

传媒行业2023年度策略报告

传统文娱迎接复苏，科技创新拥抱成长

证券分析师 王晓萱

E-MAIL wangxiaoxuan@cnpsec.com

证书编号 S1340522080005

- **2022行情回顾：**2022年内传媒行业指数下跌26.07%，跑输沪深300(-21.63%)，在申万31个子行业中排名第29位。前三季度受疫情反复、宏观经济低迷等因素影响，传媒板块整体业绩承压，估值水平目前处于十年以来的历史低位。**我们认为短期来看传媒行业业绩、估值与宏观经济、行业政策调整高度相关，随着12月以来国内防控政策全面调整以及下半年来政策面的改善，影视院线、游戏、广告有望在23年迎来修复；长期来看，VR/AR、Web3.0、AIGC等科技创新滋生的新消费需求亦有望刺激板块延续成长属性，强势推动行业估值回升。**
- **影视院线：**2022年影视院线板块整体承压，内容端影片积压，渠道端影院营业率维持在低位。12月防疫政策调整后，短期内影院营业率或持续提升；长期来看，影视复苏仍要依靠内容端催化。结合临近档期的影片定档情况，影视院线有望在国内感染高峰过后迎来市场的加速复苏。
- **游戏：**2022年游戏行业存量竞争格局更加显著，上半年受版号尚未恢复叠加宏观经济疲软导致消费意愿下行的影响，市场规模与用户规模首次双降。目前版号审批和发放流程已基本恢复，**我们认为随着政策逆风的消退，结合上市公司重磅新游储备情况，游戏行业有望在23年迎来产品大年。同时，Meta、Pico等国内外VR/AR硬件销量的突破结合国内的政策定调亦有望为内容公司带来新的发展机遇。**
- **广告：**长期来看，广告行业与宏观经济、广告主行业情况呈正相关。结合美国、日本等国的疫后复苏节奏经验，我们认为国内在22Q4、23Q1度过感染高峰后有望实现经济修复，同时游戏、教育、互联网等广告上游行业政策情绪已基本扭转，亦将助力广告主投放需求提振。
- **出版：**22Q3中国图书零售市场码洋同比-13.4%，但细分渠道中，短视频电商逆势+56.69%，短视频渠道通过主播对用户的兴趣激发种草，叠加促销培育了新消费习惯，成为图书行业的新增长引擎。上市公司普遍业绩稳健，资金充足，股息率高，仍可作为防御首选。
- **教育：**供给端，“双减”政策实施以来，K9学科类教培机构基本完成了向素质教育、成人教育、职业教育等方向的转型。需求端，22年国内疫情反复对教育公司线下培训、课程排期带来困难，12月防疫政策调整后需求层面的压制有望得到解除。2022年7月，全国16-24岁人口城镇调查失业率攀升至19.9%，就业岗位的结构缺口结合职业教育鼓励政策的高频出台奠定了未来职业教育行业的快速发展基调。
- **AIGC：**当前全球互联网正从web2.0的网络双向交互向web3.0的人与机器网络全面链接演进，数字内容需求几何式上升，倒逼生产方式迭代。继PGC、UGC后，AIGC应运而生。**AIGC行业目前正处在数据、模型和算力等技术要素的快速迭代中和更多应用场景的探索融合中，且国内外上市公司已围绕AIGC价值链探索出商业模式雏形，AIGC行业有望在技术、场景和资本的支持下实现快速成长。**
- **风险提示：**疫情反复风险；行业政策调整风险；国际经济波动风险；产品项目表现低于预期的风险；新技术、新商业模式推动慢于预期的风险。

目录

1. 2022行情回顾：板块承压，估值处于历史低位
2. 影视：寒冬已过，关注后续影片定档节奏
3. 游戏：23年将迎来产品大年，VR有望加速放量
4. 广告：宏观经济修复在即，静待疫后需求回暖
5. 出版：上市公司业绩稳健，关注短视频渠道新增长引擎
6. 教育：就业缺口+政策定调助力职业教育快速发展
7. AIGC：技术迭代、场景融合、资本加码孕育成长新赛道
8. 风险提示

1

2022行情回顾

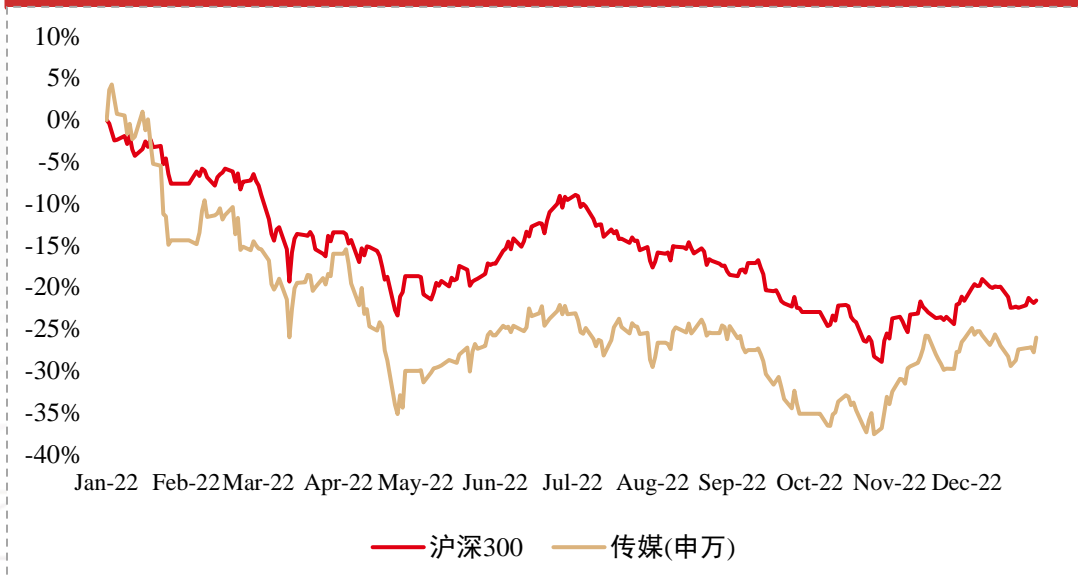
1.1 2022年传媒行业跑输大盘，上市公司业绩承压

1.2 传媒行业估值处历史低位，行业政策与科技创新是影响估值的主要因素

1.1 2022年传媒行业跑输大盘，上市公司业绩承压

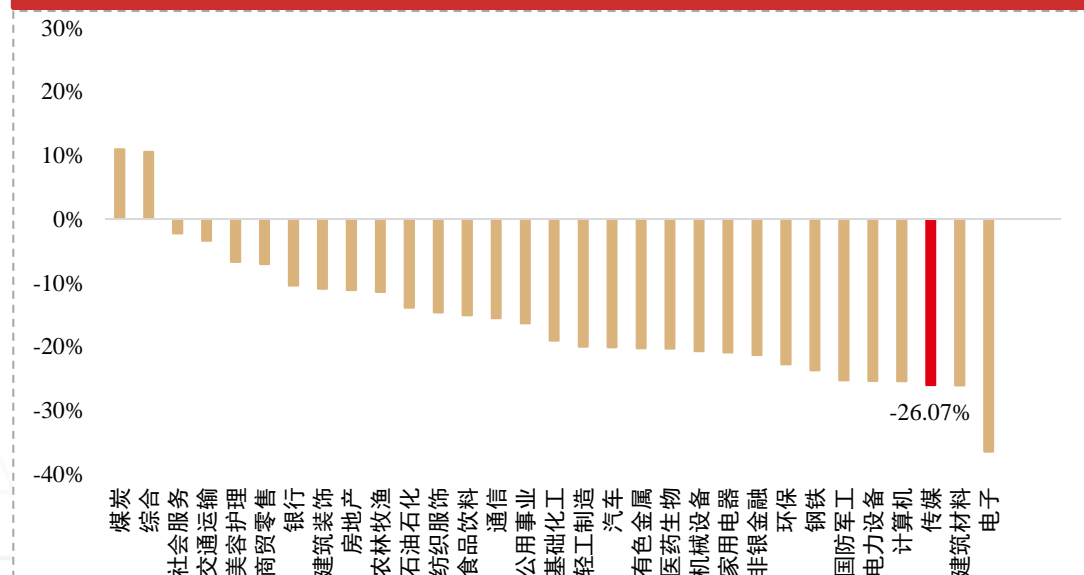
- 2022年传媒行业跑输大盘。** 2022年1月1日至2022年12月30日，传媒行业指数下跌26.07%，同期上证综指、深证成指、创业板指、沪深300指数的涨跌幅分别为-9.05%、-25.86%、-29.37%、-21.63%。在申万31个子行业中，传媒行业排名第29位，整体表现弱于市场平均水平。
- 全年呈波动下跌趋势，11月以来有所回升。** 前三季度受疫情反复、宏观经济低迷等因素影响，需求端用户消费意愿偏弱，同时供给端游戏等行业政策压制尚未解除，传媒板块整体景气度不佳。11月以来伴随防疫政策松动，VR/AR鼓励政策出台以及Web3.0、AIGC等热点概念催化，板块行情有所回升。

图表1：2022年初以来传媒板块跑输沪深300



数据来源：iFind，中邮证券研究所整理

图表2：2022年初以来申万一级各行业涨跌幅中传媒板块居后

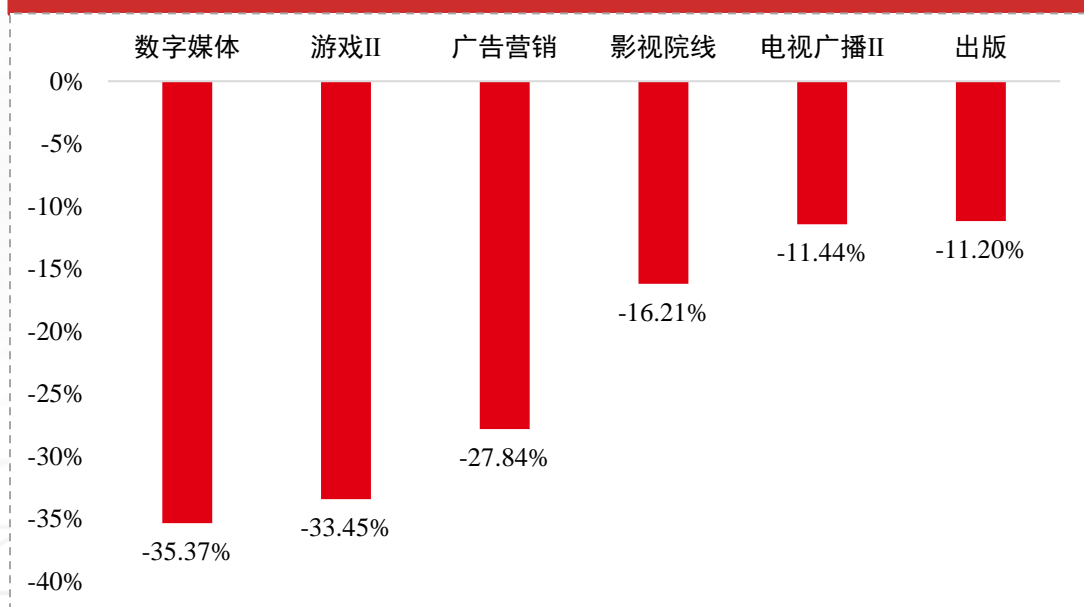


数据来源：iFind，中邮证券研究所整理

1.1 2022年传媒行业跑输大盘，上市公司业绩承压

- **游戏、影视等细分行业跌幅较大。** 游戏行业上半年仍受到版号停发及数量的压制，新品上线排期均受到不同程度的影响；影视、广告行业因受新冠疫情反复影响，消费需求向上动能孱弱。
- **出版、广电防御价值再度显现。** 出版、广电多为国企背景，业务及市场格局相对稳定，2022年跌幅较少，跑赢沪深300。
- **龙头型公司普遍跌幅较大。** 从个股来看，涨幅较高的公司多为Web3.0、AIGC、VR/AR、世界杯等主题概念驱动；而蓝色光标、芒果超媒等龙头型公司2022年前三季度多因业绩承压，普遍跌幅较大。

图表3：2022年以来传媒各细分行业涨跌幅



数据来源：iFind，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

图表4：2022年初以来传媒行业个股涨跌幅

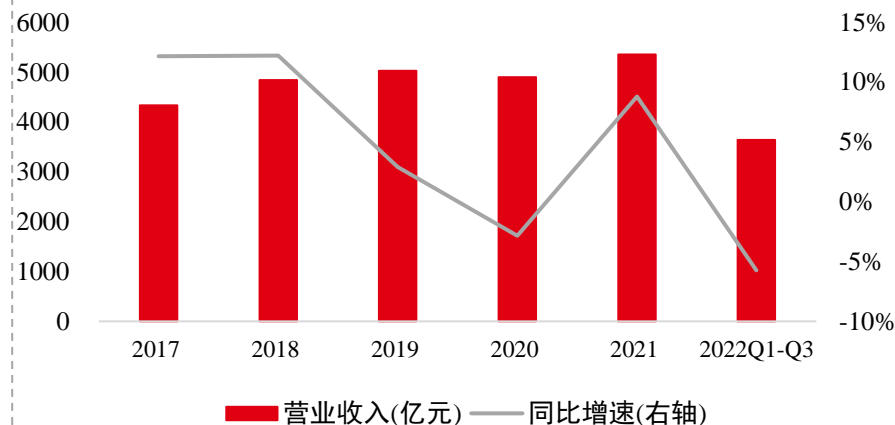
涨幅榜前十名			跌幅榜前十名		
证券代码	证券名称	涨跌幅(%)	证券代码	证券名称	涨跌幅(%)
600996.SH	贵广网络	167.33	300336.SZ	*ST新文	(63.57)
300051.SZ	三五互联	102.67	600242.SH	*ST中昌	(57.88)
002095.SZ	生意宝	66.87	603230.SH	内蒙新华	(57.26)
001330.SZ	博纳影业	65.47	002602.SZ	世纪华通	(54.59)
002306.SZ	中科云网	60.91	301025.SZ	读客文化	(53.35)
300071.SZ	福石控股	60.37	300058.SZ	蓝色光标	(52.75)
600576.SH	祥源文旅	58.65	300392.SZ	*ST腾信	(51.18)
600358.SH	国旅联合	55.66	300805.SZ	电声股份	(51.15)
000529.SZ	广弘控股	42.60	603825.SH	华扬联众	(50.90)
002905.SZ	金逸影视	35.01	002425.SZ	凯撒文化	(50.73)

数据来源：iFind，中邮证券研究所整理

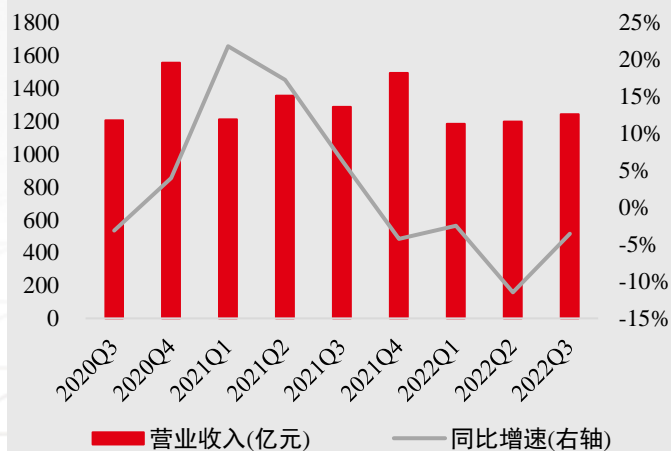
1.1 2022年传媒行业跑输大盘，上市公司业绩承压

- **2022年传媒板块整体业绩承压。**2022年前三季度传媒板块共实现营业收入3642.61亿元，同比下降5.72%；归母净利润291.04亿元，同比下降27.31%。
- **单季度收入环比提升，静待疫后修复。**分季度来看，2022Q1-Q3单季度营收、归母净利润同比均有所下滑，但收入端环比呈现逐季度回升的趋势。四季度以来伴随各项扩大内需鼓励政策出台，版号、防疫等压制因素解除，板块业绩有望在四季度乃至23年实现一定的恢复。

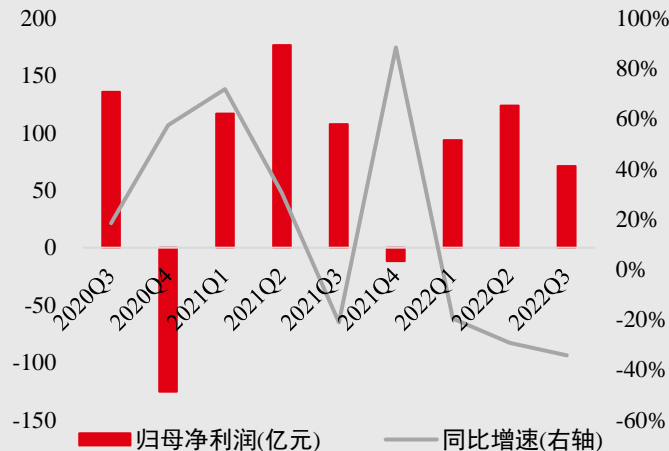
图表5：2017-2022Q1-Q3传媒板块营业收入



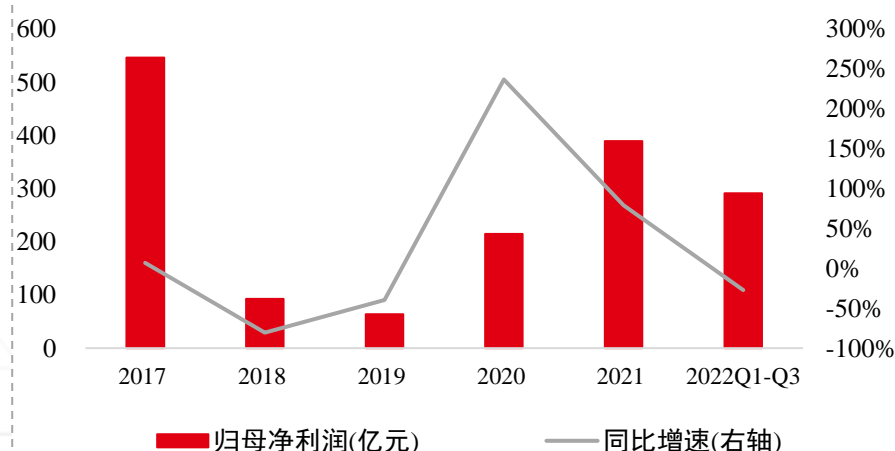
图表7：传媒板块分季度营业收入



图表8：传媒板块分季度归母净利润



图表6：2017-2022Q1-Q3传媒板块归母净利润



数据来源：iFind，中邮证券研究所整理

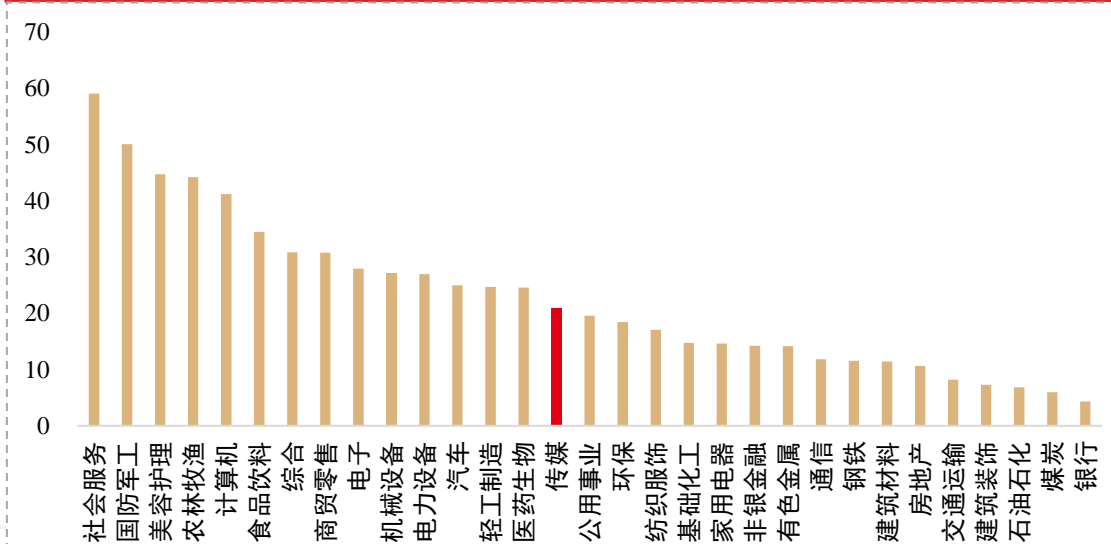
1.2 传媒行业估值处历史低位，行业政策与科技创新是影响估值的主要因素

- **传媒板块估值处十年来较低水平。**截至2022年12月30日，传媒板块的PE(TTM)为31.79倍，与年初的31.49倍基本持平，但仍处于十年以来的较低水平，历史分位点约为28%。
- **短期看，传媒行业估值水平与宏观经济、行业政策的变化高度相关。**5月初美联储加息落地叠加国内疫情阶段性得到控制、11月初《虚拟实现与行业应用融合发展行动计划(2022-2026年)》的出台均推动板块收获了短期的小幅估值抬升。
- **长期看，科技创新滋生的新消费需求依然是推动传媒行业延续成长属性、拔高估值的核心力量。**2014-2015年以4G为代表的移动互联网渗透率的提升是行业估值水平升至高位的主要支撑，2021年以来元宇宙/虚拟人/Web3.0/VR/AIGC等主题概念带来的板块估值回升亦主要体现在市场对于科技成长的预期建立。

图表9：传媒行业PE(TTM)处于十年来较低水平



图表10：传媒在31个申万行业中PE(TTM)剔除负值后排名居中



2

影视院线

2.1 寒冬已过，供给和渠道端有序恢复

2.2 优质内容仍是影响复苏节奏的关键因素

2.3 静待疫情拐点，市场修复可期

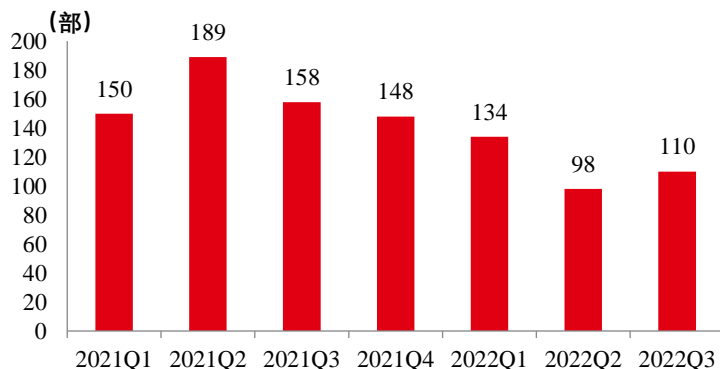
2.4 国内中长期内容储备丰富，关注后续影片定档情况

2.1 影视院线：寒冬已过，供给和渠道端有序恢复

内容供给+放映端双重考验，上半年国内院线表现不佳，Q3回暖迹象明显

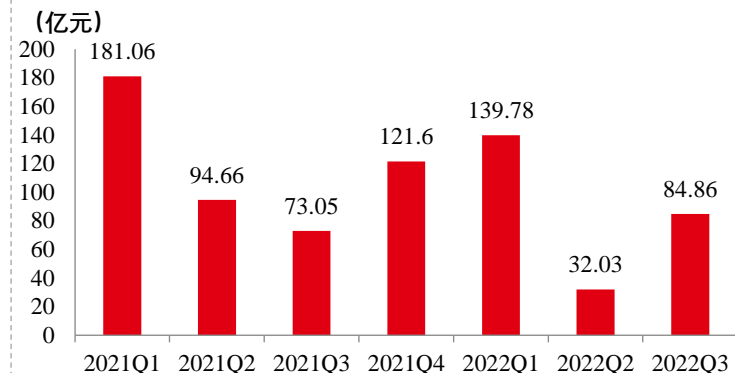
- 考虑到宏观经济和疫情不确定性，内容供给端定档谨慎导致放量迟滞，22H1国产片数量同比下降近4成，进口片补位积极但对票房贡献欠佳；叠加疫情防控政策影响下上半年影院开业受限，22H1票房172亿元，同比下降37.7%。
- 随着复工复产的有序推进，Q3影院营业率回升，虽未恢复至21年水平，但在《独行月球》等优质影片和群众观影热情的加持下，票房收入同比增长16.3%。

图表11：21Q1-22Q3在映电影数量



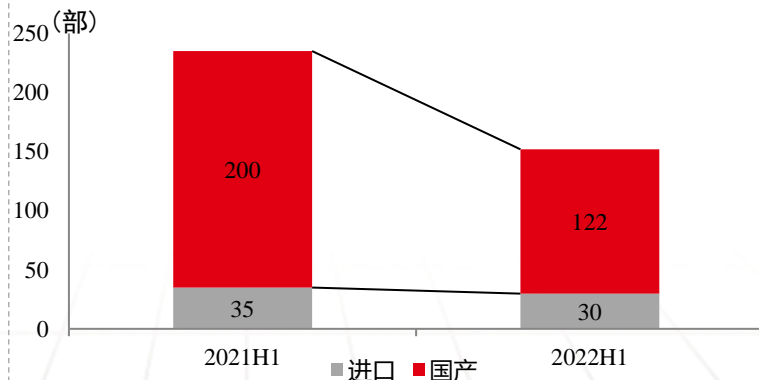
数据来源：艾漫数据，中邮证券研究所

图表12：21Q1-22Q3在映电影票房



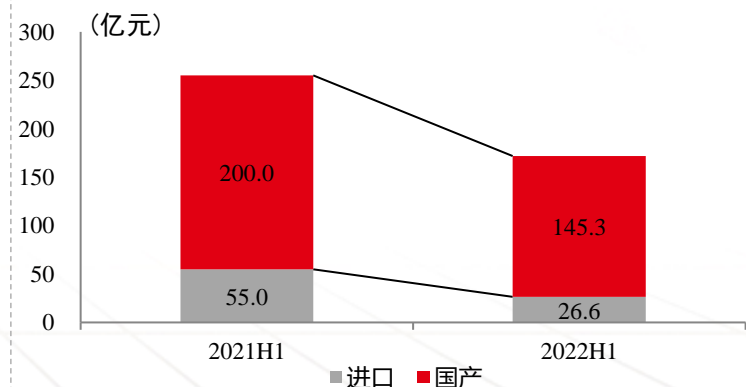
数据来源：艾漫数据，中邮证券研究所

图表13：21H1-22H1上映国产VS.进口片数量



数据来源：艺恩数据，中邮证券研究所

图表14：21H1-22H1上映国产VS.进口片票房

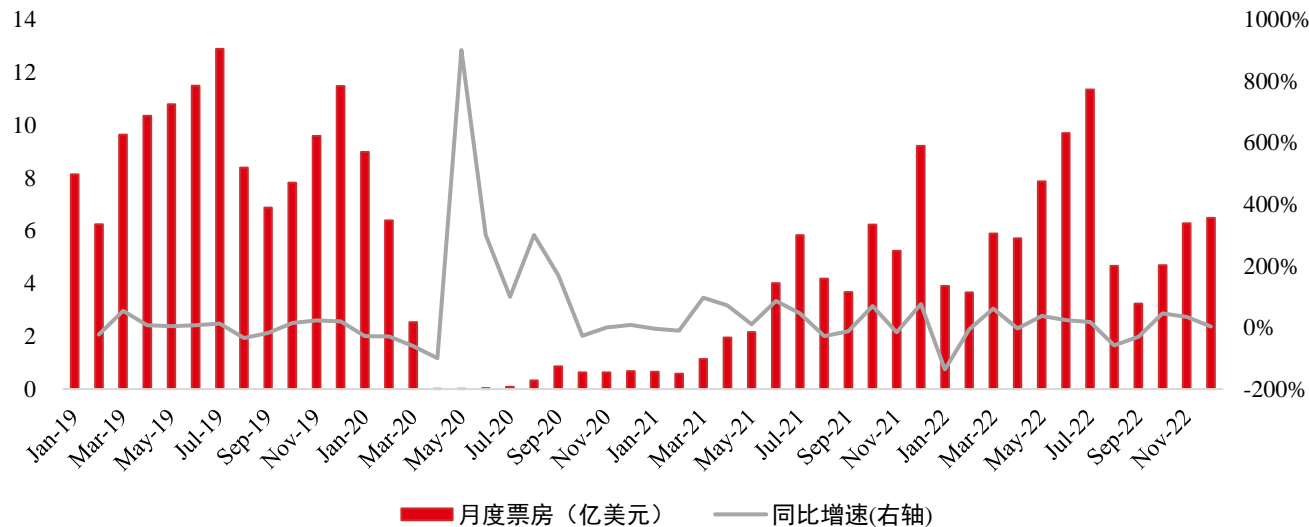


数据来源：艺恩数据，中邮证券研究所

2.2 影视院线：优质内容仍是影响复苏节奏的关键因素

- **参照美国防疫政策放开与电影票房复苏节奏，放开后的票房显著回暖约在政策发布的1-2个季度之后。**2019年疫情前美国电影月度票房基本保持在8-12亿美元，2020年1-4月居家令期间数据断崖式下跌。直至2021年1月和11月逐步放开国内学校、经济、旅游业和入境限制，票房数据开始恢复，但放开后的1-2个季度票房仍显承压，第三季度则呈现显著回暖。
- **北美票房的恢复与头部影片上映节奏高度相关。**由于电影拍摄等上游产能恢复较慢，内容供给难以短时间内迅速恢复至疫情前水平。2019年北美上映910部影片，2022年上映数量为491部，仅恢复半数。2021年12月和2022年5-7月票房数据的上升主要是来自《蜘蛛侠：英雄无归》《壮志凌云2：独行侠》《小黄人大眼萌：神偷奶爸前传》等头部影片上映的拉动。

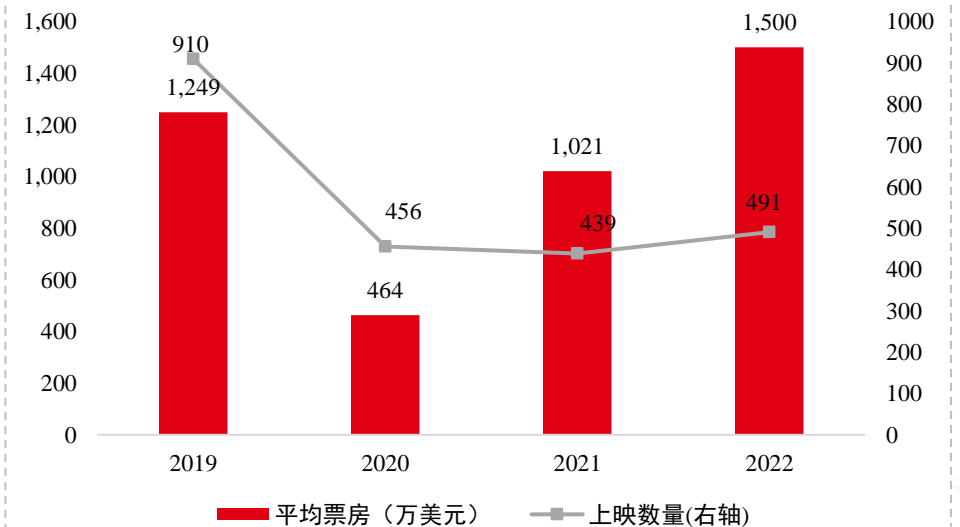
图表15：2019-2022年北美电影票房月度数据



资料来源：Box Office Mojo, 中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表16：2019-2022北美电影上映数量及平均票房

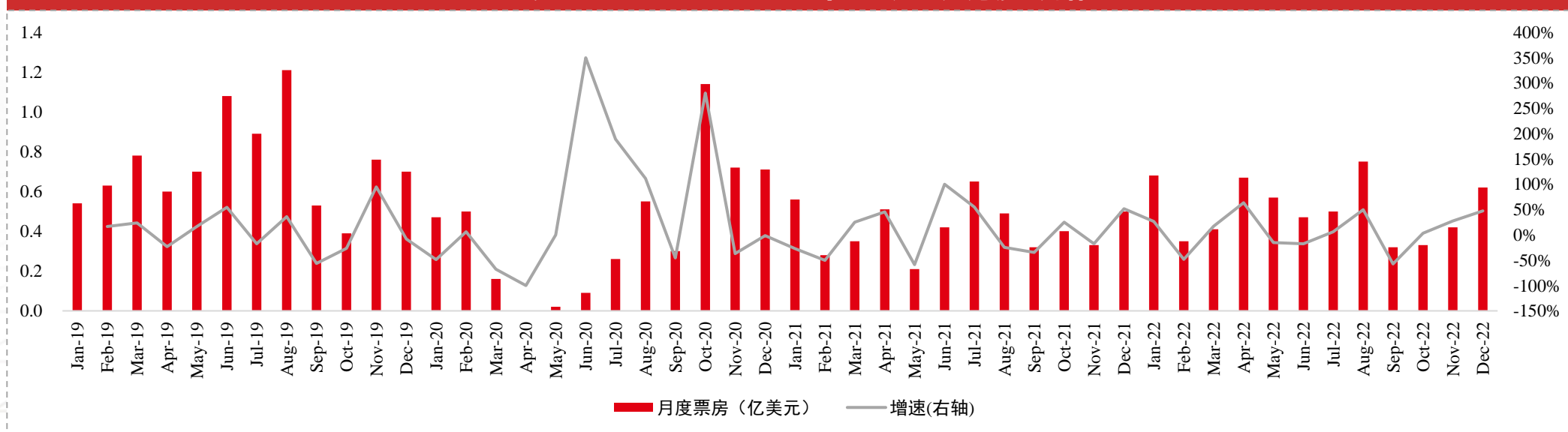


资料来源：Box Office Mojo, 中邮证券研究所

2.2 影视院线：优质内容仍是影响复苏节奏的关键因素

- **日本电影市场的复苏相对平稳，但滞后性和头部影片带动作用同样明确。**与欧洲相比，日本与中国同为非英语系国家，且主要依赖本土内容。由于日本热门电影中半数以上为动画电影，动画电影因无需实景拍摄在疫情中供给相对有韧性，因此日本电影市场的复苏节奏比较平稳，但在2020年5月下旬的第一次解封后的复苏也经历了1-2个季度的滞后。头部影片同样影响了市场的复苏节奏，2020年10月票日本房的显著拉升主要来自于现象级影片《鬼灭之刃：无限列车篇》的上映。
- **总体而言，感染高峰过渡期和优质内容的供给决定了票房的疫后复苏节奏。**参照美国和日本放开后的复苏节奏，居民观影习惯在经历1-2个季度感染高峰后基本能够得以重建，头部影片的上映仍然是拉动票房回升的关键因素。

图表17：2019-2022日本电影票房月度数据



资料来源：Box Office Mojo，中邮证券研究所

2.3 影视院线：静待疫情拐点，市场修复可期

- **电影业纾困政策频出，但疫情放开后观影主观意愿低，短期渠道端仍承压。**管控放开后将逐步达到感染比例高峰，我们认为出于健康担忧，群众或将短时间内自发减少进入影院等人流量大的密闭空间。近日上映的《阿凡达·水之道》在映前关注度和讨论度颇高，而票房不及预期，或与群众自发性观影频率减少、感染人数攀升有关。**中长期来看，前期受疫情影响，但各家内容储备丰富，定档/疫情拐点后或迎来修复。**

图表18：2022年以来国家及各地方政府针对影院推出纾困政策

时间	适用地区	文件	纾困措施
2022年8月	全国	《国家电影局关于开展2022年电影惠民消费季的通知》	联合多家电影票务平台发放共计1亿元观影消费券，深挖农村电影消费潜力，推动减税退税、社保费缓缴、房租减免、用电阶段性优惠、营业中断类保险等纾困政策落地。
2022年7月	江西省	《江西省人民政府办公厅印发关于进一步帮扶文旅企业纾困发展若干措施的通知》	推进电影院复工复产,按照每个座位15元的标准,发放一次性疫情专项补贴。
2022年6月	上海市	《关于申报上海市电影院疫情停业补贴的通知》	对因疫情管控暂停营业、承诺愿意按照全市统一部署及时恢复营业的专营商业影院,给予适当补贴和支持。
2022年5月	江苏省	《关于我省电影行业相关助企纾困政策的服务指南》	专资安排1000万元为符合条件的贷款企业提供贷款贴息、担保费补贴和风险补偿。
2022年4月	浙江金华	《关于支持市场主体平稳健康发展的政策意见》	当地将按座位数给予影院6个月的补助，每座每月25元。
2022年3月	浙江温州	《关于应对新冠肺炎疫情进一步帮助市场主体纾困解难30条措施》	包括对实体书店、影院的支持措施，其中影院按座位数予以6个月（一、二季度）每座每月25元的补助。

资料来源：政府网站，公开资料，中邮证券研究所

2.4 国内中长期内容储备丰富，关注后续影片定档情况

■ 2022年各地疫情高发导致大量影片改档或撤档，国内已储备大量满足上映条件的影片。待映影片中，观众对《流浪地球2》、《平原上的火焰》和《超能一家人》等影片的期待较高，头部影片有望在复工初期成为促使观众重回影院的催化剂，加速影院回暖。

■ 进口影片方面，《阿凡达2》的上映体现了国内对海外优秀影片来华报审的开放态度，对国内乃至全球电影市场的长期稳定输出亦释放了提振市场信心的积极信号。

图表19：国内待映影片一览

影片	题材	导演	主演	出品方	发行方	猫眼想看人数	上映日期
龙珠超：超级人造人	动画、动作、冒险	儿玉彻郎	野泽雅子、古川登志夫、久川绫	日本东映动画株式会社	中国电影、华夏电影发行	46628	2023.1.6
极速保镖	动作、剧情	王星哲	王清亭、唐昕、李炳雷	印度拉希米·沙玛电视	中国电影	3485	2023.1.6
女生规则	剧情、悬疑	阿尼鲁德·罗伊·乔杜里	阿米达普·巴强、塔丝·潘努、基尔蒂·库哈里	西安星道影视、天津汉裕影业、苏州冬青木影	山西菲尔幕	4120	2023.1.6
流浪地球2	科幻、冒险、灾难	郭帆	吴京、刘德华、李雪健	中国电影、郭帆影业、北京登峰国际、中影创意	-	708152	2023.1.22
无名	剧情、历史、悬疑	程耳	梁朝伟、王一博、周迅	博纳文化、喜悦电影	-	272199	2023.1.22
满江红	悬疑、喜剧、剧情	张艺谋	沈腾、易烜千玺、张译	欢喜传媒、艺树影业、天津猫眼、北京光线、开心麻花影业、中国电影	-	262700	2023.1.22
熊出没·伴我“熊芯”	动画、喜剧、科幻	林勇长、邵和麒	张秉君、谭笑、张伟	华强方特、横店影视、中国电影、万达电影、联瑞影业	-	170439	2023.1.22
再看我一眼	剧情、爱情	陈天爱	范事成、卢梦琳、邹梓越	贵州华耀、继红影视	双子童话	1100	2023.2.14
超能一家人	喜剧、奇幻、动作	宋阳	艾伦、沈腾、陶慧	开心麻花影业、中国电影、阿里巴巴影业	-	706024	2023待映
平原上的火焰	爱情、犯罪	张骥	周冬雨、刘昊然、梅婷	上海猫眼、天津猫眼、北京无限自在、潇湘电影、突燃影业	-	355885	2023待映
检察风云	剧情、犯罪	麦兆辉	黄景瑜、白百何、王丽坤	最高人民检察院影视、文投控股、家家久文化	华文映像、华夏聚德、文韵华夏、长影集团	278098	2023待映
维和防暴队	动作、剧情	李达超	黄景瑜、王一博、钟楚曦	中中影业、捷成星纪元、万达影视、文采文化	-	274603	2023待映
暗杀风暴	犯罪、悬疑	邱礼涛	张智霖、古天乐、吴镇宇	银都机构、昇格传媒、淘票票、爱奇艺、无限自在、畅想新影	-	241666	2023待映
回廊亭	犯罪、悬疑、爱情	来牧宽	任素汐、刘敏涛、李传缨	天马映像影业、向上影业	天津猫眼、中影创意	231664	2023待映
热烈	剧情	大鹏	黄渤、王一博	儒意影业、他城影业、淘票票、瀚纳影业、中国电影	-	164775	2023待映
断网	犯罪、剧情、动作	黄庆勋	郭富城、任达华、林家栋	银都机构、昇格传媒、无限动力、寰亚电影、联瑞影业	-	161144	2023待映
风再起时	犯罪、剧情、动作	翁子光	郭富城、梁朝伟、杜鹃	大地电影、美亚娱乐、博纳影业	-	160394	2023待映
前任4：英年早婚	爱情、喜剧	田羽生	韩庚、郑凯、于文文	华谊兄弟、新圣堂影业	-	160018	2023待映
深海	奇幻、动画	田晓鹏	苏鑫、王亭文	光线影业	-	153377	2023待映
惊天救援	剧情、灾难	彭顺	杜江、王千源、佟丽娅	亚太华影、寰宇、联瑞影业	-	125595	2023待映
请别相信她	喜剧、爱情	杨沅翰	章若楠、吴昱翰、吴彦姝	大地电影、天津猫眼、中铭视界影业、天幕星映、几简文化、影聚天下、金逸传媒	-	119636	2023待映
巨齿鲨2：深渊	动作、科幻、冒险	本·维特利	吴京、杰森·斯坦森、蔡书雅	华人影业	-	112418	2023待映
念念相忘	青春、爱情	刘雨霖	刘浩存、宋威龙、卜冠今	-	-	101135	2023待映
龙马精神	喜剧、动作、剧情	杨子	成龙、刘浩存、郭麒麟	阿里巴巴影业、海润电影、横店影视、中国电影、复逸文化	-	87377	2023待映
绑架游戏	剧情、悬疑、犯罪	张哲	彭昱畅、胡冰卿、姚橹	-	-	83408	2023待映
中国乒乓之绝地反击	剧情、运动	邓超、俞白眉	邓超、孙俪、阿如那	恒业影业、爱奇艺、橙子映像	-	68261	2023待映
交换人生	喜剧、家庭、奇幻	苏伦	雷佳音、张小斐、张宥浩	儒意影业、甜橙影业、阿里巴巴影业、光线影业、	-	67627	2023待映
忠爱无言2	剧情、家庭	谈宜之	七福、张浩庭、金巧巧	1895影视传媒、博桥影业、星辰宏景影业	-	62927	2023待映
拯救嫌疑人	犯罪、悬疑、剧情	张末	张小斐、李鸿其、惠英红	恐龙影业、天津猫眼、横店影视、泰洋川禾、天津猫眼	东方晨翔	57667	2023待映

资料来源：猫眼专业版，中邮证券研究所

3

游戏

- 3.1 移动游戏增速下滑，端游企稳回升
- 3.2 版号发放恢复常态化，主要公司迎来产品大年
- 3.3 海外主要地区蓝海变红海，沙特等新兴市场值得关注
- 3.4 政策为核，硬件先行，VR游戏市场有望加速放量
- 3.5 重点公司投资建议

3.1 游戏：移动游戏增速下滑，端游企稳回升

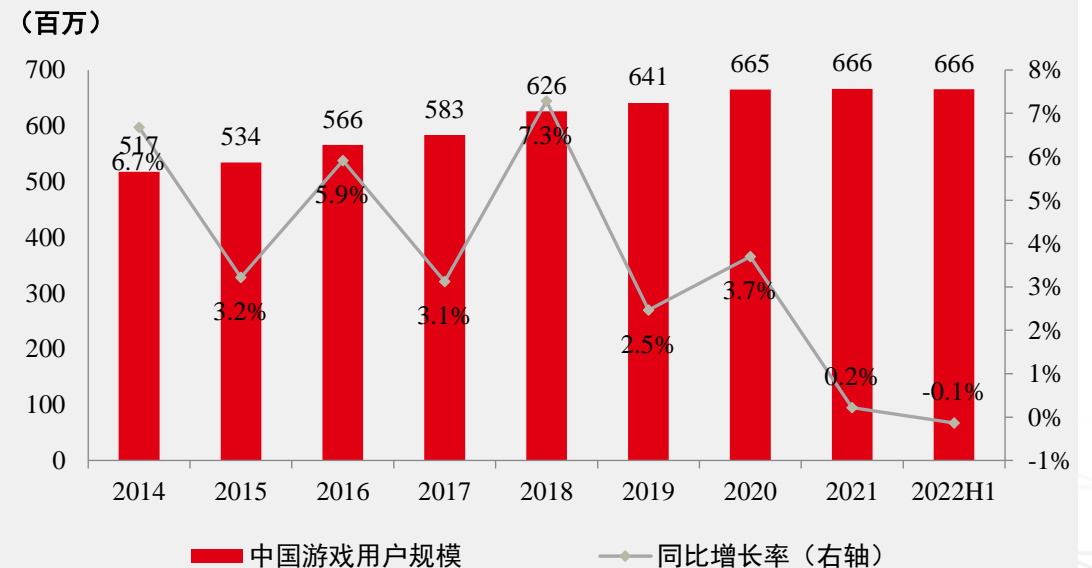
国内游戏市场增速下滑，用户渗透率基本达到饱和点

- **国内游戏市场规模萎缩，或由于供需双弱。** 供给端2022年上半年政策压制明显，22年4月版号恢复发放前存在新游空档期，长线产品流水亦有自然滑落；需求端，疫情扰动叠加宏观经济疲软导致消费意愿下行，冲击游戏流水。
- **中国游戏用户规模已见顶，游戏发行陷入存量竞争。** 2019年以来，中国游戏用户规模增长率常年维持在低个位数，疫情刺激下亦未有明显改观。考虑到中国的人口结构，未来用户规模增长仍不乐观，厂商对存量用户的竞争为大概率事件，新游发行对老游的影响将逐步增强。

图表20：2022年国内游戏市场规模同比下滑



图表21：中国游戏用户规模已经见顶



数据来源：中国音数协游戏工委 (GPC)，伽马数据，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

3.1 游戏：移动游戏增速下滑，端游企稳回升

- **移动游戏市场规模萎缩，多因素影响下疲态已现。**根据伽马数据，22Q3移动游戏市场创下近5个季度最低市场规模记录，用户付费能力与活跃市场均有下降。我们认为除宏观逆风外，疫情放开对消费者行为模式的影响亦有可能干扰22Q4的市场表现。长期来看，短视频等新的线上娱乐业态在“杀时间”方面表现出色，亦对游戏市场产生挤占。
- **端游市场规模逆势上升。**22Q3客户端游戏收入环比、同比均有小幅上涨，在大环境逆风时表现稳定。我们认为，这与先前手游蓬勃发展大幅提升用户覆盖率、部分玩家转向中重度游戏而产生的替代效应有关。

图表22：2022年移动游戏市场规模同比下滑



图表23：客户端游戏市场规模企稳回升

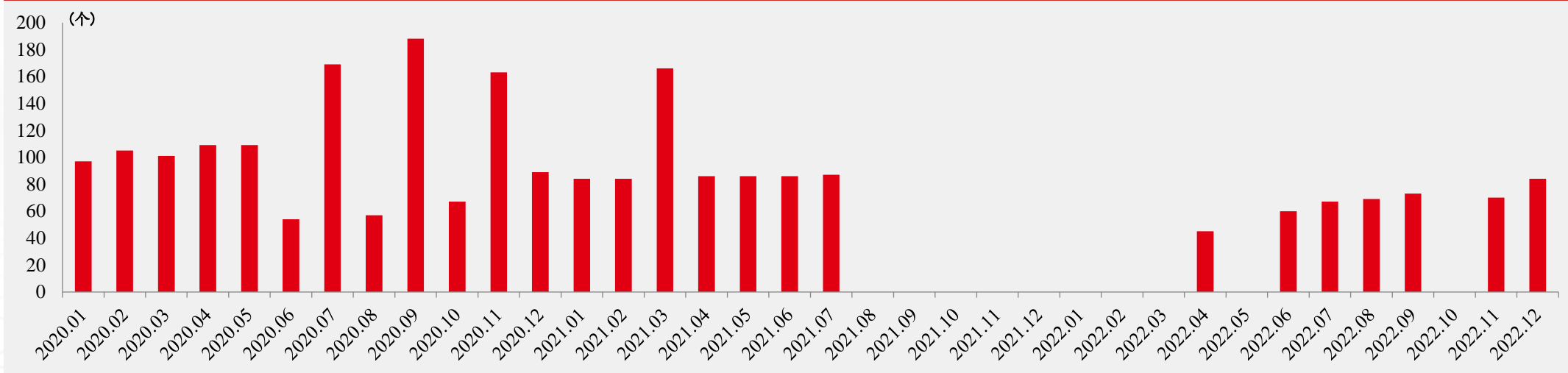


数据来源：中国音数协游戏工委 (GPC)，中国游戏产业研究院，伽马数据，中邮证券研究所整理

3.2 游戏： 版号发放恢复常态化， 主要公司迎来产品大年

- **政策逆风已然消退， 版号趋于常态化发放。** 2022年4月版号重发后， 截至目前共发放7批总计468款版号， 其中5月、 10月未发放， 平均每期发放67款版号， 每期数量较停发前略有减少。 目前版号审批和发放流程已基本恢复， 我们认为行业规范化将有利于行业出清和头部厂商保持自身竞争力， 政策逆风已基本消退， 供给端恢复常态化。
- **上市公司储备丰富， 2023年多为产品大年。** 一方面， 经历版号停发后， 头部厂商大多延期新游上线计划； 另一方面， 多家 pipeline 规划中产品周期也将迭代， 重磅新游多集中于2023年， 预计游戏行业上市公司明年将迎来“百花齐放”。

图表24： 2022年4月至今版号恢复常态化发放



资料来源：国家新闻出版署， 中邮证券研究所整理

3.3 游戏：海外主要地区蓝海变红海，沙特等新兴市场值得关注

游戏出海增速放缓，主要市场竞争加剧

- 出海游戏由深入广，各品类竞争力提升。策略、角色扮演、射击依然是主力类型，余下市场份额中，每年有不同游戏类型成绩凸显。
- 深耕主要出海地区，同步拓展新兴市场。美、日、韩传统地区合计占比逐年下降，沙特等地区市场份额攀升。

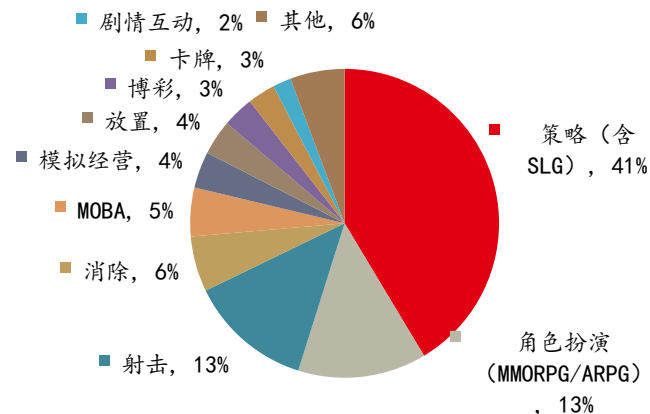
图表25：海外游戏市场正从蓝海转向红海



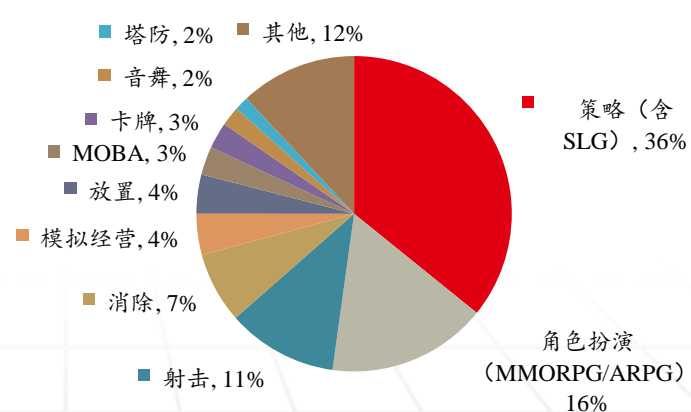
资料来源：游戏工委，中国游戏产业研究院，伽马数据，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

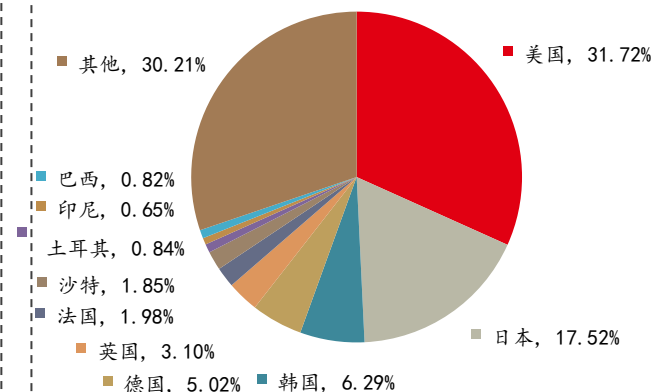
图表26：中国自研移动游戏海外市场收入前100类型收入占比 (2021)



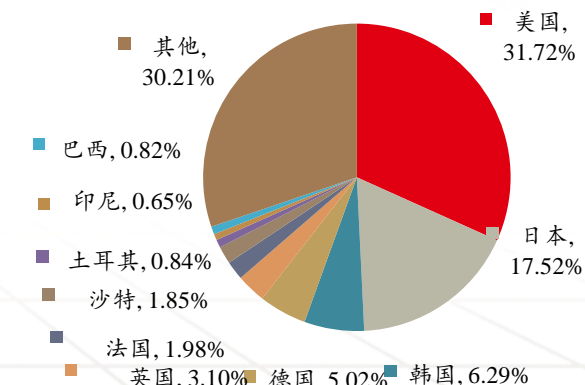
图表27：中国自研移动游戏海外市场收入前100类型收入占比 (22H1)



图表28：中国自研移动游戏海外重点地区收入占比 (2021)



图表29：中国自研移动游戏海外重点地区收入占比 (2022H1)



3.4 游戏：政策为核，硬件先行，VR游戏市场有望加速放量

- **高速增长：**11月，工信部、教育部等五部门联合印发《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022—2026年）》，明确提出到2026年，我国虚拟现实产业总体规模超过3500亿元，虚拟现实终端销量超过2500万台的整体目标。基于此，IDC预测2021-2026年中国AR/VR市场将以42.2%的CAGR保持高速增长，在涨幅方面超越美国和西欧等其他八个区域，位列全球首位。
- **硬件先行：**中国AR/VR头显市场的硬件产品升级趋势仍在延续，根据IDC最新预测数据，硬件市场五年预测期内将以47.8%的复合增长率稳步增长，并持续占据中国AR/VR市场支出份额的一半以上

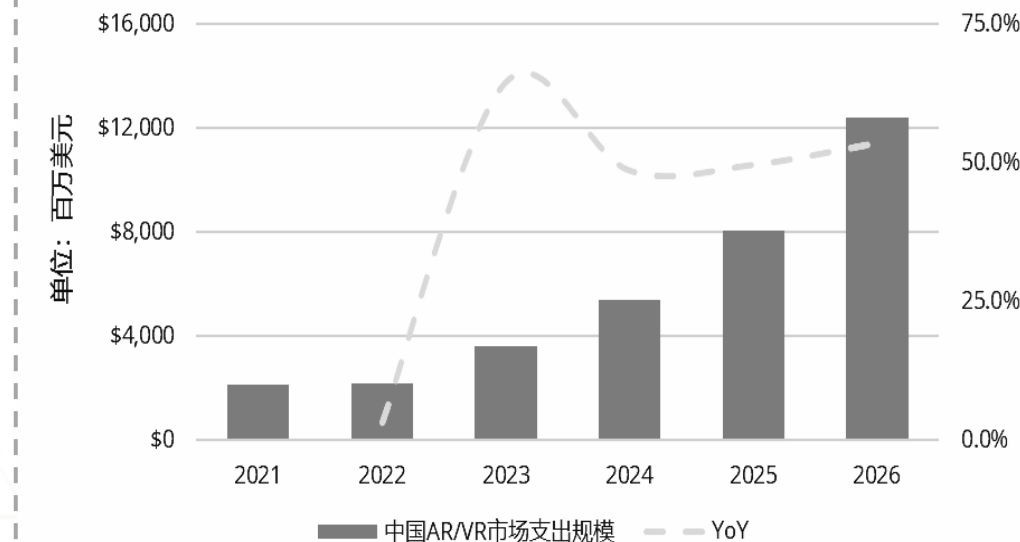
图表30：2022年以来虚拟现实技术相关鼓励政策

发布时间	政策出处	政策内容
2022.11	《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划(2022-2026年)》	强调顺应新一轮科技产业革命和数字经济发展趋势，以虚拟现实核心软硬件突破提升产业链韧性，以 虚拟现实 行业应用融合创新构建生态发展新局面，为制造强国、网络强国、文化强国和数字中国建设提供有力支撑。 到2026年我国虚拟现实产业总体规模（硬件、软件与应用）超过3500亿元，虚拟现实终端销量超过2500万台。
2022.05	《关于推动外贸保稳提质的意见》	积极应用 虚拟现实(VR)、增强现实(AR) 、大数据等技术,优化云上展厅、虚拟展台等展览新模式,智能对接供采,便利企业成交。
2022.04	《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	推进第五代移动通信(5G)、物联网、云计算、人工智能、区块链、大数据等领域标准研制,加快超高清视频、互动视频、沉浸式机频、云游戏、 虚拟现实、增强现实 、可穿戴等技术标准预研,加强与相关应用标准的衔接配套。
2022.01	《“十四五”特殊教育发展提升行动计划》	鼓励有条件的地方充分应用互联网、云计算、大数据、 虚拟现实 和人工智能等新技术,推进特殊教育智慧校园、智慧课堂建设。
2022.01	《“十四五”旅游业发展规划的通知》	加快推动大数据、云计算、物联网、区块链及5G、北斗系统、 虚拟现实、增强现实 等新技术在旅游领域的应用普及,以科技创新提升旅游业发展水平。
2022.01	《“十四五”数字经济发展规划》	创新发展“云生活”服务,深化人工智能、 虚拟现实 、8K高清视频等技术的融合,拓展社交、购物、娱乐、展览等领域的应用,促进生活消费品质升级。

资料来源：各中央及部委官方网站，前瞻产业研究院，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

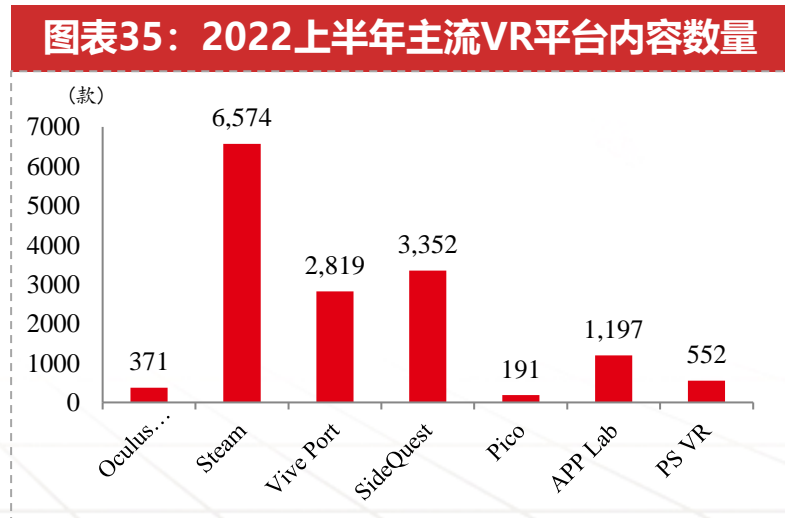
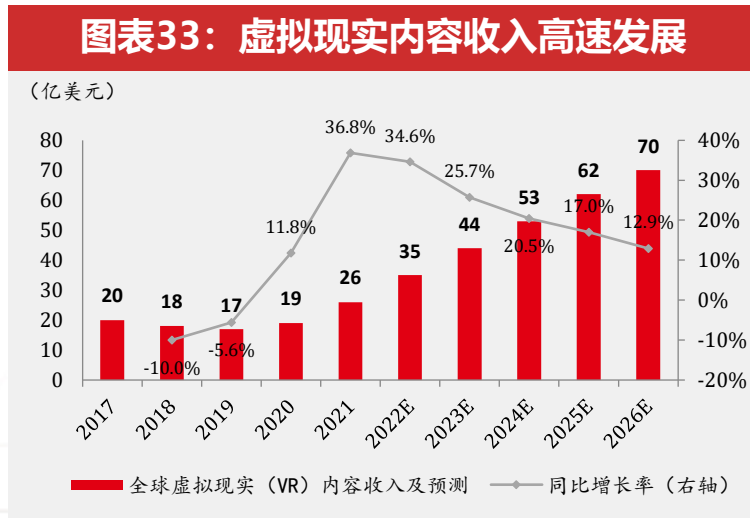
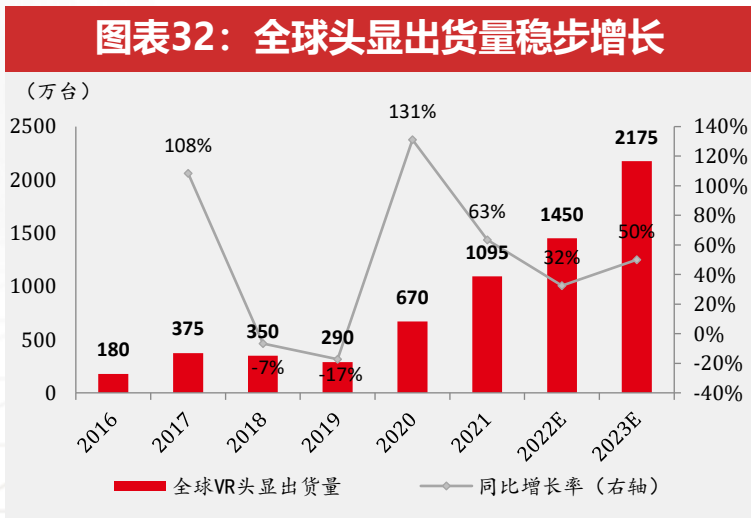
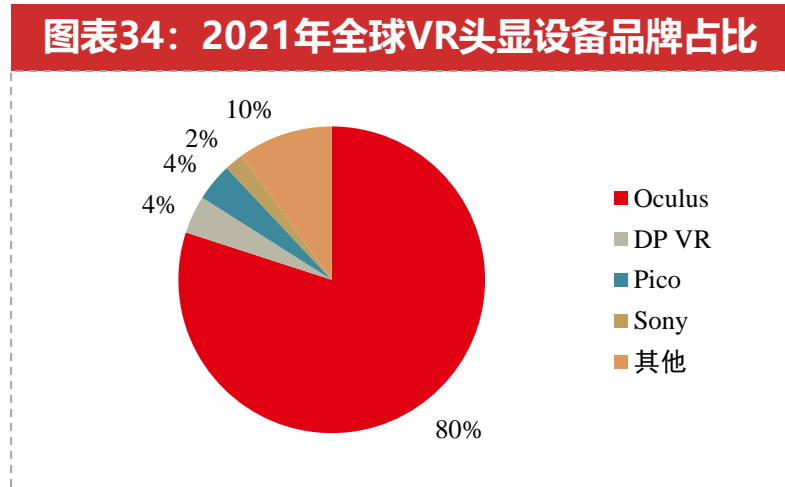
图表31：中国AR/VR市场支出预测，2021-2026



资料来源：IDC，中邮证券研究所整理

3.4 游戏：政策为核，硬件先行，VR游戏市场有望加速放量

- **Metaverse概念带动产业景气度，2026年全球消费者有望拥有7000万套VR头显。** Omdia数据显示，2021年全球虚拟现实内容收入约26亿美元，较2020年增涨36.84%。随着技术迭代、硬件设备轻量化和信息消费升级，预计头显出货量持续攀升。
- **内容消费潮水渐起，主流平台游戏数量仍待扩充。** 根据中国信通院《虚拟（增强）现实白皮书》，2022年全球仍处于由“部分沉浸”向“深度沉浸”过度的产业转型期，技术和硬件发展将带动内容规模上量和生态繁荣，头显放量后Pico等头部平台产品数量有望跟进。



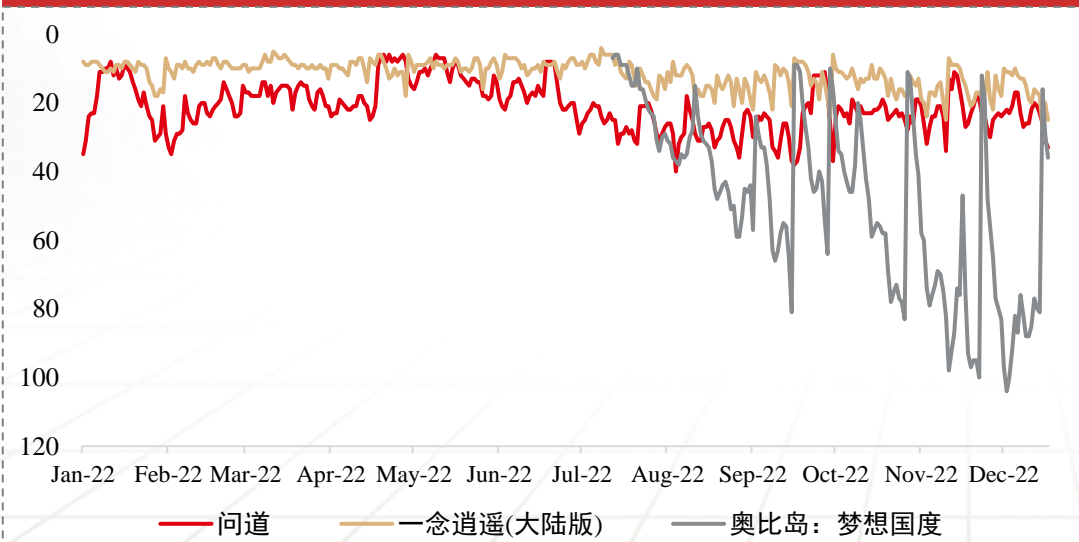
资料来源：IDC，VR陀螺，Omdia，智研咨询，中邮证券研究所整理

3.5 游戏：重点公司投资建议

吉比特 (603444.SZ)：核心游戏长线运营，新品储备丰富，23年有望迎来产品大年

- **核心游戏长线运营，22Q3业绩回归正增长。**22年以来《问道手游》《一念逍遥(大陆版)》iOS畅销榜排名稳定在40名以内，业绩基本盘牢固。《奥比岛：梦想国度》版本规律迭代推动排名、流水活跃攀升，亦有望实现长线运营。
- **后续产品储备丰富，多款规划23年上线。**自研方面，9款立项产品重点发力放置挂机类，涵盖魔幻、修仙、宠物等多元题材，其中《超喵星计划》已取得版号，将由青瓷游戏运营。代理方面，公司拥有《黎明精英》《新庄园时代》《失落四境》《皮卡堂》《封神幻想世界》《Project S(代号)》等多款储备，其中前4款已获版号。《新庄园时代》《超喵星计划》《重装前哨》海外版、代号M66海外版等多款规划将于23年上线，有望贡献可观业绩增量。
- **盈利预测：**我们预计公司2022-2024年的营业收入为51.06/60.15/70.62亿元，同比+11%/+18%/+17%；归母净利润为13.14/15.87/19.21亿元，同比-11%/21%/21%。

图表36：核心游戏畅销榜排名稳定，《奥比岛》版本规律迭代



数据来源：七麦数据，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

图表37：公司已公布的部分自研及代理产品储备

产品名称	品类	题材	研发商	发行商	有无版号
黎明精英	RogueLike射击	末日	中青宝	吉比特	有
新庄园时代	模拟经营	田园	上游网络	吉比特	有
失落四境	冒险RPG	东方奇幻	之幻网络	吉比特	有
皮卡堂	模拟经营	梦幻童年	爱扑网络	吉比特	有
超喵星计划	放置养成	宠物	吉比特	青瓷游戏	有
封神幻想世界	RPG	修仙	广州尚游	吉比特	无
律动轨迹	音乐节奏	二次元	鸽游	吉比特	无
神都厨王号	模拟经营	古风商业	-	吉比特	无
ProjectS	RPG/SLG/RogueLike	西游	-	吉比特	无

数据来源：公司公告，TapTap，中邮证券研究所整理

3.5 游戏：重点公司投资建议

恺英网络 (002517.SZ)：传奇奇迹保证高收益，超前布局VR孕育高成长

- **传奇奇迹筑基，创新品类打造品牌，两条产品线定位清晰。** 奇迹类游戏《天使之战》流水表现亮眼，助力公司22年前三季度业绩大幅提升。23年新品储备丰富，《龙腾传奇》《山海浮梦录》《归隐山居图》《纳萨力克之王》《仙剑奇侠传：新的开始》已获版号。
- **顺应VR产业进阶浪潮，超前布局VR硬件与内容。** 硬件方面，公司投资的大朋VR12月下旬推出面向C端用户的游戏级PC VR产品大朋E4。内容方面，公司在22年初联手幻世科技成立VR内容子公司，目前已有一款动作竞技类VR游戏在研，有望在23年中上线。
- **治理问题出清，业绩目标明确。** 公司大股东股权问题已在22年基本得到解决，最新一期员工持股计划为22、23年定下在21年扣非后归母净利润基础上增长100%、160%的目标，彰显公司业绩信心。我们预计公司2022-2024年的营业收入为34.21/45.28/58.05亿元，同增44%/32%/28%；归母净利润为10.49/14.10/18.95亿元，同增82%/34%/34%。

图表38：大股东王悦股权已降至2.68%，治理问题基本出清

过户完成时间	原持股股东	过户股票占公司股本比例	王悦及其一致行动人剩余持股比例	过入方
2021/9/30	骐飞投资	0.18%	21.44%	沈军、陈永聪、杨吴月
2022/6/2	王悦	0.99%	20.46%	金锋
2022/9/5	王悦	0.51%	19.95%	沈军、陈永聪、杨吴月
2022/9/17	王悦	3.01%	16.94%	金锋
2022/9/23	王悦	2.56%	14.38%	江西贪玩信息技术有限公司
2022/10/18	王悦	1.18%	13.19%	张峰
2022/10/19	王悦	5.23%	7.97%	绍兴安崧企业管理合伙企业
2022/10/25	王悦	2.90%	5.07%	张宇
2022/11/16	王悦	2.39%	2.68%	王杰

资料来源：公司公告，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

图表39：恺英网络2023年部分产品储备

产品名称	品类	题材	研发商	发行商	有无版号
龙腾传奇	MMORPG	传奇	恺英网络	-	有
山海浮梦录	卡牌养成	东方仙侠	恺英网络	-	有
归隐山居图	放置经营	古风田园	恺英网络	-	有
仙剑奇侠传：新的开始	RPG卡牌	仙侠	-	-	有
盗墓笔记	ARPG/Roguelike	悬疑	恺英网络	-	无
妖怪正传2	RPG卡牌	国风二次元	数字浣熊	恺英网络	无
斗罗大陆	RPG	玄幻	恺英网络	-	无
龙神八部之西行纪	RPG	西游	-	-	无

资料来源：公司公告，TapTap，中邮证券研究所整理

3.5 游戏：重点公司投资建议

网龙 (0777.HK)：核心IP游戏续作即将上线，教育业务亏损收窄拐点将至

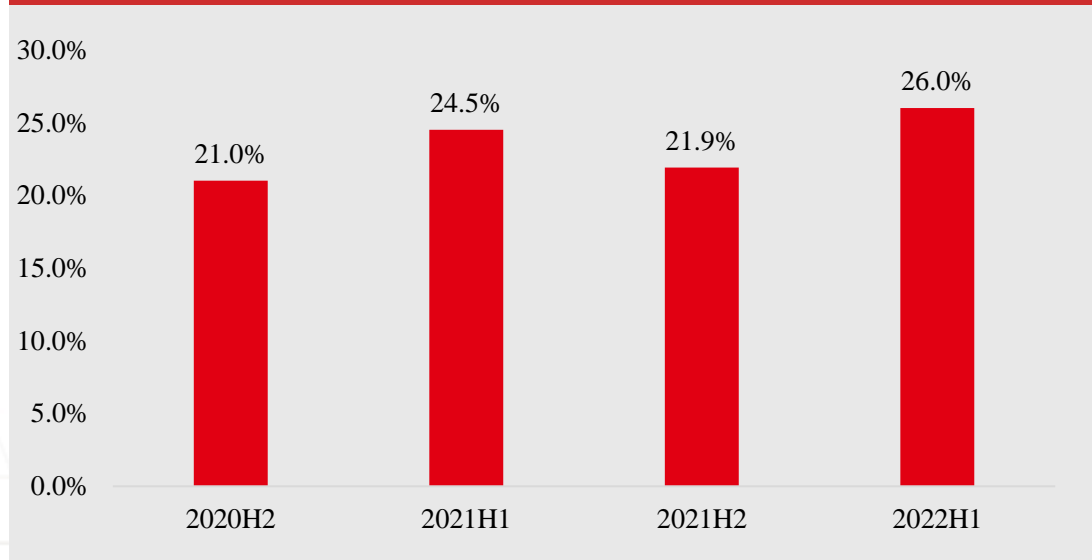
- **游戏业务：核心IP用户庞大，后续版本支撑可持续成长。** 公司22年无新游上线，游戏业务营收利润个位数小幅下滑。23年产品储备丰富，拥有巨量IP用户基础的《魔域手游2》及《尼奥宠物：三消》有望在23Q1推出，为23年游戏业务贡献增量。
- **教育业务：保持IFPD海外市占率第一，亏损收窄拐点将至。** 子公司普罗米修斯多年保持海外K12互动平板市场领导者地位，22H1市占率环比+4.1pct至26%。公司与埃及政府签署的9.4万台平板合同22H2开始供货，教育业务亏损有望进一步收窄乃至扭亏。
- **盈利预测：** 我们预计2022/2023/2024年公司营业收入为83.15/97.66/112.75亿元，同增18%/17%/15%；归母净利润为12.65/17.25/20.87亿元，同增19%/36%/21%。

图表40：核心IP经过时间验证，用户庞大，后续版本确定性强

	魔域	征服	英魂之刃	终焉誓约	尼奥宠物
初代时间	2006	2003	2015	2021	1999
用户规模	>2亿	>1亿	>2亿	-	1.5亿
核心地区	中国	埃及	中国/欧美/东南亚	中国	欧美
过往表现	公司旗舰MMORPG最受海外市场欢迎的游戏IP，2019年各版本总流水突破40亿元。	迎的“武侠”MMORPG之一	国内玩家规模第二大的MOBA游戏	全新二次元IP，国内由B站独代发行	从90年代的虚拟宠物社区发展而来，用户跨越各年龄层；21年推出尼奥宠物系列NFT
后续规划	即将推出《魔域手游2》，并进行泛娱乐领域IP扩张	以创新的OMO模式拓展至海外市场	大力拓展越南、巴基斯坦等地区等海外市场	加速推出海外版本	即将推出web3.0游戏《尼奥宠物：三消》

资料来源：公司财报，公司公告，中邮证券研究所整理

图表41：普罗米修斯IFPD海外市占率稳居第一



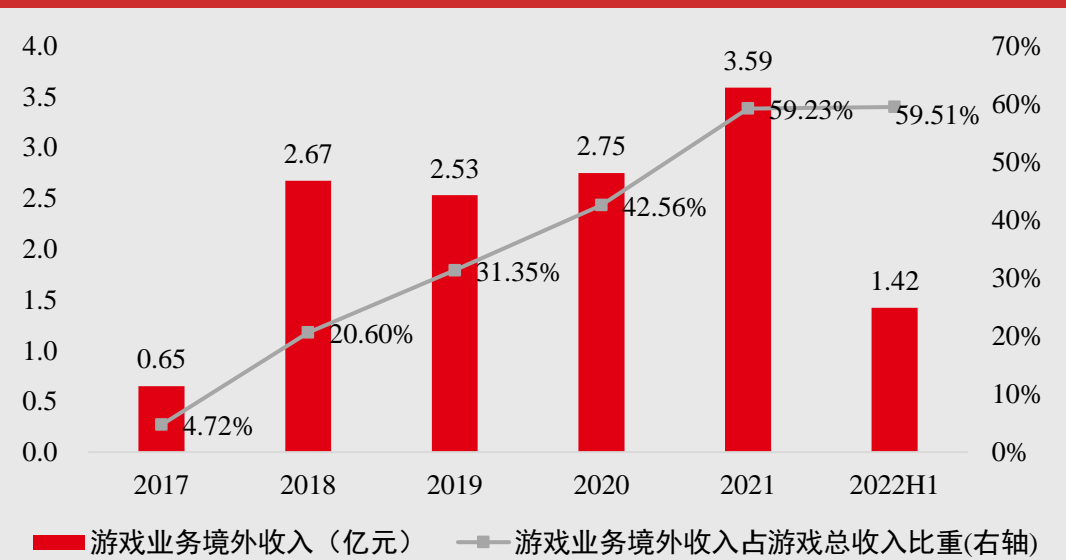
资料来源：公司财报，中邮证券研究所整理

3.5 游戏：重点公司投资建议

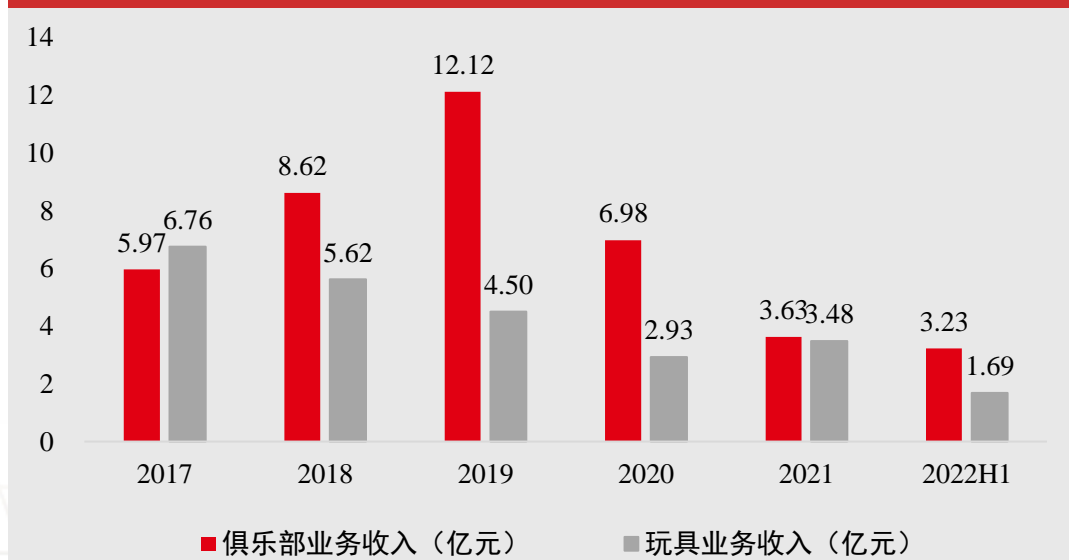
星辉娱乐 (300043.SZ)：黎明将至，三大业务板块修复趋势明确

- **游戏出海成效显著，围绕古风策略和二次元有多款储备。**公司2022年无新游上线，且前三季度开发支出较上年末增加5,415万元，致游戏业务收入利润有所承压。公司游戏出海成效显著，游戏业务境外收入占比由2017年的4.72%提升至2022年的59.51%。公司已公布多款储备项目，其中《战地无疆》已经过长周期打磨并获得版号，未来将由腾讯独代发行，有望为23年贡献可观增量。
- **俱乐部与玩具业务回暖。**公司旗下西班牙人俱乐部已度过20-21年期间海外疫情冲击与球队降级的至暗时期，随着俱乐部重返西甲联赛以及疫情得到有效控制，预计体育板块业绩将实现有效修复。玩具业务自2021年以来亦实现中美贸易战及疫情之后的恢复性增长，2022年新增悍马EV皮卡车、迈凯伦F1赛车、玛莎拉蒂MC20跑车等授权，核心竞争力稳步提升。

图表42：坚持国际化战略，游戏业务海外收入占比日益提升



图表43：俱乐部与玩具业务收入陆续出现恢复性增长



资料来源：公司财报，中邮证券研究所整理

资料来源：公司财报，中邮证券研究所整理

4

广告

4.1 防疫政策调整，广告主行业政策改善，静待需求回暖

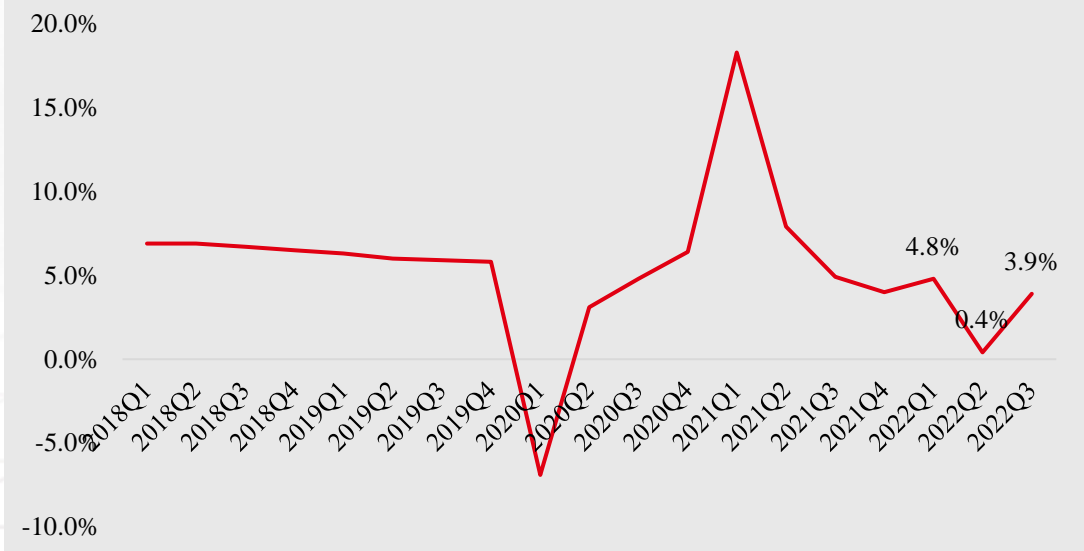
4.2 线下广告中电梯、影院、交通等渠道反弹优势明确

4.3 电商广告稳定，短视频广告仍有增量空间

4.1 广告：防疫政策调整，行业政策改善，静待需求回暖

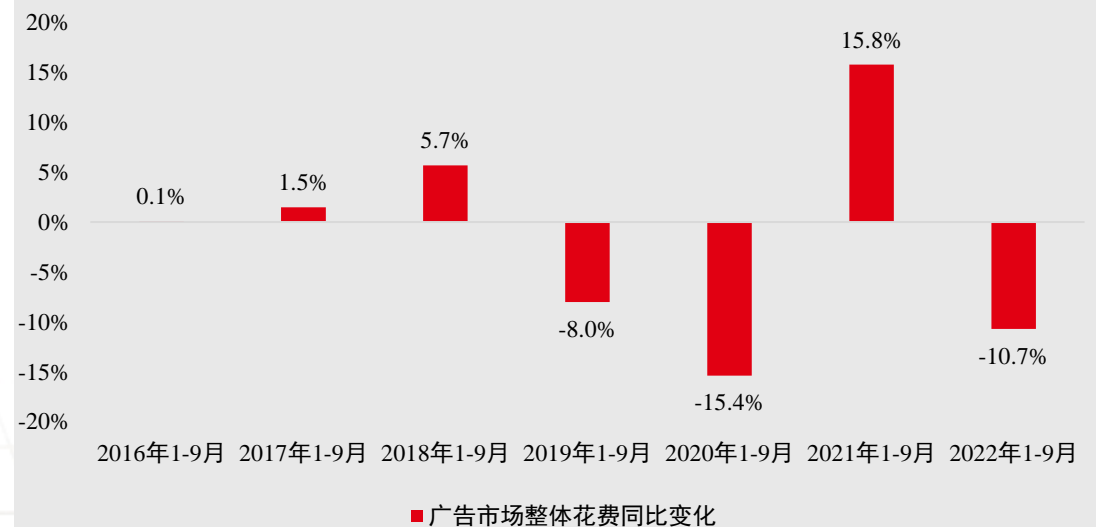
- **防疫政策全面调整，静待感染高峰过后的宏观经济修复。** 长期来看，广告行业与宏观经济状况呈正相关。2022Q1-Q3中国单季度GDP分别同增4.8%/0.4%/3.9%，增速较21年同期均有所下滑。12月国内防疫政策的迎来全面调整，结合美国、日本、越南等国防控放开后的GDP回暖节奏，国内有望在22Q4、23Q1度过感染高峰，并实现宏观经济显著修复。
- **广告主所处行业政策改善，投放需求有望回暖。** 除宏观经济外，广告主所处行业政策的变化也对广告行业的需求构成直接影响。2022年前三季度广告市场花费同比下跌10.7%，整体受疫情及2021年游戏、教育、电商、互联网等行业政策影响显著。预计随着四季度以来相关行业政策情绪的扭转，结合宏观经济的预期改善，广告主投放意愿也将获得相应提振。

图表44：2018Q1-2022Q3中国单季度GDP同比增速



资料来源：国家统计局，中邮证券研究所整理

图表45：2022年前三季度国内广告市场整体花费下跌10.7%

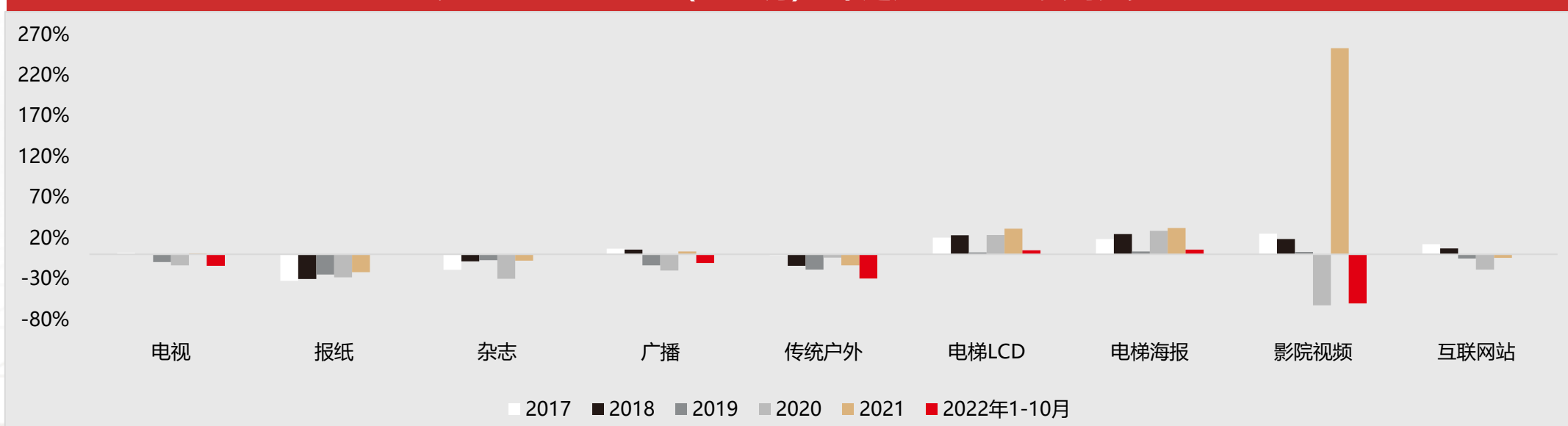


资料来源：CTR，中邮证券研究所整理

4.2 广告：线下广告中影院、交通等渠道反弹优势明确

- **22年传统广告延续走弱趋势，梯媒、影院增速亦有所下滑。**从各渠道的广告刊例花费变化来看，电视、报纸、杂志等传统媒体在互联网广告的冲击下延续下滑趋势。受22年防疫政策影响，电梯LCD、电梯海报、影院视频在1-10月的刊例花费同比+5.0%/+5.9%/-60.3%，增速较21年亦出现显著下滑。
- **线下广告疫后复苏弹性较大。**感染高峰过后，随着线下消费场景中的人流量的恢复，对应场景下的线下广告需求也将迎来回暖。电梯、影院、交通等渠道因具有用户必经、流量不可替代等壁垒，预计在23年具有更高的修复弹性。

图表46：2017-2022(1-10月)各渠道广告刊例花费同比变化

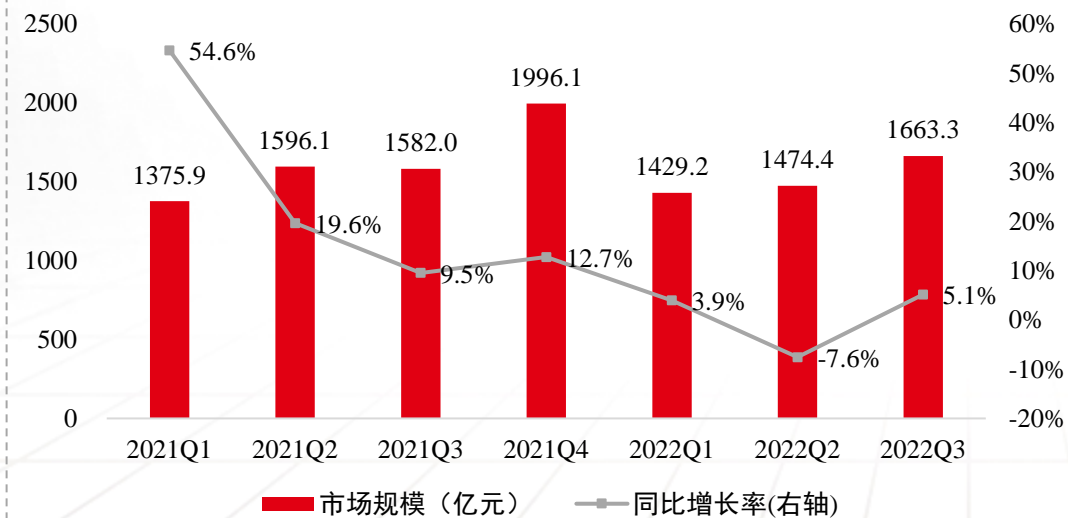


资料来源：CTR，中邮证券研究所整理

4.3 广告：电商广告稳定，短视频广告仍有增量空间

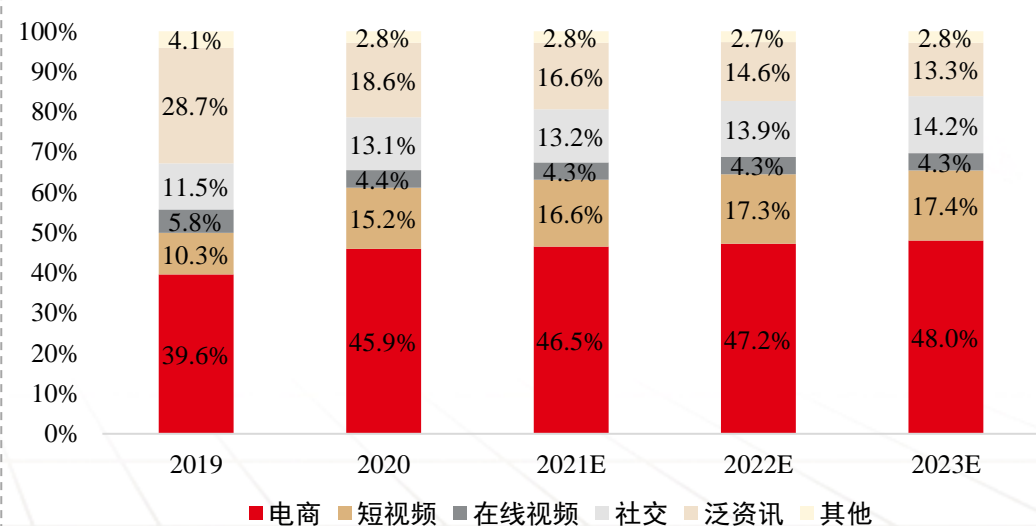
- **经济预期向好，互联网广告回暖趋势已现。**根据QuestMobile数据，22年中国互联网广告市场规模将突破6800亿元，同比增长4.0%，广告主整体需求疲软。随着下半年来防控政策的松动、市场监管环境的改善、互联网公司内部调整以及适应寒冬能力的加强，22Q3互联网广告市场已出现回暖趋势。
- **电商与短视频广告份额继续扩大。**从各媒介分布看，电商和短视频广告由于转化链路短、转化效率高，在广告主追求降本增效的诉求下继续占据互联网广告市场份额前二，并保持上升态势。阿里、拼多多、京东等电商平台的广告收入在互联网广告行业整体承压的背景下保持了相当韧性；B站、腾讯视频等平台因处于短视频用户时长的加速成长期仍具备可观增量空间。

图表47：2021Q1-2022Q3中国互联网广告市场规模



资料来源：QuestMobile，中邮证券研究所整理

图表48：2019-2022中国互联网广告典型媒介市场份额



资料来源：QuestMobile，中邮证券研究所整理

5

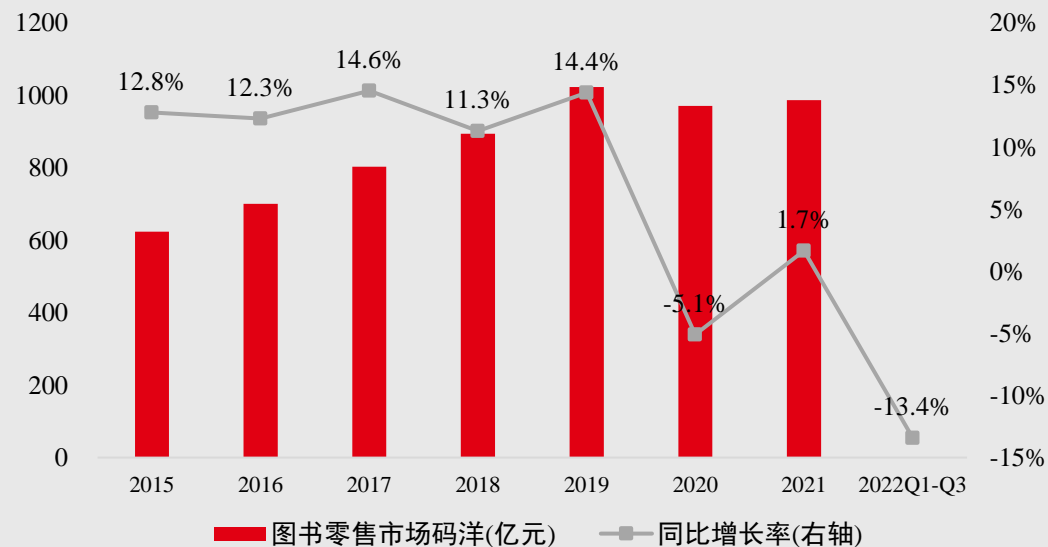
出版

- 5.1 图书零售市场整体承压，短视频电商渠道逆势增长
- 5.2 教材教辅零售市场同比下滑，少儿类图书码洋占比仍最大
- 5.3 产业链成熟，上市公司业绩稳健
- 5.4 上市公司资金充足，股息率高，估值普遍处于低位

5.1 出版：图书零售市场整体承压，短视频电商渠道逆势增长

- **2022年前三季度图书零售市场整体承压。** 22Q3中国图书零售市场码洋规模同比下降13.4%，主要原因一方面在于2019年以来流量饱和状态下的消费疲软，另一方面在于三年的疫情影响下居民消费需求和购买力有所下降，同时线下门店营业、网店发货及物流受到影响。
- **短视频电商渠道逆势增长，成为图书行业新的增长引擎。** 分渠道来看，22Q3实体店渠道同比下降36.28%，网店渠道同比下降6.54%。网店细分渠道中，短视频电商逆势增长56.69%，主要是由于短视频渠道通过内容主播对用户的兴趣激发和种草，叠加打折促销策略培育了新的用户习惯，打造了新型教育消费场景。

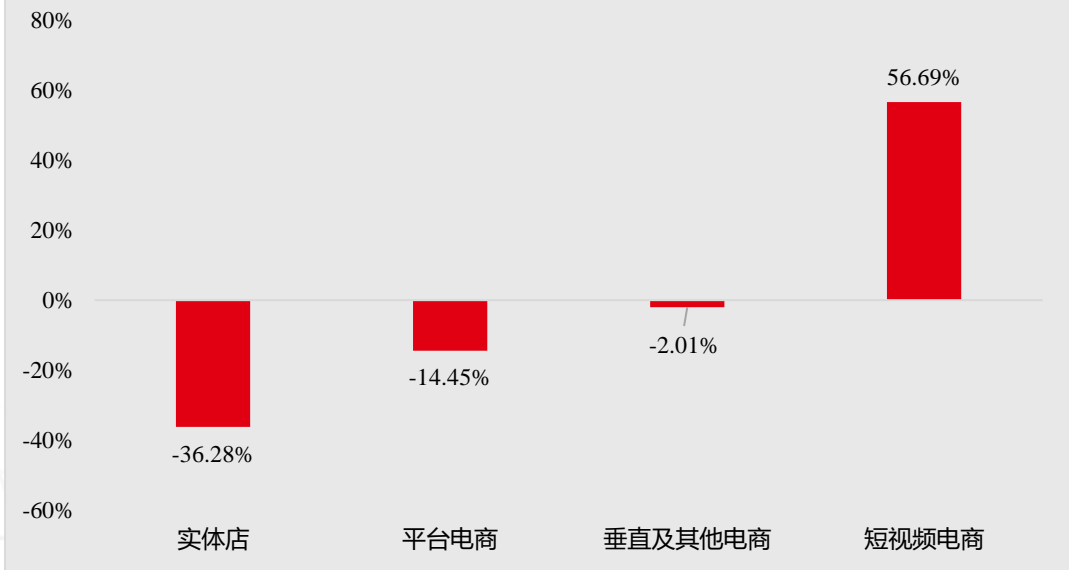
图表49：2022年前三季度国内图书零售市场同比下降13.4%



数据来源：开卷数据，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

图表50：2022前三季度不同图书零售销售渠道同比增长率

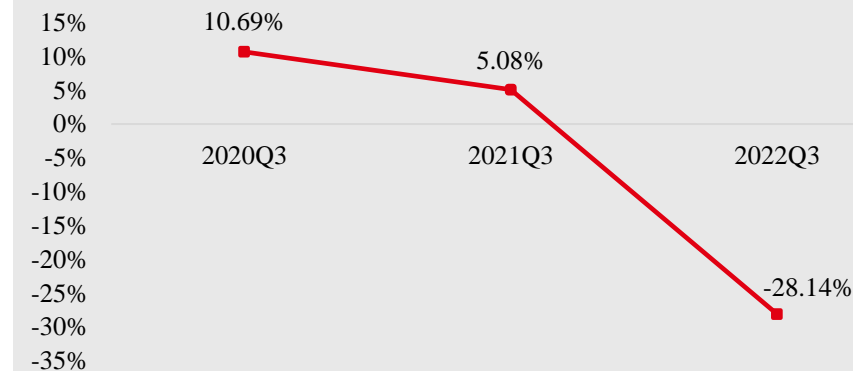


数据来源：开卷数据，中邮证券研究所整理

5.2 出版：教材教辅零售市场同比下滑，少儿类图书码洋占比最大

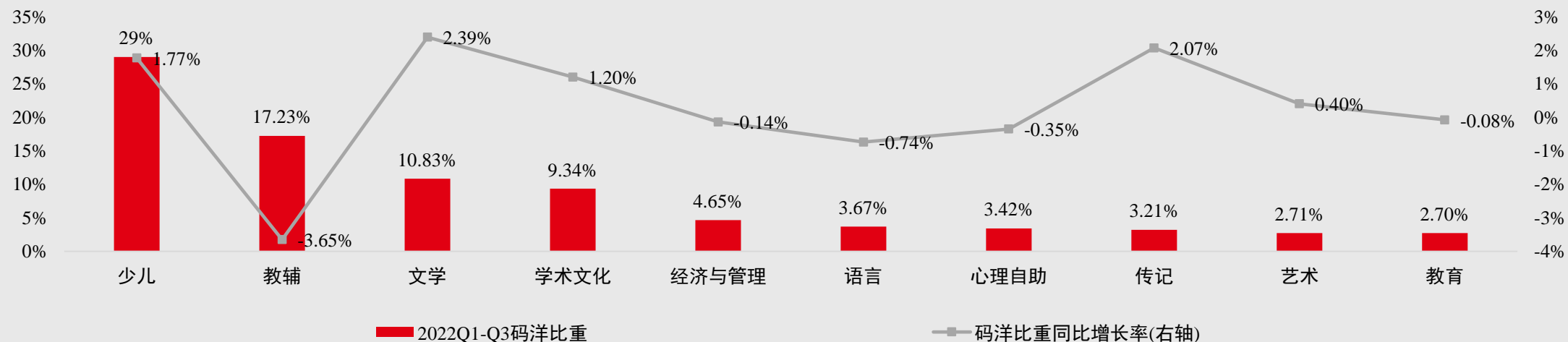
- 受教育“双减”政策影响，教材教辅类码洋下滑明显。教材教辅市场以2021年为拐点，增速同比下滑，转为负增长态势，2022年前三季度教材教辅零售市场规模同比下降28.14%。
- 少儿类图书占比仍最大，文学类图书增幅较大。22Q1-Q3少儿类图书码洋比重同比增加1.77pct至29%，在各类图书中占比仍最大；受网文纸书、经典读物及名家新作的带动，文学类同比增加2.39pct至10.83%。

图表51：教辅教材零售市场同比下滑



数据来源：开卷数据，中邮证券研究所整理

图表52：2022Q1-Q3各类图书码洋比重及其同比增长率

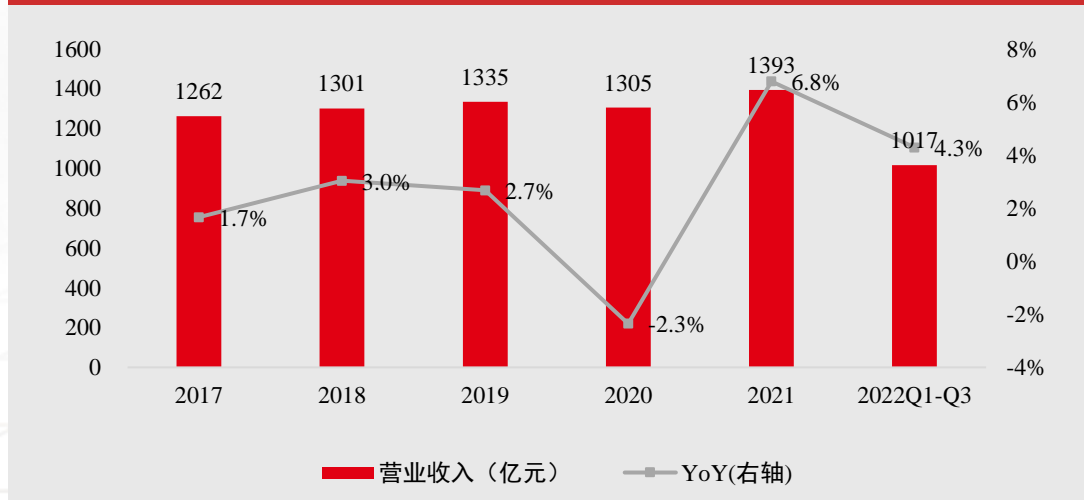


数据来源：开卷数据，中邮证券研究所整理

5.3 出版：产业链成熟，上市公司业绩稳健

- **出版上市公司业绩稳健。** 2022年前三季度出版行业实现营业收入1017亿元，同比增长4.3%；归母净利润120亿元，同比下降5.1%。
- **毛利率与净利率长期稳定。** 出版行业产业链相对成熟，头部公司可完成包括策划、出版、印刷、发行在内的全产业链布局，板块毛利率长期保持在30%-32%，净利率在10%-13%，盈利能力稳定。

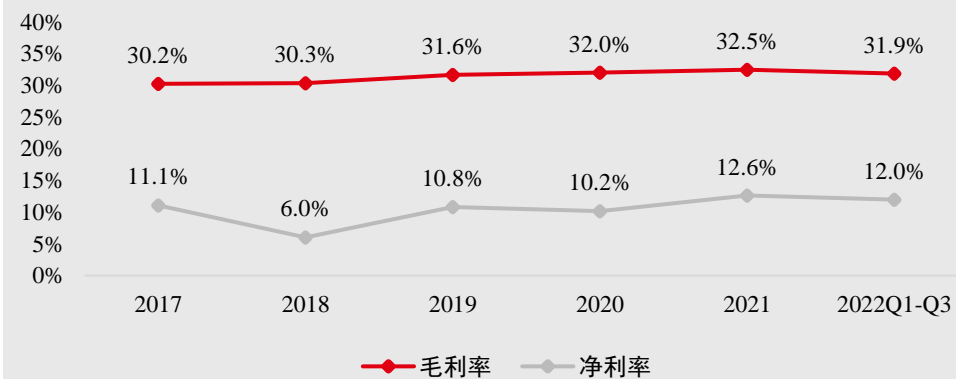
图表53：2017-2022Q3出版行业营业收入及增长率



资料来源：iFinD，中邮证券研究所整理

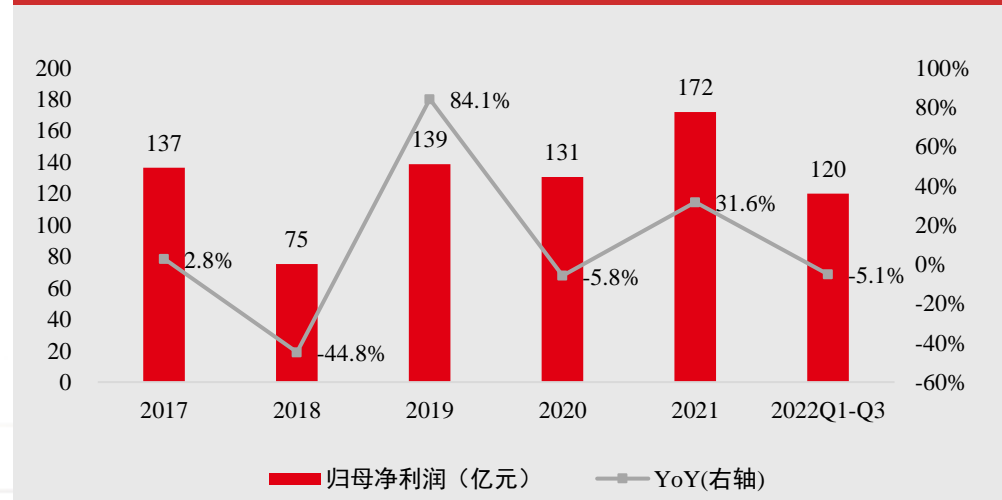
请参阅附注免责声明

图表55：2017-2022Q3出版行业毛利率和净利率



资料来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表54：2017-2022Q3出版行业归母净利润及增长率

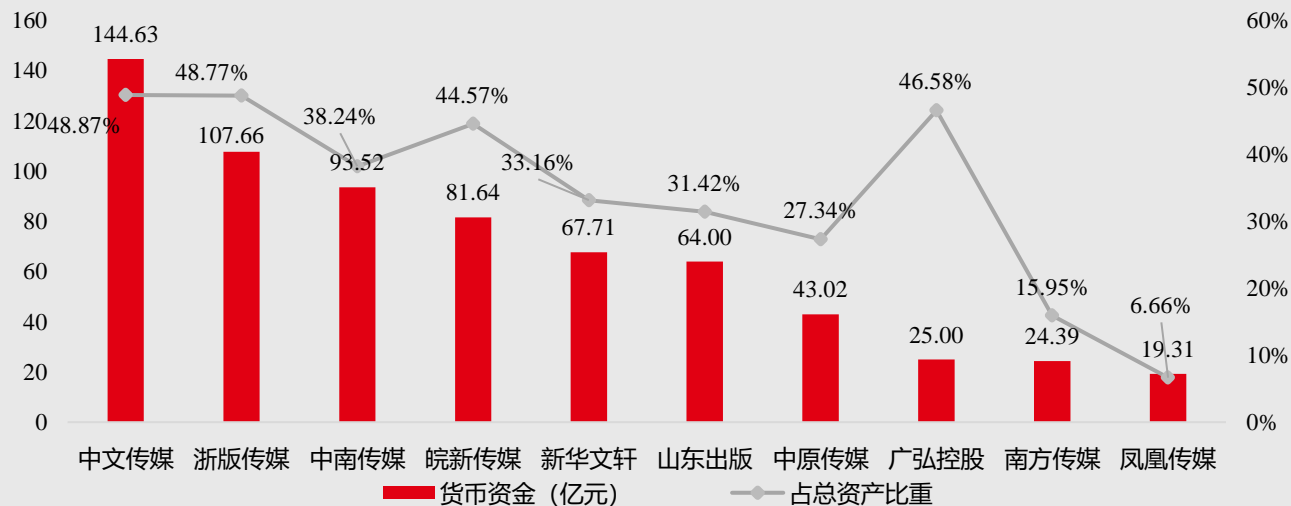


资料来源：iFinD，中邮证券研究所整理

5.4 出版：上市公司资金充足，股息率高，估值多处于低位

- **上市公司资金充足，股息率高。**2022Q3头部出版公司货币资金储备多数大于20亿，占总资产的15%-50%，抗风险能力较强。2021年头部公司股息率普遍处于3%-7%，体现了良好的现金流和股东回报意愿。
- **估值处于低位，关注数字化布局带来的增长空间。**头部出版上市公司的PE(TTM)多数小于10倍，与当下业绩增速基本匹配，但上市公司数字化转型带来的潜在空间尚未体现。

图表56：2022年第三季度头部公司货币资金充足



数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

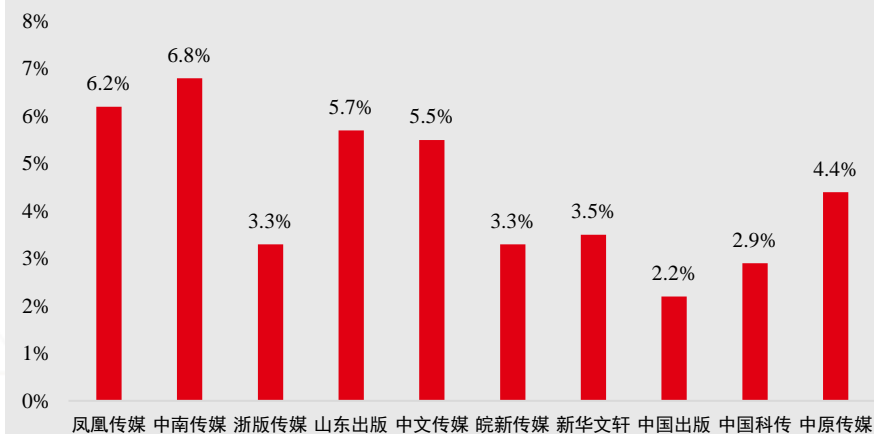
请参阅附注免责声明

图表57：市值前十大出版上市公司市盈率 (TTM)



数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表58：市值前十大出版上市公司2021年股息率



数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

6

教育

6.1 “双减”余温+疫情反复，22年教育行业低位震荡

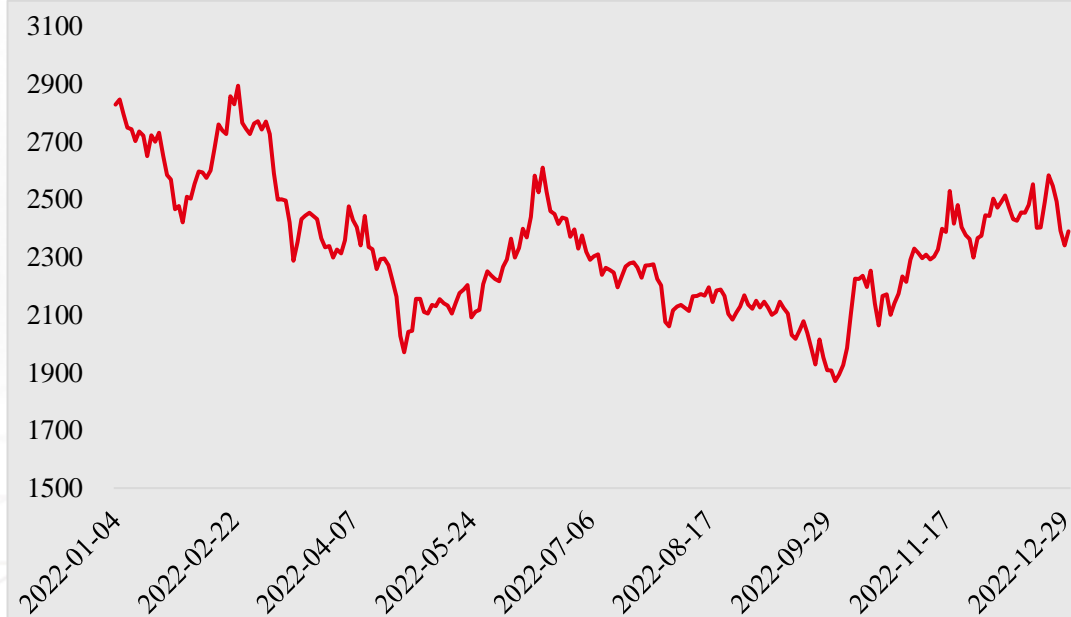
6.2 政策面继续推动“双减”发挥实效，职业教育利好频出

6.3 就业缺口助力职业教育行业快速增长

6.1 教育：“双减”余温+疫情反复，教育行业低位震荡

- **供给端：**“双减”政策实施以来，K9学科类教培机构陆续向素质教育、成人教育、职业教育等方向转型，上市公司悲观情绪基本得到释放；下半年伴随职业教育、教育信息化等利好政策的高频出台，板块行情呈现阶段性反弹。
- **需求端：**2022年，因国内疫情反复导致全国人员流动性减弱，教育公司整体线下培训活动难以开展，上市公司客户量、课程排期受到不同程度的影响。我们预计随着12月防疫政策的全面调整，需求层面的压制有望在感染高峰过后得到解除。

图表59：2022年教育指数低位震荡



数据来源：iFind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表60：Wind教育行业指数成分监测

证券代码	证券简称	涨跌幅	权重占比	市值（亿元）
002607.SZ	中公教育	-29.23%	28.09%	350.93
600730.SH	中国高科	9.43%	7.92%	37.43
003032.SZ	传智教育	-16.77%	7.26%	70.51
603377.SH	东方时尚	-32.69%	7.07%	44.97
300359.SZ	全通教育	10.11%	6.73%	42.75
002659.SZ	凯文教育	13.41%	5.15%	27.82
600661.SH	昂立教育	17.69%	4.70%	33.55
000526.SZ	学大教育	-4.85%	4.35%	22.19
003005.SZ	竞业达	28.61%	4.18%	60.24
002621.SZ	美吉姆	9.05%	4.15%	36.67
300192.SZ	科德教育	-13.03%	3.66%	24.39

数据来源：Wind，中邮证券研究所

6.2 教育：政策面继续推动“双减”发挥实效，职业教育利好频出

- 2021年以来，教育行业的估值变动基本由政策主导，近一年来我国教育行业的相关政策重点落在“双减”的实施以及对职业教育的鼓励。K9阶段学科类培训受到更为严格的管控，职业教育获多重利好政策支持，快速发展潜力明确。

图表61：2022年教育部继续推动“双减”政策落实

发布时间	政策出处	政策内容
2022.02.09	教育部2022年工作要点	深入推进“双减” ，加强思政建设，提升国家语言文字普及水平以及质量，推进义务教育优质均衡发展，推荐乡村教育振兴，加快发展学前、普通和特殊教育，促进高校毕业生高质量就业，增强职业教育适应性等。
2022.06.22	关于做好2022年暑期校外培训治理有关工作的通知	各地要充分认识到治理成果还很脆弱，极易反弹反复，必须坚定持之以恒的决心，增强从严从紧、抓早抓小的意识，抓反复、反复抓，直至最后取得成功。为持续做好校外培训治理工作，严防学科类培训机构开班， 规范非学科类培训机构培训，切实减轻学生假期负担。
2022.11.27	《校外培训行政处罚暂行办法（征求意见稿）》	为提高校外培训行政处罚法治化水平，推进公正文明执法，完善执法程序， 加强校外培训治理 ，保障人民群众合法权益，根据行政处罚法、未成年人保护法、《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》等法律法规和国家有关规定，我们在深入调研基础上，研究形成《校外培训行政处罚暂行办法（征求意见稿）》，现面向社会公开征求意见。欢迎社会各界提出意见和建议。
2022.12.13	《关于进一步加强学科类隐形变异培训防范治理工作的意见》	建立健全学科类隐形变异培训预防、发现、查处工作机制，完善部门和地区协同联动工作格局， 确保“双减”工作取得显著成效。

图表62：2022年职业教育鼓励政策高频出台

发布时间	政策出处	政策内容
2022.02.09	教育部2022年工作要点	促进高校毕业生高质量就业，增强职业教育适应性等。
2022.2.23	教育部推动职业本科教育发展	完善职业本科学校设置标准和专业设置办法，支持符合条件的国家“双高计划”建设单位独立升格为职业本科学校，支持符合产教深度融合、办学特色鲜明、培养质量较高的专科层次高等职业学校，升级部分专科专业，试办职业本科教育。
2022.08.20	《中国职业教育发展白皮书》	深度融入世界职业教育改革发展潮流，积极构建国际化交流平台，致力消除贫困、增加就业、改善民生。
2022.09.07	国务院常务会议	部署加力支持就业创业的政策，拓展就业空间，培育壮大市场主体和经济新动能；决定对部分领域设备更新改造贷款阶段性财政贴息和加大社会服务业信贷支持。
2022.09.13	关于抓紧做好项目储备工作的预通知	对职业院校、高等学校的设备购置与更新新增贷款，实施阶段性鼓励政策，中央财政贴息2.5个百分点，期限2年。
2022.09.28	央行设立设备更新改造专项再贷款	设立设备更新改造专项再贷款，专项支持金融机构以不高于3.2%的利率向制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造提供贷款。
2022.12.14	《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》	提升教育服务质量。鼓励社会力量提供多样化教育服务，支持和规范民办教育发展，全面规范校外教育培训行为，稳步推进民办教育分类管理改革，开展高水平中外合作办学。
2022.12.21	《关于深化现代职业教育体系建设改革的意见》	深化职业教育供给侧结构性改革，坚持以人为本、能力为重、质量为重、守正创新，建立健全多形式衔接、多通道成长、可持续发展的梯度职业教育和培训体系，推动职普协调发展、相互融通，让不同禀赋和需要的学生能够多次选择、多样化成才。

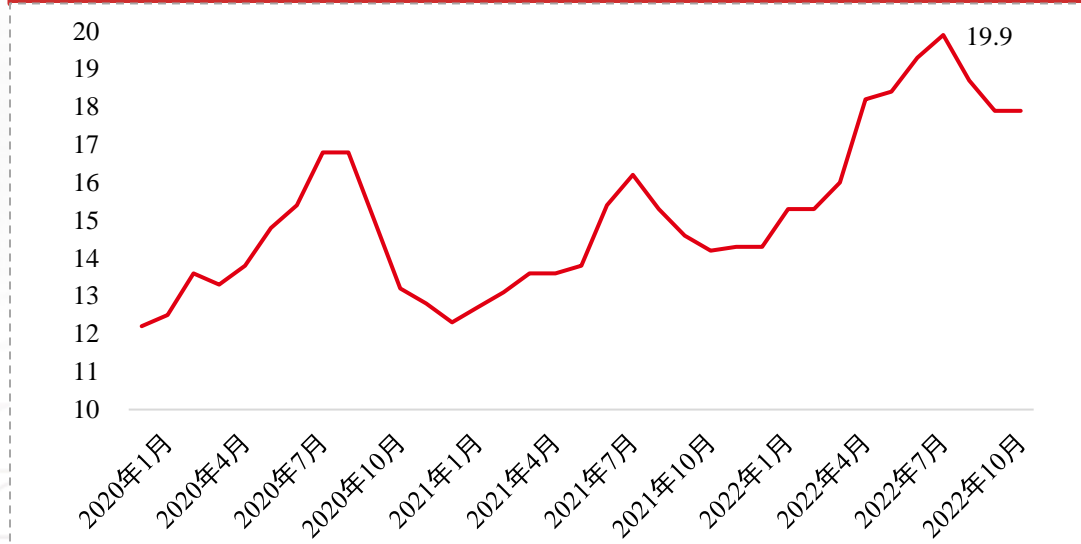
资料来源：国务院、教育部、各地方部委官方网站，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

6.3 教育：就业缺口助力职业教育行业快速增长

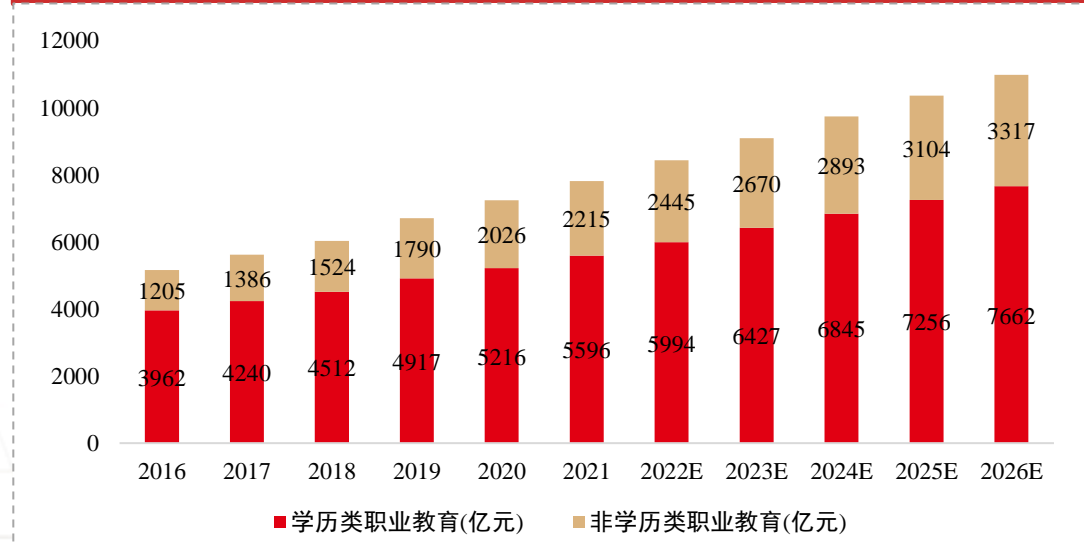
- **国内青年失业率上升，就业岗位的结构性供需矛盾亟待解决。** 2022年7月，全国16-24岁人口城镇调查失业率再度攀升，达到19.9%，主要原因在于大学生与用人单位对就业信息存在一定的不匹配，高校的人才培养模式与市场需求亦存在不匹配。通过职业教育推行人才的供给侧改革，实现产教融合、人才的有针对性培养是应对就业信息不对称的重要手段。
- **政策定调+需求拉动，职业教育发展空间广阔。** 据弗若斯特沙利文数据，2026年中国职业教育市场规模将达到10,979亿元，2021-2026年CAGR约7.0%。教育部《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》要求到2025年职业本科教育招生规模不低于高等职业教育招生规模的10%，明确了学历类职业教育市场空间广阔；非学历职业教育主要受市场需求驱动，其中职业技能培训受产业结构升级和市场人才素质提升需求影响，近五年CAGR达10%，预计仍将保持较快稳定增速。

图表63：全国16-24岁人口城镇调查失业率 (%)



数据来源：国家统计局，中邮证券研究所整理

图表64：中国学历类与非学历类职业教育市场规模



数据来源：教育部，人力资源社会保障局，弗若斯特沙利文，中邮证券研究所整理

7

AIGC

7.1 通过AI自动生成内容的新生产方式

7.2 “大数据、大模型、大算力”趋势下的自然产物

7.3 应用场景从降本增效向额外价值转移，跨模态内容为节点

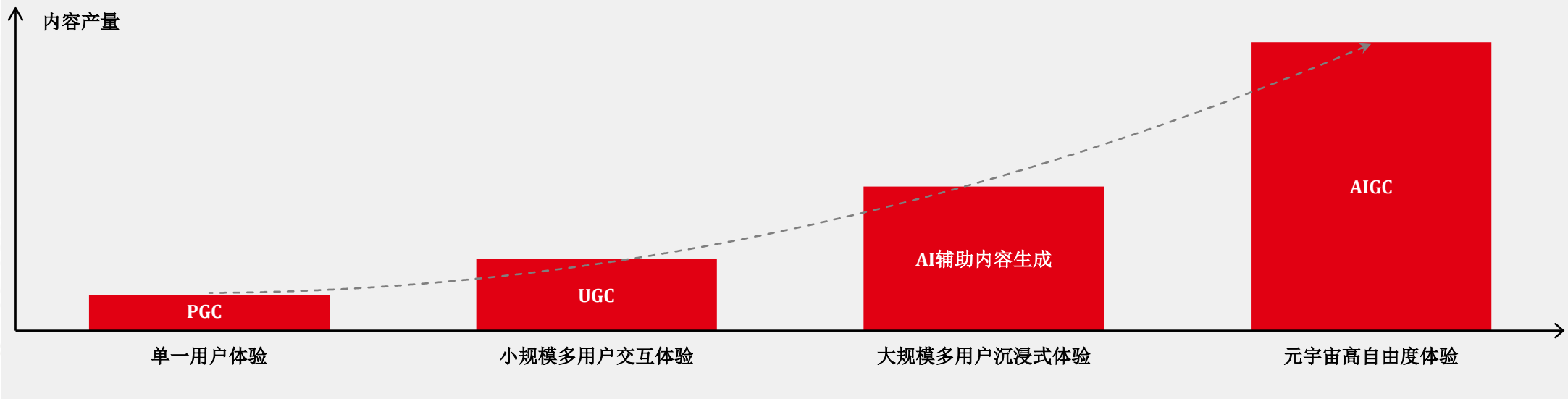
7.4 上市公司围绕价值链加速布局，助力商业化落地

7.1 AIGC：通过AI自动生成内容的新生产方式

AI驱动生产方式革新，解放内容生产力

- **革新内容生产方式，应对web3.0时代内容需求：**当前全球互联网正从web2.0的网络双向交互向web3.0的人与机器网络全面链接演进，数字内容需求几何式上升，倒逼生产方式迭代。继PGC、UGC后，AIGC应运而生。
- **内容产出转向AI技术驱动，颠覆内容供给模式：**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，从技术端实现知识性与创造性工作的 1) 边际成本下降，2) 生产效率提升，3) 价值增值，以“AI驱动”替代“人力驱动”。至此，通过技术迭代打破数字内容供给侧的产能瓶颈成为可能。

图表65：当前互联网已步入AI辅助生产阶段，预计未来将在内容供给端贡献指数级的增量



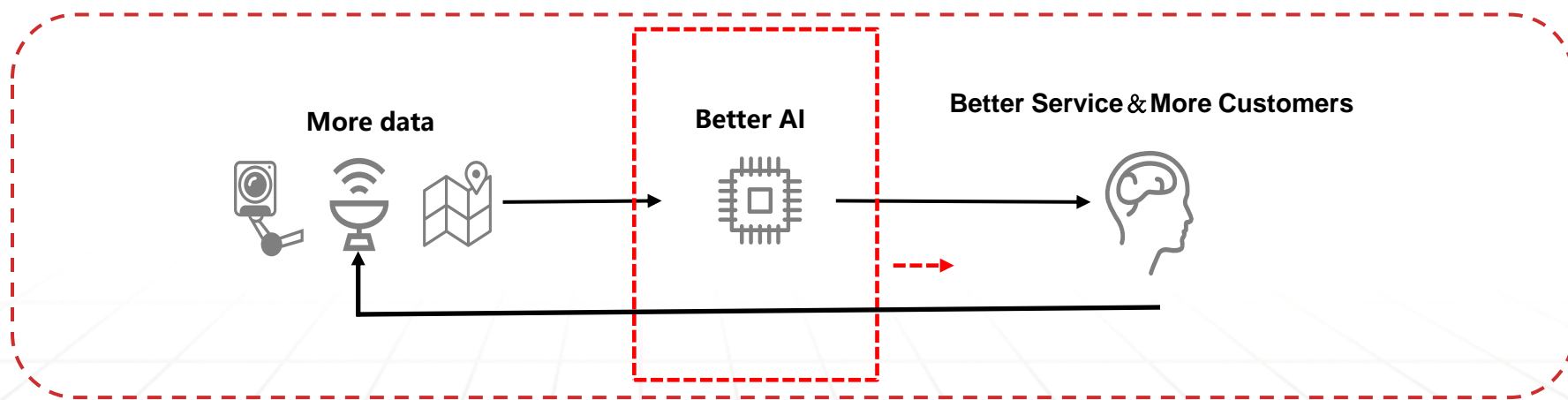
资料来源：A16Z官网，中邮证券研究所整理

7.2 AIGC: “大数据、大模型、大算力”趋势下的自然产物

深度神经网络双轴迭代助力技术发展，算法模型需关注自监督和多模态学习能力

- **驱动一：算法模型多元化，不同生成逻辑匹配各类使用场景。**当前主流算法模型如生成对抗网络、强化学习、流模型和扩散模型等在不同场景各有优劣，助力AIGC技术在各应用和任务中快速铺开。
- **“内容孪生、内容编辑、内容创作”的技术能力要求下，AI技术步入自监督和多模态学习时代。**考虑到元宇宙中虚拟世界和现实的关系，未来对AIGC技术功能的要求遵循“映射现实-虚拟现实双向交互-自我创作和演化”的路径，对数据使用效率和使用市场提出新需求。此背景下，自监督学习不需要完整标注好的大数据集即可开展模拟训练，可大幅提高数据集使用效率；而多模态学习则能够寻找到不同模态数据（如图片和文本）的对应关系，并实现不同模态数据的相互转化和生成，进一步满足场景需求。

图表66：AI产业依靠数据驱动算法，再通过模型反哺数据，形成正循环，算法模型的优化进一步强化了这一路径



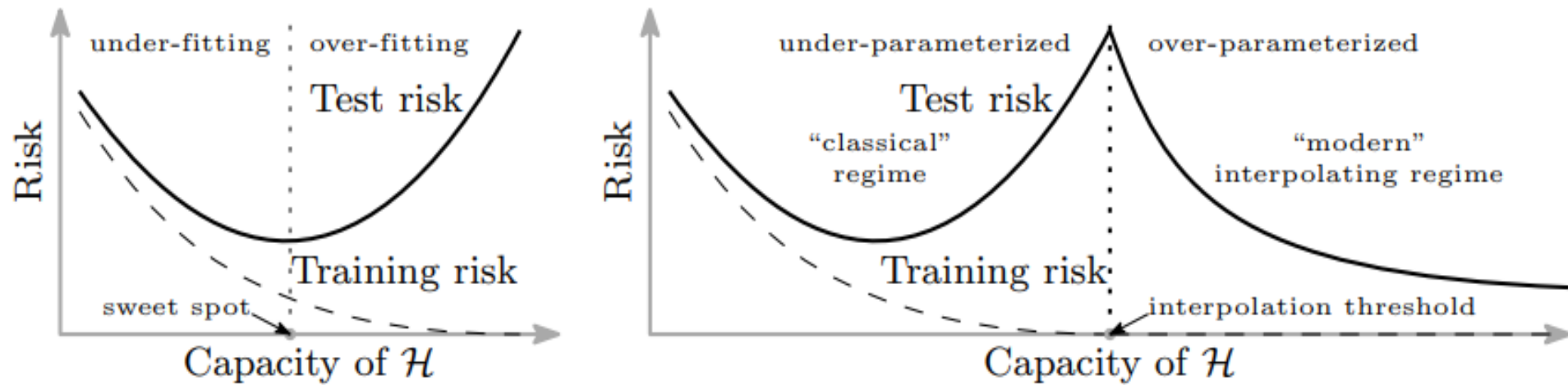
资料来源：公开资料，中邮证券研究所整理

7.2 AIGC: “大数据、大模型、大算力”趋势下的自然产物

深度神经网络双轴迭代助力技术发展，数据、模型、算力为核心要素

- **驱动二：**“量变产生质变”是真理，网络结构优化支撑参数量跃升。模型参数量的增加能够让深度神经网络以更高维度逼近自然解，提升模型精度；而网络结构设计决定了参数效用比，换言之，结构优化可支撑参数扩容和效率优化，例如Transformer大模型能够以attention机制高度并行化结构充分利用算力，大幅提升模型层数。
- **综上，AIGC的产生是算法模型、数据集和算力跨越式发展的产物，其呈现效果仍会随着技术发展迭代。**其中，“大数据”保证输入的质和量，“大模型”助力模型学习能力提升，“大算力”支撑大模型训练过程，产生耦合式影响。

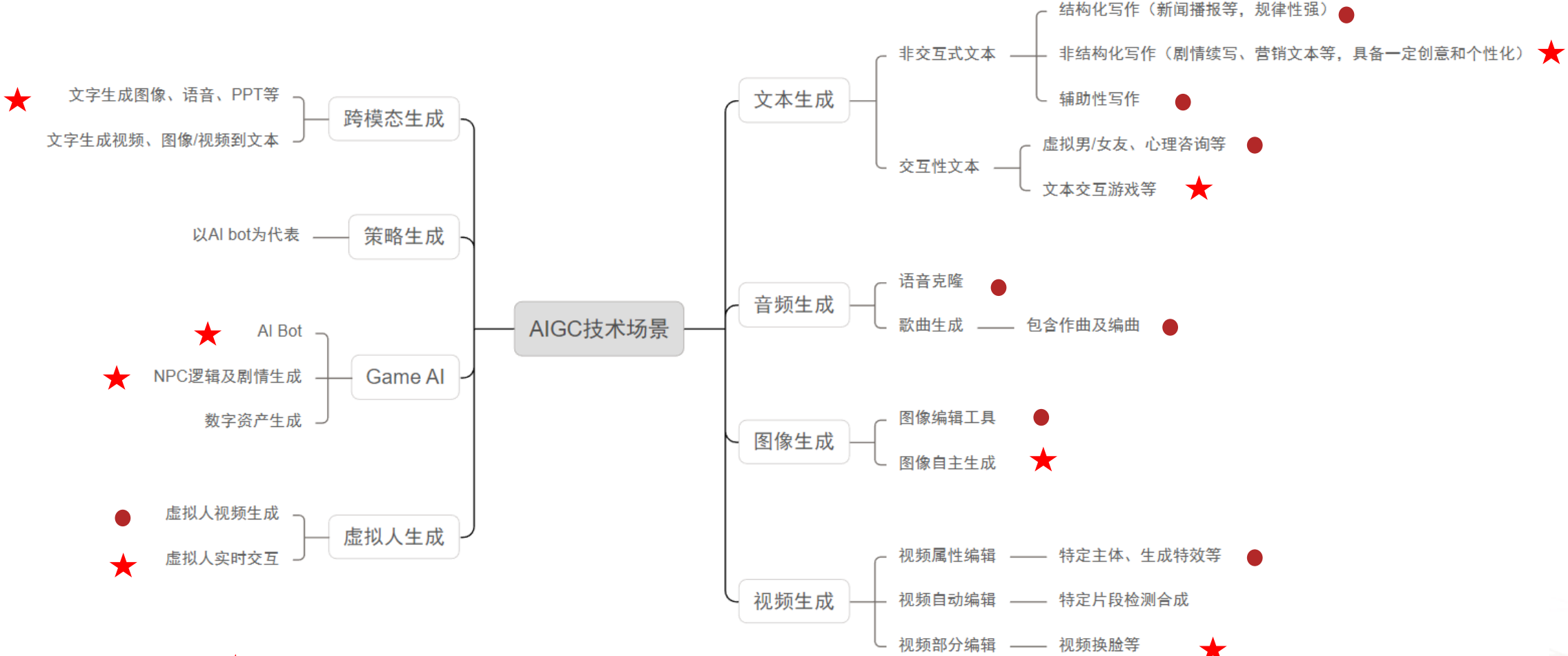
图表67：神经网络的risk-capacity curve和传统模型不同，极高的参数量或可解决过拟合，使模型更优



资料来源：： Reconciling modern machine learning practice and the bias-variance trade-off, 中邮证券研究所整理

7.3 AIGC：应用场景向额外价值转移，跨模态内容为节点

图表68：AIGC主要应用场景



● 表示已有广泛的应用落地 ★ 表示技术原理基本明确，有望在1-2年内规模化应用

数据来源：量子位智库，中邮证券研究所整理

7.4 AIGC：上市公司围绕价值链加速布局，助力商业化落地

图表69：国内外上市公司就AIGC产业布局情况

业务主要层级	公司及代码	AIGC相关业务
基石类业务	NVIDIA 英伟达	视觉生成研究领域始终位于前沿，代表作品包括CycleGAN、GauGAN、EditGAN、GANverse3D、Instant NeRF等。
基石类业务	MFST 微软	投资Open-AI；微软亚洲研究院支持图像变为动态、文本生成视频、文本生成图像、图像补全、图像生成的NUWA-Infinity
基石类业务	0700 腾讯	腾讯AI Lab基于多模态学习及生成能力在游戏领域进行了全流程布局，与王者荣耀联合推出了AI开放研究平台「开悟」
基石类业务	300229 拓尔思	公司拥有自主建设的大数据中心，是国家数据中心基础设施建设和国家算力枢纽建设的参与者。同时，公司是国内最早从事自然语言处理研发的企业之一，在NLP、知识图谱、OCR、图像视频结构化领域具备自主可控的底层技术。同时，公司也在推进大数据和人工智能软件的SaaS化，已落地智能问答云服务系统（TRS小思）与联合虚拟人的内容自动创作项目。
开放API、提供SaaS产品	300418 昆仑万维	公司旗下的StarX MusicX Lab 致力于打造领先的人工智能音乐生成技术，目前已正式销售AI作曲，具备成熟专业的全链路音乐制作和全球音乐发行能力。22Q3 MusicXLab再推10首新作AI歌曲，算法模型及AIGC能力不断优化提升。目前新歌已在国内外各大平台上线。
提供SaaS产品	BIDU 百度	在9月23日举办的2022万象·百度移动生态大会上，百度发布了AI助理，覆盖了各种AIGC应用，包括AI自动生成文字、图片以及图片转换成视频。借助AIGC的力量，百度希望为现有的500多万百家号创作者带来一套AI生产内容工具，帮助他们更快更好地产出视频内容，从而增加百度百家号等产品的用户粘性，以反击头部短视频平台。目前百度已经和数十家权威媒体成立“AIGC媒体联盟”。
提供SaaS产品	300058 蓝色光标	发布一键生成抽象画的AI绘画平台“康定斯基模型”。
提供SaaS产品	300364 中文在线	公司已推出AI绘画功能和AI文字辅助创作功能，其中AI文字辅助创作功能已上线，该功能已向公司旗下17K文学平台全部作者开放。公司深度结合作者的真实写作场景，作者在使用AIGC功能时，通过针对不同的描写场景填写关键词和辅助短语，即可生成对应的文字内容描写，提高写作效率。目前可针对人物、物品等进行AI辅助创作，并针对不同的作品类别如古风、都市等进行语言调整，带来最佳的内容产出体验，大幅提升创作效率和内容的可读性。
提供SaaS产品、内容生成	300624 万兴科技	公司已布局虚拟数字人、虚拟场景、虚拟直播等创新业务领域；近日在2022全球元宇宙大会论坛上宣布布局AIGC赛道，公司旗下首款AI绘画软件“万兴AI绘画”正式开启公测。
内容生成	000681 视觉中国	公司在AI方面持续投入，已发售数轮AI数字藏品，并使用AIGC方式创作图片内容，目前平台仍在大力投入AI布局。

数据来源：公开资料，中邮证券研究所整理

请参阅附注免责声明

8

风险提示

- 疫情反复风险
- 行业政策调整风险
- 国际经济波动风险
- 产品项目表现低于预期的风险
- 新技术、新商业模式推动慢于预期的风险

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

证券分析师 王晓萱

E-MAIL wangxiaoxuan@cnpsec.com

证书编号 S1340522080005

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



中邮证券

CHINA POST SECURITIES