

基本面及估值回暖，静待复苏

—2023年传媒互联网行业策略报告

报告要点：

● 基本面及政策改善，期待底部回升

在宏观环境以及行业政策影响下，2022年传媒互联网板块整体承压。随着疫情防控新局势以及监管政策趋于常态化，当前压制行业基本面和政策因素逐步改善，前期板块已经历较大调整，较为充分反映了市场预期，近期整体估值水平也呈现一定幅度的反弹，展望2023年板块业绩及估值有望逐步修复。

● 元宇宙：C端需求持续增长，关注VR/AR产业链机会

硬件端技术迭代升级趋势持续，新品带动C端需求持续增长。内容端上内容类型及落地场景不断延伸，国内以Pico为代表的厂商依托抖音生态，引入头部游戏外填补其他生态方向，包括健身、社交等内容，并加快海外市场布局，内容数量和广度持续扩容。我们看好2023年VR/AR行业硬件端技术升级叠加内容端应用场景扩容带来的产品新周期，用户体验优化有望持续带动硬件需求放量，积极关注头部硬件厂商、泛娱乐生态布局完善的平台厂商以及提供优质内容CP方。

● 游戏：政策端释放积极信号，期待供给恢复推动回升

此前版号收紧环境下，国内头部厂商通过存量产品长线运营迭代巩固基本盘，表现稳健，但版号存在申请周期，供给端收缩导致行业规模出现阶段性下滑。而今年4月开始版号重新下发，常态化监管基本确立。官媒肯定游戏产业价值，指出防沉迷阶段性成果，政策端释放积极信号。游戏板块当前处于低估值位，展望2023年在政策、供给双重释压下，国内产品发行节奏有望逐步恢复，海外市场凭借细分玩法融合创新稳步拓展，VR技术发展也有望提供增长新动能，看好行业修复，重点关注具备强研发实力、长线产品运营稳定的头部游戏厂商。

● 直播电商：市场快速起量，MCN头部效应明显

直播电商行业2022年预计规模达3.5万亿，同比增长约47.7%，行业保持快速增长。平台端来看，短视频平台拓宽多业态寻求增量。抖音开设“商城”入口，参照传统货架电商对于用户主动搜索的满足提升品类供给，打造第二增长曲线。快手则利用社区信任电商优势加强对于快品牌扶持，并推出快招工等新直播内容，推动交易量及月活增长。机构端来看，MCN机构竞争格局分散，行业进入整合期，头部机构凭借供应链、主播孵化标准化体系以及高效中台优势明显，有望持续扩大市场份额，建议积极关注。

● 投资建议

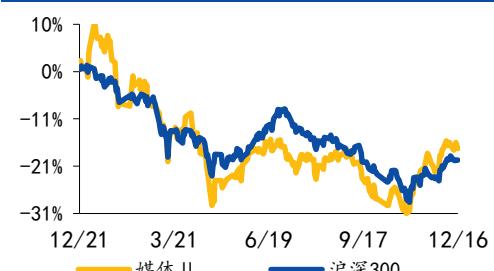
关注政策回暖及疫后复苏主线，推荐关注快手、芒果超媒、锋尚文化、视觉中国、新媒股份。游戏：吉比特、完美世界、恺英网络、宝通科技、心动公司。直播电商：遥望科技。

● 风险提示

政策监管风险、疫情反复风险、宏观环境变化风险。

推荐|维持

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-游戏行业事件点评：11月下发70款国产游戏版号，腾网等大厂在列》2022.11.18

《【国元传媒】2022年三季报披露日历》2022.10.11

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

分析师 路璐

执业证书编号 S0020519080002

电话 021-51097188

邮箱 lulu@gyzq.com.cn

附表：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
603444	吉比特	买入	336.46	24180.2	20.43	19.52	23.71	16.47	17.24	14.19
002624	完美世界	买入	12.86	24947.99	0.19	0.88	1.05	67.68	14.61	12.25
002517	恺英网络	买入	6.57	14142.04	0.27	0.49	0.64	24.33	13.41	10.20
300031	宝通科技	买入	13.87	5714.01	0.98	0.68	1.17	14.15	20.40	11.85
300413	芒果超媒	买入	27.54	51519.65	1.13	1.16	1.35	24.37	23.74	20.40
002291	遥望科技	买入	14.32	13048.82	-0.77	0.68	1.07	-18.60	21.06	13.38
300860	锋尚文化	增持	50.29	6906.39	0.67	0.49	2.92	75.06	102.63	17.22
000681	视觉中国	增持	12.53	8778.24	0.22	0.21	0.29	56.95	59.67	43.21
300770	新媒股份	增持	34.48	7966.88	2.94	3.01	3.44	11.73	11.46	10.02
1024.HK	快手	增持	66.90	258,580.48	-18.18	-3.05	-0.36	-3.29	-21.93	-185.83
2400.HK	心动公司	买入	19.56	8,437.96	-1.8	-1.03	0.07	-9.73	-18.99	279.43

资料来源：Wind，国元证券研究所 注：港股收盘价单位为港元，统计时间为 2022.12.21

目 录

1.2022年行业回顾：基本面及政策改善，期待底部回升.....	5
2.元宇宙：C端需求持续增长，关注VR/AR产业链机会.....	10
2.1 硬件端：硬件升级趋势延续，C端需求持续放量.....	10
2.2 内容端：VR内容数量持续扩容，AIGC有望成为内容生产新引擎.....	12
2.3 政策端：《虚拟现实行动计划》发布，行业政策持续催化.....	15
3.游戏：政策端释放积极信号，期待供给恢复推动回升	17
3.1 国内手游市场阶段性承压，监管趋稳后有望筑底回升	17
3.2 版号迎来常态化发放，政策端释放积极信号	18
3.3 出海收入相对平稳，细分赛道布局初现成果.....	20
4.直播电商：市场快速起量，MCN头部效应明显	22
4.1 直播电商市场快速增长，预计2022年将达到3.5万亿	22
4.2 直播电商平台GMV持续增长，抖音、快手平台凝聚增长推力	23
4.3 MCN行业进入洗牌整合，头部机构优势明显	25
5.投资建议.....	29
6.风险提示.....	30

图表目录

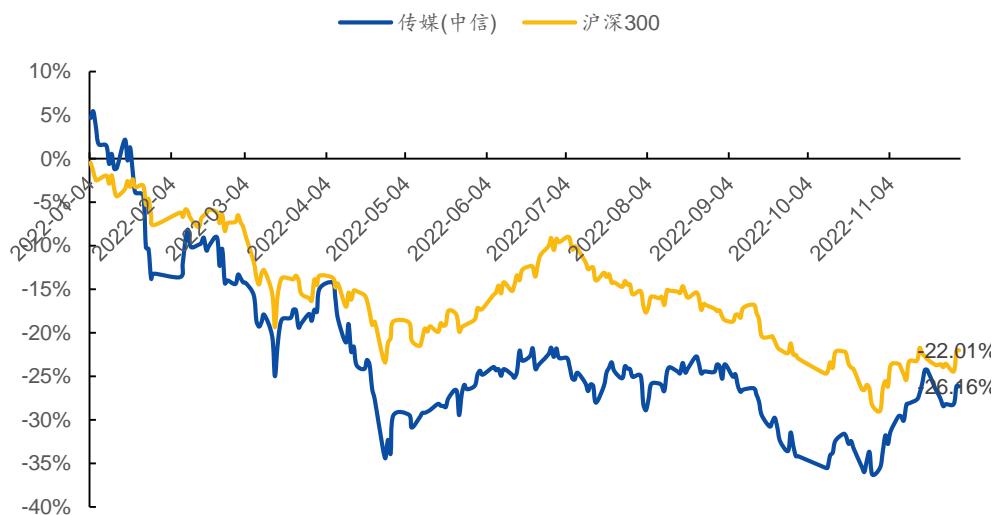
图 1：2022 年传媒行业与沪深 300 涨跌幅对比.....	5
图 2：2022 年传媒行业指数和主要指数涨跌幅	5
图 3：2022 年中信一级行业涨跌幅对比	5
图 4：2022 年传媒（中信）子版块指数涨跌幅对比	6
图 5：A 股传媒板块 PE (TTM)	7
图 6：2022 年恒生综指/恒生科技/沪深 300 指数对比	8
图 7：2022 年港股 wind 二级行业涨跌幅对比	8
图 8：2022 年港股互联网重点公司股价走势对比	8
图 9：2021Q2-2022Q2 中国 AR/VR 头显市场出货量占比	10
图 10：2022-2026 年中国消费级 VR 出货量预测	10
图 11：中国 AR/VR 支出规模及预测	11
图 12：Pancake 光学方案 VR 眼镜一览	12
图 13：主流 VR/AR 平台内容数量统计（款）	13
图 14：汪峰 VR 演唱会	13
图 15：VR 视频市场产能仍有较大的提升空间	13
图 16：AIGC 产业链	14
图 17：AIGC 技术能力	15
图 18：AIGC 应用视图	15
图 19：《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022—2026 年）》重点任务	15
图 20：中国游戏市场实际销售收入及同比增长	17

图 21: 中国移动游戏市场实际销售收入.....	17
图 22: 中国游戏用户规模 (百万)	17
图 23: 2022 年发放国产游戏版号数量 (个)	18
图 24: 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入 (亿美元)	20
图 25: 三七互娱部分海外产品 iOS 畅销榜排名	21
图 26: 中国社会消费品与实物商品零售额.....	22
图 27: 中国直播电商市场渗透率.....	22
图 28: 2018-2022 年中国直播电商市场规模及增速	22
图 29: 2022 年抖音、快手直播电商平台预期 GMV (亿元)	23
图 30: 2022.02 典型消费行业直播销售额占比	24
图 31: 2022.02 平台典型消费行业直播电商数据对比	24
图 32: 抖音“全域兴趣电商”经营策略.....	25
图 33: 快手电商服务商体系 2.0.....	25
图 34: 直播电商产业链	25
图 35: 2015-2021 年中国 MCN 机构数量及增速	26
图 36: 2020VS2021 年中国 MCN 机构营收规模分布.....	26
图 37: 2021 年中国 MCN 机构新增业务分布	26
图 38: 2020-2021 年典型业务实现盈利的 MCN 数量占比	26
图 39: 2021 年中国 MCN 机构直播带货平台选择	27
表 1: 分版块财务数据对比	6
表 2: 港股分板块财务数据对比	9
表 3: Pico/Oculus/索尼 VR 新品参数对比	11
表 4: VR 光学方案对比	12
表 5:《计划》中指出的应用落地场景	16
表 6: 主要游戏公司部分储备产品	19
表 7: 中国手游发行商收入 TOP30 (全球 App Store+Google Play)	21
表 8: 抖音和快手差异化运营	24
表 9: 各平台主要 MCN 机构表现情况	27
表 10: 2021 年以来直播电商和 MCN 机构相关规范	28
表 11: 重点公司盈利预测	29

1.2022年行业回顾：基本面及政策改善，期待底部回升

在宏观环境以及行业政策影响下，**2022年传媒板块整体承压**。2022年在疫情扰动、宏观经济增速承压以及地缘政治风险等多种因素影响下，全市场指数整体出现下滑。叠加行业监管政策趋严等因素，传媒板块从年初开始持续下行。至2022年11月30日，传媒行业（中信）下跌26.16%，在全部行业中排名第29位，同期沪深300跌幅为22.01%，上证综指跌幅为13.42%，深证成指跌幅为25.23%，创业板指跌幅为29.41%。

图1：2022年传媒行业与沪深300涨跌幅对比



资料来源：wind，国元证券研究所 注：统计时间为2022.1.1-2022.11.30

图2：2022年传媒行业指数和主要指数涨跌幅

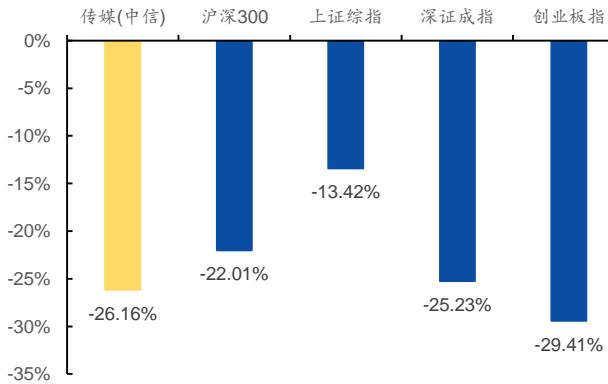
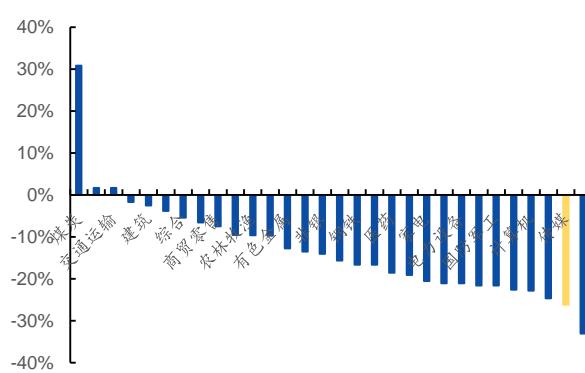


图3：2022年中信一级行业涨跌幅对比

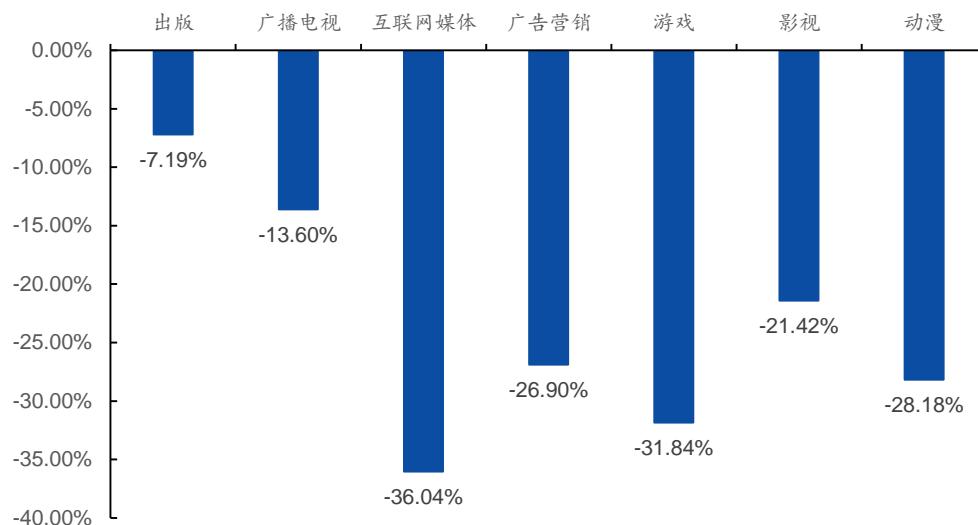


资料来源：wind，国元证券研究所 注：统计时间为2022.1.1-2022.11.30

资料来源：wind，国元证券研究所 注：统计时间为2022.1.1-2022.11.30

细分板块中，出版相对抗跌展现韧性，游戏、互联网板块出现较大回落。2022年传媒各子板块均呈现不同程度下跌，其中出版、广播电视台业务模式较为稳定，跌幅相对较低，分别下降7.19%/13.60%。互联网媒体、游戏、动漫、广告营销、影视等行业收到疫情反复、宏观经济周期波动以及行业监管政策调整等影响，下滑幅度较为明显，分别下降36.04%/31.84%/28.18%/26.90%/21.42%。

图4：2022年传媒（中信）子版块指数涨跌幅对比



资料来源：wind，国元证券研究所

基本面表现来看，出版业务稳定，营收保持稳健增长，影视院线由于疫情反复影响业绩同比降幅较大。收入端来看，仅有出版及动漫板块保持正增长，同比分别增加6.32%/0.46%，游戏、广播电视台板块表现相对平稳，同比减少2.96%/3.80%。由于疫情扰动冲击线下消费及宏观经济恢复，影视院线、广告营销板块受影响较为明显，分别同比下降20.70%/12.24%。利润端来看，各版块业绩承压。其中互联网媒体持续进行降本增效，归母净利润表现相对平稳，同比下降1.68%，而影视板块由盈转亏，广播电视台、广告营销以及游戏板块同比分别下降56.37%/43.86%/29.14%。

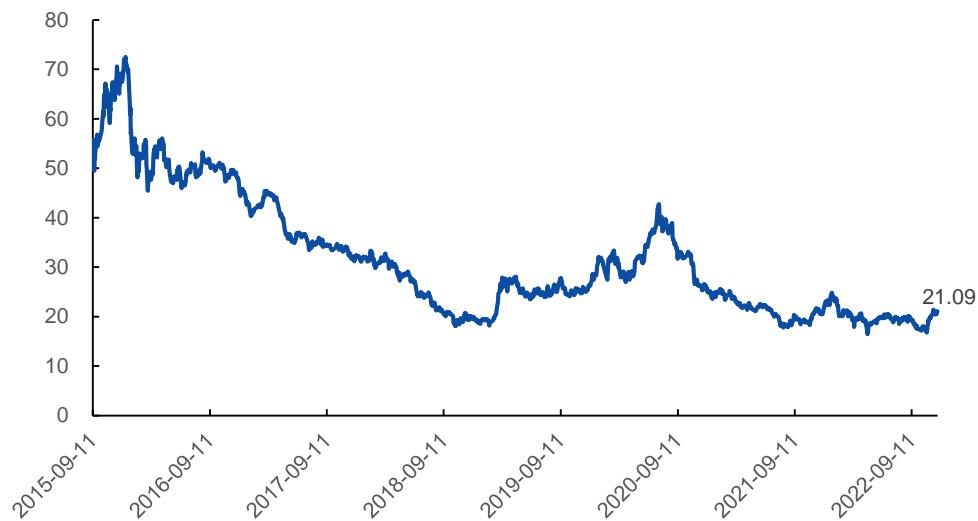
表1：分版块财务数据对比

	营业收入（亿元）		营业收入 yoy	归母净利润（亿元）		归母净利润 yoy
	2021Q3	2022Q3		2021Q3	2022Q3	
广告营销	1454.03	1276.10	-12.24%	78.54	44.09	-43.86%
互联网媒体	217.29	201.50	-7.26%	27.75	27.28	-1.68%
出版	1010.42	1074.26	6.32%	131.65	126.18	-4.16%
动漫	21.67	21.77	0.46%	-0.79	-0.04	-95.33%
广播电视	290.70	279.65	-3.80%	12.62	5.50	-56.37%
影视	305.00	241.86	-20.70%	21.02	-8.45	-140.20%
游戏	548.99	532.72	-2.96%	127.22	90.14	-29.14%

资料来源：wind，国元证券研究所 注：行业分类为中信（传媒）二级/三级行业分类，剔除ST股票

行业估值水平处于低位，前期压制因素已出现拐点，期待行业估值回升。截至 2022 年 11 月 30 日，传媒板块整体 PE 约为 21 倍，处于历史低位。从压制估值因素来看，疫情反复、监管政策趋严等因素均出现改善，一方面国家出台防疫二十条、新十条等新规，进一步优化疫情防控措施；另一方面各项监管政策逐步靴子落地，随着监管政策体系逐渐搭建完善，逐步过渡到常态化监管阶段。近期板块整体估值水平也呈现一定幅度的反弹，展望明年板块估值有望逐步修复。

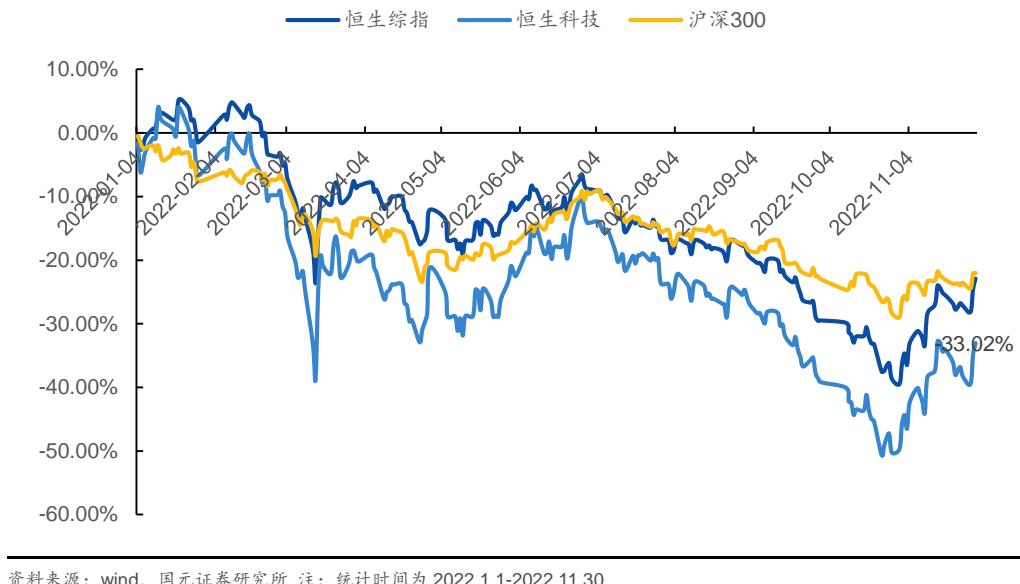
图 5：A 股传媒板块 PE (TTM)



资料来源：wind，国元证券研究所 注：采用整体法，剔除负值

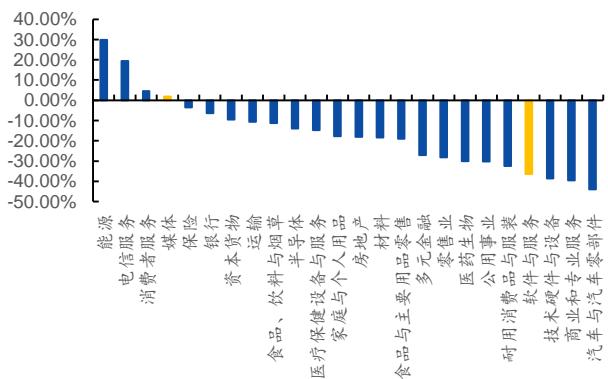
港股市场来看，互联网板块前期震荡走低，11 月开始出现明显复苏。港股互联网今年以来在疫情反复、政策监管、流动性以及国际宏观形势波动等多重因素影响下，恒生科技指数震荡走低，截至 2022 年 11 月 30 日跌幅为 33.02%，表现弱于恒生综指 (-22.90%)。子版块来看，软件与服务跌幅为 36.35%，排名 21 位。重点公司表现来看，上半年在监管政策以及一线城市多地疫情反复影响下，互联网企业仍然面临较大的业绩增长压力，前期股价经历较大调整，已较为充分反映市场对业绩压力和政策面预期。而随着疫情防控措施优化，监管趋于常态化，以及部分互联网企业 Q3 开始降本增效成果显现，业绩逐步恢复，股价开始出现回升。

图 6：2022 年恒生综指/恒生科技/沪深 300 指数对比



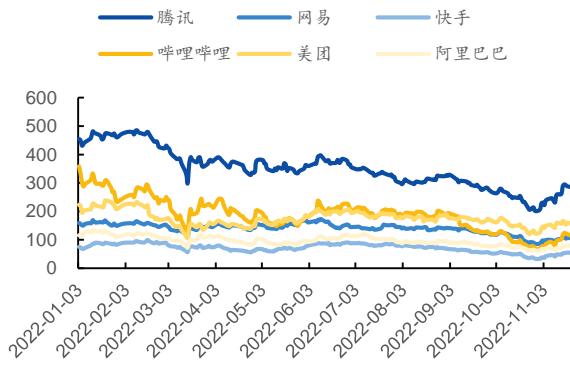
资料来源：wind，国元证券研究所 注：统计时间为 2022.1.1-2022.11.30

图 7：2022 年港股 wind 二级行业涨跌幅对比



资料来源：wind，国元证券研究所 注：统计时间为 2022.1.1-2022.11.30

图 8：2022 年港股互联网重点公司股价走势对比



资料来源：wind，国元证券研究所 注：统计时间为 2022.1.1-2022.11.30

上半年港股营收端保持平稳增长，利润端仍然承压。电影娱乐受线下消费影响，营收同比略有下滑，其余板块保持正增长。盈利方面，家庭娱乐软件亏损幅度同比有所收窄，其余子板块归母净利润同比均有下滑，一方面由于上半年一线城市疫情影响，另一方面互联网企业优化发展战略，加快降本增效，业绩出现短期调整。

表 2：港股分板块财务数据对比

	营业收入 (亿元)		营业收入 yoy	归母净利润 (亿元)		归母净利润 yoy
	2021H1	2022H1		2021H1	2022H1	
出版	107.28	108.37	1.02%	16.74	9.04	-46.04%
电影与娱乐	303.04	291.27	-3.89%	8.08	7.30	-9.59%
互联网零售	9634.63	10349.05	7.42%	456.71	-38.19	-108.36%
互联网软件与服务	4489.33	4571.65	1.83%	1237.13	487.10	-60.63%
家庭娱乐软件	524.06	572.41	9.23%	-638.97	-108.33	-
应用软件	173.49	207.94	19.86%	-5.17	-10.92	-

资料来源: wind, 国元证券研究所 注: 行业采用 wind 港股二级分类

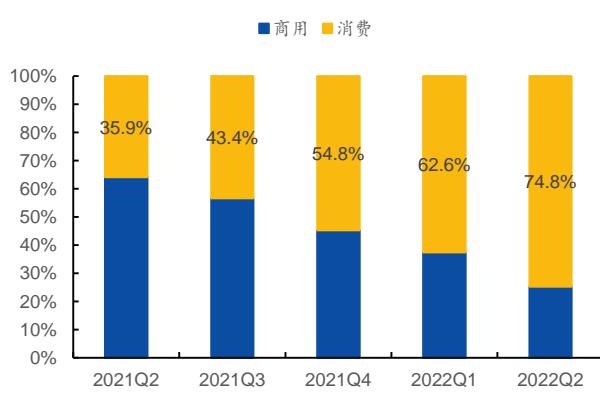
监管政策趋于常态化，边际持续改善，看好 2023 年板块业绩与估值修复。20 年底中央经济工作会议奠定监管基调，强化对互联网行业管控，防止资本和互联网巨头的垄断与无序扩张。此后围绕平台经济反垄断及数据安全、文娱行业、互联网金融行业综合治理等领域相继出台一系列监管政策。2022 年以来，随着国务院金融委以及中央政治局会议召开提出促进平台经济健康发展、游戏版号恢复常态发放以及滴滴处罚靴子落地等时间，均表明政策底正在夯实，具体监管措施进一步细化落实推动企业和健康发展。随着目前疫情防控新局势和政策面边际转好，看好传媒互联网板块的业绩和估值修复。

2.元宇宙：C 端需求持续增长，关注 VR/AR 产业链机会

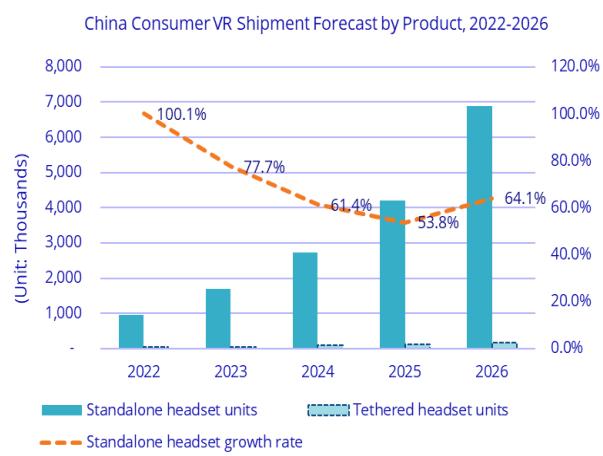
2.1 硬件端：硬件升级趋势延续，C 端需求持续放量

消费级 VR 出货量占比扩大，C 端需求持续提升。根据 IDC 中国数据，2022 年上半年国内 AR/VR 市场整体出货量达到 58.6 万台，其中 VR 为 55.8 万台，AR 出货量为 2.8 万台，消费者市场出货占比持续提升，至 2022Q2，消费市场占比达到 74.8%。上半年，中国消费级 VR 一体机出货量约为 50.2 万台，同比增长 166.2%，其中 22Q1 达到 22.9 万台，22Q2 出货量近 27.3 万台。预计到 2026 年中国消费级 VR 出货量有望达到近 700 万台。

图 9: 2021Q2-2022Q2 中国 AR/VR 头显市场出货量占比 图 10: 2022-2026 年中国消费级 VR 出货量预测



资料来源：IDC 中国，国元证券研究所

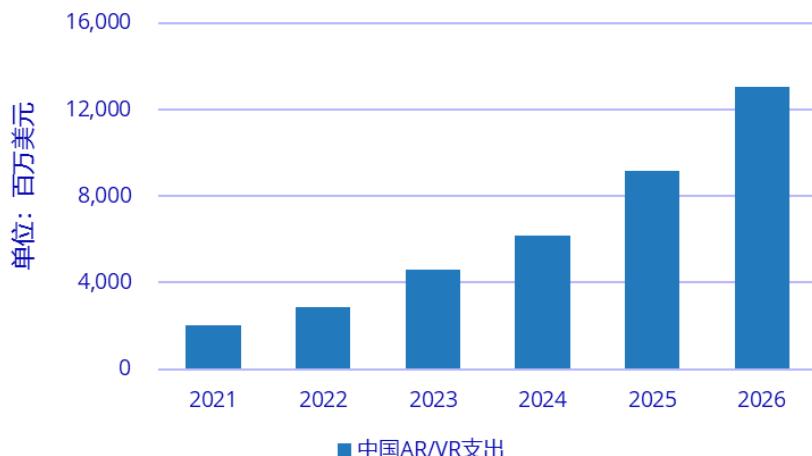


资料来源：IDC 中国，国元证券研究所

硬件产品升级趋势延续，带动 AR/VR 市场支出规模增长。2021 年全球 AR/VR 总投资规模接近 146.7 亿美元，预计 2026 年有望增至 747.3 亿美元，五年 CAGR 将达 38.5%。其中，中国市场五年 CAGR 预计达 43.8%。硬件端来看，2021 年以 Pico Neo 3 为代表国内 AR/VR 头显市场上市诸多新品，并且硬件产品升级趋势在 2022 年仍然延续，Pico 4 在 2022 年 9 月底开售，Oculus Quest Pro 也于 10 月上线，索尼 PS VR 2 则预计 2023 年 2 月开售。根据 IDC 预测数据显示，硬件市场在五年预测期内将以 47.8% 复合增长率稳步增长，并持续占据中国 AR/VR 市场支出份额一半以上。

图 11：中国 AR/VR 支出规模及预测

中国AR/VR支出规模及预测，2021-2026



资料来源：IDC 中国，国元证券研究所

表 3：Pico/Oculus/索尼 VR 新品参数对比

	Pico 4	Oculus Quest Pro	PS VR 2
发售时间	2022 年 9 月	2022 年 10 月	2023 年 2 月
产品形态	VR 一体机	VR 一体机	主机 VR
光学方案	Pancake	Pancake	菲涅尔透镜
屏幕	FAST-LCD	QD-LCD	OLED
分辨率	4320x2160 (双眼)；2160x2160 (单眼)	1800x1920 (单眼)	双目 4K；单目 2000x2040
视场角	105°	106° x 96°	110°
刷新率	90Hz	90Hz	120Hz
处理器	骁龙 XR2	骁龙 XR2+Gen 1	PS5 主机
眼动追踪	Pro 版支持	支持	支持
电池	5300mAh	5000mAh	-
重量	586 克 (含顶部绑带)； 295 克 (不含所有绑带及电池)	722 克	-
售价	2499 元 (8GB+128GB)； 2799 (8GB+256GB)	1499 美元 (256GB)	基础版售价 549.99 美元； 捆绑包售价 599.99 美元

资料来源：VR 陀螺，国元证券研究所

Pancake 光学方案有望逐步成为消费级 VR 的主流方向，技术迭代有望打开行业新增量。VR 光学依次经历了非球面透镜、菲涅尔透镜和 Pancake 方案三个阶段，目前菲涅尔透镜兼具低成本和可控成像质量的优势，是目前多数 VR 头显选择的方案。而随着 VR 设备在消费级市场的起量，C 端消费者对 VR 的轻薄以及成像质量、佩戴体验都提出了更高要求，折叠光路原理的 Pancake 方案以轻薄、优秀的成像质量以及逐步成熟的量产工艺，逐渐成为消费级 VR 光学的发展和进化方向，包括 Meta、苹果、Pico、华为等代表性头部企业已经推出或即将推出 Pancake 方案头显，提高一

体机的佩戴舒适性和便携性。预计 Pancake 方案未来几年内将成为多数消费级 VR 设备升级的首选光学方案，而基于当前技术此后进化方向包括可变焦、单透镜等，以及通过与全息元件、光波导等结合方式，逐步将折叠光路方案进化成类眼镜的液晶片真全息方案和全息波导方案等。

表 4：VR 光学方案对比

	非球面透镜	菲涅尔透镜	折叠光路 Pancake
常规 FOV	90° ~180°	90° ~120°	70° ~100°
常规 TTL	40~50mm	40~50mm	15~20mm
成像质量	边缘成像好	容易产生伪影和畸变	边缘成像质量好但容易产生伪影
优点	成本便宜	较轻薄便宜	轻薄、成像质量好
量产价格	5~10 元	15~20 元	120~180 元
发展阶段	淡出市场	主流选择	即将大规模应用
代表产品	VR 盒子、PS VR 等	Oculus Quest2、Pico Neo3	Pico 4、华为 VR Glass、苹果 MR 等

资料来源：wellseenn XR，国元证券研究所

图 12：Pancake 光学方案 VR 眼镜一览

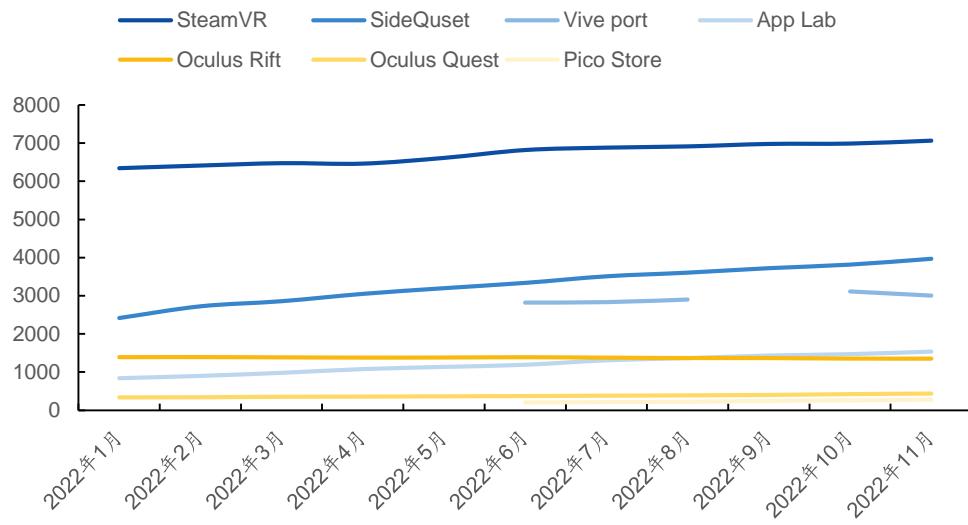


资料来源：wellseenn XR，国元证券研究所

2.2 内容端：VR 内容数量持续扩容，AIGC 有望成为内容生产新引擎

主要 VR 平台内容数量持续增长。根据青亭网数据，截止 2022 年 11 月底，Steam 平台应用总量为 13.69 万款，支持 VR 内容的为 7065 款，占比约为 5.16%。其中，VR 独占内容（游戏+应用）共计 5843 款，占总 VR 内容数量约 82.70%。Oculus 平台方面，截止 11 月底 Oculus Rift 平台应用数量为 1349 款，Oculus Quest 平台应用数量为 434 款，官方测试平台 App Lab 在去年初推出之后应用数量增长较快，11 月底已达 1532 款，占据主力。Pico 平台应用数量保持稳步增长，截止 11 月底为 279 款。

图 13：主流 VR/AR 平台内容数量统计（款）



资料来源：青亭网，国元证券研究所

Pico 补强 VR 内容生态布局，探索多场景落地。游戏是目前 VR 内容布局的主要方向之一，根据 IDC 预测，未来五年内 VR 游戏以超三成的占比领跑 VR 市场。而从 Pico 4 内容生态战略来看，公司采用“引进+合研&自研”相结合的方式，主要布局包括 VR 娱乐、VR 运动、VR 影视以及 VR 创造在内的四大场景，在持续引入头部游戏外填补其他内容生态方向。游戏方面，Pico 4 在发布会上官宣了育碧知名 IP 作品《Just dance》VR 版（全球销量超 7000 万份，玩家数达 1.2 亿），并且为平台独占游戏，预计 2023 年上线，此外也引入了《Ruins Magus》、《Gorn》等游戏。健身运动方面，Pico Fitness 联合莱美推出 VR 版本搏击课程，并与头部健身博主帕梅拉共同推出 VR 健身内容。社交方面，将于 2023 年上线自建社交平台《Project Pico World》。视频内容方面，此前分别合作郑钧、汪峰等知名歌手举办线上演唱会，增加场景交互内容及特效，在发布会上也宣布与 Discovery 达成合作，进一步丰富视频内容种类。

图 14：汪峰 VR 演唱会



资料来源：pico，国元证券研究所

图 15：VR 视频市场产能仍有较大的提升空间



资料来源：pico，国元证券研究所

AIGC 有望成为数字内容创新发展新引擎，为数字经济发展注入新动能。 AIGC 即人工智能生成内容（Artificial Intelligence Generated Content），通常定义为继专业生成内容（PGC）以及用户生成内容（UGC）之后的新型内容生产方式和内容自动化生成的技术集合。AIGC 的兴起主要来自两方面驱动因素：一方面，源于深度学习技术的快速突破和迭代，打破了原有模板化、公式化和小范围的局限，能够快速灵活生成不同模态的数据内容。另一方面，数字内容供给需求日益增长。更多平台型公司的数字化场景向元宇宙转型，对于数字内容总量和丰富度不断提升，传统内容生产手段无法能够完全满足消费者对于数字内容的消费需求，因此 AIGC 技术得到更广泛应用。

图 16：AIGC 产业链



资料来源：量子位，国元证券研究所

从技术能力看，AIGC 主要包括智能数字内容孪生、智能数字内容编辑以及智能数字内容创作和自我演化。从应用领域看，AIGC 能够以优于人类的制造能力和知识水平承担信息挖掘、素材调用、复刻编辑等基础性机械劳动，在技术面实现以低边际成本、高效率方式满足海量个性化需求，创新内容生产流程和范式，并通过支持数字内容与其他产业互动融合产生新业态。元宇宙也有望通过 AIGC 加速复刻物理世界，进行无限内容创作，从而实现自发有机生长。

图 17: AIGC 技术能力



资料来源：京东探索研究院，国元证券研究所

图 18: AIGC 应用视图

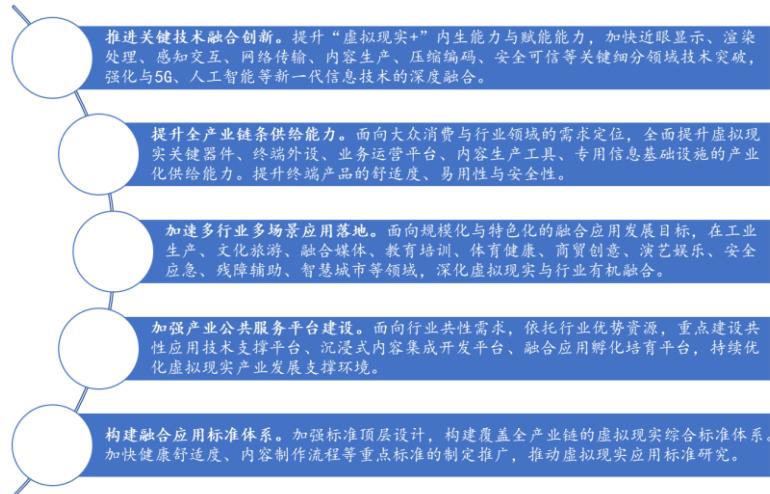


资料来源：中国信息通信研究院，国元证券研究所

2.3 政策端：《虚拟现实行动计划》发布，行业政策持续催化

2022年11月1日，工业和信息化部、教育部、文化和旅游部、国家广播电视台总局、国家体育总局等五部门联合发布《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022—2026年）》（下文简称《计划》），提出到2026年的发展目标，即三维化、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，虚拟现实行业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。产业生态上，至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。

图 19: 《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022—2026年）》重点任务



资料来源：工信部，中国政府网，国元证券研究所

表5:《计划》中指出的应用落地场景

应用场景	应用内容
工业生产	推动虚拟现实和工业互联网深度融合，支持虚拟现实技术在设计、制造、运维、培训等产品全生命周期重点环节的应用推广，强化与数字孪生模型及数据的兼容，促进工业生产全流程一体化、智能化。
文化旅游	推动文化展馆、旅游场所、特色街区开发虚拟现实数字化体验产品，鼓励一二级博物馆、有条件的旅游活动场所设置沉浸式体验设施设备。
融合媒体	推广虚拟现实全景摄像机、三维扫描仪、声场麦克风、裸眼沉浸式呈现等设备，探索新型导演叙事、虚拟拍摄技术，推动广播级高品质、大众化低门槛虚拟现实数字内容同步发展，以虚拟现实技术助力广播电视及网络视听业态更新，支持建设虚拟现实音视频专区与影院，探索基于虚拟化身等新形式的互动社交新业态。
教育培训	在中小学校、高等教育、职业学校建设一批虚拟现实课堂、教研室、实验室与虚拟仿真实训基地，开发虚拟现实数字课程，打造支持自主探究、协作学习的沉浸式新课堂。
体育健康	面向体育用品、运动设施、健身软件及平台，推动虚拟现实终端及内容兼容适配，支持虚拟现实落地多元体育运动领域，推动虚拟现实训练、赛事中的应用，打造线上线下相结合的数字化、智能化、沉浸化的新型体育运动解决方案，构建大众健身新业态。
商贸创意	在智慧家装、虚拟看房、大型会展、时尚创意、视频会议、远程办公、智慧商圈、外卖零售等领域落地推广虚拟现实技术，发展线上线下同步互动、有机融合的商贸活动体验新模式，打造商贸新场景、新业务。
演艺娱乐	搭建常态化的虚拟现实线上演播摄制播出环境，支持舞台艺术、综艺、非物质文化遗产等优质资源网络展演，开展沉浸式业态体验落地推广活动。探索观众与表演区新型互动方式与适合线上观演的原生线上演播内容，打造虚实融合的“超级现场”沉浸体验感。
安全应急	针对矿山安全、危化品安全、自然灾害防治等场景开展沉浸式虚拟演练，推动智慧警务与应急管理的信息化创新建设，探索增强现实智能单兵系统，实现安防综合信息的全要素集成联动。
残障辅助	在出行辅助、技能训练、精神关怀与文旅休闲、社交通讯、教育就业、生活购物等场景，探索一批虚拟现实赋能残障弱势人群的应用实践，推广一批适配残障弱势人群的虚拟现实设备，助力“信息无障碍”服务建设。
智慧城市	推进基于用户地理位置服务（LBS）和高精度视觉定位服务（VPS）的生活助手应用，支持厘米级空间计算、多场景大规模用户实时交互。提升数字空间运营服务能力，探索室内外实景三维商业化建设模式，面向交通出行、餐饮购物、文娱休闲等场景，打造虚实融合、高效便捷的个性化智慧生活信息服务。

资料来源：工信部，中国政府网，国元证券研究所

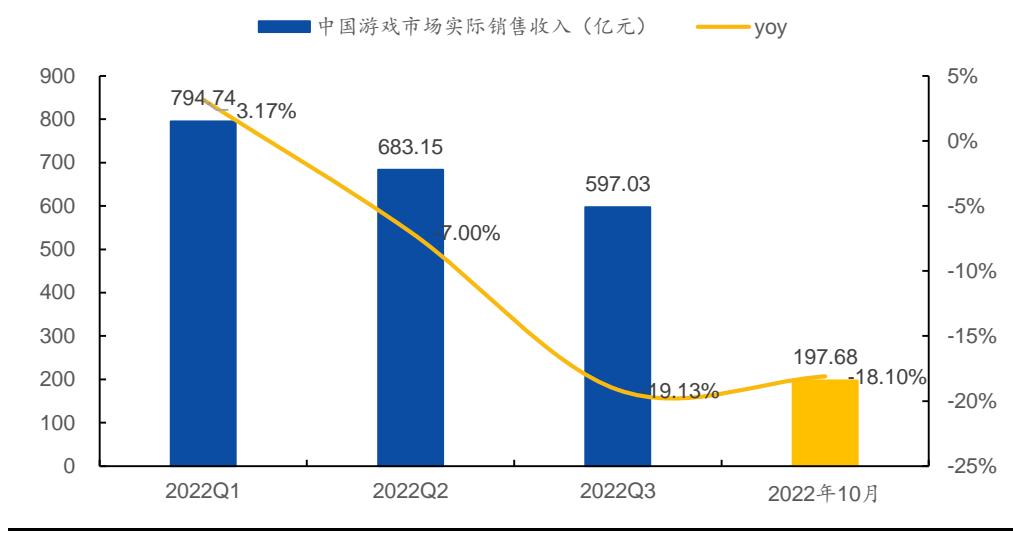
硬件端来看，技术迭代升级趋势持续，包括 Pancake 光学方案、全彩透视等扩大应用，以及后续 XR3 芯片、苹果 MR 设备的推出等。内容端来看，内容类型及落地场景不断延伸，数量和广度持续扩容。游戏仍然是 VR 内容落地的主要应用之一，而国内以 Pico 为代表的厂商依托抖音生态，在持续引入头部游戏外填补其他内容生态方向，包括健身、社交、视频、互动娱乐等内容，并加快海外市场布局。政策端上，五部门出台《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022—2026 年）》，提出对于产业和硬件目标的具体规划，加速行业催化。我们看好 2023 年 VR/AR 行业硬件端技术升级叠加内容端应用场景扩容带来的产品新周期，用户体验优化有望持续带动硬件需求放量，积极关注头部硬件厂商以及泛娱乐生态布局完善的平台厂商以及提供优质内容的 CP 方。

3. 游戏：政策端释放积极信号，期待供给恢复推动回升

3.1 国内手游市场阶段性承压，监管趋稳后有望筑底回升

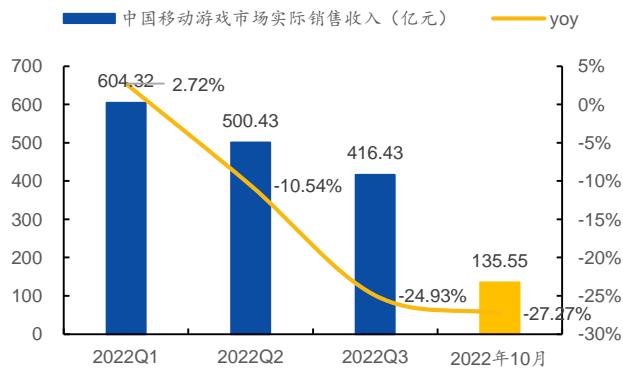
2022年国内游戏市场阶段性承压，10月规模实现环比正增长，政策端趋稳前提下行业有望筑底回升。2022年受宏观经济、及政策面等多方面因素影响下，国内游戏市场规模从二季度开始出现同比下滑。根据伽马数据，Q2游戏市场实现收入683.15亿元，同比下降7%。Q3实现收入597.03亿元，同比下降19.13%。主要为手游市场影响，移动游戏市场Q3实现收入416.43亿元，同比下滑24.93%。而10月开始，国内游戏市场实现收入197.68亿元，同比下降18.10%，降幅收窄，环比增长4.66%。其中，手游市场实现收入135.55亿元，同比下降27.27%，环比增长3.85%，为近半年来环比增长率首次转正。

图 20：中国游戏市场实际销售收入及同比增长



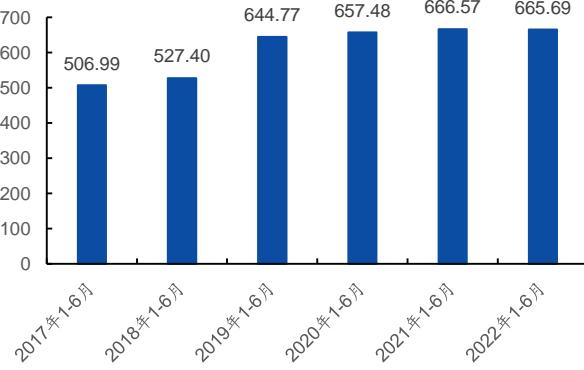
资料来源：伽马数据，国元证券研究所

图 21：中国移动游戏市场实际销售收入



资料来源：伽马数据，国元证券研究所

图 22：中国游戏用户规模 (百万)

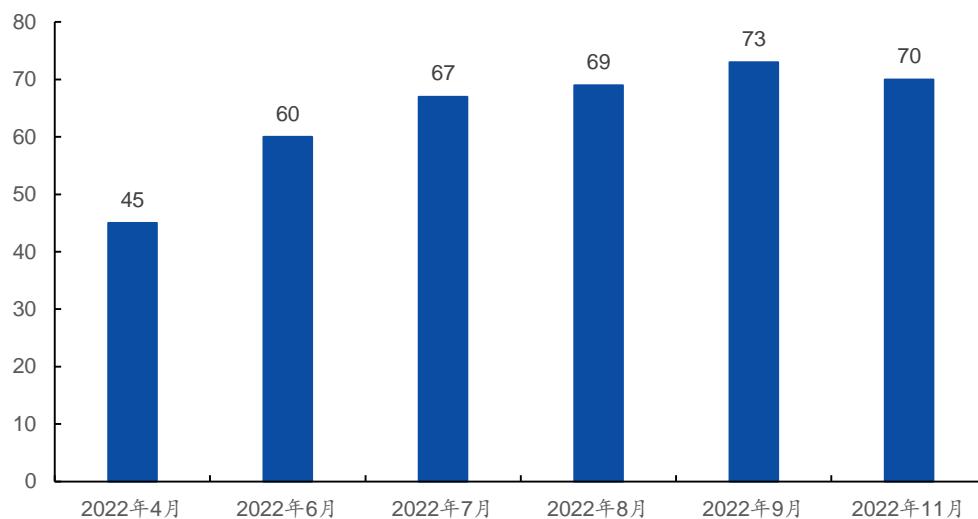


资料来源：伽马数据，国元证券研究所

3.2 版号迎来常态化发放，政策端释放积极信号

版号恢复常态化发放，腾网等头部厂商重点产品获批，供给端有望持续改善。今年4-11月共下发6批版号，各批次发放数量分别为45/60/67/69/73/70个，保持稳中有增，行业供给端有望继续改善。其中，11月下发70款国产游戏版号中，腾讯、网易等大厂产品在列。从题材内容上看，腾讯《合金弹头：觉醒》为SNK授权、天美工作室自研知名IP手游，网易《大话西游：归来》为西游IP系列手游，两款产品均为受众面较广、具备较为成熟商业化体系IP，后续上线有望提振公司业绩。

图 23：2022年发放国产游戏版号数量（个）



资料来源：国家新闻出版署，国元证券研究所 注：截至2022年11月底

人民网肯定游戏产业价值，并指出防沉迷保护阶段性成果，政策端释放积极信号。人民网11月16日发布《人民财评：深度挖掘电子游戏产业价值机不可失》，评论指出从海外国家游戏产业发展历程中，电子游戏早已摆脱娱乐产品的单一属性，已成为对一个国家产业布局、科技创新具有重要意义的行业。（1）游戏与前沿科技密不可分，在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。被运用到数字文保、工业仿真、智慧城市、影视创作等领域中，是推动数字化转型、走向数实融合、构建数字孪生体的重要工具。（2）游戏可以破除文化壁垒，成为中国文化传承和交流创新的网络工具，增强传播力影响力，推动中华文化更好走向世界。目前阶段，随着防沉迷规定的完善和落地，我国游戏产业逐步告别“野蛮生长”。对于电子游戏产业应予以更为客观多元的认知。推进游戏产业健康发展，监管和发展并重，不断释放经济、文化与科技新价值。人民网文章强调游戏产业价值，指出其在数字化转型以及文化传播的正向作用，并肯定了前期未成年保护以及防沉迷等规定完善和落地的阶段性成果，政策导向已趋稳定并进入细化落实层面，逐步过渡到常态化监管阶段。

表 6：主要游戏公司部分储备产品

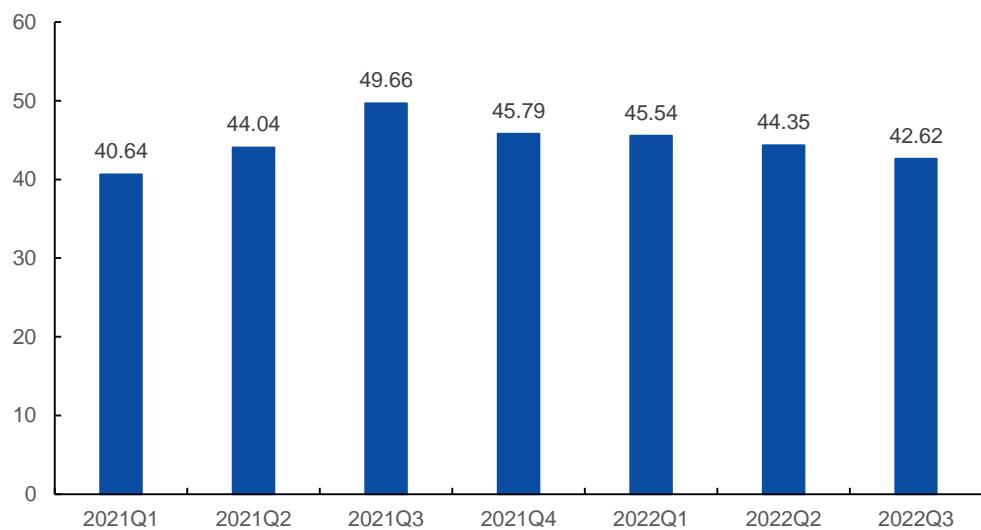
	游戏名称	客户端	游戏类型	自研/代理	版号
腾讯	合金弹头：觉醒	移动游戏	横版射击	自研	有
	洛克王国手游	移动游戏	休闲养成	自研	有
	牧场物语手游	移动游戏	模拟经营	自研	有
	王者荣耀世界	移动游戏	开放世界	自研	无
	Project: Fighter (海贼王手游)	移动游戏	格斗手游	自研	无
	大航海时代：海上霸主	移动游戏	策略	代理	无
网易	新天龙八部手游	移动游戏	MMO	代理	无
	大话西游：归来	移动游戏	RPG	自研	有
	逆水寒手游	移动游戏	MMO	自研	无
	大话西游放置版	移动游戏	放置类	自研	无
	代号：Onmyoji Idol Project	移动游戏	阴阳师现代时尚 IP	自研	无
	代号·世界	移动游戏	世界冒险 RPG	自研	无
三七互娱	阴阳师：妖怪小班	移动游戏	推理	自研	无
	梦想大航海	移动游戏	MMORPG	代理	有
	最后的原始人	移动游戏	卡牌	代理	有
	曙光计划	移动游戏	MMORPG	代理	有
	凡人修仙传	移动游戏	MMORPG	代理	无
	代号魔幻 M	移动游戏	MMORPG	自研	无
完美世界	代号 3D 版 WTB	移动游戏	MMORPG	自研	无
	霸业	移动游戏	SLG	自研	无
	代号 GOE	移动游戏	SLG	自研	无
	新诛仙世界	PC	MMO	自研	有
	天龙八部 2	移动	MMO	代理	无
	百万亚瑟王	移动	多人协同 CCG	自研	无
吉比特	一拳超人：世界	移动	动作类	自研	无
	朝与夜之国	移动	二次元	自研	无
	Have a Nice Death	PC+主机	动作类	自研	无
	神魔大陆 2	移动游戏	多人竞技	自研	无
	超喵星计划	移动游戏	卡牌养成	自研	有
	黎明精英	移动游戏	2D Roguelike 射击	代理	有
心动公司	新庄园时代	移动游戏	田园模拟经营类	代理	有
	失落四境	移动游戏	冒险 RPG	代理	有
	皮卡堂	移动游戏	模拟经营	代理	有
	火炬之光	暗黑 ARPG	移动游戏	自研	无
	萃星物语	二次元 ARPG	移动游戏	自研	无
	T3	射击	移动游戏	自研	无
	心动小镇	生活模拟养成	移动游戏	自研	无
	铃兰之剑	SRPG	移动游戏	自研	无

资料来源：公司发布会，TapTap，公司公告，国元证券研究所

3.3 出海收入相对平稳，细分赛道布局初现成果

前三季度，中国自研游戏出海收入表现相对平稳。2022 年前三季度，中国自研游戏出海收入为 132.51 亿美元，同比-1.4%，与去年同期基本持平。一方面，随着海外疫情的逐步放开，宅经济红利有所消退。另一方面，在去年 8 月供给端开始收缩的情况下，厂商积极筹划海外布局，多家公司将立项新品定位为全球化发行，但在精品化趋势下产品研发周期拉长，新品供给相对有限，出海头部梯队仍以存量产品为主，流水收入有自然下滑。

图 24：中国自主研发游戏海外市场实际销售收入（亿美元）



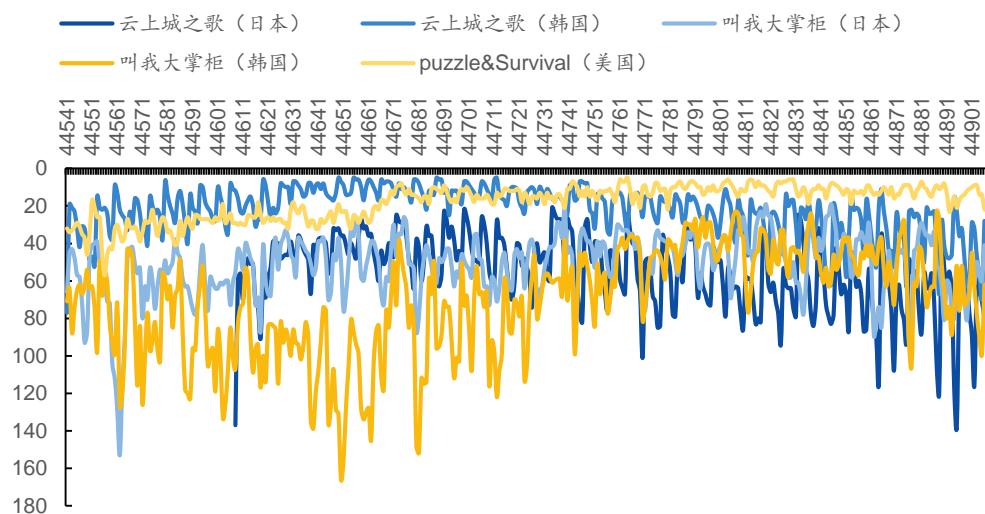
资料来源：七麦数据，国元证券研究所

出海头部厂商格局相对稳定，**FPS**、**开放世界**、**SLG** 等为主要布局品类，三七互娱出海表现亮眼。腾讯、网易以及米哈游长期占据出海前三位，其中，腾讯主要聚焦为射击类、MOBA 类，网易布局射击以及 MMO 品类，米哈游则是二次元开放世界 RPG 类。新进入厂商有望通过玩法创新迎合用户细分需求打开增长空间，三七互娱出海成绩亮眼，从 20 年 8 月开始在海外投放 SLG+三消游戏《末日喧嚣》（《Puzzles & Survival》），逐步提升海外发行力度，相继在日本、韩国地区推出《云上城之歌》、《叫我大掌柜》均表现稳定，iOS 畅销榜排名整体保持提升，发行商收入排名稳步走高。根据 sensor tower 数据，三七互娱今年 7 月以来已进入中国手游发行商全球收入 TOP5。

表 7：中国手游发行商收入 TOP30（全球 App Store+Google Play）

排名	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
1	腾讯										
2	网易	米哈游									
3	米哈游	网易									
4	趣加	三七互娱	三七互娱	趣加	趣加	趣加	三七互娱	三七互娱	三七互娱	三七互娱	三七互娱
5	莉莉丝	趣加	趣加	三七互娱	莉莉丝	三七互娱	趣加	趣加	趣加	趣加	灵犀互娱
6	三七互娱	莉莉丝	莉莉丝	灵犀互娱	三七互娱	灵犀互娱	莉莉丝	莉莉丝	莉莉丝	灵犀互娱	趣加
7	灵犀互娱	灵犀互娱	灵犀互娱	莉莉丝	灵犀互娱	莉莉丝	灵犀互娱	灵犀互娱	灵犀互娱	莉莉丝	莉莉丝
8	4399	博乐科技	江娱互动	雷霆游戏	震游科技	IM30	IM30	IM30	IM30	IM30	IM30
9	博乐科技	IGG	博乐科技	博乐科技	雷霆游戏	壳木游戏	雷霆游戏	悠星网络	壳木游戏	海彼网络	海彼网络
10	IGG	友塔游戏	雷霆游戏	龙创悦动	博乐科技	雷霆游戏	江娱互动	壳木游戏	海彼网络	壳木游戏	悠星网络

资料来源：Sensor Tower，国元证券研究所

图 25：三七互娱部分海外产品 iOS 畅销榜排名


资料来源：七麦数据，国元证券研究所

整体来看，游戏行业在此前版号收紧环境下，国内头部厂商通过存量产品长线运营迭代巩固基本盘，表现稳健，但考虑到新版号存在申请周期，今年新品上线数量较少，供给端收缩导致行业规模出现阶段性下滑。而今年4月开始版号重新下发，数量稳中有增，常态化监管基本确立，行业精品化长逻辑不改。11月以来人民网为代表肯定游戏产业价值，指出防沉迷阶段性成果，在政策端释放积极信号。游戏板块当前处于低估值位，展望2023年在政策、供给双重释压下，国内产品发行节奏有望逐步恢复，海外市场凭借细分玩法融合创新稳步拓展，VR技术发展也有望提供增长新动能，看好行业修复，重点关注具备强研发实力、长线产品运营稳定的头部游戏厂商。

4. 直播电商：市场快速起量，MCN 头部效应明显

4.1 直播电商市场快速增长，预计 2022 年将达到 3.5 万亿

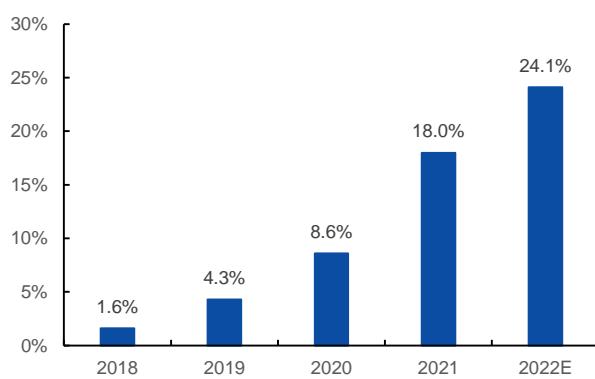
直播电商持续渗透，2022 年直播电商规模预计达到 3.5 万亿。近年实物商品网上零售额在社会消费品零售总额的占比不断提升，2021 年，实物商品网上零售额规模达 10.80 万亿元，线上消费已成为我国居民重要的消费渠道。2021 年，我国直播电商市场规模达 2.4 万亿元，2022 年预计达到 3.5 万亿元，同比增长约 47.7%。直播电商渗透率处于高速增长状态，从 2018 年的 1.6% 快速提升至 2021 年的 18%，预计 2022 年有望超过 24%。

图 26：中国社会消费品与实物商品零售额



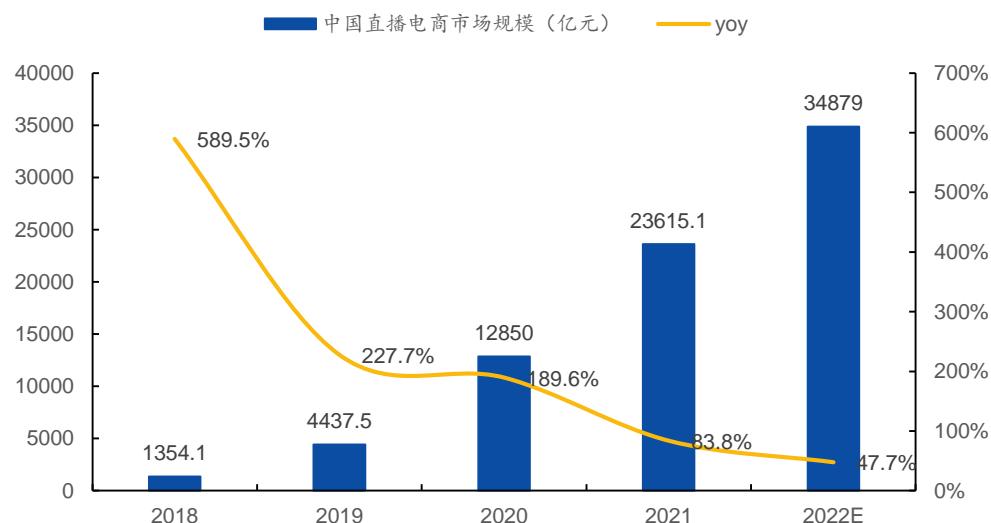
资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

图 27：中国直播电商市场渗透率



资料来源：网经社，国元证券研究所

图 28：2018-2022 年中国直播电商市场规模及增速



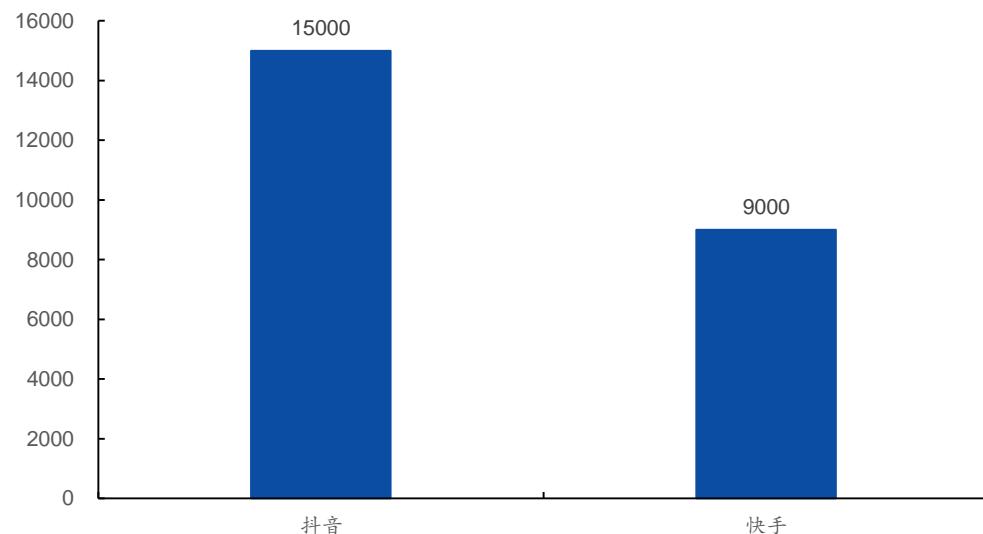
资料来源：网经社，国元证券研究所

4.2 直播电商平台 GMV 持续增长，抖音、快手平台凝聚增长推力

短视频平台重构人货场框架，贡献直播电商 GMV 主要增量。抖音和快手于 2018 年陆续进入直播带货领域，并迅速发展壮大，2021 年快手直播电商 GMV 为 6800 亿元，预计 2022 年将达到 9000 亿元。抖音将升级兴趣电商到全域兴趣电商，进行品类拓展，2022 年电商 GMV 预计将达到 1.5 万亿元，根据抖音生态大会 2021.5.1-2022.4.30 抖音电商 GMV 为去年同期的 3.2 倍，预计目标完成度较好。2016 年率先进入该赛道的淘宝直播 2021 年电商 GMV 为 5074 亿元。抖音、快手短视频平台引流效果明显，已成为直播电商主要阵地。

抖音打造“商城”驱动新增长，快手扶持快品牌、探索快招工等新直播内容实现突破。今年 5 月，抖音在首页开设“商城”入口，从“货找人”进入到“人找货”第二阶段”，参照传统货架电商对于用户主动搜索的满足，提升商品供给种类的丰富度，目前天猫销售额前 2000 名的品牌商家已经有约 92% 的品牌入驻抖音，商品重合率要求达到 80% 以上，全年商城 GMV 目标约为 3300 亿元。快手则利用社区信任电商优势加强对快品牌扶持，为其提供全链路品牌营销支持，截至 2022Q2，月动销快品牌商家数量环比翻倍增长，同比增长超过 2 倍。在直播内容上，公司合作企业推出蓝领招聘平台快招工，截至 2022Q2，快手应用上快招工月活用户达到 2.5 亿，环比增长 90%。

图 29：2022 年抖音、快手直播电商平台预期 GMV（亿元）



资料来源：公司公告，晚点 LatePost，国元证券研究所

抖音 VS 快手差异化发展各具优势。抖音和快手虽然都是短视频主流平台，又都深耕直播电商领域，但二者在产品定位、算法机制、商家特征、带货主播特征等多方面存在较大区别。其中，核心差异来自底层驱动逻辑，抖音重视优质内容与兴趣标签的匹配，强调算法主打进行兴趣推荐，2022 年由兴趣电商升级为全域兴趣电商；快手则重视私域流量与信任关系的转化，流量分发原则更有利于中小品牌与白牌的发展。抖音和快手长期以来的发展形成各自的特点并各具优势，现阶段二者纷纷打造、完善各自的运营体系，将直播电商继续作为重要战略发展方向。

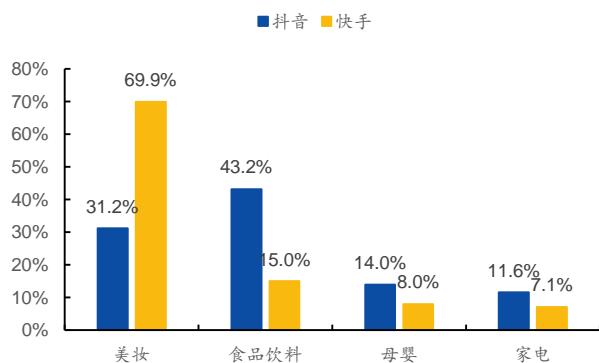
表 8：抖音和快手差异化运营

平台	抖音	快手
用户规模 (21年) 平均日活跃用户超 6亿		平均日活跃用户规模 3.1亿
平台性质	娱乐平台+社交电商	娱乐平台+社交电商
算法机制	多轮流量池筛选，向用户在首页推荐热度高、匹配度高的内容	社交化的算法分配机制，综合考虑视频热度、新鲜度，更侧重用户主动发现
商家特征	更靠近供应链源头，主播自有品牌/货源占比较高	第三方品牌商占比较大
电商载体	淘宝、天猫、京东、抖音小店	淘宝、天猫、有赞、京东、拼多多、快手小店、魔筷星选
直播商品特征	主打食品、美妆及服装品类；平均单件商品均价较低	高性价比的白牌商品较多，产业带直播比重较大；平均单件商品均价中等 ¹
带货主播特征	腰部 KOL 直播带货贡献率高	头部 KOL 直播带货贡献率高
服务商激励体系	更侧重市场拓展以及 GMV 增长，激励政策侧重覆盖更多的商家更注重商家 GMV 量级与服务升级，对于高体量服务商有更高返点	

资料来源：公司官网，艾瑞咨询，QuestMobile，国元证券研究所

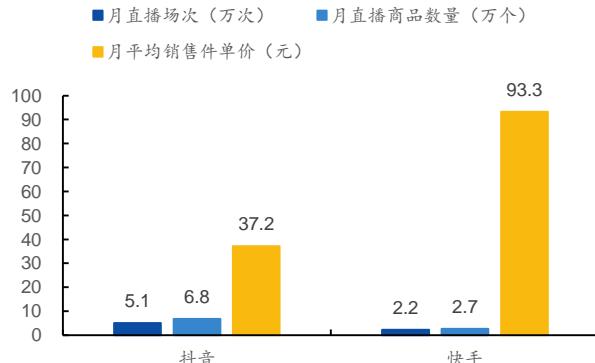
直播商品结构方面，抖音和快手以食品饮料、美妆类为主。根据 2022 年 2 月的数据，快手直播销售额最高的为美妆类产品，占比达 69.9%，其次为食品饮料，占比 15.0%；抖音销售额最高为食品饮料类，占比 43.2%，美妆类占比 31.2%。抖音的月直播场次和月直播商品数量高于快手，但抖音单件产品月均价为 37.2 元，低于快手的 93.3 元。

图 30：2022.02 典型消费行业直播销售额占比



资料来源：QuestMobile，国元证券研究所

图 31：2022.02 平台典型消费行业直播电商数据对比



资料来源：QuestMobile，国元证券研究所

抖音经营策略升级为全域兴趣电商，快手强化信任电商战略。2022 年，抖音对 FACT 经营方法论进行升级，将经营场域从内容场延伸至中心场和营销场，既打通了“货找人”和“人找货”的双向消费链路，又提升了内容触达能力，从而形成完整的“全域兴趣电商”经营体系，凝聚增长推力，支撑商家和生态伙伴健康长期发展。快手持续强化社区信任电商优势，激励服务商持续做到商业模式升级、服务组织升级、主播链接升级，支撑整体服务商的精细化运营能力提升，长效赋能服务商和保障生态健康，截至 2022 年三季度，复购率同比提升 1.1 个百分点，月活跃买家数超 1 亿。

图 32：抖音“全域兴趣电商”经营策略



资料来源：抖音白皮书，国元证券研究所

图 33：快手电商服务商体系 2.0

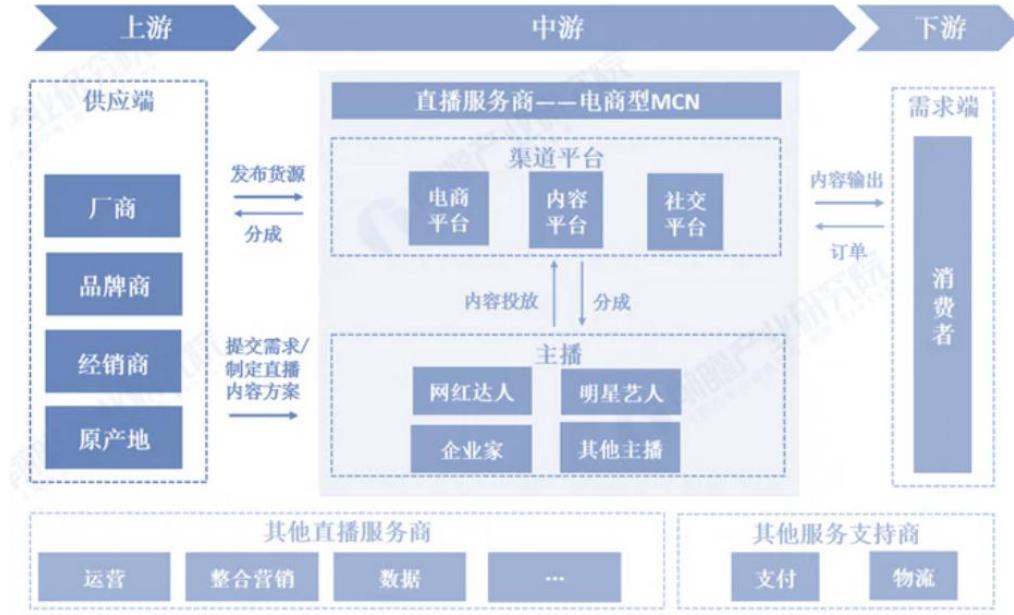


资料来源：快手电商引力大会，国元证券研究所

4.3 MCN 行业进入洗牌整合，头部机构优势明显

MCN 机构在直播电商产业链中处于承上启下重要地位。从电商直播产业链来看，直播电商产业链上游主要为商品供应链，产业链中游为直播生产以及传播环节，主要包括主播、MCN 机构以及直播平台，产业链下游为消费者，直接为直播电商付费、实现直播变现。

图 34：直播电商产业链

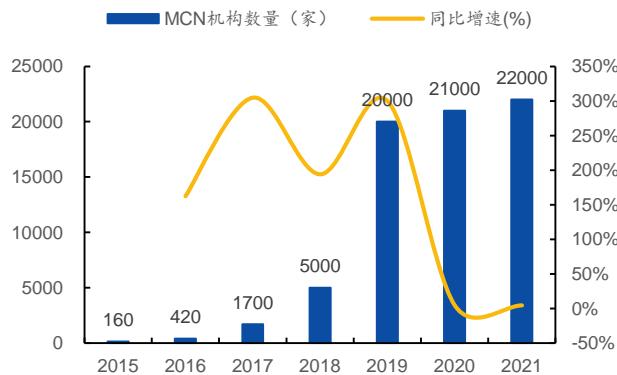


资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

MCN 机构竞争格局分散，行业增速放缓逐渐进入整合期，头部效应明显。目前我国 **MCN** 机构数量众多，截至 2021 年，**MCN** 机构数量达 2.2 万家，行业集中度低，竞争激烈。**MCN** 机构自 2016 年以来快速成长，2018-2019 年，数量激增，由 0.5 万家增长至 2 万家；2019-2021 年，数量趋于饱和，增速开始放缓，根据克劳锐调研，部分机构正在加速退出 **MCN** 赛道，行业进入整合期。2021 年，将近七成的机构收

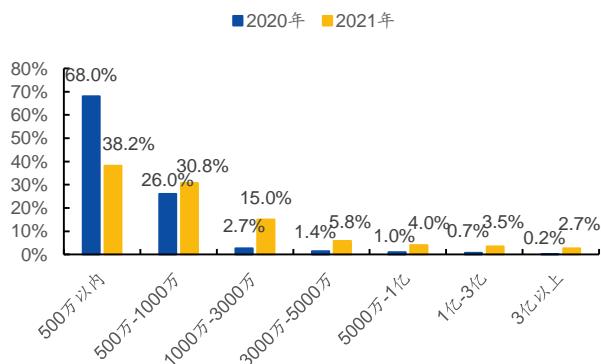
入规模尚未突破千万级，市场占有率为 6.2%，头部机构规模优势明显。

图 35：2015-2021 年中国 MCN 机构数量及增速



资料来源：克劳锐，国元证券研究所

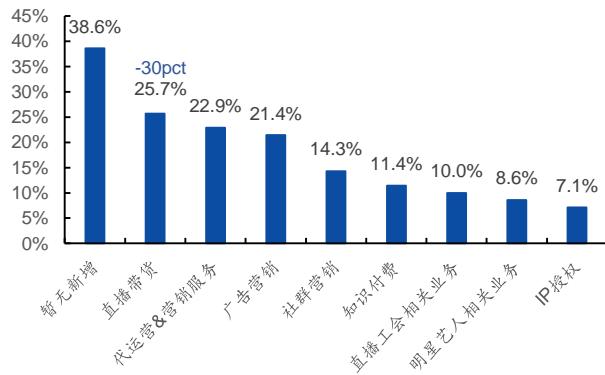
图 36：2020VS2021 年中国 MCN 机构营收规模分布



资料来源：克劳锐，国元证券研究所

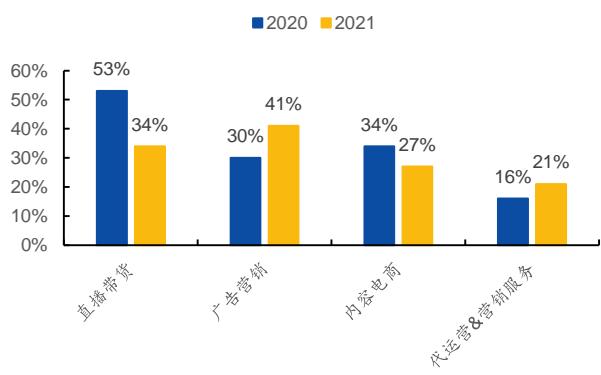
2021 年，38.6% 的机构保守布局，选择稳固现有业务；25.7% 的机构选择新增直播电商业务，与 2020 年相比下降 30pct，赛道热度减退；激烈的竞争使得直播带货对于机构团队的能力要求较高，通过直播电商业务实现盈利的机构数量占比由 2020 年的 53% 降低至 2021 年的 34%，头部电商 MCN 构筑起较强的竞争壁垒。

图 37：2021 年中国 MCN 机构新增业务分布



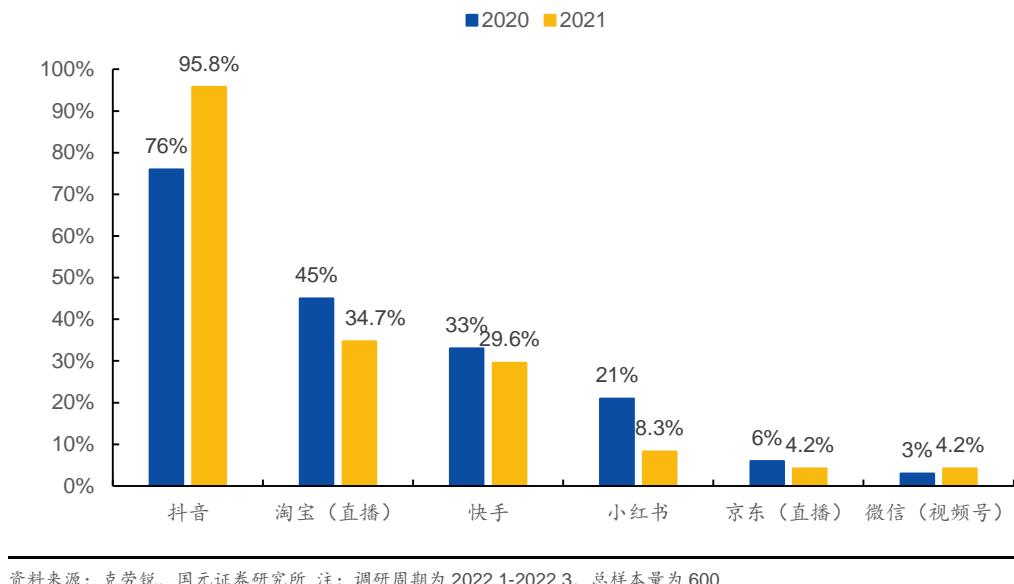
资料来源：克劳锐，国元证券研究所

图 38：2020-2021 年典型业务实现盈利的 MCN 数量占比



资料来源：克劳锐，国元证券研究所

抖音、淘宝直播和快手为 MCN 机构直播带货布局主阵地，头部机构饱和稳定，GMV 体量大。2021 年，MCN 机构选择以抖音、淘宝直播、快手为直播带货平台的占比分别为 95.8%/34.7%/29.6%。其中抖音占比较上年提升 19.8pct，是对 MCN 机构吸引力最强的平台，淘宝直播和快手的占比较上年分别下降 10.3pct/3.4pct。从各平台机构来看，抖音平台拥有无忧传媒、交个朋友、遥望网络等头部 MCN 机构。快手平台上，以辛选集团实力最强，2021 年实现 GMV 体量在 300-500 亿元之间，遥望网络瑜大公子位列第二位。淘宝直播以美 ONE、君盟为主，拥有李佳琦等超头主播，贡献高额收入。

图 39：2021 年中国 MCN 机构直播带货平台选择


资料来源：克劳锐，国元证券研究所 注：调研周期为 2022.1-2022.3，总样本量为 600

表 9：各平台主要 MCN 机构表现情况

平台	MCN 机构	成立时间	2021 年 GMV (亿元)	主要 KOL
抖音	无忧传媒	2016 年	10-30	多余和毛毛姐、温精灵
	交个朋友	2020 年	50	罗永浩
快手	遥望网络	2010 年	102.55	贾乃亮、黄圣依
	辛选集团	2017 年	300-500	辛巴、蛋蛋小朋友
淘宝直播	遥望网络	2010 年	102.55	瑜大公子
	谦寻	2017 年	500	林依轮
	美 ONE	2014 年	300-500	李佳琦
	君盟	2020 年	100-300	烈儿宝贝

资料来源：新播场，公司公告，国元证券研究所

政策面上，监管对于直播电商日渐趋严，中小机构长尾出清。直播电商行业快速发展的同时，主播素质参差不齐带来交易风险，虚假宣传、售后难维权等问题频发。对此，国家相关部门陆续出台相应的法律规范，明确直播营销平台、MCN 机构和主播等多方人员履行网络交易过程中的责任和义务，加强日常监管，强化违规处置，有利于直播电商规范运营、有序发展。行业政策趋严，行业门槛随之提升，对现有 MCN 机构的综合能力和合规性同样提出更高要求，将加速中小 MCN 机构洗牌。

表 10：2021 年以来直播电商和 MCN 机构相关规范

时间	发布机构	相关文件/专项行动	主要内容
2021.3.15	市场监督管理总局	《网络交易监督管理办法》	对当前“社交电商”“直播带货”等网络交易活动中的经营者定位作出了明确规定。网络社交、网络直播等网络服务提供者为经营者同时提供网络经营场所、商品浏览、订单生成、在线支付等网络交易平台服务的，应当依法履行网络交易平台经营者的义务
2021.4.23	国家互联网信息办公室等七部门联合	《网络直播营销管理办法（试行）》	对直播营销平台、直播间运营者和直播营销人员的行为规范和责任规范作了明确规定
2021.10.26	商务部、网信办、发展改革委	《“十四五”电子商务发展规划》	推动直播电商、短视频电商等电商新模式向农村普及。健全电子商务行业标准，重点开展直播电商、社交电商、农村电商等新业态标准研制
2022.3.17	网信办	“清朗·MCN 机构信息内容乱象整治”专项行动	集中整治 MCN 机构及其旗下账号违法违规行为；督促重点网站平台建立 MCN 机构分级管理制度，通过平台 MCN 机构入驻协议，明确 MCN 机构信息内容业务活动标准和责任，加强日常监管，定期开展培训，加强信息披露，建立专门举报受理渠道，强化违规处置
2022.3.30	网信办、国家税务总局、国家市场监督管理总局	《关于进一步规范网络直播平台要认真落实管理主体责任，加强网络直播账号注册管理和账号分级分类管理的意见》	坚决整治直播间营造虚假人气、虚假带货量，短视频账号营造虚假流量等行为；从严整治账号管理问题，包括将严管“网红账号”、MCN 机构账号，强化账号全流程管理
2022.4.15	网信办、国家税务总局、国家市场监督管理总局	“清朗·整治网络直播、短视频领域乱象”专项行动	规范网络主播从业行为，网络主播不得营销假冒伪劣、侵犯知识产权或不符合保障人身、财产安全要求的商品，虚构或者篡改交易、关注度、浏览量、点赞量等数据流量造假；不得夸张宣传误导消费者，通过虚假承诺诱骗消费者，使用绝对化用语，未经许可直播销售专营、专卖物品
2022.6.22	国家广播电视台总局、文化和旅游部	《网络主播行为规范》	

资料来源：市场监督管理总局，网信办，商务部，国家广电总局，文旅部，国元证券研究所

直播电商行业 2022 年预计规模达 3.5 万亿，同比增长约 47.7%，行业保持快速增长。平台端来看，短视频平台拓宽多业态寻求增量。抖音开设“商城”入口，参照传统货架电商对于用户主动搜索的满足提升品类供给，打造第二增长曲线，全年商城 GMV 目标约为 3300 亿元。快手则利用社区信任电商优势加强对快品牌扶持，并推出快招工等新直播内容，推动交易量及月活增长。机构端来看，MCN 机构竞争格局分散，行业进入整合期，头部机构凭借供应链、主播孵化标准化体系以及高效中台优势明显，有望持续扩大市场份额。

5. 投资建议

我们认为当前压制行业基本面和政策因素逐步改善，前期传媒互联网板块已经历较大调整，较为充分反映了市场对业绩压力和政策面预期。随着疫情防控新局势以及监管政策趋于常态化，看好 2023 年板块业绩与估值修复。

细分行业看：(1) **VR/AR 及元宇宙产业链**：硬件端技术迭代升级趋势持续。内容端上内容类型及落地场景不断延伸，国内以 Pico 为代表的厂商依托抖音生态，引入头部游戏外填补其他生态方向，包括健身、社交等内容，并加快海外市场布局，内容数量和广度持续扩容。我们看好 2023 年 VR/AR 行业硬件端技术升级叠加内容端应用场景扩容带来的产品新周期，用户体验优化有望持续带动硬件需求放量，积极关注头部硬件厂商以及泛娱乐生态布局完善的平台厂商以及提供优质内容的 CP 方。(2) **游戏**：在此前版号收紧环境下，国内头部厂商通过存量产品长线运营迭代巩固基本盘，表现稳健，但版号存在申请周期，供给端收缩导致行业规模出现阶段性下滑。而今年 4 月开始版号重新下发，常态化监管基本确立。官媒肯定游戏产业价值，指出防沉迷阶段性成果，政策端释放积极信号。游戏板块当前处于低估值位，展望 2023 年在政策、供给双重释压下，国内产品发行节奏有望逐步恢复，海外市场凭借细分玩法融合创新稳步拓展，VR 技术发展也有望提供增长新动能，看好行业修复，重点关注具备强研发实力、长线产品运营稳定的头部游戏厂商。(3) **直播电商**：直播电商行业 2022 年预计规模达 3.5 万亿，同比增长约 47.7%，行业保持快速增长。平台端来看，短视频平台拓宽多业态寻求增量。抖音开设“商城”入口，参照传统货架电商对于用户主动搜索的满足提升品类供给，打造第二增长曲线。快手则利用社区信任电商优势加强对于快品牌扶持，并推出快招工等新直播内容，推动交易量及月活增长。机构端来看，MCN 机构竞争格局分散，行业进入整合期，头部机构凭借供应链、主播孵化标准化体系以及高效中台优势明显，有望持续扩大市场份额，建议积极关注。

表 11：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
603444	吉比特	买入	336.46	24180.2	20.43	19.52	23.71	16.47	17.24	14.19
002624	完美世界	买入	12.86	24947.99	0.19	0.88	1.05	67.68	14.61	12.25
002517	恺英网络	买入	6.57	14142.04	0.27	0.49	0.64	24.33	13.41	10.20
300031	宝通科技	买入	13.87	5714.01	0.98	0.68	1.17	14.15	20.40	11.85
300413	芒果超媒	买入	27.54	51519.65	1.13	1.16	1.35	24.37	23.74	20.40
002291	遥望科技	买入	14.32	13048.82	-0.77	0.68	1.07	-18.60	21.06	13.38
300860	锋尚文化	增持	50.29	6906.39	0.67	0.49	2.92	75.06	102.63	17.22
000681	视觉中国	增持	12.53	8778.24	0.22	0.21	0.29	56.95	59.67	43.21
300770	新媒股份	增持	34.48	7966.88	2.94	3.01	3.44	11.73	11.46	10.02
1024.HK	快手	增持	66.90	258,580.48	-18.18	-3.05	-0.36	-3.29	-21.93	-185.83
2400.HK	心动公司	买入	19.56	8,437.96	-1.8	-1.03	0.07	-9.73	-18.99	279.43

资料来源：Wind，国元证券研究所 注：港股收盘价单位为港元，统计时间为 2022.12.21

6. 风险提示

政策监管风险、疫情反复风险、宏观环境变化风险。



投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内，行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188