

基本面筑底，元宇宙打开向上空间

——传媒互联网行业2022年投资策略

2021-12-15

证券分析师：张衡 zhangheng2@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517060002

证券分析师：夏妍 xiayan2@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030003



国信证券经济研究所

GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

核心观点

- **市场回顾：延续弱势表现，基本面逐步向上。** 1) 传媒板块延续弱势表现，年初至今（截至11月29日）A股传媒行业指数下跌7.76%，跑输沪深300（-6.91%）、大幅弱于创业板表现（18.11%），在中信一级板块中排名第24位，表现靠后。主题表现上来看，元宇宙概念带动板块10月份以来表现优异；2) 机构Q3传媒板块持仓市值占比仅为0.5%，显著低配（传媒板块A股市值占比1.5%），且从2019年以来呈现持续下降的趋势；估值亦处于历史较低水平；3) 2021年前三季度A股传媒板块营业收入、归母净利润同比分别增长18%、44%，疫情等负面因素对板块的影响正在过去。
- **基本面筑底。** 1) 娱乐需求底部向上：基数效应叠加买量成本趋于稳定，游戏板块业绩有望筑底回升；游戏出海、品类创新推动之下，行业增速有望进一步提升；Z世代新消费大潮兴起，IP潮玩继续保持高景气；后疫情时代游戏影视需求有望持续修复；2) 平台筑底：短期在政策压力、消费需求偏弱等负面因素压制下互联网平台承受较大向下压力，中长期来看变现深度与广度有望持续提升、长期向上趋势不变，元宇宙时代有望进一步打开向上空间，重点关注头部互联网平台。
- **元宇宙有望持续催化板块表现。** 1) VR等硬件设备体验不断提升、价格不断下降,5G、云计算、区块链等基础设施逐步成熟，内容及应用生态亦在硬件及基础设施的推动之下快速发展；2) “媒介即信息”，作为更沉浸、更丰富的媒介形式，元宇宙必然会带来人类社会、经济更大的冲击和重构；在硬件、基础设施加速推进之下，元宇宙有望以更快的速度成熟。并在平台生态、硬件需求、基础设施、内容形态等方面带来全新的机遇；头部机构推动之下产业生态有望加速落地，持续催化板块表现。
- **投资建议：把握超跌龙头修复机会，持续看好元宇宙催化可能。** 1) 基本面筑底、政策预期趋于稳定之下，超跌行业龙头有望迎来估值与业绩修复可能，推荐细分板块龙头三七互娱、完美世界、芒果超媒、分众传媒、吉比特、光线传媒、万达电影等标的，港股关注腾讯控股、哔哩哔哩、泡泡玛特、阜博集团、快手科技等标的；2) 元宇宙持续催化板块表现，细分板块有望持续受益：a) 游戏作为元宇宙最先落地场景，有望估值与业绩持续提升，推荐三七互娱、完美世界、吉比特，关注祖龙娱乐、中手游、世纪华通等标的；b) VR作为元宇宙重要载体，有望加速落地应用，关注顺网科技等标的；c) 数字资产NFT化有望衍生更多应用领域，关注具备内容及IP版权优势的龙头标的视觉中国、华策影视、阜博集团等标的；d) 虚拟数字人迎来应用风口，底部营销公司迎来估值向上可能，关注蓝色光标等营销产业链标的。
- **风险提示：** 技术进步低于预期、商业模式风险、监管政策风险等
- **行业评级：** 超配（维持）

核心观点

重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
9992.HK	泡泡玛特	买入	46.30	649.10	0.37	0.80	1.27	124	58	37
2400.HK	心动公司	买入	44.20	212.35	0.02	(1.04)	(0.17)	2322	(42)	(253)
0772.HK	阅文集团	买入	59.10	604.02	(4.39)	1.52	1.55	(13)	39	38
300413	芒果超媒	买入	50.08	936.86	1.06	1.30	1.61	47	39	31
000681	视觉中国	买入	19.03	133.32	0.25	0.36	0.48	76	53	40
002291	星期六	买入	19.83	180.42	0.03	0.65	0.99	743	31	20
002027	分众传媒	买入	7.91	1142.38	0.28	0.42	0.46	29	19	17
002555	三七互娱	买入	25.85	573.32	1.24	1.16	1.48	21	22	17
603444	吉比特	买入	387.36	278.37	14.56	21.95	25.13	27	18	15
002624	完美世界	买入	22.38	434.16	0.80	0.71	1.22	28	32	18

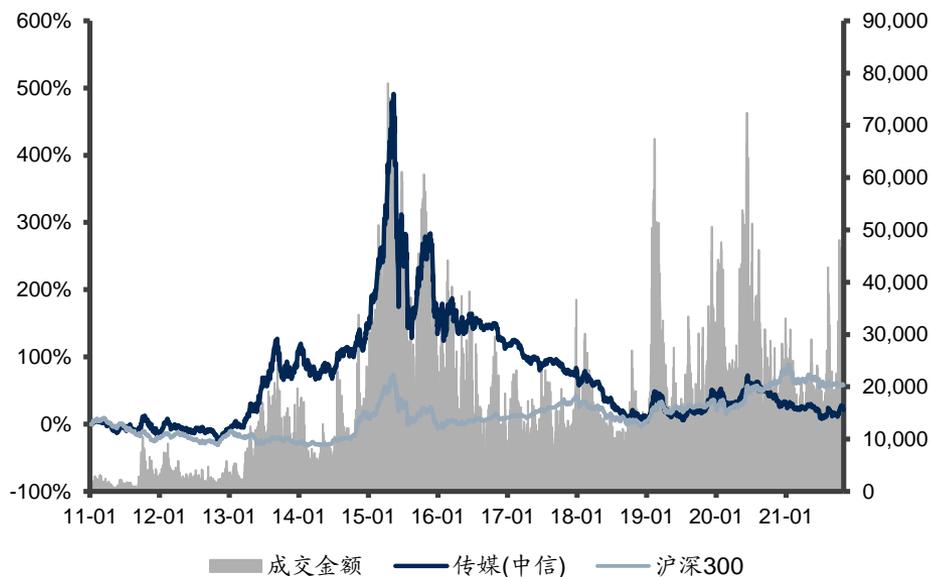
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

● 1 市场回顾：景气低位，中小市值主题占优

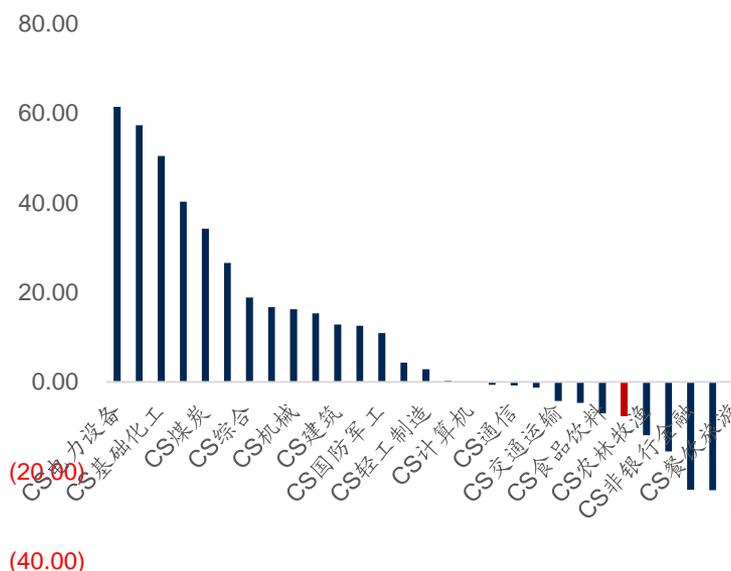
1.1 市场回顾：延续弱势表现

- ▶ 传媒板块延续弱势表现，年初至今（截至11月29日）A股传媒行业指数下跌7.76%，跑输沪深300（-6.91%）、大幅弱于创业板表现（18.11%），整体在中信一级板块中排名第24位，表现靠后，延续了16年以来较弱的市场表现。
- ▶ 月度表现上，除8月及11月获得获得较为显著超额收益外，其他时间表现均相对一般。

传媒板块表现



行业涨幅排名



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

1.1 市场回顾：中小市值较强、元宇宙催化板块表现

- 从个股表现来看，2021年至今涨幅前十的为中青宝、ST东网、旗天科技、数码视讯、鼎龙文化等标的；表现较差的为完美世界、芒果超媒、新经典、巨人网络等标的。整体风格上呈现出中小市值表现较好、大市值白马龙头表现较弱的特点；
- 元宇宙概念催化板块表现。从主题表现上来看，元宇宙概念带动板块10月份以来表现优异；个股来看，10月中旬以来受元宇宙概念催化，中文在线、中青宝等标的涨幅较大。

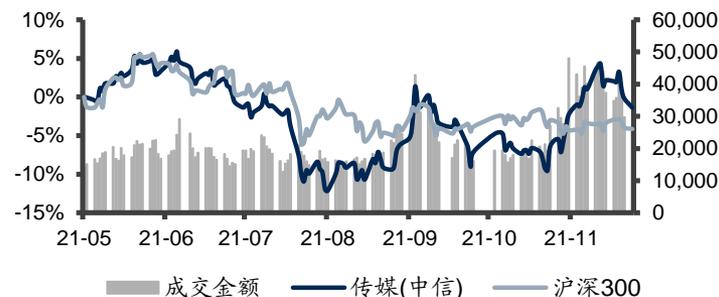
10月中旬以来个股涨幅排名

代码	公司	1015以来涨幅	年涨跌幅	市值(亿)	代码	公司	1015以来涨跌幅	年涨跌幅	市值(亿)
300364.SZ	中文在线	128%	-19%	60	002502.SZ	鼎龙文化	-25%	49%	23
300052.SZ	中青宝	121%	-8%	22	300038.SZ	中信出版	-22%	-41%	30
300061.SZ	旗天科技	55%	107%	27	002619.SZ	*ST艾格	-18%	-23%	33
002095.SZ	生意宝	54%	-3%	32	600661.SH	昂立教育	-17%	-18%	40
300031.SZ	宝通科技	46%	-13%	68	000802.SZ	ST北文	-16%	-18%	36
000681.SZ	视觉中国	39%	2%	96	002188.SZ	*ST巴士	-16%	31%	7
002174.SZ	游族网络	37%	37%	118	603103.SH	横店影视	-15%	-23%	93
002624.SZ	完美世界	33%	-21%	529	300528.SZ	幸福蓝海	-12%	-6%	23
002464.SZ	*ST众应	31%	-15%	14	300226.SZ	上海钢联	-11%	-11%	100
300058.SZ	蓝色光标	30%	5%	160	601599.SH	浙文影业	-11%	21%	22

年初至今个股涨幅排名

代码	名称	年初至今涨幅	市值(亿)	三季报增速	上年表现
300052.SZ	中青宝	254%	87	730%	-40%
002175.SZ	*ST东网	165%	21	82%	-44%
300061.SZ	旗天科技	100%	70	79%	-24%
300079.SZ	数码视讯	85%	120	102%	-21%
002502.SZ	鼎龙文化	68%	43	-177%	-13%
300364.SZ	中文在线	65%	89	24%	88%
002858.SZ	力盛赛车	59%	27	217%	-29%
002247.SZ	聚力文化	57%	23	-59%	-40%
002464.SZ	*ST众应	53%	29	-55%	-47%
002599.SZ	盛通股份	53%	34	198%	-17%
	平均	96%			
002624.SZ	完美世界	-33%	365	-56%	1%
603533.SH	掌阅科技	-34%	95	-10%	99%
300299.SZ	富春股份	-34%	35	-11%	55%
300788.SZ	中信出版	-36%	50	12%	-16%
600661.SH	昂立教育	-37%	28	321%	-13%
603103.SH	横店影视	-38%	76	114%	1%
300226.SZ	上海钢联	-38%	78	5%	1%
300413.SZ	芒果超媒	-40%	814	23%	108%
603096.SH	新经典	-40%	42	-24%	-5%
002558.SZ	巨人网络	-42%	204	4%	-3%
	平均	-37%			
CI005028	传媒	-8%			-2%
000300.SH	沪深300	-7%			27%

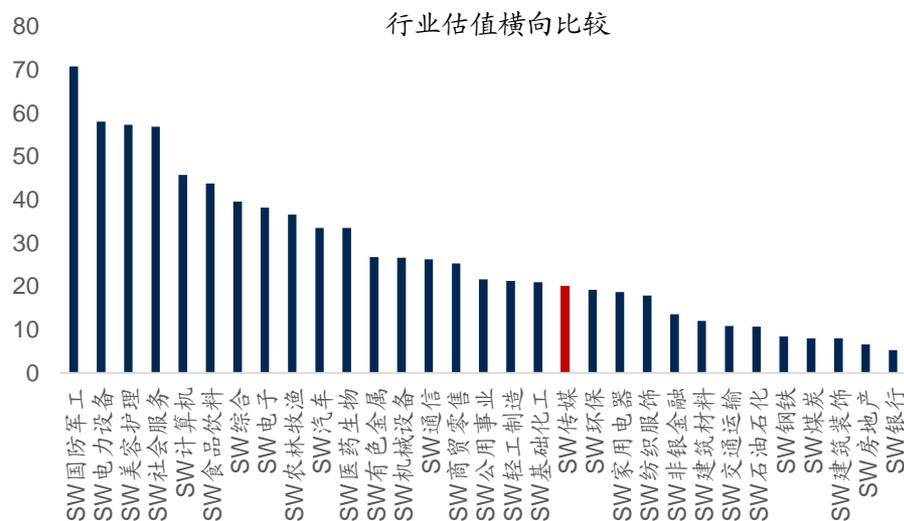
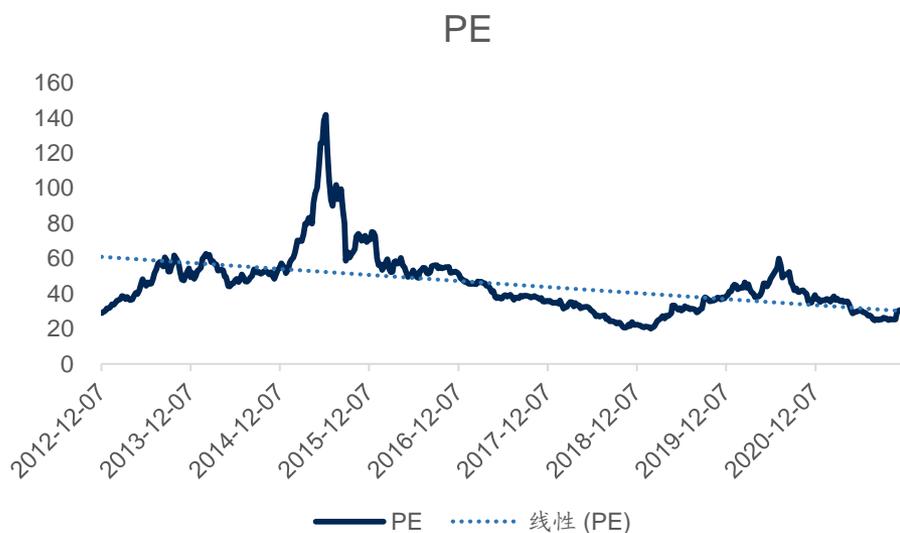
板块5月以来涨幅表现



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

1.2 板块估值处于历史低位

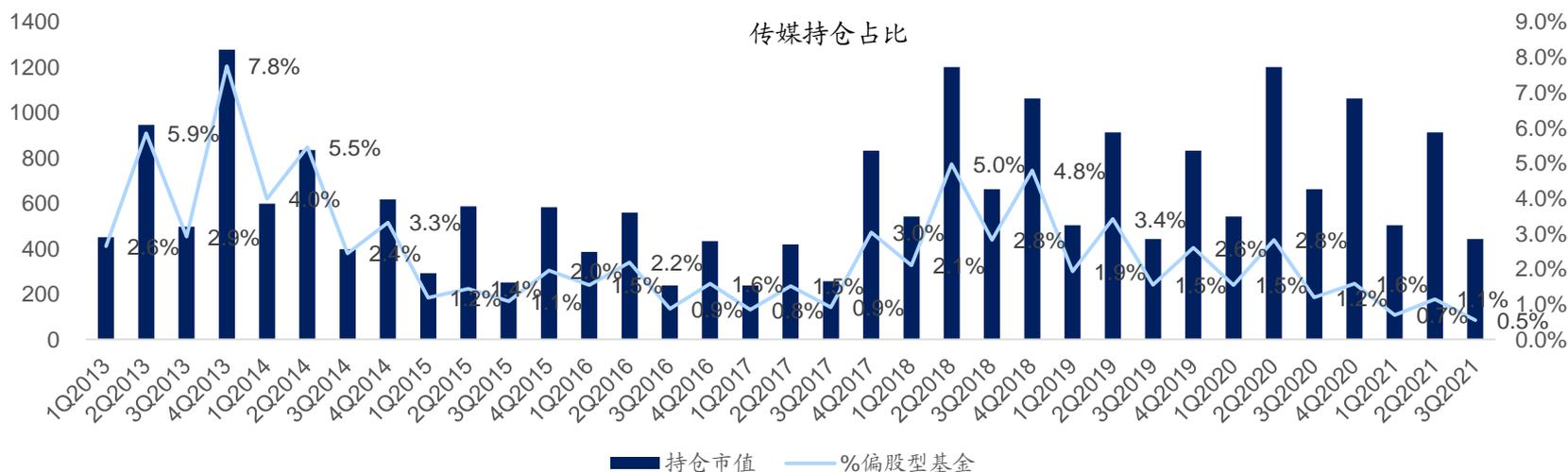
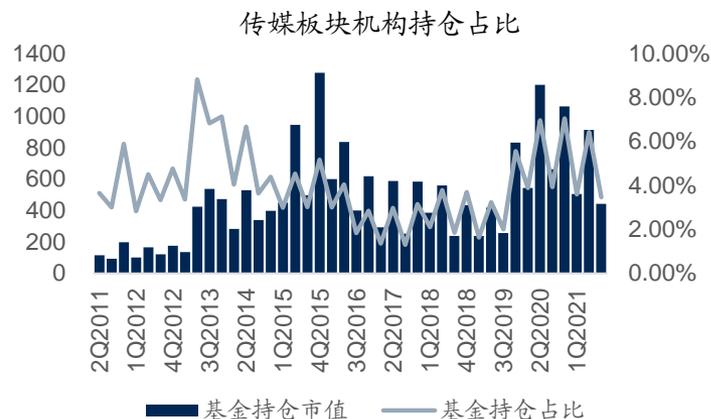
- 估值仍处于低位。传媒板块估值水平（PE-TTM）从20年中期以来再次回落至当前30X左右，处于中值以下水平；
- 横向比较：与申万一二级子板块的各个行业相比较，传媒板块估值水平在29个版块中位于第19位，PE-TTM显著低于计算机、电子及通信等TMT其他板块。



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

1.3 机构持仓占比处于低位

- 从机构持仓上来看，截至Q3公募机构传媒板块共计持仓市值443亿元，占A股传媒行业市值比例为3.46%（中信行业分类），相比Q2显著降低（Q2为6.43%）
- 机构Q3传媒板块持仓市值占比仅为0.5%，显著低配（传媒板块A股市值占比1.5%），且从2019年以来呈现持续下降的趋势
- 个股来看，分众传媒、芒果超媒、三七互娱、光线传媒等公司位居持仓市值前列

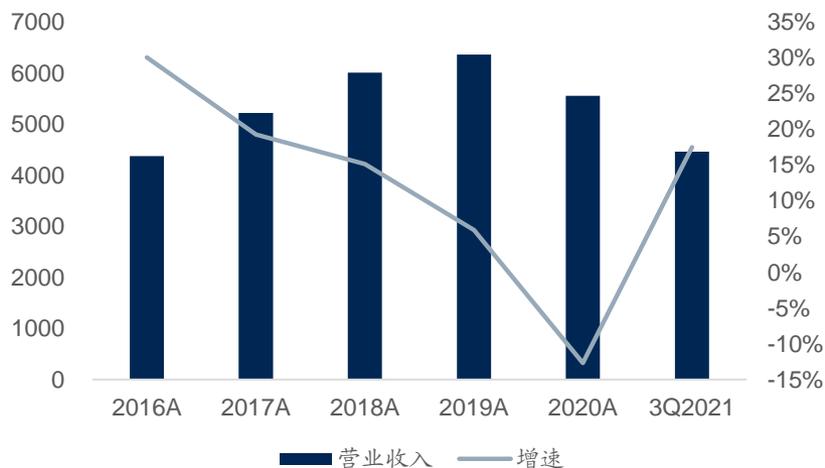


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

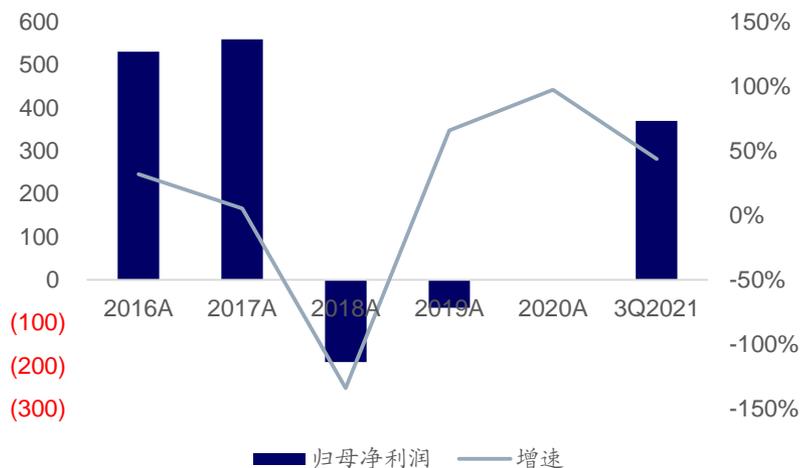
1.4 业绩回顾：基本面逐步修复

- 2021年前三季度A股传媒板块实现营业收入4462亿元、归母净利润370亿元，同比分别增长18%、44%，疫情等负面因素对板块的影响正在过去；

板块营业收入（亿元）及增速



归母净利润（亿元）及增速

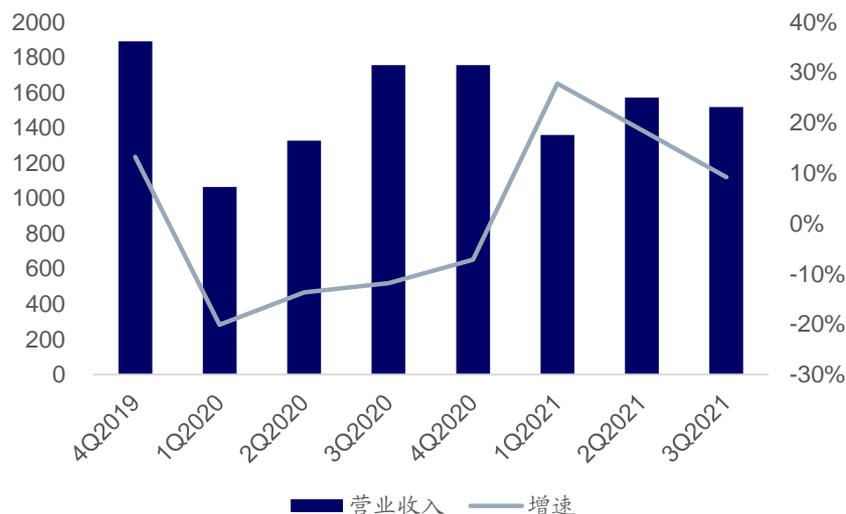


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

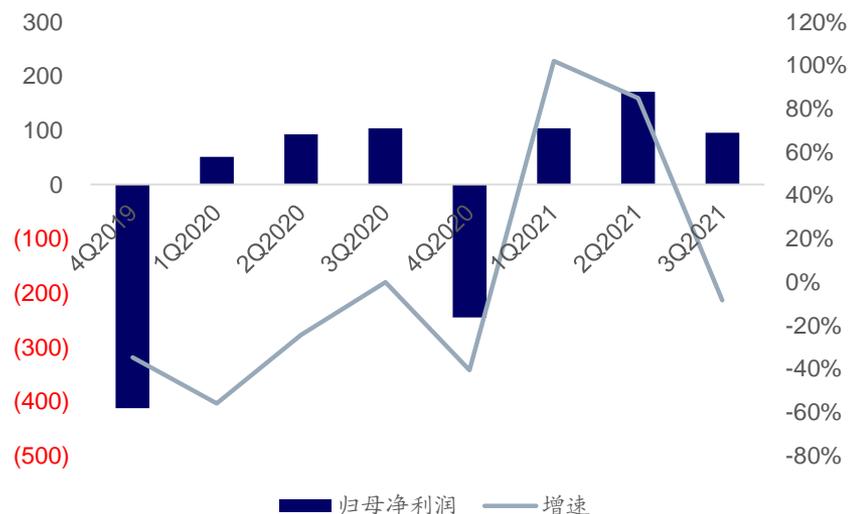
1.4 业绩回顾：基本面逐步修复

➤ 单季度来看，受基数效应等因素影响，1-3季度营收增速逐步下降；归母净利润Q3同比出现一定程度下滑；

板块营业收入（亿元）及增速



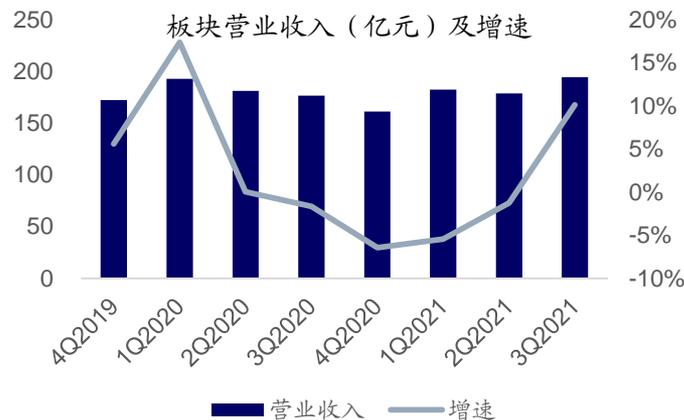
归母净利润（亿元）及增速



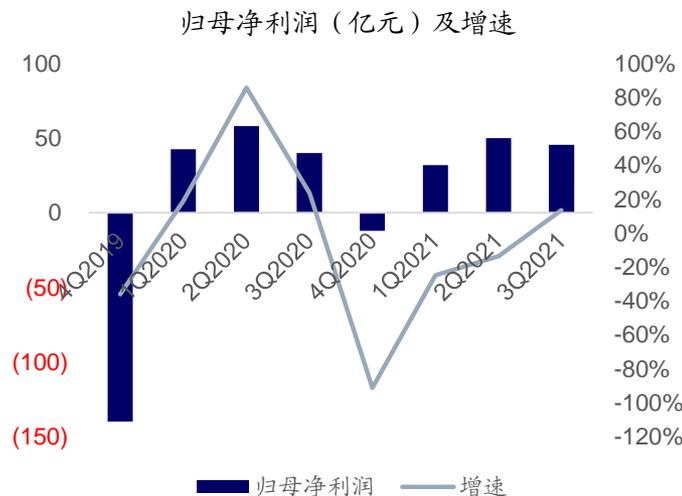
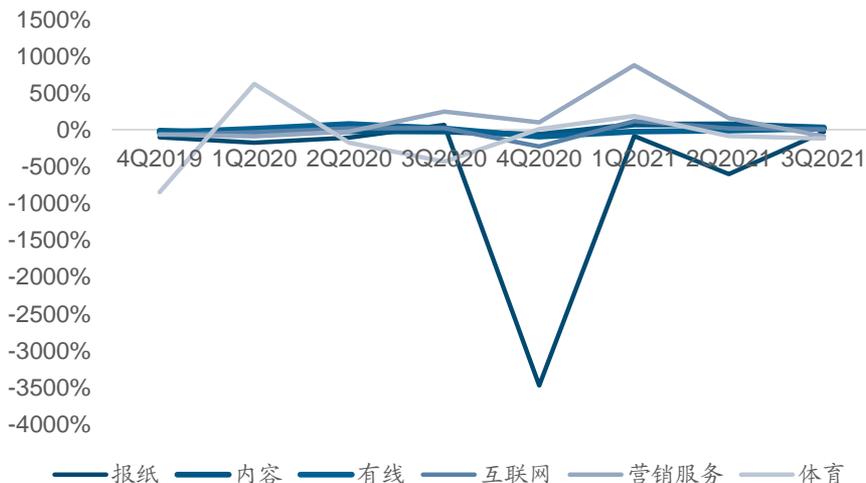
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

1.4 业绩回顾：游戏板块趋势向上

- 分子行业来看，内容行业整体表现较为优异，持续保持较高增速；互联网、营销服务增速下滑趋势较为明显；
- 内容领域中游戏板块表现突出，Q1开始营收及净利润增速持续保持向上趋势；



细分子行业净利润增速表现

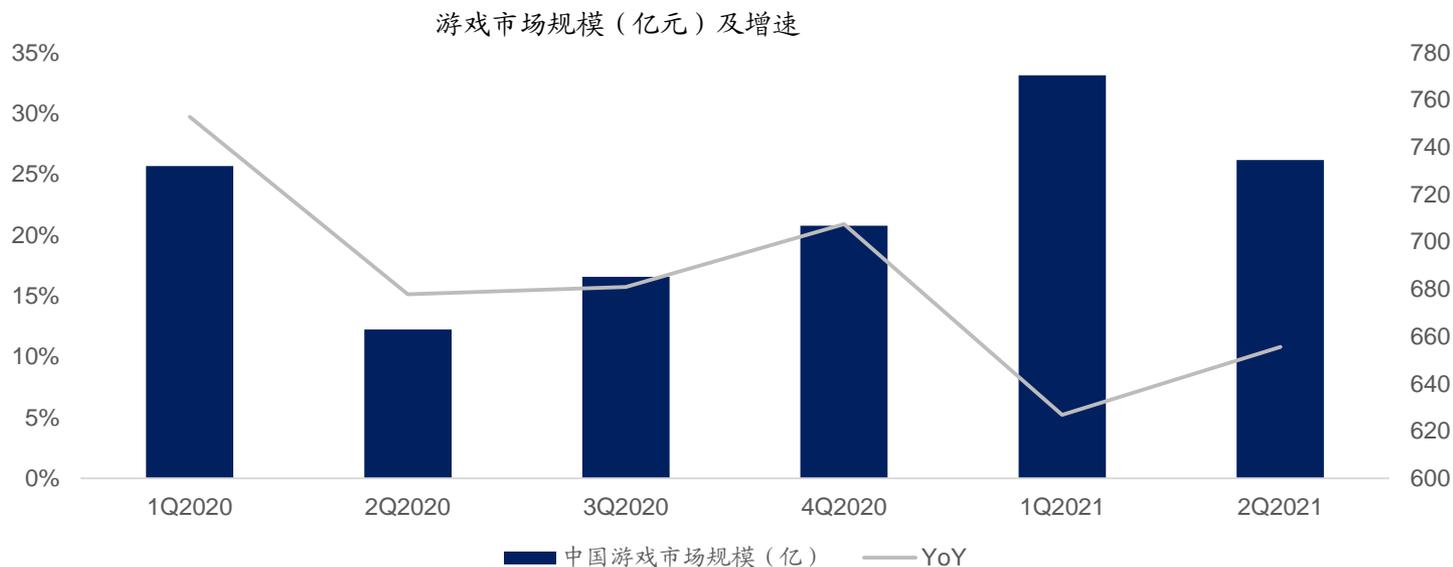
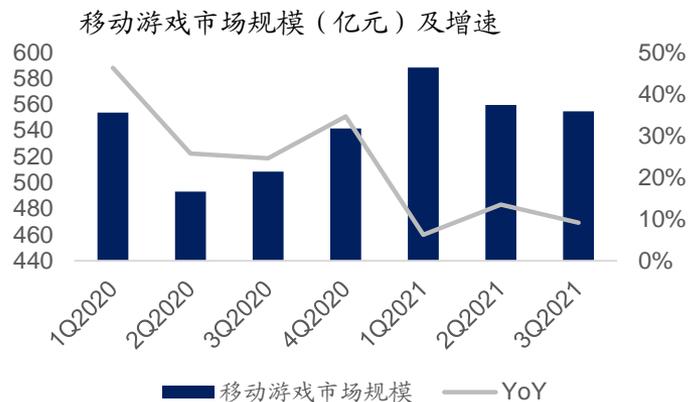


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

● 2 基本面筑底

2.1 游戏：行业增速触底向上

- 受疫情所带来的高基数等因素影响，国内游戏市场收入增速从2020年Q4开始显著下降，其中Q1全行业实现营业收入770亿元，同比增速下滑至5%；而随着基数效应消退，Q2全行业实现营业收入735亿元，同比增长11%，增速实现触底向上；
- 移动游戏增速表现更为明显，Q1同比增长6%，Q2、Q3增速修复至13、9%%，增速逐步修复
- 游戏出海市场增速进一步提升，Q3同比增长28%，持续向上

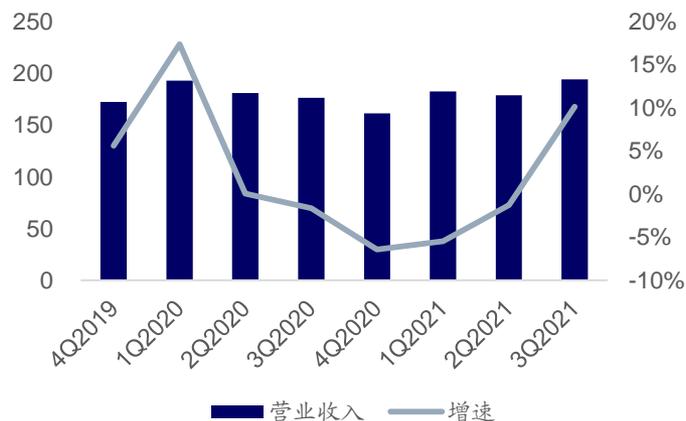


资料来源：游戏工委，国信证券经济研究所整理

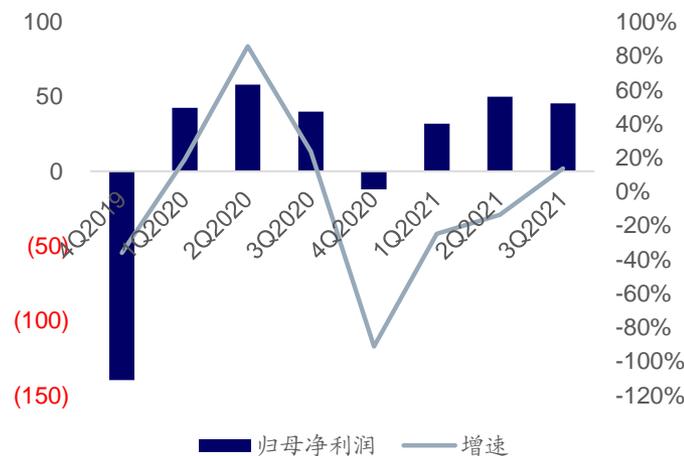
2.1 游戏：上市公司业绩拐点向上

- A股游戏板块上市公司Q3实现营业收入194亿元，同比增长10%，扭转了自2020年Q1以来持续下降的趋势；
- Q3实现归母净利润45亿元，同比增长14%（Q2同比下滑14%），扭转了自从20年Q4以来同比持续下滑的趋势；

游戏板块营业收入（亿元）及增速



游戏板块归母净利润（亿元）及增速



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

2.1 游戏：高基数效应消退，新品有望推动增速持续反转

■ 长周期来说，游戏行业是需求推动的行业；短周期来说，产品是实现游戏高速增长的必要条件。从上市公司整体产品排期来看，产品储备丰富，集中于Q2-3上线，叠加基数效应消退、有望带动行业强劲增长

上市游戏公司重磅产品线情况

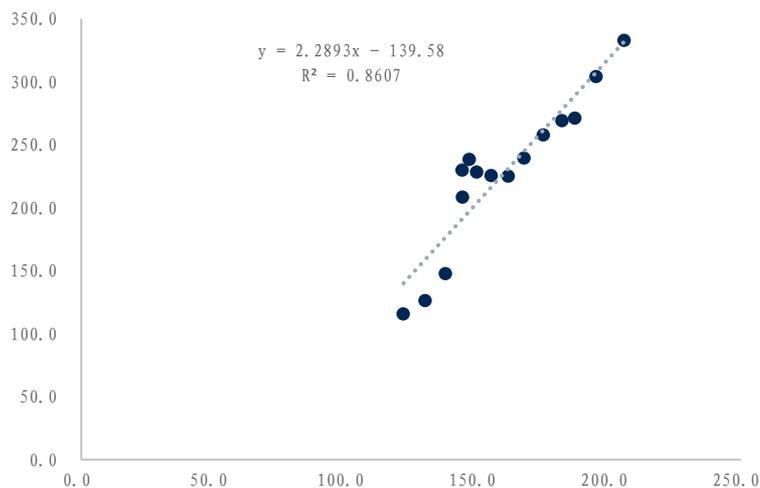
游戏公司	游戏	游戏类型	研发类型	进度	版号	官网预约数	简评
腾讯	黎明觉醒	开放世界生存	自研自发	4月11日火种测试	有	717万	光子工作室作品
	英雄联盟手游	MOBA	自研自发	-	有	22万 (TapTap)	TOP 1 MOBA端游
网易	宝可梦大探险	休闲	自研自发	5月13日公测	有	22万 (TapTap)	宝可梦IP
	零号任务	非对称对抗	自研自发	2022年Q1上线	无	7万 (TapTap)	电影级画质、全新玩法
	诸神的黄昏	开放世界	自研自发	-	无	-	多主角战斗、策略养成
	漫威超级战争	MOBA	自研自发	5月13日删档测试	有	4万 (TapTap)	漫威正版授权
完美世界	梦幻新诛仙	MMO	自研自发	4月30日删档计费	有	640万	旗舰游戏《诛仙》续作
	幻塔	二次元开放世界	自研自发	4月15日第二次删档	有	510万	公司首款开放世界游戏
	战神遗迹	MMO	自研自发	5月20日公测	有	290万	2021年战略级新品
三七互娱	斗罗大陆：魂师对决	MMO	自研自发	5月10日付费删档	有	-	知名IP斗罗大陆系列
吉比特	摩尔庄园	社区养成	代理	6月1日公测	有	10万 (TapTap)	08年推出知名网页游戏IP
	复苏的魔女	二次元RPG	代理	6月公测	有	11万 (TapTap)	像素风魔女冒险RPG
祖龙娱乐	诺亚之心	科幻MMO	腾讯发行	下半年公测	有	51万	开放世界MMO
中手游	真三国无双霸	ARPG	腾讯发行	Q2公测	有	457万	光荣正版授权
	仙剑奇侠传	MMO	完美联合研发	Q4上线	无	-	知名单机IP

资料来源:TapTap, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

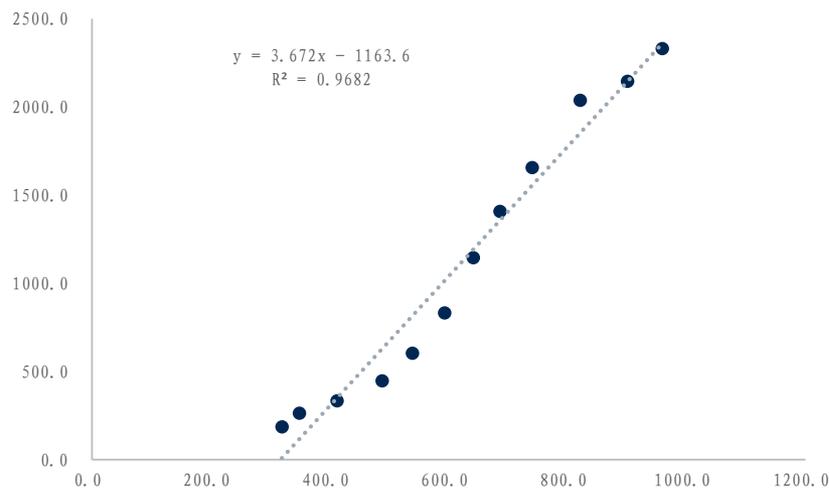
2.1 游戏：长期游戏具备更强的消费属性

- 长期来看，游戏行业增长取决于需求（宏观经济、消费意愿等）；从短期来看，游戏行业增长由产品供给推动；无论是美国还是中国，以年度为单位，游戏行业的收入规模与GDP之间存在着显著的线性关系

美国视频游戏收入与经济强相关（2004-2018年）



中国游戏行业与经济强相关（2008-2019年）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

2.1 游戏：长期内容为王，CP价值具备重估可能

2021年以来腾讯投资游戏公司

时间	游戏公司	轮次	融资额	股权占比	典型游戏	游戏类型
2021/1/11	摘星网络	战略投资	未透露	未透露	鸡你太美	休闲
2021/1/19	暗星信息	战略投资	未透露	35%	救赎之路	角色扮演
2021/1/23	Klei Entertainment	并购	数亿美元	未透露	饥荒	主机游戏
2021/1/24	破晓互动	战略投资	未透露	20%	苍蓝境界	二次元
2021/1/26	玄星网络	战略投资	3000万	30%	-	-
2021/1/28	Mundfish	B轮	未透露	未透露	原子之心	FPS
2021/1/29	Dontnod Entertainment	战略投资	3000万欧元	未透露	吸血鬼	RPG等
2021/1/29	朝露科技	战略投资	未透露	未透露	料理次元	二次元
2021/2/1	云图动漫	战略投资	未透露	20%	-	-
2021/2/2	灵刃网络	战略投资	未透露	未透露	梦幻天堂	ARPG
2021/2/5	东极六感	战略投资	未透露	20%	第五代发明	解密
2021/2/5	氩紫网络	战略投资	未透露	14%	冬至计划	-
2021/2/5	菜鸡游戏	战略投资	未透露	5%	云游戏	-
2021/2/7	森霆网络	战略投资	未透露	未透露	上帝之城：监狱帝国	沙盒
2021/2/9	玩心游戏	战略投资	未透露	未透露	迷城物语	MMO
2021/2/18	陀螺网络	战略投资	未透露	未透露	-	SLG
2021/2/18	零犀科技	战略投资	未透露	未透露	失落之魂	ARPG
2021/2/22	深蓝互动	战略投资	未透露	20%	食物语	二次元
2021/3/15	世纪华通	战略投资	28亿	5%	龙之谷	MMO等
2021/3/17	优必达科技	战略投资	4000万美金	10%	云游戏	-
2021/3/23	月螺信息	战略投资	未透露	未透露	螺旋英雄谭	二次元
2021/3/25	宙贯科技	天使轮	未透露	未透露	-	二次元
2021/3/26	胖布丁游戏	战略投资	未透露	未透露	南瓜先生大冒险	解密
2021/3/30	GameScience	战略投资	未透露	未透露	黑神话：悟空	主机
2021/3/30	乐府互娱	战略投资	数千万	未透露	少年三国志等	卡牌
2021/4/6	阿哇龙游戏	A轮	数千万	15%	贪婪洞窟	roguelike
2021/4/12	朱雀网络	战略投资	未透露	未透露	小米超神	MOBA等
2021/4/15	柳叶刀科技	战略投资	未透露	未透露	VR	-
2021/4/19	乐曼多	战略投资	未透露	未透露	-	实时对战
2021/4/22	散爆网络	战略投资	未透露	20%	少女前线	二次元
2021/4/23	青瓷数码	战略投资	3亿	3%	最强蜗牛	放置类
2021/4/26	飞鱼科技	上市后	未透露	未透露	保卫萝卜	休闲
2021/5/8	掌梦网络	战略投资	未透露	未透露	半世界之旅	乙女类

资料来源:IT橘子, 国信证券经济研究所整理

2.1 游戏：长期内容为王，CP价值具备重估可能

2021年以来字节跳动投资游戏公司

时间	游戏公司	轮次	融资额	股权占比	典型游戏	游戏类型
2021/1/8	盖姆艾尔	战略投资	数千万	27.4%	仙境RO	MMO
2021/3/22	沐瞳科技	并购	40亿美金	100.0%	无尽对决	MOBA
2021/4/13	有爱互娱	并购	数亿	100.0%	放置少女	二次元
2021/4/21	代码乾坤	战略投资	1亿	未披露	物理引擎	-

资料来源：IT橘子，国信证券经济研究所整理

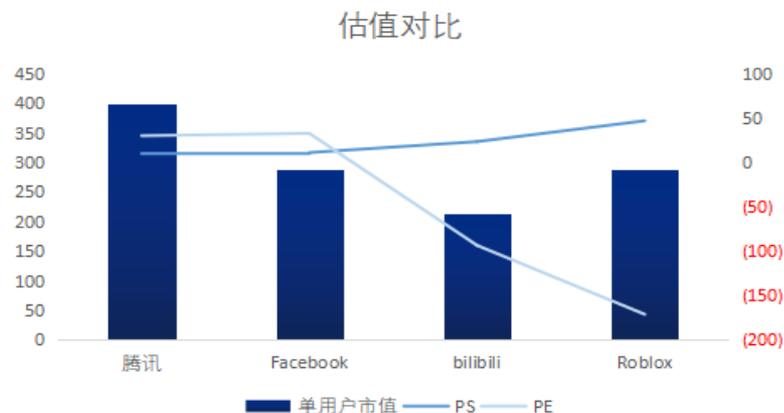
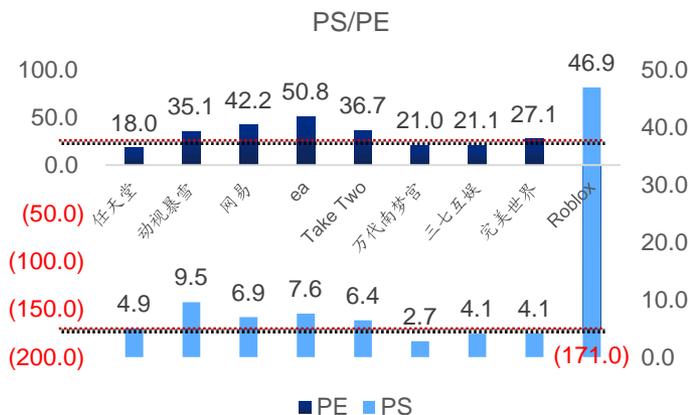
2021年以来B站投资游戏公司

时间	游戏公司	轮次	融资额	股权占比	典型游戏	游戏类型
2021/1/15	洛斯特	战略投资	未透露	未透露	无光之夜	roguelike
2021/2/5	东极六感	战略投资	未透露	20%	第五代发明	解密
2021/2/25	天空盒科技	战略投资	数千万	18%	工匠与旅人	休闲
2021/4/1	心动公司	上市后	9.6亿港币	4.7%	TapTap	-
2021/4/2	衍光网络	战略投资	未透露	未透露	-	-
2021/4/23	青瓷数码	战略投资	3亿	3%	最强蜗牛	放置类
2021/4/25	中手游	上市后	6亿港币	7%	仙剑	MMO等

资料来源：IT橘子，国信证券经济研究所整理

2.1 元宇宙，游戏业绩与估值共振的大机遇

- 相比传统游戏公司，Roblox已脱离传统游戏公司估值体系；当前PS对应2020年46.9倍，显著高于行业均值；净利润当前仍处于亏损状态无法进行直接比较；
- 与Facebook、腾讯、哔哩哔哩对比来看，PS、PE仍显著高于上述社交平台，单用户市值（总市值/MAU，腾讯为微信+QQ用户数量）达到289美元，与Facebook相当，低于腾讯但显著高于哔哩哔哩；
- 从估值体系上来看，资本市场对Roblox的估值已经脱离了游戏公司的定位，而是将其对标头部互联网平台，对元宇宙前景给予了显著的估值溢价。

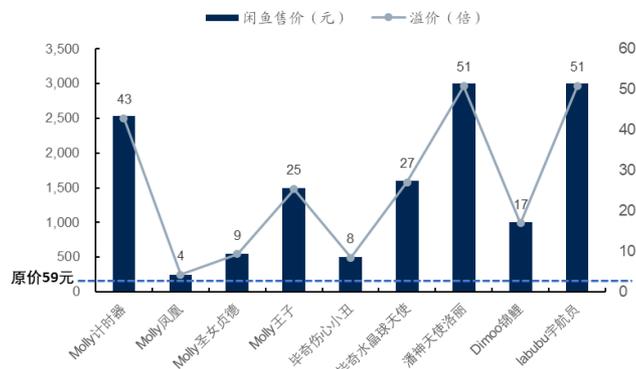


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

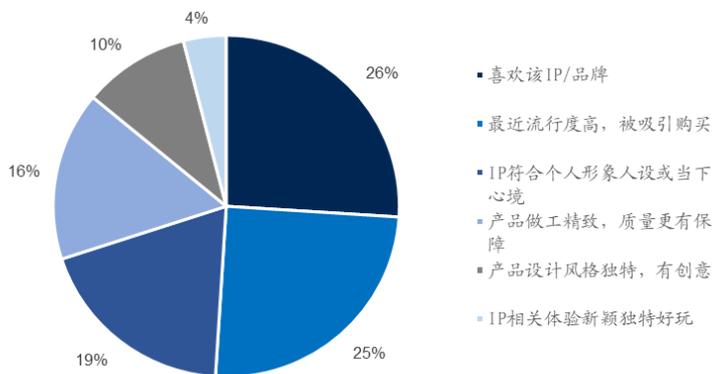
2.4 IP、潮玩：Z世代新消费大潮兴起

- 购买盲盒/潮玩的用户的初衷是“悦己”心理，用于交换、收集和炫耀，类似于女性集口红色号的心理，核心目的不是差价获利、低买高卖，更多是精神性满足；
- 盲盒/潮玩的“赌性”是“悦己”之后的衍生属性，是超高的复购率后的必然交易行为；

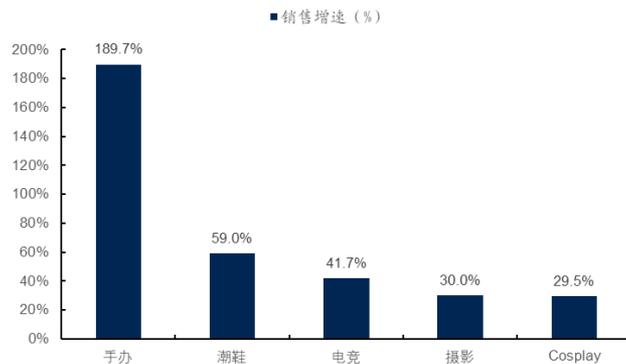
部分盲盒售价和闲鱼最新二手价对比



用户购买IP授权产品的原因



天猫销售增速前五的95后烧钱爱好



资料来源：弗若斯特沙利文报告，国信证券经济研究所整理

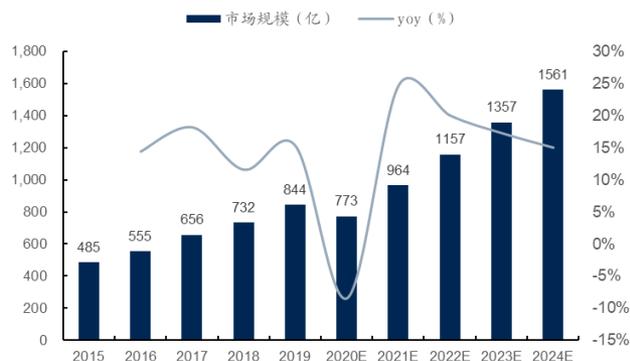
2.4 IP、潮玩：Z世代新消费大潮兴起

- 2019年中国IP改编市场（电影、动漫、游戏等）规模达1505亿，预计2023年有望达2561亿；
- IP授权包括商品授权和空间授权，2019年中国IP授权市场844亿，预计24年有望达1561亿；

Bearbrick和香奈儿推出联名款积木熊



中国IP授权市场规模及其增速



中国IP改编市场规模及其增速



资料来源：弗若斯特沙利文报告，国信证券经济研究所整理

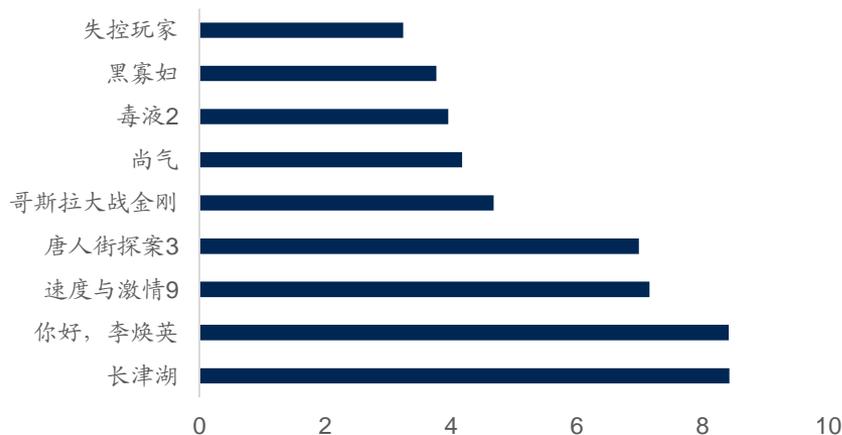
2.2 电影：关注疫情修复

- 观影需求依然旺盛，优质内容上线带动票房市场逐步恢复
- 自2020年7月院线重启以来，虽然期间受疫情反复等因素影响，但仍然保持了持续向上恢复的趋势
- 得益于国内优秀的疫情控制以及优质内容上线，国内票房市场持续超越美国位居全球第一；同时从单片表现来看，截至2021年10月底，全球票房排名前十的电影中中国入围3部，其中《长津湖》、《你好，李焕英》分别位居第一、二

中国票房市场（亿元）及增速



2021全球票房排名（亿美元）



资料来源：灯塔，国信证券经济研究所整理

2.2 电影：关注疫情修复

- 主要档期票房表现良好，以国庆档期为例，截至2021年10月7日，国庆档（10月1日至7日）累计票房达到43.7亿元（含服务费），超越2020年同比增长18%，位列国内影史第二，仅次于2019年。根据灯塔专业版，2021年国庆档观影人次为0.93亿，同比基本持平，人均票价为46.8元，同比增长18%，场均人次为38.14人，同比增长14%。

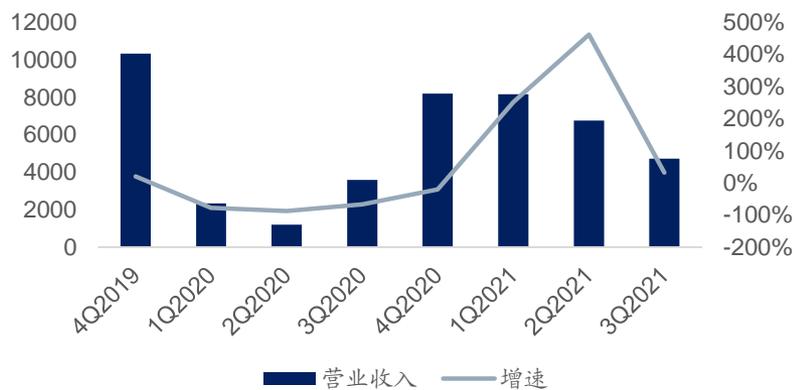


资料来源：灯塔，国信证券经济研究所整理

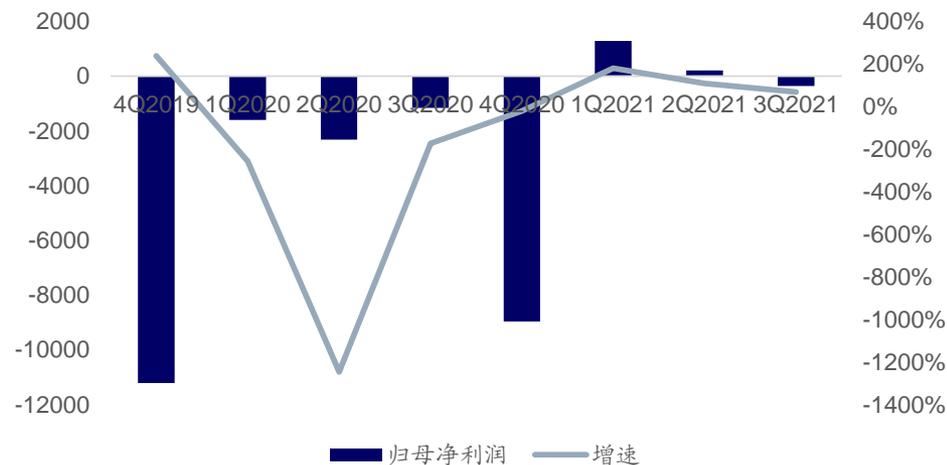
2.2 电影：关注疫情修复

- 优质内容有望带动票房市场回暖
- 低基数下上市公司业绩有望逐步改善

电影板块营收及增速



电影板块净利润及增速

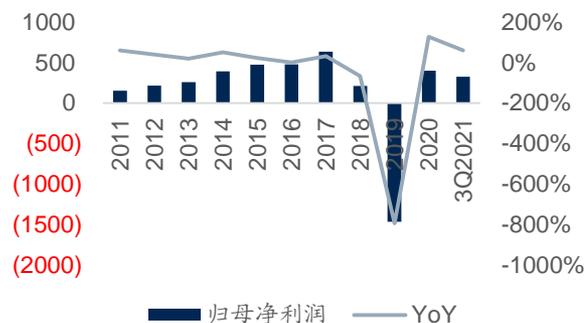


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

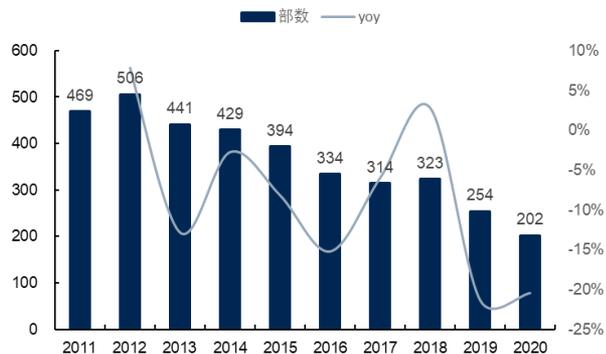
2.2 电视剧：关注集中度提升可能

- ▶ 影视剧行业产能持续缩减，根据过去几年电视剧发行许可证数及备案数变化，我们认为：1) 近些年备案数远高于发行数，显示行业供给较多，消化不足，积压剧集较多；2) 19年的政策冲击和20年的疫情重创影响影视剧的行业产能，21年行业有望复苏，弹性向上，回归市场均衡；3) 行业集中度有望持续提升，头部公司具备向上可能

电视剧板块净利润（百万元）及增速



2011-2020年电视剧发行许可情况（部）



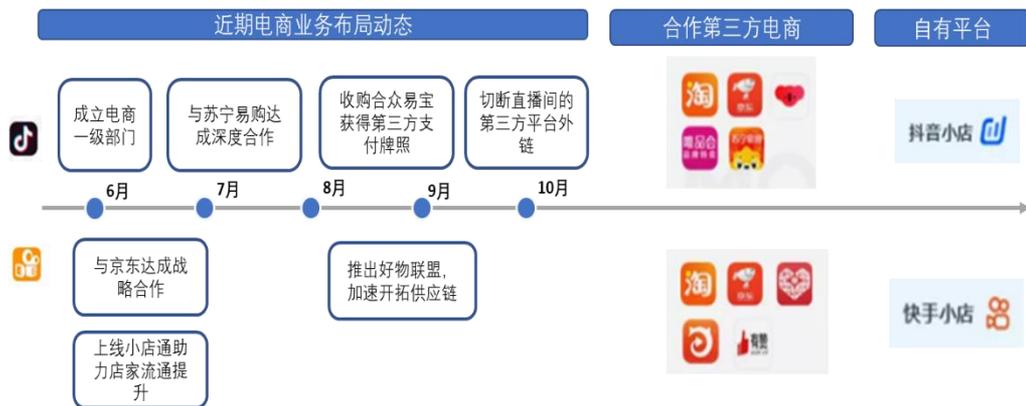
2013-2020电视剧备案数情况（部）



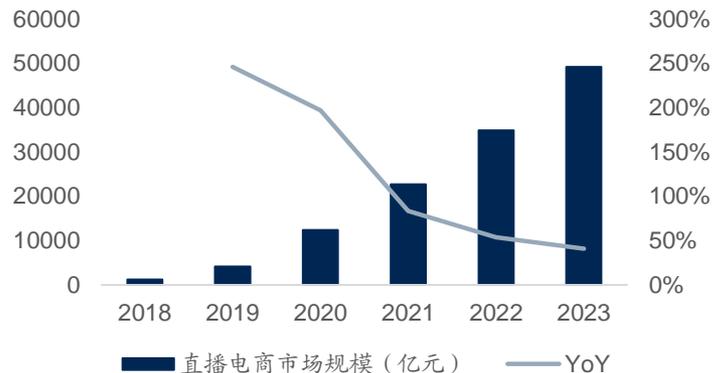
资料来源：广电总局，wind，国信证券经济研究所整理

2.2 视频平台：跳脱短期扰动，把握长期趋势

- 短视频平台电商体系日趋完善，商业化能力有望持续深化；
- 短视频电商主要包括短视频种草带货和直播带货两种形式，但核心转化来自于直播带货，目前短视频平台自建电商平台或和三方电商平台分佣，从市场结构来看，电商占比提升空间大，未来有望成短视频变现最具有增长潜力的板块，快抖双方近期均通过自有、合作的方式加速电商生态布局
- 2020年中国直播电商市场规模达1.2万亿元，年增长率为197.0%，目前直播电商仍然处于行业早期，根据艾瑞咨询预测，预计未来三年年均复合增速为58.3%，2023年直播电商规模将超过4.9万亿元。



直播电商规模及增速



资料来源: Questmobile, 国信证券经济研究所整理

2.2 视频平台：跳脱短期扰动，把握长期趋势

- 长视频：芒果继续向上，行业变现动力提升；
- 长视频行业月活用户增速放缓，行业渗透率已稳定在80%以上，行业格局稳固，目前市场已形成“BAT三大视频平台+特色路径平台芒果TV及B站”的格局，其中西瓜视频借中视频有望异军突起，从投资逻辑角度看，芒果TV是唯一实现盈亏平衡的视频平台，单用户广告价值最大，付费用户增速最快，是近些年具备最成长属性的视频平台
- 内容端芒果TV综艺保持领先之外，电视剧已初露锋芒

芒果超媒季风剧场剧集

剧集名称	演员	导演	类型
猎狼者	秦昊、尹昉、黄子星	曹盾	当代、涉案
逆光者	彭冠英、张雨剑	余庆	悬疑、罪案
谎言真探	余男、邢佳栋	张思庆	涉案
江照黎明	马思纯、白客	牛超、王涛涛	悬疑、罪案
礼物	陈数、王真儿、王智	-	家庭、悬疑
我在他乡挺好的	周雨彤、白宇帆、孙千	李漠	都市、话题
婆婆的镯子	蓝盈莹、牛骏峰、邬君梅	李昂	家庭、话题
沉睡花园	龚俊、乔欣	臧溪川	爱情、悬疑
火星孤儿	费启鸣、赵弈钦	赵一龙	科幻

长视频全网网影视剧播放量排名

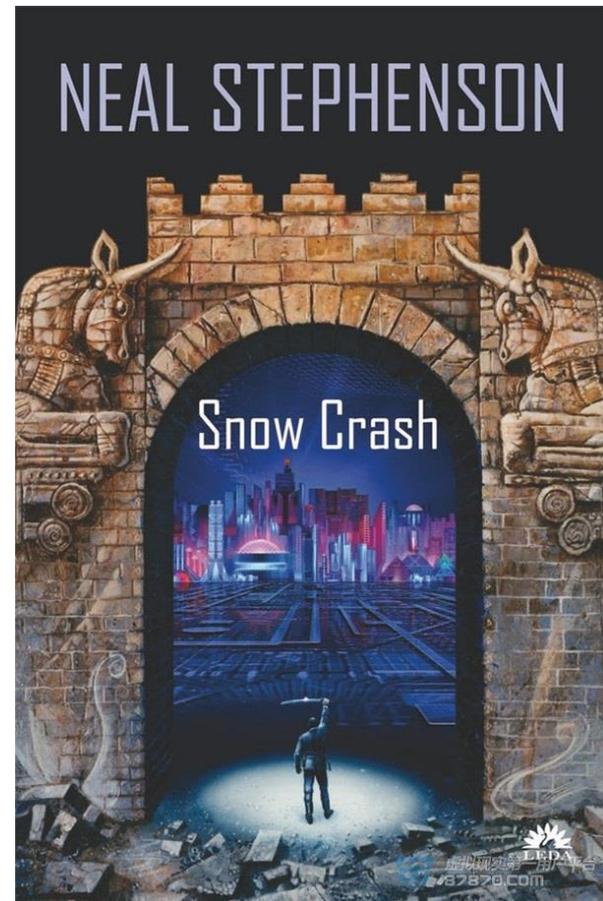
排名	名称	播放平台	上映天数	年初至今播放量(亿)
1	斗罗大陆	腾讯视频	119	54.7
2	锦心似玉	腾讯视频	98	48.2
3	有翡	腾讯视频	170	38.4
4	长歌行	腾讯视频	65	31.2
5	理智派生活	芒果TV	65	24.5
6	八零九零	芒果TV	44	23.7
7	陪你一起长大	芒果TV	68	22.5
8	爱的理想生活	腾讯视频、芒果TV	76	18.5
9	阳光之下	芒果TV	160	16.7
10	你是我的城池营垒	腾讯视频、爱奇艺、优酷	99	16.5
11	司藤	腾讯视频、爱奇艺、优酷	88	16.2
12	乌鸦小姐与蜥蜴先生	腾讯视频	-	15.7
13	暗恋橘生淮南2021	腾讯视频、芒果TV	-	15.3
14	我就是这般女子	腾讯视频	137	14.2
15	我的小确幸	腾讯视频	142	13.7
16	骊歌行	腾讯视频、爱奇艺	50	12.9
17	玲珑	腾讯视频、芒果TV	126	10.3
18	你好，对方辩友	芒果TV	-	10.3
19	别想打扰我学习	芒果TV	-	9.8
20	良辰美景好时光	腾讯视频、爱奇艺	57	8.6

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

● 3 新方向：元宇宙，互联网的下一步

3.1 Metaverse: 来自科幻小说的概念

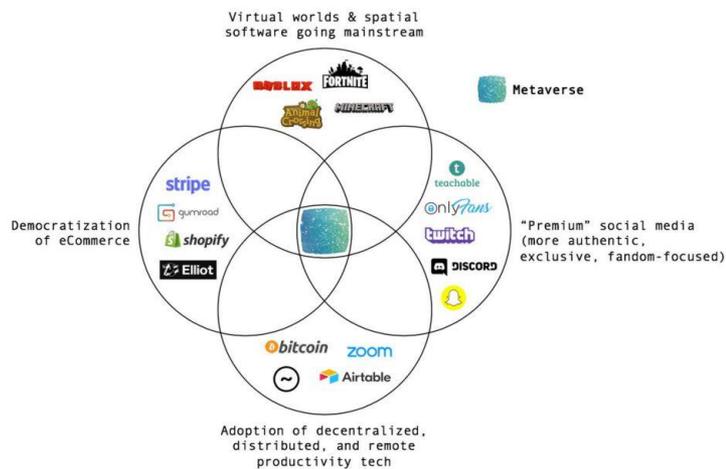
- 元宇宙（Metaverse）：出自于1992年出版的科幻小说作家尼尔·斯蒂芬森（Neal Stephenson）的第三部著作《雪崩》（Snow Crash）；
- 故事背景发生在21世纪初期的美国的洛杉矶，在这个未来中美国联邦政府将大部分权力给予了私人企业家和组织，国家安全交付给了雇佣军队，公路公司之间也相互竞争来吸引司机来上他们的路，政府剩余的权利只是做一些繁琐的工作而已，社会的繁荣安定与他们无关。政府的大部分的土地被各个大的私人瓜分，并建立了个人领地。在严重的恶性通货膨胀下，美元急剧贬值，一兆美元也是一个会被忽略的数字，而人们交易中通常则使用的是其他的货币；
- 斯蒂芬森创造了一个并非以往想象中的互联网，而是和社会紧密联系的三维数字空间——虚拟实境（Metaverse），与现实世界平行，在现实世界中地理位置彼此隔绝的人们可以通过各自的“化身”进行交流娱乐；
- 在小说中，主角Hiro Protagonist的工作是为已经控制了美国领土的黑手党送披萨。在不工作的时候，Hiro Protagonist会进入到元宇宙：一个网络化的虚拟现实。在这个虚拟现实中，人们表现为自己设计的“化身”，从事世俗的（谈话、调情）和非凡的（斗剑、雇佣军间谍活动）活动。像互联网一样，元宇宙是一种集体的、互动的努力，总是在进行，并且不受任何一个人的控制。就像在游戏中一样，人们居住并控制着在空间中移动的角色



资料来源：豆瓣，国信证券经济研究所整理

3.2 Metaverse：现实基础与产品特征

- Roblox提出了通向“元宇宙”的8个关键特征，即Identity（身份）、Friends（朋友）、Immersiveness（沉浸感）、Low Friction（低延迟）、Variety（多样性）、Anywhere（随地）、Economy（经济）、Civility（文明），其中，文明是最终发展方向。

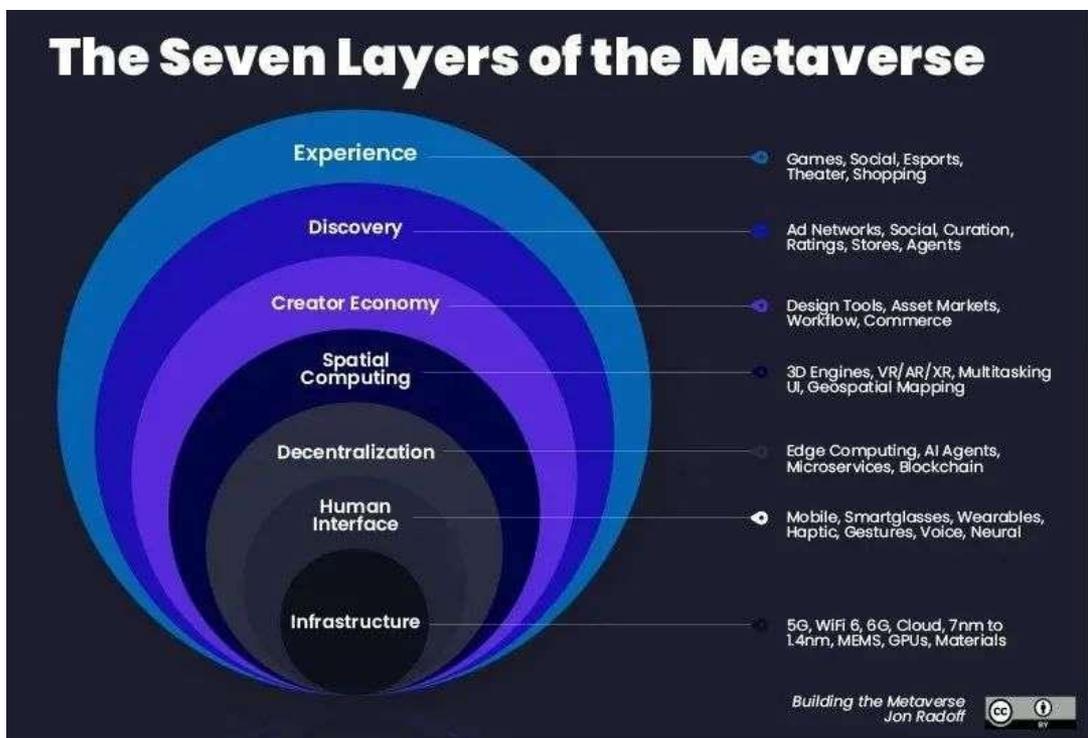


资料来源：Roblox，国信证券经济研究所整理

3.2 Metaverse：现实基础与产品特征

- Roblox认为“元宇宙”用来描述虚拟宇宙中持久的、共享的、三维虚拟空间。随着越来越强大的计算设备、云计算和高带宽互联网连接的出现，“元宇宙”将逐步变为现实。

元宇宙产业层级



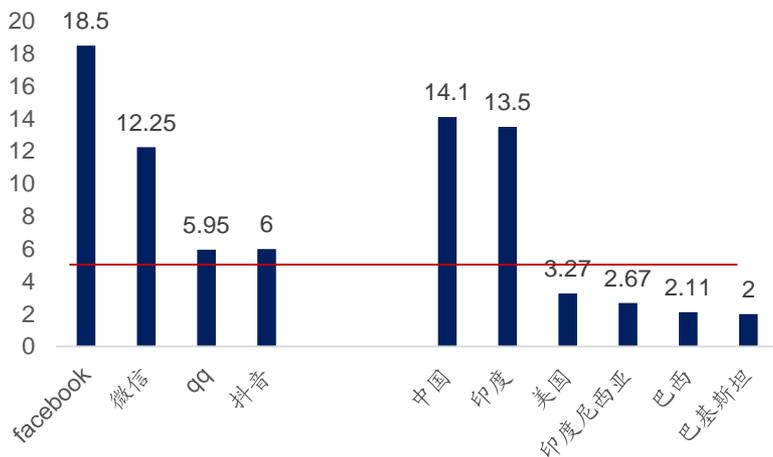
资料来源：Roblox，国信证券经济研究所整理

3.2 用户习惯：虚拟空间养成

■ 移动互联网加速互联网渗透率提升，虚拟数字空间渗透及习惯逐步养成

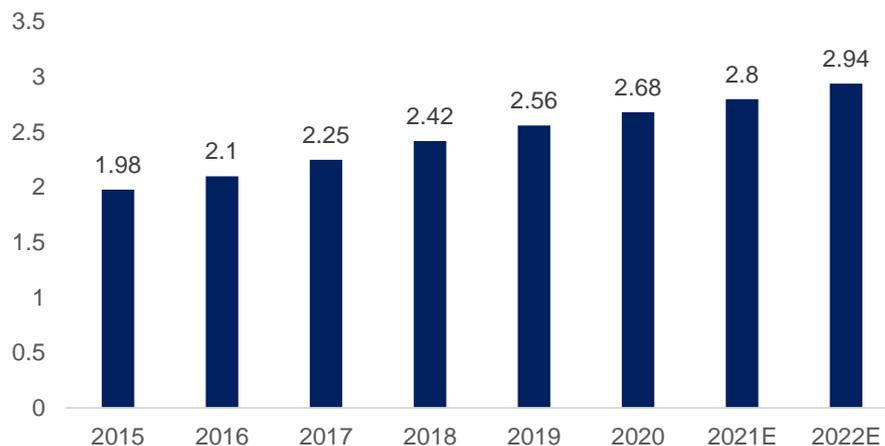
- 从社交网络来看，Facebook、微信、抖音为代表的头部平台用户数已经超越全球绝大部分国家和地区人口数量
- 全球游戏用户数量接近30亿；
- 单一游戏用户数已达到1.5亿

头部APP用户数 VS 主要国家人口数

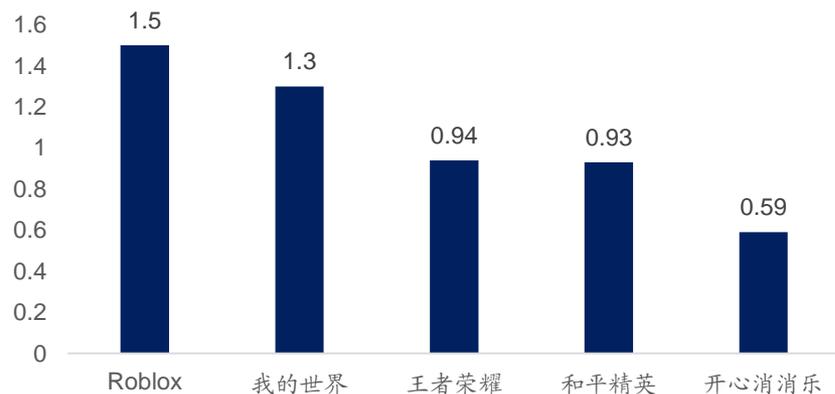


资料来源：Newzoo，公司公告，国信证券经济研究所整理，单位亿

全球游戏用户数



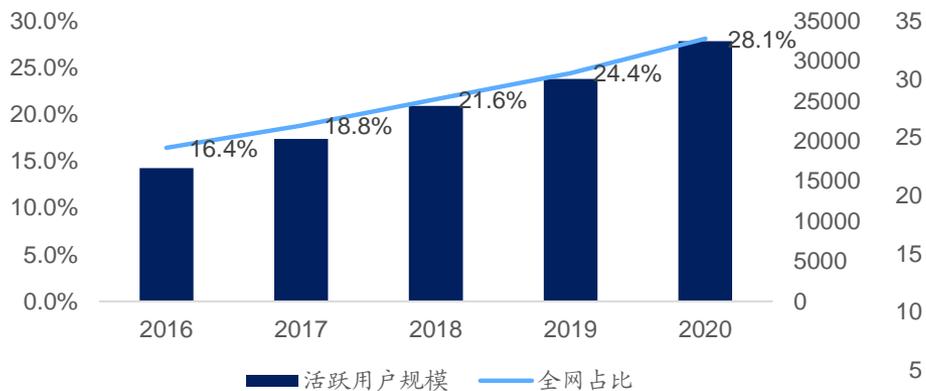
游戏MAU（亿）



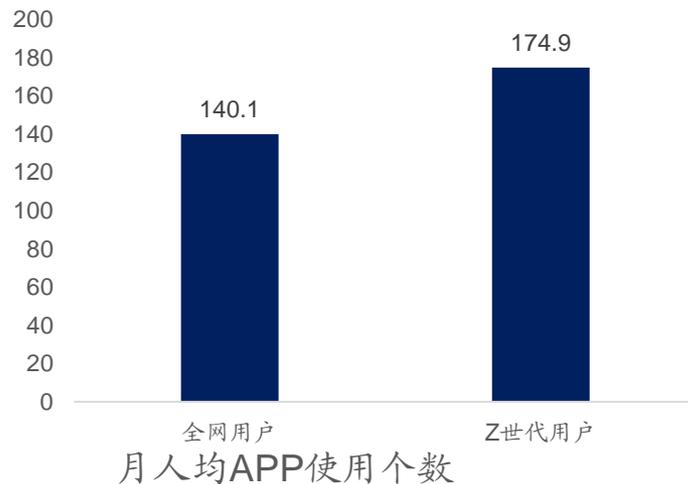
3.2 人口结构：互联网原住民正在成为主流

- 伴随互联网成长起来的Z世代已成为互联网用户主流群体
- Z世代互联网使用时长显著高于整体网民

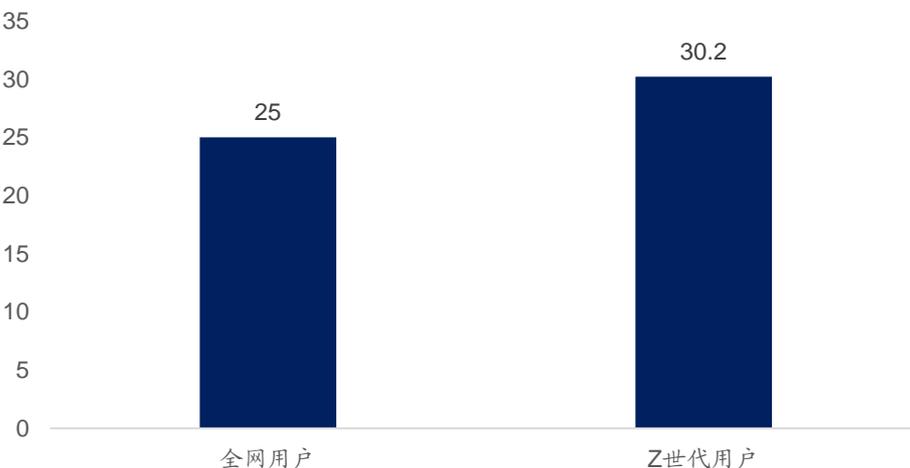
Z世代用户规模



人均上网时长（月小时）



月人均APP使用个数



资料来源：QuestMobile，国信证券经济研究所整理

3.2 硬件逐步走向成熟

- VR 头显2020 年全球出货量达到670 万台，同比提升72%，预计21-22 年将持续高速增长；
- Facebook Quest2等标杆 VR 终端发售以及电信运营商加速推广，VR终端平均售价已经下降至2500元人民币，进入加速普及阶段
- IDC 预计 2024 年VR/AR终端出货量超 7600 万台，2020-2024 五年期间VR/AR 终端出货量增速约为86%；



资料来源：VR陀螺，国信证券经济研究所整理，单位万台

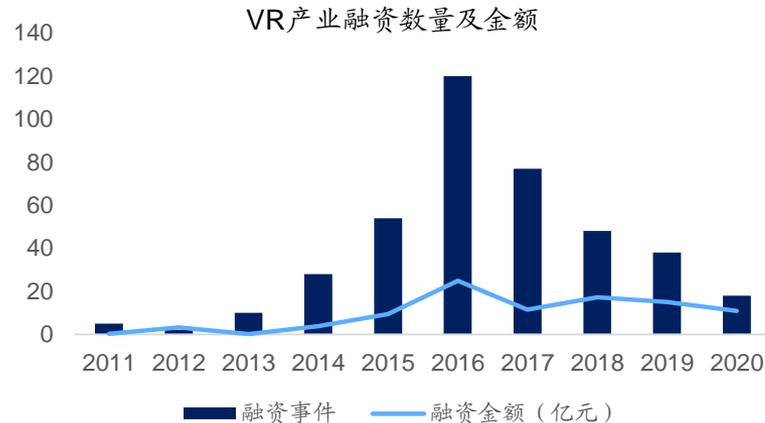
3.2 内容及应用生态逐步成型

- 根据Steam的统计数据，2020年VR游戏的会话数量达到1.04亿次，新增用户达到170万（初次使用SteamVR的用户数量），VR游戏时间比上年增加了30%；VR游戏销量相较于2019年增长71%；
- Quest平台 上线游戏数量超过200个；
- 根据SuperData的统计数据，2020年全球VR游戏销售收入5.89亿美元元，同比增速达到25%；

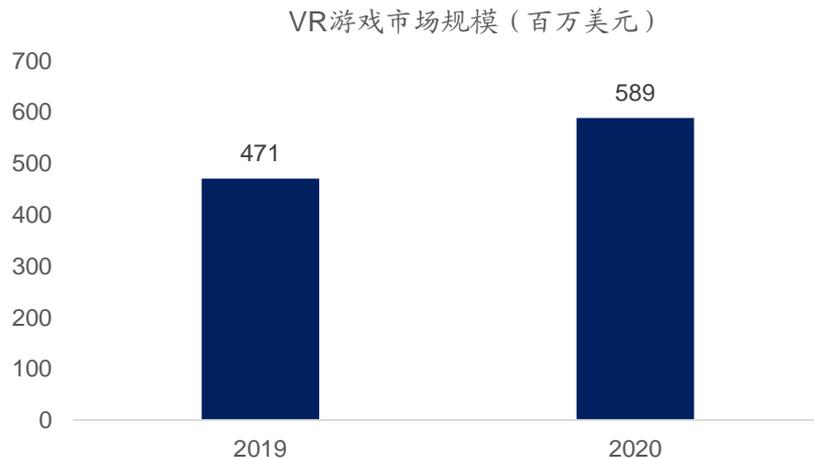
STEAMVR运营表现



资料来源：Steam，国信证券经济研究所整理



资料来源：VR陀螺，国信证券经济研究所整理



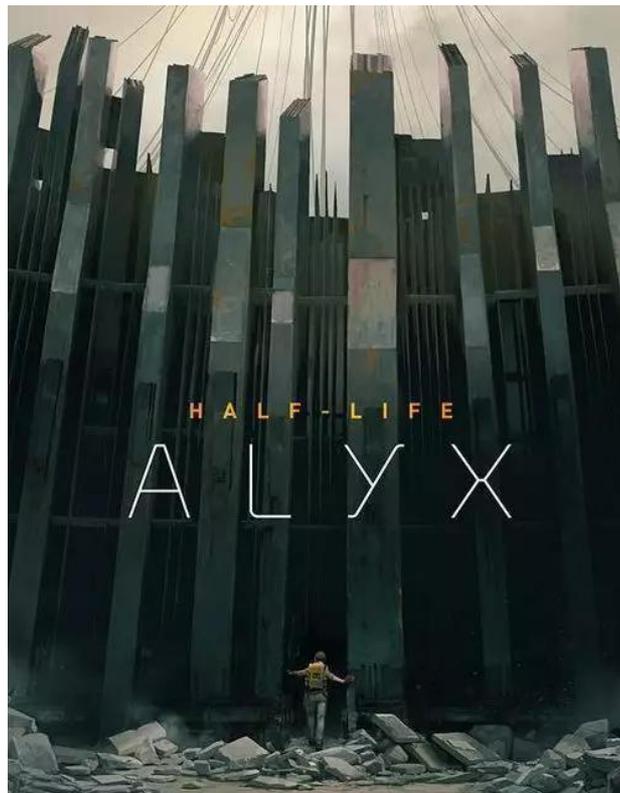
资料来源：SuperData，国信证券经济研究所整理

3.2 内容及应用生态逐步成型

■ 《半衰期：Alyx》成为爆款VR游戏

- Valve 开发的《半衰期》系列首部 VR 作品《半衰期：爱莉克斯》于2020年3月24日正式在 Steam 平台上线，而上线钱预购量已经突破30万份，可以跻身2020年 Steam 平台预购量排行榜前列；
- 截至2020年年底，《半衰期：爱莉克斯》Steam平台销量已经突破200万份；
- 《爱莉克斯》的成功或许标志硬件与内容互相促进的正循环阶段的到来

VR游戏Alyx



资料来源：Steam，国信证券经济研究所整理

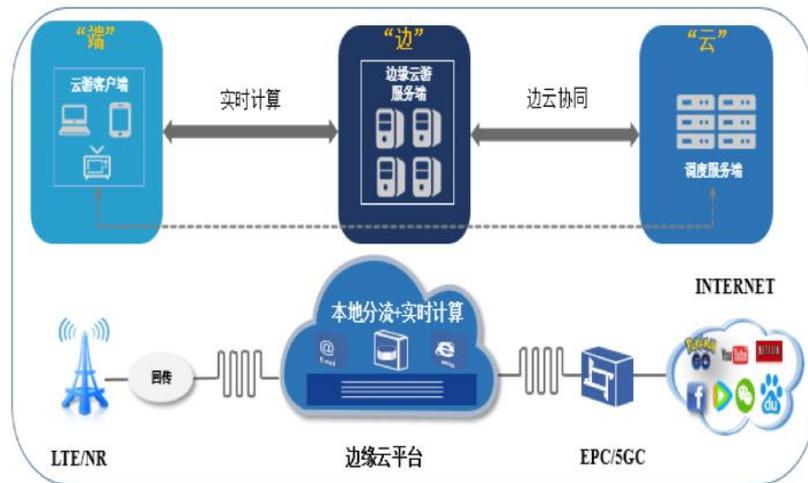
3.2 云、AI、5G等基础设施快速普及

- 云计算、AI、5G等基础设施的普及使得云游戏、云VR等内容形态成为现实；
- 一方面降低了硬件端算力及存储开销、从而降低了硬件门槛，另一方面“从端上云”，也为用户间的大规模交互提供了可能，为“元宇宙”的成熟提供了较为完备的基层基础设施

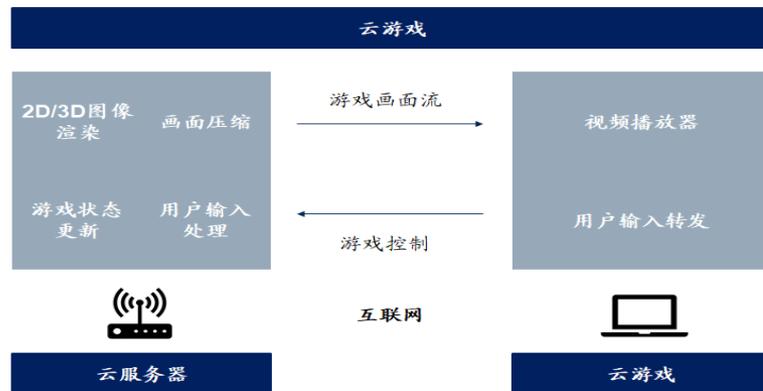
VR云平台



边缘计算



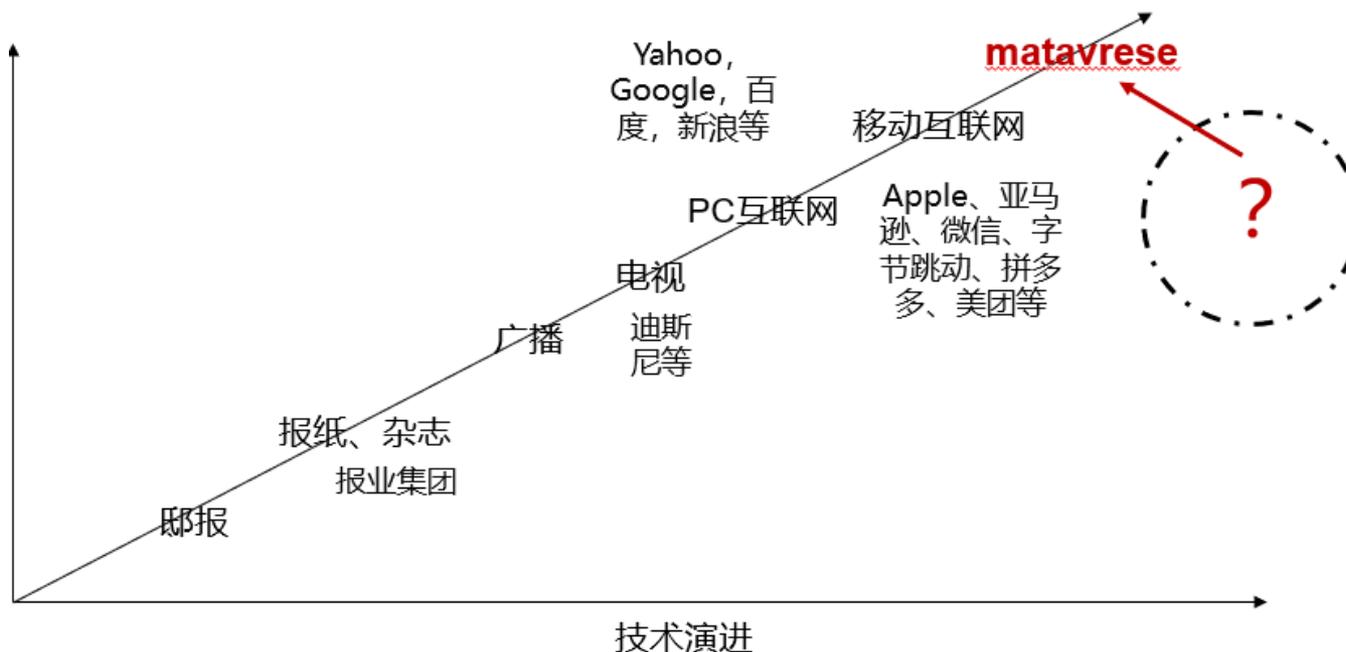
云游戏平台



资料来源：通信世界网，国信证券经济研究所整理

3.3 Metaverse : 后互联网时代的起点?

- 互联网显著改变了人类信息交流以及经济、社会生活的方方面面，并诞生出包括Google、Facebook、腾讯、字节跳动、苹果、亚马逊、美团等软硬件内容服务等巨头
- **Matthew Ball:** 元宇宙将使得人类进一步“脱碳入硅”，Metaverse的参与者将能够像“现实世界”一样进行建造、投资、拥有、租赁、出售等活动；
- 参考互联网，Metaverse有望成为超越互联网的下一代媒介形似，颠覆并创造出全新生态

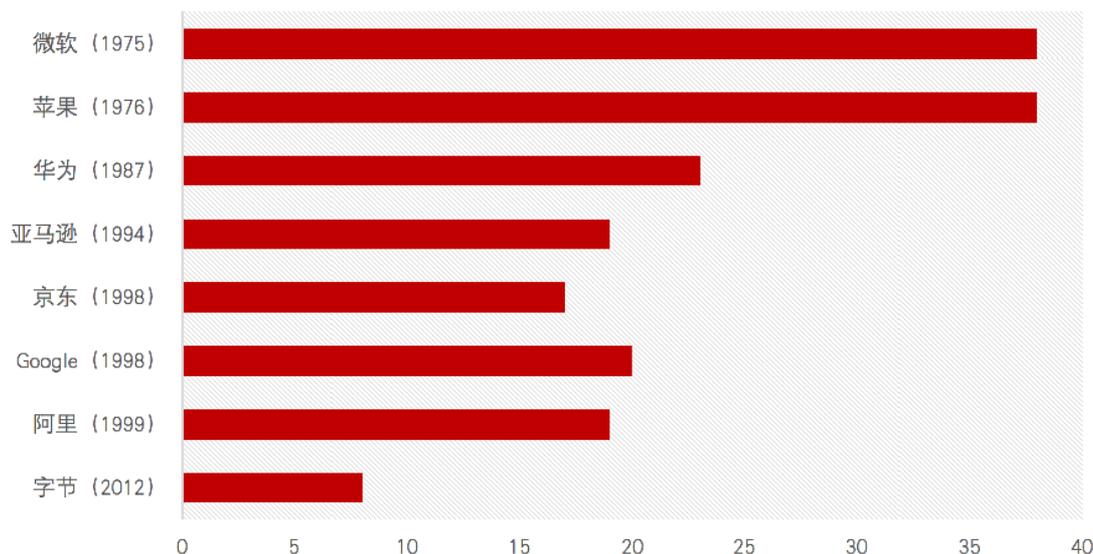


3.3 元宇宙：更多样化的平台生态？

■ 更多样化的生态、更碎片化的平台

- 从PC到移动，互联网的广度与深度指数级跃升；
- 从移动互联网到元宇宙：更加多元的生态体系和更加丰富的应用场景
- PC互联网成就了雅虎、Google、Facebook以及国内的BAT，移动互联网时代则诞生了以苹果、优步、字节跳动、美团、拼多多等为代表的新贵并以更快的速度成长，“元宇宙”时代有望诞生出更为碎片化的（宇宙空间）应用场景以及更多的平台厂商，当前具备用户社区生态的互联网平台有望成为新时代的宇宙“奇点”

各科技公司成立多少年达到十万人



资料来源：公司公告，晚点，国信证券经济研究所整理

3.3 元宇宙：游戏产品最有望成为新的宇宙原点？

■ 游戏产业新一轮红利&价值的重估？

- 更加沉浸、更丰富多元的需求释放更多的内容需求
- 游戏内容天生的互动以及社区氛围有望成为新时代的“元宇宙”起点
- 从产品到平台，游戏本身的属性有望发生巨变；游戏产业迎来的不单是需求的释放，更可能的是生态、运营以及资本市场估值体系的巨变，Roblox被热捧或许只是开端？

Roblox游戏平台



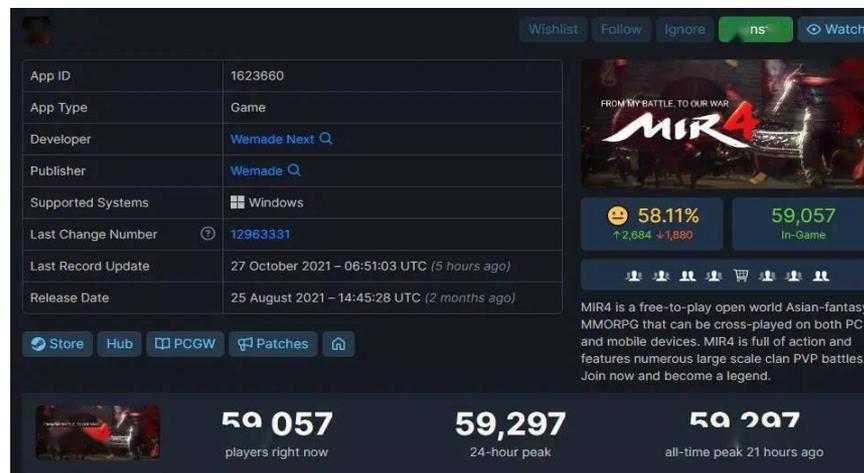
Roblox股价表现良好



资料来源：Roblox, wind, 国信证券经济研究所整理

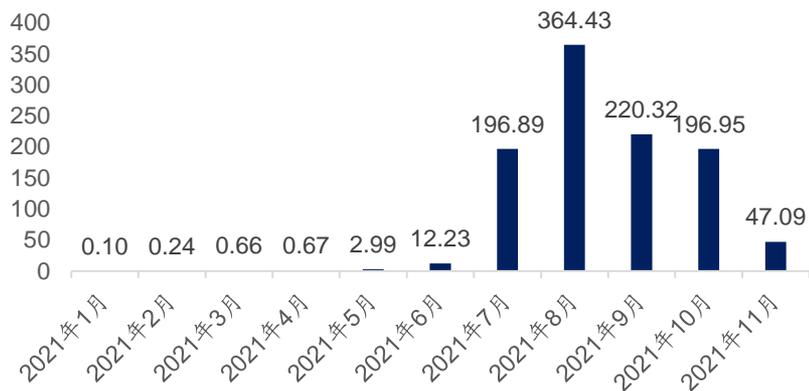
3.4 游戏：商业模式及估值重塑可能

- **Axie Infinity** 8月流水超过《王者荣耀》,2021年内累计收入超过10亿美元
- 加入了区块链技术和代币的《MIR 4》上线仅两个月，全球同时在线玩家数突破100万



MIR 4全球同时上线用户超过1百万

Axie收入（百万美元）



资料来源：NBA Top Shot，国信证券经济研究所整理

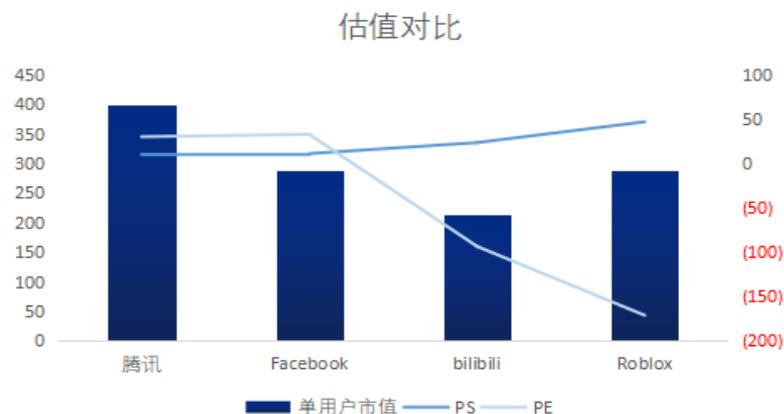
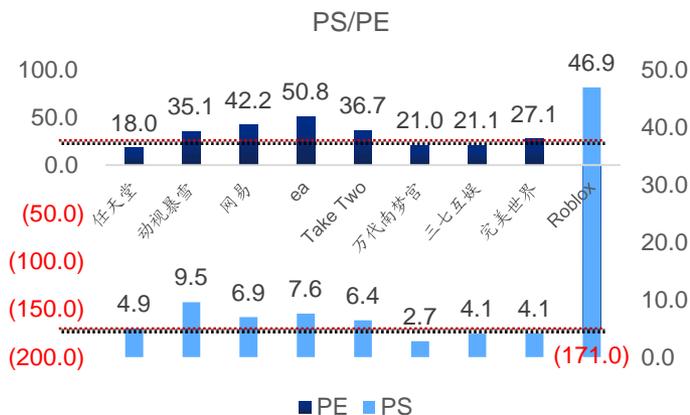


3.4 游戏：商业模式及估值重塑可能

➤ 相比传统游戏公司，Roblox已脱离传统游戏公司估值体系；当前PS对应2020年46.9倍，显著高于行业均值；净利润当前仍处于亏损状态无法进行直接比较；

➤ 与Facebook、腾讯、哔哩哔哩对比来看，PS、PE仍显著高于上述社交平台，单用户市值（总市值/MAU，腾讯为微信+QQ用户数量）达到289美元，与Facebook相当，低于腾讯但显著高于哔哩哔哩；

➤ 从估值体系上来看，资本市场对Roblox的估值已经脱离了游戏公司的定位，而是将其对标头部互联网溢价。



资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

3.4 基于NFT的数字资产重建及运营

- **NFT 加速数字资产化、活跃二级市场交易体系**，对内容作品二次创作、交易、衍生品乃至艺人经纪等都有巨大的潜在商业价值；**典型如NBA Top Shot**（可类比传统的NBA球员收集卡），卡片内容为明星球员的标志性动作，除了球星图片和文字外，还拥有GIF或短视频等动态的呈现方式，同时分为普通、稀有和传奇三种稀有度。据Cryptoslam数据，截至2021年8月29日，NBA Top Shot累计销售额达7.01亿美元，拥有者达55万人，最高成交价格达到38.76万美元
- **NFT 有助于提升全生命周期收益**。创作者有机会从NFT 流通中持续获益；以交易平台Super Rare 为例，进行一手交易时，艺术家获得85%的收益，平台获得15%；当艺术品继续流转销售时，创作者会收到10%的版税收入。此外，平台还推出了藏家版税，第一位藏家会获得的藏家版税依照流动次数从1%逐次递减50%直至为零。第二位藏家从0.5%依次类推。



资料来源：NBA Top Shot，国信证券经济研究所整理

《和尚》NFT



3.5 虚拟数字人

- ▶ 虚拟数字人指存在于数字世界中，由图形渲染、动作捕捉、深度学习等计算机手段创造及使用，并具有多重人类特征的综合产物，典型应用包括虚拟偶像、虚拟主播、虚拟客服、虚拟助手等；
- ▶ 根据量子位的预测，2030年我国虚拟数字人整体市场规模将达到2700亿元，其中身份型数字人约1750亿元、服务型虚拟数字人市场约950亿元；

B站虚拟UP主yoyo鹿鸣



虚拟数字人产业发展历程



资料来源：中国人工智能产业发展联盟，国信证券经济研究所整理

4 投资建议：关注产业化进展，把握后世代机遇

4.0 把握超跌龙头修复机会，持续看好元宇宙催化可能

- **基本面筑底有望。**1) 娱乐需求底部向上：基数效应叠加买量成本趋于稳定，游戏板块业绩有望筑底回升；游戏出海、品类创新推动之下，行业增速有望进一步提升；Z世代新消费大潮兴起，IP潮玩继续保持高景气；后疫情时代游戏影视需求有望持续修复；2) 平台筑底：短期在政策压力、消费需求偏弱等负面因素压制下互联网平台承受较大向下压力，中长期来看变现深度与广度有望持续提升、长期向上趋势不变，元宇宙时代有望进一步打开向上空间，重点关注头部互联网平台。
- **元宇宙有望持续催化板块表现。**1) VR等硬件设备体验不断提升、价格不断下降,5G、云计算、区块链等基础设施逐步成熟，内容及应用生态亦在硬件及基础设施的推动之下快速发展；2) “媒介即信息”，作为更沉浸、更丰富的媒介形式，相比互联网元宇宙必然会带来人类社会、经济更大的冲击和重构；在硬件、基础设施加速推进之下，元宇宙有望以更快的速度成熟。并在平台生态、硬件需求、基础设施、内容形态等方面带来全新的机遇；头部机构推动之下产业生态有望加速落地，持续催化板块表现。
- **把握超跌龙头修复机会：**基本面筑底、政策预期趋于稳定之下，超跌行业龙头有望迎来估值与业绩修复可能，推荐细分板块龙头三七互娱、完美世界、芒果超媒、分众传媒、吉比特、光线传媒、万达电影等标的，港股关注腾讯控股、哔哩哔哩、泡泡玛特、阜博集团、快手科技等标的；
- **元宇宙持续催化板块表现，细分板块有望持续受益：**1) 游戏作为元宇宙最先落地场景，有望估值与业绩持续提升，推荐三七互娱、完美世界、吉比特，关注祖龙娱乐、中手游、世纪华通等标的；2) VR作为元宇宙重要载体，有望加速落地应用，关注顺网科技等标的；3) 数字资产NFT化有望衍生更多应用领域，关注具备内容及IP版权优势的龙头标的视觉中国、华策影视、阜博集团等标的；4) 虚拟数字人迎来应用风口，底部营销公司迎来估值向上可能，关注蓝色光标等营销产业链标的。
- **风险提示：**技术进步低于预期、商业模式风险、监管政策风险等

4.1 重点公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2020	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
bili.0	哔哩哔哩	买入	59.13	227.16	(7.77)	(15.56)	(15.44)	(8)	(4)	(4)
1024.HK	快手-W	买入	86.30	3631.62	(27.72)	(1.93)	(3.90)	(3)	(45)	(22)
9992.HK	泡泡玛特	买入	48.00	672.93	0.37	0.80	1.27	129	60	38
2400.HK	心动公司	买入	44.70	214.75	0.02	(1.04)	(0.17)	2348	(43)	(256)
0302.Hk	中手游	增持	3.21	88.85	0.25	0.37	0.42	13	9	8
8083.HK	中国有赞	买入	0.72	124.27	(0.02)	(0.03)	(0.02)	(42)	(28)	(46)
0772.HK	阅文集团	买入	59.75	610.66	(4.39)	1.52	1.55	(14)	39	38
300113	顺网科技	买入	15.99	111.02	0.13	0.26	0.33	122	62	48
300413	芒果超媒	买入	46.11	862.59	1.06	1.30	1.61	44	36	29
000681	视觉中国	买入	17.03	119.31	0.25	0.36	0.48	68	47	35
002555	三七互娱	买入	25.09	556.46	1.24	1.16	1.48	20	22	17
603444	吉比特	买入	375.98	270.20	14.56	21.95	25.13	26	17	15
002624	完美世界	买入	21.05	408.36	0.80	0.71	1.22	26	30	17
002919	名臣健康	买入	42.77	52.24	0.84	1.38	3.69	51	31	12
600373	中文传媒	增持	10.87	147.30	1.33	1.55	1.81	8	7	6
300770	新媒股份	买入	55.63	128.54	2.49	2.92	3.47	22	19	16
300251	光线传媒	买入	10.88	319.18	0.10	0.21	0.28	110	52	39
300133	华策影视	买入	6.19	117.68	0.21	0.27	0.31	29	23	20
002292	奥飞娱乐	增持	5.83	86.21	(0.30)	0.09	0.14	(19)	67	40
002343	慈文传媒	增持	5.16	24.51	(0.74)	0.24	0.32	(7)	22	16
300788	中信出版	增持	28.75	54.67	1.48	1.60	1.96	19	18	15
603096	新经典	增持	26.44	42.97	1.35	1.45	1.72	20	18	15
603533	掌阅科技	增持	23.72	104.11	0.60	0.75	0.96	39	31	25
002027	分众传媒	买入	7.90	1140.93	0.28	0.42	0.46	28	19	17
300058	蓝色光标	增持	8.25	205.51	0.29	0.41	0.46	28	20	18
002739	万达电影	买入	14.68	327.47	(2.99)	0.22	0.49	(5)	66	30

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

附录：相关研究报告

国信证券-元宇宙专题之二：NFT：初露峥嵘的区块链应用，元宇宙的重要基础 -211110

国信证券-传媒互联网11月投资策略：Facebook更名Meta，关注元宇宙主题-211031

国信证券-国信传媒双周报：“元宇宙”带动游戏板块爆发，关注产业逻辑的重构-210913

国信证券-游戏行业专题：基本面筑底，长期向上空间有望打开-210926

国信证券-事件点评：从火岩控股看NFT在游戏、社区领域应用-210705

国信证券-元宇宙专题：网络空间新纪元-210608

国信证券-VR热点十问十答：VR、元宇宙、内容和社交-210607

国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数 ± 10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数 ± 10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券经济研究所

GUOSEN Guosen Securities Economic Research Institute

全球视野 本土智慧

GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM

