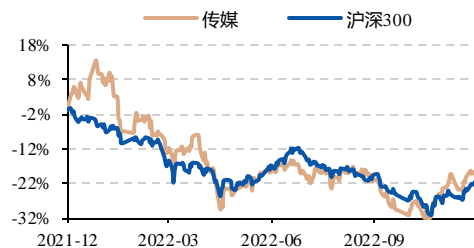


行业深度
传媒
业绩估值双筑底，文娱消费待复苏

2023 年 01 月 04 日

评级
同步大市

评级变动： 维持

行业涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
传媒	2.39	14.02	-21.42
沪深 300	0.60	1.16	-20.72

何晨
分析师

执业证书编号:S0530513080001

hechen@hncasing.com

曹俊杰
分析师

执业证书编号:S0530522050001

caojunjie@hncasing.com

相关报告

- 1 传媒行业 11 月报：市场回暖，关注线下文娱、广告、视频等复苏方向 2022-12-08
- 2 影视院线行业跟踪：《阿凡达 2》国内定档，影视院线回暖可期 2022-11-24
- 3 游戏行业跟踪：11 月版号下发，游戏板块业绩和估值有望逐步修复 2022-11-18

重点股票	2021A		2022E		2023E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
芒果超媒	1.13	26.57	1.05	28.59	1.18	25.44	买入
分众传媒	0.42	15.90	0.22	30.36	0.33	20.24	买入
吉比特	20.43	15.31	18.76	16.68	21.23	14.74	买入
完美世界	0.19	66.95	0.89	14.29	0.97	13.11	买入
三七互娱	1.3	13.92	1.32	13.71	1.42	12.75	买入
万达电影	0.05	280.00	-0.21	-66.67	0.52	26.92	增持
光线传媒	-0.11	-78.73	0.15	57.73	0.32	27.06	增持

资料来源：iFinD，财信证券

投资要点：

- **回顾 2022 年：**传媒行业全年下跌 26.07%，业绩增速放缓、估值受到压制，主要受到过去两年政策密集监管、大环境疲软致企业业绩受损、互联网流量见顶等因素影响。但随着平台经济政策论调转向、防疫优化带来经济复苏预期、互联网平台降本增效和存量经济下的商业模式不断优化等利好因素出现，传媒行业有望在明年迎来业绩和估值修复。
- **主线一：疫后经济复苏。1) 到店团购。**随着疫情防控放开进入平稳期，预计线下人流将逐渐恢复，带动到店团购的消费频次提升。**2) 线下广告。**宏观经济复苏驱动企业盈利逐渐好转，用户消费意愿和广告主投放需求有望增加，带动线下广告媒体的业绩修复。
- **主线二：内容供给修复。1) 在线视频。**在经历天价片酬、税收整顿、内容严监管后，行业主动开启降本增效模式，生产要素定价更趋合理、行业生态更加规范。“C 端会员付费+B 端广告恢复”支撑业绩恢复。**2) 影视院线。**在三年疫情冲击下，尾部影院持续出清。随着年底贺岁档、春节档等重要档期来临，优质影片供应数量开始明显增多。在外部防疫优化、内部影片供应向好、行业竞争格局改善的大环境下，大众观影需求有望触底回升，电影市场有望迎来稳步复苏。
- **主线三：政策支持或有边际改善。1) 游戏。**供给端在“版号重启+政策面预期缓和”下迎来边际改善，经济好转预期下用户消费能力有望提振。在精品研发、出海战略加持下，游戏行业有望迎来触底回升。**2) 虚拟现实。**2021 年 VR 设备出货量突破 1000 万台，呈现出高速增长趋势，VR 有望驱动下一代全球消费电子产业新周期。VR 头戴设备、消费级内容等领域，未来具备孕育超大市值公司潜力。
- **投资建议：**建议把握疫后经济复苏、内容供给修复、政策支持或有边际改善等三条主线，如拥有电梯广告媒体的分众传媒，“C 端会员付费+B 端广告恢复”驱动业绩修复的芒果超媒，优质影片供给增多、院线集中度不断提升的万达电影、光线传媒，“版号重启+防沉迷问题基本解决+政策面预期缓和”利好下的三七互娱、完美世界、吉比特。
- **风险提示：**政策监管风险；经济恢复不及预期；产品表现不及预期。

内容目录

1 传媒行业 2022 年回顾	5
1.1 政策回顾：平台经济定调转向，监管趋势边际回暖	5
1.2 市场回顾：受大环境压制，传媒指数跑输大盘	7
1.3 业绩回顾：短期复苏缓慢，三季报业绩承压	8
1.4 展望 2023 年：把握疫后经济复苏、内容供给修复、政策边际改善等主线	10
2 疫后经济复苏：到店团购、线下广告	11
2.1 到店团购：美团到店壁垒深厚，抖音本地生活迅猛发展	11
2.2 线下广告：短期压力仍存，看好防疫优化和经济复苏驱动大盘增长	14
2.3 投资小结	17
3 内容供给修复：在线视频、影视院线	17
3.1 在线视频：C 端会员付费+B 端广告复苏，业绩修复可期	17
3.2 影视院线：市场集中度持续提升，优质影片供给增多支撑业绩弹性	21
3.3 投资小结	24
4 政策支持或边际改善：游戏、虚拟现实	25
4.1 游戏：政策面边际缓和，精品化和出海仍是未来发展方向	25
4.2 虚拟现实：VR 拐点将至，关注产业链新周期	28
4.3 投资小结	31
5 重点投资标的	32
5.1 分众传媒（002027.SZ）：短期需求低迷，静待经济复苏下的业绩回暖	32
5.2 芒果超媒（002027.SZ）：新媒体业务稳健，期待经济复苏驱动广告增长	33
5.3 吉比特（603444.SH）：三季度业绩环比改善，核心产品持续稳健	33
5.4 三七互娱（002555.SZ）：新老产品周期错位，“自研+出海”驱动成长	34
5.5 完美世界（002624.SZ）：持续加大研发投入，游戏产品储备丰富	34
5.6 万达电影（002027.SZ）：全产业链龙头，业绩和估值有望迎来修复	35
5.7 光线传媒（002027.SZ）：项目延迟拖累短期业绩，内容储备丰富支撑业绩修复	36
6 风险提示	36

图表目录

图 1：2022 年初至今申万一级子行业涨跌幅（截至 2022.12.30）	7
图 2：申万传媒行业 PE（TTM，中值）（截至 2021.12.30）	8
图 3：申万传媒行业 PB（MRQ，中值）（截至 2021.12.30）	8
图 4：申万传媒行业总营收及其同比增速	8
图 5：申万传媒行业总营收及其环比增速（季度）	8
图 6：申万传媒行业归母净利润及其同比增速	9
图 7：申万传媒行业归母净利润及其环比增速（季度）	9
图 8：申万传媒行业毛利率和净利率	9
图 9：申万传媒行业毛利率和净利率（季度）	9
图 10：申万传媒行业商誉和经营活动现金流净额	9
图 11：申万传媒行业经营活动现金流净额（季度）	9
图 12：美团到店酒旅业务收入构成明细	13
图 13：抖音本地生活各商品服务类目的软件服务费费率	13
图 14：我国 GDP & 社会消费品零售总额当季同比	14

图 15: 我国社会消费品零售总额&广告市场当月同比	14
图 16: 中国互联网广告市场规模及其占整体广告比重	14
图 17: 中国互联网广告(非电商类)的媒介类型分布	14
图 18: 中国广告市场经营额及其占 GDP 比重	15
图 19: 整体广告市场花费同比&环比增速(分月)	15
图 20: 整体广告市场花费同比增速(1-10月)	15
图 21: 电梯 LCD 广告花费 top10 行业大类变化	16
图 22: 电梯海报广告花费 top10 行业大类变化	16
图 23: 品牌广告和效果广告的费用分配情况	16
图 24: 典型媒体公司广告收入情况	16
图 25: 爱奇艺、腾讯视频付费会员数	18
图 26: 爱奇艺 app 月人均使用时长	18
图 27: 分平台季播综艺上新量(部)	18
图 28: 全网综艺分平台正片有效播放(亿)	18
图 29: 分平台剧集上新量(部)	19
图 30: 全网连续剧分平台会员内容有效播放(亿)	19
图 31: 各视频平台的会员收入占营收比重	20
图 32: 会员运营方式更新迭代(点映礼直播)	20
图 33: 爱奇艺营业利润及运营亏损率	21
图 34: 爱奇艺内容成本及其占营收比重	21
图 35: 2022H1 上新综艺豆瓣评分	21
图 36: 2022H1 上新剧集热播期集均有效播放	21
图 37: 2014 年-2022 年全国电影票房及其同比增速	22
图 38: 2014 年-2022 年全国观影人次及其同比增速	22
图 39: 2014 年-2022 年全国电影平均票价及上座率	22
图 40: 2014 年-2022 年各线城市票房占比	22
图 41: 2014 年-2022 年各线城市观影人次占比	22
图 42: 2014 年-2022 年国产片及进口片变化情况	22
图 43: 2014 年-2022 年国产片及进口片数量占比	23
图 44: 2014 年-2022 年国产片及进口片票房占比	23
图 45: 全国院线公司市场集中度情况	23
图 46: 全国影投公司市场集中度情况	23
图 47: 2014 年-2022 年全国影院和银幕数量变化	24
图 48: 全国影院营业趋势图	24
图 49: 国产游戏版号发放数量	26
图 50: 中国移动游戏市场规模及其同比、环比增速	26
图 51: 中国移动游戏用户规模及其 ARPU 同比增速	26
图 52: A 股申万行业游戏板块上市公司销售费用率	27
图 53: 2021-2022 上半年手游买量效果数据走势	27
图 54: A 股申万行业游戏板块上市公司研发费用率	28
图 55: 中国自研移动游戏出海渗透率	28
图 56: 2022H1 中国自研游戏出海市场分布	28
图 57: 2022H1 中国自研游戏出海类型分布	28
图 58: 全球平板电脑、智能手机、TWS 耳机全球销量	29
图 59: VR 设备出货量高速增长逐渐显现	29

图 60: VR 技术发展阶段	29
图 61: 全球 VR 年度出货量预测 (万台)	31
图 62: 2021 年-2026 年中国 VR/AR 市场 IT 支出及预测	31
表 1: 2022 年传媒行业重要政策及事件回顾	6
表 2: 2022 年传媒子版块区间涨跌幅	7
表 3: 2022 年前三季度传媒子版块业绩情况 (亿元)	10
表 4: 2022 年 Q3 传媒子版块业绩情况 (亿元)	10
表 5: 各视频平台会员调价情况	20
表 6: 海内外重点上映影片情况	24
表 7: VR 产品对比	30

1 传媒行业 2022 年回顾

1.1 政策回顾：平台经济定调转向，监管趋势边际回暖

整体运行更加规范，政策趋势边际回暖。在经历互联网反垄断、网络数据安全、K12 教培、游戏、广告、文娱等多领域政策密集监管后，传媒行业治理和运行更加规范。在常态化监管周期中，政策面趋势逐渐回暖。首先，在平台经济方面，3、4 月官方定调转向，肯定互联网赋能实体经济的重要作用，释放促进平台经济健康发展和资本市场平稳运行的信号，带动港股互联网板块走势回暖。同时，与美国公众公司会计监督委员会就中概股审计底稿问题取得实质性进展，中概股退市风险基本解除。其次，在数字经济方面，提高国家战略定位，打造数字化创新引领发展能力，将数字经济和实体经济深度融合。最后，在文娱内容方面，未成年人沉迷网络游戏问题基本解决，游戏版号重启发放，同时人民财评对游戏行业定调转向，政策预期转暖。在影视方面，进一步加强内容版权保护、规范明星广告代言和网络视频直播，行业发展进一步规范。

平台经济：暖风频吹，中概股退市担忧基本解除。3 月国务院金融委会议和 4 月中央政治局会议对平台经济的论调转向，提出要完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。7 月中央政治局下半年经济工作会议进一步提出，要集中推出一批“绿灯”投资案例。12 月中央经济工作会议提到，支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中大显身手。同时，中美就中概股审计底稿磋商取得积极成果。8 月证监会宣布中美监管机构签署了合作协议。12 月美国 PCAOB 发布报告，确认 2022 年度可以对中国内地和香港会计师事务所完成检查和调查，撤销 2021 年对相关事务所作出的认定；证监会对此表示认可，中概股退市担忧基本解除。

数字经济/元宇宙/VR AR：顶层战略规划逐渐完善，VR 硬件性能持续提升。1 月国务院发布《十四五数字经济发展规划》提出：到 2025 年，数字经济迈向全面扩展期，数字经济核心产业增加值占 GDP 比重达到 10%（2020 年为 7.8%）。5 月中共中央、国务院发布《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》明确：到“十四五”时期末，基本建成文化数字化基础设施和服务平台。11 月工信部等五部门发布《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022—2026 年）》提出：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。与此同时，上海、北京、浙江等地方相继出台规划，抢先吸引相关产业链落地发展。产业层面，9 月国产 VR 一体机 PICO 4 分别召开海内外发布会，硬件性能升级，主打健身、游戏、影视、社交等场景应用；10 月 Meta 发布全新 VR 一体机，价格提升、硬件性能明显优化。

文娱内容：行业持续调整，监管与发展并重。游戏方面，版号发放常态化，政策面或有回暖。今年 4 月国产游戏版号在时隔 8 个月后重启发放；11 月游戏工委发布报告显示，未成年人的沉迷游戏问题已经基本解决；此外，人民财评发布文章《深度挖掘电子游戏产业价值机不可失》，强调监管和发展并重，促进其不断释放经济、文化与科技新价值。影视方面，2 月国家广播电视总局发布《“十四五”中国电视剧发展规划》，重申演员

片酬和违法失德艺人问题规范。4月网信办三部门发布《关于进一步规范网络直播营利行为促进行业健康发展的意见》，进一步明确直播行业标准和管理规范。产业层面，视频平台改变以往的粗放发展思路，降本增效、步入盈利正循环，5月爱奇艺宣布首次盈利。在超前点播禁体系止后，腾讯视频、优酷和芒果TV相继宣布上调会员价格，并不断丰富会员权益，增加会员收入来源。同时，和短视频平台达成竞合关系，7月爱奇艺和抖音集团宣布达成合作，开启长短视频共赢新模式。

表 1：2022 年传媒行业重要政策及事件回顾

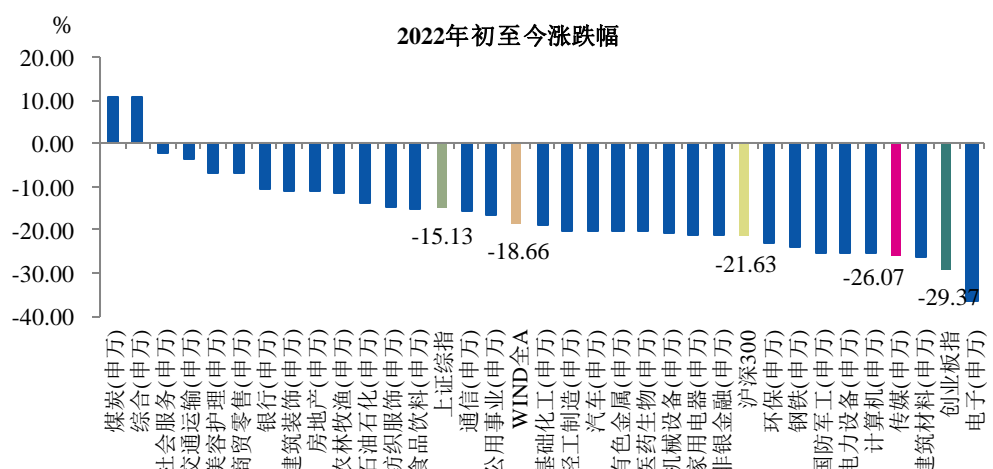
	重要政策及事件
文化传媒	2月24日，俄乌冲突正式开始。3月初上海封控，6月1日上全面复工复产。 7月21日，商务部等27部门《关于推进对外文化贸易高质量发展的意见》。 11月11日，国务院优化防控“二十条”，12月7日优化防控“新十条”。
平台经济	2月8日，人民日报评《正确认识和把握资本的特性和行为规律》，防止资本无序扩张，设置好“红绿灯”。 3月16日，国务院金融委会议提到，目前中美双方监管机构就中概股保持良好沟通，要稳妥推进并尽快完成大型平台公司整改工作。4月29日，中央政治局会议提出，完成平台经济专项整治，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。6月6日，科技部回应对科技行业的监管：更多地是把激励放在更重要的位置。7月28日，中央政治局下半年经济工作会议提出，推动平台经济规范健康持续发展，完成平台经济专项整治，对平台经济实施常态化监管，集中推出一批“绿灯”投资案例。 8月26日，证监会宣布中美监管机构签署合作协议，依法推进跨境审计监管合作。12月15日，美国公众公司会计监督委员会(PCAOB)发布报告，确认2022年度可以对中国内地和香港会计师事务所完成检查和调查，撤销2021年对相关事务所作出的认定。 12月15日，中央经济工作会议：支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中中大显身手。
数字经济 /元宇宙 /VR、AR	1月12日，国务院《十四五数字经济发展规划》。1月24日，工信部：培育一批进军元宇宙等新兴领域的创新型中小企业。5月17日，全国政协“推动数字经济持续健康发展”专题协商会，牢牢把握“数字经济”发展的春天。5月22日，中共中央、国务院《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》。 7月8日，上海市人民政府：印发培育“元宇宙”新赛道行动方案（2022-2025年）。8月24日，北京城市副中心元宇宙三年行动计划：培育百家元宇宙生态链企业。9月22日和27日，国产VR一体机PICO 4分别召开海内外发布会，硬件性能升级，主打健身、游戏、影视、社交等场景应用；10月11日，Meta发布Quest Pro VR一体机，价格提升、硬件性能明显优化。 11月1日，工信部等五部门印发《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022—2026年）》。
游戏	1月18日，微软宣布斥资687亿美元收购动视暴雪。4月11日，游戏版号时隔8个月重启发放，6、7、8、9、11和12月均有国产游戏版号发放，版号节奏常态化。11月16日，人民财评发布文章《深度挖掘电子游戏产业价值机不可失》。11月23日，游戏工委报告称未成年人的沉迷游戏问题已基本解决。 12月，全国政协委员王学坤认为应鼓励开发弘扬社会主义核心价值观的游戏
影视院线	2月10日，国家广电总局《“十四五”中国电视剧发展规划》，重申知识产权保护，违法失德艺人管理。 4月2日，网信办三部门《关于进一步规范网络直播营利行为促进行业健康发展的意见》。4月15日，国家广播电视总局三部门发布通知，要加强网络视听节目平台游戏直播管理。5月7日，两协会发布《演员聘用合同示范文本（试行）》，提到演员片酬等劳务收入不得用现金支付。5月26日，爱奇艺宣布首次盈利；7月19日，爱奇艺和抖音集团达成合作，开启长短视频共赢新模式。4月9日/6月21日/7月27日，腾讯视频/优酷/芒果TV相继宣布上调会员价格。10月31日，七部门联合规范明星代言活动。12月16日，《阿凡达2》定档国内，与北美同步上映。

资料来源：国务院,工信部,国家新闻出版署,网信办,国家广电总局,财信证券

1.2 市场回顾：受大环境压制，传媒指数跑输大盘

受宏观经济疲软、疫情多点散发、外围市场等影响，传媒指数全年跑输大盘。2022年初至12月30日收盘，传媒（申万）指数下跌26.07%，分别跑输上证综指、沪深300和WIND全A 10.94pct、4.44pct和7.41pct，跑赢创业板指3.30pct，涨跌幅位居申万31个子行业中倒数第三名。随着疫情防控优化和全面放开，市场对企业生产和居民消费端预期回暖，传媒指数有所修复。2022年11月初至12月30日，传媒（申万）指数上涨17.15%，分别跑赢上证综指、沪深300、创业板指、WIND全A 10.38pct、6.81pct、13.54pct和11.57pct，涨跌幅位居申万31个子行业中第5名。

图 1：2022 年初至今申万一级子行业涨跌幅（截至 2022.12.30）



资料来源：wind，财信证券

从子版块来看，前期疫情受损较多的板块回调幅度更大。2022年初至12月30日，跌幅较大的子版块依次为数字媒体（-35.37%）、游戏（-33.45%）、广告营销（-27.84%）、影视院线（-16.21%）、电视广播（-11.44%）和出版（-11.20%），主要系前期在在全年疫情多点散发、宏观经济复苏缓慢等影响下，优质内容供给缺失、用户消费意愿和广告主预算投放不足，导致相应板块受损较大。随着疫情防控优化、消费预期和线下人流回暖，11月初来反弹最大的子版块依次为数字媒体（34.94%）、影视院线（25.00%）、广告营销（17.32%）、出版（14.63%）、电视广播（13.21%）和游戏（11.97%）。

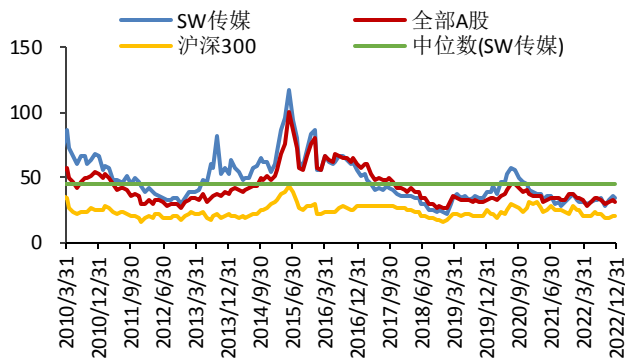
表 2：2022 年传媒子版块区间涨跌幅

证券代码	子版块	2022 年初-12.30	2022 年初-10 月底	2022.11.1-2022.12.30
801767.SI	数字媒体(申万)	-35.37%	-52.10%	34.94%
801766.SI	影视院线(申万)	-16.21%	-32.97%	25.00%
801765.SI	广告营销(申万)	-27.84%	-38.49%	17.32%
801760.SI	传媒(申万)	-26.07%	-36.89%	17.15%
801769.SI	出版(申万)	-11.20%	-22.53%	14.63%
801995.SI	电视广播 II (申万)	-11.44%	-21.78%	13.21%
801764.SI	游戏 II (申万)	-33.45%	-40.56%	11.97%

资料来源：wind，财信证券

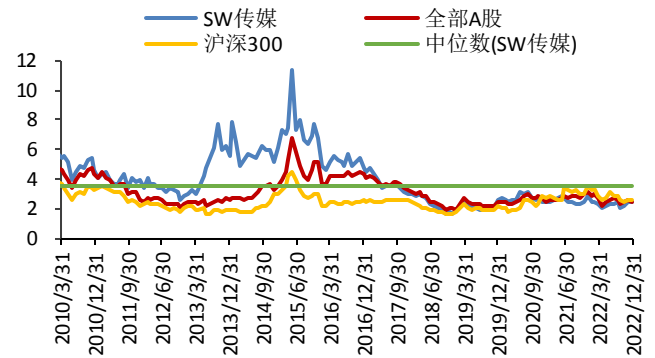
估值水平位于历史低位,疫情防控优化叠加经济复苏预期,明年具备向上修复空间。截至 2022 年 12 月 30 日,传媒(申万)板块 PE(TTM, 中值)为 34.44 倍(2022 年 1 月 1 日为 32.62 倍),位于 2010 年以来的后 25%分位,相对沪深 300 的比值为 1.75 倍;PB(MRQ, 中值)为 2.48 倍(2022 年 1 月 1 日为 2.96 倍),位于 2010 年以来的后 20.51%分位,相对沪深 300 的比值为 0.96 倍。钟南山院士团队预测,明年 3 月新冠疫情整体进入平稳状态。我们预计,在防疫政策放开初期,短期或因社会面感染人数上升而出现调整;但随着大众心理预期平缓疫情发展进入平稳期,宏观经济将迎来复苏、企业盈利及居民消费有望逐步修复,明年传媒行业估值具备向上修复空间。

图 2: 申万传媒行业 PE(TTM, 中值)(截至 2021.12.30)



资料来源: wind, 财信证券

图 3: 申万传媒行业 PB(MRQ, 中值)(截至 2021.12.30)

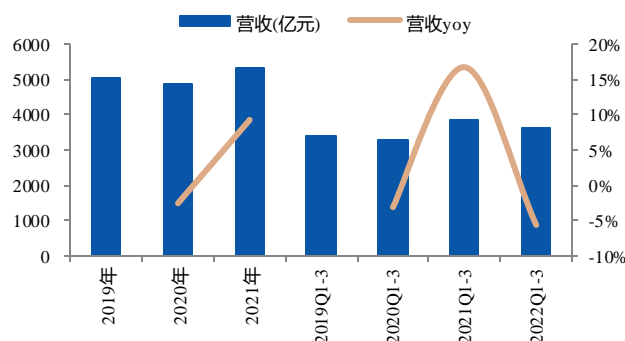


资料来源: wind, 财信证券

1.3 业绩回顾：短期复苏缓慢，三季报业绩承压

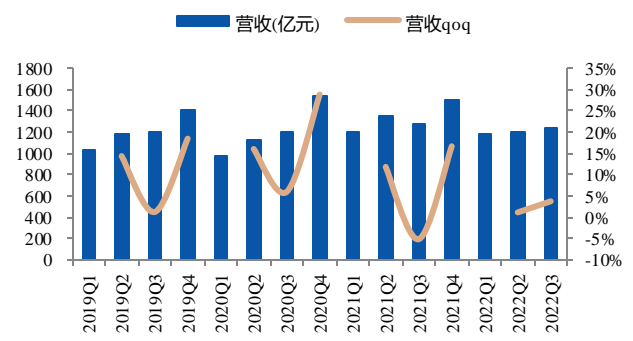
疫情影响下短期复苏缓慢，三季度业绩仍然承压。我们以申万传媒(2021)行业分类为依据，剔除北交所标的流金岁月后，选取申万传媒行业剩余 140 个标的作为研究对象。2022 年前三季度，传媒行业分别实现营收和归母净利润 3638.09 亿元和 290.73 亿元，同比增速分别为-5.64%和-27.28%，较 2020 年同期增速分别为 10.17%和-13.08%。拆分单季度来看，Q3 传媒行业分别实现营收和归母净利润 1240.21 亿元和 71.06 亿元，同比增速分别为-3.21%和-33.26%，环比增速分别为 3.72%和-42.49%，较 2020 年 Q3 增速分别为 3.78%和-47.02%，整体营收和盈利仍未恢复至疫前水平。

图 4: 申万传媒行业总营收及其同比增速



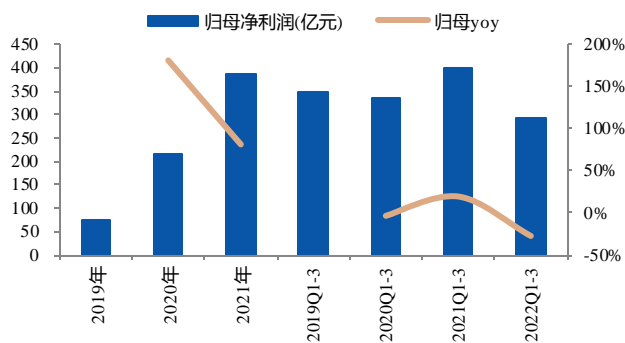
资料来源: wind, 财信证券

图 5: 申万传媒行业总营收及其环比增速(季度)



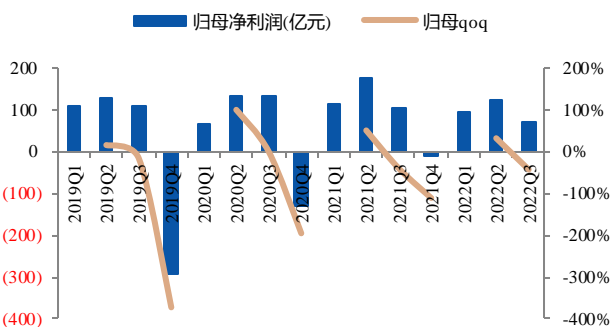
资料来源: wind, 财信证券

图 6：申万传媒行业归母净利润及其同比增速



资料来源：wind，财信证券

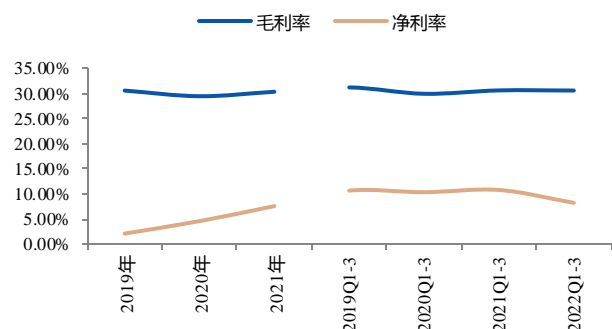
图 7：申万传媒行业归母净利润及其环比增速（季度）



资料来源：wind，财信证券

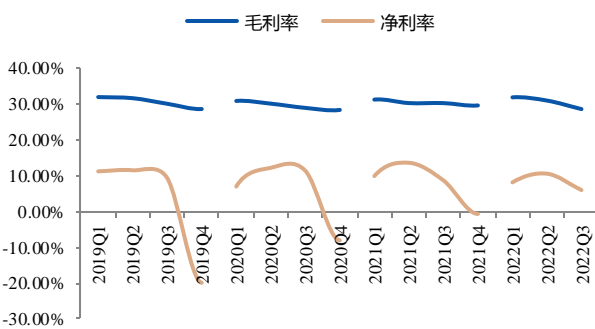
盈利能力下滑，商誉规模持续降低，行业发展仍存韧性。2022 年前三季度，传媒行业毛利率和净利率分别为 30.56%和 8.22%，同比分别减少 0.03pct 和 2.56pct；单 Q3 毛利率和净利率分别为 28.58%和 5.96%，同比分别减少 1.68pct 和 2.72pct，环比分别减少 2.38pct 和 4.59pct。现金流方面，2022 年前三季度传媒行业经营活动现金流净额 321.23 亿元，同比增速-1.57%，基本持平于去年同期也显示出了行业发展韧性；单 Q3 经营活动现金流净额 113.33 亿元，同比增速和环比增速分别为 7.12%和-32.56%。截至 2022 年 Q3 末，传媒行业商誉规模为 730.84 亿元，占营收比重 20.09%，较 2019 年同期降低了 15.65pct。

图 8：申万传媒行业毛利率和净利率



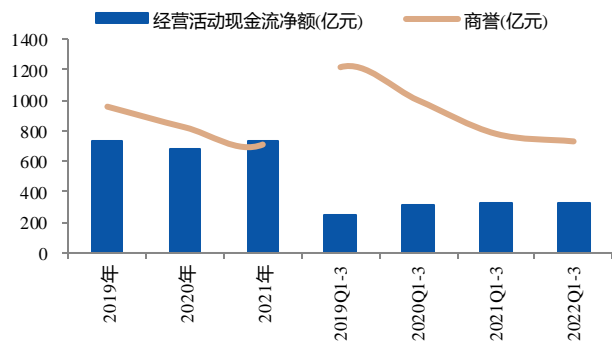
资料来源：wind，财信证券

图 9：申万传媒行业毛利率和净利率（季度）



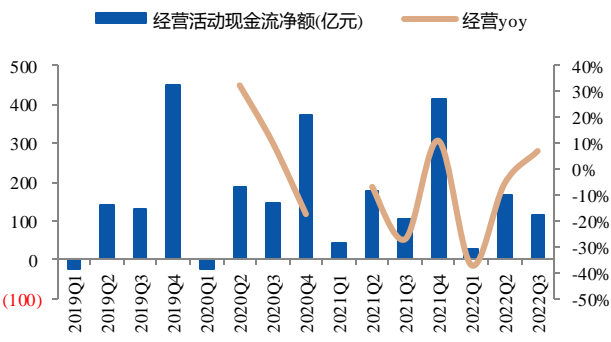
资料来源：wind，财信证券

图 10：申万传媒行业商誉和经营活动现金流净额



资料来源：wind，财信证券

图 11：申万传媒行业经营活动现金流净额（季度）



资料来源：wind，财信证券

从子板块来看，业绩普遍下滑，出版最为稳健。2022 前三季度，传媒行业的营收同比增速由高到低的子板块依次为出版（4.86%）、游戏（-0.58%）、电视广播（-1.57%）、数字媒体（-11.44%）、营销（-12.44%）和影视院线（-18.55%）；归母净利润同比增速由高到低的子板块依次为出版（-4.38%）、游戏（-27.32%）、数字媒体（-28.14%）、营销（-30.19%）、电视广播（-51.69%）和影视院线（-119.11%）。

表 3：2022 年前三季度传媒子板块业绩情况（亿元）

	营收	营收 yoy	归母净利润	归母 yoy	毛利率	净利率	经营活动现金流净额	经营活动现金流净额 yoy
营销	1223.50	-12.44%	46.56	-30.19%	13.66%	3.88%	39.65	-23.70%
出版	1016.76	4.86%	119.94	-4.38%	31.85%	11.99%	67.32	64.17%
游戏	639.09	-0.58%	95.40	-27.32%	63.29%	15.78%	115.94	20.13%
电视广播	318.23	-1.57%	10.40	-51.69%	24.42%	3.60%	28.34	-47.27%
影视院线	253.56	-18.55%	-4.41	-119.11%	23.72%	-2.09%	59.72	-20.06%
数字媒体	186.94	-11.44%	22.84	-28.14%	41.88%	12.09%	10.25	22.14%

资料来源：wind，财信证券

表 4：2022 年 Q3 传媒子板块业绩情况（亿元）

	营收	营收 qoq	归母净利润	归母 qoq	毛利率	净利率	经营活动现金流净额	经营活动现金流净额 qoq
营销	425.18	7.75%	3.97	-87.56%	12.91%	0.96%	17.00	11.24%
出版	346.71	-4.00%	35.17	-35.83%	28.87%	10.39%	4.92	-94.09%
游戏	207.37	-1.72%	24.07	-26.42%	61.27%	12.28%	39.14	-20.79%
电视广播	111.39	4.74%	2.18	-26.01%	23.34%	2.66%	27.08	149.25%
影视院线	81.17	34.77%	-1.85	-78.62%	21.30%	-2.58%	12.04	4721.51%
数字媒体	68.39	9.61%	7.52	-23.62%	42.58%	10.86%	13.16	44.41%

资料来源：wind，财信证券

1.4 展望 2023 年：把握疫后经济复苏、内容供给修复、政策边际改善等主线

回顾过去两年，传媒行业整体表现不佳，业绩增速放缓、估值受到压制，主要有三方面影响：一是，政策监管密集，行业整顿肃清。围绕平台经济反垄断、网络数据安全、K12 教培、游戏、综合文娱等多领域政策密集出台，导致游戏、广告、教育等板块业务发展或业绩增长受损，但行业整体的治理和发展进一步得到规范。二是，宏观经济疲软，疫情多点散发干扰消费复苏。受制于大环境，企业盈利能力下降，广告主调整预算分配，品牌广告投放缩减，营销大盘下滑；线下文娱消费需求低迷，影视院线经营受挫。三是，互联网流量红利见顶，增量逻辑向存量逻辑转变。即由粗放式的用户量增长，转向产品和用户的精细化运营、以及商业模式的深层优化。

站在当下，我们观察到以上不利因素均出现了不同程度的利好变化：一是，平台经济定调转向，政策监管趋势边际回暖。3、4 月官方定调转向，肯定了互联网赋能实体经济

济的重要作用，释放促进平台经济健康发展和资本市场平稳运行的信号；12月中央经济工作会议，强调支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中大显身手。同时，与美国PACOB就中概股审计底稿问题取得实质性进展，中概股退市风险基本解除。二是，防疫政策优化，宏观经济有望逐步复苏，带动企业盈利和居民消费修复。三是，在互联网流量红利见顶趋势下，国内企业纷纷确立出海战略来开辟第二增长曲线；同时，不少平台转变经营战略，将服务好存量用户作为要义，并通过提质减量、降本增效来达到盈利目标，商业模式更加精细化。

综上所述，展望2023年，我们认为传媒行业有望迎来业绩和估值修复，建议关注以下主线：

一是，疫后经济复苏方向。随着防控政策放开，疫情发展进入平稳期，预计线下人流将逐渐恢复，带动到店团购的消费频次提升。同时，宏观经济复苏驱动企业盈利逐渐好转，用户消费需求有望增加，带动线下广告媒体的业绩修复。

二是，内容供给修复方向。由于内容行业的消费需求很大程度上是由供给决定的，因此随着大环境好转、优秀内容生产和引进增多，有望带动线下观影人次回归；同时，广告行业回暖与内容供给修复也将有利于在线视频平台的收入增长和用户指标改善。

三是，政策支持或有边际改善方向。版号发放常态化、官方文章积极表述等带来政策面预期改善的游戏板块，在精品研发、出海战略加持下，有望迎来触底回升。此外，还建议关注在国家数字经济战略规划中占有重要地位的虚拟现实行业。虚拟现实是新一代信息技术的重要前沿方向和重大前瞻领域，有望成为下一代互联网形态来深刻改变人类生活。

2 疫后经济复苏：到店团购、线下广告

2.1 到店团购：美团到店壁垒深厚，抖音本地生活迅猛发展

美团稳居到店行业龙头，抖音跑步入场探索新增长曲线。一方面，美团到店业务起源于2010-2012年初创期的团购业务，在千团大战中美团采用O2O经营模式，优化平台服务，提升用户和商家体验。在“横向发展团购平台吸引客户和商家，纵向深化到店业务，细分孵化垂直业务”的T型战略下，美团到店业务发展迅速。2015年美团与大众点评合并，O2O到店业务竞争力更加牢固。目前，美团稳居到店行业龙头地位，在用户心智、商户规模等方面具备其他平台难以企及的优势。另一方面，短视频和直播的兴起，推动生活服务平台进一步升级。2018年抖音成立POI团队，上线了基于LBS的生活服务功能，但收效甚微。2020年疫情影响下，抖音正式推出团购、达人探店业务，并成立“本地直营中心”，初步搭建本地生活服务架构。2021年抖音开放SAAS服务商，推出“美食创作人计划”，并将本地生活服务升级为一级部门，战略地位全面提升。2022年抖音与达达、顺丰同城、闪送等达成合作，为商家提供“团购配送”服务，实现了团购套餐“全城平均1小时达”。整体来看，抖音在利用自身的流量红利不断加码本地生活服务，将高

频次、高粘性的线上流量转化为线下到店消费，探索继广告、电商之后的新增长曲线。

从市场空间、用户流量、商户规模、平台自身等方面来看美团、抖音差异。

1) 从市场空间来看，本地生活 O2O 行业发展迅速，到店餐饮市场空间广阔。根据艾瑞咨询，我国本地生活 O2O 行业规模从 2013 年的 1006.8 亿元增长至 2021 年的 28327.1 亿元，8 年 CAGR 达 51.76%。本地生活服务行业主要包含餐饮、酒旅、休闲娱乐等到店类服务，以及外卖、即时零售、家政等到家类服务。近些年来，以外卖、到店餐饮等为代表的 O2O 业务发展迅速。根据前瞻产业研究院，以 2019 年我国餐饮行业总收入 4.67 万亿、到店餐饮市场交易规模 3730 亿元计算，到店餐饮行业渗透率仅为 7.92%，未来增长空间广阔。

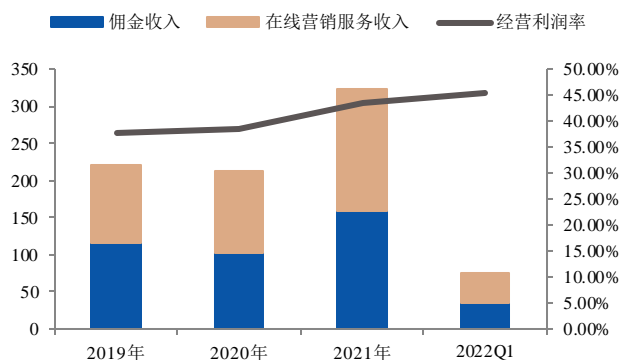
2) 从用户流量侧来看，美团用户稳固，抖音坐拥流量红利。根据 Questmobile 数据，2022 年 9 月美团和大众点评的月活用户规模分别为 3.86 亿和 0.81 亿，同比分别增长 8.1% 和 17.2%；日活用户规模分别为 1.1 亿和 0.1 亿；抖音的月活用户规模为 7.06 亿，同比增长 5.06%；日活用户规模为 4.4 亿。美团到店团购的业务思路是“人找店”，属于主动搜索式消费，并且美团凭借先发优势已建立起深度的用户认知，因此用户搜索转换率较高，商品核销率 80%-90%。抖音本地生活的思路是“店找人”，主要基于基础流量池红利，利用短视频内容传播优势和低价折扣券，吸引用户冲动式消费，商品核销率 50%-60%，长期用户习惯形成后有望提高商品核销率。

3) 从商户规模来看，美团长尾优势显著，抖音仍有较大提升空间。截至 2022 年三季报，美团活跃商家数同比增长 11.3% 至 930 万户；其中，到餐类商家占比约 70%，休闲娱乐、美容、婚庆等商家类占比约 10%-15%，剩余商家类占比约 10%-15%。美团在长期发展中积累了强大的地推团队，覆盖的本地商家规模大且更为分散，头部商户可选择入驻平台、中小商户可选择代运营服务，能更好的满足商户诉求和提升用户体验。2022 年 9 月，抖音本地生活服务已覆盖 377 个城市，合作门店超过 100 万个，商家属性也遍及吃喝玩乐、旅游住宿、个护美发等 80 余个细分品类，相较于 2021 年的商家数已增长了 22 倍。抖音主要通过第三方服务商+重点城市自建运营团队开展地推服务，由于短视频制作成本更高，叠加本地流量推送的局限性，因此头腰部商户占比更多，也更适合大商家做全国类运营推广。

4) 从平台自身来看，美团的现金奶牛，抖音的必争之地、成长更加迅速。从佣金率来看，2019 年美团到店业务交易额为 2210 亿元，货币化率约 10.03%（到店业务收入/到店业务交易额）；抖音从 2022 年 6 月才开始宣布收取佣金、平均佣金率 2%-8%（新商户有 60 天保护期、不抽佣金），但若考虑达人抽佣率约 10%-30%，则抖音平台的整体抽佣成本更高。从商业化成果来看，目前美团的到店酒旅业务已经成熟并实现盈利，主要收入来源为团购佣金和线上营销服务。2020 年受疫情干扰，美团到店酒旅收入同比下滑 4.59% 至 212.52 亿元，但在线上营销服务带动下经营利润率增加 0.77pct 至 38.49%；2021 年和 2022Q1 美团到店酒旅业务收入分别为 325.30 亿元和 76.22 亿元，同比增速分别为 53.07% 和 15.75%，经营利润率分别达 43.32% 和 45.58%。假设 2022 年美团到店业务收入同比增

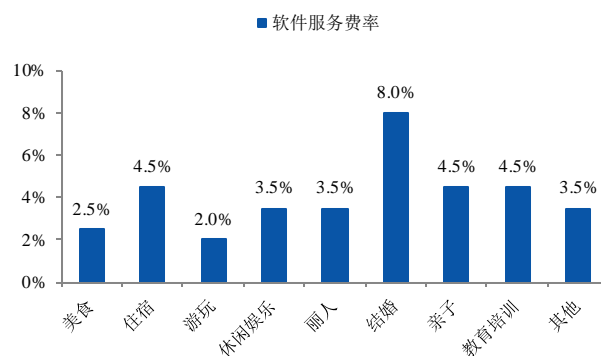
速 10%、货币化率 10%，我们预计 2022 年美国到店业务 GMV 约 3578.30 亿元。抖音本地生活成长迅速，根据晚点财经和 36 氪数据，2021 年抖音本地生活目标 GMV 200 亿元，实际完成量约 50%；2022 年明显提速，上半年本地生活 GMV 约 220 亿元，9 月和 10 月的单月 GMV 已突破 100 亿，因此前十个月 GMV 很可能已经超过 600 亿元，较年初定下的全年 500 亿元的交易总额目标已经超额提前完成。

图 12：美团到店酒旅业务收入构成明细



资料来源：wind，财信证券

图 13：抖音本地生活各商品服务类目的软件服务费率



资料来源：抖音巨量学官网，财信证券

如何看待美团、抖音的未来竞争格局？我们认为，从当前来看，二者的底层逻辑存在差异，理想状态下或可凭借不同的资源禀赋形成错位竞争，但不排除未来抖音会通过自身的资源优势来逐步缩小甚至消除竞争劣势，进而威胁到美团到店业务的基本盘。因此，对于美团来说，抖音是“达摩克里斯之剑”。短期而言，抖音的本地生活业务持续壮大，对美团到店业务的成长和估值也形成压制作用。总结来看：

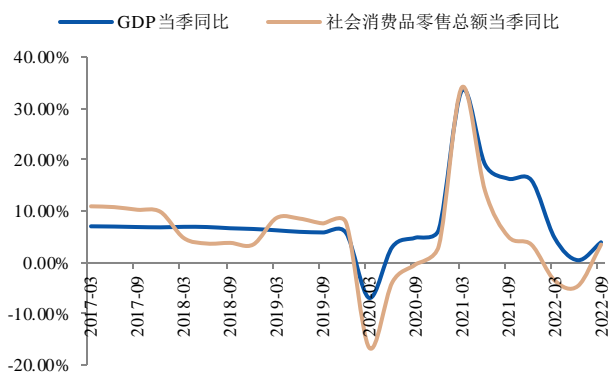
1) 美团+大众点评：首先，美团是诞生于移动互联网初期的产物，抓住了生活服务线上化的发展机遇。因此产品思路侧重“人找店”，是用户主动搜索式消费，适合用户低频次、高成本的消费决策。其次，美团具备先发优势，商户资源丰富，地推能力强；然后，通过多年深耕团购领域，用户心智已经培养成熟，用户体验和信任度更优。最后，结合大众点评优势，积累了丰富的 UGC 内容，目前已经超过 150 亿条用户评论分享，形成进一步促成消费者决策使用的正循环。

2) 抖音+短视频：首先，站在“短视频+直播”风口上的抖音，开辟了移动互联网下半场的内容生产方式，也为诸多领域的业务开展模式带来了变革。相较于图文展示方式，短视频表现更加直观和具有冲击性，吸引用户冲动式消费。因此产品思路侧重“店找人”，是内容驱动式消费，更适合用户高频次、低成本的消费决策。未来，随着用户心智成熟和使用习惯形成，本地生活的复购率和核销率也有望提高。其次，抖音具备流量池红利，用户规模和使用时长是其他平台难以匹敌的优势，因此加码本地生活是其流量及内容优势的自然延伸。然后，抖音可以触达更多的用户层和消费场景，一定程度上也为行业做大了蛋糕。最后，本地生活服务是抖音继广告、电商之后探索的第三增长曲线，本地生活行业市场空间广阔，当前的线上化率也较低，未来仍有很大的提升空间。

2.2 线下广告：短期压力仍存，看好防疫优化和经济复苏驱动大盘增长

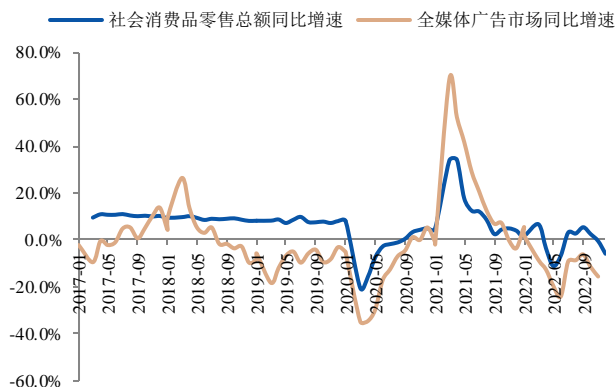
广告市场基本同步或稍领先于宏观经济周期，看好防疫优化和经济复苏驱动大盘增长。广告行业与宏观经济紧密相连，具有较为明显的经济周期特性。一方面，从数据相关性统计来看，我国 GDP 与社会消费品零售总额当季同比数据表现基本同步；而整体广告市场与社会消费品零售总额的当月同比数据基本同步，或稍领先其 1 个月。另一方面，自上而下来看，我国整体广告市场规模占 GDP 比重较为稳定，基本在 0.88%~1% 之间。一般而言，广告行业的增长点主要来源于宏观经济好转下企业盈利能力提升带来的广告预算增加，以及强势新渠道出现带来的不同渠道之间广告预算的增加或转移。比如，移动互联网的出现导致电视广播等传统媒体广告规模不断下滑，还有以抖音、快手为代表的短视频平台强势崛起带来的短视频广告收入占比不断提升。我们认为，虽然短期社会生产和消费或因疫情防控放开而出现波动，但随着社会面疫情扩散进入平稳期，宏观经济将逐渐复苏，进而促进广告大盘增长。

图 14：我国 GDP & 社会消费品零售总额当季同比



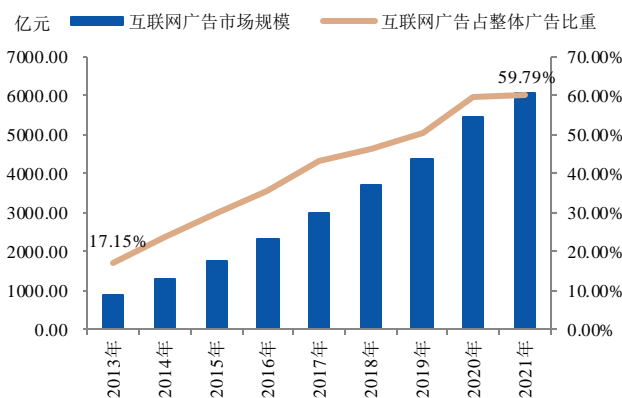
资料来源：wind，财信证券

图 15：我国社会消费品零售总额 & 广告市场当月同比



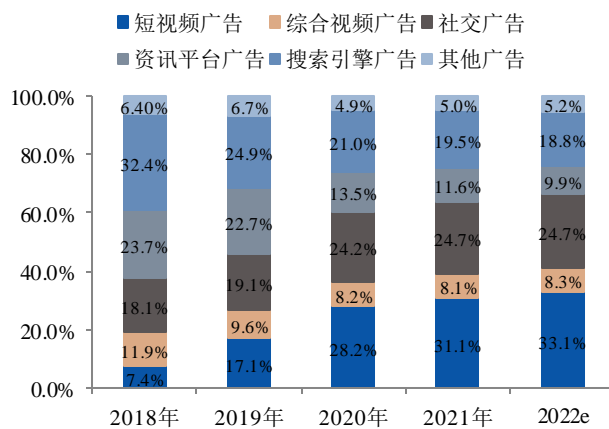
资料来源：wind，CTR，财信证券

图 16：中国互联网广告市场规模及其占整体广告比重



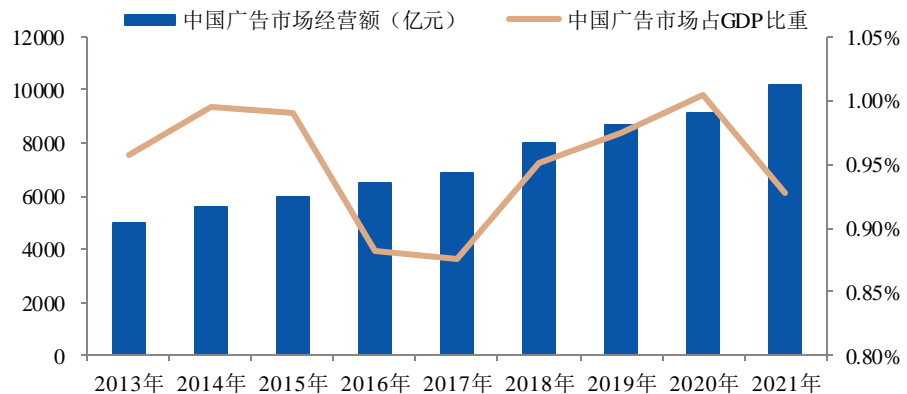
资料来源：Questmobile，财信证券

图 17：中国互联网广告（非电商类）的媒介类型分布



资料来源：Questmobile，财信证券

图 18：中国广告市场经营额及其占 GDP 比重

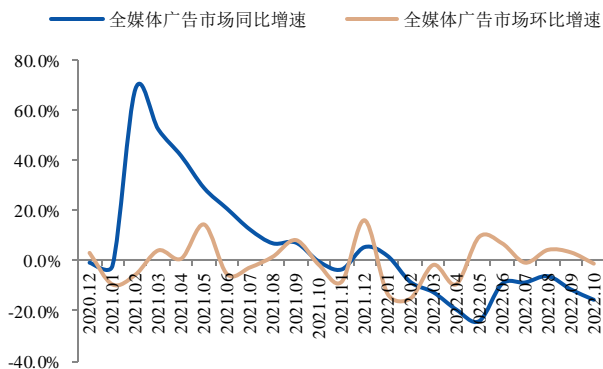


资料来源：wind，财信证券

10 月广告市场同比下滑幅度加大、环比转跌，预计短期广告市场压力仍存。根据 CTR 数据，2022 年 1-10 月广告市场花费同比减少 11.2%（1-9 月为-10.7%）。其中，10 月份同比下跌 15.6%（9 月为-11.5%）、环比下跌 1.2%（9 月为 3.3%），短期广告市场低迷主要是受大环境不确定，疫情物流受阻、及购物节预热程度较往年下降等因素影响。从行业增长及媒介分布来看，2022 年 1-10 月广告市场花费同比增长的行业有交通（16.2%）、药品（5.3%）、食品（4.3%）、酒精类饮品（2.2%），而这些加大广告投放的行业，预算分配主要集中在了电梯媒体上。其中，2022 年 1-10 月电梯 LCD 广告花费同比增长的行业有家居用品（369.7%）、药品（320%）、衣着（221%）、酒精类饮品（73.1%）、食品（25%）、饮料（6.3%）；电梯海报广告花费同比增长的行业有家居用品（80.3%）、食品（57.6%）、酒精类饮品（32%）、交通（28.8%）、娱乐及休闲（23.3%）、饮料（3.2%）、商业及服务性行业（0.7%）。

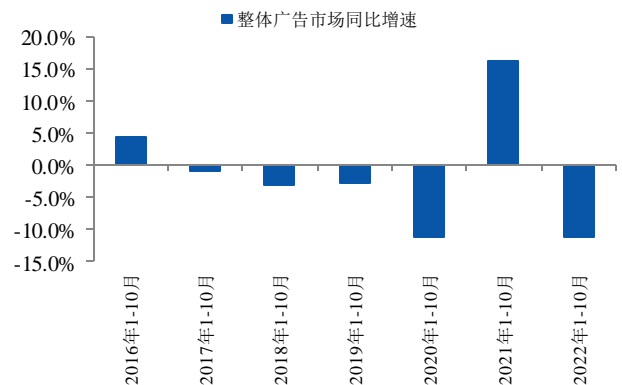
结合钟南山院士团队预测“明年 3 月疫情将趋于平稳”，我们认为目前广告主投放信心和居民消费仍有待恢复，短期广告市场压力仍存；但随着社会面疫情进入平稳期，广告大盘将有望于明年二季度迎来修复。

图 19：整体广告市场花费同比&环比增速（分月）



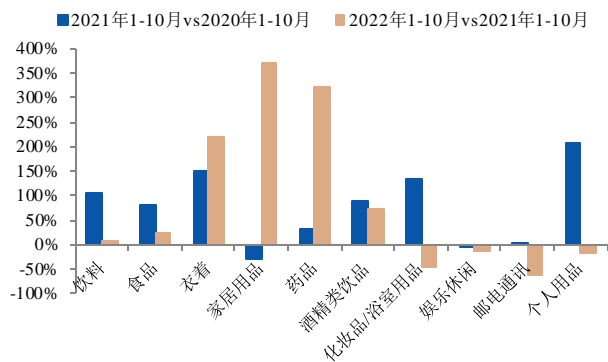
资料来源：CTR，财信证券

图 20：整体广告市场花费同比增速（1-10 月）



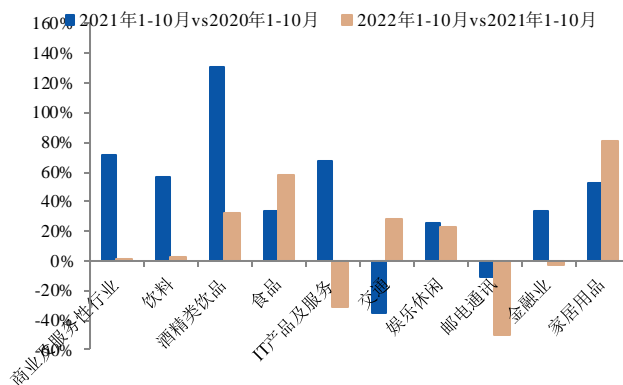
资料来源：CTR，财信证券

图 21：电梯 LCD 广告花费 top10 行业大类变化



资料来源：CTR，财信证券

图 22：电梯海报广告花费 top10 行业大类变化

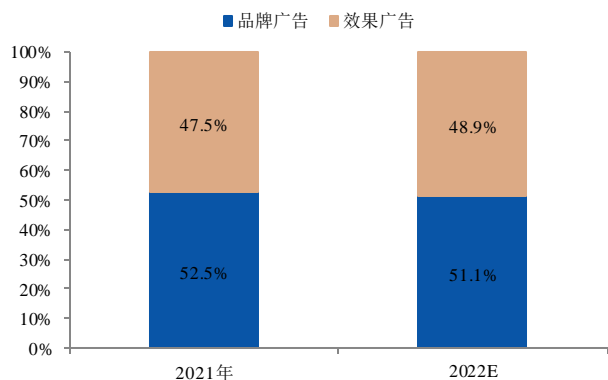


资料来源：CTR，财信证券

后续看好以生活圈电梯媒体、出行圈高铁媒体为代表的线下广告媒体的业绩修复。

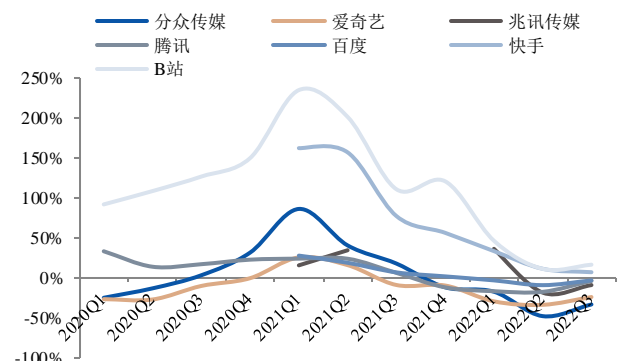
主要原因有二：一是，核心媒体广告价值不改，线上流量成本增加或导致广告溢出至线下。以生活圈电梯媒体和出行圈高铁媒体为例，两者均具有覆盖特定场景、面向主流价值人群、易吸引人关注等特征，是广告主推广新品牌、扩大知名度、影响消费者的重要营销渠道。同时，广告主在选择广告投放时会综合考虑各平台 ROI 和投放效率，随着互联网平台获客成本逐渐提升，部分广告预算也会转移至线下媒体。二是，品牌广告仍有营销投放需求。虽然在宏观经济疲软、企业盈利下滑时，广告主更倾向于将预算投入距离销售变现更近的效果广告、缩减品牌广告投放，但是品牌广告仍然是塑造品牌形象、提高长期竞争力、影响消费者心智的重要营销方式。因此，随着宏观经济复苏、企业经营好转和居民消费提振，品牌营销需求仍然会恢复。比如，2020 年疫情爆发后，随着国内防控取得成效、经济在下半年迎来修复，2020H2 分众传媒营收同比增长 16.64%，高于爱奇艺的-6.35%；2021H1 分众传媒的营收同比增长 58.94%、高于腾讯的 23.13%和爱奇艺的 19.82%，2021H1 兆讯传媒的高铁广告媒体收入也取得了同比 23.35%的增长。因此我们预计随着防疫政策放开、宏观经济好转，分众传媒和兆讯传媒的业绩有望在 2022 年 Q4 开始持续弱修复。

图 23：品牌广告和效果广告的费用分配情况



资料来源：CTR，财信证券

图 24：典型媒体公司广告收入情况



资料来源：wind，财信证券

2.3 投资小结

随着疫情防控政策优化，明年宏观经济有望迎来弱复苏，带来企业盈利改善、居民消费增加、线下人流恢复的边际好转预期，因此我们建议关注疫后经济复苏主线的两个方向：

一是，到店团购。短期随着防控政策放开，疫情发展进入平稳期，预计线下人流将逐渐恢复，带动到店团购的消费频次提升。从当前来看，美团和抖音的本地生活在底层逻辑具有差异化，理想状态下或可凭借不同的资源禀赋形成错位竞争，但不排除未来抖音会通过自身的资源优势来逐步缩小甚至消除竞争劣势。“美团+大众点评”凭借先发优势，覆盖商户规模多且分散、用户认知更加深刻，“人找店”的主动式消费属性提高了商品复购率和核销率，平台商业化更加成熟。“抖音+短视频”凭借“短视频+直播”的内容和流量优势，吸引用户冲动式消费，也扩大了用户圈层和消费场景，“店找人”的被动式消费也更适合营销和拉新，平台商业化发展迅猛。

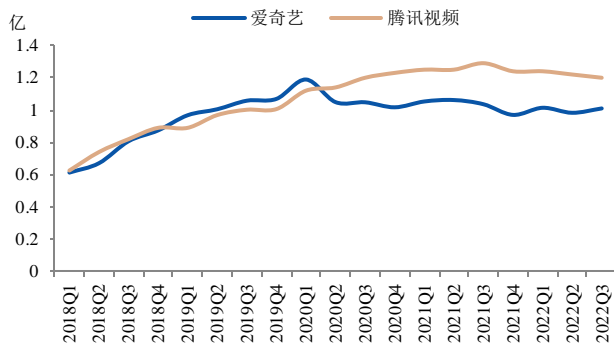
二是，线下广告。广告市场基本同步或稍领先于宏观经济周期，看好防疫优化和经济复苏驱动广告大盘增长，以生活圈电梯媒体、出行圈高铁媒体为代表的线下广告媒体有望迎来业绩修复：一方面，核心媒体广告价值不改，线上流量成本增加或导致广告溢出至线下；另一方面，随着宏观经济复苏、企业经营好转和居民消费提振，品牌广告仍有营销投放需求。虽然在宏观经济疲软、企业盈利下滑时，广告主更倾向于将预算投入距离销售变现更近的效果广告、缩减品牌广告投放，但是品牌广告仍然是塑造品牌形象、提高长期竞争力、影响消费者心智的重要营销方式。建议关注分众传媒和兆讯传媒。

3 内容供给修复：在线视频、影视院线

3.1 在线视频：C端会员付费+B端广告复苏，业绩修复可期

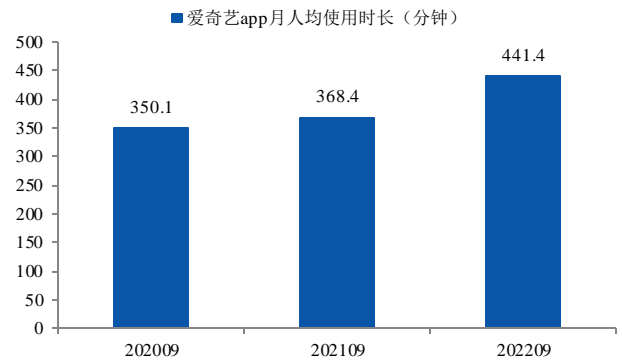
“2+N”竞争格局基本稳定，内容供应量同比下滑。一是，从用户需求端来看，在线视频平台的竞争格局表现基本稳定，爱奇艺表现略胜于腾讯视频。在《人世间》、《苍兰诀》等爆款内容加持下，三季度爱奇艺的日均会员订阅数达到1.01亿，同比略下降2.51%、环比增长2.75%；腾讯视频的付费会员总数1.20亿，同比和环比分别减少6.98%和1.64%。根据Questmobile公开数据，截至2022年9月，爱奇艺app的月人均使用时长达到了441.4分钟，同比增长了19.82%，较同时期腾讯视频app的月人均使用时长超出10%以上。

图 25：爱奇艺、腾讯视频付费会员数



资料来源：wind，财信证券

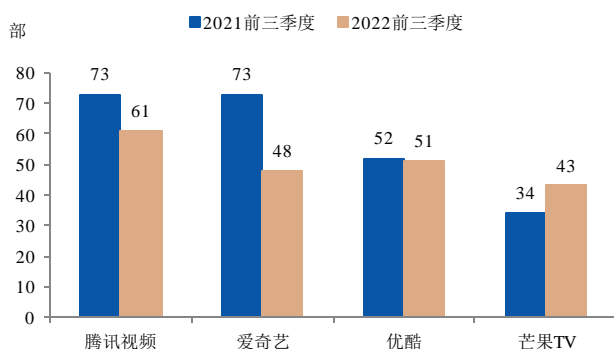
图 26：爱奇艺 app 月人均使用时长



资料来源：Questmobile 财信证券

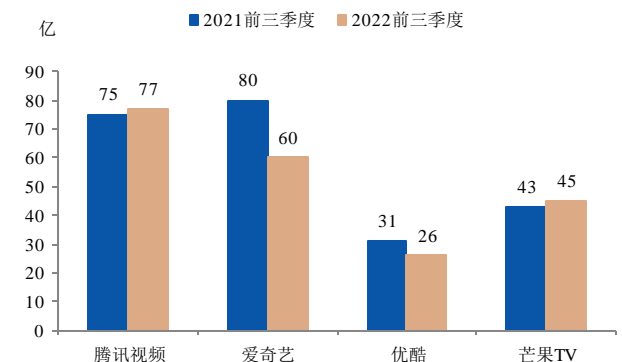
二是，从内容供给端来看，全平台内容供给同比明显下滑，但会员内容播放量显著增加。根据云合数据，2022 年前三季度全网综艺累计正片有效播放 215 亿，同比下滑 8.12%；上新季播综艺 188 部，同比增加 6 部、但有效播放同比下滑了 25.5%。剧集方面，2022 年前三季度全网连续剧正片有效播放 2240 亿，同比下滑 4.52%；上新剧集部数 276 部，同比减少 12.93%、但会员内容有效播放同比增加了 20.23%。其中，芒果 TV 的播出表现明显好于行业。一方面，综艺上新部数和有效播放量仍在保持上涨并且是唯一上涨的长视频平台。2022 前三季度芒果 TV 的季播综艺上新量和有效播放量同比分别增长了 26.47% 和 4.65%，而爱奇艺、腾讯视频、优酷季播综艺上新量和有效播放量基本均呈同比下滑态势。另一方面，在剧集上新较少的情况下，芒果 TV 的会员内容有效播放量仍取得了较高的增长。2022 前三季度芒果 TV 的剧集上新量同比减少了 36.23%，但其全网连续剧正片和会员内容的有效播放量同比分别增长了 6.38% 和 34.78%。

图 27：分平台季播综艺上新量（部）



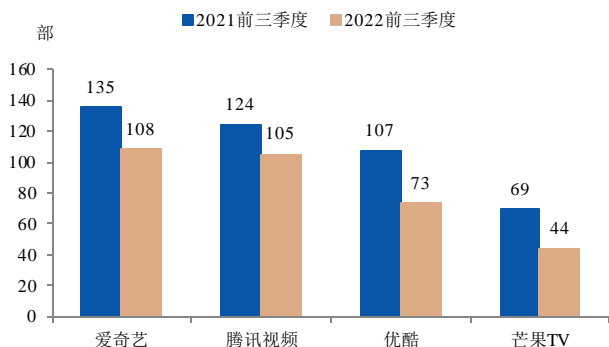
资料来源：云合数据，财信证券

图 28：全网综艺分平台正片有效播放（亿）



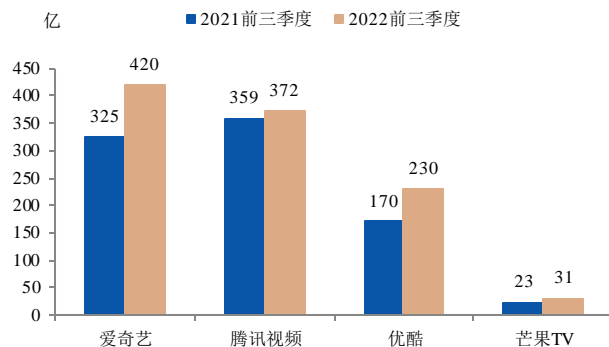
资料来源：云合数据，财信证券

图 29：分平台剧集上新量（部）



资料来源：云合数据，财信证券

图 30：全网连续剧分平台会员内容有效播放（亿）

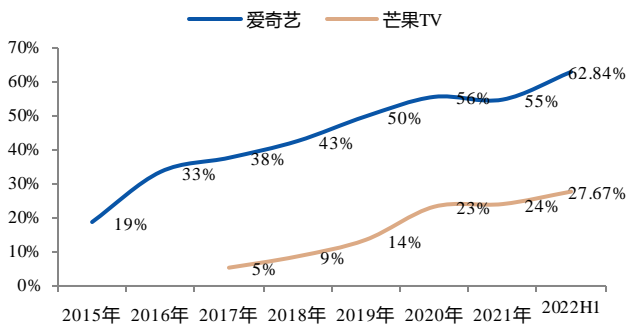


资料来源：云合数据，财信证券

会员收入逐渐成为视频平台重要经济支柱。一般而言，在线视频平台的收入来源主要由广告、会员、内容制作及分销、直播/游戏/经纪服务等其他收入构成。其中，广告多为依赖平台内容播放量的硬广，形式主要有贴片广告、悬浮式广告、植入式广告、信息流广告等。近些年来长视频平台的广告收入占比呈持续下滑趋势，主要源于短视频广告的分流。此外，在宏观经济不景气、企业盈利能力下滑时，品牌广告预算也会被率先削减。但依赖用户产生长视频观看需求的会员订阅收入相对更具有粘性，同时随着付费会员规模的扩大，会员收入占比不断提升。截至 2022 年中报，爱奇艺的会员收入为 87.56 亿元、同比增长 5.44%，占营收比重 62.84%、较 2017 年增加 25.23pct；芒果 TV 的会员收入为 18.58 亿元、同比增长 6.48%，占营收比重 27.67%、较 2017 年增加 22.35pct。

我们认为，未来在线视频平台的 C 端会员付费仍大有可为。一方面，会员提价成为行业趋势。2021 年来，爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV、优酷等平台相继宣布上调会员价格，当前基本已达到相同的价格水平。另一方面，继“超前点播”被明令禁止后，各视频平台针对用户差异化的消费需求，相继探索出更加丰富的会员权益方式，如“回转付费”（当剧完结之后，所有集数锁定，直接转 VIP 会员可看）、“点映礼直播”（用户付费解锁大结局观看券、会员卡、主创陪看、限定周边等权益）等，其实本质更类似于“超前点播”，但赋予用户更多的选择和权益。根据云合数据统计，2022 年上半年的各平台上新剧中，爱奇艺和芒果 TV 约有 30%、腾讯视频和优酷约有 10% 的剧集在跟播期采用“回转付费”式排播。我们认为，在经历文娱综合整治、内容密集监管后，用户对长视频的观看需求仍有较大的挖掘潜力，以 C 端会员付费驱动的平台模式仍大有可为。

图 31：各视频平台的会员收入占营收比重



资料来源：wind，财信证券

图 32：会员运营方式更新迭代（点映礼直播）



资料来源：云合数据，财信证券

表 5：各视频平台会员调价情况

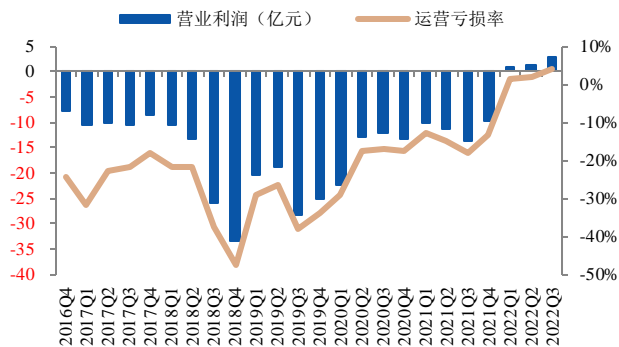
		连续包月	月卡	连续包季	季卡	连续包年	年卡
2021.12.15	爱奇艺会员调价	22	30	63	78	218	248
2022.12.16	爱奇艺会员最新定价	25	30	68	78	238	258
	涨价幅度	31.58%	20.00%	17.24%	14.71%	9.17%	4.03%
2021.04.13	腾讯视频会员调价	20	30	58	68	218	253
2022.04.10	腾讯视频会员最新定价	25	30	68	78	238	258
	涨价幅度	25.00%	0.00%	17.24%	14.71%	9.17%	1.98%
2021.12.22	芒果TV会员调价	19	25	58	68	218	248
2022.08.09	芒果TV会员最新定价	22	30	63	78	218	248
	涨价幅度	15.79%	20.00%	8.62%	14.71%	0	0
	优酷会员原价	15	--	--	--	--	198
2022.06.21	优酷会员最新定价	25	30	68	78	238	258
	涨价幅度	66.67%					30.30%

资料来源：爱奇艺/腾讯视频/优酷/芒果TV官网，财信证券

平台降本增效，倒逼内容高质量发展。在资本退潮、行业监管、流量红利消退等系列影响下，行业主动开启降本增效模式。一方面，优化组织结构，提高运营效率，利用平台优势打造内容品牌，以最优的 ROI 获取合适的内容来实现利润最大化，2022Q1 爱奇艺宣布实现首次盈利。另一方面，聚焦核心业务，内容质量显著提升，反而取得了更好的观众口碑。根据云合数据，2022 年上半年上新综艺部均评分达 7.01 分、同比提高了 0.57 分，高分段（6 分及以上）占比 75%、同比增加了 10pct；上新剧集质量整体也有提升，2022 年上半年上新剧集热播期内，播放量在 500 万以下的占比下降了 12pct，500 万-1000 万的占比提高了 11pct，1000 万-2000 万的占比提高了 3pct。

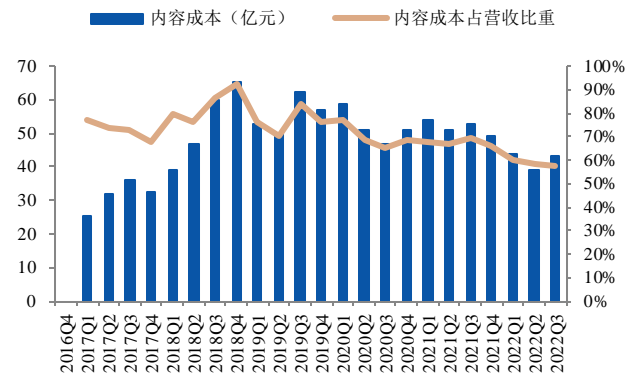
综上所述，我们认为在线视频行业长期呈现供需向好局面，在经历天价片酬、税收整顿、内容严监管后，生产要素定价更趋合理、行业生态更加规范。在明年宏观经济弱复苏的大环境下，B 端广告主需求有望逐步恢复，叠加 C 端会员消费经济不断迭代，在线视频平台业绩有望迎来修复。

图 33：爱奇艺营业利润及运营亏损率



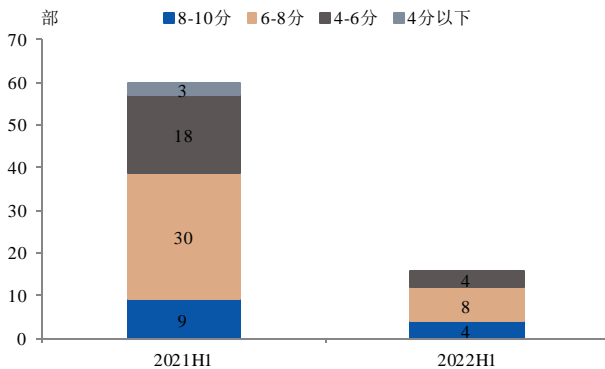
资料来源：wind，财信证券

图 34：爱奇艺内容成本及其占营收比重



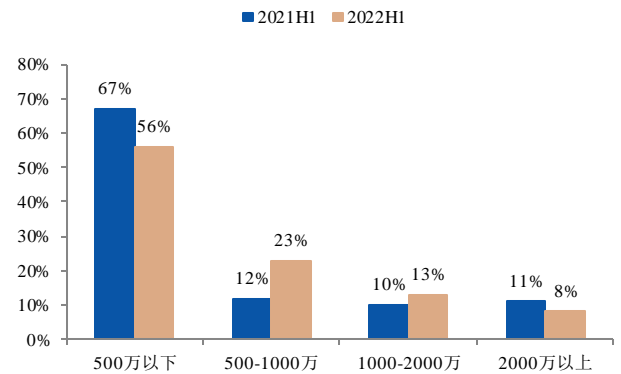
资料来源：wind，财信证券

图 35：2022H1 上新综艺豆瓣评分



资料来源：云合数据，财信证券

图 36：2022H1 上新剧集热播期集均有效播放

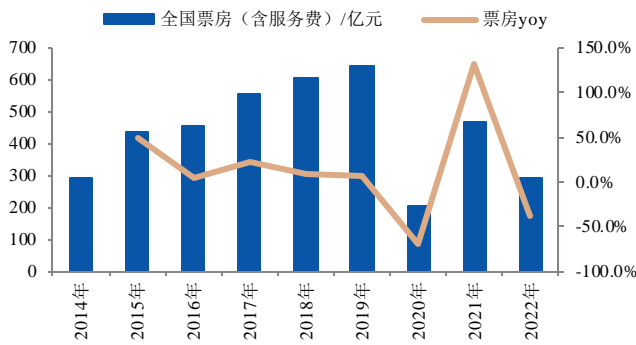


资料来源：云合数据，财信证券

3.2 影视院线：市场集中度持续提升，优质影片供给增多支撑业绩弹性

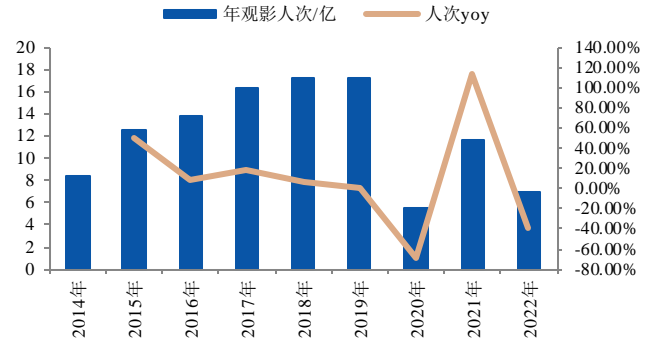
年初以来电影市场持续低迷，供需两端疲弱。在大环境及疫情影响下，电影市场需求端表现持续低迷。根据灯塔专业版数据，2022 年全国电影票房（含服务费）299.47 亿元，同比下滑 36.33%、仅比 2020 年票房多增不足 100 亿元；观影人次同比下滑 39.85%，全国上座率 6%，同比减少 1.8pct，创历史新低；平均票价 42.1 元，同比增长 4.47%，继续温和上涨。分城市来看，一二线城市票房及观影人次的贡献度持续下降，票房占比减少 2.16pct 至 58.66%、观影人次占比减少 2.53pct 至 56.98%。全年票房前三电影分别为《长津湖之水门桥》（40.67 亿元）、《独行月球》（31.03 亿元）和《这个杀手不太冷静》（26.28 亿元），三者合计占全年票房比重 33.17%，较 2021 年 top3 影片票房比重减少 3.46pct。

图 37：2014 年-2022 年全国电影票房及其同比增速



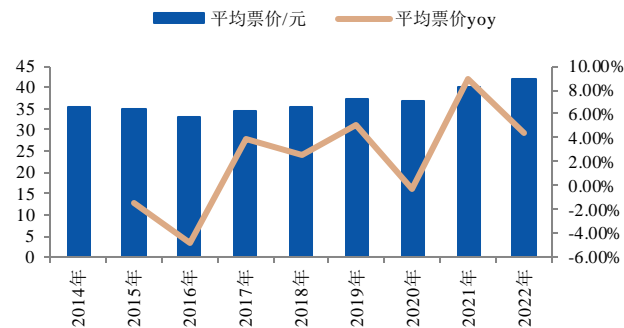
资料来源：灯塔专业版，财信证券

图 38：2014 年-2022 年全国观影人次及其同比增速



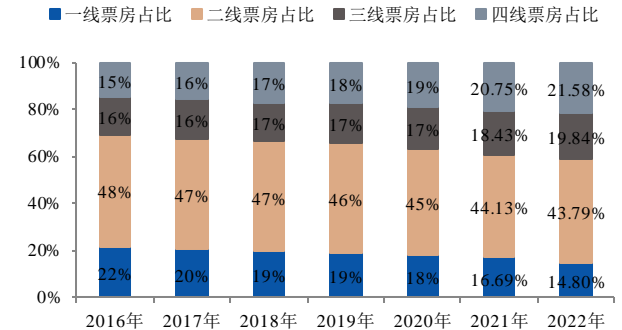
资料来源：灯塔专业版，财信证券

图 39：2014 年-2022 年全国电影平均票价及上座率



资料来源：灯塔专业版，财信证券

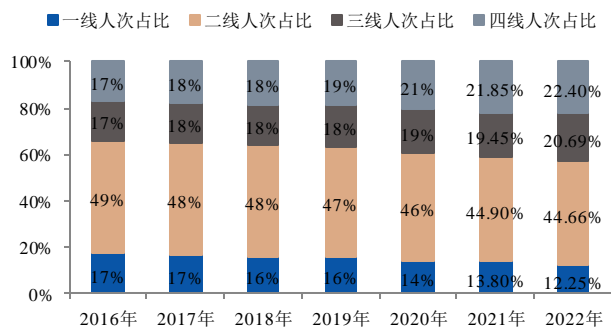
图 40：2014 年-2022 年全国各线城市票房占比



资料来源：灯塔专业版，财信证券

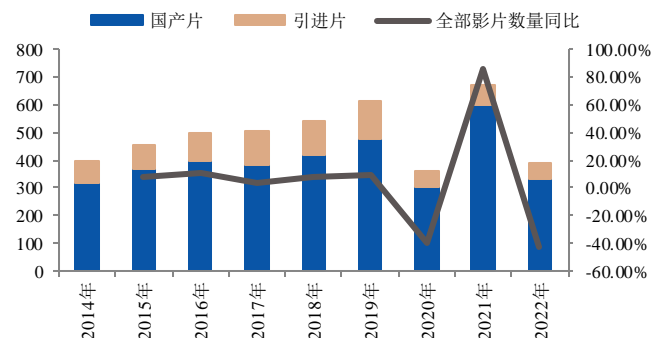
从供给端来看，全国影片上映数量持续减少，国产片票房占据重要支撑地位。2022 年全国影片上映数量 392 部，同比减少 2.10%，仅比 2020 年多增 27 部。其中，国产片 332 部、进口片 60 部，同比分别减少 44.57%和 17.81%，但今年进口片数量还不足 2020 年的 62 部。从票房来看，2022 年国产片票房 231.87 亿元，占全国票房比重 78.50%；进口片票房 63.07 亿元，占全国票房比重 21.35%，国产影片尤其是主旋律、现实类题材逐渐成为支撑电影市场的中坚力量。

图 41：2014 年-2022 年全国各线城市观影人次占比



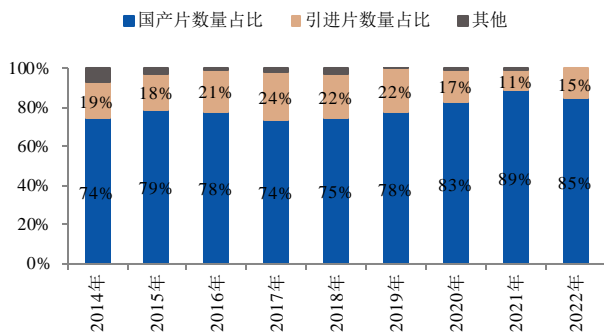
资料来源：灯塔专业版，财信证券

图 42：2014 年-2022 年全国国产片及进口片变化情况



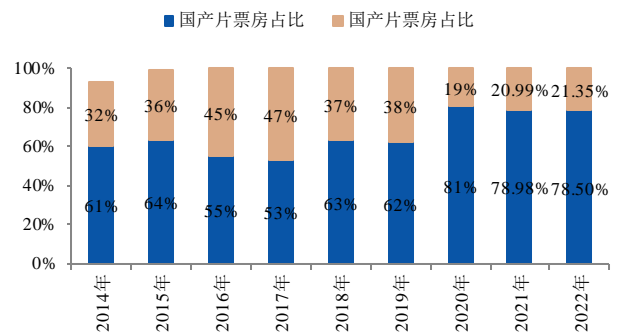
资料来源：灯塔专业版，财信证券

图 43：2014 年-2022 年国产片及进口片数量占比



资料来源：灯塔专业版，财信证券

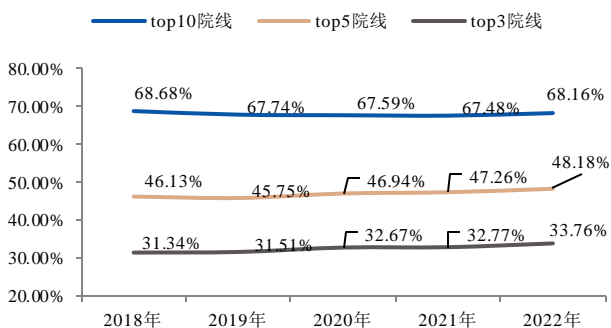
图 44：2014 年-2022 年国产片及进口片票房占比



资料来源：灯塔专业版，财信证券

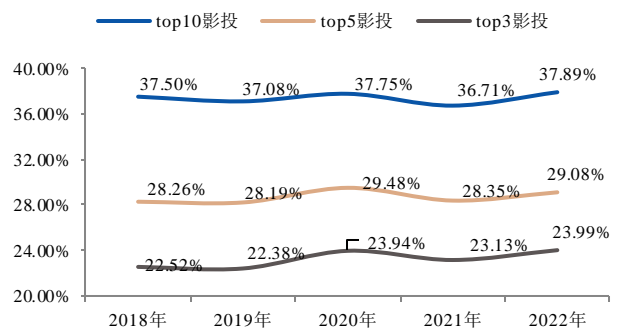
市场竞争格局改善，尾部影院出清，市场集中度得到提升。根据灯塔专业版数据，top3 院线、top5 院线和 top10 院线的市场份额分别为 33.76%、48.18%和 68.16%，较 2021 年分别增加了 0.99pct、0.92pct 和 0.68pct；top3 影投、top5 影投和 top10 影投的市场份额分别为 23.99%、29.08%和 37.89%，较 2021 年分别增加了 0.86pct、0.73pct 和 1.18pct。自 2020 年疫情爆发以来，全国影院及银幕新增速度明显放缓至 10% 以下；2021 年全国影院及银幕同比增长分别为 3.88%和 2.74%；2022 年全国影院及银幕数量分别为 12547 家和 7.6 万块，同比增速分别为 0.84%和 1.33%，单银幕产出同比进一步降低 37.17%至 39.40 万元/块。但考虑到数据统计时滞问题，可能有部分出清影院及银幕未被及时反应，因此今年的影院存量数据或有高估。截至 2022 年 12 月 31 日，灯塔专业版的影院营业地图显示出全国影院营业率为 80.5%。我们观察到今年以来全国影院最高营业率约在 80% 上下，而当前已临近年底重要档期且有重磅进口大片《阿凡达 2》加持下，全国影院营业率还未能恢复至 100%，因此我们预计今年约有 20% 的影院已被淘汰出清了。我们认为，这部分出清影院多数由于地理位置不佳或经营不善所导致，并不是行业理想的并购对象。当前单银幕产出水平仍较低、甚至不足 40 万元/块，尾部影院的出清也是有利于行业提升盈利能力、改善影院供给结构的，但后续仍需优质影片带动观影人群回归、进而驱动电影大盘回暖。

图 45：全国院线公司市场集中度情况



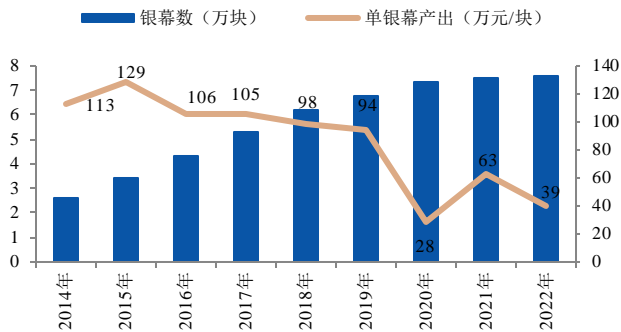
资料来源：艺恩数据，财信证券

图 46：全国影投公司市场集中度情况



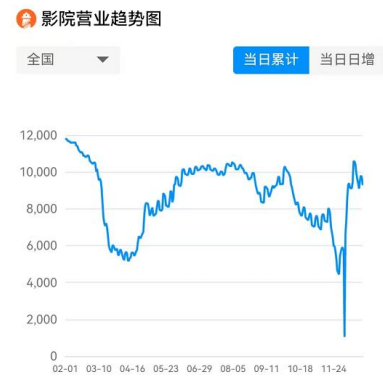
资料来源：艺恩数据，财信证券

图 47：2014 年-2022 年全国影院和银幕数量变化



资料来源：灯塔专业版，财信证券

图 48：全国影院营业趋势图



资料来源：灯塔专业版，财信证券

优质影片供给增多，助力电影市场稳步复苏。随着年底贺岁档、春节档等重要档期来临，优质影片数量供应开始明显增多。如 12 月 26 日海内外同步上映的《阿凡达 2》，上映 20 天、取得票房 11.55 亿元，《流浪地球 2》、《满江红》、《无名》、《深海》等已定于春节档上映。在国内疫情防控全面放开下，线下观影人流有望在第一波社会面疫情感染进入平稳期后逐渐恢复，为电影市场稳步复苏提供有力支撑。展望明年，以《超能一家人》、《维和防暴队》、《热烈》等为代表的优质国产片均处于待映状态，以《蚁人 3》、《银河护卫队 3》、《惊奇队长 2》等为代表的重磅进口片已分别在海外定档，或有望引进国内同步上映。我们认为，在外部防疫优化、内部影片供应向好、行业竞争格局改善的大环境下，大众观影需求有望触底回升，电影市场有望迎来稳步复苏。

表 6：海内外重点上映影片情况

日期	影片	类型	主创阵容	出品发行
2022 年 12 月 26 日	阿凡达 2	科幻	卡梅隆	美国光影风暴
2023 年 1 月 22 日	流浪地球 2	科幻、冒险、灾难	郭帆、吴京、李雪健、刘德华	中国电影
2023 年 1 月 22 日	满江红	悬疑、喜剧、剧情	张艺谋、沈腾、易烊千玺	欢喜首映
2023 年 1 月 22 日	深海	奇幻、动画	——	光线传媒
2023 年 1 月 22 日	无名	谍战、民国	梁朝伟、王一博	博纳影业
2023 年待定	超能一家人	喜剧、奇幻、动作	艾伦、沈腾	开心麻花
2023 年待定	维和防暴队	动作、剧情	黄景瑜、王一博	中中影业
2023 年待定	热烈	剧情	黄渤、王一博	儒意影业
2023 年待定	前任 4	爱情、喜剧	韩庚、郑凯、于文文	华谊兄弟
2023 年待定	莫斯科行动	动作、犯罪	张涵予、刘德华、黄轩	华人影业
2023 年待定	中国乒乓	剧情、动作	邓超、孙俪	恒业影业
2023 年 2 月 17 日 美国	蚁人 3	科幻、动作	保罗·路德	华特迪士尼
2023 年 5 月 5 日 美国	银河护卫队 3	动作、冒险	克里斯·帕拉特	华特迪士尼
2023 年 7 月 28 日 美国	惊奇队长 2	科幻、冒险	布丽·拉尔森	华特迪士尼

资料来源：猫眼，财信证券

3.3 投资小结

由于内容行业的消费需求很大程度上是由供给决定的，因此随着大环境好转、优秀

内容生产和引进增多，有望带动线下观影人次回归；同时，广告行业回暖与内容供给修复也将有利于在线视频平台的收入增长和用户指标改善。建议关注内容供给修复主线的两个方向：

一是，在线视频。“2+N”格局基本稳定、会员内容播放量显著增加、会员收入逐渐成为视频平台重要经济支柱，行业长期供需向好。在经历天价片酬、税收整顿、内容严监管后，行业主动开启降本增效模式，生产要素定价更趋合理、行业生态更加规范，2022Q1爱奇艺宣布实现首次盈利。在明年宏观经济弱复苏的大环境下，B端广告主需求有望逐步恢复，叠加C端会员消费经济不断迭代，在线视频平台业绩有望迎来修复。

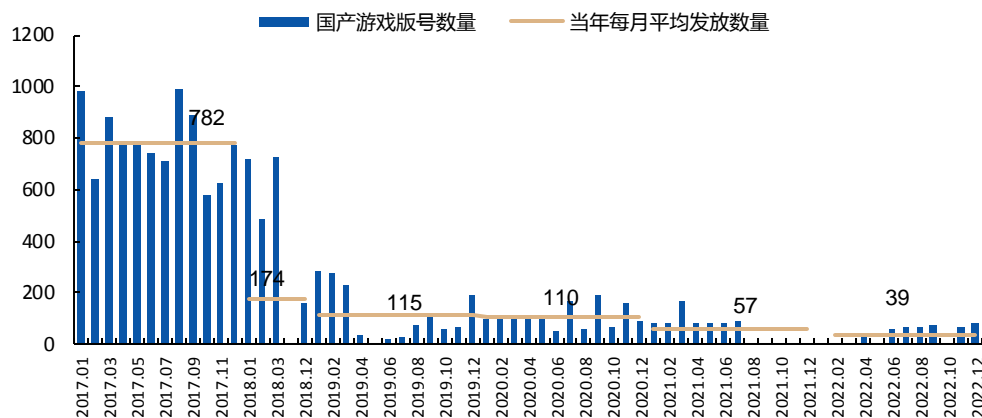
二是，影视院线。电影市场在三年疫情冲击下，尾部影院持续出清。根据灯塔专业版，top3院线、top5院线和top10院线的市场份额分别为33.76%、48.18%和68.16%，较2021年分别增加了0.99pct、0.92pct和0.68pct；top3影投、top5影投和top10影投的市场份额分别为23.99%、29.08%和37.89%，较2021年分别增加了0.86pct、0.73pct和1.18pct。随着年底贺岁档、春节档等重要档期来临，优质影片供应数量开始明显增多。在外部防疫优化、内部影片供应向好、行业竞争格局改善的大环境下，大众观影需求有望触底回升，电影市场有望迎来稳步复苏。

4 政策支持或边际改善：游戏、虚拟现实

4.1 游戏：政策面边际缓和，精品化和出海仍是未来发展方向

版号重启+防沉迷问题基本解决+政策面预期缓和，供给端有望边际改善。回顾2022年游戏行业，积极变化有三点：一是，4月国产游戏版号重启发放，建立版号发放常态化预期。4月、6月、7月、8月、9月、11月和12月分别下发了45款、60款、67款、69款、73款、70款和84款国产游戏版号，虽然较停发前数量有所降低，但为市场建立起了版号供给的常态化预期。二是，防沉迷问题基本解决。11月23日，中国音数协发布《2022中国游戏产业未成年人保护进展报告》显示，未成年人的游戏时长与充值双降，游戏沉迷问题已得到基本解决。这也意味着自去年以来对未成年人沉迷网络游戏的重点监管基本告一段落。三是，官方文章论调积极，政策面预期转暖。11月16日，人民网发表评论文章《深度挖掘电子游戏产业价值机不可失》，提出要重新审视电子游戏的科技意义，加强战略谋划，注重长远布局。我们认为在版号常态化、监管预期有所回暖下，游戏供给端有望迎来边际改善。

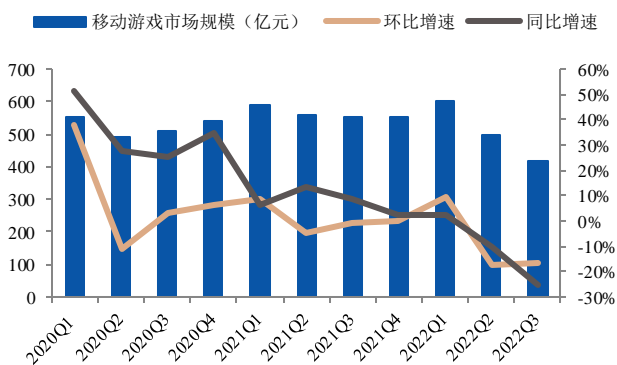
图 49：国产游戏版号发放数量



资料来源：国家新闻出版署，财信证券

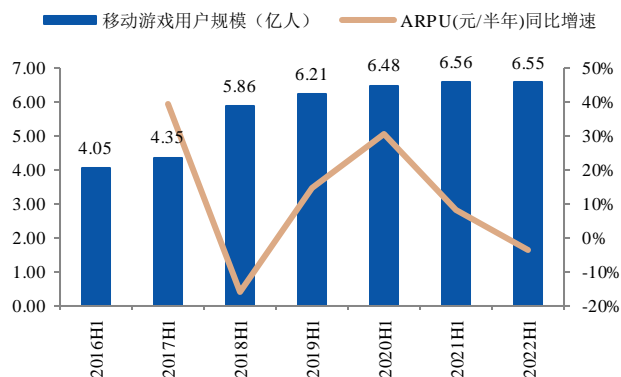
版号稀缺+买量效果减弱+付费能力下滑，需求端显露疲态。受版号缺位、游戏新品尤其大型游戏发布数量减少等影响，国内游戏市场收入规模陷入停滞甚至负增长。2022Q1、Q2 和 Q3 中国移动游戏市场规模分别为 604.32 亿元、500.43 亿元和 416.43 亿元，同比增速分别为 2.72%、-10.54%和-24.93%。此外，在疫情后周期时代，游戏用户规模及人均付费能力有所下滑。2022 年上半年，中国移动游戏用户规模约 6.55 亿人，同比下滑 0.22%；上半年的 ARPU（移动游戏收入/移动游戏用户规模）为 168.70 元，同比下滑 3.53%。与此同时，主要营销渠道已经成熟、市场竞争依旧激烈，但用户心智更加挑剔，企业买量效果减弱，营销成本占比在持续提升。根据统计，2022 年前三季度 A 股游戏上市公司的销售费用率达到 20.78%，同比增加了 3.79pct；但营销效率并没有得到明显提升，根据游戏产业报告和热云数据统计，2021 年至 2022 年上半年，企业手游买量的激活率呈现出下滑趋势。展望明年，我们认为在宏观经济弱修复、供给端版号恢复等利好下，用户消费能力有望提振，需求端有望迎来边际修复。

图 50：中国移动游戏市场规模及其同比、环比增速



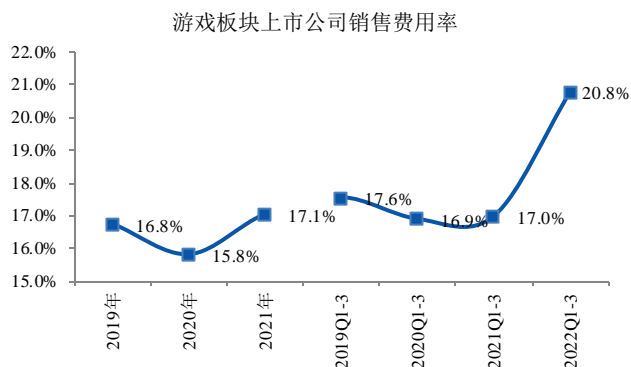
资料来源：游戏产业报告，财信证券

图 51：中国移动游戏用户规模及其 ARPU 同比增速



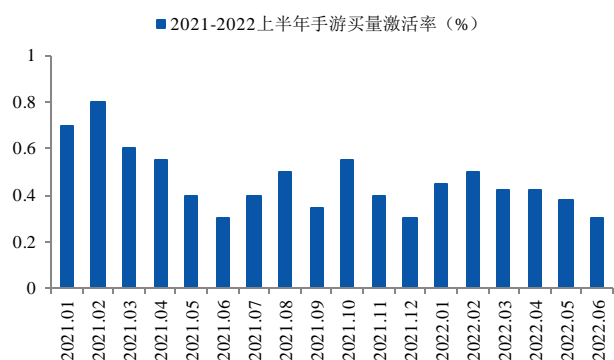
资料来源：游戏产业报告，财信证券

图 52：A 股申万行业游戏板块上市公司销售费用率



资料来源：wind，财信证券

图 53：2021-2022 上半年手游买量效果数据走势



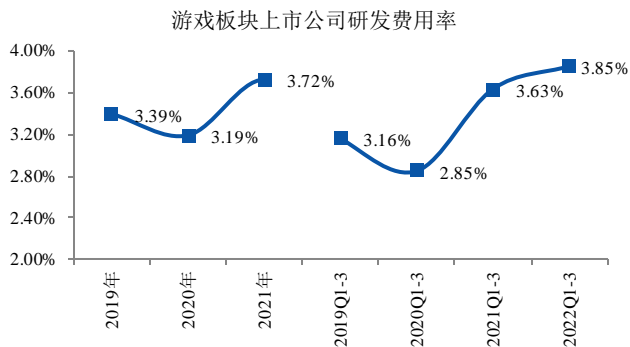
资料来源：游戏产业报告,热云数据，财信证券

展望未来，我们认为游戏精品化和出海仍是行业主要增长点。

一是，对内坚持精品化路线。一方面，游戏版号作为稀缺资源，是国内游戏行业供给的决定性因素。随着行业内游戏玩家越来越成熟，用户运营更加精细化，换皮式的粗放增长已被行业淘汰，因此企业需要把握好每个申请到的版号机会，将游戏品质尽可能做到极致。另一方面，优质内容的议价权更高，能带来更大的利润空间。从产业链来看，开发商很依赖传统渠道的用户流量，国内以安卓渠道为代表的联运渠道分成比例高达 50%，但《原神》、《万国觉醒》等发行策略的成功也证明了优质内容可享有更高的渠道议价权。同时，随着 TapTap 等新兴渠道加入用户竞争，优质开发商将拥有更多的主动权打开利润空间。国内企业也纷纷将精品化作为升级迭代方向，2022 年前三季度 A 股游戏上市公司研发费用率达到了 3.85%，同比增加了 0.22pct。

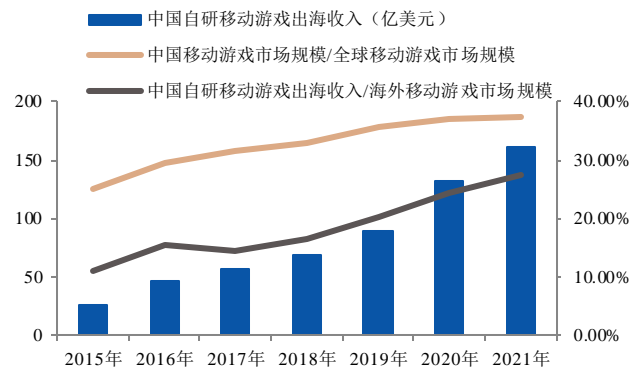
二是，对外谋求出海拓增量。短期受疫情影响，中国移动游戏出海收入增速有所放缓。根据伽马数据，2022 年 Q3 中国自研移动游戏出海收入 42.62 亿元，同比和环比增速分别为-14.18%和-3.90%。从出海地区和品类来看，2022 年上半年美国、日本和韩国地区流水合计占比 55.53%，同比降低了 3.98pct；策略类、角色扮演类、射击类游戏流水合计占比 63.52%，同比降低了 3.78pct。拉长来看，中国作为移动游戏领域的领先开发者，出海渗透率仍有提升空间。根据 Newzoo 和伽马数据，2021 年中国移动游戏市场规模 2255.38 亿元，占全球移动游戏市场规模比重约 37.23%；中国自研移动游戏出海收入 160.9 亿美元，占海外移动游戏市场规模比重约 27.50%，出海渗透率仍有近 10 个百分点的提升空间。中国游戏企业也纷纷将出海作为重要的发展战略，如 2022H1 三七互娱的海外游戏收入占比达到了 37.48%，腾讯海外市场游戏收入占比达 24.74%；而吉比特和完美世界海外游戏收入占比分别为 6.96%和 4.78%，仍有较高的提升空间。头豹研究院预测，未来 5 年游戏企业将进一步开发海外移动游戏市场，预计 2026 年中国移动游戏出海行业市场规模将增加至 1570.4 亿元，年均复合增速达 12%。

图 54：A 股申万行业游戏板块上市公司研发费用率



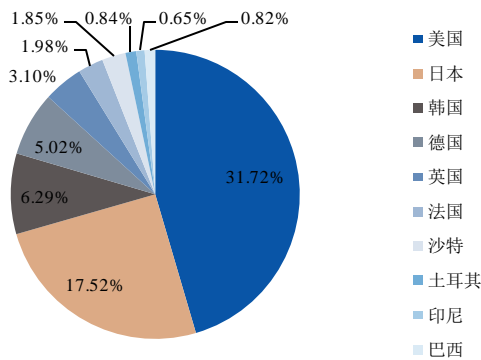
资料来源：wind，财信证券

图 55：中国自研移动游戏出海渗透率



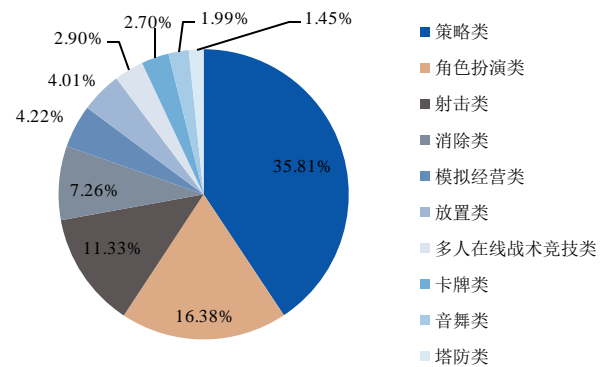
资料来源：Newzoo, 伽马数据，财信证券

图 56：2022H1 中国自研游戏出海市场分布



资料来源：伽马数据，财信证券

图 57：2022H1 中国自研游戏出海类型分布

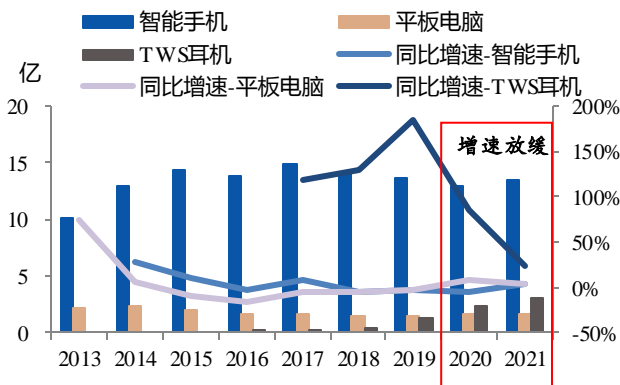


资料来源：伽马数据，财信证券

4.2 虚拟现实：VR 拐点将至，关注产业链新周期

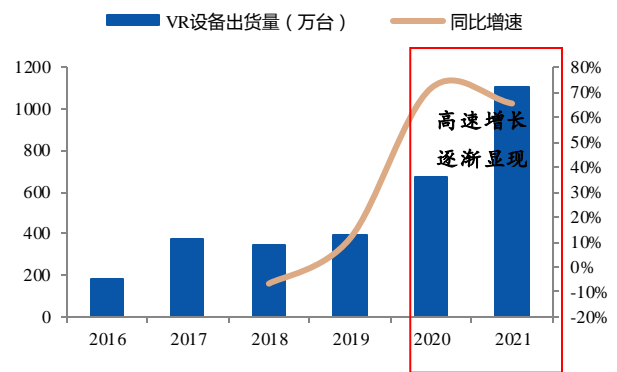
2021 年 VR 出货量突破 1000 万台，有望引领下一代全球消费电子产业新周期。从全球消费电子发展历程来看，2011-2014 年为全球平板电脑及智能手机出货量的上行期，而 2015 年以后的出货量趋于平稳；全球 TWS 耳机在 2017 年-2019 年销量增速迅速提升，近两年增速逐渐回落，2021 年实现出货量约 3.0 亿台，同比增长约 24%。2021 年 VR 设备出货量突破 1000 万台，同比增速超过 60%，已呈现出高速增长趋势。VR 作为更高级、更有效率、更生动逼真、更具沉浸感的信息交互方式，有望接棒 TWS 耳机，驱动下一代全球消费电子产业新周期。

图 58：全球平板电脑、智能手机、TWS 耳机全球销量



资料来源：wind，财信证券

图 59：VR 设备出货量高速增长逐渐显现



资料来源：WellSenn XR，财信证券

“VR 硬件+VR 优质内容”互振，产业步入良性发展正循环。从 VR 发展历程来看，2012 年之前，萌芽期：VR 概念开始从实验室走向市场。2012 年-2015 年，快速发展期：第一代 VR 机型相继问世，Google 眼镜盒子、微软 Hololens 相继问世；同时，资本市场掀起第一轮大规模并购浪潮，Magic Leap 获得谷歌领投，Facebook 也以 20 亿美元收购了 Oculus，此时的 VR 市场快速发展，甚至开始了泡沫化炒作。2016 年-2018 年，低谷期：随着第一代 VR 产品表现不及预期，VR 市场达到首轮小高峰后，泡沫开始消退，行业进入低谷期；在期间，第二代 VR 机型不断迭代，HTC、索尼、Oculus 等头显相继发布，逐渐带动行业走出低谷。2020 年-至今，复苏增长期：2020 年 9 月消费级硬件 Oculus Quest2 VR 一体机发布，定价 399 美元起步，极高的性价比叠加爆款 VR 游戏《Beat Saber》、《Half-Life: Alyx》等优质内容，带动 2021 年全球 VR 出货量突破 1000 万台拐点。同时，资本市场出现火热行情，2021 年 8 月字节跳动以 90 亿元收购了 Pico，行业迎来复苏增长。

图 60：VR 技术发展阶段



资料来源：腾讯研究院，财信证券

VR 产品早期痛点在于：1) 硬件性能不足，分辨率/刷新率不足、画质差异、时延较大，导致体验较差，用户佩戴容易产生眩晕感；2) 产品价格高，产品供应链不成熟，价格昂贵，构成负循环；3) 内容生态欠缺，初期 VR 市场规模偏小，难以吸引较多的内容

制作方。因此 2015 年 VR 经过炒作后、又快速回落。

VR 产品走向实用、好用、价格亲民，迎来良性增长期。Facebook 在 2020 年 9 月推出消费级爆款硬件 Oculus Quest2 VR 一体机，在硬件性能上迎来阶段性的改良。随着 VR 产品的不断迭代，近两年新发布的 VR 产品在重量、分辨率、追踪等方面进一步提升。以 2022 年 9 月发布的 Pico4 为例，PICO4 采用了主流 Pancake 光学方案,比 Neo3 的光学清晰度提升接近 86%,体积减少了 43%,厚度减少了接近 40%;单目分辨率达到 2160*2160,视场角增加至 105°；搭载 RGB 摄像头，交互系统支持高清彩色透视；手柄外观采用星环弧柱设计，其内置 IMU 传感器的性能比 Neo3 的提升了近 100%；为 VR 健身推出的 PICO 体感追踪器，可实现多关节、多肢体的动作捕捉；操作系统采用 PICO OS 5.0，将可观性与易用性结合到用户界面中，配有导航栏、多任务处理等功能。同时，在内容端也得到了 VR 厂商的大力支持，PICO4 推出开发者激励计划，初始投资 1200 万美元，在获取 PICO 工具和专业知识的的基础上,每个项目还将投入价值高达 200 万美元的资金支持；今年平台上的最佳内容将获得最高 100 万美元的奖励。此前制约 VR 产业发展的硬件性能差、价格高、缺乏内容生态等，都已明显改善，VR 产业迎来良性增长期。

表 7：VR 产品对比

产品	HTC VIVE	Meta Quest	Pico Neo 4
上市时间	2016 年 4 月	2019 年 5 月	2022 年 9 月
图片			
重量	468g/550g	571g	295g
电池容量		3648mAh	5300mAh
分辨率	单眼 1080*1200	单眼 1440*1600	单眼 2160*2160
刷新率	90hz	72hz	72/90hz
PPD	9.3	13.8	20.6
视场角	可视角 110 度	可视角 100 度	可视角 105 度
镜片方案	菲涅尔透镜	菲涅尔透镜	Pancake
感知/交互		采用四摄 Inside-Out 追踪，内置音频 600 万像素 RGB 全彩摄像头、4*SLAM 定位系统	
手柄	自带控制器，lighthouse 房间追踪系统	6DoF、红外线 LED 传感器	6DoF、宽频线性马达、红外传感器、全手掌握把、真实触觉/振动反馈
追踪系统	Valve 灯塔，1.0 定位	OC 图像识别，内置定位	PICO 图像识别，内置定位

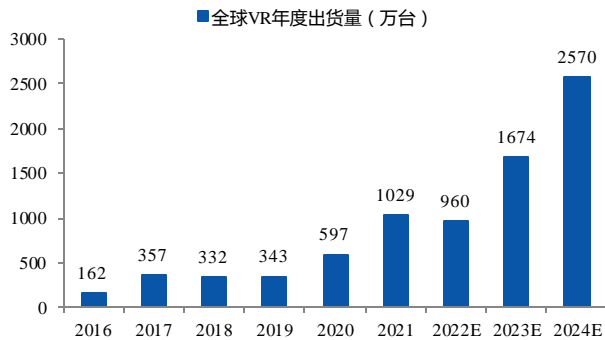
资料来源：HTC VIVE、Meta Quest、Pico Neo 4 各产品官网，财信证券

短期全球 VR 出货增速放缓，但中国 VR 出货量快于全球水平。在海外疫情干扰、欧美消费需求下行，叠加 Oculus Quest2 于 2022 年 8 月宣布涨价等影响，下半年全球 VR 出货增速趋缓，2022 年 Q1、Q2 和 Q3 全球 VR 出货量分别为 275 万台、230 万台和 138 万台，同比增速分别为 24%、31%和-42%。根据 Wellsenn XR 预计，2022 年全球 VR 出

销量将同比下滑 7%至 960 万台，但在硬件性能持续迭代、内容生态不断完善等促进下，2024 年有望达到 2570 万台，年均复合增速达 63.62%。中国 VR 出货增速高于全球平均水平，2022 年 Q2 中国 VR 出货量为 33 万台，占全球 VR 出货量比重达 14%，环比 2022 年 Q1（9%）提高约 5pct，同比 2021 年 Q2（4%）提高约 10pct。

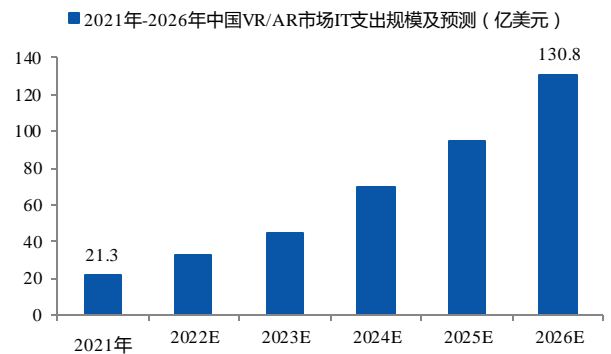
产业政策再出利好，预计中国 VR 出货量增速将持续领跑全球。11 月 1 日，工信部等五部门联合印发《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划(2022-2026 年)》，提出：到 2026 年，我国虚拟现实产业总体规模（含硬件/软件/应用等）超过 3500 亿元，虚拟现实终端销量超过 2500 万台。预计中国 VR 产业将在政策利好加持下，迎来快速发展期。2022 年 Q2，中国的平板电脑、智能手机、智能手表、TWS 耳机的出货量占全球比例分别为 18%、23.4%、26.69%、25%。相较而言，中国 VR 出货量占比（14%）明显偏低，预计中国 VR 出货量增速将持续高于全球市场。此外，根据 IDC 预测，到 2026 年中国 VR/AR 市场 IT 支出规模约 130.8 亿美元，2021 年-2026 年的年复合增速约 44%。

图 61：全球 VR 年度出货量预测（万台）



资料来源：Wellsenn XR，财信证券

图 62：2021 年-2026 年中国 VR/AR 市场 IT 支出及预测



资料来源：IDC，财信证券

VR 投资方向：从产业链价值量分布来看，VR 头戴设备、消费级内容是产业链最大环节，份额占比分别达 37.6%和 35.3%，二者合计占比超 70%。VR 头戴设备、消费级内容等领域，具备孕育超大大市值公司潜力，建议关注：1）硬件端。目前 VR 主要通过硬件补贴降低终端价格甚至低于成本价销售，硬件端还处于“买用户”阶段。VR 产业链仍需要降低生产制造成本，利好低成本的中国代工龙头。2）内容端。从历史规律来看，初创行业跨越盈亏平衡点后，将进入爆发式增长阶段。正如扎克伯格所言：“1000 万用户为 VR 可持续、可盈利的门槛，一旦达到并跨过这个阈值，内容和生态系统就会爆炸性增长。2021 年全球 VR 头显出货量突破 1000 万台，说明内容和生态已经初具规模，行业进入爆发时点，重点关注 VR 游戏领域。

4.3 投资小结

建议关注政策支持或有边际改善主线的两个方向：

一是，游戏。受版号缺位、游戏新品尤其大型游戏发布数量减少等影响，2022 年 Q1、Q2 和 Q3 中国移动游戏同比增速分别为 2.72%、-10.54%和-24.93%。供给端而言，在“版

号重启+防沉迷问题基本解决+政策面预期缓和”利好下，游戏供给端迎来边际改善。需求端而言，明年在宏观经济弱修复、供给端版号恢复等利好下，用户消费能力有望提振，需求端有望迎来边际修复。未来，对内坚持游戏精品化和对外出海拓增量仍是行业主要增长点。

二是，虚拟现实。2021年VR设备出货量突破1000万台，同比增速超60%，呈现出高速增长趋势，VR有望驱动下一代全球消费电子产业新周期。此前，VR产品早期痛点主要在于硬件性能不足、产品价格高、内容生态欠缺等。随着VR产品的不断迭代，近两年新发布的VR产品在重量、分辨率、追踪等方面均明显提升，VR产业迎来良性增长期。IDC预测，到2026年中国VR/AR市场IT支出规模约130.8亿美元，2021年-2026年的年复合增速约44%。从投资机会来看，VR头戴设备、消费级内容等领域，未来具备孕育超大市值公司潜力。

5 重点投资标的

5.1 分众传媒（002027.SZ）：短期需求低迷，静待经济复苏下的业绩回暖

2022年前三季度公司营收和归母净利润分别为73.70亿元和21.31亿元，同比增速分别为-33.89%和-51.82%；单Q3营收和归母净利润分别为25.18亿元和7.27亿元，同比增速分别为-34.11%和-52.23%，环比增速分别为31.63%和53.05%。短期业绩承压主要系4月、5月国内疫情严重，上海等多个重点城市广告发布及物流运输受阻；随着6月以来全国防控形势好转，Q3广告主投放需求和公司经营状况环比逐渐回暖，但同比并未恢复至正常水平。

资源规模优势不改，客户结构持续优化。公司拥有的媒体点位数量排名第一，市场份额领先于2至5位竞争对手之和的1.8倍，在核心城市优质点位保持绝对的优势。截至2022年7月31日，公司电梯电视媒体和电梯海报设备分别为84.8万台和181.7万台，较2021年末分别变化4%和-2.2%，其中增长的主要是一二线城市的电梯电视媒体，减少的主要是二、三线及以下城市的电梯海报媒体。从客户结构看，上半年公司来自日用消费品、交通、房产家居、通讯等行业的收入同比增速分别为-8.33%、-4.53%、70.14%和2.52%，显示出了疫情影响下的需求韧性。日用消费品行业已成公司主要收入来源，上半年贡献收入23.80亿元，占整体营收比重增加13.61pct至49.05%。公司作为生活圈优质品牌广告渠道，有望受益于传统消费投放的稳定性和新消费的品牌推广需求。

我们认为随着疫情发展进入平稳期，广告主投放和消费者需求有望逐步恢复。在低基数效应下，公司经营业绩有望在明年二季度后迎来显著修复，长期生活圈核心媒体价值和市占率优势不改。预计公司2022年/2023年/2024年营收100.68亿元/129.38亿元/148.46亿元，归母净利润31.73亿元/47.39亿元/56.99亿元，EPS为0.22元/0.33元/0.39元，对应PE为30.40倍/20.36倍/16.93倍。维持公司“买入”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期；广告主投放不及预期；市场竞争加剧。

5.2 芒果超媒 (002027.SZ): 新媒体业务稳健, 期待经济复苏驱动广告增长

2022 年前三季度公司营收和归母净利润分别为 102.39 亿元和 16.78 亿元, 同比增速分别为-11.97%和-15.24%; 单 Q3 营收和归母净利润分别为 35.24 亿元和 4.88 亿元, 同比增速分别为-6.72%和-7.80%。公司上半年广告收入同比下滑 31.15%, 前三季度广告收入同比下滑 26.33%。短期业绩承压主要系宏观经济疲软下, 广告主缩减品牌广告预算, 导致公司广告收入不及预期。

会员和运营商业业务保持稳健, 明年片单内容丰富。前三季度芒果 TV 的会员和运营商收入同比增速分别为 7.83%和 16.39%, 上半年对应的同比增速分别为 6.48%和 19.31%。通过对比发现, 单 Q3 会员收入同比有所提速, 主要系《哥哥 2》、《快乐再出发》、《少年派 2》、《底线》等口碑佳作上线, 及加强会员运营提升了会员粘性和付费率; 运营商业业务在省内拉新效果明显, 与中国移动合作推出的“芒果卡”已在全国范围内多个省份上线。明年片单储备丰富, 重点发力的剧集方向有《我的人间烟火》、《去有风的地方》、《大宋少年志 2》、《群星闪耀时》、《女士的品格》、《今生也是第一次》等多题材大剧, 演员阵容强大, 叠加今年 8 月 9 日宣布会员提价, 有望拉动用户数量和会员收入持续增长; 综艺优势继续保持, 近期上线的有《快乐再出发 2》、《时光音乐会 2》《哎呀好身材 4》, 《女儿们的恋爱》、《姐姐》、《哥哥》等综 N 代也在计划之列。

我们认为随着疫情进入平稳期, 广告主需求有望企稳回升。同时, 看好公司的台网双平台模式+国企背景, 节目资源和广告营销优势进一步放大; 保持综艺优势+持续投入剧集, 有望实现用户规模扩大和付费率提升。预计公司 2022 年/2023 年/2024 年营收分别为 138.88 亿元/153.83 亿元/165.46 亿元, 归母净利润分别为 19.66 亿元/22.01 亿元/23.86 亿元, EPS 分别为 1.05 亿元/1.18 亿元/1.28 亿元。维持公司“买入评级”。

风险提示: 政策监管风险; 广告主需求恢复不及预期; 会员增长不及预期。

5.3 吉比特 (603444.SH): 三季度业绩环比改善, 核心产品持续稳健

2022 年前三季度公司营收和归母净利润分别为 38.30 亿元和 10.12 亿元, 同比增速分别为 9.89%和-16.07%; 单 Q3 季度公司营收和归母净利润分别为 13.19 亿元和 3.23 亿元, 同比增速分别为 20.17%和 6.15%。三季度公司业绩增长主要系《奥比岛·梦想国度》(2022 年 7 月上线) 贡献较多增量收入、《问道手游》在 Q3 推出了首个夏日服带动流水同比增加, 《地下城堡 3: 魂之诗》《一念逍遥 (港澳台版)》《世界弹射物语》于 2021 年 10 月上线增加本期利润, 同时《摩尔庄园》重新调整永久性道具摊销增加营收 0.72 亿元所致。

产品整体稳健, 后续储备丰富。2022 年前三季度《问道》端游营收同比小幅减少, 《一念逍遥 (大陆版)》营收及推广开支稳定、但研发人员增加导致财务利润同比减少, 产品生命周期整体表现稳健。截至 2022 年 9 月 30 日, 公司尚未摊销的充值及道具余额共 7.03 亿元 (与上市公司股东相关的金额为 4.90 亿元), 较上年末减少 0.23 亿元。在储备产品中, 《超喵星计划》(自研, 预计明年初付费测试, 青瓷游戏运营)、《新庄园时代》

(代理, 预计明年初测试)、《黎明精英》(代理)、《失落四境》(代理)、《皮卡堂》(代理)等均获得了版号, 中报信息披露中仍有 4 款暂未取得版号。

在国内监管收紧大背景下, 公司积极调整经营战略、坚定“小步快跑”的游戏出海策略。《问道》、《一念逍遥》等产品已验证了公司的差异化和精品化的研发实力, 未来海外也有望贡献增量, 建议重点关注公司面向海外立项的自研产品的表现。预计公司 2022 年/2023 年/2024 营收分别为 51.26 亿元/58.72 亿元/67.29 亿元, 归母净利润分别为 13.49 亿元/15.26 亿元/17.29 亿元, EPS 分别为 18.76 元/21.23 元/24.05 元, 对应 PE 为 16.67 倍/14.74 倍/13.01 倍。维持“买入”评级。

风险提示: 政策监管风险; 产品上线延迟; 流水不及预期。

5.4 三七互娱 (002555.SZ): 新老产品周期错位, “自研+出海”驱动成长

2022 前三季度公司营收和归母净利润分别为 116.78 亿元和 22.57 亿元, 同比增速分别为-3.57%和 31.11%; 单 Q3 季度公司营收和归母净利润分别为 35.86 亿元和 5.62 亿元, 同比增速分别为-21.56%和-35.26%。公司前三季度业绩增长主要系去年同期公司游戏产品处于推广期, 而今年前三季度主要产品进入成熟回收期, 同时整体销售费用率同比减少 7.09pct, 因此前三季度的净利润及利润率均有提升。但单 Q3 盈利能力下滑主要系版号释放缓慢导致新品上线进度不及预期, 同时存量产品《斗罗大陆: 魂师对决》、《荣耀大天使》等生命周期衰退导致流水贡献下滑所致。

核心产品表现稳定, 长生命周期产品占比有望持续提升。根据 Sensor Tower 中国出海手游收入榜单, 三季度《P&S》稳居 2~3 名, 《云上城之歌》稳居 22~24 名, 《小小蚁国》位列 25~30 名。国内方面, 代理 SLG 游戏《小小蚁国》于 9 月上线, 目前位列 IOS 畅销榜 90~120 名; 卡牌类游戏《空之要塞: 启航》于 10 月 26 号上线, 上线第一周位列 IOS 畅销榜 30 名上下, 目前 60-90 名上下, 表现良好; 自研三国题材 SLG《霸业》已取得版号。后续产品储备丰富, SLG、卡牌、模拟经营等长周期生命产品占比有望持续提升, 增强公司后续业绩稳定性。

新老产品错位致公司短期业绩出现下滑, 但核心产品表现稳定。后续公司产品储备丰富, “自研+出海”战略稳步推进, 关注后续产品上线节奏。预计公司 2022 年/2023 年/2024 年营收 165.11 亿元/176.45 亿元/189.06 亿元, 归母净利润 29.36 亿元/31.52 亿元/33.81 亿元, EPS 为 1.32 元/1.42 元/1.52 元, 对应 PE 为 13.67 倍/12.74 倍/11.87 倍。维持公司“买入”评级。

风险提示: 政策监管风险; 产品上线延迟; 流水不及预期。

5.5 完美世界 (002624.SZ): 持续加大研发投入, 游戏产品储备丰富

2022 年前三季度公司营收和归母净利润分别为 57.11 亿元和 14.42 亿元, 同比增速分别为-15.25%和 80.26%; 单 Q3 季度营收和归母净利润分别为 17.88 亿元和 3.04 亿元, 同

比增速分别为-29.40%和-43.85%。前三季度公司游戏业务收入 54.48 亿元,同比增速 4.46%;实现净利润 15.47 亿元,同比增长约 100%。其中,上半年游戏收入和净利润同比分别增长 22.20%和 100%,单 Q3 游戏收入和净利润同比分别下滑 5.22%和 33.82%。单 Q3 游戏表现下滑,主要系:1)上年同期贡献重要业绩增量的《梦幻新诛仙》,在本期进入成熟期,以及部分老产品生命周期衰退,流水贡献自然下滑;2)欧美子公司剥离出表;3)加大研发投入,近期开启数款游戏测试。

重视研发投入,游戏产品储备丰富。公司持续加大研发投入,2022 前三季度公司研发费用率为 28.52%,同比增加 8.37pct;其中,Q1、Q2 和 Q3 的研发费用率逐季攀升,同比分别增加了 7.9pct、5.58pct 和 11.89pct。产品方面,竖版 3D 手游《完美世界:诸神之战》于 2022 年 1 月公测,《幻塔》于 5 月 11 日开启大地图 2.0 版本,《梦幻新诛仙》于 6 月 24 日开启周年庆版本,《梦幻新诛仙》于 3 月在海外多地同步上线;由腾讯代理的《幻塔》海外版已于 8 月 11 日在近 40 个国家和地区上线,并在近 30 个国家和地区进入 iOS 游戏畅销榜 Top10。储备方面,《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》等多款产品正在推进中,自研手游《黑猫奇闻社》已于 8 月 24 日上线、端游《笑傲江湖》高清版和《诛仙世界》已分别于 7 月和 8 月公测,为后续业绩提供有力支撑。

公司兼具端/手/主机游戏研发能力,持续加强研发投入,以《幻塔》为代表的创新品类取得积极成果,关注后续出海业务发展。预计公司 2022 年/2023 年/2024 营收分别为 92.62 亿元/101.73 亿元/112.09 亿元,归母净利润分别为 17.27 亿元/18.75 亿元/21.00 亿元,EPS 分别为 0.89 元/0.97 元/1.08 元,对应 PE 为 14.29 倍/13.16 倍/11.75 倍。维持“买入”评级。

风险提示:政策监管风险;项目上线延迟;流水不及预期。

5.6 万达电影 (002027.SZ):全产业链龙头,业绩和估值有望迎来修复

2022 年前三季度公司营收和归母净利润分别为 77.21 亿元和-5.33 亿元,同比增速分别为-16.73%和-283.47%;单 Q3 季度营收和归母净利润分别为 27.82 亿元和 0.48 亿元,同比增速分别为 24.34%和 113.80%。上半年业绩大幅下滑,主要源于受国内疫情影响,最多时约 410 家同时停业、占公司国内影院数量的 51%,导致影院经营压力较大。

“轻重并举”巩固龙头地位,系统化降低边际管理成本。2020 年 6 月,万达院线首次全面开放加盟业务,旗下影院数量持续增长,市占率稳步提升。截至 2022 年中报,公司在国内拥有已开业影院 802 家,6829 块银幕;其中,直营影院 708 家、6140 块银幕,轻资产影院 94 家、689 块银幕。澳洲院线拥有境外影院 56 家,493 块银幕。2022 年上半年,公司累计市场占有率为 16.5%,同比提高 1.5pct;全国前 50、100 及 200 名影院排名中,万达影院占比均超过 50%,头部效应凸显。公司负责输出自身的营运标准,加盟方可以使用万达品牌的各类智能系统、共享营销服务和会员体系,从而降低公司的边际运营、管理成本。

《阿凡达 2》已于 12 月 16 日国内上映，首周末票房接近 4 亿；《流浪地球 2》已定于春节档上映。短期优质影片供应增多叠加防疫政策优化，大众观影热情有望被积极调动，线下文娱消费需求有望迎来显著回暖。预计公司 2022 年/2023 年/2024 营收分别为 108.46 亿元/147.69 亿元/169.46 亿元，归母净利润分别为-4.50 亿元/11.28 亿元/14.28 亿元，EPS 分别为-0.21 元/0.52 元/0.66 元，对应 PE 为 66.67 倍/26.92 倍/21.21 倍。维持“增持”评级。

风险提示：政策监管变动；疫情发展不及预期；影片票房不及预期。

5.7 光线传媒（002027.SZ）：项目延迟拖累短期业绩，内容储备丰富支撑业绩修复

2022 年前三季度公司营收和归母净利润分别为 6.85 亿元和 1.02 亿元，同比增速分别为-29.92%和-81.64%；单 Q3 季度营收和归母净利润分别为 1.02 亿元和-0.99 亿元，同比增速分别为-54.12%和-244.57%。公司业绩下滑主要系电影市场低迷、电视剧收入确认减少及产业投资收益减少所致。

内容储备丰富，关注《深海》上线节奏。电影方面，已储备及正在推进的项目类型丰富、题材多样、数量位居行业前列，如《坚如磐石》、《扫黑·拨云见日》、《我经过风暴》、《中国乒乓》、《交换人生》、《透明侠侣》、《新秩序》等。电视剧方面，《拂玉鞍》已拍摄完成、待播出，《大理寺少卿游》在拍摄中，其他剧集项目《她的小梨涡》、《我的约会清单》、《如果某天我孤独死去》、《十九年间谋杀小叙》、《照明商店》等在推进中。动漫方面，公司成立“光线动画”厂牌，《冲出地球》已于 7 月 16 日上映，储备的动画电影还包括《深海》、《茶啊二中》、《大雨》；《哪吒之魔童闹海》、《西游记之大圣闹天宫》、《姜子牙 2》、《大鱼海棠 2》、《凤凰》、《最后的魁拔》、《八仙过大海》、《大理寺日志》、《相思》、《小倩》、《朔风》等。实景娱乐方面，扬州影视基地一期影棚及综合楼、酒店、餐饮等配套设施预计明年交付投入运营，电影学院筹建工作正在稳步推进中。

公司是行业动画电影龙头，储备内容相对丰富，重点储备影片《深海》、《坚如磐石》等目前正在正常过审中。我们预计，随着疫情进入平稳状态、电影市场将逐步回暖，有望驱动公司业绩和估值修复。预计公司 2022 年/2023 年/2024 营收分别为 13.96 亿元/23.03 亿元/27.71 亿元，归母净利润分别为 4.28 亿元/9.52 亿元/11.66 亿元，EPS 分别为 0.15 元/0.32 元/0.40 元，对应 PE 为 57.73 倍/27.06 倍/21.65 倍。维持“增持”评级。

风险提示：政策监管风险；疫情发展不及预期；影片票房不及预期。

6 风险提示

政策监管风险；经济恢复不及预期；产品表现不及预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438