



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

互联网传媒行业年度策略： 助力实体经济，业绩估值有望双修复

分析师：金荣（S0010521080002）

2022年12月13日

华安证券研究所



核心观点

- 政策底已经确立，行业将在规范中健康发展。游戏版号已常态化发放，估值筑底，建议关注腾讯控股、网易-S、三七互娱；“双减”规范课后教育，建议关注教育信息化龙头鸿合科技、视源股份；房地产领域政策力度持续加大，建议关注房产交易平台龙头企业贝壳-W。
- 预计降本增效仍为主旋律，龙头企业经营优势不改，复苏具备强确定性。2022年衣食住行类App流量依然保持增势，头部公司流量格局稳定，建议关注细分赛道的龙头公司，本地生活建议关注美团-W；电商建议关注京东集团-SW、拼多多、阿里巴巴-SW；短视频仍享流量红利，变现空间仍较大，建议关注快手-W；中长视频领域提质增效仍为主旋律，建议关注哔哩哔哩-W、芒果超媒。
- 业绩磨底，向上弹性大，估值处于历史低位。“二十条”及“新十条”发布后，建议重点关注前期受到外部扰动影响较大细分领域的困境反转，在线酒旅预订建议关注携程集团-S；线下广告建议关注分众传媒；影视建议关注中国电影、光线传媒、猫眼娱乐；在线招聘建议关注同道猎聘、BOSS直聘。
- 互联网助力实体经济，出海空间依然广阔。相关部门多次发文鼓励消费互联网与产业互联网的结合，互联网公司有望将公司能力打包向外赋能，云计算和SaaS空间仍广阔，建议关注微盟集团、阿里巴巴-SW；全球重点国家及地区仍有较大的线上化空间，游戏、短视频厂商积极布局海外，拼多多旗下Temu连续居同类型下载量榜首，建议关注腾讯控股、三七互娱、快手-W、拼多多、名创优品。

风险提示：

消费复苏进程不达预期；疫情反复影响部分消费行为；中美审计进展不达预期；行业相关政策风险；电商履约受阻风险；游戏版号无法正常发放；长短视频版权纠纷风险等

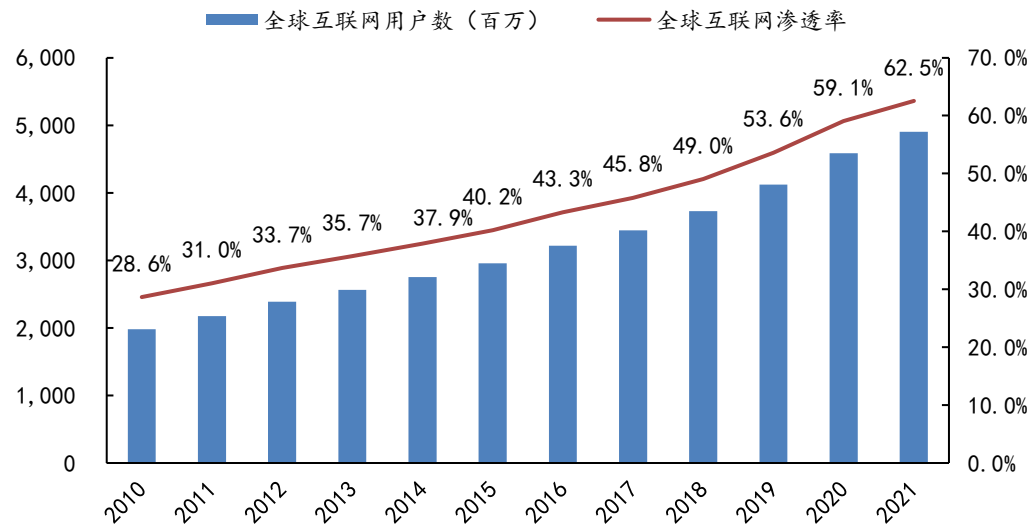
目录

- 1 互联网行业大盘及行情回顾：中国移动互联网用户规模稳健增长，移动视频、移动社交用户粘性持续提升
- 2 短中长视频（直播电商）：短视频流量及变现维持高景气度，中长视频提质增效为主旋律
- 3 电商及本地生活：网上零售渗透率再创新高，主要电商平台完善用户体验，提供矩阵式供给
- 4 游戏：政策确定性增强，积极布局出海，头部厂商pipeline储备有序
- 5 元宇宙：硬件及基础设施持续创新，内容持续丰富，不断赋能应用层
- 6 影视院线：“新十条”优化叠加双旦档期，观影需求有望率先修复
- 7 产业互联网：赋能产业互联网获政策鼓励，互联网平台能力打包输出空间大
- 8 广告：短期承压，信息流广告成为主要广告类型，头部效应有所加强，22Q3主要互联网广告公司普遍出现拐点，明年修复可期
- 9 网络文学及在线音乐：文化输出受政策鼓励，中国网络文学出海已成为新增长点，在线音乐行业有望处高增速

全球互联网大盘：全球互联网渗透率达62.5%，欧美渗透率较高，非洲渗透空间较大

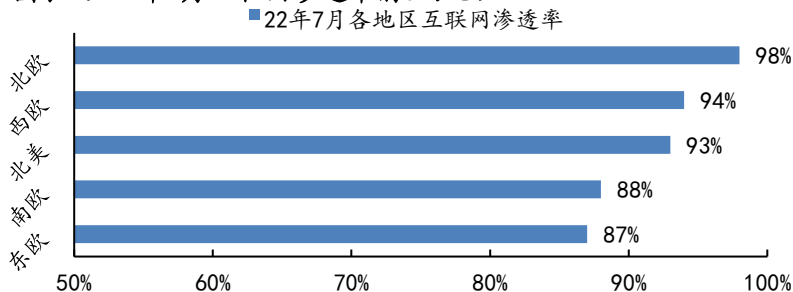
- Statista数据显示，2021年全球互联网用户规模达49.01亿，全球互联网渗透率达62.5%。
- 欧美互联网渗透率较高，非洲互联网渗透率提升空间较大：Statista数据显示，截至22年7月，全球互联网渗透率最高的5个地区为北欧、西欧、北美、南欧、东欧，全球互联网渗透率最低的5个地区为北非、南亚、西非、东非、中非。

图表1：2010-2021年全球移动互联网用户数（百万）与全球移动互联网渗透率



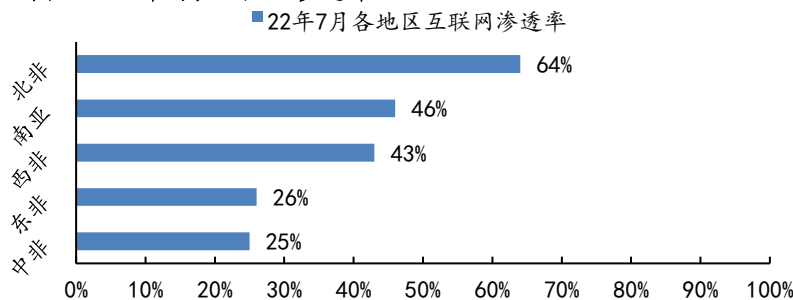
资料来源：Statista，世界银行数据库，华安证券研究所

图表2：22年7月互联网渗透率前5的地区



资料来源：Statista，华安证券研究所

图表3：22年7月互联网渗透率后5的地区

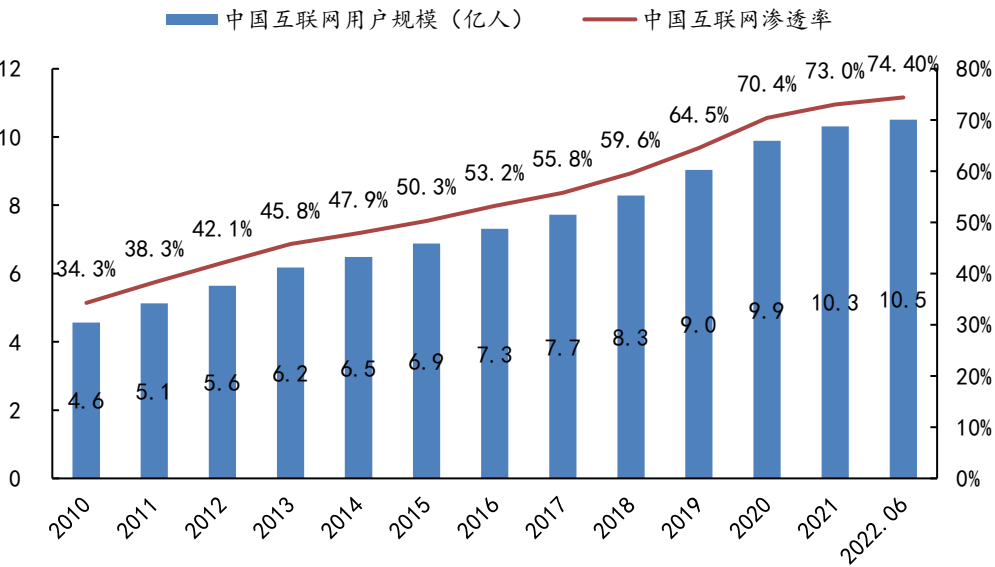


资料来源：Statista，华安证券研究所

中国互联网大盘：中国移动互联网用户规模再创新高达10.47亿，增长趋于稳定

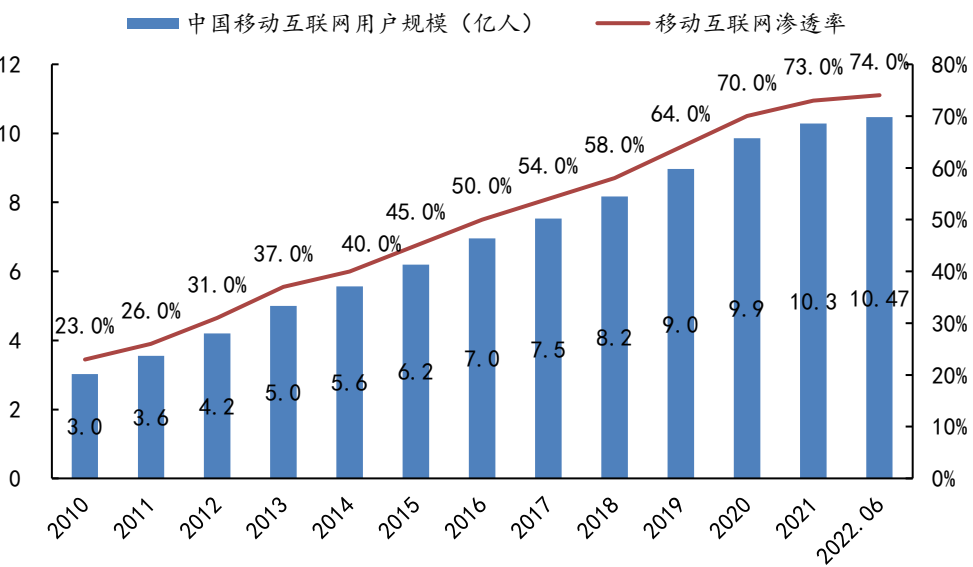
- 互联网用户规模稳定增长：**根据CNNIC数据，截至22年6月，中国网民数达10.51亿，较21年底提升1.9%，互联网渗透率达74.4%，较21年底提升1.4pct。
- 移动互联网渗透率快速逼近互联网渗透率：**自4G牌照发放后，移动互联网进入高速发展期，根据CNNIC数据，截至22年6月，移动互联网用户规模达10.47亿，移动互联网渗透率达74.0%，基本接近互联网渗透率水平。

图表4：2010-2022.06中国互联网用户规模与渗透率



资料来源：CNNIC，华安证券研究所

图表5：2010-2022.06中国移动互联网用户规模与渗透率

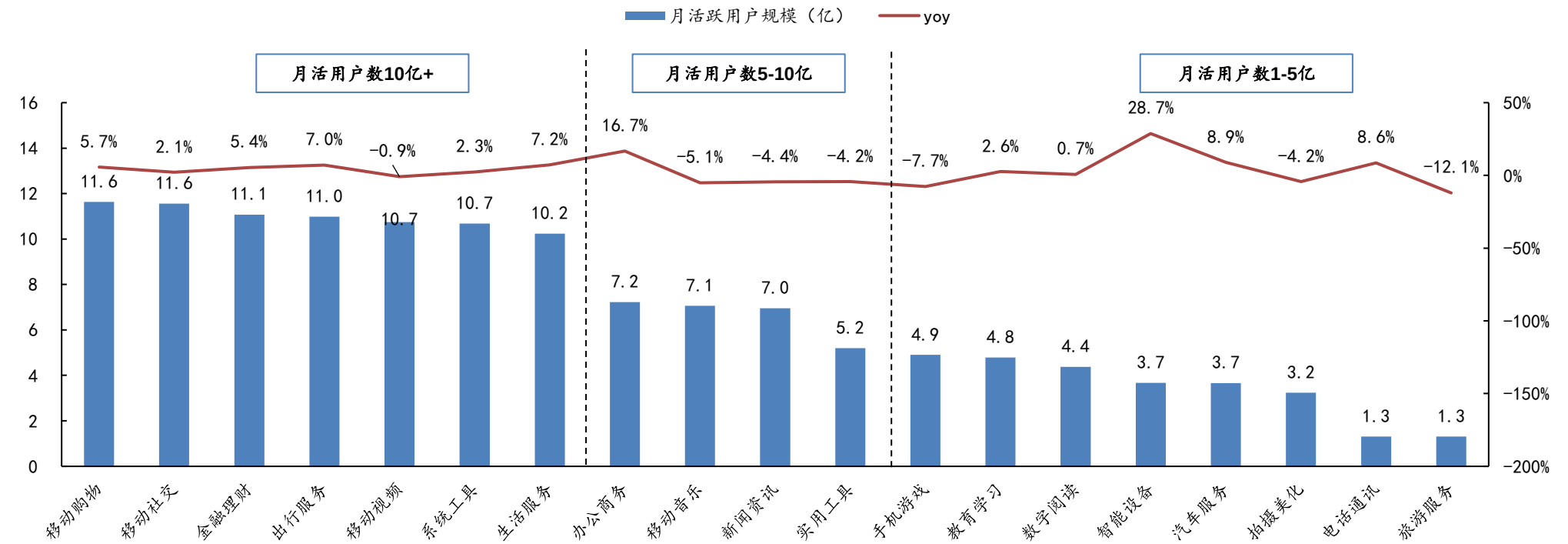


资料来源：CNNIC，华安证券研究所

中国移动互联网大盘：衣食住行类App保持高景气增长，办公商务及智能设备增速较高

- 以2022年9月为例，Questmobile数据显示，移动购物、移动社交、金融理财、出行服务、移动视频、系统工具、生活服务这7大赛道的月活跃用户规模均在10亿以上。其中，22年9月移动购物月活跃用户数达11.63亿，同比增长5.7%，居月活用户之首。

图表6: 2022年9月中国移动互联网一级行业月活跃用户规模（亿人）及同比增长



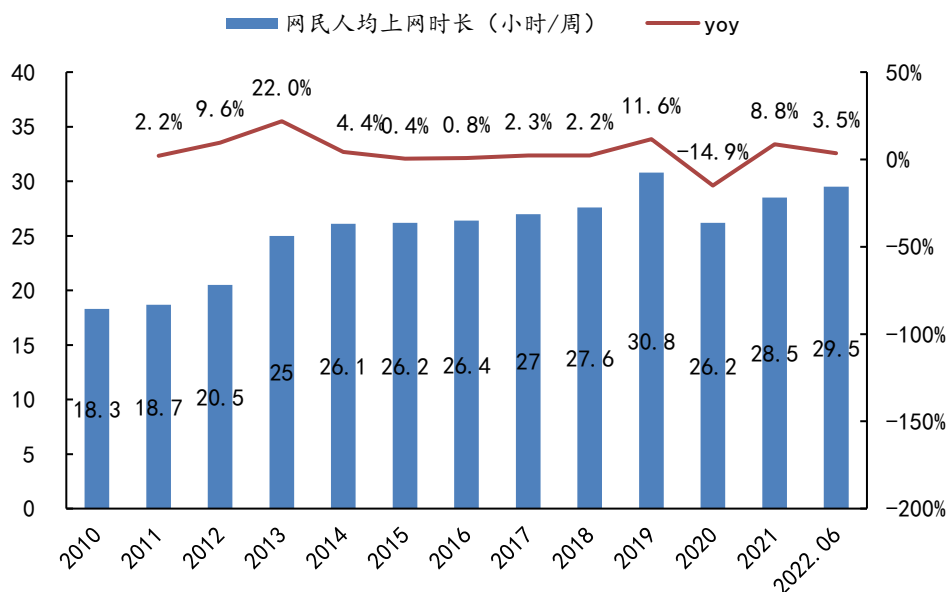
资料来源：Questmobile，华安证券研究所

注：Questmobile和CNNIC对于网民和MAU的定义不同，故CNNIC的移动互联网用户数和Questmobile的MAU数存在差异

中国移动互联网大盘：用户上网时长居高位，移动视频和移动社交用户粘性持续提升

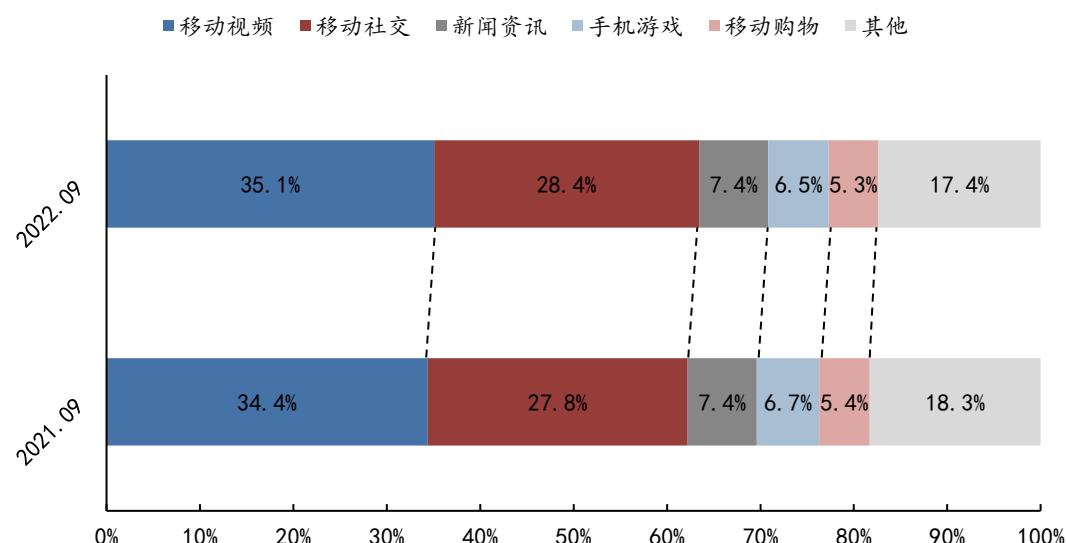
- **疫情加速数字化进程，用户上网时长有所提升：**CNNIC数据显示，网民人均周上网时长在2019年底疫情爆发后达到历史最高，疫情加速了个体、企业和其他部门的数字化进程，线上学习、线上办公和其他使用场景逐渐丰富，使人均使用时长维持在29.5小时/周的较高水平。
- **头部细分赛道加强内容运营与服务运营，用户粘性持续提升：**在中国互联网一级行业中，移动视频、移动社交行业的用户使用时长持续提升，其中用户使用移动视频的时间最长，占用户总使用市场的35.1%，同比增加0.7pct。

图表7: 中国网民人均上网时长（小时/周）及同比增速



资料来源：CNNIC，华安证券研究所

图表8: 中国互联网一级行业用户使用总时长占比



资料来源：Questmobile，华安证券研究所



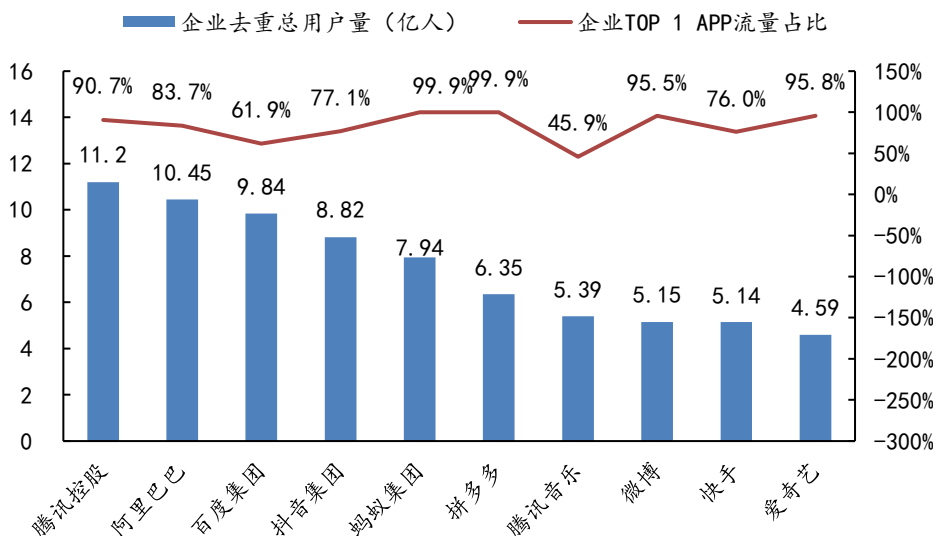
华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

中国移动互联网大盘：强者恒强，头部平台生态矩阵稳定

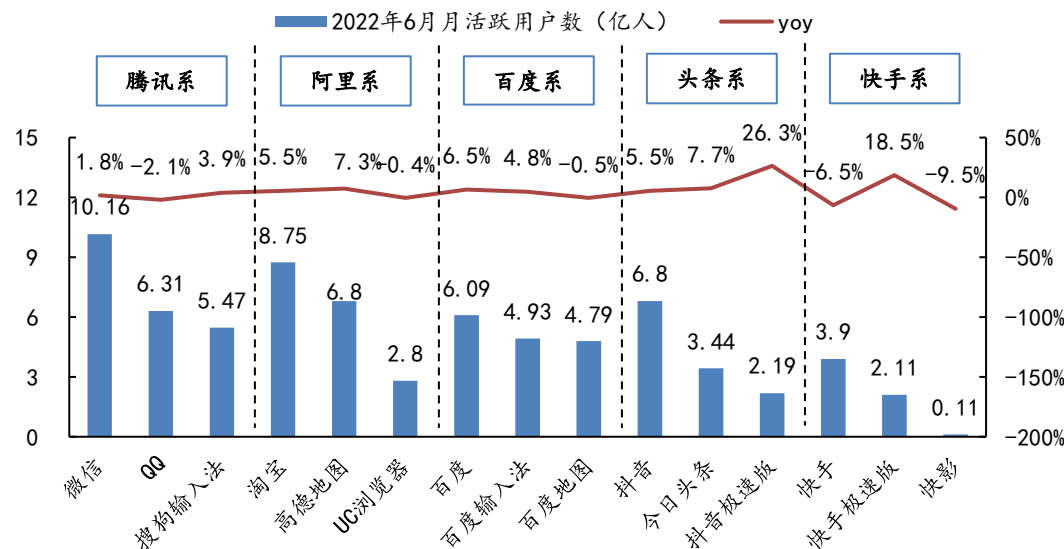
- QuestMobile数据显示，腾讯、阿里、百度旗下APP矩阵的去重用户数为22年6月企业去重用户数TOP 3，分别达11.2、10.45、9.84亿。其中，腾讯旗下用户规模TOP 1的APP为微信（10.16亿）、阿里旗下用户规模TOP 1的APP为淘宝（8.75亿）、百度旗下用户规模TOP 1的APP为百度（6.09亿）。大多数头部APP用户规模较为稳健，抖音极速版和快手极速版的用户规模涨势较猛，分别同比增长26.3%/18.5%至2.19/2.11亿。

图表9：2022年6月去重总用户量TOP 10企业及该企业TOP 1 APP流量占比



资料来源：Questmobile，华安证券研究所

图表10：2022年6月部分头部互联网公司TOP 3 APP 月活跃用户数及同比变动



资料来源：Questmobile，华安证券研究所

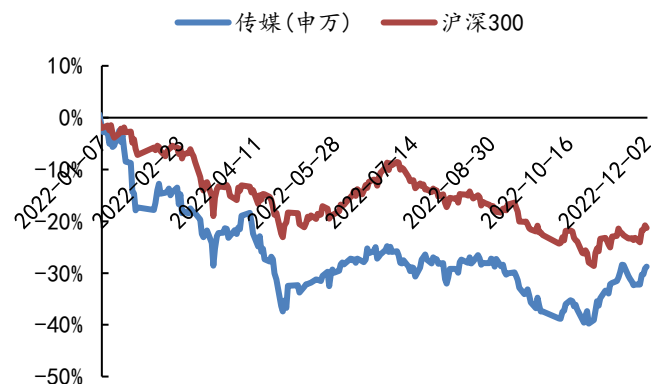


华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

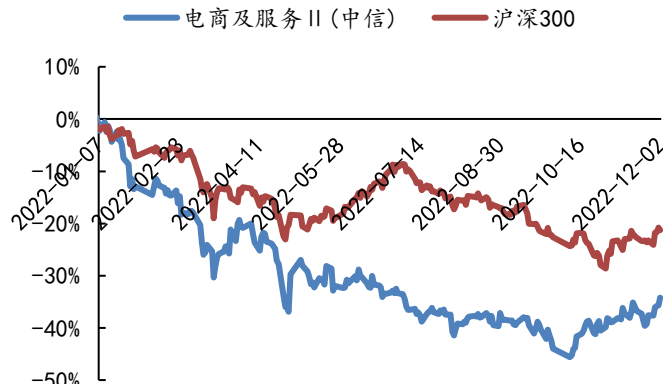
行情回顾：互联网传媒相关指数表现平淡，回暖趋势初步显现

图表11:22年至今传媒（申万）与沪深300走势对比



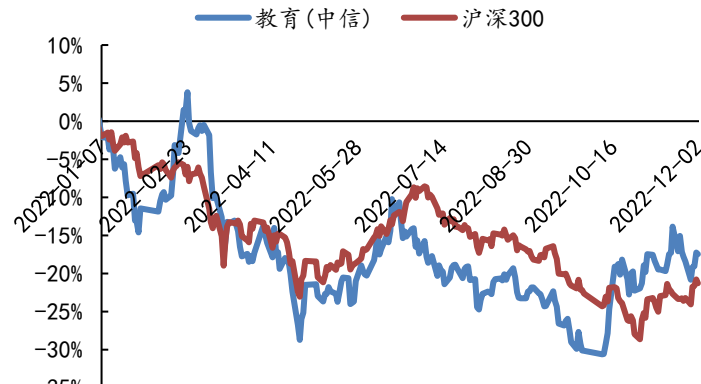
资料来源：WIND，华安证券研究所

图表12:22年至今电商及服务II（中信）与沪深300走势对比



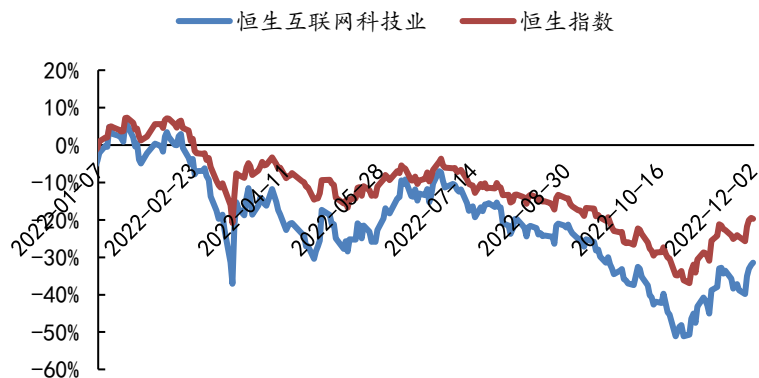
资料来源：WIND，华安证券研究所

图表13:22年至今教育（中信）与沪深300走势对比



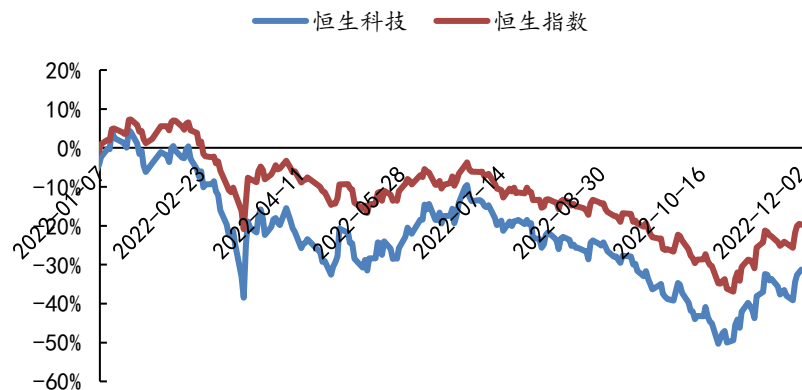
资料来源：WIND，华安证券研究所

图表14:22年至今恒生互联网科技业与恒生指数走势对比



资料来源：WIND，华安证券研究所

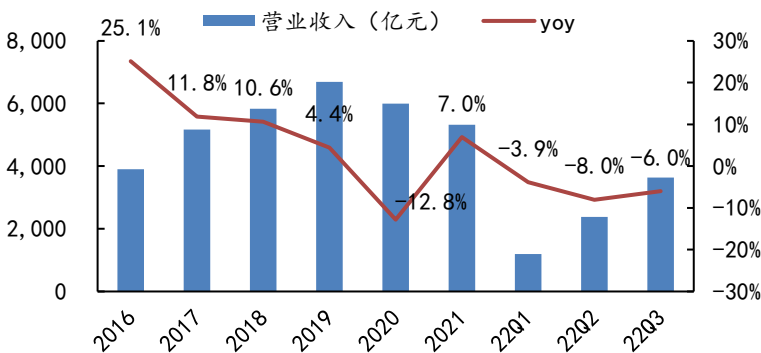
图表15:22年至今恒生科技与恒生指数走势对比



资料来源：WIND，华安证券研究所

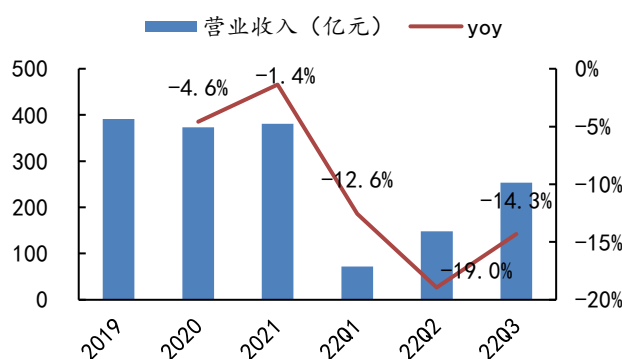
行情回顾：疫情影响下各板块收入均同比下降，教育及电商板块将本增效成果显著

图表16:2016-22Q3传媒（申万）板块营业收入及同比



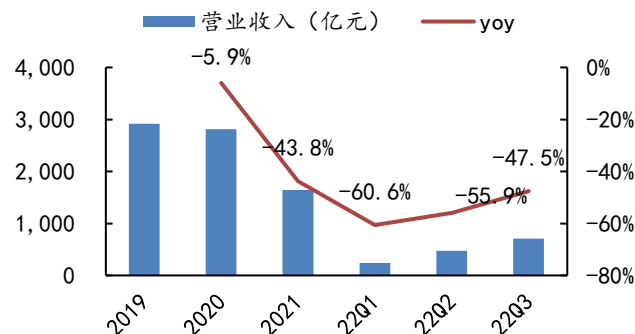
资料来源：WIND，华安证券研究所

图表17:2019-22Q3教育（中信）板块营业收入及同比



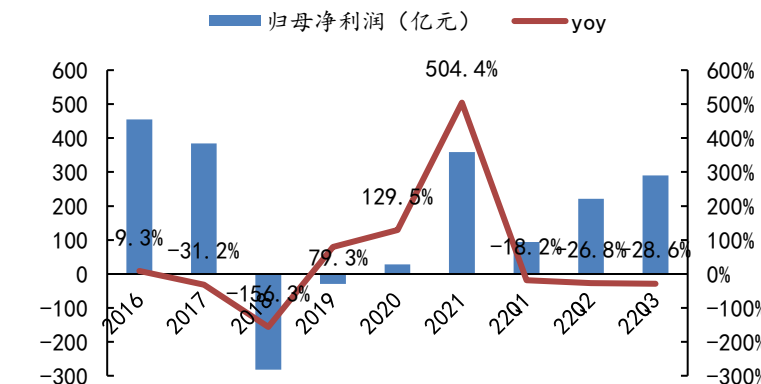
资料来源：WIND，华安证券研究所

图表18:2019-22Q3电商及服务II（中信）板块营业收入及同比



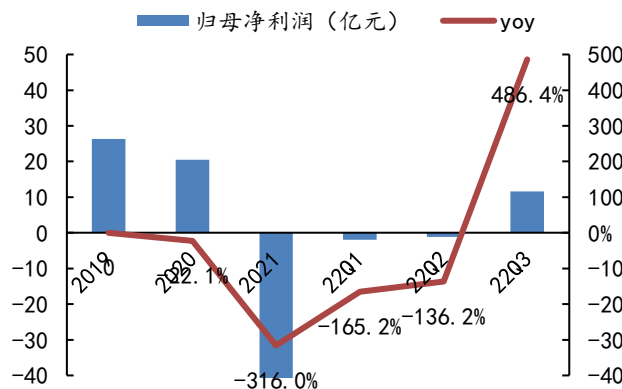
资料来源：WIND，华安证券研究所

图表19:2016-22Q3传媒（申万）板块归母净利润及同比



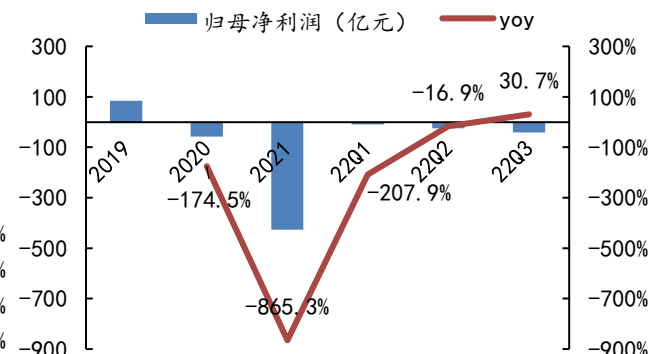
资料来源：WIND，华安证券研究所

图表20:2019-22Q3教育（中信）板块归母净利润及同比



资料来源：WIND，华安证券研究所

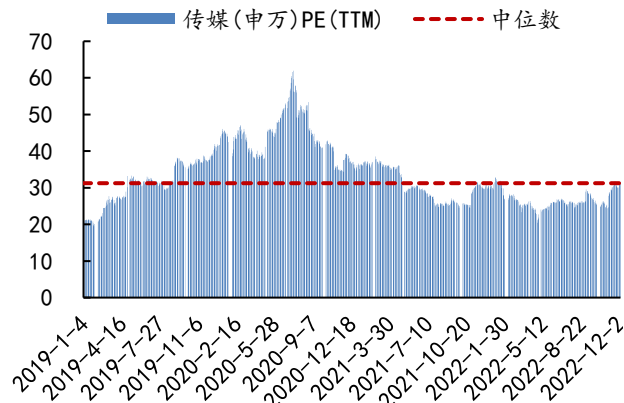
图表21:2019-22Q3电商及服务II（中信）板块归母净利润及同比



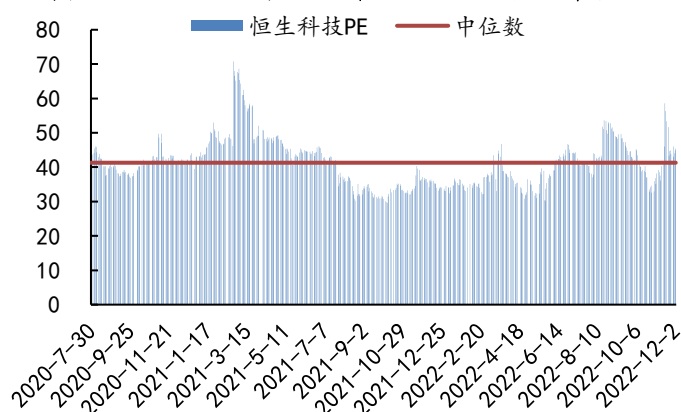
资料来源：WIND，华安证券研究所

相关板块估值水平：传媒及互联网板块估值低于历史中枢

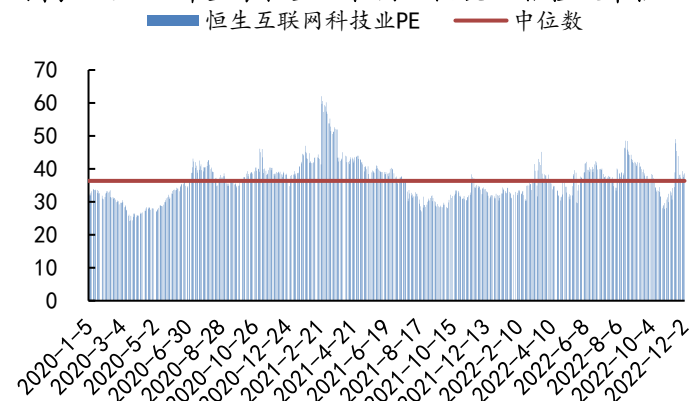
图表22:2019年至今传媒(申万)板块PE估值及中枢



图表23:2020.07至今恒生科技板块PE估值及中枢



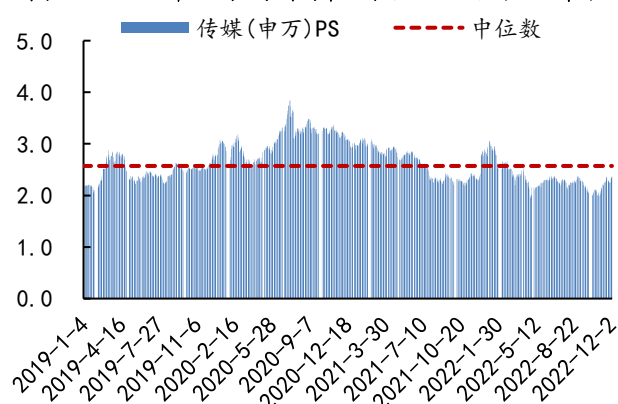
图表24:2020年至今恒生互联网业板块PE估值及中枢



资料来源: WIND, 华安证券研究所

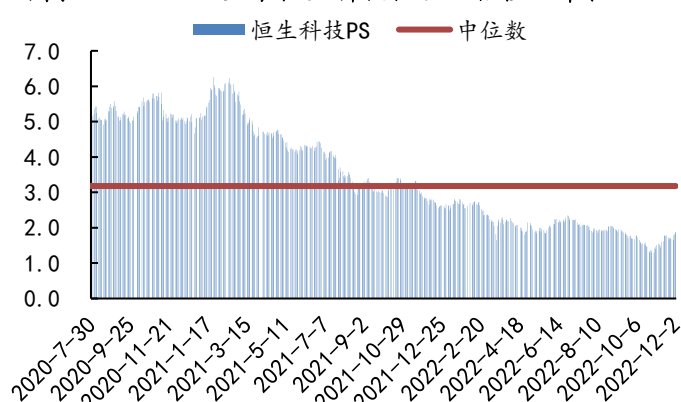
资料来源: WIND, 华安证券研究所

图表25:2019年至今传媒(申万)板块PS估值及中枢



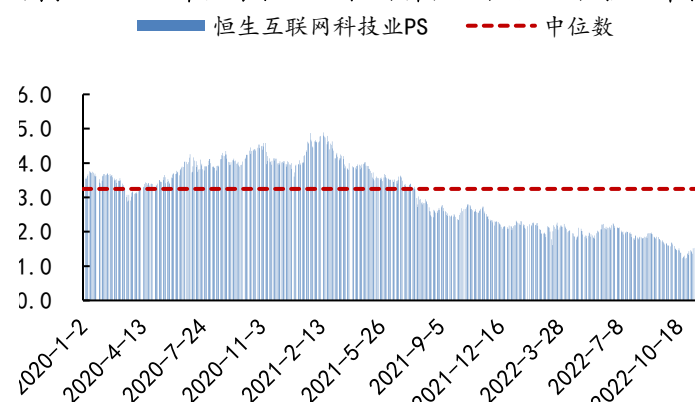
资料来源: WIND, 华安证券研究所

图表26:2020.07至今恒生科技板块PS估值及中枢



资料来源: WIND, 华安证券研究所

图表27:2020年至今恒生互联网科技业板块PS估值及中枢



资料来源: WIND, 华安证券研究所

政策规范有利于促进行业健康发展，政策已具备较强的确定性

图表28:2020-2022年互联网行业主要政策梳理

时间	来源	主要内容/事件
2020/11/3	上交所	《关于暂缓蚂蚁科技集团有限公司科创板上市的决定》
2020/12/16	2020年中央经济工作会议	明确2021年经济工作八大重点任务，包含“强化反垄断和防止资本无序扩张”
2021/4/10	市场监管总局	对阿里巴巴“二选一”垄断行为作出行政处罚，处以罚款182.28亿元
2021/7/24	市场监管总局	对腾讯控股有限公司作出责令解除网络音乐独家版权等处罚，处以罚款50万元
2021/10/8	市场监管总局	对美团“二选一”垄断行为作出行政处罚，处以罚款34.42亿元
2021/12/8	2021年中央经济工作会议	进入新发展阶段要正确认识和把握资本的特性和行为规律，并为资本设置“红绿灯”
2022/3/5	国务院《政府工作报告》	加强和创新监管，反垄断和防止资本无序扩张，维护公平竞争；要正确认识和把握资本的特性和行为规律，支持和引导资本规范健康发展
2022/3/16	国务院金融稳定委员会	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	国务院常务委员会	促进平台经济健康发展，带动更多就业
2022/4/29	中央政治局会议	要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整治，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施
2022/5/18	稳增长稳市场主题保就业座谈会	支持平台经济、数字经济合法合规境内外上市融资，打造稳定透明、公平竞争、激励创新的制度规则和营商环境
2022/5/24	扎实稳住经济一揽子政策措施	出台支持平台经济规范健康发展的具体措施，在防止资本无序扩张的前提下设立“红绿灯”，维护市场竞争秩序，以公平竞争促进平台经济规范健康发展
2022/7/28	中央政治局会议	要推动平台经济规范健康持续发展，完成平台经济专项整治，对平台经济实施常态化监管，集中推出一批“绿灯”投资案例
2022/8/4	人民日报	《着眼长远 兼顾当前 推动平台经济规范健康持续发展（新知新觉）》
2022/10/2	人民日报	站在新起点，推进重点领域数字产业发展，规范数字经济发展，完善数字经济治理体系，积极参与数字经济国际合作，数字经济必将不断做强做优做大
2022/10/11	光明网	《释放线上消费潜能 为扩内需注入强劲动能》
2022/11/22	国务院常务委员会	支持平台经济持续健康发展，保障电商、快递网络畅通

资料来源：Wind，华安证券研究所

“政策底”明确，鼓励政策及官媒积极发声在细分板块频出

“政策底”已经较为明确，由“强化反垄断和防止资本无序扩张”到“正确认识和把握资本的特性和行为规律”，再到“尽快完成整改工作和促进平台经济平稳健康发展”，再到“对平台经济实施常态化监管，集中推出一批‘绿灯’投资案例”，政策规范是为了平台健康发展的基调明确，规范、透明、可预期的监管提供了更多的监管确定性，同时鼓励政策在细分行业板块频出。

游戏板块

2021年8月新华社发表对游戏行业的点评后，国务院在21年8月发布《中国儿童发展纲要（2021-2030）》和中央网信办在22年3月发布《未成年人网络保护条例（征求意见稿）》均围绕未成年使用网络直播、网络游戏等网络服务完善其保护机制。4月，国家新闻出版署下发2022年首批版号，版号发行进入常态化。另外11月16日人民财评发表题为“深度挖掘电子游戏产业价值机不可失”的文章，充分肯定游戏产业在自身发展的同时带动周边产业释放经济动能的贡献。

图表29:游戏行业相关政策梳理

时间	来源	主要内容/事件
2020/12/16	国家新闻出版署	《网络游戏适龄提示》：适龄提示标识符以3个不同的年龄为标准，分别为绿色的8+、蓝色的12+、黄色的16+
2021/8/3	新华社	“精神鸦片”竟长成数千亿产业
2021/9/27	国务院	《中国儿童发展纲要（2021-2030）》：网络游戏、网络直播等网络服务提供者，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
2022/3/14	网信办	《未成年人网络保护条例（征求意见稿）》：网络产品和服务提供者应当建立健全防沉迷制度，不得向未成年人提供诱导其沉迷的产品和服务，及时修改可能造成未成年人沉迷的内容、功能或者规则，并定期向社会公布防沉迷工作情况
2022/11/16	人民财评	深度挖掘电子游戏产业价值机不可失：游戏从诞生起就与前沿科技密不可分。凭借蓬勃的发展态势，游戏产业也助力多个产业释放数字经济新动能

资料来源：国务院，网信办，新华社，国家新闻出版署，人民财评，华安证券研究所

“政策底”明确，鼓励政策及官媒积极发声在细分板块频出

VR/AR/元宇宙/AIGC板块

游戏行业在为使用者带来欢愉的同时，其娱乐属性背后的科技能力往往被用户所忽视。VR、AR、元宇宙和AIGC率先在游戏产业落地，以游戏形式加速用户对新鲜事物的了解，并随后应用到社交、消费和文旅板块。8月，由人民日报社和陕西省委联合举办的2022一带一路媒体合作论坛，表达AIGC在内容生产领域的效率和速度。11月，欧洲议会全会高票通过重视发展电子游戏产业的决议，电子游戏摆脱单一的娱乐产品属性，成为多国优化产业布局和加速科技创新的长期发展战略。工信部、教育部和文旅部等多部门共同发布《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022-2026年）》，目标到2026年使我国虚拟现实产业总体规模超过3500亿元，推动虚拟现实（含增强现实、混合现实）等新一代信息技术发展。

图表30:VR/AR/元宇宙/AIGC相关政策梳理

时间	行业	来源	主要内容/事件
2021/3/12	VR/AR/元宇宙	新华社	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》：发展虚拟现实整机、感知交互、内容采集制作等设备和开发工具软件、行业解决方案
2021/7/13	VR/AR/元宇宙	发改委、工信部、网信办等部门	《5G应用“扬帆”行动计划（2021-2023年）》：加快云AR/VR头显、5G+4K摄像机、5G全景VR相机等智能产品推广，拉动新型产品和新型内容消费，促进新型体验类消费发展
2022/1/12	VR/AR/元宇宙	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》：深化人工智能、虚拟现实、8K高清视频等技术的融合，拓展社交、购物、娱乐、展览等领域的应用，促进生活消费品质升级
2022/1/25	VR/AR/元宇宙	国务院	《国务院办公厅关于转发教育部等部门“十四五”特殊教育发展提升行动计划的通知》：鼓励有条件的地方充分应用互联网、云计算、大数据、虚拟现实和人工智能等新技术，推进特殊教育智慧校园、智慧课堂建设
2022/11/1	VR/AR/元宇宙	工信部、教育部、文旅部等部门	《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022—2026年）》：做优“虚拟现实+”内生能力，强化虚拟现实与5G、人工智能、大数据、云计算、区块链、数字孪生等新一代信息技术的深度融合，叠加“虚拟现实+”赋能能力
2022/11/7	VR/AR/元宇宙	发改委、工信部、体育总局等部门	《户外运动产业发展规划（2022-2025年）》：加强AR/VR等智能技术应用，打造沉浸式户外运动体验空间，实现户外运动场景感知化、运动体验数据化、运动展示互动化、运动社交情境化
2022/9/1	AIGC	世界人工智能大会(WAIC)	《人工智能与实体经济“双向奔赴”》：无论是在技术层面还是在商业应用层面，人工智能都有了巨大的进展，有些甚至是方向性的改变
2022/8/9	AIGC	人民日报社、陕西省委、省政府	AIGC技术将在未来十年颠覆现有媒体内容生产模式，可以实现以十分之一的成本，以百倍千倍的生产速度，生成AI原创内容

资料来源：国务院，发改委，工信部，教育部，文旅部，华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

“政策底”明确，鼓励政策及官媒积极发声在细分板块频出

电商板块

国务院发展研究中心数据指出，线上消费既对传统线下消费产生一定替代（替代效应），也在不断创造和满足全新的消费需求（新增效应），即电子商务市场零售额与总消费水平之间存在“U型”关系。11月22日国务院常务委员会认可线上消费在扩内需和促消费中的引擎作用，提出“支持平台经济持续健康发展，保障电商、快递网络畅通”。2021年网上零售额占社零比重达到29.7%接近历史最高水平，同期全球电商渗透率仅为19.0%，仍有较高的提升空间。根据36氪研究院数据，2013-2021年我国跨境电商B2B和B2C交易规模CAGR分别高达17.6%和45.4%，国家频繁释出鼓励文件支持该领域发展。

图表31:电商行业相关政策梳理

时间	来源	主要内容/事件
2022/1/11	国务院	鼓励具备跨境金融服务能力的金融机构在依法合规、风险可控前提下，加大对传统外贸企业、跨境电商和物流企业等建设和使用海外仓的金融支持。进一步调整优化跨境电商零售进口商品清单、扩大进口类别，更好满足多元化消费需求
2022/1/19	国务院	扎实推进跨境电子商务综合试验区建设，鼓励跨境电商平台完善功能，更好对接国内国际市场。促进跨境电商零售进口规范健康发展，丰富产品供给。复制推广服务贸易创新发展试点经验，提升服务贸易自由化便利化水平
2022/5/26	国务院	推动跨境电商加快发展提质增效。针对跨境电商出口海外仓监管模式，加大政策宣传力度，对实现销售的货物，指导企业用足用好现行出口退税政策，及时申报办理退税。尽快出台便利跨境电商出口退换货的政策，适时开展试点。针对跨境电商行业特点，加强政策指导，支持符合条件的跨境电商相关企业申报高新技术企业
2022/8/25	发改委、工信部、商务部等部门	面向产业数字化发展需求，围绕人工智能、5G、工业互联网、智慧城市、智慧农业等领域，培育优质数字化品牌。实施“数商兴农”，培育电商优质品牌
2022/10/26	国务院	加大对跨境电商、海外仓等外贸新业态支持力度，线上线下相结合搭建境内外展会平台，支持企业稳订单拓市场。2022年底前再增设一批跨境电子商务综合试验区，加快出台更多支持海外仓发展的政策措施。鼓励贸促机构、会展企业以“境内线上对口谈、境外线下商品展”方式举办境外自办展会，帮助外贸企业拓市场、拿订单
2022/11/24	国务院	《国务院关于同意在廊坊等33个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区的批复》：本次扩围后，中国共有165个跨境电商综试区，覆盖全国31个省份，跨境电商综试区走向普惠阶段

资料来源：国务院，发改委，工信部，商务部，华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

“政策底”明确，鼓励政策及官媒积极发声在细分板块频出

本地生活板块

3-6月，北京、上海、深圳等中大型城市均不同程度受到传播力度较强的Omicron病毒的影响，本地生活服务商在疫情民生保供环节起到重要作用，美团、饿了么、达达、京东到家、叮咚买菜等互联网本地生活和社区团购平台通过较强的组织力、便捷的履约力打通供应“最后一百米”。因此，在防疫期间政府也多次出台“意见”和“通知”纾困和鼓励餐饮、外卖、智慧社区等本地生活参与方的建设。

图表32:本地生活相关政策梳理

时间	来源	主要内容/事件
2022/2/23	交通运输部	《关于做好交通运输业助企纾困扶持政策落实工作的通知》：引导外卖等互联网平台企业进一步下调餐饮业商户服务费标准，降低相关餐饮企业经营成本。引导互联网平台企业对疫情中高风险地区所在的县级行政区域内的餐饮企业，给予阶段性商户服务费优惠
2022/5/21	发改委、工信部、网信办等多部门	《关于深入推进智慧社区建设的意见》：推动社区购物消费、居家生活、公共文化生活的休闲娱乐、交通出行等各类生活场景数字化
2022/6/1	发改委、商务部、财政部等多部门	关于印发《统筹新冠肺炎疫情防控和“菜篮子”产品保供稳价工作指南》的通知：防范区、管控区要组织社区设置常态化自提点、无接触配送点等便民设施，允许快递、外卖等在小区周边设立站点，采取居民自提、社区配送等方式，保证终端畅通
2022/6/25	商务部等11部门	《关于抓好促进餐饮业恢复发展扶持政策贯彻落实工作的通知》：帮助餐饮外卖平台和餐饮企业衔接落实好已发布的商户服务费优惠措施，加快出台专项扶持政策的落实举措，为餐饮企业申请政策帮扶提供必要指导

资料来源：发改委，工信部，商务部，财政部，交通运输部，华安证券研究所

“政策底”明确，鼓励政策在细分板块频出

互联网金融板块

2020年11月，上交所发布《关于暂缓蚂蚁科技集团有限公司科创板上市的决定》。自后，中国人民银行、银监会、证监会、网信办等多部门合作下，对网络小额贷款、互联网保险、互联网贷款、互联网平台金融业务以及大学生互联网消费贷款进行约束、整改和监管。尽管银保监会主席郭树清在3月2日曾表示蚂蚁集团等14家互联网平台企业的整改还没有完全结束，但随着360数科在11月29日顺利回港二次上市，我们认为监管对互联网平台企业的整改过程已经取得实质性进展，互联网金融预计将取得规范、透明、可预期的监管，在合规前提下开展各项业务，增强金融创新的科技支撑。

图表33:互联网金融相关政策梳理

时间	来源	主要内容/事件
2020/11/3	上交所	《关于暂缓蚂蚁科技集团有限公司科创板上市的决定》
2020/11/3	中国银保监会、中国人民银行	《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》进一步规范了网络小额贷款行业的发展，同时也提高了门槛、约束了企业行为，这将有利于网络小额贷款公司的良好经营，促进普惠金融持续发展。
2020/12/7	银保监会	《互联网保险业务监管办法》：规范互联网保险业务，有效防范风险，保护消费者合法权益，提升保险业服务实体经济和社会民生的水平
2021/3/17	中国银保监会、网信办、教育部、公安部、中国人民银行	《关于进一步规范大学生互联网消费贷款监督管理工作的通知》
2021/4/29	新华社	部分从事金融业务的网络平台企业被约谈
2022/3/2	郭树清	蚂蚁集团等14家互联网平台企业的整改还没有完全结束，它们的金融业务正在逐步纳入监管。
2022/6/22	中央全面深化改革委员会	要强化金融控股公司监管和平台企业参控股金融机构监管，强化互联网存贷款、保险、证券、基金等业务监管。
2022/7/12	银保监会办公厅	《关于进一步推动金融服务制造业高质量发展的通知》：增强金融创新的科技支撑，推动互联网、大数据、人工智能等科技手段与金融服务深度融合
2022/7/16	中国银保监会	《关于加强商业银行互联网贷款业务管理 提升金融服务质效的通知》：明确细化商业银行贷款管理和自主风控要求，规范合作行为，促进平台经济规范健康发展
2022/11/29	财新	360数科回港二次上市首日股价涨3.44% 市值超160亿港元

资料来源：中央全面深化改革委员会，人民银行，证监会，银监会，上交所，网信办，公安部，财新，华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

中概股回港：跨境审计实质性进展，双重主要上市渐主流

- 2020年时任美国总统特朗普签署《外国公司问责法》，2021年美国证监会进一步出台实施细则，2022年3月正式将不符合要求的公司逐步列入“初步识别名单”，其中主要包含中概股公司。根据美方规定，要求外国公司的会计师事务所提交审计底稿，若连续三年无法提供将面临退市风险。截至目前，已超150家中概股被列入拟退市名单，中美双方监管机构重视该问题进展，同时中概股将港股双重主要上市列为重要执行步骤。
- 二次上市转换为双重主要上市：**要求海外交易所除牌、主动申请、港股股份全球交易额占比超过55%。阿里巴巴在正式完成转换香港主要上市之前，还需要制定并向股东提交审批一份新的员工持股计划，以遵守香港新修订的规则。考虑到上述情况，将不会按原计划在2022年底完成主要上市。

图表34：二次上市名单

序号	美股代码	港股代码	公司名称	港股上市时间	转化上市动态
1	BABA. N	9988. HK	阿里巴巴-SW	2019/11/26	2022年8月8日主动申请转化为双重主要上市，主要转换的生效日期预期为2023年
2	JD. O	9618. HK	京东集团-SW	2020/6/18	-
3	NTES. O	9999. HK	网易-S	2020/6/11	-
4	BIDU. O	9888. HK	百度集团-SW	2021/3/23	-
5	NIO. N	9866. HK	蔚来-SW	2022/3/10	介绍上市
6	TCOM. O	9961. HK	携程集团-S	2021/4/19	-
7	ZTO. N	2057. HK	中通快递-SW	2020/9/29	2022年11月18日公告宣布寻求香港联交所主板及纽约证券交易所双重上市
8	HTHT. O	1179. HK	华住集团-S	2020/9/22	-
9	GDS. O	9698. HK	万国数据-SW	2020/11/2	-
10	EDU. N	9901. HK	新东方-S	2020/11/9	-
11	ATHM. N	2518. HK	汽车之家-S	2021/3/15	-
12	WB. O	9898. HK	微博-SW	2021/12/8	-
13	NOAH. N	6686. HK	诺亚控股-S	2022/7/13	8月10日宣布寻求香港联交所主板及纽约证券交易所双重上市，生效日期预计为12月31日或之前
14	TME. N	1698. HK	腾讯音乐	2022/9/21	介绍上市
15	QFIN. O	3660. HK	360数科	2022/11/29	

资料来源：WIND，华安证券研究所整理

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

中概股回港：跨境审计实质性进展，双重主要上市渐主流

- 2022年，共有9支中概股实现双重上市后，其中再鼎医药、百胜中国、哔哩哔哩、宝尊电商以二次上市转换为双重主要上市；贝壳、金融壹账通采用介绍上市方式实现双重主要上市。

图表35:双重上市名单

1) 双重主要上市					
序号	美股代码	港股代码	公司名称	港股上市时间	备注
1	LI. O	2015. HK	理想汽车-W	2021/8/12	
2	BEKE. N	2423. HK	贝壳-W	2022/5/11	介绍上市
3	BGNE. O	6160. HK	百济神州	2018/8/8	
4	XPEV. N	9868. HK	小鹏汽车-W	2021/7/7	
5	HCM. O	0013. HK	和黄医药	2021/6/30	
6	MNSO. N	9896. HK	名创优品	2022/7/13	
7	ZH. N	2390. HK	知乎-W	2022/4/22	
8	TUYA. N	2391. HK	涂鸦智能-W	2022/7/5	
9	OCFT. N	6638. HK	金融壹账通	2022/7/4	介绍上2市
2) 二次上市转为双重主要上市					
序号	美股代码	港股代码	公司名称	港股上市时间	转换时间
1	ZLAB. O	9688. HK	再鼎医药	2020/9/28	2022/6/27
2	YUMC. N	9987. HK	百胜中国-S	2020/9/10	2022/10/24
3	BILI. O	9626. HK	哔哩哔哩-SW	2021/3/29	2022/10/3
4	BZUN. O	9991. HK	宝尊电商-SW	2020/9/29	2022/11/1

资料来源：WIND，华安证券研究所整理

中概股回港：跨境审计实质性进展，双重主要上市渐主流

最早2024年退市的港股主板募资压力测算

- 截止12月5日共有60支美国中概股、13支二次上市中概股，或基本符合港股双重上市规则。
- 2022年1-11月港股主板IPO募资金额877亿港元，其中名创优品、知乎等5支中概股回港共募资22亿港元，腾讯音乐、贝壳、蔚来、金融壹账通4支中概股则选择介绍上市。
- **关键假设：** 1) 所有符合条件的中概股均会选择回港第二上市或双重主要上市。 2) 假设符合条件的中概股将会选择在 2024年末前回港上市。 3) 谨慎考虑三种新股发行比例情形：8%、10%、15%。4) 假设2022年等比1-11月共募资957亿元，2023与2024年港股主板IPO募资规模与2019-2021年持平（撇除2022年特殊性）。
- **测算得出：** 60支美国中概股在宽口径下可能符合双重主要上市的要求，目前市值为17277.70亿港元。若选择回港新发股比例10%，对应潜在融资需求约2591.66亿港元，平均分摊至2023-2024年，占港股主板IPO募资金额比例约35%。考虑到目前多家头部中概股已经完成回港上市、存在部分中概股将选择A股上市或退市可能性，我们判断该比例水平或处于合理区间。
- **测算结论：** 港股主板对于中概股赴港上市潮的承压能力乐观。

图表36: 回港新发股比例10%下，60家中概股回港募资水平较前三年持平

年份	中概股回港第二上市和双重主要上市新募资（亿港元）	当年港股主板 IPO 募资金额（亿港元）	占比
2019	1012	3163	32%
2020	1313	3979	33%
2021	974	3247	30%
2022E	22	957	2%
2023E	1218	3463	35%
2024E	1218	957	35%

资料来源：WIND，华安证券研究所测算



华安证券
HUAAN SECURITIES

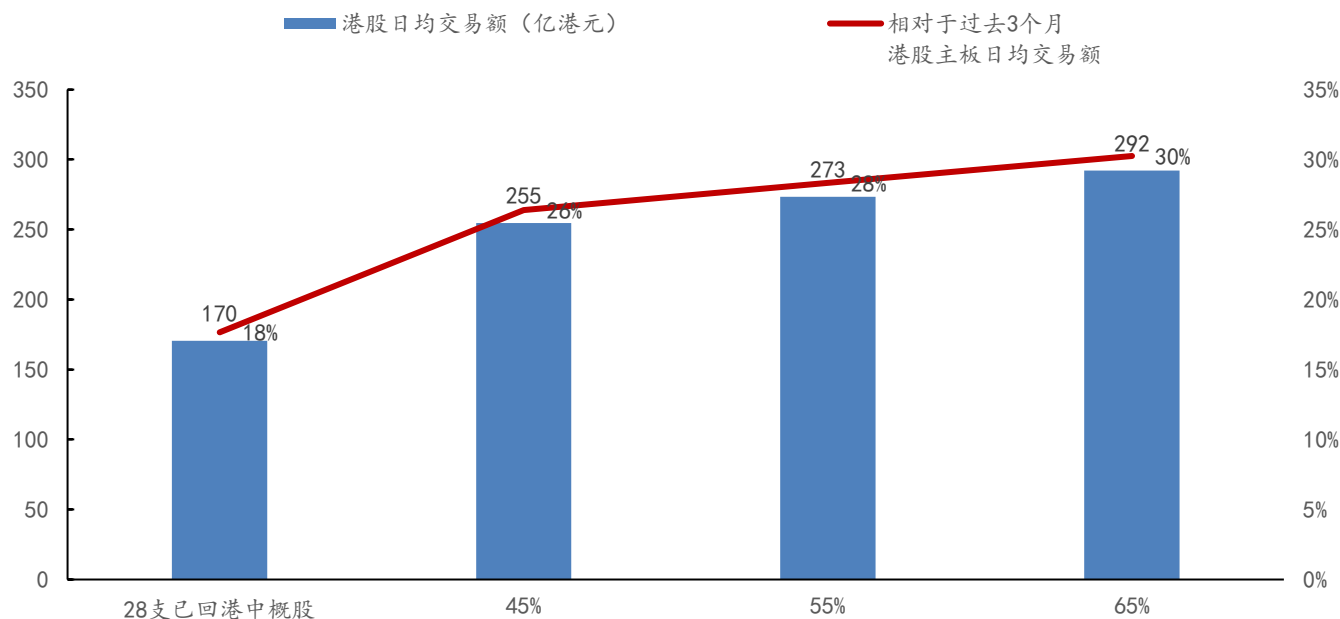
华安研究·拓展投资价值

中概股回港：跨境审计实质性进展，双重主要上市渐主流

交易额影响：88支已回港与潜在港股预计日均港股交易额达255-292亿港元

- 假设：1) 共计有88支已回港与潜在回港中概股，分别为28支已回港中概股，与60支符合回港资格的潜在回港中概股。2) 港美两地上市的中概股ADR和港股可自由兑换，且换手率水平保持稳定不变。3) 以上中概股回港后，假设其交易于港股的股份比例为45%、55%以及65%。考虑到若第二上市的海外发行人最近一个会计年度的港股交易额占其全球总成交额的55%或以上，则第二上市自动转化为双重主要上市。
- 根据测算：在静态视角下，89家回港与潜在港股预计日均港股交易额达255-292亿港元，相对于过去3个月港股主板日均交易额26%-30%。

图表37:88支回港与潜在港股预计日均港股交易额达255-292亿港元



资料来源：WIND，华安证券研究所测算

政策底先行，业绩底已至

国家在3-6月密集召开会议，推出稳住经济一揽子计划并推动平台经济规范健康发展，平台型企业在国家促消费稳经济大盘过程中提升业务韧性，并且发挥好稳就业、带动中小微企业纾困等作用。此外，宏观环境因奥密克戎传播承压期间，饿了么（阿里巴巴）、美团外卖（美团）、达达（京东）、抖音（字节跳动）等平台企业在疫情防控中做好防疫物资和重要民生商品保供“最后一公里”的线上线下联动，体现企业社会责任感和业务灵活性。头部互联网公司经过二季度业绩筑底过程后，均在三季度实现业绩反弹，我们认为平台型企业的“政策底”先行，目前“业绩底”也已至，有望在22Q4和2023全年迎来业绩和估值的双修复。

图表38:20Q4-22Q3主要互联网公司收入增速及变化

	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	业绩表现
美团	34.7%	121.0%	77.0%	37.9%	28.7%	25.0%	16.4%	28.2%	
阿里巴巴	36.9%	63.9%	33.8%	29.4%	9.7%	8.9%	-0.1%	3.2%	
京东集团	31.4%	39.0%	26.2%	25.5%	23.0%	18.0%	5.4%	11.4%	
拼多多	146.0%	238.9%	89.0%	51.3%	2.6%	7.3%	36.4%	65.1%	
百度集团	4.8%	24.8%	20.4%	13.1%	9.3%	1.0%	-5.4%	1.9%	
快手	52.7%	36.6%	48.8%	33.4%	35.0%	23.8%	13.4%	12.9%	
腾讯控股	26.4%	25.2%	20.3%	13.5%	7.9%	0.1%	-3.1%	-1.6%	
网易	27.5%	25.6%	20.2%	12.9%	18.9%	23.3%	14.8%	12.8%	
贝壳	-36.6%	-65.6%	-16.7%	13.6%	27.5%	64.9%	75.5%	2.8%	
携程集团	-40.4%	-13.2%	86.5%	-2.2%	-5.7%	0.1%	-31.8%	-	

资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

目录

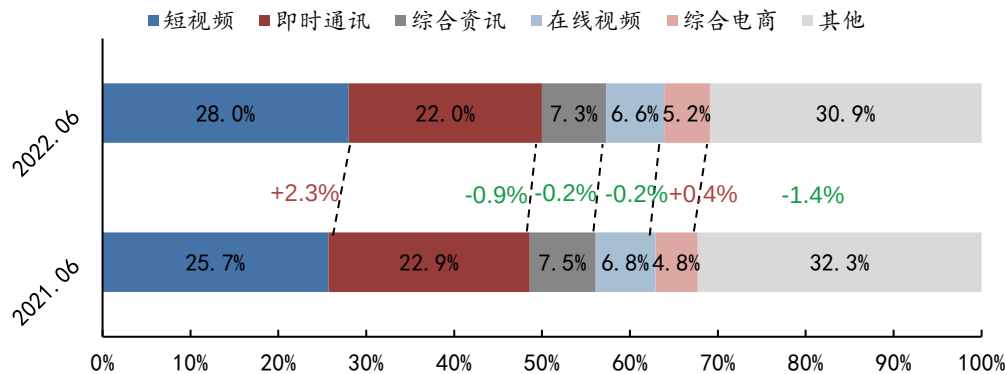
- 1 互联网行业大盘及行情回顾：中国移动互联网用户规模稳健增长，移动视频、移动社交用户粘性持续提升
- 2 短中长视频（直播电商）：短视频流量及变现维持高景气度，中长视频提质增效为主旋律
- 3 电商及本地生活：网上零售渗透率再创新高，主要电商平台完善用户体验，提供矩阵式供给
- 4 游戏：政策确定性增强，积极布局出海，头部厂商pipeline储备有序
- 5 元宇宙：硬件及基础设施持续创新，内容持续丰富，不断赋能应用层
- 6 影视院线：“新十条”优化叠加双旦档期，观影需求有望率先修复
- 7 产业互联网：赋能产业互联网获政策鼓励，互联网平台能力打包输出空间大
- 8 广告：短期承压，信息流广告成为主要广告类型，头部效应有所加强，22Q3主要互联网广告公司普遍出现拐点，明年修复可期
- 9 网络文学及在线音乐：文化输出受政策鼓励，中国网络文学出海已成为新增长点，在线音乐行业有望处高增速

短中长视频（直播电商）投资建议

- **在线视频用户使用时长在高基数上继续增长。**在线视频领域用户渗透率高达94.6%，QuestMobile数据显示，22年6月，短视频占据移动互联网用户使用总时长的近三成，居互联网行业首位。
- **短视频：**短视频仍具备流量红利，总流量在高基数上仍保持增长；短视频广告效率较高，高于行业增速；平台致力于提升履约能力及商家服务闭环以提升用户体验，店播及矩阵号为直播电商新趋势。
- **中长视频：**提质减量为行业主题，长视频进入提价周期；平台对细分垂类内容进行深挖，注重题材的精细化运营。
- **直播电商：**得益于更强的品牌方掌控力和更低的成本，店播占比不断提升；矩阵式直播间逐渐兴起，以承载更多品类的销售；科技赋能直播电商，虚拟主播、数字影棚等应运而生。
- **建议关注：**直播电商业务高速发展的短视频龙头快手-W，积极转型直播电商业务的新东方在线，传统业务剥离业绩有望释放的遥望科技，内容储备充足的长视频龙头芒果超媒。

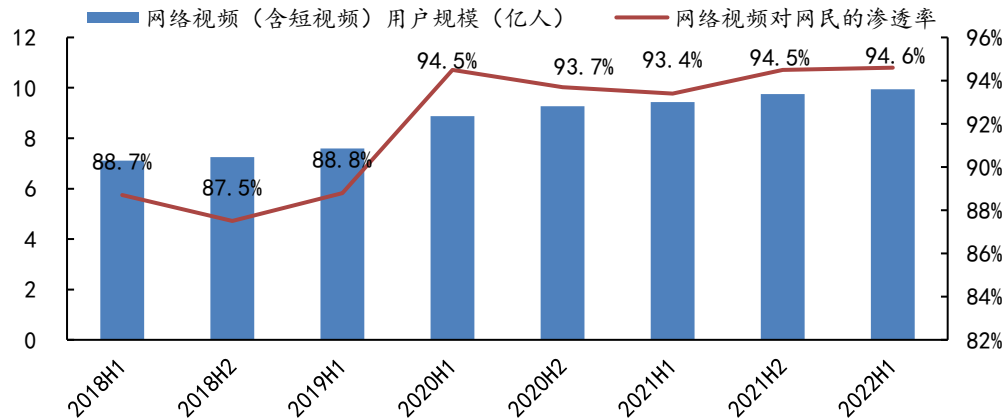
在线视频：在线视频（包括长视频、短视频）渗透率高达94.6%，用户使用时长持续攀升

图表39：中国移动互联网细分行业用户使用总时长占比



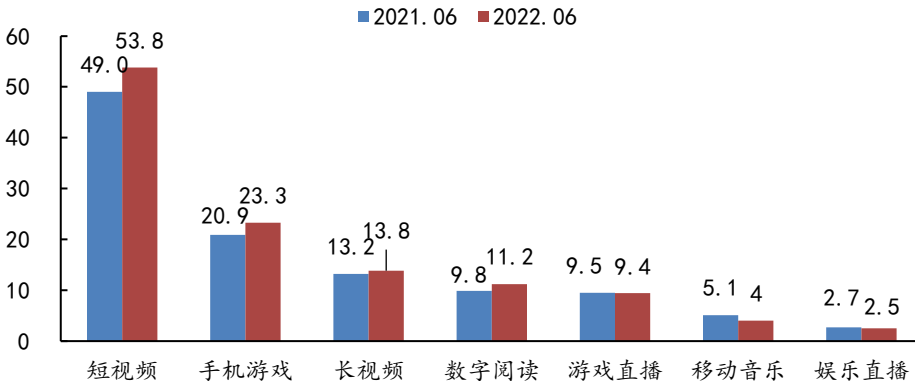
资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

图表41：网络视频（含短视频）用户规模及网民渗透率



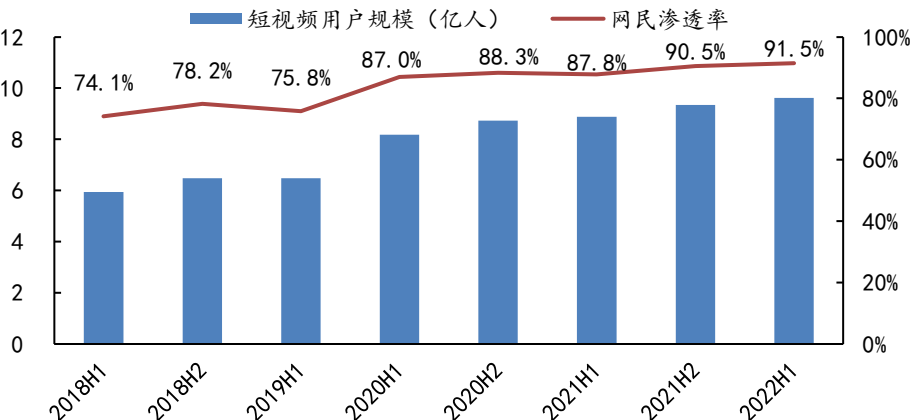
资料来源：CNNIC，华安证券研究所

图表40：泛娱乐领域细分行业月人均使用时长



资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

图表42：短视频用户规模及网民渗透率



资料来源：CNNIC，华安证券研究所

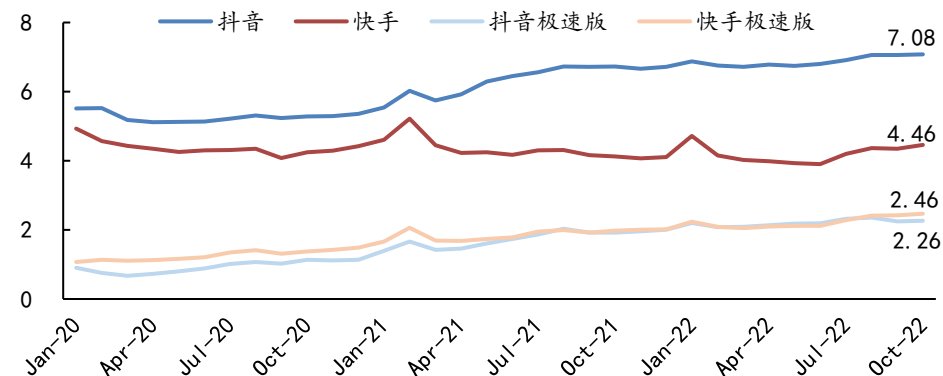


华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

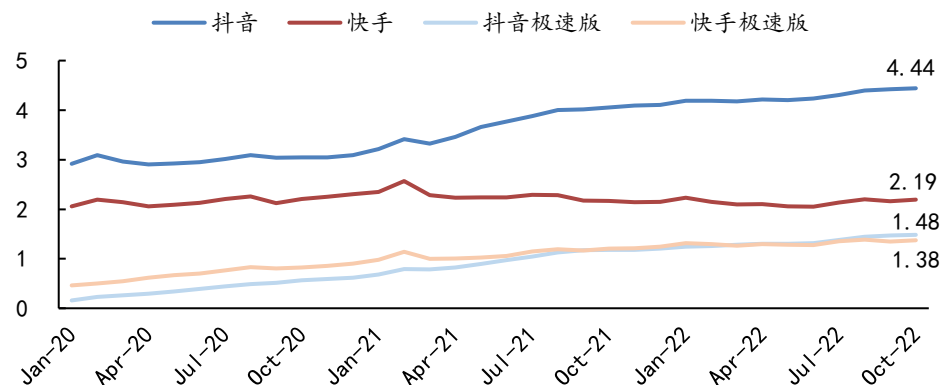
短视频流量情况：抖快格局稳定，用户规模持续走高

图表43:20.01-22.10短视频平台MAU（亿人）



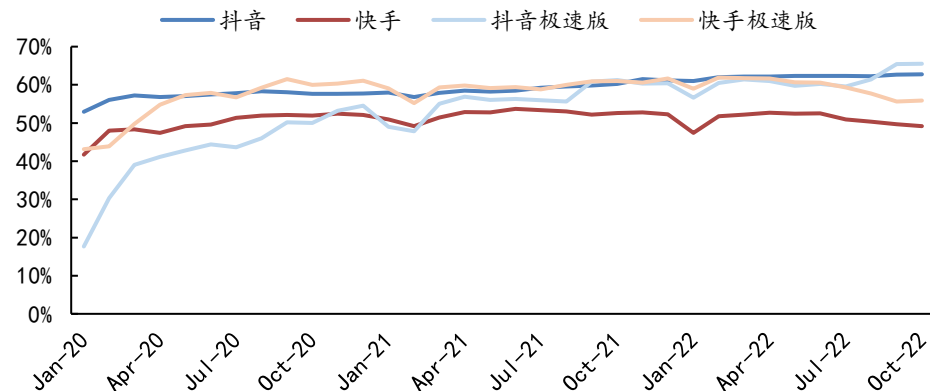
资料来源: Questmobile, 华安证券研究所

图表44:20.01-22.10短视频平台DAU（亿人）



资料来源: Questmobile, 华安证券研究所

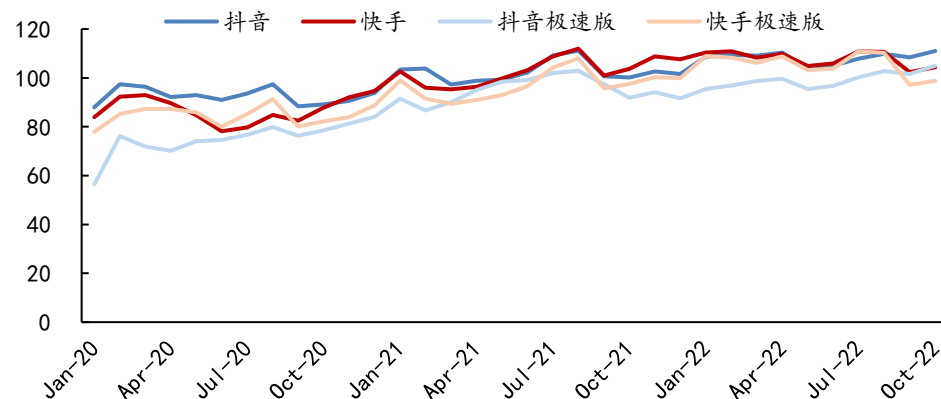
图表45:20.01-22.10短视频平台DAU/MAU



资料来源: Questmobile, 华安证券研究所

注: 由于统计口径不同, 快手官方披露的MAU、DAU、单DAU使用时长和Questmobile存在细微区别, 此处为了方便与抖音进行比较, 统一使用Questmobile的数据

图表46:20.01-22.10短视频平台人均单日使用时长（分/人）



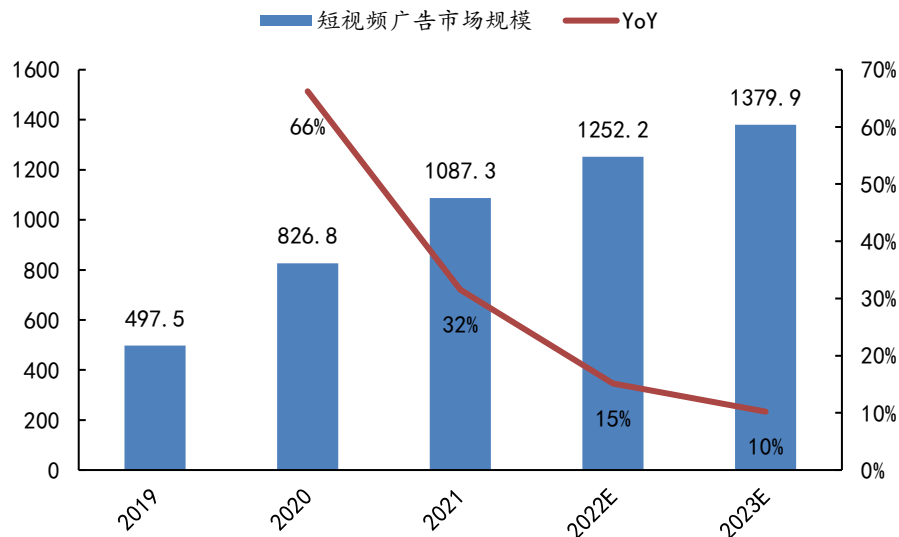
资料来源: Questmobile, 华安证券研究所

华安证券研究所

短视频广告效率较高，高于行业增速

- 得益于短视频平台高粘性的用户群体和个性化的推荐内容，短视频广告可为品牌带来持续的营销触点和价值：Questmobile数据显示，22年短视频广告规模有望同比增长15%达1252.2亿元。
- APPgrowing数据显示，抖音每日在投广告量高于快手在投广告量，快手在投广告量增长趋势稳定。

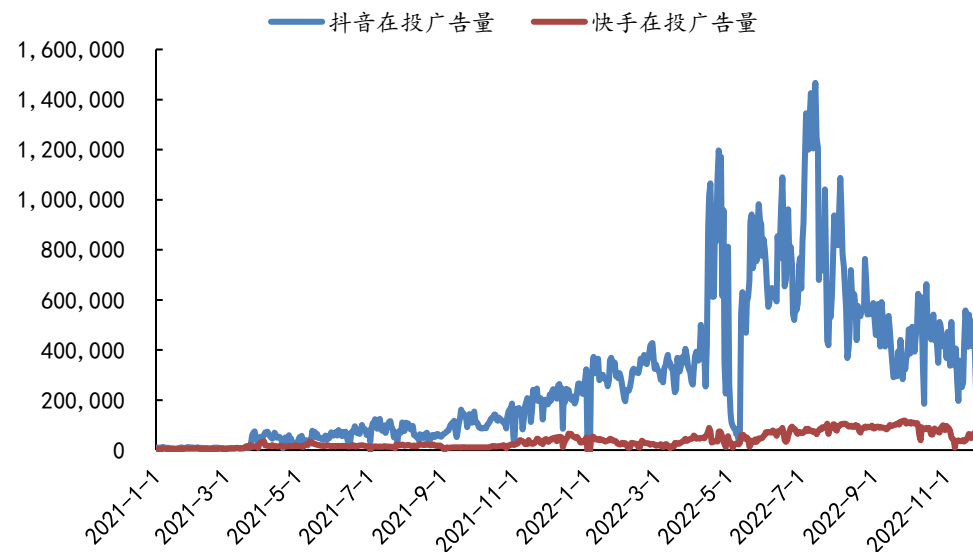
图表47：2019-2023E短视频广告市场规模及同比增速



资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

注：以上仅为广告收入，不包含会员收入和佣金收入

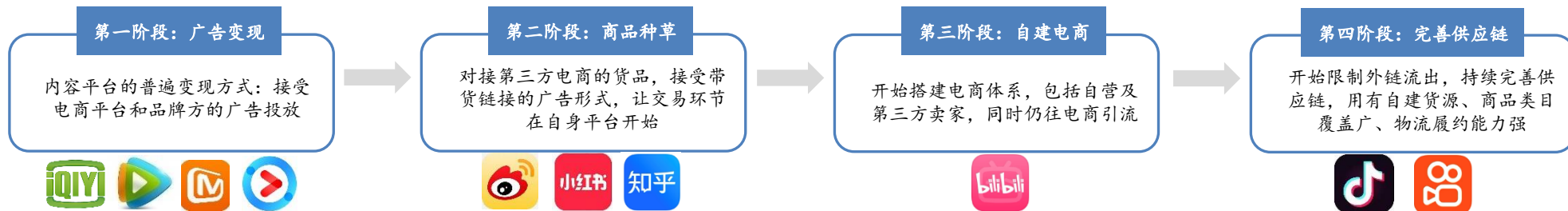
图表48：21.01.01-22.11.26抖音快手每日在投广告数量对比



资料来源：APPgrowing，华安证券研究所

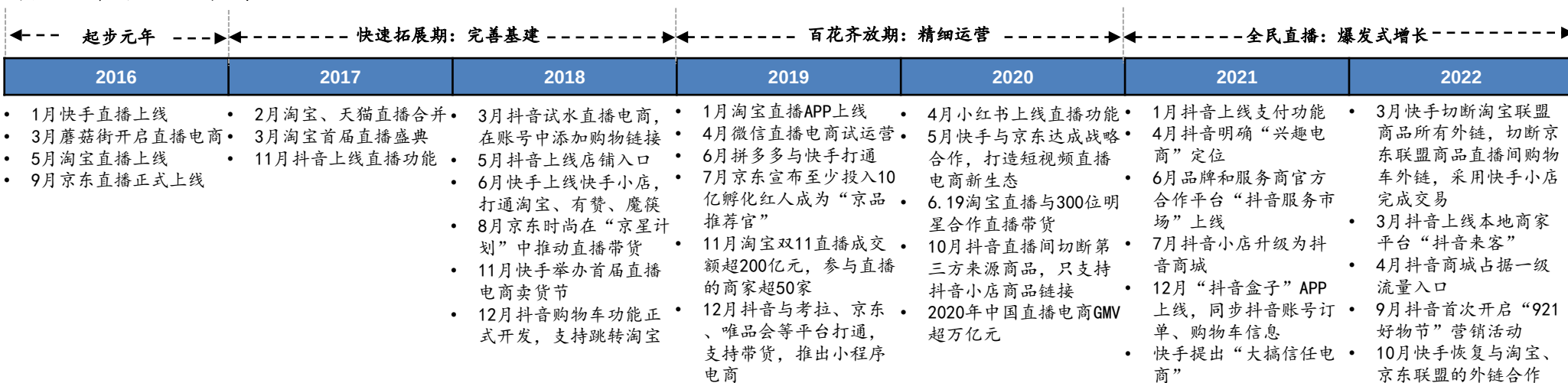
直播电商：平台致力于提升履约能力及商家服务闭环，用户体验进一步提高

图表49：内容流量平台电商化进程



资料来源：Questmobile，华安证券研究所

图表49：中国直播电商发展历程

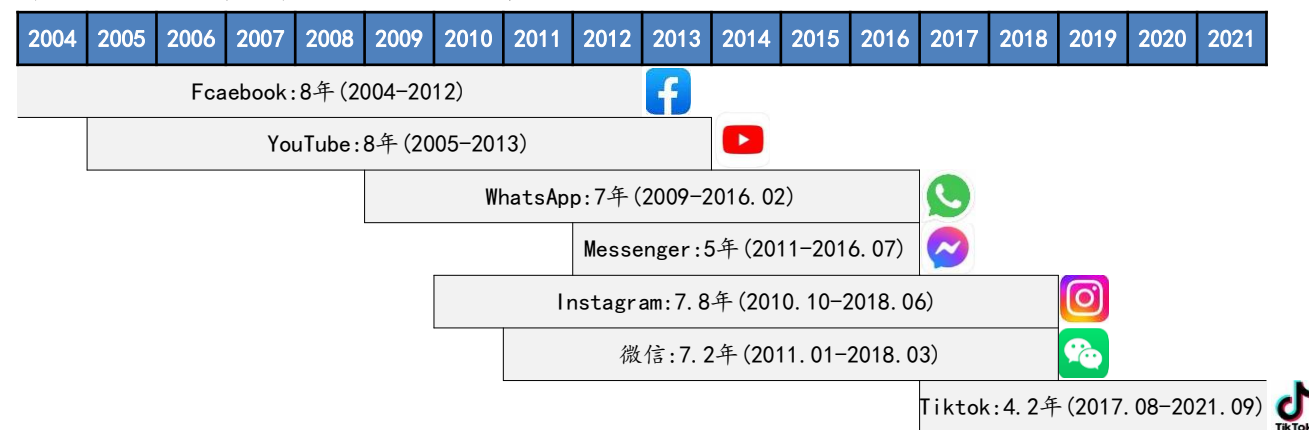


资料来源：微播易，蝉妈妈，华安证券研究所

短视频出海：TikTok 22Q1全球用户规模约14亿，持续探索变现

- TikTok成为突破10亿用户所需时间最短的产品，持续在多国家探索海外电商

图表50：各社交媒体月活用户数破10亿所用时间



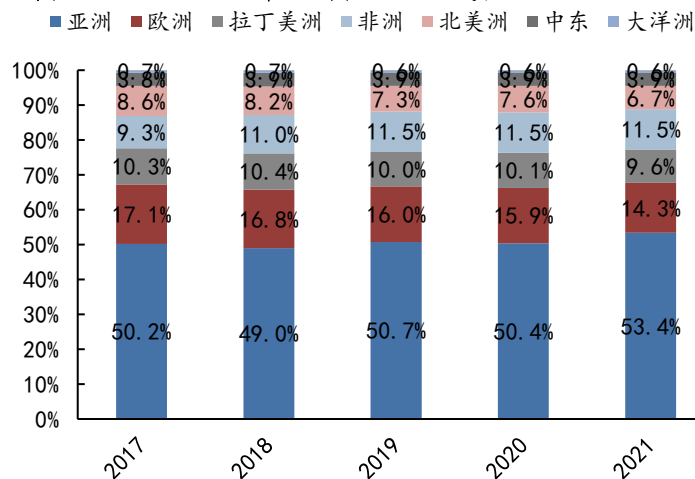
资料来源：雷锋网，华安证券研究所

图表52：TikTok发展历程

2017	2018	2019	2020	2021	2022
2月用5000万美金全资收购美国短视频Flipagram 8月上线TikTok 10月用10亿美元收购音乐短视频Musical.ly，并根据条件同时收购新闻平台News Republic	- TikTok登顶AppStore全球18Q1下载量榜首 4月抖音系海外产品（TikTok和Musical.ly）月活过亿 12月全球MAU达2.71亿+	- 开启广告商业化及站内闭环电商业务 12月全球MAU达5.07亿 2019年TikTok全球下载量7.4亿次，仅次于WhatsApp，排名全球第二	7月全球MAU达6.89亿 2020年TikTok在年度下载榜单排全球第一位	2月英国小店上线 4月印尼小店上线 9月全球MAU破10亿，是目前为止月活破十亿最快的软件 - TikTok电商2021年GMV约60亿元，其中70%+来自印度尼西亚，剩余不到30%来自英国	4月东南亚四国（泰国、越南、菲律宾、马来西亚）小店上线 6月新加坡小店上线 6月MAU达10.3亿(yoy+3.7%)，DAU达6.9亿(yoy+10.3%) 11月美国小店上线

资料来源：字节跳动，36Kr，界面新闻，Sensortower，华安证券研究所

图表51：2017-2021年全国各地区网民占比



资料来源：Questmobile，华安证券研究所

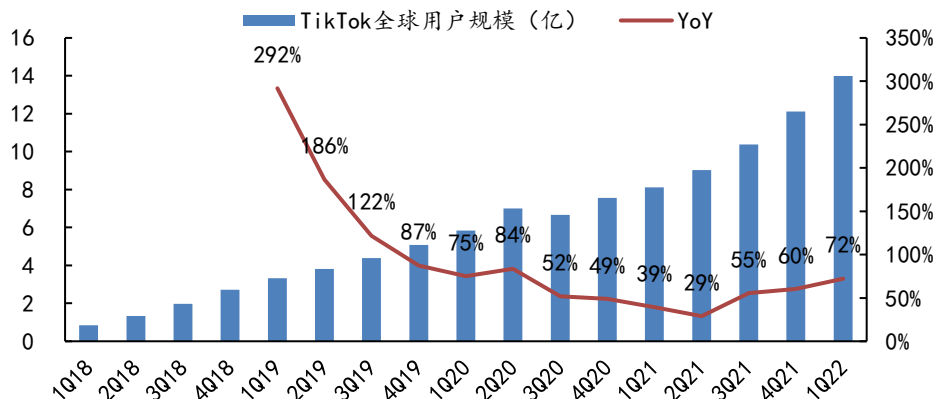


华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

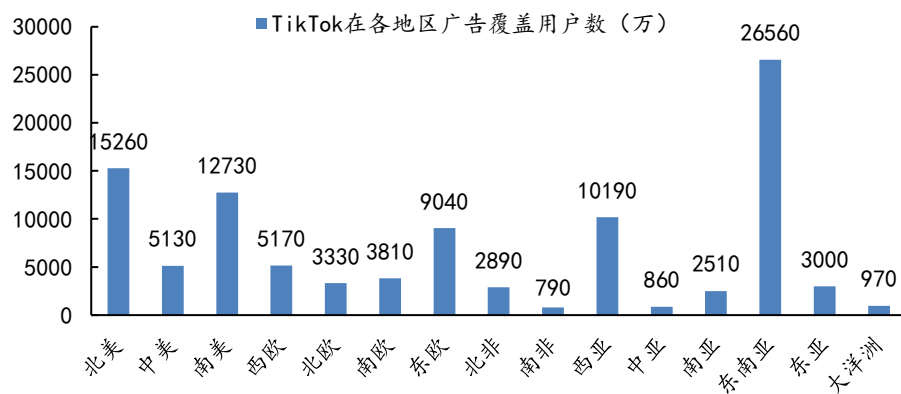
短视频出海：TikTok 22Q1全球用户规模约14亿，持续探索变现

图表53: TikTok全球用户规模



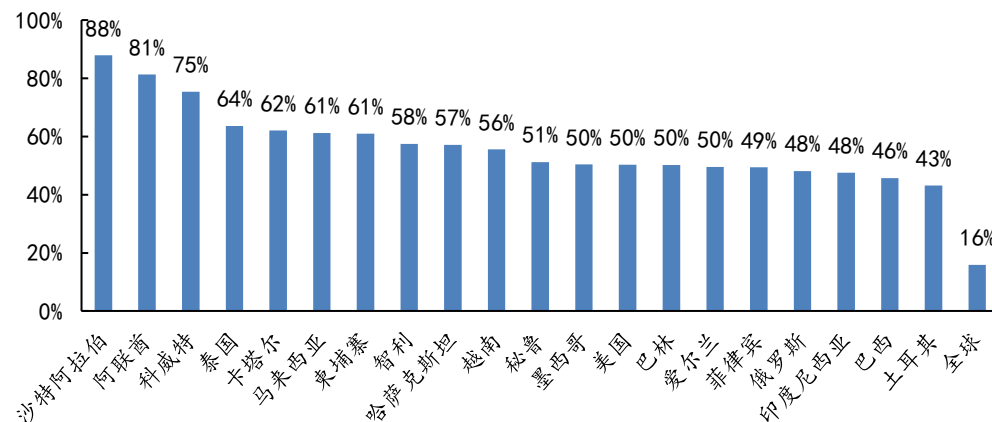
资料来源: Business of Apps, 华安证券研究所

图表55: TikTok各地区广告覆盖用户



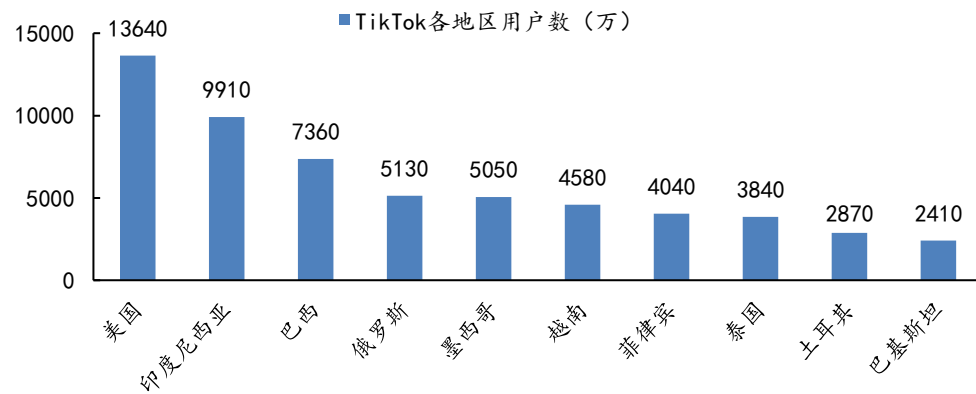
资料来源: DataReportal (数据截至2022.07), 华安证券研究所

图表54: TikTok各国渗透率



资料来源: DataReportal (数据截至2022.01), 华安证券研究所

图表56: TikTok用户数前10的国家及用户数



资料来源: DataReportal (数据截至2022.04), 华安证券研究所

华安证券研究所

短视频出海：快手文化与拉美文化具有共通属性，Kwai主攻拉美与东南亚市场

- **挖掘巴西特色，突破文化壁垒：**快手文化与拉美文化同样具有真实、接地气、类型多元等共通属性，这种“基因”上的优势，使得快手能快速地打破文化隔膜，融入拉美地区。
- **量身定制的本地化功能：**Kwai推出的时光机特效，可以让用户看到自己几十年后的长相，在巴西引起了很大反响；情人节活动、舞蹈挑战等有趣的短视频玩法，也在巴西年轻群体中迅速走红。
- **发力本土化营销：**2021年5月，Kwai成为美洲杯足球赛事独家线上合作伙伴，也是首家赞助美洲杯的出海短视频社交平台，比赛期间，所有拉美地区的用户均可通过Kwai观看美洲杯的独家内容，在美洲杯结束的7月，Kwai平台日活跃用户同比上月增长20%，用户同时在线数也创下新高。

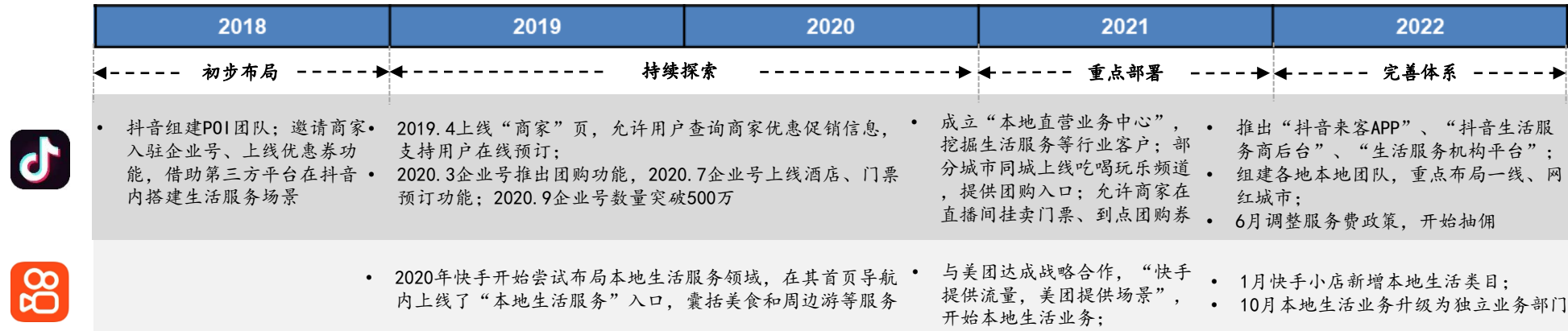
图表57：快手出海历程

出海初试水		打造APP矩阵		退出北美市场，主攻拉美和东南亚市场	
2017	2018	2019	2020	2021	2022
• 推出国际化应用版本Kwai • 10月，邀请韩国权志龙、IU等明星入驻，单月下载量破千万	• 2018年上半年，Kwai一度登顶俄罗斯和东南亚7个国家Google Play、App Store的下载榜单第一	• 在圣保罗开设了第一家拉丁美洲办事处 • Kwai巴西DAU超700万，下半年多次位列巴西总榜第一 • 12月，Kwai同时登顶马来西亚iOS和Google Play排行榜榜首	• 4月上线Snack Video，主攻亚洲市场 • 5月，在北美推出Zynn，迅速跃居美国iOS下载量第一名 • 6月，谷歌、苹果商店下架Zynn，印度封禁Kwai • 7月，Snack Video稳居印度Play Store热门榜榜首，Zynn重新上线 • 11月，Snack Video月活达1.5亿，遭印度封禁	• 2021年上半年，Kwai在巴西市场MAU达4540万，超越TikTok成为巴西下载量最大的短视频平台；Snack Video在印度尼西亚和巴基斯坦下载量达到4820万次；Zynn在北美市场市场下载量达40万 • 8月，Zynn停止服务 • 启动“三合一”：将Kwai中东、Kwai拉美以及Snack Video合并为Kwai，实现资源整合 • 初步尝试商业化：首次在巴西推出品牌化广告平台Kwai for Business；与巴西当地零售商Casas Bahia开始尝试电商直播合作	• 22Q1巴西单DAU日均使用时长接近60分钟 • 22Q2海外市场单用户日均使用时长创新高，逾60分钟；22Q2海外收入达1.034亿元，环比增长超过一倍 • 22Q3海外收入达1.89亿，环比增长83.3%

资料来源：公司财报，腾讯网，华安证券研究所

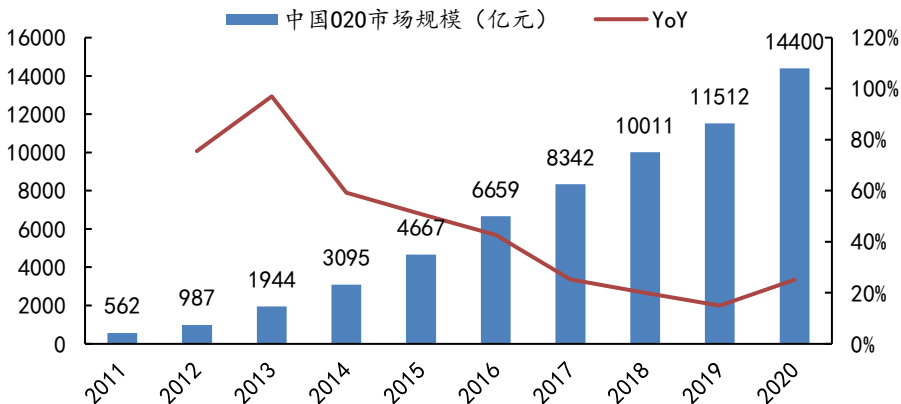
短视频+本地生活：短视频带有天然的“种草”属性，抖快纷纷入局本地生活

图表58：抖音、快手本地生活发展历程



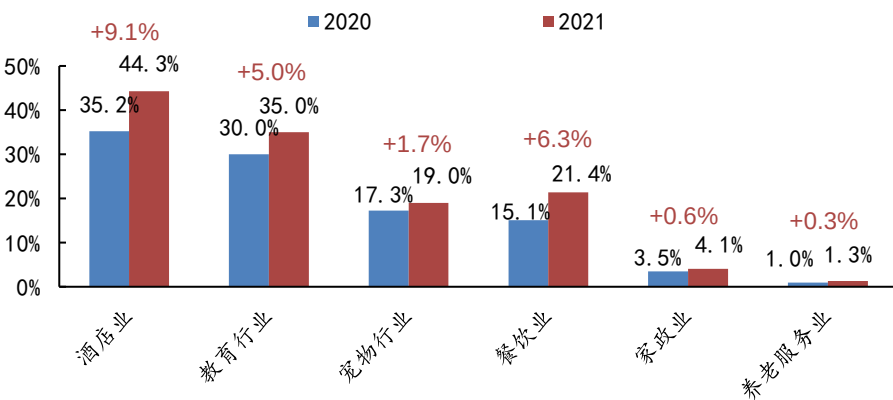
资料来源：ZAKER, Tech 星球, 快手电商, 36 Kr, 华安证券研究所

图表59：2011-2020年中国O2O市场规模及同比增速



资料来源：iiMedia Research, 华安证券研究所

图表60：生活服务业各行业数字化率



资料来源：阿里本地生活服务研究中心, 华安证券研究所

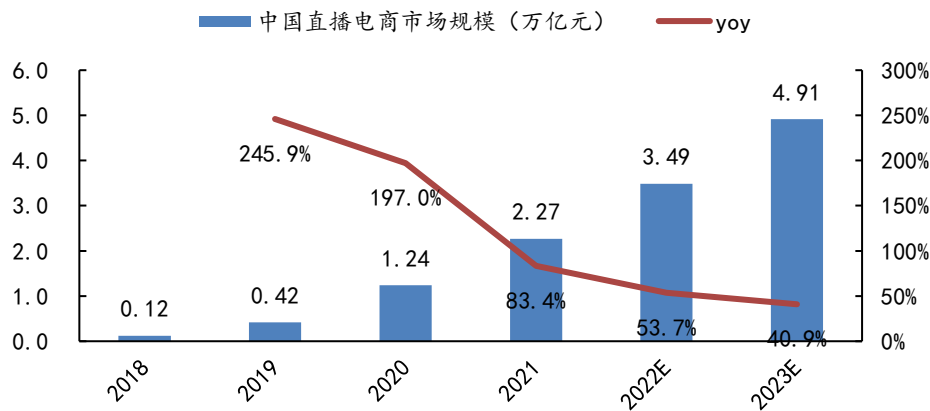


华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

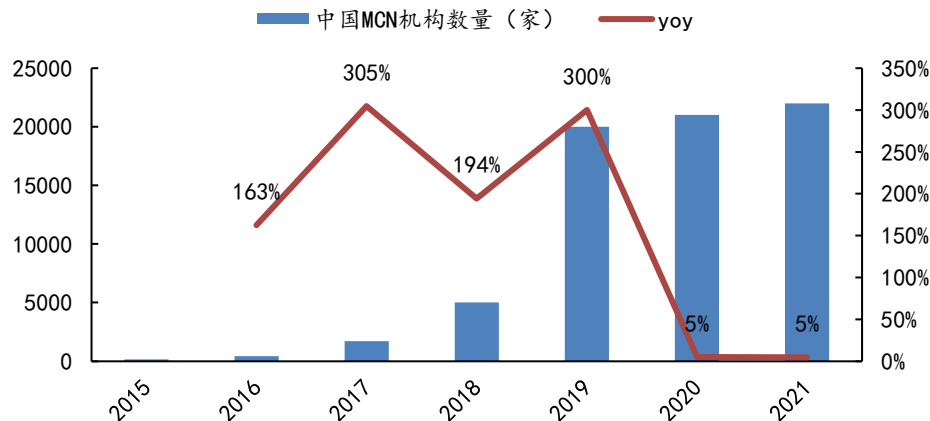
直播电商：直播电商行业景气度高，22年直播电商规模有望超3万亿

图表61: 2018-2023E直播电商行业规模及增速



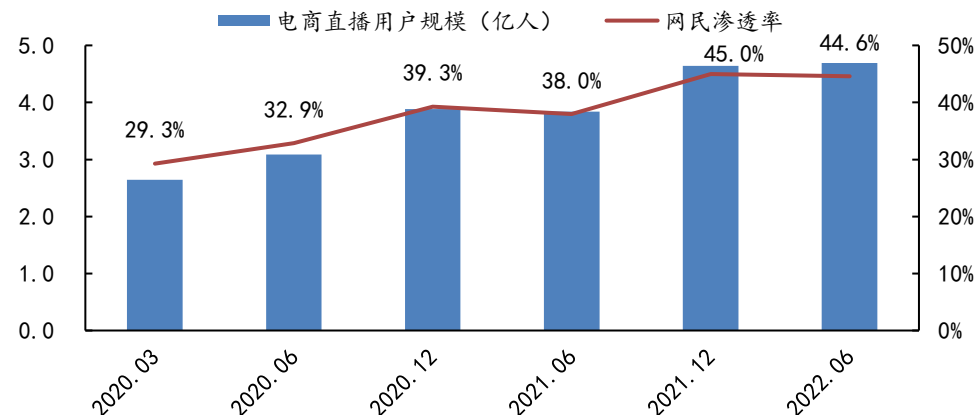
资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表63: 2018-2023E中国MCN机构行业规模及增速



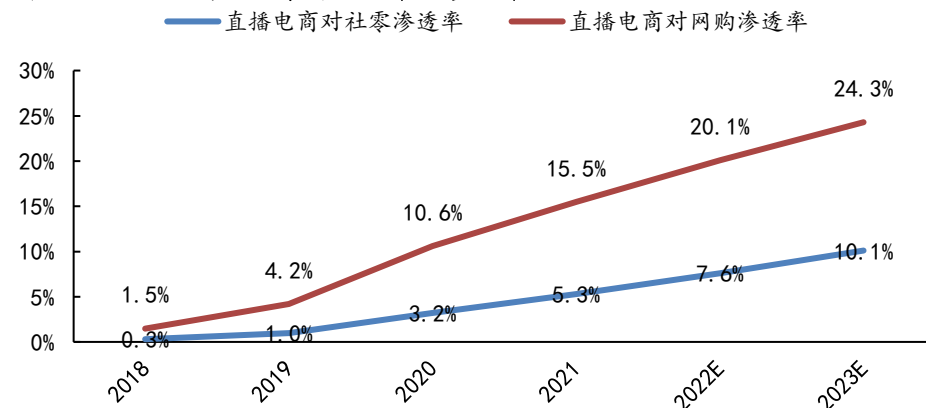
资料来源：克劳锐，华安证券研究所

图表62: 直播电商用户规模及网民渗透率



资料来源：CNNIC，华安证券研究所

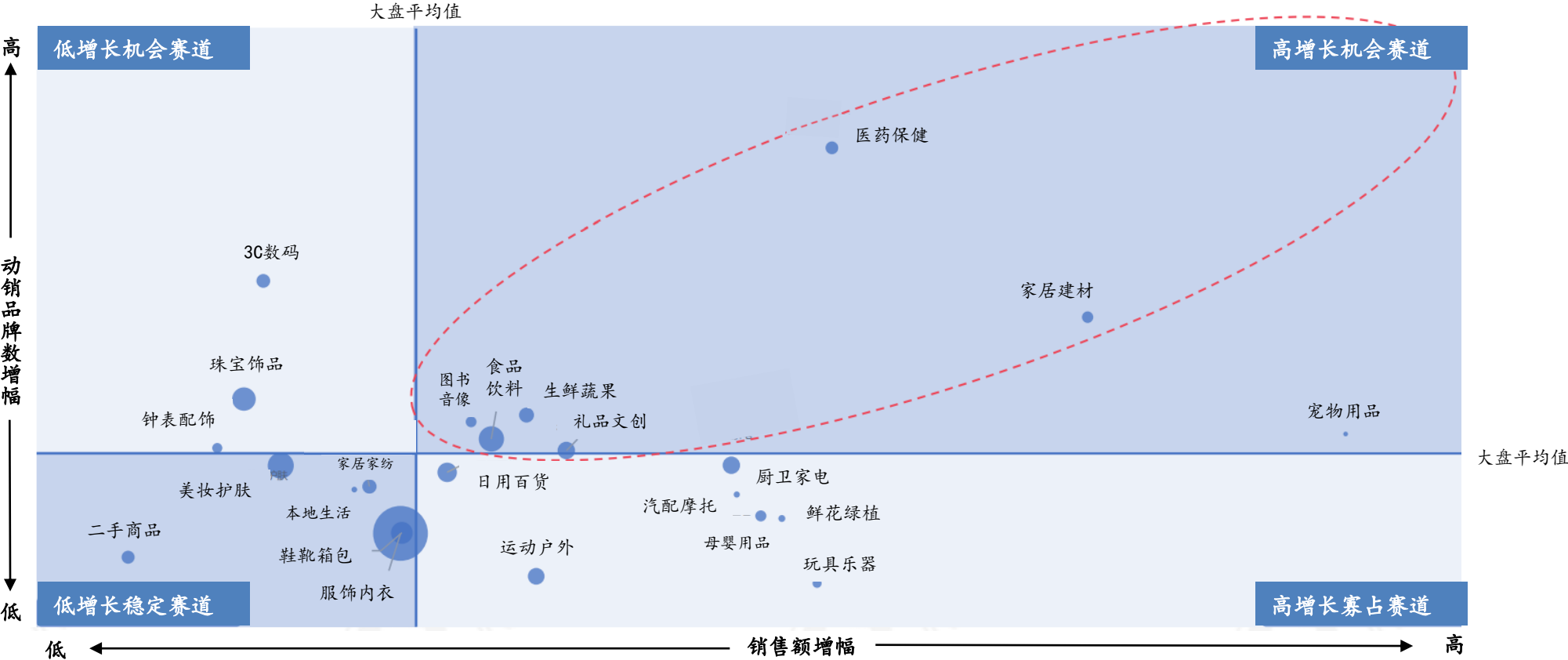
图表64: 直播电商在社零与网购中的渗透率



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

直播电商：服饰内衣、美妆护肤已进入低增长阶段，医药保健、家居建材仍存在高增长机会

图表65：2022年1-9月经营大类直播销售数据分析

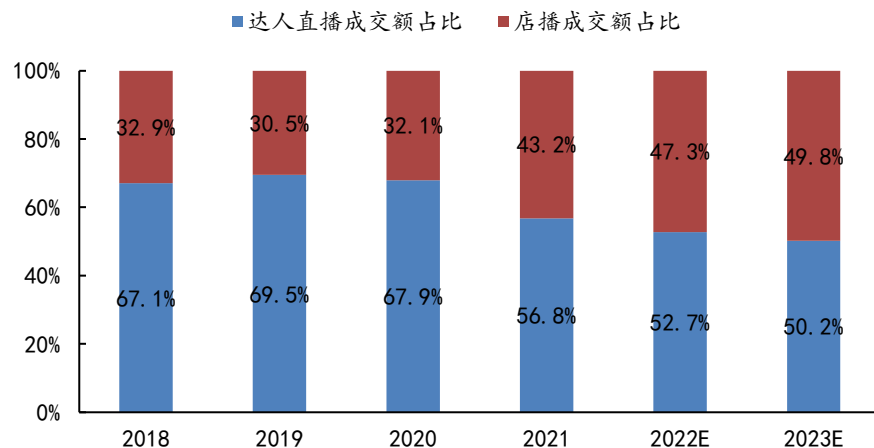


资料来源：微播易&蝉妈妈，华安证券研究所整理

直播电商新趋势一：得益于更强的品牌方掌控力和更低的成本，店播占比不断提升

- 定义对比：**店播（商家自播）指的是商家面向受众，用自有账号对自有产品进行直播带货；达人直播指的是商家请拥有专业知识、人设与一定粉丝群的第三方达人，在其直播间挂链接，与其他产品一起售卖。
- 特征对比：**相比于达人播，店播形态下，品牌方掌控力更强，由于无需支付坑位费或佣金费成本更低，且直播时间长、排期时间短，并可以实现店铺常态化直播，不过缺少达人的IP流量聚集效应。
- 平台鼓励店家自播：**淘宝启动“回家计划”，鼓励商家主播回淘直播，提供流量扶持奖励；京东推出“京东闪播”、“总裁价到”、“行业直播日”、“11.11超级排位赛”、“城市LIVE生活节”五大玩法；抖音针对刚入驻的新商家推出新商家护航计划；快手推出“新品超级计划”，引导商家丰富既有货盘，持续推出消费者近30天内未购买过的商品。

图表66：2018-2023年中国企业自播与达人播市场占比



资料来源：艾媒咨询研究院，华安证券研究所

图表67：2022年11月店播直播榜TOP10

排行	播主	直播销售额	排名	播主	直播销售额
01	和田玉郑昌... 粉丝数: 53.6w	2亿+	06	波司登... 粉丝数: 453.6w	1亿+
02	千屿sheila... 粉丝数: 441.4w	2亿+	07	杭州四季青... 粉丝数: 366.8w	1亿+
03	云上珠宝... 粉丝数: 150.3w	1亿+	08	高梵官方... 粉丝数: 79.0w	1亿+
04	雅诗兰黛... 粉丝数: 370.2w	1亿+	09	adidas官... 粉丝数: 925.2w	1亿+
05	YAYA鸭鸭... 粉丝数: 410.9w	1亿+	10	Apple产品... 粉丝数: 294.4w	1亿+

资料来源：灰豚数据，华安证券研究所

直播电商新趋势二：布局矩阵式直播间，以承载更多品类的销售

随着头部主播业务的不断扩大，为了承载更多品类的销售、满足更多用户的需求，行业开始尝试布局“主号+各垂类”形式的矩阵式直播间：

- 交个朋友：现已形成以“交个朋友直播间”为主账号，同时包括16个垂类子账号的矩阵式直播间，子账号涵盖餐饮、家居、服饰等垂类。
- 东方甄选：现已形成以“东方甄选”为主账号，同时包括6个垂类子账号的矩阵式直播间，子账号涵盖图书、酒类等垂类。

图表68：交个朋友、东方甄选账号矩阵



资料来源：灰豚数据，华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

直播电商新趋势三：科技赋能直播电商，虚拟主播、数字影棚等应运而生

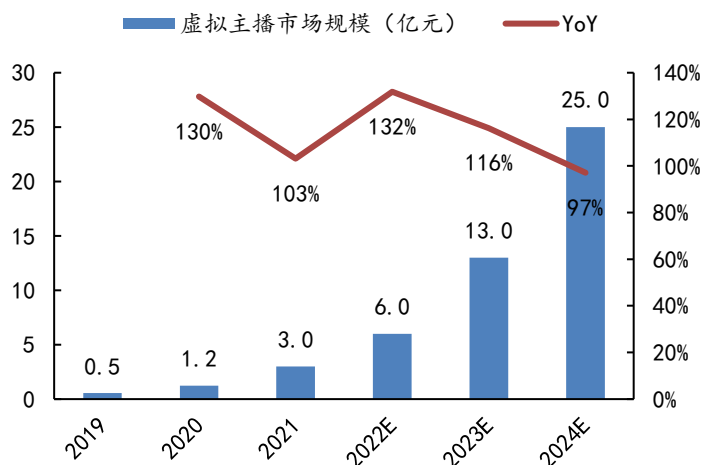
1. 虚拟主播

- 定义：虚拟主播指的是使用虚拟形象在视频网站上进行投稿活动的主播，以原创的虚拟人格设定、形象在视频网站、社交平台上进行活动。
- 虚拟主播vs真人主播：人力成本较低，可24小时不间断直播，且内容生成质量稳定可复制，但是相比真人主播，虚拟主播的内容呈现较为标准化、表现形式较为单一，且情感互动性较弱。

2. 数字影棚

- 定义：数字影棚指的是通过摄影机实时拍摄、场景映射、氛围渲染等技术，解锁直播电商场域限制，实现景、人、物多点结合。在数字影棚中，主播可实现场景快速转换，“所拍及所得”加强了观众的场景感知力与带货参与度。

图表69：虚拟主播市场规模（亿元）



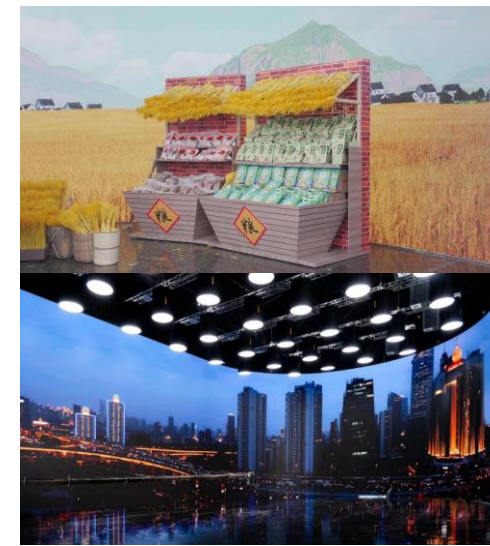
资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表70：欧莱雅、花西子直播间中的虚拟主



资料来源：淘宝APP，华安证券研究所

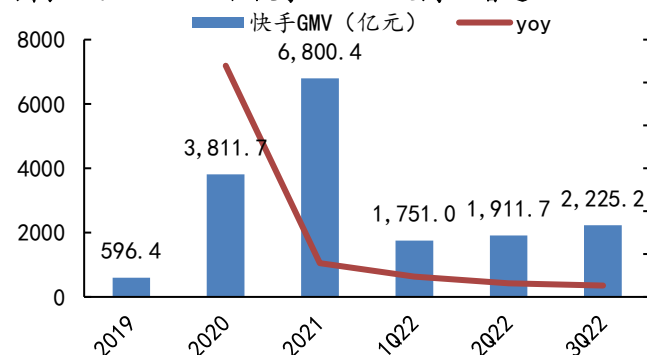
图表71：遥望科技数字影棚展示



资料来源：抖音，公司官网，华安证券研究所

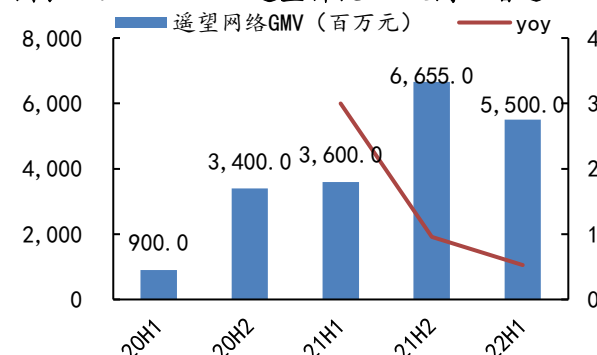
直播电商行业重点公司用户指标及业绩指标

图表72: 2019-22Q3快手-W GMV及同比增速



资料来源: 公司财报, 华安证券研究所

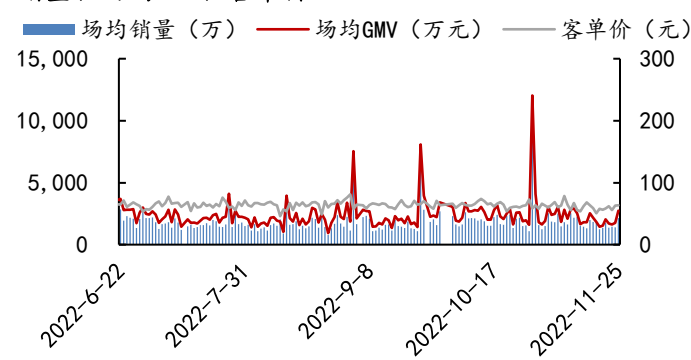
图表73: 20H1-22H1遥望科技GMV及同比增速



资料来源: 公司财报, 华安证券研究所

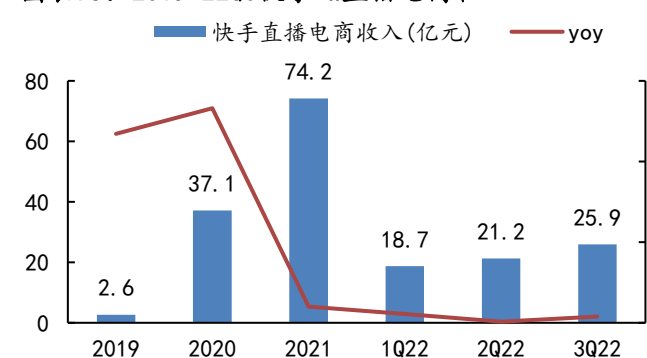
注: 遥望网络为遥望科技从事直播电商业务的子公司

图表74: 2022.06.22-2022.11.25东方甄选主账号场均销量、场均GMV、客单价



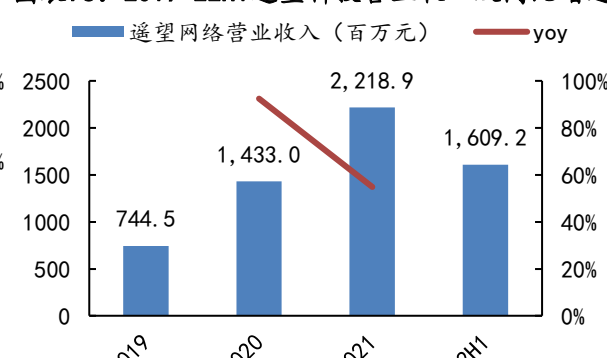
资料来源: 灰豚数据, 华安证券研究所

图表75: 2019-22Q3快手-W直播电商收入



资料来源: 公司财报, 华安证券研究所

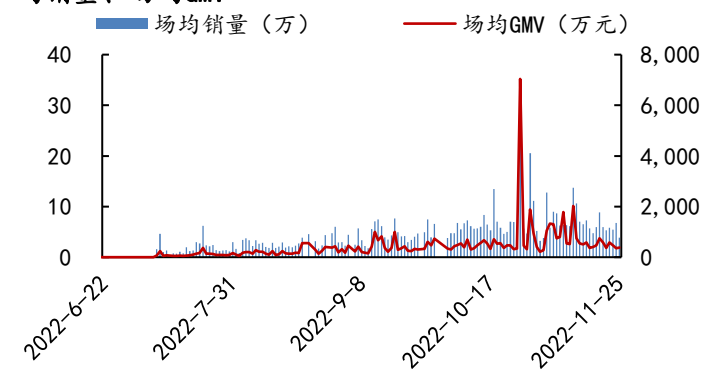
图表76: 2019-22H1遥望科技营业收入及同比增速



资料来源: 公司财报, 华安证券研究所

注: 遥望网络为遥望科技从事直播电商业务的子公司

图表77: 2022.06.22-2022.11.25东方甄选美丽生活场均销量、场均GMV



资料来源: 灰豚数据, 华安证券研究所

直播电商行业重点公司盈利预测及估值水平

图表78：快手-W 盈利预测及估值水平

单位/百万	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	81,082	92,824	109,397	125,661
(+/-) (%)	38%	14%	18%	15%
经调整归母净利润	-18,852	-6,250	540	8,877
(+/-) (%)	-140%	67%	109%	1543%
EPS	-18.47	-3.26	-1.42	0.28
P/E	-3.43	-15.54	-35.65	180.03

资料来源：WIND，华安证券研究所测算

图表79：新东方在线盈利预测及估值水平

主要财务指标	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2024E
营业收入	898.5	3606.6	4442.3	5145.5
收入同比 (%)	-36.7%	301.4%	23.2%	15.8%
归母净利润	-534.0	657.6	894.6	1095.0
归母净利润同比 (%)	-67.8%	223.2%	36.0%	22.4%
EPS	-0.53	0.66	0.89	1.09
P/E	-6.93	43.46	31.95	26.10

资料来源：WIND，华安证券研究所测算

图表80：遥望科技盈利预测及估值水平

单位/百万	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,811	4,567	6,335	8,277
(+/-) (%)	31%	62%	39%	31%
归母净利润	-700	594	962	1,324
(+/-) (%)	-2981%	185%	62%	38%
EPS	-0.77	0.65	1.06	1.45
P/E	-25.94	22.86	14.12	10.27
PEG	0.01	0.12	0.23	0.27

资料来源：WIND一致预期，华安证券研究所



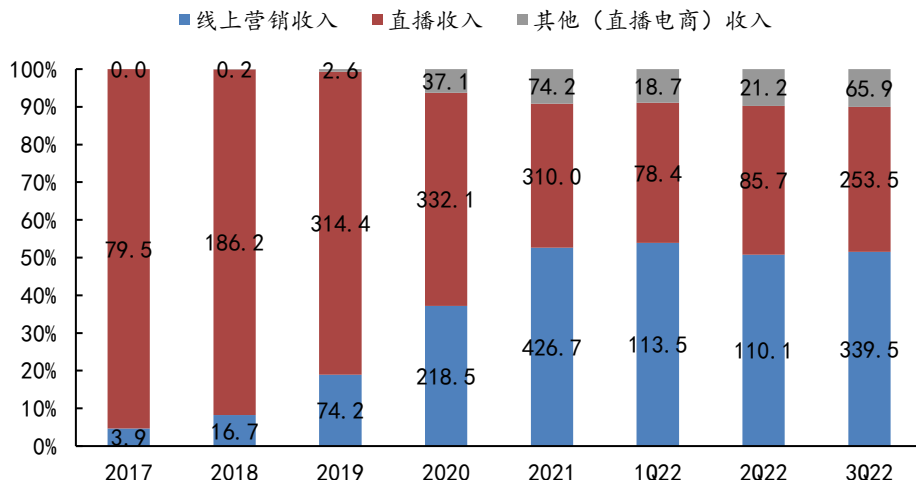
华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

快手-W (1024.HK)：以普惠为根享短视频红利，以信任为本加速商业化进程

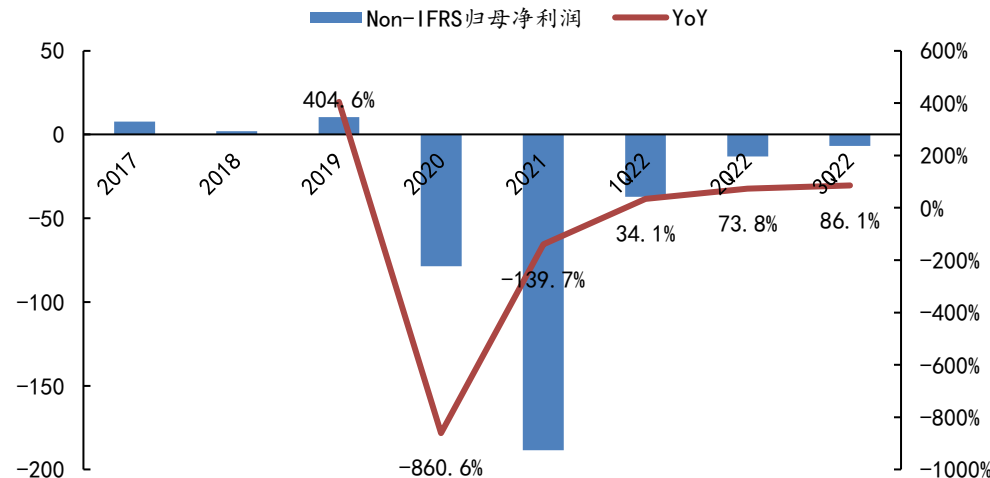
- **流量大盘：**持续完善内容生态，月活人数稳健增长。
- **线上营销：**外循环广告短期承压，内循环广告彰显韧性。外循环广告业务的Ad Load和eCPM仍有较大提升空间，保守估计22-25年CAGR达12.3%；内循环广告业务直播GMV与广告费率均有提升空间，保守估计22-25年CAGR达19.2%。
- **直播打赏：**持续拓宽服务场景，受直播新政影响较小。直播业务收入以直播打赏为主，主要驱动因素为付费人数的提高，保守估计22-25年直播业务收入将以2.7%的CAGR稳健增长。
- **直播电商：**景气度高，22年全年GMV有望超9000亿。直播电商业务核心驱动因素为直播电商对用户的渗透率，22-25年直播电商收入CAGR有望达24.1%。

图表81：2017-22Q3快手-W营收结构（亿元）



资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表82：2017-22Q3快手-W Non-IFRS归母净利润及同比增速

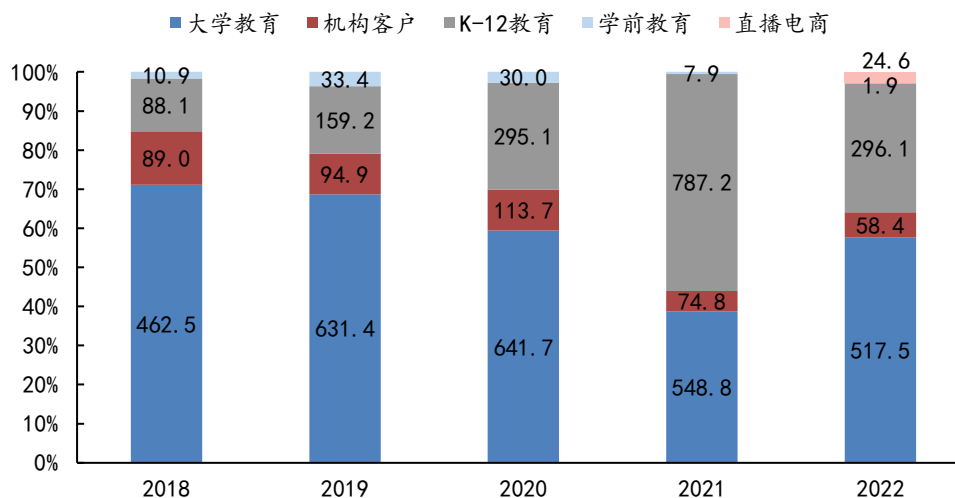


资料来源：公司财报，华安证券研究所

新东方在线（1797.HK）：短期看内容、中期看选品、长期看渠道

- 一问：东方甄选为何走红？时机（头部大主播在2022年618缺席）+内容（特色教师主播梯队）+品牌效应。
- 二问：东方甄选能否持续保持热度，其竞争壁垒是什么？短期看内容，差异化知识内容将带来较高流量；中期看选品，优质的产品将提升销售转化率；长期看渠道，完善的渠道将降低退货率、提升复购率。
- 三问：直播电商业务未来的弹性空间如何？直播间销售转化率、客单价、退货率等核心指标将继续维持良好态势，预计FY23-FY25新东方在线直播电商总GMV为8,996.6/9,937.8/10,920.2百万元，直播电商FY2023收入有望达3,021.4百万元，是FY2022的123倍，且FY2023-2025将以22.4%的CAGR继续增长。

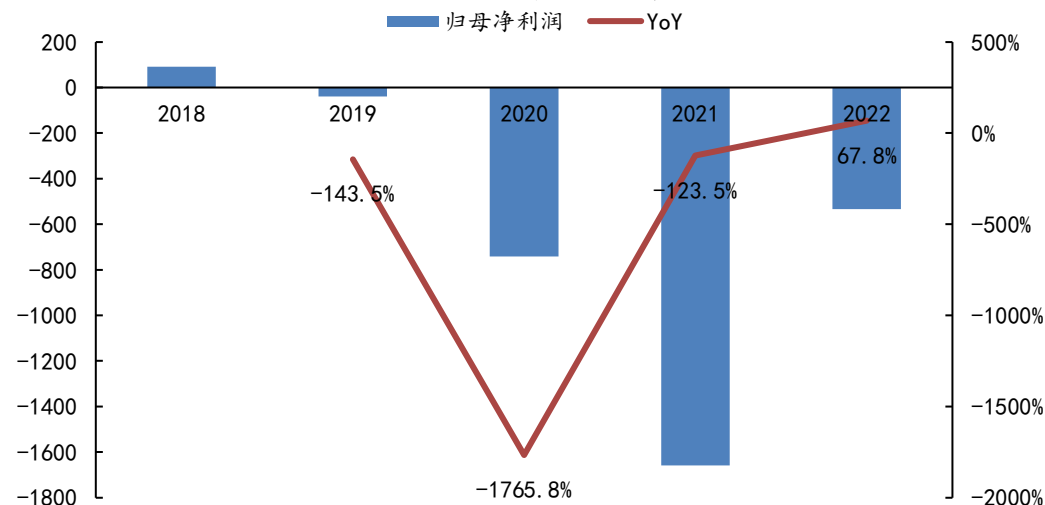
图表83：FY2018-FY2022新东方在线营收结构（百万元）



资料来源：公司财报，华安证券研究所

注：新东方FY2022为2021.06.01-2022.05.31期间

图表84：FY2018-FY2022新东方在线归母净利润及同比增速

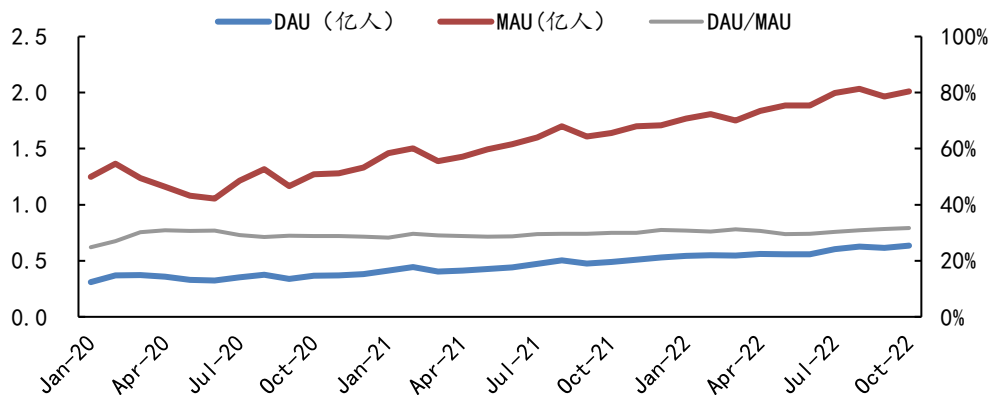


资料来源：公司财报，华安证券研究所

注：新东方FY2022为2021.06.01-2022.05.31期间

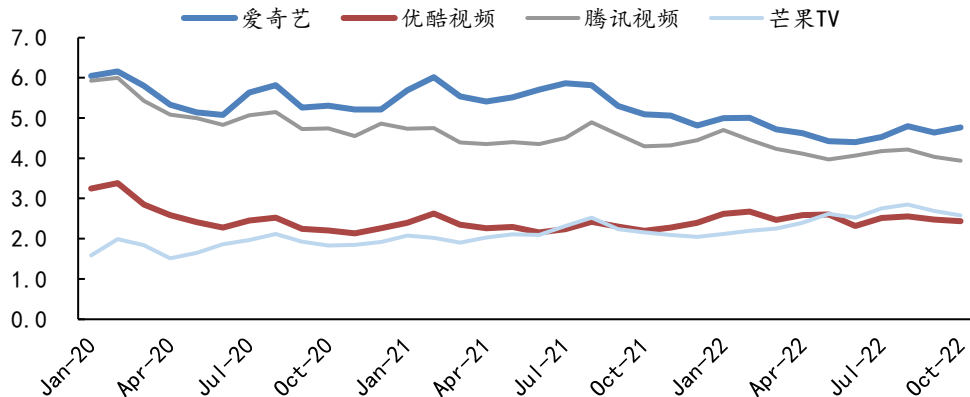
中长视频流量情况：B站MAU、人均使用时长持续走高，长视频赛道流量较为稳定

图表85：20.01-22.10 B站MAU、DAU、DAU/MAU



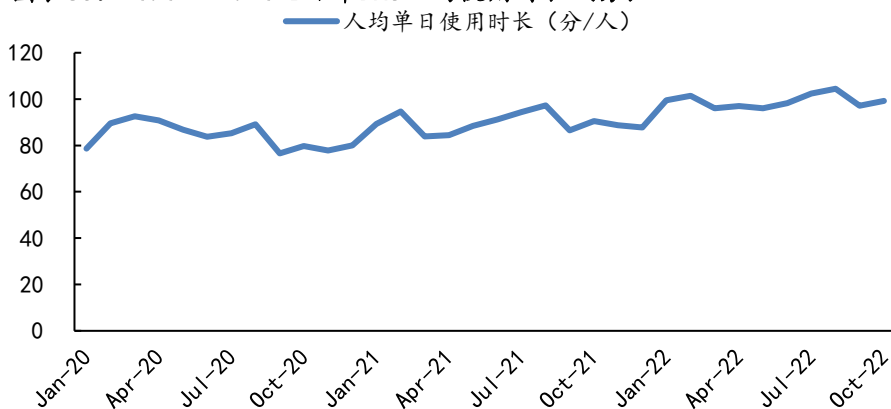
资料来源：Questmobile，华安证券研究所

图表87：20.01-22.10 长视频赛道头部APP MAU表现（亿人）



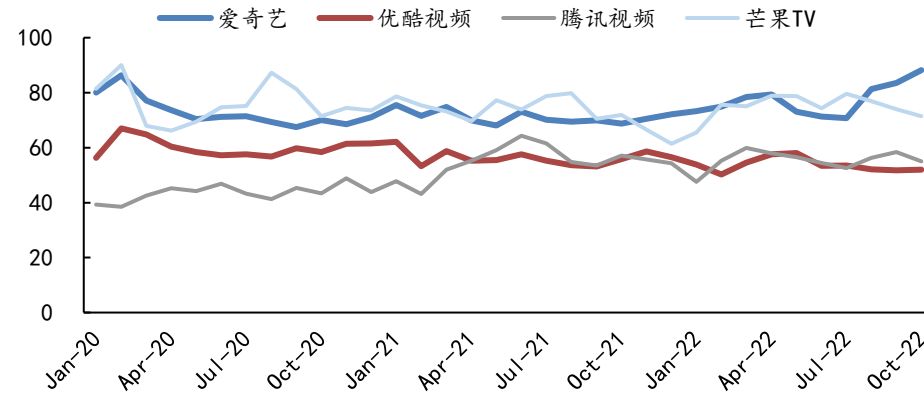
资料来源：Questmobile，华安证券研究所

图表86：20.01-22.10 B站单DAU人均使用时长（分）



资料来源：Questmobile，华安证券研究所

图表88：20.01-22.10 长视频赛道头部APP单DAU人均使用时长（分）

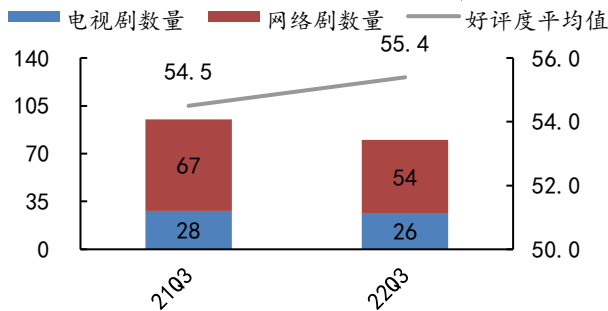


资料来源：Questmobile，华安证券研究所

中长视频趋势：提质增效为行业主题，长视频进入提价周期

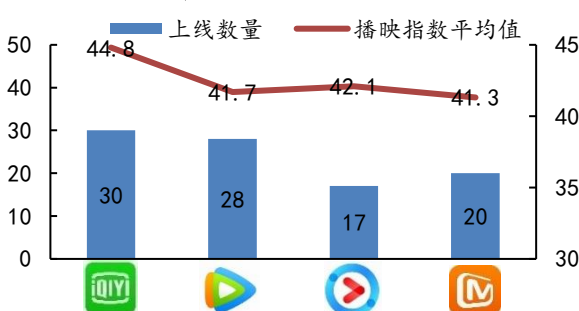
- 深耕内容、提质减量为行业主题：22Q3共播出剧集80部，同比减少15部（其中网络剧数量下滑明显，共减少13部，电视剧数量同比减少2部），好评度均值同比上升1.9，体现出剧集市场持续提质减量的发展态势，为优质剧集提供更多机会。
- 22Q3爱奇艺产能和播映双高：从平台22Q3剧集上线数量和播映表现看，爱奇艺以30部上线数量排名第一，且剧集平均播映指数最高。
- 爱优腾芒频频提价，行业进入提价周期：自20Q4爱奇艺首次涨价以来，爱奇艺、腾讯视频、芒果TV分别进行了两次提价，优酷进行了一次提价。

图表89：21Q3与22Q3剧集上线数量及好评度比较



资料来源：艺恩内容智库-视频系统，华安证券研究所
注：剧集上线日期为2022.07.01-2022.09.27

图表90：22Q3平台剧集上线数量与播映表现比较

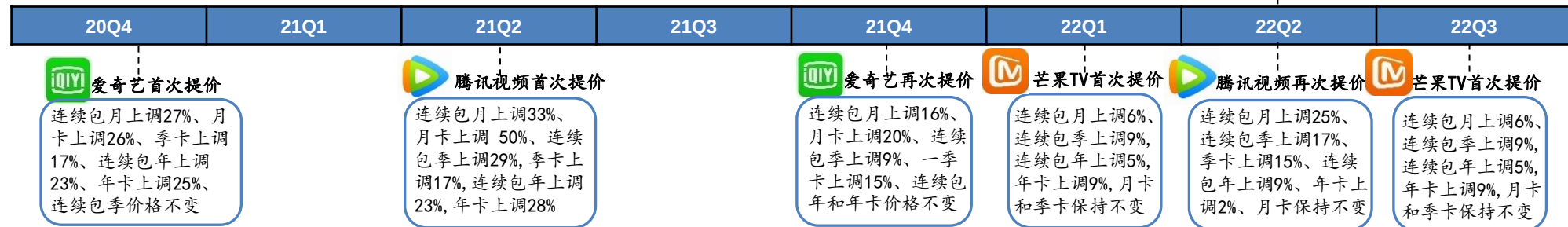


资料来源：艺恩内容智库-视频系统，华安证券研究所
注：剧集上线日期为2022.07.01-2022.09.27

连续包月上调67%、
连续包季上调51%。连
续包年上调20%、月
卡上调50%、季卡上
调30%、年卡上调13%

优酷首次提价

图表91：长视频提价时间线梳理



资料来源：官方APP，华安证券研究所

中长视频趋势：平台对细分垂类内容进行深挖，注重题材的精细化运营

- 影视内容越来越重视对细分垂类内容的深挖，题材内容创作呈现精细化趋势：暑期档上线的《天才基本法》除了采用双时空的设定，还融入了亲情、成长、科幻、悬疑等因素，拓宽了国产显示题材剧的内容边界。
- 22Q3爱奇艺质量双优：爱奇艺的《苍兰诀》、《请君》、《天才基本法》包揽22Q3全平台剧播映指数、独播剧播映指数、用户热度TOP 3。

图表92：22Q3全平台剧播映指数TOP 10

苍兰诀	80.3	
请君	76.7	
天才基本法	73.7	
少年派2	73.7	
星汉灿烂·月升沧海	72.7	
二十不惑2	70.4	 
沉香如屑·沉香重华	67.4	
民国大侦探	66.0	
冰雨火	65.4	
你安全吗	63.9	 

资料来源：艺恩数据，华安证券研究所
注：剧集上线日期为22.07.01-22.09.27

图表93：22Q3独播剧播映指数TOP 10

苍兰诀	80.3	
请君	76.7	
天才基本法	73.7	
少年派2	73.7	
星汉灿烂·月升沧海	72.7	
沉香如屑·沉香重华	67.4	
民国大侦探	66.0	
冰雨火	65.4	
两个人的小森林	63.6	
覆流年	61.6	

资料来源：艺恩数据，华安证券研究所
注：剧集上线日期为22.07.01-22.09.27

图表94：22Q3剧集播放量指数TOP 10

苍兰诀	701.4	
罚罪	685.6	
星汉灿烂·月升沧海	646.5	
请君	598.6	
沉香如屑·沉香重华	588.6	
冰雨火	581.0	
天才基本法	566.8	
欢乐颂3	466.3	
玫瑰之战	425.9	 
二十不惑2	390.7	 

资料来源：艺恩数据，华安证券研究所
注：剧集上线日期为22.07.01-22.09.27

图表95：22Q3剧集用户热度TOP 10

苍兰诀	80.3	
请君	76.7	
天才基本法	73.7	
星汉灿烂·月升沧海	73.7	
少年派2	72.7	
二十不惑2	67.4	 
沉香如屑·沉香重华	66.0	
两个人的小森林	65.4	
民国大侦探	63.6	
你安全吗	61.6	 

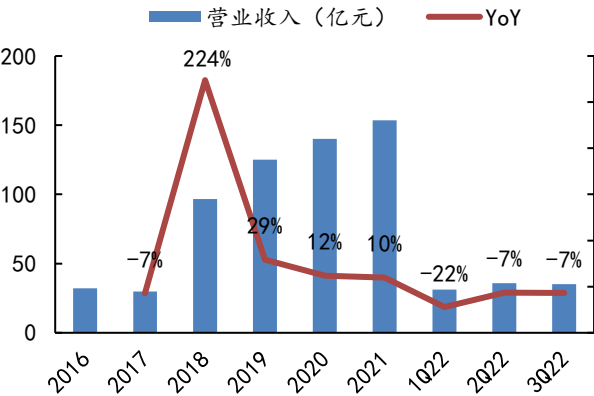
资料来源：艺恩数据，华安证券研究所
注：剧集上线日期为22.07.01-22.09.27

指标定义：

1. 播映指数：反映某一影视内容播映后的综合价值，由媒体热度、用户热度、好评度和观看度等数据通过算法加权得出，指数最高分为100分
2. 播放量指数：某一影视内容在各平台播放热度或播放量统一拟合为播放量指数，指数最高分为1000分
3. 用户热度：反映用户参与全媒体平台的互动效果，基于社交媒体、长视频和短视频的互动数据综合计算得出

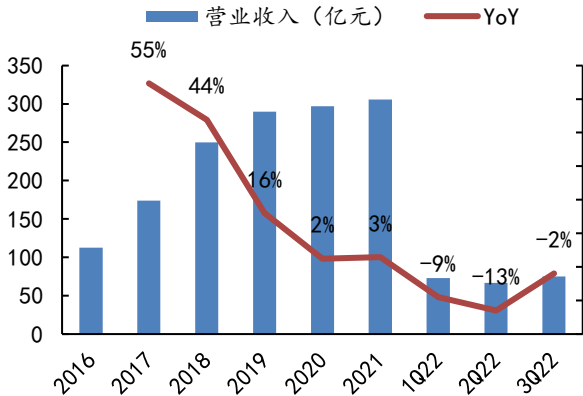
中长视频行业重点公司业绩指标及用户指标

图表96: 2016-22Q3芒果超媒营业收入及同比



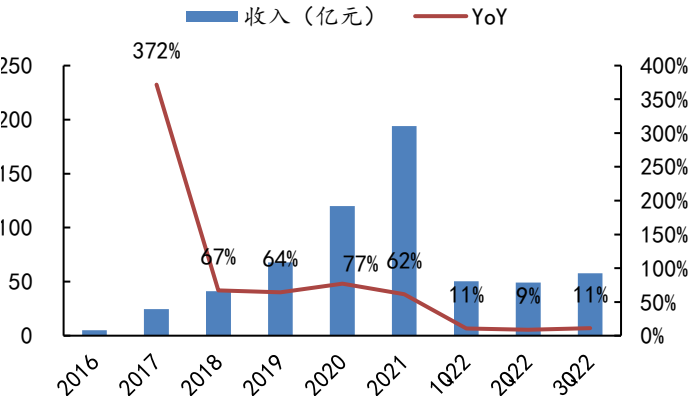
资料来源: 公司财报, 华安证券研究所

图表97: 2016-22Q3爱奇艺营业收入及同比



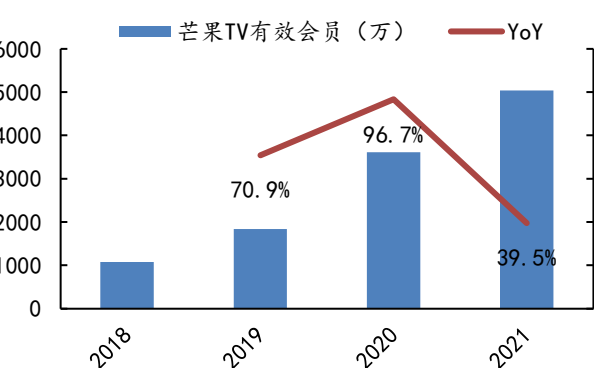
资料来源: 公司财报, 华安证券研究所

图表98: 2016-22Q3哔哩哔哩营业收入及同比



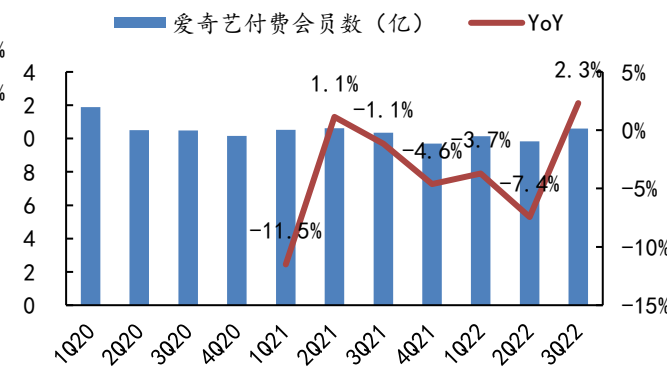
资料来源: 公司财报, 华安证券研究所

图表99: 2018-2021芒果超媒付费会员数及同比



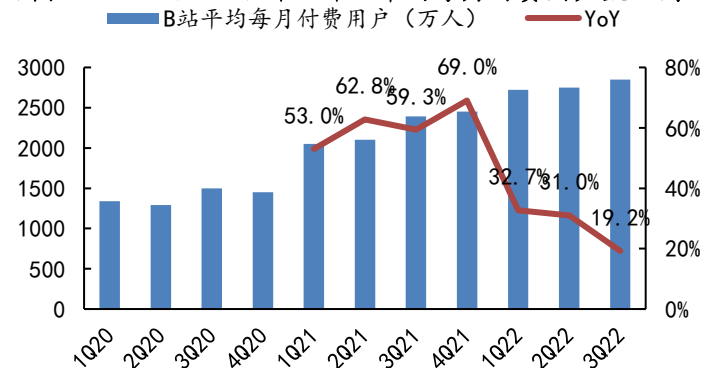
资料来源: 公司财报, 华安证券研究所

图表100: 20Q1-22Q3爱奇艺付费会员数及同比



资料来源: 公司财报, 华安证券研究所

图表101: 20Q1-22Q3哔哩哔哩平均每月付费用户数及同比



资料来源: 公司财报, 华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

中长视频行业重点公司盈利预测及估值水平

图表102: 哔哩哔哩-W盈利预测及估值水平

单位/百万	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	19,384	21,949	27,590	32,635
(+/-) (%)	62%	13%	26%	18%
经调整归母净利润	-6,586	-6,949	-4,107	-1,289
(+/-) (%)	-119%	-6%	41%	69%
经调整EPS	-17%	-18%	-11%	-4%
P/B	5.31	3.71	5.28	6.22
P/S	5.78	2.62	2.13	1.77

资料来源: Bloomberg一致预期, 华安证券研究所

图表103: 爱奇艺盈利预测及估值水平

单位/百万	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	30,554	28,777	30,349	32,013
(+/-) (%)	3%	-6%	5%	5%
经调整归母净利润	-5,993	124	903	1,517
(+/-) (%)	-13%	-102%	627%	68%
经调整EPS	-7.53	0.15	0.95	1.62
P/B	4.47	3.30	3.38	2.57
P/S	0.75	0.70	0.66	0.63

资料来源: Bloomberg一致预期, 华安证券研究所

图表104: 芒果超媒盈利预测及估值水平

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	15,356	14,127	16,104	18,684
收入同比 (%)	9.6%	-8.0%	14.0%	16.0%
归属母公司净利润	2,114	2,041	2,326	2,621
净利润同比 (%)	6.7%	-3.4%	14.0%	12.7%
毛利率 (%)	35.5%	35.6%	35.4%	35.3%
ROE (%)	12.5%	10.7%	10.9%	10.9%
每股收益 (元)	1.17	1.09	1.24	1.40
P/E	48.91	19.94	17.50	15.53
P/B	6.31	2.14	1.90	1.70
EV/EBITDA	14.51	5.59	4.91	3.98

资料来源: WIND, 华安证券研究所测算

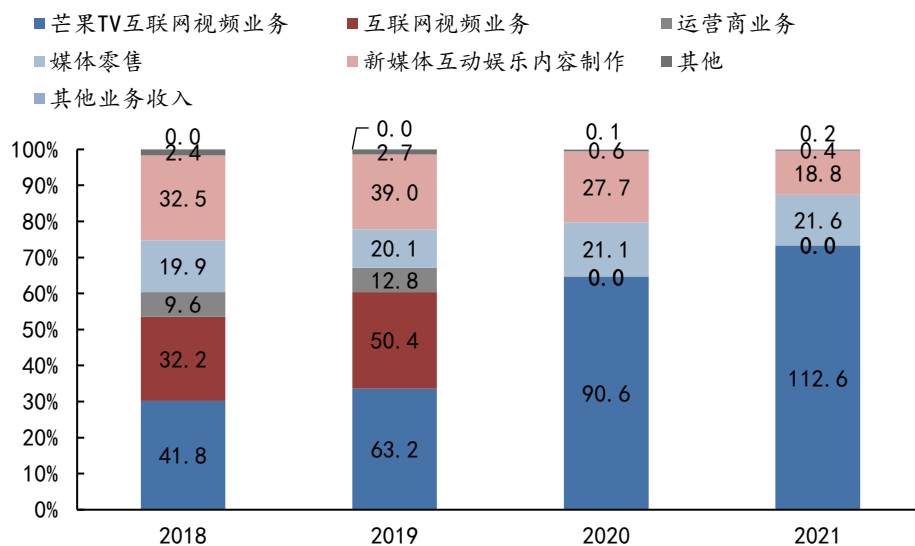
资料来源: QuestMobile, 华安证券研究所

华安证券研究所

芒果超媒（300413.SZ）：内容飞轮与提价共推增长，IP资产多元变现空间广阔

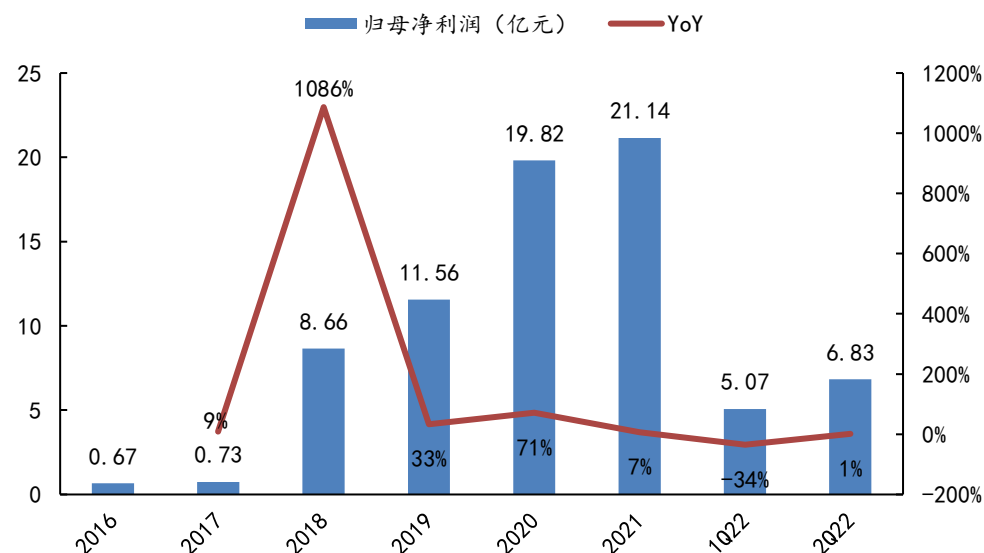
- 会员业务欣欣向荣，优质内容持续输出能力为会员提价保驾护航：22H1公司会员业务收入录得18.58亿元，同比增长6.48%；
- 持续深化与中国移动合作的大屏、5G创新业务，运营商业业务实现稳步增长：目前运营商业业务已经覆盖31个省级行政区域，覆盖用户数超 3.41 亿，2022H1公司运营商业业务收入录得12.06亿元，同比增长19.31%；
- 内容储备充足，下半年公司业绩有望实现回暖：Q4芒果TV将上线大量优质内容，综艺包括《乐队的海边》、《大湾区的夜2》、《我们的滚烫人生 2》等，剧集包括《非凡医者》、《天下长河》、《大宋少年志 2》等；
- 小芒电商业务实现多元布局，整合优质资源探索电商新路径。

图表105：2018-2021年芒果超媒营业收入结构（亿元）



资料来源：公司财报，华安证券研究所
 注：2019年公司调整营业收入行业分类并对18年同期进行回溯

图表106：2016-22Q3芒果超媒归母净利润及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所



目录

- 1 互联网行业大盘及行情回顾：中国移动互联网用户规模稳健增长，移动视频、移动社交用户粘性持续提升
- 2 短中长视频（直播电商）：短视频流量及变现维持高景气度，中长视频提质增效为主旋律
- 3 电商及本地生活：网上零售渗透率再创新高，主要电商平台完善用户体验，提供矩阵式供给
- 4 游戏：政策确定性增强，积极布局出海，头部厂商pipeline储备有序
- 5 元宇宙：硬件及基础设施持续创新，内容持续丰富，不断赋能应用层
- 6 影视院线：“新十条”优化叠加双旦档期，观影需求有望率先修复
- 7 产业互联网：赋能产业互联网获政策鼓励，互联网平台能力打包输出空间大
- 8 广告：短期承压，信息流广告成为主要广告类型，头部效应有所加强，22Q3主要互联网广告公司普遍出现拐点，明年修复可期
- 9 网络文学及在线音乐：文化输出受政策鼓励，中国网络文学出海已成为新增长点，在线音乐行业有望处高增速

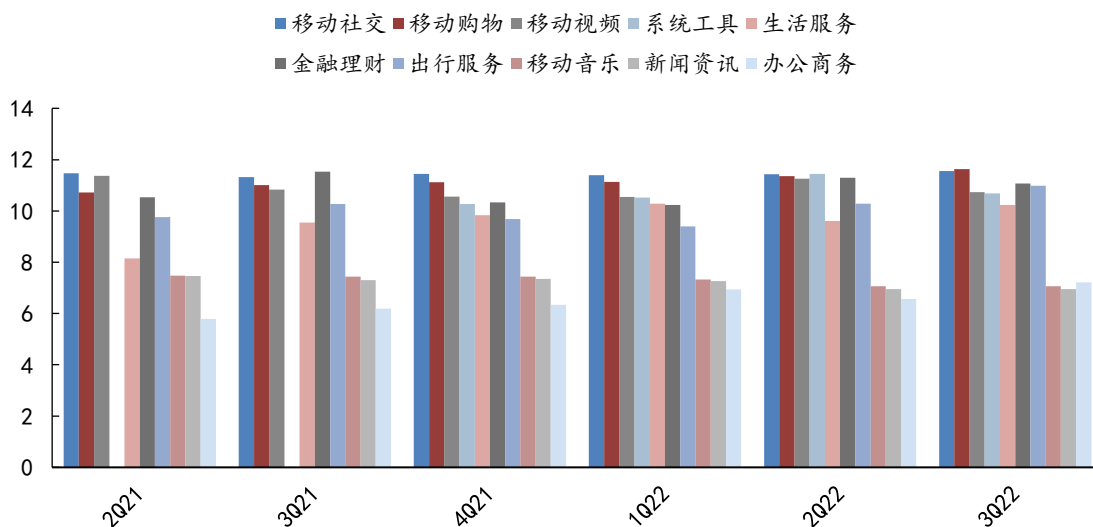
电商及本地生活投资建议

- **电商零售线上化率进一步提升。**《十四五“数字经济”发展规划》预计全国网上零售额达到17万亿，20-25年CAGR为7.6%；据统计局，10月实物商品网上零售额占社零比重达26.2%，为历史最高值。
- **本地生活：**22Q3随着重点城市的履约恢复业绩出现拐点，随着“二十条”及“新十条”优化政策的出台，O2O平台具备较大的反弹修复空间。本地生活领域用户线上化率仍处于较低水平，到家侧通过城镇化及供给丰富提升；到店侧有望通过健身、母婴、宠物等场景的拓展实现，新玩家进入也会加快该进程。
- **传统电商：**降本增效及加速全渠道矩阵式渗透为头部平台的共同布局方向，提升用户触点及用户体验，丰富商品供给及提升履约能力有望拉动AAC和ARPU的进一步提升。
- **建议关注：**本地生活领域具备强组织和强运营能力的龙头美团-W；受益于出行恢复的在线酒旅预订龙头携程集团-S；维持高速增长且降本增效显著的性价比电商代表拼多多；物流仓储基础设施完善且用户粘性增强的京东集团-SW；电商矩阵式布局的综合电商龙头阿里巴巴-SW；供应链优势显著且积极布局海外的名创优品；布局电商与内容代运营的消费者与商家链接平台值得买。

电商：网上零售渗透率创新高，消费者信心指数显著恢复

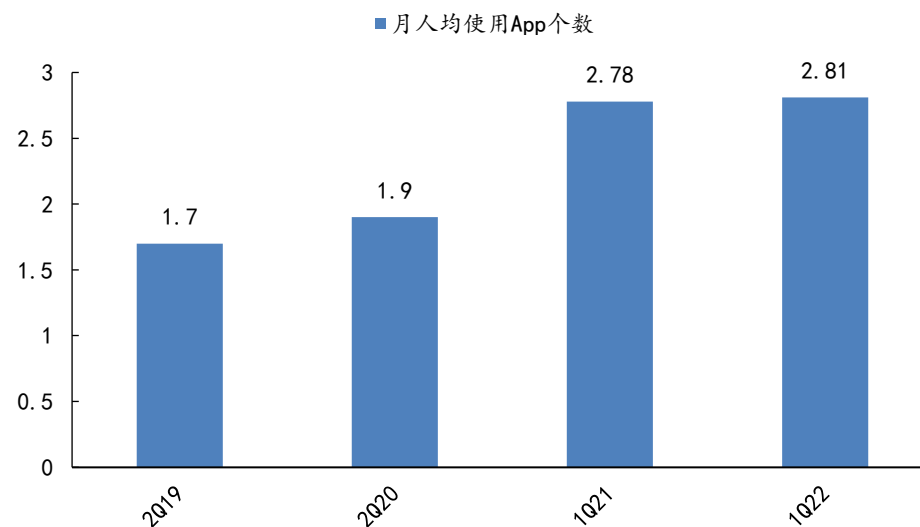
- 根据QuestMobile中国移动互联网大报告，21Q2至今中国移动互联网一级行业TOP10的月活跃用户规模数除了移动视频和金融理财在个别季度获得超预期的月活跃用户规模，移动社交和移动购物分列月活跃用户规模榜单前二。22Q3，移动社交和移动购物的月活跃用户数分别为11.56和11.63亿人，移动购物首次登上月活跃用户规模数榜首，网上零售在移动互联网生活中扮演的角色愈发突出。
- 在移动购物行业，用户月人均使用App个数自19Q2的1.7款缓慢提升至20Q2的1.9款，经过20H2迅速提升至21Q1的2.78款，截至22Q1稳定维持在2.81款，用户跨平台使用移动购物软件持续活跃。

图表107:中国移动互联网一级行业TOP10月活跃用户规模数（亿）



资料来源: QuestMobile, 华安证券研究所

图表108:移动购物行业月人均使用App个数

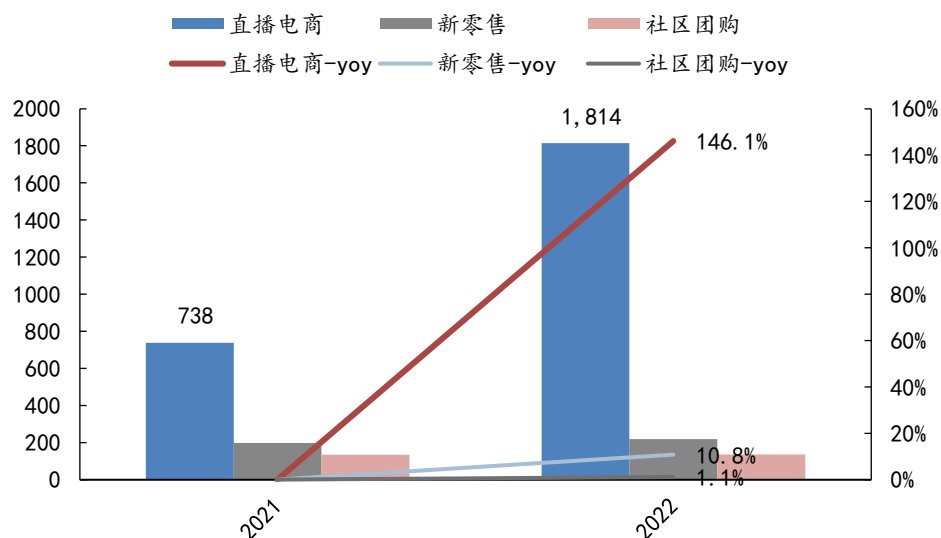


资料来源: QuestMobile, 华安证券研究所

电商：网上零售渗透率创新高，消费者信心指数显著恢复

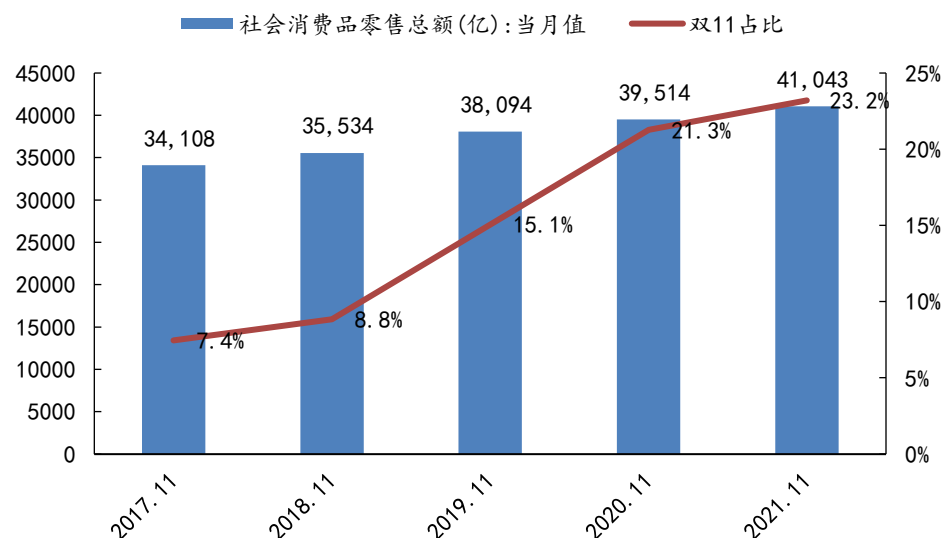
- 今年11.11期间，全网GMV达到11154亿元，同比增加13.7%。综合电商达到9340亿元(yoy+2.9%)，直播电商达到1814亿元(yoy+146.1%)，新零售达到218亿元(yoy+10.8%)，社区团购达到135亿元(yoy+1.1%)，移动购物大盘仍处中高速增长，但随着用户使用习惯的变化，直播电商取得结构性机会。
- 11.11期间全网GMV占当月社会消费品零售总额的比重持续增加，从2017年11月的7.4%迅速提升至2021年11月的23.2%。统计局公布数据显示，10月实物商品网上零售额占社零比重达26.2%，为历史最高值。综合以上，消费者通过电商完成日常消费的粘性增强。

图表109:2022.11.11期间各类型电商GMV增速



资料来源：星图数据，华安证券研究所

图表110:2017-2021年11.11全网GMV占当月社会消费品零售总额比重

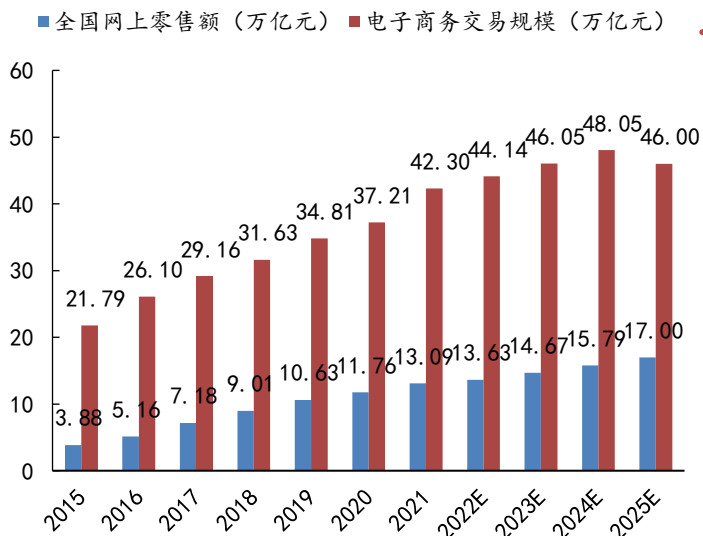


资料来源：统计局，星图数据，华安证券研究所

电商：网上零售渗透率创新高，消费者信心指数显著恢复

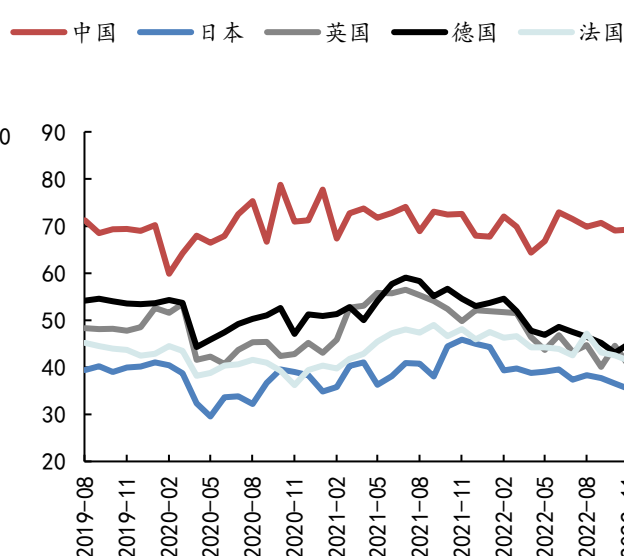
- 《十四五“数字经济”发展规划》指出，预期2025年数字经济核心产业增加值占GDP比重为10%（20年为7.8%），全国网上零售额达到17万亿，20-25年CAGR为7.6%，电子商务交易规模达到46万亿，20-25年CAGR为4.3%。国务院发展研究中心（DRC）研究表明：“电子商务市场零售额与总消费水平之间存在‘U型’关系”，二者关系进入成熟期电商对总消费已具促进作用。
- 根据Thomson Reuters/Ipsos主要国家消费者信心指数，中国的消费者信心已恢复至Covid-19出现前水平，并且远超其他主要发达国家；居民保守消费的原因出自较高的国民储蓄率，20年和22年分别同比增加0.9pct和2.9pct，IMF预计2023年储蓄率回调，结合消费者信心届时有望释放较强消费动能。

图表111:全国网上零售额和电子商务交易规模变化图



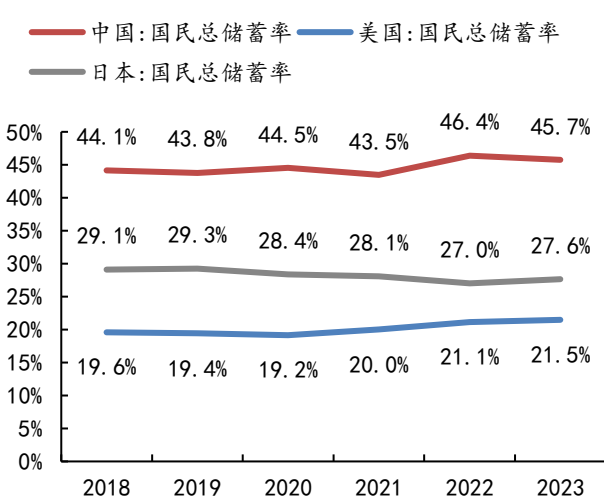
资料来源：国务院，Wind，华安证券研究所

图表112:主要国家消费者信心指数



资料来源：Thomson Reuters, Ipsos, 华安证券研究所

图表113:世界货币基金组织预计主要国家储蓄率



资料来源：IMF, Wind, 华安证券研究所



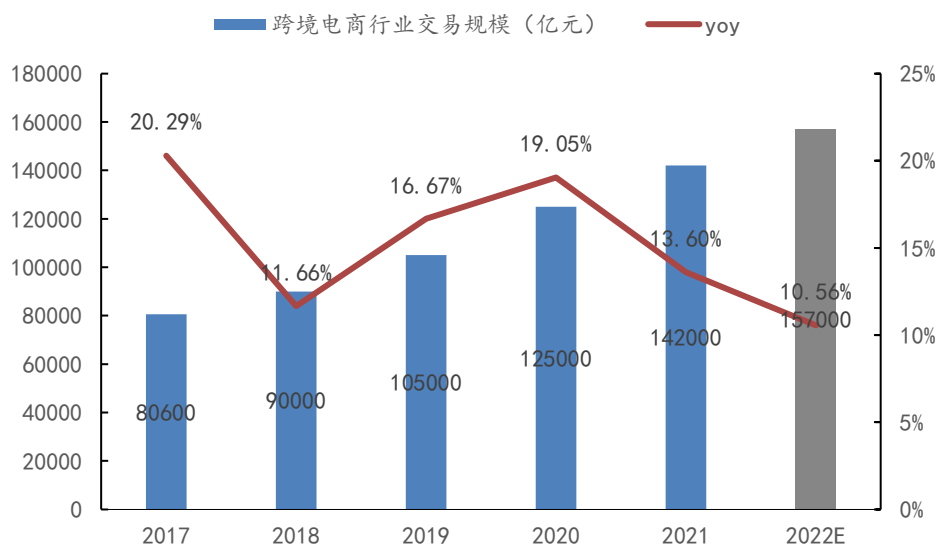
华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

电商：网上零售渗透率创新高，消费者信心指数显著恢复

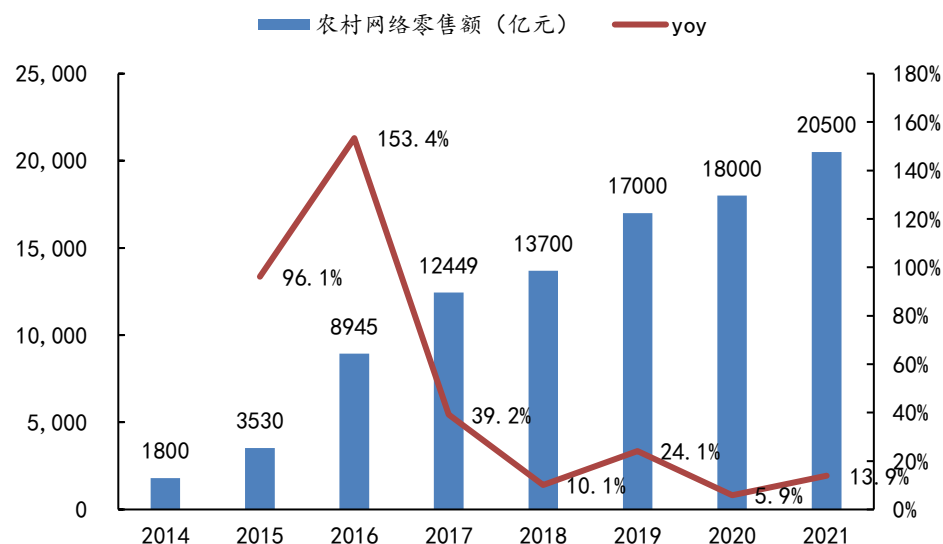
- 跨境电商：**网经社《2022年(上)中国跨境电商市场数据报告》显示今年中国跨境电商交易规模可达15.7万亿元，2017-2022年CAGR为14.26%。2020年，跨境电商交易占我国货物贸易出口总值高达38.86%，完备生产链下的“世界工厂”角色，和围绕中国零售电商实现的国内、国际客户端到端履约能力，支持头部电商平台开展跨境电商业务。
- 农村电商：**《“十四五”电子商务发展规划》指出农村电子商务2025年交易额预期达2.8万亿元，2020-2025年CAGR为9.4%。电子商务不仅成为创新创业、灵活创业新渠道，同时通过下沉战略实现电商扶贫与电商便民。头部电商平台中，拼多多推行“百亿农研”发展农业科技、京东“奔富计划”实现农村产业数智化、阿里成立数字农业事业部发展淘宝村，运用数字化助力乡村振兴。

图表114:跨境电商行业交易规模与增长率



资料来源：网经社，华安证券研究所

图表115: 2014-2021年农村网络零售额



资料来源：商务部，中央网信办，发改委，华安证券研究所



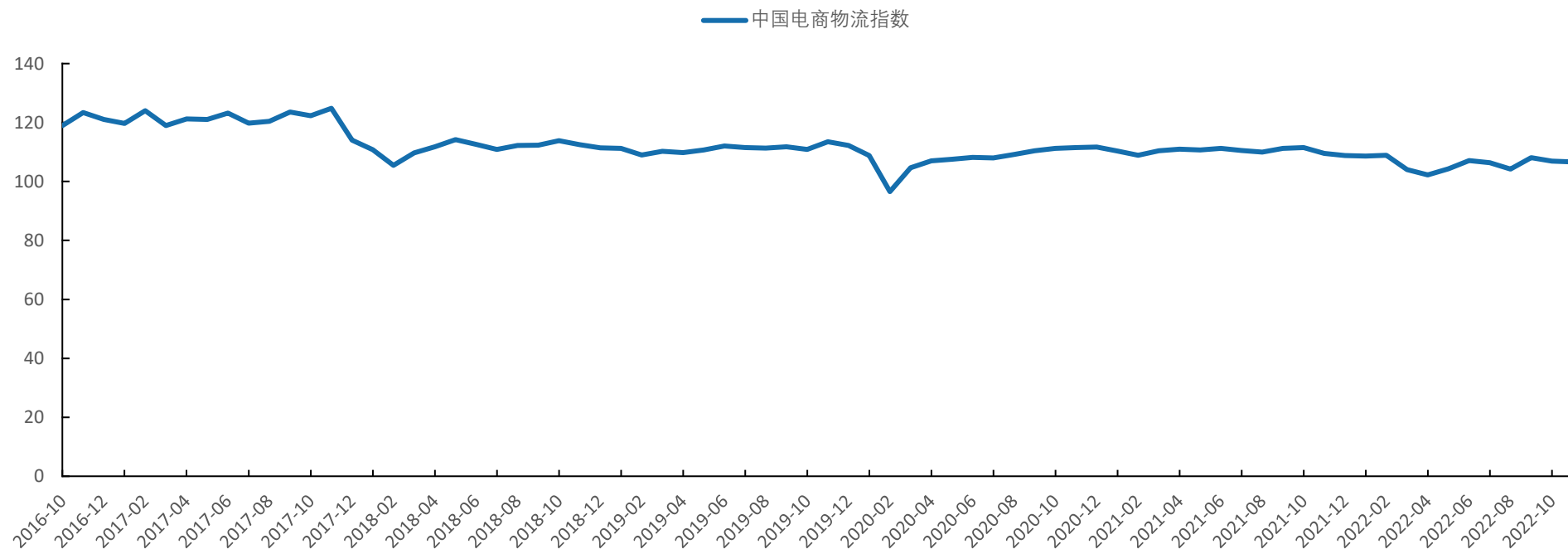
华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

电商合作深化，助力物流业务量增长

- 受疫情等因素影响，2020年电商物流总指数有小幅波动；后期来看，疫情防控政策调整是电商物流市场恢复的积极因素。
- 2022年前三季度，与快递业务密切关联的实物商品网上零售额达8.24万亿元，远高于社会消费品零售总额增速，有效支撑生鲜、农村、跨境等多个领域电商蓬勃发展。

图表116:2016-2022年中国电商物流指数

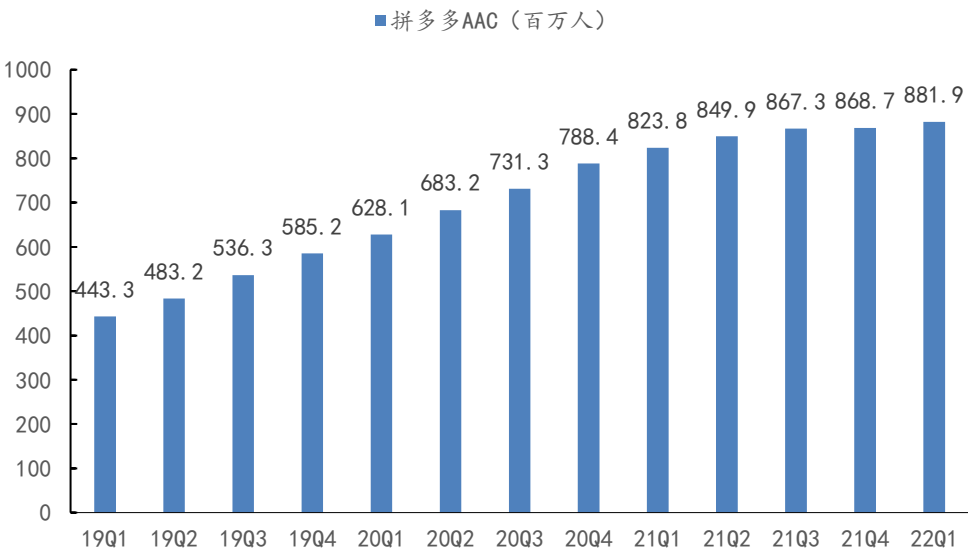


资料来源：中国物流信息中心，华安证券研究所

拼多多：国内性价比电商代表，跨境电商Temu登顶榜首

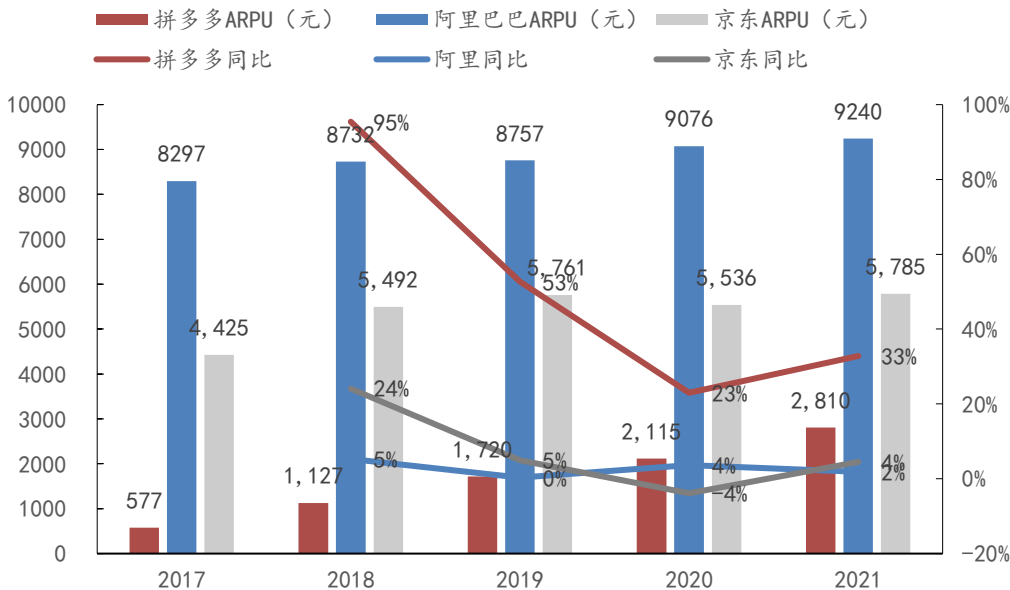
- “双循环”新发展格局鼓励提振内需、下沉市场需求释放、性价比高质量经济盛行，拼多多凭借低价好货、抢占全域心智，未来有望维持。
- AAC规模高速扩张，2020年首次超过阿里，2021年为8.69亿人。目前内部计划于2023年AAC与阿里持平，预计超10亿。社交裂变电商持续拉新，驱动获客。
- 拼多多ARPU优化空间广阔，增速远超阿里与京东。拉升ARPU和件单价方面，推进品牌化商家建设，以开拓高线城市市场。2022年品牌旗舰店GMV占全站总GMV约50%，2020年该占比为38%。拼多多通过百亿补贴等营销活动，提高消费者活跃度和复购率。

图表117:拼多多AAC活跃消费者规模



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表118:阿里、京东与拼多多ARPU比较



资料来源：公司公告，华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

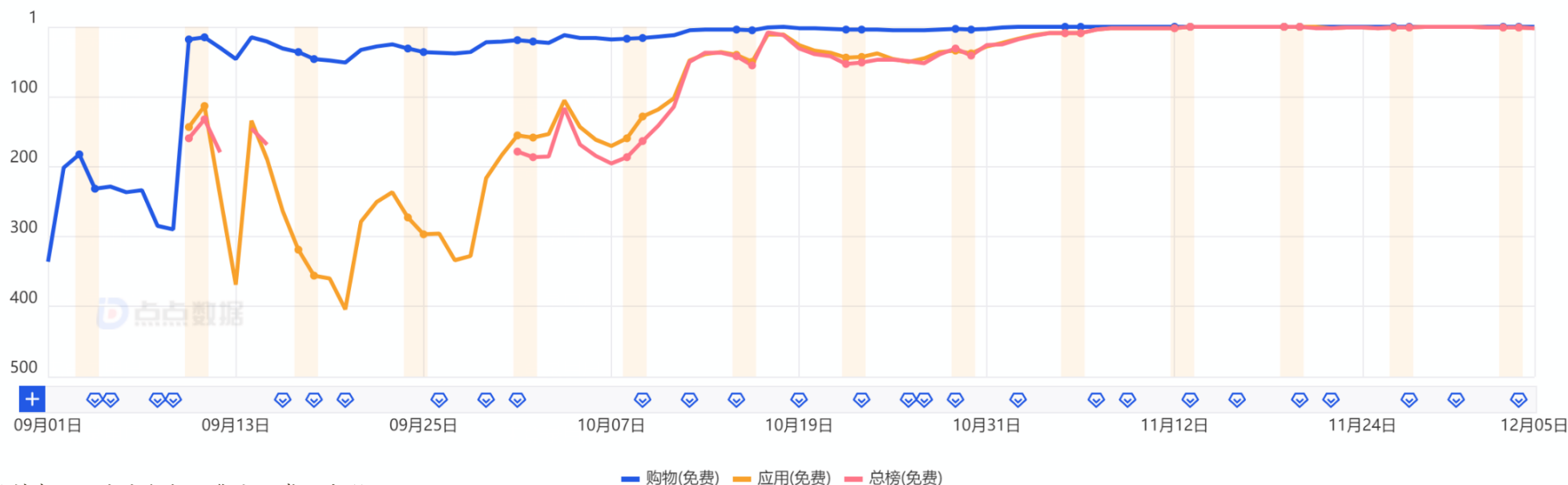
华安研究·拓展投资价值

拼多多：国内性价比电商代表，跨境电商Temu登顶榜首

- 跨境电商平台**Temu**：9月推出，首站上线美国、后续计划上线加拿大、西班牙及非洲等国家地区。上线后不足一个月，下载量便登顶美国APP Store免费购物应用榜单第一。
- 海外版砍一刀拟上线：拼多多通过“砍一刀”在微信、微博社交圈实现用户裂变，并成长为性价比和社交电商代表。目前，Temu正筹划上线该功能，用户可通过WhatsApp、Messenger、Facebook向朋友分享链接并获取相应奖励。考虑引入功能前Temu取得的成长速度，其社交电商玩法和性价比电商定位可被更多消费者接受。

图表119:9月上线至今Temu美国ios下载量排名

Temu: Team Up, Price Down 2022-09-01-2022-12-05排名趋势



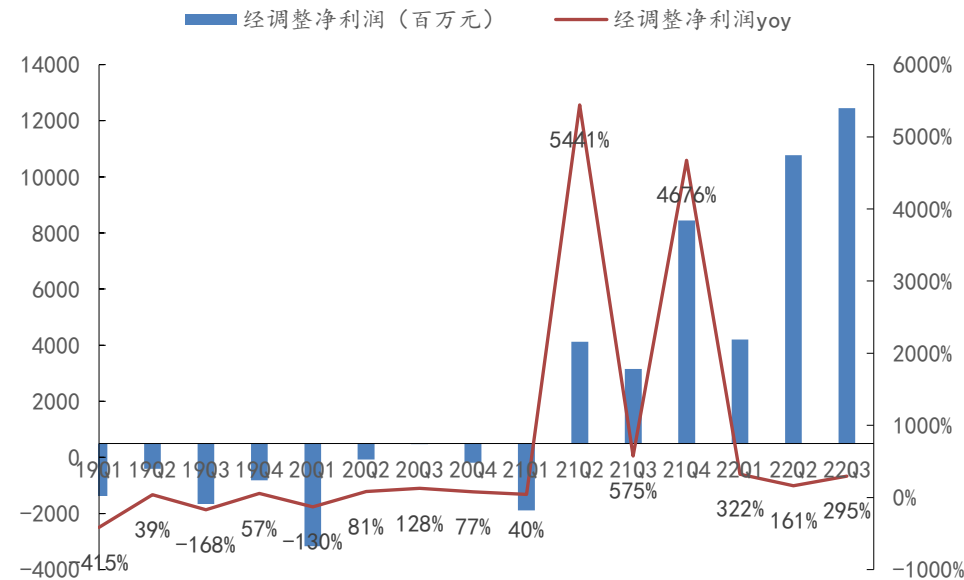
资料来源：点点数据，华安证券研究所

— 购物(免费) — 应用(免费) — 总榜(免费)

拼多多：国内性价比电商代表，跨境电商Temu登顶榜首

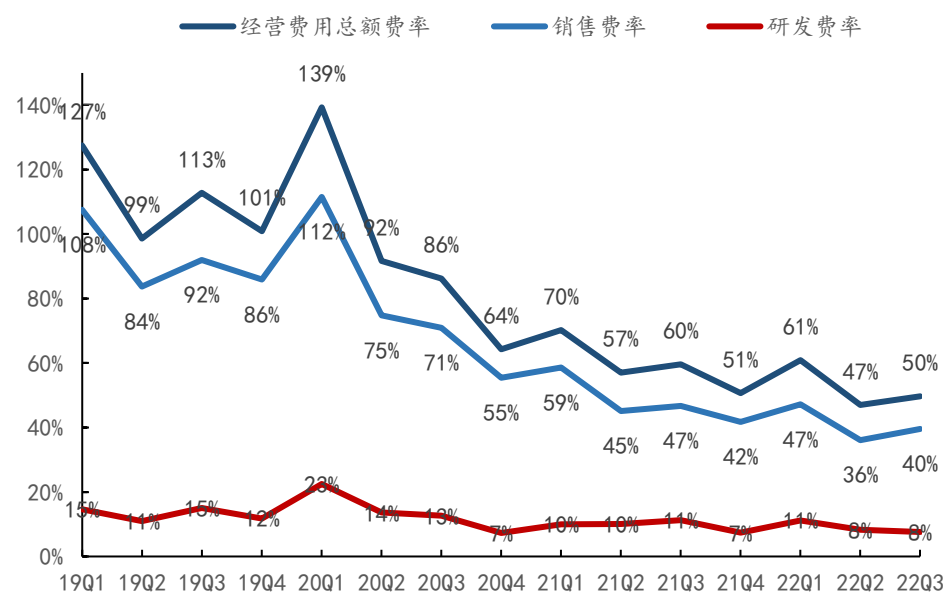
- 营收与利润逆势齐增，2022年Q3收入为355.0亿元，yoy+65.1%；经调整净利润为124.5亿元，yoy+295.1%。经调整净利润于21Q2转正，22Q1-22Q3 经调整净利润yoy分别为+322%、+161%和295%。
- 降本增效作用显著。22Q3毛利率达79.12%，创二年内新高；经营费用总额费率（包括销售、研发与管理费用）稳步收窄至22Q3为50%，主要驱动因素为销售费用，短期存在项目投入延缓等偶发因素影响，长期来看自然流量基础雄厚、营销效率居高。
- 根据Wind一致性预期，公司2022-2024年收入为1291.29亿元、1630.79亿元和1941.85亿元，增速为37.44%、26.29%和19.07%。2022-2024年归母净利润为285.50亿元、345.30亿元和478.68亿元，增速为267.5%、20.95%和38.63%。

图表120:拼多多经调整净利润



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表121:拼多多经营费用率



资料来源：公司公告，华安证券研究所



华安证券

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

京东集团-SW：履约基础设施完备，加速布局全渠道零售

- 11月27日举办的中国企业家博鳌论坛“中国式现代化下的新型实体企业发展之路”研讨会上，中国企业家协会发布“2022新型实体企业100强”，国家电网、京东、华为位居前三。“新型实体经济”区别于“互联网平台型”企业，该类企业属于实体产业，并且服务实体产业。
- 京东拥有成熟的自营履约体系，22Q3京东物流营收达到312.72亿元（同期菜鸟营收121.42亿元），占收入比重环比提升至14%。京东物流2016年投入使用上海嘉定“亚洲一号”物流中心，截至目前，运营仓库数量超1500个，总面积超过3千万平方米。随着3季度，京东物流航空正式投入运营，物流及供应链一体化服务能力更强，推动降本增效。

图表122:2022新型实体企业100强榜单

排名	公司简称	得分
1	国家电网	945.5
2	京东	921.16
3	华为	865.98
4	京东方	852.9
5	工业富联	833.5
6	海尔智家	833.45
7	比亚迪	814.89
8	美的	806.41
9	小米	805.68
10	百度	792.63
11	中国电科	792.44
12	科大讯飞	789.35
13	中科曙光	788.78
14	浪潮信息	784.94
15	海康威视	773.01
16	海信家电	770
17	航天科工	769.82
18	大华股份	766.34
19	传化智联	755.61
20	神州数码	751.77

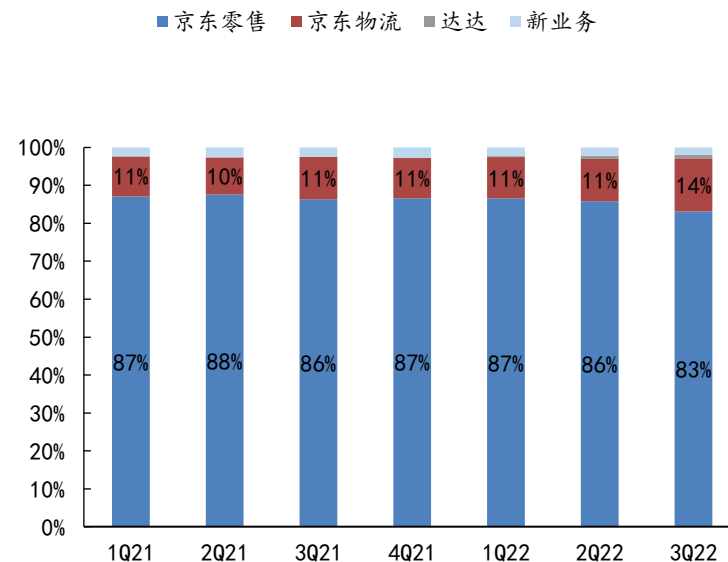
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表123:京东“亚洲一号”物流中心与京东快速航空



资料来源：管理咨询网，澎湃网，华安证券研究所

图表124:京东收入结构

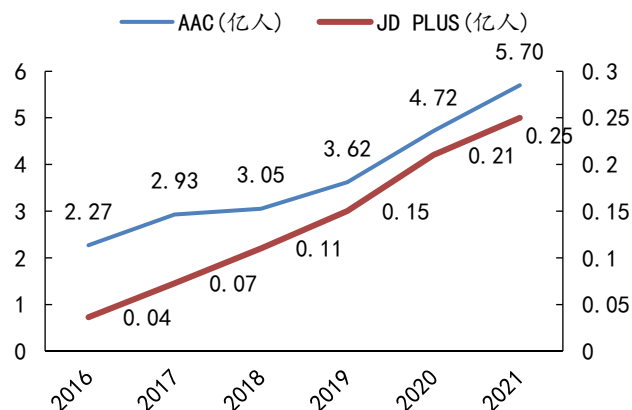


资料来源：公司公告，华安证券研究所

京东集团-SW：履约基础设施完备，加速布局全渠道零售

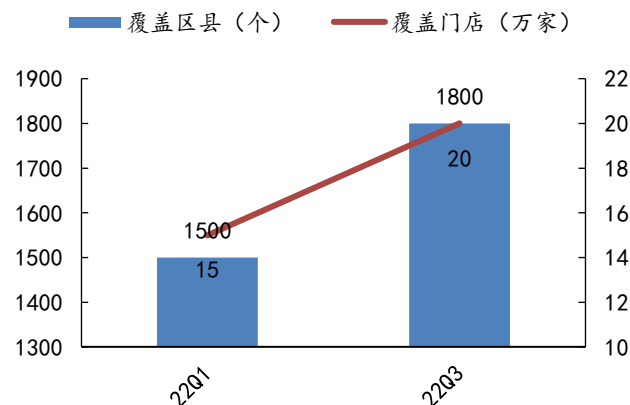
- **“共同富裕”旗手：**3月京东物流收购德邦快递66.49%股份。10月京东物流CEO余睿出任德邦股份董事长，标志正式京东化。12月刘强东发布内部信：（1）为德邦十几万兄弟缴纳五险一金；（2）设立100亿“住房保障”基金，让五年以上员工买得起房；（3）成立“员工子女救助基金”；（4）全体高管降薪10~20%。京东持续保障职工福利，以“共同富裕”为远景目标，作为大型企业、互联网平台作出表率。
- **全渠道同城零售：**全渠道战略基于京东供应链能力，包含B2C模式、产地模式和本地零售模式。本地零售小时购由达达承运，截至Q3已链接超20万实体门店和1800个区县，连续两个季度同比三位数增长。iPhone14&14Pro系列发售到11.11，刷新苹果即时零售发售记录。
- **JD PLUS占比提升：**JD PLUS占年活跃消费者的占比显著提升，由2016年的1.6%提升至2021年的4.4%。JD PLUS用户的消费活跃率、忠诚度均更高，截至目前JD PLUS用户的年平均消费水平超过普通用户8倍。

图表125：京东AAC和JD PLUS



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表126：京东小时购进展

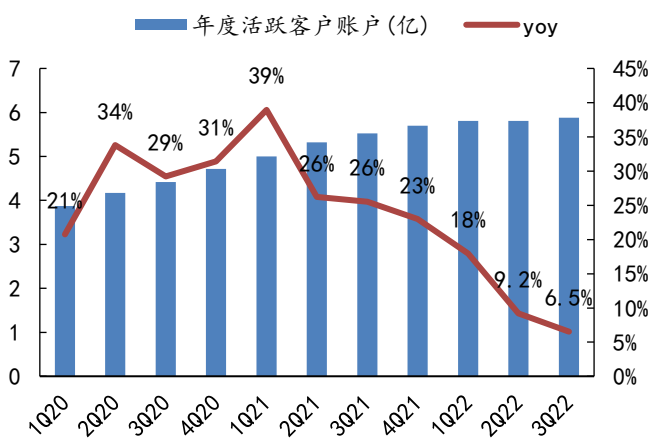


资料来源：公司公告，华安证券研究所

京东集团-SW：履约基础设施完备，加速布局全渠道零售

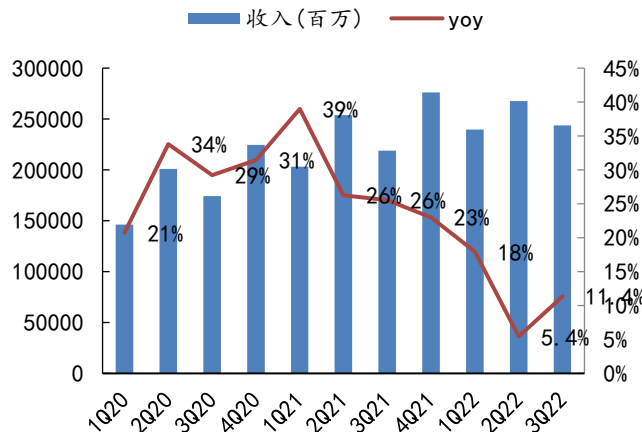
- **季度业绩**：2022财年Q3，京东集团收入为2435.35亿元(yoy+11.4%)，略高于市场预期；年活跃用户数达到5.88亿(yoy+6.5%)，基本符合市场预期；经调整EBITDA为114.63亿元，(yoy+95.5%)，大幅超越彭博一致性预期32.8%。
- **业绩预期**：12月中央政治局会议指出：“2023年要坚持稳字当头、稳中求进”，以及“着力扩大国内需求，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用”。结合22Q3公司收入与利润已出现的明显拐点。根据Wind一致性预期，预计2022-2024年公司营收为10510亿元、12082.12亿元和13762.29亿元，增速为10.45%、14.95%和13.91%。2022-2024年归母净利润为116.71亿元、199.74亿元和270.53亿元。

图表127:公司年活跃消费者



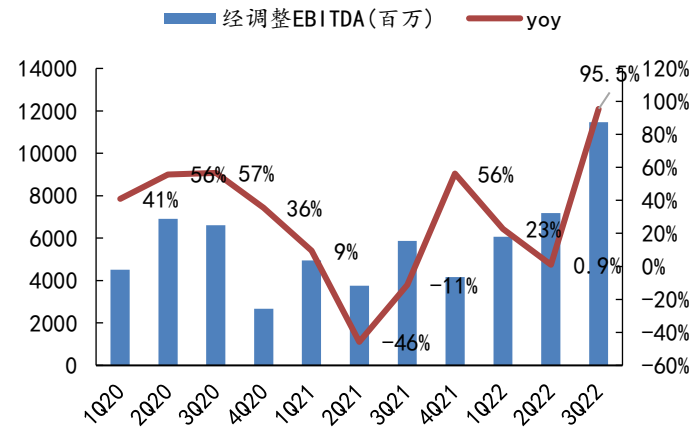
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表128:公司季度收入及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表129:公司季度经调整EBITDA及增速

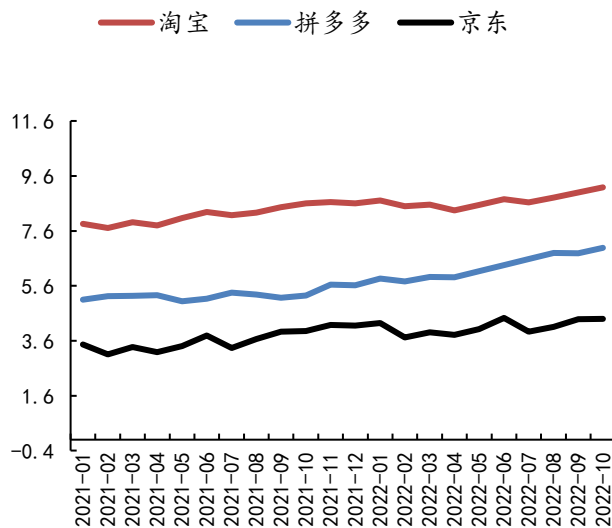


资料来源：公司公告，华安证券研究所

阿里巴巴-SW：综合电商一级入口，业务面面俱到均争先

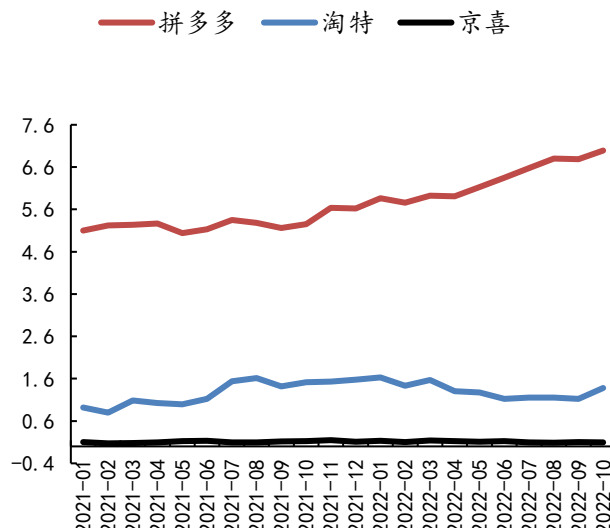
- **淘宝**：根据QuestMobile数据，淘宝作为综合电商一级入口，在10月的月活跃用户数可达9.19亿，显著超过拼多多的6.99亿和京东的4.4亿。作为目前中国规模最大的电子商务平台，阿里在电商多赛道均有出色表现。
- **淘特**：10月，淘特MAU达到1.38亿，稳定成长为中国电商第四极。11月，淘特上线新功能“微店铺”和“心动搜索”，并完成三项专利申请，新功能方便用户、中老年消费者便捷购买“多快好省”商品。打通1688拥有200万产业带商家的淘特，其M2C模式兼具灵活性和性价比。

图表130:综合电商月活跃用户数（亿）



资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

图表131:下沉市场电商月活跃用户数（亿）



资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

图表132:淘特上线新功能页面展示



资料来源：量子位，淘特App，华安证券研究所



华安证券

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

阿里巴巴-SW：综合电商一级入口，业务面面俱到均争先

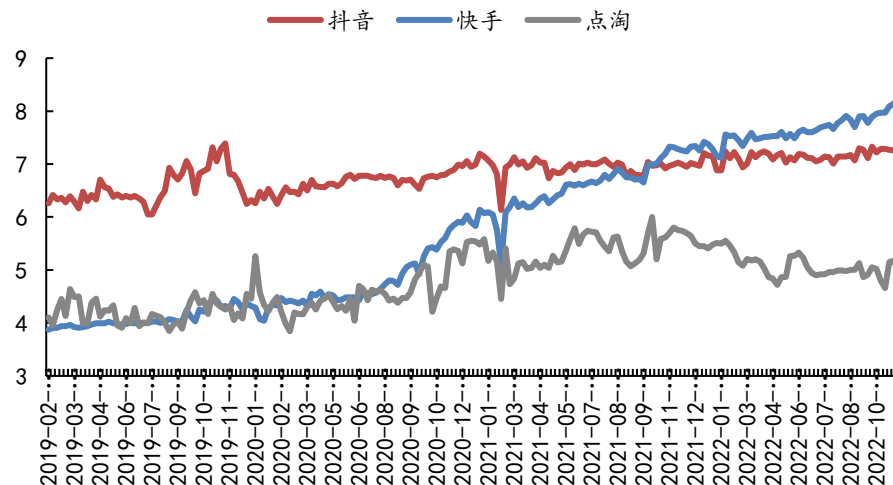
- **点淘**：根据周度监控，点淘的用户单次使用时间已经稳定在单次约5分钟，视频内容平台抖音、快手的用户单次使用时长在11月14日周分别为7.36和8.24分钟。不同于抖音、快手从内容到电商，点淘从电商到内容模式聚焦直播带货，用户消费目的更明确，真实购买时长更长。
- 淘宝在购物节前迎来超头李佳琦回归，并邀请到罗永浩、刘畊宏和俞敏洪等头部主播与KOL。超头、头部、腰部主播流量矩阵构建清晰，主播带货总额在平台间表现出色。
- 淘宝作为综合电商一级入口，承接中国商业分部超10亿年活跃消费者，旗下天猫（品牌）、淘特（性价比、下沉）、点淘（直播）和淘菜菜（社区团购）用户定位精准并分列细分行业领先地位，随着居民消费意愿增加，具备综合电商服务能力的阿里巴巴预计优先获益。

图表133:11.11直播电商平台战绩（亿）

抖音		点淘		快手	
主播名	带货总额(亿)	主播名	带货总额(亿)	主播名	带货总额(亿)
广东夫妇	11.5亿	李佳琦	336.2亿	辛有志	37.5亿
东方甄选	7.2亿	烈儿宝贝	30.8亿	蛋蛋	15.9亿
疯狂小杨哥	4.5亿	陈洁	21.7亿	四川可乐哥	10.3亿

资料来源：星图数据，华安证券研究所

图表134:直播电商月均用户单次使用时长（分钟）

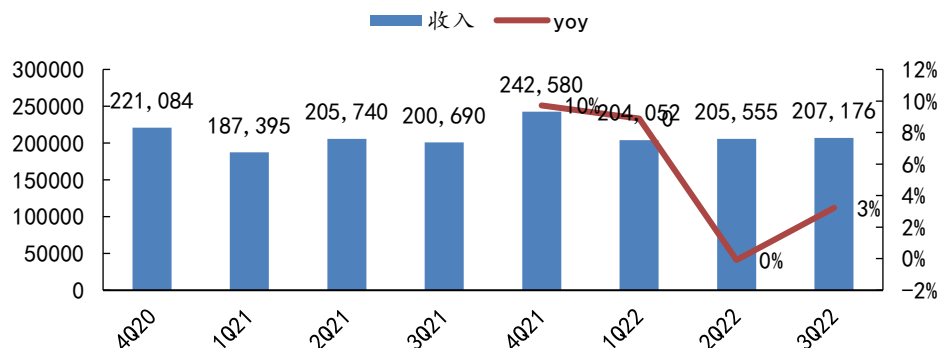


资料来源：QuestMobile，华安证券研究所

阿里巴巴-SW：综合电商一级入口，业务面面俱到均争先

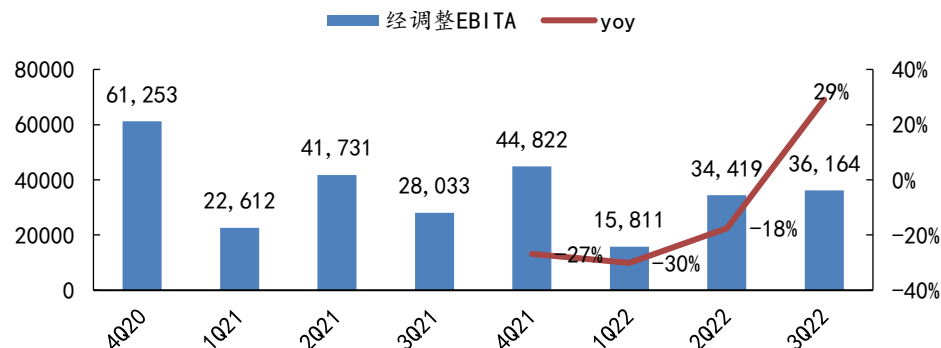
- 除了中国商业的综合电商实力，其他分部正在反馈较好边际变化：
- 国际商业**：阿里较早实现电商出海，目前海外零售端已布局Lazada、速卖通、Trendyol、Daraz以及12月于西班牙刚上线的出海平台Miravia。其中，Lazada总部设于新加坡，拥有覆盖东南亚的物流网络和支付体系；Daraz总部设于巴基斯坦，拥有自建物流公司DEX；截至22Q1，Lazada、Daraz、Trendyol和速卖通拥有3.05亿名年活跃消费者。11月，阿里巴巴合作中国（无锡）跨境电子商务综合实验区，结合今年累计发布关于跨境电商发展的，具备出海用户基础和多国电商、履约及支付能力的公司可率先跑出。
- 菜鸟**：截至22Q3，菜鸟围绕中国零售商业所构建的履约基础设施已经能为300个以上城市提供送货上门服务，菜鸟驿站数量超过17万个。随着10月2座国际分拣中心投入服务，海外分拣中心总数累计达12座，可同时为国内、国际用户提供端到端物流服务，享电商出海协同效应。
- 本地生活服务**：「到家」业务饿了么22Q2实现UE转正，平均订单金额正逐渐提升。「到目的地」业务高德在国庆期间达到日活2.2亿人，随着《优化疫情防控的二十条措施》逐步落实，出行活动可将该部分用户彻底激活，经调整EBITA亏损率持续收窄。
- 云计算**：22Q3云计算增速环比降幅，原因在于宏观经济形式不明朗，客户倾向做短期业绩提升动作。数字化转型趋势已定，预计2026年中国云计算市场有望达到900亿美元，约为2018年美国水准。阿里云连续多年被IDC和Gartner评价为中国云计算市场领导者，存在头部效应。
- 综上，阿里巴巴以综合电商为一级入口，围绕中国电商，在出海、履约、本地服务和云计算领域均取得成绩。“业绩底”已出，随着宏观环境、消费意愿和出行要求更加明确，预计实现估值、业绩双面修复戴维斯双击。

图表135: 阿里巴巴营业收入（百万）及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表136: 阿里巴巴经调整EBITA（百万）及增速

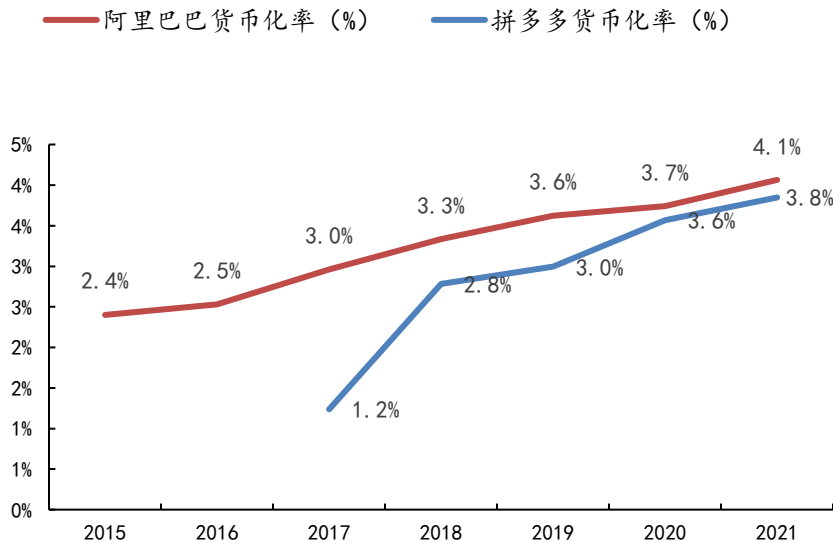


资料来源：公司公告，华安证券研究所

值得买：链接电商平台与消费者，导购提升消费决策效率

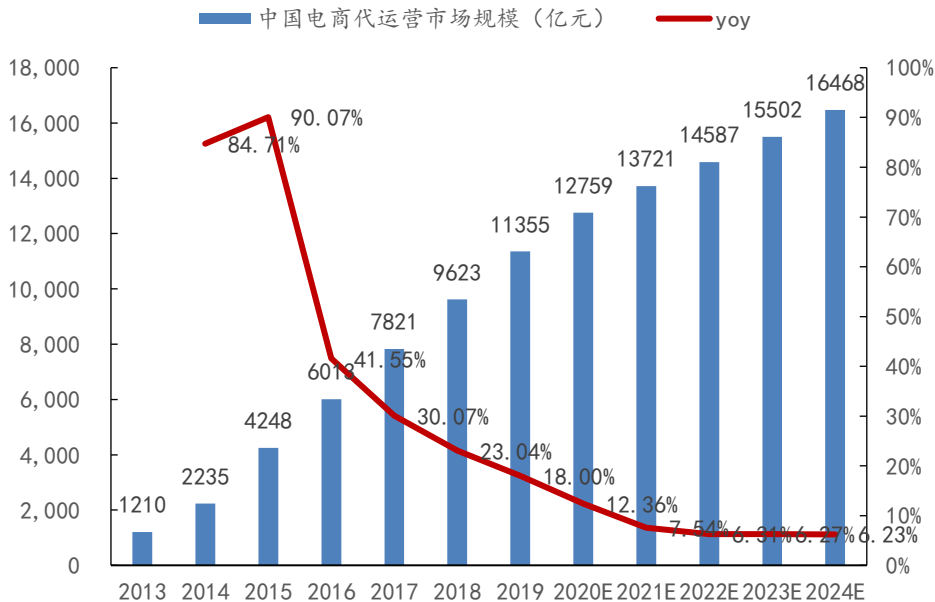
- 公司简况：**在互联网消费领域十余年，识别在线消费痛点：（1）消费者找货存在高决策成本；（2）商家找消费者存在高获客成本；（3）达人、主播找商品过程缺乏沟通渠道难以形成较优匹配关系。公司针对以上情况，已围绕消费内容、营销服务和消费数据推出三大核心业务。
- 市场规模：**值得买可以为天猫、京东、淘宝等主流电商及品牌商，和抖音、快手等平台的品牌商建立合作，通过**电商代运营**和**内容代运营**，完成立体化运营策略。根据头豹研究院数据，2024年中国电商代运营市场规模预计达到1.65万亿，19-24年CAGR为7.7%。根据Wind一致性预期，公司2022-2024年收入为13.99亿元、17.17亿元和20.60亿元，增速为-0.31%、22.73%、20.01%。

图表137：各大平台货币化率变化情况



资料来源：阿里巴巴，京东，拼多多，Wind，华安证券研究所

图表138：中国代运营市场规模及增速



资料来源：商务部，头豹研究院，华安证券研究所



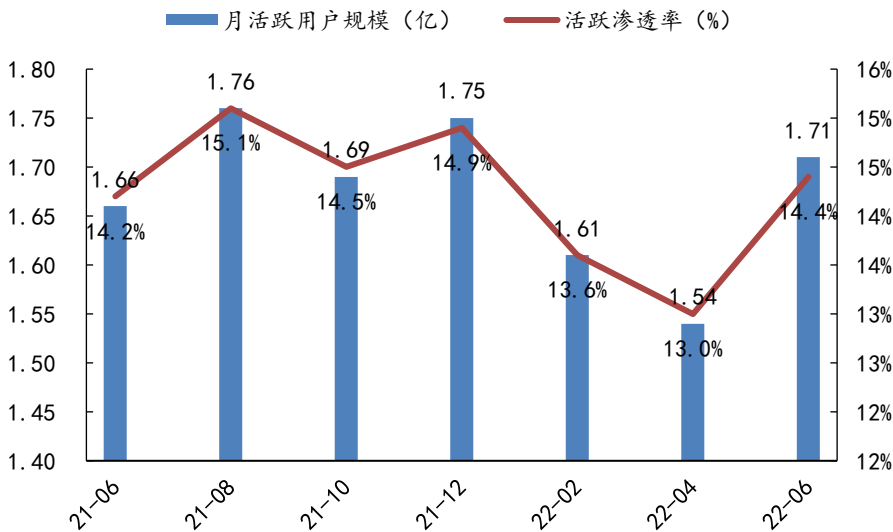
华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

本地生活：到家渗透热度不减，到店消费意欲回归

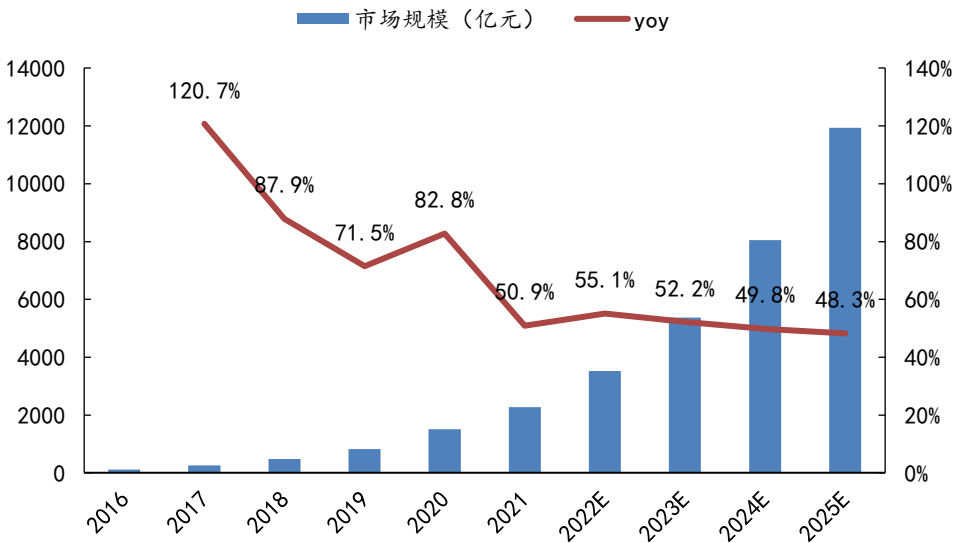
- O2O到家业务主要由餐饮外卖和即时零售两大业务构成。疫情期间，美团、饿了么、叮咚到家等外卖与即时零售平台均充当了民生保供重要角色。2022年5月，由发改委、工信部和网信办等多部门发布《关于深入推进智慧社区建设的意见》，鼓励社区购物消费、居家生活、公共文化生活、休闲娱乐、交通出行等各类生活场景数字化升级。
- 根据艾瑞咨询本地零售研究报告测算，2021年即时零售开放平台规模为2276亿元，预计2025年有望达到11936亿元，2021-2025年CAGR高达51%。
- 此外，QuestMobile数据显示，截至2022年9月，地图导航行业和本地生活行业重合用户规模达5.08亿，相比1月提升17.7%。即涵盖商旅出行与本地生活或从业务中互相受益。

图表139:外卖服务行业月活跃用户规模趋势



资料来源: QuestMobile, 华安证券研究所

图表140:2016-2025E即时零售开放平台模式规模 (亿元)



资料来源: 中国连锁经营协会, 华安证券研究所



华安证券

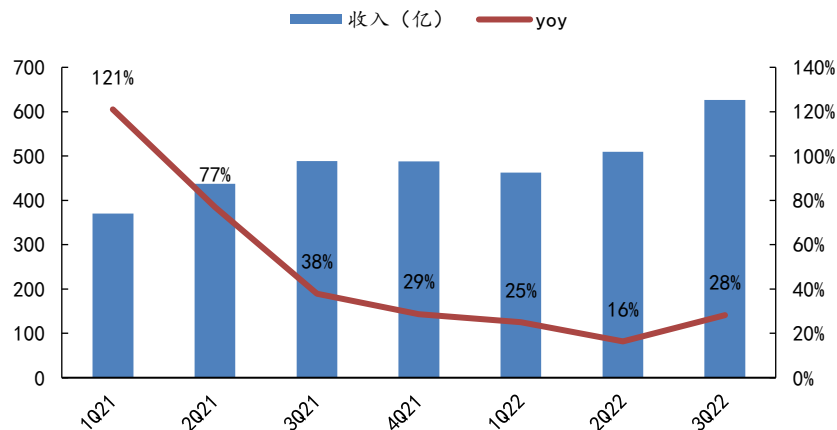
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

美团-W：核心本地商业需求稳固，降本增效效果显著

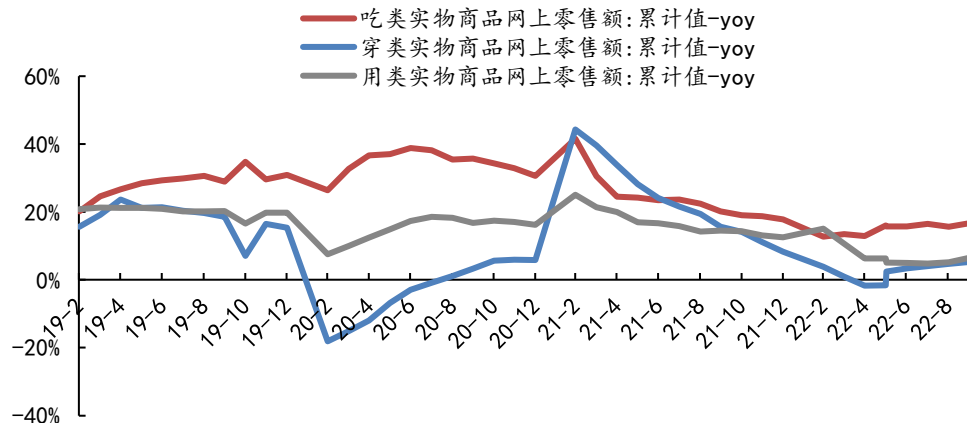
- 季度表现：**22Q3美团总营收为626.19亿元，同比增加28.2%，收入已现明显拐点。交易用户数和活跃商家数目分别为6.87亿人和930万家，前者大幅超越彭博一致性预期33%。“食”作为刚性消费，体现用户使用的稳定性。
- 即时零售：**基于消费者画像，美团推出即时零售业务。截至22Q3季度，即时配送交易笔数50.25亿笔，同比增加16.2%。供给侧配给美团闪电仓、全城送药服务，便利消费者在疫情逐渐放开环境下在线购买生活物资和药品，增强美团闪购万物到家的消费者心智。
- 吃类商品：**根据统计局月度数据，实物商品网上零售额累计增速吃类远高于穿类、用类，消费优先级确认美团核心本地商业营收的稳定性。
- 盈利预测：**新十条发布后，上海宣布娱乐场所、餐饮服务场所不再查验核酸阴性证明，多地陆续跟进。减少到店环节限制，能够增加居民到店消费频次，提升餐饮、到店酒旅商家经营信心，拉动佣金和在线营销服务收入。我们预计2022-2024年公司收入为2177亿元、2752亿元和3596亿元，增速为22%、26%和31%。经调整净利润为50.68亿元、146.76亿元和346.81亿元。我们看好美团的经营、组织和业务壁垒，看好其“极致执行”的组织在零售领域的长期探索。

图表141:美团季度收入及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表142:实物商品网上零售额累计增速



资料来源：统计局，华安证券研究所



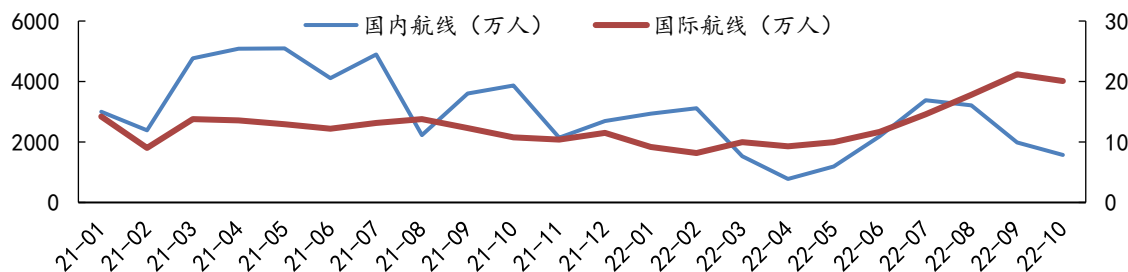
华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

携程集团-S：出行需求旺盛，落实“新十条”扩商旅半径

- 宏观调控：**根据中国民航月度运输生产统计，疫情成为影响居民出行的最重要因素。尤其在2022年3-5月和8-11月，奥密克戎病毒传播较为严重，多地的防控措施使出行被极大遏制，因此均出现较为明显的旅客运输量回调。6月起，美签重新开放和疫情整体可控，国内、国际旅客运输量迅速回暖，上半年旅游市场亦逐渐修复，即出行意愿强，但仍存出行限制。12月7日，国务院疫情联防联控机制综合组发布“新十条”，中国铁路宣布火车不再查验48小时核酸阴性证明，从政策层面打破出行限制，后续道路交通、铁路、航空出行需求有望兑现成为具体订单。
- 盈利预测：**根据公司收入结构，交通票务的恢复进度略高于其他业务，考虑到持续存在的出行需求，新十条逐步落实有望推动交通票务业务增长，旅客商旅半径扩大带动行程两端酒店、旅游等业务收入增长。根据彭博一致性预期，2022-2024年收入为211.39亿元、320.87亿元和373.35亿元，增速为5.57%、51.79%和16.36%。归母净利润为-0.42亿元、33.83亿元和51.99亿元，增速为92.39%、8182.94%和53.68%。

图表143：中国民航月度旅客运输量



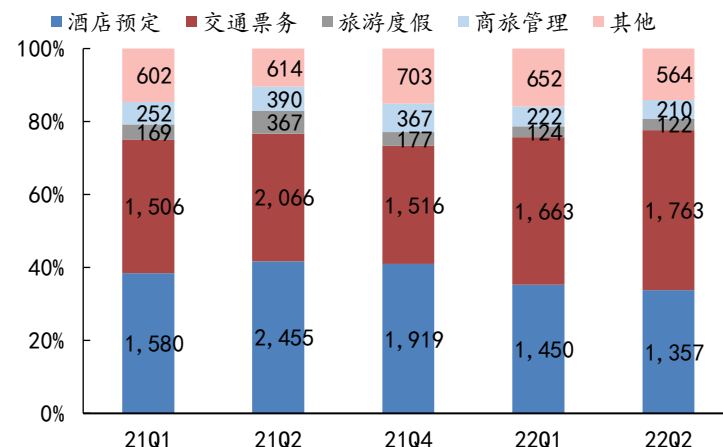
资料来源：民航局，华安证券研究所

图表144：2022年上半年中国旅游市场数据

	元旦	春节	清明	五一	端午
出游人数 (万人)	13,300	25,100	7,542	16,000	7,961
yoy	11.1%	-2.0%	-6.2%	-0.2%	-10.7%
恢复至疫前同期的		73.9%	68.0%	66.8%	86.8%
旅游收入 (亿元)	755	2,892	188	647	258
yoy	11.2%	-3.9%	-30.9%	-2.9%	-12.2%
恢复至疫前同期的		56.3%	39.2%	44.0%	65.6%

资料来源：文旅部，迈点研究院，华安证券研究所

图表145：公司收入结构

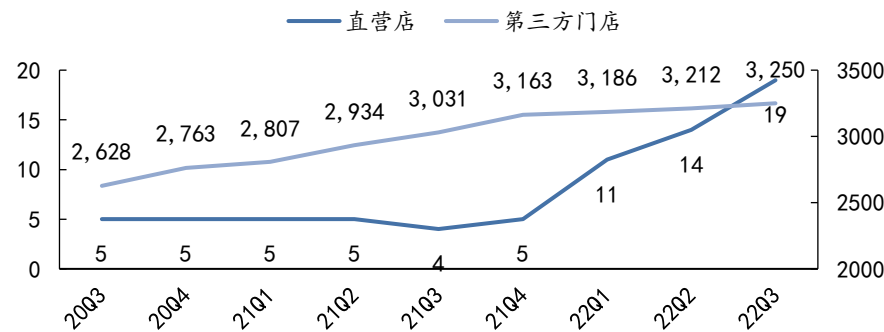


资料来源：公司公告，华安证券研究所

名创优品：遍布全球知名商圈，极致满足消费群体需求

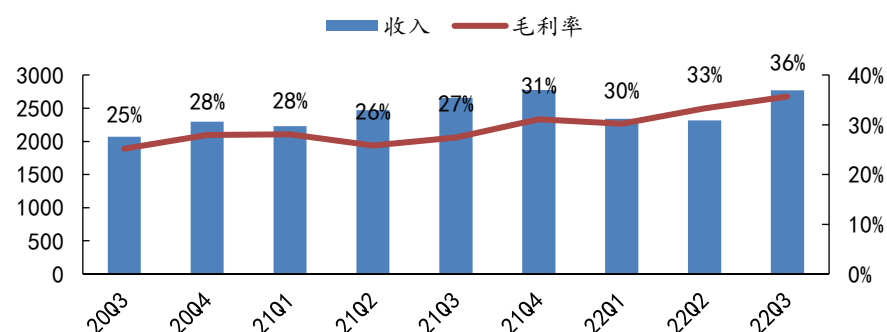
- 公司概况：**名创优品通过对消费者的深入洞察提出“兴趣消费”，旗下品牌MINISO在海外的门店数量已经突破5000家，并成功进入100多个国家和地区，在北京、上海、纽约、洛杉矶、巴黎、伦敦等国内外知名城市的商圈均有设店，IP联名款吸引到店并提升产品毛利。公司于2020年登陆纽交所并代码“MNSO”，并于今年7月登陆港交所。
- 门店情况：**22Q3，公司国内门店数量为3226家，海外门店数量为1973家，其中第三方门店占比居多。海外门店毛利贡献由去年同期的24%提升至33%，毛利率优于国内门店，随着海外门店占比提升带动综合毛利率结构性提升。此外，截至2021年底，名创优品与全球超过75个IP授权商合作，包括漫威、NBA、迪士尼、腾讯和故宫，为公司贡献更高的产品毛利，IP与自主品牌产品占比增加，持续提升内生毛利率。
- 盈利预测：**受宏观环境波动，广州在11月的闭店率超过40%。随着防疫“新十条”的推出，居民到店消费和门店展业将逐步恢复至疫情前状态。随着海内外商圈和消费的复苏，门店UE和平均年化收入正逐步优化。根据Wind一致性预期，公司2022-2024财年收入为115.56亿元、135.40亿元和153.99亿元，增速为14.58%、17.17%和13.73%。2022-2024财年归母净利润为11.58亿元、13.99亿元和16.91亿元，增速为81.94%、20.76%和20.87%。

图表146: 中国门店数量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表147: 收入（百万）及毛利率（%）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：名创优品2022财年对应自然年份2021年7月1日至2022年6月30日

目录

- 1 互联网行业大盘及行情回顾：中国移动互联网用户规模稳健增长，移动视频、移动社交用户粘性持续提升
- 2 短中长视频（直播电商）：短视频流量及变现维持高景气度，中长视频提质增效为主旋律
- 3 电商及本地生活：网上零售渗透率再创新高，主要电商平台完善用户体验，提供矩阵式供给
- 4 游戏：政策确定性增强，积极布局出海，头部厂商pipeline储备有序
- 5 元宇宙：硬件及基础设施持续创新，内容持续丰富，不断赋能应用层
- 6 影视院线：“新十条”优化叠加双旦档期，观影需求有望率先修复
- 7 产业互联网：赋能产业互联网获政策鼓励，互联网平台能力打包输出空间大
- 8 广告：短期承压，信息流广告成为主要广告类型，头部效应有所加强，22Q3主要互联网广告公司普遍出现拐点，明年修复可期
- 9 网络文学及在线音乐：文化输出受政策鼓励，中国网络文学出海已成为新增长点，在线音乐行业有望处高增速

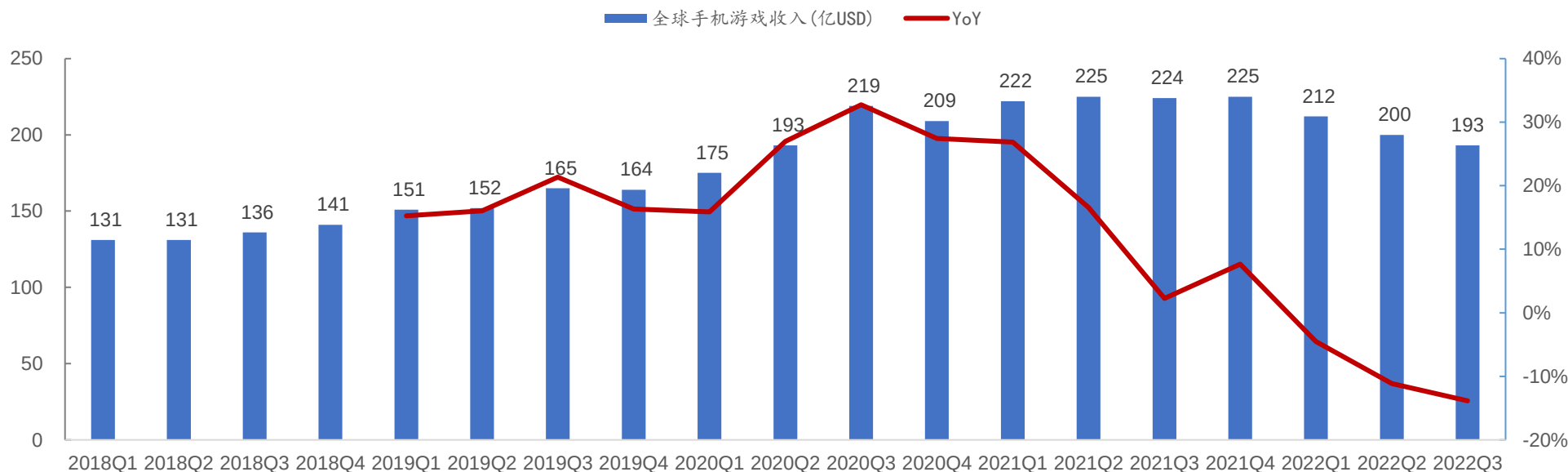
游戏投资建议

- **国内版号持续发放，政策确定性增强。**监管收紧有助于供给侧结构优化，抑制无序扩张，排除粗制滥造游戏，老牌厂商可以更好的通过游戏产品储备，平滑周期底部收益，新锐精品厂商可以更好的通过深耕垂类，持续赢得客户留存和复购，通过口碑营销实现拓圈。
- **全球游戏产业受全球科技及消费周期影响，2022前三季度承压，长期仍有空间，目前处估值底部。**以美国为首的发达国家通胀高企，宏观逆风因素下，压缩玩家在游戏领域的消费支出。但长期来看，游戏作为互联网行业商业化变现路径最清晰的产品之一，同时为丰富人们的文化娱乐生活创造极高价值，在科技创新及消费进入复苏阶段之后，有望快速复苏。
- **头部厂商积极探索出海，产品居全球手游收入榜首。**腾讯控股(并表Supercell)，米哈游，网易-S，三七互娱，莉莉丝海外份额稳定，头部厂商pipeline储备正常有序。
- **建议关注：**国内版号确定性增强，未成年保护法影响逐步减弱，出海积极布局，建议关注利润改善超预期，具备稀缺拳头产品，22年已获游戏版号且积极布局出海的腾讯控股；自研IP矩阵孵化叠加海外IP合作打出组合拳的网易-S；游戏出海能力已经验证的三七互娱。

全球手游收入22Q1-Q3受制于宏观逆风因素，达到671亿美元(YoY -9.84%)

- 22Q3全球手游收入达到193亿美元(YoY -13.8%,QoQ -3%)。根据Sensor Tower 22年9月公布的数据，IOS平台119亿(YoY -9.8%)，谷歌安卓平台74亿(YoY -16.9%)。过去4个季度全球手游收入达到830亿美元，2021年全球全球手游收入为896亿美元。22Q1-Q3手游收入达到605亿美元，21Q1-Q3手游收入671亿美元，YoY -9.84%。
- 游戏产业受全球科技及消费周期影响，在创新驱动的基础上，具备可选消费属性。目前，游戏行业处于产品创新周期底部，缺乏实质创新，同时以美国为首的发达国家通胀高企，宏观逆风因素下，压缩玩家在游戏领域的消费支出。但长期来看，游戏作为互联网行业商业化变现路径最清晰的产品之一，同时为丰富人们的文化娱乐生活创造极高价值，在科技创新及消费进入复苏阶段之后，有望快速复苏。

图表148:全球手机游戏收入(google android + IOS) (亿CNY)



资料来源: Sensor Tower, 华安证券研究所



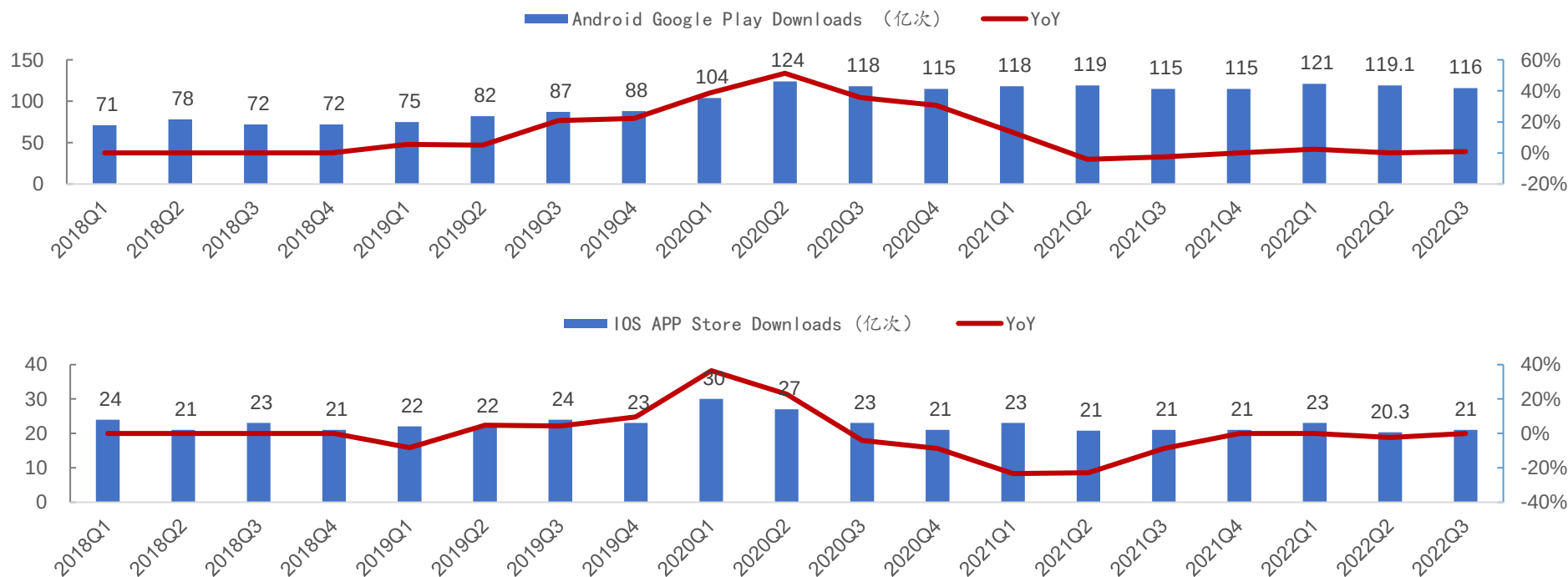
华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

全球手游用户增长22Q3基本持平，谷歌安卓端用户新增表现优于苹果IOS端

- 全球手机游戏下载量可以较好的衡量全球游戏用户新增情况，根据sensor tower数据显示，2022年Q3全球手机游戏下载量达到137亿，其中谷歌安卓平台116亿，苹果IOS平台21亿，跟去年Q3相比，基本下载量持平。在游戏下载方面，22Q1-Q3，受益于智能手机下沉之后(印度、中东、拉美、东南亚)带动的游戏用户数量增加，谷歌安卓端仍有一定增长(22Q1-Q3 YoY 1.2%)，苹果IOS端呈轻微负增长(22Q1-Q3 YoY -0.8%)。

图表149:全球手机游戏下载量(IOS + Google Android)



资料来源: Sensor Tower, 华安证券研究所



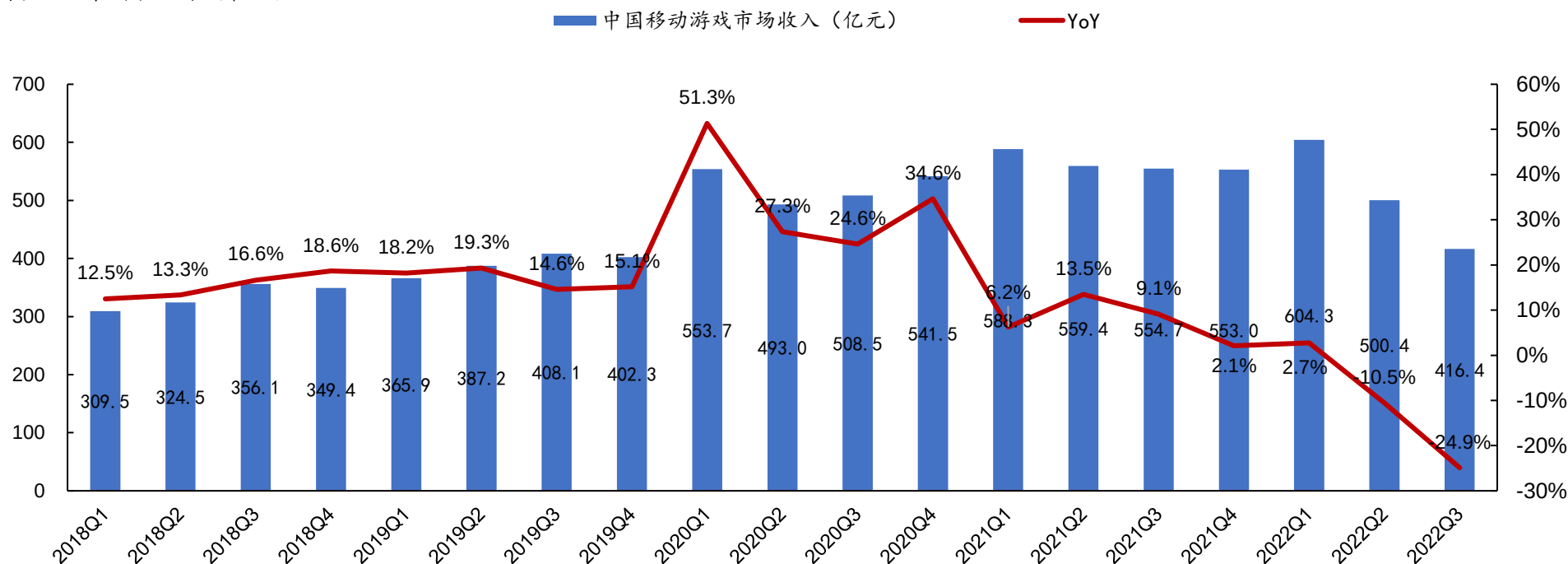
华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

国内移动游戏市场22Q3收入416.4亿元，受版号发放数量减少影响，同比下降24.9%

- 2022年Q3中国移动游戏市场收入达到416.4亿元，YoY 24.9%，QoQ 16.8%。2021年中国移动游戏市场收入达到2225.4亿，同比提高7.5%。
- 2022年Q1-Q3整体国内游戏大盘承压，基于以下3点原因：1) 受到版号发放数量减少影响（2020年发放1413款，2021年755款，2021年8月-2022年3月游戏版号停发，2022年4月-11月发放380款，其中5月和10月停发）；2) 中国游戏厂商产品储备较弱；3) 未成年人保护政策影响游戏用户活跃度；4) 受全球宏观逆风因素影响，玩家在消费支出上的意愿较弱。

图表150: 中国移动游戏市场收入



资料来源：伽马数据，华安证券研究所

全球游戏行业2020-2025市场空间(玩家数量和游戏收入)

- 2022年预计全球游戏玩家31.98亿人，亚太地区玩家数量最多达17.46亿人，占比54.6%；中东地区增长最快，2022年同比增长12.4%，达到4.88亿，占比约15%。全球游戏玩家中亚太地区是依然并将长期作为全球游戏的主要市场（中国、日本、韩国占主导），中东市场是快速崛起的市场。根据Newzoo研究，2025年预计玩家数量将达到5.9亿。2025年全球游戏玩家(含移动和PC等全部终端)数量有望突破35.3亿。
- 2022年预计全球游戏收入1912亿美元（YoY -0.8%），移动游戏（手机+平板）达到979亿（YoY -1.5%），占比51.2%，主机游戏（PS4\PS5\Xbox等consoles）达到529亿（YoY -2%），占比27.7%。2025年全球游戏收入有望达到2257亿美元，对应2022-2025复合增长率5.7%，主要驱动因素在于产品的推陈出新（产品周期2-3年），玩家付费天花板随着人均收入增长和对游戏娱乐消费认同感增强而提高。

图表151: 2020-2025全球游戏玩家数量和游戏收入

备注：以下移动游戏数据统计及测算口径基于Newzoo，和Sensor Tower不同，Sensor Tower仅包括IOS和Google Play，Newzoo口径包括IOS,Google Play和其他渠道

	2020	2021	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E
全球玩家数量(百万)	2,686	2,958	3,198	3,346	3,445	3,534
yoy	6.9%	10.1%	8.1%	4.6%	3.0%	2.6%
亚太	1,447	1,615	1,746	1,813	1,845	1,877
yoy	8.7%	11.6%	8.1%	3.8%	1.8%	1.7%
中东	377	434	488	528	561	592
yoy	4.9%	15.1%	12.4%	8.2%	6.1%	5.6%
欧洲	386	408	430	443	452	453
yoy	4.0%	5.7%	5.4%	3.1%	1.9%	0.4%
拉美	266	289	315	336	355	372
yoy	5.3%	8.6%	9.0%	6.7%	5.5%	5.0%
北美	210	212	219	226	233	239
yoy	6.3%	1.0%	3.3%	3.1%	3.0%	2.7%

	2020	2021	2022 E	2023E	2024E	2025E
全球游戏收入(亿美元)	1,778	1,928	1,912	1,994	2,084	2,257
yoy	22.0%	8.4%	-0.8%	4.3%	4.5%	8.3%
移动游戏	862	994	979	1,020	1,073	1,211
yoy	31.3%	15.3%	-1.5%	-1.5%	5.2%	12.9%
% of total	48.5%	51.6%	51.2%	51.1%	51.5%	53.7%
主机游戏	504	540	529	558	582	606
yoy	9.8%	7.1%	-2.0%	5.5%	4.3%	4.1%
% of total	28.4%	28.0%	27.7%	28.0%	27.9%	26.8%
PC	378	365	381	395	409	420
yoy	22.5%	-3.4%	4.3%	3.8%	3.4%	2.8%
% of total	21.3%	19.0%	19.9%	19.8%	19.6%	18.6%
网页游戏	33	29	23	21	20	19
yoy	-0.2%	-14.7%	-19.4%	-8.3%	-5.8%	-2.5%
% of total	1.9%	1.5%	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%

资料来源：Newzoo，Sensor Tower，华安证券研究所测算

全球手游竞争较为分散，中国厂商出海表现亮眼

图表152：海外(不含中国大陆)手游竞争格局

海外手游营收（中国大陆之外地区）			
公司名称	近12月手游业务收入 (含预估) (亿USD)	中国大陆之外地区 市占率 (%)	代理/自研的知名游戏
腾讯	47.1	8.8%	PUBG, 合并Supercell旗下游戏
动视暴雪	31.8	5.9%	炉石, 暗黑不朽, Candy Crush
Zynga Inc.	28.0	5.2%	Empires & Puzzles
米哈游	13.8	2.6%	原神, 崩坏3
网易	12.7	2.4%	荒野行动
NC Software	11.8	2.2%	Lineage天堂
三七互娱	10.9	2.0%	Puzzles & Survivals
GungHo	9.1	1.7%	Puzzles and dragons
Moon Active	7.6	1.4%	coin master
Electronic Arts Inc.	7.2	1.3%	Apex手游
Cybergame	6.8	1.3%	赛马娘
Niantic	6.6	1.2%	Pokemon go
Garena	6.5	1.2%	Free fire
Aniplex (Sony下属)	5.3	1.0%	FGO
莉莉丝	4.5	0.8%	万国觉醒
任天堂	4.4	0.8%	火焰纹章, 马里奥赛车
Rovio	3.4	0.6%	愤怒的小鸟
Kabam Games Inc.	3.0	0.6%	Disney, 漫威系列
总计	220.3	41.1%	
近12个月全球非中国大陆手游收入	535.7		

*注意：以上部分手游业务收入含从第三方游戏产品数据测算，如有出入请与公司实际披露的数据为准
资料来源：各公司年报，Sensor Tower，华安证券研究所整理

- 海外厂商中动视暴雪，Zynga，NC software市占率较高，分别达到5.9%，5.2%，2.2%。
- 动视暴雪**旗下King主要发行轻度休闲手游，比如Candy Crush，其余收入较多的手游包括，炉石，暗黑破坏神不朽，使命召唤手游等。
- Zynga**为美国的社交游戏公司，Empire&Puzzles是三消类RPG游戏，较好的将画面剧情和休闲游戏玩法结合在一起。
- NC Software**为老牌韩国游戏公司，Lineage(天堂)系列手游(Lineage M于2017年上线)为公司贡献主要收入，Lineage手游脱胎于Lineage端游（曾1998年在韩国上线）。
- 国内厂商出海份额较稳定的公司包括：**腾讯控股**（并表Supercell），**米哈游**，**网易-S**，**三七互娱**，**莉莉丝**等。



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

国内手游竞争格局稳定，强者恒强行业集中度较高

图表153：中国大陆手游竞争格局

中国大陆手游营收			
公司名称	21年中国大陆手游收入(含预估) (亿CNY)	中国大陆市占率 (%)	代理/自研的知名游戏
腾讯控股	967.4	49.0%	王者荣耀, 和平精英
网易	373.7	18.9%	梦幻西游, 率土之滨
三七互娱	114.3	5.8%	斗罗大陆:魂师对决
世纪华通	83.5	4.2%	传奇系列
完美世界	74.2	3.8%	梦幻新诛仙
哔哩哔哩	50.9	2.6%	FGO
米哈游	49.5	2.5%	原神, 崩坏3
吉比特	45.6	2.3%	一念逍遥, 摩尔庄园
中手游	39.6	2.0%	航海王热血航线
莉莉丝	35.9	1.8%	万国觉醒, 剑与远征
游族网络	25.2	1.3%	少年三国志2
创梦天地	23.0	1.2%	梦幻家园, 神庙逃亡
心动公司	20.0	1.0%	香肠派对
多益网络	18.5	0.9%	神武4
掌趣科技	13.8	0.7%	全民奇迹2, 一拳超人
巨人网络	10.8	0.5%	征途系列
鹰角	10.5	0.5%	明日方舟
祖龙娱乐	9.2	0.5%	龙族幻想, 鸿图之下
叠纸	6.1	0.3%	奇迹暖暖, 恋与制作人
Funplus	2.6	0.1%	阿瓦隆之王
总计	1974.2	87.5%	
21年中国大陆手游收入	2255.0		

*注意：以上部分手游业务收入含从第三方游戏产品数据测算，如有出入请与公司实际披露的数据为准
资料来源：各公司年报，七麦数据，Sensor Tower，华安证券研究所整理

- 中国手游市场头部效应明显，集中度较高。CR2（腾讯，网易）占据2021年国内手游市场份额67.9%；CR20占据87.5%。
- 国内商业化和创新较强的厂商分为4类：
 - ①Top2：**腾讯控股**、**网易-S**均有较强自研和发行实力，品牌优势显著，占据前2份额。
 - ②老牌厂商：**三七互娱**发行自研实力均较强，坚持研运一体有忠实用户群；**世纪华通**传奇系列IP有较强的商业化变现基础，用户群体稳定；**完美世界**自研和发行双轮驱动，和腾讯有较多合作；**吉比特**具备丰富打造超高商业回报的热门游戏的经验，诸如摩尔庄园，一念逍遥等等。
 - ③平台型新贵：**哔哩哔哩**依托较强的二次元用户基础，通过代理发行日本二次元游戏，在国内二次元游戏垂类赛道地位较高，成功代理游戏包括FGO，公主连结等；**心动公司**依托TapTap平台优势，较好的将用户转化留存，香肠派对等游戏品质和商业化表现均有较高水准。
 - ④精锐新势力：**米哈游**自研创新实力较强，为二次元3D大世界题材的游戏建立了较好的标杆；**莉莉丝**游戏全球发行实力强，对于买量投放调优经验丰富。

华安证券研究所

国内政策影响已经边际递减，游戏行业已经轻装上阵

监管收紧之下，老牌厂商和新锐精品厂商有望稳固行业地位：

- 监管收紧本质是供给侧结构优化，抑制无序扩张，排除粗制滥造游戏；
- 老牌厂商可以更好的通过游戏产品储备，平滑周期底部收益；
- 新锐精品厂商可以更好的通过深耕垂类，持续赢得客户留存和复购，通过口碑营销实现拓圈。

行业受到官方媒体及权威机构较正面的评价：

- 2022年11月16日，人民财评发布评论文章，深度挖掘电子游戏产业价值机不可失；
 - 2022年11月22日，中国音数协游戏工委、中国游戏产业研究院联合伽马数据共同发布《2022中国游戏产业未成年人保护进展报告》。
- 相隔263天，2022年4月版号审批重启，今年累计已经下发310款游戏版号，相比前2年减少较多，2021年发放755款，2020年发放1413款：
- 2022年4月，版号恢复，共45款获批版号，距离2021年8月游戏版号停发共263天；
 - 2022年6月，60款游戏获批版号；7月，67款；8月，69款；9月，69款；11月70款；
 - 自停发以来，腾讯和网易分别于2022年9月首次获得游戏版号。

图表154:2021年至今游戏行业政策文件

时间	政策文件/事件	政策
2021.04	《游戏审查评分细则》	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。
2021.04	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）》	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、开展网络游戏消费教育
2021.08	国家新闻出版署下发《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》	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；严格落实网络游戏用户账号实名注册和登录要求
2021.09	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	认真制定执行方案和实施细则，全力做好各项防沉迷工作；坚决落实实名认证，精准识别用户
2021.10	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。
2022.03	国家网信办发布《未成年网络保护条例（征求意见稿）》	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
2022.03	中宣部出版局接受《中国新闻出版广电报》专访	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
2022.04	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》	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

资料来源：人民日报，中宣部，网信办，广电总局，游戏工委，教育部，国家新闻出版总署，华安证券研究所整理



华安证券

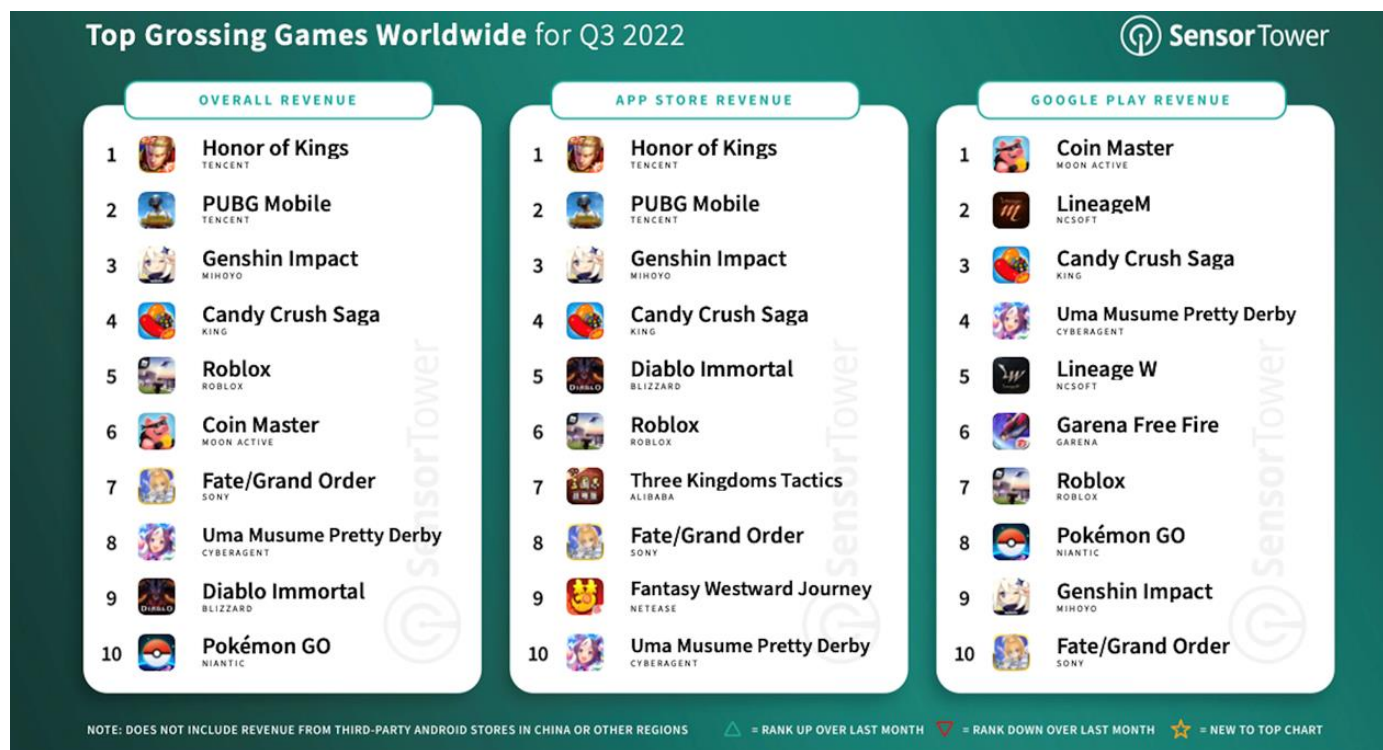
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

2022Q3全球流水最高的10款手游中，腾讯、网易和米哈游的产品入围

- 根据Sensor Tower，2022年Q3全球手游收入（口径IOS+Google Android）前三名均为中国厂商游戏，分别是腾讯的王者荣耀，PUBG（合并和平精英）和原神，分别为MOBA，“吃鸡”和开放大世界RPG题材，收入分别达到6.4亿美元，4.5亿美元和3.7亿美元。
- 米哈游的原神自20年9月上线以来，已经获得37亿美元收入（口径IOS+Google Android，若考虑国内安卓其他渠道，收入将更多）。
- 网易和暴雪合作的暗黑破坏神不朽达到收入榜第9名（网易研发，暴雪负责海外部分发行，该游戏海外主要收入由暴雪获得）。

图表155:2022年Q3全球手游收入top 10



资料来源：Sensor Tower，华安证券研究所



华安证券

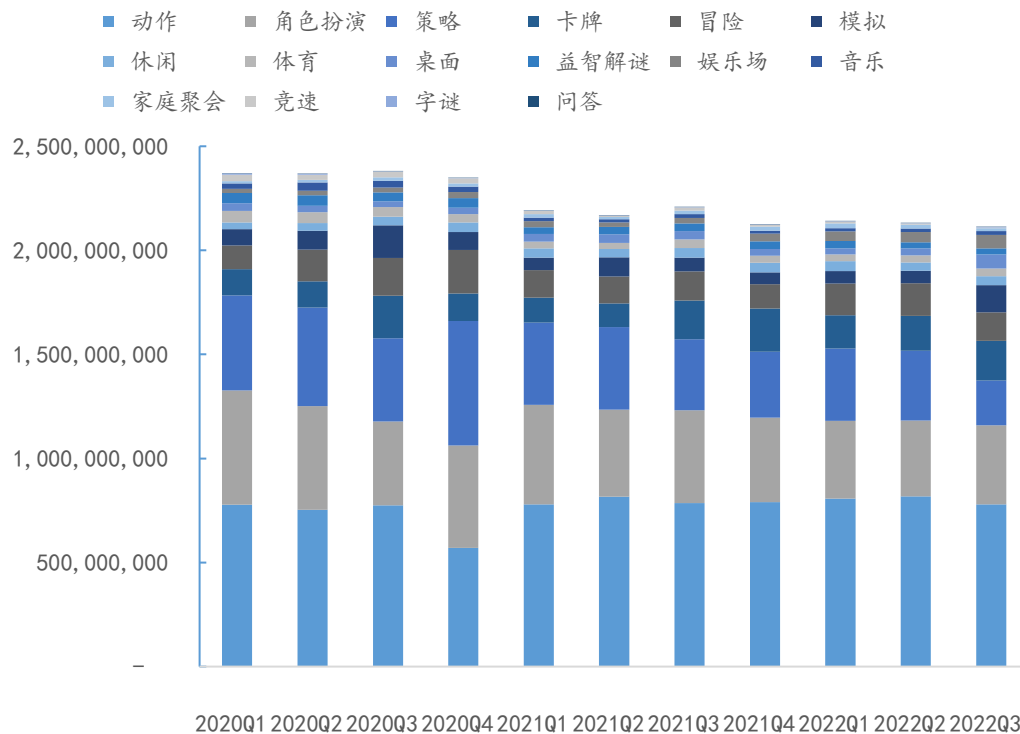
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

2022Q3国内手游流水最高的品类为动作，三大核心品类(动作,RPG,策略)占据大盘70%流水

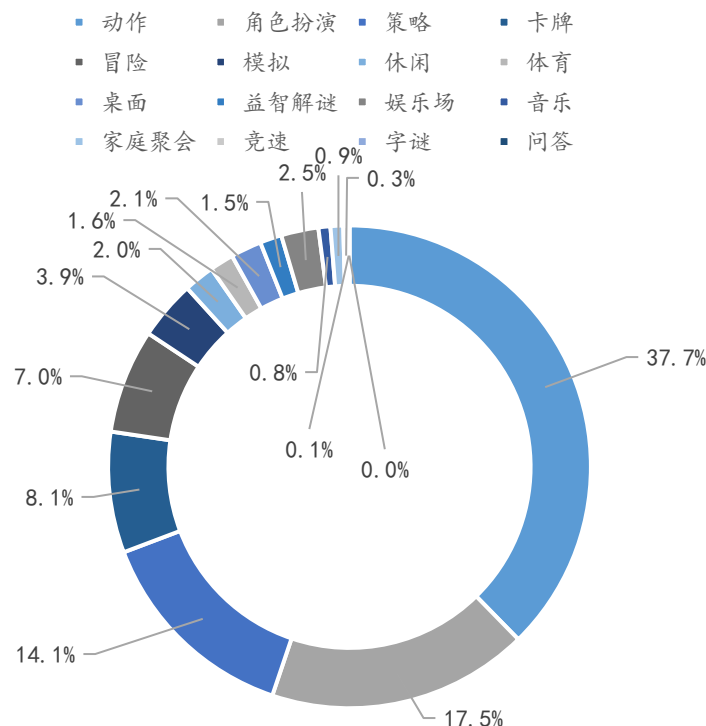
- 根据七麦数据，2022Q1-Q3手游流水最高的（IOS平台）是动作品类，占37.7%，其次为角色扮演占17.5%，策略占14.1%。动作，RPG和策略三大品类占大盘流水70%以上。

图表156：2020Q1-2022Q3各品类IOS端游戏流水情况（USD）



资料来源：七麦数据，华安证券研究所

图表157：2022Q1-Q3各品类IOS端游戏流水占比



资料来源：七麦数据，华安证券研究所

腾讯控股：利润改善Q3超预期，22年获得2款游戏版号，视频号商业化有望提速

- 2022年预计腾讯营收达到5573.4亿，YoY -0.5%；游戏业务，受制于版号发放节奏及产品周期老化，今年有一定程度下滑，但22年9-11月获得2款新版号，22Q4年战锤40K，Nikke上线，口碑表现良好，有望贡献边际增量；网络广告、金融科技及企业服务在Q3环比有一定改善，Q4视频号有望收入超10亿，金融科技和消费绑定较强，这两个板块均有望随着消费复苏重新获得增长弹性。
- 2022年预计腾讯Op Income (Non-IFRS) 达到1541.5亿，占营收27.7%；Net Income (Non-IFRS) 达到1161.3亿，占营收20.8%。公司利润端将持续改善，受益于公司的降本增效策略。

图表158：腾讯控股利润表摘要

腾讯控股 (0700.HK) 利润表摘要								
	2020	2021	2022 E	2023 E	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4 E
营业收入 (百万元)	482,064	560,042	557,342	615,125	135,471	134,034	140,093	147,744
YoY	27.8%	16.2%	-0.5%	10.4%	0.18%	-3.06%	-1.60%	2.47%
1) 增值服务	264,212	291,496	287,882	300,596	72,738	71,683	72,727	70,734
游戏 (不包含社交游戏)	156,101	174,314	170,542	176,845	43,638	42,483	42,927	41,494
YoY	36.1%	11.7%	-2.2%	3.7%	0.17%	-1.32%	-4.39%	-3.05%
Domestic	121,357	128,800	125,065	128,933	33,000	31,800	31,200	29,065
YoY		6.1%	-2.9%	3.1%	-1.00%	-1.45%	-7.14%	-1.81%
International	34,744	45,514	45,477	47,912	10,638	10,683	11,727	12,429
YoY		31.0%	-0.1%	5.4%	4.00%	-0.95%	3.78%	-5.84%
社交网络	108,111	117,182	117,340	123,751	29,100	29,200	29,800	29,240
YoY	26.8%	8.4%	0.1%	5.5%	1.03%	0.82%	-1.66%	0.44%
2) 网络广告	82,271	88,666	80,119	91,563	17,988	18,638	21,443	22,050
YoY	20.3%	7.8%	-9.6%	14.3%	-17.56%	-18.37%	-4.68%	2.47%
3) 金融科技及企业服务	128,086	172,195	181,841	215,241	42,768	42,208	44,844	52,021
YoY	26.4%	34.4%	5.6%	18.4%	9.58%	0.75%	3.53%	8.47%
4) 其他	7,495	7,685	7,500	7,725	1,977	1,505	1,079	2,939
YoY	-0.9%	2.5%	-2.4%	3.0%	-1.74%	-1.05%	-20.25%	5.00%
Op Income (Non-IFRS)	149,404	159,539	154,149	172,796	36,538	36,667	40,907	40,037
% of revenue	31.0%	28.5%	27.7%	28.1%	27.0%	27.4%	29.2%	27.1%
Net Income (Non-IFRS)	122,742	123,788	116,131	139,159	25,545	28,139	32,254	30,193
% of revenue	25.5%	22.1%	20.8%	22.6%	18.9%	21.0%	23.0%	20.4%

资料来源：公司季报，华安证券研究所整理



华安证券

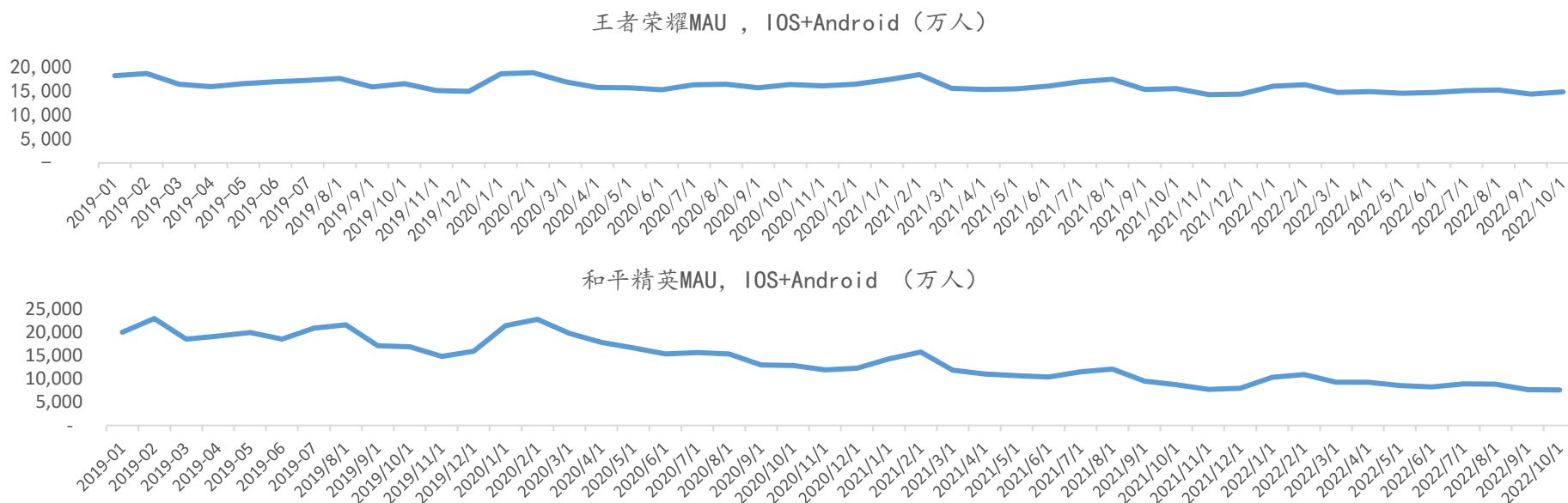
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

腾讯控股：王者荣耀在MOBA赛道一枝独秀，看好其长期留存及复购

- 王者荣耀22Q1, Q2, Q3, 平均月度MAU均有同比下滑, 分别为-8.2%, -5.8%, 和-10.1%, 22Q3 平均月度MAU约1.48亿用户, 在未成年人保护政策收紧之前的2021年Q2平均月度MAU约为1.54亿用户; 和平精英22Q1, Q2, Q3, 平均月度MAU均有同比超过2位数的下滑, 分别为-27.3%, -18.6%, 和-23.4%, 22Q3平均月度MAU约0.85亿用户, 在未成年人保护政策收紧之前的2022年Q2平均月度MAU约为1.07亿用户。
- MOBA赛道相比“吃鸡题材”赛道竞品较少, 而新进入者由于不具备用户网络效应, 往往无法立足, 所以作为MOBA赛道中的龙头产品, 王者荣耀有望持续保持现在的玩家数量地位; 同时, 相比“吃鸡题材”而言, MOBA游戏更容易通过推出新英雄, 调整旧英雄数值的平衡性, 和推出限量特效皮肤等方式, 带给玩家更多新鲜感, 更易于拉动复购, 甚至拉高付费天花板。所以后续看好“王者荣耀”的表现优于“和平精英”。

图表159：腾讯控股主要产品MAU数据跟踪（单位：万人）



资料来源：Quest Mobile, Data AI, 华安证券研究所整理



腾讯控股：产品pipeline储备正常有序，积极出海

- 国内，未来1-3个季度，黎明觉醒，手工星球，劲乐幻想，合金弹头觉醒等游戏有望上线为公司贡献新的边际增量；
- 海外，关注王者荣耀国际版，饥荒新家，Clash Heroes，重生边缘，沙丘觉醒等。

图表160：腾讯重点游戏Pipeline（更新至2022年Q4，以下仅为从版号获得情况推测的预计时间，实际发布时间以公司披露为准）

市场	类别	名称	游戏简介	取得版号日期	研发方	时间线				
*更新至2022年Q4；以下情景得出是基于版号获得时间和曝光游戏视频中所推测的研发进度，实际情况请以公司披露为准。										
						2021H1- 2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1
国内	手游	黎明觉醒	射击/末日	2020/4/27	光子			预计		
		地下城与勇士	横版RPG	2017/2/8	NEXON					
		手工星球	沙盒建造/科幻	2020/11/30			预计			
		劲乐幻想	劲舞团类型	2021/7/22	纵深乐琪		预计			
		合金弹头:觉醒	横版闯关	2022/11/16	天美		预计			
		我们的星球	沙盒建造/科幻	无				预计		
		最强美职篮2	体育竞技	无	光子			预计		
		洛克王国手游	IP/回合制养成	无	魔方			预计		
		阿凡达重返潘多拉	IP/射击	无	祖龙娱乐			预计		
		王者荣耀IP矩阵(MMO, 自走棋, 横版闯关等)	IP/MMO等	无	天美					
		暗区突围	射击竞技	2021/6/11	魔方	2022/7/13 上线				
	LOL电竞经理	经营养成	2021/6/28	天美	2022/7/20 上线					
端游	全境封锁2	IP/射击	2021/6/28	育碧			预计			
国际	手游	Honor of Kings, 王者荣耀国际版	MOBA		天美		预计			
		Moonlight Blade Mobile, 天涯明月刀国际版	MMORPG		北极光			预计		
		Don't Starve: New home, 饥荒新家	IP/生存		盛趣			预计		
		Clash Heroes	策略		Supercell			预计		
		Chimberland, 妄想山海	开放世界沙盒		像素软件	2022/7/14 上线				
		Tower of Fantasy, 幻塔	开放世界二次元		完美世界	2022/8/11 全球上线				
		Goddess of Victory: Nikke, 胜利女神：妮姬	二次元射击		ShiftUp	2022/11/4 上线				
		Alchemy Stars, 白夜极光	策略角色扮演		Tourdog	2021/6/17 上线				
	端游	Synced: Off-Planet, 重生边缘	射击/吃鸡		NEXT			预计		
		Dune: Awakening, 沙丘觉醒	MMO/生存		Funcom				预计	
		WarHammer40K:DarkTide, 战锤40K暗潮	射击/团队		Fatshark		2022/11/30 上线			
		Metal: Hellsinger, 重金属:地狱歌手	射击		The Outsiders	2022/9/15 上线				
	APEX Mobile	战术射击		EA	2022/5/17 上线					

资料来源：腾讯官网，Level Infinte官网，Supercell官网，腾讯季报，华安证券研究所整理

网易-S: 《永劫无间》和《暗黑:不朽》驱动健康增长, 旗舰游戏稳中求进

- 根据彭博预期, 2022年网易-S营收预计966.8亿, YoY 10.4%; 网易22Q3推出暗黑破坏神不朽, 游戏对公司边际增量贡献较大, 已经成为全球2022年Q3流水top10游戏, 同时旗舰经典游戏表现依旧较好, 包括梦幻西游、率土之滨、和明日之后等, 去年上线的永劫无间获得较好口碑拉动了公司整体PC端游戏的增长。云音乐, 有道, 和创新业务持续创新, 稳中向好。
- 根据彭博预期, 2022年网易-S经调整后的净利润有望达到233.3亿, 占营收24.1%, 相比去年22.6%, 有望持续改善, 公司的增长较为健康, 主要受益于网易自研游戏的规模优势和公司长期以来对平衡成本与创新投入的积累。

图表161: 网易-S利润表摘要 (预测值为彭博预期, 截止至2022年12月7日)

	网易-S (9999.HK) 利润表摘要							
	2020	2021	2022 E	2023 E	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4 E
营业收入 (百万元)	73,667	87,606	96,682	104,637	23,556	23,159	24,427	25,540
YoY	24.4%	18.9%	10.4%	8.2%	14.81%	12.84%	10.08%	4.79%
1) 游戏收入	54,609	64,053	73,307	79,388	17,273	18,140	18,699	19,195
YoY	17.6%	17.3%	14.4%	8.3%	15.29%	14.99%	17.61%	10.33%
手机游戏	39,264	45,149	46,865		11,555	11,127	11,917	12,266
YoY	18.5%	15.0%	3.8%		5.95%	4.92%	8.31%	3.23%
PC游戏	15,345	18,904	22,465		5,717	5,707	5,455	5,586
YoY	15.6%	23.2%	18.8%		40.30%	29.20%	11.39%	1.30%
其他游戏相关业务			3,976			1,306	1,328	1,343
YoY								
2) 创新业务和其他	10,995	11,201	9,434	8,622	3,015	1,872	1,968	2,579
YoY	-4.5%	1.9%	-15.8%	-8.6%	11.50%	6.11%	-33.95%	-31.27%
3) 有道	3,168	5,354	4,933	5,676	1,201	956	1,402	1,374
YoY	142.7%	69.0%	-7.9%	15.1%	-10.40%	-26.07%	1.09%	2.99%
4) 网易云音乐	4,896	6,998	9,008	10,951	2,067	2,192	2,357	2,392
YoY		42.9%	28.7%	21.6%	38.63%	29.48%	22.47%	26.60%
Adjusted Net Income	14,706	19,762	23,334	23,214	5,118	5,410	7,470	5,337
% of revenue	20.0%	22.6%	24.1%	22.2%	21.7%	23.4%	30.6%	20.9%

资料来源: 公司季报, bloomberg, 华安证券研究所整理



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

网易-S：自研IP矩阵孵化叠加海外IP合作，打出Pipeline组合拳

- 国内，关注倩女幽魂隐世录（已获得版号，上线在即），关注永劫无间手游和逆水寒手游，和后续阴阳师IP矩阵的游戏新作；
- 海外，关注哈利波特海外版，及关注近期上线的永劫无间海外版（PC+Console），暗黑破坏神不朽。

图表162：网易Pipeline（更新至2022年Q4）

游戏名称	重点跟进	自研/代理	题材	首曝日期	版号批准	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
未上线												
永劫无间 手游	重点跟进	代理	武侠吃鸡	2020/5/20	No						520首曝	
逆水寒 手游	重点跟进	自研	MMORPG, 武侠	2021/5/18	No	Alpha测试	520首曝					80%+完成度
零号任务	重点跟进	自研	非对称竞技, 写实, 欧美	2021/4/2	No	Alpha测试	4月2日首曝					
代号:世界	重点跟进	自研	阴阳师IP, 开放世界RPG	2020/5/20	No	Alpha测试		参加China Joy				
倩女幽魂隐世录	重点跟进	自研	倩女IP, 古风赛博RPG	2019/5/17	Yes							
冰汽时代 手游		代理	冰汽时代IP, 偏SLG, 策略	2021/5/15	No						海外googlePlay测	
阴阳师:妖怪小班		自研	策略/二次元/阴阳师IP/推理	2021/5/21	No							
蒸汽战机:联盟		代理	放置手游	2021/6/28	Yes							
陈情令 手游		代理	古风, 武侠	2020/5/20	No							
代号ATLAS		自研	射击/RPG, 海洋开放世界	2021/1/18	No							
伊格效应		自研	卡牌, 二次元, 剧情	2020/5/20	No							
超凡先锋		自研	养成生存射击, 吃鸡题材	2021/1/14	No							
星海求生		自研		2021/7/29	No							
湮灭效应		自研		2021/3/29	No							
维京之王		自研		2021/5/20	No							
代号:Onmyoji idol Project		自研		2020/5/20	No							
未知记录		自研		2021/5/20	No							
Project IN		自研		2021/5/20	No							
巅峰极速		代理		2021/5/20	No							
黎明杀机手游		代理		2020/2/29	No							
命运因子		代理		2021/12/18	No							
四驱兄弟:疾速奔跑		代理		2021/7/30	No							

资料来源：网易游戏官网，网易季报，华安证券研究所整理



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

目录

- 1 互联网行业大盘及行情回顾：中国移动互联网用户规模稳健增长，移动视频、移动社交用户粘性持续提升
- 2 短中长视频（直播电商）：短视频流量及变现维持高景气度，中长视频提质增效为主旋律
- 3 电商及本地生活：网上零售渗透率再创新高，主要电商平台完善用户体验，提供矩阵式供给
- 4 游戏：政策确定性增强，积极布局出海，头部厂商pipeline储备有序
- 5 元宇宙：硬件及基础设施持续创新，内容持续丰富，不断赋能应用层
- 6 影视院线：“新十条”优化叠加双旦档期，观影需求有望率先修复
- 7 产业互联网：赋能产业互联网获政策鼓励，互联网平台能力打包输出空间大
- 8 广告：短期承压，信息流广告成为主要广告类型，头部效应有所加强，22Q3主要互联网广告公司普遍出现拐点，明年修复可期
- 9 网络文学及在线音乐：文化输出受政策鼓励，中国网络文学出海已成为新增长点，在线音乐行业有望处高增速

元宇宙领域投资建议

- **VR领域受到政策持续鼓励，将维持高速增长。**VR/AR是元宇宙世界主要入口，在toC及toB领域均有应用场景，2026年全球VR+AR出货量有望达到3500万台，CAGR达33.41%。显示屏及光学组件产业链价值占比较高，有望收益。
- **GPU是元宇宙算力之源，未来增长将受益于AI云计算数据中心需求。**21Q2起，支持AI云计算的大型数据中心逐步取代游戏GPU成为GPU未来增长的主要驱动因素，GPU是应用层的基建，相关应用层有望拉动其增长。
- **AIGC将是元宇宙未来内容生产的形态之一，更加去中心化和智能化。**2022年12月Open AI发布聊天机器人ChatGPT免费测试，AIGC相比UGC及PGC具备一定优势，可提升供给，是元宇宙的另一个基建。
- **建议关注：**元宇宙相关领域持续得到政策鼓励，创新和探索持续，基础设施及硬件建议关注VR产业链，特别是价值较高的显示屏及光学组件产业链、GPU领域的英伟达；应用领域建议关注数字藏品领域及内容IP领域。

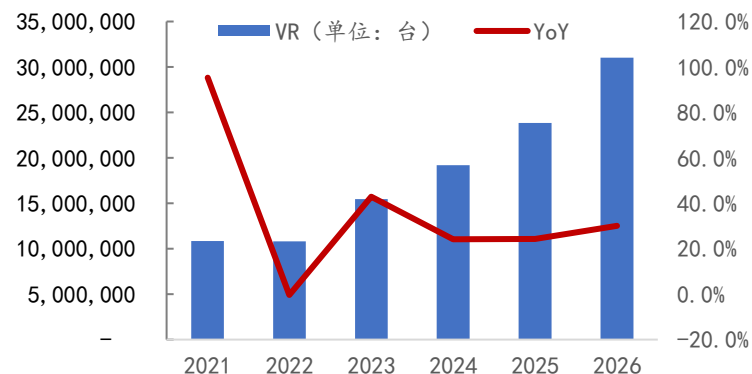
VR/AR是元宇宙世界主要入口，2026年全球VR+AR出货量有望达到3500万台

- **目前市场规模：**根据IDC预估，2022年VR/AR出货量有望达到1107万台，其中VR占比97.66%，AR占比2.34%，VR/AR处于产品试错及快速迭代的早期，消费者的渗透率还未开始大规模的提高，2022年同比2021年VR/AR出货量基本持平。
- **未来市场规模增长：**由于VR/AR可以在商用，消费(文化娱乐)，企业培训，医疗等应用场景中提供沉浸式的互动体验，有望获得较为有前景的用户增长，根据IDC预测，2022-2026年VR/AR的出货量有望高速增长，CAGR达33.41%，将从22年的1100万台，提高到26年的3500万台。
- **目前全球市场份额：**2021年Meta Oculus VR市占率80%，出货量896万台；DPVR市占率5.1%，出货量57.1万台；Pico市占率4.5%，出货量50.4万台；HTC市占率4.9%，出货量54.88万台。2022年Q2，Meta Oculus市占率85.9%，Pico 8.1%，DPVR 1.7%。在VR加速渗透的早期，国产VR产品一直占据一席之地。
- **国内政策：**VR产业一直受到政策鼓励，2022年11月工信部等部委印发了《虚拟现实与行业应用融合发展行动计划（2022—2026年）》的通知，加大了对VR产业的政策引导和关注。

图表163：VR/AR出货量预估

VR/AR出货量预估 (单位: 台)						
	2021	2022	2023	2024	2025	2026
VR (单位: 台)	10,850,601	10,814,973	15,452,116	19,187,034	23,846,043	31,013,645
YoY	95.4%	-0.33%	42.88%	24.17%	24.28%	30.06%
% of Total	97.45%	97.66%	96.85%	95.28%	93.14%	88.41%
AR (单位: 台)	283,732	259,185	503,085	950,118	1,755,515	4,065,111
YoY	-2.83%	-8.65%	94.10%	88.86%	84.77%	131.56%
% of Total	2.55%	2.34%	3.15%	4.72%	6.86%	11.59%
VR+AR (单位: 台)	11,134,333	11,074,158	15,955,201	20,137,152	25,601,558	35,078,756
YoY	90.47%	-0.54%	44.08%	26.21%	27.14%	37.02%
22-26 CAGR	33.41%					

资料来源：IDC，华安证券研究所





华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

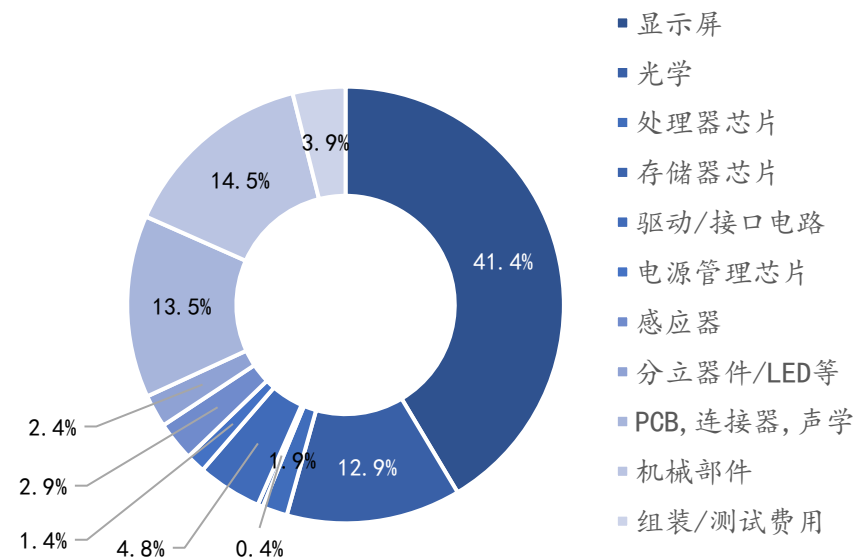
VR头显成本拆解：显示及光学模组是成本的主要驱动因素

- 根据海外研究机构(Road to VR)对Oculus Rift的成本拆解，VR显示器模组及光学组件的价值量占比达到50%以上，是VR成本的主要驱动因素。
- 从长期来看，VR设备未来发展的最佳路径是Pancake折叠光路和Micro-LED，AR是光波导技术和Micro-LED。显示及光学模组的原材料，设计，制造和测试环节，将影响终端产品的成本和质量。

图表164: Oculus Rift成本拆解

Oculus Rift 成本拆解		价格(USD)	价值量占比
Display	显示屏	69.0	41.4%
Lens	光学	21.5	12.9%
Processor Ics	处理器芯片	3.1	1.9%
Memory	存储器芯片	0.6	0.4%
User Interface Ics	驱动/接口电路	7.9	4.8%
Power Management Ics	电源管理芯片	2.4	1.4%
Sensors	感应器	4.9	2.9%
Misc. Electronics	分立器件/LED等	4.0	2.4%
Electromechanicals	PCB, 连接器, 声学	22.5	13.5%
Mechanicals	机械部件	24.1	14.5%
Assembly/Test Costs	组装/测试费用	6.5	3.9%
Sum	总计	166.6	100.0%

资料来源: Road to VR, 华安证券研究所



VR头显产业链拆解：显示及光学模组供应商将持续受益

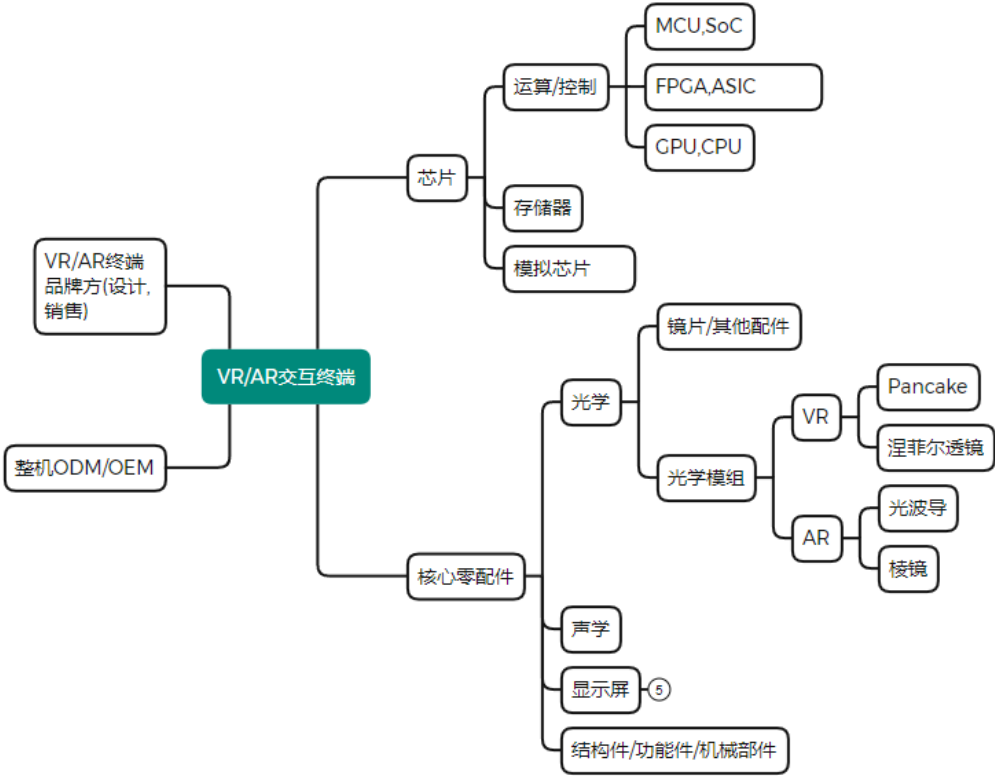
- VR头显加速渗透将带动整个VR产业链发展，其中在智能手机快速发展阶段已经积累较深know-how的光学及显示模组供应商将持续受益。
- 国内VR/AR主要的终端品牌方包括，Pico，大朋，爱奇艺，创维数字等。

图表165：VR头显产业链

光学	显示屏
Pancake方案	TCL
舜宇光学	京东方
歌尔股份	维信诺
三利谱	天马微
欧菲光	群创光电
联合光电	鸿利智汇
水晶光电	显耀科技
玉晶光	JDI
其他	夏普
福晶科技	LG
中光学	Sony
永新光学	
蓝思科技	

电池
德赛电池
紫建电子
欣旺达

PCB
东山精密
景旺电子
鹏鼎控股



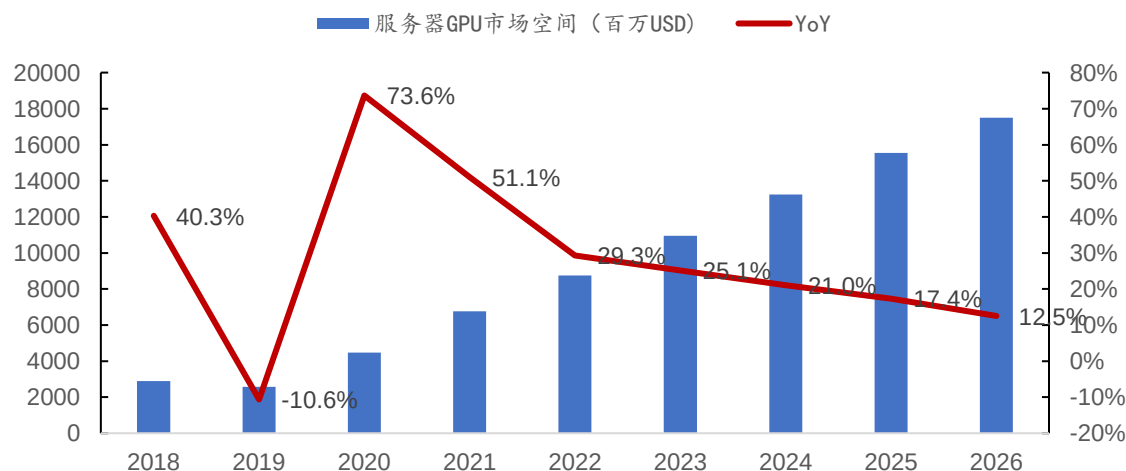
VR/AR品牌方	传感器	存储器	ODM/OEM
创维数字	韦尔股份	兆易创新	歌尔股份
爱奇艺	思特威	东芯股份	立讯精密
大朋	索尼	普冉股份	欣旺达
Pico	三星	紫光国微	国光电器
Oculus	模拟芯片	北京君正	奋达科技
HTC	圣邦股份	三星	领益智造
Nolo	芯朋微	SK海力士	广达
Nreal	富满电子	美光	和硕
	阿诺德	东芝	富士康
	德州仪器	SoC	安珀智能
		瑞芯微	伟创力
		全志科技	捷普
		乐鑫科技	龙旗科技
		博通集成	华勤技术
		晶晨股份	亿道集团
		瑞昱	结构/功能件等
		博通	长盈精密
		Nordic	蓝思科技
		高通	领益智造
		联发科	安洁科技
			兆威机电

资料来源：Wind产业链平台，《电工学原理与应用(A. Hambley)》，歌尔股份年报，创维数字年报，华安证券研究所整理

GPU：未来增长受益于AI云计算数据中心需求，是元宇宙算力之源

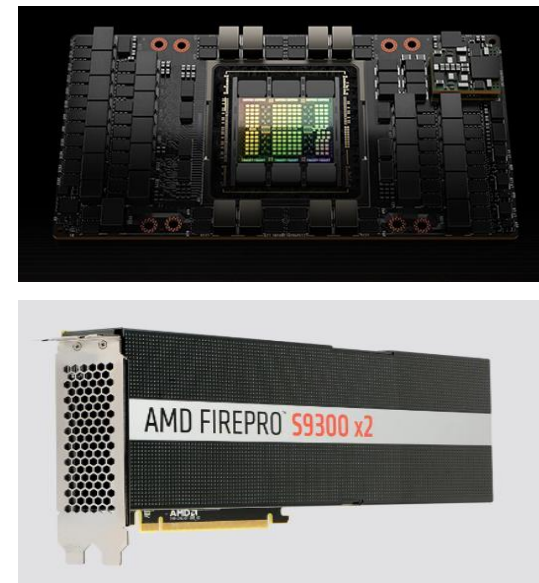
- GPU具有数百上千内核，可以处理大量并行运算，在某些专用计算领域，GPU比CPU运算速度快10至100倍。在AI云计算领域中，GPU逐渐被广泛使用。支持AI云计算的大型数据中心是GPU未来增长的主要驱动因素。2021年Q2英伟达数据中心用途的GPU收入首次超过游戏GPU的收入，2022年Q3英伟达数据中心GPU收入达到38.3亿美元(YoY 31%)，游戏GPU收入达到15.7亿美元(YoY -51%)。
- 2021年服务器GPU(数据中心使用)市场规模约67亿美元，2026年有望突破175亿美元，CAGR 21%。目前，服务器GPU的主要竞争者包括，英伟达，AMD和英特尔，其中英伟达份额占到主导地位。

图表166：服务器GPU(Server GPU)市场空间（百万USD）



资料来源：IDC，华安证券研究所

图表167：服务器GPU代表产品-Nvidia H100和AMD S9300X2

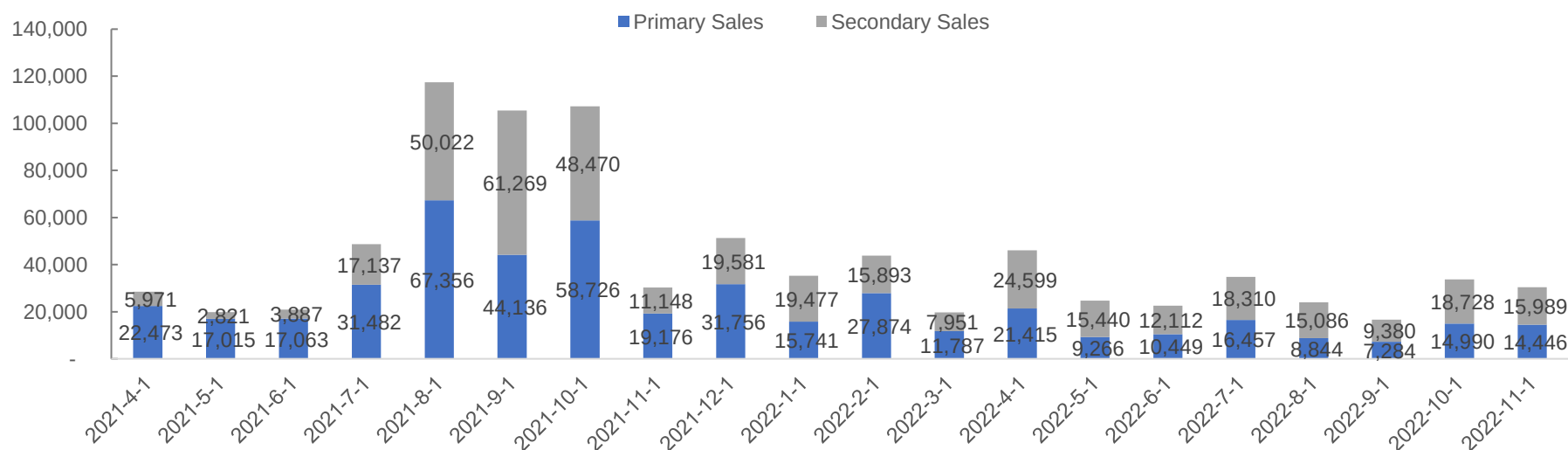


资料来源：英伟达官网,AMD官网，华安证券研究所

数字藏品和区块链技术：从数字孪生到数字原生，从中心化到去中心化

- 数字藏品是通过加密运算技术让虚拟资产（图片、音频等）写入智能合约，最终使其具备独立的认证代码和元数据，成为具有“独一无二”属性的收藏品，数字藏品的流通包括一次交易环节（初次发售）和二次交易环节（即数字藏品的二级市场，收藏者之间流通交易）。
- 2021年是“数字藏品”元年，全年数字藏品交易金额超过250亿美元（2020年约不到1亿美元），其中NFT平台商OpenSea的份额达到约60%左右，占据主要地位。2022年开始数字藏品热潮跟2021年8月相比有一定消退，同时受制于全球宏观因素影响，2022年前3季度NFT交易额呈下降趋势，根据路透社报道，22Q1NFT交易额125亿，2022Q4NFT交易额84亿，2022Q3NFT交易额34亿。
- 2022年全球NFT交易量（包括一次交易和二次交易）趋于稳定，2022年1月至11月的月均交易量在30000笔左右。
- 国内数字藏品的二次交易，暂时并未开放。上海市在22年8月发布的《上海市数字经济发展“十四五”规划》中指出，“支持龙头企业探索NFT（非同质化代币）交易平台建设，研究推动NFT等资产数字化、数字IP全球化流通、数字确权保护等相关业态在上海先行先试。”数字藏品，有望通过内容创新和商业模式创新，在政策持续的引导下，为提前布局数字藏品的公司带来超额受益空间。

图表168：全球NFT交易量（包括一次交易和二次交易）

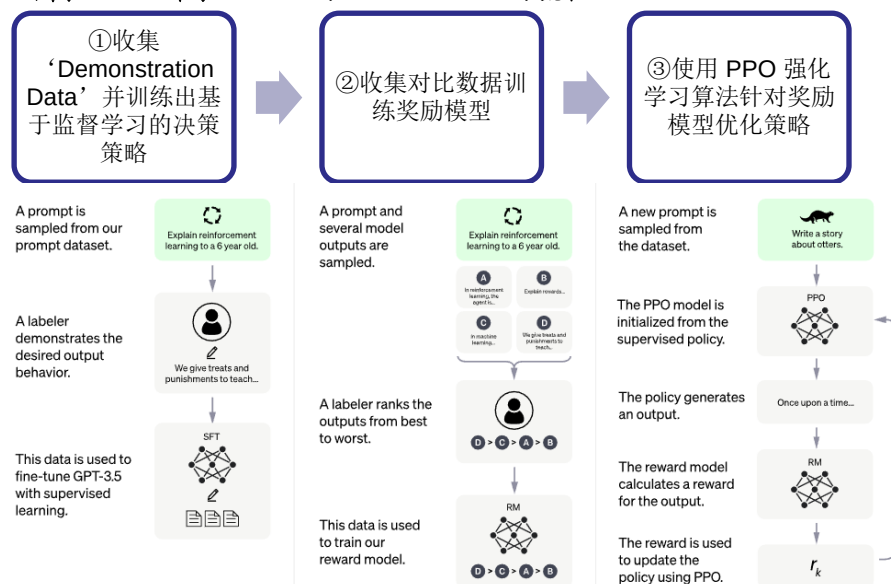


资料来源：Statista，华安证券研究所

AIGC：未来元宇宙的内容生产者之一，泛AIGC产品ChatGPT在22年12月备受瞩目

- AIGC即AI-Generated Contents，是UGC（User-Generated Contents）的延伸概念。
- UGC是内容平台/游戏用户生产-分享-消费的内容产品；内容质量是基于平台用户或者游戏玩家的创造力，内容数量是基于平台或游戏的用户生态。广义UGC的例子包括，抖音短视频，云音乐作品，沙盒游戏中玩家建造的场景，和Roblox游戏平台中游戏玩家搭建的关卡地图等。
- 而AIGC则是将UGC中的“用户(User)”替换成“人工智能(AI)程序”，也就是说，AIGC是基于AI程序自动生成的内容产品。
- AIGC将是元宇宙未来内容生产的形态之一，更加去中心化和智能化。2022年12月Open AI发布聊天机器人ChatGPT免费测试，ChatGPT是一个泛AIGC概念的易于理解的案例。用户可以和ChatGPT进行问答，机器人有较强的理解能力和解决问题能力，包括如何就一段程序代码如何修改给出建议等。

图表169：训练ChatGPT的Reward Model的流程



资料来源：Open AI官网，华安证券研究所

图表170：ChatGPT与用户对话解决代码问题



资料来源：Open AI官网，华安证券研究所

英伟达：新品不断发布，数据中心GPU驱动业绩成长，游戏GPU渠道库存仍待消解

- 2022年Q3英伟达营业收入达到59.3亿美元，同比下降16.5%。经调整净利润约14.56亿美元，同比下降51%。主要原因在于现金牛业务游戏GPU同比下滑超过51%，主要因为受制于半导体下行周期，游戏GPU库存仍待消解，全球宏观经济下行及供应链扰动。
- 目前数据中心GPU已经成为英伟达增长的主要驱动因素，自2022年Q1（包括Q1）以来，已经连续3个季度，数据中心GPU产品销售额超过游戏GPU。H100 Tensor Core GPU已经于Q3出货。游戏GPU新产品4090已经发布，采取Ada Lovelace架构。
- 根据公司业绩会上指引及彭博一致预期，2022年，公司营业收入有望达到269.3亿美元，有望和去年持平。

图表171：英伟达利润表摘要及资本开支（单位百万USD）（截止至2022年12月7日）

备注：2023E 对应财报期为 2022年1月1日 - 2022年12月31日，以此类推

英伟达 (NVDA) 利润表摘要								
	2021	2022	2023 E	2024E	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4 E
营业收入	16,675	26,914	26,930	29,281	8,288	6,704	5,931	6,007
YoY	52.7%	61.4%	0.1%	8.7%	46.41%	3.02%	-16.50%	-21.40%
Datacenter	6,696	10,613	15,267	17,672	3,750	3,806	3,833	3,878
YoY	124.5%	58.5%	43.9%	15.8%	83.11%	60.86%	30.55%	18.86%
Gaming	7,759	12,462	8,816	8,791	3,620	2,042	1,574	1,580
YoY	40.6%	60.6%	-29.3%	-0.3%	31.16%	-33.29%	-51.13%	-53.79%
Professional Visualization	1,053	2,111	1,514	1,093	622	496	200	196
YoY	-13.1%	100.5%	-28.3%	-27.8%	67.20%	-4.43%	-65.34%	-69.58%
OEM & IP	631	1,162	453	402	158	140	73	82
YoY	25.0%	84.2%	-61.1%	-11.2%	-51.68%	-65.77%	-68.80%	-57.53%
Automotive	536	566	880	1,323	138	220	251	271
YoY	-23.4%	5.6%	55.5%	50.3%	-10.39%	44.74%	85.93%	116.89%
Adjusted Operating Income	6,803	12,690	9,003	12,033	3,955	1,325	1,536	2,187
% of revenue	40.8%	47.2%	33.4%	41.1%	47.7%	19.8%	25.9%	36.4%
Adjusted Net Income	6,277	11,259	8,207	10,595	3,443	1,292	1,456	2,016
% of revenue	37.6%	41.8%	30.5%	36.2%	41.5%	19.3%	24.5%	33.6%
*资本开支								
Capital Expenditures	-1,128	-976	-1,846	-1,884	-361	-433	-530	-522
% of revenue	-6.8%	-3.6%	-6.9%	-6.4%	-4.4%	-6.5%	-8.9%	-8.7%

资料来源：Bloomberg，华安证券研究所

META: 核心产品矩阵面临增长瓶颈, VR产品仍处于投入期

- 2022年Q3 Meta收入277.1亿美元, 同比下降4.5%。净利润43.95亿美元, 同比下降52%。
- 收入下滑主要原因在于Meta核心产品用户增长进入放缓, 并面临Tiktok等创新产品直接竞争, 叠加全球宏观经济下行, 广告主广告投放意愿及开支下降, 驱动META Facebook和Instagram等核心产品广告收入下降。
- 利润下滑的主要原因在于Meta的Reality Labs (包括VR/AR相关业务) 持续亏损, 22Q3 Reality Labs亏损达36.7亿美元, 22Q1-Q3累计亏损达94.4亿美元。
- 根据公司指引及彭博一致预期, 2022年公司营收预计1160.3亿美元 (YoY -1.6%), 净利润265.4亿美元 (YoY -32.6%)。

图表172: META利润表摘要及运营指标 (单位百万USD) (截止至2022年12月11日)

	META Platforms (META) 利润表摘要							
	2020	2021	2022 E	2023 E	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4 E
Revenue	85,965	117,929	116,026	122,232	27,908	28,822	27,714	31,582
YoY	21.6%	37.2%	-1.6%	5.3%	6.6%	-0.9%	-4.5%	-6.2%
Family of Apps	84,826	115,655	113,916	117,614	27,213	28,370	27,429	30,904
YoY	20.8%	36.3%	-1.5%	3.2%	6.1%	-1.4%	-3.6%	-5.8%
Reality Labs	1,139	2,274	2,111	2,367	695	452	285	679
YoY	127.4%	99.6%	-7.2%	12.2%	30.1%	48.2%	-48.9%	-22.6%
Net Income (GAAP)	34,898	39,370	26,538	22,861	7,465	6,687	4,395	6,036
% of revenue	40.6%	33.4%	22.9%	18.7%	26.7%	23.2%	15.9%	19.1%
*资本开支								
Capital Expenditures	-15,115	-18,567	-31,867	-34,857				
*App运营指标								
Daily Active Users (DAUs), 百万	1,840	1,930	1,981	2,029	1,960	1,970	1,980	1,982
Monthly Active Users (MAUs), 百万	2,800	2,910	2,974	3,054	2,940	2,930	2,960	2,984
YoY	12.0%	3.9%	2.2%	2.7%	3.2%	1.0%	1.7%	2.5%
Average Revenue Per User (ARPU), 元	32	41	39	41	9.54	9.82	9.41	10.68
YoY	11.1%	99.6%	-7.2%	12.2%	2.9%	-3.0%	-5.9%	-7.7%

资料来源: Bloomberg, 华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

目录

- 1 互联网行业大盘及行情回顾：中国移动互联网用户规模稳健增长，移动视频、移动社交用户粘性持续提升
- 2 短中长视频（直播电商）：短视频流量及变现维持高景气度，中长视频提质增效为主旋律
- 3 电商及本地生活：网上零售渗透率再创新高，主要电商平台完善用户体验，提供矩阵式供给
- 4 游戏：政策确定性增强，积极布局出海，头部厂商pipeline储备有序
- 5 元宇宙：硬件及基础设施持续创新，内容持续丰富，不断赋能应用层
- 6 影视院线：“新十条”优化叠加双旦档期，观影需求有望率先修复
- 7 产业互联网：赋能产业互联网获政策鼓励，互联网平台能力打包输出空间大
- 8 广告：短期承压，信息流广告成为主要广告类型，头部效应有所加强，22Q3主要互联网广告公司普遍出现拐点，明年修复可期
- 9 网络文学及在线音乐：文化输出受政策鼓励，中国网络文学出海已成为新增长点，在线音乐行业有望处高增速

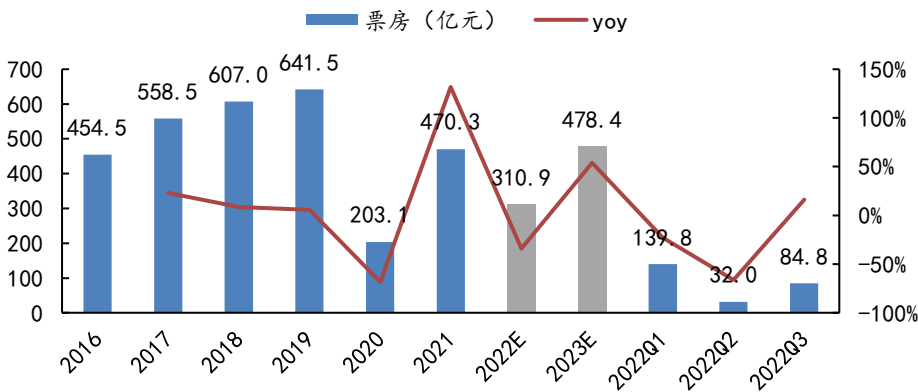
影视院线投资建议

- **观影消费券刺激下Q3票房恢复同比正增长，“新十条”优化有望助力行业修复：**22年前三季度中国电影票房同比下降26.4%，达256.6亿元。其中，22Q1同比下降22.8%，票房规模为139.8亿；22Q2由于部分地区疫情管控趋严，票房同比下降66.2%达32.0亿；22Q3疫情管控趋于常态化，同时国家电影局联合猫眼、淘票票、抖音等电影票务平台，于8月-10月发放1亿元观影消费券，消费券刺激下，票房同比恢复正增长，同比增加16.2%达84.8亿。
- **短期来看，由于疫情放开，院线需求侧会率先修复：**随着《阿凡达：水之道》、《小小乔》等一众海外大片定档12月，元旦档期加持下多部国产电影纷纷定档，包括《绑架游戏》（12.23）、《保你平安》（12.31）等，再叠加各地疫情政策的逐渐放开，12月院线有望回暖。
- **中长期来看，院线供给侧复苏可期：**疫情放开后，电影拍摄可正常进行，预计中长期电影供给量将有所增加，优质影片吸引下，会进一步刺激居民的观影需求。
- **建议关注：**关注疫后修复机会及公司影片储备，建议关注重点影片储备充足的中国电影、动画电影优势显著的光线传媒、在线票务龙头猫眼娱乐。

疫情影响下影院经营短期承压，观影消费券刺激下Q3票房恢复同比正增长

- 疫情影响下，影院停业叠加影片撤档，影院经营短期承压：22年前三季度中国电影票房同比下降26.4%，达256.6亿元。其中，22Q1同比下降22.8%，票房规模为139.8亿；22Q2由于部分地区疫情管控趋严，票房同比下降66.2%达32.0亿；22Q3疫情管控趋于常态化，同时国家电影局联合猫眼、淘票票、抖音等电影票务平台，于8月-10月发放1亿元观影消费券，消费券刺激下，票房同比恢复正增长，同比增加16.2%达84.8亿。
- 疫情放开后，电影拍摄工作恢复正常，上映电影数量的增加将推动23年中国电影总票房恢复至21年水平。

图表173：2016-22Q3中国电影总票房及同比增速



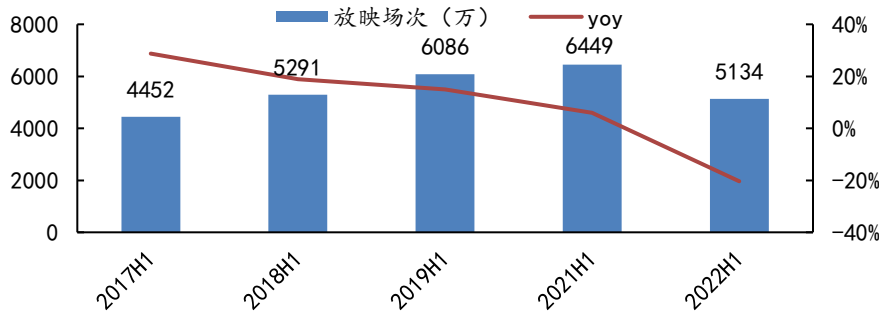
资料来源：猫眼专业版，国家电影局，华安证券研究所测算

图表175：2022电影惠民消费季入口（从左至右分别为：淘票票、猫眼、抖音）



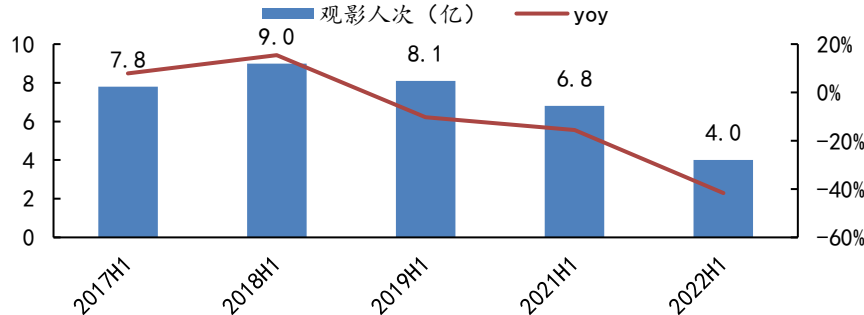
资料来源：淘票票，猫眼，抖音，华安证券研究所

图表174：17H1-22H1放映场次及同比增速



资料来源：艺恩内容智库-电影系统，艺恩娱数，华安证券研究所

图表176：17H1-22H1观影人次及同比增速



资料来源：艺恩内容智库-电影系统，艺恩娱数，华安证券研究所

头部影片体量回落，影片的档期依赖性有所降低

图表177：2022年影片票房TOP10

排名	上映日期	影片名称	国别	票房（亿）
1	2022-02-01	长津湖之水门桥	国产	40.7
2	2022-07-29	独行月球	国产	31.0
3	2022-02-01	这个杀手不太冷静	国产	26.3
4	2022-06-24	人生大事	国产	17.1
5	2022-09-30	万里归途	国产	15.8
6	2022-02-01	奇迹·笨小孩	国产	13.8
7	2022-06-10	侏罗纪世界3	进口	10.6
8	2022-02-01	熊出没·重返地球	国产	9.8
9	2022-07-08	神探大战	国产	7.1
10	2022-08-05	明日战记	国产	6.8

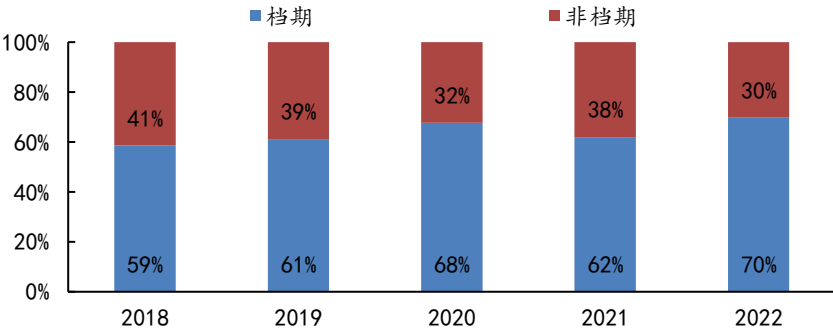
资料来源：猫眼专业版，华安证券研究所
注：截至到2022年12月4日，票房数据含服务费

图表179：2021年影片票房TOP10

排名	上映日期	影片名称	国别	票房（亿）
1	2021-09-30	长津湖	国产	57.7
2	2021-02-12	你好，李焕英	国产	54.1
3	2021-02-12	唐人街探案3	国产	45.2
4	2021-09-30	我和我的父辈	国产	14.8
5	2021-05-21	速度与激情9	进口	13.9
6	2021-07-30	怒火·重案	国产	13.3
7	2021-07-09	中国医生	国产	13.3
8	2021-03-26	哥斯拉大战金刚	进口	12.3
9	2020-12-31	送你一朵小红花	国产	12.0
10	2021-04-30	悬崖之上	国产	11.9

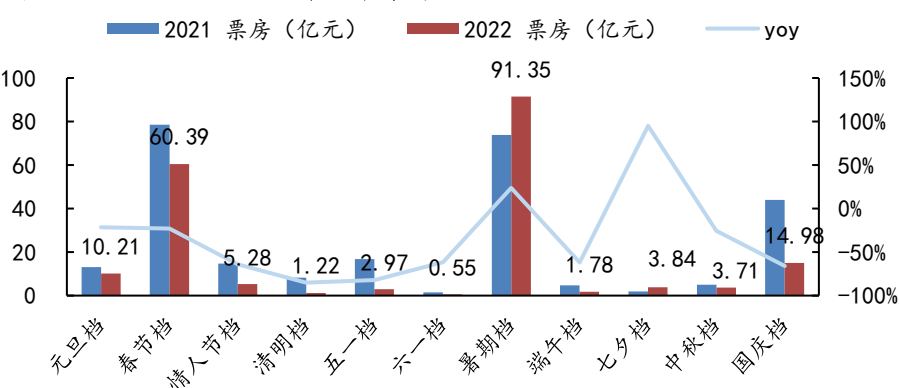
资料来源：猫眼专业版，华安证券研究所，票房数据含服务费

图表178：2018-2022年档期票房占比



资料来源：猫眼专业版，华安证券研究所
注：2022年数据截至12月4日，票房数据含服务费

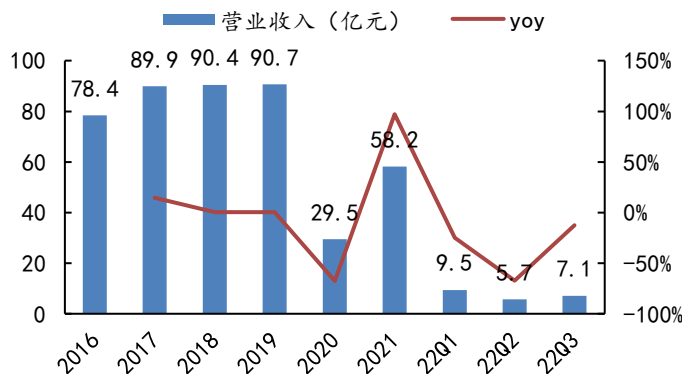
图表180：2021 VS. 2022年档期票房



资料来源：猫眼专业版，华安证券研究所
票房数据数据截至国庆档，含服务费

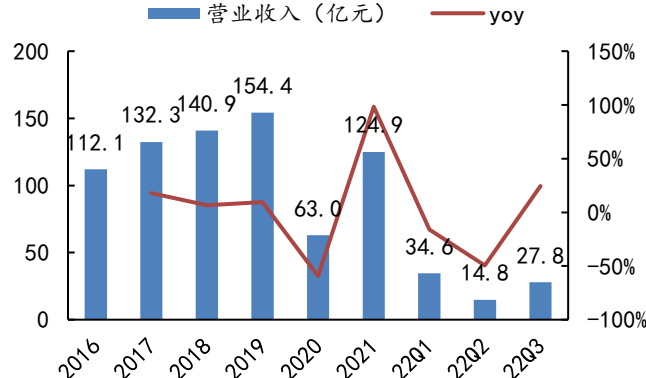
电影行业重点公司业绩指标

图表181：2016-2022Q3中国电影营业收入及同比增速



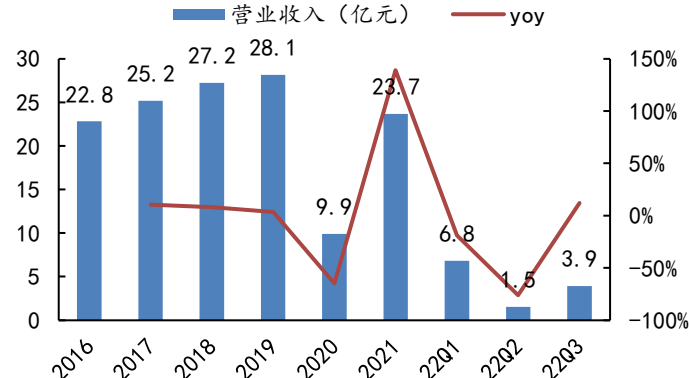
资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表182：2016-2022Q3万达电影营业收入及同比增速



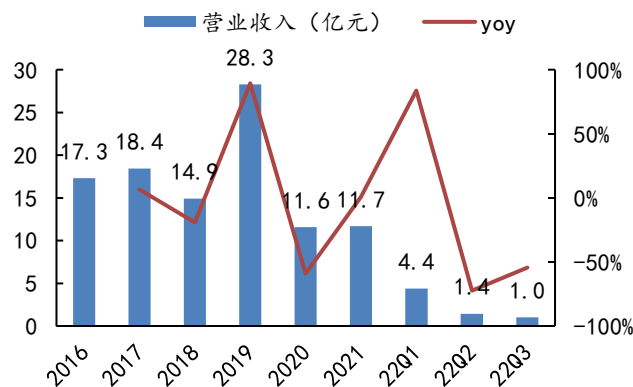
资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表183：2016-2022Q3横店影视营业收入及同比增速



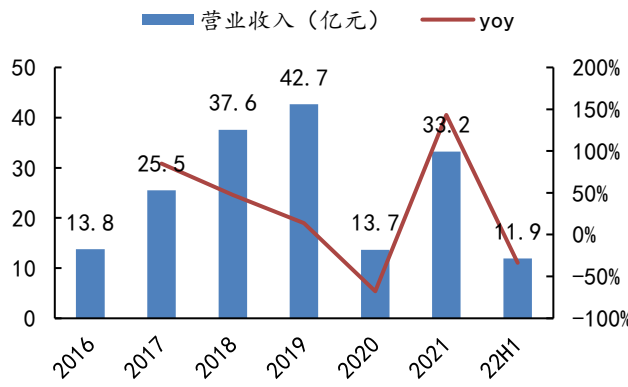
资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表184：2016-2022Q3光线传媒营业收入及同比增速



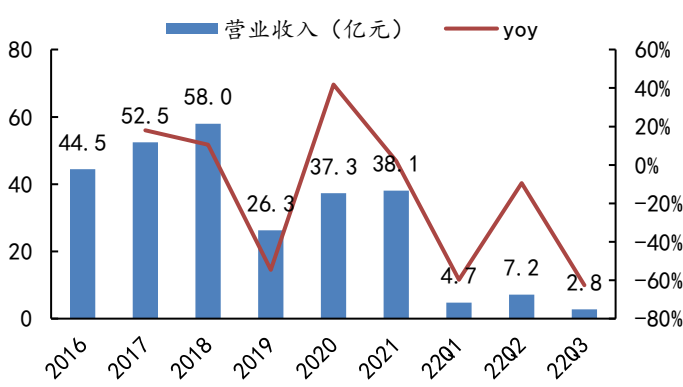
资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表185：2016-2022H1猫眼娱乐营业收入及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

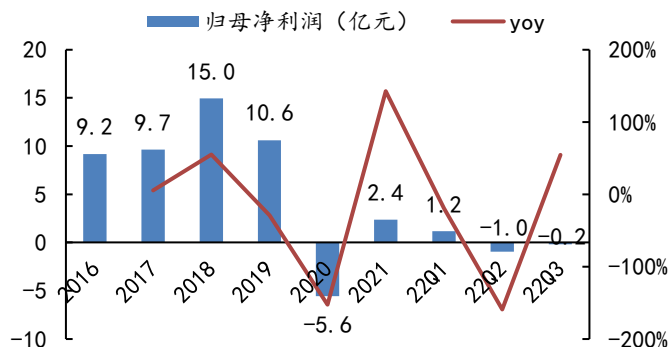
图表186：2016-2022Q3华策影视营业收入及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

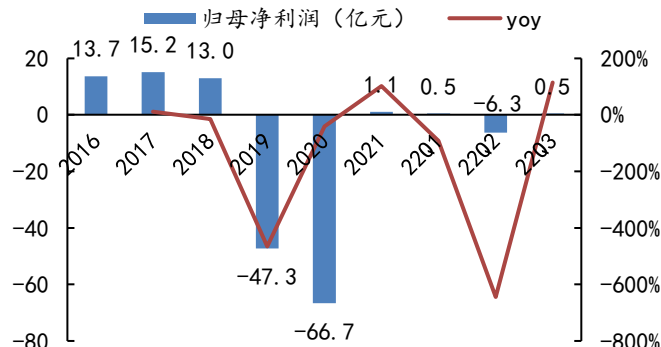
电影行业重点公司业绩指标

图表187: 2016-2022Q3中国电影归母净利润及同比增速



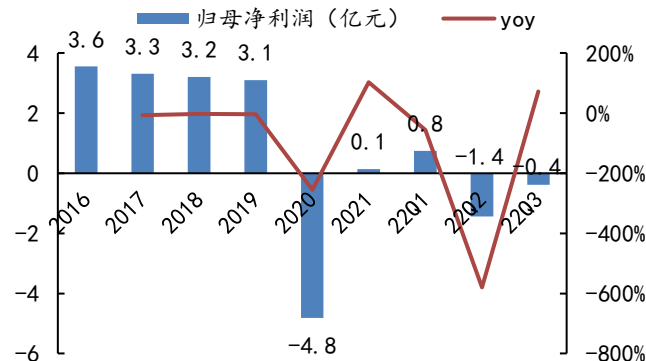
资料来源: 公司财报, 华安证券研究所

图表188: 2016-2022Q3万达电影归母净利润及同比增速



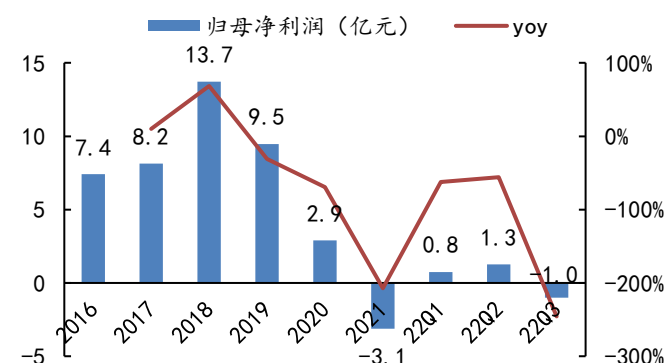
资料来源: 公司财报, 华安证券研究所

图表189: 2016-2022Q3横店影视归母净利润及同比增速



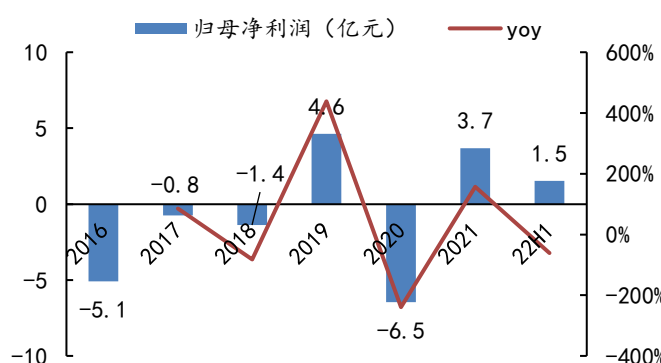
资料来源: 公司财报, 华安证券研究所

图表190: 2016-2022Q3光线传媒归母净利润及同比增速



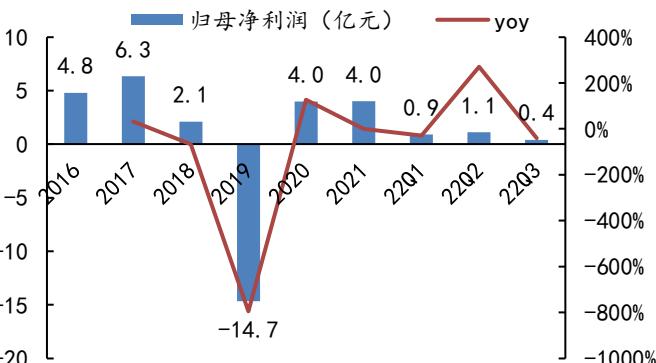
资料来源: 公司财报, 华安证券研究所

图表191: 2016-2022H1猫眼娱乐归母净利润及同比增速



资料来源: 公司财报, 华安证券研究所

图表192: 2016-2022Q3华策影视归母净利润及同比增速



资料来源: 公司财报, 华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

电影行业重点公司已播出电影表现及待播电影储备

图表193：2022年重点公司已播出电影影片票房

公司	2022年播出电影	票房（亿元）
中国电影	长津湖之水门桥	40.7
	独行月球	31.0
	人生大事	17.1
	奇迹·笨小孩	13.8
	熊出没·重返地球	9.8
	穿过寒冬拥抱你	6.7
	四海	5.4
万达电影	人生大事	17.1
	奇迹·笨小孩	13.8
	熊出没·重返地球	9.8
	哥，你好	5.5
横店影视	人生大事	17.1
	万里归途	15.8
	熊出没·重返地球	9.8
	穿过寒冬拥抱你	6.7
	新神榜：杨戬	5.6
	四海	5.4
光线传媒	狙击手	6.1
猫眼娱乐	独行月球	31.0
	这个杀手不太冷静	26.3
	人生大事	17.1
	熊出没·重返地球	9.8
	明日战记	6.8
	哥，你好	5.5
	四海	5.4
	万里归途	15.8

资料来源：猫眼专业版，华安证券研究所

图表194：重点公司待播出电影影片

公司	待播电影	拟上线日期
中国电影	阿凡达：水之道	2022-12-16
	流浪地球2	2023-1-22
万达电影	想见你	
	维和防暴队	
	寻龙诀2	
	三大队	
横店影视	龙马精神	2022-12-31
	超能一家人	
光线传媒	深海	
	坚如磐石	
	茶啊二中	
	扫黑拨云见日	
	我经过风暴	
猫眼娱乐	保你平安	2022-12-31
	绝望主夫	2022-12-31
	学爸	
	天才游戏	
	平原上的火焰	
华策影视	流浪地球2	2023-1-22

资料来源：第一财经，每日经济新闻，官方微博，华安证券研究所

电影行业重点公司盈利预测及估值水平

图表195：中国电影盈利预测及估值水平

单位/百万	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5,816	3,320	6,763	6,426
(+/-) (%)	97%	-43%	104%	-5%
归母净利润	236	106	933	955
(+/-) (%)	143%	-55%	783%	2%
EPS	0.13	0.06	0.50	0.51
P/E	101.17	248.64	28.15	27.50
PEG	0.71	-4.49	0.04	11.61

资料来源：WIND一致预期，华安证券研究所

图表196：万达电影盈利预测及估值水平

单位/百万	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	12,490	10,846	14,769	16,946
(+/-) (%)	98%	-13%	36%	15%
归母净利润	106	-450	1,128	1,428
(+/-) (%)	102%	-523%	351%	27%
EPS	0.05	-0.21	0.52	0.66
P/E	324.75	-68.50	27.33	21.57
PEG	3.20	0.13	0.08	0.81

资料来源：WIND一致预期，华安证券研究所

图表197：横店影视盈利预测及估值水平

单位/百万	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,366	1,879	2,635	2,983
(+/-) (%)	139%	-21%	40%	13%
归母净利润	14	51	263	347
(+/-) (%)	103%	273%	415%	32%
EPS	0.02	0.08	0.41	0.55
P/E	612.97	179.15	34.77	26.32
PEG	5.96	0.66	0.08	0.82

资料来源：WIND一致预期，华安证券研究所

图表198：光线传媒盈利预测及估值水平

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1168	2081	2518	2882
收入同比 (%)	0.7%	78.2%	21.0%	14.5%
归属母公司净利润	-312	788	1087	1330
净利润同比 (%)	-207.1%	352.9%	37.9%	22.3%
毛利率 (%)	38.3%	57.5%	57.3%	57.2%
ROE (%)	-3.3%	8.2%	10.1%	11.0%
每股收益 (元)	-0.11	0.27	0.37	0.45
P/E	—	32.91	23.86	19.50
P/B	2.71	2.69	2.42	2.15
EV/EBITDA	58.23	22.46	18.80	14.85

资料来源：WIND，华安证券研究所测算

图表199：猫眼娱乐盈利预测及估值水平

单位/百万	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,323	2,691	3,744	4,466
(+/-) (%)	143%	-19%	39%	19%
归母净利润	369	279	521	669
(+/-) (%)	157%	-24%	87%	28%
EPS	0.32	0.24	0.46	0.58
P/E	23.15	30.17	16.15	12.57
PEG	0.15	-1.24	0.19	0.44

资料来源：WIND一致预期，华安证券研究所

图表200：华策影视盈利预测及估值水平

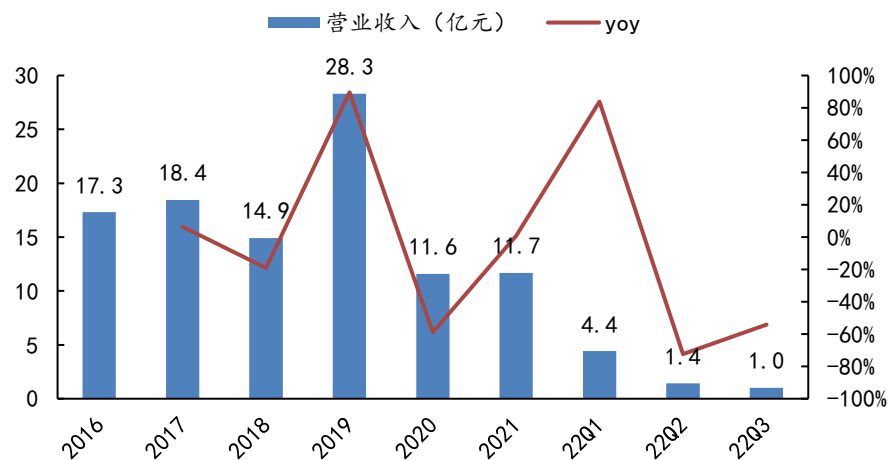
单位/百万	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,807	3,863	4,661	5,410
(+/-) (%)	2%	1%	21%	16%
归母净利润	400	475	570	675
(+/-) (%)	0%	19%	20%	18%
EPS	0.21	0.25	0.30	0.35
P/E	32.14	20.18	16.82	14.20
PEG	106.23	1.08	0.84	0.77

资料来源：WIND一致预期，华安证券研究所

光线传媒（300251.SZ）：真人影视龙头，动画领域“质、量”齐抓坐稳行业头把交椅

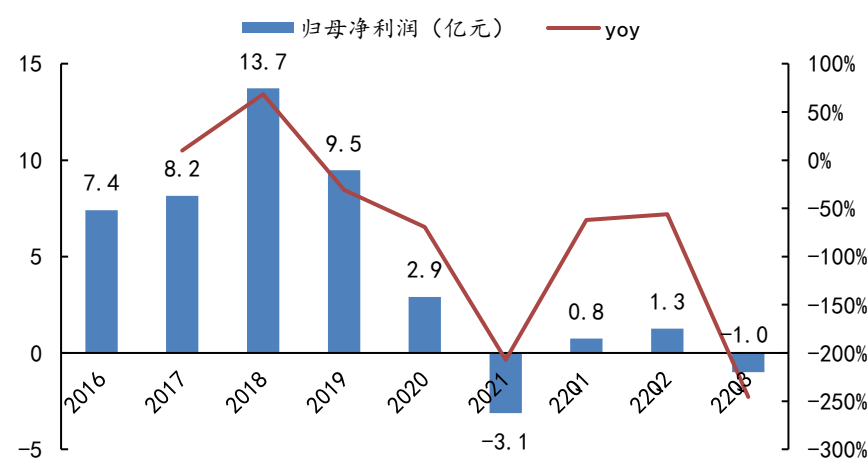
- 电影业务长期竞争优势不变，“以小博大”战略推动毛利率提升；
- 电视剧及网剧业务顺应行业趋势布局网剧，具备输出头部剧集能力；
- 高筑墙、广积粮，公司计划每年推出约2-3部动画影片，储备影片包括《坚如磐石》《深海》《茶啊二中》等高关注度影片，并计划未来推出《哪吒2》、《姜子牙2》、《大鱼海棠2》等佳片续作；
- 艺人经纪与公司影视业务产生协同效应，降本增效明显。

图表201：2016-2022Q3光线传媒营业收入及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表202：2016-2022Q3光线传媒归母净利润及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所



目录

- 1 互联网行业大盘及行情回顾：中国移动互联网用户规模稳健增长，移动视频、移动社交用户粘性持续提升
- 2 短中长视频（直播电商）：短视频流量及变现维持高景气度，中长视频提质增效为主旋律
- 3 电商及本地生活：网上零售渗透率再创新高，主要电商平台完善用户体验，提供矩阵式供给
- 4 游戏：政策确定性增强，积极布局出海，头部厂商pipeline储备有序
- 5 元宇宙：硬件及基础设施持续创新，内容持续丰富，不断赋能应用层
- 6 影视院线：“新十条”优化叠加双旦档期，观影需求有望率先修复
- 7 产业互联网：赋能产业互联网获政策鼓励，互联网平台能力打包输出空间大
- 8 广告：短期承压，信息流广告成为主要广告类型，头部效应有所加强，22Q3主要互联网广告公司普遍出现拐点，明年修复可期
- 9 网络文学及在线音乐：文化输出受政策鼓励，中国网络文学出海已成为新增长点，在线音乐行业有望处高增速

产业互联网投资建议

- **政策鼓励消费互联网和产业互联网的结合。**政策屡次提及推动数字经济和实体经济深度融合，引导中小企业数字化转型，促进新一代信息技术为设备赋智、为企业赋值、为产业赋能，后续发展方向明确。
- **互联网公司源于自身经营需要积累了可向外打包赋能的能力模型。**相比美国，我国云计算发展空间依然较大，阿里巴巴、腾讯等头部大厂由于业务需要开始发展云计算业务，现均居行业前列。
- **细分赛道均涌现了优秀公司，赋能实体经济，为经营提效。**零售信息化领域，微盟集团从私域运营切入搭建TSO全链路解决方案，并布局智慧零售等领域助力商户线上化提效；B2B领域汇通达布局下沉市场、国联股份聚合多领域原材料下游订单向上游采购；教育信息化领域鸿合科技提供硬件及课后服务，为教学提效；招聘领域猎聘及Boss直聘为人资提效。
- **建议关注：**进入成本改善周期且大客化进展顺利的微盟集团、教育信息化龙头且净利率显著提高的鸿合科技、中高端招聘龙头有望受益于宏观经济复苏的同道猎聘。



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

产业互联网：应用新技术，完成产业/工业数字化转型

- 《“十四五”电子商务发展规划》和《“十四五”数字经济发展规划》指出十四五期间培育产业互联网和工业互联网的发展目标。2022年，倡议通过5G、云计算和人工智能等新技术完成产业/工业数字化转型的文件明显加速，预计工业互联网平台应用普及率到2025年提升至45%。
- 根据艾瑞咨询测算，工业互联网核心产业增加值规模2025年有望达到1.62万亿，2020-2025年CAGR为20.0%。

图表203：产业/工业互联网有关政策

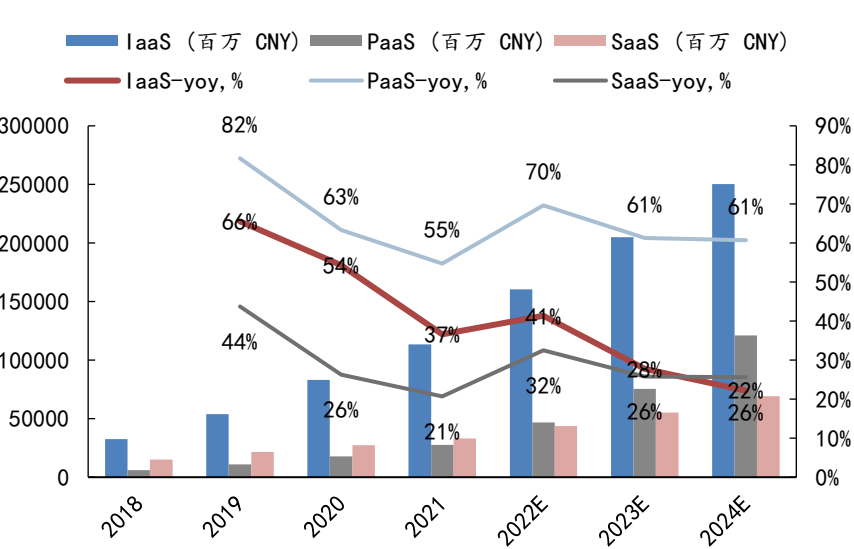
时间	来源	文件/通知	内容
2019/2/27	商务部等12部门	《关于推进商品交易市场发展平台经济的指导意见》	提出到2020年，培育一批发展平台经济成效较好的千亿级商品市场，推动上下游产业和内外贸融合，形成适应现代化经济体系要求的商品流通体系，更好服务供给侧结构性改革。
2020/3/20	工信部	《关于推动工业互联网加快发展的通知》	加快工业互联网新型基础设施建设，推动工业互联网在更广范围、更深程度、更高水平上融合创新，健全安全保障体系，培植壮大经济发展新动能，完善产业生态布局，加大政策支持力度，支撑实现工业互联网高质量发展。
2020/9/22	中国人民银行等部门	《关于规范发展供应链金融 支持供应链产业链稳定循环和优化升级的意见》	提高供应链产业链运行效率，降低企业成本，探索提升供应链融资结算线上化和数字化水平，提升应收账款的标准化和透明度，规范发展供应链存货、仓单和订单融资，完善供应链票据平台功能等任务。
2021/1/13	工信部	《工业互联网创新发展行动计划（2021-2023年）》	到2023年，新型基础设施进一步完善，融合应用成效进一步彰显，技术创新能力进一步提升，产业发展生态进一步健全，安全保障能力进一步增强。工业互联网新型基础设施建设量质并进，新模式、新业态大范围推广，产业综合实力显著提升。
2021/10/27	商务部、网信办、发改委	《“十四五”电子商务发展规划》	推动供应链数字化转型。支持B2B 电子商务平台加速金融、物流、仓储、加工及设计等供应链资源的数字化整合，培育产业互联网新模式新业态。
2022/1/12	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	提出到2025年，数字经济迈向全面扩展期，数字经济核心产业增加值占GDP比重达到10%，数字化创新引领发展能力大幅提升，工业互联网平台应用普及率从2020年的14.7%提升至2025年45%。
2022/1/20	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》	赋能制造业转型升级。探索推动平台企业与产业集群合作，补齐区域产业转型升级短板，推动提升区域产业竞争力。引导平台企业积极参与工业互联网创新发展工程，开展关键技术攻关、公共平台培育，推动构建多层次系统化的工业互联网平台体系。
2022/3/5	国务院	《2022年政府工作报告》	促进产业数字化转型，加快发展工业互联网。
2022/5/10	商务部	《关于开展内外贸一体化试点的通知》	打造内外贸融合发展平台。推动工业互联网平台发展，强化数据赋能和产业协同。
2022/5/17	全国政协	“推动数字经济持续健康发展”专题协商会	要推动数字经济和实体经济深度融合，引导中小企业数字化转型，充分挖掘工业互联网发展潜力，促进新一代信息技术为设备赋智、为企业赋值、为产业赋能。
2022/5/25	国资委	《关于中央企业助力中小企业纾困解难促进协同发展有关事项的通知》	积极建云建平台，大力推进“云采购”“云签约”“云结算”“云物流”，努力让信息多跑路，尽可能节约中小企业“脚底”成本，积极为受疫情影响较大的中小企业减免用云、用平台的费用。
2022/11/30	发改委、工信部	《关于巩固回升向好趋势加力振作工业经济的通知》	持续壮大新动能。深入开展工业互联网创新发展工程，实施5G行业应用“十百千”工程，深化“5G+工业互联网”融合应用，加快5G全连接工厂建设，推动各地高质量建设工业互联网示范区和“5G+工业互联网”融合应用先导区。

资料来源：央行，发改委，商务部，工信部，网信办，华安证券研究所

云计算：数字化转型基础，突出结构性机会

- “2035年远景目标”将云计算列为数字经济重点建设产业首位，强调云计算作为数字化转型的算力基础，在数字经济、数字社会、数字政府领域扮演发展引擎。根据我们的测算，2026年中国云计算市场规模有望达到美国2018年的水平，中美云计算市场规模差距显著，但已涌现阿里云、腾讯云和华为云等头部玩家。根据IDC数据，2021年阿里云在亚太公有云计算市场份额第一，并多次被Gartner评为该领域的“远见者”。考虑宏观经济因素，三季度国内云计算整体增速略承压。随着经济环境、企业经营状况逐渐好转，数字化、云服务强烈需求正予释放。
- 根据Canalys和IDC数据，IaaS仍是公有云市场最主流的消费形式，预计2022年PaaS收入将超SaaS并维持较高增速，2022-2024年有望达到70%/61%/61%。具备云计算算力基础，建成云产品、服务生态体系的企业，有望抓住企业数字化转型过程的结构性机会。

图表204: 中国公有云市场规模及增速



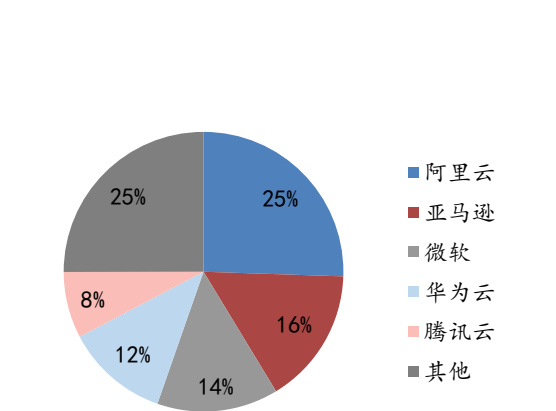
资料来源: Canalys, IDC, 华安证券研究所

图表205: 2022年公有云平台和服务魔力象限 (%) 图表206: 2021年亚太云计算市场份额



资料来源: Gartner, 华安证券研究所

图表206: 2021年亚太云计算市场份额



资料来源: Gartner, IDC, 华安证券研究所

微盟集团：门店数字化转型服务商，助力企业私域运营

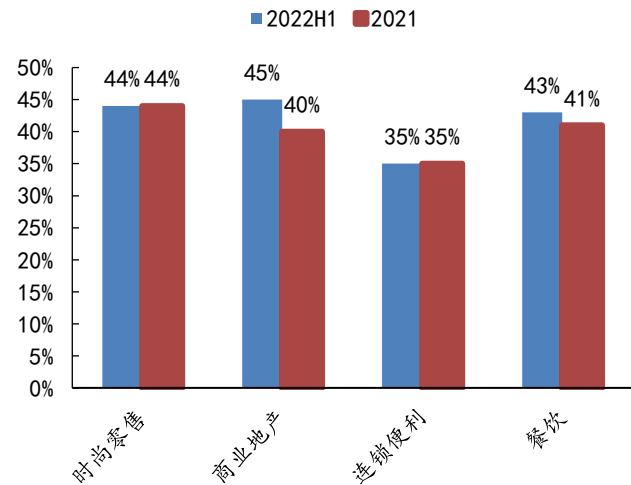
- 投资建议：根据中国连锁经营协会，微盟集团2022年上半年在时尚零售、商业地产、连锁便利、餐饮行业百强占比已经达到44/45/35/43%。公司布局私域运营，致力于为商家打造去中心化的数字化转型SaaS产品和全链路增长服务。SaaS产品方面，通过智慧零售、智慧餐饮、智慧美业等产品为垂直行业的连锁型门店商户完成导购、营销和会员的数字化升级。
- 22H2，微信视频号正式进入商业化阶段，公司作为首批参与全量测试企业，具备招商、供货、培训、运营四类服务商资质。精准营销业务占腾讯“社交及其他广告收入”已达11.7%，预计持续提升该部分渗透率。我们预计公司2022-2024年收入为20.9亿元、26.8亿元和32.8亿元，增速为-22.6%、28.7%和22.1%。经调整净利润为-9.14亿元、-3.8亿元和2.56亿元，增速为-61%、58%和167%。

图表207：联想乐呗小程序商城



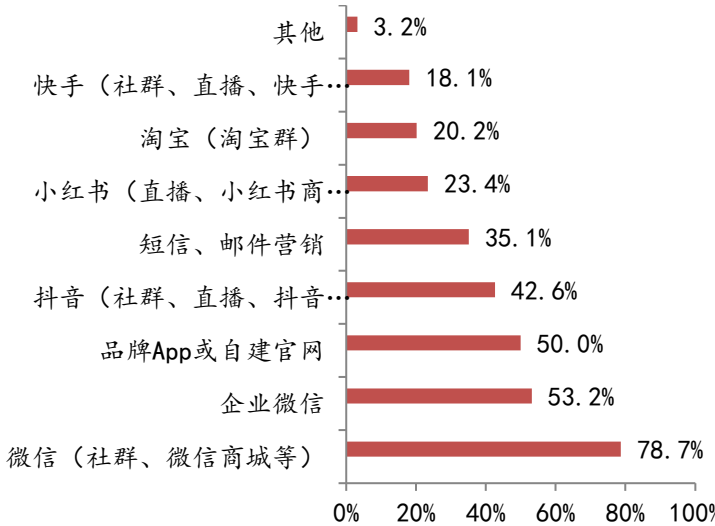
资料来源：联想乐呗小程序，华安证券研究所

图表208：微盟集团在各垂直行业取得的百强客户占比



资料来源：微盟集团财报，华安证券研究所

图表209：2021年品牌主布局私域流量营销渠道



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

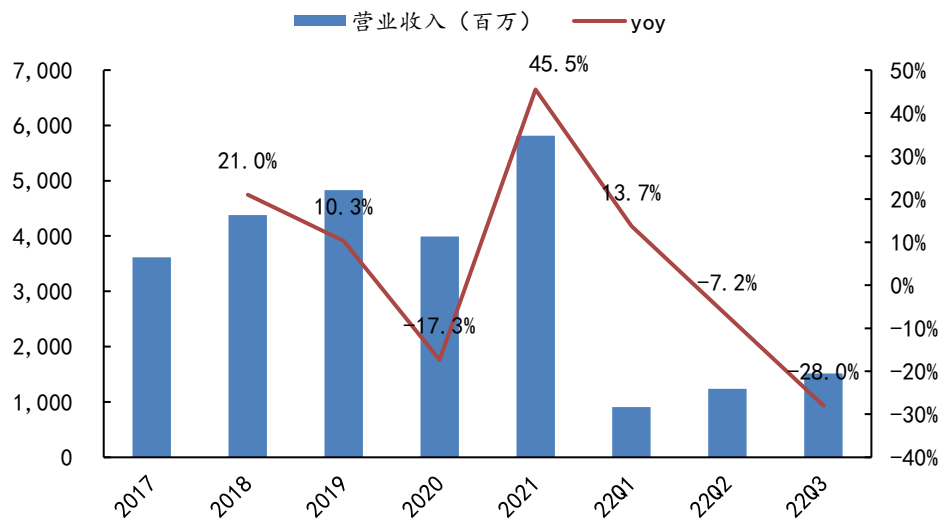
鸿合科技：根植教育信息化，把握政策红利扬帆起航

1. 公司简介：公司为教育信息化行业龙头企业，目前收入全部来自于教育领域，其中IWB产品（交互式电子白板）贡献公司总收入的八成以上。

2. 推荐逻辑：

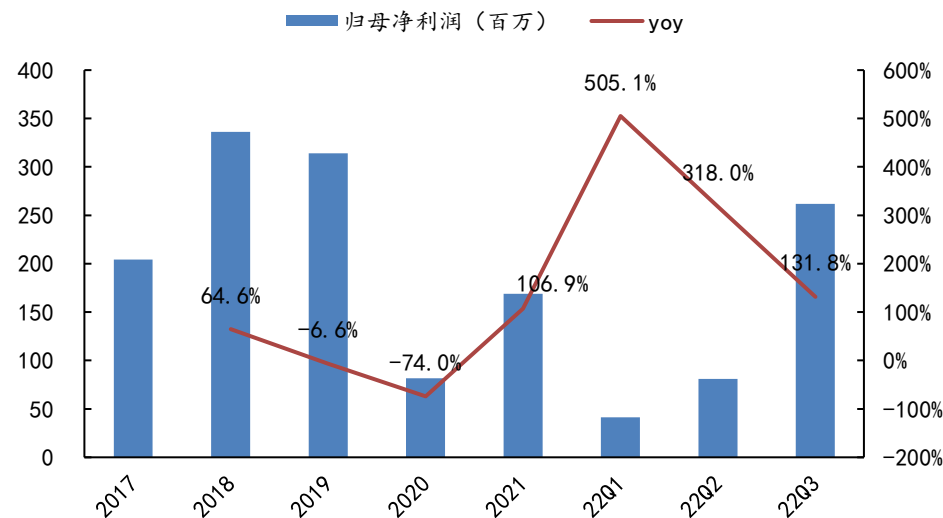
- 短期来看，公司盈利能力有显著改善：22H1公司归母净利润同比增长366.9%达1.2亿，22Q3归母净利润率由21年同期的5.4%快速提升至17.3%，其中液晶面板和海运价格的回落均为长期因素，故成本可保持在低位；
- 中期来看，收入侧有望受益于政策支持：中央贴息政策+专项再贷款“组合拳”，大力支持教育新基建板块；
- 长期来看，新业务“鸿合三点伴”在24年有望贡献收入增量，且学生每学期都会产生复购行为：“鸿合三点伴”业务为课后服务业务，目前公司已与100+区县合作达成合作，覆盖5000+中小学课后服务，为100万中小學生提供全流程课后服务。

图表210：2017-22Q3公司营业收入及同比变动



资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表211：2017-22Q3公司归母净利润及同比变动



资料来源：公司财报，华安证券研究所

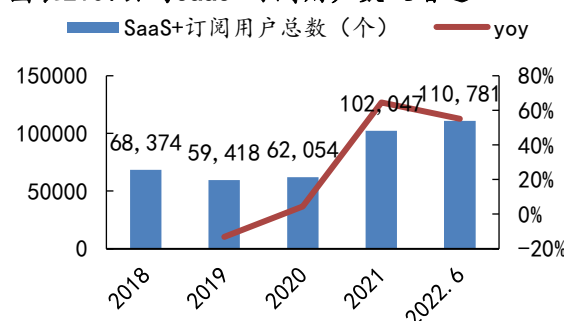
汇通达网络：面向广袤县乡门店，数字化供给三高商品

- 投资建议：**汇通达网络是面向下沉市场零售行业B端客户的交易平台与SaaS服务供应商，包含家用电器、消费电子、农业生产、交通出行、家居建材、酒水饮料六大类。截至2022年6月，零售生态系统已经覆盖2.2万个乡镇，覆盖19.2万家会员零售门店。出色的产品供给能力和密集的会员零售门店网络，使公司成为下沉市场零售门店服务龙头标的，取得2022年南京百强企业排名第11名和中国企业500强等评价。
- 盈利预测：**公司2021年收入为657.63亿元，增速为32.5%。2022年6月半年度，公司活跃会员门店数为65264家，同比增加62.6%，下沉市场会员门店的拓展速度和渗透程度表现出色，市场拓展完毕毛利率提升空间广阔。根据Wind一致性预期，公司2022-2024年收入为870.35亿元、1170.39亿元和1516.72亿元，增速为32.35%、34.47%和29.59%。

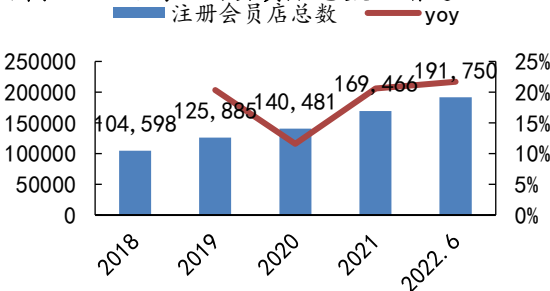
图表212: 2022年南京百强企业榜单

2022年南京百强企业综合百强榜单			
排名	企业名称	2021年营业收入(亿元)	所属区
1	南京钢铁集团有限公司	1874.95	六合区(江北新区)
2	苏美达股份有限公司	1686.82	玄武区
3	苏宁易购集团股份有限公司	1389.04	玄武区
4	江苏银行股份有限公司	1238.63	秦淮区
5	中国石化金陵石化公司	958.56	栖霞区
6	南京中电熊猫信息产业集团有限公司	924.51	鼓楼区
7	弘阳集团有限公司	880.91	浦口区
8	南京银行股份有限公司	784.82	玄武区
9	江苏省建筑工程集团有限公司	706.27	建邺区
10	中国石化扬子石油化工有限公司	695.42	六合区(江北新区)
11	汇通达网络股份有限公司	657.63	玄武区

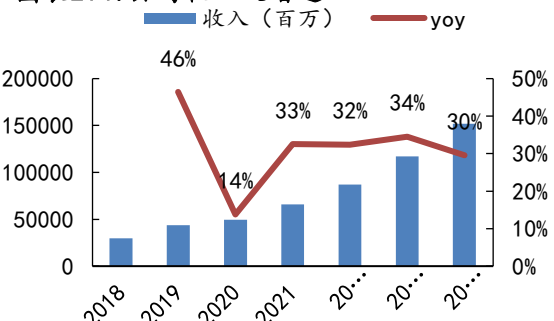
图表213: 公司SaaS+订阅用户数及增速



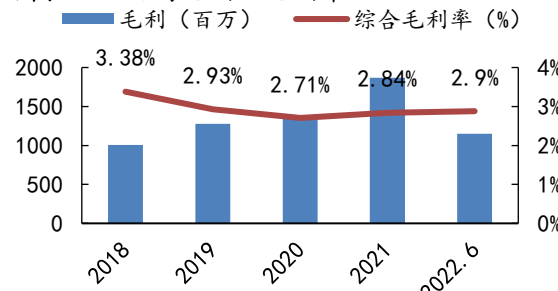
图表215: 公司注册会员店总数及增速



图表214: 公司收入及增速



图表216: 公司毛利及毛利率



资料来源：南京市企业联合会，南京市企业家协会，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，Wind，华安证券研究所



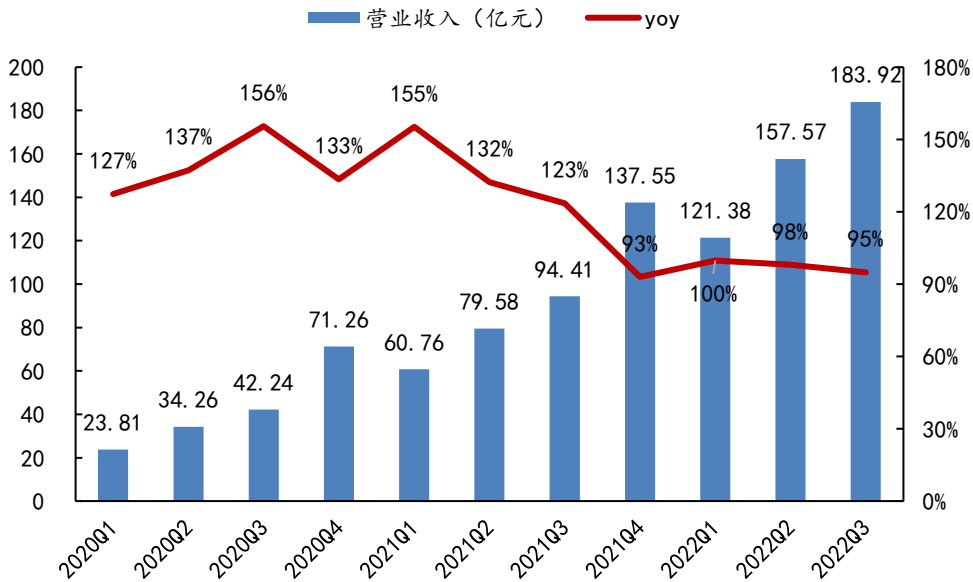
华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

国联股份：推动以“平台+科技+数据”为核心的产业互联网发展战略，构建产业互联网协同生态

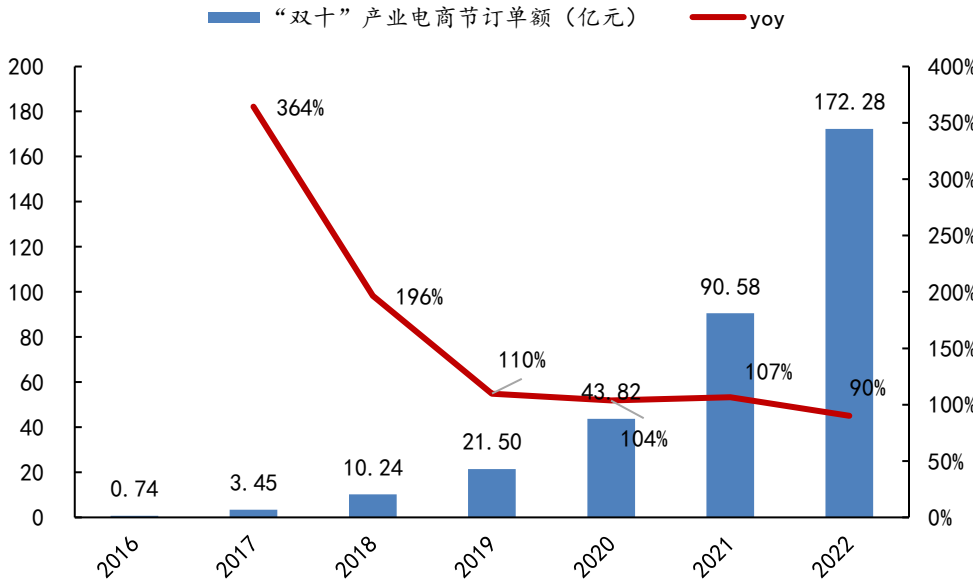
- 公司简况：**以“平台、科技、数据”为核心，通过聚合下游订单向上游采购，减少中间环节，降低客户采购成本，提升供应商销售效率。打造工业品和原材料B2B垂直电商平台，旗下涂多多、卫多多、玻多多、纸多多、肥多多、粮油多多、芯多多、医械多多，为涂料化工、卫生用品、玻璃、造纸、化肥、粮油、芯片、医疗等产业上下游均可提供网上商品交易业务。
- 业绩表现：**22Q3实现营收183.92亿元(yoy+95%)。多多双十产业电商节自2016年首次举办，22年第七届双十产业电商节当日整体集采订单规模同增90.21%达172.28亿元，再创历史新高。根据Wind一致性预期，公司2022-2024年收入为711.59亿元、1212.94亿元和1952.26亿元，增速为91.13%、70.45%和60.95%。2022-2024年归母净利润为10.58亿元、17.75亿元和28.54亿元，增速为82.83%、67.84%和60.79%。

图表217: 国联股份营业收入



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表218: 国联“双十”产业电商节订单额及增速



资料来源：国联股份官方公众号，华安证券研究所



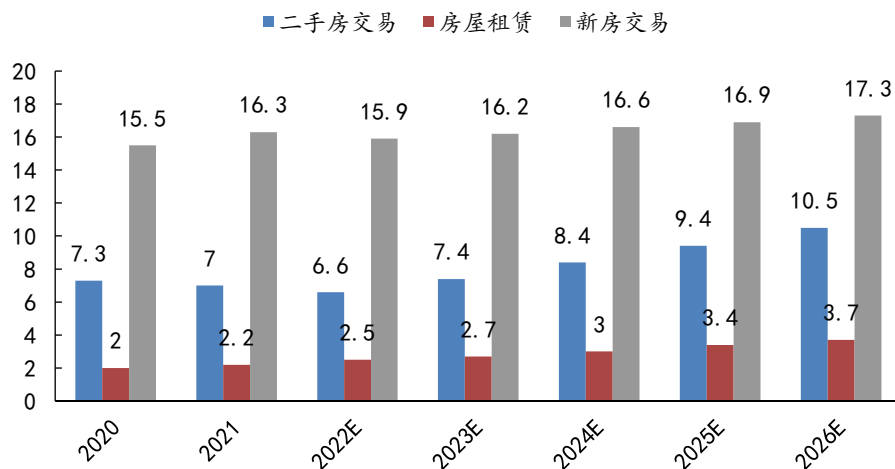
华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

贝壳-W：ACN网络聚合经纪资源，房产交易重要成员

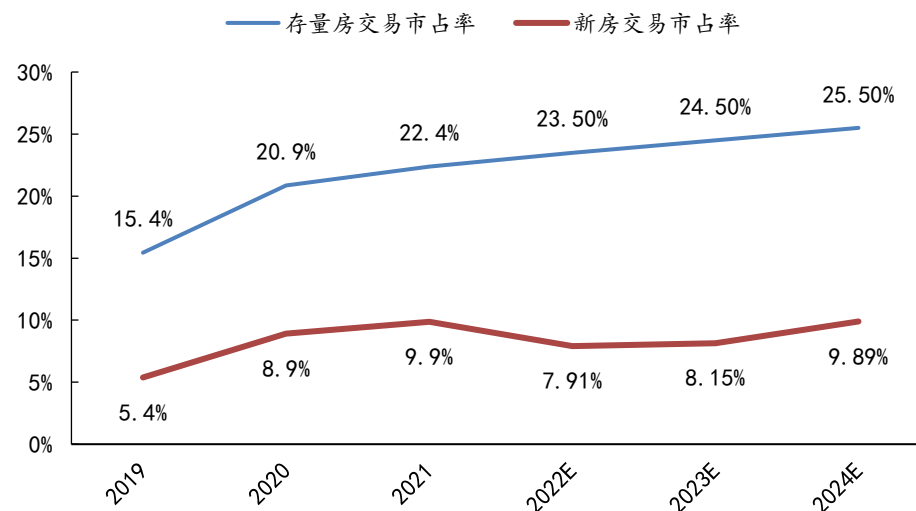
- 贝壳是中国最大的线上线下房产交易和服务平台，通过ACN网络和房产字典将地产经纪行业高度数字化，新房、存房市场均有较高市占率。
- 根据灼识咨询市场调研，预计2022年新房、二手房和房租租赁交易额分别为15.9万亿元、6.6万亿元和2.5万亿元，预计2026年新房、二手房和房租租赁交易额分别为17.3万亿元、10.5万亿元和3.7万亿元，对应2022-2024的CAGR为1.2%、8.4%和11.0%，存房市场（二手房+房屋租赁）机会充裕。我们预计贝壳在存房市场和新房交易的市占率在2024年有望达到25.5%和9.89%，进一步提升房产交易领域的影响力。
- 我们预计公司2022-2024年收入为593.06亿元、734.87亿元和827.28亿元，增速为-26.6%、23.9%和12.6%。经调整净利润为16.08亿元、39.3亿元和44.33亿元，对应利润率为2.7%、5.3%和5.4%。

图表219:中国居住行业市场规模（万亿）



资料来源：灼识咨询，华安证券研究所

图表220:贝壳在居住行业的市占率（%）



资料来源：公司公告，华安证券研究所测算

线上招聘：职工企业强烈需求，平台促成高效匹配

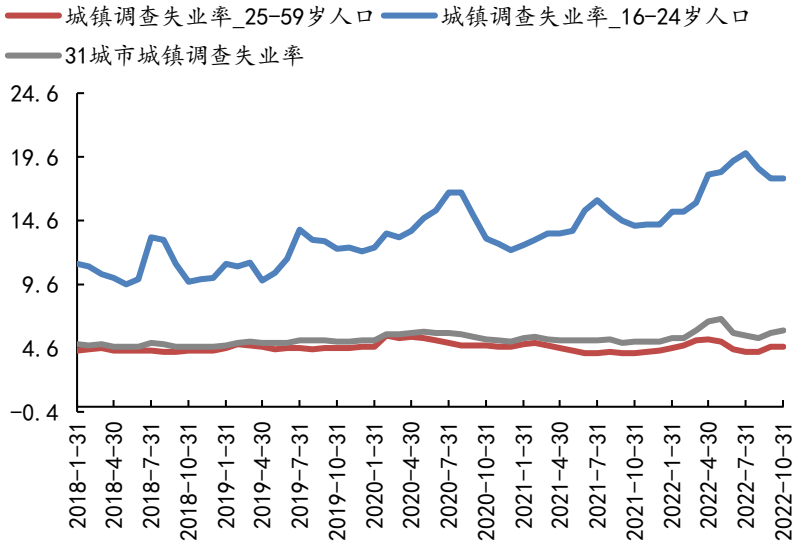
- 2022年全国高校毕业生人数首次突破千万大关，各级各类高校毕业生达到1076万人，结合经济状况不佳等宏观环境的影响，青年的失业率升至疫情以来高点。企业同样具备强烈的招聘需求，面对复杂的人岗匹配有BOSS直聘、同道猎聘、58同城等综合求职平台帮助提升匹配效率。
- BOSS直聘，国内最大线上招聘平台，直聊简化求职步骤。**截至22Q3季度，BOSS直聘月活跃用户数达到3240万人，同比增加12.5%。付费企业用户达到370万家，同比减少7.5%。根据Wind一致性预期，公司2022-2024年收入为45.16亿元、61.37亿元和88.89亿元，增速为6.02%、35.92%和44.83%。
- 同道猎聘，SaaS服务企业与猎头，满足中高端人才需求。**截至22Q3季度，猎聘验证企业用户数为110.51万名，同比增加16.8%。猎头数量为21.12万名，同比增加11.2%。在企业与猎头方面有较深厚的资源积累，更新的「平台+SaaS+服务」战略将公司业务更聚焦于中高端市场，使流程更顺畅。根据Wind一致性预期，公司2022-2024年收入为27.61亿元、34.50亿元和42.28亿元，增速为4.14%、24.93%和22.56%。

图表221:招聘网站赞助知名体育赛事



资料来源：央视新闻，腾讯新闻，华安证券研究所

图表222:城镇调查失业率情况：按年龄段



资料来源：Datayes，华安证券研究所



目录

- 1 互联网行业大盘及行情回顾：中国移动互联网用户规模稳健增长，移动视频、移动社交用户粘性持续提升
- 2 短中长视频（直播电商）：短视频流量及变现维持高景气度，中长视频提质增效为主旋律
- 3 电商及本地生活：网上零售渗透率再创新高，主要电商平台完善用户体验，提供矩阵式供给
- 4 游戏：政策确定性增强，积极布局出海，头部厂商pipeline储备有序
- 5 元宇宙：硬件及基础设施持续创新，内容持续丰富，不断赋能应用层
- 6 影视院线：“新十条”优化叠加双旦档期，观影需求有望率先修复
- 7 产业互联网：赋能产业互联网获政策鼓励，互联网平台能力打包输出空间大
- 8 广告：短期承压，信息流广告成为主要广告类型，头部效应有所加强，22Q3主要互联网广告公司普遍出现拐点，明年修复可期
- 9 网络文学及在线音乐：文化输出受政策鼓励，中国网络文学出海已成为新增长点，在线音乐行业有望处高增速

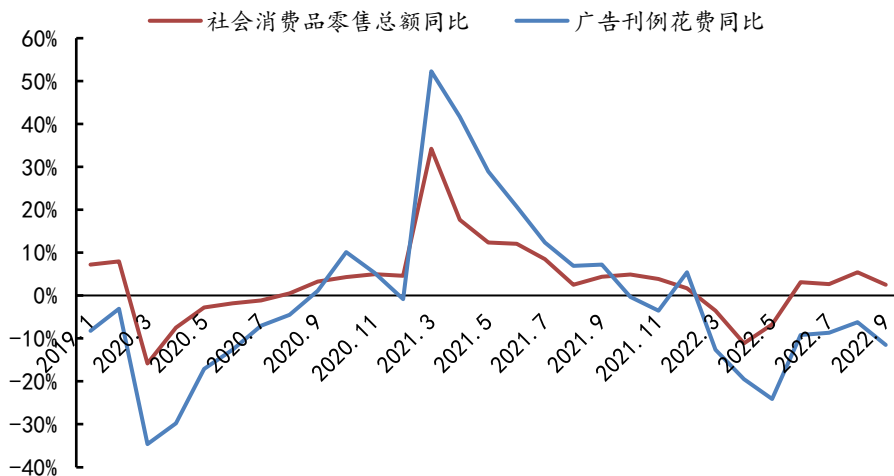
广告投资建议：

- 宏观因素扰动下互联网广告短期承压，但22Q3以来有所修复。QuestMobile数据显示，22年上半年受疫情影响，互联网广告市场规模预计将同比下降2.3%达2903.6亿元，但三季度以来广告主投放意愿有所恢复，头部公司广告业绩修复普遍开启。
- 供给侧社交属性和电商属性较强的流量巨头在媒介广告上具备优势。视频类媒介和社交类媒介受广告主青睐，且头部效应有所加强。22年以来受疫情影响，各公司（快手-W、腾讯控股、百度集团、分众传媒）广告业务收入普遍承压，但22Q3收入普遍出现拐点，同比降幅较上半年明显收窄，其中，受益于疫情中韧性较强的内循环广告业务，快手-W广告收入表现好于同行业。
- 需求侧趋势：22H1广告投放增长较为突出的为居家场景相关的消费领域（如家电类、办公类）；广告主追求品效合一，信息流广告成为主要广告类型。
- 建议关注：广告业务受益于高速发展的直播电商业务的快手-W，广告持续复苏的百度集团-SW，基本盘依旧稳健的梯媒龙头分众传媒。

宏观因素扰动下互联网广告短期承压，但22Q3以来有所修复

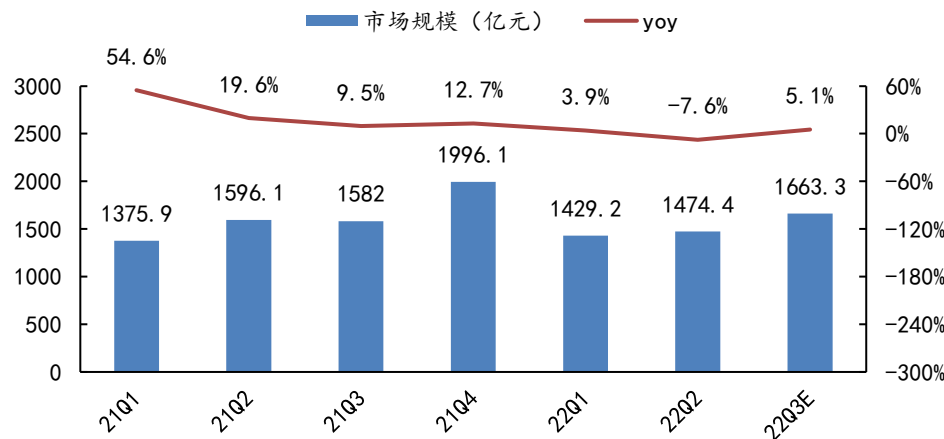
- 22年以来，受宏观因素影响，各月份广告刊例花费同比均呈下降态势。
- QuestMobile数据显示，21年我国互联网广告市场规模达6550.2亿元，同比增长20.4%；22年上半年受疫情影响，互联网广告市场规模预计将同比下降2.3%达2903.6亿元，但三季度以来广告主投放意愿有所恢复，预计22Q3互联网广告市场规模达1663.3亿元，同比增长5.1%。

图表223: 2019-2021年广告刊例花费与社零对比



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表224: 21Q1-22Q3E中国互联网广告市场规模及同比增速



资料来源: Questmobile, 华安证券研究所

注: 此处统计的“互联网广告”的广告形式为互联网媒介投放广告, 不包括直播、软植、综艺节目冠名、赞助等广告形式

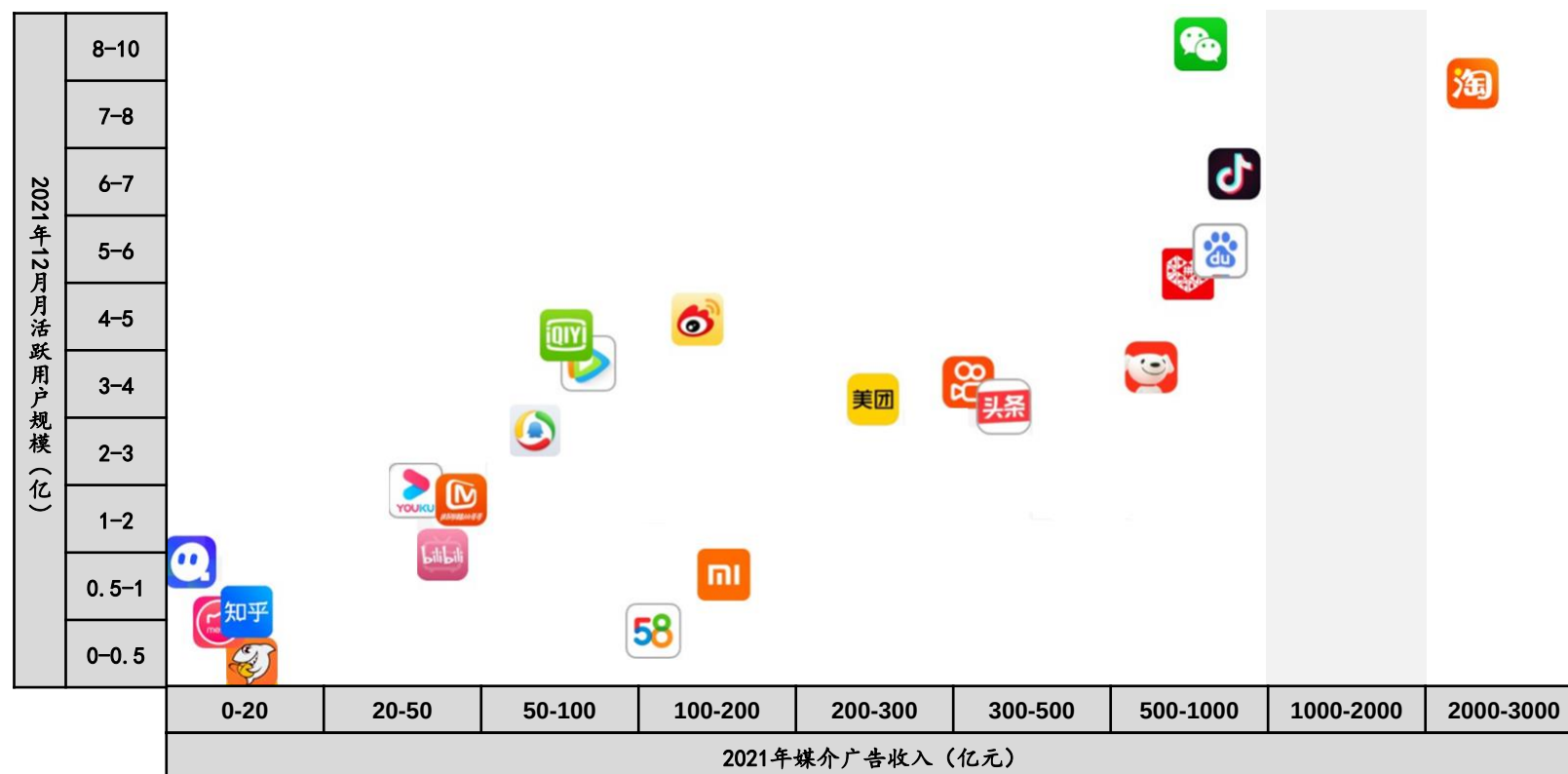


华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

供给侧趋势一：社交属性和电商属性较强的流量巨头在媒介广告上具备优势

图表225:2021年中国头部媒介广告平台月活跃用户规模及媒介广告收入分布



资料来源: Questmobile, 华安证券研究所

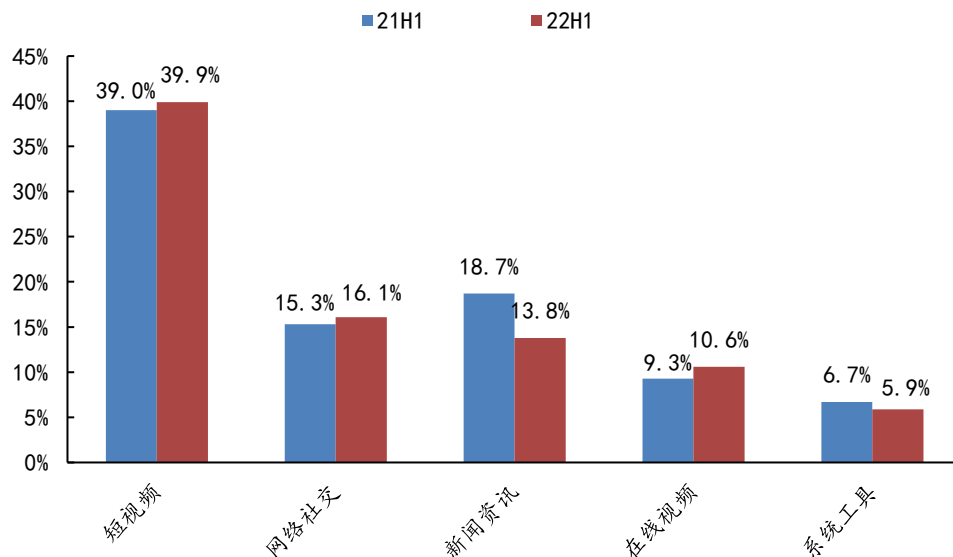
注1: “头部媒介广告平台”定义口径: 21年12月月活跃用户数≥3000万

注2: 微信平台上的媒介广告包括朋友圈广告和公众号广告, 不包含小程序及优量广告; 京东、手机淘宝的媒介广告收入不包括佣金收入; 百度媒介广告收入包含信息流广告及搜索广告

供给侧趋势二：视频类媒介和社交类媒介持续获得广告主青睐，且头部效应有所加强

- 从广告主投放广告的媒介类型来看，视频类（包括短视频、在线视频）媒介和社交类媒介持续获得广告主青睐。
- 在各个细分赛道内，头部媒介对于广告主的争夺都具有支配地位，且各类媒介的头部效应均有所加强，仅在线视频类媒介的头部效应有所减弱，呈现竞争加剧的态势。

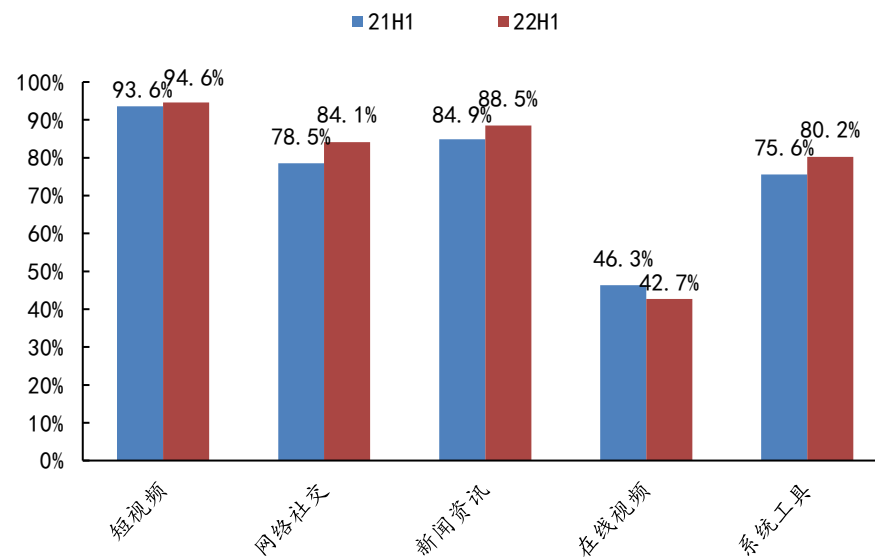
图表226：21H1和22H1媒介行业各细分赛道的互联网广告收入占比



资料来源：Questmobile，华安证券研究所

注：媒介行业各细分赛道的互联网广告收入占比=各细分赛道内媒介的互联网广告收入之和/所有细分赛道内所有媒介的互联网广告收入之和

图表227：21H1和22H1各细分赛道内CR2媒介的互联网广告收入占比



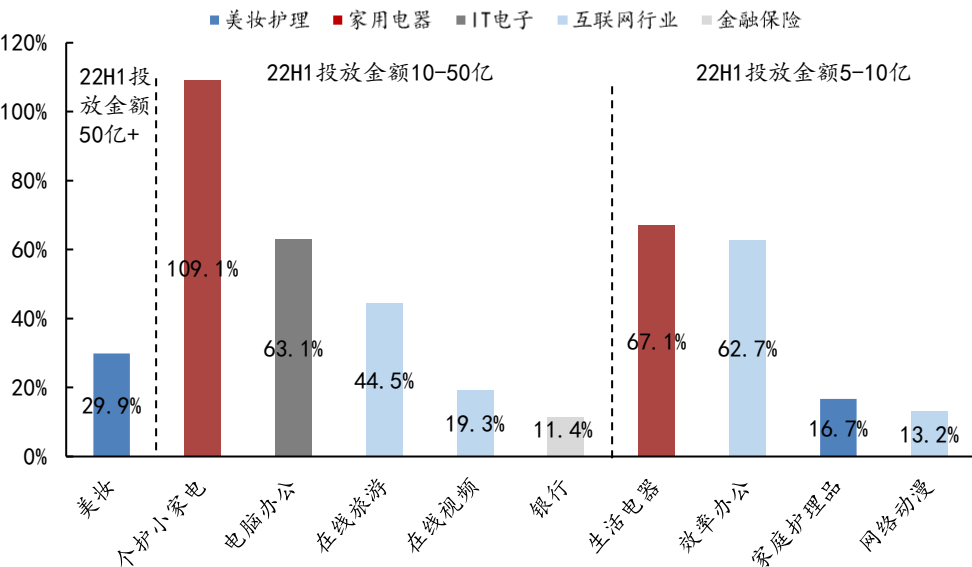
资料来源：Questmobile，华安证券研究所

注：各细分赛道内CR2媒介的互联网广告收入占比=各细分赛道内CR2媒介的互联网广告收入之和/该细分赛道内所有媒介的互联网广告收入之和

需求侧趋势一：22H1广告投放增长较为突出的为居家场景相关的消费领域（如家电类、办公类）

- 广告投放的绝对值表现：22H1美妆类广告主投放费用超50亿，个护小家电、电脑办公、在线旅游、在线视频、银行类广告主投放费用超10亿。
- 广告投放的相对值表现：22H1个护小家电、电脑办公、生活电器、效率办公类广告主同比增长超50%，增长较为突出。
- 广告主选择投放平台的差异性：行业整体投放媒介广告的TOP3广告主行业为美妆护肤、网络购物、交通出行，抖音的TOP3广告主行业为美妆护肤、网络游戏、网络购物，微信朋友圈广告的TOP3广告主行业为美妆护肤、服饰箱包、家用电器，快手的TOP3广告主行业为网络购物、美妆护肤、网络社交。

图表228：22H1广告投放费用同比增长率TOP10的广告主行业



资料来源：Questmobile，华安证券研究所

图表229：22H1头部媒介的TOP10广告主行业分布

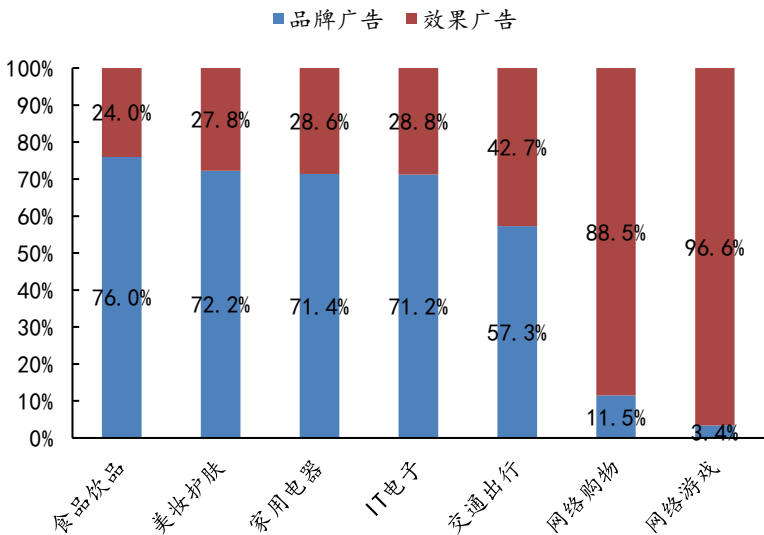
行业整体	抖音	微信（朋友圈）	快手
美妆护肤	14.9%	20.3%	34.7%
网络购物	13.8%	6.9%	15.0%
交通出行	7.2%	6.1%	12.0%
网络游戏	5.8%	5.7%	8.3%
食品饮料	5.6%	5.6%	7.8%
网络视频	4.3%	4.4%	5.4%
IT电子	4.2%	3.8%	5.4%
家用电器	3.7%	3.7%	4.8%
数字阅读	3.5%	3.7%	4.6%
网络社交	3.4%	3.6%	4.0%
		母婴用品	3.9%
		教育学习	

资料来源：Questmobile，华安证券研究所

需求侧趋势二：广告主追求品效合一，信息流广告成为主要广告类型

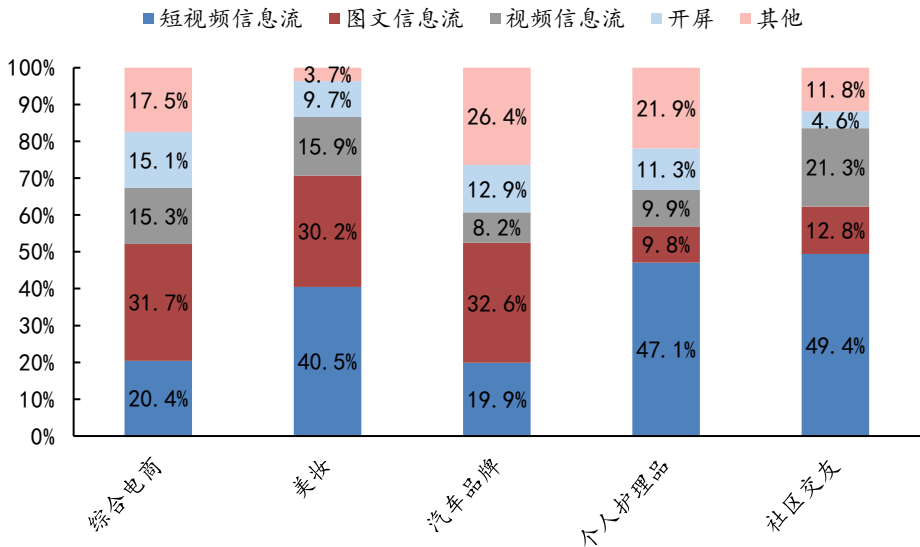
- 品牌广告vs效果广告：传统行业（如食品饮料、美妆护肤、家用电器、IT电子等）的广告投放以品牌曝光为主，通过打造品牌占领消费者心智从而影响消费者的购买决策；互联网行业（如网络购物、网络游戏等）则以流量为核心，广告投放以直接引流为主。
- 信息流广告vs开屏广告：22H1 TOP5广告主行业投放的广告类型均以信息流广告为主，其中，以曝光为目标的行业（如美妆、个护、社区交友等）重点投放短视频信息流广告和长视频信息流广告，以导流为目标的行业（如综合电商和汽车）则重点投放图文信息流广告。

图表230：2021年各行业广告主投放的品牌广告与效果广告分布



资料来源：Questmobile，华安证券研究所

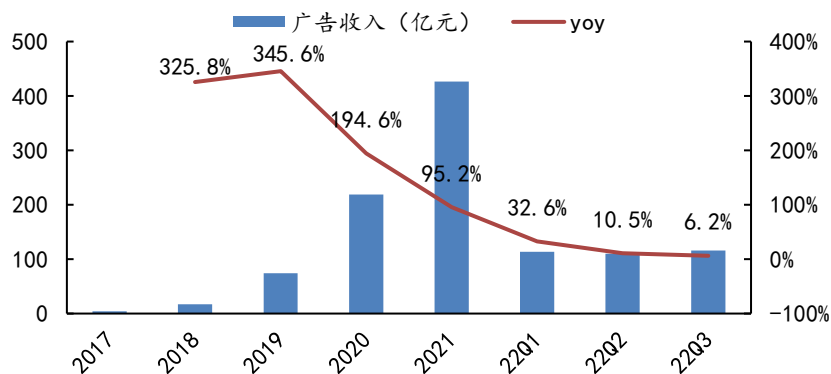
图表231：22H1 TOP5广告主行业投放的广告类型



资料来源：Questmobile，华安证券研究所
注：短视频信息流广告为在短视频平台的视频信息流广告，视频信息流为在短视频之外的平台上的视频信息流广告

广告行业重点公司业绩回顾：22年以来受疫情影响普遍承压，快手-W广告收入表现好于同行业

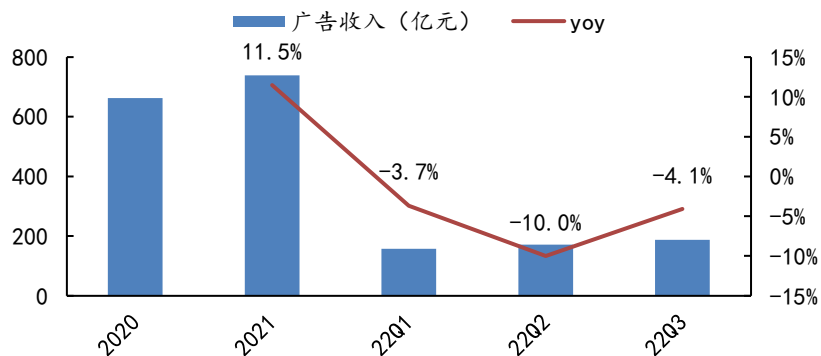
图表232：2017-2022Q3快手-W广告收入及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

注：快手广告收入定义：为财报披露的“线上营销服务”

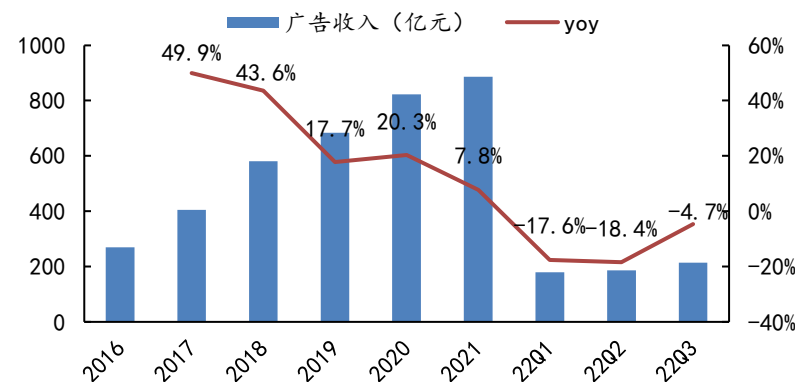
图表234：2016-2022Q3百度集团-SW广告收入及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

注：百度广告收入定义：为财报披露的“在线营销服务”

图表233：2016-2022Q3腾讯控股广告收入及同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所

注：腾讯控股广告收入定义：为财报披露的“网络广告”

图表235：2018-2023年互联网广告行业重点公司的广告收入预测

单位：百万元	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
腾讯控股	58,079	68,377	82,271	88,666	80,119	91,563
yoy		17.7%	20.3%	7.8%	-9.6%	14.3%
快手-W	1,665	7,419	21,855	42,666	48,189	59,381
yoy		345.5%	194.6%	95.2%	12.9%	23.2%
百度集团-SW			66,283	73,900	71,731	72,045
yoy				11.5%	-2.9%	0.4%
字节跳动				296,800	345,000	368,998
yoy					16.2%	7.0%

资料来源：公司财报，华安证券研究所测算

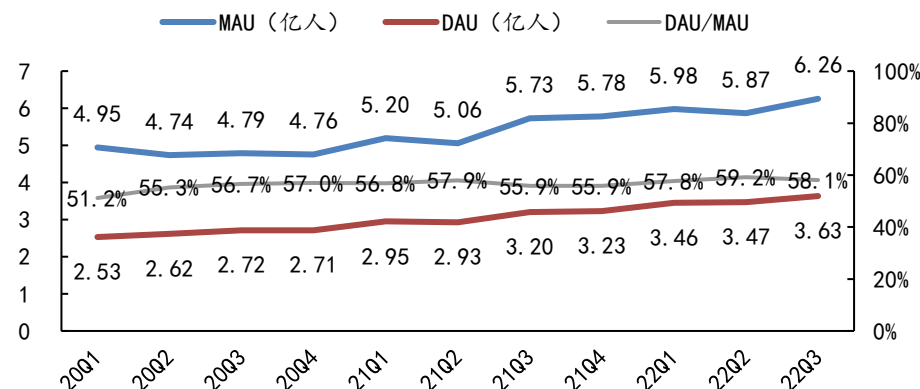


华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

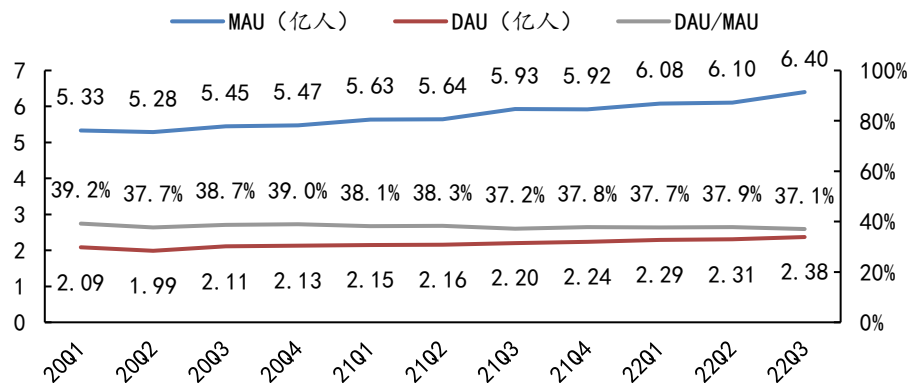
广告行业重点公司用户指标回顾：快手、微信MAU持续增长

图表236：2020Q1-2022Q3快手-W MAU、DAU、DAU/MAU



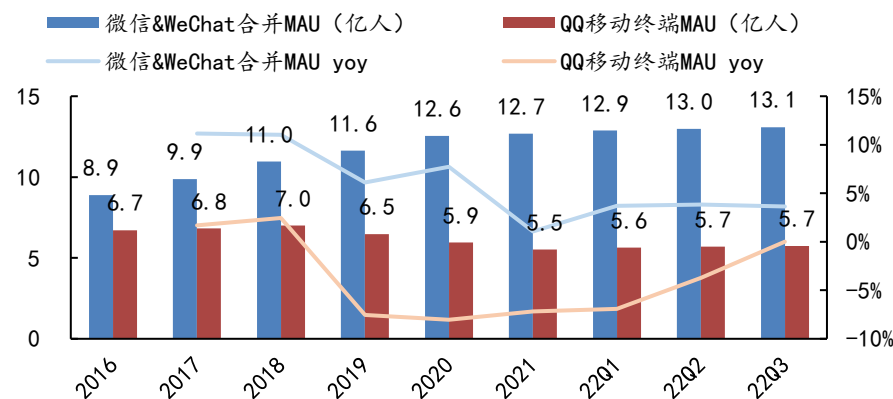
资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表238：20Q1-22Q3百度MAU、DAU、DAU/MAU



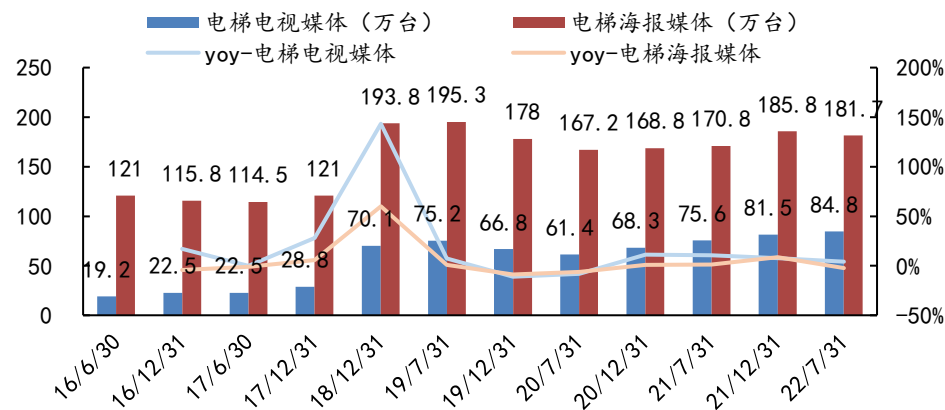
资料来源：Questmobile，华安证券研究所

图表237：2016-2022Q3微信及QQ移动终端MAU及同比变动



资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表239：2016-2022H1分众传媒媒体数量及同比变动



资料来源：公司财报，华安证券研究所

广告行业重点公司盈利预测及估值水平

图表240：快手-W盈利预测及估值水平

单位/百万	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	81,082	92,824	109,397	125,661
(+/-) (%)	38%	14%	18%	15%
经调整归母净利润	-18,852	-6,250	540	8,877
(+/-) (%)	-140%	67%	109%	1543%
EPS	-18.47	-3.26	-1.42	0.28
P/E	-3.43	-15.54	-35.65	180.03

资料来源：WIND，华安证券研究所测算

图表242：百度集团-SW盈利预测及估值水平

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	124,493	124,834	138,831	156,909
收入同比 (%)	16.27%	0.27%	11.21%	13.02%
归母净利润(Non-GAAP)	18,830	19,719	20,708	23,337
归母净利润(Non-GAAP) 同比 (%)	-14.5%	4.7%	5.0%	12.7%
毛利率 (%)	48.34%	48.09%	48.34%	50.11%
ROE (%) (Non-GAAP)	8.90%	8.83%	8.80%	9.34%
每股收益(Non-GAAP) (元)	6.8	7.1	7.5	8.4
P/E	17.5	17.0	16.2	14.3
P/B	1.8	1.42	1.37	1.31
EV/EBITDA	13.2	20.1	21.4	18.7

资料来源：WIND，华安证券研究所测算

图表241：腾讯控股盈利预测及估值水平

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	560,118	557,324	615,997	675,593
收入同比 (%)	16.19%	-0.50%	10.53%	9.67%
归母净利润(NON-IFRS)	123,788	116,127	139,367	162,509
归母净利润(NON-IFRS) 同比 (%)	0.9%	-6.2%	20.0%	16.6%
毛利率 (%)	43.91%	42.98%	43.62%	43.84%
ROE (%) (NON-IFRS)	15.35%	14.60%	15.20%	15.25%
P/E	19.72	21.02	17.52	15.02
P/B	3.03	3.07	2.66	2.29

资料来源：WIND，华安证券研究所测算

图表243：分众传媒盈利预测及估值水平

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14836	10374	13543	15285
收入同比 (%)	22.6%	-30.1%	30.5%	12.9%
归属母公司净利润	6063	3266	5050	6041
净利润同比 (%)	51.4%	-46.1%	54.6%	19.6%
毛利率 (%)	67.5%	62.7%	64.4%	66.5%
ROE (%)	33.0%	15.0%	18.8%	18.4%
每股收益 (元)	0.42	0.23	0.35	0.42
P/E	19.51	19.81	12.81	10.71
P/B	6.44	2.98	2.41	1.97
EV/EBITDA	11.38	14.19	9.34	6.84

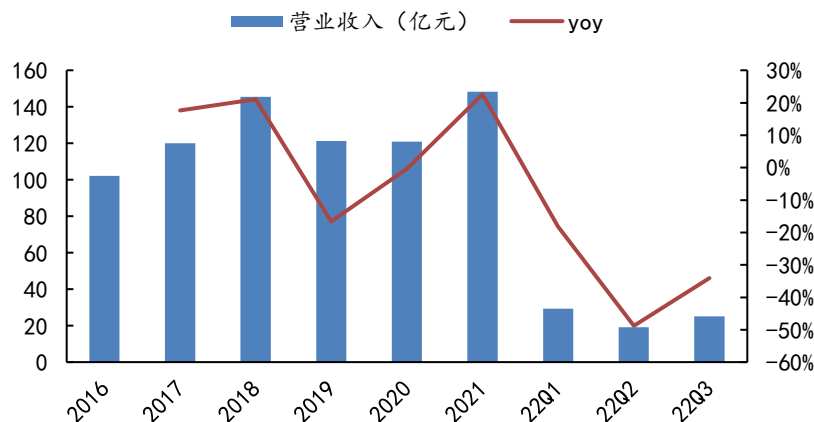
资料来源：WIND，华安证券研究所测算

分众传媒(002027.SZ)：梯媒先驱助力品牌崛起，长效经营开拓海外空间

公司基本盘依旧稳健，看好梯媒龙头长期价值：

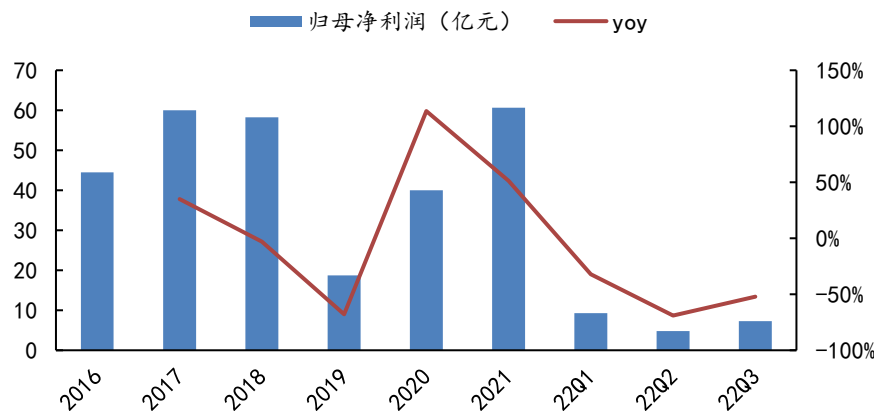
- 公司在核心资源点位数上具有绝对优势。根据沙利文的报告，截至2021年底，分众传媒拥有的楼宇媒体点位数排名第一，覆盖的写字楼和住宅楼领域的电梯数均排名第一；此外，公司还在调优点位结构、淘汰低线城市的低效点位，盈利能力有望持续修复；
- 广告主结构持续优化，为公司业绩修复打下坚实的基本盘：根据CTR，22H1广告花费同比增幅TOP30的品牌中过半数均为日用消费品，而日用消费品正是公司第一大广告主，且占比持续扩大，从21年底的42.7%提升至22H1的53.1%；
- Q4为电商旺季，广告主投放意愿将有所修复。同时，随着疫情防控的逐渐稳定，公司的广告投放活动也将恢复正常；
- 公司积极出海寻求新的需求增长点。公司持续扩展海外业务，22Q3已完成日本公司业务设立。自2017年以来，公司相继在韩国、新加坡、印度尼西亚、泰国等海外市场进行布局，部分国家已实现盈利，证明分众模式在海外市场尤其是亚洲市场可快速复制，看好海外业务的发展潜力。

图表244：2016-22Q3分众传媒营业收入及同比增速



资料来源：WIND，华安证券研究所

图表245：2016-22Q3分众传媒归母净利润及同比增速



资料来源：WIND，华安证券研究所



目录

- 1 互联网行业大盘及行情回顾：中国移动互联网用户规模稳健增长，移动视频、移动社交用户粘性持续提升
- 2 短中长视频（直播电商）：短视频流量及变现维持高景气度，中长视频提质增效为主旋律
- 3 电商及本地生活：网上零售渗透率再创新高，主要电商平台完善用户体验，提供矩阵式供给
- 4 游戏：政策确定性增强，积极布局出海，头部厂商pipeline储备有序
- 5 元宇宙：硬件及基础设施持续创新，内容持续丰富，不断赋能应用层
- 6 影视院线：“新十条”优化叠加双旦档期，观影需求有望率先修复
- 7 产业互联网：赋能产业互联网获政策鼓励，互联网平台能力打包输出空间大
- 8 广告：短期承压，信息流广告成为主要广告类型，头部效应有所加强，22Q3主要互联网广告公司普遍出现拐点，明年修复可期
- 9 网络文学及在线音乐：文化输出受政策鼓励，中国网络文学出海已成为新增长点，在线音乐行业有望处高增速

网络文学及在线音乐投资建议

- **网络文学：**文化输出受政策鼓励，中国网络文学出海已成为新增长点，截止至21年底已经有约2100部中国网文作品翻译至国外，约37万海外原创作品和20多万海外创作者。
- **在线音乐：**相比于美国2020年40%付费比率，中国在线音乐服务市场仍然有较大提升空间，预计2022-2025年行业规模CAGR达27%，处较高水平。
- **建议关注：**网文龙头且与腾讯泛文娱业务协同较强的阅文集团；付费用户处于快速增长阶段且广告业务空间大的腾讯音乐。



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

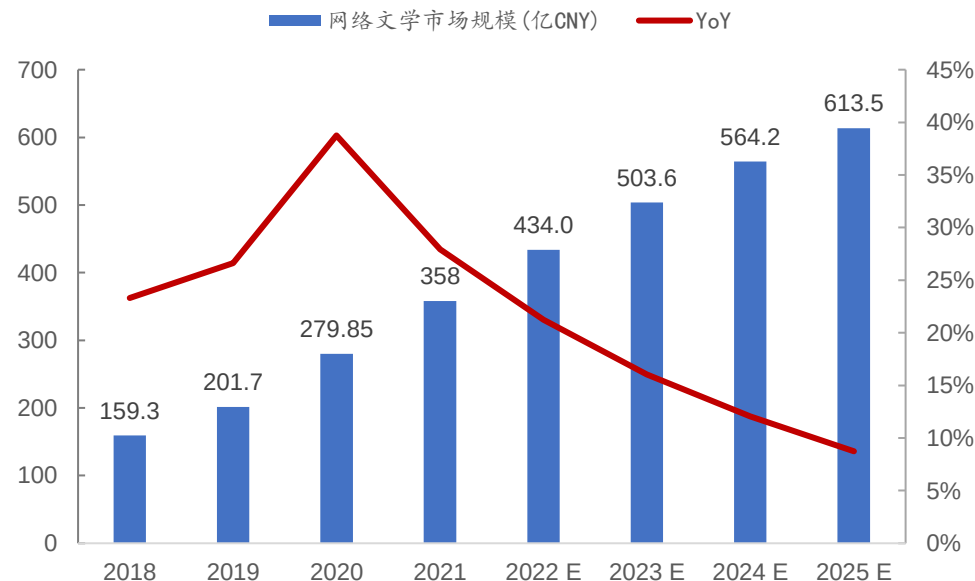
网络文学：22年用户有望达到5.3亿，文化输出愿景将驱动出海业务成长

2022年中国社科院发布《2021中国网络文学发展研究报告》指出：

- 自“十四五”开始，十九届五中全会中提出的2035年建成文化强国的远景目标在逐步实施，网络文学作为抒写中国故事的载体，推动全民阅读习惯的养成，在过去几年中快速崛起；
- 截止至2021年底，中国网络文学用户达到5.02亿，较去年增加4145万，占网民总数48.6%。95后是网络文学读者的新增力量，2000年之后出生的Z世代作为在互联网繁荣发展时期中成长的一代人，对数字文化产品的接纳程度较高，有望持续拉动网络文学需求；
- 中国网络文学出海已成为新增长点，截止至21年底已经有约2100部中国网文作品翻译至国外，约37万海外原创作品和20多万海外创作者。

图表246：网络文学市场空间(含预测)

	2018	2019	2020	2021	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E
网络文学市场规模(亿CNY)	159.3	201.7	279.85	358	434.0	503.6	564.2	613.5
YoY	23.30%	26.62%	38.75%	27.93%	21.23%	16.04%	12.04%	8.73%
用户数量(亿)	4.3	4.55	4.6	5.02	5.33	5.56	5.75	5.95
YoY		5.8%	1.1%	9.1%	6.13%	4.33%	3.53%	3.33%
人均年付费(元)	37.0	44.3	60.8	71.3	81.5	90.6	98.0	103.2
YoY		19.7%	37.2%	17.2%	14.2%	11.2%	8.2%	5.2%



资料来源：中国音数协，中国社会科学院，中国版权协会，华安证券研究所测算

阅文集团：IP商业化潜力巨大，与腾讯泛文娱业务有较强协同效应

- 22Q3阅文集团自有平台及自营渠道的平均月活用户达到2.64亿，YoY 13.8%，自有平台优质内容及自营渠道的免费阅读内容驱动用户增长。
- 22Q3自有平台及自营渠道的平均月付费用户达到810万，YoY -12.9%，21年同期有较多轻度用户受到免费阅读内容吸引，一部分被转化为了付费用户，使2021年基数较高。
- 根据彭博预期，2022年公司营收预计达到8323亿，同比去年下滑4%，主要由于公司严格控制了获客成本导致用户增长相对放缓，同时自营游戏表现不佳导致版权运营业务承压。但公司作为行业龙头，IP商业化变现潜力巨大，同时与腾讯的泛文娱业务有较强协同效应，具备较好的长期成长性，同时，随着2023年全球通胀得到抑制，消费环境复苏，根据彭博预期公司23年收入有望恢复正增长。

图表247：阅文集团利润表摘要（预测值为彭博预期，截止至2022年12月7日）

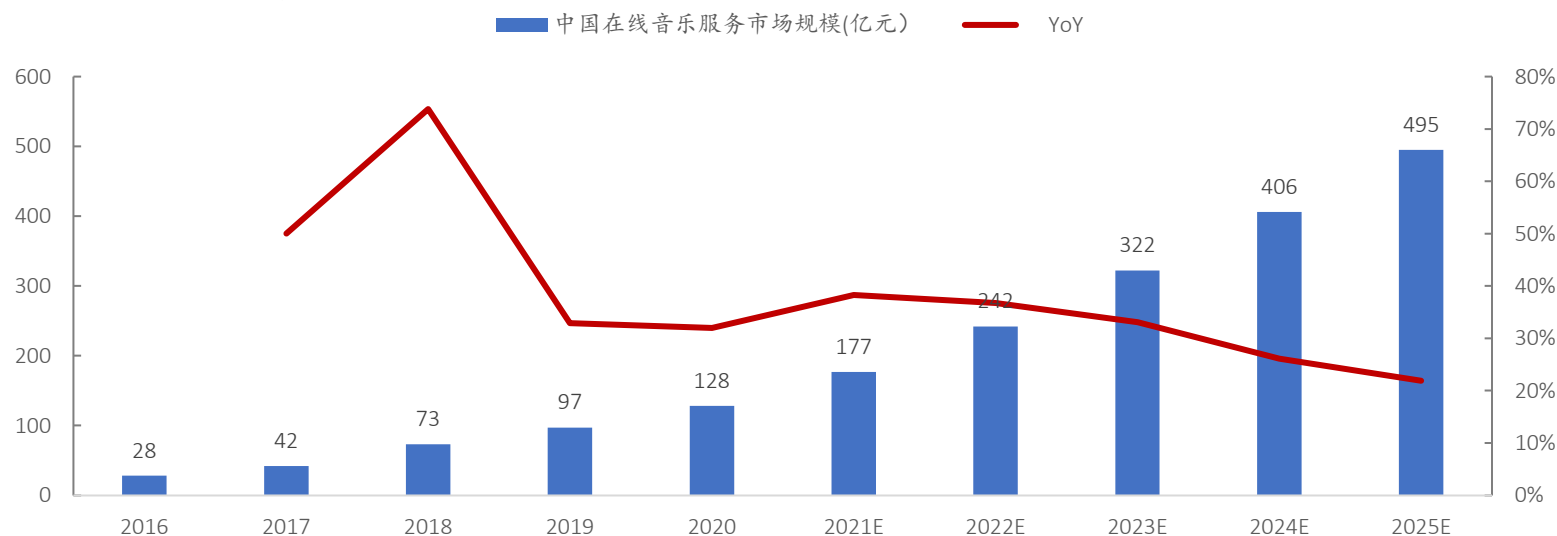
	阅文集团 (0772. HK) 利润表摘要				
	2019	2020	2021	2022 E	2023 E
营业收入	8,348	8,526	8,668	8,323	9,218
YoY	65.7%	2.1%	1.7%	-4.0%	10.8%
线上文学业务	3,710	4,844	5,309	4,755	4,967
YoY	-3.1%	30.6%	9.6%	-10.4%	4.5%
自有平台产品	2,425	3,903	3,848	3,572	3,653
YoY	9.6%	61.0%	-1.4%	-7.2%	2.3%
腾讯产品自营渠道	836	632	809	779	863
YoY	-12.2%	-24.4%	28.1%	-3.7%	10.8%
第三方平台	449	309	651	404	450
YoY	-32.3%	-31.3%	110.9%	-38.0%	11.5%
版权运营及其他	4,637	3,682	3,360	3,568	4,251
YoY	283.2%	-20.6%	-8.7%	6.2%	19.1%
版权运营	4,423	3,539	3,231	3,456	4,141
YoY	341.0%	-20.0%	-8.7%	7.0%	19.8%
其他	214	142	128	112	110
YoY	3.4%	-33.5%	-9.8%	-12.8%	-1.7%
Adjusted Net Income	1,195	917	1,230	1,319	1,590
% of revenue	14.3%	10.8%	14.2%	15.8%	17.2%
核心运营指标					
Avg. MAUs (百万)	219.7	228.9	248.6	259.2	264.4

资料来源：公司年报，Bloomberg，华安证券研究所整理

在线音乐服务：22-25年市场规模有望从242亿提高到495亿

- 根据灼识咨询在云音乐招股书中的预测，中国在线音乐服务市场规模2025年有望达到495亿元，2022年约242亿元，3年CAGR 26.9%。
- 在线音乐服务变现的主要方式包括4点：1) 会员订阅；2) 数字专辑销售；3) 广告服务；4) 授权业务。未来在线音乐服务增长的主要驱动因素在于会员付费比率提高，2016年行业约2%，2025年将达到27%。相比于美国2020年40%付费比率，中国在线音乐服务市场仍然有较大提升空间。2016年用户月均支付金额约8元，2020年已经达到9元。
- 中国在线音乐服务市场主要由2大旗舰产品，QQ音乐和网易云音乐创造，仍处于用户成长期和商业化变现初期。22年Q3腾讯的QQ音乐在线音乐付费用户数达8530万，同比增长19.8%；22年上半年网易云音乐月活用户达到1.82亿人，日活/月活的比率稳定在30%以上，其中在线音乐服务月付费用户达到3760万(去年同期2610万)。

图表248：在线音乐市场空间(含预测)



资料来源：灼识咨询，云音乐招股书，华安证券研究所整理

腾讯音乐：付费用户处于快速增长阶段，广告业务空间大，23年业绩有望回暖

- 22年Q3腾讯音乐营收达73.7亿元(YoY -5.6%, QoQ 6.7%)，其中22Q3在线音乐业务收入达34.3亿元，YoY+18.77%，受益于音乐订阅的强劲增长，社交娱乐服务和其他业务收入达39.4亿，YoY -20.0%，主要由于社交娱乐服务的付费用户下降较多，同比下降26%。
- 22年Q3腾讯音乐Non-IFRS净利润达14.1亿元，YoY 32.7%, QoQ 32.5%，主要由于有效的成本控制措施较好的提升了运营效率。
- 根据彭博预期23年公司收入有望保持正增长，经调整的净利率有望持续提高。基于3点原因：1) 若2023年全球消费环境可以逐步走向复苏，则有望带来产品ARPPU的回暖；2) 公司的在线音乐付费用户仍然处于快速增长阶段；3) 在线音乐中的广告业务有较多提升空间。

图表249：腾讯音乐利润表摘要（预测值为彭博预期，截止至2022年12月7日）

腾讯音乐 (TME.US) 利润表摘要					
	2019	2020	2021	2022 E	2023 E
营业收入（百万元）	25,434	29,153	31,244	28,323	29,452
YoY	34.0%	14.6%	7.2%	-9.3%	4.0%
在线音乐	7,152	9,349	11,467	12,429	14,472
YoY	29.2%	30.7%	22.7%	8.4%	16.4%
订阅	3,563	5,560	7,330	8,675	10,199
YoY	42.6%	56.0%	31.8%	18.4%	17.6%
其他	3,589	3,789	4,137	3,753	4,273
YoY	18.2%	5.6%	9.2%	-9.3%	13.9%
社交娱乐服务和其他	18,282	19,804	19,777	15,894	14,980
YoY	35.9%	8.3%	-0.1%	-19.6%	-5.7%
Adjusted Net Income	4,903	4,971	4,332	4,662	5,033
% of revenue	19.3%	17.1%	13.9%	16.5%	17.1%

资料来源：公司年报，Bloomberg，华安证券研究所整理



华安证券

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

风险提示

- 消费复苏进程不达预期；
- 疫情反复影响部分消费行为；
- 中美审计进展不达预期；
- 行业相关政策风险；
- 电商履约受阻风险；
- 游戏版号无法正常发放；
- 长短视频版权纠纷风险等



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持：未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性：未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。