

TMT 崛起系列（二）

策略专题研究报告

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：艾熊峰（执业 S1130519090001） 分析师：陆意（执业 S1130522080009）

aixiongfang@gjzq.com.cn

luyi5@gjzq.com.cn

AI 的“iPhone4 时刻”，传媒应用降本增效

一、TMT 崛起的新产业趋势，AI 的“iPhone4 时刻”

A 股市场每一轮核心主线一般延续 2-3 年：1) 2012 年市场调整后，TMT 成为 2013-2015 年的最强主线；2) 2015 年下半年和 2016 年初市场调整后，消费成为 2016-2017 年最强主线；3) 2018 年市场调整后，半导体成为 2019-2020 年最强主线，期间食品饮料表现也不弱，而新能源则成为 2020-2021 年最强主线；4) 2022 年市场调整后，新的最强主线是什么？TMT 可能已经具备新主线的的所有重要特征。具体来说，“基本面见底回升、机构配置低位”是必要条件，“产业趋势新变化”是充分条件。

二、自上而下看传媒行业：业绩、政策和产业都呈现积极变化

行业基本面自底部持续改善，监管政策出现积极变化。尽管在 2022 年受全国疫情多点散发和宏观环境等影响，ROE 小幅下滑，但随着监管政策逐步放宽、国内经济逐步复苏、国内需求释放、AI 和 VR/AR 等硬科技加速赋能，传媒行业基本面有望在 2023 年继续改善。政策方面也呈现明显积极变化，最近一轮游戏版号暂停发放始于 2021 年 9 月，同期严格限制未成年人游戏时间的管理办法出台，监管政策大幅收紧；2022 年 4 月，游戏版号重启，2022 年国家新闻出版署共计发放了七批国产游戏版号，累计 468 个国产游戏版号过审。与此同时，平台经济相关政策在过去两年呈现明显积极变化。

AI 应用普及提升效率。AIGC 技术发展已步入快车道，应用场景将越来越丰富，ChatGPT 插件支持初步实现下，能联网获取最新信息，同时有望推动基于 ChatGPT 的应用快速出现。我们重申，AIGC 对于文本、图像、音视频生成的能力将赋能游戏、营销、出版、影视等传媒各领域，对于降本增效、提升内容质量而言具有重大意义，同时中文语料库对适用中文场景的模型的训练具有较高重要性。

估值均值回归和机构仓位回摆。从估值来看，目前传媒行业的估值处于 2010 年以来的最低位，存在均值回归的可能，投资的安全边际较为充足。基本面自底部持续改善，传媒行业的均值回归大概率已在路上。从基金配置仓位来看，传媒行业的基金配置仓位在 2013-2015 年达到了顶峰。当前，公募基金在传媒行业的仓位极低，随着基本面改善、估值修复和 AIGC 带给传媒行业的巨大想象空间，后续机构有望回补仓位。

三、传媒互联网行业中观边际变化：AI+，政策回暖、供需修复

游戏：AIGC 对游戏制作、运营的内容生产具有变革性作用。1) 对游戏制作的赋能：从策划，到美术素材，到简单代码生成。游戏制作中策划、美术素材、代码、音效为不同模态的内容，结合前文 AIGC 技术场景及应用现状，文本、图像、音视频生成，乃至跨模态内容的生成，均有相应的工具出现，且已有 Midjourney 等较成熟的产品。预计随技术进一步成熟，产品进一步迭代，AIGC 的赋能作用会越来越突出。2) 游戏运营：AI 生成广告素材，实现自动化广告投放。目前抖音等平台的广告分发、内容推荐已通过算法实现，且效果较高；广告素材主要是图像及音视频内容，预计 AIGC 的加持下广告素材生成会更高效、高质量。

互联网：消费恢复和政策回暖。互联网大盘涵盖：游戏、本地、电商、广告、支付等消费相关行业，疫后消费恢复将有效带动产业复苏。政策回暖，互联网企业有望迎来监管层面的利好。21 年、22 年互联网进入强监管时代，当前政策处于低谷，后续有望松绑。

支付：线下收单或量价齐升。三方支付机构上市公司估值在疫情明显受压制，交易量及费率提升为 PE 修复的驱动因素之一。当前受疫情防控全面放开，消费修复带动支付交易量回升，支付行业估值有望修复。

风险提示

经济下行超预期、宏观流动性收缩风险、海外黑天鹅事件、产业政策落地不及预期

内容目录

前言：TMT 崛起的新产业趋势，AI 的“iPhone4 时刻”	4
一、自上而下看传媒行业：业绩、政策和产业都呈现积极变化	5
1.1 行业基本面自底部持续改善，监管政策出现积极变化	5
1.2 AI 应用普及提升效率	6
1.3 估值均值回归和机构仓位回摆	7
二、传媒互联网行业中观边际变化：AI+，政策回暖、供需修复	7
2.1 游戏：需求供给修复，AIGC 对行业降本增效	7
2.2 互联网：消费恢复和政策回暖	10
2.3 支付：线下收单或量价齐升	13
风险提示	16

图表目录

图表 1：市场主线累计涨跌幅	4
图表 2：每一轮行业主线相对非金融企业 ROE 差值趋势	4
图表 3：主动股票基金对每一轮市场主线配置仓位变化	4
图表 4：产业生命周期蕴含的不同投资机会	5
图表 5：传媒互联网行业 ROE 疫情后持续改善	6
图表 6：游戏版号发放数量	6
图表 7：AI 在传媒领域应用	7
图表 8：传媒行业估值与机构配置比重均较低	7
图表 9：游戏版号发放节奏	8
图表 10：从游戏广告占比来看，游戏厂商信心回暖	8
图表 11：出海游戏占全球移动市场规模提升	8
图表 12：各国 TOP100 流水游戏国内游戏厂商占比	8
图表 13：游戏产业链及 AIGC 可赋能环节	9
图表 14：阅文集团内容成本及其占在线阅读收入的比例	9
图表 15：完美世界/三七互娱/吉比特研发费用中职工薪酬占收入比例	9
图表 16：游戏行业上市公司研发费用占收入比例	10
图表 17：以 22 年游戏收入计，可优化制作成本约 266 亿	10
图表 18：《原神》VS《羊了个羊》画质对比	10
图表 19：2021、2022 两年互联网行业监管政策（部分）	11
图表 20：2019Q1-2022Q3 腾讯各业务营收及同比%	13

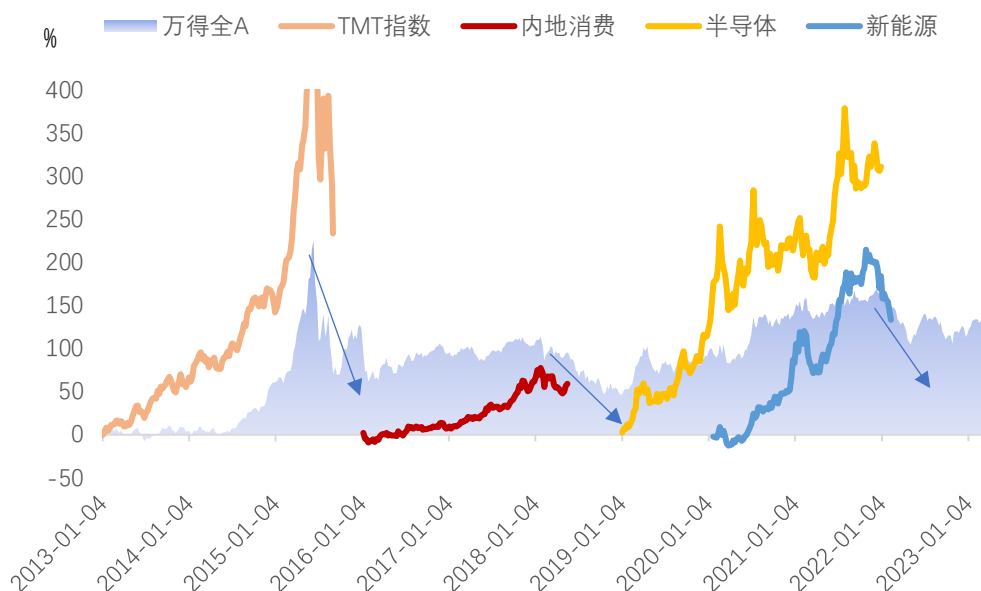
图表 21: 视频号用户数据亮眼	13
图表 22: 美团 APP 用户 MAU	13
图表 23: 美团到店业务用户消费频次分布	13
图表 24: 新国都 (300130.SZ) P/E TTM	14
图表 25: 新大陆 (000997.SZ) P/E TTM	14
图表 26: 拉卡拉 (300773.SZ) P/E TTM	14
图表 27: 不同渠道支付费率及机构分润比例	15
图表 28: 费率提升 0.01%, 每万亿元交易量所对应收入及毛利润增量测算	15
图表 29: 费率提升不同幅度时, 每万亿元 GPV 带来的收入及毛利润增量	15
图表 30: 拉卡拉收单交易额构成及增速	16
图表 31: 拉卡拉营收结构	16
图表 32: 拉卡拉营收及增速	16
图表 33: 拉卡拉归母净利润及增速	16

前言：TMT 崛起的新产业趋势，AI 的“iPhone4 时刻”

2022 年 12 月我们年度策略报告《宜早不宜迟》鲜明看多“计算机、通信”等产业政策和产业趋势共振的方面。当时主要从行业基本面触底回升、自主可控大方向下产业政策支持、估值性价比高和板块拥挤度较低等角度做出核心推荐。站在当前时点，整个 TMT 板块（计算机、通信、传媒和半导体）可能正在开启新一轮崛起行情。

A 股市场每一轮核心主线一般延续 2-3 年：1) 2012 年市场调整后，TMT 成为 2013-2015 年的最强主线；2) 2015 年下半年和 2016 年初市场调整后，消费成为 2016-2017 年最强主线；3) 2018 年市场调整后，半导体成为 2019-2020 年最强主线，期间食品饮料表现也不弱，而新能源则成为 2020-2021 年最强主线；4) 2022 年市场调整后，新的最强主线是什么？TMT 可能已经具备新主线的的所有重要特征。

图表1：市场主线累计涨跌幅

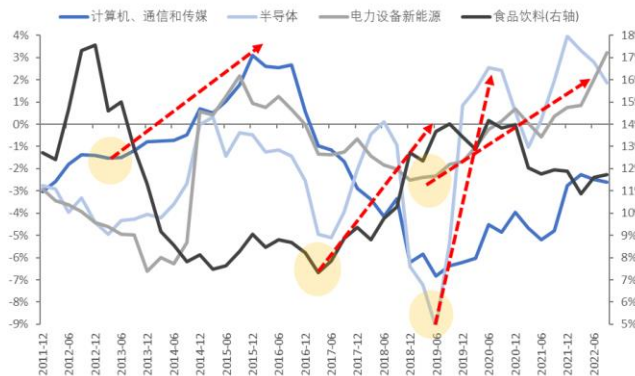


来源：Wind、国金证券研究所

TMT 具备了成为未来 2-3 年投资新主线的的所有特征：具体来说，“基本面见底回升、机构配置低位”是必要条件，“产业趋势新变化”是充分条件。

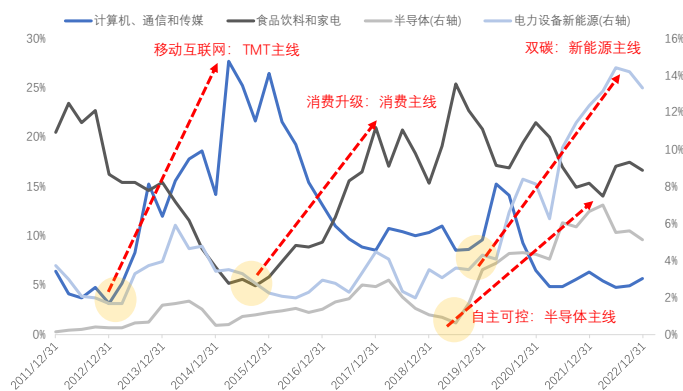
必要条件方面，1) 历史上每一轮新主线的兴起都是在基本面见底回升阶段。当前 TMT 基本面也处在触底回升阶段，特别是计算机、通信和传媒，半导体基本面见底相对延后；2) 历史上每一轮新主线的兴起都是在机构仓位配置较低阶段。当前公募基金对 TMT 板块的配置仓位普遍处在历史低位，其中半导体仓位也在持续回落。

图表2：每一轮行业主线相对非金融企业 ROE 差值趋势



来源：Wind、国金证券研究所

图表3：主动股票基金对每一轮市场主线配置仓位变化



来源：Wind、国金证券研究所

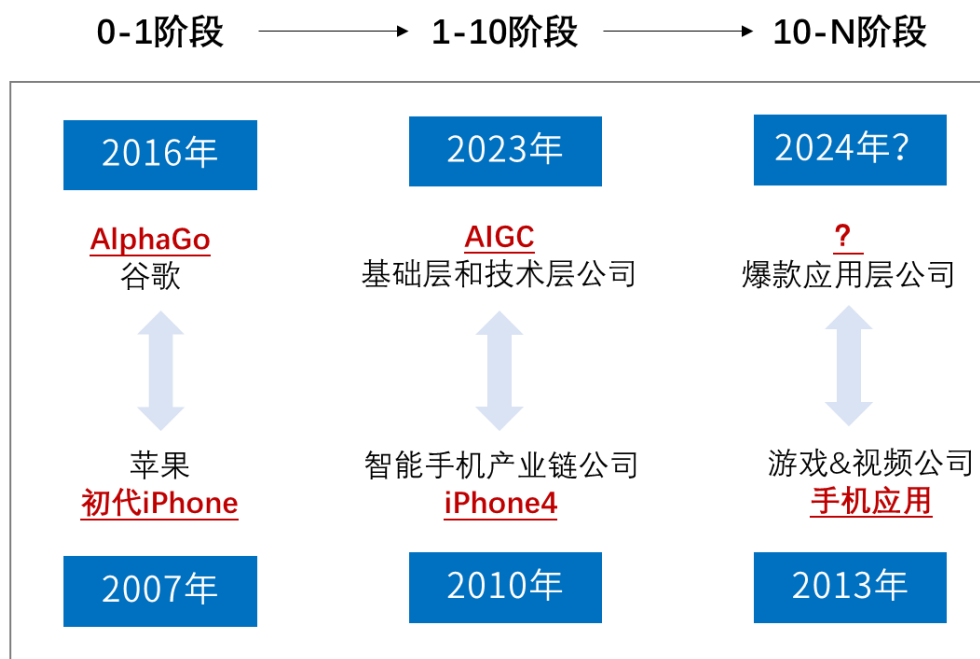
充分条件方面，每一轮市场主线的演绎，背后都是产业出现新趋势的积极变化。移动互联

网浪潮是驱动 2013-2015 年 TMT 行情的核心产业趋势，消费升级是驱动 2016-2017 年消费行情的主要边际变化，自主可控是驱动 2019-2020 年半导体行情的主要产业动力，双碳目标是驱动 2020-2021 年新能源行情的主要产业变化。当前，AI 应用的普及或是驱动 TMT 成为新主线的核心因素，自主可控等产业政策也持续支撑。

具体而言，从产业生命周期的角度来看，当前 AI 产业处在成长初期。AI 行业可以分为三个层面：基础层、技术层、应用层。基础层包括 AI 芯片、硬件设备、系统软件等。技术层包括计算机视觉、语音技术、自然语言理解等。应用层则是各类应用场景的落地，包括在医疗、交通、工业等各大领域。

从产业链的视角来看，以 AI 芯片为代表的基础层或是率先受益于行业加速扩张，而 AI 应用场景的扩张或带来行业变革性发展。当前 AI 或处在应用场景扩张阶段，以 AIGC 为代表的应用或是产业链的“iPhone4 时刻”，也就是新技术和产品开始加速普及，形成相关产业链机会。

图表4：产业生命周期蕴含的不同投资机会



来源：Wind、国金证券研究所

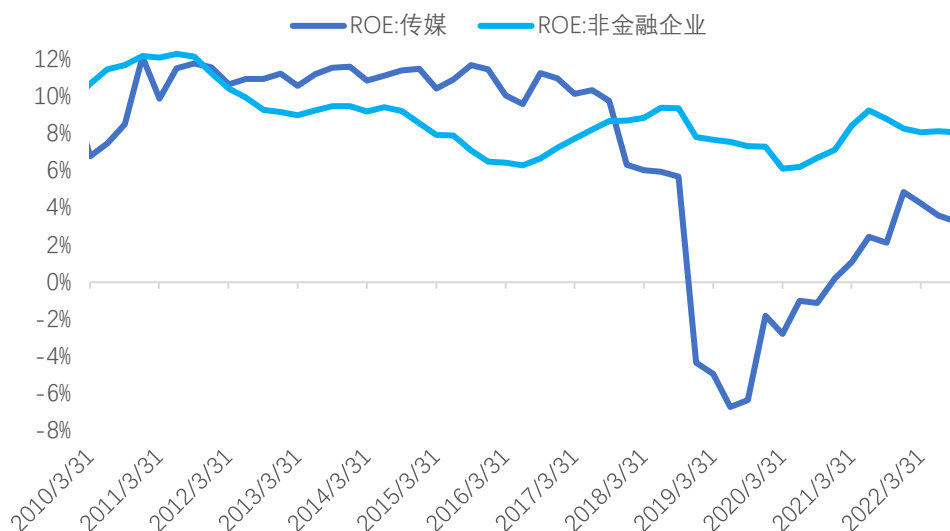
本文是我们“TMT 崛起”系列报告的第二篇，聚焦传媒行业。从自上而下和自下而上的角度全面梳理当前传媒行业的新变化，聚焦游戏、互联网和付等核心细分领域的投资机会。

一、自上而下看传媒行业：业绩、政策和产业都呈现积极变化

1.1 行业基本面自底部持续改善，监管政策出现积极变化

尽管在 2022 年受全国疫情多点散发和宏观环境等影响，ROE 小幅下滑，但随着监管政策逐步放宽、国内经济逐步复苏、国内需求释放、AI 和 VR/AR 等硬科技加速赋能，传媒行业基本面有望在 2023 年继续改善。历史来看，2010 年-2017 年，传媒行业 ROE 中枢基本稳定在 10%左右，在 2017 年 Q4 迅速下滑至 6.3%；2018 年，受大额计提商誉减值、游戏版号暂停发放等影响，传媒行业公司业绩严重下滑，2018 年年底时 ROE 为负值，为 2010 年以来首次；2019 年 Q2 之后，随着资产减值风险的逐步释放，ROE 开始见底回升；2020 年新冠疫情爆发后，传媒行业 ROE 持续修复并迅速转正。

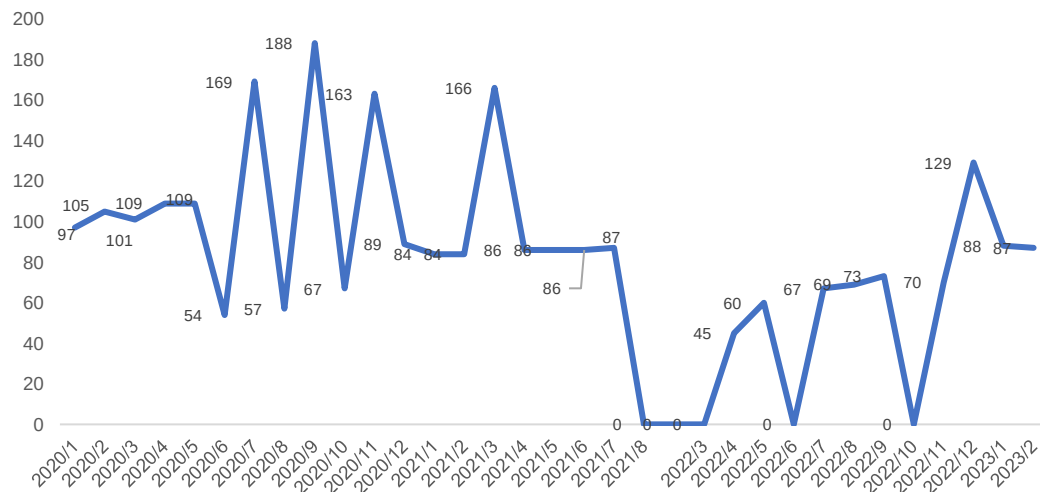
图5：传媒互联网行业 ROE 疫情后持续改善



来源：Wind、国金证券研究所

政策方面也呈现明显积极变化，最近一轮游戏版号暂停发放始于 2021 年 9 月，同期严格限制未成年人游戏时间的管理办法出台，监管政策大幅收紧；2022 年 4 月，游戏版号重启，2022 年国家新闻出版署共计发放了七批国产游戏版号，累计 468 个国产游戏版号过审。与此同时，平台经济相关政策在过去两年呈现明显积极变化。

图6：游戏版号发放数量

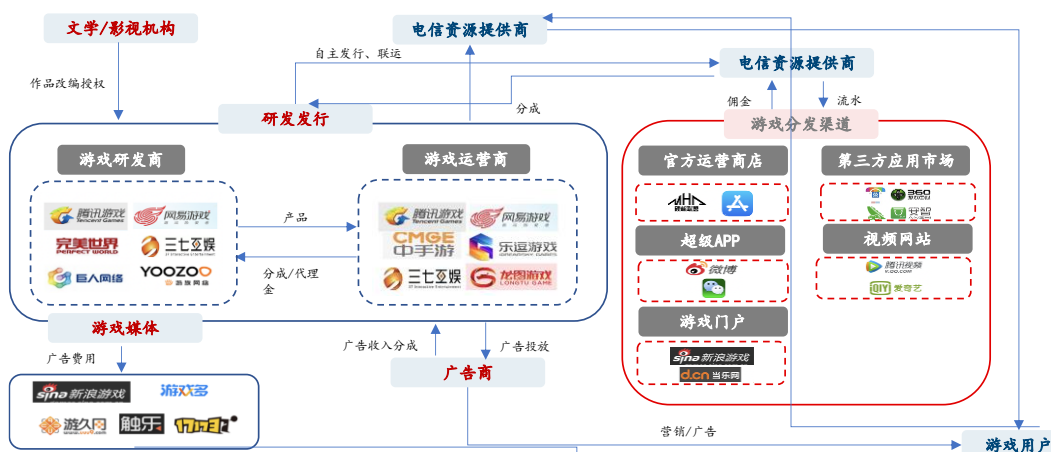


来源：新闻出版署、国金证券研究所

1.2 AI 应用普及提升效率

AIGC 技术发展已步入快车道，应用场景将越来越丰富，ChatGPT 插件支持初步实现下，能联网获取最新信息，同时有望推动基于 ChatGPT 的应用快速出现。我们重申，AIGC 对于文本、图像、音视频生成的能力将赋能游戏、营销、出版、影视等传媒各领域，对于降本增效、提升内容质量而言具有重大意义，同时中文语料库对适用中文场景的模型的训练具有较高重要性。

图表7: AI 在传媒领域应用



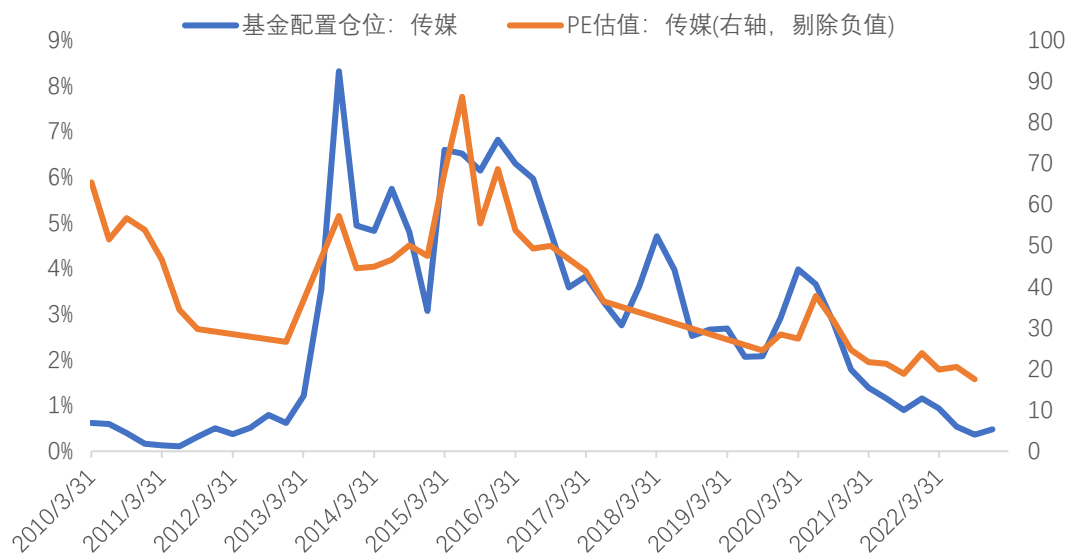
来源：国金证券研究所，注：红色字体环节为 AI 可赋能环节

1.3 估值均值回归和机构仓位回摆

从估值来看，目前传媒行业的估值处于 2010 年以来的最低位，存在均值回归的可能，投资的安全边际较为充足。结合前文所讲，当前传媒行业商誉的资产减值风险已大幅释放，ROE 开始持续回升，后续随着监管政策明显回暖、国内经济和需求逐步复苏、AIGC 和 VR/AR 等新兴硬科技加速赋能，基本面自底部持续改善，传媒行业的均值回归大概率已在路上。

从基金配置仓位来看，传媒行业的基金配置仓位在 2013-2015 年达到了顶峰，当时移动互联网浪潮显著改变了传媒行业生态，“手游”异常火爆，叠加文化产业利好政策不断，传统传媒公司通过并购等方式向互联网、新媒体转型进军，并购热潮推动了传媒股的牛市行情。当前，公募基金在传媒行业的仓位极低，随着基本面改善、估值修复和 AIGC 带给传媒行业的巨大想象空间，后续机构有望回补仓位。

图表8: 传媒行业估值与机构配置比重均较低



来源：Wind、国金证券研究所

二、传媒互联网行业中观边际变化：AI+，政策回暖、供需修复

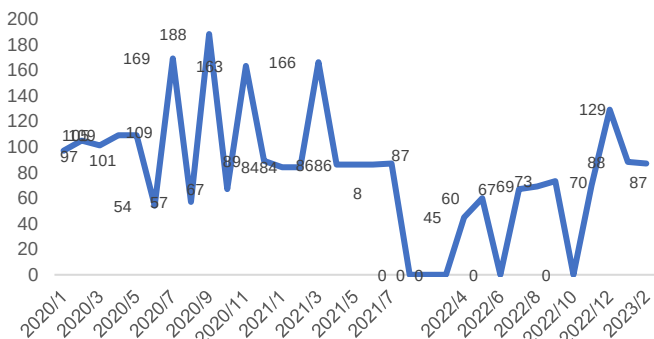
2.1 游戏：需求供给修复，AIGC 对行业降本增效

国内端：国内游戏版号恢复发放，大量优质新游有望于年内上线。21 年下半年以来游戏政策收紧，版号停放。22 年 4 月游戏版号重启发放，全年共发放 513 款游戏版号（含进口版号），23 年游戏版号发放力度明显增强，两月版号总数达到 22 全年近三分之一。我们认为 23 年游戏行业将迎来强势回暖，主要基于：

1) 版号停发对于游戏公司业绩影响较大, 23 年版号游戏恢复对后续研发游戏的上线节奏影响降低, 游戏行业公司有望恢复营收增长。

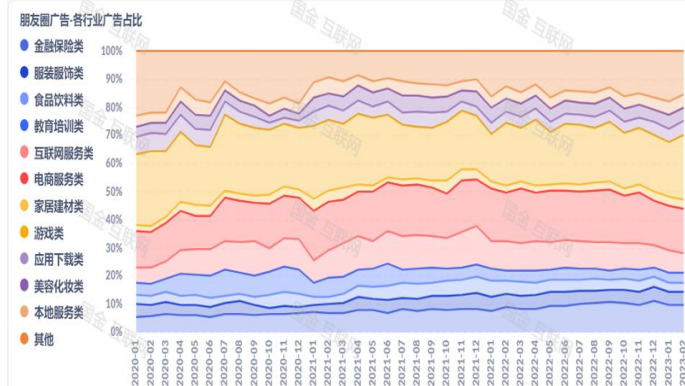
2) 21 年以来的版号停发, 致使游戏公司项目挤压, 整体 Pipeline 延后, 22 年 4 月虽恢复发放, 但考虑市场信心、消费意愿, 游戏公司发放节奏偏缓, 多款重量级新游打磨时间延长, 有望于 23 年密集上线。目前已知的有望年内上线的“现象级爆款”级新游有《无畏契约(瓦罗兰特)》、《命运方舟(失落的方舟)》、《崩坏: 星穹铁道》、《赛马娘》、《少女前线 2》、《明日方舟: 终末地》、《逆水寒手游》等。

图表9: 游戏版号发放节奏



来源: 新闻出版署, 国金证券研究所

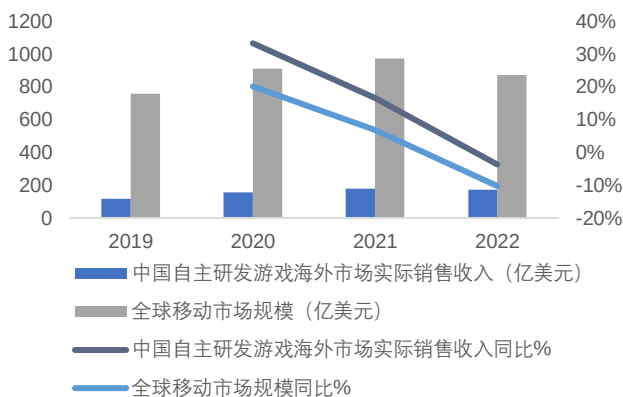
图表10: 从游戏广告占比来看, 游戏厂商信心回暖



来源: 国金未来数字 Lab, 国金证券研究所

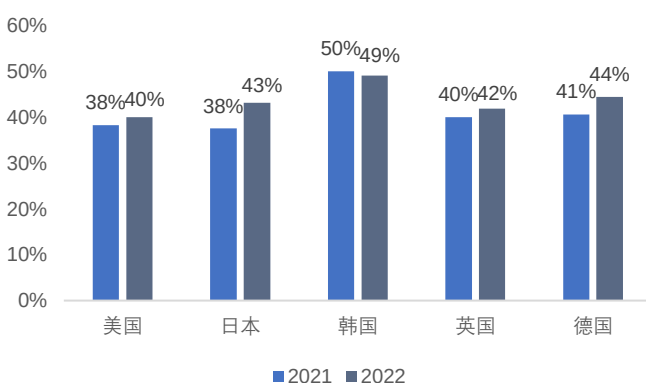
国外端: 游戏公司出海加速, 有望带动业绩增量。海外手游市场成熟度相比于国内较低, 国内游戏出海具有较强竞争力。根据伽玛数据: 主流手游市场 Top100 流水游戏研发商中, 中国游戏研发商占比多数: 22 年美国/日本/韩国/英国/德国市场分别占比: 40.0%/43.1%/49.1%/41.9%/44.4%。版号停发期间, 多数一线游戏厂商加速布局海外寻求破局, 后续有望提供营收增量。

图表11: 出海游戏占全球移动市场规模提升



来源: 伽玛数据, 国金证券研究所

图表12: 各国 TOP100 流水游戏国内游戏厂商占比



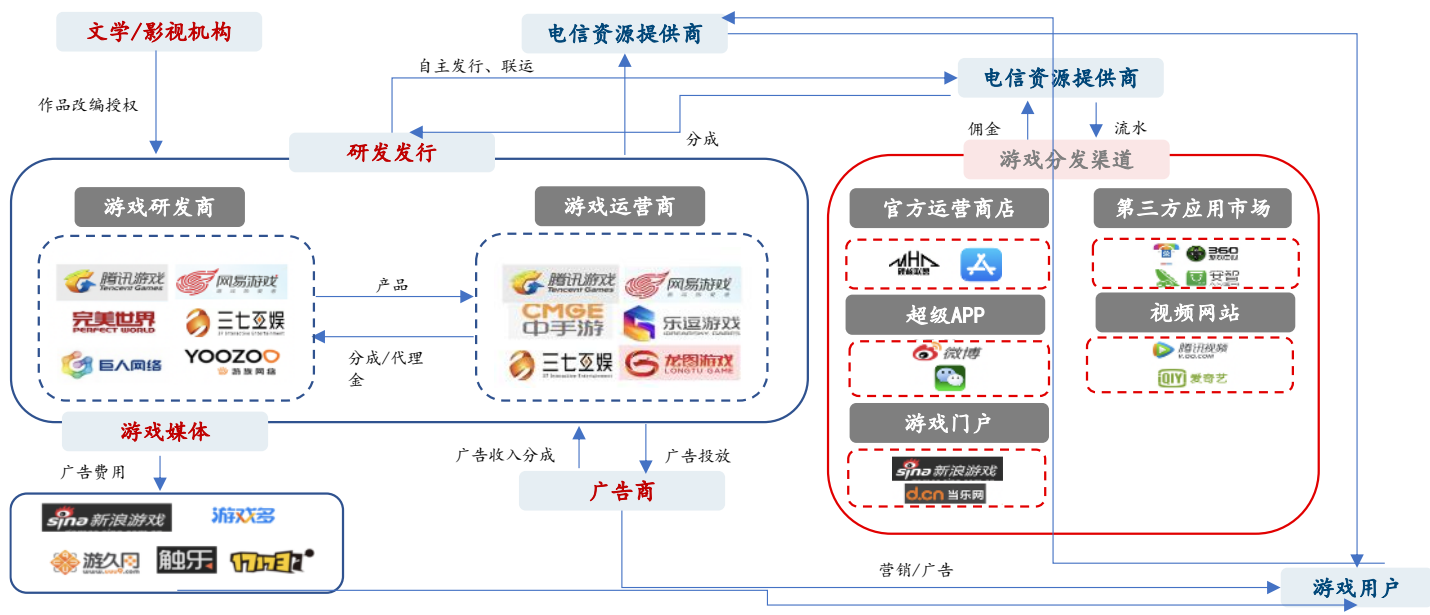
来源: 伽玛数据, 国金证券研究所

从游戏产业链看, AIGC 对游戏制作、运营的内容生产具有变革性作用。

1) 对游戏制作的赋能: 从策划, 到美术素材, 到简单代码生成。游戏制作中策划、美术素材、代码、音效为不同模态的内容, 结合前文 AIGC 技术场景及应用现状, 文本、图像、音视频生成, 乃至跨模态内容的生成, 均有相应的工具出现, 且已有 Midjourney 等较成熟的产品。预计随技术进一步成熟, 产品进一步迭代, AIGC 的赋能作用会越来越突出。

2) 游戏运营: AI 生成广告素材, 实现自动化广告投放。目前抖音等平台的广告分发、内容推荐已通过算法实现, 且效果较高; 广告素材主要是图像及音视频内容, 预计 AIGC 的加持下广告素材生成会更高效、高质量。

图表13：游戏产业链及AIGC可赋能环节



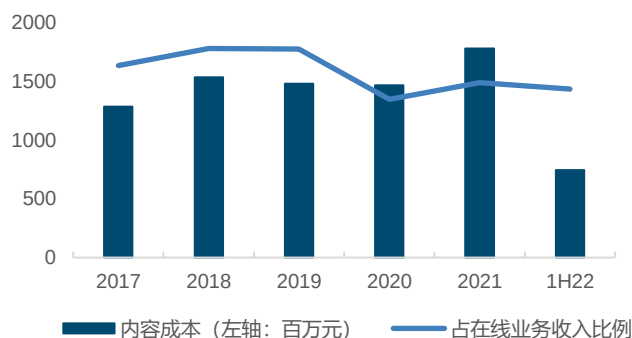
来源：国金证券研究所，注：红色字体环节为AI可赋能环节

降本增效：作为生产工具，提升内容生产效率和质量，降低生产成本。

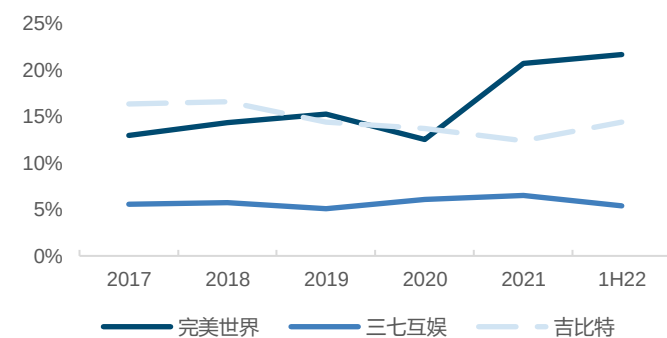
1) 以网文、游戏为例，内容生产成本较高：阅文集团内容成本占在线阅读业务比例整体在30%以上，完美世界、吉比特研发费用中的职工薪酬占总收入比例整体在15%以上，某些年份甚至超过20%。

图表14：阅文集团内容成本及其占在线阅读收入的比例

图表15：完美世界/三七互娱/吉比特研发费用中职工薪酬占收入比例



来源：阅文集团公告，国金证券研究所



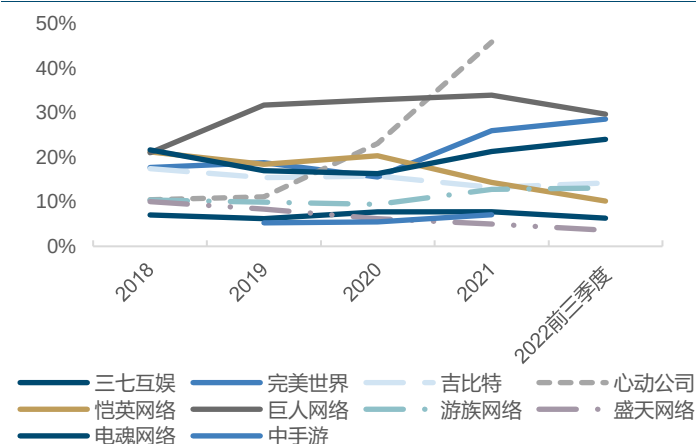
来源：各公司公告，国金证券研究所

2) 游戏质量越高，对美术要求越高，相应的成本越高，AI工具的使用可大幅降低原画师、基础码农的用人。游戏研发成本占收入比约在15%-35%，美术占比50%-70%，据伽马数据，2022年中国游戏销售收入2659亿元，以25%的研发成本、40%的成本可被优化计，整体而言可优化的成本占收入比约10%，相应的绝对数值约266亿。

3) NFT游戏《Bearverse》开发应用AI技术后，角色设计成本压缩了80%。据GameLook，俄罗斯工作室Lost Lore研发的《Bearverse》(主打NFT集换概念)，在角色设计阶段用AI技术后，相关开发成本从5万美元压缩至1万美元，工时从6个月大幅减少至1个月。

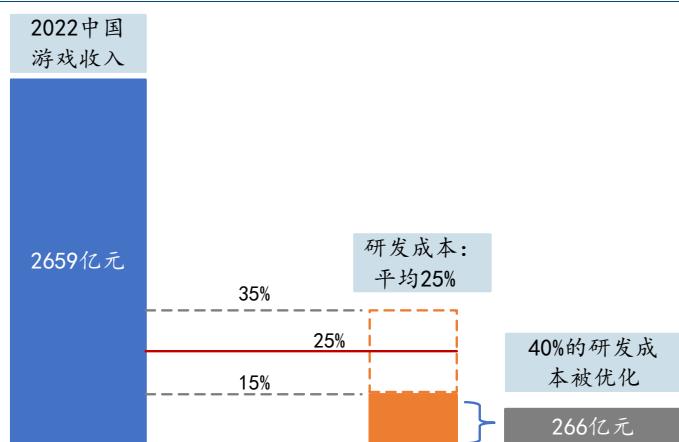
加快大作制作速度。以《原神》为例，2017年1月立项，2019年6月开启原初测试，耗时2年左右，2020年9月公测，又耗时1年+，AI工具赋能下，预计游戏制作时间有望缩短。NFT游戏《Bearverse》开发应用AI技术后，工时从6个月压缩至1个月，减少80%+。

图表16：游戏行业上市公司研发费用占收入比例



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表17：以22年游戏收入计，可优化制作成本约266亿元

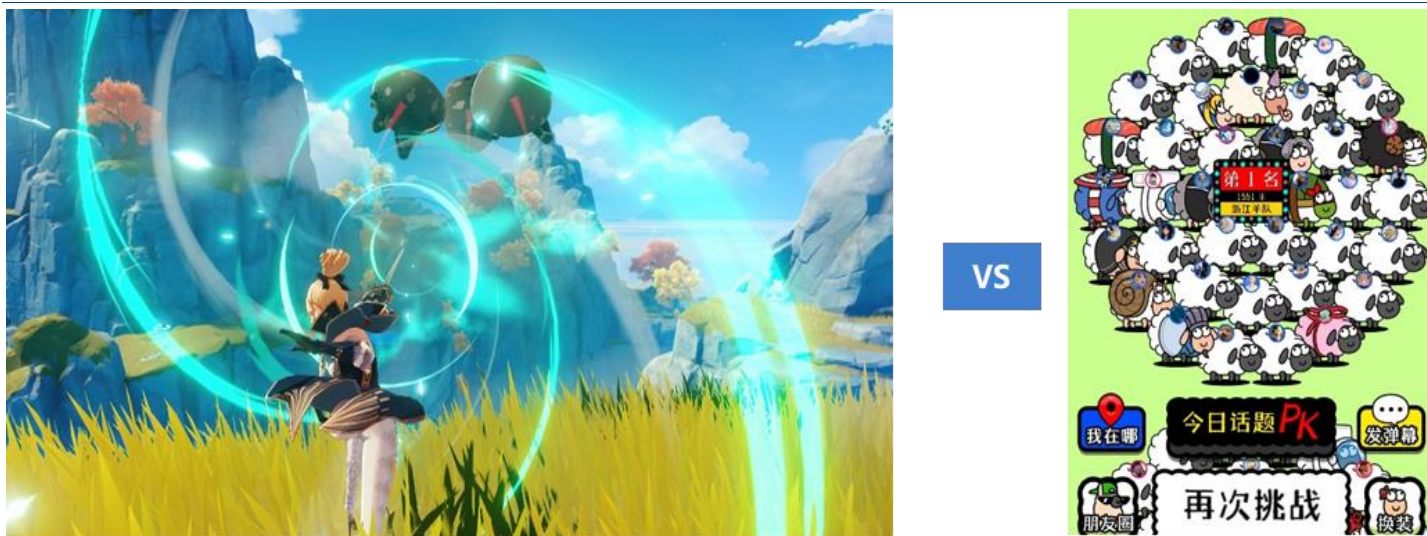


来源：伽马数据，国金证券研究所测算

从创意、美术、交互性等角度，提高游戏内容质量

AIGC 有望给创意产生提供思路，同时提升画质和交互性。①AI 虽然与人类仍有较大差异，所呈现的内容也经常出现不符合常识或逻辑的情况，但“意料”之外的东西有望对头脑风暴产生助力，激发策划人员的创意。②美术：AI 工具对原画设计的质量提升均有较大幅度的促进作用，中小厂商提升美术效果的成本降低，预计整体游戏画质有望提升。③AI 赋能有望促进交互深入，比如更加智能化的NPC。提高互动性及游戏体验。ChatGPT 及 GPT-4 所展示的较强的自然语言处理技术有望推动游戏中 NPC 更加智能化，提高游戏的趣味性、沉浸感及陪伴性，进而拉升用户盘子及活跃度。

图表18：《原神》VS《羊了个羊》画质对比



来源：《原神》官微，《羊了个羊》小程序，国金证券研究所

2.2 互联网：消费恢复和政策回暖

互联网大盘涵盖：游戏、本地、电商、广告、支付等消费相关行业，疫后消费恢复将有效带动产业复苏。政策回暖，互联网企业有望迎来监管层面的利好。21 年、22 年互联网进入强监管时代，当前政策处于低谷，后续有望松绑。截止 2022 年年末，2021、2022 年共有超过四十三条以上的监管规范政策实施。21 年与 22 年互联网监管层面的重点核心在于：

1) 以反垄断法案为代表的平台经济规范，2) 针对直播、文娱视听节目乱象和不当信息的整改，3) 针对头部信息平台的对用户数据挖掘的保护，4) 针对未成年人防沉迷和网络保护监管。我们认为当前时段互联网政策积极信号已然释放，2 月的中国产业游戏会上中国音像与数字出版协会常务副理事长表示，“在新规的下发与企业的落实下，未成年人沉迷游戏问题已得到进一步解决。”今年 3 月 5 日的工作报告中明确表示，加快建设现代化产业体系，“大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台经济发展。23 年国家宏观政策立足于疫情后的经济复苏，我们认为对于互联网行业的强监管情况有望“松绑”。

图表19：2021、2022 两年互联网行业监管政策（部分）

颁布/实行时间	政策名称	内容	颁发机构
2021 年 2 月 9 日	关于加强网络直播规范管理工作指导意见	切实加强网络直播行业正面引导和规范管理，保护广大网民合法权益，倡导行业加强网络文明建设，培育向上向善的网络文化，践行社会主义核心价值观，促进网络直播行业健康有序发展	国家互联网信息办公室 等
2021 年 2 月 8 日	关于平台经济领域的反垄断指南	为了预防和制止平台经济领域垄断行为，保护市场公平竞争，促进平台经济规范有序创新健康发展，维护消费者利益和社会公共利益，根据《中华人民共和国反垄断法》（以下简称《反垄断法》）等法律规定，制定本指南	国务院反垄断委员会
2021 年 7 月 2 日	对“滴滴出行”启动网络安全审查的公告	对“滴滴出行”实施网络安全审查。为配合网络安全审查工作，防范风险扩大，审查期间“滴滴出行”停止新用户注册。	网络安全审查办公室
2021 年 8 月 27 日	关于进一步加强“饭圈”乱象治理的通知	为进一步加大治理力度，压紧压实网站平台主体责任，切实突破重点难点问题，不断巩固和扩大专项行动成果，重拳出击解决“饭圈”乱象问题	中央网信办秘书局
2021 年 8 月 30 日	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	所有网络游戏企业仅可在周五、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，其他时间均不得以任何形式向未成年人提供网络游戏服务。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入游戏账号注册并登录网络游戏，网络游戏企业不得以任何形式（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。	国家新闻出版署
2021 年 9 月 16 日	游戏企业防沉迷落实情况举报平台上线	收集举报主体提供的的游戏企业防沉迷落实情况，进一步严格管控，切实防止未成年人沉迷网络游戏	国家新闻出版署
2021 年 10 月 8 日	《市场准入负面清单（2021）年版》（意见征求稿）	重申非公有资本不得投资设立和经营新闻机构，并明确规定了非公有资本不得从事网络直播业务的规范管理	发改委
2021 年 10 月 20 日	关于进一步加强预防中小学生沉迷网络游戏管理工作的通知	有效预防中小学生沉迷网络游戏：一、确保内容健康干净，二、落实好防沉迷要求，三、严格校内教育管理，四、推动家校协同发力，五、切实加强监管问责	教育部办公厅等六部
2021 年 10 月 29 日	《互联网平台落实主体责任指南（征求意见稿）》	对超大型平台，从公平竞争示范、平等治理、开放生态、数据管理、内部治理、风险评估、风险防范、安全审计、促进创新 9 个角度，对超大型平台提出了细致的要求。	国家市场监督管理总局
2021 年 10 月 30 日	《互联网诊疗监管细则（征求意见稿）》	医生在提供互联网诊疗前必须验证其真实身份，以确保此类服务是由该医生本人提供的。其他人、AI 软件等不得冒充或代替医生本人。	国家卫健委
2022 年 1 月 28 日	《互联网信息服务深度合成管理规定（征求意见稿）》	明确了对生成合成类算法和利用深度学习、虚拟现实等新技术新应用制作音视频内容等的监管要求，和提景，明确深度合成服务提供者和使用者的信息安全义务。	国家互联网信息办公室
2022 年 3 月 1 日	《互联网信息服务算法推荐管理规定》	对生成合成类、个性化推送类、排序精选类、检索过滤类、调度决策类等算法技术提出监管规定	国家互联网信息办公室等四部门
2022 年 3 月 2 日	《互联网弹窗信息推送服务管理规定（征求意见稿）》	在我国境内提供操作系统、终端设备、应用软件、网站等服务的，开展互联网弹窗信息推送服务时应当遵守本规定	国家互联网信息办公室
2022 年 3 月 14 日	《未成年人网络保护条例（征求意见稿）》再次公开征求意见	指出家庭、学校和其他教育机构应当教育引导未成年人参加有益身心健康的活动，科学、文明、安全、合理使用网络，预防和干预未成年人沉迷网络	国家互联网信息办公室
2022 年 3 月 25 日	《关于进一步规范网络直播营销行为促进行业健康发展的意见》	针对在网络直播平台管理责任不到位、商业营销行为不规范、偷逃缴纳税款等问题提出规定	国家互联网信息办公室等四部门
2022 年 5 月 7 日	《关于规范网络直播打赏加强未成年人保护的意见》	网站平台应当坚持最有利于未成年人的原则，健全完善未成年人保护机制，严格落实实名制要求。加强新技术新应用上线的安全评估，不得上线运行以打赏金额作为唯一评判标准的各类功能应用	中央文明办等四部门

2022 年 5 月 30 日	《广播电视和网络视听领域经纪机构管理办法》	广播电视和网络视听领域经纪机构、经纪人员应当严格规范信息发布，不得发布或者雇佣营销号发布引发粉丝互撕、拉踩引战等有害信息，不得以打赏排名、刷量控评、虚构事实、造谣攻击等方式进行炒作，不得以虚假消费、带头打赏、应援集资等方式诱导粉丝消费。	国家广播电视总局等九部门
2022 年 6 月 8 日	《网络主播行为规范》	对于需要较高专业水平（如医疗卫生、财经金融、法律、教育）的直播内容，主播应取得相应执业资质，并向直播平台进行执业资质报备，直播平台应对主播进行资质审核及备案。“规范”要求，对问题性质严重、多次出现问题且屡教不改的网络主播，应当封禁账号，将相关网络主播纳入“黑名单”或“警示名单”，不允许以更换账号或更换平台等形式再度开播。	国家广播电视总局等三部门
2022 年 6 月 24 日	《中华人民共和国反垄断法（修正案）》	进一步强化了对平台企业垄断的规制。在总则部分第九条规定了“经营者不得利用数据和算法、技术、资本优势以及平台规则等从事本法禁止的垄断行为”。此外，在既有的禁止滥用行为规定的基础上进一步明确“具有市场支配地位的经营者不得利用数据和算法、技术以及平台规则等从事前款规定的滥用市场支配地位的行为”。	全国人大常委会
2022 年 8 月 1 日	《移动互联网应用程序信息服务管理规定》	企业开展应用程序数据处理活动，应当履行数据安全保护义务，建立健全全流程数据安全管理制度，采取保障数据安全的技术措施和其他安全措施，加强风险监测，不得危害国家安全、公共利益，不得损害个人、组织的合法权益。	国家互联网信息办公室
2022 年 9 月 9 日	《互联网弹窗信息推送服务管理规定》	互联网弹窗信息推送服务提供者应当落实信息内容管理主体责任，建立健全信息内容审核、生态治理、数据安全和个人信息保护、未成年人保护等管理制度。	国家互联网信息办公室等四部门
2022 年 11 月 1 日	《关于推动在线旅游市场高质量发展的意见（征求意见稿）》	指出严禁酒店大数据杀熟，不许违规收集信息	文旅部
2022 年 11 月 2 日	《关于切实加强网络暴力治理的通知》	切实加大网暴治理力度，进一步压实网站平台主体责任，健全完善长效工作机制，有效保障广大网民合法权益，维护文明健康的网络环境	中央网信办

来源：各政府部门，国金证券研究所

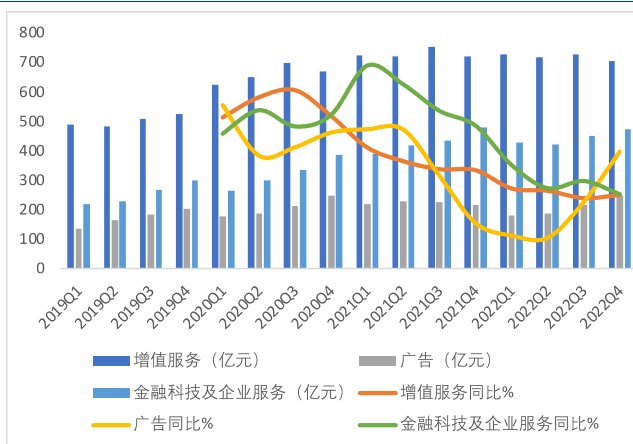
建议关注：泛互联网龙头企业——腾讯、美团

22 年受疫情等宏观经济因素影响，公司业绩承压、营收增速减缓，我们认为泛互联网大盘在 23 年消费回暖的情况下具备业绩弹性。

腾讯：在疫情爆发的 22Q2，公司主营业务增值服务、广告、金融科技营收分别为 716.83/186.38/422.08 亿元，同比-0.46%/-18.37%/+0.75%。我们认为公司三项主营业务有望在 23 年疫情恢复、消费回暖下直接受益：

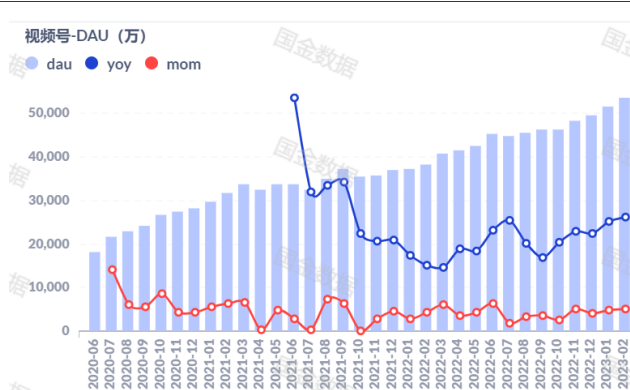
- 1) 增值服务：用户在疫情封控期间消费意愿有所降低，在游戏、会员上花费趋于保守，未来有望直接通过消费回暖改善。
- 2) 广告业务：22 年受疫情封控、消费信心不足等因素广告主预算投入趋于保守，22Q4 已经回归双位数增长。23 年随用户消费信心回暖，广告预算投入有望引来反弹，另一方面公司视频号业务用户数据亮眼，用户使用行为呈优化趋势，该业务自 22 年 7 月开展信息流广告变现，后续随广告需求回暖，有望为 23 年带来确定性业绩增量。
- 3) 金融科技及企业服务：22 年疫情封控导致线下支付场景受挫，2023Q1 商业支付交易金额在高基数情况下仍实现双位数同比增长，我们认为在整体消费回暖趋势下公司的商业支付业务则有望继续受益，增速持续修复。公司的消费贷款和在线保险服务也在新的监管框架下与持牌金融机构更紧密合作、探索新机遇。

图表20：2019Q1-2022Q3 腾讯各业务营收及同比%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表21：视频号用户数据亮眼

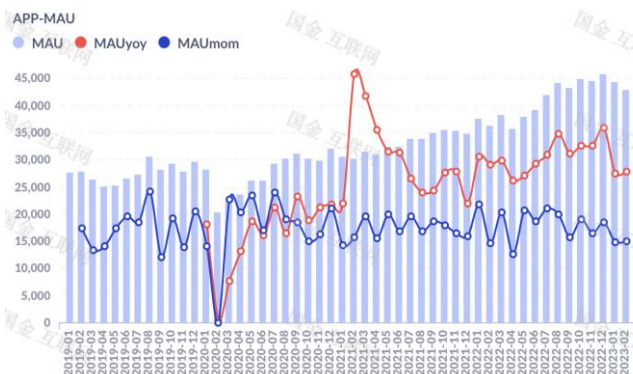


来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所

美团：疫情之下，22 年公司各业务条线受到不同程度影响。疫情修复情况下，线下消费活动恢复良好，公司到店业务直接受益于用户线下就餐、娱乐活动增多，预计 23 年保持良好增长。疫情期间用户发生一定改变，闪购、买菜、外卖等用户渗透率进一步提升，预计在疫情后大部分用户仍将延续疫情期间的消费习惯，带动公司各项业务增长。出行旅游恢复，经历 3 年疫情后用户出门旅行需求旺盛，预计 23 年公司酒旅业务将恢复增长趋势。

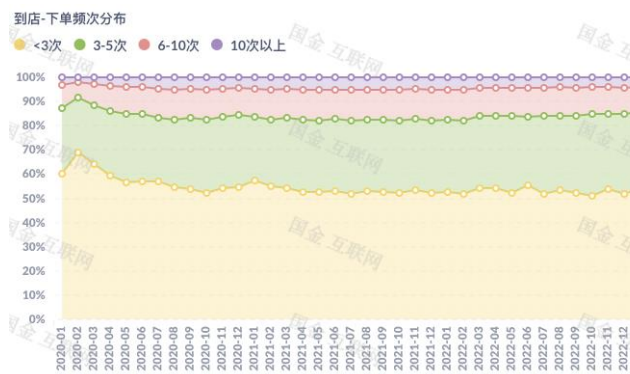
到店业务与抖音的竞争格局或边际改善。用户侧：抖音与美团本地生活消费用户重合度占美团约 15%，抖音开拓的部分非美团用户后续有望转化为美团用户。商户侧：抖音到店商户集中度较高，适用店铺范围有限（网红店、连锁店），后续拓展速度可能放缓。流量侧：目前抖音平台本地生活仍依赖于流量推荐，其整体商业化水平较高，商业化内容加载率增长已经放缓。

图表22：美团 APP 用户 MAU



来源：公司公告，国金证券研究所

图表23：美团到店业务用户消费频次分布



来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所

2.3 支付：线下收单或量价齐升

疫情期间量价走弱压制估值，消费修复有望改善。线下收单受疫情冲击，疫后或迎修复。支付行业参与者主要包括监管部门、商业银行、第三方支付机构、支付清算机构、商户、用户及基础支持供应商。第三方支付按服务对象可划分为个人支付和企业支付，经营需要监管机构的牌照许可。据艾瑞咨询，2022 年上半年受疫情反复和监管趋严等企业支付中的线下收单业务规模预计下滑，但未来将进入平稳较快增长阶段，22 年国内第三方支付综合支付交易规模预计达 487.1 万亿元，同比增速 8.5%。自 22 年四季度以来，国内疫情防控逐渐全面放开，宏观经济总体向好，政策引导银行业加大支持实体经济力度，支付交易规模也有望随之增长，从银行业净利润看，22 年四季度中国银行业净利润已达 3220 亿美元，同比增速在 0%-10%。

三方支付机构上市公司估值在疫情期间明显受压制，交易量及费率提升为 PE 修复的驱动因素之一。当前受疫情防控全面放开，消费修复带动支付交易量回升，支付行业估值有望修复。

图表24: 新国都 (300130.SZ) P/E TTM



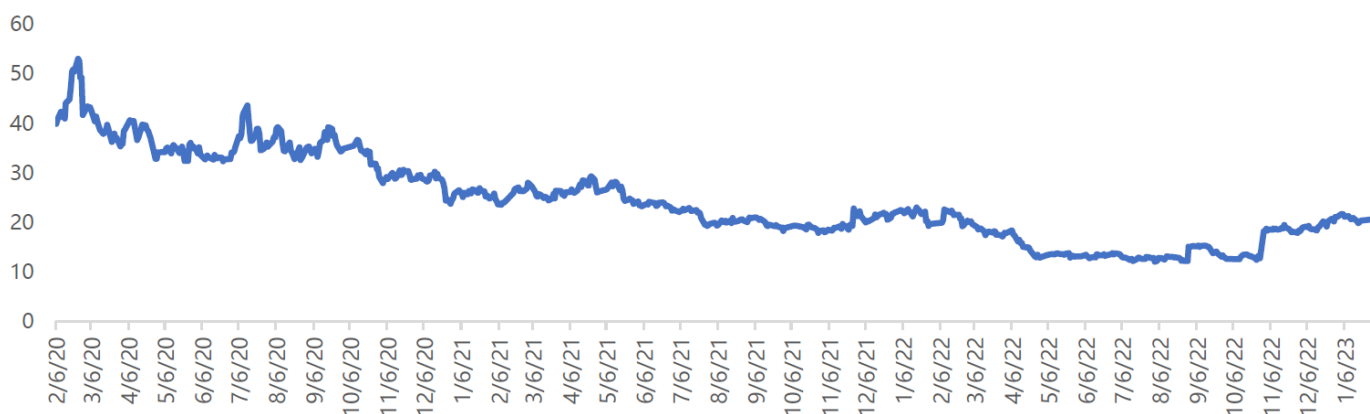
来源: wind, 国金证券研究所

图表25: 新大陆 (000997.SZ) P/E TTM



来源: wind, 国金证券研究所

图表26: 拉卡拉 (300773.SZ) P/E TTM



来源: wind, 国金证券研究所

量升: 支付体量在疫情修复、消费回暖情况下增速有望提升。1) 疫情的冲击有望逐步消化, 行业迎疫后修复。1Q20、2Q22 中国电子支付交易笔数分别同比-4.80%, +1.05%, 交易金额分别同比-18.78%, +1.15%, 且受疫情影响相对较小的 21 年, 支付大盘交易量及交易额增速均明显高于 22 年, 疫后线下消费有望修复进而推动线下收单体量扩大, 叠加个人收款码转商业收款码影响, 商业支付笔数有望加速增长。2) 居民超额储蓄叠加政策驱动, 利好银行卡消费场景复苏。疫情期间居民增储, 22 年银行存款人民币新增 26.26 亿元, 同比多增 6.59 亿元, 参照 20 年疫情期间居民增储, 21 年疫情好转后银行卡消费恢复明显, 23 年有望再现该趋势, 加之房地产、汽车政策端整体向好, 卡均消费或迎提升。3) 牌照收紧+疫情影响, 行业集中度或提升, 强者有望恒强。第三方支付牌照数量自 2016 年起逐年降低, 2011 年至 15 年间共发放 271 张牌照, 截止 2022 年已注销(包括不予续展) 70 张, 目前只剩下 201 张。其中 2022 年共注销(包括不予续展) 23 张; 加之, 疫情导致许多商户线下经营不善, 线下收单受较大冲击, 中小机构生存压力较大。头部公司凭借自身市场地位、防御疫情等能力有望获取更高市场份额。

价升: 部分支付机构已落实提价, 费率对比海外仍有提升空间。1) 费率现状: 支付服务费率=收单机构费率+发卡行费率+清算机构费率, 发卡行及清算机构服务费率规定了上限, 收单侧费率市场化定价, 目前刷卡收单服务费率约 0.6%, 条码收单费率约 0.38%, 发卡行、清算机构施行服务费率达到上限下, 分润比例为发卡行: 收单机构: 清算机构=7: 2: 1; 2) 据三方支付机构上市公司财报, 疫情致费率下降 0.02-0.04pct, 疫后商户经营改善下, 费率有望提升至疫前水平, 目前行业内已有国通星驿等公司发布公告提升费率, 据星驿付官网, 其不再延续 IC 卡小额免签免密优惠费率, 交易费率将按照刷卡费率执行; 3) 疫前三方支付机构分润费率约 0.12%-0.18%, 对比海外 1%-2% 的费率提升空间较大。1Q18-3Q22 美国支付巨头 Block 的 POS 机支付费率整体在 2.9% 左右。

图表27：不同渠道支付费率及机构分润比例

标准类商户	收单机构	发卡行	清算机构	平均分润比例
0.6%左右				
优惠类商户				
0.38%-0.48%	市场化定价	借记卡：不高于0.35%； 贷记卡：不高于0.45%	不高于0.0325%	发卡行：收单机构：清算机构=7：2：1
公益类商户				
0%				
刷卡收单服务费率为0.6%左右；条码收单服务费约0.38%左右				

来源：央行、艾瑞咨询、国金证券研究所

费率提升对业绩影响测算：收入放量，利润弹性更大。费率提升对业绩影响：收入放量，利润弹性更大。1) 费率提升 0.01%，每万亿元交易量能带来 1 亿元收入增量，约 0.285 亿元毛利润增量，28.5%的毛利率假设据三方支付机构支付业务营业成本构成得出，其中代理商分润 62%，为主要成本；2) 费率提升空间高于 0.01%，且提升幅度较大将释放更多利润。由于发卡行及清算机构分润有上限，费率提升部分基本归于三方支付机构，收入增量较大。同时费率提升时，代理商分润比例有下降空间，毛利率提升具备较大可能性，拉卡拉、新大陆、移卡、新国都 2019-21 年的数据均显示费率较低时，代理商分润比例较高，毛利率较低。结合疫情前平均 30%以上的毛利率，谨慎假设随费率提升，毛利率可提至 30%，在费率提升 0.1%的假设下，每万亿元交易额带来的毛利润增量为 3 亿元。

图表28：费率提升 0.01%，每万亿元交易量所对应收入及毛利润增量测算

	拉卡拉	新大陆	新国都	移卡	备注
GPV (万亿元)	1	5.16	2.50	1.34	2.12
费率增量或费率	0.01%	0.105%—0.143%	0.120%—0.143%	0.107%—0.139%	2021年数据 2018-2021年数据
收入 (百万元)	100	5420.32	2761.58	2372.01	2268.27
主要营业成本占比					
代理商分成/佣金	62.0%	64.10%	61.70%	79.68%	78.36%
折旧摊销	8.0%	9.67%	7.87%	0.47%	3.14%
其他	1.5%	0.70%	4.06%	0.22%	2.54%
毛利率	28.5%	29.80%—42.57%	26.37%—37.64%	17.58%—30.12%	16.73%—26.42%
毛利润增量 (百万元)	28.5	44.12	21.38	18.16	18.16
假设1：据拉卡拉等公司支付业务营业成本构成，假设代理商分润比例为62%，折旧摊销占比平均8%，其他成本占比1.5%					
假设2：拉卡拉、新大陆提价比例为30%，移卡提价比例为15%，主要由于拉卡拉及新大陆主要是线下POS机支付					

来源：各公司财报，国金证券研究所，注：由于新国都旗下三方支付公司嘉联支付银行卡收单牌照处于续展中止中，未对新国都利润增量进行测算

图表29：费率提升不同幅度时，每万亿元 GPV 带来的收入及毛利润增量

GPV (万亿元)	1					
费率增量	0.01%	0.02%	0.04%	0.06%	0.08%	0.10%
收入增量 (百万元)	100	200	400	600	800	1000
毛利率假设1	28.50%					
相应毛利润增量 (百万元)	29	57	114	171	228	285
毛利率假设2	30.00%					
相应毛利润增量 (百万元)	30	60	120	180	240	300

来源：各公司财报，国金证券研究所

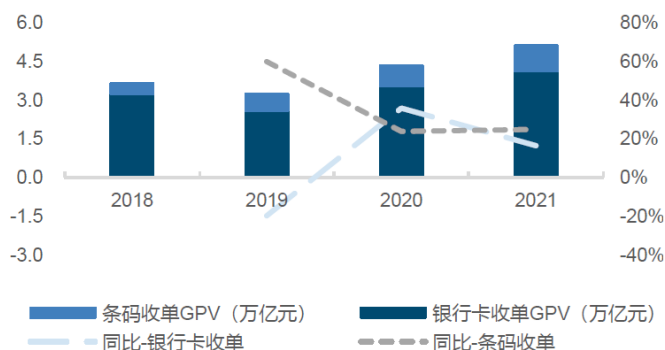
建议关注：银行卡收单三方支付机构龙头——拉卡拉

量价齐升逻辑下，推荐线下收单行业。个股方面，从受益程度考虑，建议关注支付业务收

入占比较高、银行卡收单交易额较高的公司，建议关注拉卡拉。

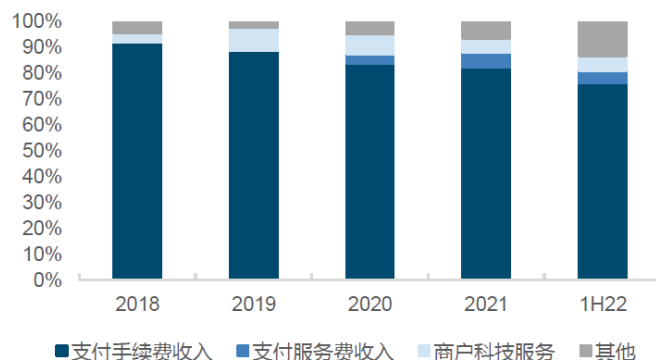
拉卡拉作为三方支付机构龙头，随行业修复量价的同时，有望在行业竞争格局变化中恒强，凭借自身优势进一步扩张。拉卡拉是仅次于银联商务的线下 POS 机支付龙头。银行卡收单 GPV 占比超 90%。银行卡收单牌照数量减少，国通星轨已发公告提费率，海外 POS 机收单费率 1%-2%背景下，银行卡收单费率提升弹性更大。拉卡拉支付业务收入占比超 85%。公司支付业务收入包括支付手续费收入及支付服务收入，二者合计占比超 85%，行业量价齐升下，预计公司业绩端体现更充分。

图表30：拉卡拉收单交易额构成及增速



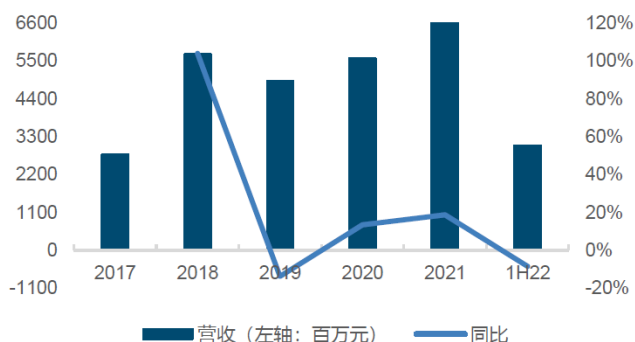
来源：拉卡拉公司财报，国金证券研究所

图表31：拉卡拉营收结构



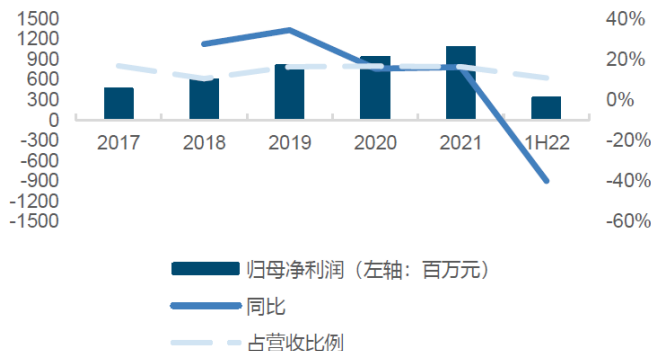
来源：拉卡拉公司财报，国金证券研究所

图表32：拉卡拉营收及增速



来源：拉卡拉公司财报，国金证券研究所

图表33：拉卡拉归母净利润及增速



来源：拉卡拉公司财报，国金证券研究所

风险提示

全球经济下行超预期（国内经济超预期下行、海外经济下行风险）

宏观流动性收缩风险（美联储超预期加息及缩表）

海外黑天鹅事件（俄乌局势、地缘政治风险）

产业政策落地不及预期（疫情扰动、供应链扰动等）

游戏版号发放不及预期风险。如果版号发放不及预期，则影响新游供给带来的增量，进而影响大盘增长及游戏厂商业绩

线下收单修复不及预期。疫情期间线下收单业务受影响较大，较大比例消费转向线上，若消费者形成该习惯，或影响线下收单修复；同时若线下消费修复不及预期，也会影响线下收单回暖

支付费率提升不及预期。若支付费率提升过程中商户侧或监管侧阻力较大，则对费率提升幅度及节奏造成较大影响，进而影响相应标的业绩放量

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402