



Research and
Development Center

守得云开见月明

传媒互联网&海外行业 2023 年度策略报告

2023 年 1 月 6 日

冯翠婷 传媒互联网及海外首席分析师

执业编号: S1500522010001

联系电话: +86 17317141123

邮箱: fengcuiting@cindasc.com

证券研究报告

策略研究

传媒互联网

冯翠婷 传媒互联网及海外首席分析师

执业编号：S1500522010001

联系电话：+86 17317141123

邮箱：fengcuiting@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

传媒互联网及海外年度策略：守得云开见月明

2023年1月6日

- **平台经济：23年有望走出疫情和监管造成的谷底，实现“时间反演”。**由于国内经济环境承压，以及行业监管政策的收紧，大型互联网公司业绩承压，普遍在22年进行了一轮大规模的成本效率优化，通过裁员、缩减开支、减少投资等方式增强自身的盈利能力和现金流状况。从公司财务口径看，22年各公司收入端表现比较疲软，但利润端均呈现持续优化的态势。由于当期并不能完全体现裁员等措施对费用端的节省，我们预计降本增效的红利效应在23年继续体现。而随着公司收入增速的提升，利润端将具有更大的弹性，各公司利润率有望恢复甚至超过疫情前的水平。
- **政策经济环境：国内监管环境趋于稳定，海外流动性压力边际缓解，中概股问题有望解决。**国内政策方面，对互联网和平台经济表态趋向积极，专项整改收尾和“绿灯投资案例”可期，着重强调互联网在培育新型消费和创新数字内容方面的积极意义，总体政策风险明显下降。而随着23年国内经济工作更加聚焦“稳增长”，互联网平台对于就业保障、消费拉动的重要功能将继续得到重视。海外环境方面，中美中概股审计协议顺利签署，“中概股退市”问题有望得到解决。同时，多家互联网公司积极谋划双主要上市和“加入沪深港通”，也将加强南向资金在海外互联网板块的话语权。流动性方面，美国通胀问题逐渐缓解，美联储加息节奏趋于放缓，边际上有利于提升全球市场的流动性，有利于港股等新兴市场表现。
- **守得云开见月明，文娱消费的复苏：游戏、广告、电影、线下体验等23年将迎来底部修复，主要系“防控优化需求恢复”及“监管调整供给提升”。**游戏将迎来低基数效应下国内外增速修复。22年11月，人民财评、环球时报陆续强调电子游戏产业价值，国内版号常态化将稳定游戏行业供给，利好国内游戏大盘的修复以及游戏出海的进程加速。广告低基数效应下消费等广告主回暖投放有望实现双位数增长。22年广告整体尤其是品牌广告承压严重，腾讯、分众等头部广告渠道有望修复。电影22年疫情及监管审批双重承压，线下体验或将成为23年扶持重点。22年国内电影票房300亿基础上，23年有望实现超50%增长，线下电影院、游艺中心等文旅娱乐场所有望成为23年政策扶持重点。
- **我们的目标是星辰大海，关注元宇宙与出海。元宇宙与虚拟现实：11月1日工信部等五部门印发《五年发展行动计划》，明确一个产业目标和三条主线。一个产业目标：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；三条主线：持续丰富硬件产品**

和内容供给、推进关键核心技术创新、加速多行业多场景应用落地。出海：政策预计有望支持游戏、影视等文娱产品出海。

- **投资建议：继续看多“恒生科技”，看好港股互联网和中概股的戴维斯双击机会。**我们持续强调港股=“中国的基本面+全球的流动性”，主要交易四大核心矛盾：1 中国的疫情形势和经济、消费基本面 2 全球流动性，美联储的货币政策 3 国内行业监管政策走向 4 中概股退市问题，而前两者是市场关注的重点。近期国内防疫措施和海外美国通胀形势均出现了重大积极变化，我们建议投资者把握难得的市场底部窗口期，积极配置港股和恒生科技板块。我们的策略是：进攻和防守兼备，优选长期逻辑较为明确、估值具有性价比的互联网龙头平台企业，辅以弹性较大、短期业绩和逻辑边际向好的标的。建议关注：**(1) 在线广告行业：【腾讯控股、快手-W、哔哩哔哩-SW、百度集团-SW、微盟集团】；(2) 电商行业：综合电商建议关注【拼多多、京东集团-SW、阿里巴巴-SW、唯品会】；直播电商建议关注【新东方在线、世纪睿科】；近场电商建议关注【达达、顺丰同城】；(3) 本地生活行业：推荐行业龙头【美团-W】；(4) “互联网+”行业：建议关注 OTA 龙头【携程集团-SW、同程旅行】，互联网健康龙头【京东健康、阿里健康】，互联网房产经纪龙头【贝壳-W】，互联网招聘龙头【Boss 直聘-W】，人工智能龙头【商汤科技】；(5) 文娱消费底部修复：【中手游、心动公司、猫眼娱乐、IMAX CHINA、爱奇艺、腾讯音乐、云音乐】等。**
- **“防控优化需求恢复”及“监管调整供给提升”双重利好，看多 A 股传媒底部修复。**收入角度，游戏增值收入、广告收入、电影票房收入、线下体验等文旅消费收入均有望迎来供（监管放松）需（消费需求）双侧低基数修复。利润率角度，22 年降本增效后利润弹性大于收入弹性。估值方面，A 股传媒整体估值偏低，23 年估值中枢游戏 12x、广告 18x、电影 27x、线下体验 16x。综上，我们整体看好 A 股传媒板块低估值修复，重点提示：游戏【三七互娱、吉比特、完美世界、名臣健康、恺英网络、宝通科技、姚记科技】等、广告【分众传媒、芒果超媒、三人行、兆讯传媒、视觉中国】等、直播电商【遥望科技】、电影及线下体验【光线传媒、万达电影、中国电影、博纳影业、华策影视、华立科技、风语筑、顺网科技】等、宠物消费【佩蒂股份、中宠股份、源飞宠物】等。
- **风险因素：**行业政策风险、监管趋严；疫情反复；宏观经济恢复不及预期；核心游戏、新游表现或上线进程不及预期、海外市场不及预期；核心人才流失风险；汇率波动影响海外收入。

目录

一、传媒互联网政策梳理	7
1.1 传媒互联网行业近一年政策梳理	7
1.2 板块及重点公司业绩表现复盘	10
1.3 估值分析	11
二、消费复苏：守得云开见月明，文娱消费的复苏	15
2.1 游戏：星辰大海，以梦为马	15
2.2 直播电商：抖快淘 GMV 跃升，MCN 乘势而上	28
2.3 广告：经济景气度后周期共振，低基数恢复有望	33
2.4 电影：电影行业有望回暖，疫后复苏提振行业信心	40
2.5 宠物消费：宠物产业链日趋成熟，细分赛道空间广阔	45
三、平台经济：2023 年有望走出疫情和监管造成的谷底，实现“时间反演”	52
3.1 “时间型”App 和在线广告行业的分析框架	52
3.2 “交易型”App 和泛电商行业的分析框架	69
3.3 平台经济板块投资策略	77
四、虚拟现实：短中期销量受新品迭代和重磅内容应用驱动，长期看技术创新打开应用场景	80
4.1 重磅政策引领，明确发展目标	80
4.2 虚拟现实终端设备：内容应用与技术双驱动，短期看产品创新，长期看应用场景	81
4.3 虚拟现实产业链和相关标的	85
五、投资建议	91
附：相关公司估值一览	93
风险因素	94

表目录

表 1：2022 年平台经济相关政策梳理	7
表 2：疫情防控优化二十条调整前后对比	8
表 3：“二十条”出台后多地对疫情防控管理措施进行调整（截至 12 月 1 日）	9
表 4：2018-2022 游戏行业监管政策梳理	16
表 5：主要厂商 2023 年重点游戏产品 pipeline（不完全统计）	22
表 6：抖快淘三大渠道 2022 年前三季度 GMV、双十一情况	30
表 7：抖快淘三大渠道 2022 年卖家流量激励策略	30
表 8：东方甄选、遥望科技、交个朋友 2022 年关键信息跟踪	31
表 9：1Q21~3Q22 部分公司广告收入同比增速（%）	34
表 10：常见的互联网公司 and 户外广告公司的 CPM 对比	37
表 11：2021 年电梯 LCD 及电梯海报刊例花费 TOP20 品牌	39
表 12：2018-2024 年全国总票房的预测	44
表 13：2023 年电影储备表	44
表 14：2022 年票房前十影片	44
表 15：中国宠物行业主要企业对比	46
表 16：宠物用品定义与分类	49
表 17：2022 年 10 月主要时间型 App 用户和时长情况	53
表 18：2021 年爱奇艺和抖音的广告收入对比	54
表 19：视频号广告业务空间测算	65
表 20：各类型“时间型”App 的理论 Ad Load 上限及测算方法	66
表 21：AR 重点产品的参数	85
表 22：VR 硬件产业链与重点公司	87
表 23：AR 硬件产业链与重点公司	87
表 24：VR 典型应用场景	88
表 25：AR 典型应用场景	89
表 26：A 股相关公司估值表	93
表 27：港股相关公司估值表	94

图目录

图 1：美国 CPI 同比数据	10
图 2：行业指数对比	10
图 3：A 股传媒行业估值水平	11

图 4: 恒生科技指数估值水平.....	11
图 5: A 股重点公司历史估值水平 (PE TTM, 倍)	12
图 6: A 股重点公司历史估值水平 (PS TTM, 倍)	12
图 7: 港美股重点公司历史估值水平 (Forward PE, 倍)	13
图 8: 港美股重点公司历史估值水平 (Forward PS, 倍)	13
图 9: 主动偏股型基金传媒持仓比例.....	14
图 10: 2018-2022 年月度版号发放情况.....	18
图 11: 2021 年 7 月-2022 年 9 月中国游戏市场实际销售收入.....	19
图 12: 近三年中国移动游戏市场实际销售收入 (同比)	19
图 13: 2021 年 7 月-2022 年 9 月中国移动游戏市场实际销售收入.....	20
图 14: 2017Q1-2022Q3 中国移动游戏市场实际销售收入.....	20
图 15: 2016-2022 中国移动游戏用户规模及同比增速.....	21
图 16: 2014-2022 中国移动游戏市场平均每用户收入.....	21
图 17: 2022 年 1-11 月中国内地市场国产移动游戏流水 TOP20 月度 App Store 收入排名 ..22	
图 18: 《幻塔》国际版宣传图	24
图 19: 《NIKKE 胜利女神》国际版宣传图	24
图 20: 2021 年 7 月-2022 年 9 月中国自主研发游戏海外市场实际销售收入.....	24
图 21: 1H21 中国自主研发移动游戏海外重点地区收入占比	25
图 22: 1H22 中国自主研发移动游戏海外重点地区收入占比	25
图 23: 2021 年中国自主研发移动游戏海外市场收入前 100 类型收入占比.....	25
图 24: 2022 年中国自主研发移动游戏海外市场收入前 100 类型收入占比	25
图 25: 21Q2-22Q3 腾讯游戏海内外市场收入占比及同比增速	26
图 26: 20A-22H1 三七互娱海内外市场收入占比及同比增速.....	26
图 27: 2021 年 9 月-2022 年 11 月中国手游发行商收入 TOP10	26
图 28 : 以三七互娱为例, 游戏公司股价周期分析.....	27
图 29: 2019-2022E 直播电商市场规模.....	28
图 30: 直播电商用户规模.....	28
图 31: 直播电商单用户年度 GMV	28
图 32: 2022 年 1-9 月直播电商市场份额.....	29
图 33: 抖音电商/淘宝直播/快手电商历年 GMV	29
图 34: 抖音电商/淘宝直播/快手电商历年 GMV 增速	29
图 35: 东方甄选、遥望科技、交个朋友 2022 年 GMV 跟踪 (亿元)	31
图 36: 社会消费品零售总额与同比增速	32
图 37: 全国实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重	32
图 38: 抖音货架电商带动销量增长	33
图 39: 2017-2022 年社会消费品零售总额与全媒体广告刊例花费同比增速对比 (%)	34
图 40: 2021&20221H TOP5 媒介行业的互联网广告收入占比趋势	35
图 41: 2021&20221H TOP5 媒介行业的互联网广告收入占比变化	35
图 42: 品牌广告和效果广告的费用分配情况 1	36
图 43: 品牌广告和效果广告的费用分配情况 2	36
图 44: 2022 年中国互联网广告市场规模分渠道占比.....	36
图 45: 2019-2021 年各渠道广告刊例花费变化	37
图 46: 2022 年 1~10 月电梯 LCD 广告花费同比.....	38
图 47: 2022 年 1~10 月电梯海报广告花费同比.....	38
图 48: 2022 年 1-9 月电梯 LCD 广告花费分行业变化情况.....	39
图 49: 2016-2023E 中国广告市场规模 (单位: 亿元)	40
图 50: 2022 年票房同比降低 37.19%	40
图 51: 2022 年观影人次同比降低 39.85%	40
图 52: 2022 年平均票价 42.1 元创历年新高	41
图 53: 2016 年-2022 年票房分城市分布 (2022 年截止至 12 月 27 日)	41
图 54: 全国影院数量 (家): 2022 年每月初影院营业数	42
图 55: 全国银幕数量 (块): 亦未恢复至 2021 年末水平.....	42
图 56: 分线城市影院数量 (个): 新建影院数量放缓.....	42
图 57: 分线城市观影人次 (亿): 观影人次总体下降.....	42
图 58: 中国城镇养宠类型, 2021 年 (%)	45
图 59: 犬猫数量变化趋势, 2021 年 (万只)	45
图 60: 城镇宠物 (犬猫) 消费市场规模, 2021 年 (亿元)	45
图 61: 宠物产业分类.....	46
图 62: 宠物食品种类与消费结构占比, 2021 年 (%)	47
图 63: 中国宠物医疗行业组成元素及痛点.....	48

图 64: 中国宠物主宠物用品购买渠道偏好, 2021 年	49
图 65: 宠物用品市场份额变化 (%)	49
图 66: 中国消费者宠物获取途径	50
图 67: 中国细分宠物服务渗透率, 2021 年	51
图 68: 中国宠物行业相关政策	51
图 69: 2020-2022E 中国国内互联网市场收入结构分布	52
图 70: 2020 年 9 月-2022 年 9 月中国移动互联网细分行业的总时长占比	55
图 71: 抖音、快手 MAU 趋势 (万人)	56
图 72: 抖音、快手 DAU 趋势 (万人)	56
图 73: 抖音、快手流量 DAU 同比增长率 (%)	56
图 74: 抖音、快手人均单日使用时长 (min)	56
图 75: 快手财报口径 DAU 趋势图 (百万)	57
图 76: 快手财报口径人均单日使用时长 (min)	57
图 77: 快手财报口径日均总流量及其增速	57
图 78: 中视频赛道 MAU 增长趋势 (万人)	58
图 79: 中视频赛道 DAU 增长趋势 (万人)	58
图 80: 中视频赛道人均单日使用时长趋势 (min)	59
图 81: B 站广告业务收入 (单位: 百万人民币)	59
图 82: 长视频赛道 MAU 增长趋势 (万人)	60
图 83: 长视频赛道 DAU 增长趋势 (万人)	60
图 84: 长视频赛道人均单日使用时长趋势 (min)	61
图 85: 爱奇艺毛利率、净利率 2022 年优化明显	61
图 86: 爱奇艺-内容成本和收入占比	62
图 87: 图文媒体类赛道 MAU 增长趋势 (万人)	63
图 88: 图文媒体类赛道 DAU 增长趋势 (万人)	63
图 89: 图文媒体赛道人均单日使用时长趋势 (min)	64
图 90: 微信、抖音、QQ MAU 对比 (万人)	64
图 91: 微信、抖音、QQ DAU 对比 (万人)	64
图 92: 微信、抖音、QQ DAU 增速对比 (%)	65
图 93: 微信、抖音、QQ 人均单日使用时长趋势对比 (min)	65
图 94: 流量增长潜力和单位流量价值增长潜力象限图	68
图 95: 亚马逊的增长飞轮 (“双边”网络效应)	69
图 96: 美团的 “三边”网络效应	70
图 97: 电商和社零增速对比	70
图 98: 实物电商渗透率%	70
图 99: 货架电商 MAU 趋势 (万人)	71
图 100: 货架电商 DAU 趋势 (万人)	71
图 101: 货架电商 DAU 同比增速	72
图 102: 货架电商用户粘性 (DAU/MAU)	72
图 103: 四大货架电商季度收入 (百万元)	73
图 104: 四大货架电商 Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	73
图 105: 直播电商市场规模及增速	73
图 106: 即时零售市场规模预测	74
图 107: 即时零售开放式平台市场规模增速 (单位: 亿元)	75
图 108: 本地生活平台 MAU (万人)	76
图 109: 本地生活平台 DAU (万人)	76
图 110: 2019-2022 年美团、饿了么外卖业务收入及增速	76
图 111: 虚拟现实与行业应用融合发展行动计划重点任务梳理	81
图 112: 全球 VR 出货量 (万台)	83
图 113: 全球 VR 市场份额 (%)	83
图 114: 全球 AR 出货量 (万台)	83
图 115: 全球 AR 市场份额 (%)	83
图 116: 虚拟现实产业链	86
图 117: VRAR 内容生态的飞轮效应	86
图 118: VR 典型产品综合硬件成本拆分	86

一、传媒互联网政策梳理

1.1 传媒互联网行业近一年政策梳理

国内：“绿灯”投资案例预计将集中推出，更多行业扶持措施有望出台。平台经济是数字经济的重要组成部分，是推动经济增长的重要动力来源之一。2022年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；8月24日的国务院常务会议上也特别提到，要“出台措施支持民营企业、平台经济发展”。10月28日数字经济发展情况报告指出：将完成平台经济专项整改，实施常态化监管，集中推出一批“绿灯”投资案例。从2022年以来的政策风向转变，到如今监管部门首次宣布将以“投资案例”的方式，对如何设置“绿灯”的规则进行明确，我们认为这将树立产业政策鼓励的风向标，规则明晰的同时释放出稳住预期的信号。

表 1：2022 年平台经济相关政策梳理

日期	监管/发文主体	主题	具体表述
2022.1.26	发改委等部门	《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》	完善竞争监管执法、建立有序开放生态、带动经济转型发展。
2022.3.16	国务院金融委	关于平台经济治理工作作出最新指导	关于平台经济治理，有关部门要按照市场化、法治化、国际化的方针完善既定方案，坚持稳中求进，通过规范、透明、可预期的监管，稳妥推进并尽快完成大型平台公司整改工作，红灯、绿灯都要设置好，促进平台经济平稳健康发展，提高国际竞争力。
2022.4.27	国务院常务会议	保就业、保物流	促进平台经济健康发展，带动更多就业；打通物流微循环，推动因疫情关停的快递等网点恢复运营。
2022.4.29	政治局会议	平台经济	要促进平台经济健康发展，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。
2022.7.28	政治局会议	平台经济	促进平台经济健康发展，推动平台经济规范健康持续发展，完成平台经济专项整改，传递出希望平台经济继续发挥稳经济、稳就业、服务民生作用的清晰信号。
2022.8.24	国务院常务会议	平台经济	落实稳经济一揽子政策同时，再实施 19 项接续政策，形成组合效应，推动经济企稳向好、保持运行在合理区间，努力争取最好结果。其中特别提到，“出台措施支持民营企业、平台经济发展”。
2022.10.16	中国共产党第二十次全国代表大会	平台经济	加强反垄断和反不正当竞争，破除地方保护和行政性垄断，依法规范和引导资本健康发展。
2022.10.28	发改委	数字经济发展	肯定了我国数字经济过去的发展成就，并指出要继续大力发展数字经济，明确指出将支持和引导平台经济规范健康持续发展，集中推出“绿灯”投资案例。
2022.11.1	工信部等五部门	《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022-2026 年）》	到 2026 年，三维化、虚实融合沉浸影音关键技术重点突破，新一代适人化虚拟现实终端产品不断丰富，产业生态进一步完善。
2022.11.16	人民网	电子游戏产业	人民网发布财评《深度挖掘电子游戏产业价值机不可失》，肯定了电子游戏的经济、科技、文化乃至战略价值

资料来源:信达证券研发中心整理

防疫政策明显优化，将最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。11月11日，优化疫情防控二十条推出，强调“最大程度保护人民生命安全和身体健康，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响”。此后，各地开始逐步对优化疫情防控政策作出响应；12月7日，国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，进一步优化感染者和密切接触者隔离、核酸检测等措施，进一步强化高风险区“快封快解”、疫苗接种、学校防控、涉疫安全保障、群众就医、用药和基本生活保障、社会正常运转维持等要求，持续提高防控的科学精准水平，最大程度保护人民群众生命安全和身体健康，最大限度减少疫情对群众生产生活秩序和经济社会发展的影响。

我们认为国内防疫政策逐步优化叠加出行方面利好，预计消费、出行、互联网行业有望陆续恢复。疫情防控优化将稳定居民对防疫政策的预期，提高居民消费意愿，有利于国内消费行业的整体复苏，此前疫情受损板块（出行、泛消费、广告）等均有望收益。

表 2：疫情防控优化二十条调整前后对比

	调整前	二十条	新十条
密接	7 天集中隔离 3 天居家健康监测	5 天集中隔离 3 天居家隔离	5 天居家或自愿集中隔离
次密接	7 天居家隔离	不再判定密接的密接	
高风险区外溢人员	7 天集中隔离	7 天居家隔离	
风险区划分	“高、中、低”三类	“高、低”两类 连续 5 天无新增将为低风险区	按楼栋、单元、楼层、住户科学精准划分风险区 连续 5 天无新增直接解封
常态化管理		一般不按行政区域开展全员核酸检测 对风险岗位、重点人员开展核酸检测 不得扩大核酸检测范围	不按行政区域开展全员核酸检测 对高风险岗位从业人员、高风险区人员进行核酸检测 进一步缩小核酸检测范围、减少频次 除养老院、福利院、医疗机构、托幼机构、中小学等特殊场所外，不要求提供核酸检测阴性证明，不查验健康码 可采用抗原检测
保留落地检			
结束闭环作业的高风险岗位从业人员	7 天集中隔离或 7 天居家隔离	5 天居家健康监测	
入境航班	登机前 48 小时内 2 次核酸检测阴性证明	取消入境航班熔断机制，登机前 48 小时内 1 次核酸检测阴性证明	
入境重要商务人员体育团组		“点对点”转运至免隔离闭环管理区（“闭环泡泡”）	
入境人员		明确阳性判定标准为核酸检测 Ct 值 < 35 对解除集中隔离时核酸检测 Ct 值 35-40 的人员进行风险评估	
	7 天集中隔离 3 天居家健康监测	5 天集中隔离 3 天居家隔离	
保障问题		掌握空巢独居老年人、困境儿童、孕产妇、基础病患者等重点人员情况 做好封控隔离人员心理疏导，加大对老弱病残等特殊群体的关心帮助力度	严禁以各种方式封堵消防通道、单元门、小区门 为独居老人、未成年人、孕产妇、残疾人、慢性病患者等提供就医便利 强化对封控人员、患者和一线工作人员等的关心关爱和心理疏导
学校管理		优先安排校园转运隔离、核酸检测、流调溯源、环境消毒、生活物资保障等工作 逐一排查校园随意封控、封控时间过长、长时间不开展线下教学、生活保障跟不上、师生员工家属管控要求不一致等突出问题并督促整改	没有疫情的学校要开展正常的线下教学活动 有疫情的学校要精准划定风险区域，风险区域外仍要保证正常的教学、生活等秩序
加大“一刀切”层层加码问题整治力度		严禁随意封校停课、停工停产停诊、“静默”管理长时间不解封 整治、逐一排查不合理封校行为 不得擅自要求事关产业链全局和涉及民生保供的重点企业停工停产 避免因疫情滞留，不得拒绝接受滞留人员返回	非高风险区不得限制人员流动、不得停工停产停业，保障社会正常运转和基本医疗服务 将医务人员、公安、交通物流、商超、保供、水电气暖等保障基本医疗服务和社会正常运转人员纳入“白名单”管理

能力建设

 加快提高疫苗加强免疫接种覆盖率，特别是老年人群
 做好新冠药物储备、急救药品和医疗设备储备

 加快推进老年人新冠病毒疫苗接种
 不得随意关停药店
 不得限制群众线上线下购买退热等非处方药物
坚持动态清零
方针
 坚持动态清零，决不能造成放松疫情防控，甚至放开“躺平”的误读
 坚决打赢常态化疫情防控攻坚战

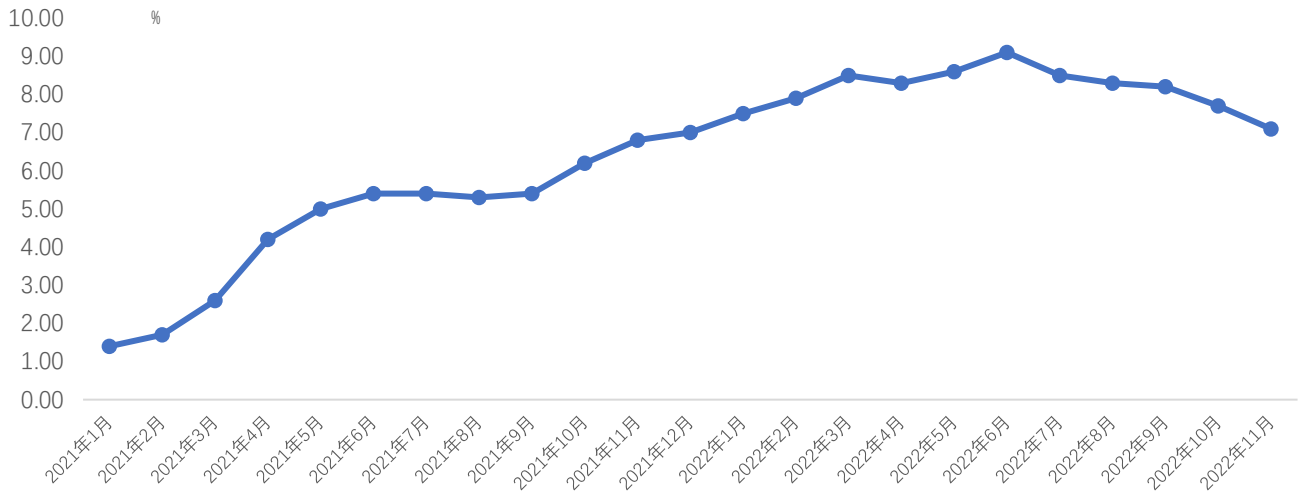
资料来源：财新网，严实芜家，信达证券研发中心

表 3：“二十条”出台后多地对疫情防控管理措施进行调整（截至 12 月 1 日）

城市	具体表述
北京	11 月 30 日，北京市召开疫情防控第 429 场新闻发布会，北京市政府新闻发言人徐和建介绍，为贯彻落实好国务院联防联控机制第九版防控方案和二十条优化措施，在科学评估效果的基础上，北京新冠肺炎疫情防控工作领导小组决定进一步优化核酸检测服务。自 2022 年 11 月 30 日起，对全市长期居家老人、居家办公和学习人员、婴幼儿等无社会面活动的人员，如果无外出需求，可以不参加社区核酸筛查。
广州	11 月 30 日，广州海珠、天河、番禺、从化、荔湾、花都区发布通告，调整疫情防控管理措施。即日起，解除广州市天河区新型冠状病毒肺炎疫情防控指挥部办公室于 2022 年 11 月 29 日、2022 年 11 月 30 日发布的《天河区关于划定风险区域的通告》中员村街道、长兴街道、棠下街道、珠吉街道临时管控区的管控措施。解除番禺区所有疫情防控临时管控区，按低风险区管理，实行“个人防护、避免聚集”的防范措施。解除荔湾区全部临时管控区。
郑州	11 月 29 日，郑州市新冠肺炎疫情防控指挥部新闻发布会上通报，郑州市倡导居民非必要不离郑，确需离郑持 48 小时内核酸检测阴性证明、健康码绿码。11 月 29 日 24 时起，除高风险区外，郑州其他区域解除流动性管理，转入常态化疫情防控。
石家庄	12 月 1 日 0 时起，桥西区、长安区、裕华区、新华区、高新区、循环化工园区实施分区分级差异化防控措施，有序恢复生产生活秩序。商场、超市、酒店、宾馆、药店、诊所、理发店、体育场、特色商业街区等与居民生活密切相关的服务行业严格实行防疫经理责任制，落实扫“场所码”、查验 72 小时内核酸检测阴性证明等措施。不得以“亮码”代替“扫码”，各类弹窗赋码人员一律不得入内。对不落实“场所码”查验规定和有关防疫要求的公共场所，依法依规整顿。
沈阳	11 月 30 日援引沈阳市新冠肺炎疫情防控指挥部消息，按照国务院联防联控机制第九版防控方案和优化防控措施二十条要求，市疫情防控指挥部决定，自 12 月 1 日 0 时起至 12 月 5 日 24 时，调整市内九区（和平区、沈河区、铁西区、皇姑区、大东区、浑南区、于洪区、沈北新区、苏家屯区）疫情防控措施。除高风险区外，长期居家老人、每日网课学生、居家办公者等无社会面活动人员，如无出行需求，可不做核酸检测。有序恢复经营活动。餐厅饭店、商场超市、宾馆酒店、景区景点、农贸市场、演出场所、室内景区、影剧院等开放场所要落实法人主体责任和疫情防控要求，严格查验“四件套”和扫“场所码”，查验 48 小时内核酸检测阴性证明，减少人员聚集，严格落实限流 50% 的要求。
重庆	重庆会严格落实《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》和进一步优化疫情防控“二十条”措施，及时、准确判定密切接触者，不得随意扩大密切接触者甄别范围，不以时空伴随作为判定密切接触者的标准。对密切接触者，符合居家隔离条件的可居家隔离。
成都	在正常营业的情况下，市民进入酒吧、KTV、歌舞厅、棋牌室（麻将馆）、网吧、电子游戏厅、密室逃脱、剧本杀、健身房等各类空间密闭休闲娱乐场所，需查验 24 小时内核酸检测阴性证明。进入商超、农贸市场等其他公共场所，党政机关、企事业单位等和乘坐公共交通工具，需查验 72 小时内核酸检测阴性证明；任何企事业单位、写字楼宇等场所，不得擅自改变查验频次，需严格执行查验 72 小时内核酸检测阴性证明规定；居民本人进入自己的小区、院落不再查验核酸，只需出示健康码即可。

资料来源：央视新闻，界面新闻，健康成都官微，信达证券研发中心

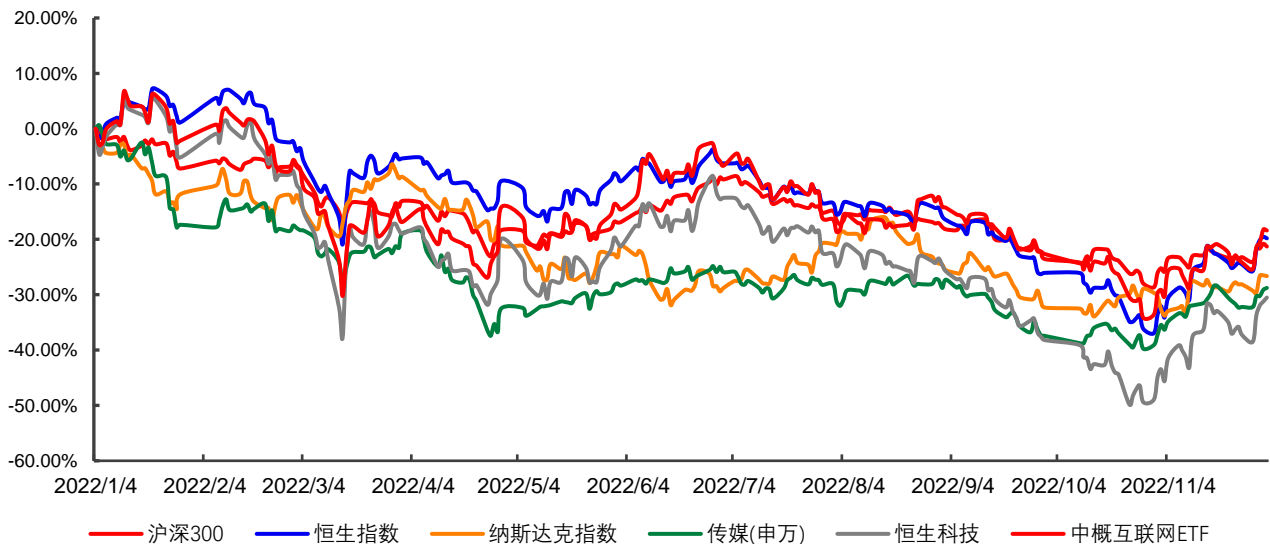
海外：美联储加息压力缓解，中概股审计工作推进大抵顺利。此前，美国通胀高企导致美联储的货币政策持续收紧，美联储连续大幅加息，导致全球流动性收缩，同时人民币汇率也持续承压。作为全球化资金参与的离岸市场，港股在流动性层面受到利率、汇率因素影响较大。但我们看到美国 10 月 CPI 低于预期，通胀加息压力大幅缓解。美国 10 月 CPI 为 7.7%，低于市场预期的 7.9%，较前值的 8.2% 大幅回落，11 月 CPI 进一步放缓至 7.1%，为 2022 年 1 月份以来最低水平。

图 1：美国 CPI 同比数据


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 板块及重点公司业绩表现复盘

政策担忧和情绪波动影响下，年初至今传媒互联网相关指数均有所下跌，区间走势存在差异。以 2022 年首个交易日为基准，2022 年 1 月-12 月 2 日沪深 300/恒生指数/恒生科技/纳斯达克/中概互联网 ETF/传媒(申万)分别下跌 21.3%/19.8%/30.5%/26.6%/18.4%/28.8%；期内最大涨幅分别为-1.0%/7.2%/5.7%/-2.8%/6.7%/0.6%；期内最大跌幅分别为-28.7%/-36.9%/-49.8%/-33.9%/-34.2%/-39.8%。其中，恒生指数、恒生科技、中概互联网 ETF 行情呈现前高后低的趋势，分别有 29、17、22 个交易日实现超过年初的上涨，且均在 1-2 月之间；沪深 300、纳斯达克指数、传媒（申万）指数下跌趋势明显。

图 2：行业指数对比


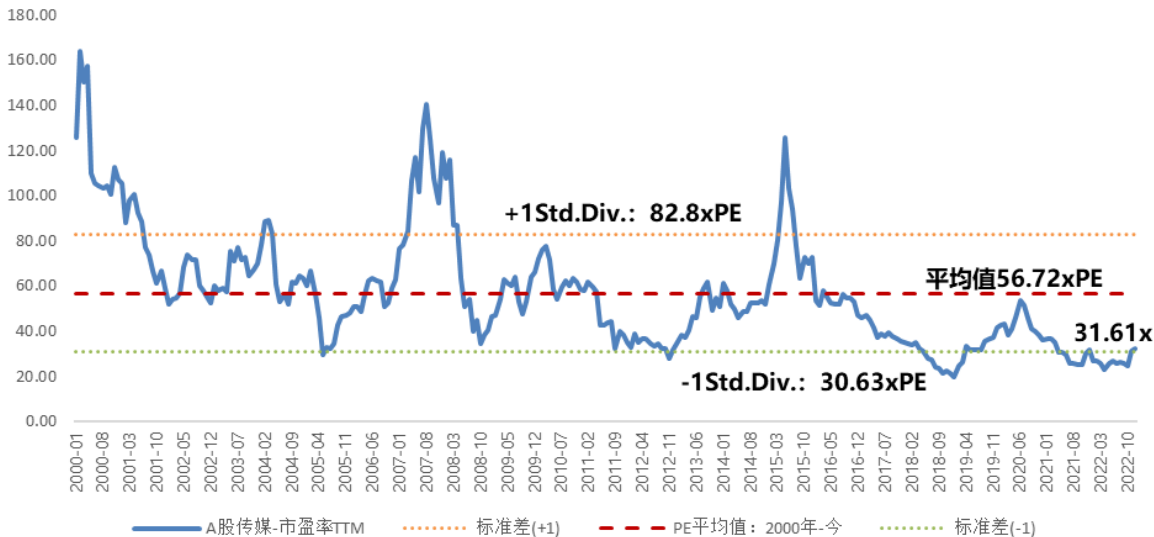
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注：时间截至 2022.12.2

1.3 估值分析

A股估值水平目前仍处于历史低位，港股经历深度回调后波动向上。复盘2000年至今A股传媒板块估值，历史平均水平为56.72倍，本轮调整自2020年7月开始，最低为2022年4月平均市盈率22.77倍。截至2022年12月2日，申万传媒指数市盈率为31.61倍，远低于历史平均值。港股恒生科技指数当前市盈率为46.29倍，自2021年初深度回调后波动向上，略高于自2020年以来的平均估值45.42倍。

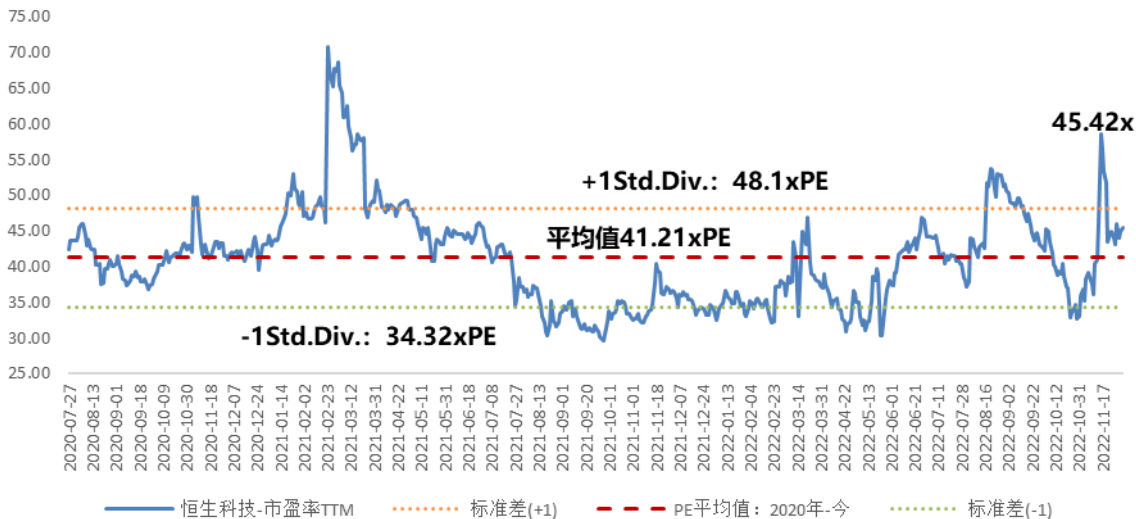
图 3：A股传媒行业估值水平



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 时间截至2022.12.2

图 4：恒生科技指数估值水平



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 时间截至2022.12.2

多数公司仍处于历史估值低位，性价比较高。2022年上半年，在宏观经济疲软、消费需求低迷等不利因素的影响下，业绩持续承压。我们认为，随着防疫政策的优化及宏观经济的复苏，基本面将进一步修复，股价有望走出业绩改善和估值提升的戴维斯双击行情。

图 5: A 股重点公司历史估值水平 (PE TTM, 倍)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

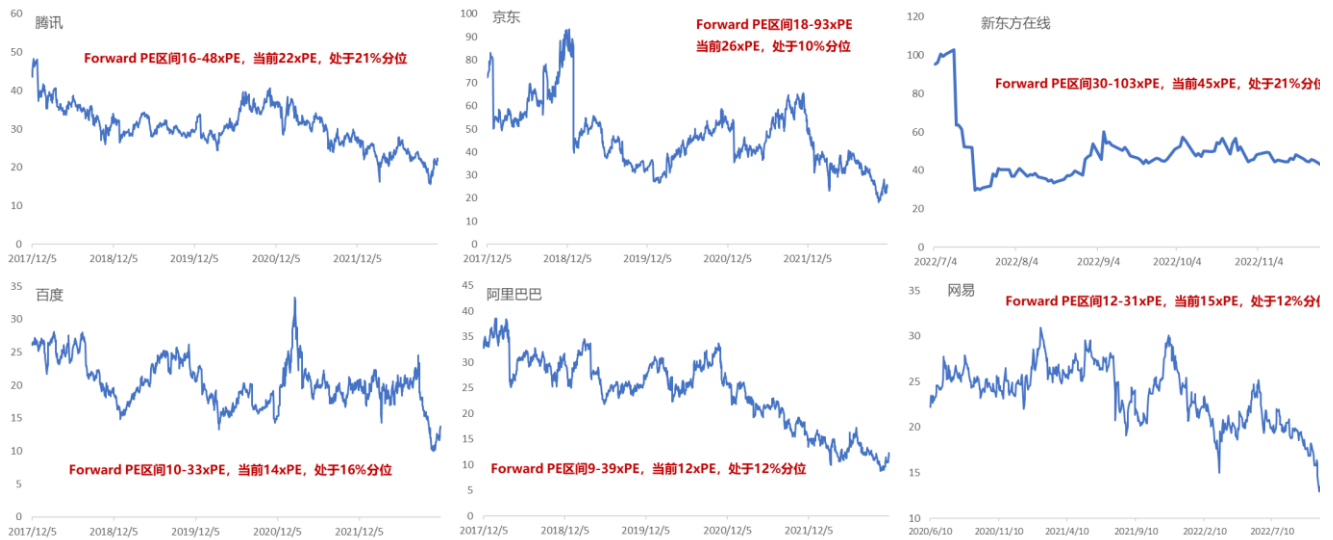
注: 时间截至 2022.12.2

图 6: A 股重点公司历史估值水平 (PS TTM, 倍)



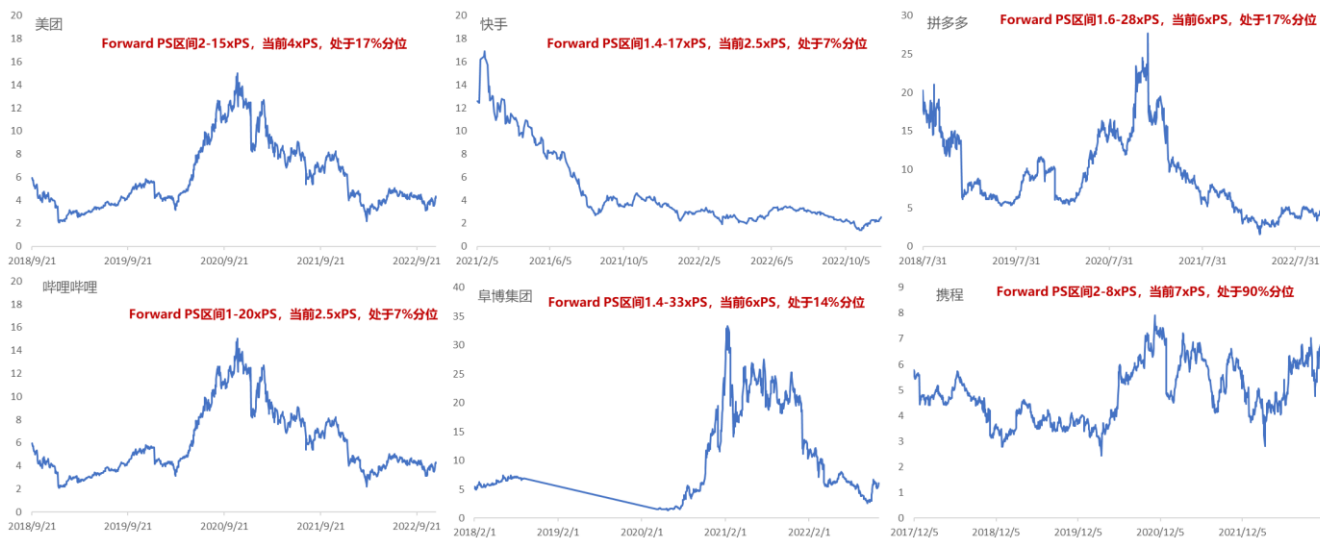
资料来源: wind, 信达证券研发中心

注: 时间截至 2022.12.2

图 7：港美股重点公司历史估值水平（Forward PE，倍）


资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

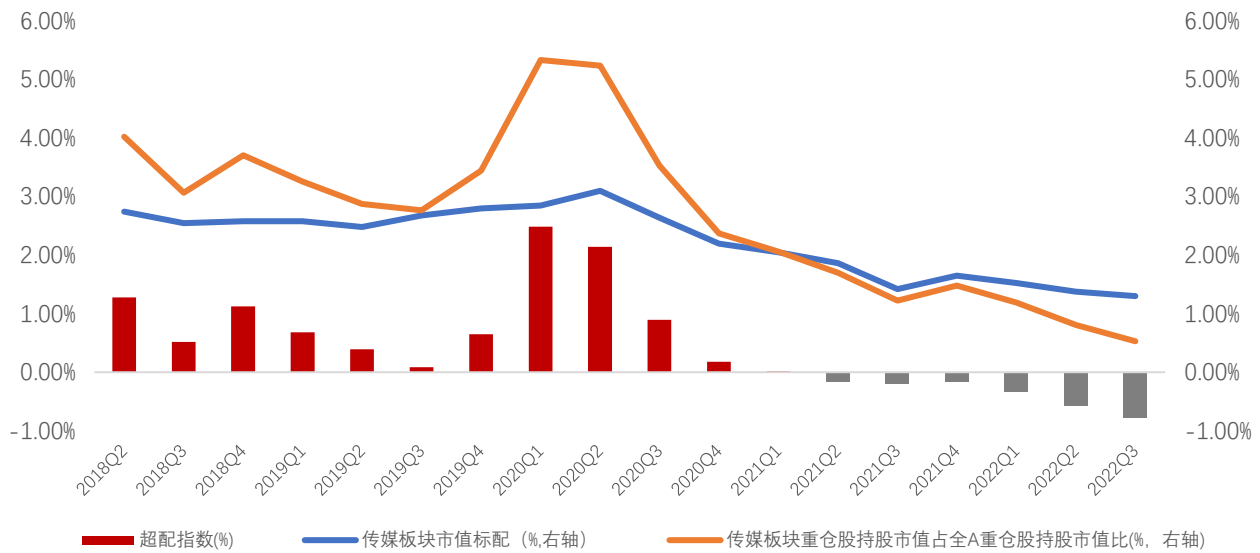
注：时间截至 2022.12.2

图 8：港美股重点公司历史估值水平（Forward PS，倍）


资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

注：时间截至 2022.12.2

2022Q1-Q3，A 股传媒板块重仓市值占比下降，低配程度加剧。我们选取了公募基金类 Wind 开放式基金和封闭式基金中的普通股票型基金、偏股混合型基金、灵活配置型基金板块作为样本基金，计算得出 2022 年前三季度样本基金重仓持股中传媒板块比重分别为 1.19%/0.81%/0.53%，分别同比下降 0.87pct/0.89pct/0.70pct，环比下降 0.29pct/0.38pct/0.28pct，低配比例分别为 0.34%/0.57%/0.77%，低配程度环比加剧。

图 9：主动偏股型基金传媒持仓比例


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 公募基金类型分别选择了 Wind 开放式基金和封闭式基金中的普通股票型基金、偏股混合型基金、灵活配置型基金板块 (剔除港股)

二、消费复苏：守得云开见月明，文娱消费的复苏

2.1 游戏：星辰大海，以梦为马

2.1.1 政策渐改善，版号常态化

政策监管方向渐明朗。自 2021 年下半年开始，游戏行业监管政策再次收紧，防沉迷新规落地、重点游戏企业被约谈、版号审批“寒冬”持续，游戏行业面临的监管压力不断上升。在我们此前外发的《游戏行业点评：短期是承压，希望在转角》的报告中提到，整体而言游戏版号审批等监管的目的是为更好地促进我国游戏质量的提升、保护未成年人、以及做好文化输出的“名片”，实质上是为中国游戏实力整体长期提升所进行的铺垫。

22 年 3 月，中宣部出版局接受《中国新闻出版广电报》专访，提出将指导出版单位贴近未成年人等读者受众，推出一批主旋律鲜明、正能量充沛的高品质网络游戏。2022 年 4 月 11 日晚，国家新闻出版署公布 4 月份国产网络游戏审批信息，共 45 款游戏，距离 2021 年 8 月游戏版号停发以来共 263 天。

2022 年 11 月 16 日，人民网发布《人民财评：深度挖掘电子游戏产业价值机不可失》，在欧洲议会全会通过重视发展电子游戏产业的决议背景下，予以游戏产业更为客观多元的战略认识，**强调游戏产业可以助力多产业释放数字经济新动能，在 5G、芯片产业、人工智能等先进技术产业中将起到重要的助推作用，并提出游戏可以成为中国文化传承和交流创新的网络工具，增强中华文化的传播力。**2022 年 12 月 3 日，《环球时报》发布时评《电子游戏蕴藏巨大科技生产力，值得进一步研究与关注》，再次强调游戏产业具有高度的经济与科技战略意义。未来，我们认为中国游戏产业将监管和发展并重，以促进其不断释放经济、文化与科技新价值，产业发展空间较为可观。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）》指出，到 2026 年，三维化、虚实融合沉浸影音关键技术重点突破，新一代适人化虚拟现实终端产品不断丰富。我们认为，游戏产业作为虚拟现实产业生态中重要的一方面，以及科技元素最强的内容之一，板块有望迎来政策底，市场对游戏产业的认知逐步回归客观与理性。

表 4：2018-2022 游戏行业监管政策梳理

时间	政策文件/事件	政策
2018	原国家新闻出版广电总局发布《游戏申报审批重要事项通知》	由于机构改革，游戏版号无法核发，版号审批暂缓。
2018	教育部会同国家卫生健康委等八部门制定《综合防控儿童青少年近视实施方案》	方案中提到“国家新闻出版总署将对 网络游戏行业实施总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间。 ”
2018	2018 年度中国游戏产业年会	中宣部出版局副局长冯士新在表示首批部分游戏已经完成审核，正抓紧核发版号；机构改革落地，新的审核部门为下属中宣部出版局的网络出版处。
2019	北京市宣布将出台《游戏内容审核流程规范》	提高审核流程的透明化和规范化，将推出游戏内容导向考核举措，将游戏内容质量和社会效益作为游戏过审的优先条件，同时建立游戏重点选题库。
2019	国家新闻出版署召开全国游戏管理工作专题会议	重新开展游戏审批工作，控制版号产品数量，提出新游戏版号审批要倾向精品游戏。
2019	国务院《健康中国行动（2019—2030 年）》	提出政府应“实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，鼓励研发传播集知识性、教育性、原创性、技能性、趣味性于一体的优秀网络游戏作品， 探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间。 （中央网信办、工业和信息化部、国家新闻出版署按职责分工负责）”
2019	《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》	实行网络游戏用户账号 实名注册制度 ； 严格控制未成年人使用网络游戏时段、时长 （每日 22 时到次日 8 时不得为未成年人提供游戏服务，法定节假日每日不得超过 3 小时，其他时间每日不得超过 1.5 小时）； 规范向未成年人提供付费服务 （规定网络游戏企业不得为未满 8 周岁的用户提供游戏付费服务；同一网络游戏企业所提供的游戏付费服务，8 周岁以上未满 16 周岁的未成年人用户，单次充值金额不得超过 50 元人民币，每月充值金额累计不得超过 200 元人民币；16 周岁以上的未成年人用户，单次充值金额不得超过 100 元人民币，每月充值金额累计不得超过 400 元人民币）； 切实加强行业监管 ； 探索实施适龄提示制度 ； 积极引导家长、学校等社会各界力量履行未成年人监护守护责任，帮助未成年人树立正确的网络游戏消费观念和行为习惯。
2019	《游戏游艺设备管理办法》	实施游戏游艺设备分类管理，从设备机型、设备内容、 未成年人保护 （除国家法定节假日外，娱乐场所以及其他经营场所设置的电子游戏设备（机）不得向未成年人提供。）等方面明确了相关规定
2019	2019 年度中国游戏产业年会	中宣部出版局副局长冯士新表示“让游戏成为美好生活的文化力量。国家新闻出版署正抓紧建设统一的实名认证平台，为游戏企业做好防沉迷工作提供必要条件。”
2020	《网络游戏适龄提示》	明确中国游戏分级标准以及标识符的下载渠道、展示时长、尺寸比例和更新频率等。适龄提示的标识符以三个不同的年龄为标准， 分别为绿色的 8+、蓝色的 12+、黄色的 16+这三个不同的年龄段标志符 。另外，标准还明确了标识符的具体使用场景， 适龄提示标识必须安放在游戏产品界面的显著位置，以突出标识在游戏产品中的能见度和可视性。
2020	2020 年度中国游戏产业年会	中宣部出版局副局长冯士新表示：“防沉迷”是游戏行业落实社会责任的集中体现，是游戏管理工作的头等大事，新修订的《未成年人保护法》对游戏“防沉迷”提出了明确要求。目前， 国家层面的实名认证系统已基本建成 ，相关部门正组织企业分批接入，在 2021 年 6 月 1 日前， 所有上线运营的游戏须全部接入 。同时，2020 年以来，我们会同各地管理部门， 对擅自更改游戏内容、违规上线运营、套皮扒皮等 150 多款游戏作出处理 ，约谈相关单位 70 多家，暂停 20 多家企业版号申请，撤销和下架近 50 款游戏。”
2021	习近平总书记在全国政协医药卫生界教育界联组会回应教育领域热点问题	北京史家小学教育集团校长王欢在联组会上谈到“‘学生沉迷网络游戏’引发社会关注”。习近平总书记指出：“ 不仅是沉迷网络游戏的问题，网络上还有很多污七八糟的东西，未成年人心理发育不成熟，容易受到不良影响。 ”
2021	《游戏审查评分细则》	从 2021 年 4 月 1 日起， 游戏送审试行全新的评分审查制度 ，从“观念导向”“原创设计”“制作品质”“文化内涵”“开发程度”5 个方面对游戏作品进行评分。低分游戏将被打回，无法进入版号审批排队流程。
2021	《关于支持海南自由贸易港建设放宽市场准入若干特别措施意见》	鼓励网络游戏产业发展。探索将国产网络游戏试点审批权下放海南，支持海南发展网络游戏产业。（牵头单位：中央宣传部）
2021	教育部办公厅等十五部门印发《儿童青少年近视防控光明行动工作方案（2021—2025 年）》	将实施网络游戏总量调控，探索符合国情的适龄提示制度 ，采取措施限制未成年人使用时间；严格执行《关于防止未成年人沉迷网络游戏工作的通知》精神，督促各地出版管理部门做好属地网络游戏企业及其网络游戏的监督管理工作。将开展网络游戏消费教育， 将防止未成年人沉迷网络游戏作为消费教育重点 ，通过发放宣传材料、进校园等方式普及相关知识，呼吁青少年合理用眼，保护视力。
2021	中宣部出版局副局长杨芳在 2021ChinaJoy 致辞	中宣部出版局副局长杨芳表示：要进一步增强 文化自觉 ；要坚持 精品化 战略，着重考量游戏的导向取向、文化内涵，关注产品的完成度、创新性，综合评判产品的出版价值，同时要 优质化 ，以行业发展反哺科技创新，以科技创新助推行业发展；要增强 国际化 意识，对标世界一流，同时为中国游戏注入更多中华文化，实现有广泛的国际影响力；要进一步增强 安全意识 ，要全力以赴抓好防沉迷工作，不折不扣落实好各项管理规定。 坚决保

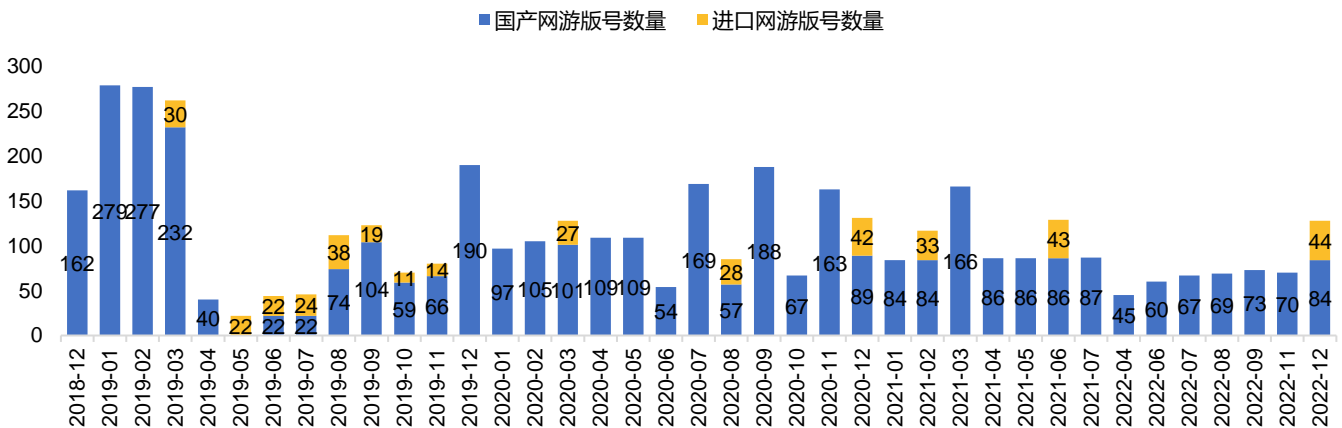
		<p>护青少年健康成长，这是当前最急迫和最重要的安全要求，决不允许打折扣、走过场；国家层面的防沉迷实名认证平台已建成，接入企业 5000 多家、游戏超万款，初步达成了防沉迷工作的基础性目标。下一步，我们将始终把防沉迷作为重中之重，常抓不懈、一抓到底。</p>
2021	《经济参考报》称网络游戏是“精神鸦片”，随后文章被删除	8月3日，央媒《经济参考报》发文称网络游戏是“精神鸦片”， 随后文章被删除 。
2021	《关于推进自由贸易试验区贸易投资便利化改革创新若干措施的通知》	开展网络游戏属地管理试点，在符合条件的自贸试验区所在地推进网络游戏审核试点工作。
2021	《关于进一步严格管理切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》	<p>1) 严格限制向未成年人提供网络游戏服务的时间，仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日 20 时至 21 时向未成年人提供 1 小时网络游戏服务。</p> <p>2) 严格落实网络游戏用户账号实名注册和登录要求。所有网络游戏必须接入国家新闻出版署网络游戏防沉迷实名验证系统，所有网络游戏用户必须使用真实有效身份信息进行游戏账号注册并登录网络游戏，不得以任何形式（含游客体验模式）向未实名注册和登录的用户提供游戏服务。</p> <p>3) 加强对网络游戏企业落实提供网络游戏服务时段时长、实名注册和登录、规范付费等情况的监督检查，加大检查频次和力度。</p> <p>4) 积极引导家庭、学校等社会各方面营造有利于未成年人健康成长的良好环境。</p>
2021	中国音数协游戏工委组织发起《网络游戏行业防沉迷自律公约》，腾讯、网易等 213 家企业参与	公约强调，要坚决执行管理要求，建立工作规范。要认真制定具体执行方案和实施细则， 全力做好各项防沉迷工作。要坚决落实实名认证，精准识别用户 。坚决筑牢安全防线，抵制不良内容。坚决夯实平台管理，明确具体要求。坚决遵守市场秩序，杜绝违规行为。坚决配合举报平台，开展自查自纠。游戏企业应在游戏产品的研发、生产、销售、运营、推广、宣传等业务活动中，严格遵守本公约各项条款约束，在企业网站、游戏界面等显著位置全面展示本公约内容，用实际行动体现游戏企业的社会责任和社会担当。
2021	《中国儿童发展纲要（2021—2030 年）》	1) 网络游戏、网络直播、网络音视频、网络社交等网络服务提供者，针对未成年人使用其服务依法设置相应的时间管理、权限管理、消费管理等功能， 不得为未满十六周岁儿童提供网络直播发布者账号注册服务 。2) 加强网络语言文明教育，坚决遏阻庸俗暴戾网络语言传播。3) 实施国家统一的未成年人网络游戏电子身份认证 ，完善游戏产品分类、内容审核、时长限制等措施。加强儿童个人信息和隐私保护。
2021	国家新闻出版署防止未成年人沉迷网络游戏举报平台上线运行	在防止未成年人沉迷网络游戏举报平台中， 举报者可从实名认证违规举报、时段时长违规举报以及充值付费违规举报 三个方面对游戏中防沉迷违规信息进行举报。
2022	国家网信办发布《未成年人网络保护条例（征求意见稿）》	3月14日，国家互联网信息办公室就《未成年人网络保护条例（征求意见稿）》再次公开征求意见，内容包括 网络游戏、网络直播等网络服务提供者不得向未成年人提供与其民事行为能力不符的付费服务 。
2022	国家新闻出版署相关人士回应“游戏版号申请仍在接收”	2月21日据新浪科技报道，国家新闻出版署相关部门相关人士表示，对游戏版号停发暂无明确回应，可以关注官网公告信息，但目前仍在正常接收游戏公司的版号申请。
2022	中宣部出版局接受《中国新闻出版广电报》专访	近日，出版局中宣部接受《中国新闻出版广电报》专访，提出将指导出版单位贴近未成年人等读者受众， 推出一批主旋律鲜明、正能量充沛的高品质网络游戏 ，大力营造有利于青少年健康成长的网上网下出版环境。为此，出版局将重点实施“网络游戏正能量引领计划”，引导网络出版企业，精心打造一批传承中华优秀传统文化、革命文化、社会主义先进文化，弘扬社会主义核心价值观，深化中国特色社会主义和中国梦宣传教育等方面的出版精品。
2022	国家新闻出版署恢复版号发放	4月11日晚，国家新闻出版署公布4月份国产网络游戏审批信息，共45款游戏，距离2021年8月游戏版号停发以来共263天 。
2022	广电总局、中宣部《关于加强网络视听节目平台游戏直播管理的通知》	4月18日，广电总局、中宣部联合发布《关于加强网络视听节目平台游戏直播管理的通知》， 强调网络影视剧、网络综艺、网络直播、短视频等各类网络视听节目均不得直播未经主管部门批准的网络游戏 。具体包括：严禁网络视听平台传播违规游戏；加强游戏直播内容播出管理；加强游戏主播行为规范引导；督促网络直播平台建立并实行未成年人保护机制；严格履行分类报备制度。
2022	人民网发布财评《人民财评：深度挖掘电子游戏产业价值机不可失》	11月16日，人民网发布财评《人民财评：深度挖掘电子游戏产业价值机不可失》，在欧洲议会全会通过重视发展电子游戏产业的决议背景下，予以游戏产业更为客观多元的战略认识。 强调游戏产业可以助力多产业释放数字经济新动能 ，在5G、芯片产业、人工智能等先进技术产业中将起到重要的助推作用， 并提出游戏可以成为中国文化传承和交流创新的网络工具，增强中华文化的传播力 未来，我们认为中国游戏产业将监管和发展并重，以促进其不断释放经济、文化与科技新价值，产业发展空间可观。
2022	《环球时报》发布时评《电子游戏蕴藏巨大科技生产力，值得进一步研究与关注》	2022年12月3日，《环球时报》发布时评《电子游戏蕴藏巨大科技生产力，值得进一步研究与关注》， 再次强调游戏产业具有高度的经济与科技战略意义 。未来，我们认为中国游戏产业将监管和发展并重，以促进其不断释放经济、文化与科技新价值，产业发展空间较为可观。

资料来源：信达证券研发中心整理

版号常态化发放，政策面利空减弱。11月16日人民网发布财评《人民财评：深度挖掘电子游戏产业价值机不可失》，官媒网站口径开始变化，政策面呈现回暖趋势。12月28日，国家新闻出版署网站刊发12月国产网络游戏审批信息，即22年第七批国产游戏版号，共84款。其中，国产网络游戏申报类别划分为“移动”的游戏共有72款，“移动、客户端”双端的游戏共有5款，“客户端”的游戏共有7款。重点产品包括：腾讯游戏《重生边缘》；网易游戏《巅峰极速》；创梦天地《团子合合屋》；心动公司《火力苏打》（即已上线海外的重点产品《T3 Arena》）；吉比特《渊海王座》《这个地下城有点怪》；朝夕光年《神仙道3》；快手游戏《西行纪 燃魂》；中手游《新仙剑奇侠传之挥剑问情》；西山居《尘白禁区（移动、客户端）》；浙数文化旗下边锋网络《萌宠庄园》；掌趣《异世界的和弦》。此外，国家新闻出版署网站同时发布22年进口游戏版号，共44款游戏获批。其中，进口网络游戏申报类别划分为「移动」的游戏共有32款，“客户端”的游戏共有8款，“PS4”、“Switch”、“移动、Switch”、“客户端、Switch”各1款。重点产品包括：腾讯游戏《宝可梦大集结（移动、Switch）》（任天堂正版授权、天美工作室研发、MOBA大作）、《无畏契约（客户端）》（Riot重点射击游戏、腾讯代理）、《大航海时代：海上霸主》（盛天网络旗下天戏互娱国内授权、腾讯研发发行）、《冒险岛：枫之传说》（韩国IP、腾讯发行）等；网易游戏《幻想生活》、《突袭：暗影传说》；阿里巴巴旗下灵犀互娱《三国志·战棋版》（三国志IP重磅产品）、《剑与骑士团》；完美世界《双点医院（客户端）》、《筑梦颂（客户端）》；创梦天地《二之国：交错世界》（腾讯代理）；朝夕光年《航海王梦想指针》、《原界之罪》；紫龙《第七史诗》；恺英网络《纳萨力克之王》、《仙剑奇侠传：新的开始》；世纪华通《饥荒：新家园》（腾讯代理）等。

从数量看，自2018年12月重新开展游戏审批工作后，2019年Q1随即审批通过超过700个游戏。而2021年版号暂停发放之前，2021年月均约80+款（其中3月为166款），2022年4月恢复版号发放后，版号发放数量稳步增长（5月和10月有所暂停），2022年4月共发放版号45款，12月发放国产版号数量已达84款、进口版号44款，当前政策利好的情况下，未来有望回到2021年的版号数量水平。版号供给端收紧期间，各大游戏公司蓄力开发精品新作，版号重启则意味着游戏行业新品上线加速，叠加行业精品化运营能力、出海表现的提升，业绩确定性有望进一步增强。

图 10：2018-2022 年月度版号发放情况



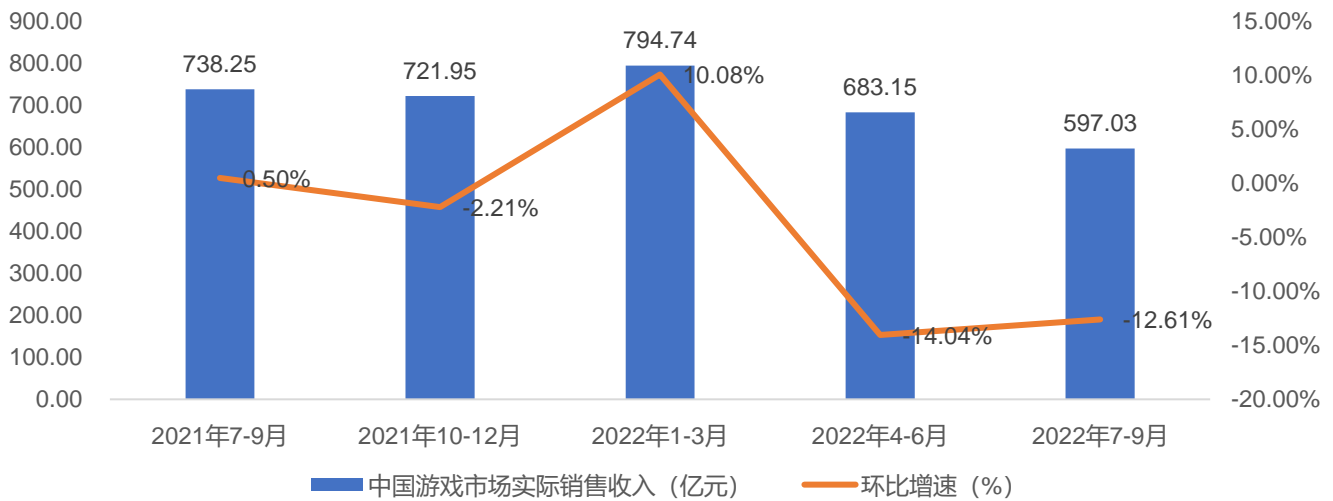
资料来源：国家新闻出版署，信达证券研发中心

2.1.2 2022 年回顾：版号压制供给、消费压制需求

供给侧改革进行时，更重研发投入和长周期运营。受22年疫情导致消费低迷以及版号限制新游爆款减少等影响下，2022年上半年中国游戏市场实际销售收入为1477.89亿元，相较去年同期1504.93亿元，同比减少1.80%。

2022Q3 实际销售收入 597.03 亿元，同比减少 12.61%。

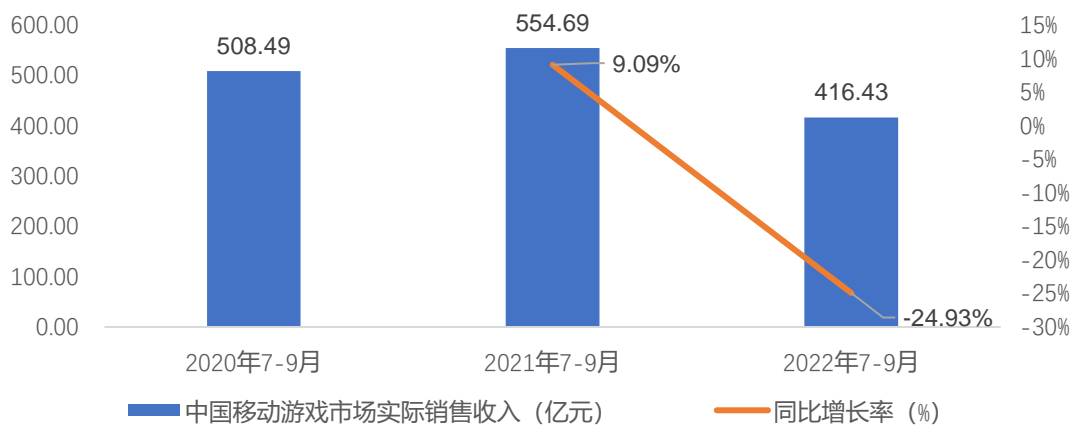
图 11：2021 年 7 月-2022 年 9 月中国游戏市场实际销售收入



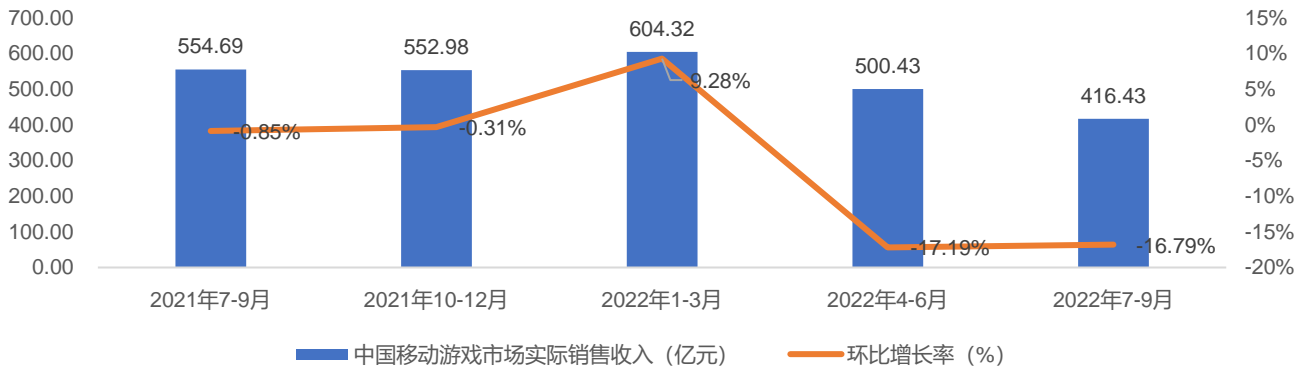
资料来源：中国游戏产业研究院，伽马数据，信达证券研发中心

新游增量显著不敌存量减量，中国手游市场加速由增量市场进入存量市场时代。2022 上半年中国移动游戏市场实际销售收入 1104.75 亿元，同比减少 3.74%，2022Q3 收入 416.43 亿元，环比减少 16.79%同时 2022Q3 推出的新游质量不及去年同期，相较去年 Q3 重磅上线的腾讯《英雄联盟手游》、网易《哈利波特：魔法觉醒》、三七互娱《斗罗大陆：魂师对决》等一众力作，2022 年同期上线的游戏中，只有网易《暗黑破坏神：不朽》进入第三季度流水榜 Top10。

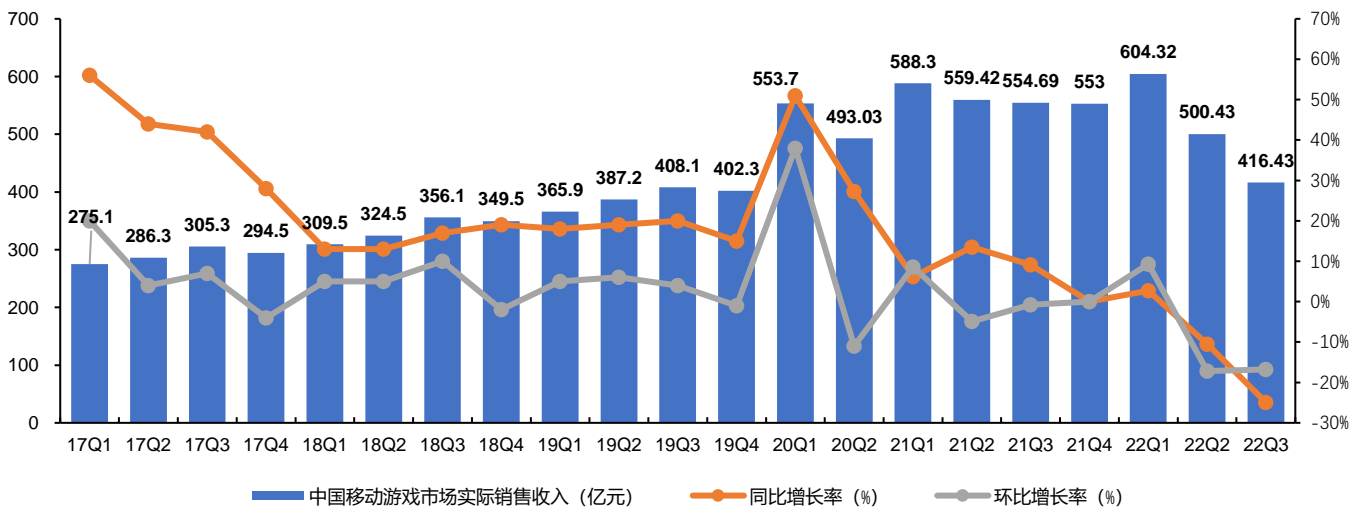
图 12：近三年中国移动游戏市场实际销售收入（同比）



资料来源：中国游戏产业研究院，伽马数据，信达证券研发中心

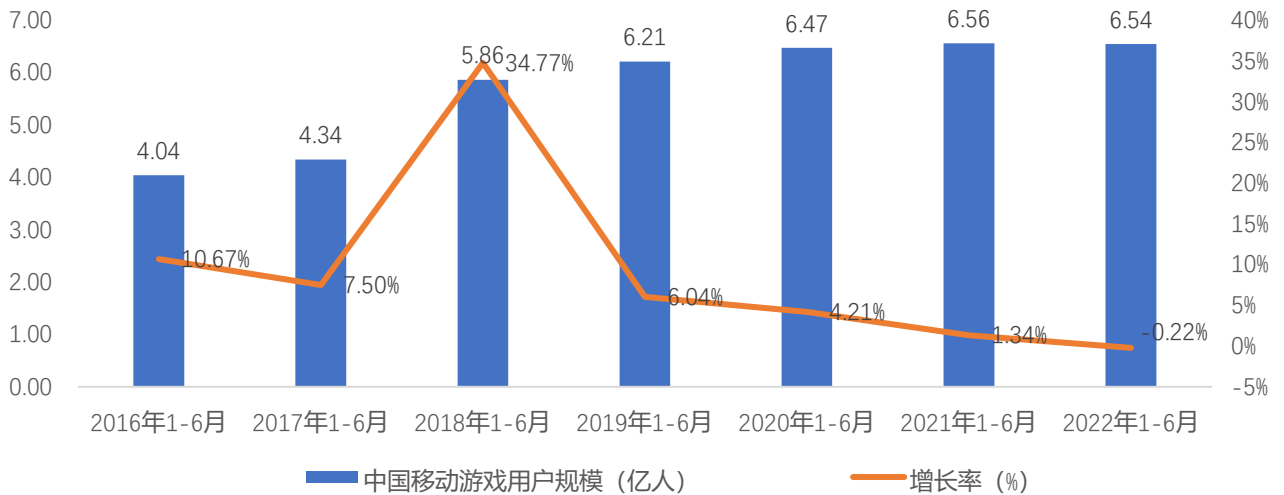
图 13：2021 年 7 月-2022 年 9 月中国移动游戏市场实际销售收入


资料来源：中国游戏产业研究院，伽马数据，信达证券研发中心

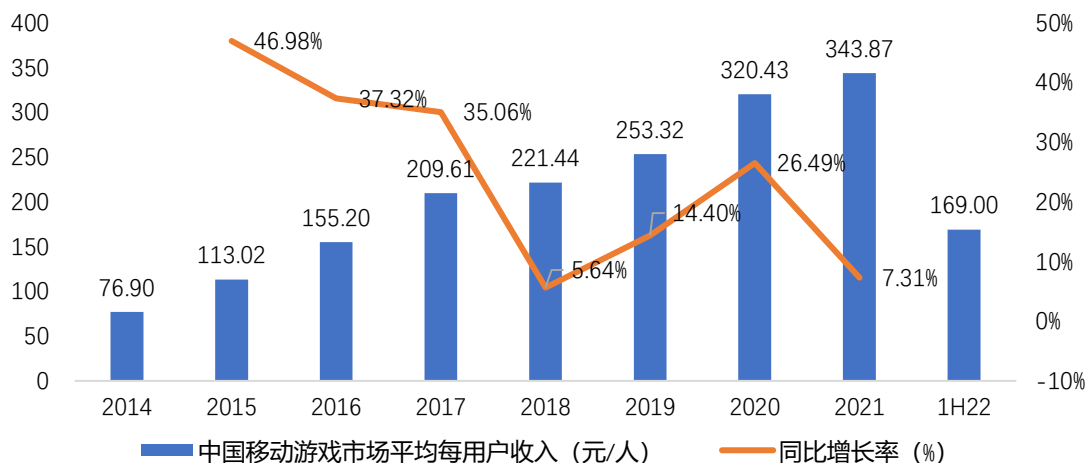
图 14：2017Q1-2022Q3 中国移动游戏市场实际销售收入


资料来源：中国游戏产业研究院，伽马数据，信达证券研发中心

人口红利趋于消失，手游市场进一步饱和，受供给侧改革等影响 **APRU 增速放缓**。2022 年上半年中国移动游戏用户规模 6.54 亿人，与去年同期几乎持平，说明我国手游渗透率已显著处于高位。平均每用户收入 (APRU) 169 元，因上半年暑假档表现不及预期，故 2022 全年 APRU 同比 2021 全年 (343.87 元) 有下降的概率。原因是宏观经济的负面情况减少了人们对网络游戏的消费需求。其中一大缺口来自于暑期的用户活跃疲软，一大原因是去年 9 月实施的防沉迷新规《关于进一步严格管理：切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》出台后，国内已基本形成未成年人防沉迷措施体系，极大限制了未成年人用户群体的活跃时长与消费活动。

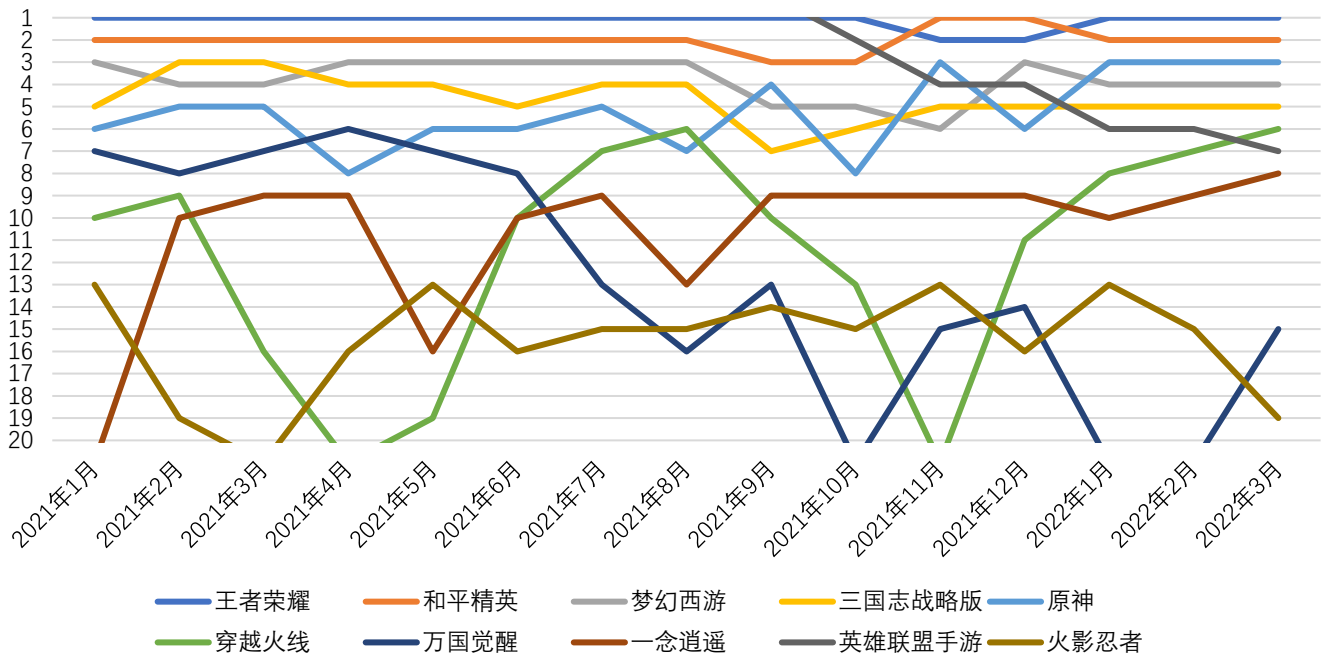
图 15：2016-2022 中国移动游戏用户规模及同比增速


资料来源：中国游戏产业研究院，伽马数据，信达证券研发中心

图 16：2014-2022 中国移动游戏市场平均每用户收入


资料来源：中国游戏产业研究院，伽马数据，信达证券研发中心

腾讯、网易多款游戏稳居 2022 年国内市场国产游戏流水收入 Top20。 22 年全年，腾讯、网易分别有 7 款、4 款游戏几乎每月稳居 TOP20。每月前五较为稳定，分别是腾讯《王者荣耀》、《和平精英》、网易《梦幻西游》、灵犀互娱《三国志·战略版》、米哈游《原神》每月基本稳居国内市场国产移动游戏流水 TOP5。进入 2022 年一季度后，得益于玩法更新、内容升级、春节红利等，《金铲铲之战》、《捕鱼大作战》、《问道》、《文明与征服》收入进入 TOP20。腾讯《金铲铲大战》与网易《捕鱼大作战》自 2022 年一季度上线以来，全年维持了流水 TOP10 上下的强势表现。网易力作《暗黑破坏神：不朽》自下半年上线以来市场表现优异，一度在 8 月份杀进国内国产游戏流水 TOP3。

图 17: 2022 年 1-11 月中国内地市场国产移动游戏流水 TOP20 月度 App Store 收入排名


资料来源: Sensor Tower, 信达证券研发中心

2.1.3 2023 年展望: 低基数效应, 国内修复, 出海加码

国内修复: 储备丰富, 静候版号。在国内版号迟滞的背景下, 各大游戏公司潜心修炼内功, 分渠道、分品类整合研发团队, 积极开发新作, 反复打磨, 并采取“出海先行”政策, 如腾讯、网易、三七互娱、完美世界、心动公司等, 均已开始在海外进行新作的测试与优化, 部分游戏也已在海外上线, 蓄势待发, 静候国内版号落地。

表 5: 主要厂商 2023 年重点游戏产品 pipeline (不完全统计)

厂商	研发团队	游戏名称	类型	题材	当前状态	TapTap 评分	预约量	是否获得版号
	腾讯	黎明觉醒	开放世界	末日	已开启预约	7.3	1713 万	Y
	腾讯 NEXt	金属对决	动作	机甲	已完成南美首发	8.3	33 万	Y
	Neople	地下城与勇士 M	格斗	地下城	已开启预约	2.5	148 万	Y
	腾讯 ELECTRONIC ARTS	Apex 英雄	FPS	吃鸡	海外测试开启	8.3	237 万	
腾讯	盛趣游戏北斗工作室	传奇天下	3D MMORPG	传奇	已开启预约		115 万	Y
	光荣特库摩授权	大航海时代: 海上霸主	SLG	航海	已开启预约	7.8	24 万	
	巨枫娱乐	指尖领主	SLG	魔幻	已开启测试	9	110 万	Y
	腾讯 Next 工作室研发	重生边缘	策略射击	科幻	已开启预约		100 万	
	腾讯	手工星球	沙盒	建造	已开启测试	8.1	11 万	
	北京攸乐科技	乱世逐鹿: 风起三国	卡牌	三国题材	已开启测试	9.2	5 万	
网易	网易	代号: ATLAS	RPG 射击	末日	已开启测试	8.8	100 万	

	CODEMASTE R	巅峰极速	3A 级竞速	赛车		8.5		
	网易	阴阳师：妖怪小班	休闲策略	阴阳师 IP	已开启内测	8.6		
	网易	零号任务	3D2v4	潜入对抗	已开启删档二测	6.9	200 万	
	网易	超凡先锋	RPG	生存射击	已开启删档测试	8.6	353 万	
	网易	要塞远征	卡牌	策略	已开启预约	9		Y
	网易	逆水寒 手游	3D 动作	武侠	8 月开启首测报名	7.1		
	网易	命运因子	生存	丧尸	已开启测试		15.5 万	
	三七互娱	传世之光	MMO		已开启测试			Y
	三七互娱	代号魔幻 M	MMO	西方魔幻	预计将在海外先测			
	三七互娱	代号古风	MMO	女性形象	预计将在港澳台先测			
三七互娱	三七互娱	代号 3D 版 WTB 乌托邦	MMO	Q 版 3D	正在海外测试			
	三七互娱	代号 GOE	SLG		正在海外测试			
	三七互娱	代号三国 BY	SLG					Y
	三七互娱	代号 C6	卡牌					
	代理	梦想大航海	MMORPG	航海射击	已开启测试			Y
	三七互娱	代号 斗罗 MMO	MMORPG	斗罗大陆 IP	将在 2023 年 23 季度开测			
	完美世界	天龙八部 2	MMORPG	仙侠	海外已上线，国内等版号	8.3	4 万	
完美世界	完美世界	一拳超人：世界	卡牌 RPG	一拳超人 IP	已开启预约			
	完美世界	代号：MA		亚瑟王 IP				
	完美世界	朝与夜之国	二次元卡牌		2023 年初将在韩国测试			
	Indrasoft	上古宝藏	RPG Roguelike	暗黑冒险	已开启预约	8.4	5 万	Y
	上海峰途网络	奇缘之旅	卡牌 放置		已开启测试	8.2		Y
	黑豚游戏	刃心 2	休闲	跑酷	已开启预约	8.8		Y
	广州纳仕	白之物语	角色扮演	暗黑	已开启预约	8.5	8 万	Y
	青瓷游戏	使魔计划	RPG 卡牌	策略	已开启预约	8.4	4 万	Y
	吉比特	代号：M66	放置类	经营	已开启测试			
	-	黎明精英	Roguelike	射击				Y
	吉比特	超喵星计划	养成	宠物	已开启预约	9.2	17 万	Y

资料来源：信达证券研发中心整理

出海加码：腾讯领衔，游戏帝国持续全球化扩张。刚刚成立满 1 年的 Level Infinite 工作室就已成功打造出两款火爆全球的力作：《幻塔》海外版和《NIKKE 胜利女神》。凭借“不同地区，不同方案”的发行策略，上线首日的《幻塔》已拿下美国、日本、韩国、中国港澳台地区 iOS 免费榜冠军，同时还跻身全球 90 多个国家和地区的 iOS 免费榜 TOP10。Level Infinite 工作室目前共有 20 余款负责产品，包括 Fatshark 旗下《战锤：鼠疫 2》和《战锤：40K 暗潮》、Sharkmob 旗下《吸血鬼：恶夜猎杀-血猎》、Funcom 旗下《金属：地狱歌手》等首发游戏。除了《幻塔》，《NIKKE 胜利女神》也展现出了较强的市场表现力，根据 Sensor Tower 数据显示，11 月 4 日上线的《NIKKE 胜利女神》在前两周就创造了 6700 万美元的流水，其中日本市场以 37.9% 位列第一，韩国和美国分位二三，足以证明其火爆程度。在海外地区投资游戏 CP 是腾讯游戏长期所坚持的策略，除了育碧、Supercell 等头部厂商，腾讯也将投资目光投向一些具备优秀制作能力的中小型团队。在此战略下，动作游戏《Mordhau》的开发商 Triternion 工作室、解密冒险游戏《RiME》的研发商 Tequila Works、总部位于温哥华的射击游戏开发

商 Offworld Industries、来自波兰的初创团队 Gruby Entertainment、新西兰的恐怖游戏研发商 Digital Confectioners 等一众团队都陆续加入到了腾讯阵营。与此同时，腾讯在欧美地区陆续成立了多家工作室。分布于洛杉矶、西雅图、蒙特利尔和利物浦等城市，整体呈现出**高质量、跨平台**的游戏制作与投资理念。

图 18:《幻塔》国际版宣传图



资料来源:《幻塔》, 钛媒体, 信达证券研发中心

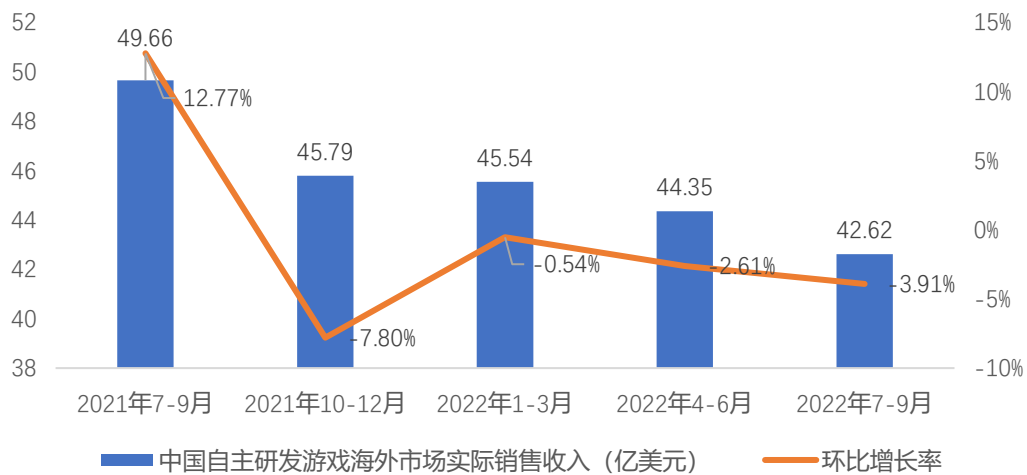
图 19:《NIKKE 胜利女神》国际版宣传图



资料来源:《NIKKE 胜利女神》, 动点科技, 信达证券研发中心

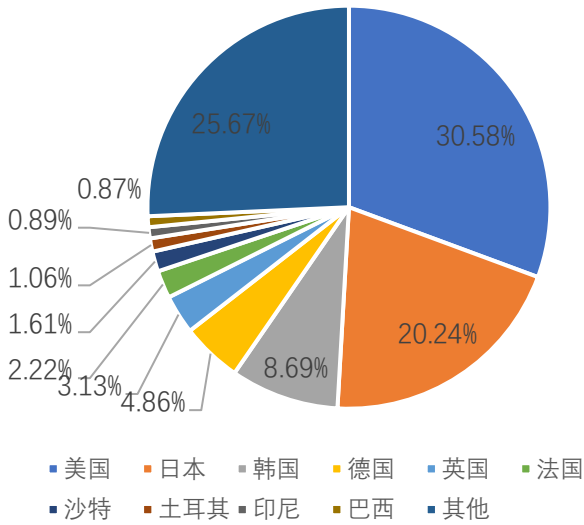
面临国内移动游戏市场存量竞争加剧、版号审批趋严的困境，游戏出海方向有望长足发展已成行业共识。但 22 年受行业供给影响，出海增速有所放缓。根据伽马数据，2022 年第一季度，中国自主研发游戏海外市场实际销售收入为 45.54 亿美元，环比下降 0.54%。第二季度中国自主研发游戏海外市场实际销售收入为 44.35 亿美元，环比下降 2.61%，第三季度中国自主研发游戏海外市场实际销售收入为 42.62 亿美元，环比下降 3.91%。

图 20: 2021 年 7 月-2022 年 9 月中国自主研发游戏海外市场实际销售收入

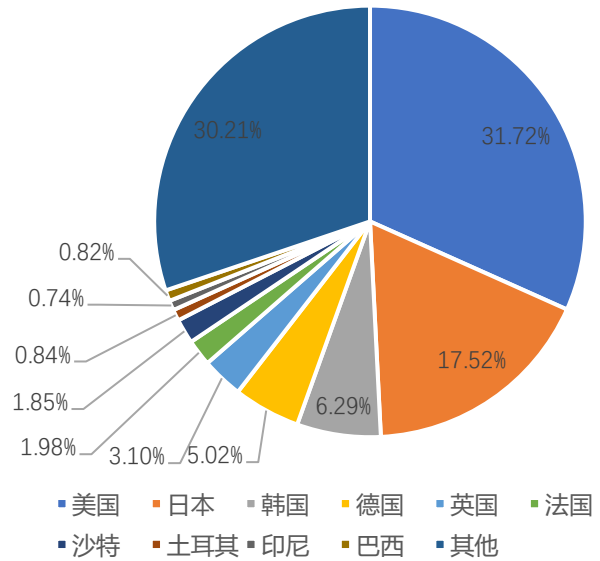


资料来源: 中国游戏产业研究院, 伽马数据, 信达证券研发中心

出海游戏立足成熟市场基本盘，开始寻找新兴市场增长点。2022 上半年，中国自主研发移动游戏海外重点地区收入分布中，美国、日本、韩国三大海外市场合计贡献国产游戏出海收入的 55.53%。“基本盘”美日韩市场的合计占比与 2021 年全年相比下降 2.78 个百分点，中东、欧洲地区占比略有提升。

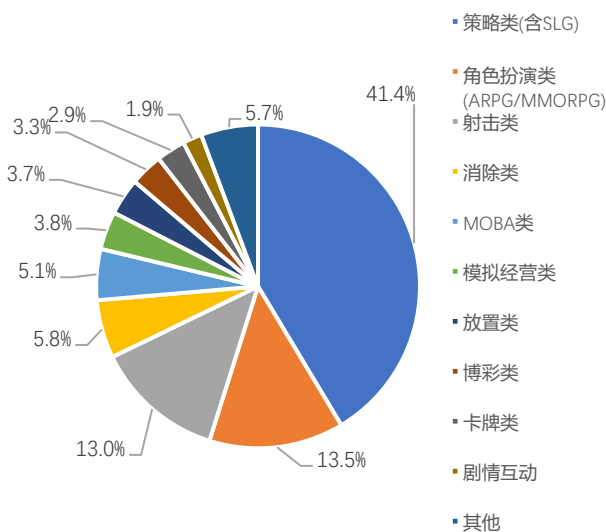
图 21: 1H21 中国自主研发移动游戏海外重点地区收入占比


资料来源: 游戏工委, 信达证券研发中心

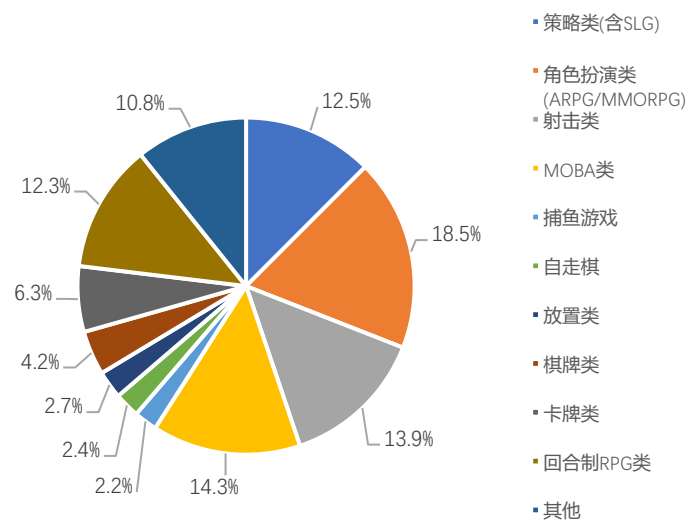
图 22: 1H22 中国自主研发移动游戏海外重点地区收入占比


资料来源: 游戏工委, 信达证券研发中心

百花齐放, 多品类开拓表现亮眼。2022 年, 在中国自主研发移动游戏海外地区收入分布中, 角色扮演类游戏收入最高, 占比达到 18.45%, 打破了往年出海传统强项策略类游戏一超多强的局面, 策略类游戏收入本次占比排名第四, 从去年的 41.4% 降至 12.50%; 多人在线战术竞技类略超射击类位列第二, 占比达到 14.25%, 前三者独占总收入的 46.56%。国产游戏多品类开拓收效显著, 回合制 RPG 类、卡牌类游戏表现亮眼, 两类游戏收入合计占比达 18.63%。

图 23: 2021 年中国自主研发移动游戏海外市场收入前 100 类型收入占比


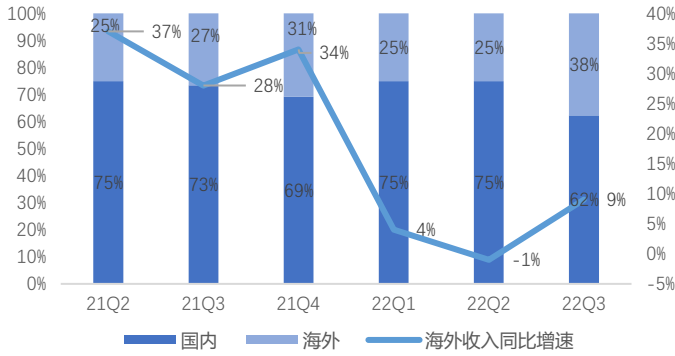
资料来源: 游戏工委, 信达证券研发中心

图 24: 2022 年中国自主研发移动游戏海外市场收入前 100 类型收入占比


资料来源: 游戏工委, 信达证券研发中心

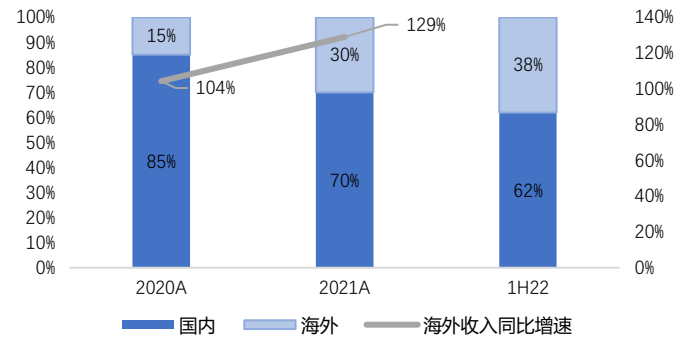
腾讯、三七互娱海外收入占比继续上升，已成业绩驱动增长点。腾讯财报显示，国际游戏行业强势反弹，三季度腾讯国际市场游戏收入上升9%至117亿元；本土游戏受制于版号短缺而被迫调整过渡，在大型游戏发布数量下降、用户消费减少以及未成年人保护措施的实施背景下，二季度游戏下降2%至312亿元，其中《王者荣耀》、《天涯明月刀》和《英雄联盟》等头部产品收入有所下滑，而《英雄联盟手游》和《金铲铲之战》等新作收入有一定的增加。三七互娱22H1国内收入50亿元，海外收入30亿元，海外收入同比增速达到48.33%，增速远高于同期行业平均水平，所代理的SLG游戏《Puzzles & Survival》持续占据出海游戏收入榜单前十。

图 25: 21Q2-22Q3 腾讯游戏海内外市场收入占比及同比增速



资料来源：腾讯公司公告，信达证券研发中心

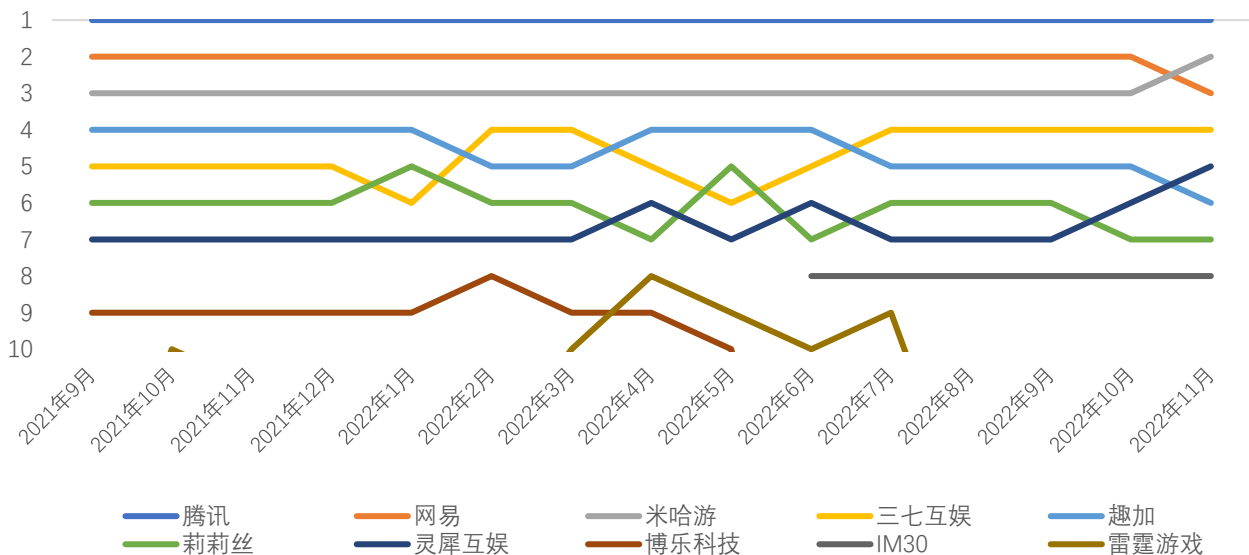
图 26: 20A-22H1 三七互娱海内外市场收入占比及同比增速



资料来源：三七互娱公司公告，信达证券研发中心

腾讯、网易、米哈游、三七互娱、趣加、莉莉丝、灵犀互娱连续 11 个月牢牢占据中国手游发行商收入 Top7 (全球 App Store+Google Play)；壳木游戏、友塔游戏、沐瞳科技排名相对稳定；IM30、海彼网络、IGG、成为后起之秀，排名逐渐前进。中国游戏厂商席位、新锐力量以及收入流水的逐年增加，代表着中国游戏行业精品化探索与改革已经进入回报期，随着内容品质、技术壁垒的进一步提升，有望迎来催生新一轮的马太效应。

图 27: 2021 年 9 月-2022 年 11 月中国手游发行商收入 TOP10



资料来源：Sensor Tower、信达证券研发中心

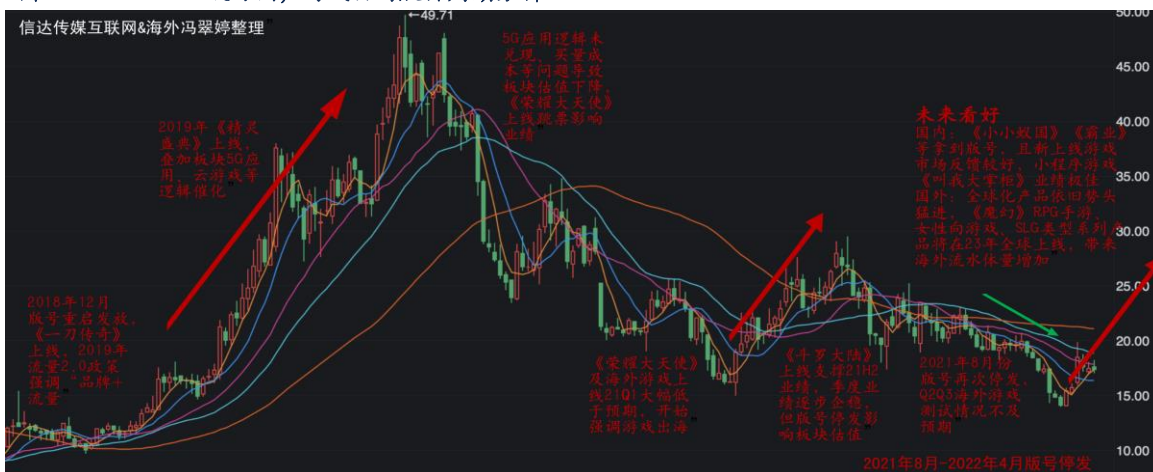
注：统计口径为：全球 App Store+Google Play

我们看好低基数效应下，国内游戏大盘的修复以及游戏出海的进程加速。重点提示：

港股：【腾讯控股】国内逐步抵御未保法的影响，《英雄联盟手游》、《重返帝国》、《英雄联盟电竞经理》等新游表现不凡，成功延续领先游戏的使用寿命；游戏出海在开发和发行方面，均保持卓越能力，《VALORANT》22Q3 流水创新高，《部落冲突》常列全球年度流水最高的策略类手游，2022 年至今流水排名均保持第一，Level Infinite 发行的《幻塔》22 年 8 月、《NIKKE 胜利女神》22 年 11 月海外上线成绩斐然。《重生边缘》、《宝可梦大集结》、《无畏契约》、《大航海时代：海上霸主》、《冒险岛：枫之传说》获批 2022 年 12 月版号，2023 年《黎明觉醒》、《白夜极光》、《DNF 手游》、《APEX 手游》上线可期；**【网易-S】**发力出海，《永劫无间》端游在全球市场上大获成功，手游版本正在研发中，全资收购法国独游开发商 Quantic Dream 以及曝光全平台开放世界新作《燕云十六声》，《大话西游：归来》等 IP 游戏已获版号；**【心动公司】**重磅新品《火炬之光：无限》上线首日获得 24 个免费榜 Top10，Steam 在线人数也突破 1 万大关，《铃兰之剑》、《心动小镇》等储备项目测试及上线节奏清晰，《T3》国内已获版号预计于 23Q1 上线，产品周期陆续兑现有望推动公司实现 23 年盈亏平衡。**【中手游】**PICO 达成合作，旗下自有 IP《仙剑奇侠传》VR 游戏将登陆 PICO VR 平台。**【青瓷游戏】**子公司与中手游就《新仙剑奇侠传之挥剑问情》达成合作，8 月公司游戏《超喵星计划》获版号。**【百奥家庭互动】**《奥比岛：梦想国度》表现亮眼，“IP 超进化”战略稳步推进多元新品陆续上线推动公司经营业绩稳步向上。

A 股：【三七互娱】与歌尔、米哈游合作成立产业基金布局 VRAR 产业，22Q4《叫我大掌柜》、《凡人修仙传》、《空之要塞》、《小小蚁国》等游戏表现亮眼，《三国》SLG 手游预计于 23Q1 上线；**【吉比特】**游戏研发龙头且 22 年前三季度 99.45% 的高分红率，头部游戏《问道手游》、《一念逍遥》等表现稳定，后续产品《M66》等项目落地有望持续提升业绩；**【完美世界】**发力品类突破，围绕“MMO+”与“卡牌+”两大核心赛道布局，后续产品不仅数量上储备丰富，而且品类上有创新尝试，《幻塔》的优秀表现有望为公司海外游戏业务带来新的转折点，助力海外市场逐渐成为公司新的业绩增长点，后续更有《天龙八部 2》、《一拳超人》、《百万亚瑟王》等游戏储备在等版号；**【宝通科技】**在工业互联网业务方面持续推进智能建设，业务高速发展，有望抢占市场。在虚拟现实方面提前布局，在元宇宙领域成立了子公司海南元宇宙和上海荷笛，并投资控股子公司哈视奇以及参股公司一隅千象、南京八点八数字公司等；**【名臣健康】**喀什奥术并表催化业绩修复，近期置入 93913VR 应用团队，虚拟现实 ToB/ToC 齐发力，专注游戏及元宇宙应用；**【恺英网络】**存量游戏《蓝月传奇》等表现稳定，23 年《山海浮梦录》、《仙剑奇侠传》、《西行纪》、《妖怪正传 2》等储备丰富；年初成立 VR 游戏团队，产品储备包括开放世界大型游戏《一念永恒》、一款 VR 游戏等；**【姚记科技】**21 年宣布布局球星卡市场，22 年与《Pokemon GO》卡牌合作，战略投资上海超旺信息科技有限公司。

图 28：以三七互娱为例，游戏公司股价周期分析



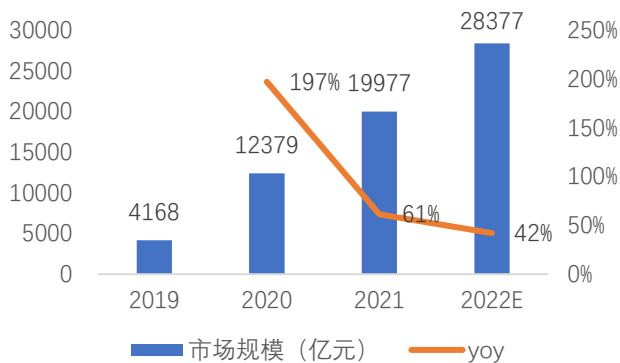
资料来源：Wind、信达证券研发中心

2.2 直播电商：抖快淘 GMV 跃升，MCN 乘势而上

2.2.1 直播电商市场规模持续攀升，抖快淘三大渠道 GMV 跃升

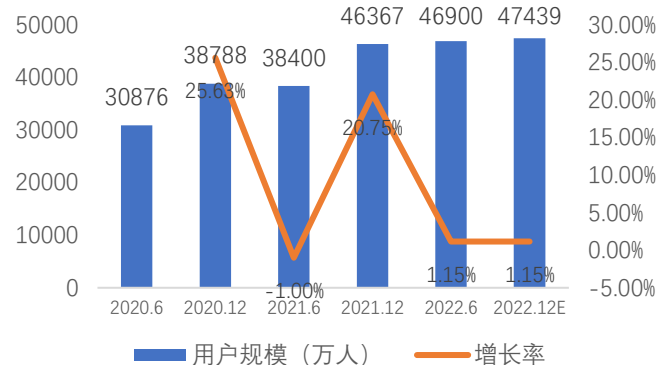
直播电商市场规模体量大，用户规模增速放缓，单用户年度 GMV 稳步增长。根据 CNNIC 披露的直播电商用户数据及艾瑞咨询披露的直播电商市场规模，我们对中国直播电商市场规模 2021 年的实际值和 2022 年的预测值进行测算，我们预计 2021 年中国直播电商市场规模实际将近 2 万亿，并预计 2022 年全年中国直播电商市场规模达到 2.84 万亿，同比增速 42%。直播电商用户规模增速放缓，根据 CNNIC 披露数据，截止 2022 年上半年，我国直播电商用户规模已达到 4.69 亿人，相比 2021 年底 4.64 亿人仅增长 1.15%；直播电商单用户年度 GMV 稳步增长，2020 年度单用户 GMV 为 3191 元，2021 年度单用户 GMV 推算为 4309 元，yoy 为 35%，我们预计 2022 年度用户 GMV 达到 5982 元，yoy 为 39%。

图 29：2019-2022E 直播电商市场规模



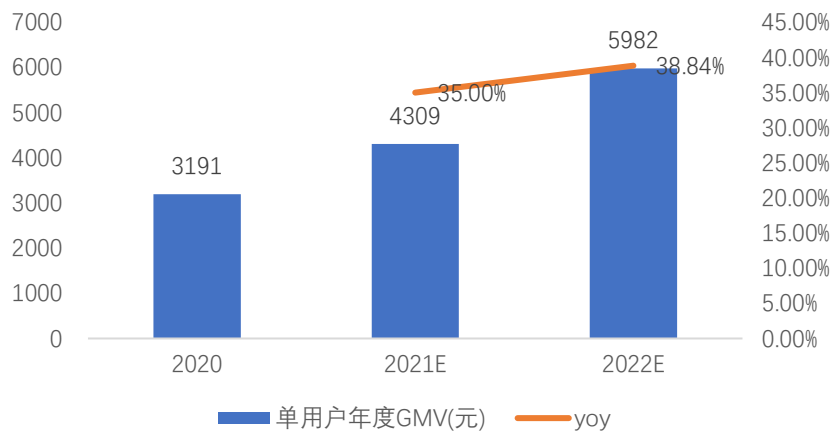
资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 30：直播电商用户规模



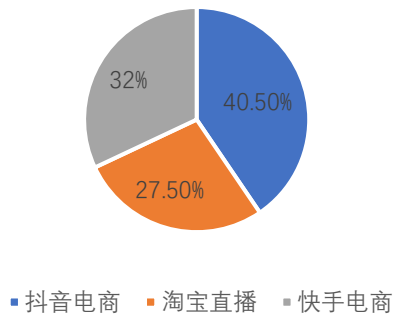
资料来源：CNNIC，信达证券研发中心

图 31：直播电商单用户年度 GMV

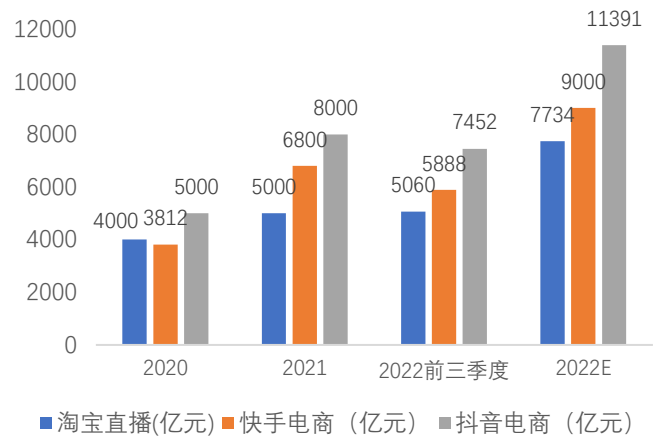


资料来源：艾瑞咨询，CNNIC，信达证券研发中心

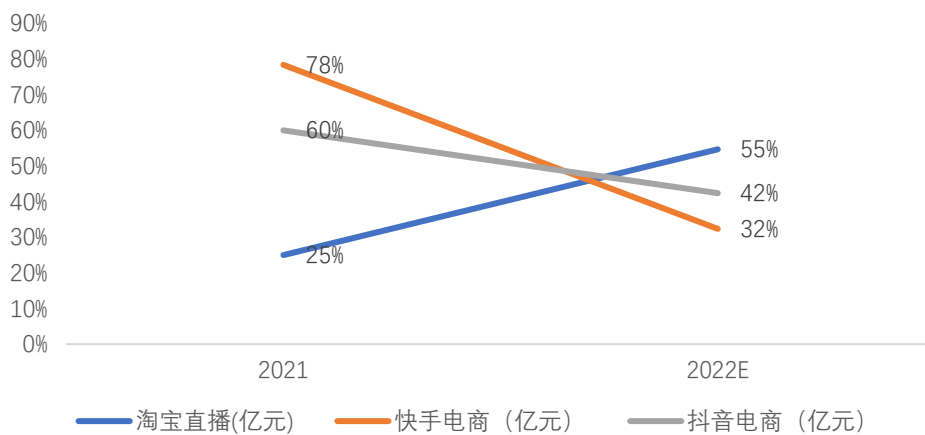
抖快淘三大渠道 2022 年前三季度 GMV 跃升。根据星图数据所披露信息，2022 年前三季度抖音电商、快手电商、淘宝直播三大渠道所占市场份额分别为 40.5%，32%，27.5%；根据快手财报所披露数据，我们认为 2022 年前三季度抖音电商、快手电商、淘宝直播 GMV 分别达到 7452.3 亿元，5888.2，5060.2 亿元。我们预计 2022 年全年抖音电商 GMV 超 11000 亿元，yoy 为 42%；快手电商 GMV 超 9000 亿元，yoy 为 32%；淘宝直播 GMV 超 7700 亿元，yoy 为 55%。

图 32: 2022 年 1-9 月直播电商市场份额


资料来源: 星图数据, 信达证券研发中心

图 33: 抖音电商/淘宝直播/快手电商历年 GMV


资料来源: 快手财报, 星图数据, 晚点 latepost, 信达证券研发中心

图 34: 抖音电商/淘宝直播/快手电商历年 GMV 增速


资料来源: 信达证券研发中心

抖快淘双十一战绩斐然。2022 年双十一全网直播电商 GMV 达到 1814 亿元, 同比增长 146.1%。抖音电商双十一期间 GMV 排全网第一, GMV 超亿元直播间超 20 个; 淘宝直播随着李佳琦回归, 罗永浩、遥望梦想站的进驻, 双十一期间 GMV 排全网第二, GMV 超亿元直播间 62 个; 快手电商双十一期间 GMV 排全网第三, GMV 超亿元直播间超 20 个。

表 6：抖快淘三大渠道 2022 年前三季度 GMV、双十一情况

	抖音“兴趣电商”	快手“信任电商”	淘宝直播“发现式电商”
未来定位	兴趣电商：采用基于兴趣的推荐算法进行个性化的内容分发，为用户推荐几可能感兴趣的商品，激发其购物需求并转化	信任电商：通过优质内容和商客互动打造极致信任关系，沉淀私域流量，促进双方交易	发现式电商：基于商品和电商基础设施端的发现式电商，向种草拔草一体的发现式电商演进
GMV 驱动逻辑	看重公域流量海量的市场需求，通过精准匹配用户兴趣的推荐提高公域流量的转化率，促进公域流量的价值变现	强调建立在信任关系上的私域流量池，私域流量具有更高的转化率、复购率和变现价值	/
主播与用户的关系	用户购买商品出于对主播产出内容的兴趣，用户与主播的互动性较弱，对作者信任度较低，用户粘性较低	用户与主播的互动更频繁深入，关注作者的认可度高，信任度高，用户粘性较高	内容生态薄弱，娱乐性较低，随着拥有丰富短视频运营经验的新负责人上任，短视频与直播联动将加强
2022 双十一战绩 (2022.10.31 - 2022.11.11)	总 GMV 第一； GMV 超亿元直播间：超 20 个； 单场 GMV 破百万直播间有 7667 个； 日均销量同比增长 156%； 抖音商城商品总曝光量达 786 亿； 货架场景下支付 GMV 破百万的单品达 531 个	总 GMV 第三； GMV 超亿元直播间：超 20 个； 电商短视频订单量同比增长超 515%； 买家数同比增长超 40%； 搜索订单量同比增长超 70%；	总 GMV 第二； GMV 超亿元直播间：62 个； GMV 超千万元直播间：632 个； 观看直播用户数：超 3 亿

资料来源：星图数据、淘宝数据、艾媒咨询、亿邦智库、新榜研究院、信达证券研发中心

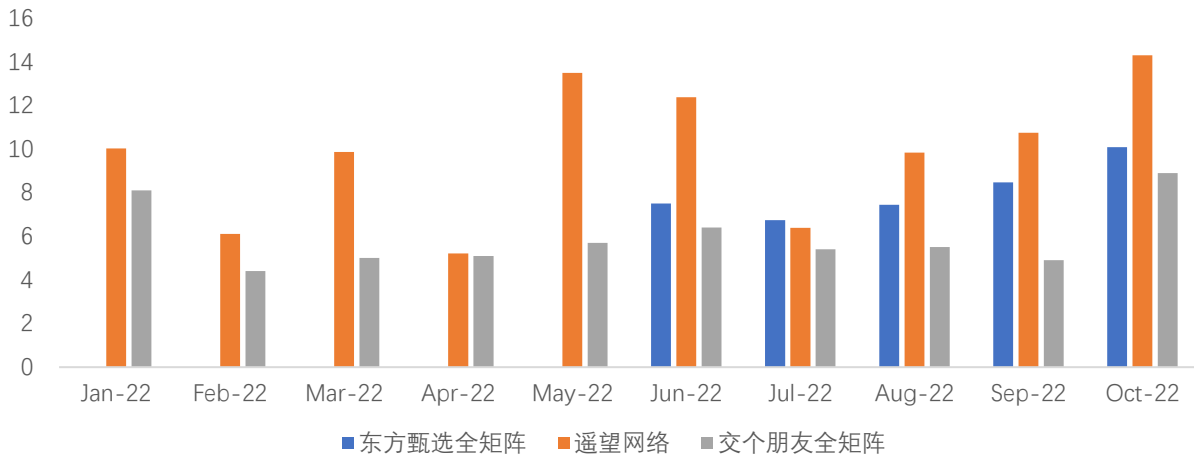
2.2.2 三大渠道提升流量激励，利好行业中游

抖快淘流量激励提升，中游 MCN 公司享受流量优惠。抖音电商增大对商家流量激励力度；快手电商翻倍助推流量补贴，22Q3 电商月活跃买家数突破 1 亿量级；淘宝直播在部分头部 kol 流失情况下，提供流量扶持政策。行业三大龙头直播间月度 GMV 差异化明显，**东方甄选、遥望科技 GMV 数据创新高。**

表 7：抖快淘三大渠道 2022 年卖家流量激励策略

	抖音电商	快手电商	淘宝直播
2022 年推出卖家流量激励	抖音电商启动“商家复产护航计划”，投入 25 亿流量补贴、超 2 亿元消费券补贴，面向受疫情影响的商家，在政策支持、平台活动、物流扶持、客服专线四个方面推出九项帮扶举措，保障消费者权益和体验，帮助商家恢复生产和经营热度，为百余城市商家复工复产“护航”	针对“招商团长”推出短视频流量激励政策及“短视频爆款池”活动： (1) 以商品关联短视频发布数 (T-2 日累计) 为考核指标时，加码门槛分为五档，分别为 ≥ 150 条、 ≥ 500 条、 ≥ 1500 条、 ≥ 4500 条、 $\geq 1.2w$ 条，对应奖励明细分别为入池商品数提升至 10 个、30 个、60 个、90 个、120 个；(2) 以当天单条短视频成交金额 (T0 成交) 为考核指标时，加码门槛分为三档，分别为 $\geq 5w$ 、 $\geq 10w$ 、 $\geq 20w$ ，对应奖励明细分别为单条视频给予流量奖励 10w(T+1)、20w(T+1)、40w(T+1)。	星火计划：流量激励助力商家、主播声量破圈。(1) 标杆创作者：主播视频阶梯任务为一周发布 ≥ 3 条原创视频并审核通过或一周内一条新发布视频 ≥ 10 万播放量，对应奖励直播流量券(PV)分别为 3000PV/周或 10000 PV/条(多条可叠加，每周封顶 3 条)；(2) 优质创作者：主播视频阶梯任务同上，对应奖励直播流量券(PV)分别为 1500PV/周或 5000 PV/条(多条可叠加，每周封顶 3 条)；(3) 标杆创作者：主播视频阶梯任务同上，对应奖励直播流量券(PV)分别为 100PV/周或 1000 PV/条(多条可叠加，每周封顶 3 条)；(4) 普通创作者：暂时无法参与星火计划，需提升至潜力创作者方可参加。

资料来源：抖音电商、电商报、新榜研究院、信达证券研发中心

图 35：东方甄选、遥望科技、交个朋友 2022 年 GMV 跟踪（亿元）


资料来源：蝉妈妈，飞瓜，灰豚，信达证券研发中心

注：时间截至 2022.11.28；其中 11 月份遥望科技 GMV 仅为双十一期间（2022.10.31-2022.11.11）成交额；东方甄选 2022 年 6 月开播

三大平台优势突出，东方甄选 GMV 到净利的转化率较高。东方甄选 2022 年开启了产地直播新模式，自营产品占比持续提高，建设逐步完善主播梯队；将进酒账号开播，进一步拓宽用户群和酒水品类；看世界等账号的视频质量向纪录片看齐。**遥望科技** 2022 年致力于成为链接明星网红与供应商的直播电商超级渠道，明星矩阵及 IP 账号加速布局，推出数字虚拟人与孪生主播技术，积极切入非标领域拓展增量，自创 SaaS 平台助推新业务发展。**交个朋友**，2022 年主要进行了去 3C 化，去个人标签，以及增加女性粉丝。

表 8：东方甄选、遥望科技、交个朋友 2022 年关键信息跟踪

	东方甄选	遥望科技	交个朋友
2022 年关键举措	开启产地直播新模式，自营产品占比持续提高，建设逐步完善主播梯队；将进酒账号开播，进一步拓宽用户群和酒水品类；看世界等账号的视频质量向纪录片看齐	致力于成为链接明星网红与供应商的直播电商超级渠道，明星矩阵及 IP 账号加速布局；推出数字虚拟人与孪生主播技术；积极切入非标领域拓展增量，自创 SaaS 平台助推新业务发展	去 3C 化，去个人标签，增加女性粉丝
优势	前期积累了较多的嘉宾，室内访谈的排期节奏或加快。整体看，竖屏综艺的形式和主播的发挥越来越稳定；全账号矩阵回头客稳步提高，截止 11 月 27 日合计回头客 759 万，仍在提高	拥有丰富优质客户资源；供应链体系完善、运营能力成熟；跻身平台直播带货 MCN 机构前列	核心定位渠道品牌，建立高效短路线的消费者链条，作为一个粉丝信赖的渠道
未来战略规划	自营品营销成本更低，或有更大空间让利供应链，通过投资等方式布局上游供应链	遥望云数字化中台升级为 3.0 版本，成为真正的 SaaS，不受场地和时间限制完成直播；发力数字技术、数字资产，更好实现虚拟空间多样性与灵活度	短期创新直播形式（连线、知识竞猜、互动），多平台铺设（快手和视频号），推出面向三线以下城市的账号和主播；长期优化供应链、丰富货品池、考虑出海（东南亚、映容、赤子城）

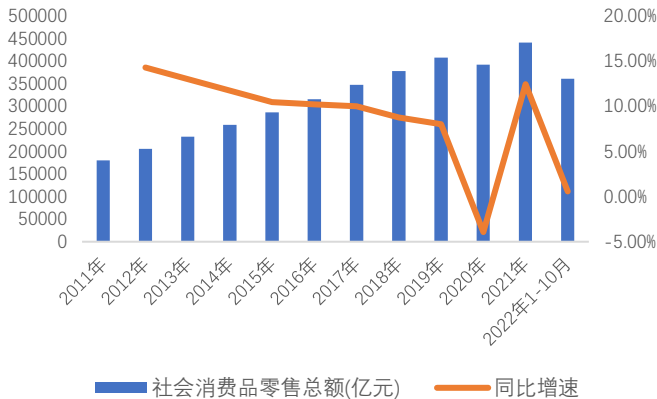
资料来源：信达证券研发中心

2.2.3 货架电商成为新兴增量

2022 年 1-10 月份，全国社会零售总额已达 36 万亿元，相较于上年增长 0.56%。同时 2022 年的线下实体商品零售业的线上化趋势仍继续保持上升。受疫情影响，商家线上销售布局加快。2022 年 1-10 月实物商品零售对社零的渗透率达到 26.2%，较上年 1-10 月的渗透率提高了 2.5 个百分点。从全国实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重的变化趋势来看，线下消费会受到疫情的影响，疫情推动了商家的线上迁移，在疫情蔓延和加剧

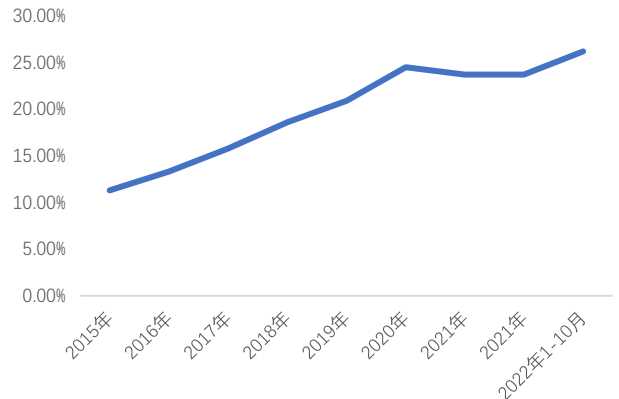
的时段，线上化率都有所提高。

图 36：社会消费品零售总额与同比增速



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 37：全国实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

短视频和直播业务快速发展，2022 年进入到货架渠道。抖音、快手在 2018-2020 年相继推出了二级流量入口，并设立了电商板块，直播电商在流量红利的推动下快速发展；2022 年，行业增速放慢，各大平台纷纷向货架电商转型。

抖音：2021 年开始试用货架电商模式，并尝试推出独立 APP。2022 年，抖音也开始大力发展货架电商。十一月发布的“抖音双 11 好物节”数据表明，货架电商带动了日销售额 156% 的同比增长，商品曝光量也大幅提高。目前，“抖音商城”已成为抖音 APP 的第一大流量入口，“抖音商城”或将是抖音电商发展的主要推动力。抖音商城的主要产品是食物和个护家清品，消费者的购买决策链很短，而且很容易形成高频率的重复购买。这种商品的客单价很低，也比较统一，抖音商城想要的是让用户在抖音形成高频购买习惯。一方面开通了网站和流量入口，将用户引入商城；另一方面，还通过补贴鼓励消费者在商城中采购，养成消费者的消费习惯。

快手：目前正在货架电商的试验阶段，还没有完全成熟的品牌端供应链。如果将来供应链发展到一定程度，或将在货架电商模式上增加投资。快手的主要业务仍然是直播电商，还在建立品牌供应链，随着电商的渗透率已经比较饱和，品牌供应链更加成熟，也会自然向货架电商拓展。

电商业态模式的转型有效保护了广告收入的稳定性。在 2022 年这样外部环境严峻的情况下，外循环广告将会出现一定程度的下降。而抖音和快手通过完善电商交易生态体系推动了电商广告投放的增长，也就是助推了内循环广告的增长，有效抵抗了经济大环境对自身广告收入的不利影响。货架电商有望成为各大平台未来发展的一大方向。

图 38：抖音货架电商带动销量增长

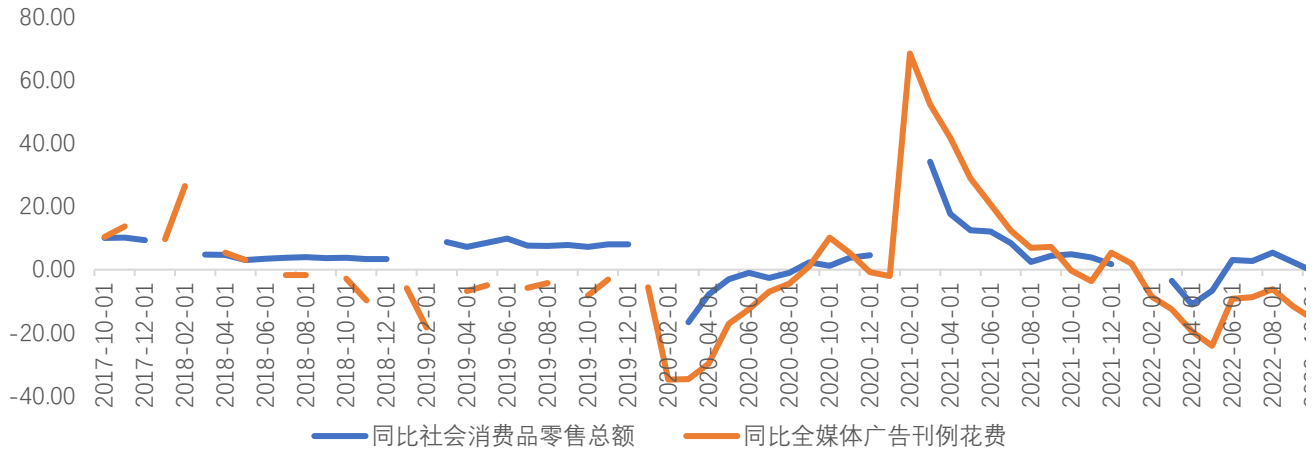

资料来源：“抖音双十一好物节”数据报告，新京报贝壳财经，信达证券研发中心

2022 年抖快淘 GMV 继续高增，东方甄选、遥望科技等 MCN 公司战绩斐然。2022 年上半年直播电商大盘用户规模增速放缓，单用户年度 GMV 稳步增长，抖快淘分别占据行业前三把交椅，我们预计年度 GMV 同比增长实现跃升；2022 年抖快淘三大渠道都提升了对卖家的流量激励力度，行业中游 MCN 公司乘势而上，双十一期间大盘同比大涨。**我们认为直播电商赛道仍有持续扩张的空间，头部渠道抖快淘持续流量支持及对传统电商的长期替代效应，建议关注：**1、开启产地直播新模式、自营产品占比持续提高、逐步完善主播梯队、持续产出优质内容、契合兴趣电商的发展趋势，流量具备持续性，直播间观众消费能力强的【**新东方在线**】；2、流量增长稳定，电商业务表现稳健，直播业务表现良好，有望以广告、直播和电商为主要货币化手段将流量价值进一步发掘，释放出更多的收入空间和盈利能力的【**快手-W**】；3、剥离鞋履业务，专注移动互联网营销，明星矩阵及 IP 账号加速布局，直播业绩表现亮眼的【**遥望科技**】；4、交个朋友直播间核心定位渠道品牌，建立高效短路线的消费者链条，【**世纪睿科**】直播业务逐渐靠直播形式创新、多平台铺设账号和主播、丰富货品池、优化供应链驱动增长。

2.3 广告：经济景气度后周期共振，低基数恢复在望

2.3.1 2022 年受疫情影响，广告行业整体承压

2022 年行业景气度延续 2021 年下半年趋势，供需两端承压，主要面对需求端疲软，行业监管趋严，特定行业广告主预算缩减等扰动。宏观消费方面疲软传导至广告主端，导致其投放能力下降，2022 年全国各地疫情影响下广告产业链降温，根据 CTR 数据，2022 年上半年广告市场花费同比减少 11.8%。

图 39：2017-2022 年社会消费品零售总额与全媒体广告刊例花费同比增速对比（%）


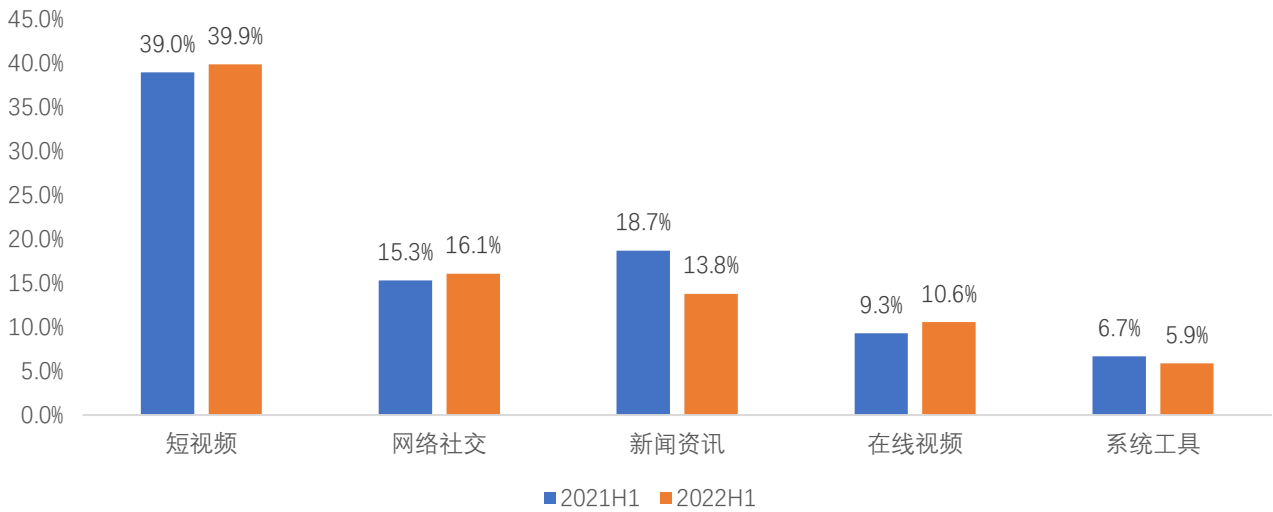
资料来源：国家统计局，CTR，信达证券研发中心

表 9：1Q21~3Q22 部分公司广告收入同比增速（%）

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
线上广告媒体							
电商/O2O 广告							
阿里巴巴	39.20%	12.90%	2.60%	-1.30%	0.30%	-10.10%	-6.50%
拼多多	156.90%	63.60%	43.70%	18.50%	28.70%	39.20%	58.40%
京东	48.20%	35.10%	35.10%	27.20%	25.20%	9.30%	13.00%
美团	97.80%	66.90%	41.70%	35.00%	23.90%	1.40%	8.00%
社交媒体类广告							
腾讯	23.20%	23.10%	5.40%	-12.70%	-17.60%	-18.40%	-4.70%
社交及其他	26.80%	27.80%	7.00%	-10.20%	-15.10%	-17.40%	-0.50%
媒体	7.00%	0.30%	-4.00%	-25.00%	-30.30%	-24.20%	-25.70%
百度	28.30%	18.00%	6.00%	1.10%	-3.70%	-10.00%	-4.10%
快手	161.50%	156.20%	76.50%	55.50%	32.60%	10.50%	6.20%
小米	44.40%	45.20%	45.50%	32.40%	15.40%	0.60%	-2.10%
微博	31.30%	34.80%	22.90%	18.90%	5.90%	-20.40%	-19.70%
爱奇艺	24.70%	15.10%	9.80%	-10.50%	-30.20%	-34.60%	24.90%
芒果超媒	-	74.70%	-	-13%	-	-31.20%	-
哔哩哔哩	233.60%	201.00%	110.20%	119.80%	45.60%	10.40%	15.60%
线下广告媒体							
分众传媒	85.40%	39.70%	17.10%	-12.60%	-18.20%	-48.80%	-34.10%
兆讯传媒	15.10%	33.70%	27.00%	30.90%	35.00%	-19.50%	-9.80%
营销服务商							
蓝色光标	-	-3.50%	-	-44.90%	-	-6.10%	-
天下秀	58.70%	65.70%	21.70%	50.80%	36.20%	-28.50%	-7.50%
遥望科技	-	52.10%	-	52.70%	-	108.60%	-

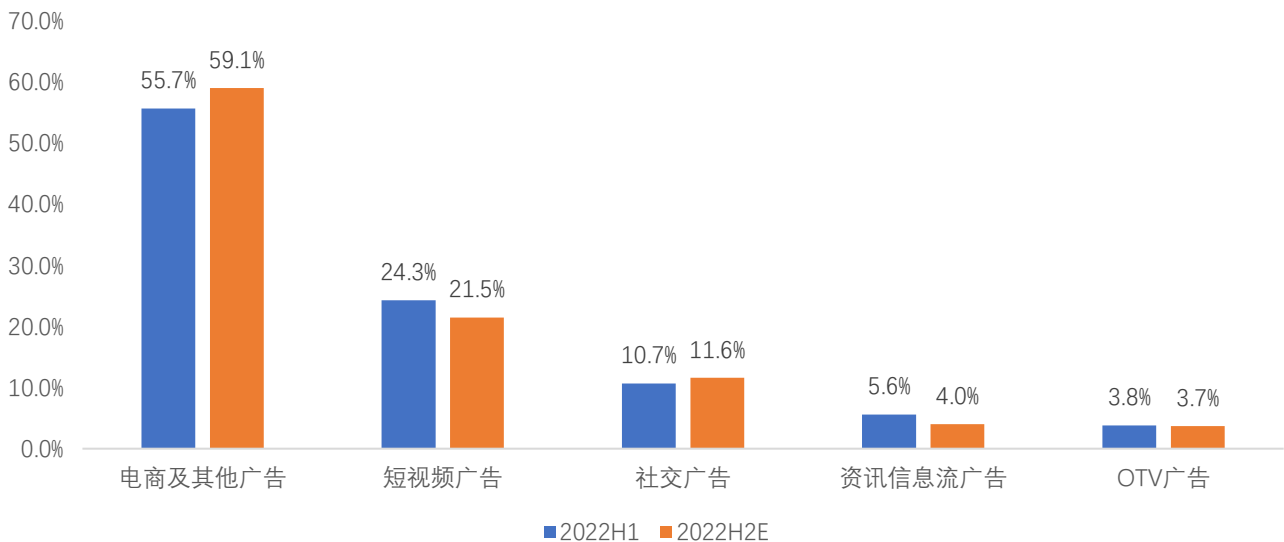
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

我们预计，宏观经济稳增长政策发力叠加近期防疫政策调整，加之行业对监管政策的消化，广告行业短期内或与后疫情经济周期共振，进入低基数修复行情。

图 40: 2021&2022H1 TOP5 媒介行业的互联网广告收入占比趋势


资料来源: QuestMobile, 信达证券研发中心

得益于互联网广告的迅猛发展,2021年全国广告业事业单位和规模以上企业的广告业务收入首次突破1万亿元,达到11799.26亿元。2021年以互联网广告为代表的新媒体广告营收占比达到64.99%,传统广播电视行业营收占比下降至25.54%。另外,伴随下半年双11、双12等电商大促节点,电商类广告进一步释放广告主的营销需求,进一步提升其在互联网广告收入中的占比。

图 41: 2021&2022H1 TOP5 媒介行业的互联网广告收入占比变化


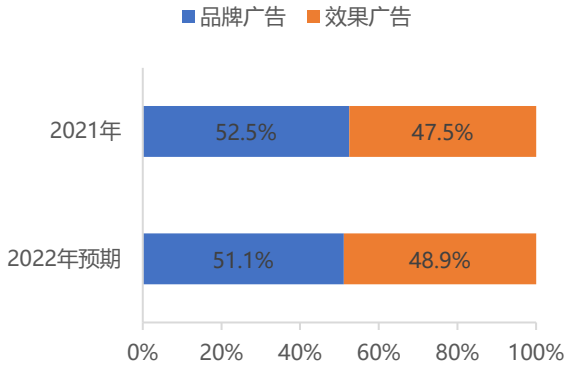
资料来源: QuestMobile, 信达证券研发中心

碎片化的娱乐需求和社交需求的增长促进了短视频的繁荣,短视频在用户的视频消费时间的占比不断升高。根据Questmobile,泛资讯类广告市场份额逐步被短视频类广告稀释,短视频成为广告主越来越青睐的渠道,2021年短视频广告规模以31.5%的增速超过电商类广告的22%增长幅度。

随着各类新兴媒体的兴起,媒体平台和广告载体的形式更加丰富多样,媒体结构正在逐步发生变化,这也使得媒

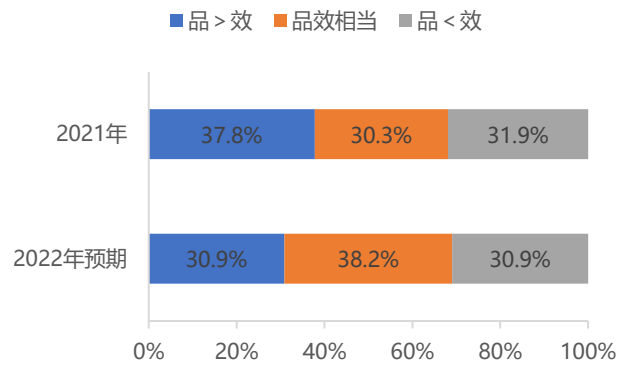
体行业的市场竞争日趋激烈。互联网市场中用户规模边际增长逐步减缓，对存量流量的争夺变得愈发重要。在这样的趋势之下，广告主积极响应数字媒体发展趋势，将传统的广告营销模式转向多元创新的高效营销。

图 42: 品牌广告和效果广告的费用分配情况 1



资料来源: CTR, 信达证券研发中心

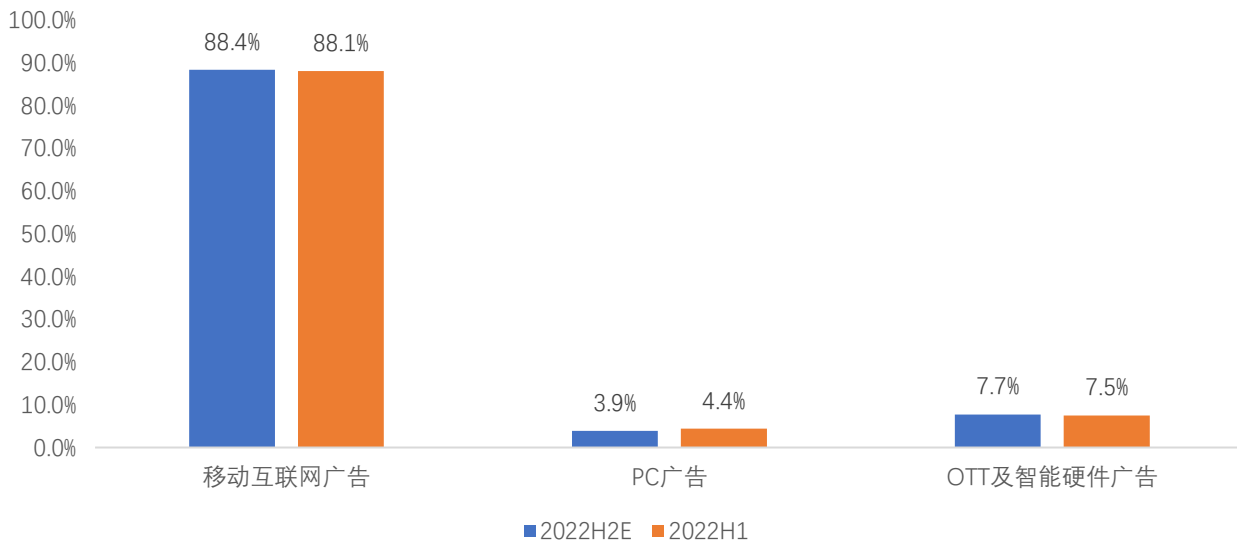
图 43: 品牌广告和效果广告的费用分配情况 2



资料来源: CTR, 信达证券研发中心

根据 CTR 针对中国广告主 2022 年所做的调查结果显示，未来广告主的总体费用分配趋向于品效相当，更多品牌将开始着眼品牌的长期建设，“品效合一”是广告主的核心需求。广告预算有限的情况下，广告行业下行周期中更加强调效果优先，即从广告投放到效果回报的转化路径趋于缩短。

图 44: 2022 年中国互联网广告市场规模分渠道占比



资料来源: QuestMobile, 信达证券研发中心

2.3.2 23H1 有望迎来复苏拐点，低基数修复在望

2023 年上半年预计广告大盘有望受到经济大盘带动而迎来拐点，伴随着低基数效应，广告收入增速或有所回升。长期来看，行业依旧有较大的增长空间，长期也有望跑赢宏观经济增速。

对于 2023 年广告行业，我们作出如下判断：首先，伴随着疫情政策优化趋稳，预计宏观经济有望于近期开始回

暖，广告大盘将与宏观经济保持较为一致的走势，但同期的宏观经济恢复传导仍有一定滞后。23H1 有望迎来复苏拐点，广告主届时将逐步释放预算。第二，对于广告行业的监管，《个人信息保护法》和《互联网广告管理办法（公开征求意见稿）》带来的行业影响逐步消化，因此我们认为精准营销、个性化推送的准确性虽或有一定程度的下降，但总体影响有限，且广告主预算预计将进一步向头部平台聚集。

第三，部分行业广告主受到监管影响，短期内预算虽出现下滑，但中长期来看广告仍是其重要的营销手段，预算上升空间大。客户的广告投放修复或者扩大投放与宏观经济预期高度相关，利润修复也需要一定时间。随着如游戏恢复规律的版号发放等监管放松，我们认为更多行业广告主的广告投放能力会逐步增强。

广告细分行业方面，考虑到疫情政策不断优化，叠加互联网广告市场竞争逐渐加剧，我们看好线下户外广告复苏，包括电梯媒体等。根据 CTR 数据显示，2019-2021 年疫情反复的环境下，只有电梯 LCD、电梯海报两类渠道始终保持同比正向增长，体现出“梯媒”的强劲韧性；21 年影院视频广告刊例花费同比增长高达 253.2%，主要系 20 年疫情期间影院全部停业，21 年疫情转好后重新营业；线上渠道电视、互联网站及其他传统媒体的广告刊例花费整体都是衰退趋势。

图 45：2019-2021 年各渠道广告刊例花费变化



资料来源：CTR，信达证券研发中心

下表对比了常见的互联网公司和户外广告公司的 CPM (Cost per Mille)，可以看到户外媒体的成本整体低于互联网线上广告。

表 10：常见的互联网公司和户外广告公司的 CPM 对比

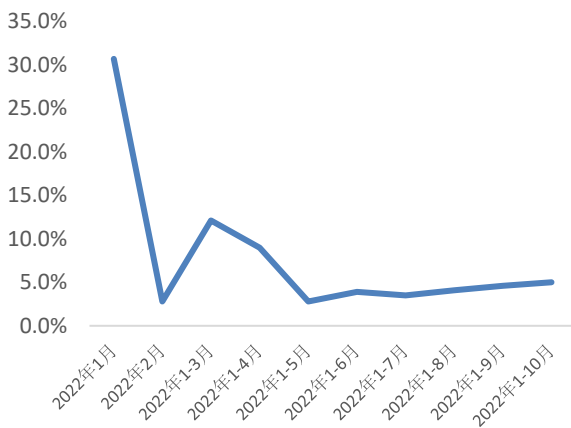
公司/平台	广告类型	CPM (元)
快手 APP	开屏	220~240
	信息流	150~200
抖音	开屏	200~240
爱奇艺	15 秒贴片	180
芒果 TV	15 秒贴片广告	130
兆讯传媒	车站大屏/灯箱展示位	98
分众传媒	电梯	20-40
	海报	40-70
	影院	160-300

资料来源：腾众网，央视市场研究 (CTR)，信达证券研发中心 (爱奇艺、芒果 TV 数据均针对北京/上海区域)

分众传媒和兆讯传媒分别作为国内梯媒与高铁媒体龙头有望首先受益。分众传媒 2021 年来自于传统行业客户的收入增长明显。2005 年 3 月，CTR 对国内楼宇电视市场运营商份额作了一次全面的调查，结果显示：以楼宇覆盖量计算，分众占据 70%；以液晶电视数量比较，分众占据 77%；分众在被调查的 13 个城市均保持强势地位。

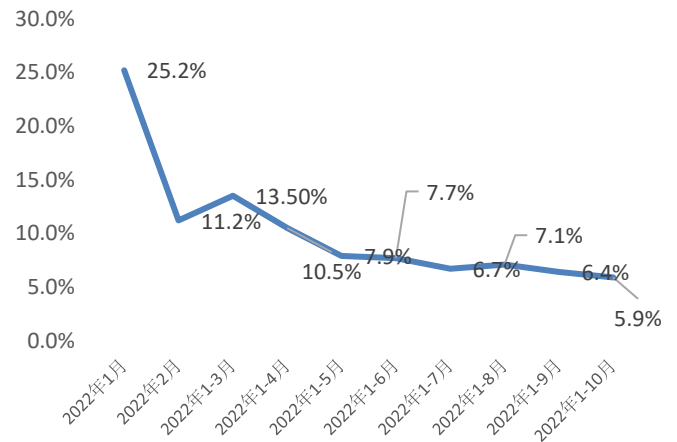
根据 CTR 媒介智讯的数据显示，2022 年 1-10 月传统户外广告同比减少 29.6%；电梯 LCD 和电梯海报同比分别上涨 5.0%和 5.9%，增速较年初明显回撤。

图 46: 2022 年 1~10 月电梯 LCD 广告花费同比



资料来源: CTR, 信达证券研发中心

图 47: 2022 年 1~10 月电梯海报广告花费同比



资料来源: CTR, 信达证券研发中心

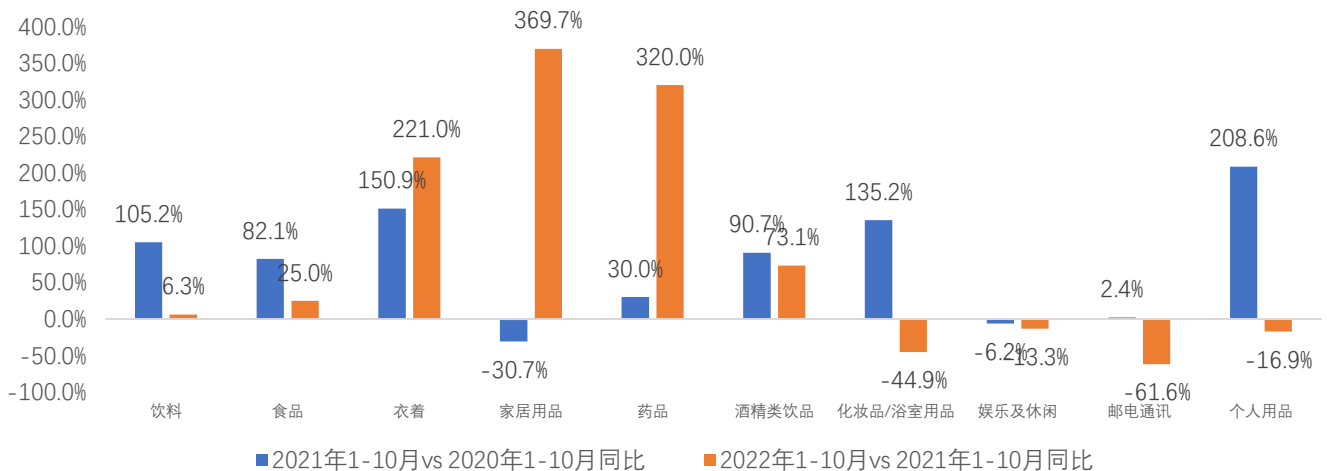
随着国内宏观经济的整体回暖，新消费品赛道高速增长，分众作为针对核心消费人群的重要品牌投放入口，对消费品广告主价值稳固，在信息模式持续粉尘化的传播环境下，其线下流量核心入口的媒体价值与品牌引爆功能已被更多客户所肯定。分众传媒作为广告行业龙头，且 2021 年消费品客户收入占比达 39.12%，有望受益于消费回暖带来的广告预算复苏。后疫情时代随着出行需求增加广告主投放热情预期回暖，也有利于兆讯传媒高铁数媒业务增长。

考虑新冠肺炎疫情对广告行业部分领域的影响还未完全消退，广告收入增长预计将会逐步复苏。根据 CTR 数据显示，2021 年电梯 LCD 及电梯海报刊例花费的 TOP20 品牌榜单中消费品类客户占比都很高。2022 年 9 月广告市场花费环比正增长 3.3%，已开始逐步回暖，另 2022 年 1~9 月户外广告花费头部行业中，食品、饮料、药品、酒精类饮品和衣着行业在多个广告渠道呈现明显增长，食品行业在电梯 LCD 和电梯海报的花费同比分别上涨 27.4%和 61.8%，酒精类饮品行业在各户外广告渠道均有不同程度的增投，在电梯 LCD 和影院视频表现较抢眼，广告花费分别上涨 105.5%和 38.8%。

表 11: 2021 年电梯 LCD 及电梯海报刊例花费 TOP20 品牌

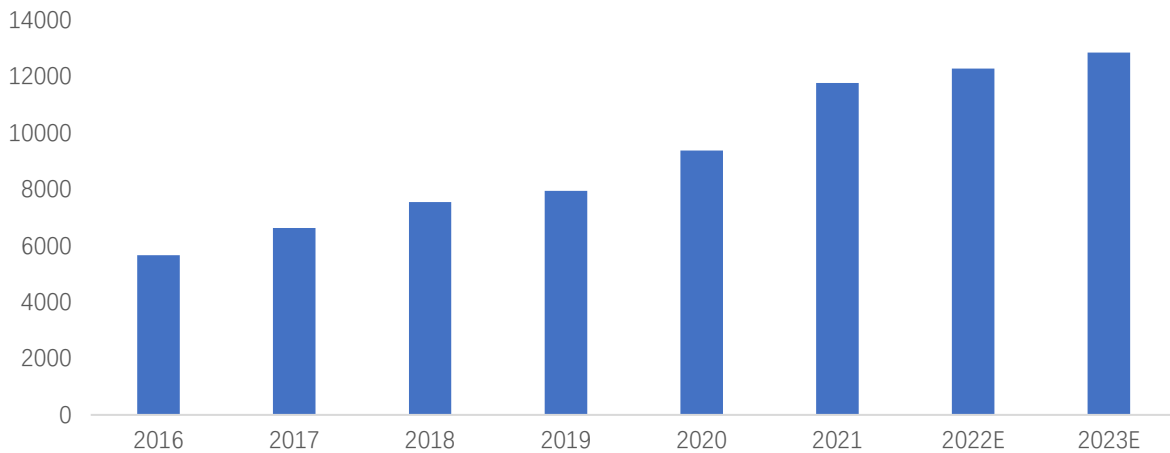
2021 年电梯 LCD 刊例花费 TOP20 品牌				2021 年电梯海报刊例花费 TOP20 品牌			
1	蒙牛	11	IBABY	1	君乐宝	11	乌江
2	妙可蓝多	12	天猫	2	苏宁	12	泸州
3	简爱	13	伊利	3	蒙牛	13	美团
4	唱吧	14	农夫山泉	4	贝拉米	14	红星
5	瓜子二手车直卖	15	SKG	5	波司登	15	九牧王
6	妙飞	16	ULIKE	6	天猫	16	伊利
7	剑南春	17	膜法世家	7	饿了么	17	京东商城
8	元气森林	18	京东商城	8	中国移动通信	18	还呗
9	君乐宝	19	认养一头牛	9	国美	19	大麦
10	林清轩	20	黑白调	10	飞鹤	20	海普诺凯 1897

资料来源: CTR, 信达证券研发中心 (加粗的均为消费品类广告主)

图 48: 2022 年 1-9 月电梯 LCD 广告花费分行业变化情况


资料来源: CTR, 信达证券研发中心

我们利用 2022-2023 年中国 GDP 预计增速做出广告行业预测, 其中根据世界银行与 IFF 预测, 2022 年与 2023 年预计 GDP 增速分别为 4.3%/4.6%。

图 49：2016-2023E 中国广告市场规模（单位：亿元）


资料来源：前瞻研究院，世界银行，IFF，信达证券研发中心

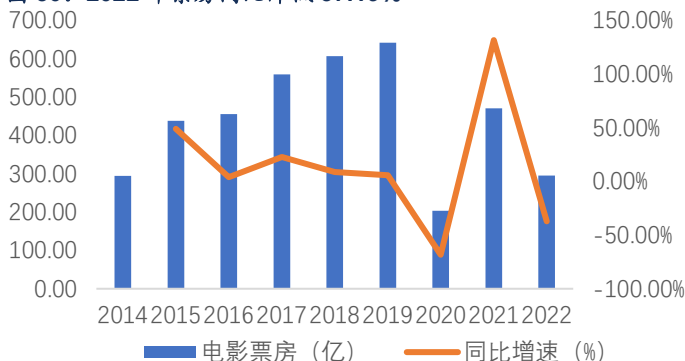
2.4 电影：电影行业有望回暖，疫后复苏提振行业信心

2.4.1 “新十条”后防疫优化，电影行业有望复苏

21 年电影市场已相较 20 年有明显的回温，21 年年票房（包含服务费）达 470.33 亿，同比增长 131.54%；截至 22 年 12 月 27 日，年票房（包含服务费）295.42 亿，整体呈下降趋势，主要系因为内容供给不足、疫情反复等。22 年 12 月 7 日，我国国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》（简称“新十条”），电影行业的复苏有望随着防控优化受益。22 年 12 月 14 日，中共中央、国务院印发了《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》致力于全面促进消费，对电影行业的复苏有着强力拉动作用。

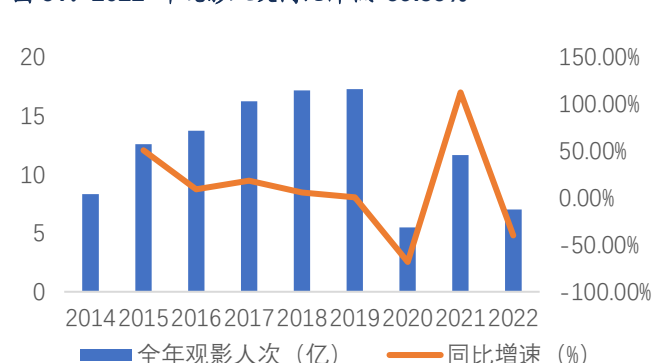
回顾疫情背景下的电影行业数据，根据灯塔专业版，2022 年票房 299.36 亿元其中包含服务费用，同比降低 36.36%；观影人次 7.12 亿次，同比下降 38.99%；平均票价创历年新高，高达 42.1 元。可以看出在疫情和内容审核机制的双重影响下，票房大盘同比下滑。

分城市的不同等级来看，2022 年三、四线城市票房合计占比为 41.4%，呈增长趋势；一、二线城市票房占比同比下降。由此判断 2022 年的新冠疫情反复对高线城市的影响更为深刻，造成高线城市总体票房下降，而低线城市受疫情的影响较小，总体票房占比上涨，造成不同城市等级之间的票房变动趋势。

图 50：2022 年票房同比降低 37.19%


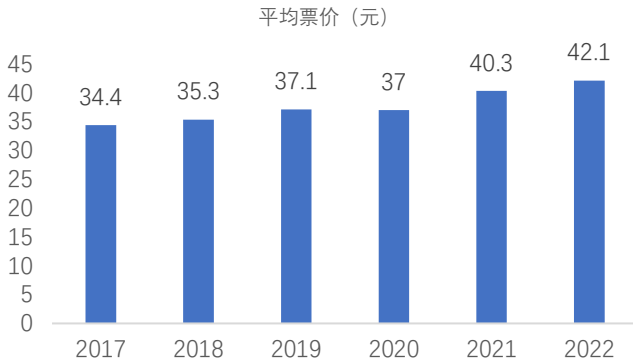
资料来源：灯塔专业版，信达证券研发中心

注：票房含服务费，2022 年票房截止至 12 月 27 日。

图 51：2022 年观影人次同比降低 39.85%


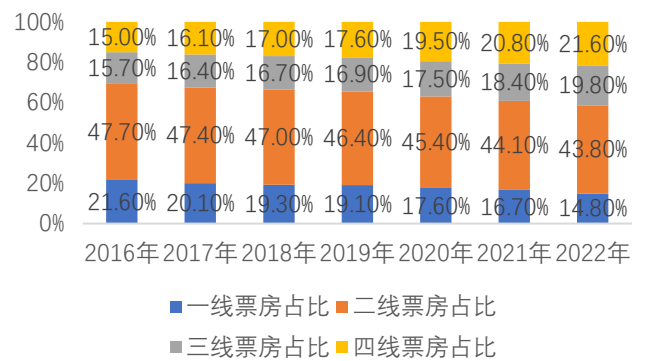
资料来源：灯塔专业版，信达证券研发中心

注：票房含服务费，2022 年观影人次截止至 12 月 27 日。

图 52：2022 年平均票价 42.1 元创历年新高


资料来源：灯塔专业版，信达证券研发中心

注：票房含服务费。

图 53：2016 年-2022 年票房分城市分布（2022 年截止至 12 月 27 日）


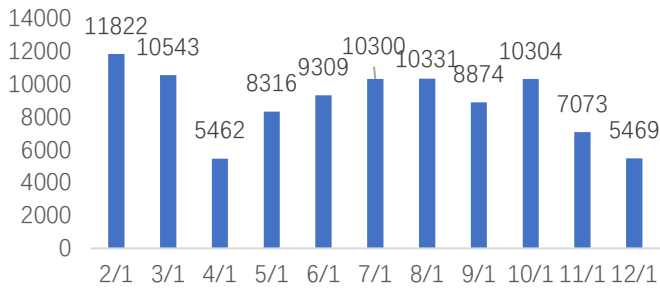
资料来源：灯塔专业版，信达证券研发中心

注：票房含服务费。

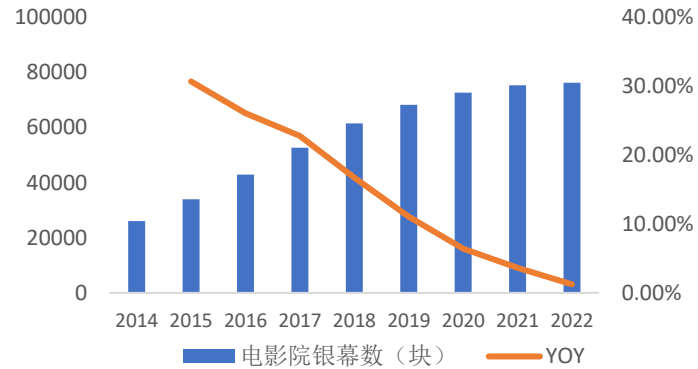
2.4.2 影院经营秩序将逐步恢复，营业率可期

根据灯塔专业版数据，“新十条”后的 12 月 9 日，全国营业影院总数 8440 家，较前日新增 1044 家，全国影院营业率为 67.9%。其中，浙江当日营业影院 680 家，营业率为 82.7%；广东当日营业影院为 1084 家，营业率为 80.2%；江苏当日营业影院 907 家，营业率为 82.7%；上海当日营业影院为 285 家，营业率为 81.0%；像四川、贵州、广西、安徽、海南省的影院营业率也都在 80% 上下，对比“新十条”下放前 11 月的电影市场全国影院营业率已跌至 50% 以下，正常开门的影院不足 6000 家，逼近 4 月中旬的年度最低水平，特别是 11 月 28 日，全国影院营业率仅为 36.8%，2022 年全国营业影院首次低于 5000 家。可见在政策推动下，影院营业率回升，且恰遇到年末岁尾多部热门影片的定档，包括 12 月 1 日上映的《航海王：红发歌姬》、12 月 16 日上映的《阿凡达 2：水之道》、12 月 24 日上映的《想见你》等，影院未来一段时间可能将会迎来一波恢复高峰。

回顾“新十条”前，疫情对线下影院经营的冲击较大，受疫情影响电影院营业率萎靡不振。观察 2022 年的影院营业趋势可以发现，早在 2 月份全国累计影院营业数保持在 10000 家以上，4 月份受疫情影响，全国累计影院营业数跌至 5000 家左右，进入 6 月份全国累计影院营业数有所上升，然而 11 月又开始下跌。回顾全国影院、银幕数量，2022 年截至 12 月 27 日全国影院、银幕数量水平尚未恢复，仍不及 2021 年末的水平，全年全国影院保持着一定的关闭数量；根据城市的不同等级来看，一二线城市的影院、银幕数量减少较多。防疫新政策下放之后，各地区虽然做法上存在差异，比如有些地区进出影院仍需要扫描场所码，有些地区影院仍需提供核酸阴性证明，但影院营业逐步恢复正常秩序是总体趋势，这也需要一个平流缓进的过程。

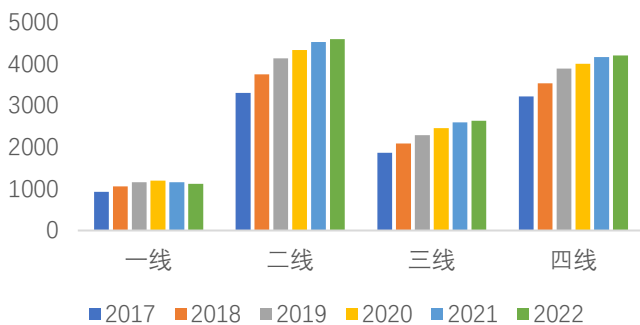
图 54：全国影院数量（家）：2022 年每月初影院营业数


资料来源：灯塔专业版，信达证券研发中心

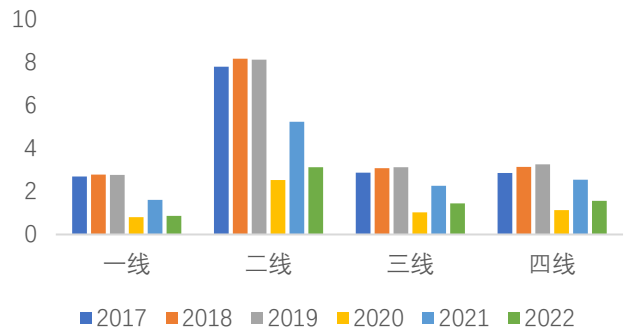
图 55：全国银幕数量（块）：亦未恢复至 2021 年末水平


资料来源：灯塔专业版，信达证券研发中心

注：2020 年受疫情影响，1 月 24 日至 7 月 19 日全国影院停业，自 7 月 20 日起全国影院阶段性复业

图 56：分线城市影院数量（个）：新建影院数量放缓


资料来源：灯塔专业版，信达证券研发中心

图 57：分线城市观影人次（亿）：观影人次总体下降


资料来源：灯塔专业版，信达证券研发中心

2.4.3 观影人次恢复至峰值仍有较大空间

根据灯塔专业版，我国 2019 年全国电影观影人次为 17.28 亿人次，与全国电影观影人数最高点 2018 年 17.18 亿人次基本持平。2020 年，受疫情影响中国观影人次出现断崖式下跌，仅为 5.49 亿人次，较 2019 年下降近 68.23%。2021 年电影行业触底反弹，中国电影观影人次达到 11.67 亿人次，同比上涨 112.2%，我们认为 23 年电影观影人次有望逐步恢复到 21 年水平，长期电影观影人次有望恢复到 18-19 年全国峰值。

中国市场对电影潜在的需求旺盛，具有形成消费热潮的可能性。受新冠疫情影响，近年观影需求受一定程度的抑制。首先是影院受疫情的影响而采取相关防控措施，经历暂时性停工、上座率限制、场次缩减等举措；其次电影院属于人员密集的场所，不少观众为降低受疫情感染的可能性而减少影院观影的需求。根据近期《阿凡达 2》的预售数据，我们判断消费者对于电影的消费仍存在一定的需求，认为在未来优质电影内容和丰富的电影储备的情况下，很可能拉动中国电影行业的消费热潮。

2.4.4 内容严审核是电影业承压的主要原因之一

受严审核的影响影片供给不足。回顾疫情三年期间的电影行业，2021 年国产电影总产量 740 部，同比 2020 年增长 13.8%。2021 年新上映电影数量 554 部，较 2020 年增长 81.6%，已基本恢复至疫情前的供给水平。优质的影片供给带动票房成长，2021 年在稳定的优秀影片供给下保证了票房水平。延至 2022 年春节档《长津湖之水门桥》、《这个杀手不太冷静》《奇迹·笨小孩》等热门影片的推动有着不错的票房水平，其中《长津湖之水门桥》

创造历史第二高票房，但 2022 年随后影片的供给并没有跟上 2021 的节奏，因此 2022 年截至 11 月的票房总体水平对比 2021 年同比下降。我们从上映数量和票房表现的维度分析，认为受片方市场判断和电影局审批等因素的影响，造成了电影的供给持续缺席，特别是进口影片的供给。可见票房水平受疫情和影片供给量的影响而波动，而严格的电影审核机制下使影片的供给量较为短缺，直接影响到票房水平。

根据灯塔专业版数据，2020 年总影片数 365 部，国产影片 301 部，进口影片 62 部。2021 年总影片数 677 部，国产影片 577 部，进口影片 73 部。2022 年总影片数 392 部，国产影片数量 332 部，进口片 60 部。其中 2020 年和 2022 年内容供给不足，内容端新上映影片相对不足，2020 年为近年来影片供给量的最低峰。

2.4.5 海内外大片储备丰富，内容端供应提质增量

海内外大片储备丰富，我们看好防控优化及供给释放后电影大盘的持续修复。从短期内容储备看，细分品类国产影片储备丰富，好莱坞有望引进影片相对丰沛，影片数量有望回升。国产影片方面，2022 年年底至 2023 年影片储备丰富，除《阿凡达 2：水之道》外，《无名》、《满江红》、《维和防暴队》、《超能一家人》、《流浪地球 2》、《平原上的火焰》、《深海》等不同类型的重点影片。国外影片方面，2023 年北美定档影片已相对丰富，包括《惊奇队长 2》、《海王 2》、《小美人鱼》、《变形金刚 6：超能勇士崛起》《碟中谍 7》、《奥本海默》、《沙丘 2》等，这些热门电影储备对票房水平的回升有着一定的推动。

2.4.6 23 年电影行业数据预测

全国票房有望恢复，看好中长期电影市场回暖。2022 年年票房为 299.36 亿（包含服务费），受疫情下影院营业率及影片数量下降等因素影响，较 2021 年全年票房同比下降 36%。疫情防控优化后，预测 2023 年观影人次恢复至 2021 年水平即 11.67 亿，2023 年全年票房有望恢复至 501 亿，同比增长 67%。2024 年恢复至 2018 年观影人次即 16.24 亿（因为 2019 年有复仇者联盟大结局，可能导致虚高，且受疫情反复的影响 2018、2019 年的数值对于未来 2024 年的预测相对过高，因此对标 2017 年），全年票房 704 亿，同比增长 41%，整体来说我们看好中长期电影市场回暖。

影院数量 2022 年 12547 家，假设 2022 年影院数量较 2021 年同比增长 5%，同时受疫情影响有 15% 的关停，预测 2022 年影院数较 2021 年同比下降 10%。假设 2023、2024 年分别新增 500 家，增幅大致为前几年的 50%。银幕数量 2022 年 76331 块，受到影院小面积关停的影响预测 2022 年银幕数量较 2021 年同比下降 10%，为 68125 块；假设 2023、2024 年均新增 2000 块。整体电影行业有望回暖，复苏迎来动力。

表 12: 2018-2024 年全国总票房的预测

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
票房(亿元, 含服务费)	558.52	606.98	641.48	203.11	470.33	299.36	500.99	704.15
YoY		9%	6%	-68%	132%	-36%	67%	41%
票房(亿元, 不含服务费)	524.00	565.84	594.52	186.11	428.63	272.77	455.90	640.78
YoY		8%	5%	-69%	130%	-36%	67%	41%
不含服务费票房 / 含服务费票房	94%	93%	93%	92%	91%	91%	91%	91%
观影人次(亿人次)	16.24	17.18	17.28	5.49	11.67	7.35	11.67	16.24
YoY		6%	1%	-68%	113%	-37%	59%	39%
影院数(家)	9319	10416	11470	11977	12442	11198	11698	12198
YoY		12%	10%	4%	4%	-10%	4%	4%
银幕数(块)	52694	61517	68324	72710	75377	68125	70125	72125
YoY		17%	11%	6%	4%	-10%	3%	3%
单银幕产出(万元/块, 不含服务费)	105.99	98.67	93.89	27.93	62.40	43.94	71.44	97.63
YoY		-7%	-5%	-70%	123%	-30%	63%	37%
平均票价(元/张, 不含服务费)	32.27	32.94	34.41	33.90	36.73	38.30	39.07	39.46
YoY		2%	4%	-1%	8%	4%	2%	1%

资料来源: 猫眼专业版, 灯塔专业版, 信达证券研发中心

表 13: 2023 年电影储备表

片名	导演	主演	相关上市公司
超能一家人	宋阳	沈腾/艾伦	中国电影
伟大的战争·抗美援朝	陈凯歌	朱一龙/段奕宏 / 章子怡/张子枫/陈飞宇	中国电影
流浪地球 2	郭帆	吴京/李雪健/刘德华/ 沙溢	中国电影/华策/万达/华谊/上海电影
无名	程耳	梁朝伟/ 王一博/ 周迅	博纳
红海行动 2: 虎鲸行动	林超贤	彭于晏 / 张译 / 黄景瑜/杜江/欧豪	博纳
大鱼海棠 2	张春/梁旋	张春/梁旋	光线
坚如磐石	张艺谋	雷佳音/张国立/于和伟/ 周冬雨	光线
八角笼中	王宝强	王宝强/陈永胜	猫眼
学爸	苏亮	黄渤/闫妮/张钧甯	猫眼
检察风云	麦兆辉	黄景瑜 / 白百何 / 王丽坤/王千源 /冯绍峰	猫眼
满江红	张艺谋	沈腾/易烱千玺/ 雷佳音/岳云鹏/张译	猫眼/中国电影/光线
维和防暴队	李达超	黄景瑜/ 王一博 /钟楚曦/谷嘉诚	万达
三大队	戴墨	张译/魏晨 / 曹炳琨/	万达
不虚此行	刘伽茵	王骁/张子贤	横店
深海	田晓鹏	苏鑫/王亭文	光线

资料来源: 猫眼专业版, 灯塔专业版, 信达证券研发中心

注: 已经定档的《流浪地球 2》、《满江红》、《无名》、《深海》同于 2023 年 1 月 22 日春节档上映。

表 14: 2022 年票房前十影片

片名	导演	主演	类型	累计票房	相关上市公司
长津湖之水门桥	徐克	吴京/易烱千玺/朱亚文/李晨	剧情/历史/战争	40.67 亿	中国电影/博纳/上海电影
独行月球	张吃鱼	沈腾/马丽/ 常远	喜剧/科幻	31.02 亿	中国电影/猫眼
这个杀手不太冷静	邢文雄	马丽/魏翔/陈明昊	喜剧	26.27 亿	猫眼
人生大事	刘江江	朱一龙/杨恩又	剧情/家庭	17.12 亿	中国电影/万达/横店
万里归途	饶晓志	张译/王俊凯	剧情/战争	15.92 亿	中国电影/万达/猫眼/华策/横店
奇迹·笨小孩	文牧野	易烱千玺/田雨	剧情	13.79 亿	中国电影/万达
侏罗纪世界 3	科林·特雷沃罗	克里斯·帕拉特	动作/冒险/科幻	10.59 亿	中国电影
熊出没·重返地球	林汇达		动画/剧情/科幻	9.77 亿	中国电影/万达/猫眼/华强方特/横店
阿凡达: 水之道	詹姆斯·卡梅隆	萨姆·沃辛顿/佐伊·索尔达娜	科幻/动作/冒险	7.19 亿	中国电影
神探大战	韦家辉	刘青云/蔡卓妍	犯罪/动作/悬疑	7.12 亿	中国电影/英皇

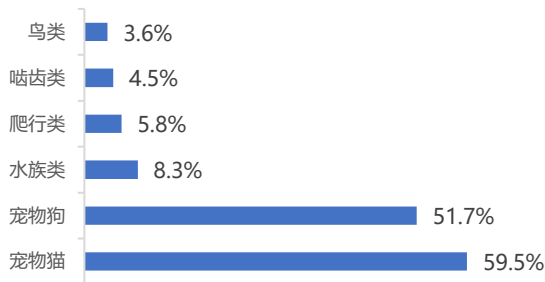
资料来源: 猫眼专业版, 信达证券研发中心

2.5 宠物消费：宠物产业链日趋成熟，细分赛道空间广阔

2.5.1 市场规模增幅亮眼，全产业链日趋成熟

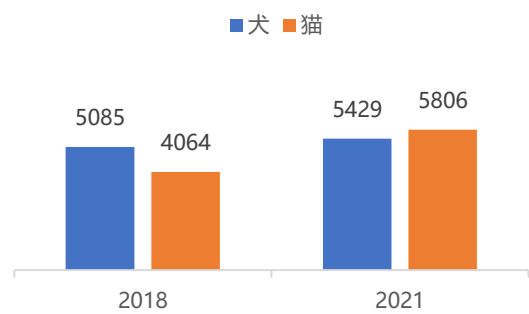
在数量和增速方面，猫的数量增速超过犬，已成为“第一宠物”。在2021年中国城镇养宠类型中，犬、猫比例位居榜首，占比都超过50%。其中，猫的比例最高（59.5%）超过犬（51.7%），成为饲养最多的宠物。自2018年以来，猫的数量一直高速增长。大城市生活空间的限制、生活节奏的加快以及“懒宅”的生活习惯驱使下，猫的数量增速已高于犬。

图 58：中国城镇养宠类型，2021 年（%）



资料来源：派读宠物行业大数据平台，信达证券研发中心

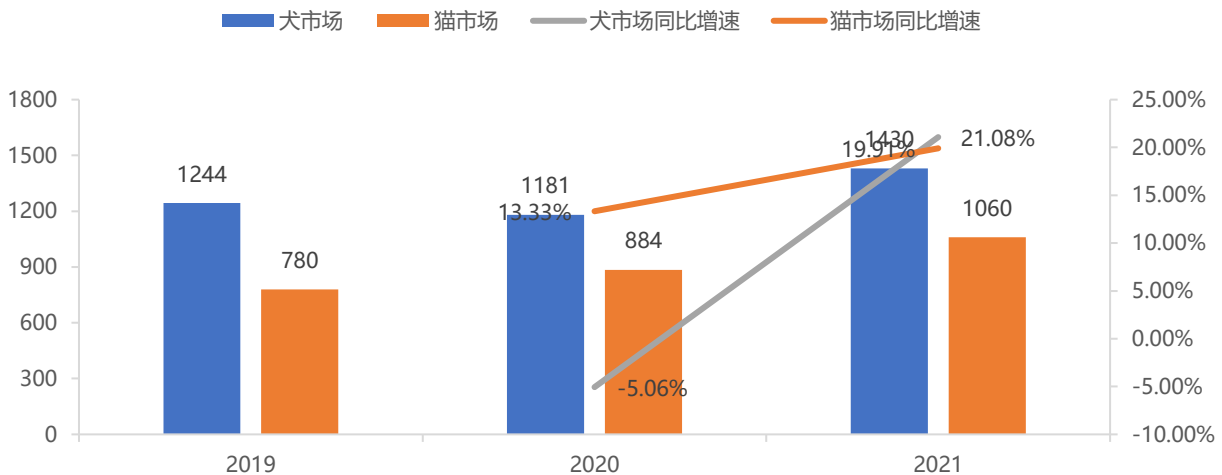
图 59：犬猫数量变化趋势，2021 年（万只）



资料来源：派读宠物行业大数据平台，信达证券研发中心

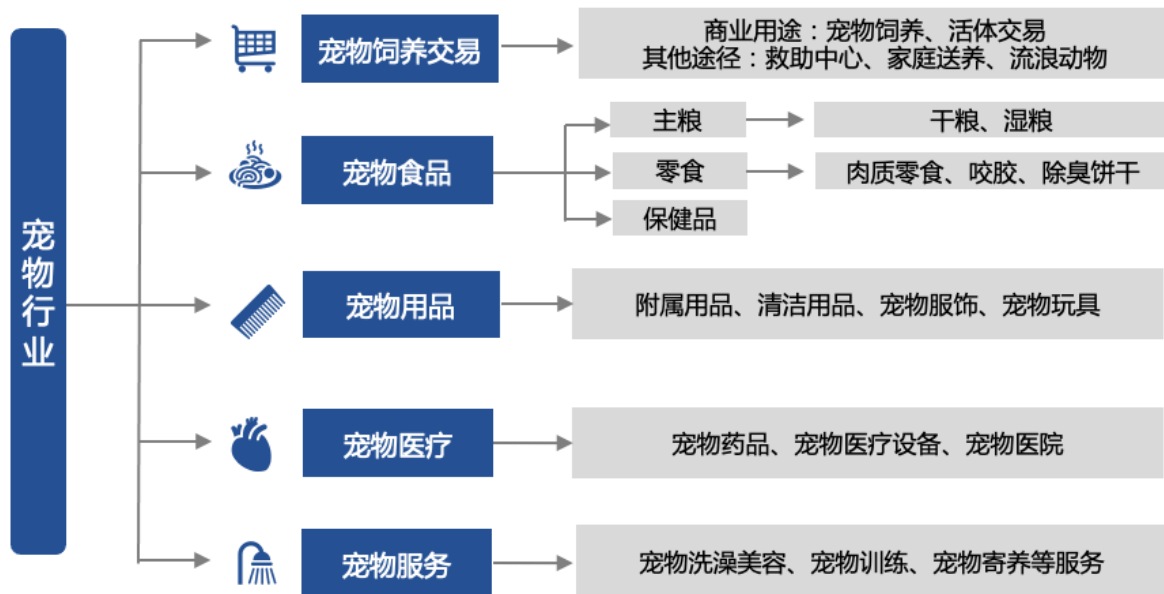
在消费能力方面，犬市场保稳定，猫市场促增长。从市场规模上看，2021年犬市场规模为1430亿元，yoy+21.2%；而猫市场规模为1060亿元，同比+19.9%，增速高于猫市场。其中，2019-2021年猫市场规模保持增长态势，CAGR为16.6%高于犬市场的7.2%。2020年受疫情影响，犬市场出现下滑，而后在2021年迅速反弹。

图 60：城镇宠物（犬猫）消费市场规模，2021 年（亿元）



资料来源：派读宠物行业大数据平台，信达证券研发中心

宠物主及宠物数量逐年提升，宠物行业产业链逐渐清晰，子行业种类日益丰富。除宠物饲养交易外，宠物产业主要包括宠物食品、宠物医疗、宠物用品及宠物服务四大行业。其中，宠物食品和宠物医疗是规模最大的细分行业。从覆盖宠物的生长周期及使用频率上看，宠物食品在宠物的一生中使用频次最高且持续，属于饲养宠物的刚性需求。

图 61：宠物产业分类


资料来源：福贝宠物招股书，信达证券研发中心

2.5.2 子行业种类日益丰富，掘金宠物食品等细分赛道

在宠物消费恩格尔系数下降的背景下，宠物食品行业占比逐年降低。在宠物消费精细化、拟人化的趋势下，宠物医疗占比逐年提高，宠物用品及服务也迎来高速发展。

中国宠物产业上市公司主要集中在宠物食品（如中宠、佩蒂）及宠物用品（如天元、依依）两大赛道。宠物医疗和宠物服务赛道由于行业集中度较低，企业较为分散，暂未出现具有强竞争力的相关企业。

表 15：中国宠物行业主要企业对比

	中宠股份	佩蒂股份	天元宠物	依依股份
营收	营收从 2017 年的 10.15 亿元提升至 2021 年的 28.82 亿元,2017-2021 年营收 CAGR 为 29.8%	营收从 2017 年的 6.32 亿元提升至 2021 年的 12.71 亿元,2017-2021 年营收 CAGR 为 19.1%	营收从 2017 年的 7.67 亿元提升至 2021 年的 18.54 亿元,2017-2021 年营收 CAGR 为 24.7%	营收从 2017 年的 7.43 亿元提升至 2021 年的 13.10 亿元,2017-2021 年营收 CAGR 为 15.2%
归母净利润	归母净利润从 2017 年的 0.74 亿元提升至 2021 年的 1.16 亿元,2017-2021 年归母净利润 CAGR 为 11.9%	近年来归母净利润波动较为明显,2017-2021 年为分别为 1.07、1.40、0.50、1.15 及 0.60 亿元	归母净利润从 2017 年的 0.59 亿元提升至 2021 年的 1.07 亿元,2017-2021 年归母净利润 CAGR 为 16.0%	归母净利润从 2017 年的 0.19 亿元提升至 2021 年的 1.14 亿元,2017-2021 年归母净利润 CAGR 为 56.5%
毛利率	2017-2020 年毛利率维持在 23-24%,2021 年受人民币升值影响,出口业务毛利率下滑,2021 年毛利率 20.05%	毛利率呈现逐年下滑至趋于稳定态势,2017-2021 年毛利率分别为 37.27%、34.76%、24.97%、25.51% 及 22.93%	毛利率近年来呈现下滑趋势,2017-2021 年毛利率分别为 28.19%、26.91%、27.05%、20.63% 及 18.37%	毛利率近年来呈现上升趋势,从 2017 的 14.46% 提升至 2020 年的 26.05%,2021 年因成本上升,毛利率为 16.75%
净利率	2017 年净利率为 8.35%,近年来由于产能建设及研发投入,净利率维持在 4%-7%,2021 年净利率为 4.39%	净利率近年来呈现下滑趋势,2017-2021 年净利率分别为 16.91%、16.27%、5.21%、8.70% 及 4.88%	2017 年净利率为 7.73%,2017-2020 年维持在 7%-10%,2021 年受汇率因素及成本影响,净利率为 5.78%	净利率近年来逐步提升,从 2017 年的 2.57% 提升至 2020 年的 15.67%。2021 年受成本影响,净利率为 8.71%

主营业务方面：2021 年海外渠道占比 73%；中国渠道占比 24%	主营业务方面：2021 年海外渠道占比 83%；中国渠道占比 17%	主营业务方面：2021 年海外渠道占比 71%；中国渠道占比 27%	主营业务方面：2021 年海外渠道占比 95%；中国渠道占比 5%
宠物零食贡献主要毛利（2021 年占 67.85%），宠物罐头和宠物干粮分别贡献 20.25%和 10.03%	宠物零食贡献主要毛利（2021 年占 90.90%），宠物主粮和湿粮占 9.10%	猫爬架、宠物玩具及宠物窝垫贡献主要毛利（2021 年占 84.21%），其他宠物用品占 22.93%	宠物一次性卫生用品贡献主要毛利（2021 年占 94.50%），无纺布占 3.73%

资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

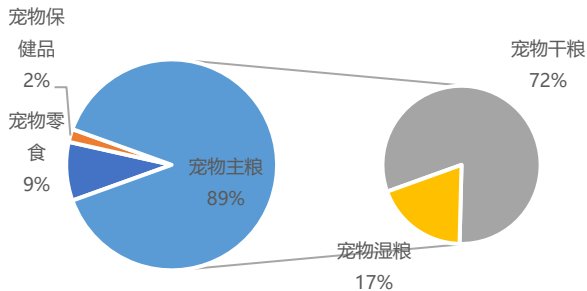
（1）宠物食品

宠物食品是宠物行业的第一大细分市场。根据宠物食品形态、功能和营养成分的不同，可分为宠物主食、宠物零食及宠物保健品三大类。

养宠物观念提升，宠物食品消费额提升空间广阔。随着宠物科学养宠观念的养成，宠物食品将逐步替代营养不均衡的剩饭剩菜。宠物粮食不断细化及升级，目前已经创新出天性粮和功能粮以及根据宠物自身特性所制的定制化宠物食品。在精致化养宠的趋势下，单只宠物的食品消费金额有望逐年提升。

中国宠物食品生产商以 OEM/ODM 模式起家，早期主要为海外宠物食品品牌代工为主。随着中国宠物食品生产企业的快速发展，大批国内生产商近年来开始大力发展自主品牌，强化自身竞争力。中国宠物食品行业以外资品牌为主导，玛氏、皇家稳居行业领导地位，国产宠物食品企业从电商渠道发力，市场份额有望增加。

图 62：宠物食品种类与消费结构占比，2021 年（%）



资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

宠物主粮市场竞争激烈且较为分散。玛氏、雀巢等海外巨头仍占据市场主导地位，但随着中国品牌崛起，外资品牌市场份额呈逐年下降趋势。

宠物零食市场集中度较低。有麦富迪、Sheba、疯狂小狗、顽皮、凯睿思、新西兰巅峰等品牌，由于零食市场进入门槛相对较低，国产品牌创新性强、性价比高，有望采用错位竞争战略突围而出

宠物保健品行业中小型品牌众多，行业集中度偏低。海外品牌占据优势：1) 优质原料需要进口，国外企业在获取原料上更具优势；2) 国产小品牌众多，质量参差不齐，导致消费者对品牌信任度不高。

（2）宠物医疗

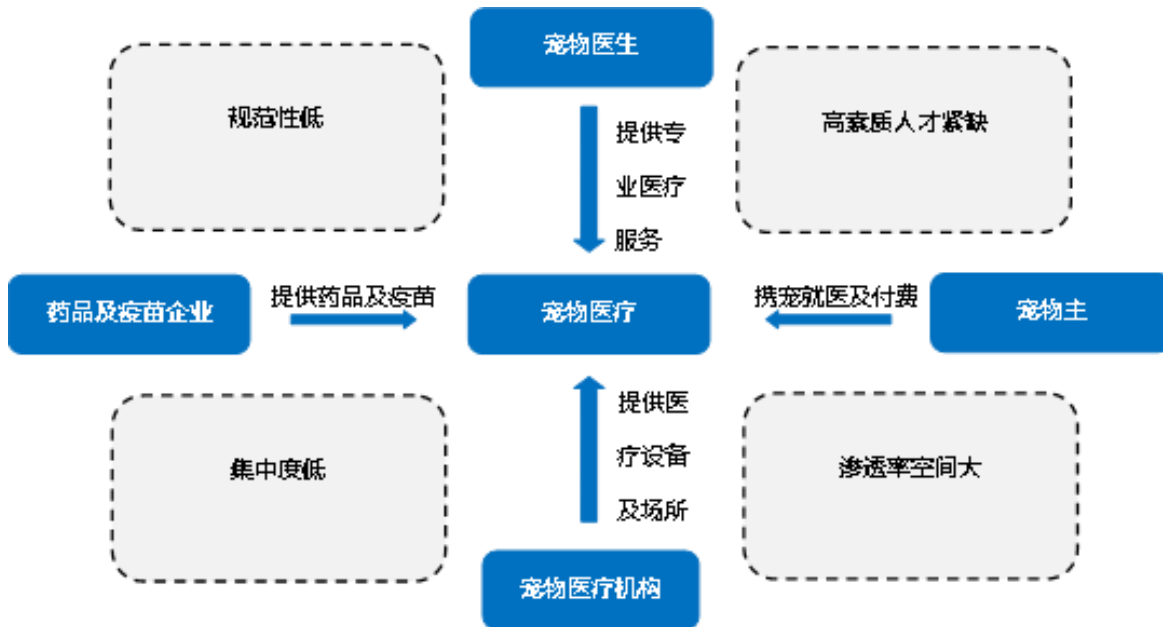
宠物医疗是宠物产业的第二大组成部分。根据疾病种类可分为外科疾病诊治、内科疾病诊治、皮肤病防治、传染病防治、宠物免疫及驱虫五大类。

在人口老龄化及独居化的趋势下，中国宠物医疗市场规模稳步增长。未来随着城镇独居人口增多，老龄化、少子

化等人口结构逐步形成，对宠物陪伴的需求将逐步提升。

宠物医疗覆盖范围扩大，推动单只宠物消费额提升。在疫情的加速催化下，在线问诊咨询和线上服务预约补充单一的线下场景，为宠物主提供便利的同时也打开消费场景。随着宠物主养宠意识强化、在驱虫、皮肤病预防、口腔护理、耳部护理等方面的消费逐年提升。

图 63：中国宠物医疗行业组成元素及痛点



资料来源：瑞鹏股份公开转让说明书，信达证券研发中心

随着中国宠物主消费能力提高，消费者对宠物健康的重视程度不断提升。宠物医疗覆盖范围逐渐扩大（从最初的疾病诊疗延伸至疫苗接种，日常医疗护理等多方面）。

（3）宠物用品

宠物用品是仅供宠物使用的，包括清洁用品、护理用品、玩具、服饰等在内的所有物品总称。根据不同的用途，宠物用品可分为宠物清洁用品、宠物家具、宠物服饰与出行及宠物玩具四大分类。

表 16: 宠物用品定义与分类

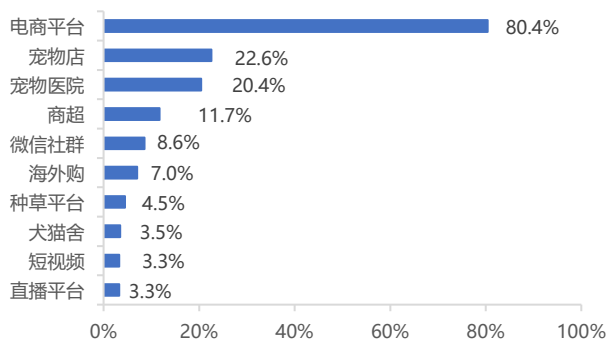
类别	功能介绍	主要产品	产品图例
宠物清洁工具	减少宠物发生疾病的概率，同时防治宠物体内外寄生虫，保持毛色光泽	宠物浴液香波/护毛素、毛发梳、宠物厕所、宠物垫、猫砂	
宠物家具	提高宠物生活品质，具有功能齐全、造型美观等特点	宠物屋、猫爬架、宠物窝垫、宠物餐具等	
宠物服饰与出行	保护宠物皮肤、帮助宠物御寒、卫生护理、造型美观	宠物衣服、鞋子、牵引绳、项圈、宠物出行包、航空箱等	
宠物玩具	娱乐宠物、防止宠物破坏家具、衣服，可增强宠主与宠物的情感及交流	益智玩具、互动球、电子智能宠物、磨牙棒等	

资料来源：天元宠物招股书，信达证券研发中心

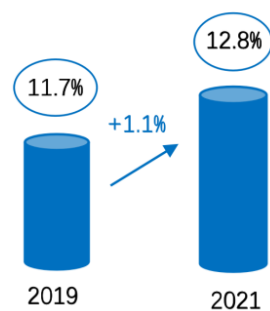
养宠人数的增多以及单只宠物平均消费的逐步提高，使得中国宠物用品市场规模不断扩大。在宠物主精细化养宠的观念下，宠物主对于宠物用品的美观性、功能性等方面有更多的要求，驱使宠物用品企业不断推陈出新，带动行业良性发展。

智能化成为宠物用品的发展趋势，高客单价引领行业升级。智能宠物用品主要将电子技术应用到宠物用品上，使相关产品具有智能喂宠、智能逗宠及定位防丢等功能，充分满足 Z 世代年轻宠物主的养宠需求，为宠物主提供极大的便利。智能宠物用品不断升级迭代，有效带动宠物用品客单价提升。

宠物用品市场份额提升明显，在宠物地位逐步提升、宠物主科学养宠的趋势下，宠物用品成为刚需。根据 2021 年宠物行业白皮书，宠物用品市场份额从 2019 年的 11.7% 提升至 2021 年的 12.8%，呈增长趋势。受中国宠物主科学养宠意识提高、人均收入提高驱动，未来中国单只宠物用品的消费将逐步增加。

图 64: 中国宠物主宠物用品购买渠道偏好, 2021 年


资料来源：派读宠物行业大数据平台，信达证券研发中心

图 65: 宠物用品市场份额变化 (%)


资料来源：派读宠物行业大数据平台，信达证券研发中心

(4) 宠物服务

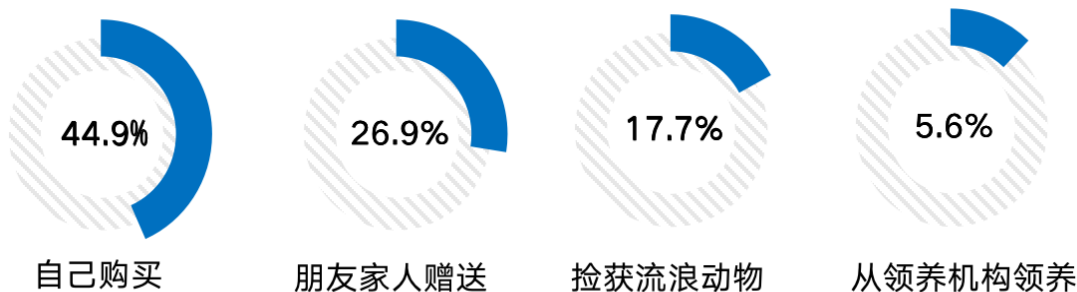
相较于宠物食品、医疗行业，宠物服务行业具有非刚需、高附加值等特点。随着宠物主养宠精细化、拟人化趋势的提升，宠物洗澡美容、寄养及训练等服务的需求逐渐上升。

随着宠物的家庭地位提升，宠物主对宠物服务的需求不断增加。除传统的宠物洗澡美容服务外，宠物乐园、宠物摄影及宠物殡葬等新型宠物服务逐渐得到宠物主的青睐。

现代人生活节奏加快，懒宅文化兴起，宠物服务可以节省宠物主大量的时间。比如宠物训练及宠物洗澡美容等服务需要花费较长的时间以及专业的技巧来完成，对于生活忙碌的年轻族群来说，专业一体化的宠物服务机构能很好的满足他们的需求，因此，宠物服务行业的市场需求空间较大。

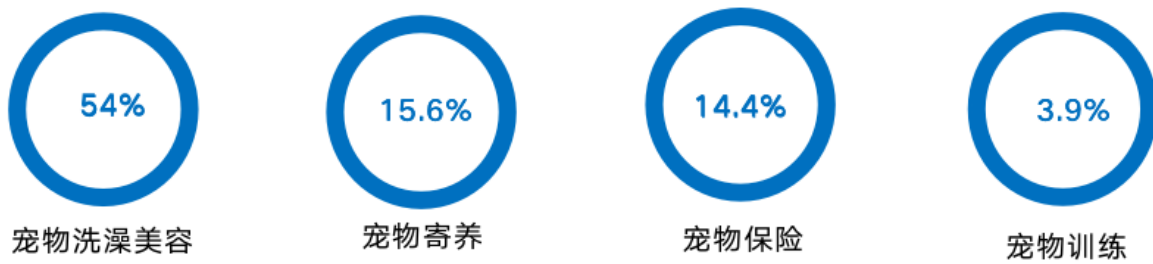
中国宠物主的宠物购买方式仍以宠物店购买为主。未来，随着居民对流浪宠物保护意识的提升，通过赠予、领养宠物的占比将逐步提升。

图 66：中国消费者宠物获取途径



资料来源：《2021 年中国宠物行业白皮书》，信达证券研发中心

中国宠物服务渗透率提升空间较大。2021 年，中国宠物洗澡美容服务的渗透率已超过 50%，但宠物寄养、宠物保险、宠物训练等宠物服务的渗透率不足 20%。宠物洗澡美容以私营个体店为主，大型规模连锁店较少，消费频次高（如宠物狗一般 7-10 天清洁一次），消费者需求持续提升，具有较大的发展空间；宠物寄养处于萌芽阶段，宠物主出差时需要寄养宠物，但目前宠物主多选择“亲友照顾”，宠物主对寄养服务满意度普遍不高；宠物训练在中国市场需求量较小，由于训练收费高，因此大部分宠物主选择自行训练宠物，但整体收益率较高；宠物保险为宠物服务行业新风口，目前中国宠物保险普及度低，宠物主对宠物保险消费意识薄弱，供给端不足。

图 67: 中国细分宠物服务渗透率, 2021 年


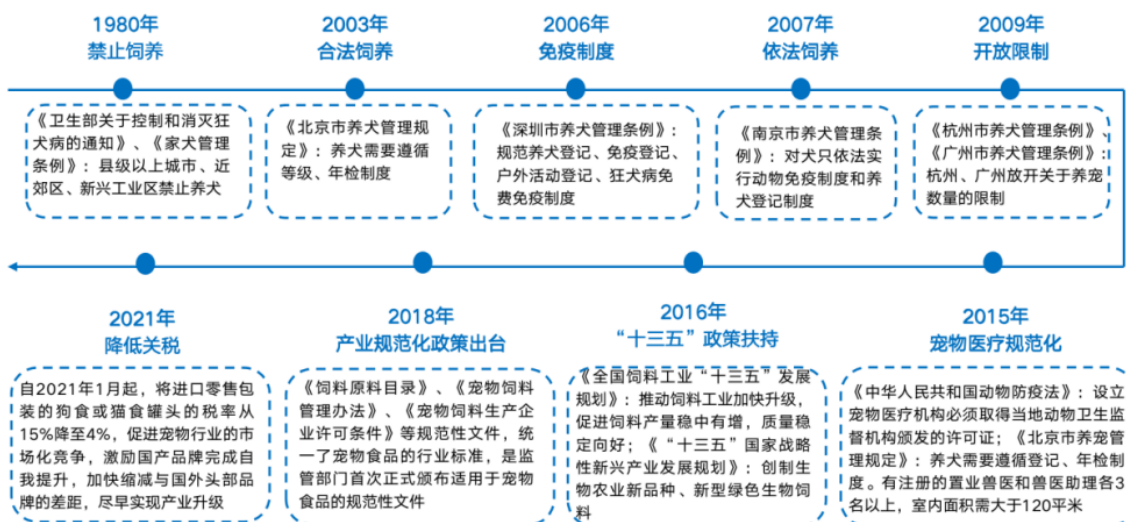
资料来源: 《2021 年中国宠物行业白皮书》, 信达证券研发中心

2.5.3 国家政策有力扶持, 宠物产业获长远发展

国家对宠物饲养的政策从禁养到规范, 使得宠物产业从根本上得到长远发展。此外, 国家对宠物食品行业的扶持为宠物食品行业的发展提供有利的外部环境。

从饲养合法化上看, 国家对于宠物饲养的政策从严到宽, 使得宠物产业获得长远发展的空间。中国宠物饲养政策从 1980 年的禁止养犬, 到 2003 年对宠物饲养做出明晰的规定, 再到 2009 年杭州、广州放开关于养宠数量限制。饲养政策从严到宽, 为宠物产业的长远发展奠定基础。

从宠物产业规范化上看, 中国陆续出台相关政策及监管条例规范宠物食品、医疗等细分行业的发展。2015 年, 中国出台相关条例, 对于宠物医疗机构的执业人员数量及营业面积做出要求。此外, 2018 年, 《饲料原料目录》、《宠物饲料管理办法》等规范性文件出台, 统一宠物食品的行业标准, 也是监管部门首次针对宠物食品颁布的正式规范化文件。

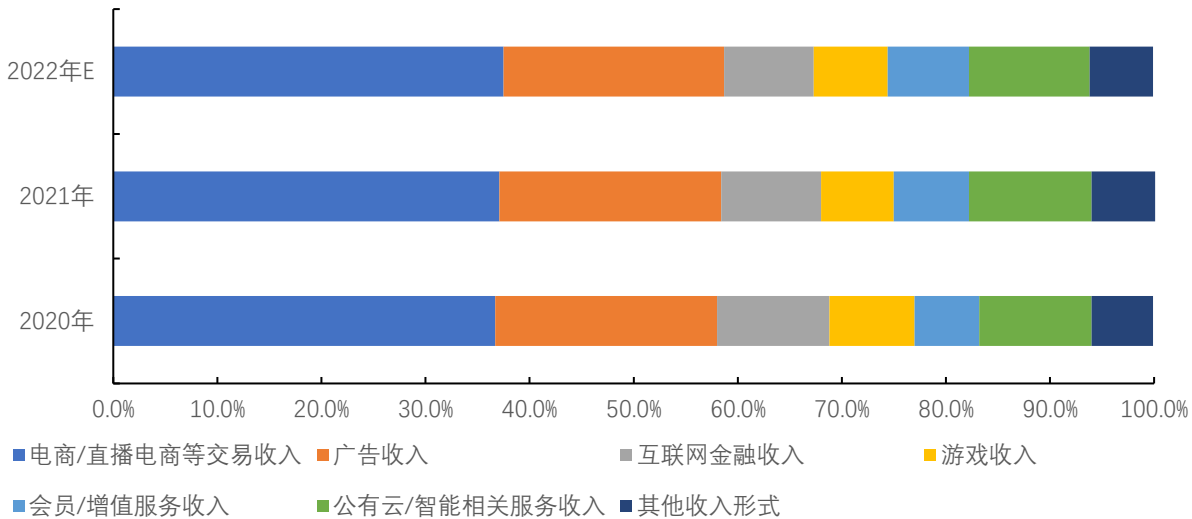
图 68: 中国宠物行业相关政策


资料来源: 各政府网站, 信达证券研发中心整理

三、平台经济：2023 年有望走出疫情和监管造成的谷底，实现“时间反演”

电商和广告是互联网行业中收入占比最高的两种商业模式。我们将除网络游戏以外的互联网应用大体分为“时间型”和“交易型”两类，即以广告业务收入为主的“内容类”平台，和以泛电商业务收入为主的“渠道类”平台。

图 69：2020-2022E 中国国内互联网市场收入结构分布



资料来源: QuestMobile, 信达证券研发中心

3.1 “时间型” App 和在线广告行业的分析框架

“时间型” App 的业务属性更接近于“传媒”行业，包括社交网络、图文媒体、视频媒体等，通过社交功能及多媒体内容占据用户的线上时间，并以在线广告为主要形式进行商业化变现。典型的“时间型”App 包括微信、抖音、微博、小红书、爱奇艺、B 站、知乎等。“时间型”应用的商业价值（以广告业务为代表）可以大致用如下公式计算： $App \text{ 广告收入} = \text{总流量} * \text{单位流量广告价值} = \text{用户基数（一般用 MAU 或 DAU 代表）} * \text{单用户人均使用时长} * \text{单位流量商业化加载率}$ （对于广告业务可以用广告加载率 Ad Load 代表，其上限取决于 App 的产品功能、媒体形式、用户群体等，而实际水平则取决于 App 的商业化开发深度）* 广告单位时间价格（可以用单位时间的广告价格指标 ecpm/cps/cpt 等衡量）。

其中，前两个指标“用户基数*单用户使人均使用时长”对应“总流量（总时长）”，后两个指标“单位流量商业化加载率*广告单位时间价格”对应“单位流量广告价值”。因此，衡量“时间型”媒体的商业化潜力，不仅要从流量角度，对 App 的用户规模、增长趋势和空间、时长和粘性进行分析，也要对单位流量所蕴含的商业价值进行分析。这就如同衡量一块土地的商业价值，不仅要测量土地的面积，同时也要了解土地的可开发比例、开发难度、区位交通、周边环境等因素，以衡量单位面积的增值潜力。

表 17：2022 年 10 月主要时间型 App 用户和时长情况

2022 年 10 月	月活跃用户 (亿)	日活跃用户 (亿)	使用粘性 (DAU/MAU)	日活用户日均使用时长 (分钟)	单日总时长 (亿分钟)
腾讯系 (非游戏类 Top5)					977.92
微信	10.36	8.44	81.5%	94.90	800.96
QQ	6.36	2.56	40.3%	23.80	60.93
腾讯视频	3.94	0.74	18.8%	70.00	51.80
腾讯新闻	2.61	0.89	34.1%	45.70	40.67
QQ 浏览器	4.45	1.19	26.7%	19.80	23.56
字节系 (Top4)					810.99
抖音	7.08	4.44	62.7%	111.00	492.84
抖音极速版	2.26	1.48	65.5%	105.00	155.40
今日头条	3.61	1.67	46.3%	78.50	131.10
西瓜视频	1.30	0.34	26.2%	93.10	31.65
快手系 (Top2)					364.62
快手	4.46	2.19	49.1%	104.30	228.42
快手极速版	2.26	1.38	61.1%	98.70	136.21
其他					
百度	6.43	2.42	37.6%	40.10	97.04
微博	4.70	1.97	41.9%	43.60	85.89
爱奇艺	4.77	0.85	17.8%	88.20	74.97
哔哩哔哩	2.01	0.64	31.8%	99.20	63.49
小红书	1.71	0.70	40.9%	66.70	46.69
知乎	0.82	0.20	24.4%	34.00	6.80

资料来源: QuestMobile, 信达证券研发中心

试举一例说明: 我们用这一分析框架来对长视频和短视频的广告业务价值进行对比。我们以爱奇艺和抖音分别作为长视频和短视频平台的代表。和爱奇艺相比, 抖音不仅用户、时长、粘性等流量指标全面领先, 而且单位流量的广告价值也明显更高。这是因为:

(1) 从 Ad Load 角度看: 短视频平台的 Ad Load 天花板和实际水平明显更高

长视频付费会员观众 (以爱奇艺为例, 月均付费会员数在 1 亿左右, 约占 5 亿左右 MAU 的 20%) 完全无广告展示, 而非会员观众在观看 40min 左右的长视频节目时, 最多只能接受约 2min 的插播广告时间 (根据国家广电总局《广播电视广告播放管理暂行办法》(17 号令) 规定, 除 19: 00 至 21: 00 以外, 电视台播放 45 分钟左右的一集电视剧中只可以插播一次广告, 插播时间不得超过 2.5 分钟)。因此, 整个平台从时间角度衡量, Ad Load 的理论上限约在 4% ($=20%*0+80%*2/40$) 左右。而考虑到实际情况下, 过多的广告加载率会伤害用户体验, 以及广告位招商可能会出现填不满的情况, 爱奇艺实际的 Ad Load 可能低于这一水平, 我们估计在 3% 左右。

短视频平台的 Ad Load 上限则明显更高: 短视频内容时长更短, 单位时间内用户可以浏览到更多内容, 且对不感兴趣的内容可以马上划过, 理论上可以做到每 4-5 条媒体内容中插入一条商业化内容 (广义的广告, 包括原生广告、内循环广告、电商链接、直播链接等不同类型), 而仍不至于使用户特别反感。因此, 我们认为短视频广义的商业化内容加载率的理论上限在 25% 左右, 远高于长视频。

(2) 从广告单位价格角度看：单位时间广告 ecpm：短视频信息流效果广告 > 长视频贴片品牌广告

长视频广告以贴片类品牌广告为主，虽然品牌广告的刊例价总体较高，但考虑到 15s 的时长不能跳过，单位时间内爱奇艺品牌广告 ecpm 约为 3 元/s。而考虑到实际价格还要远低于刊例价（我们估计为 4 折左右），因此我们估计爱奇艺贴片广告的实际单位时间 ecpm 约为 1.2 元/s。

而短视频广告以视频信息流效果类为主，借助丰富的大数据标签和人工智能算法，可以实现比长视频广告更加精准有效的投放，因此受到更多客户青睐，客户竞价产生的 ecpm 相对较高。考虑到抖音的单条广告平均浏览时长约为 10s 左右，计算出抖音效果广告实际的单位时间 ecpm 为 2 元/s，高于长视频贴片广告。

更重要的是从单位价格的增长趋势看：短视频平台广告转化效果好，需求旺盛，而平台流量增长相对放缓，因此 ecpm 供不应求，长期价格呈现上涨趋势；而长视频品牌贴片广告本身定价较贵，虽然能获得较高的曝光量却无法衡量为客户带来的转化效果，性价比相对较低，因此供给相对过剩，价格呈现持平或下滑趋势。

因此，我们从流量规模和单位流量广告价值的角度出发，可以完整地解释为何分别作为长视频和短视频的行业龙头，爱奇艺和抖音的广告业务收入差距巨大：2021 年，爱奇艺年广告收入仅在 70 亿左右，而抖音则约为 1500 亿，两者相差 21 倍。除了因为短视频在流量端的明显优势导致的流量相差 7.1x 以外，其余的约 3 倍差异则可以从单位流量广告价值（即广告加载率*单位时间广告价格）的角度得到解释，而且抖音广告未来单位价格的增长潜力也高于长视频。而如果考虑到广告业务仅是抖音多元化商业手段（包括娱乐直播、广告、电商、本地生活等）中的一部分，那么短视频平台整体蕴含的商业价值远高于长视频平台就更不难理解了。

表 18：2021 年爱奇艺和抖音的广告收入对比

	爱奇艺	抖音（主站+极速版）	倍数
MAU（亿）	5.5	8.1	1.5x
DAU（亿）	1.0	4.8	5x
DAU 日均时长(min)	71.1	100.9	1.4x
日均总流量（亿 min）	67.5	479.3	7.0x
Ad Load	3.0%	5.5%	1.8x
Ecpm/s（元）	1.2	2	1.3x
单位流量广告价值			3.0x
整体广告价值			21.0x
2021 实际广告收入（亿元）	70	1500	21.4x

资料来源：爱奇艺公告，腾讯《深网》，信达证券研发中心

接下来，我们就从流量端格局和趋势，以及单位流量价值水平和趋势两个维度入手，来分析主要的“时间型”App 当前业务的表现和未来的发展前景。

3.1.1 移动互联网整体的流量格局分析

2022 年 9 月，从移动互联网整体的流量格局来看：以抖音、快手为代表的短视频赛道的时长占比同比仍有增长，但增速放缓。通过不断丰富短视频内容生态，以及开发直播、电商、本地生活等多元化的商业形态，头部短视频平台不仅继续扩展自身的时长占比，而且有往“交易型”App 转型的趋势。此外，微信视频号、B 站 story mode、小红书短视频等 App 内嵌短视频内容也在快速发展，竖屏短视频仍然是互联网流量格局中增长较快的

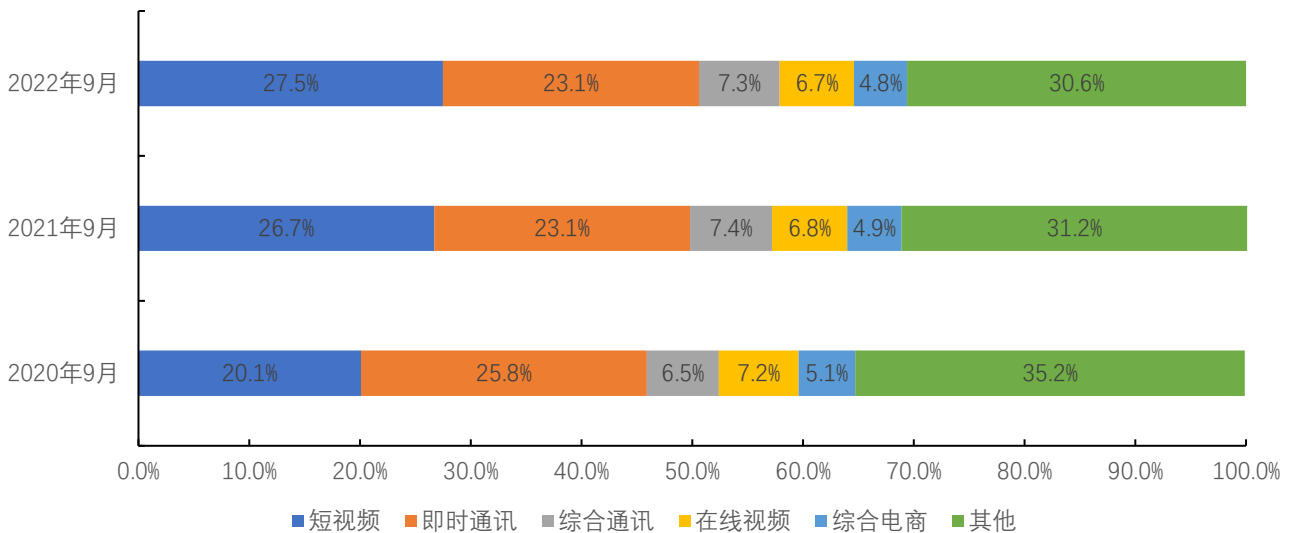
内容形式之一。以腾讯微信为代表的即时通讯赛道整体时长占比基本稳定，结束了此前的下降趋势。我们认为主要是由于微信借助小程序、视频号等手段巩固了自身在互联网流量领域的龙头地位，短视频平台对即时通讯平台的流量侵蚀已经明显减弱。

短视频赛道和即时通讯赛道占据了整个移动互联网 50% 以上的时长，因此也是（除电商广告外的）互联网广告投放规模最大、头部平台最集中的领域。

综合资讯、在线视频等平台同比仅微幅下降。由于短视频平台的流量增长放缓，新闻门户、长视频类产品的流量下滑趋势有所改善，但他们的整体流量占比已经较小，在互联网广告行业中变得次要。

综合电商 App 的时长占比基本稳定。我们认为在短视频电商的强烈冲击下，传统的“交易型”电商类 App 为了守住自身的流量份额，正在从单纯的货架式平台向社交化、内容化方向平台延伸，如淘宝发力直播电商、“逛逛”社区，拼多多继续强化社交、游戏属性等。这些举措维持了综合电商 App 的时长份额，但他们整体的时长仍然只占移动互联网行业的 5% 左右。

图 70：2020 年 9 月-2022 年 9 月中国移动互联网细分行业的总时长占比



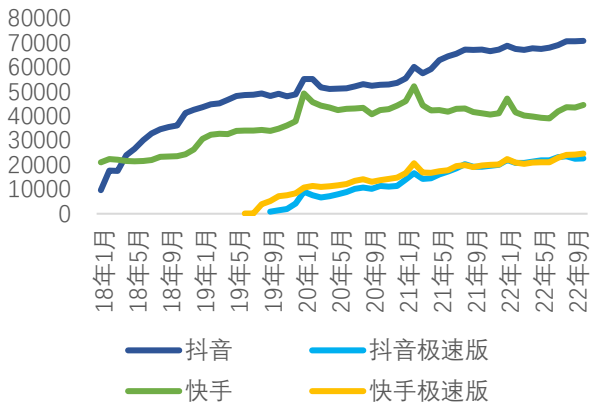
资料来源:QuestMobile, 信达证券研发中心

3.1.2 细分赛道内的流量格局和商业化价值分析

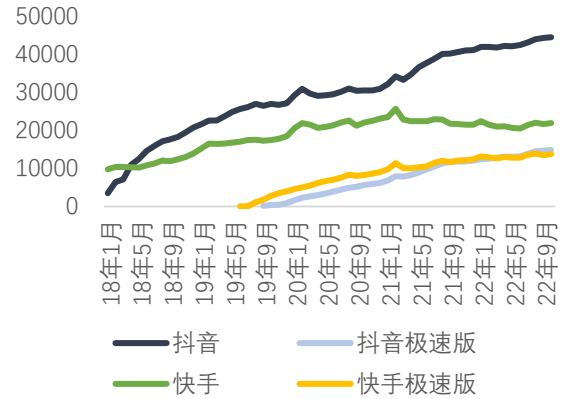
从“时间型”App 各赛道内部的流量变化趋势来看，我们发现头部 App 的马太效应普遍仍在持续，相对于流量靠后的平台因网络效应、规模效应所具有的竞争优势仍在不断放大。

(1) 短视频平台：抖音流量端优势依然明显，快手流量总体稳健，视频号空间值得期待

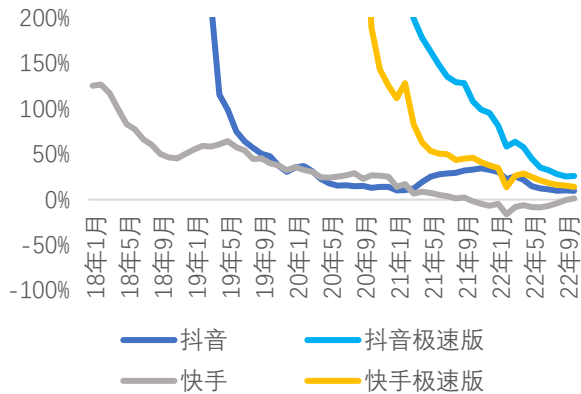
从用户数角度看，截至 2022 年 9 月，抖音主 App 用户规模仍然有所增加，但由于基数已经很大，DAU 增速相对于 21 年有所放缓。但即便如此，抖音主 App 在 DAU 方面仍在拉大和快手的距离，而抖音极速版 App 也保持了好于快手极速版 App 的用户增长。

图 71: 抖音、快手 MAU 趋势 (万人)


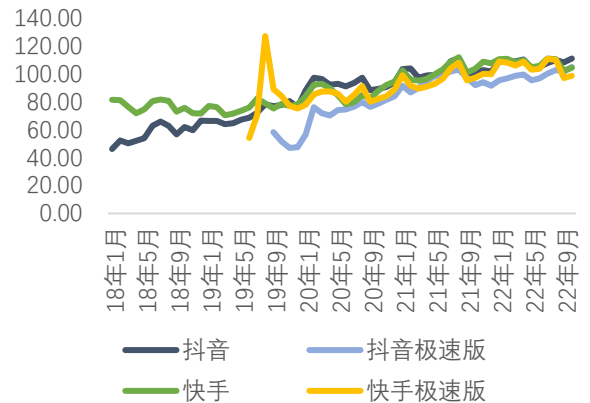
资料来源: Questmobile, 信达证券研发中心

图 72: 抖音、快手 DAU 趋势 (万人)


资料来源: Questmobile, 信达证券研发中心

图 73: 抖音、快手流量 DAU 同比增长率 (%)


资料来源: Questmobile, 信达证券研发中心

图 74: 抖音、快手人均单日使用时长 (min)


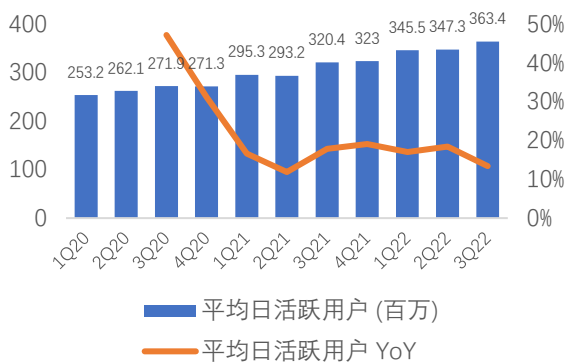
资料来源: Questmobile, 信达证券研发中心

抖音具备了短视频行业最广大的用户基数+内容最丰富的创作者生态+效率最高的推荐算法, 竞争优势全面, 仍然牢牢占据短视频赛道的流量领导者位置。同时, 抖音 2022 年重点扩展了直播电商、本地生活等方面的新业态, 从“时间型”平台向“交易型”平台渗透, 也更加丰富了自身的内容生态, 继续深挖平台多元化商业价值。

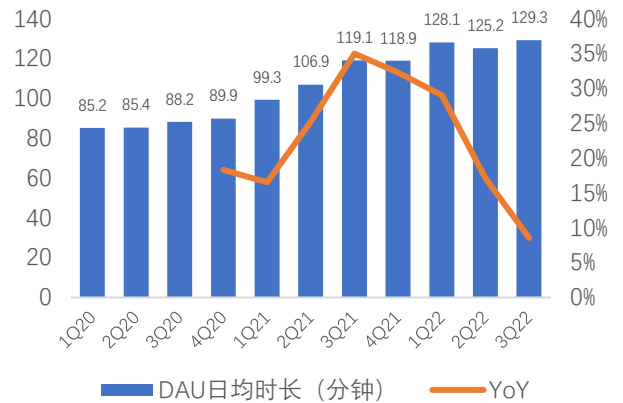
抖音流量增长的相对放缓使得快手的竞争压力有所缓解。快手 2022 年主 App 的用户增长速度仍然较慢, 但相比 2021 年下半年有所改善。快手极速版的增长趋势仍然较好, 但增速不及抖音极速版。而从公司财报口径看, 2022 年快手的总流量 (DAU*日活日均使用时长) 仍实现了不错的增长, 但增速也逐渐放缓。

从单用户时长角度看, 短视频平台整体维持在高位, DAU 日均时长普遍在 100min 左右, 且呈现缓慢上升趋势。我们认为娱乐直播、直播电商等实时互动类内容的日趋丰富是提升短视频平台单用户使用时的主要动力。

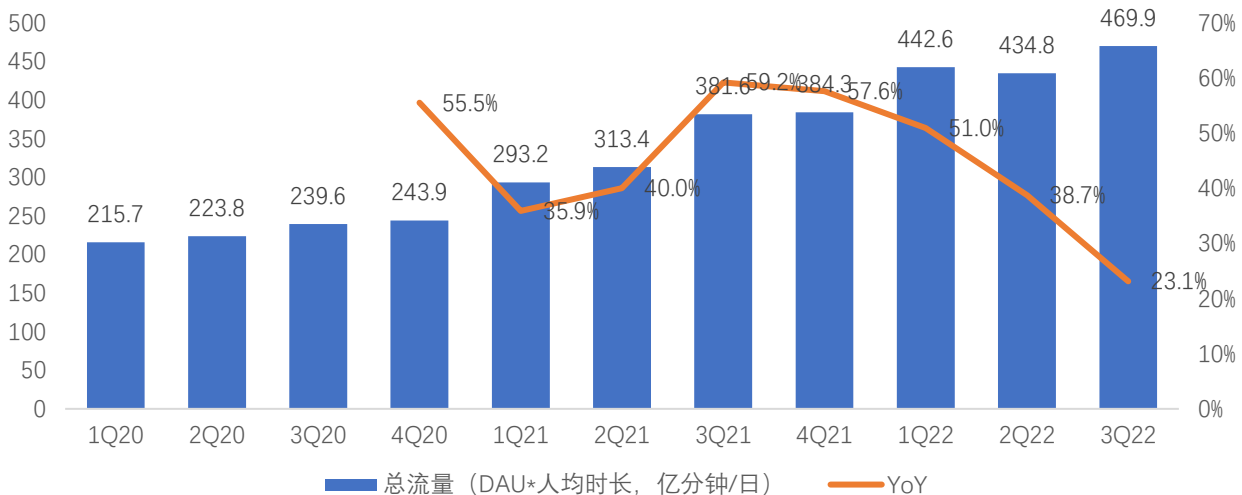
总的来说, 抖音仍然是短视频行业在流量方面的领导者, 用户和时长仍然保持增长, 但重点转向商业化; 快手当前整体的流量增长不及抖音, 但仍然平稳, 广告、电商等业务的潜力也在逐步释放。

图 75：快手财报口径 DAU 趋势图（百万）


资料来源：快手 2021Q1-2022Q3 业绩公告，信达证券研发中心

图 76：快手财报口径人均单日使用时长 (min)


资料来源：快手 2021Q1-2022Q3 业绩公告，信达证券研发中心

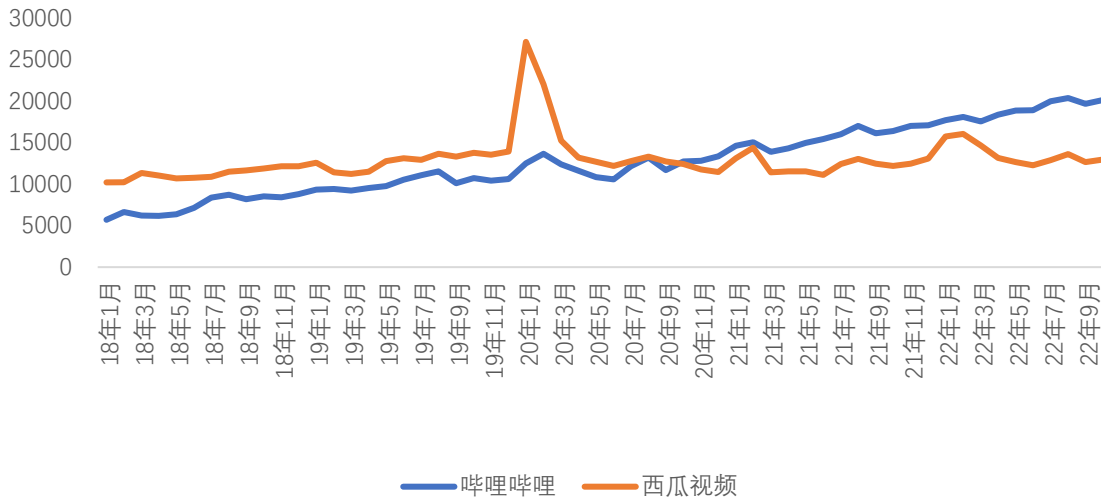
图 77：快手财报口径日均总流量及其增速


资料来源：快手 2021Q1-2022Q3 业绩公告，信达证券研发中心

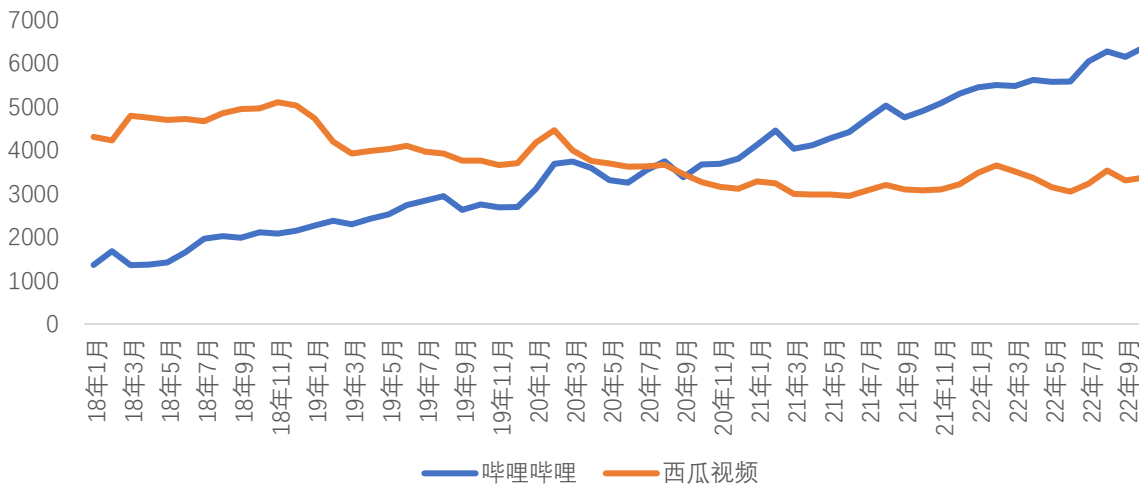
腾讯视频号：腾讯视频号单用户时长 35-40min，日均 vv（视频观看次数）大约是抖音的 1/6。视频号在流量总量，尤其是单用户时长上仍和抖音、快手有较大差距，但我们认为该产品仍处在早期发展阶段，未来依托微信体系的全力扶持，仍有较大的流量增长和商业化开发空间。

（2）中视频平台：B 站流量优势依然明显

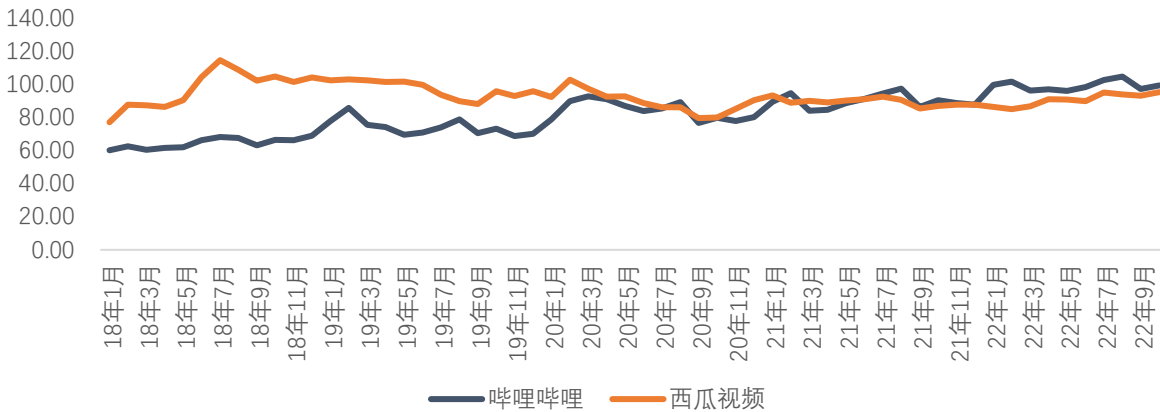
作为中视频赛道的领导者，B 站 2022 年仍然保持了较快的用户增速，同时单用户时长也有所上升，整体流量增长趋势良好。相比而言，西瓜视频的用户和时长波动较大，与 B 站的流量差距被拉大。

图 78：中视频赛道 MAU 增长趋势（万人）


资料来源:QuestMobile, 信达证券研发中心

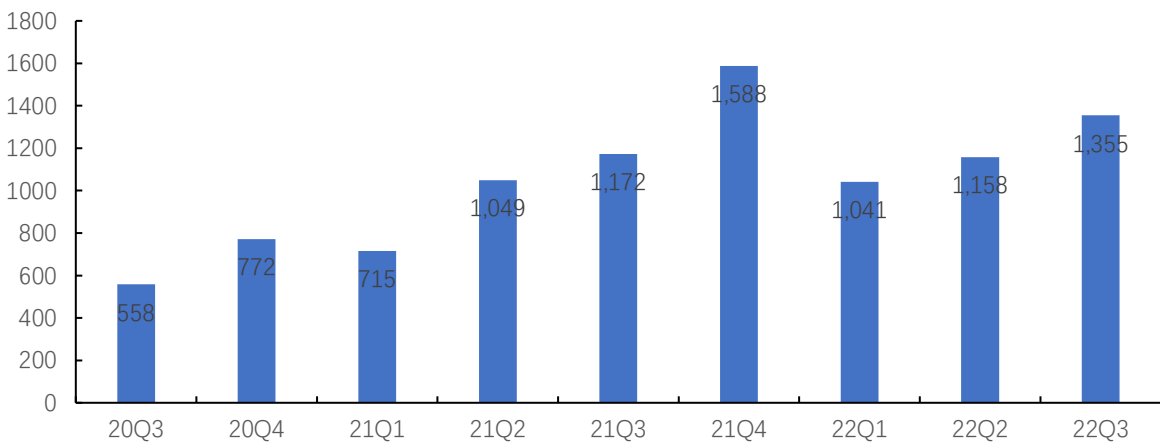
图 79：中视频赛道 DAU 增长趋势（万人）


资料来源:QuestMobile, 信达证券研发中心

图 80：中视频赛道人均单日使用时长趋势（min）


资料来源:QuestMobile, 信达证券研发中心

我们认为 B 站在中视频赛道的用户、创作者、社区氛围等方面的全面优势仍然非常明显，日活用户和单 DAU 日均时长仍有较大的提升空间。公司也强调未来会更注重日活层面的增长。同时，通过更新产品形式（如嵌入 story mode 短视频功能），优化社区内容（推出精品自制游戏和影视内容，以及引入更多和电商、消费相关的内容）和加强商业化能力（提升广告数据积累、算法和标签能力，挖掘用户电商消费潜力）等方面的努力，B 站整体多元化、以游戏和广告业务为主的商业化开发的前景仍然非常广阔。

图 81：B 站广告业务收入（单位：百万人民币）


资料来源:哔哩哔哩公司公告, 信达证券研发中心

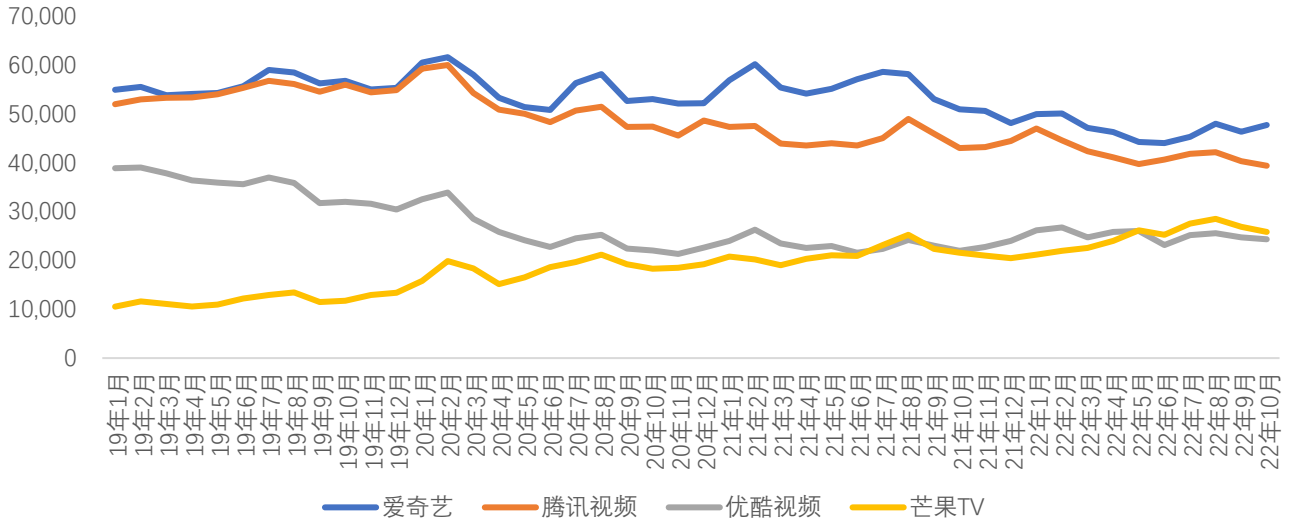
(3) 长视频平台：爱奇艺、腾讯视频引领行业，但整体流量仍呈下滑趋势

长视频平台的竞争格局仍呈现两强并立的形势，爱奇艺、腾讯视频通过持续上新仍然维持在行业的领先地位。但 2022 年由于重大事件节点导致新内容的数量和吸引力不足，月活和日活相比去年有所下滑。而优酷由于阿里集团对长视频的内容预算缩减更为激进，新作品数量和质量均不足，目前用户和时长整体均落后较多。此外，芒果 tv 凭借自身独特的内容自制能力，2022 年推出了《乘风破浪 3》等爆款作品，使得 App 月活水平持续有所增长。但由于爆款节目周期性明显，芒果 tv 的 DAU 整体波动较大，并没有出现持续上涨趋势。

从单用户时长来看，除了优酷平台外，长视频平台的 DAU 日均时长大约在 70-80min 区间左右波动（大约对应
 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 59

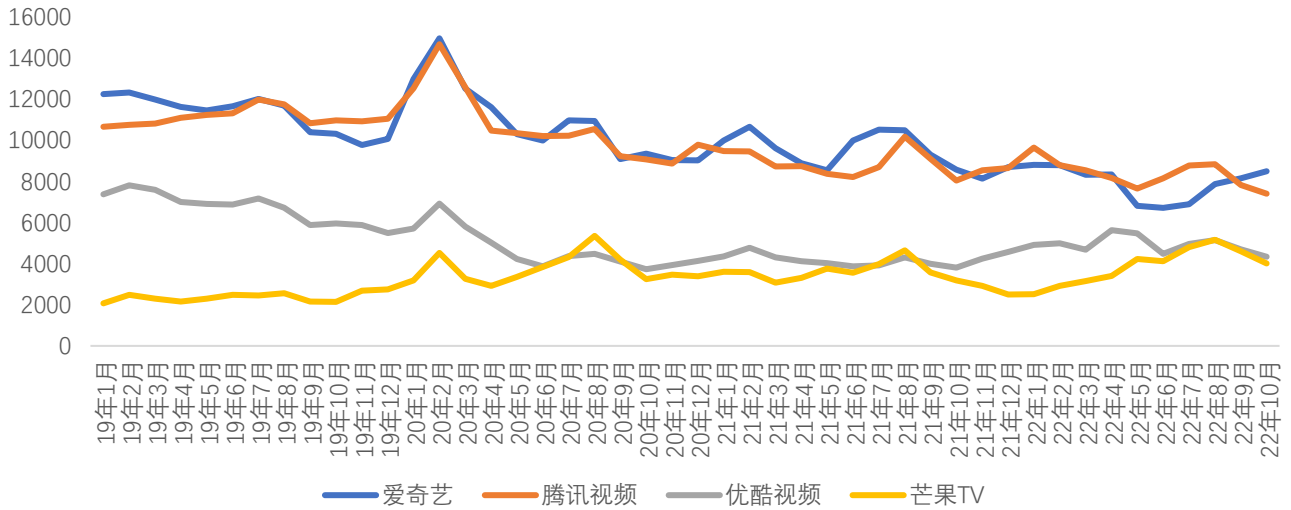
2集左右的电视剧时长),比较稳定,但明显低于抖音、快手、B站等。爱奇艺近期因《苍兰诀》等爆款作品的出现,DAU和单用户时长提升较快,但我们认为仍然主要是作品周期驱动,公司19年以来用户数持续下滑的趋势并未扭转。

图 82: 长视频赛道 MAU 增长趋势 (万人)

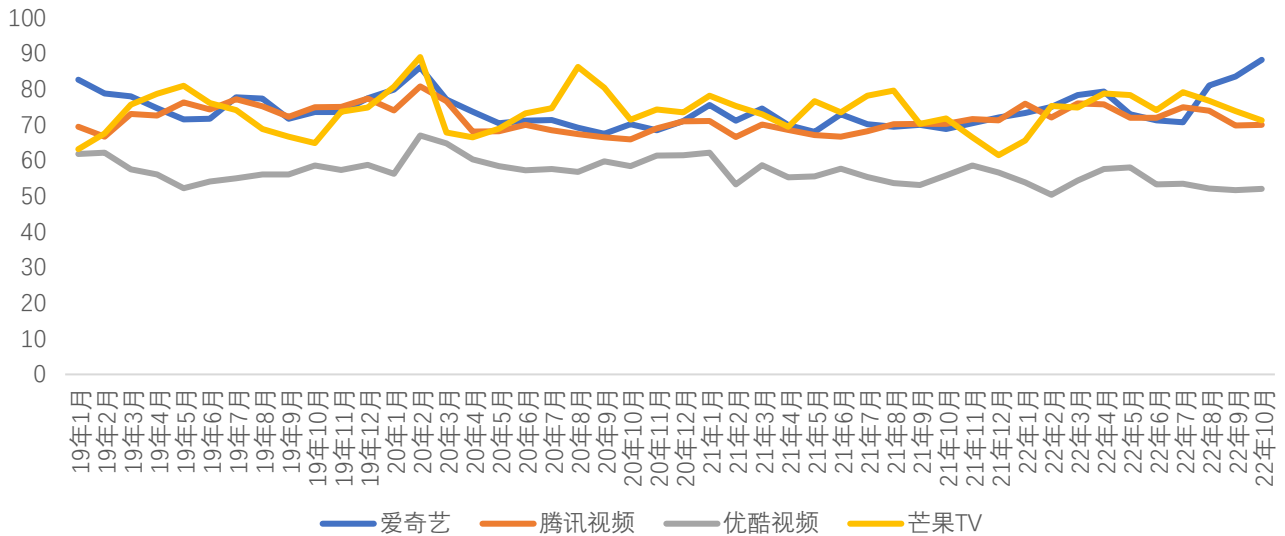


资料来源:QuestMobile, 信达证券研发中心

图 83: 长视频赛道 DAU 增长趋势 (万人)

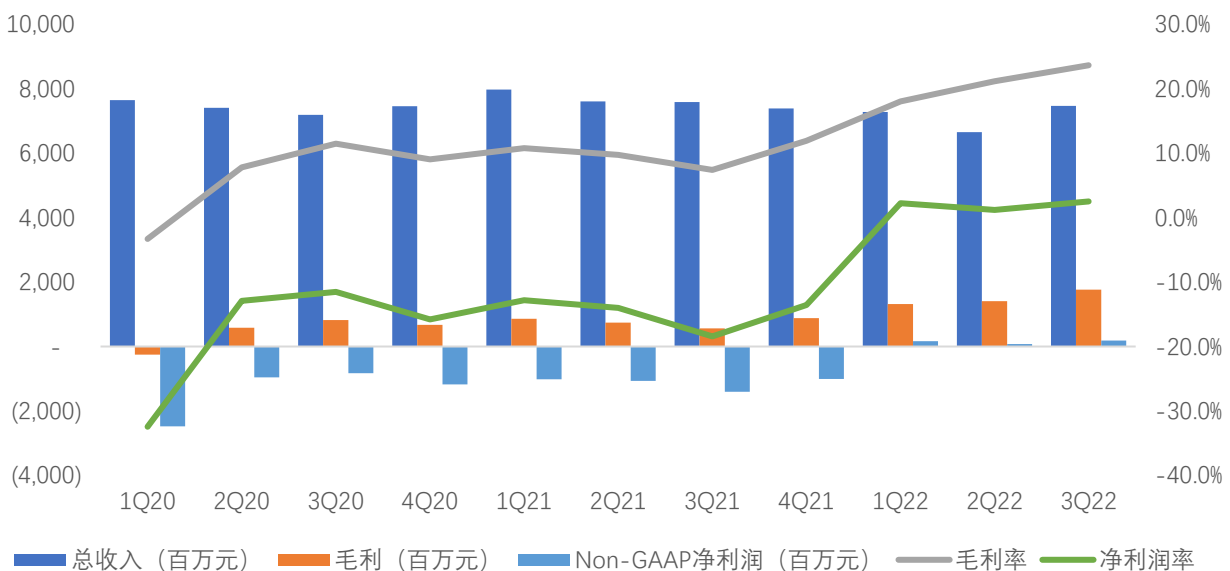


资料来源:QuestMobile, 信达证券研发中心

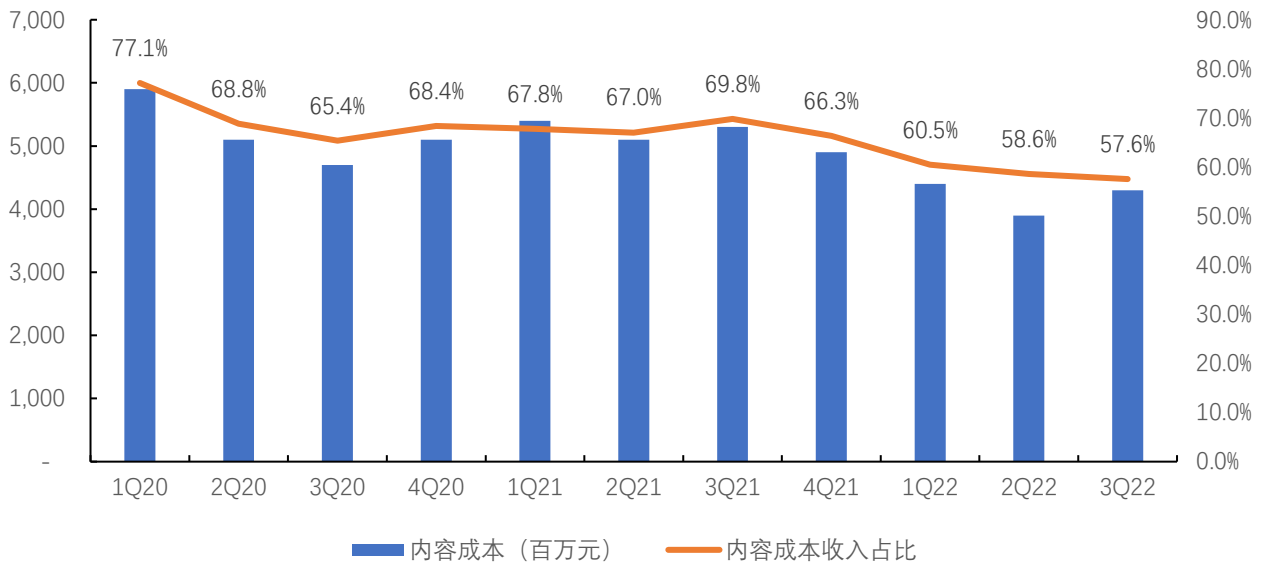
图 84：长视频赛道人均单日使用时长趋势 (min)


资料来源:QuestMobile, 信达证券研发中心

由于流量趋势较弱，以及宏观环境和作品审核层面的影响，作为长视频赛道的龙头，爱奇艺 2022 年的收入增长并不理想。但在利润端，随着公司降本增效的推进，尤其是对内容成本的管控，爱奇艺的利润率有了显著改善：22Q3 公司毛利率达到 21%，Non-GAAP 净利润率也由亏转盈，提升到 2.5%。我们认为公司在成本费用端的优化有利于减轻现金流层面的压力，随着 2023 年经济环境的恢复，以及更多新作品的陆续上线，公司的会员和广告收入均有望恢复增长，而利润率仍有进一步提升的空间。但更长期来看，我们仍对长视频赛道面临的激烈流量竞争，以及公司减少内容投入的情况下，用户和收入增长的持续性持谨慎态度。

图 85：爱奇艺毛利率、净利率 2022 年优化明显


资料来源:爱奇艺公告, 信达证券研发中心

图 86: 爱奇艺-内容成本和收入占比


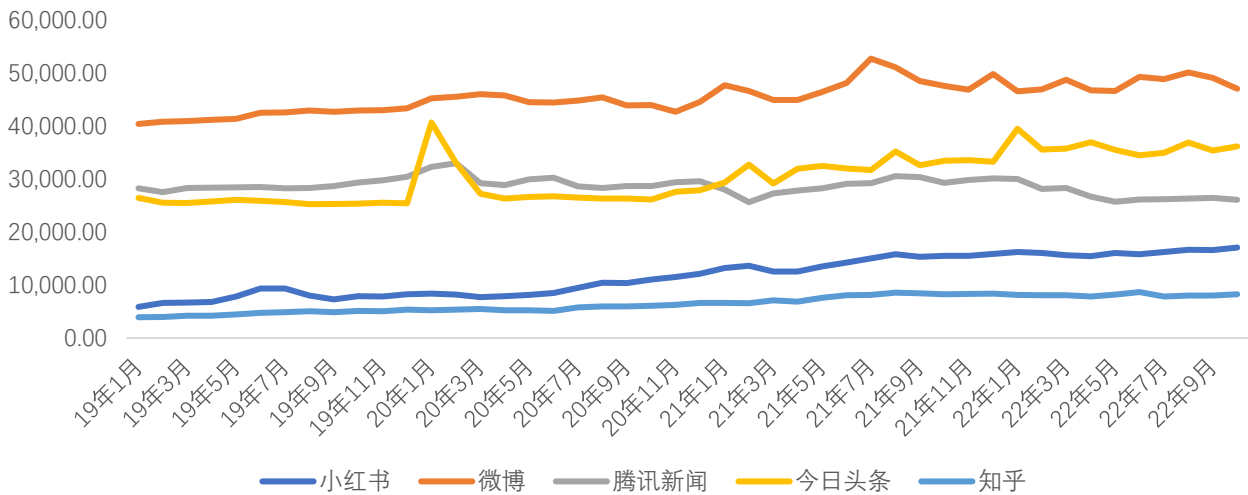
资料来源: 爱奇艺公告, 信达证券研发中心

(4) 图文媒体: 今日头条、小红书引领新闻类和社区类 App

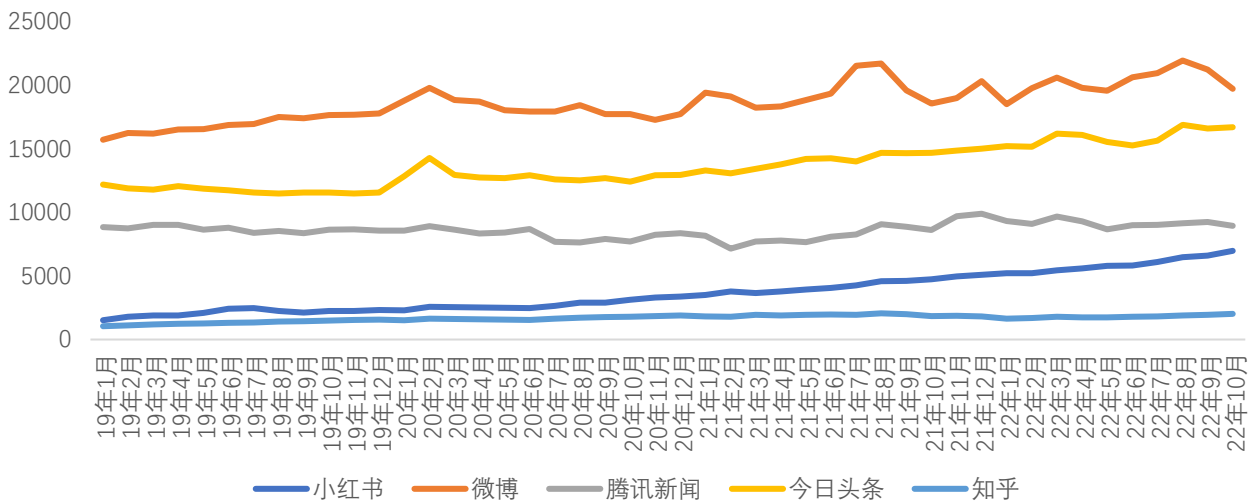
在月活 2 亿以上的图文媒体类 App 中 (主要是面向大众用户的新闻资讯类), 今日头条依然具有最强的流量优势, MAU 稳中有升, DAU 显著增长, 日均使用时长稳定在 80min 左右, 明显领先于竞争对手。而微博、腾讯新闻在行业竞争的影响下, 用户增长相对停滞, 获取新流量的能力不足。我们认为今日头条依靠字节跳动整体的大数据积累和算法能力, 能为用户推送更加符合其个性化需要的图文资讯内容, 用户体验和粘性好于微博和新闻门户等传统产品形式, 广告商业化价值也明显更高 (2021 年广告收入: 今日头条 450 亿元, 微博 138 亿元)。

在月活 2 亿以下的图文媒体类 App 中 (主要是面向垂直用户的兴趣社区类), 小红书是流量增长最为显著的平台, DAU 和日均时长均快速提升, 是互联网行业的又一匹“黑马”。相对于微博、知乎等以娱乐/新闻类或知识类内容为主的平台, 小红书更像是“生活的百科全书”, 以摄影图片、各种经验分享、消费品测评“种草”为主的内容更“接地气”, 更符合年轻用户对美好形象和品质生活的追求。

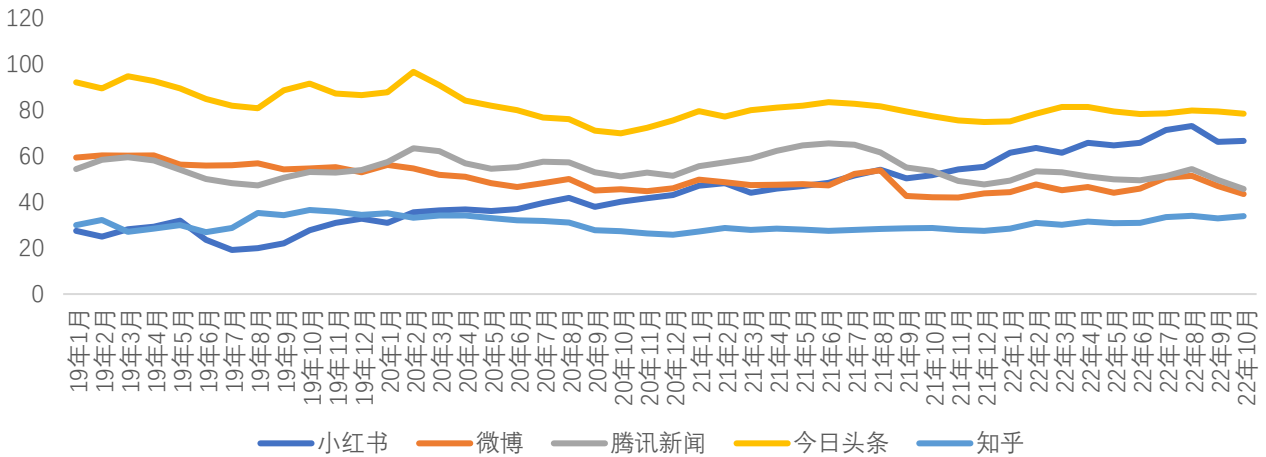
而从商业价值角度看, 由于小红书社区内容离消费行为更近, 目标用户的消费能力和意愿也更强, 因此其流量具有较高的商业价值潜力。我们认为小红书是图文类社区中流量增长和单位流量商业化价值前景最好的平台, 预计未来其广告收入规模也将处于图文媒体的前列。而除了图文内容以外, 小红书也在引入短视频、直播、货架电商等更多产品形式, 未来多元商业化的探索空间十分广阔。

图 87：图文媒体类赛道 MAU 增长趋势（万人）


资料来源:QuestMobile, 信达证券研发中心

图 88：图文媒体类赛道 DAU 增长趋势（万人）


资料来源:QuestMobile, 信达证券研发中心

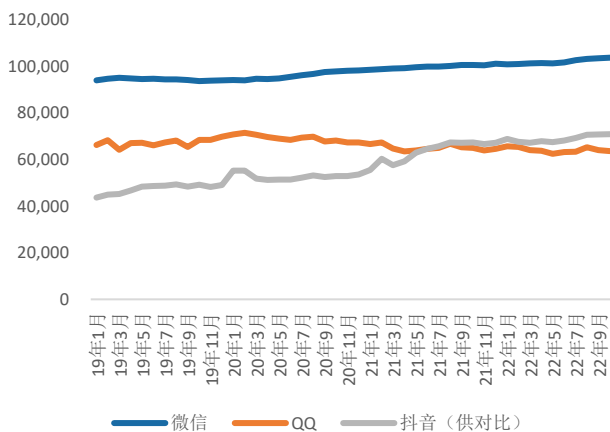
图 89：图文媒体赛道人均单日使用时长趋势 (min)


资料来源:QuestMobile, 信达证券研发中心

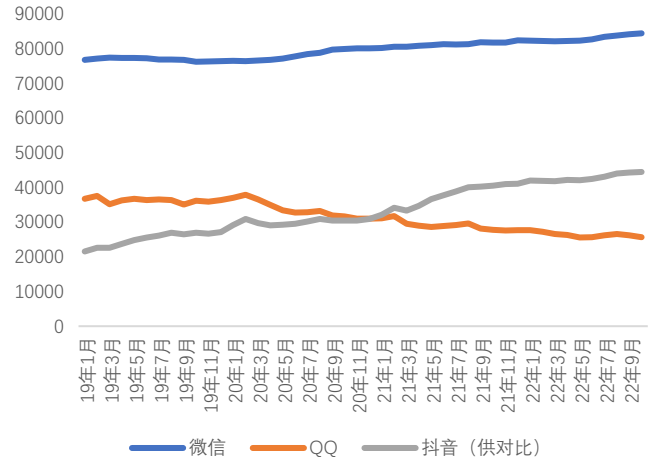
(5) 即时通讯：微信仍然是较难撼动的超级流量平台

即时通讯 (IM) 仍然是互联网平台中具有最强网络效应的应用，头部平台的领先优势较难撼动。腾讯微信此前的威胁并非来自于赛道内部，而是来源于另一个超级流量 App - 抖音的崛起。但我们观察到 2022 年以来，微信整体的 MAU、DAU 和单用户时长重新恢复了一定程度的增长，而抖音虽然也保持较快增长，但增速有所放缓；两者增速的此消彼长使得抖音对微信在流量端的冲击明显减弱。

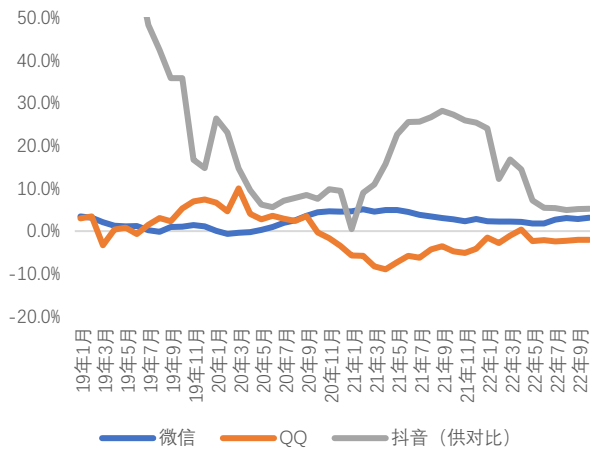
而在单用户时长方面，微信近期也有明显提升，DAU 日均时长超过 90min，缩小了和抖音的差距。我们认为除了核酸二维码小程序等可能的外部因素外，微信视频号、直播业务的快速发展可能也对时长的提升起到了重要作用。用户和时长的稳中有升使得微信依然成为移动互联网中稳居第一、较难撼动的超级流量平台。

图 90：微信、抖音、QQ MAU 对比 (万人)


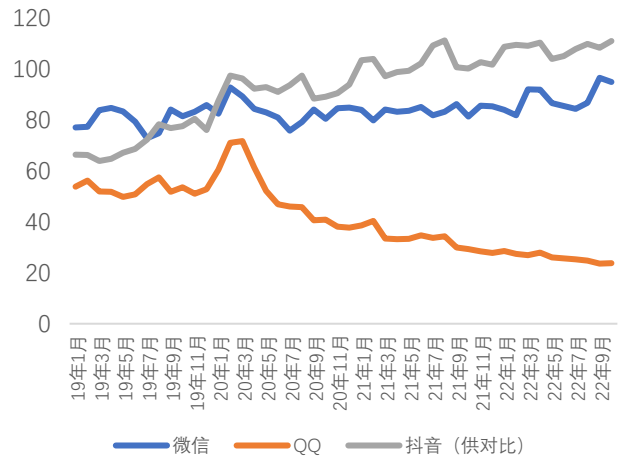
资料来源: Questmobile, 信达证券研发中心

图 91：微信、抖音、QQ DAU 对比 (万人)


资料来源: Questmobile, 信达证券研发中心

图 92: 微信、抖音、QQ DAU 增速对比 (%)


资料来源: Questmobile, 信达证券研发中心

图 93: 微信、抖音、QQ 人均单日使用时长趋势对比 (min)


资料来源: Questmobile, 信达证券研发中心

2021年7月,视频号开启商业化变现。我们认为未来视频号有望在用户体验与变现之间实现平衡,通过流量增长,以及逐步提高广告加载率产生更多的广告收入。预计随着流量和单位流量价值的进一步增长,视频号广告的中期收入空间可达400亿元,成为腾讯广告业务未来持续增长的重要驱动力。

表 19: 视频号广告业务空间测算

	2022	2025E
DAU (亿)	3.5	6.0
使用时长 (分钟)	35	60
Ad Load	1%	7%
每分钟 feeds 条数	2	2.0
ecpm (元)	38	25
年收入 (亿元)	29	391

资料来源: 信达证券研发中心

3.1.3 “时间型” App 的单位流量价值分析

我们从广告加载率 (Ad Load) 和单位广告价格两个角度出发,分析比较各类“时间型”App 单位流量价值的现状和提升空间。

(1) Ad Load 角度

我们主要观察各 App 的广告加载率上限和当前水平。

理论加载率上限: 从各种产品形式看,短视频产品的 Ad Load 理论上限最高,其次是图文、中视频产品 (B 站由于不做贴片广告,整体 Ad Load 上限较低),长视频的 Ad Load 上限最低。微信不同功能板块的 Ad Load 上限不同,即时通讯板块为 0,朋友圈较低,而公众号、小程序、视频号等产品相对较高。

表 20：各类型“时间型”App 的理论 Ad Load 上限及测算方法

产品形态	代表产品	人均单日时长	最大广告插播比例	理论 Ad Load 上限
短视频	抖音、快手	约 100min	每 4 条内容插入一条商业化内容	25%
中视频	B 站、西瓜视频、YouTube	约 80min	假设 2/3 时间在视频内，贴片广告：每 1 条 UGC 视频（平均时长约 10min）插入 1min 左右的贴片广告； 假设 1/3 时间在视频外，信息流广告：每 6 条 feeds 插入一条广告	贴片广告部分 10%（B 站不做贴片广告，为 0），信息流部分 16.60%，整体 12.2%（B 站 5.6%）
长视频	爱奇艺、腾讯视频、芒果 tv	约 80min	贴片广告：每一个剧集（约 40min）插入一条 2min 左右的贴片广告	4%（假设 4/5 用户非会员）
图文媒体	微博、小红书、知乎	约 60min	图文信息流广告：每 6 条 feeds 插入一条广告	16.60%
即时通讯	微信	约 80min	IM 部分不能插入广告；朋友圈部分考虑到用户体验，只能插入少量广告（最多大约 1 天 6 条）；公众号、小程序、视频号等部分广告加载率可以更高	微信 IM 为 0；朋友圈约 1.5%；公众号 16.6%；视频号上限可达 25%。

资料来源：信达证券研发中心整理

实际加载率和提升空间：

短视频：从目前实际的短视频产品广告加载率看，抖音 > 快手 > 微信视频号，主要由于三个产品的广告货币化启动时间不同。我们认为竖屏短视频产品整体的广告加载率上限在 25% 左右，因此三者的 Ad Load 均仍有一定的提升空间，但抖音的提升空间相对较小，快手仍有一定的空间，而微信视频号的提升空间最大。

中视频：中视频 Ad Load 加载率上限整体低于短视频，而从目前加载情况看，西瓜视频有部分的贴片广告，B 站则完全没有，因此整体 Ad Load 西瓜视频 > B 站。由于 B 站坚持不做贴片广告，因此只能在信息流部分提升加载率，整体 Ad Load 天花板相对较低。但另一方面，B 站可以凭借 story mode 中的短视频内容开拓新的广告库存。

长视频：加载率天花板低，且目前只对非会员用户有贴片广告。随着长视频整体流量份额的下滑，以及互联网广告更多向效果类迁移，长视频广告的 Ad Load 已经整体处于供过于求的状态，天花板和提升空间均不高。

图文媒体：feeds 图文信息流产品的广告加载天花板也比较高，但为了保障用户体验，不能将实际加载率提到太高的水平。但其中今日头条比较特别，因其推荐算法更加精准，且用户和内容属性相对下沉，决定了用户可以忍受较多的广告内容，因此广告加载率可以明显高于其他图文媒体。其余平台来看，微博、腾讯新闻的广告加载率目前已经处于较高水平，未来提升空间不大。而小红书作为黑马媒体，流量增长较快，商业化也已经起步，未来仍拥有一定的加载率提升空间。

微信：受限于用户体验要求，占据主要时长的即时通讯功能部分完全不能加载广告；朋友圈广告的整体加载率天花板也比较低，目前已经达到了 1 天 5 条，未来提升空间比较有限。而公众号、小程序、小游戏、搜索广告也可以做一定的拓展，但流量体量无法和朋友圈相比，广告收入贡献有限。但视频号作为竖屏短视频形式，广告加载率上限明显较高，可以为微信开拓出新的广告货币化空间。

综合来看，我们认为由于产品发展阶段和商业化程度的不同，微信视频号处于广告变现的早期，Ad Load 提升空间最大，快手、B 站、小红书等黑马平台处于广告变现的中期，仍具有一定的 Ad Load 提升空间，而朋友圈、抖

音、微博、今日头条、西瓜视频、爱奇艺等成熟平台处于广告变现的后期，Ad Load 提升空间有限。

(2) 广告单位时间价格角度

广告单位时间价格取决于展示效果、投放精准度、用户消费能力和供需情况等多种因素，但一般来说，流量增长快、展示和转化效果好，需求旺盛而库存有限的平台价格较高且提升较快，流量增长慢、广告效果差、需求较少而库存过剩的平台价格较低且提升较慢。

为了统一标准，我们只比较各平台效果广告产品的单位时间 ecpm 和提升空间：

短视频：以效果类广告为主，由于展示效果好、数据标签和算法精准，整体广告价格水平高。目前视频号 > 抖音 > 快手，但视频号仍处于早期放量阶段，库存供给相对不足，未来库存增加后单价将可能有所回落。抖音高于快手的原因在于更强的算法匹配精准度，以及抖音用户群体相对更强的消费能力。但总体来讲，三家平台的短视频广告均处于供不应求的紧平衡状态，广告单价提升空间较大。

中视频：介于短视频和长视频平台之间。B 站目前仍以品牌类广告为主，而效果广告主要是 feeds 信息流形式，展示效果和算法精准度一般，更多是结合品牌、商单广告等产品做整合营销方案，单独投放效果广告的转换效率欠佳。因此 B 站的效果广告 ecpm 水平不高，提升速度也较慢。

长视频：效果广告以 feeds 信息流为主，用户停留时间少，数据标签和算法能力不足，整体价效果和格较都较差，也无太大提升空间。

图文媒体和即时通讯：ecpm 整体不如短视频，但平台间差异较大，主要取决于用户群体的消费能力，以及平台的数据标签和算法能力等因素。目前大致排序是朋友圈 > 今日头条 > 小红书 > 微博 > 知乎 > 百度信息流。比较而言，朋友圈、今日头条、小红书等平用户触及面广、更得到消费类广告主的认可，未来单价提升空间更大。

综合来看，我们认为抖音、微信朋友圈作为两大主流效果广告平台面临供需紧平衡，ecpm 处于行业较高水平，预计未来价格将持续增长。B 站、小红书、快手等新兴媒体的广告单价相对较低，对广告主处于流量红利期，但随着用户群体的拓展，以及数据标签、算法能力的提升，广告价格水平也将有所提升，但上限不及抖音、朋友圈等主流平台。而长视频、知乎、百度信息流等平台因流量增长缓慢、广告效果一般，整体供给相对过剩，价格水平可能停滞或下降。

3.1.4 “时间型” App 广告价值增长潜力总结

平台广告收入 = 总流量 * 单位流量广告价值。我们认为“内容吸引力和用户基数决定流量增长潜力，媒体形式决定单位价值增长潜力”，因此将主要的“时间型”App 按以下标准划分到以下四个象限：

(1) 流量增长潜力大，单位流量价值潜力高（第一象限）

对应新兴的大体量平台，业务增长依靠流量增长和单位流量价值提升双驱动，比如早期的抖音，以及目前的微信视频号、海外 tik tok 等产品。视频号作为面向主流人群的短视频产品，我们预计未来其单位流量价值将与抖音和快手相当，而目前刚开始商业化开发，整体仍有较大的增长空间；而依托微信体系的导流扶持，以及视频号直播业务对时长的拓展，视频号的流量增长空间也较大，因此未来有望创造出较大规模的广告收入。

(2) 流量基数大、增长潜力小，但单位流量价值增长潜力高（第二象限）

对应头部成熟平台，抖音、微信朋友圈、快手等，业务增长主要靠单位流量价值提升驱动，即继续深挖现有流量，提升广告产品综合能力，拉动 Ad Load 和 ecpm 增长。抖音、微信朋友圈流量格局稳定，是当前互联网广告预算投放的主流平台，未来将长期受益于行业大盘发展；随着平台流量和 Ad Load 逐渐饱和，更多客户的涌入将造成平台广告产品出现供不应求的趋势，因此广告单价中长期有望持续上涨。由于用户属性和广告技术的差距，相比于抖音、微信朋友圈，快手广告的 ecpm 水平相对较低，但也意味着目前公司广告产品的性价比较高。未来随着公司对广告业务能力的继续优化，快手单位流量价值仍有较大的提升潜力。

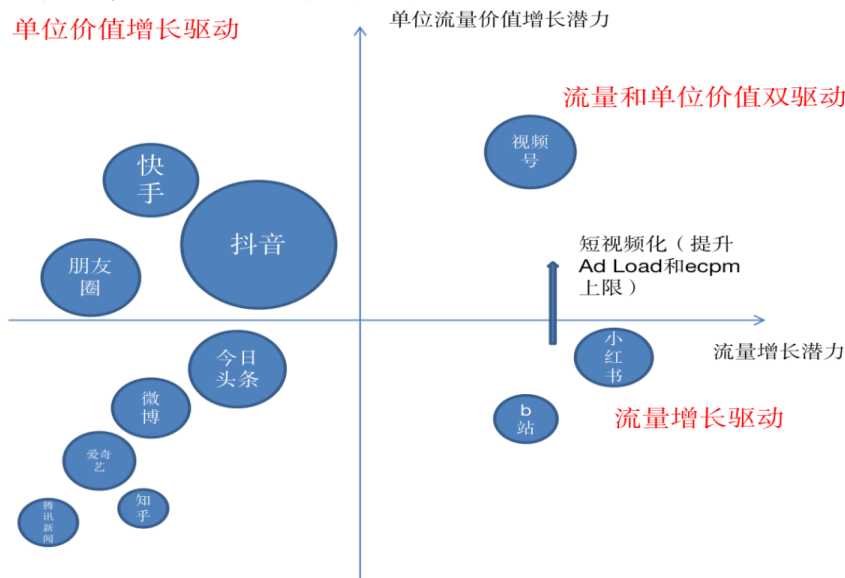
(3) 流量增长饱和，单位流量价值饱和（第三象限）

对应传统的图文、长视频平台，如微博、腾讯新闻、爱奇艺等，流量和单位流量价值均无较大的提升空间。这些平台产品和生态比较成熟，用户整体增长放缓或流失，广告产品效果也不够吸引人，单位价值较低且饱和。预计这些平台的广告业务将呈现量价齐跌的下滑态势，未来增长将低于互联网广告行业的平均水平。

(4) 单位流量价值天花板低，但流量增长潜力大（第四象限）

对应流量快速增长的黑马型平台，如 B 站、小红书等，未来将主要依靠流量增长驱动广告业务的发展。作为以图文类或中视频类内容为主的平台，这些平台广告业务的 Ad Load 和 ecpm 上限都低于短视频平台，因此单位流量价值的天花板较低；但由于平台用户和时长增长很快，未来它们将主要依靠新增流量驱动广告业务增长。而我们也注意到，B 站和小红书等平台也已经在尝试增加竖屏短视频内容的占比，这将有望提升平台整体的单位流量广告价值，打开更大的广告变现空间。

图 94：流量增长潜力和单位流量价值增长潜力象限图



资料来源:信达证券研发中心

注：横轴代表流量增长潜力，纵轴代表单位流量价值 (Ad Load*ecpm) 增长潜力，圆圈大小代表当前应用的大致流量规模

从以上象限图出发，我们对时间型 App 未来的广告价值潜力判断如下：

- (1) 最看好微信视频号，流量增长空间大，单位流量价值提升潜力大，有望打造出一个新兴的大体量广告平台。
- (2) 其次看好黑马型平台：B 站、小红书等，作为中视频、图文形式为主的媒体，单位流量价值潜力低于短视频平台，但流量增长快、空间大，聚集了行业稀缺的新用户资源，将获得更大的广告预算份额。而单位流量价值也有望依靠短视频内容占比的提升而突破上限。
- (3) 再次看好抖音、微信朋友圈等主流平台，流量增速放缓但地位稳固，Ad Load 仍可提升但空间有限，随着供需矛盾的加剧，未来将主要依靠价格增长驱动，保持接近或略高于行业整体的增长。同时，我们也看好快手的

广告业务前景，虽然其流量增长潜力有限，但 Ad Load、ecpm 均低于抖音，在短视频广告中性价比较高，未来单位流量价值提升空间也较大。

(4) 微博、长视频、新闻门户等传统平台的广告业务，平台用户流量增长缓慢或下滑，Ad Load 饱和，ecpm 维持在较低水平难以增长，广告业务可能持续丢失份额。

3.2 “交易型” App 和泛电商行业的分析框架

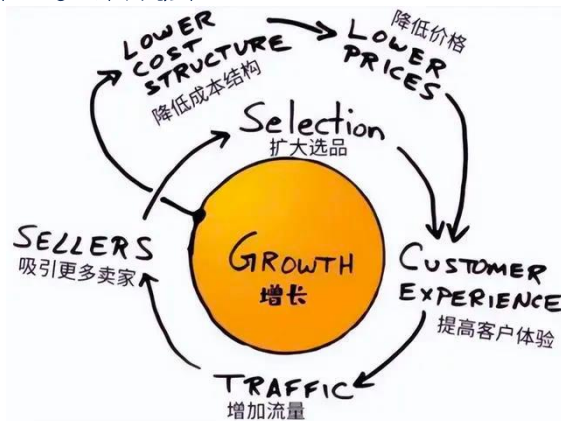
“交易型” App 更接近官方提到的“平台经济”，供需双方通过互联网平台的中介，依靠双边网络效应形成大规模交易，平台则主要通过佣金抽成，或商家内循环广告的方式创造收入。“交易型”平台创造了一个虚拟空间的市场，帮助买卖双方完成商品或服务的信息对接、撮合、履约、交割全过程，因此本质上是商品和服务的线上化渠道，业务属性更接近“零售”行业。

衡量交易型平台商业化价值的基本公式如下：

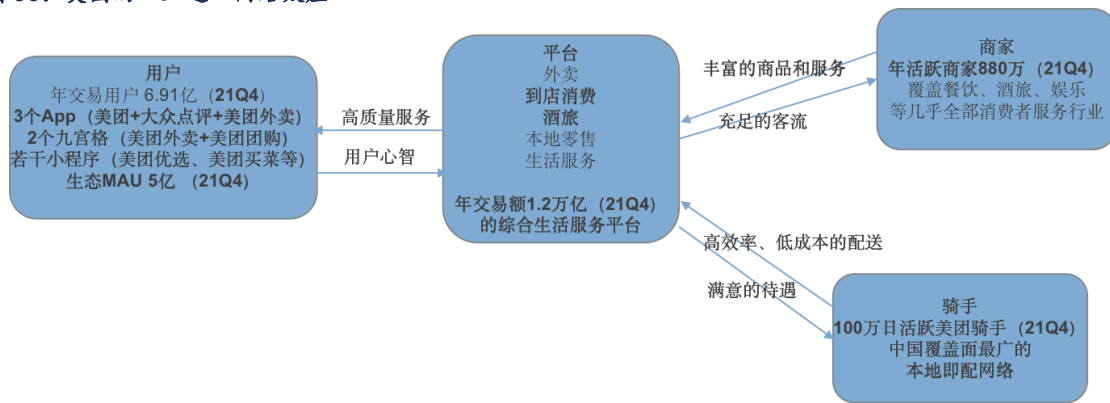
$$\begin{aligned} \text{平台收入} &= \text{GMV (交易额)} * \text{take rate (抽成比例)} \\ &= \text{AAC (年活跃买家)} * \text{客单价} * \text{频次} * \text{take rate}。 \end{aligned}$$

典型的平台经济模式，是通过 c 端需求撬动 b 端供给，因此平台用户越多、使用越高频，能吸引的商户资源也就越多。供需双方的聚集使得平台的“双边”网络效应发挥作用，形成用户、商户和交易额增长的飞轮，使得头部平台具有规模和效率的巨大优势。对于绝大多数第三方平台，履约环节（物流、支付等）已经成为基础设施，平台的规模和竞争优势主要来自于流量端，即平台对用户的吸引能力。从用户角度看， $\text{GMV} = \text{AAC} * \text{客单价} * \text{频次}$ ，而 AAC 和频次都与流量端的用户、时长、粘性优势有关，而客单价则与商品/服务的属性、平台定位等因素相关。而对于一些使用公共服务难以完成履约的行业，如餐饮外卖、房产经纪等，线下履约、服务体验方面的“重资产”则成为平台在“双边”网络优势之外更强的一道竞争壁垒，或者可以称之为形成了一个“三边”网络效应。

图 95：亚马逊的增长飞轮（“双边”网络效应）



资料来源：36 氪 Pro，信达证券研发中心

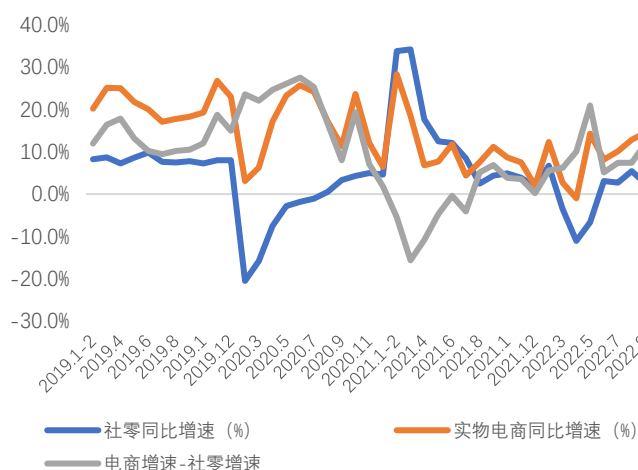
图 96：美团的“三边”网络效应


资料来源:信达证券研发中心

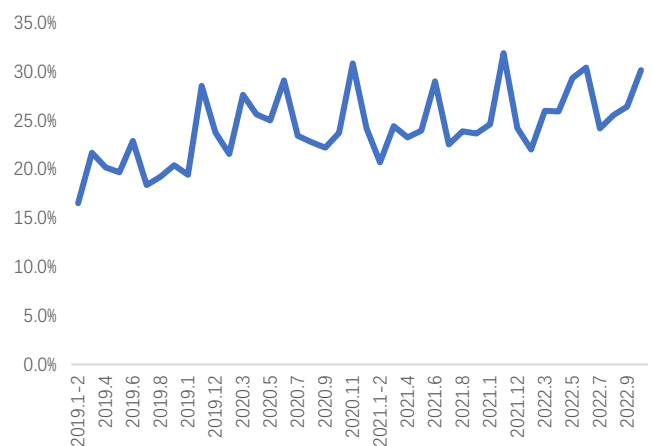
而 Take rate 则取决于平台的商业模式、市场地位、业务规模、流量转换效率等，反映了平台对于商户的议价能力。因此，我们衡量“交易型”App 的增长和盈利潜力，需要全面考察平台所在赛道的行业空间、线上化率水平、竞争格局，各平台流量、履约、体验方面的竞争优势，用户和 GMV 规模及增速，以及平台 take rate、盈利水平及趋势等因素。

3.2.1 电商行业

电商行业是平台经济中体量最大、最重要的分支，也是社会消费品流通中最重要的新兴渠道。电商行业面对的是 40 万亿规模的庞大的消费品零售行业。尽管疫情严重影响消费行业整体，但也客观催化了零售线上化率的进一步提升，电商行业的整体增速在疫情期间持续高于社零增速。同时，疫情环境也加速了直播电商、即时零售、私域电商、社区团购等各种新兴电商业态的发展和创，进一步突破了原有货架电商模式的边界，提升了电商行业整体的效率和覆盖面。

图 97：电商和社零增速对比


资料来源:国家统计局, 信达证券研发中心

图 98：实物电商渗透率%


资料来源:国家统计局, 信达证券研发中心

按照产品形态，电商平台可以分为：

(1) 图文货架电商：传统的以搜索、类目展示或图文信息流为主要陈列方式的平台，如淘宝（天猫）、京东、拼多多、唯品会、当当等。展示效果偏静态陈列，人为动销的成分较少，主要依靠消费者的主动搜索完成人和货的对接，侧重商品类目的丰富度以及完成交易的高效率。但为了与内容电商相抗衡，货架电商平台也在增加自身的内容、社交、游戏成分占比，如拼多多的“拼小圈”“多多果园”，淘宝的直播电商和“逛逛社区”等。

(2) 直播电商：以短视频和直播带货为主要形式的电商，是短视频平台带来的电商行业营销方式的重大革命，在传统的货架电商体系外引入视频化内容和“人”的因素，通过释放KOL的动销能力提高整个电商行业的周转率。典型的短视频和直播电商平台有抖音、快手、点淘等，典型的KOL和MCN机构有李佳琦、罗永浩、辛巴、东方甄选、遥望网络等。

(3) 近场电商（即时零售和社区团购）：这是疫情条件下迅速兴起的基于本地供应链的新型电商模式，主要针对生鲜和快消品领域对时效性的要求而做出创新。物流环节采用骑手及时配送网络或社区团购自建的简易物流网络，而非采用传统快递网络，提升了配送的时效性。业态种类较多，包括前置仓、前店后仓、配送平台、社区团购等，满足不同市场、不同用户对生鲜、快消品或其他追求时效性的需求。典型玩家包括美团的闪购和优选、京东到家、多多买菜、盒马、叮咚买菜等，以及达达、顺丰同城等配送服务商。

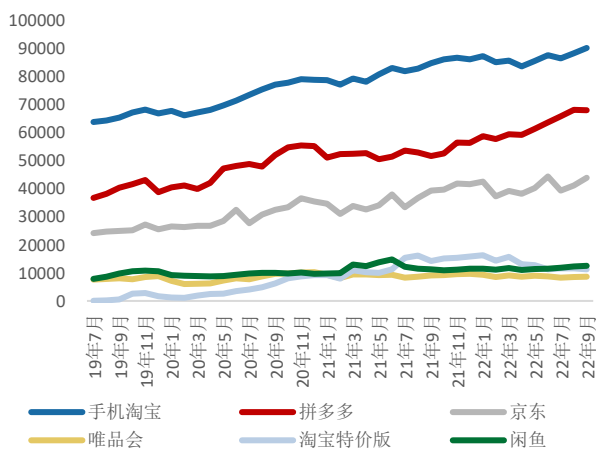
整体来看，由于拥有全面的SKU覆盖，以及较高的交易效率，我们认为货架电商仍将是未来电商行业的主流。但与此同时，短视频和直播电商、近场电商（即时零售和社区团购）针对货架电商模式此前的部分不足（如静态呈现效果不佳、长尾商品动销慢、无人问津；商品配送时效慢、成本高）进行了重要的模式创新，创造出了差异化的购物体验，正处于快速发展阶段。我们认为未来这两个新业态的增速将高于电商行业整体。

下面我们分别来分析各种电商业态的流量格局、GMV格局、收入和利润等因素，寻找出具有竞争优势的电商平台。

(1) 货架电商：拼多多仍然是流量端最活跃的电商平台

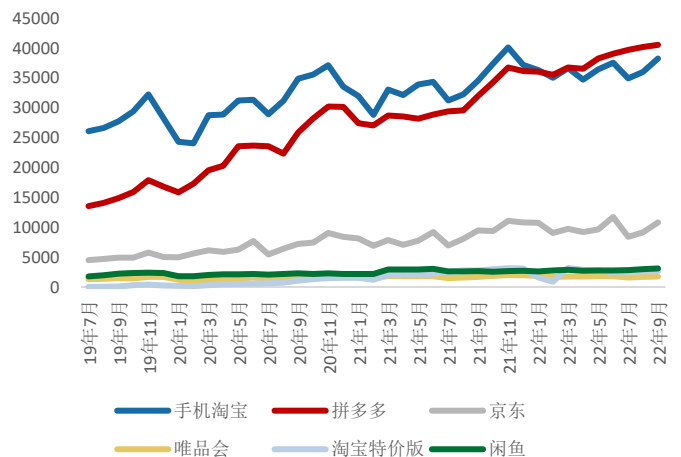
凭借低价的吸引力、微信社交裂变流量、游戏玩法等方式，拼多多虽然月活增长放缓，但DAU和时长仍然维持在较高的水平。相比而言，淘宝App基数高，日均时长较高，但增长相对饱和，缺乏新的流量来源；京东由于品类结构偏向家电3c，整体消费频次仍然较低，用户不够活跃，流量资源相对弱势。但京东以供应链和物流能力为核心，体验胜在商品和服务的“快”和“好”两方面，更偏向零售行业的业务特点。

图 99：货架电商 MAU 趋势（万人）

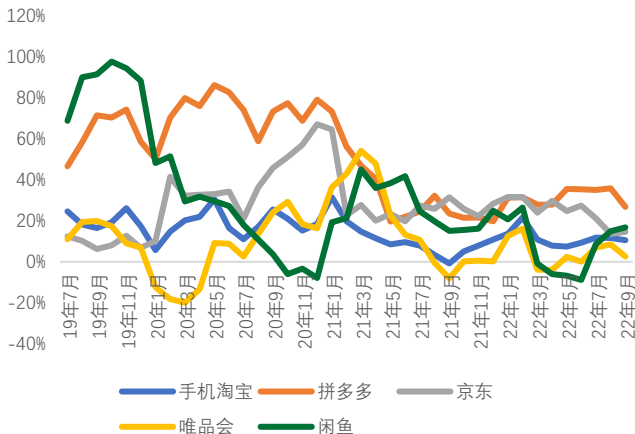


资料来源：Questmobile，信达证券研发中心

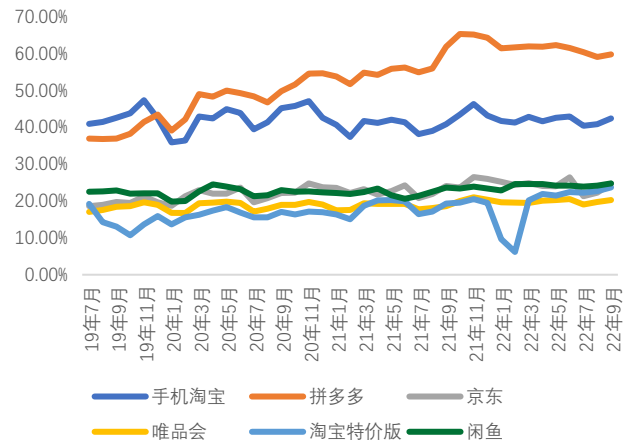
图 100：货架电商 DAU 趋势（万人）



资料来源：Questmobile，信达证券研发中心

图 101：货架电商 DAU 同比增速


资料来源: Questmobile, 信达证券研发中心

图 102：货架电商用户粘性 (DAU/MAU)


资料来源: Questmobile, 信达证券研发中心

从 GMV 角度看，以拼多多为代表的低价、社交电商和以抖音为代表的直播电商仍在不断增加市场份额；京东凭借自身的物流和服务体现优势仍然维持稳定的份额；阿里巴巴相对疲软，份额仍处于下降通道。

整体来看，我们认为淘宝面临短视频平台和拼多多在高、低两个方向的严峻挑战，二者势力凭借流量端的明显优势，以及在商业模式创新上的突出特点，继续挤占淘系电商的存量市场。

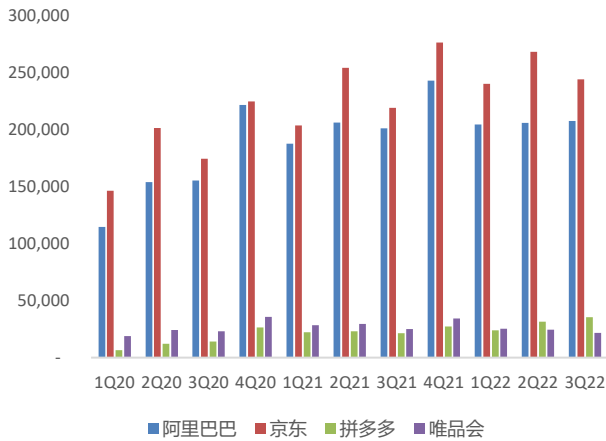
我们分析了货架电商平台主要公司的收入和利润表现情况，发现趋势基本和 GMV 一致。

阿里收入增长缓慢，利润率虽然 22Q2 起略有回升，但相比 20、21 年平均水平仍然明显下降，反映出阿里巴巴在竞争格局恶化的背景下，虽然通过降低费率、牺牲整体利润率水平以换取市场份额，但效果并不显著，公司 GMV 和整体收入增速表现仍然明显低于行业大盘；

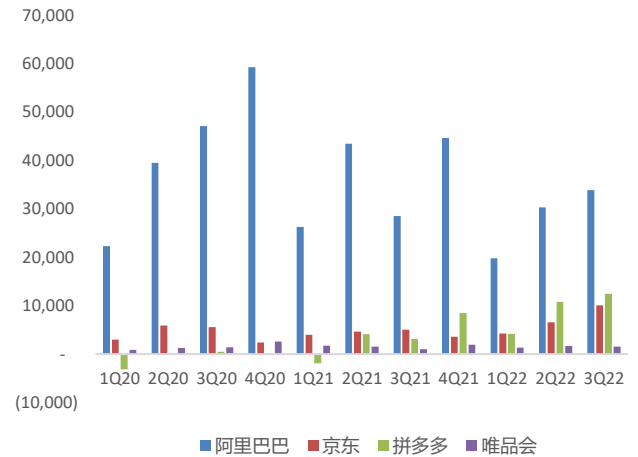
拼多多收入和利润率均表现强劲，在实现了收入快速增长的同时利润率实现了从亏损到稳定盈利的转变，22Q3 更是达到了 30% 以上，已经具有稳定的盈利能力；

京东收入增速受大环境影响逐渐放缓，但介于阿里和拼多多之间，与行业增速接近；而随着降本增效的推进，尤其是对京喜拼拼等新业务的减亏，公司利润率提升较快，22Q3 单季度调整后净利润突破 100 亿元，与拼多多接近；

唯品会因缺乏流量收入增速逐渐放缓，表现最差，但仍维持了比较稳定的利润率。

图 103: 四大货架电商季度收入 (百万元)


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

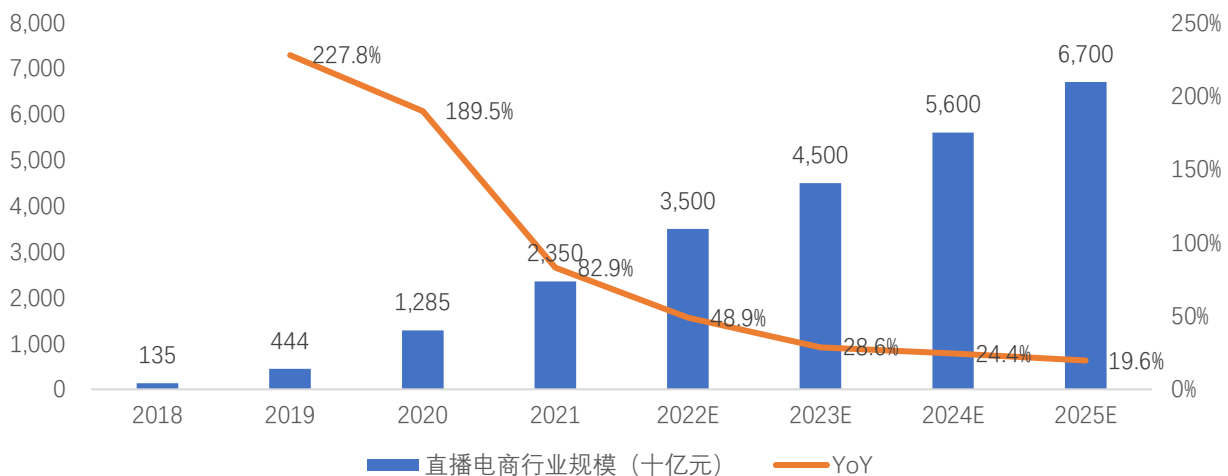
图 104: 四大货架电商 Non-GAAP 归母净利润 (百万元)


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

综合来看, 我们仍然看好拼多多在流量增长、GMV 和收入增长, 以及盈利能力方面的明显优势, 在三大货架电商平台中表现最为突出。

(2) 直播电商: 抖音仍然拥有最丰富的流量资源

直播电商的主要参与者是抖音、快手、淘宝直播三大平台。抖音、快手等平台仍然维持了较快的流量增长, 而且都将电商业务作为公司的重点方向给予大力扶持, 增加了电商直播和短视频相关内容的流量曝光度, 并大力发展电商商家的内循环广告业务, 因此二者的电商 GMV 和货币化收入均保持了较快增长。而淘宝平台虽然也发力直播电商, 但由于手机淘宝 App 整体流量增速放缓, 对直播电商业务的导流力度不足, 更多依靠大主播的个人魅力吸引用户, 整体生态没有抖音、快手直播电商健康。因此, 我们认为直播电商领域抖音、快手的流量端优势大于淘宝直播。GMV 分析: 抖音整体增速最快, 处于行业领先地位

图 105: 直播电商市场规模及增速


资料来源: 网经社, 信达证券研发中心

我们认为直播电商作为一种新型的电商业态，具有旺盛的生命力，2024 年行业整体 GMV 规模有望达到 5.6 万亿，成为电商行业大盘的重要组成部分。

其中，2021 年抖音电商 GMV 达到 8000 亿，2022 年依然保持了最快的行业增速，预计规模将达到 1.5 万亿。抖音凭借流量优势吸引了众多的网红达人、品牌、专业机构进入其直播生态，包括遥望网络、东方甄选、交个朋友等，通过内容电商和兴趣电商构建自身与众不同的电商消费体验。同时，作为短视频和直播电商后的下一条增长曲线，抖音也在发力货架电商业务，在产品展示和效率层面达成更好的平衡，进一步提升自身电商业务的天花板。

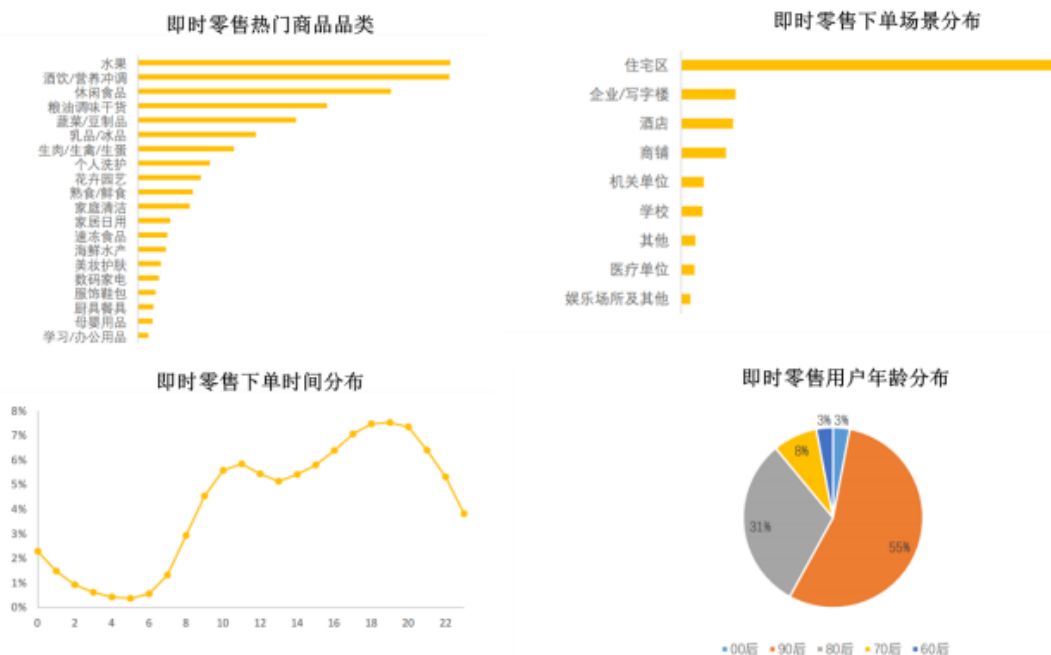
2021 年快手电商 GMV 达到 6800 亿，我们预计 2022 年将达到 9000 亿元的规模，后续仍将保持平稳的增长。不同于抖音以公域流量分发为主，快手围绕主播私域流量，进行信任电商体系的建设，使其内部 KOL 成为电商商品的信任背书者和流转节点。同时，快手大力发展“快品牌”战略，扶持更多的平台原创个人品牌发展壮大，和产业带电商、品牌电商相结合，挖掘更符合其用户特点的消费需求。

(3) 近场电商：交易场景决定流量优势

我们认为由于美团以外卖业务为主，整体的用户结构更偏高线市场，因此在侧重“快”的即时零售领域会更有优势；京东用户结构与美团接近，但由于 DAU 和单用户使用频次较低，在即时零售领域的整体流量优势不如美团。而拼多多由于用户偏重于下沉市场，与追求“省”的社区团购业务温和度较高，因此多多买菜在社区团购业务中的流量优势最大。主 App 的用户属性和交易场景，决定了这些平台探索近场电商业务的流量特点：美团、京东更适合即时零售，而拼多多更适合社区团购。

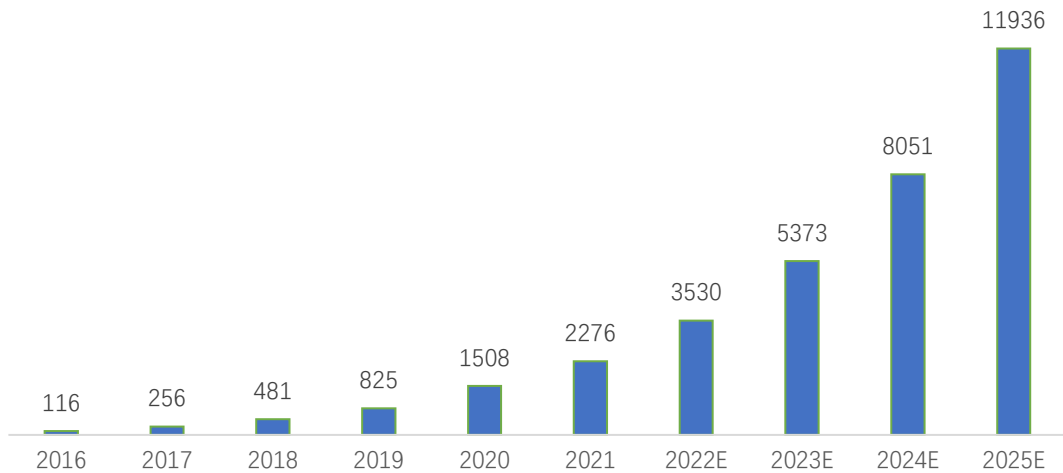
即时零售：美团闪购、京东到家等即时零售平台在疫情催化下增长迅速。我们测算主要即时零售平台的 gmv 规模和增速如下：

图 106：即时零售市场规模预测



资料来源:美团研究院, 信达证券研发中心

图 107：即时零售开放式平台市场规模增速（单位：亿元）



资料来源：《即时零售开放式平台模式研究白皮书》，信达证券研发中心

我们认为即时零售 2025 年有望达到 1.2 万亿的市场规模，而其中美团闪购、京东到家凭借各自的流量和履约优势，将成为行业主要的领导者。相比于偏重大商超品类的京东到家，美团闪购可以通过自身更快的骑手运力，以及与餐饮外卖需求更接近的用户群体，探索生鲜、商超之外的新品类、新模式，如便利店品类（闪电仓业务）、美妆、数码产品、宠物等，从而进一步打开业务的市场空间。即时零售是未来用户体验最便捷的零售方式之一，我们看好美团闪购、京东到家等平台服务，以及配套服务商达达、顺丰同城的发展前景。

社区团购：我们认为经过 2020-2021 年的大规模探索尝试，以及监管环境的收紧，各平台对社区团购业务的长期盈利前景趋于谨慎，因此整体对该业务表现出收缩态度，相比于业务规模增长，更加注重其减亏进度，如美团优选、淘菜菜等。而京东更是叫停了京喜拼拼业务。只有拼多多的多多买菜业务由于拥有较强的综合竞争力（流量优势、供应链优势、轻资产运营），目前仍被放在重要的战略地位，交易订单量和盈利情况都处于行业领先地位，未来有望持续引领行业增长。

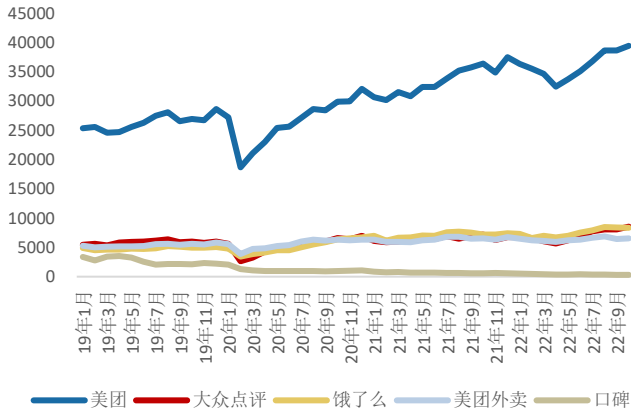
3.2.2 本地生活行业

互联网本地生活服务主要包括餐饮外卖、到店消费两大赛道，我们认为它们均处于发展的中期阶段，并且龙头企业——美团的竞争优势仍然非常明显。

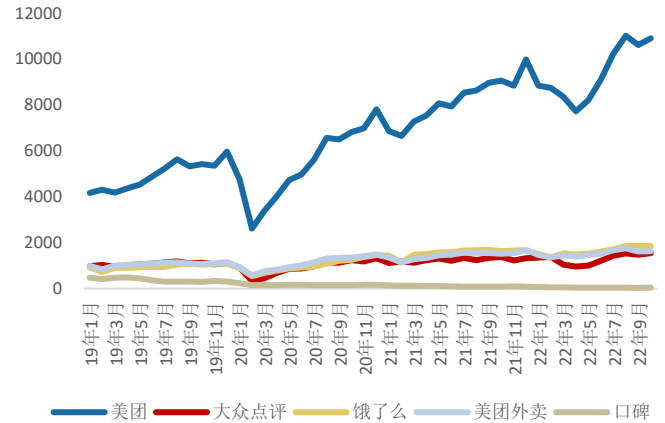
（1）餐饮外卖：美团和饿了么

行业空间：我们认为美团的餐饮外卖业务的订单量将在用户群体的扩大，以及核心用户频次的提升带动下实现较大增长，2021 年 33 次/人/年的外卖点单频次中长期仍有较大空间。

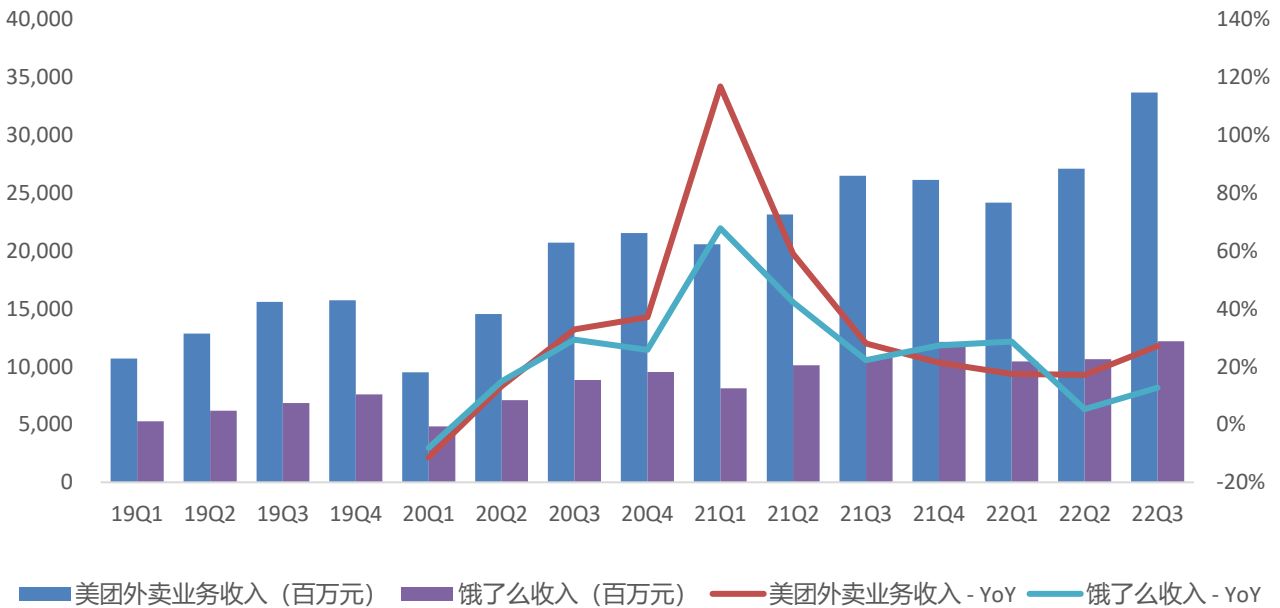
竞争格局：美团三端网络优势难以被颠覆，流量、供给、履约仍然全面领先。不仅流量端保持了明显优势，而且收入规模也持续领先饿了么。

图 108: 本地生活平台 MAU (万人)


资料来源: Questmobile, 信达证券研发中心

图 109: 本地生活平台 DAU (万人)


资料来源: Questmobile, 信达证券研发中心

图 110: 2019-2022 年美团、饿了么外卖业务收入及增速


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

未来展望: 2022 年由于疫情的影响, 美团外卖业务在供给、需求、运力端均受到比较大的干扰, 短期增速放缓。但我们相信疫情影响只是暂时的, 经济复苏后美团外卖业务仍会保持比较快的增长。

而在利润端, 2022 年美团外卖由于疫情的特殊情况, 补贴率大幅降低, 每单营业利润 (UE) 已经超过了 1 元。我们认为后续尽管面临补贴率的回升、骑手社保等问题的影响, 美团仍有能力通过客单价和广告业务 take rate 的提升、成本费用控制等方式维持较好的 UE 水平, 长期每单营业利润 1 元的目标仍然可以完成。

(2) 本地生活到店：美团、抖音

2022年起，抖音本地生活到店业务的快速崛起，是近年来到店行业的最大变数。

关于美团和抖音在到店领域的竞争，我们认为：美团仍将保持在到店本地生活领域的主导地位，尤其在下沉市场、中小商家、到综品类方面的壁垒比较稳固。抖音找到了正确的本地生活流量变现和业务增长方式，开拓了一个美团以前未曾触及的增量市场，主要集中在大型、中型商家，高线市场和到餐领域，但后续面临天花板，继续快速增长难度加大。

线下服务行业本身市场空间广阔，且商家汰换快、业务创新多，行业线上交易占比仍然很低，线上营销预算仍有广阔的成长空间。美团主要做存量“搬运”，业务增长更多依靠复杂的线下运营把已有服务产品标准化、线上化；抖音主要做增量“种草”，业务增长依靠本地化流量的商业变现激发新增需求。二者彼此也暂时做不了对方的业务模式。

我们预计美团到店业务将主要在到综业务的贡献下持续保持较快增速，到餐业务将让给抖音部分份额，但抖音也较难取代美团平台的地位，美团到餐业务也仍能保持健康的增长，二者主要是错位竞争。综合来看，由于行业线上化率仍然很低且供给过剩，美团、抖音的业务增长空间都是较为充足的，并非存量分蛋糕的逻辑，更多是大家一起把服务线上化的蛋糕做大。

因此，我们仍然看好美团的到店业务，认为其受抖音直接影响相对较小，更多依靠业务线上化率提升和新兴行业增长驱动发展，将继续保持行业领导者的地位，在疫情缓和后迎来较快增长。而抖音更多开拓的是增量市场，也将通过流量红利和创新玩法获取市场空间，扩大本地生活服务行业的整体规模。

3.3 平台经济板块投资策略

我们认为在国内有望逐渐走出疫情的氛国下，**2023年中概互联整体的行情表现将类似2021-2022年的反演。**前期受疫情影响较大的板块有望逐渐消除负面影响，经营逐渐复苏到2019年或2020年下半年经济环境比较好的时段水平。同时，前期跌幅较大，估值预期过于悲观的一些板块，也有可能迎来较大的估值水平修复。而由于在成本费用端互联网行业整体已经进行了一轮卓有成效的“降本增效”，我们预计在经济恢复后，各公司的利润端将展现出比收入端更大的弹性。

同时，我们预计国内政策将在走出疫情阶段，更加积极地侧重稳增长，在促进投资、拉动消费方面出台一些比较大力度的举措。而平台经济作为保障就业、拉动内需、创新发展的重要力量，也将受到应有的重视，预计政策仍将定调“促进规范健康发展”，以常态化监管为主。而在“完成平台经济转向整改”“推出绿灯投资案例”以及“创新发展数字内容”方面，我们预计也将有更多实质性的措施落地。而在中美关系方面，SEC对中概股的审计结果有望近期落地，消除市场对基础制度方面的担忧。

从全球流动性环境看，美联储加息节奏预计有所放缓，美股市场更多担忧高利率造成的衰退风险。从港股流动性角度看，加息放缓的预期有利于改善外资对新兴市场的配置偏好，以及人民币汇率的稳定，各公司基本面则有望随着国内经济复苏整体上升，对海外资金和南向资金的吸引力正在逐渐加大。

我们看好港股和中概股互联网板块2023年整体的市场表现，认为随着经济的恢复和政策的回归理性，疫情期间经营受损、业绩表现承压的板块有望迎来业绩和估值的双重修复。具体来看，我们看好以下赛道：

3.3.1 “时间型”互联网板块

(1) **综合互联网龙头【腾讯控股】**：游戏、广告、金融和云均有望在 2023 年全面复苏，尤其是视频号广告业务可能有超出市场预期的表现；降本增效的效用仍将持续推进，2023 年公司利润率层面预计仍将同比改善，利润增速可能明显高于收入增速；实物分红次数增加，每日回购仍然持续进行，公司在股东回报方面表现积极。

(2) **互联网广告板块【哔哩哔哩、快手】**：预计作为流量快速增长的黑马平台，二者仍将获得更多的广告时长份额，有望在经济复苏和广告行业整体回暖的过程中更加收益。**哔哩哔哩**：随着宏观环境的复苏，以及公司广告平台能力的进一步完善，公司的广告业务中长期仍有较大的增长空间；游戏业务在版号常态化，以及自研精品战略的推动下有望迎来新的转机；而直播和会员业务则是社区视频生态的延伸，构成公司持续的增长点。在成本和费用端，随着游戏、广告业务的复苏，以及直播、大会员等业务毛利率的提升，带宽、员工等成本和销售、研发等费用的缩减，公司盈利能力有望继续得到优化。中长期看，我们认为公司仍有较大的日活跃用户和商业化收入增长空间，同时通过降本增效实现毛利率的提升和净亏损减少，有望如期达成 2024 年盈亏平衡的目标。我们建议对公司持续保持重点关注。**快手**：我们认为快手作为中国互联网行业“用户数×时长”排名第三（2021 年）的超级流量池，是一个规模庞大、商业化潜力深厚的短视频+直播平台 and UGC 社区。2022 年 Q3 快手流量增长稳定，电商业务表现稳健，直播业务表现良好，而广告业务在外循环的拖累下增速有所承压。展望后续季度，我们认为快手的用户和内容生态仍有望保持健康发展，电商业务的 GMV 和收入仍有望保持较快的增速，而广告业务因经济环境的疲软，可能仍需要更长的时间恢复元气。但从中长期来看，快手仍有望以广告、直播和电商为主要货币化手段将流量价值进一步发掘，释放出更多的收入空间和盈利能力，国内业务的利润率有望在转正后继续提升，海外业务也有望继续推进减亏，未来有望依次实现季度、年度的整体盈利，最终整体利润率达到在比较稳定的水平。

(3) **互联网文娱板块：提示关注【猫眼电影、爱奇艺、腾讯音乐】**：公司业绩有望随着经济活动的好转，以及更多优质新作品的上线而有所回升，同时通过降本增效，各公司利润率均有望大幅改善。

3.3.2 “交易型”互联网板块

(1) **本地生活龙头【美团】**：2022 年美团业绩因疫情影响较大，主要是本地出行方面的限制受到制约。但因为餐饮行业的刚需属性，我们认为真正的需求是被压抑了，而非就此消失。展望明年，我们认为随着疫情形势的好转，美团外卖、到店业务的收入增速有望恢复到 20% 以上的正常区间，而公司长期指引的各业务增长和盈利指标仍然有希望达成。我们认为美团餐饮外卖、到店酒旅、闪购等“核心本地商业”业务竞争优势明显，中长期增长动能和盈利能力提升趋势仍将维持；优选等新业务发展势头良好并持续优化盈利能力，未来有望共同带动公司整体实现稳健的收入增长和持续的利润提升。

(2) **OTA 板块龙头【携程集团、同程旅行】**：OTA 平台业务表现和出行行业大盘高度一致，预计随着旅行行业的整体复苏，OTA 平台的机票、酒店、旅游度假等业务有望迎来显著恢复。**携程**：2019 年有近 30% 的收入和出入境/海外相关，2020 年后收入减半，出入境业务几乎归零。公司国内业务以中长途出行的机票+酒店为主，我们预计 2023 年将迎来较快复苏；同时海外业务具有较大弹性。而由于公司降本增效执行坚决，疫情后公司利润率水平将高于 2019 年。**同程旅行**：业务主要在国内酒店板块，以本地出行短途订单为主，22Q2 表现好于行业大盘。我们预计公司业务也将随出行行业整体恢复，但弹性没有携程大。**此外，与出行链条相关的我们还建议关注：酒店【华住集团-S】、【亚朵酒店】、免税和博彩【中国中免、银河娱乐、金沙中国、永利澳门】、消费品线下零售【李宁、安踏、泡泡玛特、华润啤酒】**

(3) **电商板块**：我们看好电商行业在经济、消费回暖背景下整体的业绩复苏，尤其是疫情期间受损的服装、化妆品（与出行高度相关）、地产链等可选消费板块，有望迎来较大的销售额回复。因此，在电商板块中，我们看好包含上述品类的平台电商和直播电商产业链参与者。

电商建议关注【拼多多、京东集团、阿里巴巴】。**拼多多：**作为立足于性价比的平台电商，对低线城市、低收入人群具有独特的吸引力，本季度在经济环境疲弱的背景下保持了较强的成长性，而利润端的大超预期也显示了公司作为平台电商模式很强的盈利能力。长期来看，虽然拼多多的用户增长已经比较缓慢，但交易额和收入随着品类扩张、用户粘性和频次提升仍有较大的增长空间，而品牌化和品类扩张的趋势有望进一步提升平台的货币化水平。同时公司成本、费用规模相对可控，利润率有望持续保持在较高水平。**京东：**我们认为京东作为中国电商行业独树一帜的以自营零售、自有物流为核心的综合平台，依靠商品和服务的“好”以及物流的“快”建立了独特的竞争壁垒，在宏观环境较弱的情况下各业务仍然稳步发展，体现了经营层面的韧性。短期看，疫情对服饰、美妆、手机、酒水等消费品类造成了不利影响，但我们认为京东的零售业务仍具有足够韧性，预计 Q4 仍将保持收入正增长；同时，公司降本增效效果明显，零售业务利润率同比大幅提升，物流业务、新业务亏损持续缩窄，我们预计 Q4 京东零售业务经营利润率和公司整体 Non-GAAP 净利润率仍将同比显著提升。中长期来看，随着 2023 年经济形势可能迎来好转，京东零售业务有望迎来明显复苏，各品类增速有望显著恢复。同时，平台的活跃用户和频次仍有较大的提升空间；在家电 3c 品类市场地位稳定，而快消品、医药等品类线上渗透率仍然较低，京东均有望在这些品类保持较快的销售额增长；而服装、时尚品类受益于“二选一”的打破和“京东新百货”业务的创新发展，有望逐渐补齐短板。**阿里巴巴：**明年可选消费的回暖有望提升阿里巴巴的销售额表现。但从行业整体来看，拼多多、短视频对淘系电商在高、低两个方向的格局冲击仍未结束，短期内阿里巴巴行业份额仍将下降。估值层面，阿里巴巴相对具有性价比，但在激烈竞争下保持较快业绩增长的难度也较大。

即时零售看好美团闪购、京东到家等业务，建议关注前置仓【叮咚买菜】龙头，以及【达达、顺丰同城】等配送商。

四、虚拟现实：短中期销量受新品迭代和重磅内容应用驱动，长期看技术创新打开应用场景

4.1 重磅政策引领，明确发展目标

2022年10月，工信部与教育部、文旅部、广播电视总局、体育总局等五部门发布《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022-2026年）》（下文称“《行动计划》”）。行动计划指出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。

我们认为《行动计划》明确了一个产业目标和三条主线。一个产业目标：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，也明确了产业共识，即虚拟现实技术和产品加速迭代，进入产业规模化落地阶段。三条主线分别是：1）持续丰富硬件产品和内容供给，从终端产品的虚拟沉浸、自然交互、使用舒适等特征入手，打造特色鲜明、优势突出、安全可信的产品；推动高品质虚拟现实内容同步发展，促进形成内容终端互相促进的软硬正循环的产业生态。2）二是技术方面推进关键核心技术创新，补齐产业链供给的短板。关键技术针对近眼显示、感知交互、渲染处理、网络传输、内容生产等最关键的7个内生技术领域。主要包括5个环节，关键器件、终端外设、业务运营平台，内容生产工具、专用信息基础设施。3）加速多行业多场景应用落地，明确虚拟现实是实现各行业数字化转型的关键支撑技术，重点行业包括工业生产、文化旅游、融合媒体、教育培训、体育健康等10个重点领域，特别是在多场景应用融合推广工程明确了的重点产业同时也是目前产业内规模化落地需求较大的细分领域。

图 111：虚拟现实与行业应用融合发展行动计划重点任务梳理


资料来源：《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022—2026 年）》文件、信达证券研发中心

4.2 虚拟现实终端设备：内容应用与技术双驱动，短期看产品创新，长期看应用场景

VR/AR 设备是元宇宙的入口，内容应用与技术双驱动，推动 VR/AR 产品迭代升级。对于元宇宙未来的发展，我们认为会有两条发展路径，一是以 VR 为代表的沉浸式宇宙，二是以 AR 为代表的虚拟与现实交互式宇宙。内容应用与技术共同驱动 VR/AR 产品迭代升级，发展早期一般先由硬件技术迭代升级推动，终端设备功能增加和性能提高，为内容创作和应用创新提供基础，而爆款的内容和应用又可以拉动终端设备的销量增长，能够为硬件研发带来更大的利润空间和动力。

现象级产品引领市场，VR 设备进入一体机时代，已完成产品的初步定义，头显进一步轻薄化，完成了 B 端到 C 端的突破，全球销量已经达到正循环的千万级别，硬件迭代带来性能提升和功能增加从而打开更多应用场景；AR 短期对标可穿戴设备，长期定位下一代计算平台，解放双手带来的便携性使其具备更大市场潜力，目前以 B

端行业应用为主，部分功能的 AR 消费级产品处于起步阶段，等待完成产品定义。1) VR 设备经历过 VR 盒子时代、PCVR 时代，目前处于 VR 一体机时代，已完成了产品的初步定义，产品设计和零部件方案趋于统一。现象级产品 Quest2 的成功带动了 VR 的整体销量提升，以 Quest 2 的技术路径和类似形态为主的 VR 头显层出不穷，并沿着轻薄化等方向不断迭代更新，VR 头显已经完成了 B 端到 C 端的突破。Oculus Quest2 在 2022 年上半年销量为 590 万台，而 2022 年上半年 VR 出货量为 684 万台，Oculus 的 VR 一体机销量已达近 2000 万台，Quest 系列（含 1、2）累计出货量为 1770 万台。22 年下半年多款新品均采用 Pancake 光学方案，Pancake 超短焦光学系统将传统的菲涅尔透镜或非球面镜的镜片到显示屏幕距离从 35-45mm，缩减到 10-20mm 左右，极大程度地减少 VR 产品体积和重量。Pancake 光学原理是图像源进入半透半反功能的镜片之后，光线在镜片、相位延迟片以及反射式偏振片之间多次折返，最终从反射式偏振片射出。2) AR 发展初期或将以可穿戴设备的形式伴随手机发展，可类比 TWS 耳机等可穿戴设备，未来一体机成熟后，或将取代手机，拥有亿级出货量的广阔市场空间。目前 AR 终端设备销售仍集中在 B 端市场，以行业应用为主，成本高、终端价格高，上游供应链仍在攻坚，消费级产品处于起步阶段，部分功能的 AR 消费级产品初步开始在 C 端渗透，由于未出现大规模放量的 C 端产品完成产品定义，零部件方案并不成熟。随着光学方案等零部件方案的进步，AR 眼镜有望在 2024 年大规模进入消费级市场。

4.2.1 市场销量和份额：VR 完成 C 端突破进入软硬正循环，长期销量看应用场景；AR 短中期对标可穿戴设备，长期定位下一代计算平台

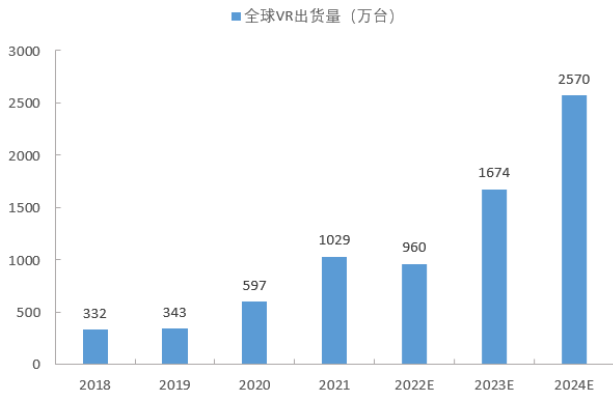
(1) VR 的销量空间、主要驱动力和市场份额

VR 完成了 B 端到 C 端的突破，全球销量已经达到正循环所需的千万级别，C 端主要面向游戏、直播、视频等泛娱乐为主的沉浸场景，B 端可以用在教育等领域。

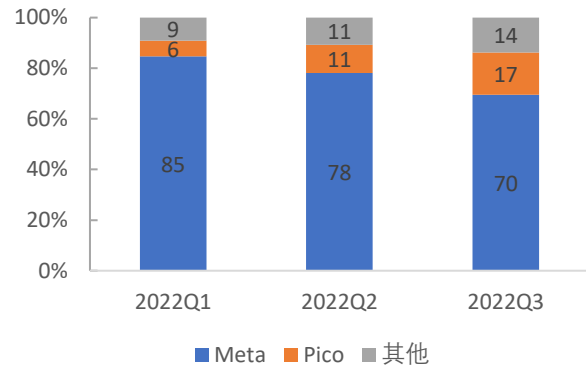
短中期销量受新品发布带来的产品迭代影响，以及重磅内容和应用的拉动。2020 年-2021 年 VR 销量高速增长，主要是因为 Quest 2 发布，推动行业出货量迅速提升，另一方面，2020 年 3 月的重磅 IP《Half-Life: Alyx》推出对 VR 头显的销量也起到拉动作用，2020 年全球 VR 出货量接近 600 万台（VS 2019 年 340 万台），得益于 Meta Quest 2 的发布，产品定义和硬件解决方案也初步统一。

长期销量看应用场景的打开：产品方案的创新和技术迭代带来功能增加和性能提升可进一步打开下游应用场景。现阶段 VR 应用场景主要集中于游戏，视频、直播、健身在 2022 年开始更大力度的推广应用，出货量有望对游戏机、投影仪、电视机等终端设备形成替代。2022 年发布的 Quest pro 支持全彩透视、眼球追踪与面部捕捉，定位生产力工具，未来有望向社交、办公等领域拓展渗透，B 端也可为教育、医疗、工业设计等提供辅助支持，应用场景打开有望驱动 VR 长期出货量进一步增长。

VR 终端 2023 年随新品发布有望带来销量回归增长，2024 年或超 2500 万台。2020 年-2021 年 VR 销量高速增长，2022 受宏观因素、Meta 提价以及新品发布周期等因素影响，整体出货量放缓，2023 年新品发布有望带来销量回归增长。根据 Wellsenn XR 数据，2022 年全球 VR 出货量达为 953 万台，较 2021 年 1029 万台下跌 7%，2024 年销量或超 2500 万台。由于广告业务衰退影响、削减成本等因素，Meta 近期改变硬件补贴销售政策，Quest 2 提价 100 美元，对终端的销量产生影响。Quest 2 面临产品老旧，明年即将换代 Quest 3，预计 Meta 全系产品销量 2022 年为 750 万台，其中 Quest 2 为 690 万台，Quest Pro 为 60 万台。保守预计 Pico 全年销量 100 万台，其中 Pico 4 销量 25 万台，随着流量投放加大、海外市场的开拓、以及直播等内容场景的拓展，Pico 销量仍有超 100 万台预期的可能。

图 112: 全球 VR 出货量 (万台)


资料来源: 维深信息 wellsens XR, 信达证券研发中心

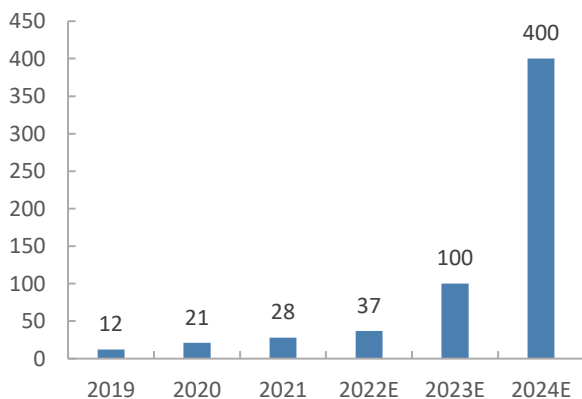
图 113: 全球 VR 市场份额 (%)


资料来源: 维深信息 wellsens XR, 信达证券研发中心

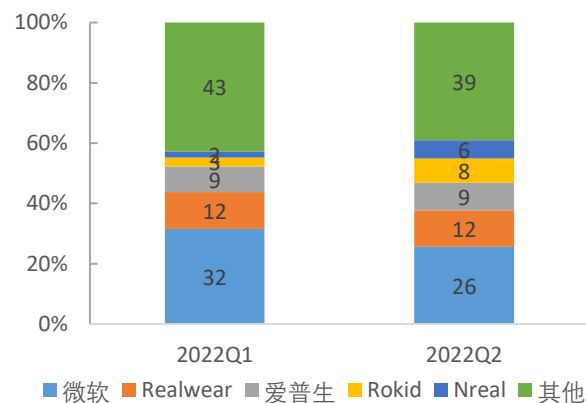
竞争格局: 头部双雄实力突出, Pico 的份额提升, 国产品牌崛起。如图所示, 2022Q3 Meta 市场份额 70% (VS 2022Q1 市场份额 85%), PICO 份额 17% (VS 2022Q1 市场份额 6%), 2022Q3 全球 VR 头显出货量为 138 万台, 同比减少 41%, 大幅下跌的主因是 Meta 的销量大幅下滑。Quest 2 全系涨价 100 美元叠加欧美消费市场需求下行, 造成三季度 Quest 2 销量大幅低于预期。Pico 在第三季度销量为 23 万台。PICO 4 将在日韩及欧洲多国推出, 并将进入新加坡和马来西亚市场。大朋 VR 等品牌已在海外取得优秀的口碑。

(2) AR 的销量空间、主要驱动力和市场份额

AR 短中期对标可穿戴设备, 长期定位下一代计算平台, 市场出货量空间或达亿级, 2023 年有望跨入百万台门槛。AR 近两年由于 B 端需求相对明确, 销量以 B 端销售为主, C 端 23 年开始增长, 增长的主要贡献来自于国内投屏显示类的消费级 AR 眼镜, 例如 Rokid Air、Nreal Air/Nreal X、雷鸟 Air 以及影目 Air 等产品均取得了不错的市场销量。AR 终端设备由于其便携性可进一步解放双手, 短中期可对标可穿戴设备与手机共存, 例如 TWS 耳机, 长期定位下一代计算平台。AR 需要虚实结合且轻量化, 需要处理空间位置等外部信息的输入, 叠加计算, 融合成画面并做信息输出, 对性能、能效、散热、续航的要求更高, 目前的主要驱动力还是来自于硬件技术创新的快速迭代, 特别是受近眼显示和计算芯片的发展而驱动, 因此零部件方案并未成熟和统一, 产品形态多种多样。随着苹果、Meta 等大厂以及优秀创业公司完成 AR 眼镜产品的定义, 以及硬件技术方案的进步, 如光波导和 MicroLED 显示方案的迭代落地, 2024-2025 年或将开启 C 端加速发展。

图 114: 全球 AR 出货量 (万台)


资料来源: 维深信息 wellsens XR, 信达证券研发中心

图 115: 全球 AR 市场份额 (%)


资料来源: 维深信息 wellsens XR, 信达证券研发中心

B 端为主 C 端销量占比提高，竞争格局呈现百花齐放态势，国产品牌市场份额提高。由于 2022 年部分功能的 AR 眼镜（如主打扩屏、信息提示、翻译等特定功能）在消费级市场取得了不俗的进展，AR 眼镜的增长来源主要来自于消费端市场，且以国产品牌为主，带来了国产品牌的市场份额提高。新产品包括扩屏 AR 眼镜，例如 Rokid Air、Nreal Air、雷鸟 Air 等，以及主打信息提示的轻量级 AR 眼镜一体机，例如影目 Air、OPPO Air、李未可 Metalens 等。根据 Wellsenn XR 数据。预计 2022 年全球 AR 出货量为 37 万台，同比增长 32%，全球 AR 市场整体仍以 B 端为主；2023 年销量有望跨入百万台的门槛。从市场份额来看，微软仍占据第一的位置，但整体集中度不高，成百花齐放态势。

4.2.2 终端设备的发展趋势：VR 国产品牌发力，高端产品的技术方案降本后有望下沉；AR 技术快速迭代驱动价格下降，消费级产品初步在 C 端渗透

(1) VR：2022 年下半年 VR 硬件新品频出，外观、硬件参数、用户体验等参数指标表明国产品牌有优势，高端产品的技术方案降本后有望下沉，2023 年新款 VR 产品性能有望提升

虚拟现实产品属于典型的现象级的产品引领市场。重点产品的方案设计引领了产品的发展趋势，产品参数有趋同趋势，产品设计和零部件方案趋于统一后，有助于供应链形成规模效应降低成本，降低终端的生产成本；并且业内普遍认为，在一个平台上需要有约 1000 万人使用及购买 VR 内容才能使开发人员持续研发以及获利，而一旦超过这个门槛，硬件产品与内容与生态系统将会实现正向循环。

2022 年下半年 VR 硬件新品频出，外观、硬件参数、用户体验等参数指标表明国产品牌有优势。例如，Pico 与 Oculus 差距不大，在 Quest 3 未推出前，Pico4 在硬件参数上比 Quest2 有优势，在感知交互如追踪定位等算法上稍有不足。具体参数可以看出 Pico 与 Oculus 在计算芯片（CPU）、显示的分辨率和材质、交互自由度、待机时间等参数方面均相差无几。Oculus Quest 本质上就是一款被融入 VR 设备的智能手机，除 Pico 和 Oculus 外的其他产品，其他厂家的 VR 产品参数根据其定价和产品定位有所差异但差异并不大，产品定义和硬件解决方案趋向于统一。

高端产品的技术方案降本后有望下沉，2023 年新款 VR 产品性能有望提升。以 Meta 于 10 月发布的 Quest Pro 为例，QuestPro 售价为 1500 美元，搭载了 Pancake 光学方案，两块 1800x1920 分辨率的 Super LCD 屏幕，采用 Mini-LED 背光与量子点组合方案，处理器为最新的高通骁龙 XR2+，Quest Pro 具有眼动追踪、面部识别以及彩色透视等新功能。它的手柄进行了重新设计，采用 Inside-Out 追踪方案，手柄底部可以充当一个虚拟触控笔使用。高端产品的技术方案降本后有望下沉，如 Mini-LED、眼动追踪、面部识别以及彩色透视等新功能。

近眼显示和感知交互等是重点升级方向。近眼显示技术方案中，VR 光学方案部分，视觉质量、眼动框范围、体积重量、视场角、光学效率与量产成本之间的权衡取舍优化组合，成为驱动技术创新的主要动因。超短焦（Pancake）方案利用半透半反偏振膜的双透镜系统折叠光学路径，将头显重量降至 200g 以内，体积缩小至传统终端的三分之一，同时保证了较好的显示效果和更大的视场角，逐渐成为下一代产品主流；显示部分，由于光学方案带来的光学效率降低问题，Fast LCD 在向 Mini LED/Micro OLED 演进，高端产品已经开始使用，下一代技术的 Micro-LED 成为继 LCD 和 OLED 后业界期待的下一代显示技术，广阔市场前景致使诸多行业巨头加速战略布局。感知交互交互方面，眼动追踪、裸手交互、面部追踪等功能成为新标配。特殊形式的手柄也开始出现，触觉反馈正在实验室探索中。其中，眼动追踪成为虚拟现实终端的新标配，眼动追踪技术主要运用在三大方面：注视点渲染、感知交互和用户行为分析，可有效提升用户体验。

(2) AR：技术快速迭代驱动价格下降，消费级产品初步在 C 端渗透

部分功能的 AR 消费级产品初步开始在 C 端渗透，全球 AR 市场整体仍以 B 端为主，但 2022 年的增长主要来自于消费端市场，由于未出现大规模放量的 C 端产品完成产品定义，产品形态以分体式为主，产品方案多种多样，零部件方案并未成熟和统一。消费级市场的增长以国产品牌为主，海外暂时缺乏消费级新品出现。新品包括扩屏 AR 眼镜，例如 Rokid Air、Nreal Air、雷鸟 Air 等，以及主打信息提示的轻量级 AR 眼镜一体机，例如影目 Air、OPPO Air、李未可 Metalens 等。

AR 终端价格下探或带来出货量增加和 C 端渗透率提高。AR 终端设备销售大部分仍集中在 B 端市场，以行业应用为主，售价高、销量少。To B 领域供给和需求都在显著增长，给予了创业公司生存空间，下游垂直行业包括了智能制造、智慧城市、文旅和展览展示、教育、军事、医疗等领域，主要功能包括了远程协助、信息提示、模拟培训等。由于 B 端需求相对明确，且定位生产力工具，所以 B 端可以接受更高的产品单价，终端价格高且成本高，上游主要零部件方案仍在迭代和降本。2022 年新品已经逐渐下探至 2000-4000 元。

表 21：AR 重点产品的参数

	Magic Leap One	HoloLens 2	亮风台Leion Pro	INMO AIR	亮风台HiAR H100	李未可Meta Lens	Rokid Station	雷鸟Air 1S	影目INMO Air2	华为智能观影眼镜 Vision Glass	
处理器	/	高通骁龙 850	/	/	紫光展锐T740	高通骁龙 4100	64位四核ARM	支持DP直连	紫光展锐W517	无本地处理器	
产品形态	分体式	一体式	分体式	一体式	一体式	一体式	分体式	分体式	一体式	分体式	
屏幕	/	/	硅基OLED	/	Micro OLED	Micro LED	/	Micro OLED	Micro OLED	Micro OLED	
显示	分辨率	1280*960	2k	640*400	/	2*1920*1080	640*480	/	2D双眼1920*1080 3D双眼3840*1080	/	2*1920*1080
	刷新率	120HZ	/	90HZ	/	/	/	/	/	/	/
光学	方案	光波导	光波导	光波导	光波导	阵列光波导	衍射光波导	/	Birdbath	阵列光波导	Birdbath
	单/双目	双目	双目	双目	单目	单目	双目	双目	双目	双目	双目
	视场角	50度	/	30度	/	30度	30度	/	45度	30度+	/
追踪方案	6 DOF	6 DOF	6 DOF	/	6 DOF	无	/	/	6 DOF	/	
操作系统	Lumin	Windows Holographic OS	/	Android 10.0	HiAR OS Rainbow	/	/	/	/	/	
重量	316g	566g	90g	76g	/	87g	400g	82g	/	83g	
官方定价	\$2295	\$3500-\$5199	\$4599	\$469	/	原价¥3999，首发价¥2999	¥799	¥2499 双十一首发尝鲜¥2299	¥3999	/	
发布日期	2018/08	2019/02	2020/12	2021/07	2021/09	2022/10/17	2022/10/18	2022/10/20	2022/10/28	2022/11/12	

资料来源: VR 陀螺, MicroDisplay, 深圳湾, 亮风台, Microsoft 官网, 影目官网, 信达证券研发中心整理

AR 目前的技术处于快速迭代阶段，短期主要驱动力来自于硬件技术的创新，近眼显示方案是 AR 产品成熟落地的关键。AR 的显示模组包含微显示屏幕和光学镜片两部分，微显示屏幕的选择取决于采用的光学方案种类。AR 需要虚实结合并处理空间位置等外部信息的输入，叠加计算，融合成画面并做信息输出，对性能、能效、散热、续航的要求更高，光线经光学模组反射、衍射入眼，同时辅助放大、变焦等功能，由于兼具可穿戴设备的属性，对体积、重量要求更高，光学方案的性能对于 AR 眼镜的成像效果至关重要。

AR 近眼显示方案的升级目标是提高佩戴的舒适性和显示效果，光波导+Micro LED 是未来的趋势，2024 年或开启大规模商业化。AR 光学方案经历离轴光学、棱镜、自由曲面、BirdBath 到阵列光波导和衍射光波导的发展过程中。短期看由于成本可控、工艺成熟，自由曲面、BirdBath 目前使用较多，而光波导方案轻薄小巧、透光度高、视场角大、显示效果好，是未来 AR 的主要技术路线，近年来已搭载多款先进 AR 眼镜。新发布的 AR 眼镜中，采用 Birdbath 和自由曲面光学方案的眼镜都采用了 Micro OLED 屏幕，而采用光波导方案的 AR 眼镜，则选择了 Micro LED 和 Icos 两种方案。MicroLED 由于性能优势，被业界公认为长期来看将成为 AR 眼镜的首要选择，业内预计，Micro LED 在 2024 年将实现大规模商用化。

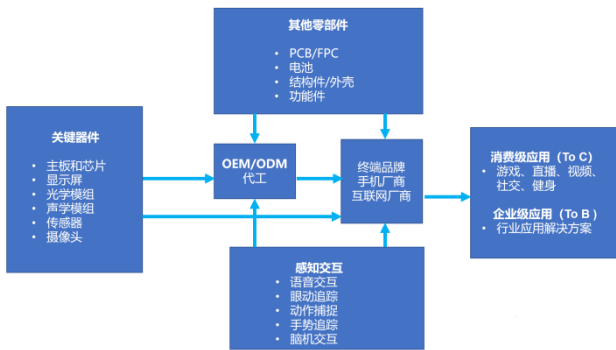
4.3 虚拟现实产业链和相关标的

VRAR 产业链情况如下图所示：产业链上游包括零部件和代工厂商，中游包括设备终端厂商，下游则是各类应用

场景，包括企业级（to B）和消费级（to C），其中，VR 设备销量以 C 端应用为主 B 端为辅，而 AR 设备目前以 B 端应用为主，部分功能的 AR 眼镜也逐渐在 C 端起量。

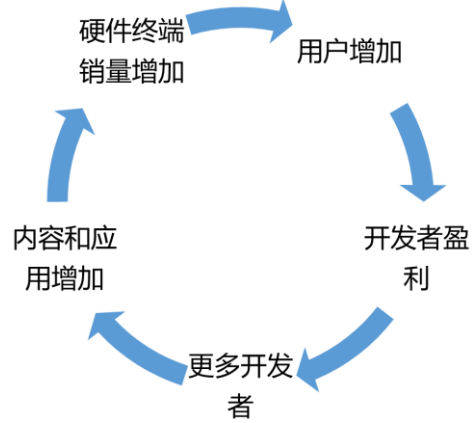
VR 内容生态存在飞轮效应。随着众多内容生态开发者入局，更多优质内容将会带来“硬件销量增加-用户增加-开发者获益-更多开发者加入-优质内容增加-硬件销量增加”的正向循环，实现飞轮效应。

图 116：虚拟现实产业链



资料来源：信达证券研发中心

图 117：VRAR 内容生态的飞轮效应

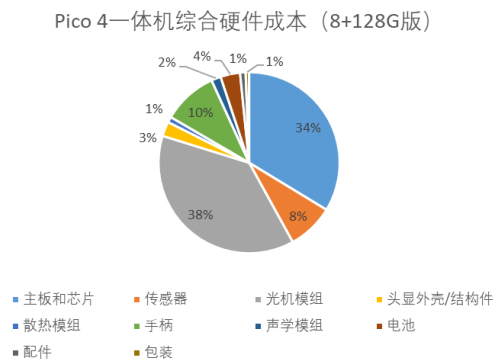


资料来源：信达证券研发中心

4.3.1 硬件产业链梳理

VR 综合硬件成本按种类来看，首先是近眼显示方案（pancake 光学模组和 Fast-LCD 显示屏等），硬件成本合计占比最高约 38%，其次是主板和芯片占比约 34%，传感器（主要是摄像头）占比约 8.3%。VR 终端的主板和芯片承担计算和存储功能，一体机对算力和编解码要求高；近眼显示方案承担图像显示功能，直接影响用户体验。感知交互成本主要来自传感器，与光学产业链有部分重叠。

图 118：VR 典型产品综合硬件成本拆分



资料来源：维深信息 wellsens XR，信达证券研发中心整理

目前量产的 AR 眼镜可以分为两大类，聚焦细分应用场景的 to B 类定制产品和部分功能的 to C 类产品。不同参数的 AR 产品硬件差异较大。整体来看，光学模组、显示、芯片仍然占据主要成本，以 HoloLens2 为例，光学模组占比 29%，显示占比 18%，芯片占比 40%。

表 22: VR 硬件产业链与重点公司

	海外上市公司	国内H股、台股上市公司	国内A股上市公司	非上市公司
终端品牌	Meta (Oculus Quest)、苹果 (MR)、索尼 (PS VR)、爱奇艺 (奇遇 Dream)	港股: 小米集团 台股: HTC (Vive)	创维数字 (PANCAKE)	国内: 字节跳动 (Pico)、华为 (VR Glass)、大明 (DP VR)、NOLO、Arpara、YVR
芯片	高通、三星、英伟达、苹果	台股: 台积电	全志科技、瑞芯微、恒玄科技	华为海思
光学模组及零部件 (菲涅尔/超短焦)	3M (偏振片)、Kopin	H股: 舜宇光学科技 (菲涅尔透镜、Pancake)、丘钛科技 台股: 大立光电、玉晶光电 (菲涅尔透镜)、扬明光学	歌尔股份 (菲涅尔透镜)、三利谱 (偏振片)、冠石科技 (偏振片)、欧菲光 (菲涅尔透镜)、斯迪克	国内: 惠牛科技、耐德佳、鸿蚁光电
微显示屏 (LCD/Mini LED/MicroLED/Micro LED)	夏普 (面板)、索尼 (面板)、三星 (面板)、LGD、JDI、eMagin、Kopin	台股: 友达光电	京东方 (面板)、TCL科技、长信科技 (屏幕模组)、鸿利智汇 (背光模组)、维信诺 (面板); 和辉光电 (面板)、隆利科技 (背光模组) 华灿光电 (芯片)、三安光电 (芯片)	国内: JBD、视涯科技、国兆光电、湖畔光电 (芯片&面板)、昆山梦显 海外: Plessey
摄像头	索尼、夏普	H股: 舜宇光学科技 台股: 大立光电、扬明光学、玉晶光电	欧菲光、歌尔股份、联创电子、韦尔股份 (豪威 CIS)、水晶光电 (滤光片)、美迪凯、闻泰科技、蓝特光学 (镜片)、丘钛科技、高伟电子、力鼎光电 (镜头)、联合光电 (镜头)、五方光电 (滤光片)、晶方科技	国内: 全国光
传感器	意法半导体、TI、TDK、威世科技、索尼、三星、恩智浦、思佳讯、QORVO、微芯科技、英飞凌	-	韦尔股份、艾为电子、艾睿光电、蓝思科技、敏芯股份 (MEMS)、中颖电子	国内: 纵慧星光 (VCSEL)、水木智芯 (惯性) 海外: 博世、北欧半导体
声学模组	飞利浦、楼氏电子	H股: 瑞声科技	歌尔股份、立讯精密、国光电器	-
视觉调焦\瞳距调节	-	致伸科技	兆威机电	-
PCB	-	-	鹏鼎控股 (臻鼎)、东山精密、景旺电子	-
电池	-	-	德赛电池、欣旺达、紫建电子	-
结构件	-	-	东山精密、蓝思科技、信维通信、长盈精密、领益智造、科森科技、安洁科技、中石科技	-
代工组装	-	台股: 和硕、广达集团	歌尔股份、立讯精密、国光电器、欣旺达、闻泰科技	龙旗科技、亿境 Emdoor VR
动作捕捉	-	-	利亚德、凌云光	惯性动作: 诺亦腾、幻境、国承万通、掌心科技、虚拟动力 光学动作: optitrack 视觉视觉、诺亦腾、Nokov
感知交互解决方案	高通、巨头自研 (苹果、Meta、索尼、微软、谷歌)、tobii (眼动追踪)	-	科大讯飞 (语音交互)	国内: 七鑫易维、云知声、诺亦腾、傲意科技、凌感科技 海外: OptiTrack、UltraLeap、Thalmic

资料来源: 信达证券研发中心整理

表 23: AR 硬件产业链与重点公司

	海外上市公司	国内H股、台股上市公司	国内A股上市公司	非上市公司
终端品牌	苹果 (待出)、Meta (待出)、微软 (HoloLens)、Snap、Vuzix、爱普生	港股: 小米集团、联想集团、TCL电子 (雷鸟)		国内: OPPO、Vivo、亮风台、Rokid、Nreal、影目科技、李未可、逐光、 海外: Magic Leap
芯片	高通、三星、英伟达、苹果	台股: 台积电	瑞芯微、芯原股份、国科微、晶晨股份	华为海思、紫光展锐、安谋科技
BirdBath/自由曲面	爱普生	-	水晶光电	鸿蚁光电、惠牛科技、Nreal、耐德佳
光波导方案	苹果、微软	H股: 舜宇光学科技	歌尔股份、苏大维格、水晶光电	国内: 灵犀微光、鲲游光电、三板光电、珑璟光电、理湃光晶、耐德佳、至格科技、光舟半导体 海外: Lumus、WaveOptics、Dispelix、Digilens、Magic Leap
Micro OLED	索尼、LGD、eMagin、Micro OLED、Kopin	-	京东方	国内: 视涯科技、国兆光电、湖畔光电 (芯片&面板)、昆山梦显
LCOS/DLP	奇景光电、美光公司、Kopin、德州仪器 (DLP泰斯)	-	韦尔股份	国内: 慧新辰、芯视元、鸿源数显、豪威科技 海外: Svdiant
Micro LED	三星、夏普、JDI、索尼	台股: 友达光电	京东方、TCL科技; 三安光电 (芯片)、华灿光电 (芯片)、利亚德	国内: JBD 海外: Plessey
摄像头	索尼、夏普	H股: 舜宇光学科技 台股: 大立光电、扬明光学、玉晶光电	欧菲光、歌尔股份、联创电子、韦尔股份 (豪威 CIS)、水晶光电 (滤光片)、美迪凯、闻泰科技、蓝特光学 (镜片)、丘钛科技、高伟电子、力鼎光电 (镜头)、联合光电 (镜头)、五方光电 (滤光片)、晶方科技	国内: 全国光
传感器	意法半导体、TI、TDK、威世科技、索尼、三星、恩智浦、思佳讯、QORVO、微芯科技、英飞凌	-	韦尔股份、艾为电子、艾睿光电、蓝思科技、敏芯股份 (MEMS)、中颖电子	国内: 纵慧星光 (VCSEL)、水木智芯 (惯性) 海外: 博世、北欧半导体
声学模组	飞利浦、楼氏电子	H股: 瑞声科技	歌尔股份、立讯精密、国光电器	-
PCB	-	-	鹏鼎控股、东山精密、景旺电子	-
电池	-	-	德赛电池、欣旺达、紫建电子	-
结构件	-	-	东山精密、蓝思科技、信维通信、长盈精密、领益智造、科森科技、安洁科技、中石科技	-
代工组装	捷普	台股: 广达集团、和硕	歌尔股份、立讯精密、欣旺达、工业富联、闻泰科技、佳禾智能	龙旗科技、亿境 Emdoor VR
感知交互解决方案	高通、巨头自研 (苹果、Meta、索尼、微软、谷歌)、tobii (眼动追踪)	-	科大讯飞 (语音交互)	国内: 七鑫易维、云知声、傲意科技、凌感科技 海外: OptiTrack、UltraLeap、Thalmic

资料来源: 信达证券研发中心整理

4.3.2 内容和应用梳理

VR 消费级市场进入补贴模式，内容生态建设是 C 端市场发力重点。VR 在 C 端的应用包括游戏、视频、直播、社交、健身等。商业模式上互联网公司以硬件补贴通过出售内容应用盈利为主。随着硬件出货量的市场持续提升，创作工具日趋完善，VR 内容和应用快速增加，C 端应用包括游戏、社交、健身、视频、直播等，也能够获得新的内容发行和变现的渠道。VR 游戏在设计思路与传统游戏存在差别，向虚拟现实内容转移时，更强调沉浸式体验中玩家的移动和交互，还要寻找合适的品类和参照物；VRAR 游戏的另一个特点是偏向长周期；重磅 IP 星球大战和 Half-Life: Alyx 都直接拉动了 VR 设备的销售，独占 IP 可能会成为游戏内容竞争的核心环节。VR 社交主要是元宇宙社交，对技术、产品、运营、用户基数等方面的要求高，是互联网下一长期赛道。VR 视频技术逐渐成熟，制作成本降低，通过 VR 摄影方式制作的视频可以进一步提高沉浸感。王晰、郑均、汪峰等 VR 演唱会取得了较好的用户反馈，随着 VR 直播及网络带宽条件等逐渐成熟，越来越多的直播、体育比赛、演唱会、现场演出将会采用 VR 形式。

表 24：VR 典型应用场景

应用分类	场景	案例
游戏	创造沉浸式体验，通过头显、手柄、可穿戴设备等提高游戏体验，优势在于为用户提供虚拟世界沉浸式交互，增强拟真感和代入感。	《Half-Life: Alyx》、《Beat Saber》、《Population:One》
直播	直播、演唱会、现场演出、体育赛事采用 VR 形式，优势在于提供 VIP 视角和高清晰度，提供全景、3D 以及不同的交互式体验。	2022 年，Pico 独家直播了 2022 王晰“图景”个人巡回音乐会，是业界第一场面向公众的 8K 3D VR 演唱会，字节旗下火山引擎云提供 VR 制播技术。
社交	通过 Avatar 在虚拟世界中进行三维全景式互动，包括聊天、打游戏、看电影、办公等社交活动。	Facebook (Meta) 的 Horizon Worlds、VRChat、Rec Room 等
视频	全景式立体成像与环绕音像，通过 VR 摄影功能展示三维视频，优势在于提供 3D 视角，增强沉浸感。	《Pico 视频》，作品如《Wolves in the Walls》获艾美奖，《Home After War》、《Anne Frank House VR》
工业	设计、制造、运维、培训等环节，工业仿真系统的有效延伸，提供虚拟仿真向沉浸式强互动拓展，也可以提供 3D 可视化 VR 工业培训。	VR 培训、虚拟仿真、英伟达 Omniverse 平台等
旅游	远程实景体验，行前预览、艺术品展列、文物古迹复原，足不出户观赏风景。	文物古迹复原、桂林两江四湖景区推出 VR 全景系统
医疗	被用于临床手术、医疗教育、远程医疗、心理康复等医疗领域，降低医生学习成本，帮助患者恢复健康。	2022 年 3 月，美国神经技术公司 SyncThink 宣布，将基于 Pico Neo 3 Pro Eye 头显为客户提供旗下自研 EYE-SYNC 平台
教育	应用于中小学、高校课程和职业培训等领域，打造沉浸式、交互式学习体验	打破教学空间限制，华中科技大学 VR+5G 在线虚拟直播
零售	全景虚拟导购平台，提供详细商品介绍和购买链接，沉浸式购物体验。	中国电信四川公司与华为公司联合打造成都大悦城 5G+云 VR 店铺；VR 看房；VR 会展

资料来源：VR 陀螺，映维网 Nweon 等，信达证券研发中心整理

AR 应用目前以 B 端应用为主，部分功能的 AR 眼镜也逐渐在 C 端起量。AR 在 B 端的安防巡检、工业生产、军事等领域逐渐成为行业标配，供给和需求都在增加。与消费级场景不同，AR 在行业的意义和价值更多体现在现实，定位生产力工具，实现现实中的降本增效等功能，AR 作为工具已经被各行业接受和认可，行业主动将其纳入解决方案，可承受的价格较高，因此，早期 AR 产品由于量产成本高多在 B 端布局。随着技术的迭代，成本的降低，AR 产品的定义逐渐聚焦在部分功能的消费级产品上，部分功能的 AR 产品处于起步阶段，等待完成全功能 AR 产品的定义，部分功能 AR 产品目前主打的功能主要有观影、翻译、导航等，从而聚焦刚需完成单点突破。

表 25：AR 典型应用场景

应用分类	场景	具体案例
军事	终端共享战场信息，实时交流互动，为士兵提供瞄准增强、导航改进和虚拟训练。	IVAS 系统，适合野战环境，整合了战场上的各种感知功能，具备夜视功能，能看到边缘云或战术云传来的作战地图、任务标识等重要情报信息。美国陆军向微软购买 12 万套 HoloLens AR 设备，未来 10 年合同价值高达 219 亿美元。
工业	远程协助、AR 标注。AR 远程协作解决方案是 AR 工业生产领域的主要落地场景。远程专家能看见一线工程师的第一视角，一线工程师实时看见专家标注的需要注意或操作的地方。包括钢铁、汽车、电网等行业	亮风台 AR 远程通讯与协作平台 HiLeia；华菱湘钢工程师利用 AR 技术进行跨国远程装配。
医疗	赋能从诊断到治疗规划、耗材设计、手术跟踪预测等多个工作环节，实时反馈患者身体状况。	2018 年，商汤科技发布 SenseCare 智慧诊疗平台，从临床需求出发、用 AI 赋能临床“诊-疗-愈”完整 workflow。
教育	图书 3D 化。增强传统纸质绘本的沉浸感、互动性和故事性。	欧洲核子研究组织(CERN)与谷歌艺术与文化部门合作推出“宇宙大爆炸”AR 应用，展现宇宙动态形成过程
游戏	实景体验，将现实和虚拟世界结合。	Niantic 开发了《精灵宝可梦 GO》引领了 AR 游戏的风潮。截至 2018 年 5 月，月活用户超 1.47 亿，2019 年初下载量超十亿。截至 2020 年，其收入已超过 60 亿美元。
观影	巨幕观看效果。用户可随时随地享受影院级巨幕观影。	Rokid 携手爱奇艺基于 Rokid AR 眼镜为用户随时随地提供海量爱奇艺影视内容，享受 120 寸高清巨幕带来的震撼体验。
翻译	同声翻译，实时显示。	2022 年 I/O 大会上，谷歌公布了一款概念 AR 眼镜，可以进行实时翻译，并把翻译文字展现在用户眼前。

资料来源：VR 陀螺，华为，亮风台 HiAR，商汤科技，Rokid，信达证券研发中心整理

我们对 VR/AR 销量中长期发展保持乐观，短中期销量受新品发布带来的产品迭代影响，以及重磅内容和应用的拉动，长期专注技术创新带来应用场景的逐渐打开。考虑到：1) 重磅政策引领，明确了一个产业目标和三条主线，整体目标和重点任务明确，随着配套措施和各地方政策的完善，有利支撑虚拟现实产业政策的落地。2) 硬件与内容应用螺旋上升，打开更多应用场景，部分关键技术处于大规模商业化前期，短中期销量受新品发布带来的产品迭代影响，以及重磅内容和应用的拉动，长期专注技术创新带来应用场景打开，因此我们对 VR/AR 销量中长期发展保持乐观。我们认为：1) VR 硬件迭代带来性能提升和功能增加从而打开更多应用场景，2022 年下半年 VR 硬件新品频出，外观、硬件参数、用户体验等参数指标表明国产品牌有优势，高端产品的技术方案降本后有望下沉；AR 短中期对标可穿戴设备，长期定位下一代计算平台，市场出货量空间或达亿级；2) AR 终端价格下探或带来出货量增加和 C 端渗透率提高，AR 目前的技术处于快速迭代阶段，短期主要驱动力来自于硬件技术的创新，AR 近眼显示方案的升级目标是提高佩戴的舒适性和显示效果，光波导+Micro LED 是未来的趋势，2024 年或开启大规模商业化。

投资建议：VR/AR 全产业链布局的科技公司，建议关注：海外的【Meta、Microsoft、Apple】，以及国内的【字节跳动、腾讯、华为】等。上游硬件产业链建议关注：海外的如计算芯片领域的【高通、英伟达】等，A 股的如供应链代工相关的【歌尔股份、立讯精密、国光电器】等，元器件相关的公司，例如涉及光学方案和显示方案的相关的【歌尔股份、舜宇光学科技、三利谱、水晶光电、京东方、隆利科技、鸿利智汇】等，摄像头和摄像头模组相关的【韦尔股份、水晶光电、闻泰科技、高伟电子】，PCB 和 FPC 相关的【鼎晶控股、长盈精密】，传动电机电池等其他零配件相关的【兆威机电、紫建电子、欣旺达、帝奥微】，以及发布 VR 终端产品的【创维数字】等。VR/AR 游戏建议关注：【腾讯控股、网易-S、三七互娱、吉比特、完美世界、心动公司、宝通科技、恺英网络、富春股份、凯撒文化、紫天科技、恒信东方、顺网科技、姚记科技】等；VR/AR 社交产品对技术、产品、运

营、用户基数的综合要求高，是互联网下一长期赛道，建议关注：海外的【Meta、Against Gravity (Rec room)、SNAP】，国内的【腾讯控股、百度、字节跳动、Soul、陌陌】；VRAR 视频和直播建议关注【芒果超媒、快手、哔哩哔哩、爱奇艺、优酷、乐华娱乐、捷成股份】；VR 线下游艺设备的【华立科技】；VRAR 健身相关的公司【Keep、任天堂】；布局 B 端的【风语筑、锋尚文化】等公司。

五、投资建议

国内监管环境趋于稳定，海外流动性压力边际缓解，中概股问题有望解决。国内政策方面，对互联网和平台经济表态趋向积极，专项整改收尾和“绿灯投资案例”可期，着重强调互联网在培育新型消费和创新数字内容方面的积极意义，总体政策风险明显下降。而随着23年国内经济工作更加聚焦“稳增长”，互联网平台对于就业保障、消费拉动的重要功能将继续得到重视。海外环境方面，中美中概股审计协议顺利签署，“中概股退市”问题有望得到解决。同时，多家互联网公司积极谋划双主要上市和“加入沪深港通”，也将加强南向资金在海外互联网板块的话语权。流动性方面，美国通胀问题逐渐缓解，美联储加息节奏趋于放缓，边际上有利于提升全球市场的流动性，有利于港股等新兴市场表现。

平台经济：23年有望走出疫情和监管造成的谷底，实现“时间反演”。由于国内经济环境的承压，以及行业监管政策的收紧，大型互联网公司业绩承压，普遍在22年进行了一轮大规模的成本效率优化，通过裁员、缩减开支、减少投资等方式增强自身的盈利能力和现金流状况。从公司财务口径看，22年各公司收入端表现比较疲软，但利润端均呈现持续优化的态势。由于当期并不能完全体现裁员等措施对费用端的节省，我们预计降本增效的红利效应将在23年继续体现。而随着公司收入增速的提升，利润端将具有更大的弹性，各公司利润率有望恢复甚至超过疫情前的水平。

守得云开见月明，文娱消费的复苏：游戏、广告、电影、线下体验等23年将迎来底部修复，主要系“防控优化需求恢复”及“监管调整供给提升”。游戏将迎来低基数效应下国内外增速修复。22年11月，人民财评、环球时评陆续强调电子游戏产业价值，国内版号常态化将稳定游戏行业供给，利好国内游戏大盘的修复以及游戏出海的进程加速。广告低基数效应下消费等广告主回暖投放有望实现双位数增长。22年广告整体尤其是品牌广告承压严重，腾讯、分众等头部广告渠道有望修复。电影22年疫情及监管审批双重承压，线下体验或将成为23年扶持重点。22年国内电影票房300亿基础上，23年有望实现超50%增长，线下电影院、游艺中心等文旅娱乐场所有望成为23年政策扶持重点。

我们的目标是星辰大海，关注元宇宙与出海。元宇宙与虚拟现实：11月1日工信部等五部门印发《五年发展行动计划》，明确一个产业目标和三条主线。一个产业目标：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；三条主线：持续丰富硬件产品和内容供给、推进关键核心技术创新、加速多行业多场景应用落地。**出海：**政策预计有望支持游戏、影视等文娱产品出海。

投资建议：继续看多“恒生科技”，看好港股互联网和中概股的戴维斯双击机会。我们持续强调港股=“中国的基本面+全球的流动性”，主要交易四大核心矛盾：1 中国的疫情形势和经济、消费基本面 2 全球流动性，美联储的货币政策 3 国内行业监管政策走向 4 中概股退市问题，而前两者是市场关注的重点。近期国内防疫措施和海外美国通胀形势均出现了重大积极变化，我们建议投资者把握难得的市场底部窗口期，积极配置港股和恒生科技板块。我们的策略是：进攻和防守兼备，优选长期逻辑较为明确、估值具有性价比的互联网龙头平台企业，辅以弹性较大、短期业绩和逻辑边际向好的标的。建议关注：**(1) 在线广告行业：【腾讯控股、快手-W、哔哩哔哩-SW、百度集团-SW、微盟集团】；(2) 电商行业：综合电商建议关注【拼多多、京东集团-SW、阿里巴巴-SW、唯品会】；直播电商建议关注【新东方在线、世纪睿科】；近场电商建议关注【达达、顺丰同城】；(3) 本地生活行业：推荐行业龙头【美团-W】；(4) “互联网+”行业：建议关注 OTA 龙头【携程集团-SW、同程旅行】，互联网健康龙头【京东健康、阿里健康】，互联网房产经纪龙头【贝壳-W】，互联网招聘龙头【Boss直聘-W】，人工智能龙头【商汤科技】；(5) 文娱消费底部修复：【中手游、心动公司、猫眼娱乐、IMAX CHINA、爱奇艺、腾讯音乐、云音乐】等。**

“防控优化需求恢复”及“监管调整供给提升”双重利好，看多 A 股传媒底部修复。收入角度，游戏增值收入、广告收入、电影票房收入、线下体验等文旅消费收入均有望迎来供（监管放松）需（消费需求）双侧低基数修

复。利润率角度，22 年降本增效后利润弹性大于收入弹性。估值方面，A 股传媒整体估值偏低，23 年估值中枢游戏 12x、广告 18x、电影 27x、线下体验 16x。综上，我们整体看好 A 股传媒板块低估值修复，重点提示：游戏【三七互娱、吉比特、完美世界、名臣健康、恺英网络、宝通科技、姚记科技】等、广告【分众传媒、芒果超媒、三人行、兆讯传媒、视觉中国】等、直播电商【遥望科技】、电影及线下体验【光线传媒、万达电影、中国电影、博纳影业、华策影视、华立科技、风语筑、顺网科技】等、宠物消费【佩蒂股份、中宠股份、源飞宠物】等。

附：相关公司估值一览

表 26：A 股相关公司估值表

【信达传媒互联网及海外冯翠婷团队】A股年度策略核心标的

板块	代码	公司	市值 (亿人民币)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
游戏	002555.SZ	三七互娱*	447.57	30.80	35.43	40.07	14.53	12.63	11.17
	603444.SH	吉比特*	252.40	13.40	15.28	17.52	18.84	16.52	14.41
	002624.SZ	完美世界*	261.31	16.56	20.10	23.99	15.78	13.00	10.89
	300031.SZ	宝通科技	61.88	0.50	5.00	6.70	123.76	12.38	9.23
	002919.SZ	名臣健康	63.10	1.00	6.00	10.00	63.10	10.52	6.31
	002517.SZ	恺英网络	163.59	10.99	14.40	17.97	14.89	11.36	9.10
	002605.SZ	姚记科技	60.97	4.40	5.55	6.81	13.84	10.99	8.96
直播电商	002291.SZ	遥望科技*	125.39	6.11	10.20	12.64	20.52	12.29	9.92
广告	002027.SZ	分众传媒*	1067.28	30.83	47.89	55.75	34.62	22.29	19.14
	300413.SZ	芒果超媒	623.70	21.35	25.41	29.28	29.21	24.54	21.30
	605168.SH	三人行	102.28	7.31	10.24	13.25	13.99	9.99	7.72
	301102.SZ	兆讯传媒	79.40	2.21	3.55	4.84	35.91	22.35	16.39
电影	300251.SZ	光线传媒	270.77	4.28	9.52	11.66	63.30	28.43	23.23
	002739.SZ	万达电影	307.73	-4.50	11.28	14.28	-	27.29	21.54
	600977.SH	中国电影	248.12	1.14	9.63	11.24	217.93	25.77	22.07
	001330.SZ	博纳影业	164.80	1.99	5.56	6.64	82.83	29.64	24.81
	300133.SZ	华策影视	104.18	4.75	5.70	6.75	21.94	18.29	15.44
宠物	001222.SZ	源飞宠物	34.74	1.94	2.31	3.04	17.95	15.07	11.42
	300673.SZ	佩蒂股份	45.54	1.88	2.18	2.75	24.27	20.85	16.55
	002891.SZ	中宠股份	65.35	1.60	2.25	3.14	40.85	29.04	20.83
	001206.SZ	依依股份	33.52	1.60	1.88	2.27	20.95	17.85	14.75

数据来源：*公司为信达证券研发中心预测，其余公司均采用2023/1/5 Wind一致预期

资料来源：Wind，信达证券研发中心

时间：2023/1/5

表 27：港股相关公司估值表
【信达传媒互联网及海外冯翠婷团队】港股年度策略核心标的

板块	代码	公司	市值 (亿人民币)	Non-GAAP 归母净利润 (亿元)			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
游戏	0700.HK	腾讯控股*	29343.76	1173.22	1417.71	1672.90	25.01	20.70	17.54
	9999.HK	网易-S	3671.57	223.58	233.61	260.76	16.42	15.72	14.08
	2400.HK	心动公司	105.90	-	-	4.23	-	-	25.01
	0302.HK	中手游	45.40	4.67	6.45	9.03	9.73	7.04	5.03
	6633.HK	青瓷游戏	31.09	3.08	5.56	-	10.09	5.59	-
	2100.HK	百奥家庭互动	11.45	1.29	1.50	1.75	8.88	7.63	6.54
	1119.HK	创梦天地	50.65	-	-	4.18	-	-	12.12
电商/本地生活	3690.HK	美团-W*	10412.18	16.11	179.79	309.37	-	57.9	33.7
	PDD.O	拼多多	8316.63	360.78	416.04	521.61	23.05	19.99	15.94
	9618.HK	京东集团-SW*	6813.52	261.00	352.82	476.36	26.11	19.31	14.30
	9988.HK	阿里巴巴-SW	18600.38	1415.19	1643.76	1809.82	13.14	11.32	10.28
	VIPS.N	唯品会	655.72	67.01	68.54	73.54	9.79	9.57	8.92
	1797.HK	新东方在线*	453.68	9.96	14.77	17.50	45.55	30.72	25.92
	1450.HK	世纪睿科	23.35	0.50	2.49	3.78	46.7	9.4	6.2
	DADA.O	达达集团	232.36	-14.49	2.52	12.73	-	92.2	18.3
	9699.HK	顺丰同城	61.73	-3.91	-0.70	2.75	-	-	22.5
广告	0700.HK	腾讯控股*	29343.76	1173.22	1417.71	1672.90	25.01	20.70	17.54
	1024.HK	快手-W*	3011.69	-83.24	-46.36	25.10	-	-	120.0
	9626.HK	哔哩哔哩-SW	754.60	-72.00	-41.00	-16.00	-	-	-
	9888.HK	百度集团-SW	3071.08	202.11	217.32	248.09	15.20	14.13	12.38
	2013.HK	微盟集团	157.80	-8.98	-2.91	1.15	-	-	137.2
互联网+	9961.HK	携程集团-S	1681.70	11.16	73.53	77.00	150.7	22.9	21.8
	0780.HK	同程旅行	391.79	5.71	14.02	19.01	68.65	27.95	20.61
	6618.HK	京东健康	2013.12	16.00	21.40	30.69	125.86	94.07	65.60
	0241.HK	阿里健康	863.12	3.65	5.54	9.74	236.43	155.70	88.66
	2423.HK	贝壳-W	1398.29	-10.70	-7.20	-2.90	-	-	-
	BZ.O	BOSS直聘	714.17	5.81	12.73	20.48	122.99	56.10	34.87
电影	1970.HK	IMAX CHINA	25.12	1.38	2.63	3.10	18.19	9.57	8.12
	1896.HK	猫眼娱乐	97.85	4.31	6.43	8.32	22.71	15.23	11.76

数据来源：*公司为信达证券研发中心预测，其余公司均采用2023/1/5 Bloomberg一致预期

资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

时间：2023/1/5

风险因素

行业政策风险、监管趋严；疫情反复；宏观经济恢复不及预期；游戏及影视等内容不及预期；海外市场不及预期、汇率波动影响海外收入；核心人才流失等治理结构。

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021 年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获 21 年东方财富 Choice 金牌分析师第一、Wind 金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20 年 Wind 金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

凤超，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员，本科和研究生分别毕业于清华大学和法国马赛大学，曾在腾讯担任研发工程师，后任职于知名私募机构，担任互联网行业分析师。目前主要负责海外互联网行业的研究，拥有 5 年的行研经验，对港美股市场和互联网行业有长期的跟踪覆盖。主要关注电商、游戏、本地生活、短视频等领域。

刘旺，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业 3 年，创业 5 年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

李依韩，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。目前主要覆盖互联网板块。中国农业大学金融硕士，曾任职于华创证券，2022 年加入信达证券研发中心。团队曾入围 2021 年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021 年 21 世纪金牌分析师第四名，2021 年金麒麟奖第五名，2021 年水晶球评比入围。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。