生活：需求提升，供给在防控放松情况下能够正常提供。同城线下出行有望增加，直接利好互联网出行业务，如同城打车、共享单车等；线下餐饮、娱乐需求增加，利好到店消费；旅游出行需求有望提升，酒店及互联网订票业务有望受益。2) 移动支付：线下消费频次有望提升，商业支付笔数增速有望提升。我们认为疫情防控政策逐渐放开将带动线下消费场景修复，用户线下消费频次有望提升，在此情况下用户线下商业支付笔数有望提升，网络支付、支付扫码等领域公司有望受益。3) 院线：随疫情放开需求和供给均有望修复，驱动行业复苏，行业集中度或提高。量：21 年同期中国观影人次恢复程度高于北美，预计随疫情放开恢复程度将提高。中国 21 年观影人次占 19 年的比例中枢在 60%，22 年 11 月中国观影人次约为 19 年同期的 23%，复苏空间较大；价：中国票价提升幅度高于北美，预计疫情放开后增速将企稳。4) 广告：广告主需求回暖，带动行业复苏。户外广告：居民出行增多，户外广告曝光量提升，广告主户外广告需求回暖；互联网广告：消费恢复带动其广告需求增长，相关行业互联网广告投放需求回暖。

### 投资建议

■ 结合 3 条投资主线，我们推荐商业支付增速有望提升、视频号带动广告增长的腾讯，习惯性省钱趋势下的高性价比电商平台拼多多，主业和到店业务均直接受益疫后线下场景修复的移卡，于疫情期间提高市场份额的院线龙头万达电影，及疫后线下出行修复、消费复苏驱动业绩修复的分众传媒。

### 风险提示

■ 疫后修复不及预期风险，宏观经济增长放缓的幅度和时间超预期的风险，政策风险，行业竞争加剧，元宇宙技术迭代和应用不及预期风险，数据统计结果与实际偏差风险。

## 内容目录

一、	投资主线 1——虚拟现实：寻找在行业初期获益的公司	5
1.1	投资逻辑：VR 行业从供需驱动下的自主创新，向政策驱动下的生态构建发展	5
1.2	推荐个股：佳创视讯、罗曼股份	6
二、	投资主线 2——新趋势洞察：电商消费“习惯性省钱”，即时零售盈利曙光展现	8
2.1	投资逻辑：电商景气度与消费力恢复相关，即时零售细分赛道盈利曙光展现	8
2.2	推荐个股：拼多多、达达集团	10
三、	投资主线 3——后疫情时代线下消费场景修复，本地生活、支付、院线、广告等细分赛道受益	12
3.1	投资逻辑：线下活动修复情况下，本地生活、支付、院线、广告等行业需求提升	12
3.2	推荐个股：美团、移卡、腾讯、万达电影、分众传媒、快手	19
四、	风险提示	26

## 图表目录

图表 1:	VR 行业发展趋势	5
图表 2:	Reality Labs 季度营业收入 (亿美元)	5
图表 3:	Reality Labs 季度净利润 (亿美元)	5
图表 4:	佳创视讯业务布局	6
图表 5:	2017 年至 2021 年佳创视讯 VR 行业营业收入	6
图表 6:	2017 年至 2021 年佳创视讯 VR 行业毛利率	6
图表 7:	罗曼股份营业收入及各业务收入	7
图表 8:	罗曼股份归母净利润及同比增速	7
图表 9:	罗曼股份 2021 年主要参建灯光项目	7
图表 10:	上海霍洛维兹提供沉浸式解决方案等服务	7
图表 11:	美国疫情防控严格程度减弱，网络零售额增速放缓	8
图表 12:	社零及网上零售额同比增速	8
图表 13:	网上商品和服务零售额 (累计值) 占社零的比重	8
图表 14:	未来就业预期、物价预期及收入信心	9
图表 15:	储蓄、消费、投资占比	9
图表 16:	即时零售用户活跃度指数	9
图表 17:	即时零售上市企业毛利率	9
图表 18:	即时零售上市企业 Non-GAAP 净利率	9
图表 19:	即时零售开放平台模式规模	10
图表 20:	中国即时配送服务行业订单规模	10

图表 21: 用户使用配送平台服务频次变化情况	10
图表 22: 即时配送行业用户主要消费品类	10
图表 23: 电商各品类均价走势	11
图表 24: 拼多多收入季增速	11
图表 25: 拼多多 Non-GAAP 归母净利润及增速	11
图表 26: 达达集团总收入及增速	12
图表 27: 达达集团收入结构	12
图表 28: 京东到家年度活跃用户规模	12
图表 29: 京东到家年度 GMV	12
图表 30: 互联网本地生活服务行业市场规模	13
图表 31: 在线外卖市场收入	13
图表 32: 2010-2021 人均旅行消费花费, 单位: 元	13
图表 33: 2017.12-2021.12 在线旅行预订用户规模及使用	14
图表 34: 网络支付用户规模及使用率	14
图表 35: 中国移动支付交易笔数	14
图表 36: 中国移动支付业务交易规模	15
图表 37: 中国线下扫码交易规模	15
图表 38: 2020 年 1 月后中美票房占 19 年同期的比例对比	15
图表 39: 2020 年 1 月以来中国观影人次占 19 年的比例	15
图表 40: 2020-21 年北美观影人次及其占 19 年的比例	15
图表 41: 2017 年以来中国院线平均票价及其同比增速	15
图表 42: 北美地区院线平均票价及其同比增速	16
图表 43: 2019 年 1 月以来中国院线平均票价 (元)	16
图表 44: 2020 年 1 月以来中美上映影片数占 19 年比例	16
图表 45: 中国上映进口片及国产片数量	16
图表 46: 中国电影票房分布 (按国产和进口分)	16
图表 47: 中国上映电影首日票房结构	17
图表 48: 中国上映电影票房结构	17
图表 49: 中国上映影片流媒体窗口期变化	17
图表 50: 疫后中国院线票房复苏敏感性分析	18
图表 51: 2020-2021 年购物中心日均客流同比 19 年增速	18
图表 52: 2020.01-2022.09 购物中心日均客流走势	18
图表 53: 广告刊例花费同比增速与社零总额当月同比	18
图表 54: 中国广告市场规模	18
图表 55: 全球各渠道广告市场规模 (十亿美元)	19

图表 56:	2020-2022E 全球各渠道广告市场规模同比增速	19
图表 57:	美团超市便利 DAU, 单位: 万人	19
图表 58:	美团超市便利使用频次, 单位: 次	19
图表 59:	美团买药 MAU, 单位: 万人	20
图表 60:	美团买药使用频次, 单位: 次	20
图表 61:	美团酒店间夜量及增速	20
图表 62:	美团 MAU, 单位: 万人	20
图表 63:	大众点评 MAU, 单位: 万人	20
图表 64:	移卡各业务收入同比增速	21
图表 65:	移卡活跃支付服务商户数量及其同比增速	21
图表 66:	移卡支付服务费率及其毛利率对比	21
图表 67:	移卡各业务毛利率走势	21
图表 68:	移卡到店电商收入、GMV 及其同比增速	22
图表 69:	抖音本地生活 GMV	22
图表 70:	腾讯控股金融科技与企业服务收入及增速	22
图表 71:	视频号 DAU	23
图表 72:	视频号用户使用时长	23
图表 73:	中国影投集中度	23
图表 74:	2019 年 1 月-2022 年 11 月中国票房集中度	23
图表 75:	万达电影在影投及院线的市场份额	23
图表 76:	万达电影已开业影院数及其占在运营影院比例	23
图表 77:	万达电影在映及 22 年待上映影片	24
图表 78:	分众传媒营收结构——按广告主所处行业	24
图表 79:	分众传媒自营电梯媒体数量及其同比增速	24
图表 80:	分众传媒与新潮传媒、城市纵横、喜屏传媒对比	24
图表 81:	分众传媒营收及归母净利润变动	25
图表 82:	快手 DAU	25
图表 83:	快手用户日均使用时长	25
图表 84:	快手营收结构	26
图表 85:	快手广告业务收入规模及增速	26

## 一、投资主线 1——虚拟现实：寻找在行业初期获益的公司

### 1.1 投资逻辑：VR 行业从供需驱动下的自主创新，向政策驱动下的生态构建发展

2022 年中国 VR 内容的市场规模预计达到 269 亿元，在各领域的应用范围不断扩大，当前游戏内容占据最大份额，约为 43.7%。随着 VR 内容创作向轻量化发展，VR 内容创作走出长周期、高投入的处境后，VR 内容使用场景有望进一步拓宽，丰富度有望提升。作为内容生产工具的 VR 摄像机发展空间潜力大，头部企业有望将行业的资本开支至转化为收入。VR 摄像机的发展目前处于软件自研，硬件集成的阶段，并逐渐在向全自主研发的阶段迈进。根据创新能力，我们将科技变革带来新产品的过程抽象为四个阶段，VR 摄像机也遵循这样的发展规律：

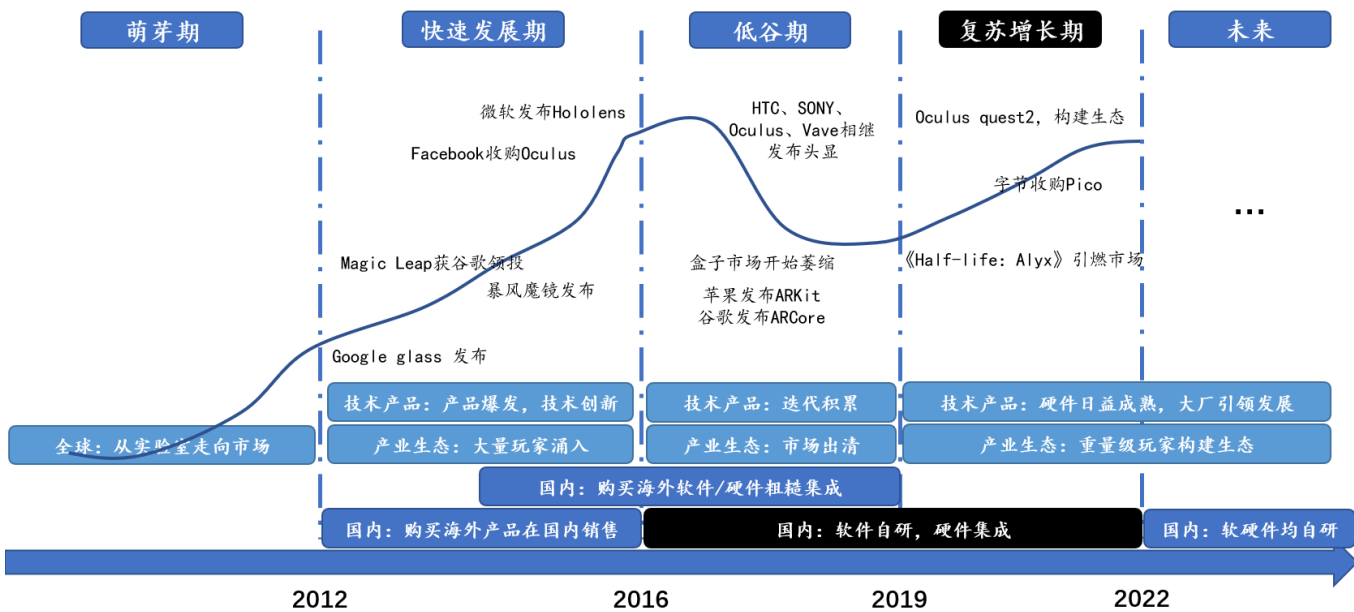
第一阶段：直购海外产品。该阶段企业无研发成本，由于 VR 产品及服务处于快速迭代发展的阶段，较多存货可能因时效性引发潜在损失。

第二阶段：购买海外软件/硬件进行粗糙集成。该阶段企业购买海外相关软件及硬件，在此基础上集成。公司集成工艺将影响资本开支投入。

第三阶段：软件自研，硬件集成。自研 VR 软件初期，公司用于自研的支出均为费用，随着产品的供需关系逐渐明朗，项目自研为企业未来带来经济收益的确定性增强，该阶段产生相关资本开支。

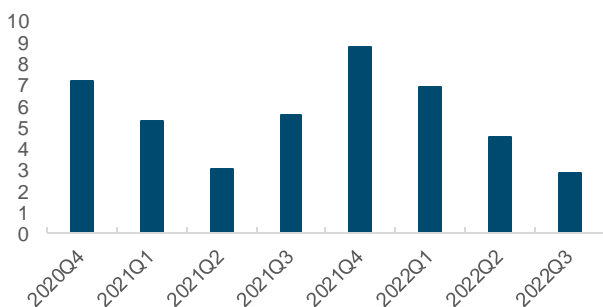
第四阶段：软硬件均自研。该阶段进入完全自主研发阶段，硬件研发产业链较长，工序较为繁琐，研发投入较大。以 Reality Labs (Meta 负责生产 VR 和 AR 相关的软件及硬件设备的部门) 为例，2022Q3 Reality Labs 收入 2.85 亿美元，同比-49%；亏损 26.3 亿美元，与去年同期相比亏损扩大 7.64 亿美元。

图表1：VR 行业发展趋势



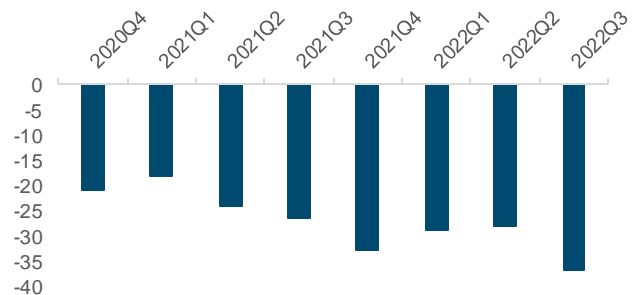
来源：腾讯研究院，国金证券研究所

图表2：Reality Labs 季度营业收入 (亿美元)



来源：Meta 公司公告，国金证券研究所

图表3：Reality Labs 季度净利润 (亿美元)



来源：Meta 公司公告，国金证券研究所

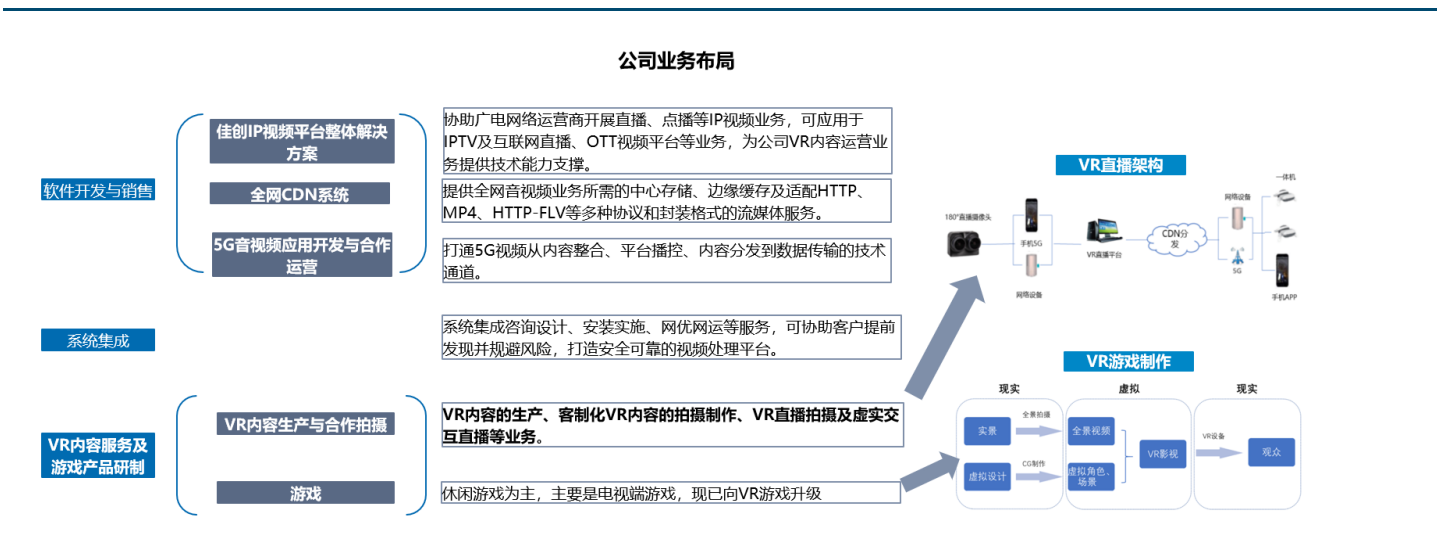
VR 摄像机的早期发展为供需关系下的自主创新来驱动。第一阶段，国家政策更倾向于宏观层面对于 VR 行业的支持，将 VR 行业发展列入各项重要规划。第二阶段，聚焦助力推进 VR 基础设施建设，从硬件端补齐短板，鼓励 VR 内容行业发展。国内 VR 行业正处于软件自研，硬件集成的第三阶段，且正在向软硬件自主研发的第四阶段迈进，国家政策驱动因素日益凸显。第三阶段和第四阶段倾向于推进构建 VR 行业完整生态和 VR 内容体验类消费发展。

## 1.2 推荐个股：佳创视讯、罗曼股份

### 1、建议关注佳创视讯：180 度 VR 摄像机契合 C 端需求，推动轻量化 UGC 生产

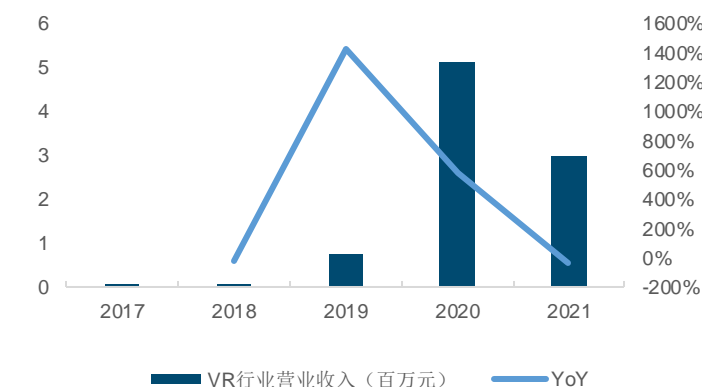
公司主营数字电视行业解决方案，2016 年起布局 VR 研发及内容制作。公司 2000 年成立，最先发展于广电行业，上市前后主要从事广电行业端到端整体解决方案的推广与产品的研发。目前，已实现从广电向电信、互联网运营商市场的全方位覆盖。2016 年起公司布局 VR 技术研发及内容制作等。2021 年 VR 行业营收达 3.00 百万元，该业务毛利率达 16.76%。

图表4：佳创视讯业务布局



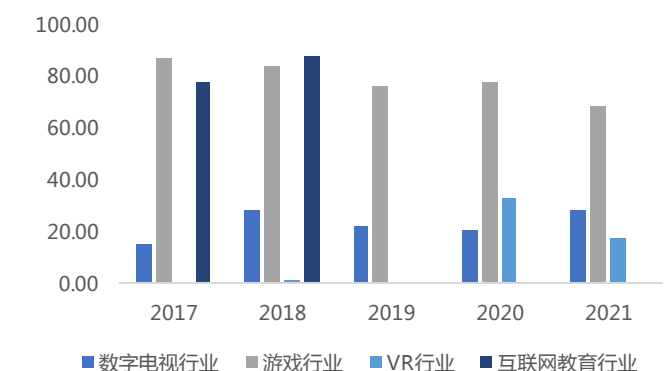
来源：公司官网，国金证券研究所

图表5：2017年至2021年佳创视讯VR行业营业收入



来源：佳创视讯公司公告，国金证券研究所

图表6：2017年至2021年佳创视讯VR行业毛利率



来源：佳创视讯公司公告，国金证券研究所

佳创视讯的 VR 摄像机实时拼接合成技术领先，融合内容生产到传播过程。主要用于短视频、直播平台的合作及公司 VR 直播服务项目、虚拟社交娱乐平台的自主运营等，180 度全景镜头与上述场景需求更加契合，在沉浸感不受损的同时，节省带宽至前方画面输出最佳画质。LOOPS CAM (幻镜) 为佳创视讯的 VR 摄像机产品，是目前市场上首款真正实现机内实时拼接合成的 180 度 8K 60 帧 3D 摄像机，搭载高算力 AI 芯片，除了可以实现机内实时拼接合成外，还可 AI 美颜，并支持 8K 60 帧的视频采集与输出。一台摄像机可同步实现 3D 画面拍摄、拼接渲染合成、一键推流，从而实现内容生产和传播过程中的流程融合、技术融合、产品融合。

佳创视讯以 VR 摄像机为基础，完成了硬件设备一体化、动捕系统轻量化、云服务平台一站式部署化、泛娱乐内容形式多样化的全链路优化升级。公司发布了轻量化动作捕捉系统 MotionMax (动现)、面向 B 端的企业级 VR 直播开放平台 WeDeck、面向 C 端的元宇宙泛娱乐平台 OOPSLINE (幻镜线)。公司通过赋能包含第三方和个人在内的内容生产者，

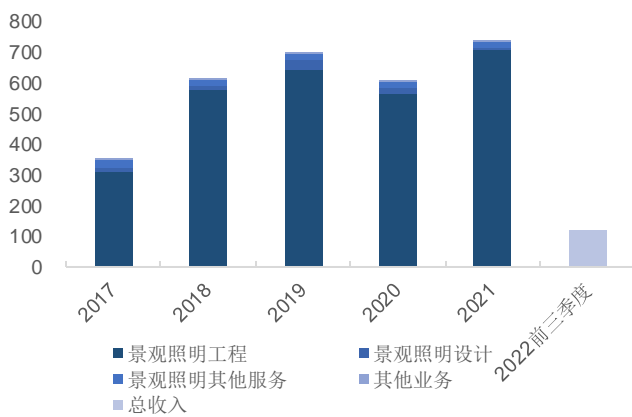
强调消费者对内容的参与感及社交需求，以推动轻量化的 UGC 内容自生产达到繁荣生态的目标。

## 2、罗曼股份：主业受益夜经济发展逻辑，沉浸式娱乐打造第二成长点

公司主营景观照明业务，现拓展至沉浸式解决方案。罗曼股份成立于 1999 年，主营景观照明业务，包括景观照明工程明整体规划和深化设计、景观照明工程的施工以及远程集控管理等景观照明其他服务，于 2021 年在上交所主板上市。2022 年，公司与国际领先的沉浸式体验解决方案提供商——英国 Holovis 合资在中国成立上海霍洛维兹数字科技有限公司，进行文旅项目的策划规划、投资、运营管理等业务，布局沉浸式娱乐项目技术服务。

夜间经济空间巨大，疫后有望加速释放，夜间经济带动景观照明需求，打开未来业务空间。景观照明与文旅经济结合紧密，随着夜间经济的发展，具有各地文化娱乐特色的艺术类和沉浸式场景类灯光表演市场潜力明显。受今年上海疫情封控影响，公司新获订单较难，业绩下滑较大。随着国家深化城镇化进度、发展夜经济，景观照明的需求前景广阔。随着疫情的缓解，公司 2023 年订单商机同比将显著扩大。公司一体化服务优势明显，项目承接能力良好，是行业内少有的具有从设计、施工再到后期维护一体化全过程服务能力的景观照明公司。

图表7：罗曼股份营业收入及各业务收入



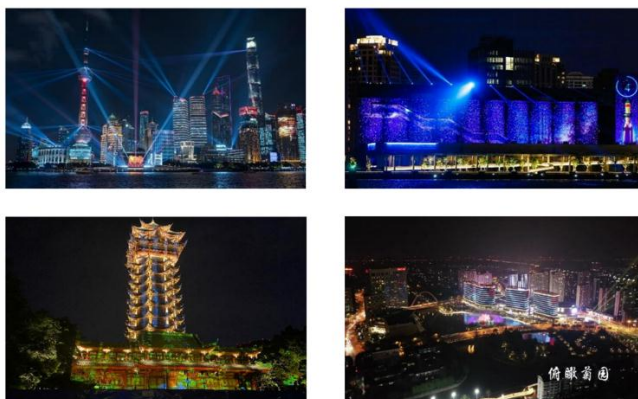
来源：罗曼股份公司公告，国金证券研究所

国内主题乐园进入密集施工期，沉浸式娱乐或成公司第二成长曲线。目前，国内有 3 座乐高乐园正在建设中，同时，国内也会落地全球第三座法拉利乐园。霍洛维兹数字公司已获得英国 Holovis 的 22 项专有技术的国内独家使用权。如果乐高乐园、法拉利乐园在国内依然需要使用 Holovis 的技术，预计需要与霍洛维兹数字公司合作。

公司运用 Holovis + AR 技术，已在国内落地推广中国文化的文旅项目：2022 年 6 月，以云南神话传说《七都酒》为背景的云南普者黑景区“荷风夜拾光”开园。该项目由罗曼股份结合 Holovis 技术打造、运营，其中包括 AR 赏荷、AR 答题、AR 合影、AR 探宝等创新虚拟现实体验。

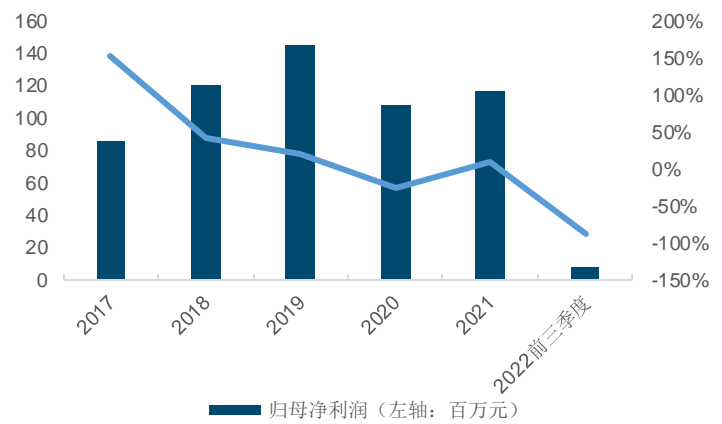
公司在沉浸式主题娱乐领域已产生盈利，未来有望成为利润新增长点。疫情背景下，霍洛维兹数字公司在成立不到 5 个月内，实现收入 911.9 万元，净利润 52.2 万元。

图表9：罗曼股份 2021 年主要参建灯光项目



来源：罗曼股份公司公告，国金证券研究所

图表8：罗曼股份归母净利润及同比增速



来源：罗曼股份公司公告，国金证券研究所

图表10：上海霍洛维兹提供沉浸式解决方案等服务



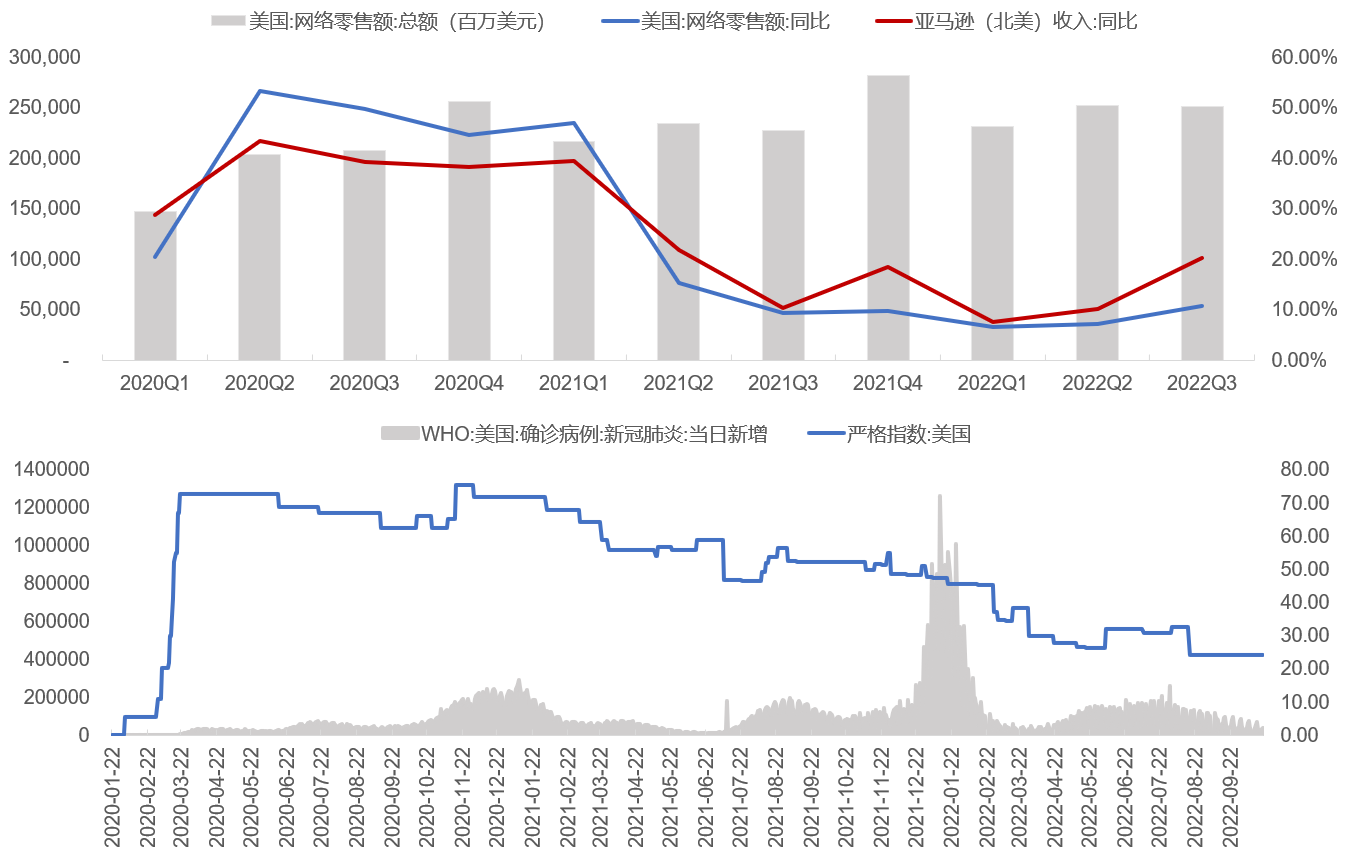
来源：霍洛维兹官网，国金证券研究所

## 二、 投资主线 2—— 新趋势洞察：电商消费 “习惯性省钱”，即时零售盈利曙光展现

### 2.1 投资逻辑：电商景气度与消费力恢复相关，即时零售细分赛道盈利曙光展现

复盘疫情期间情况，恢复初期，电商渠道恢复最快也恢复程度最优，此阶段局部地区线下活动的活跃度仍受防疫政策限制处于相对低位，消费回补效应最先从线上渠道释放，可选品类高景气呈现，大约一个月左右时间电商流量可恢复至疫情前水平。随着恢复程度推进，线下活跃度回升，该阶段分流对线上消费产生分流，参考美国疫情后修复阶段，也呈现出同样趋势。

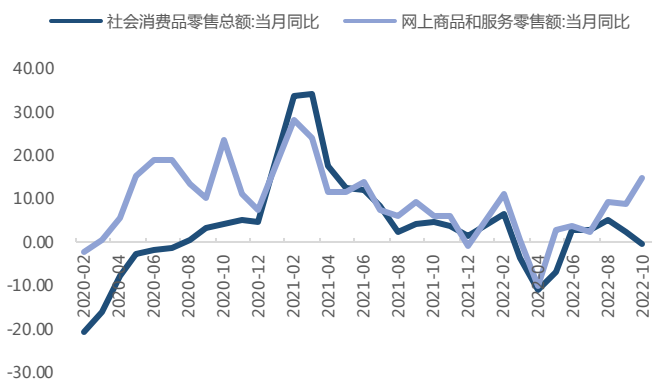
图表11：美国疫情防控严格程度减弱，网络零售额增速放缓



来源：美国商务部普查局，亚马逊公司公告，国金证券研究所

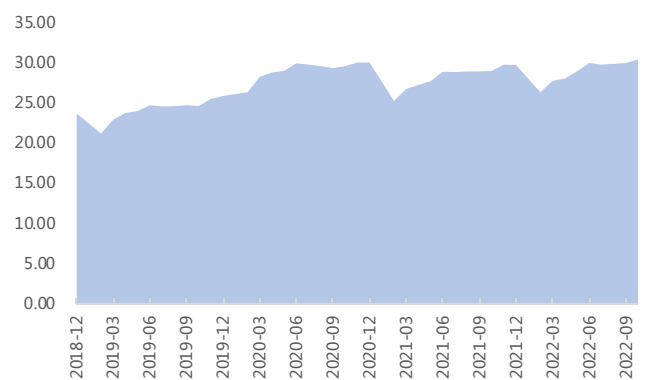
长期来看，电商的景气度与消费大环境息息相关，消费力的回升拉动电商景气度恢复。随着社会生产生活秩序的恢复，居民可支配收入水平回升，对于未来收入的预期改善，拉动消费意愿回升。电商渠道当前渠道渗透率约为 30.38%，作为主要消费渠道之一，消费信心及消费欲望的恢复将带动电商行业景气度恢复。

图表12：社零及网上零售额同比增速



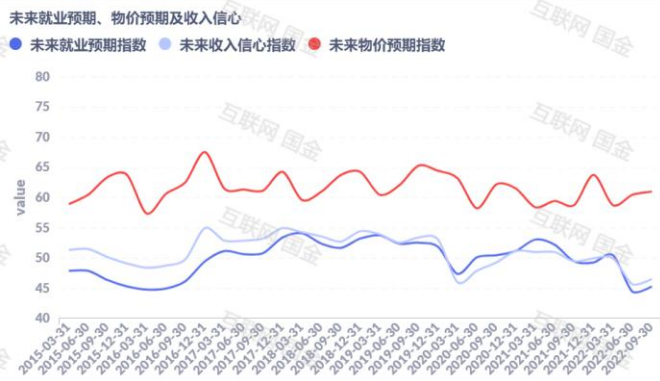
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表13：网上商品和服务零售额(累计值)占社零的比重

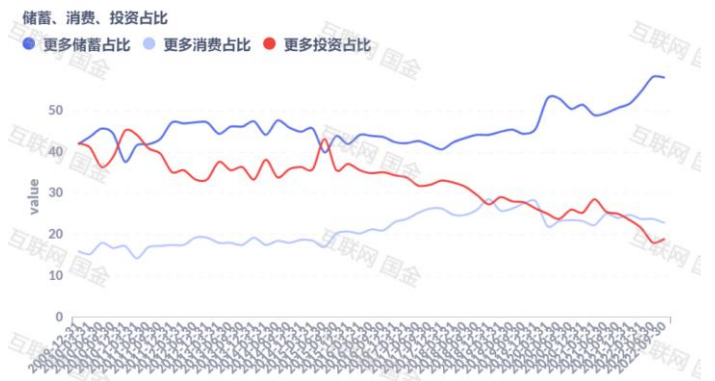


来源：国家统计局，国金证券研究所

图表14: 未来就业预期、物价预期及收入信心



图表15: 储蓄、消费、投资占比

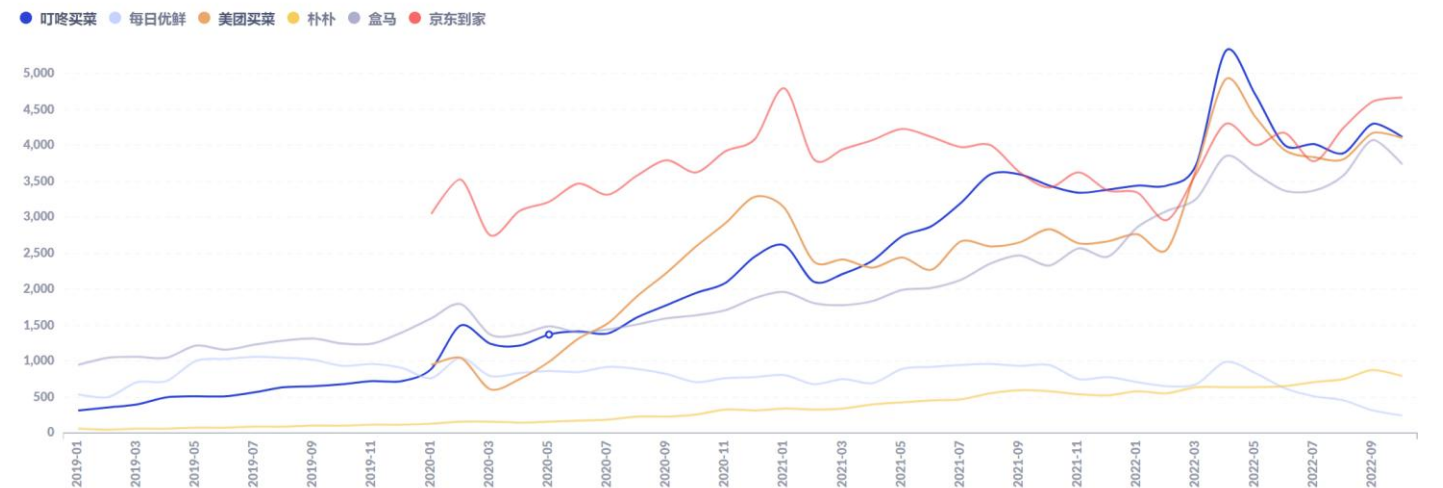


来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

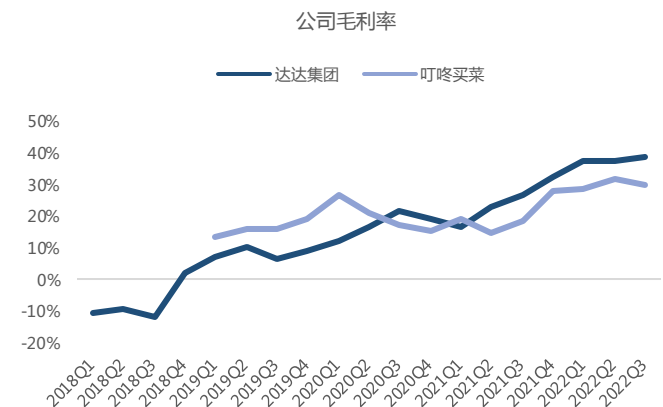
疫情催化下, 即时零售用户渗透率显著提升, 疫情好转后需求企稳且持续增长。即时零售用户活跃度在 2022 年 4 月达到高点, 随着疫情缓解逐步回落并于 7 月后企稳, 9 月中秋国庆等双节驱动下活跃度再次提升。渗透率的提升, 得益于疫情期间, 即时零售平台满足用户对日用刚需品的购物时效及履约可靠性的要求, 建立平台的用户信任, 这部分需求在疫情之后仍在延续。即时零售上市企业通过降本增效, 毛利率逐季度优化, 预计在 2022Q4 至 2023Q2 期间陆续实现 Non-GAAP 盈利。

图表16: 即时零售用户活跃度指数



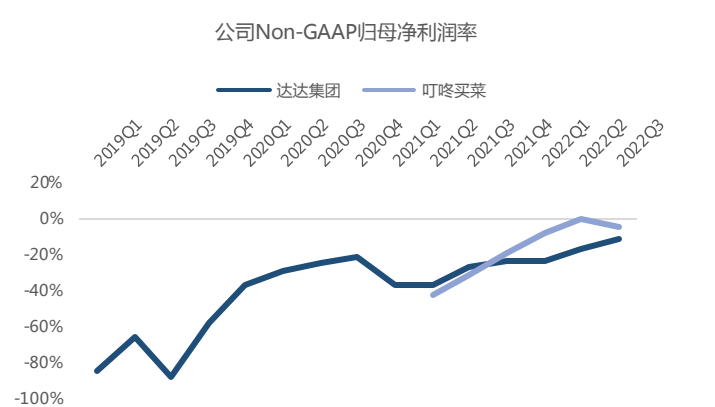
来源: 国金数字 Lab, 国金证券研究所

图表17: 即时零售上市企业毛利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

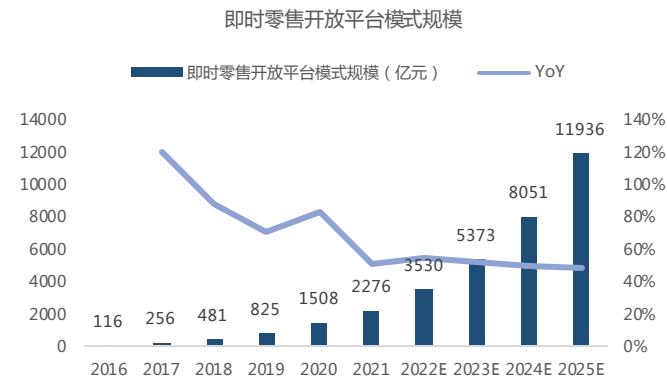
图表18: 即时零售上市企业 Non-GAAP 净利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

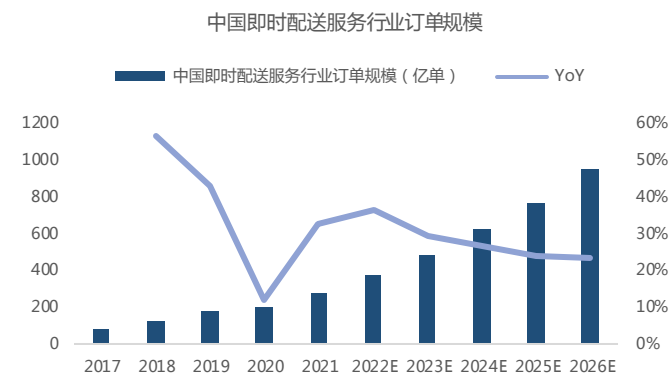
即时零售平台、生鲜电商、即时配送行业均体现高成长性。据艾瑞咨询数据，2021 年即时零售开放平台模式规模为 2276 亿元，同比增速高达 50.93%。预计 2025 年规模达 11936 亿元，2021-2025 年年复合增长率将达 51.33%，凸显高成长性。2021 年我国即时配送行业订单规模达 279 亿单，同比 32.9%，预计 2026 年订单规模将增长至 957.8 亿，2021-2026 年年复合增长率达 28%。

图表19: 即时零售开放平台模式规模



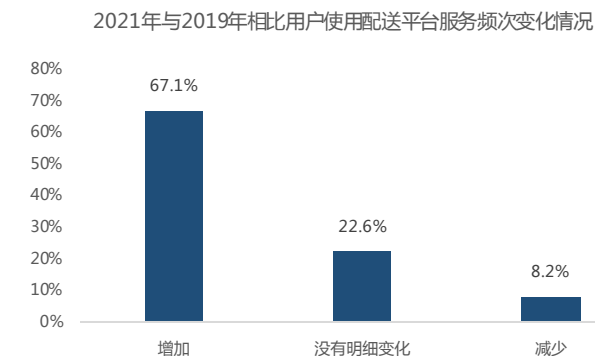
来源:《即时零售开放平台模式研究白皮书》, 国金证券研究所

图表20: 中国即时配送服务行业订单规模



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

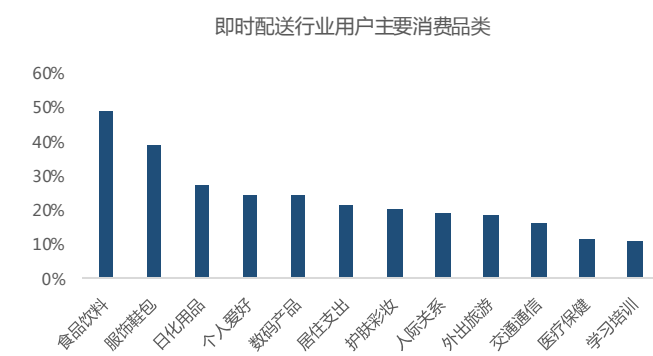
图表21: 用户使用配送平台服务频次变化情况



\*N=2000, 调研时间为 2021 年 5 月

来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

图表22: 即时配送行业用户主要消费品类



\*N=3046, 调研时间为 2022 年 7 月

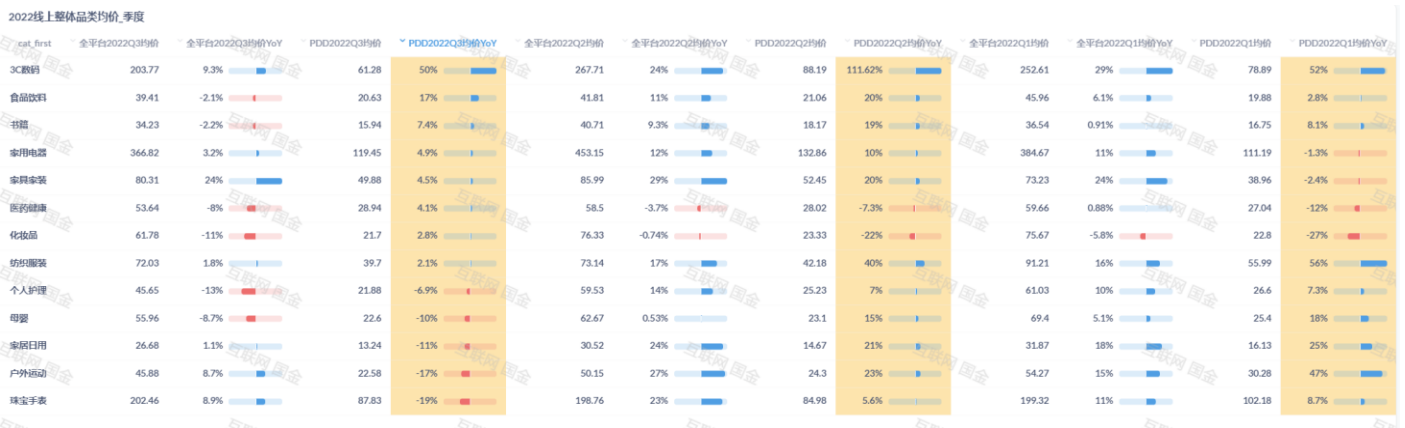
来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

## 2.2 推荐个股: 拼多多、达达集团

### 1、拼多多: 平台 ARPU 提升空间大, 消费者信任持续巩固加强

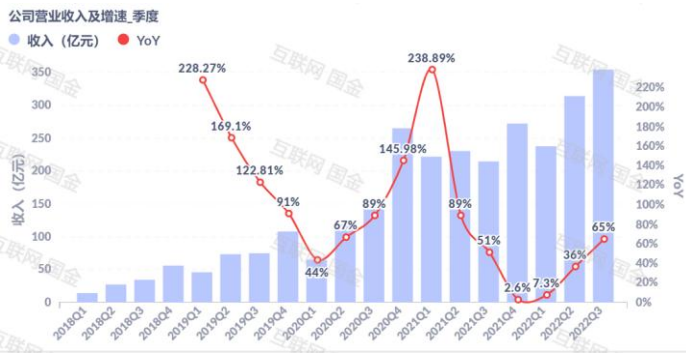
疫后修复初期, 拼多多以高性价比属性获得更多消费者青睐。2022 Q3, 全平台多个品类的均价, 出现了比较明显的降幅。消费降级情况下, 预计用户将显现出更强的比价行为。消费习惯存在惯性, 在疫情后收入没有明显改善的阶段, 消费者行为表现为“习惯性省钱”。因此对拼多多平台上, 消费者从之前的购买白牌产品, 逐渐开始购买品牌产品的替代品、品牌折扣品等, 呈现出产品均价的提升的趋势。这一变化不仅提升 ARPU, 带动 GMV 的提升, 也使品牌产品的转化率得到改善, 也增强了平台对品牌产品的吸引力。品牌货占比的提升是未来平台货币化率提升的重要驱动之一。

图表23: 电商各品类均价走势



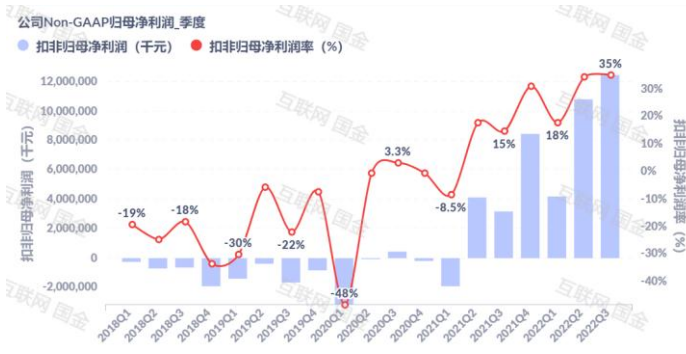
来源: 国金数字 Lab, 国金证券研究所

图表24: 拼多多收入季增速



来源: 拼多多公司公告, 国金证券研究所

图表25: 拼多多 Non-GAAP 归母净利润及增速



来源: 拼多多公司公告, 国金证券研究所

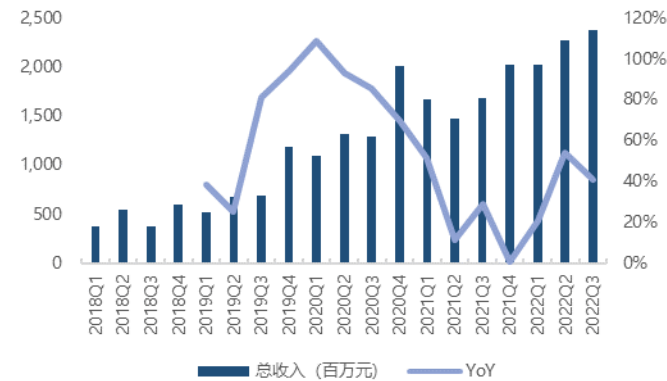
2、达达集团：“即时零售+即时配送”，万物即时达

达达集团为即时零售与即时配送头部企业，主要业务包括“即时零售+即时配送”，为消费者创造完整的即时购物体验闭环，收入高速增长且亏损持续收窄，预计 2023Q2 实现 Non-GAAP 盈亏平衡。

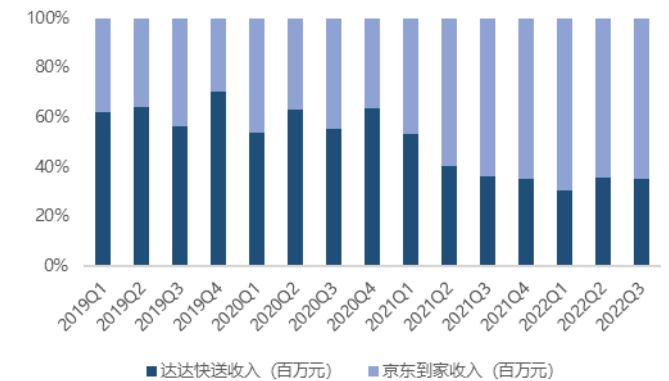
京东到家：2022Q3 的 GMV 增速约 39%。增长的驱动力包括：①品质用户高速增长。2022Q3 活跃用户数达 7540 万，同比 32.05%，预计长期可渗透京东约 50% 的用户，用户体量近 3 亿。②商家端头部商超覆盖度高，合作商家认可公司带来的全渠道增量。截至 2022Q2，共计与 87 家中国百强超市合作，Top10（占百强商超总销售额比例为 64.2%）中合作了 9 家，已接入超 15 万家全品类实体门店。③品类多元化。商超占 GMV 比例为 55%，可选品类占比提升，高增长对平台的佣金和广告货币化率均有正向贡献。

达达快送：行业内企业均以“快”为核心，向全场景覆盖发展。用户选择即时配送平台的决定因素为“品牌>时效>价格”，超七成用户接受配送费溢价 6% 到 20%，达达快送的差异化体现在：①采取众包形式，骑手供给充足的前提下，运营更为灵活。达达快送日活骑手约 10 万，达达优拣月完单拣货员约 1 万左右。②自主研发全自动派单系统和达达智配 SaaS 系统。实现订单和运力的实时匹配、配送路径优化助力降本提质。

图表26: 达达集团总收入及增速



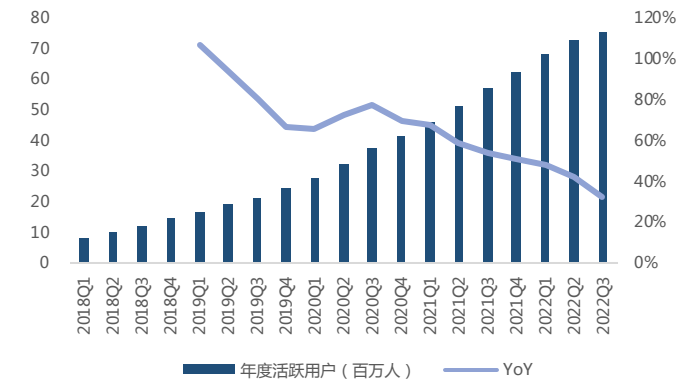
图表27: 达达集团收入结构



来源: 达达公司公告, 国金证券研究所

来源: 达达公司公告, 国金证券研究所

图表28: 京东到家年度活跃用户规模



图表29: 京东到家年度GMV



来源: 达达公司公告, 国金证券研究所

来源: 达达公司公告, 国金证券研究所

### 三、 投资主线3——后疫情时代线下消费场景修复, 本地生活、支付、院线、广告等细分赛道受益

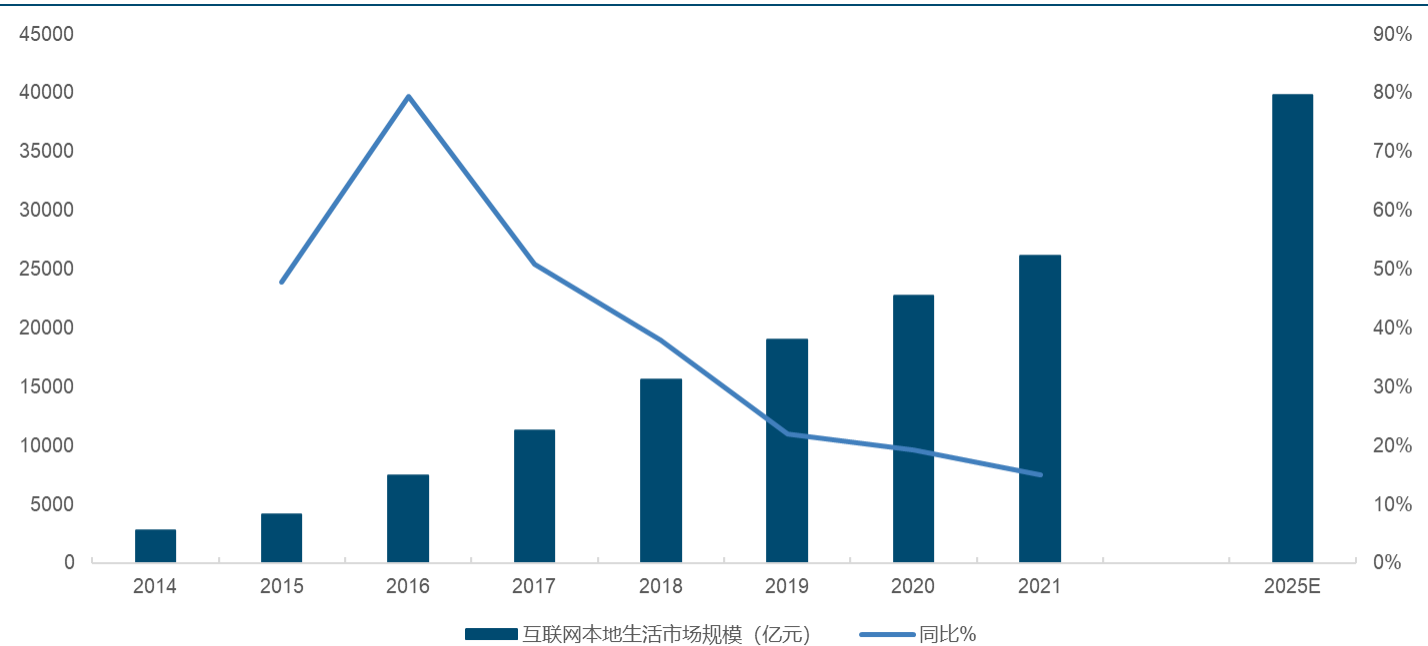
#### 3.1 投资逻辑: 线下活动修复情况下, 本地生活、支付、院线、广告等行业需求提升

投资逻辑: 步入后疫情时代, 线下消费有望回暖, 我们认为在此趋势下本地生活、支付、院线、广告等细分赛道有望受益。疫情防控政策逐步放松, 11月11日, 国务院联防联控机制公布进一步优化防控工作的二十条措施, 此后全国多地出台包括取消核酸查验、核酸免检等在内的防控优化措施, 从公共交通、办公场所再到线下餐饮、娱乐场所, 对于核酸结果的查验陆续放松, 我们认为后续线下经济活动将进入恢复期, 居民消费有望回暖, 在此情况下, 我们认为传媒互联网板块以下细分赛道将有所受益:

**1、本地生活: 需求提升, 供给在防控放松情况下能够正常提供。**1) 同城线下出行有望增加, 直接利好互联网出行业务, 如同城打车、共享单车等。2) 线下餐饮、娱乐需求增加, 利好到店消费。3) 旅游出行需求有望提升, 酒店及互联网订票业务有望受益。推荐个股: 美团(综合性互联网本地生活龙头)、移卡(抖音本地生活服务商, 到店业务有望成为第二增长曲线)。

疫情期间, 互联网本地生活业务持续增长, 根据前瞻产业研究院, 截止2021年整体市场规模达2.6万亿元, 同比增长15.1%, 至2025年有望达到4万亿元。

图表30：互联网本地生活服务行业市场规模



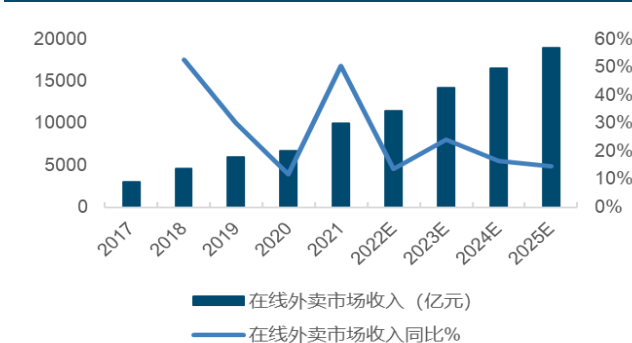
来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

分行业来看：

**到家业务：**对于外卖等即时配送业务，我们认为疫情期间的消费习惯仍会保持惯性。疫情期间，外卖等到家业务持续增长，根据美团研究院，2021年我国国内外卖餐饮数据外卖业务规模已达1万亿元，同比增长50.52%，且将于未来几年持续保持年15%左右的增长率，于2025年达到1.9万亿元左右。我们认为外卖配送等“万物到家”业务相较传统到店线下模式便利优势明显，随疫情开放后续增速会有所回落，但长期仍将保持高位增长态势。

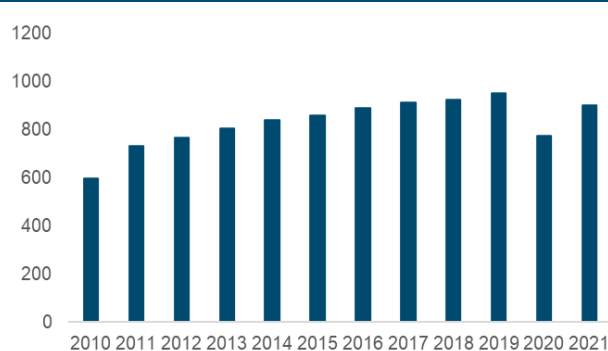
**到店酒旅：**覆盖餐饮美食、酒店出游等大消费产业，受宏观层面影响较大。根据FAST DATA数据，疫情前，我国旅游业收入由2012年的2.3万亿元增长至2019年的5.7万亿元，旅游人数次数由20.6亿人次增长至2019年的60.1亿，而伴随着2020年疫情的影响和封锁，旅游业收入和旅游人数有所回落。疫情时代旅游市场低迷的原因主要在于：1) 景区等景点的反复封闭，可游玩景点减少。2) 封控隔离政策较为繁琐，异地、出国旅游需要来回需要长期隔离，游玩体验较低。3) 用户可支配收入降低，消费意愿低迷。短期来看，我们认为疫情政策的适度宽松将带用户消费能力和消费意愿的回升。长期来看，市场恢复后，行业规模仍将回到疫情前的增长态势。从宏观市场来看，疫情前用户人均旅游消费及出游人次仍然保持增长态势，我国旅游市场规模具有较大的增长空间和恢复空间较大，参考2021年国外疫情政策逐渐宽松，各相关旅游业标的公司营收同比增速较快，其中Airbnb同比增长77%，Expedia同比增长65%，恢复速度显著。分垂直行业来看，疫情前在线旅行的我国用户规模和在线渗透率仍然处于增长阶段，主要受疫情影响波动。我们认为随疫情政策端利好，到店酒旅相关业务有望恢复持续增长。

图表31：在线外卖市场收入



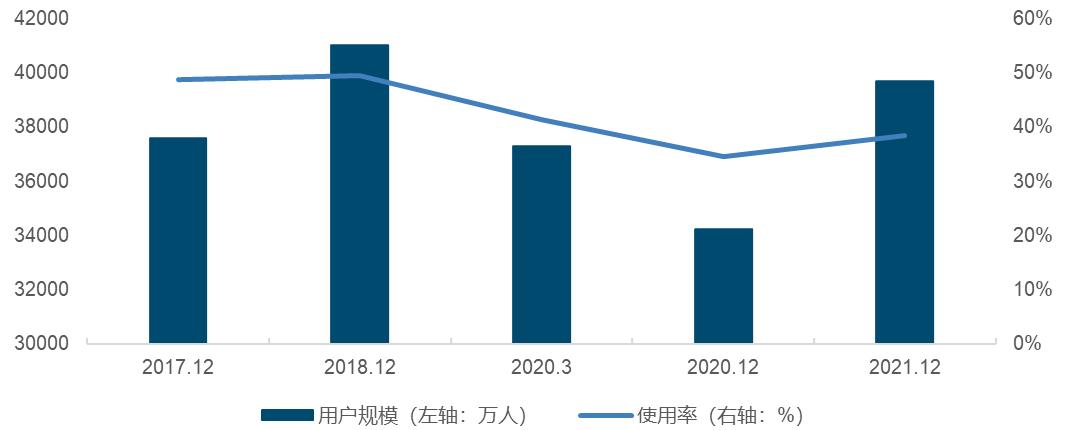
来源：美团研究院，国金证券研究所

图表32：2010-2021人均旅行消费花费，单位：元



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表33: 2017.12-2021.12 在线旅行预订用户规模及使用

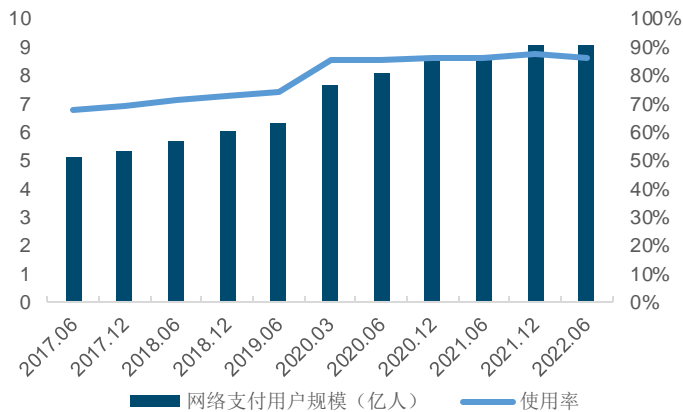


来源: CNNIC, 国金证券研究所

**2、移动支付: 线下消费频次有望提升, 商业支付笔数增速有望提升。推荐个股: 腾讯控股 (金融科技支付业务受益于线下商业支付笔数提升)、移卡 (主业为支付服务, 受益于支付笔数增加)。**

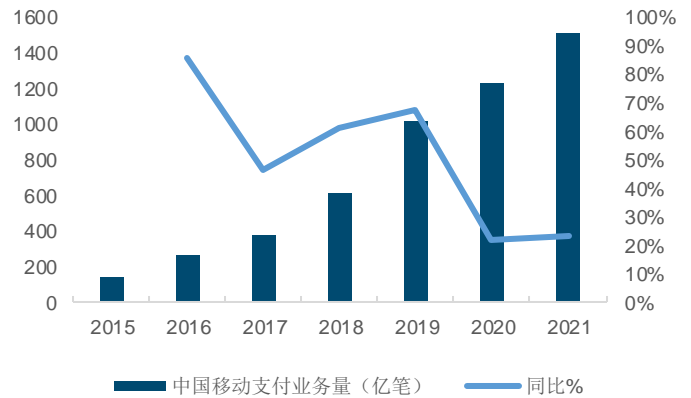
线下场景受疫情冲击, 后续随疫情开放线下支付业务有望直接收益。疫情期间商家关停、消费者封控致使线下消费场景减少, 我们认为随疫情政策逐渐放开, 用户线下消费频次有望提升, 有望带动线下消费场景修复, 在此情况下用户线下商业支付笔数有望提升。根据 CNNIC, 截至 2022 年 6 月我国网络移动支付用户规模已经达到 9 亿人, 使用率达到 86%, 渗透率较高, 若线下消费修复, 则网络支付有望受益。根据中国人民银行, 中国移动支付交易笔数和交易规模 2020 及 2021 年均保持 20% 以上增长, 根据易观数据, 2022Q1 及 2022Q2 线下扫码支付规模在疫情封控下收到较大影响, 同比增速降至 8%、-6%, 我们认为疫情管控放松后线下扫码支付有望恢复, 利好支付扫码领域公司。

图表34: 网络支付用户规模及使用率



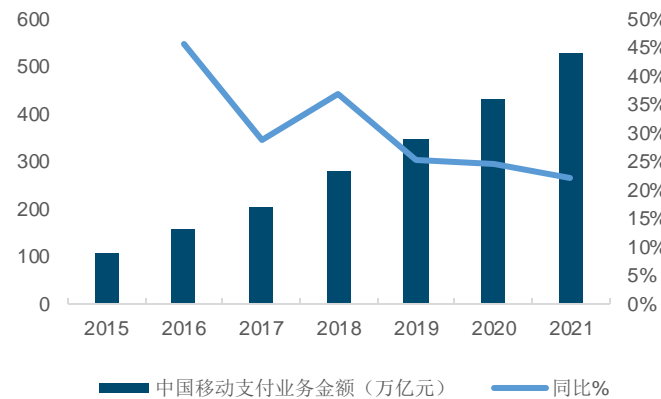
来源: CNNIC, 国金证券研究所

图表35: 中国移动支付交易笔数

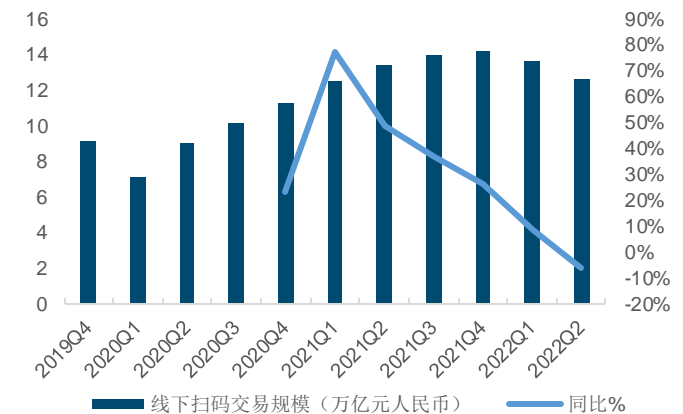


来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表36: 中国移动支付业务交易规模



图表37: 中国线下扫码交易规模



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

来源: 易观数据, 国金证券研究所

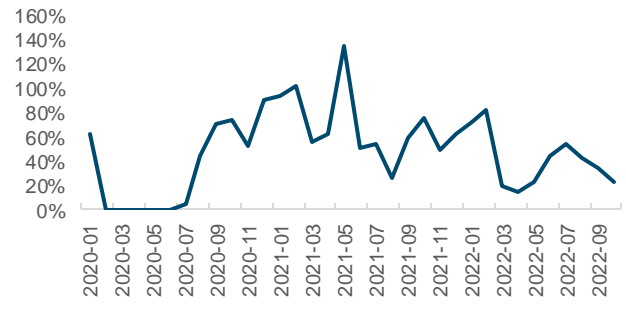
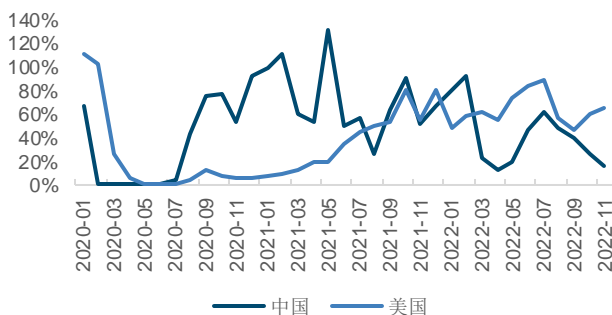
**3、院线: 随疫情放开, 需求和供给均有望修复, 驱动行业复苏, 行业集中度或提高。推荐个股: 万达电影 (院线龙头, 业绩将受益于疫情修复)。**

目前美国票房占 19 年同期比例较中国高约 20%, 随疫情放开, 观影人次提升, 中国院线有望复苏。美国 21 年初疫情放开, 票房占 19 年比例呈提升趋势, 当前恢复至 19 年约 60% 的水平, 中国票房恢复至 19 年的 20%-50%。其中:

1) 量: 21 年同期中国观影人次恢复程度高于北美, 预计随疫情放开恢复程度将提高。21 年北美观影人次占 19 年约 38%, 中国 21 年观影人次占 19 年的比例中枢在 60%, 22 年 11 月中国观影人次约为 19 年同期的 23%, 复苏空间较大。

图表38: 2020 年 1 月后中美票房占 19 年同期的比例对比

图表39: 2020 年 1 月以来中国观影人次占 19 年的比例



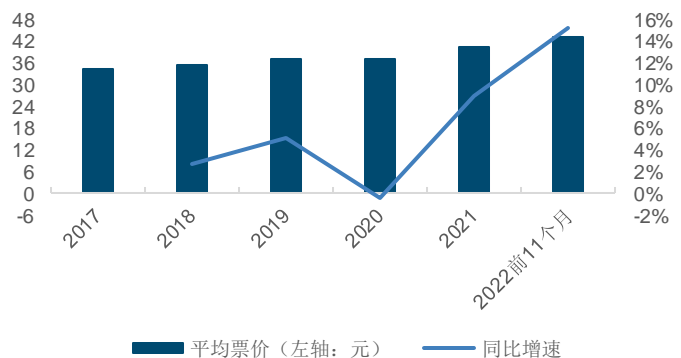
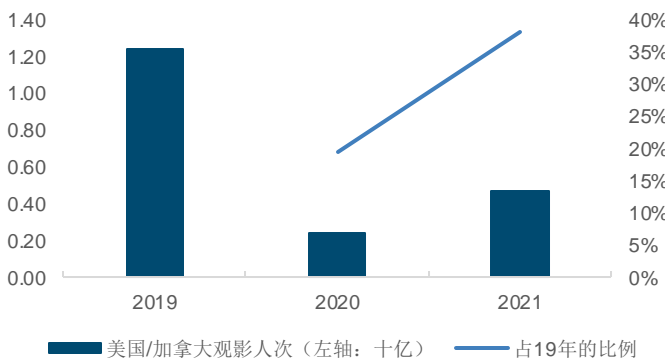
来源: 猫眼专业版, Box Office Mojo, 国金证券研究所

来源: 国家电影局, 国金证券研究所

2) 价: 中国票价提升幅度高于北美, 预计疫情放开后增速将企稳。2020 年中国票价跌幅略高于美国, 21 年及 22 年前 11 个月中国票价同比增速均较高, 我们认为主要是疫情反复下影片上线不确定性较强, 或存在提升票价快速回收前期投入的情况, 尤其是春节档和国庆档, 涨幅较大。对标北美, 预计疫情逐步放开后, 观影受限较小, 票价增长或将回归原来随经济发展小幅提升的态势。

图表40: 2020-21 年北美观影人次及其占 19 年的比例

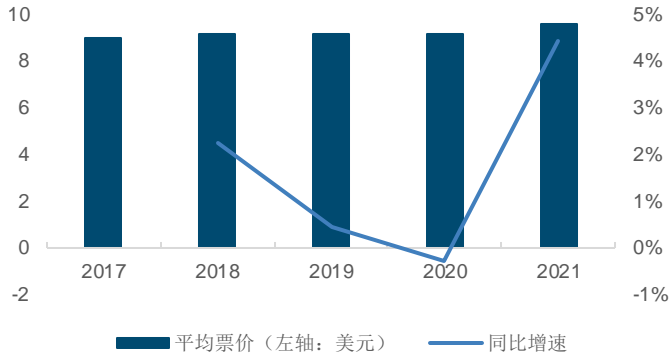
图表41: 2017 年以来中国院线平均票价及其同比增速



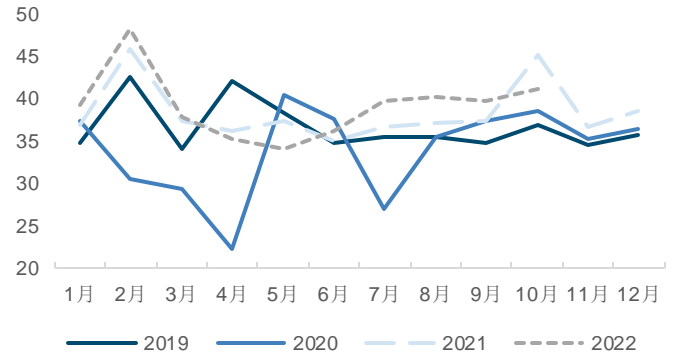
来源: Motion Picture Association, 国金证券研究所

来源: 猫眼专业版, 国金证券研究所

图表42: 北美地区院线平均票价及其同比增速



图表43: 2019年1月以来中国院线平均票价(元)

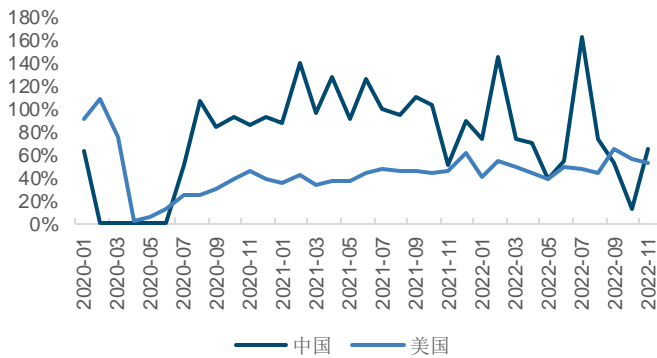


来源: Motion Picture Association, 国金证券研究所, 注: 数据为美国+加拿大

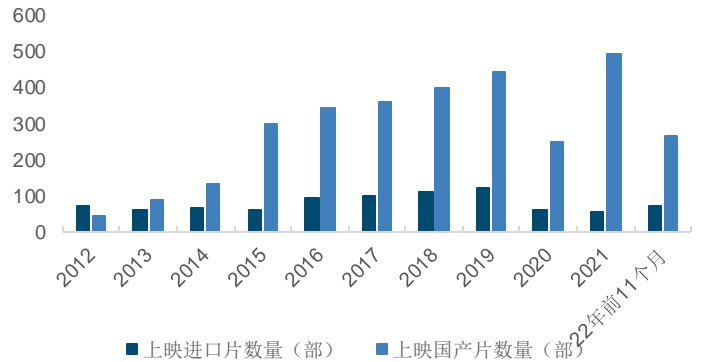
来源: 猫眼专业版, 国金证券研究所

从供给端看, 进口影片较紧俏, 供给恢复有望拉动票房。中国院线影片供给恢复优于美国, 目前美国上映影片数量恢复至19年的50%左右, 中国的恢复中枢在90%左右。然而, 供给恢复主要是国产片拉动, 进口片不足, 21年仅19年的43.4%, 22年前11个月进口片数量占19年的65.4%; 从票房构成看, 21年进口片票房恢复程度远低于国产片。

图表44: 2020年1月以来中美上映影片数占19年比例



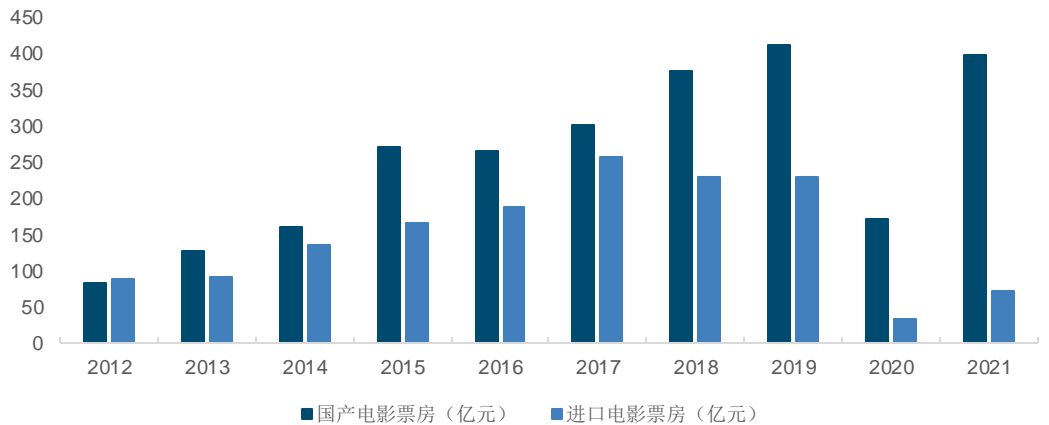
图表45: 中国上映进口片及国产片数量



来源: 猫眼专业版, Box Office Mojo, 国金证券研究所

来源: 猫眼专业版, 艺恩, 国金证券研究所

图表46: 中国电影票房分布(按国产和进口分)

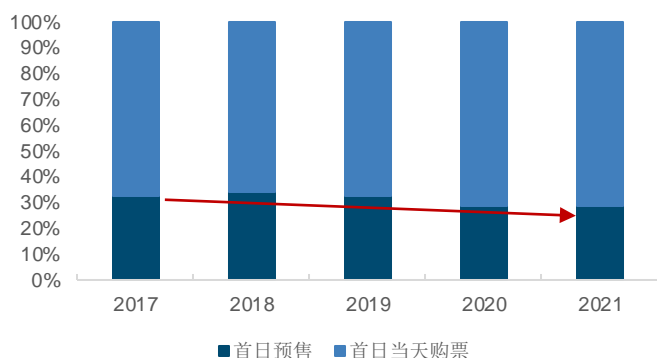


来源: 猫眼专业版, 国家电影局, 国金证券研究所

消费者观影或更理性, 疫后需求恢复关键催化因素将是优质影片上映。1) 观影更理性表现为: 头部影片票房占比提升; 首日预售票房占比从17年的32.3%降至21年的28.4%, 非首周票房占比从17年的48.8%升至21年的57.5%, 疫情间观众对上映影片或持观望态度, 票房更向优质影片集中。2) 中国流媒体窗口期经2020年的缩短后, 21及22年

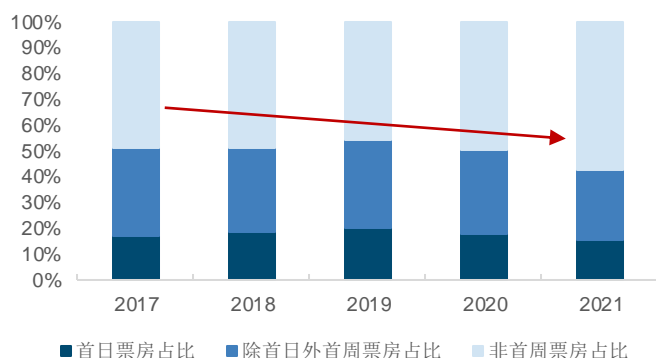
再度拉长，预计线下观影需求短期内无法被线上观看替代，而院线直接转流媒体的电影数量也有限，头部影片仅《囡妈》、《肥龙过江》、《大赢家》等，我们认为主要由于国内流媒体付费习惯尚未成熟，目前尚不具备替代院线的条件。

图表47：中国上映电影首日票房结构



来源：艺恩，国金证券研究所

图表48：中国上映电影票房结构



来源：艺恩，国金证券研究所

图表49：中国上映影片流媒体窗口期变化

片名	原计划上映时间	窗口期	上映平台
长津湖之水门桥	2022/2/1	84	芒果TV/爱奇艺/乐视/风行视频/优酷/腾讯视频
独行月球	2022/7/29	71	爱奇艺
这个杀手不太冷静	2022/2/1	60	芒果TV/爱奇艺/乐视/电影网/优酷/腾讯视频
人生大事	2022/6/24	63	芒果TV/爱奇艺/乐视/西瓜视频/优酷/腾讯视频
万里归途	2022/9/30	61	未上线
长津湖	2021/9/30	93	PP视频/爱奇艺/乐视/电影网/优酷
你好，李焕英	2021/2/12	87	西瓜视频
唐人街探案3	2021/2/12	77	芒果TV/爱奇艺/乐视/哔哩哔哩/优酷/腾讯视频
我和我的父辈	2021/9/30	117	芒果TV/电影网/西瓜视频
速度与激情9	2021/5/21	89	爱奇艺/优酷/腾讯视频
八佰	2020/8/21	72	芒果TV/爱奇艺/乐视/哔哩哔哩/优酷/腾讯视频
我和我的家乡	2020/10/1	92	芒果TV/西瓜视频/今日头条/抖音
姜子牙	2020/10/1	49	芒果TV/爱奇艺/哔哩哔哩/优酷/腾讯视频
送你一朵小红花	2020/12/31	63	芒果TV/爱奇艺/乐视/电影网/优酷/腾讯视频
金刚川	2020/10/23	49	芒果TV/爱奇艺/乐视/电影网/优酷/腾讯视频
哪吒之魔童降世	2019/7/26	77	芒果TV/爱奇艺/乐视/电影网/优酷
流浪地球	2019/2/5	89	芒果TV/爱奇艺/哔哩哔哩/优酷/腾讯视频
复仇者联盟4：终局之战	2019/4/24	118	爱奇艺/腾讯视频
我和我的祖国	2019/9/30	92	芒果TV/爱奇艺/乐视/优酷/腾讯视频
中国机长	2019/9/30	64	爱奇艺/乐视/电影网/优酷/腾讯视频

来源：各视频平台官网，猫眼专业版，国金证券研究所

预计23年院线票房在450-753亿元之间：基于22年11月观影人次占19年11月约14%，随12月疫情逐步放开，《阿凡达2》等重磅影片上线，假设22年12月观影人次占19年比例中枢为24%，平均票价同比+5%，全年可获票房294亿元，占19年的45.8%；预计随防疫优化，影片供给增加，23年院线进一步修复，对比美国观影人次修复水平及21年中国修复水平，假设23年观影人次修复（占19年比例）中枢为80%，票价在22年基础上小幅提升，则票房601亿元，占19年的93.7%；预计24年院线增长恢复疫前常态化，票房同比+5.6%。

图表50: 疫后中国院线票房复苏敏感性分析

2022年12月观影人次占19年比例	2022E票房 (亿元)	2023E票房 (亿元)									2024E票房 (亿元)	
		2023年观影人次占19年比例									观影人次同比平均票价同比	
		60%	65%	70%	75%	80%	85%	90%	95%	100%	2.5%	3.0%
15%	290	452	489	527	565	602	640	678	715	753	假设22年12月观影人次为19年的24%，23年观影人次为19年的80%， 2024年票房：635亿元， 同比+5.57%	
18%	291	452	489	527	564	602	640	677	715	753		
21%	293	451	489	526	564	602	639	677	715	752		
24%	294	451	489	526	564	601	639	677	714	752		
27%	295	451	488	526	563	601	639	676	714	751		
30%	297	450	488	526	563	601	638	676	713	751		
33%	298	450	488	525	563	600	638	675	713	750		

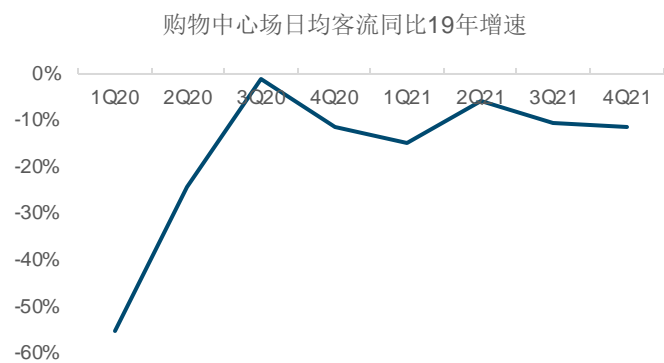
假设1: 22年12月平均票价同比+5%;  
假设2: 23年平均票价同比+2%。

来源: 猫眼专业版, 国金证券研究所测算

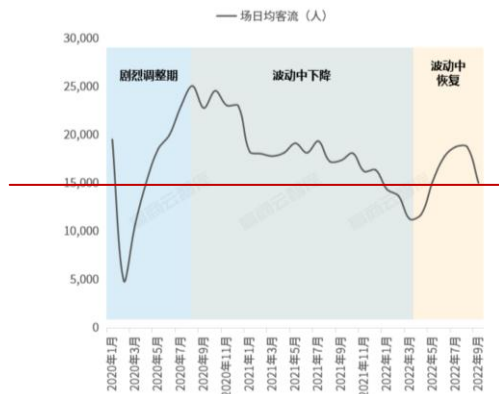
4、广告：广告主需求回暖，带动行业复苏。1) 户外广告：居民出行增多，户外广告曝光量提升，广告主需求回暖。2) 互联网广告：消费恢复带动其广告需求增长，相关行业互联网广告投放需求回暖。推荐个股：分众传媒（梯媒龙头，竞争优势显著，有望受益疫后消费回暖），腾讯控股（视频号用户数据持续向好，广告潜力有望进一步释放），快手（短视频广告需求有望提升，外循环广告有望恢复）。

出行恢复下，线下广告可触及人群扩大，投放价值提高。以购物中心为例，据赢商云智库，22年9月购物中心日均客流约为20年峰值（20年8月）的60%，与20年5月水平相当，而2Q22及3Q20日均客流较19年同期仍呈现收缩状态，随疫后出行逐步恢复，线下人流将扩大，线下广告价值提升。

图表51: 2020-2021年购物中心日均客流同比19年增速 图表52: 2020.01-2022.09购物中心日均客流走势



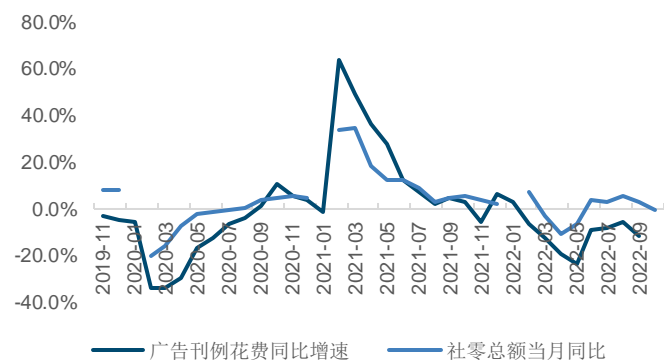
来源: 赢商云智库, 国金证券研究所



来源: 赢商云智库, 国金证券研究所, 注: 上图数据为全国5626家商业建筑面积3万㎡以上购物中心数据, 由于疫情, 22年3-5月数据不包含上海

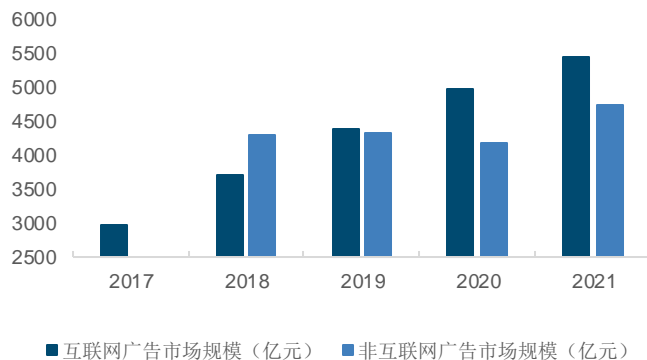
长期而言，广告刊例花费同比增速与社零总额大体一致，前者有所滞后，波动更剧烈。广告投放对企业而言是“可选消费”，若预期未来业绩修复，预算才会回升，社零一定程度上是先行指标，且弹性高于社零，预计消费复苏，社零释放回暖信号时，广告花费会随之修复。

图表53: 广告刊例花费同比增速与社零总额当月同比



来源: CTR, 国家统计局, 国金证券研究所

图表54: 中国广告市场规模

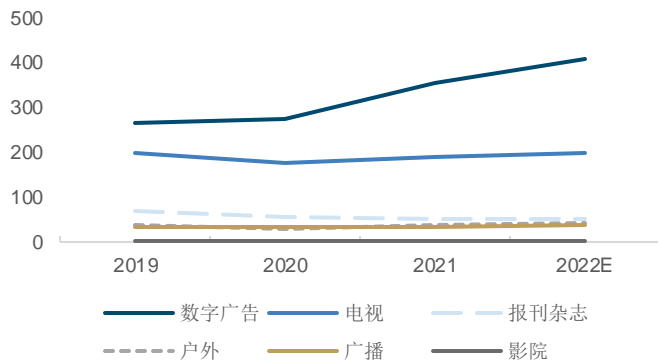


来源: wind, 中关村互动营销实验室, 国金证券研究所

疫情加速互联网广告渗透，预计疫后随线下广告价值回升，互联网广告将延续高渗透但速度或放缓。2019-21年间中

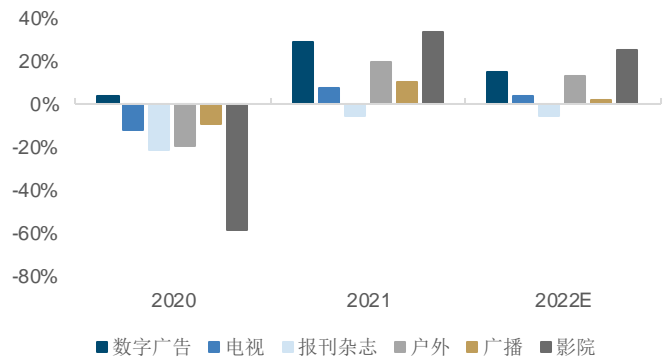
国互联网广告市场规模在持续扩张，而非互联网广告市场在收缩；从全球广告市场分布看，21年北美、欧洲等地疫情逐步放开，数字广告市场规模维持较高增速，非数字广告中户外广告增速最快。疫情催化广告主将更多预算向能快速、确定性带来高回报的广告倾斜，比如互联网效果广告，预计疫后品牌营销预算将回升，线下广告的修复弹性较大。

图表55：全球各渠道广告市场规模（十亿美元）



来源：Dentsu, 国金证券研究所

图表56：2020-2022E 全球各渠道广告市场规模同比增速



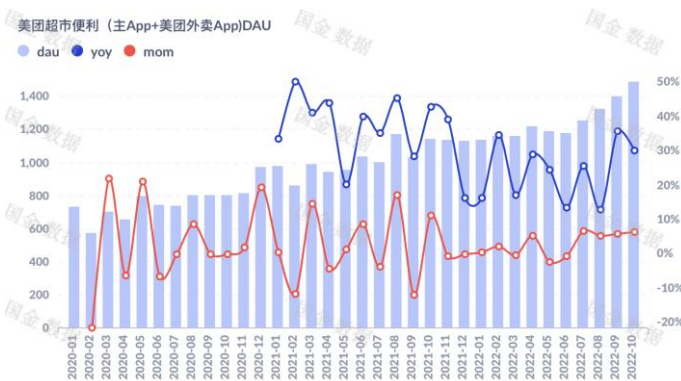
来源：Dentsu, 国金证券研究所

### 3.2 推荐个股：美团、移卡、腾讯、万达电影、分众传媒、快手

#### 1、本地生活：美团——线下消费限制打开，核心盈利业务到店酒旅业务增速有望回暖

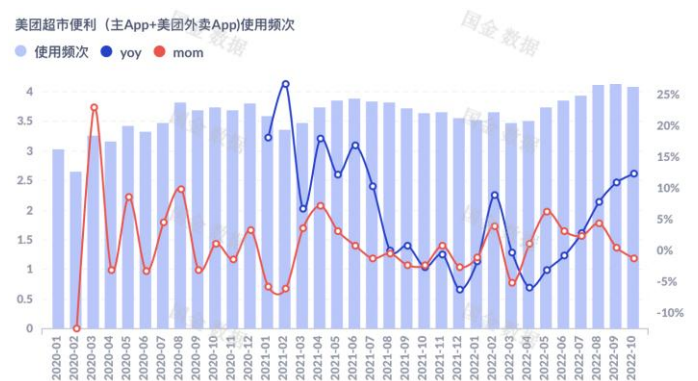
疫情修复情况下用户线下活动自由度提升，将利好公司核心本地商业业务发展。外卖及闪购：外卖单量稳步增长，闪购业务成为新增长点。闪购业务中超市类已经完成较好用户教育，买药等品类仍处于成长期。我们认为疫情期间用户居家时通过线上 APP 购买生活物资的消费习惯将会延续至疫情之后，根据国金数字 Lab，2022 年 10 月美团超市便利入口 DAU 已接近 1500 万，同比增长 30%，并且从该部分用户的使用行为来看，其使用频次在 2022 年 4 月之后呈现出明显的优化趋势；2022 年 10 月美团买药入口 DAU 接近 50 万，同比增长 29%，买药用户规模仍处于快速增长中，且在 2022 年 4 月之后其上行趋势更为明显。到店：疫情期间部分高风险地区对于线下活动限制较多，餐饮堂食、线下休闲娱乐场所的开放均受到限制，而公司到店业务主要依靠此类线下活动的有序开展，疫情修复后随着用户线下活动增多该项业务将得到恢复。酒旅：疫情期间由于各地防疫政策的不同，国内及海外旅行需求受到一定压制，在此情况下通过美团预定酒店的间夜量在 2020 年达到 3.5 亿间，同比下滑 9.66%，而在 2021 年疫情控制相对较好的情况下，公司的间夜量达到 4.8 亿间，同比增长 34.53%，2022Q1 公司间夜量存在个位数下滑，若后续疫情管控放松，增速有望回至双位数增长。

图表57：美团超市便利 DAU，单位：万人



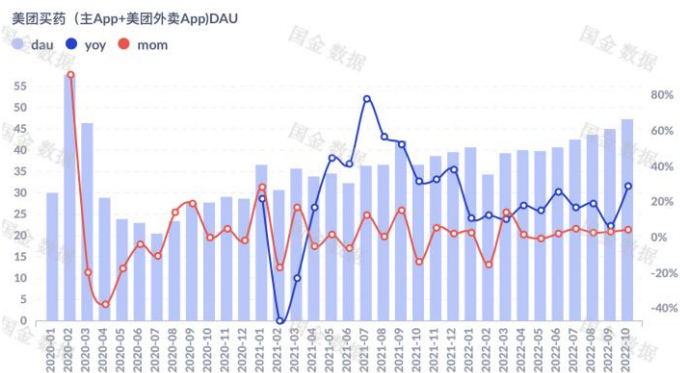
来源：国金数字 Lab, 国金证券研究所，注：包含美团 APP 及美团外卖 APP 用户

图表58：美团超市便利使用频次，单位：次

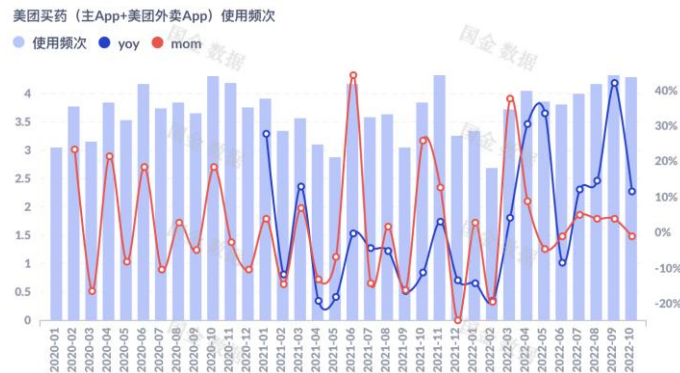


来源：国金数字 Lab, 国金证券研究所，注：包含美团 APP 及美团外卖 APP 用户

图表59: 美团买药 MAU, 单位: 万人



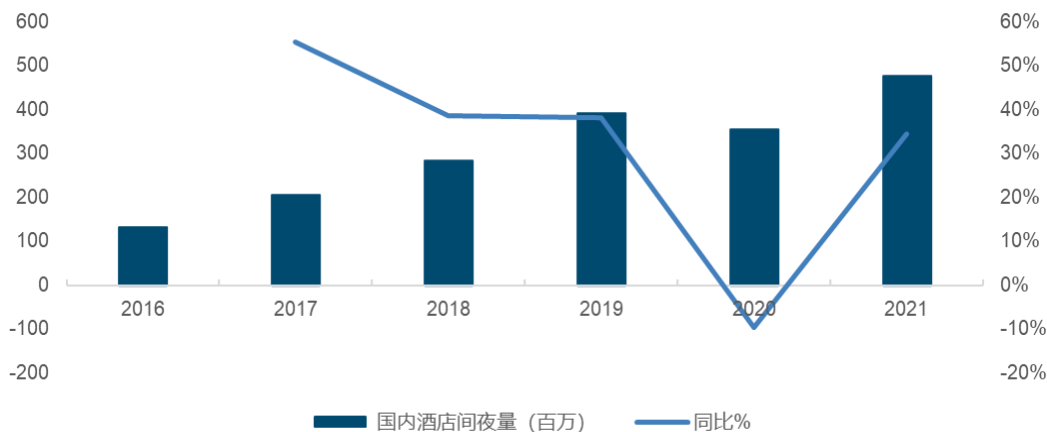
图表60: 美团买药使用频次, 单位: 次



来源: 国金数字 Lab, 国金证券研究所, 注: 包含美团 APP 及美团外卖 APP 用户

来源: 国金数字 Lab, 国金证券研究所, 注: 包含美团 APP 及美团外卖 APP 用户

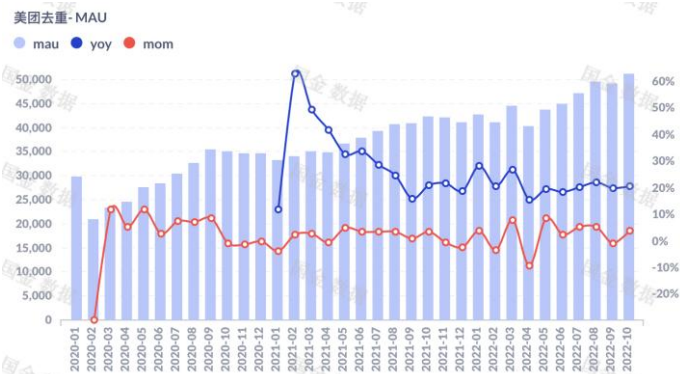
图表61: 美团酒店间夜量及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

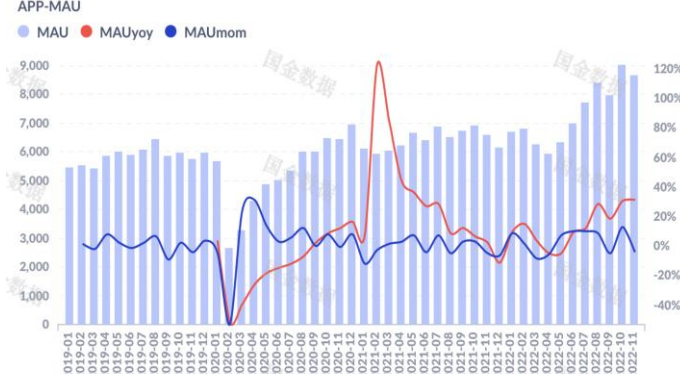
总用户仍保持快速增长, 高频用户占比持续提升, 疫情修复情况下用户消费有望进一步提频。疫情短期对 DAU 增长产生一定影响, 但 MAU 仍保持较快增速, 预计疫情恢复后能保持 20% 以上增速增长。根据国金数字 Lab, 2021 年美团 (包含小程序) 平均 MAU 增长 28%, 大众点评平均 MAU 同比增长 22%, 2022 年截至 10 月美团 MAU 同比增长 19%, 大众点评平均 MAU 同比增长 14%。根据国金数字 Lab, 公司外卖及到店业务高频用户的比例呈现提升趋势, 我们认为外卖作为刚需型需求, 用户习惯养成后, 用户行为的优化趋势不会随着疫情管控放开而弱化, 而到店业务则受益于疫情修复, 在疫情管控放开后用户到店消费频次有望继续增长。

图表62: 美团 MAU, 单位: 万人



来源: 国金数字 Lab, 国金证券研究所, 注: 包含小程序用户, 已去重

图表63: 大众点评 MAU, 单位: 万人



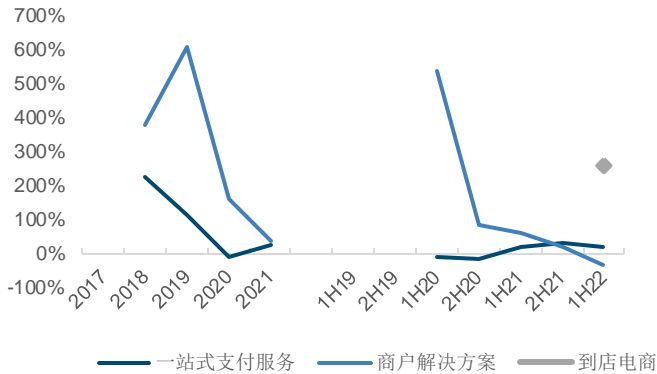
来源: 国金数字 Lab, 国金证券研究所

## 2、本地生活+移动支付: 移卡——主业及到店业务均直接受益疫后线下场景修复

疫后线下出行及消费修复, 主业及到店业务均受催化。1) 疫情期间, 虽然 2021 年公司支付服务收入增速扭转 2020

年的负增长为正，但出行受限约束了BD业务开展及线下消费，限制了公司收入的正常增长，预计主业有望修复。2)到店电商为公司20年底开始布局的业务，疫情下仍维持高增长，主要由于公司该业务的商家主要是中小商户，地域分散，一定程度减弱疫情冲击，同时公司旗下千千惠平台接入抖音，乘其快速发展的东风+自身高性价比的优势，低基数下1H22收入同比增速接近260%，疫后出行修复将使业务开拓更顺利，短期线下小幅复苏、长期消费回暖或将促进更多套餐上架及到店核销。

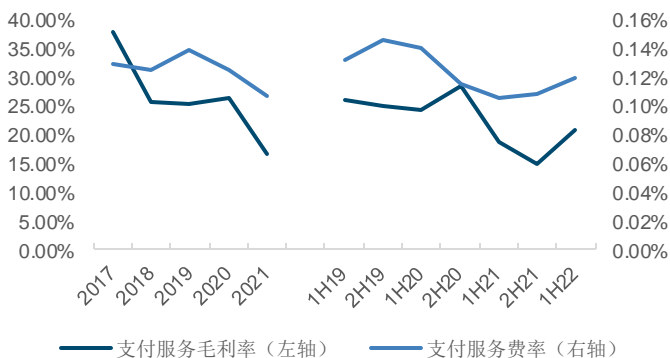
图表64: 移卡各业务收入同比增速



来源: 移卡财报, 国金证券研究所

长期: 主业已步入利润释放期。1) 一站式支付服务: 21年主动降低费率获客, 正值央行发布文件促进个人码转商户码, 活跃支付服务商户数量增速于21年提高, 具备提升费率获取更多利润的条件, 公司1H22支付服务费率较21年提升1.28个百分点至11.96bps (basis point), 带动毛利率提升4.16pct至20.89%, 当前费率水平较20年仍相差0.57个百分点, 较疫情前相差更多, 具备提升空间, 后续费率提升将促进利润进一步释放。2) 商户解决方案: 主动收缩营销服务+支付服务引流下, 高毛利的SaaS解决方案收入占比提升, 该业务毛利率于1H22达到82.10%, 付费门槛提高后, 在支付服务商户(3Q22达到790万)更多自然转化下, 预计将快速贡献利润。

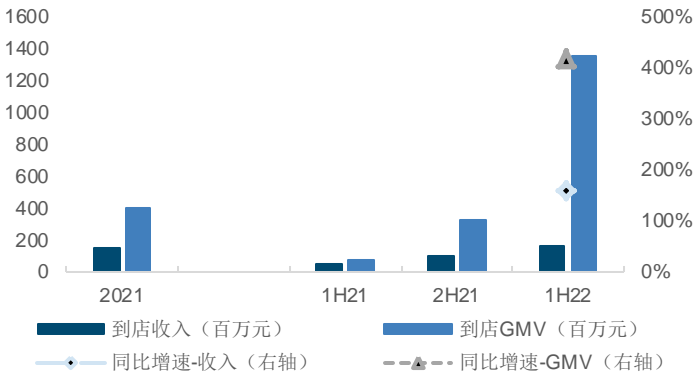
图表66: 移卡支付服务费率及其毛利率对比



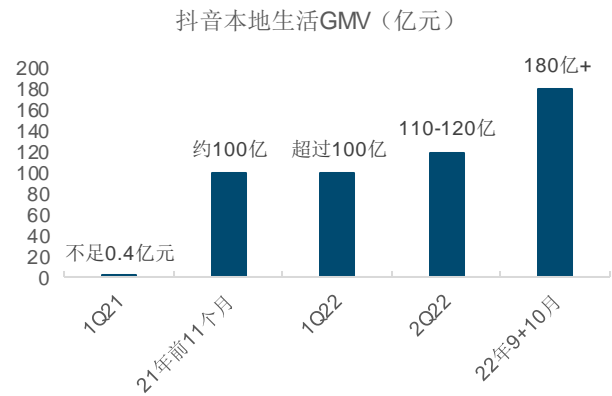
来源: 移卡财报, 国金证券研究所

长期: 抖音β效应+自身强α, 到店电商活成第二增长极。1) 抖音β效应强: 22年前10个月的GMV较21年前11个月增长约300%, 发展迅速。行业空间广且格局分散, 以GMV计美团到店份额约7.9%, 抖音入局预计更多切入增量市场, 目前其本地生活加载率、点击率均低于广告, 提升后有望驱动GMV翻倍, 千千惠GMV占抖音约6.2%, 作为其头部服务商将受益。2) 公司优势突出: 主要在于支付服务商户资源可高效复用, 团队经验丰富, 人效从21年的7.4增至1H22的21.5万元/年, 新城市拓展顺利; 且套餐折扣较高, 较其他提供标准化竞价排名广告服务的主流平台低30%-50%, 截至3Q22单月近盈亏平衡, 贡献利润可期。

图表68: 移卡到店电商收入、GMV及其同比增速



图表69: 抖音本地生活GMV



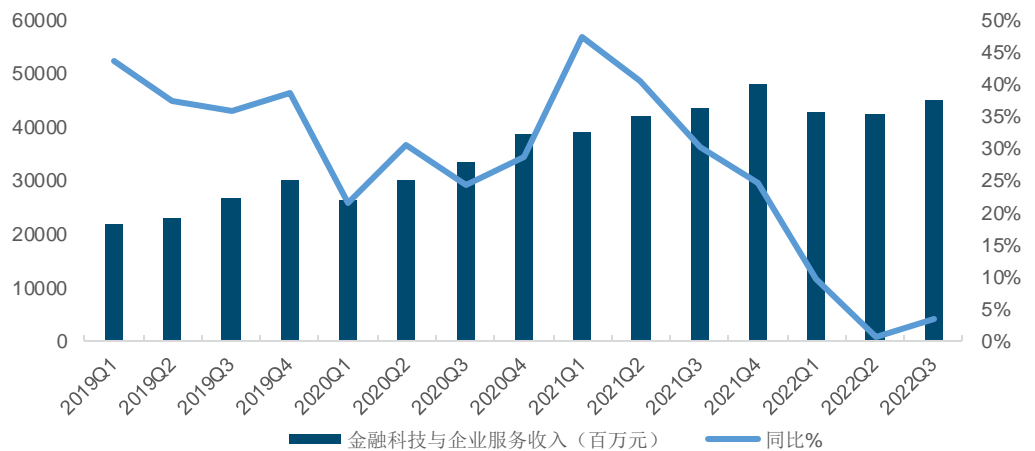
来源: 移卡财报, 国金证券研究所

来源: 36 氪, 电商报, Tech 星球, 国金证券研究所

### 3、移动支付+广告: 腾讯控股——商业支付增速有望提升, 视频号带动广告业务增长

商业支付在线下消费回暖情况下具备业绩弹性。2022Q2 疫情管控较为严格, 部分重点城市如上海、深圳等线下商业活动受到较大影响, 2022Q3 线上及线下商业支付活动恢复, 带动商业支付金额实现双位数同比增长, 金融科技与企业服务收入达到 448 亿元, 同比增长 3.57%, 增速环比呈现修复趋势, 我们认为若后续线下活动增多, 公司的商业支付业务则有望受益, 增速持续修复。

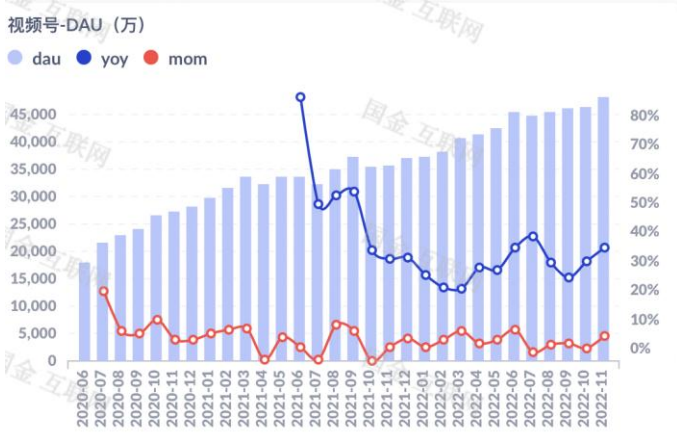
图表70: 腾讯控股金融科技与企业服务收入及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

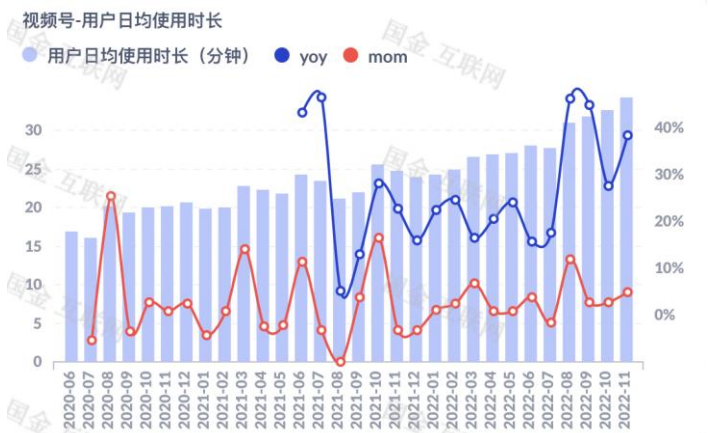
视频号用户数据亮眼, 广告业务 2023 年修复确定性较强。视频号用户量持续提升, 用户使用行为呈优化趋势, 根据国金数字 Lab, 2022 年 11 月视频号 DAU 达到 4.8 亿, 同比增长 35%, 环比增长 4%, 用户日均使用时长达到 34 分钟, 同比增长 38%, 环比增长 5%。2022 年 7 月, 视频号开启信息流广告商业化变现, 8 月开启竞价广告, 我们认为随着视频号用户数据的持续优化, 公司视频号的广告加载有望进一步提升, 并且在后疫情时代消费等行业的广告需求有望回暖, 将推动视频号广告变现规模进一步提升, 为 2023 年贡献确定性业绩增量。

图表71: 视频号 DAU



来源: 国金数字 Lab, 国金证券研究所

图表72: 视频号用户使用时长

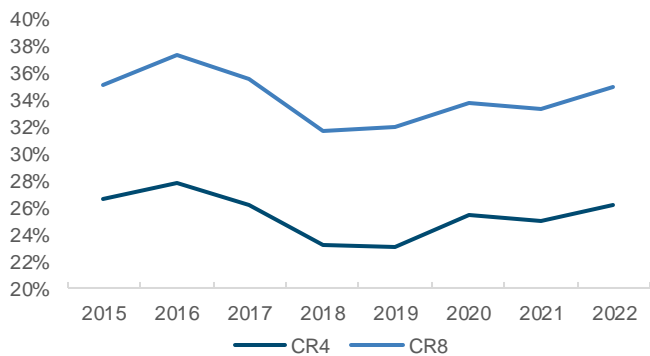


来源: 国金数字 Lab, 国金证券研究所

4、院线: 万达电影——院线龙头, 业绩释放将受益于疫情间行业集中度提升及线下消费修复

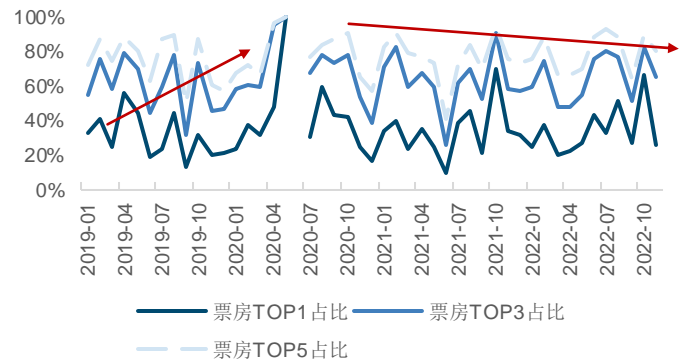
疫情推动行业集中度提升。2019 年以来, 按票房计, 影投 CR4 和 CR8 的市场份额均提升, 我们认为, 主要由于头部影投在疫情间拿到优质影片的概率更高, 资金雄厚、抵御线下观影人次受冲击的能力更强, 疫后市场集中度的稳态水平或将高于疫前。

图表73: 中国影投集中度



来源: 猫眼专业版, 国金证券研究所

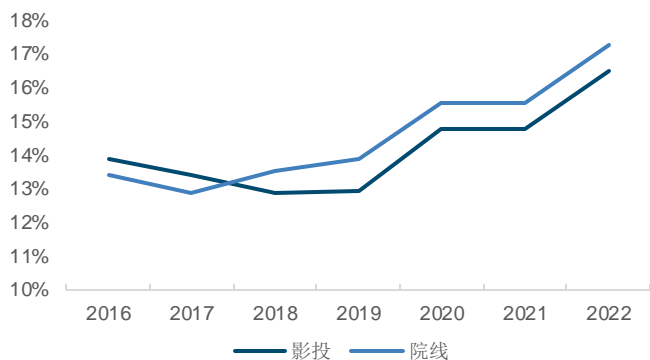
图表74: 2019 年 1 月-2022 年 11 月中国票房集中度



来源: 猫眼专业版, 国金证券研究所

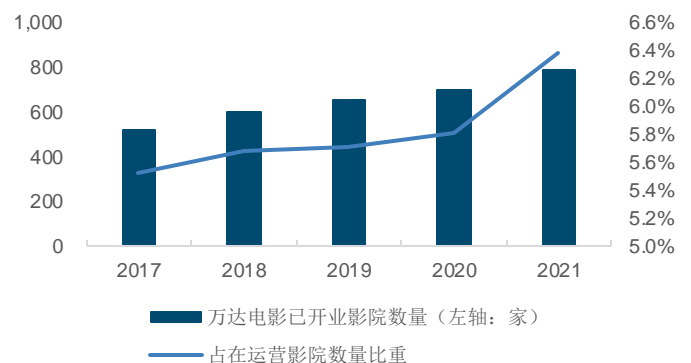
公司头部地位稳固, 覆盖电影全产业链, 背靠万达集团具备快速扩张能力。2019-21 年公司在影投及院线的市场份额均有提升, 开业影院数占在运营影院数量比例也在提升, 并且, 22 年《阿凡达: 水之道》等重磅影片将上映, 预计对票房有较强拉动。目前, 公司 22 及 23 年待映影片 60 余部, 储备较丰富。

图表75: 万达电影在影投及院线的市场份额



来源: 猫眼专业版, 国金证券研究所, 注: 22 年数据为截至 2022 年 12 月 5 日

图表76: 万达电影已开业影院数及其占在运营影院比例



来源: 万达电影公告, 艺恩, 国金证券研究所

图表77: 万达电影在映及22年待上映影片

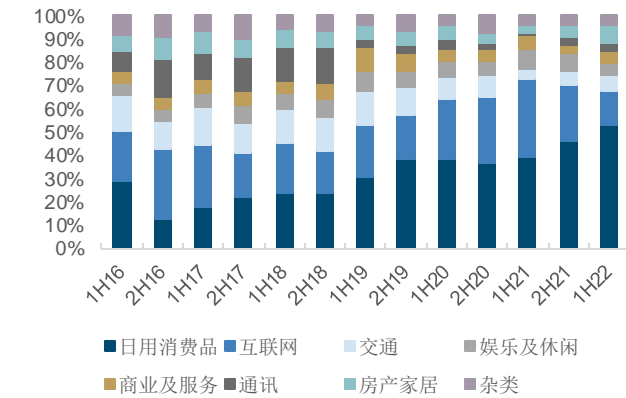
序号	片名	导演	主演	预计上映时间
1	航海王: 红发歌姬	谷口悟朗	动画	上映中
2	名侦探柯南: 万圣节的新娘	满仲劝	动画	上映中
3	扫黑行动	林德禄	周一围/秦海璐/张智霖/王劲松/曾志伟/吕良伟/吴孟达/王迅	上映中
4	万里归途	饶晓志	张译/王俊凯/殷桃/成泰燊/张子贤/陈昊宇/王迅/万茜	上映中
5	放牛班的春天	克里斯托夫·巴哈蒂	让-巴蒂斯特·莫尼耶/热拉尔·朱尼奥/弗朗索瓦·贝莱昂/凯德·麦拉德	上映中
6	坠落	斯科特·曼	格雷斯·卡罗琳·柯里/维吉尼亚·加德纳/梅森·古丁	上映中
7	沼泽深处的女孩	奥利维亚·纽曼	黛西·埃德加-琼斯/泰勒·约翰·史密斯/哈里斯·迪金森/大卫·斯特雷泽恩	上映中
8	狙击手	张艺谋	张末/陈永胜/章宇/张译	上映中
9	忍者神龟: 崛起	安迪·苏里亚诺	安特·沃德/本·施瓦茨/奥玛·本森·米勒/布兰登·史密斯/乔什·布雷纳	上映中
10	2067	赛斯·拉尼	亚伦·格伦尼/柯蒂斯·斯密特-麦菲/瑞恩·柯万腾	上映中
11	杀掉那个魔术师	奥列格·阿萨杜林	安德烈·伯科夫斯基/帕维尔·切纳廖夫/丹尼拉·亚库谢夫	上映中
12	钢铁意志	宁海强	刘烨/韩雪/林永健/张国强	上映中
13	阿凡达: 水之道	詹姆斯·卡梅隆	萨姆·沃辛顿/佐伊·索尔达娜	2022/12/16
14	谁偷了我的粉兔子	卡洛琳·林克	Riva Krymalowski/Marinus Hohmann	2022/12/16
15	绑架游戏	张哲	彭昱畅/胡冰卿/姚橹	2022/12/23
16	可不可以不要离开我	王子鸣	陈乔恩/贾冰/郭涛/卢靖姗	2022/12/24
17	龙马精神	杨子	成龙/刘浩存/郭麒麟	2022/12/31
18	绝望主夫	张琦	常远/魏翔/王宁/黄才伦	2022/12/31
19	透明侠侣	章笛沙	王皓/史策	2022/12/31

来源: 万达电影官网, 国金证券研究所, 注: 上表为不完全统计

5、广告: 分众传媒——梯媒投放价值随出行修复而回升, 作为梯媒龙头, 竞争优势显著, 受益消费回暖

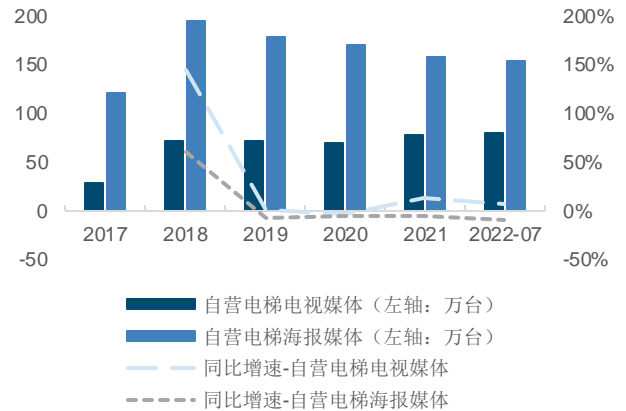
1) 投放价值随出行修复而回升。疫后出行正常化, 梯媒可触达人群扩大。2) 消费属性强。公司日用消费品是基本盘, 收入占比过半; 3) 优势显著: 点位布局多、广且优质; 流动性强, 抗风险及竞争加剧的能力强, 2018-21 年面对竞争白热化、疫情首次冲击均保持业绩稳健, 展现韧性; 管理层陪伴公司增长, 销售人员激励高, 公司梯媒运营、管理经验丰富, 有望在消费回暖时快速反应把握机会。此外, 公司点位布局较成熟, 预计大规模扩张的可能性不高, 虑及媒体租赁成本是主要成本 (1H22 占总成本 70%左右), 且较刚性, 公司经营杠杆高, 预计利润释放弹性大。

图表78: 分众传媒营收结构——按广告主所处行业



来源: 分众传媒财报, 国金证券研究所

图表79: 分众传媒自营电梯媒体数量及其同比增速



来源: 分众传媒财报, 国金证券研究所

图表80: 分众传媒与新潮传媒、城市纵横、喜屏传媒对比

	分众传媒	新潮传媒	城市纵横	喜屏传媒
成立时间	2003	2007 年成立, 2014 年获 得天使轮投资	2010	2019
点位数量	235 万	66 万	200 万	20 万
覆盖城市数量	302+境外 50 个城市	21 年初为 103	245	300+市县
定位	一二线城市, 写字楼梯媒	社区梯媒	社区梯媒, 物业背景	低线城市, 社区梯媒, 智能物联网

来源: 分众传媒财报, 各公司官网, 企查查, 国金证券研究所

图表81：分众传媒营收及归母净利润变动

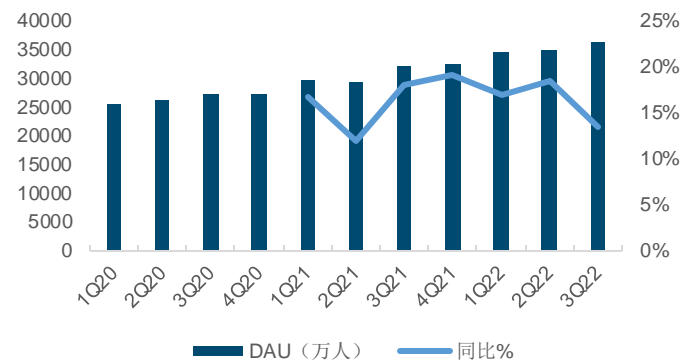
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 1H22	
总收入 (亿元)	86.27	102.13	120.14	145.51	121.36	120.97	148.36	48.52
同比增速%		18.38%	17.63%	21.12%	-16.60%	-0.32%	22.64%	-33.77%
占19年同期比例%						99.68%	122.25%	84.88%
其中:								
楼宇媒体收入 (亿元)	69.45	78.47	93.83	120.76	100.49	115.76	136.18	44.56
同比增速%		12.98%	19.58%	28.69%	-16.78%	15.19%	17.64%	-33.04%
占19年同期比例%						115.19%	135.51%	94.84%
影院媒体收入 (亿元)	13.53	20.44	23.33	23.82	19.83	4.78	11.73	3.91
同比增速%		51.06%	14.14%	2.08%	-16.75%	-75.87%	145.08%	-39.96%
占19年同期比例%						24.13%	59.15%	39.83%
归母净利润 (亿元)	33.89	44.51	60.05	58.23	18.75	40.04	60.63	14.03
同比增速%		31.34%	34.90%	-3.03%	-67.80%	113.51%	51.43%	-51.61%
占19年同期比例%						213.51%	323.32%	180.41%

来源：分众传媒财报，国金证券研究所

## 6、广告：快手——用户及时长稳步增长，外循环广告需求有望恢复

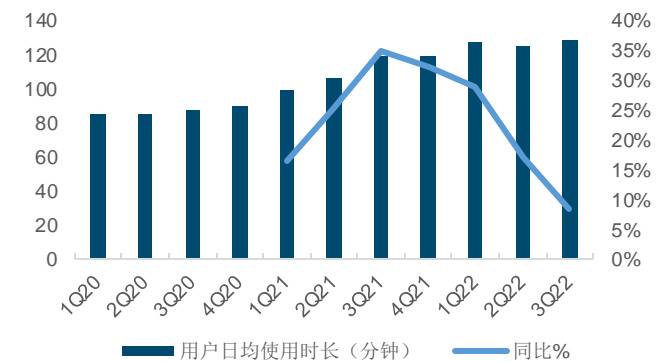
1) 流量稳步增长，变现基本盘稳定。根据公司公告，2022Q3 公司 DAU 达到 3.63 亿，同比增长 13%，用户日均使用时长达到 129.3 分钟，同比增长 9%，我们认为短视频作为生活娱乐方式，用户的使用习惯已经养成，疫情放开情况下，其高景气趋势仍将持续。2) 疫情期间需求承压情况下修炼内功，内循环广告保持健康增长。2022Q3 公司内循环广告在电商业务发展下保持健康增长，公司通过流量策略迭代、转化链路和算法优化提升广告投放效果，使得广告主留存率持续提升。3) 后疫情时代外循环广告主需求有望恢复，带动广告收入增速提升。目前公司的广告投放效率持续优化，2022 年由于疫情及部分行业政策影响，外循环广告需求较弱，我们认为后续疫情管控放松后、快消、汽车等品类的广告需求有望持续增长，带动外循环广告恢复。

图表82：快手 DAU



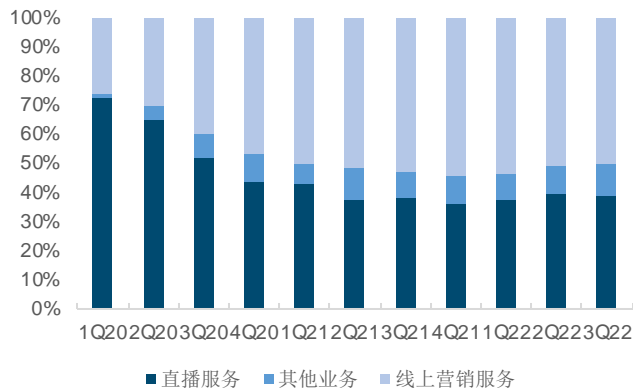
来源：公司公告，国金证券研究所

图表83：快手用户日均使用时长

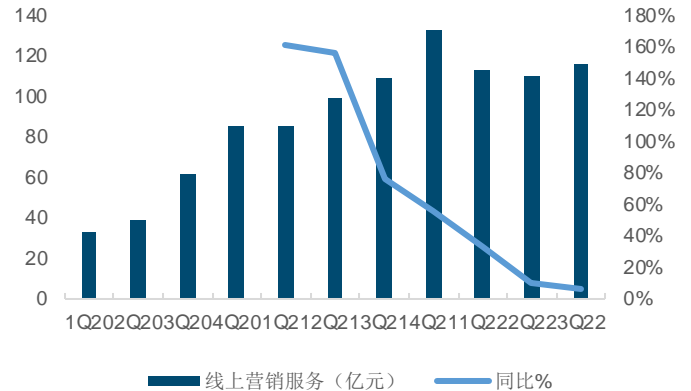


来源：公司公告，国金证券研究所

图表84: 快手营收结构



图表85: 快手广告业务收入规模及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

#### 四、 风险提示

疫后修复不及预期的风险。若疫情放开后反复或加剧, 带来防疫政策的转向, 线下客流恢复受阻、门店/渠道拓展不及预期, 则消费恢复仍将面临曲折。

宏观经济增长放缓的幅度和时间超预期的风险。若宏观经济增长持续放缓, 消费者消费预期改善难, 消费预计仍将面临较为疲软状态。

政策风险。2021年以来, 互联网传媒行业的监管收紧, 若后续行业监管政策发生变化则会对影响个股及行业表现; 另外, 元宇宙发展过程中, 可能会因技术进步、应用创新等而触及监管红线, 进而对未来发展造成影响。

行业竞争加剧。电商用户红利接近尾声, 各电商平台用户增长减缓, 导致市场整体空间受限, 加剧网络零售业竞争。

元宇宙技术迭代和应用不及预期风险。元宇宙底层技术包括网络及运算技术、交互技术、人工智能技术等, 若底层技术发展较慢, 元宇宙的推进会遇到技术瓶颈, 影响元宇宙时代的到来; 若元宇宙底层技术突破后, 实际应用的落地不及预期, 则会影响元宇宙虚拟世界的构建及其商业价值。

数据统计结果与实际情况偏差风险。报告结论基于我们的线上数据跟踪, 数据的样本情况以及统计方式与实际情况有可能有所偏差。

**行业投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402