西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

传媒行业2023年投资策略

把握复苏与新科技主线，关注业绩估值双修复

西南证券研究发展中心
传媒研究团队
2022年12月

核心观点

2023年看好元宇宙主线：

- **为加快虚拟现实产业发展，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）》。**中国工业和信息化部、教育部、文化和旅游部、国家广播电视总局、国家体育总局五部门联合印发了《行动计划》，其中指出：到2026年，我国虚拟现实产业总体规模（含相关硬件、软件、应用等)超过3500亿元，虚拟现实终端销量超过2500万台，培育100家具有较强创新能力和行业影响力的骨干企业，打造10个具有区域影响力、引领虚拟现实生态发展的集聚区、建成10个产业公共服务平台。此外，《行动指南》提出**“五大重点任务+三大专项工程”**。五大重点任务：1）推进关键技术融合创新，2）提升全产业链条供给能力，3）加速多行业多场景应用落地，4）构建融合应用标准体系；三大专项工程：1）关键技术融合创新工程，2）全产业链条供给提升工程，3）多场景应用融合推广工程。

- **AR/VR市场规模增长迅速。**1）据IDC数据显示，2022年全球VR及AR支出预计将达到138亿美元。预计2022年-2026年间，虚拟现实将占所有AR/VR支出的70%以上，五年复合年增长率将达到32.3%。2）未来，全球VR头显设备出货量或将迅速增长。2021年VR头显设备出货量达到1095万台，预计2022年全球VR头显设备出货1573万台，同比增长43.6%。

- 硬件的升级迭代以及销量的提升有望带动软件内容生态端进步，优质的内容亦将反哺硬件设备销量上行，二者或将形成螺旋式上升；2023年，在新的大厂硬件设备陆续推出的大背景下，后续表现值得期待。

- **相关公司：**布局相关领域的公司，如芒果超媒、三人行、蓝色光标、视觉中国、中手游、元隆雅图、博瑞传播、中文在线、浙文互联、天下秀等。

- **风险提示：**行业政策监管的风险，产业进展不及预期的风险，交易政策监管的风险。

核心观点

2023年看好游戏与工业互联网板块：

- **游戏市场持续扩容，行业政策见底，版号发放回归常态。**自版号重启发放以来，2022年4/6/7/8/9月分别由45/60/67/69/73款游戏获批，版号发放数量持续上涨；2022年11月，国家新闻出版署下发版号70款。其中，电魂网络《勇士与梦想大陆》、腾讯《合金弹头：觉醒》、完美世界《迷失蔚蓝》、网易《大话西游：归来》等游戏均已获批，且IP较为知名，具备商业化潜力。游戏行业版号重发有望再次提振整体板块估值，目前游戏版号已进入常态化，政策面筑底，行业整体趋势向好，整体估值中枢有望上行；有“充足产品储备+清晰的产品/版本上线时间线+基本面较为扎实+估值安全边际较好”的相关公司有望率先受益。

- **相关公司：**三七互娱、吉比特、宝通科技、恺英网络、完美世界等。

- **风险提示：**游戏行业政策监管的风险，新游上线不及预期的风险。

- **工业互联网前景广阔。**1）2022年1月，国务院印发《“十四五”数字经济发展规划》，到2025年，数字经济核心产业增加值占GDP比重将达到10%。《规划》提到8大任务，包含优化升级数字基础设施、大力推进产业数字化转型、加快推动数字产业化等方面；2）2022年4月，工信部印发《工业互联网专项工作组2022 年工作计划》，鼓励大型企业打造复合中小企业特点的数字化平台，开展数字化服务，推进中小企业数字化改造；3）工业电商渗透率上行空间较大。2021年，我国工业品市场规模12万亿元，工业品B2B电商市场规模约4700亿元，线上渗透率仅为4.5%。我们认为，工业互联网发展为明显趋势，数字化赋能实体经济为未来发展主线，企业数字化服务体系的建立健全，后续增长空间较大，前景值得期待。

- **相关公司：**国内领先的B2B电商平台，具备多品类竞争优势的公司国联股份。

- **风险提示：**工业互联网拓展不及预期的风险，交易政策监管的风险。

核心观点

2023年看好疫后复苏主线：电影院线和广告板块

- **电影院线：1）总票房及观影人次较2020年有所回升。**截至12月25日，2022年全国实现总票房294.6亿元，已恢复到疫情前（2019年）的45.9%，较2020年增长45.1%；观影总人次达7.0亿人，已恢复到疫情前（2019年）的40.6%，较2020年上涨27.7%。**2）平均票价持续上升。**2022年，电影平均票价为42.1元，同比增长4.5%。**3）院线票房集中度较高，万达市占率提升。**2018年至2022年，Top10院线票房占比稳定在66%-68%之间；2022年，万达电影市占率达17.4%。**4）低线城市票房占比提升。**2022年，三线城市票房占比18.0%，四线城市票房占比29.0%。

- **广告：1）互联网新媒体渐成主流。**据Quest Mobile数据显示，预计2022年互联网广告市场规模同比增速为8.9%。**2）未来线下户外广告或将充分运用数字技术，**以电梯广告、交通广告及虚拟现实、裸眼3D广告三种场景较为典型。**3）梯媒广告为户外市场主力军。**电梯广告因为其封闭性、数字视频化、高频的特点，形成了较高转化率。

  - **电梯媒体：1）楼宇广告价值依旧较高，需求较为刚性，有望回暖。**2022H1，在中国广告市场规模同比减少11.8%，但电梯媒体仍同比上涨4%；2）复工复产以及经济复苏的大环境下，梯媒市场或将迎来明显修复。

  - **高铁媒体：防疫“新十条”下，出行限制减少，高铁人流量和广告需求或将逐步复苏。**2021年全年火车/高铁站媒体户外广告投放刊例花费139.8亿元，刊例花费同比增长46%；后续伴随春节等重要节日客流量提升，整体有望迎来行业上行修复期。

- **相关公司：**博纳影业、中国电影、万达电影、分众传媒、兆讯传媒。

- **风险提示：**疫情反复的风险，行业发展不及预期风险。

目 录

1 传媒行业2022年市场表现回顾

2 2023年行业投资策略

元宇宙：政策鼓励+AR/VR出货量增长+Web3.0发展

游戏：政策筑底+版号重发+海外发行

工业电商：政策筑底+潜在市场巨大+数字化转型期

疫后复苏：电影院线+梯媒+高铁媒体

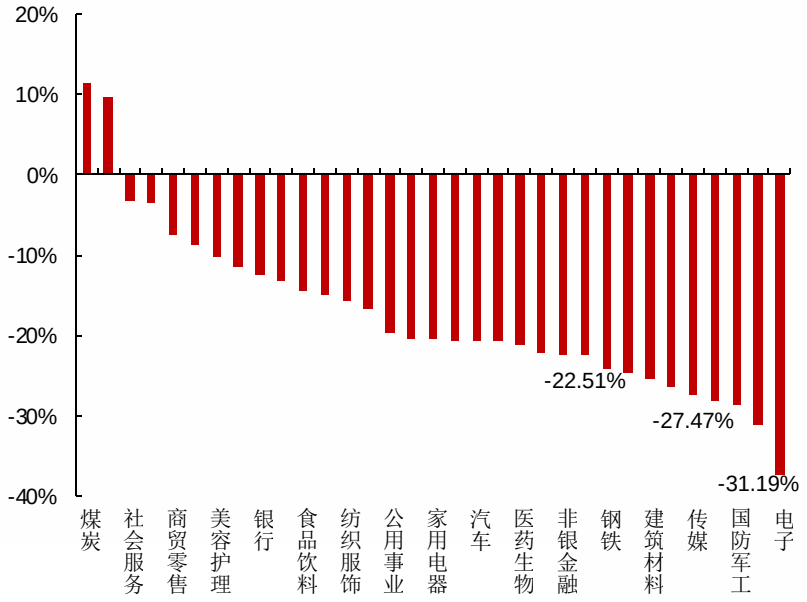
3 2023年推荐投资标的

传媒行业2022年市场表现回顾

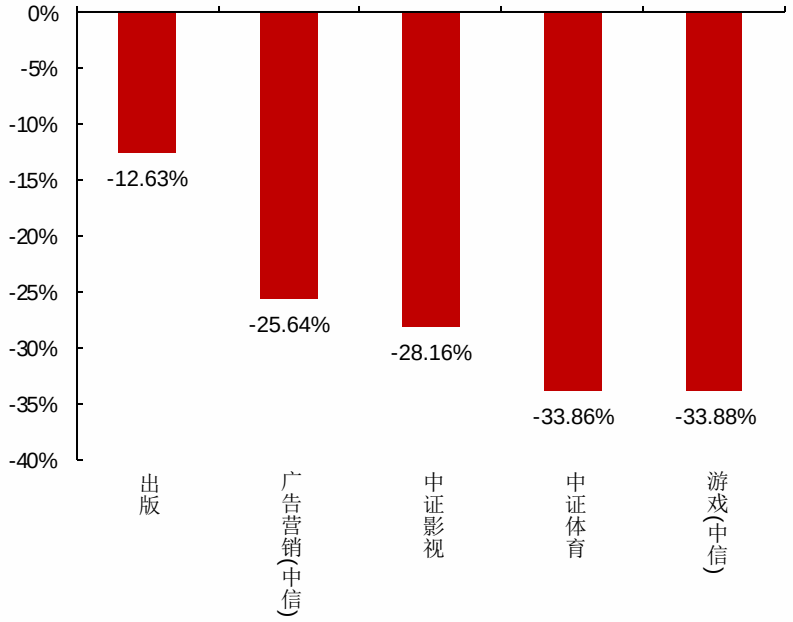
2022年传媒行业复盘：从涨跌幅排名来看

截至2022年12月25日，传媒行业指数下跌27%，跑输沪深300指数5.0pp，跑赢创业板指数3.7pp。年初以来，传媒行业跌幅最小的子行业是出版行业，下跌约12.6%；游戏（中信）指数跌幅最大，下跌约33.9%。

年初以来全行业行情



年初以来传媒行业子行业行情



数据来源：Wind，西南证券整理

传媒行业2022年市场表现回顾

2022年传媒行业复盘：从估值来看

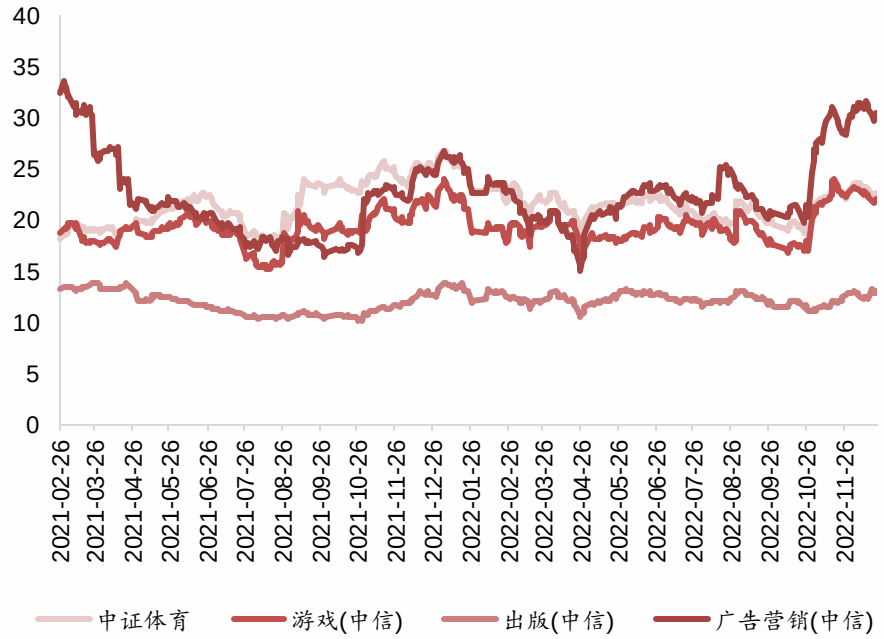
横向看，传媒板块各子行业市盈率都处于历史较低水平；其中，出版行业市盈率（13倍）最低，广告行业市盈率（31倍）最高。

纵向看，当前传媒行业PE（TTM）为31倍，**处于历史估值中枢以下。**

过去五年传媒行业估值水平PE（TTM）



传媒行业部分子行业市盈率（TTM）



数据来源：Wind，西南证券整理

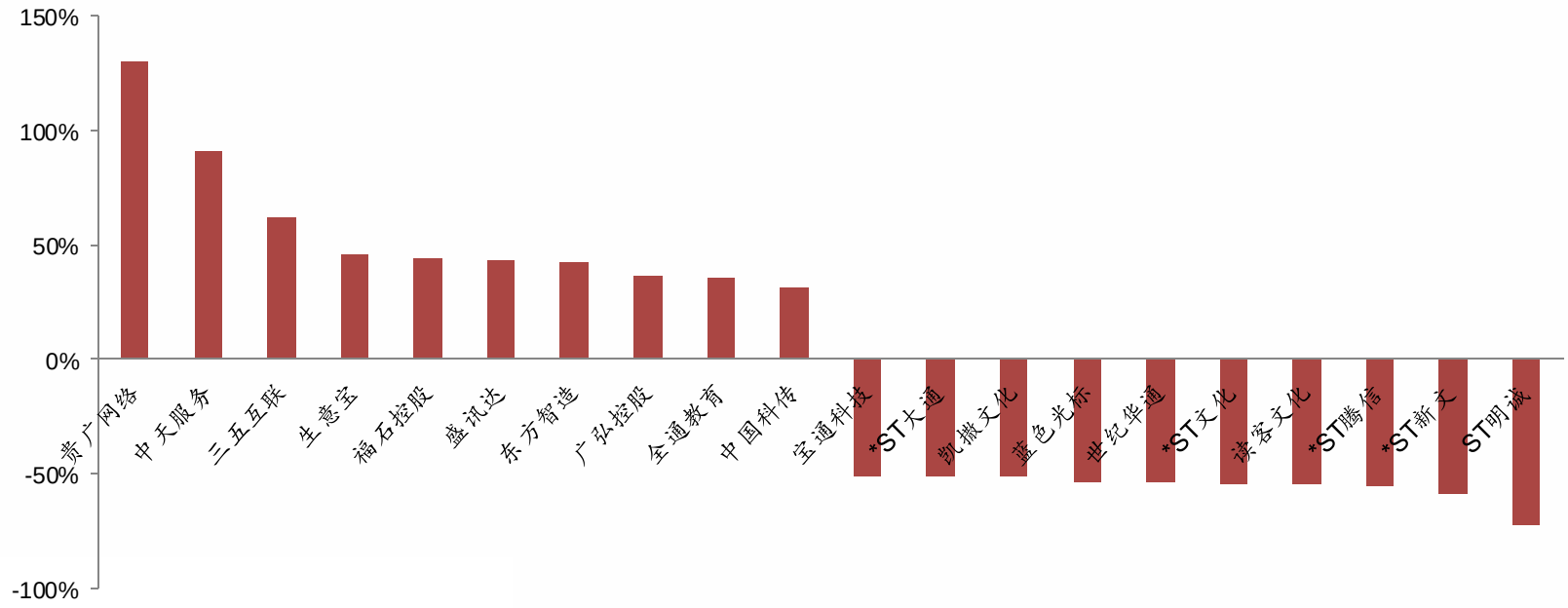
传媒行业2022市场表现回顾

2022年传媒行业复盘：从个股涨跌幅来看

截至2022年12月25日，传媒行业分化明显，有53只股票涨跌幅为正，55只股票跌幅小于整体传媒行业跌幅，有63只股票跌幅大于整体行业跌幅。

贵广网络、中天服务、三五互联、生意宝、福石控股涨幅较大，为行业涨幅前五名。

年初以来传媒行业个股涨跌幅排名



数据来源：同花顺iFinD，西南证券整理

目 录

1 传媒行业2022年市场表现回顾

2 2023年行业投资策略

元宇宙：政策鼓励+AR/VR出货量增长+Web3.0发展

游戏：政策筑底+版号重发+海外发行

工业电商：政策筑底+潜在市场巨大+数字化转型期

疫后复苏：电影院线+梯媒+高铁媒体

3 2023年推荐投资标的

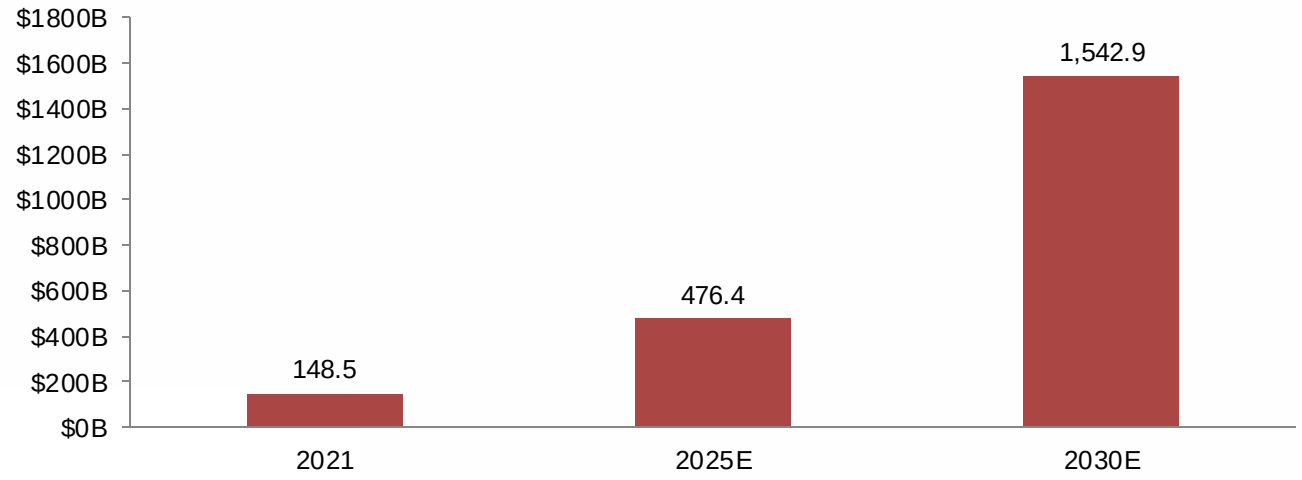
元宇宙：市场规模潜在增长空间广阔

元宇宙是平行且独立于现实世界的在线虚拟空间，是VR/AR概念上的延伸，通过结合现有的网络基础设施、云计算技术，以达到基本无延时的状态，再通过终端传感器充分触达人体大部分感觉器官，使用户沉浸感达到极致，难以分辨虚拟现实。

元宇宙概念火热，推动相关产品、技术蓬勃发展，进而带动市场规模持续增长。元宇宙的流行将带动5G/6G、AR、VR等技术以及相关衍生产品的发展。彭博研究报告预计，元宇宙市场规模将在2024年达到8000亿美元。麦肯锡预测，到2030年，全球元宇宙的市场规模可能高达5万亿美元。

元宇宙作为虚拟与现实结合的新兴产业，市场前景广阔。目前来看，元宇宙仍处于概念到实质的初期，伴随着技术与产品螺旋式迭代，各环节发展将带来市场规模扩大，未来增长潜力值得期待。

元宇宙市场规模预测



数据来源：PWC，西南证券整理

元宇宙：虚拟现实产业政策

产业政策释放利好，前景可期：自2017年起，国家陆续出台各类发展规划与指导意见等，统一将虚拟现实、人工智能等核心技术纳入鼓励类范围，同时提出加快推进虚拟现实产业发展，提升虚拟现实应用能力，虚拟人作为虚拟现实产业重要的应用之一有望享受政策利好带来的红利释放期，伴随技术提升与成本下行，虚拟人应用场景或将由to B端更多的向to C端拓展。

时间	文件	内容
2017年	《信息通信行业发展规划（2016-2020年）》	1）推动从研发到应用的产业链深层次互动和协作，拓展信息服务范围，提升信息服务层次和水平； 2）加强通信网络、数据中心等基础设施规划与布局，提升互联网在信息汇聚、信息分析和处理等方面的支撑能力； 3）**发挥互联网企业创新主体地位和主导作用，以技术创新为突破，带动移动互联网、5G、云计算、大数据、物联网、虚拟现实、人工智能等领域核心技术的研发和产业化等。**
2018年	《关于加快推进虚拟现实产业发展的指导意见》	1）到2020年，我国虚拟现实产业链条基本健全，在经济社会重要行业领域的应用得到深化，建设若干个产业技术创新中心，核心关键技术创新取得显著突破； 2）到2025年，**我国虚拟现实产业整体实力进入全球前列，掌握虚拟现实关键核心专利和标准，形成若干具有较强国际竞争力的虚拟现实骨干企业**，创新能力显著增强； 3）应用服务供给水平大幅提升，产业综合发展实力实现跃升，**虚拟现实应用能力显著提升**推动经济社会各领域发展质量和效益显著提高。
2019年	《产业结构调整指导目录（2019年本）》	将VR、AR纳入2019年“鼓励类产业”。
2020年	《国家新一代人工智能标准体系建设指南》	在人工智能标准结构体系中，关键领域技术标准主要围绕自然语言处理、智能语音、计算机视觉、生物特征识别、VR / AR、人机交互等方面，为人工智能应用提供领域技术支撑。

数据来源：各政府部门官网，西南证券整理

元宇宙：虚拟现实产业政策

时间	文件	内容
2021年	《广播电视和网络视听“十四五”科技发展规划》	加快推进制播体系技术升级：1）强化**人工智能**、大数据、区块链在内容选题、素材集成、编辑制作、内容审核、媒资管理、字幕制作等环节的应用，促进制播流程智能化。2）**推动虚拟主播、动画手语广泛应用于新闻播报、天气预报、综艺科教等节目生产**，创新节目形态，提高制播效率和智能化水平
2022年	《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022-2026年）》	1）**推进关键技术融合创新。**提升“虚拟现实+”内生能力与赋能能力，加快近眼显示、渲染处理安全可信等关键细分领域技术突破，强化与5G、人工智能等新一代信息技术的深度融合。 2）**提升全产业链条供给能力。**面向大众消费与行业领域的需求定位，全面提升虚拟现实关键器件、终端外设、专用信息基础设施的产业化供给能力。提升终端产品的舒适度、易用性与安全性。 3）**加速多行业多场景应用落地。**面向规模化与特色化的融合应用发展目标，在工业生产、文化旅游等领域，深化虚拟现实与行业有机融合。 4）**加强产业公共服务平台建设。**面向行业共性需求，依托行业优势资源，重点建设共性应用技术支撑平台、沉浸式内容集成开发平台、融合应用孵化培育平台，持续优化虚拟现实产业发展支撑环境。 5）**构建融合应用标准体系。**加强标准顶层设计，构建覆盖全产业链的虚拟现实综合标准体系。加快健康舒适度、内容制作流程等重点标准的制定推广，推动虚拟现实应用标准研究。
2022年	《促进元宇宙赋能实体经济高质量发展专班》	**号召行业企业聚焦服务实体产业，做大做强元宇宙产业链。** 中国民营科技实业家协会元宇宙工作委员会联合百城市长交流合作中心等相关单位，利用已组建的“全球元宇宙院士智库、产业专家智库”、初步建成的“元宇宙+赋能六大计划”为基础，融合与发挥各商协会应用场景的链接优势，从全国各地筛选30个城市、30家具有代表性的元宇宙相关产业、重点企业，开展为期2年的《促进元宇宙赋能实体经济高质量发展专班》行动。

数据来源：各政府部门官网，西南证券整理

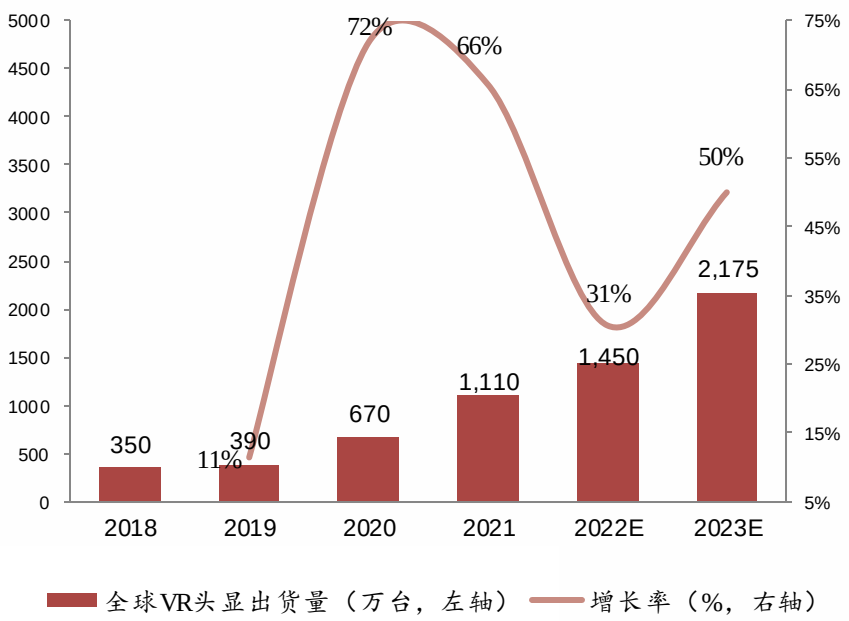
元宇宙：全球AR/VR出货量有望持续增长

VR头显方面：全球VR头显设备出货量将迅速增长。据IDC统计，2021年VR头显出货量达到1110万台。据VR陀螺《2022上半年VR/AR产业发展报告》预计，2023年VR头显出货量将增至2175万台。

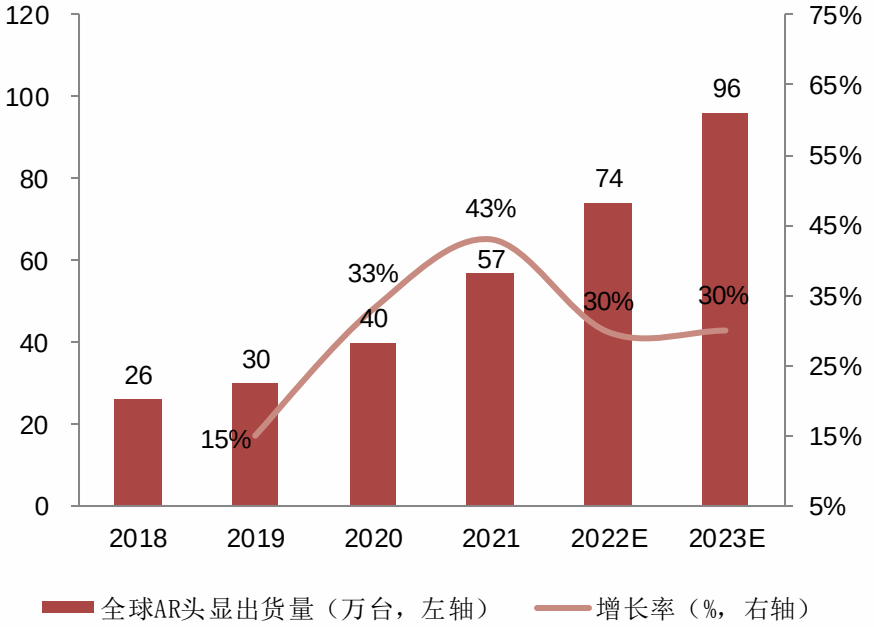
AR设备方面：2023年扩屏AR以及轻量级AR眼镜一体机销量有望迎来显著增长。VR陀螺预计2022年全球AR头显出货量为74万台，同比增长30%。

全球VR/AR终端市场格局：Counterpoint Research报告显示，截至2022Q2，Meta AR/VR设备全球市场份额达66%，优势依旧明显；PICO和DPVR紧随其后，分别为11%和9%。

全球VR头显出货量及预测（万台）



全球AR头显出货量及预测（万台）



数据来源：VR陀螺，西南证券整理

元宇宙：市场上知名VR设备参数概览

目前来看，市场上Oculus、爱奇艺等主流的VR一体机设备配置基本相同（高通XR2芯片+双眼4K分辨率+90HZ刷新率）；PC头显方面，目前配置为双眼8K分辨率+120HZ刷新率；重量方面，目前基本为500g以下，设备正逐步向产品形态进化、轻量化、内容体验提升、消费门槛降低等方向发展。

项目	Oculus Quest 2	PICO 4	HTC VIVE Pro 2（PC）	奇遇Dream Pro
处理器	高通Snapdragon XR2	高通Snapdragon XR2	Intel i5-4590 及 AMD Ryzen 1500	高通Snapdragon XR2
内存	6GB	8GB	8GB	8GB
存储空间	64GB/256GB	128GB/256GB	-	128GB/256GB
显示屏分辨率	单眼1832 x 1920	双眼4320 x 2160	单眼2448 x 2448	双眼3664 x 1920
刷新率	90HZ	90HZ	90/120 Hz	90HZ
重量	503克	295克	-	348克

数据来源：各公司官网，西南证券整理

元宇宙：第三代互联网（Web3.0）

Web3.0是由区块链技术为基座的第三代互联网，以通证经济为主要经济形态。与Web1.0、Web2.0相比，其特点为去中心化的、开放的、并具有更高实用性的。

Web1.0以门户网站为中心，用户单向读取网络信息，无法进行创作与交互。

Web2.0以平台为中心，虽然用户创作得以实现，且用户与用户、用户与平台的交互也成为现实，但用户创作的内容由平台所有、平台控制、平台分配，用户无法充分确认对数字资产的所有权。此外，互联网上资产价值的流通缺乏及时性与可靠性，大多数时候需引入第三方机构。

Web1.0、Web2.0、Web3.0概况

从单向阅读到交互　　从可创作到可拥有
从信息互联到价值互联

	1990s-2000s Web1.0	2000s-2020 Web2.0	2021-未来 Web3.0
经济形态	信息经济	平台经济	通证经济
中心	门户网站	平台	每一个用户
身份模式	无数字身份	以平台为基础的数字身份	以用户个体数字钱包为基础的数字身份
资产权利	平台创造、所有、控制、分配	用户创造，平台所有、控制、分配	用户创造、所有、控制、分配
流通内容	信息	信息	信息与资产价值

数据来源：百度，西南证券整理

元宇宙：AIGC新范式

AIGC(AI Generated Content) 即基于人工智能技术自动生成内容的新型生产范式，是继PGC、UGC之后的新型内容创作方式。**2022年AIGC呈指数级高速发展，**这其中深度学习模型不断完善、开源模式的推动、大模型探索商业化的可能，成为AIGC发展的“加速度”。市场空间上看，根据《Generative AI：A Creative New World》的分析，**AIGC有望带来数万亿美元的经济价值。**目前，除AI绘图外，AIGC技术可生成的内容形式还包括文字、图像、视频、语音等多种形式。

AIGC的发展大致可以分为三个阶段：**萌芽阶段、沉淀积累阶段及快速发展阶段。**

2022年，深度学习模型Diffusion扩散化模型实现了AIGC技术的重大突破：首先通过学习不断添加高斯噪声来破坏训练数据，而后反转这个噪声过程来恢复数据，使得模型可以从随机输入中合成新的数据；其次将模型的计算空间降维到一个可能的低维空间里，大幅降低计算量和计算时间，提升模型的训练效率。

发展阶段	特点	事件
早期萌芽阶段（1950s-1990s）	受限于当时的科技水平，AIGC仅限于小范围实验	1957年，Lejarren Hiller和Leonard Isaacson完成历史第一支由计算机创作的弦乐四重奏《伊利亚克组曲》。 1966年，Joseph Weizenbaum和Kenneth Colby开发了世界第一款可人机对话的机器人Eliza。 80年代中期，IBM创造了语音控制打字机Tangora。
沉淀积累阶段（1990s-2010s）	AIGC从实验性向实用性逐渐转变	2006年，深度学习算法、图形处理器、张量处理器等都取得了重大突破。 2007年,世界第一部完全由人工智能创作的小说《1 The Road》问世。 2012年，微软公开展示了一个全自动同声传译系统。
快速发展阶段（2010s-至今）	随着深度学习算法的提出与迭代，AIGC突破性发展	2014年，对抗生产网络GAN出现。 2017年，微软人工智能少女“小冰”推出世界首部完全由人工智能创作的诗集《阳光失去了玻璃窗》。 2018年,英伟达发布可以自动生成图片的StyleGAN模型 2019年，DeepMind发布了DVD-GAN模型用以生成连续视频。2021年，CLIP模型出现;OpenAI推出DALL-E，主要应用于文本与图像交互生成内容。 2022年，深度学习模型Diffusion扩散化模型的出现。

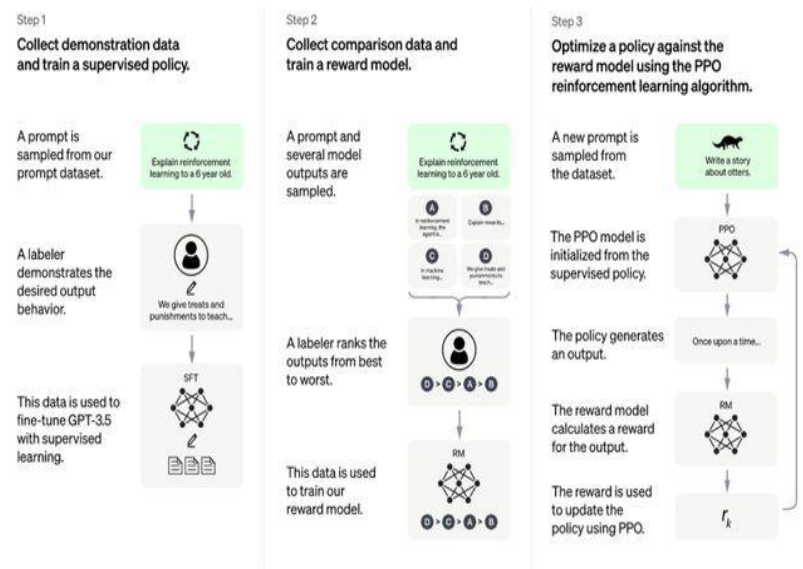
数据来源：AIGC白皮书，西南证券整理

元宇宙：AIGC新范式

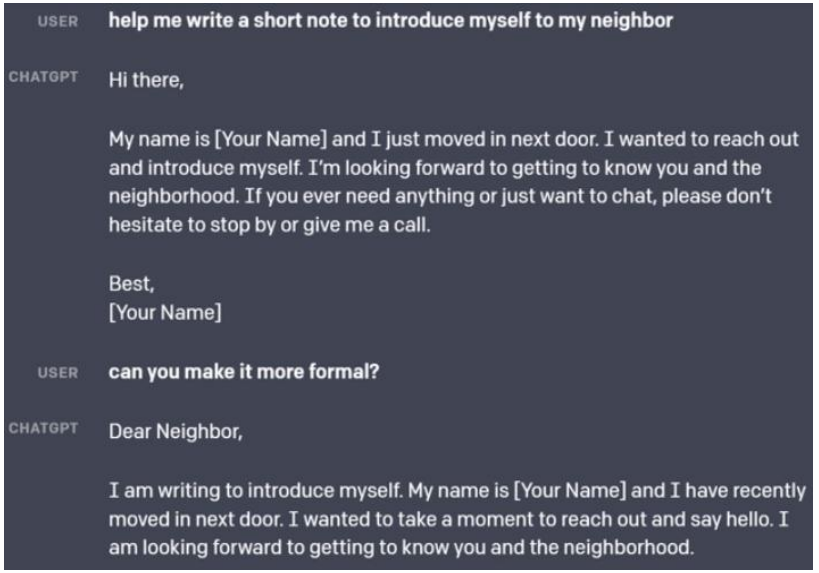
美国人工智能研究公司OpenAI聚焦于NLP领域，致力于解决面部识别和语言翻译等问题。2022年11月30日，OpenAI发布**免费机器人对话模型ChatGPT**(GPT-3.5系列)，模型中首次**采用RLHF(从人类反馈中强化学习)方式**，截至12月5日已突破100万用户。

ChatGPT为聊天GPT，**可通过对话的方式进行交互，回答用户所提出的问题**。ChatGPT可实现百科、写诗、小说等功能，具备从人类的反馈中强化学习并重新思考的能力。ChatGPT用近端策略优化算法（PPO）微调模型，并对整个过程进行迭代：人类 AI 训练员提供对话，在对话中扮演用户和 AI 助手，AI 训练员可以访问模型编写的对话回复，以帮助 AI 调整回复内容。

RLHF训练过程



ChatGPT与用户对话界面



数据来源：OpenAI，西南证券整理

目 录

1 传媒行业2022年市场表现回顾

2 2023年行业投资策略

元宇宙：政策鼓励+AR/VR出货量增长+Web3.0发展

游戏：政策筑底+版号重发+海外发行

工业电商：政策筑底+潜在市场巨大+数字化转型期

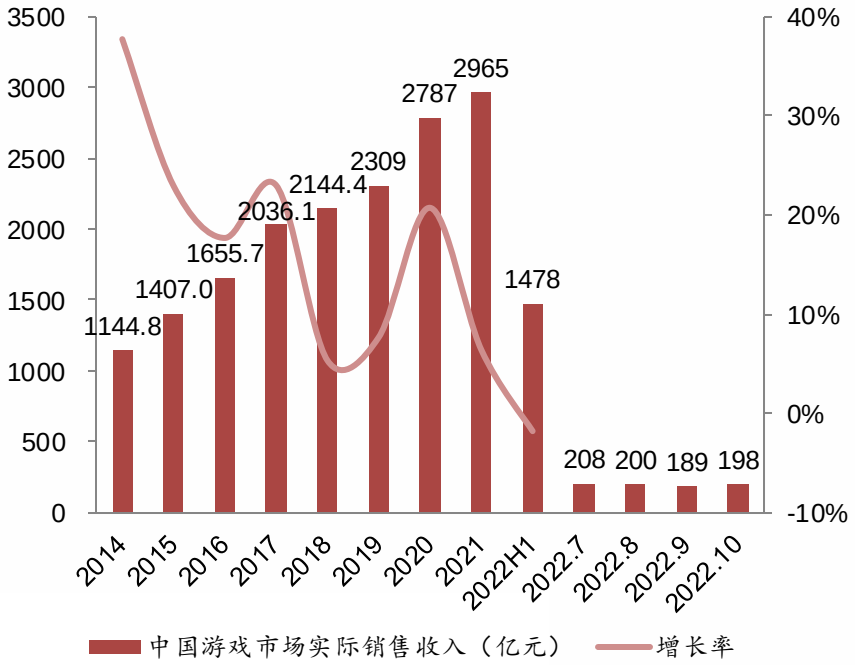
疫后复苏：电影院线+梯媒+高铁媒体

3 2023年推荐投资标的

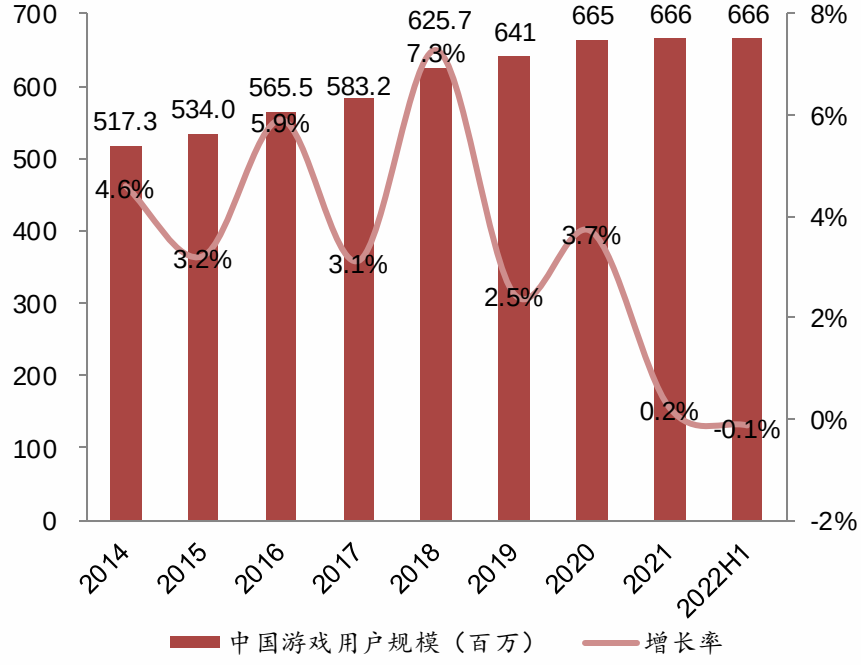
游戏市场：行业持续扩容，精品化个性化或为未来趋势

行业概述：2022年10月，中国游戏产业实际销售收入为198亿元，同比下降18.1%，但环比在近6月首次出现增长，增幅为4.7%；2017-2021年市场规模CAGR为10%。伴随高速传输时代的来临，叠加互联网设备的普及，各品类游戏产品引领行业百花齐放。虽用户规模趋近于饱和，但各细分垂类游戏赛道如RPG、女性向、卡牌类等均有精品化趋势，叠加游戏引擎技术的成熟，未来游戏玩法与质量、满足用户个性化需求将成为重要的竞争点。

2014-2022年10月中国游戏市场规模与增长率



中国游戏用户规模（百万）



数据来源：中国音数协游戏工委（GPC），西南证券整理

市场规模：行业增长趋缓，移动游戏收入占比稳增

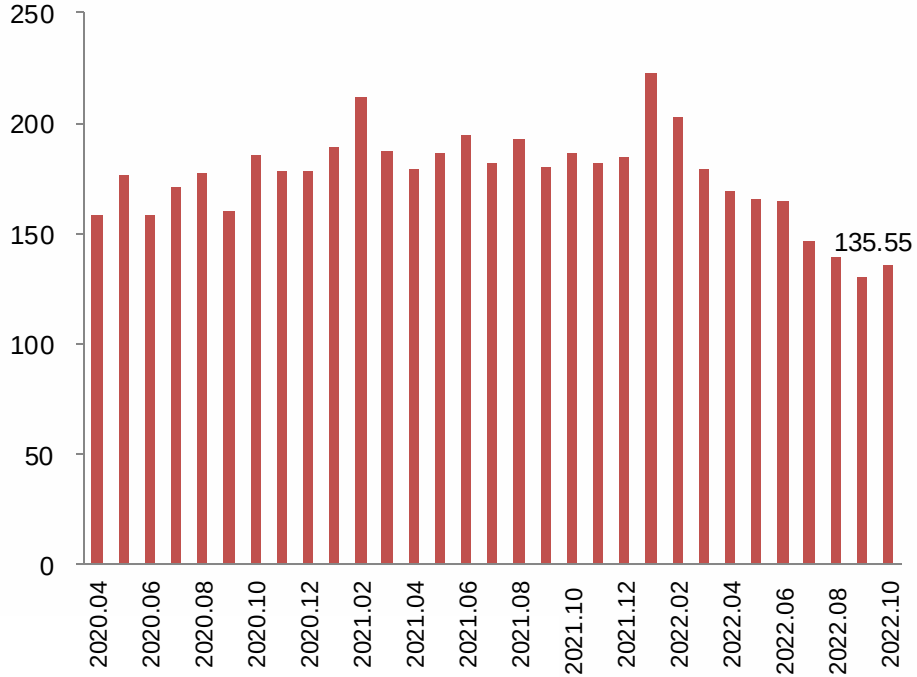
细分来看：

1）移动游戏2022年10月实际销售收入为135.55亿元，同比下降27.3%；2017-2021年CAGR为18%，2021年增速下滑较为明显；

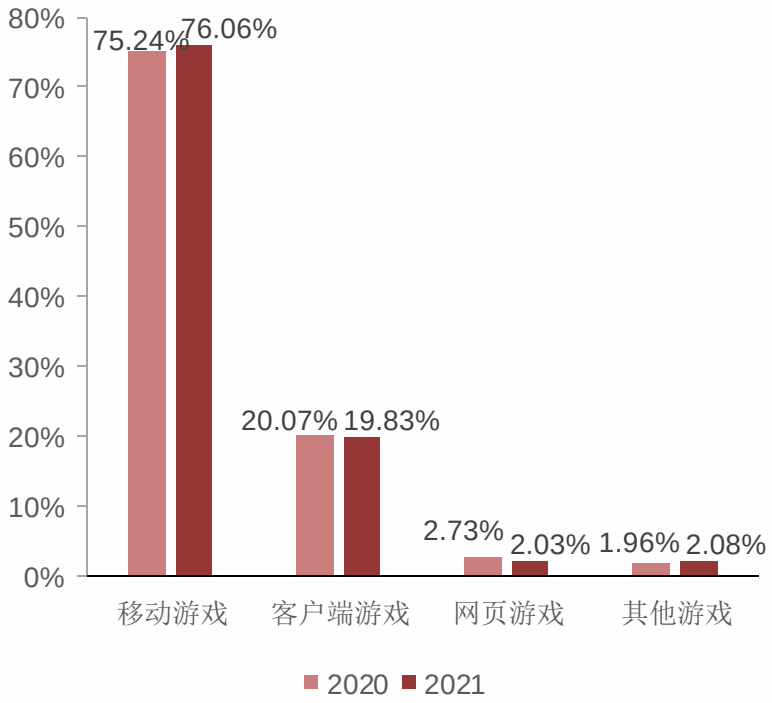
2）客户端游戏2021年收入占比为19.8%，较2020年出现微降；

3）网页游戏收入占比下降至2%，下降较为明显。

2020年4月-2022年10月中国移动游戏收入（亿元）



2021年中国游戏市场细分类型占比

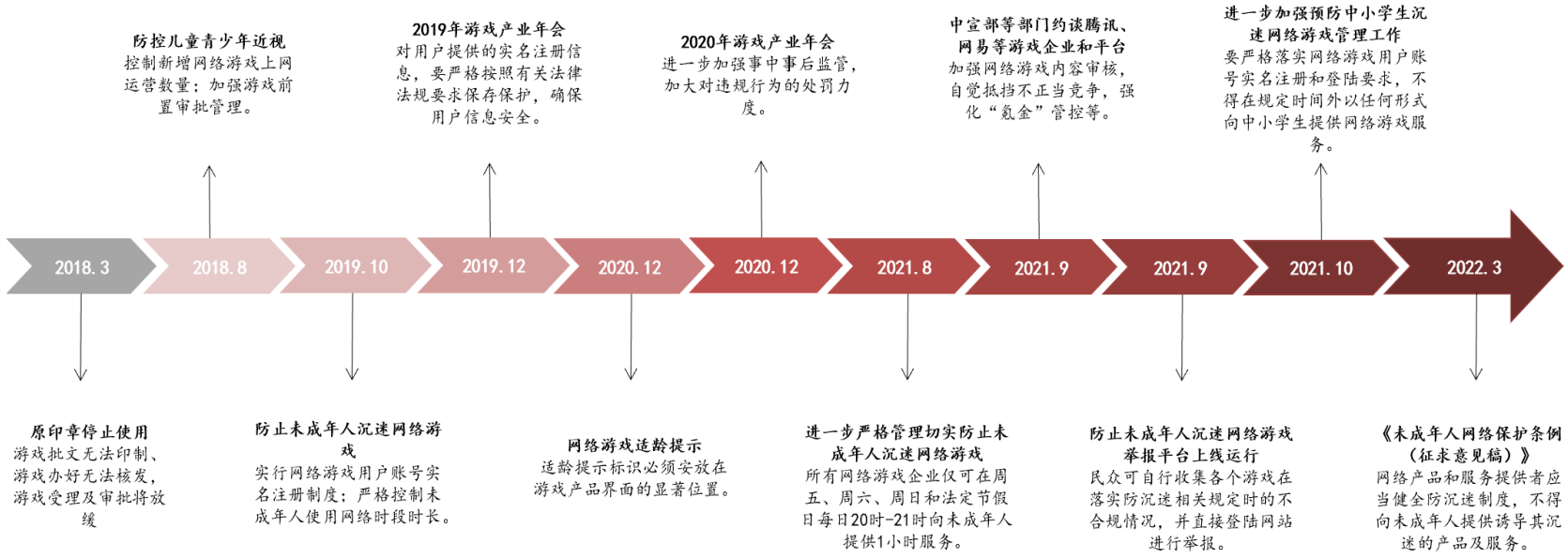


数据来源：中国音数协游戏工委（GPC），西南证券整理

政策面：行业政策逐步筑底，版号已常态化发放

政策面来看：1）自去年国家新闻出版署官网7月22日公布7月国产网络游戏出版审批名单后，2022年4月国家新闻出版署重新开始发放版号；2）自版号重启发放以来，2022年4/6/7/8/9月分别有45/60/67/69/73款游戏获批，版号发放数量持续上涨；3）2022年11月，国家新闻出版署下发版号70款。其中，电魂网络《勇士与梦想大陆》、腾讯《合金弹头：觉醒》、完美世界《迷失蔚蓝》、网易《大话西游：归来》等游戏均已获批，且IP较为知名，具有一定商业化潜力。游戏行业版号重发有望再次提振整体板块估值，目前游戏版号已进入常态化，政策面筑底，行业整体趋势向好，整体估值中枢有望修复。

2018-2022H1游戏行业政策梳理



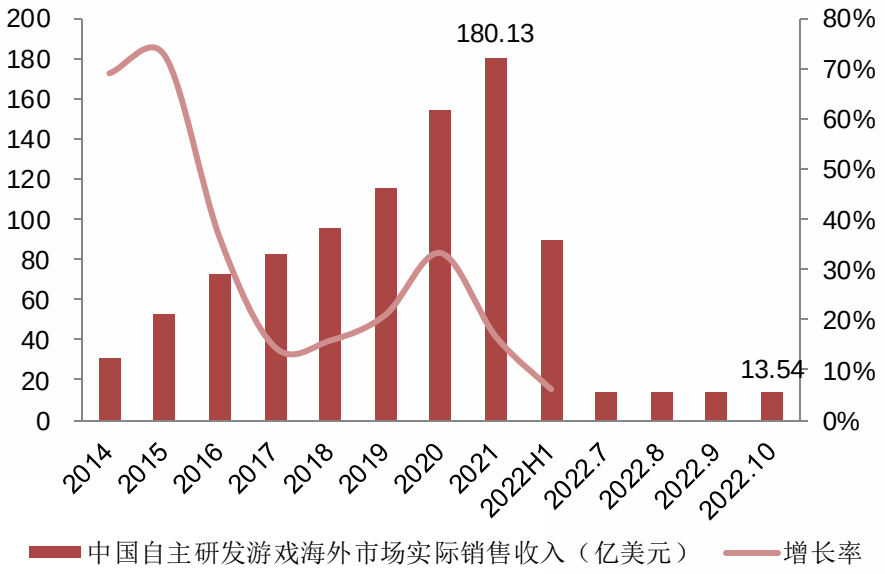
数据来源：西南证券整理

游戏出海：趋势已现，海外发行值得期待

中国移动游戏海外市场规模持续扩大。根据最新发布的《中国游戏产业报告》显示， 2022年10月中国移动游戏出海市场实际销售收入达13.5亿美元，环比下滑5.8%；2014-2021年中国移动游戏海外销售收入CAGR达28.7%。

在Sensor Tower发布的2022年10月中国出海手游收入榜中，《原神》登顶榜首，《PUBG MOBILE》和《Puzzles&Survival》分别位列第2和第3；在data.ai发布的10月出海厂商收入榜中，三七互娱位居榜首，米哈游及腾讯分列2、3名；IM30及莉莉丝分别位列第4及第5。头部游戏作品与相关厂商卡位仍较为稳定。

2014-2022年10月中国移动游戏海外市场规模



数据来源：伽马数据《2021年中国游戏产业报告》，西南证券整理

2022年10月中国手游海外收入TOP30



数据来源：Sensor tower，西南证券整理

相关公司项目情况--三七互娱

- 三七互娱国内、外产品储备丰富，产品线覆盖MMO、SLG、卡牌、SIM四大领域。
- 新游《小小蚁国》已于9.24上线；根据七麦数据显示，截至12月28日，该游戏位列免费榜第11，策略榜第4。另据公司公告披露，后续储备有唯美古风MMORPG手游《代号古风》、西方魔幻MMORPG手游《代号魔幻M》等近十款自研产品，品类布局多元化。
- 此外，公司储备项目中MMO《传世之光》、《曙光计划》、SLG类《兵人指挥官》、卡牌类游戏《最后的原始人》均已获得版号。

名称	类型	版号获得
《传世之光》	MMO	是
《兵人指挥官》	SLG	是
《梦想大航海》	/	是
《最后的原始人》	卡牌	是
《代号C6》	卡牌	否
《代号女性向CY》	SIM	否
《代号魔幻M》	MMO	否
《代号女性向古风》	MMO	否
《代号3D版WTB》	MMO	否
《代号魔幻K计划》	MMO	否
《代号修仙传》	MMO	否
《代号AOE》	SLG	否
《代号三国BY》	SLG	否
《代号LH》	MMO	否
《曙光计划》	MMO	是
《代号二次元ZQ》	卡牌	否
《代号三消卡牌》	卡牌	否
《斗罗大陆：魂师对决》	卡牌	是
《代号YG》	SLG	否
《代号三国CB》	SLG	否
《代号WG》	SLG	否
《代号DG》	SLG	否
《代号森林》	SIM	否
《代号JL》	MMO	否
《代号BX》	MMO	否
《代号S》	SLG	否
《代号海盗SLG》	SLG	否
《代号PK》	SLG	否
《代号MY》	SLG	否
《代号HH》	MMO	否

数据来源：国家新闻出版署，公司年报，西南证券整理

相关公司项目情况--吉比特

吉比特产品矩阵较为齐全，产品线覆盖RPG、SLG、SIM三大领域。22年4月，子公司雷霆网络的《塔猎手》顺利取得版号；22年8月，代理游戏《奥比岛：梦想国度》上线，获得较高热度。此外公司储备项目中RPG《花落长安》、《失落四境》、《上古宝藏》、《Project G》均已获得版号，后续储备项目丰富且较多已获版号：储备项目包括9款自研游戏和代理游戏《黎明精英》《失落四境》等；据公司披露，自研产品《超喵星计划》已获得版号，自研项目M66海外版计划于22Q4或23年初在部分国家或地区进行付费测试，预计23年海外上线。BUG、M88、原点等项目留存测试数据优于内部立项标准，后续上线商业化值得关注。

名称	类型	版号获得
《黎明精英》	射击，Roguelike	是
《花落长安》	RPG，养成	是
《失落四境》	RPD，冒险	是
《Project G》	模拟，经营	是
《上古宝藏》	RPG，Roguelike	是
《律动轨迹》	音乐	否
《神都厨王号》	模拟，经营	否
《商店传说》	模拟，经营	否
《Project S》	SLG，Roguelike	否
《封神幻想世界》	RPG，国风	否
M66	放置经营	否
BUG	放置	否
原点	放置卡牌	否
M88	放置MMO	否
《超喵星计划》	休闲放置	是

数据来源：国家新闻出版署，公司年报，西南证券整理

重点公司项目情况--完美世界

完美世界产品储备丰富，产品线覆盖MMO、卡牌、女性向游戏等赛道。2022年6月，公司自研游戏《黑猫奇闻社》顺利取得版号；8月《幻塔》成功在海外发行，上线后位居多国IOS游戏免费榜首位，并于10月上线Steam版本。

名称	类型	版号获得
《代号MA》（百万亚瑟王）	卡牌，二次元	否
《朝与夜之国》	二次元	否
《女神异闻录5》	二次元	否
《天龙八部2》	MMORPG	否
《一拳超人：世界》	动作，二次元	否
《黑猫奇闻社》	解谜，女性向	是
《诛仙2》	MMORPG	否
《香蜜沉沉烬如霜》	国风	否
《CODE NAME: X》	日式JRPG	否
《Project：棱镜》	开放世界，科幻	否
《完美新世界》	MMORPG	否
《代号：R》	蒸汽朋克	否
《梦间集2》	女性向	否
《新诛仙世界》	MMORPG	是

数据来源：国家新闻出版署，公司年报，西南证券整理

目 录

1 传媒行业2022年市场表现回顾

2 2023年行业投资策略

元宇宙：政策鼓励+AR/VR出货量增长+Web3.0发展

游戏：政策筑底+版号重发+海外发行

工业电商：政策筑底+潜在市场巨大+数字化转型期

疫后复苏：电影院线+梯媒+高铁媒体

3 2023年推荐投资标的

行业政策：国家重视程度高，工业化与信息化有望提速

行业政策驱动工业互联网加速布局：党中央、国务院高度重视工业互联网发展，提出要深入实施工业互联网创新发展战略，持续提升工业互联网创新能力，推动工业化与信息化在更广范围、更深程度、更高水平上实现融合发展。

时间	文件	内容
2018.05	《工业互联网发展行动计划（2018-2020 年）》	细化了工业互联网起步阶段的发展目标和重点任务。
2018.07	《工业互联网平台建设及推广指南》	制定工业品 B2B行业标准、评价体系，完善平台经济监管体系，促进平台和行业持续健康发展。
2019.11	《“5G+工业互联网”512 工程推进方案》	明确了工业互联网作为未来 5G技术落地的重要应用场景之一，要在5G 通信产业和应用场景爆发的初期积极布局，进一步推进 5G+工业互联网融合创新发展。
2020.03	《工业和信息化部办公厅关于推动工业互联网加快发展的通知》	从加快新基建、加快拓展融合创新应用等 6 个方面出台 20 项具体举措。
2020.04	《关于推进“上云用数赋智”行动培育新经济发展实施方案》	支持在具备条件的行业领域和企业范围探索大数据、人工智能、云计算、数字孪生5G、物联网和区块链等新一代数字技术应用和集成创新。
2021.01	《工业互联网创新发展行动计划（2021-2023 年）》	指出未来 3 年将深入实施工业互联网创新发展战略发展目标，到 2023 年要实现产业综合实力显著提升
2021.10	《“十四五”电子商务发展规划》	明确了电子商务发展的指导思想、基本原则和发展目标，提出了电子商务发展的七大主要任务、23个专项行动和六条保障措施。
2022.04	《工业互联网专项工作组2022 年工作计划》	鼓励大型企业打造符合中小企业特点的数字化平台，开展数字化服务，推进中小企业数字化改造。

数据来源：各部门官网，西南证券整理

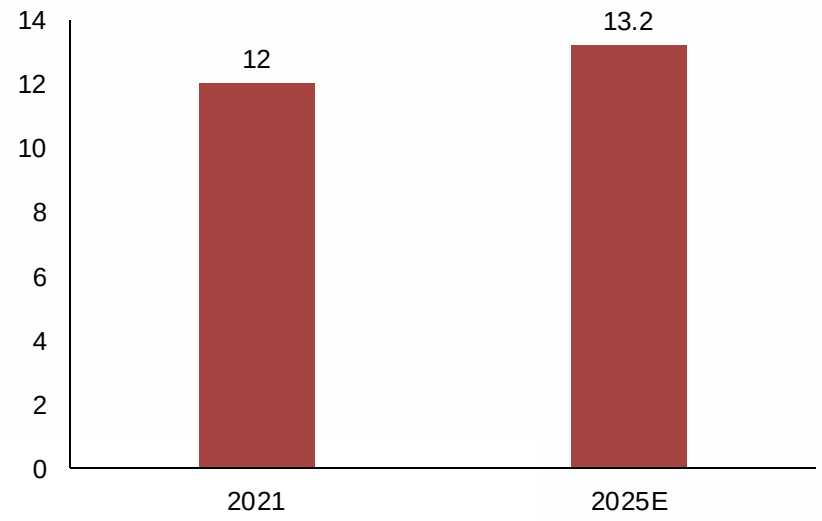
市场规模：工业品市场空间广阔，B2B电商渗透率仍处低位

行业概述：从整体行业层面看，工业品市场的电商交易渗透率提高或将为相关企业带来数倍成长空间。

中国工业品市场：据艾瑞咨询数据显示，2021年中国工业品市场规模超12万亿元，其中工业品MRO市场规模约2.48万亿元，占比20%；PM市场规模9.52万亿元，占比80%；据艾瑞咨询数据，预计2025年中国工业品市场规模将达13.2万亿元，CAGR为4.7%。

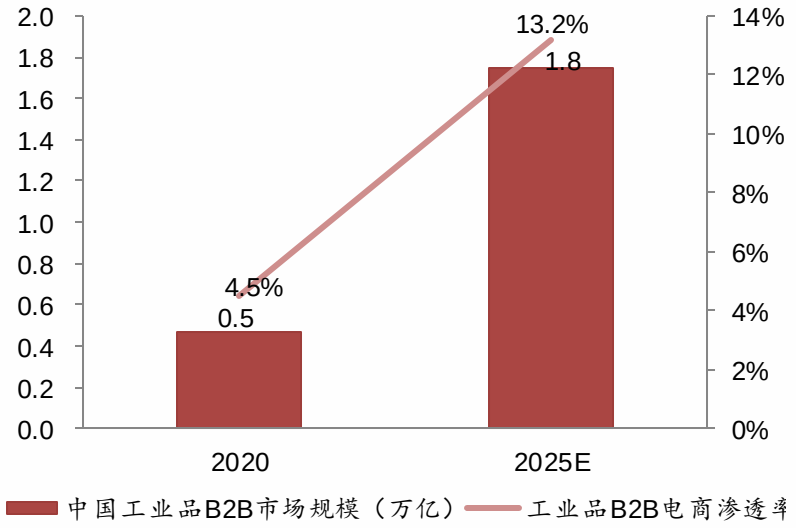
中国工业品B2B电商市场：据艾瑞咨询数据显示，中国工业品B2B电商市场规模约为0.47万亿元，线上渗透率仅为4.5%，仍处于发展初期；预计到2025年，工业品线上交易规模将达到1.75 万 亿 ，CAGR30%，整体渗透率达13.2%左右，仍有较大上升空间。

中国工业品市场规模（单位：万亿）



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

中国工业品 B2B 电商市场规模和渗透率



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

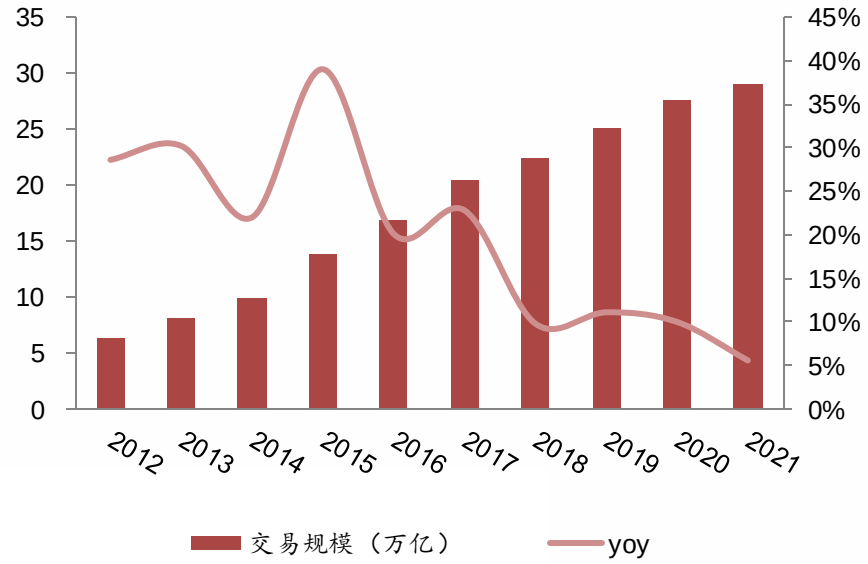
市场规模：工业品市场空间广阔，B2B电商渗透率仍处低位

行业概述：十年来我国 B2B 电子商务市场的交易规模一直以较快速度增长。

中国B2B电商市场：2012年我国B2B电子商务市场交易规模仅6.3万亿元，2021年已达到29.1万亿元，CAGR为18.5%。近年来，伴随着我国B2B电商在垂直领域的快速崛起，B2B不断深入钢铁、化工、煤炭、涂料、造纸、玻璃、卫生用品、机械电子和物流等传统产业链，产业互联网进入战略发展机遇期。

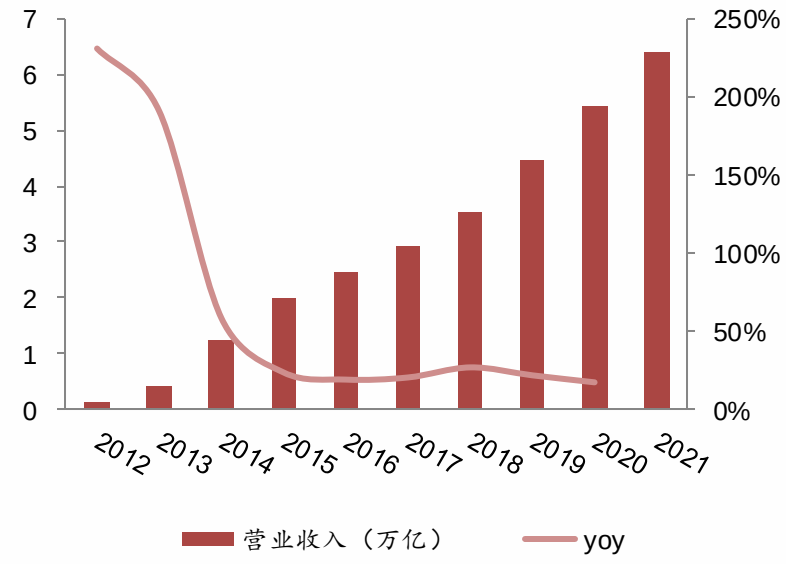
中国电商服务业市场：2012年我国B2B电子商务服务业营业收入是0.13万亿元，2021年已达6.4万亿元，CAGR54.2%，其中电商交易服务营收达1.39万亿元，而B2B、B2C和C2C平台服务营业收入规模分别为1954 亿元、7739 亿元和4167 亿元。

中国 B2B 电子商务市场交易规模及增长率



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

中国电子商务服务业营业收入及增长率



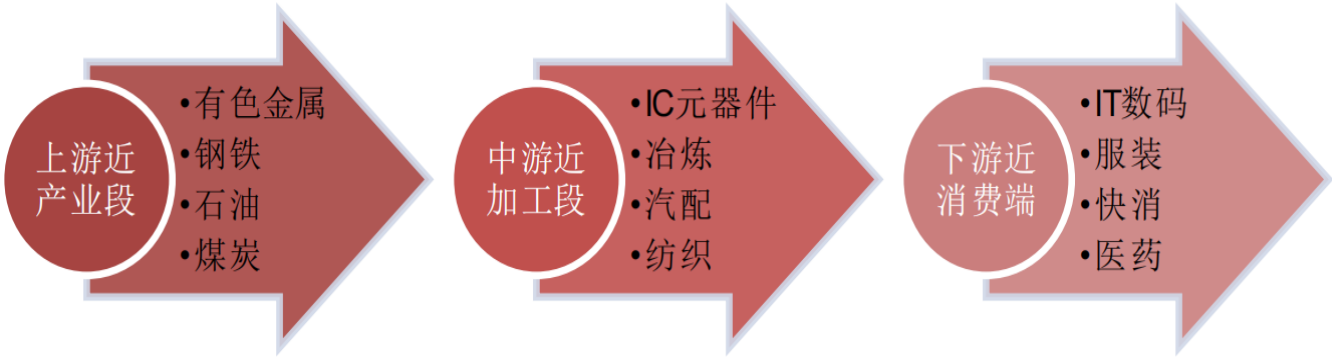
数据来源：商务部，西南证券整理

工业互联网趋势：传统产业数字化转型升级进行时

随着技术应用和创新领域的快速发展，我国正处于迈向网络强国、数字技术与经济社会深度融合、传统产业数字化转型升级的关键窗口期。同时，我国工业品 B2B 行业正处于产业互联网转型初期，大数据、人工智能、物联网、区块链、云计算等新兴技术将更多运用于商品交易、仓储物流等传统产业各环节，不断为传统产业提供技术服务与支持。

企业采购体系数字化重塑，品牌营销体系数字化构建，渠道体系数字化再造。随着新一代人口参加工作并逐步占据主要岗位，越来越多的电商消费习惯开始影响企业的采购行为，B2B电商平台将基于数字化产品信息，为采购人员高效寻找挂牌货源，进行全国供应商询价。

数字化平台覆盖的传统产业类别



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

目 录

1 传媒行业2022年市场表现回顾

2 2023年行业投资策略

元宇宙：政策鼓励+AR/VR出货量增长+Web3.0发展

游戏：政策筑底+版号重发+海外发行

工业电商：政策筑底+潜在市场巨大+数字化转型期

疫后复苏：电影院线+梯媒+高铁媒体

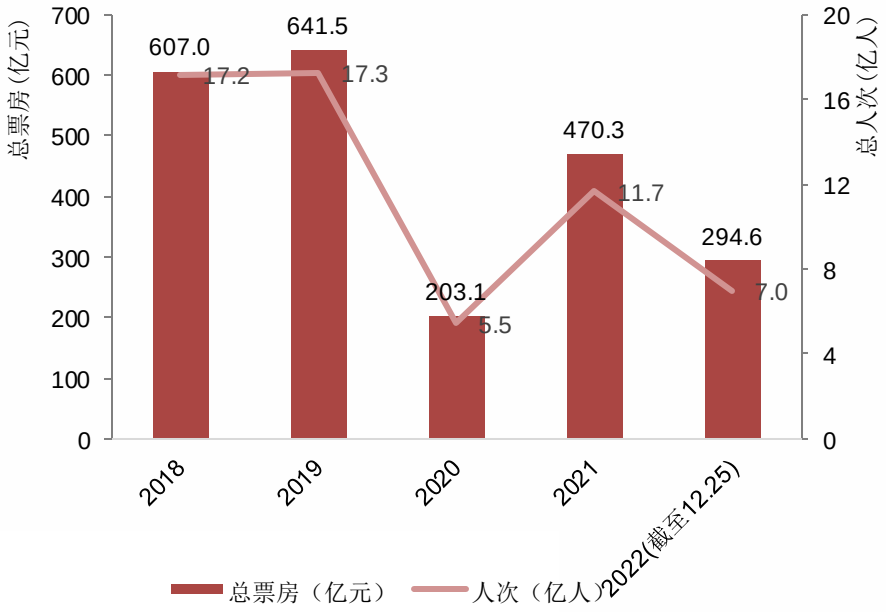
3 2023年推荐投资标的

电影：票房及观影人次较2020年有所回升

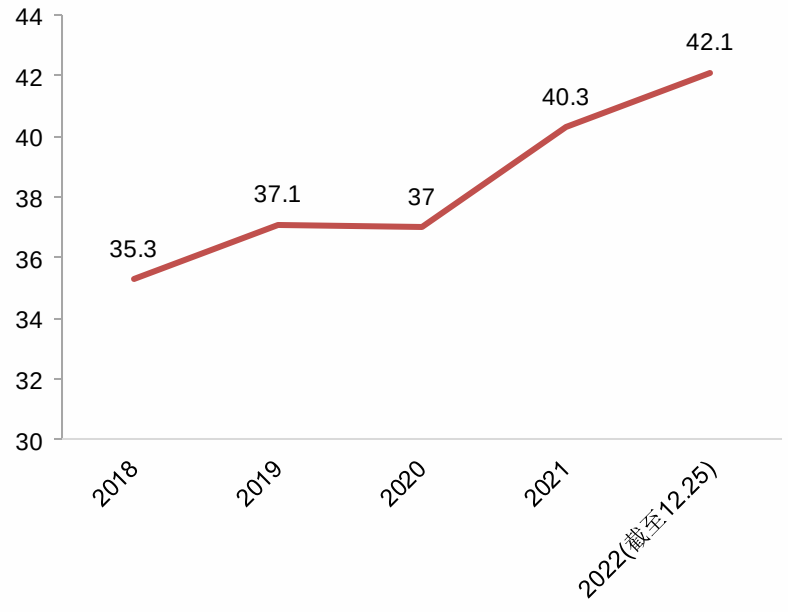
总票房及观影人次较2020年有所回升。2022年（截至12月25日），全国总票房达294.6亿元，同比下降37.4%，较2020年增长45.1%；观影总人次达7.0亿人，同比下降39.9%，较2020年上涨27.7%。2022年全国总票房已恢复到疫情前（2019年）的45.9%，总人次恢复到疫情前（2019年）的40.6%；今年票房较去年有所下降，主要系本年度疫情反复的影响，预计随着疫情政策放松，以及进口大片引进，票房或将逐渐回升。

平均票价持续上升。2022年（截至12月25日），电影平均票价为42.1元，同比增长4.5%。

2018-2022年全国总票房及总人次



2018-2022年平均票价（元）



数据来源：猫眼电影专业版，西南证券整理

数据来源：猫眼电影专业版，西南证券整理

电影：票房集中度较高，万达市占提升

院线票房集中度较高。2018年至2022年，Top10院线票房占比稳定在66%-68%。2022年（截至12月25日），Top10院线实现票房200.25亿，占全国总票房67.97%。

万达电影市占率持续提升。排名Top1的万达电影市占率由2018年的13.5%持续增长到2022年的17.4%。院线行业整合趋势进一步显现，头部院线公司有望强者恒强。

2018-2022年Top10院线票房情况（亿元）

院线	2018	2019	2020	2021	2022（截至12.25）
万达电影	81.92	88.79	31.51	72.96	51.27
大地电影	60.05	62.32	19.6	44.67	23.89
中影数字院线	44.53	44.82	14.95	35.08	23.79
上海联合电影	43.38	50.99	15.31	36.24	21.36
中影南方电影	44.97	46.27	13.96	32.81	21.12
横店影视	26.31	27.01	9.12	20.49	12.9
幸福蓝海	20.75	25.19	7.95	19.21	12.89
金逸珠江	30.36	31.43	8.52	20.62	12.83
中影星美	38.74	33.82	7.95	18.73	10.84
华夏联合	21.08	23.46	7.03	16.1	9.36
合计	412.09	434.1	135.9	316.91	200.25
总票房占比	67.89%	67.67%	66.91%	67.38%	67.97%
万达电影占比	13.50%	13.84%	15.51%	15.51%	17.40%

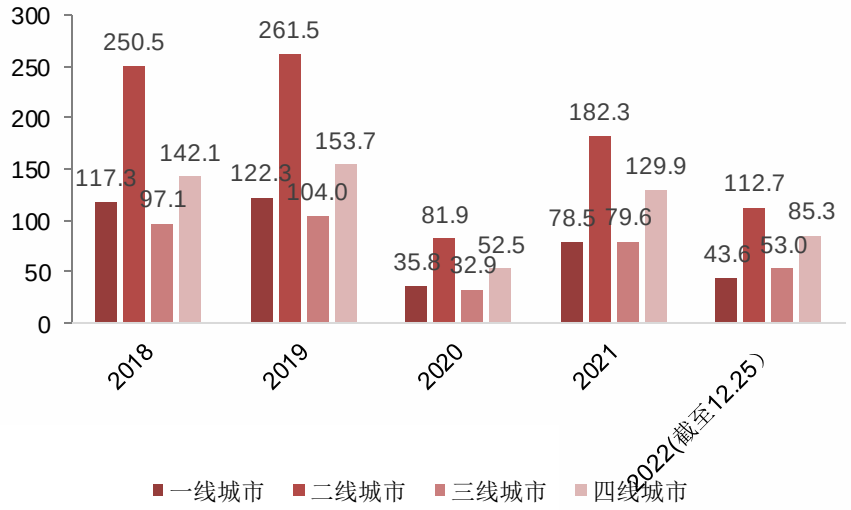
数据来源：猫眼电影专业版，西南证券整理

电影：低线城市票房提升

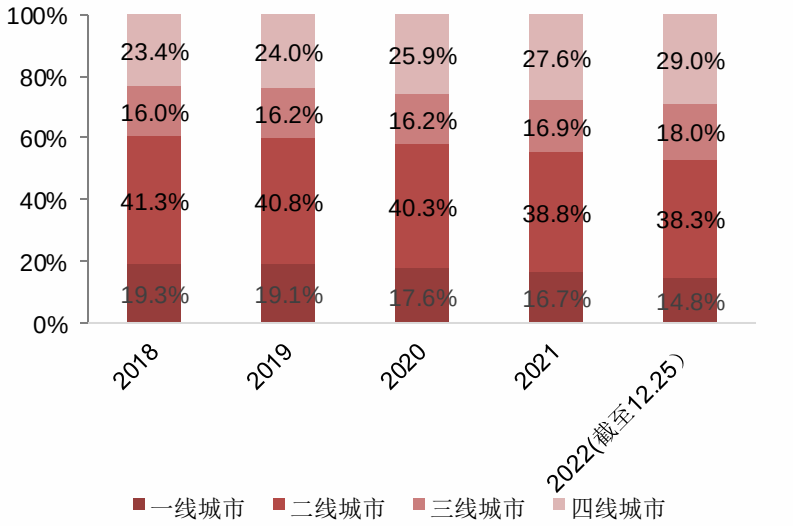
2022年（截至12月25日），一线城市实现票房44亿元，二线城市实现票房113亿元，三线城市实现票房53亿元，四线城市实现票房85亿元。

低线城市票房占比攀升。2022年（截至12月25日），四线城市票房占比为29.0%，较2018年增长5.6个百分点；三线城市票房占比为18.0%，较2018年增长2.0个百分点。原因或为：1）一、二线城市电影票价基数较高，用户对于票价的价格弹性较高，且高线城市娱乐方式丰富，电影替代产品较多，涨价更易导致观众流失；2）低线城市的影院渗透率相对较低，用户观影需求还未像高线城市一样稳定，观影需求的边际改善空间较大；3）相较一、二线城市，三四线城市受疫情影响相对较小，复苏较为明显，在后疫情时代票房贡献提升显著。

2018-2022年各线城市票房情况（亿元）



2018-2022年各线城市票房占比



数据来源：猫眼电影专业版，西南证券整理

电影：供给端片源饱和，票房表现值得期待

供给端片源饱和。2022年底，《名侦探柯南：万圣节的新娘》和《航海王：红发歌姬》先后上映，猫眼评分均达9.2。12月16日，《阿凡达：水之道》上映，截至目前已实现票房7.42亿元。后续项目方面《流浪地球2》、《绑架游戏》、《熊出没·伴我“熊芯”》等佳作将陆续上线，影片类型多元化，票房表现值得期待。

部分热映及待映电影（数据截至12月27日）

电影	上映时间	累计票房（万）	猫眼累计想看（万）	猫眼评分
名侦探柯南：万圣节的新娘	2022-11-18	17153.8	24.1	9.1
航海王：红发歌姬	2022-12-01	15607.9	73	9.2
阿凡达：水之道	2022-12-16	74157.5	145.1	9.2
想见你	2022-12-24	10017.2	56.7	9.1
龙珠超：超级人造人	2023-01-06	-	3.5	-
流浪地球2	2023-01-22	-	61.4	-
满江红	2023-01-22	-	7.3	-
熊出没·伴我“熊芯”	2023-01	-	11.9	-
云边有个小卖部	2023	-	9.5	-
巨齿鲨2：深渊	2023	-	10.4	-

数据来源：猫眼电影专业版，西南证券整理

典型作品：《长津湖之水门桥》票房领跑

截至2022年12月25日，以抗美援朝战争中的水门桥战役为背景的《长津湖之水门桥》获得40.7亿票房，占总票房13.8%，成为本年度票房冠军；第二、三名分别为《独行月球》和《这个杀手不太冷静》，分别占比10.5%和8.9%。

截至2022年12月25日，票房排名前十的电影合计实现票房179.45亿，占全年总票房的60.8%。

电影	上映时间	票房（亿）	票房占比
长津湖之水门桥	2022-02-01	40.70	13.8%
独行月球	2022-07-29	31.05	10.5%
这个杀手不太冷静	2022-02-01	26.29	8.9%
人生大事	2022-06-24	17.13	5.8%
万里归途	2022-09-30	15.92	5.4%
奇迹·笨小孩	2022-02-01	13.80	4.7%
侏罗纪世界3	2022-06-10	10.60	3.6%
熊出没·重返地球	2022-02-01	9.79	3.3%
神探大战	2022-07-08	7.12	2.4%
阿凡达：水之道	2022-12-16	7.05	2.4%
合计		179.45	60.8%

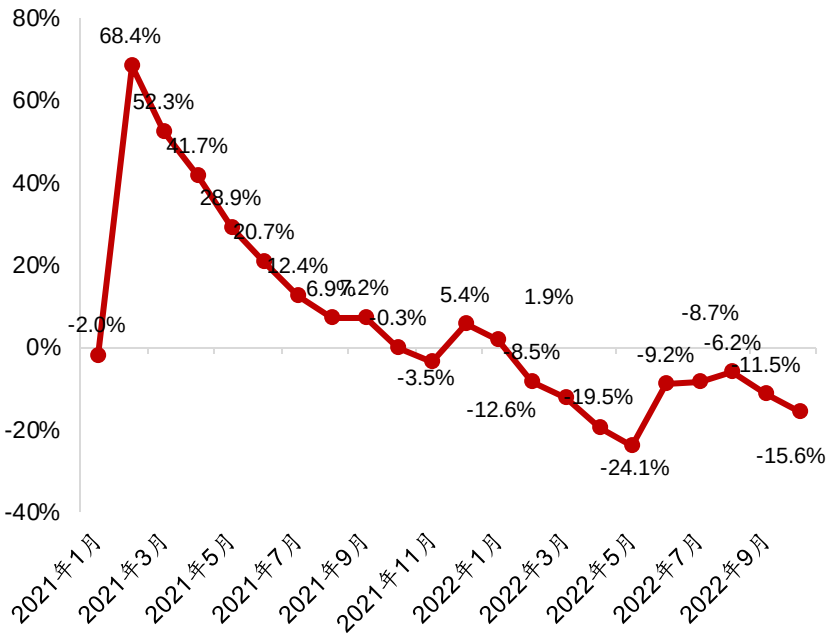
数据来源：艺恩数据，西南证券整理

广告：线下广告市场行情表现回顾

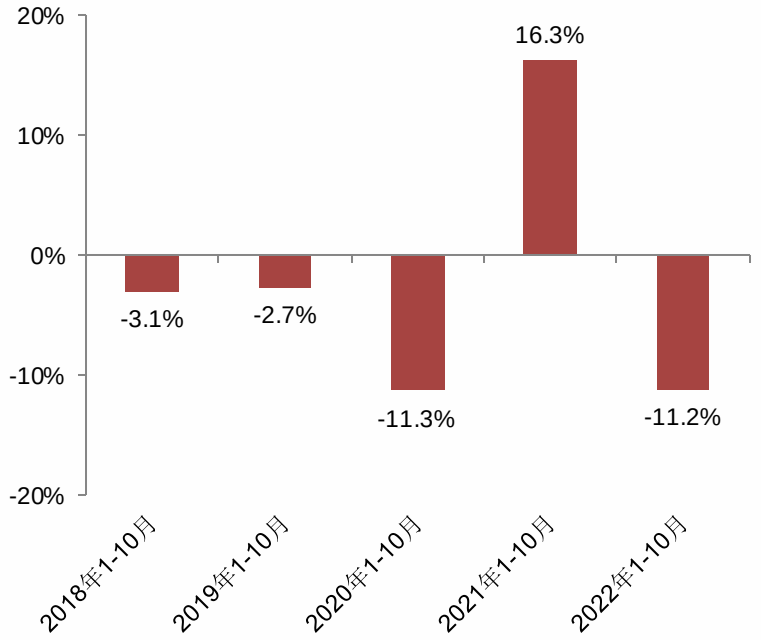
广告行业概述：受到整体大环境不确定性及疫情等因素影响，各广告投放渠道均有不同程度的花费减少，月度广告花费的同比和环比呈现波动。10月广告花费同比下跌15.6%；月度花费环比下跌1.2%。

CTR数据显示，2022年1-10月广告市场花费同比减少11.2%。

整体广告市场（不含互联网）花费同比增速



整体市场广告花费同比变化



数据来源：CTR媒介智讯、广告监测数据库AdEx、西南证券整理

广告：线下广告市场行情表现回顾

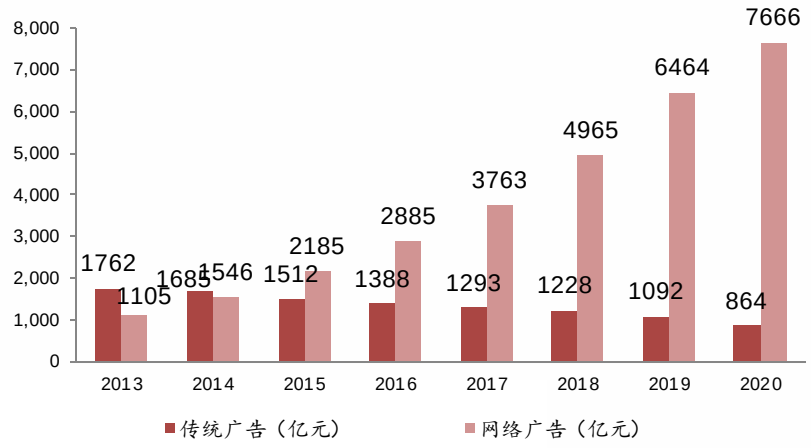
传统媒体走弱，互联网新媒体趋势已现。据QuestMobile统计，2021年互联网广告市场同比增速超20%，预计2022年互联网广告市场规模同比增速8.9%。2022Q3传统户外广告同比减少30%。

线下户外广告或将大量运用数字技术。根据前瞻产业研究预计，2021-2024年户外广告市场CAGR达4.9%，2024年占比将达到7%，以电梯广告、交通广告及虚拟现实、裸眼3D广告场景为最佳。

梯媒广告为户外市场主力军。根据《中国电梯行业商务年鉴(2019-2020)》数据，2019年我国电梯行业市场规模已超4200亿元。凯度研究《2021年中国城市居民广告关注度研究》显示，电梯广告的人均记忆数达到3.3个，电梯广告封闭性、数字视频化、高频的独特特点保证了其高转化率。

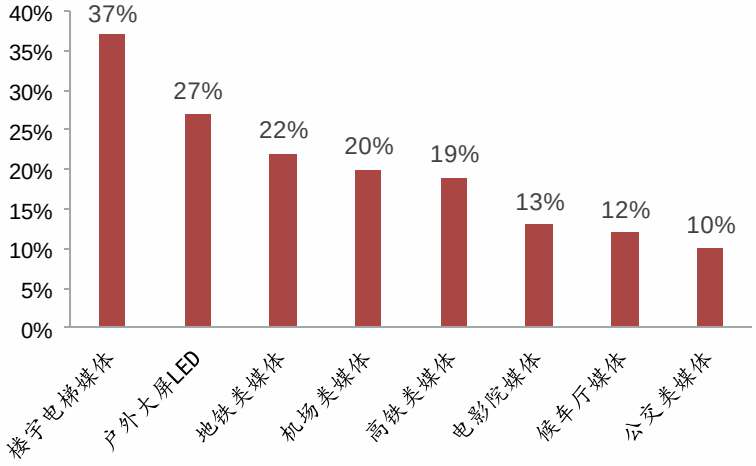
元宇宙、裸眼3D屏有望赋能新业态。裸眼3D屏采用的动态图像还原等革新技术，能够使广告画面给用户呈现时更加的高清、细腻、流畅和逼真。

2013-2020年中国媒体广告收入规模



数据来源：国家广电总局，《传媒蓝皮书》，西南证券整理

2022年广告主加大投放户外广告资源类型占比



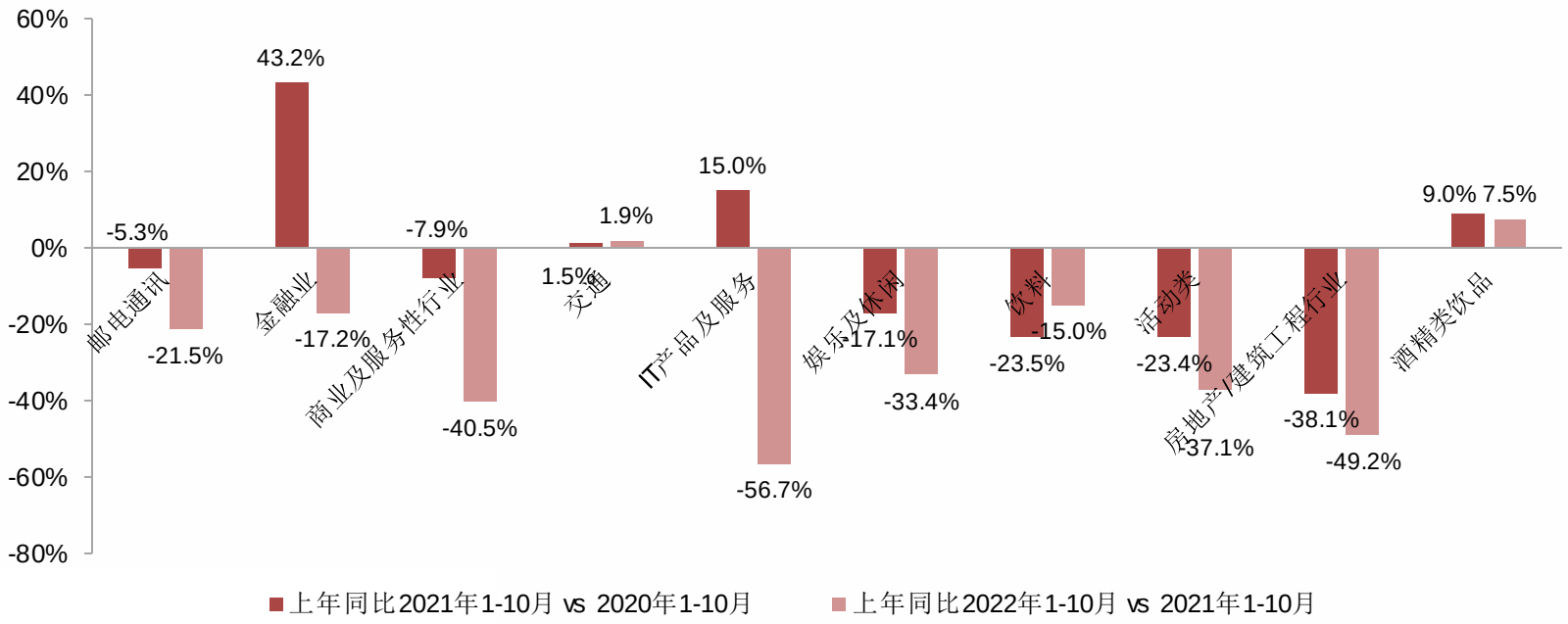
数据来源：秒针营销科学院，西南证券整理

广告：线下广告市场行情表现回顾

线下广告市场行情概况：2022年1-10月传统户外广告同比减少29.6%；电梯LCD和电梯海报同比分别上涨5%和5.9%；影院视频广告同比减少60.3%。酒精类饮品行业在整体户外广告渠道增投显著，广告花费同比上涨50.3%。

重点行业：2022年1-10月户外广告花费头部行业中，交通、酒精类饮品行业广告花费保持正增长，同比分别上涨1.9%和7.5%。

传统户外：行业（大类）广告花费变化



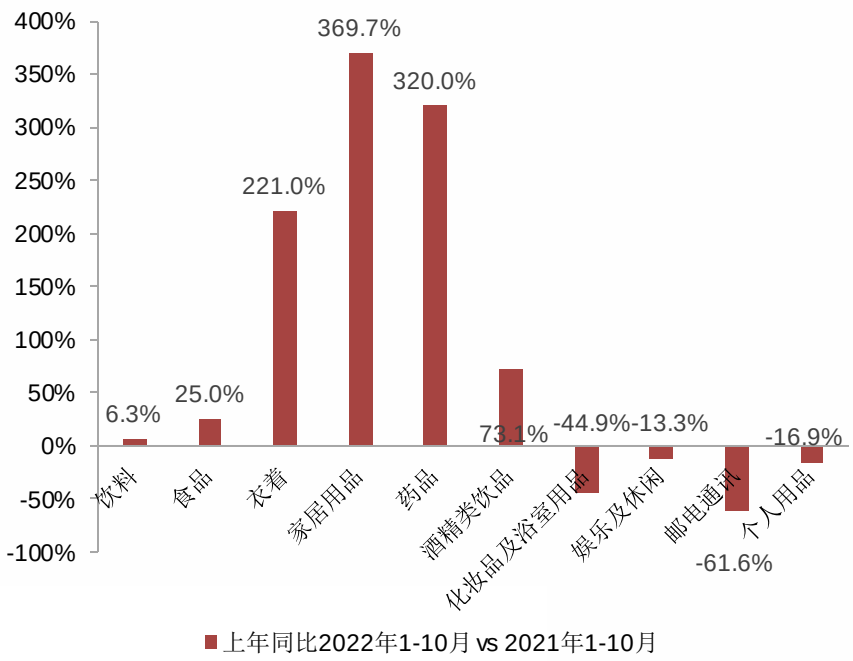
数据来源：CTR媒介智讯、广告监测数据库AdEx、西南证券整理

电梯媒体：市场行情表现回顾

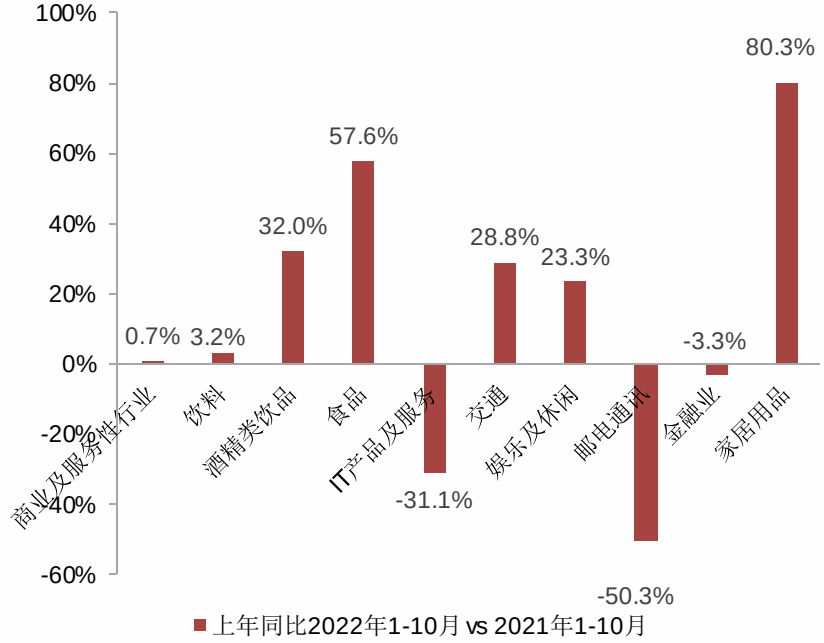
重点行业：电梯媒体广告行业中，家居用品行业和酒精类饮品行业广告花费增长显著。家居用品行业在电梯CLD和电梯海报的广告投放同比分别增长369.7%和80.3%，酒精类饮品行业分别增长73.1%和32%。

电梯LCD：受年初疫情反复的影响，2022年1-10月，电梯LCD广告中家居用品、药品和衣着行业增长迅速，同比增长均超100%。其中，药品行业同比增长320%，衣着行业同比增长221%。

电梯LCD：行业（大类）花费变化



电梯海报：行业（大类）花费变化



数据来源：CTR媒介智讯、广告监测数据库AdEx、西南证券整理

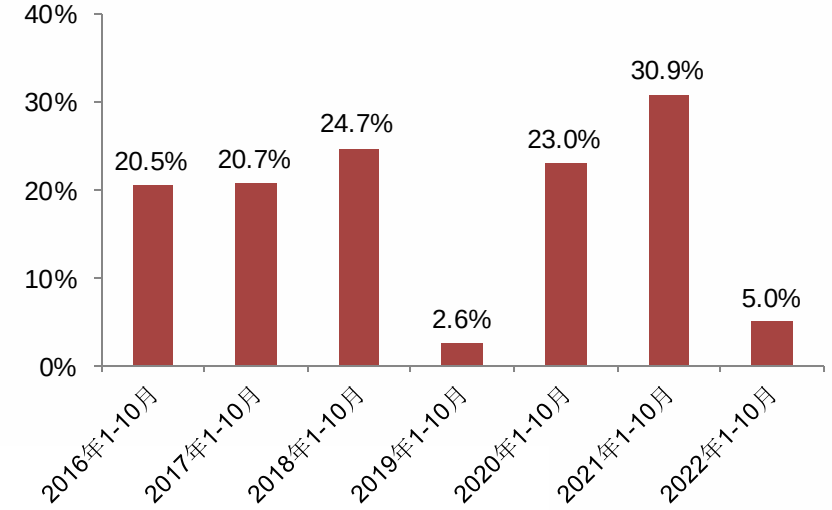
电梯媒体：市场行情表现回顾

电梯媒体由于依托物理媒介，**市场格局受上游的物业、地产制约**。凭借独特的场景优势，更多强调视觉冲击、重复影响和强势触达。近年电梯媒体**发展势头良好**：据CTR数据显示，2022H1，中国广告市场规模同比减少11.8%，但其中电梯电视和电梯海报同比分别上涨了3.9%和7.7%。

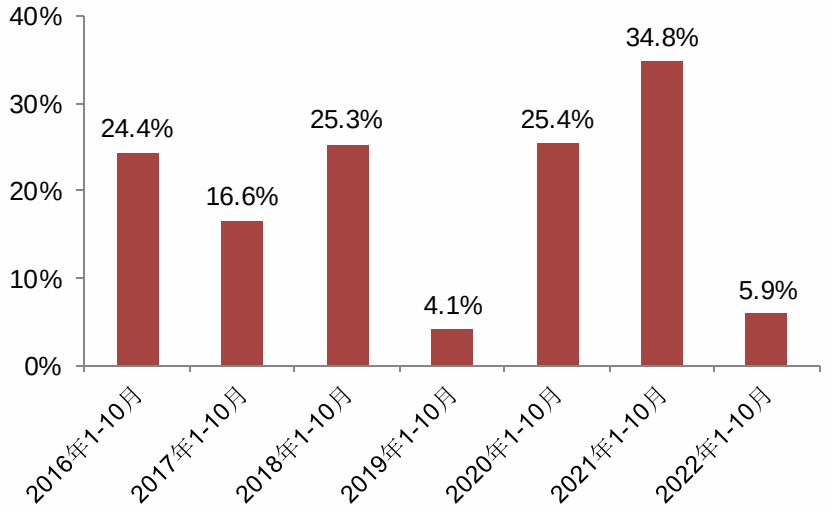
相关公司：分众传媒，电梯媒体龙头企业，广告投放价格较高。根据年报显示，2021年，公司毛利率为67.5%，媒体点位数行业第一，市场份额是行业第2-5名竞争对手总和的1.8倍，优势显著。

市场竞争加剧：目前头部企业掌握的核心资源较为集中，非头部企业市场份额较小，梯媒市场竞争格局相对稳定；长远来看，市场开发空间仍较大，低线级城市或成为竞争主场。

2016-2022年电梯LCD广告花费同比变化



2016-2022年电梯海报广告刊例花费同比变化



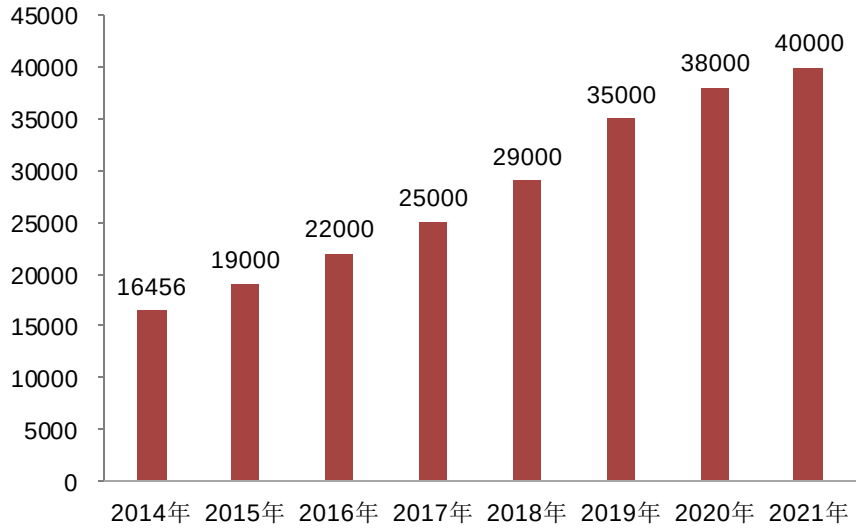
数据来源：CTR媒介智讯，广告监测数据库AdEx，西南证券整理

高铁媒体：市场行情表现回顾

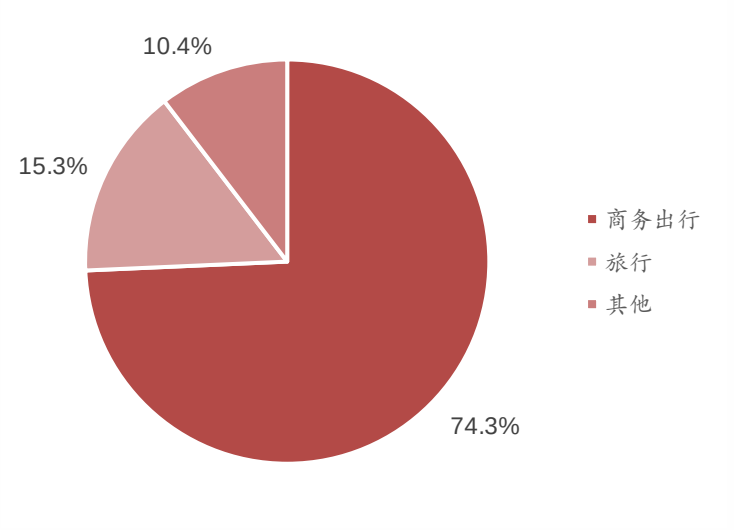
高铁数字媒体依托高铁客运站媒体资源平台，利用数码刷屏机、电视视频机和LED大屏幕等设备作为媒介载体，有针对性的向受众传播信息。选择高铁出行最主要的目的中商务出行占74.3%，而商旅和旅行人群属于高价值人群，或能为高铁媒体广告行业提供较高的媒体传播价值。

高铁数字媒体广告优势明显。2021年我国高铁营业里程为40000公里，新建里程2168公里，同比下降14%，高铁旅客发送量回升至19.2亿人次。《2022中国数字营销趋势》显示，19%的广告主将加大对高铁类媒体的投放，相较于2021年上升5pct。受益于铁路客流恢复，2021年全年火车/高铁站媒体户外广告投放刊例花费约为139.79亿元，刊例花费同比增长46%。

2014-2021年中国高铁营业里程（公里）统计情况



人们选择高铁出行最主要的目的



数据来源：中国高铁媒体广告行业发展趋势研究与未来投资分析报告（2022-2029年），西南证券整理

目 录

1 传媒行业2022年市场表现回顾

2 2023年行业投资策略

元宇宙：政策鼓励+AR/VR出货量增长+Web3.0发展

游戏：政策筑底+版号重发+海外发行

工业电商：政策筑底+潜在市场巨大+数字化转型期

疫后复苏：电影院线+梯媒+高铁媒体

3 2023年推荐投资标的

芒果超媒（300413）：广告环比降幅收窄，后续项目可期

宏观经济调整拖累广告增长，降幅环比已有收窄。2022Q1-Q3公司广告业务同比下降26.3%，较22H1 31.2%的下降幅度已有收窄。广告业务受到宏观经济影响，广告主投放意愿有所下降，叠加21年上半年广告高基数，22前三季度收入呈现同比下滑。

优质内容驱动会员收入和运营商业务稳步提升。2022Q1-Q3公司会员收入同比增长7.8%。会员人数方面，2021年末有效会员数达5040万，22Q2-Q3随着热门综艺《乘风破浪3》、《披荆斩棘2》等上线，同时通过创新双平台“芒果剧选”、“M-CLUB”(芒果福利社)等会员运营打法，会员粘性和续费率稳步提升。基本面来看，综艺储备丰富，待上线综艺广告招商基本已完成，我们认为，芒果明年将迎来业绩的反转向好。政策面来看，4月29日、7月28日两次中央政治局会议均强调，促进平台经济健康发展，推动平台经济规范健康持续发展； 10月28日提出集中推出一批“绿灯”投资案例。芒果作为A股核心的受益股，有望享受互联网平台估值整体抬升的红利。

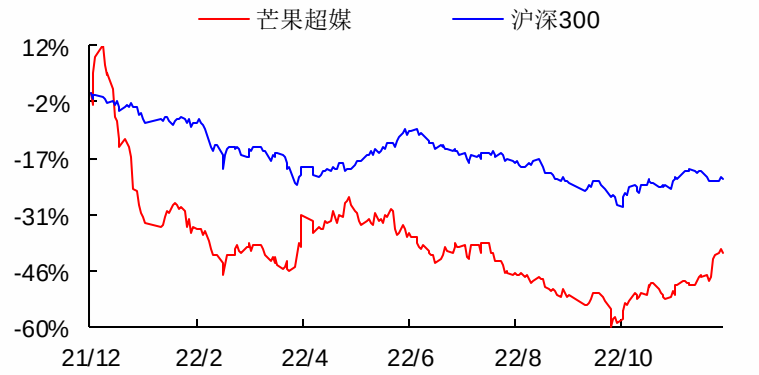
盈利预测与投资建议。预计公司2022-2024年EPS分别为1.14元、1.37元、1.50元，对应的PE为24倍、20倍、18倍。考虑到公司有丰富的经典IP储备以及持续推出优秀影视综艺作品的能力、未来宏观经济企稳对广告业务负面影响逐步消退、小芒电商等新兴业务步入正轨，维持“买入”评级。

风险提示：项目效果不及预期的风险、国家政策调整的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	14034.00	15848.28	17244.83
营业收入增长率	-8.61%	12.93%	8.81%
归母净利润（百万元）	2132.34	2566.29	2799.65
净利润增长率	0.86%	20.35%	9.09%
EPS（元）	1.14	1.37	1.50
P/E	24	20	18

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

国联股份（603613）：短期扰动无碍长期发展趋势

管理层增持彰显未来发展信心，短期扰动无碍长期发展趋势。控股股东、实际控制人、董事、监事及管理人员拟自2022年11月29日起6个月内增持公司股份，拟增持金额不低于5020万元且不超过10040万元，其中实控人刘泉、钱晓钧每人增持股份金额不低于2000万元，不超过4000万元；2022年11月30日，实控人刘泉、钱晓钧累计分别增持公司股份49805股、49800股，增持金额分别为497.85万元、497.82万元。我们认为，增持彰显管理层对公司未来发展的坚定信心，短期市场非理性因素扰动不改公司长期向上趋势与扎实的主业基本盘，市场前景仍可期。

“平台+科技+数据”并驾齐驱，多元化拓展打造新增长点。前三季度，公司实现营收463亿元（+97%）；归母净利润6.8 亿元（+102%）；扣非净利润6.2亿元（+103%）；高速增长系旗下各多多电商实施高效的上下游策略：1）上游积极对接核心供应商，下游采取集合采购等策略；2）纵向深挖单品产业链，横向开展多品类延伸。除传统平台外，公司亦成立了芯多多、砂多多、医械多多、冷链多多等。目前芯多多和医械多多已通过双十产业电商节正式公开，新多多平台亦有望构筑未来新增长点。

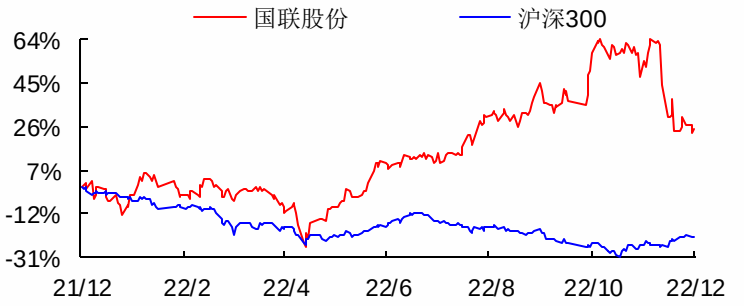
盈利预测与投资建议。预计2022-2024年归母净利润分别为10.3亿元、18.7亿元和31亿元，对应PE分别为37倍、20倍、12倍。公司业绩持续超预期，韧性十足，新的多多平台推出有望贡献增量，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧的风险，客户转化不及预期的风险， 战略推进不及预期的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	68780.73	120283.05	198409.37
营业收入增长率	84.75%	74.88%	64.95%
归母净利润（百万元）	1030.27	1866.68	3100.60
净利润增长率	78.12%	81.18%	66.10%
EPS（元）	2.07	3.74	6.22
P/E	37	20	12

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

三人行（605168）：新客获取助力快速增长，元宇宙布局可期

新增高预算客户，夯实业务快速增长根基。拓展存量客户业务与发掘增量客户并举：1）获增量：新增华润集团旗下怡宝、雪花等快消品客户，医美行业的头部企业巨子生物等新消费客户，国家体育总局体育彩票管理中心客户，邮储银行、民生银行等金融行业头部优质客户，东风本田等营销预算规模较大的头部汽车客户；2）拓存量：持续挖掘原有消费品、电信运营商、金融、汽车等行业头部客户的深层营销预算，夯实原有客户粘性，促进形成大客户广告投放规模效应，业绩稳定增长可期。

布局元宇宙赛道，构筑第二增长极。1）公司与行业领先人工智能公司魔珐科技开展虚拟人合作，打造自有虚拟人资产，进一步拓宽营销场景；2）公司与北京文化产权交易中心有限公司合作，将充分运用北文中心在首都文化产权交易领域的领先地位和三人行在文化传媒领域的资源优势，有望构筑潜在业绩新增长极。

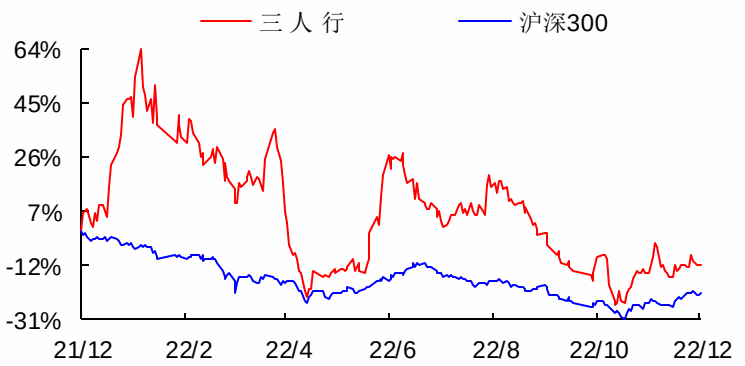
盈利预测与投资建议。预计公司2022-2024年归母净利润分别为7.3亿元、10.2亿元、13.3亿元，对应PE分别为11倍、8倍、6倍。2022年公司或在存量用户基础上拓展新客户，业绩延续增长值得期待；叠加元宇宙业务布局，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧的风险，广告行业下行的风险，元宇宙进展不及预期的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5591.49	7646.44	9725.73
营业收入增长率	56.58%	36.75%	27.19%
归母净利润（百万元）	731.04	1024.25	1325.49
净利润增长率	44.77%	40.11%	29.41%
EPS（元）	7.21	10.10	13.07
P/E	11	8	6

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

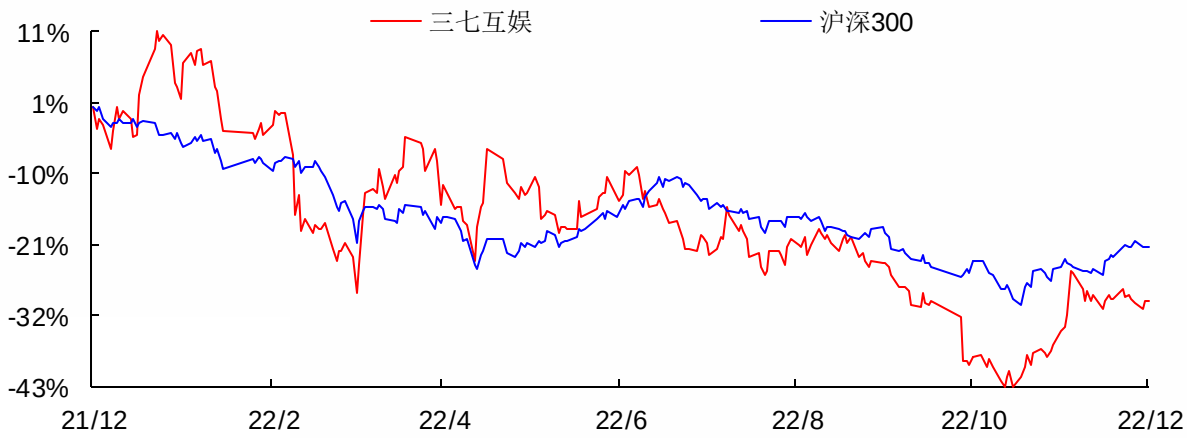
三七互娱（002555）：扬帆出海构筑强劲增长极

全球化战略持续推进，海外业务收入再创新高。2022H1，公司海外营收30.3亿元，同比大幅增长48.3%。报告期内，全球发行的《Puzzles＆Survival》、《云上城之歌》、《叫我大掌柜》等多款游戏实现海外收入显著增长；截至2022年6月底，《Puzzles&Survival》全球市场表现亮眼，累计流水已超42亿元；据SensorTower统计，报告期内该游戏已位列中国手游出海收入榜单Top5；据data.ai，公司已位列2022年度中国游戏厂商出海收入飞跃榜30强第二名，增长势头强劲。

产品储备丰富，品类矩阵不断拓展。《云上城之歌》、《Puzzles & Survival》、《斗罗大陆：魂师对决》等热门游戏表现突出。公司深耕MMORPG、卡牌、SLG、模拟经营赛道，储备有唯美古风MMORPG 手游《代号古风》、西方魔幻 MMORPG 手游《代号魔幻 M》等近十款自研产品，品类布局多元化，上线后有望持续增厚公司业绩，建议持续关注。

风险提示：宏观经济出现波动的风险、国家政策调整风险、出海效果不及预期。

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

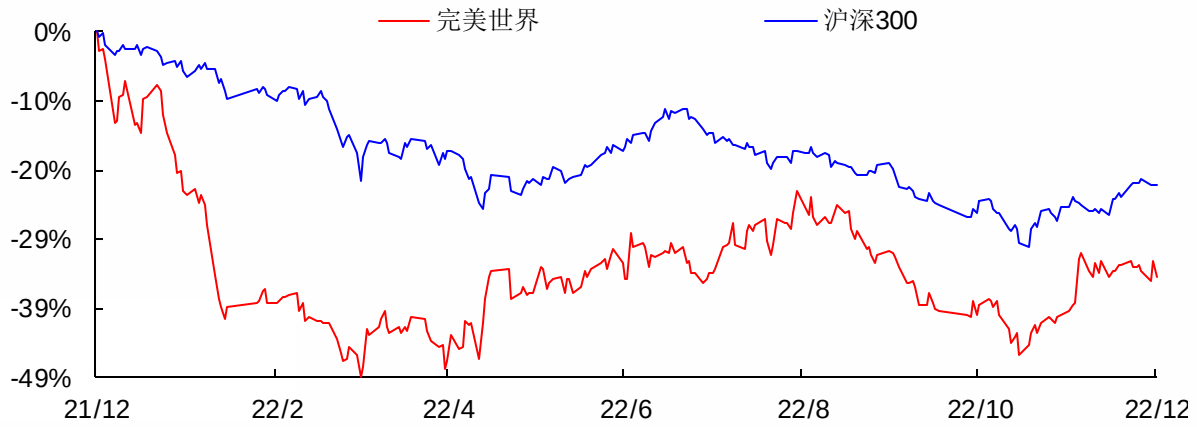
完美世界（002624）：关注后续新游测试与上线进展

游戏业务稳中有升，巩固长线运营优势。前三季度游戏业务营收增加但利润小幅下降，主要系：1）《梦幻新诛仙》流水稳中向好，整体产品运营已进入成熟期，较上线初期的流水和利润有所下滑；2）相关欧美子公司在年初出售后，不再纳入合并范围；3）受产品生命周期影响，部分游戏产品流水较上年有所下滑；4）公司在研项目的研发投入增加，多款产品近期开启测试；5）《幻塔》贡献的业绩增量，部分抵消了上述因素对业绩的影响。2022年8月，《幻塔》正式登陆海外市场，取得良好市场表现，长线运营优势稳固，增长动能充足。

积极拥抱创新游戏品类，游戏影视产品均储备丰富。游戏方面，公司手游《天龙八部2》《朝与夜之国》《一拳超人：世界》《百万亚瑟王》《诛仙2》《完美新世界》《神魔大陆2》以及端游《诛仙世界》《Perfect New World》《Have a Nice Death》等多款游戏均积极推进中；影视方面，《月里青山淡如画》《云襄传》《许你岁月静好》《星落凝成糖》《特工任务》《温暖的甜蜜的》《只此江湖梦》《纵横芯海》等影视作品亦稳步制作中，游戏和影视储备较为丰富，未来增量可期，建议持续关注。

风险提示：行业发展不及预期的风险、宏观经济出现波动的风险、海外发行不及预期风险。

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

风险提示

1）宏观经济不及预期的风险；

2）项目上线表现不及预期的风险；

3）行业发展不及预期的风险。

西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：刘言
执业证号： S1250515070002
电话：18008367544
邮箱：liuyan@swsc.com.cn

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究发展中心

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn