

2022 年 10 月 19 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

2023 年投资策略：修复与新增

—传媒行业策略报告

推荐(维持)

投资要点

分析师：朱珠 S1050521110001
zhuzhu@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
传媒(申万)	-1.8	-10.8	-20.3
沪深 300	-2.1	-9.9	-21.9

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《传媒新消费行业周报：四季度迎双 11 双 12 抖音全域兴趣助推新增量可期》2022-10-16
- 2、《传媒新消费行业周报：上海稳增长 22 条发布提振信心 关注第三季度环比改善》2022-10-08
- 3、《传媒新消费深度报告：游戏新势力系列——从米哈游学到了什么？》2022-09-30

2022 上半年总体看企业经营略承压（疫情局部波动）

2022 上半年受第二次疫情波动 A 股传媒互联网板块总营收与总归母利润增速均双下滑，同时，较 2019 年同期（即疫情前），2022 上半年总营收实现略增，但总归母利润仍下滑（2022 上半年板块总归母利润尚未恢复疫情前水平）；2021 年第三季度 A 股传媒互联网总归母利润 102 亿元（同比下滑 14%），第四季度整体归母利润-34.9 亿元（亏损收窄），整体基数不高叠加疫情管控进展进而 2022 年同期看盈利同比压力相对较小（反之，部分标的由于 2021 年第三、第四季度业绩基数较高，进而 2022 年第三、第四季度业绩同比压力仍较大）。

分板块看，院线看疫后修复及 2023 年片单供给；出版阅读板块稳定但仍需新增量；电影剧集动漫板块后疫情下盈利能力减弱但头部韧性仍在；游戏板块（新势力在崛起，存量企业产品竞争力仍需提升）；数字营销可看疫后复苏及体育等事件推动；电商业务中 2022 年 618 电商节全网交易总额为 6959 亿元（同比增加 8.2%），直播电商增速超综合电商销售额增速。

2022 下半年看什么？全域兴趣电商拉动双十一叠加世界杯经济

2021 年双十一全网总成交额 9651 亿元（同比增 12.2%），其中天猫为 5403 亿元（同比增 8.45%），2022 年天猫双十一成交额增速有望修复，天猫是基础盘，抖音电商是新增量，可关注抖音产业链、新营销企业、电商代运营、商家自播品牌类企业。卡塔尔世界杯经济有望提振全民体育热度，世界杯重要赛事带来的世界杯经济可关注短中长视频平台、新营销、新内容、新技术应用体验经济、消费品等维度；从 VR 看体育到元宇宙+体育等多种模式的出现，均为体育赛事注入新增量，科技体育与新消费相融，球星卡商业模式可期。

2023 年看什么？看疫情低基数下的修复+元宇宙抖音产业链+外部亚运会等

修复角度看，2022 上半年疫情波及华东地区，华东地区的电商、物流、营销等经济活动均受影响，2023 上半年，总体看互联网平台类企业均有望迎来业绩修复，同比增速可期。反

垄断政策后，设置红绿灯制度也为互联网企业的发展建立较为清晰方向（例如美团、哔哩哔哩-W、心动公司、美图公司、百奥家庭、腾讯控股等均有望从情绪面或业绩面得以修复）。2023 年具修复空间也涉及新营销、院线、内容板块、体验经济、轻医美等板块。**新增角度看**，2023 年亚运会再续，电竞首次入选，数字藏品首次发行，体育与新技术、新玩法结合助推体育新消费新发展；元宇宙 2023 年再发展，抖音不可缺席，从 VR 硬件的 PICO4 再到数字人的商业场景探索，元宇宙发展有望再下一城。

■ 行业评级及投资策略

给予传媒互联网新消费行业推荐评级。文化传媒互联网新消费行业的发展是伴随内容与新媒介融合以及新用户圈层需求的共振，2022 年疫情再次压力测试，企业主业韧性再凸显，均为下一场传媒互联网新消费的繁荣在底部蓄力，展望 2023 年，修复与新增兼具，给予 2023 年传媒互联网新消费行业推荐评级。

■ 风险提示

产业政策变化风险，推荐公司业绩不及预期的风险，行业竞争风险，编播政策变化风险，影视作品进展不及预期以及未获备案风险，疫情波动的风险，赛事项目上线不及预期的风险，新业务发展不及预期，宏观经济波动的风险。

关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2022-10-18 股价	2021	EPS 2022E	2023E	2021	PE 2022E	2023E	投资评级
300413.SZ	芒果超媒	25.21	1.13	1.18	1.35	22.31	21.36	18.67	买入
300133.SZ	华策影视	4.45	0.21	0.25	0.31	21.13	17.80	14.35	买入
002605.SZ	姚记科技	13.21	1.42	1.06	1.35	9.31	12.46	9.79	买入
603466.SH	风语筑	10.16	1.04	0.66	0.91	9.77	15.39	11.16	买入
603096.SH	新经典	17.08	0.80	1.13	1.42	21.24	15.12	12.03	买入
300788.SZ	中信出版	18.67	1.27	1.09	1.27	14.69	17.13	14.70	买入
603533.SH	掌阅科技	13.94	0.34	0.37	0.46	40.63	37.68	30.30	买入
300058.SZ	蓝色光标	4.71	0.21	0.26	0.34	22.48	18.12	13.85	买入
600986.SH	浙文互联	4.85	0.22	0.29	0.37	21.79	16.72	13.11	买入
603103.SH	横店影视	11.29	0.02	0.22	0.37	522.69	51.32	30.51	买入
001330.SZ	博纳影业	9.07	0.33	0.22	0.37	27.50	41.23	24.51	买入
603258.SH	电魂网络	19.56	1.37	1.39	1.60	14.24	14.07	12.23	买入
603444.SH	吉比特	250.79	20.43	22.24	26.22	12.27	11.28	9.56	买入
002292.SZ	奥飞娱乐	4.62	-0.28	0.09	0.20	-16.38	51.33	23.10	买入
000681.SZ	视觉中国	10.37	0.22	0.21	0.24	47.53	49.38	43.21	买入
688363.SH	华熙生物	130.61	1.63	2.03	2.55	80.13	64.34	51.22	买入
300957.SZ	贝泰妮	172.61	2.04	2.79	3.75	84.73	61.87	46.03	买入
002739.SZ	万达电影	10.03	0.05	-0.06	0.54	210.27	-161.00	18.75	未评级
300251.SZ	光线传媒	7.12	-0.11	0.26	0.35	-67.04	26.88	20.22	未评级
300860.SZ	锋尚文化	37.95	0.67	1.65	2.86	56.52	23.05	13.26	未评级
600633.SH	浙数文化	6.61	0.41	0.49	0.54	16.19	13.54	12.22	未评级
002291.SZ	星期六	16.35	-0.77	0.69	1.07	-21.25	23.62	15.34	未评级
600415.SH	小商品城	4.52	0.24	0.30	0.36	18.61	14.87	12.42	未评级
2400.HK	心动公司	15.55	-1.86	-1.11	0.00	-8.36	-13.95	-4572.94	未评级
2100.HK	百奥家庭互动	0.39	0.01	0.04	0.07	39.03	8.70	5.79	未评级
6633.HK	青瓷游戏	5.43	-0.96	0.53	1.11	-5.65	10.15	4.88	未评级
0772.HK	阅文集团	20.06	1.82	1.05	1.47	11.02	19.03	13.66	未评级
3738.HK	阜博集团	1.82	-0.01	0.03	0.05	-187.23	53.73	34.05	未评级
3690.HK	美团-W	141.68	-3.90	-1.59	0.93	-36.33	-89.22	151.59	未评级
0700.HK	腾讯控股	234.05	23.16	11.47	14.92	10.10	20.40	15.69	未评级
9626.HK	哔哩哔哩-W	90.85	-17.87	-20.52	-14.27	-5.08	-4.43	-6.37	未评级
1024.HK	快手-W	47.33	-20.37	-3.63	-1.26	-2.32	-13.04	-37.54	未评级
3690.HK	美团-W	141.68	-3.90	-1.59	0.93	-36.33	-89.22	151.59	未评级
2331.HK	李宁	52.07	1.58	1.82	2.29	32.96	28.59	22.71	未评级
2020.HK	安踏体育	72.50	2.81	3.02	3.77	25.80	24.01	19.22	未评级
IQ.O	爱奇艺	16.85	-1.11	-0.12	0.00	-15.18	-142.78	-21060.00	未评级

资料来源: Wind, 华鑫证券研究 (注: 港元对人民币汇率取 1 港元=0.92 元人民币; 美元对人民币汇率取 1 美元=7.2 元人民币; 表中股价均为人民币元; “未评级”盈利预测取自万得一致预期)

正文目录

1、 2022H1 总结（纵观 2019-2022 年中报）	6
1.1、 疫情局部波动致 2022H1 企业经营略承压	6
1.2、 单行业之数字营销板块：低基数下 2023 上半年业绩有望修复	8
1.3、 单行业之媒介（院线）板块：2022 年档期效应减弱 再看 2023 年片单供给及修复	10
1.4、 单行业之出版阅读板块：稳定但仍需新增量	14
1.5、 单行业之电影剧集动漫板块 后疫情下盈利能力减弱	18
1.6、 单行业之游戏板块 新势力在崛起 存量企业产品竞争力仍需提升	20
2、 2022H2 可以看什么？全域兴趣电商+世界杯	23
2.1、 双 11 双 12 淘系是基本盘，抖音全域兴趣电商有望成新增量	23
2.2、 2022 年下半年看卡塔尔世界杯：世界杯经济之球星卡新消费可期	28
3、 2023 可以看什么？疫后低基数的回暖+亚运会+元宇宙+抖音产业链	32
3.1、 修复：疫情致 22H1 低基数 23H1 同比可期	32
3.2、 新增：2023 年亚运会再续	34
3.3、 元宇宙再发展（抖音不可缺席）	38
4、 行业评级及投资策略	43
5、 风险提示	45

图表目录

图表 1：2019-2022 年中报 A 股互联网传媒总营收（上）、总归母利润（下）及同比增速	6
图表 2：2018-2021 年第三季度 A 股互联网传媒总归母利润及同比增速	7
图表 3：2018-2021 年第四季度 A 股互联网传媒总归母利润	7
图表 4：2019-2022 上半年 A 股数字营销板块总归母利润及同比增速	8
图表 5：2018-2021 年第三季度数字营销板块归母利润及同比增速	9
图表 6：2018-2021 年第四季度数字营销板块归母利润	9
图表 7：2016-2022 年 1-8 月广告市场整体花费同比变化	10
图表 8： 2021 年 1 月-2022 年 8 月单月广告花费变化	10
图表 9：2018-2022 年上半年 A 股院线板块归母利润 单位（亿元）	11
图表 10：2018-2021 年第三（左）、第四（右）季度院线板块归母利润 单位（亿元）	11
图表 11：2022 年 1-9 月全国分账票房（上）2015-2022 年国庆档票房（下）及同比增速	12
图表 12：2017-2022 年国庆档营业影院数、银幕数（上）、票价人次及单银幕产出（下）	13
图表 13：2010-2022 年全国分账票房及预测、同比增速	14
图表 14：2019-2022 上半年 A 股出版阅读板块总归母利润及同比增速	15
图表 15：2018-2021 年第三、四季度出版阅读板块归母利润	15
图表 16：2016-2021 年及 2022 年前三季度全国图书零售同比增长率变化	16
图表 17：2019-2022 年单月线上（上）、实体（下）图书零售渠道同比增长率变化	17

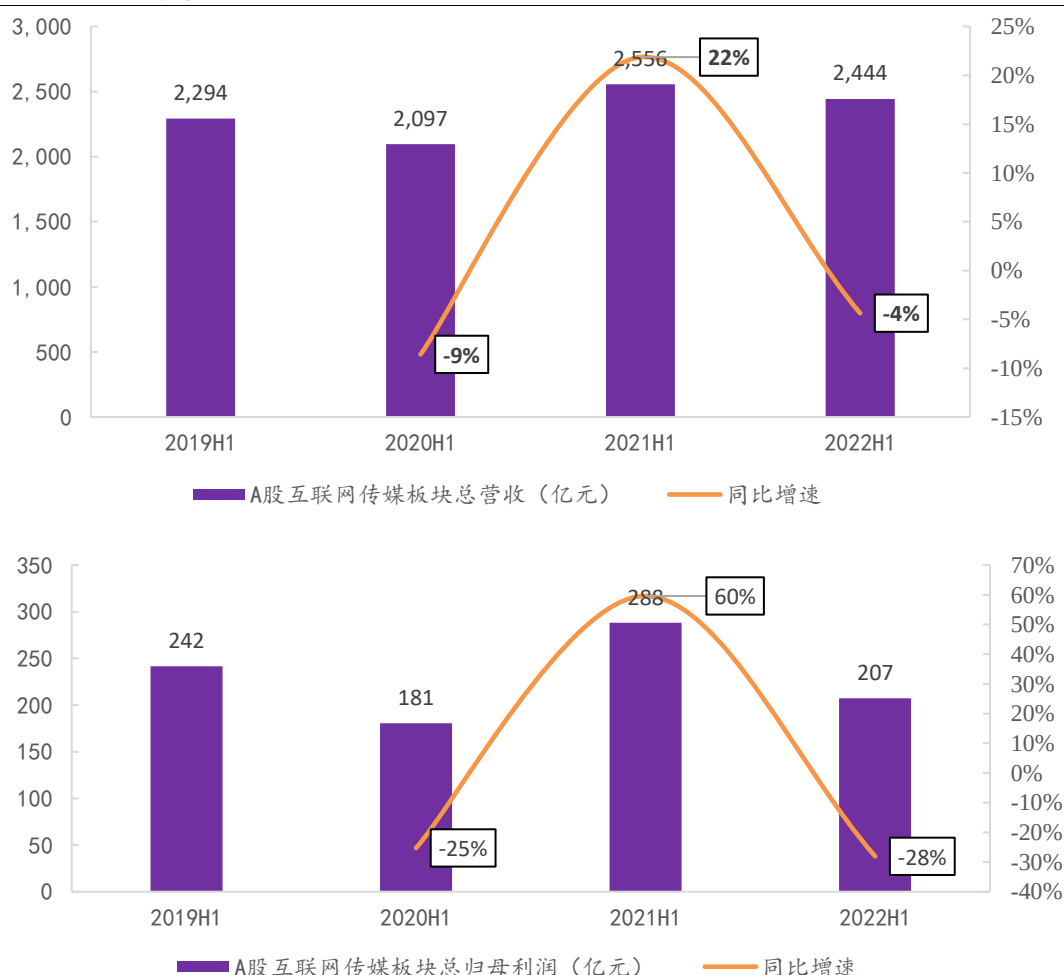
图表 18: 2018-2022 年中国网络用户分类（左）、2022 前三季度不同渠道销售同比波动率	18
图表 19: 2018-2022 年上半年 A 股电影剧集动漫板块归母利润	18
图表 20: 2018-2021 年第三、四季度电影剧集动漫板块归母利润	19
图表 21: 2021-2022 年暑假剧集上线数量（左）、独播剧集分布（右）	20
图表 22: 2021-2022 年暑假综艺上线数量（左）、2022 综艺平台分布及首发 N 代占比（右）	20
图表 23: 2019-2022 年上半年 A 股游戏板块总归母利润及同比增速	21
图表 24: 2018-2021 年第三、四季度游戏板块归母利润	22
图表 25: 2016Q1-2022Q2 单季度中国移动游戏市场规模及同比增速	23
图表 26: 2021-2022 年 618 电商节直播带货额及全网占比（左）、TOP5 主播销售额占比（右）	24
图表 27: 2022 年 618 综合、直播、全网电商交易总额及同比增速	24
图表 28: 2010-2021 年双十一历年全网电商交易总额（上）、天猫电商交易总额（下）及同比增速 .	25
图表 29: 2017-2025 年中国直播电商市场规模及预测、同比增速	26
图表 30: 2015-2023 年中国 MCN 机构数量（左）、MCN 市场规模（右）预测、同比增速	26
图表 31: 2018-2021 年各电商平台销售额占比趋势	27
图表 32: 2022 卡塔尔世界杯比赛分组及赛事时间表	28
图表 33: 全球球星卡市场概况（种类划分、主要市场、主要玩家）左 、帕尼尼球星卡（右）	29
图表 34: 2020-2027 年全球球星卡市场规模（上）、2020-2027 年美国及全球球星卡市场复合增速 .	30
图表 35: 2022 年美国在线体育用品零售商、体育球星卡公司 Fanatics 最新估值	31
图表 36: 全球（上）、中国（下）美妆行业各类零售额及增速	33
图表 37: 中国十四五体育强国战略及产业规模	34
图表 38: 2020 年全国体育产业概况	35
图表 39: 亚运会 2023 年新定时间	36
图表 40: 亚运会吉祥物（左）及相关周边手办（右）	37
图表 41: 2015-2026 年中国电竞赛事行业市场规模及同比增速	38
图表 42: 2025 年全球元宇宙中各个商业领域的市场规模展望	39
图表 43: 元宇宙之硬件 VR 发展（技术采纳生命周期定律）	40
图表 44: 元宇宙之硬件 VR 新品 PIC04 及内容	41
图表 45: 2020-2025 年中国 VR 市场规模及预测（亿元）、同比增速	41
图表 46: 2019-2030 年虚拟人整体市场规模及预测（亿元）、同比增速	42
图表 47: 数字人案例	42
图表 48: 关注公司及盈利预测	44

1、2022H1 总结（纵观 2019-2022 年中报）

1.1、疫情局部波动致 2022H1 企业经营略承压

纵观 2019 年-2022 年中报（其中 2020 及 2022 年上半年均受疫情波动影响），我们选取 A 股 133 家标的（剔除次新股如博纳影业、川网传媒、华立科技、果麦文化、零点有数、凡拓数创等），**总营收端**，2019 年-2022 年中报 A 股传媒互联网总营收分别为 2294 亿元、2097 亿元、2556 亿元、2444 亿元（同比增速分别为-9%、22%、-4%，其中 2022 上半年较 2019 年同期总营收增加 6.6%；**总归母利润端**，2019 年-2022 年中报 A 股传媒互联网总归母利润分别为 242 亿元、181 亿元、288 亿元、207 亿元（同比增速分别为-25%、60%、-28%，其中 2022 上半年较 2019 年同期归母利润下滑 14%），2020 上半年受第一次疫情波动总营收与总归母利润双下滑，2022 上半年受第二次疫情波动 A 股传媒互联网板块总营收与总归母利润同样均双下滑，同时，较 2019 年同期（即疫情前），2022 上半年总营收实现略增，但总归母利润下滑（2022 上半年板块总归母利润尚未恢复疫情前水平）。

图表 1：2019-2022 年中报 A 股互联网传媒总营收（上）、总归母利润（下）及同比增速



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

注：2022H1 营收较 2019 年同期增加 6.5%，但归母利润下滑 14.5%

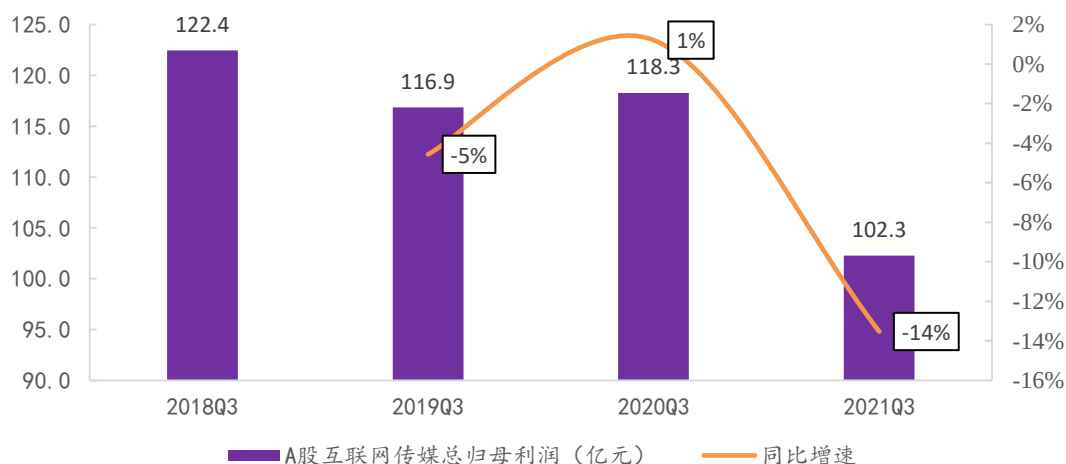
➤ 2021 年第三、第四季度 A 股传媒互联网板块总归母利润基数不高，进而 2022 年同期整体看盈利同比压力相对较小

请阅读最后一页重要免责声明

6

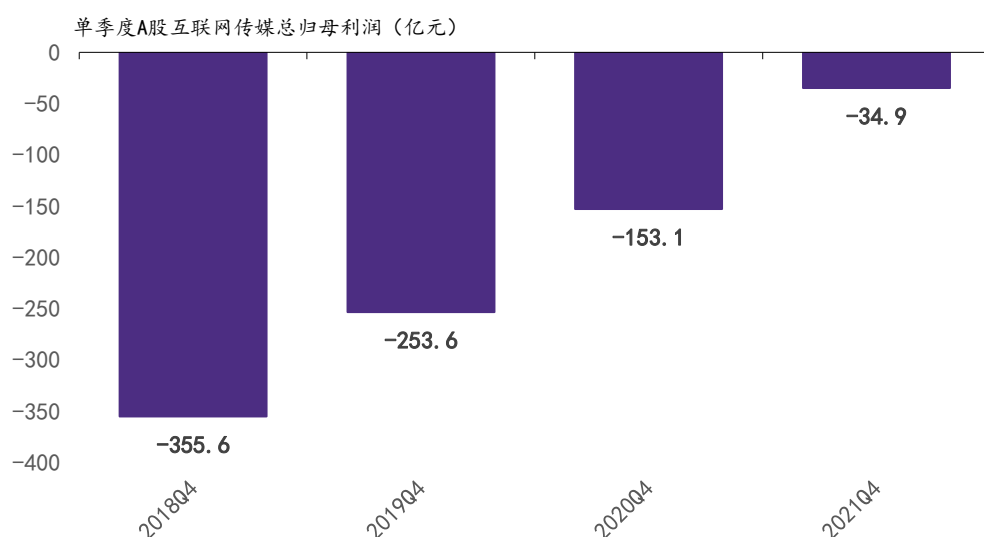
第三季度看，2018-2021 年 A 股传媒互联网板块总归母利润分别为 122.4 亿元、116.9 亿元、118.3 亿元、102.3 亿元（同比增速分别为-5%、1%、-14%）；第四季度看，2018-2021 年 A 股传媒互联网板块总归母利润分别为-355.6 亿元、-253.6 亿元、-153.1 亿元、-34.9 亿元，商誉减值影响致单季度利润连续四年亏损，但归母利润亏损逐年收窄，2021 年第三、第四季度归母利润基数不高，同时，2022 上半年 A 股传媒互联网归母利润受疫情影响，下半年的疫情管控进展，进而 2022 年下半年归母利润同比看压力较小，且单季度环比有望改善（反之，部分标的由于 2021 年第三、第四季度业绩基数较高，同比看，2022 年第三、第四季度业绩同比压力仍较大）。

图表 2：2018-2021 年第三季度 A 股互联网传媒总归母利润及同比增速



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

图表 3：2018-2021 年第四季度 A 股互联网传媒总归母利润

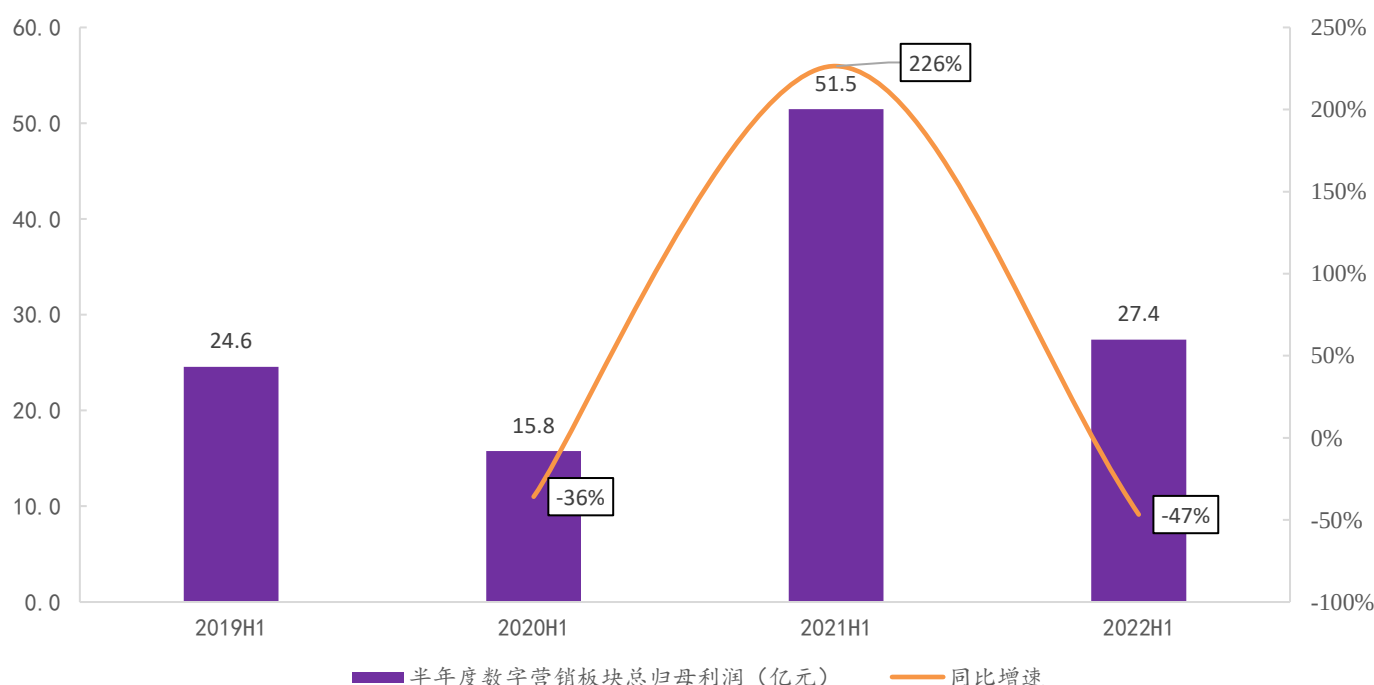


资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

1.2、单行业之数字营销板块：低基数下 2023 上半年业绩有望修复

分行业看数字营销板块，2019-2022 年上半年 A 股数字营销板块总归母利润分别为 24.6 亿元、15.8 亿元、51.5 亿元、27.4 亿元（同比增速分别为-36%、226%、-47%），2021 年中报的利润高增主要由于 2020 年第一次疫情后的低基数下的修复，其中蓝色光标、分众传媒的归母利润对板块利润贡献较大；2022 年上半年疫情第二次波动致营销板块业务再次承压，经济活动减少后致广告主投放预期减少，叠加 2021 年上半年的利润高基数，双重压力下致 2022 年上半年营销板块总归母利润同比下滑 47%，但由于 2022 年上半年的低基数，叠加后续经济活动的陆续恢复，展望 2023 年上半年，数字营销板块业绩有望修复，且 2023 年下半年伴随亚运会等事件驱动，也有望提振数字营销板块。

图表 4：2019-2022 上半年 A 股数字营销板块总归母利润及同比增速

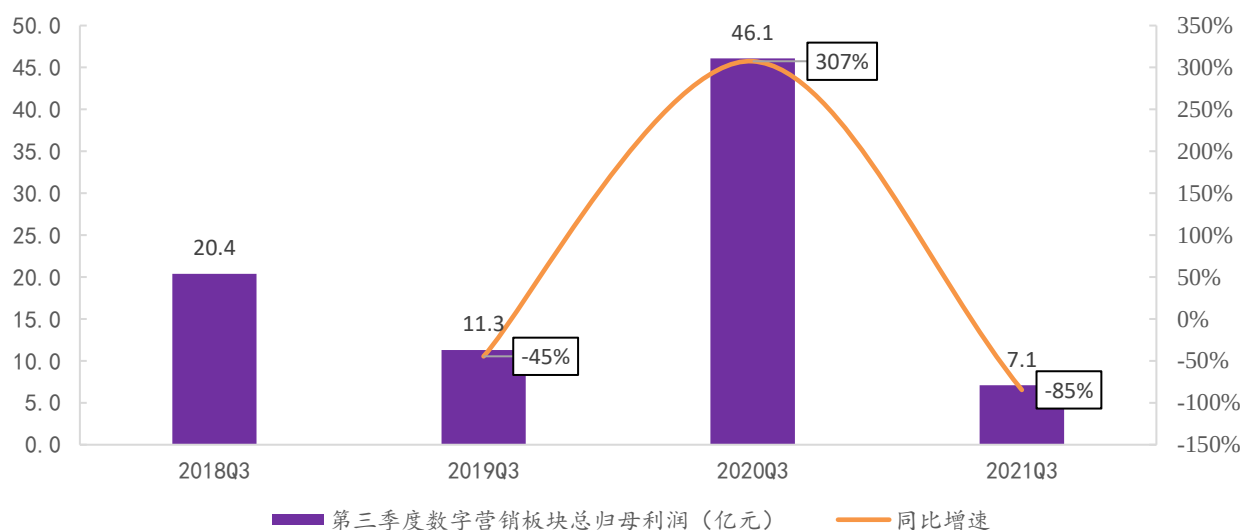


资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

➤ A 股数字营销板块总归母利润在 2021 第三季度低基数下，2022 年第三季度有望实现阶段性同比或环比修复

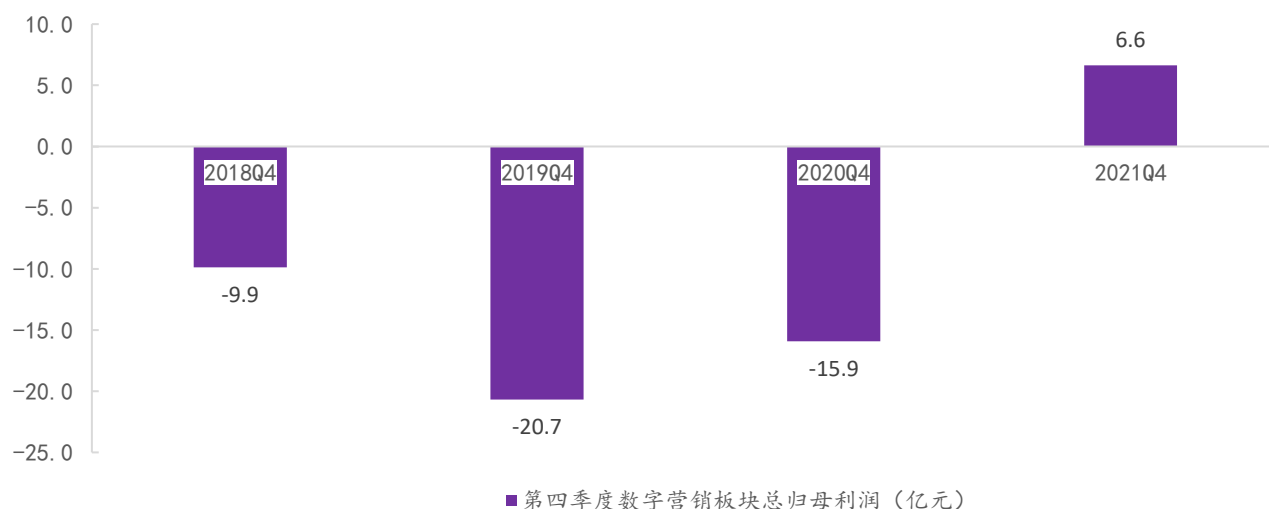
单季度看，2018-2021 年第三季度 A 股数字营销板块总归母利润分别为 20.4 亿元、11.3 亿元、46.1 亿元、7.1 亿元（同比增速分别为-45%、307%、-85%），2020 年第三季度数字营销板块总归母利润实现大幅增长主要由于利欧股份（非经损益中投资理想汽车确认的公允价值变动收益），剔除该因子，纵观数字营销板块四年的总归母利润，2021 年第三季度是四年中的利润新低，低基数下，2022 年第三季度有望实现同比或环比改善；2018-2021 年第四季度 A 股数字营销板块总归母利润分别为-9.9 亿元、-20.7 亿元、-15.9 亿元、6.6 亿元（由于数字营销行业属轻资产，企业通常选择外延并购实现规模效应，进而也带来较高商誉，商誉减值也对其利润带来潜在风险，该风险在 2018-2020 年得到释放）。

图表 5：2018-2021 年第三季度数字营销板块归母净利润及同比增速



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

图表 6：2018-2021 年第四季度数字营销板块归母净利润

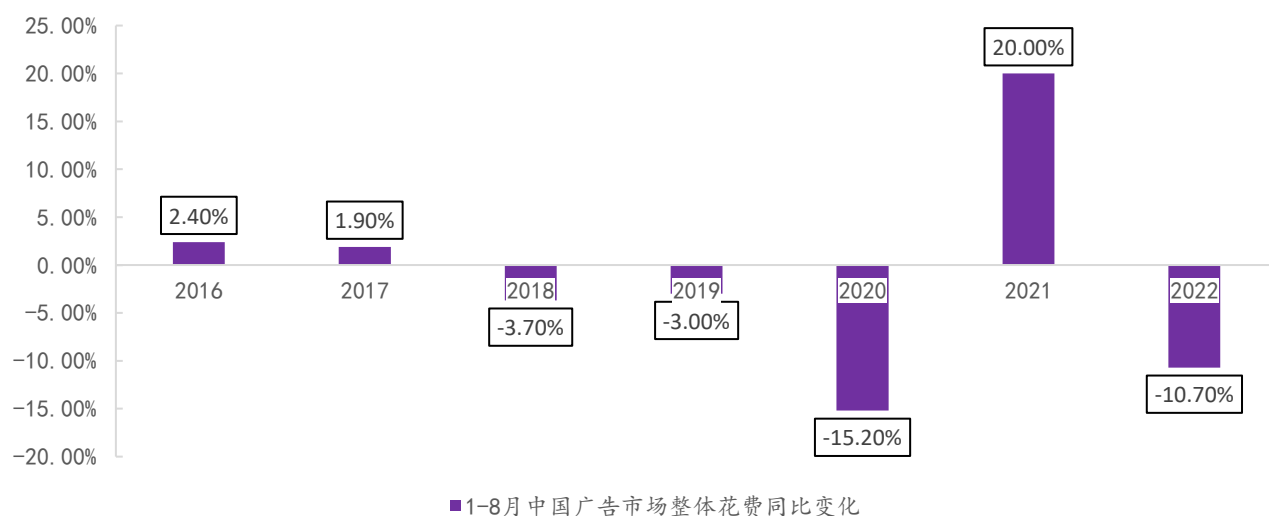


资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

➤ 看数字营销行业数据，2022 年 1-8 月广告市场同比减少 10.7% 单 8 月广告环比增加 4.3%

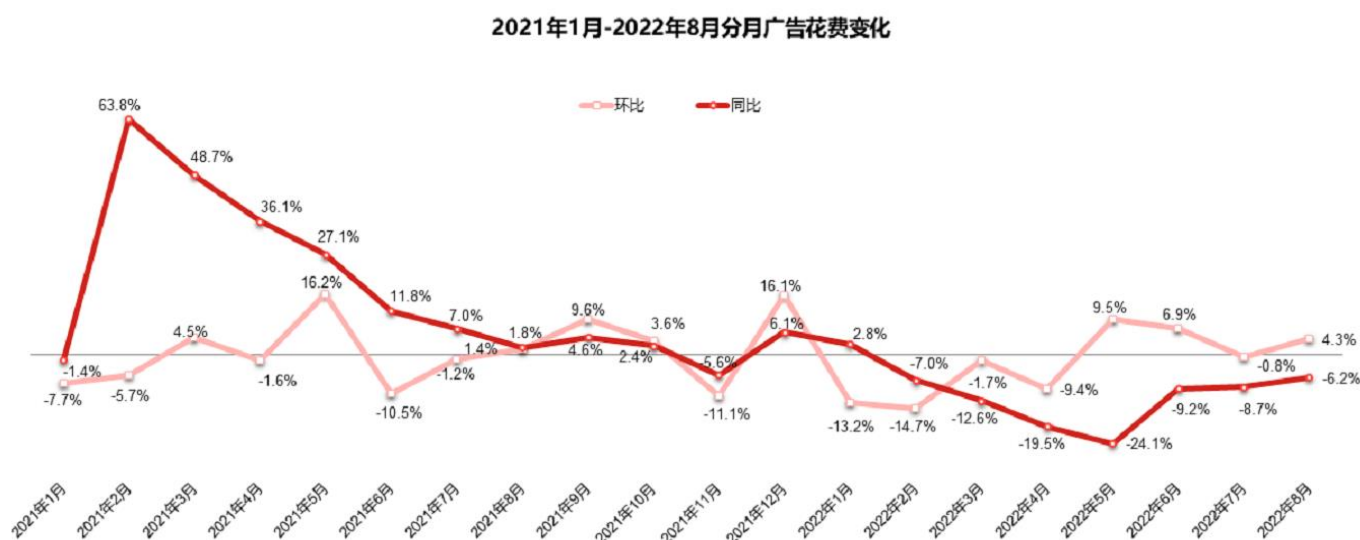
从行业数据看，2022 年 1-8 月广告市场同比减少 10.7%。据 CTR 数据显示，自 2022 年 6 月后，月度广告市场花费同比跌幅持续收窄，8 月广告花费同比下跌 6.2%，但月度花费环比增加 4.3%。从广告主结构看，食品行业、酒精类饮品行业、交通行业的广告主的投放同比增加。纵观 2022 年上半年的月度表现，5 月广告花费同比下滑 24%后，6 月实现环比跌幅收窄，2022 年 4 月至 5 月为疫情波动影响较大周期，6 月由于 618 的加持助力广告花费的同比下跌收窄，2022 年 11 月的双十一以及 12 月的双十二，均为 2022 第四季度的带来新增量，展望 2023 年，后疫情的修复以及亚运会等事件驱动，整体利于数字营销板块。

图表 7：2016-2022 年 1-8 月广告市场整体花费同比变化



资料来源：CTR，华鑫证券研究

图表 8：2021 年 1 月-2022 年 8 月单月广告花费变化

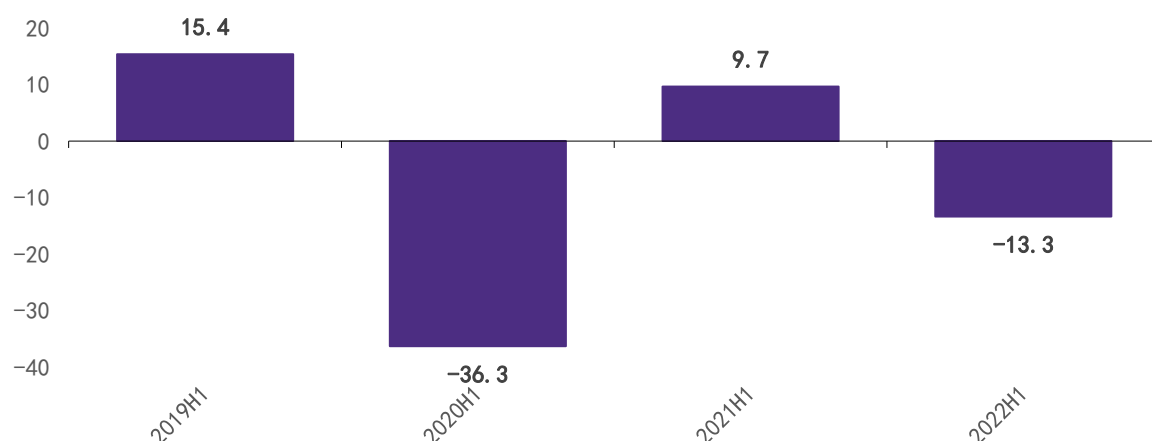


资料来源：CTR，华鑫证券研究

1.3、单行业之媒介（院线）板块：2022 年档期效应减弱 再看 2023 年片单供给及修复

分行业看院线，2019-2022 年上半年 A 股院线板块（剔除新股博纳影业）总归母净利润分别为 15.4 亿元、-36.3 亿元、9.7 亿元、-13.3 亿元（2020 及 2021 年上半年院线板块归母净利润均呈现亏损，主要由于疫情波动以及优质片单内容供给不足，其中作为龙头的万达电影归母净利润亏损较大致板块利润承压。

图表 9：2018-2022 年上半年 A 股院线板块归母利润 单位（亿元）

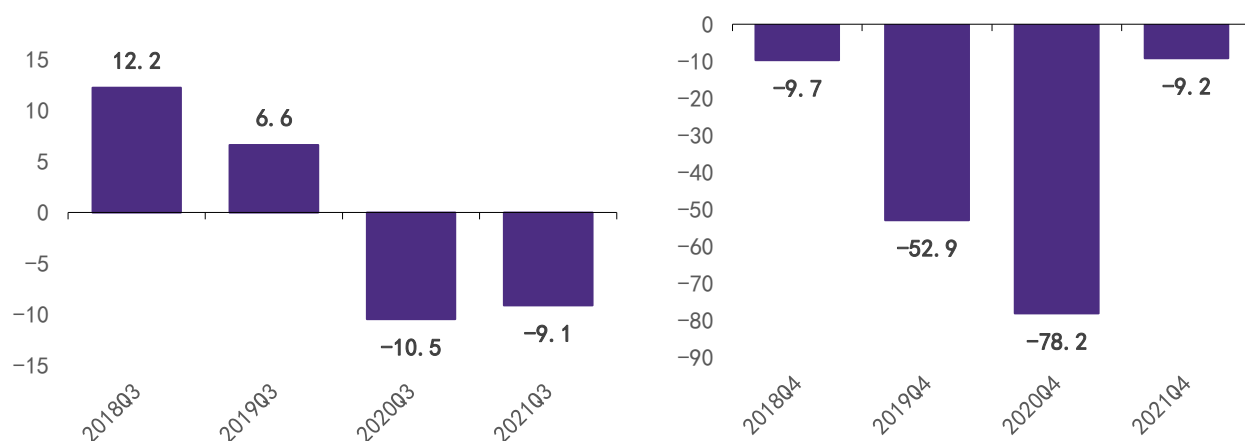


资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

➤ 2022 上半年有春节档提振热度，下半年暑假档与国庆档表现差强人意 关注后续进口片、新定档国产影片进展

单季度看，2018-2021 年第三季度 A 股院线板块总归母利润分别为 12.2 亿元、6.6 亿元、-10.5 亿元、-9.1 亿元，2018-2021 年第四季度 A 股院线板块总归母利润分别为-9.7 亿元、-52.7 亿元、-78.2 亿元、-9.2 亿元，院线板块在疫情影响下，其盈利能力承压，从 2018 年到 2021 年四年维度的第四季度，院线板块归母利润均未亏损，一方面是商誉减值影响，一方面是疫情影响，一方面是优质内容供给不足影响（该部分也间接受疫情影响产品进程），2022 上半年疫情波动影响院线板块归母利润亏损 13.3 亿元（但 2022 春节档的《长津湖之水门桥》阶段性提振板块热度），2022 下半年的暑假档与国庆档表现差强人意，2022 第四季度迎贺岁，可关注进口片例如《阿凡达：水之道》、缺席国庆档的片单如《无名》《深海》等重新定档有望带来后续票房的阶段性修复。

图表 10：2018-2021 年第三（左）、第四（右）季度院线板块归母利润 单位（亿元）



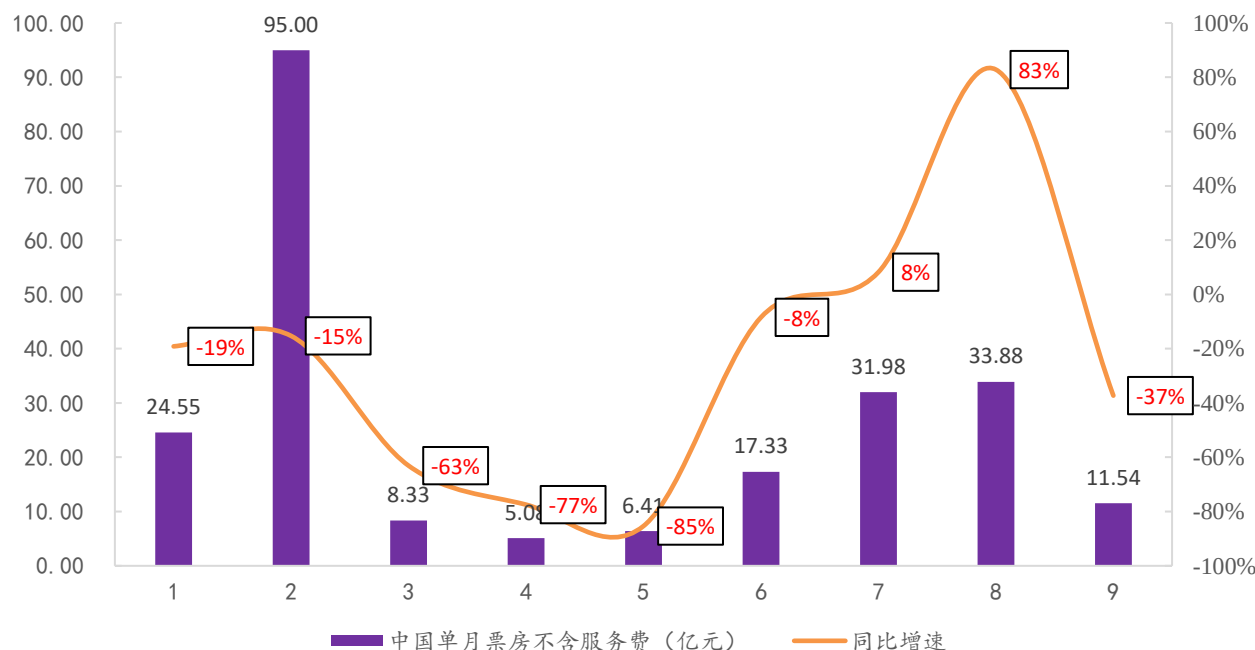
资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

➤ 看院线行业数据，2022 年 1-9 月全国分账票房同比减少 26% 2022 年国庆档分账票房下滑（票价、观影人次双降价且单银幕产出下滑）

从行业数据看，据猫眼数据显示，2022 年 1-9 月全国电影分账票房 234.1 亿元（同比

下滑 26%)，单月看，除 7-8 月单月《独行月球》影片加持实现月度同比增长后，余下单月票房同比均下滑，其中 10 月国庆档表现差强人意。如下图所示，**2022 年国庆档分账票房取得 14.5 亿元（同比下滑 66%），创 2015 年后新低**，2022 年国庆档影企竞争局势相对温和，票房前三影片平均出品公司数量大幅下降，“超头部”作品缺失，档期热度应声下滑，同时，影片定档较晚致观众在国庆前对将上映影片认知欠缺，观影热情未被充分激活，新片首日预售欠佳，致使档期乏力。国庆前后多地疫情抬头，档期内放映影院数量 1.08 万，同比减少 4.4%，放映银幕数量 6.72 万块，同比减少 3.7%，均为首次下滑。

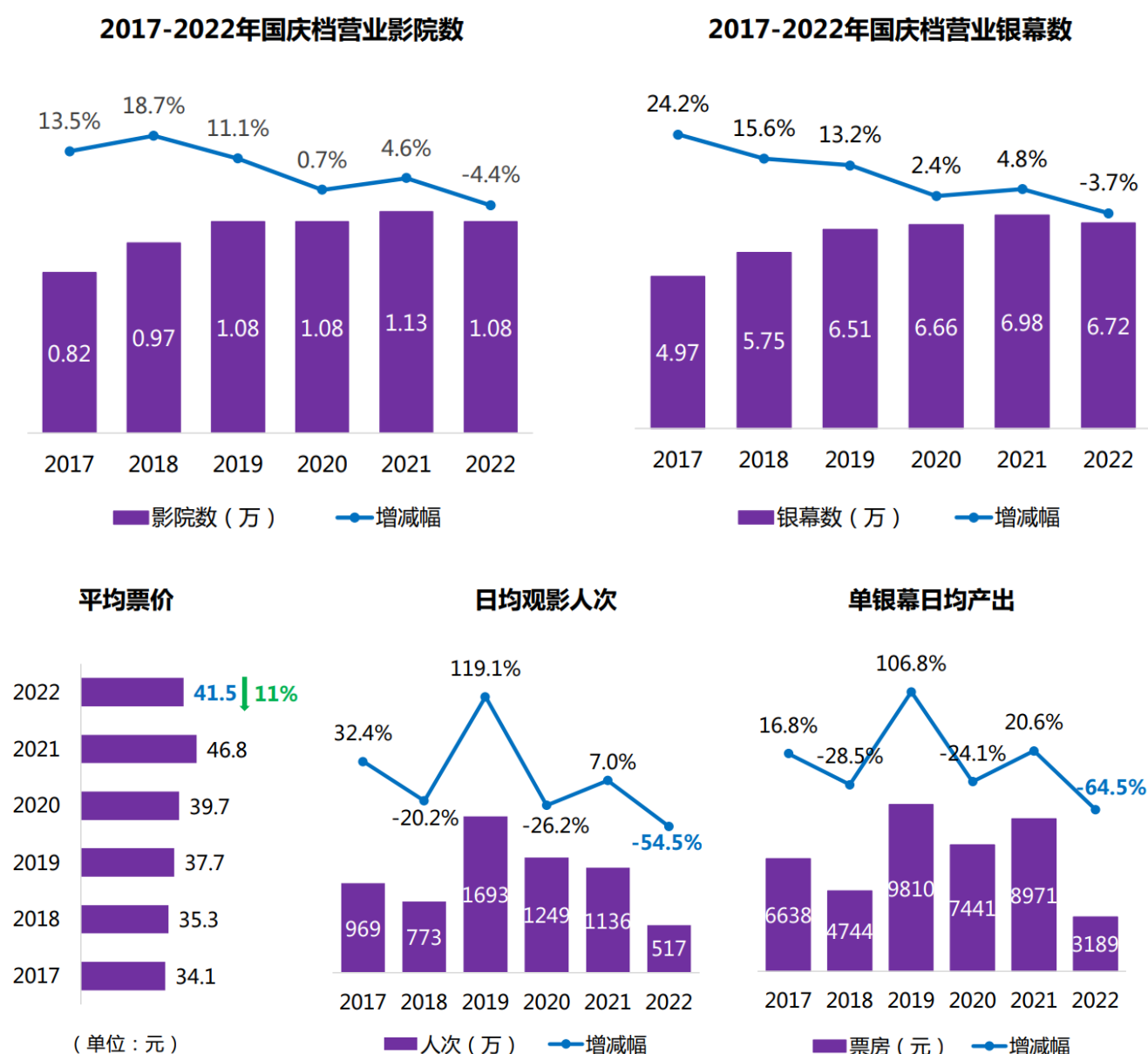
图表 11：2022 年 1-9 月全国分账票房（上）2015-2022 年国庆档票房（下）及同比增速



TOP1 影片	夏洛特的烦恼	湄公河行动	羞羞的铁拳	无双	我和我的祖国	我和我的家乡	长津湖	万里归途
分账票房 (亿元)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
9月30日	2.23	1.90	2.83	2.53	6.32	1.18	2.62	0.79
10月1日	3.13	2.82	3.63	3.39	7.54	6.81	5.83	2.44
10月2日	2.84	2.60	3.41	2.96	7.26	6.19	5.88	2.51
10月3日	2.61	2.39	3.35	2.66	6.43	5.44	6.11	2.25
10月4日	2.52	2.21	3.33	2.36	5.77	4.63	6.05	2.02
10月5日	2.57	2.13	3.09	2.31	5.52	3.96	6.03	1.80
10月6日	2.68	2.06	2.94	2.22	5.20	3.60	6.16	1.61
10月7日	2.23	1.68	2.91	1.76	3.84	3.36	4.62	1.09
合计	20.81	17.79	25.49	20.20	47.89	35.18	43.30	14.53
YOY		-14.5%	43.3%	-20.8%	137.1%	-26.5%	23.1%	-66.4%
						2020较2019	2021较2019	2022较2019
						-26.5%	-9.6%	-69.7%

资料来源：猫眼专业 app，华鑫证券研究

图表 12：2017-2022 年国庆档营业影院数、银幕数（上）、票价人次及单银幕产出（下）

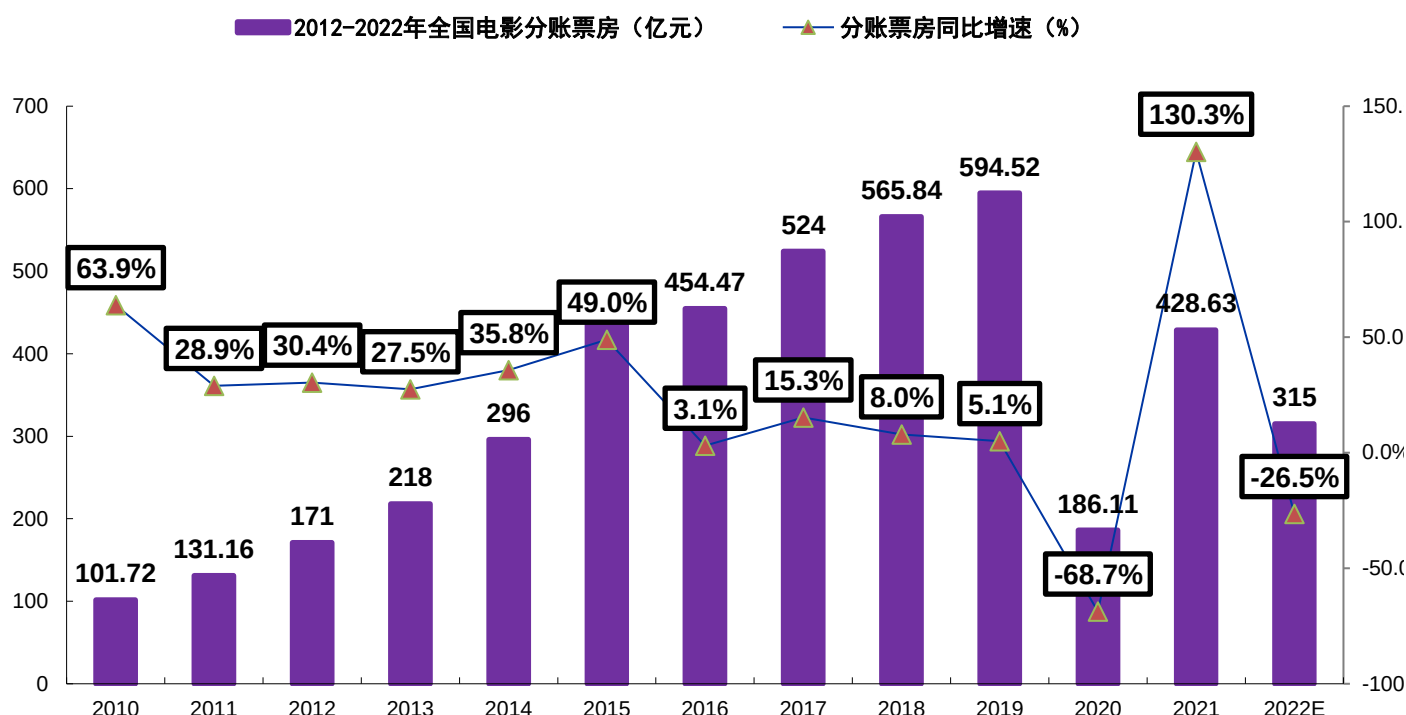


资料来源：ENDATA，华鑫证券研究

➤ 2022 全国分账票房预计下滑 26.5% 基数效应下 2023 年同比有望实现修复增长

2022 年票房整体分账票房预估在 315 亿元左右（同比下滑约为 27.6%），截至 2022 年 9 月全国年化分账票房 234 亿元（同比下滑 26%），假设 10 月-12 月单月分账票房分别为 20 亿元、25 亿元、36 亿元（考虑到贺岁档及进口片），即 2022 年全国全年分账有望达到 315 亿元（同比下滑 27.6%），在 2022 年相对低基数下，2023 年院线票房市场的同比修复增长可期，但核心仍需要关注 2023 年优质影片的供给，如《流浪地球 2》《海关战线》《莫斯科行动》《国家行动》《遗失的帝国》等。

图表 13：2010-2022 年全国分账票房及预测、同比增速



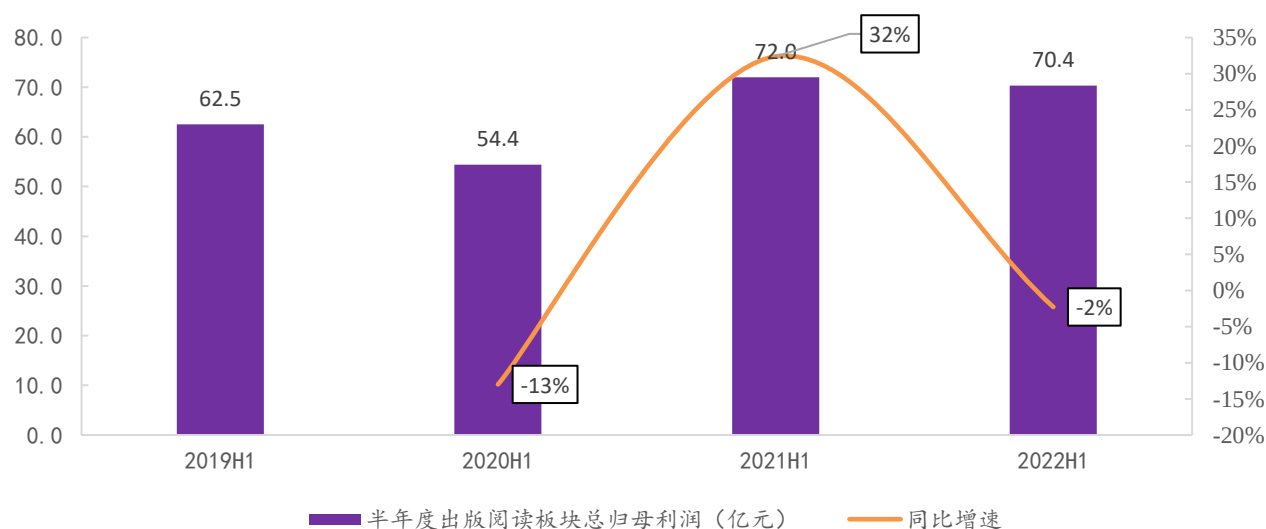
资料来源：猫眼专业 app，华鑫证券研究

1.4、单行业之出版阅读板块：稳定但仍需新增量

分行业看出版阅读板块，2019-2022 年上半年 A 股出版阅读板块总归母利润分别为 62.5 亿元、54.4 亿元、72 亿元、70.4 亿元（同比增速分别为-13%、32%、-2%），2021 年中报的利润高增得益于第一次疫情后的低基数下的修复，其中中文传媒贡献较高利润主要由于子公司智明星通的联营企业北京创新壹舟投资中心（有限合伙）处置 Moonton Holdings Limited 股权产生投资收益；2022 年上半年疫情第二次波动后也带来出版阅读板块的利润同比下滑 2%，但在疫情中出版阅读板块总体韧性较强，2022 年上半年总归母利润较 2019 年同期也实现增长。

出版阅读板块中分为教育类出版、大众类阅读，前者依托教材教辅业务的稳定带来盈利的韧性，后者大众阅读在疫情中略受物流等因子影响，但 2022 年伴随抖音电商之东方甄选账号的快速发展，直播销售图书业务大众阅读带来新渠道增量，其中我们看到中信出版、新经典为代表的大众阅读企业的作品通过东方甄选的 sales，也拉动了其图书作品。

图表 14：2019–2022 上半年 A 股出版阅读板块总归母利润及同比增速

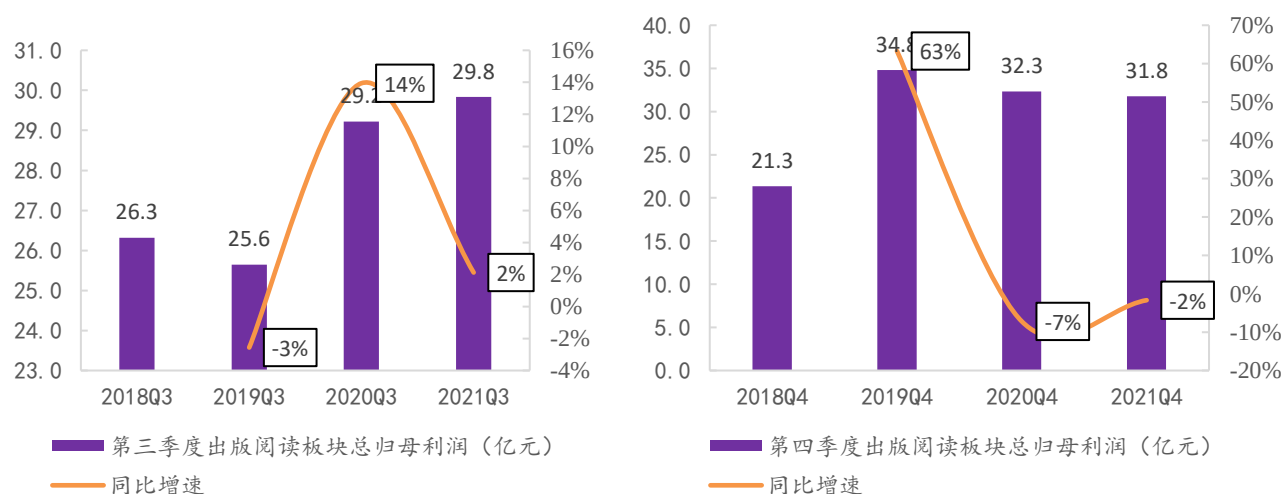


资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

➤ 两次疫情压力测试下，单季度出版图书板块总归母利润仍保持盈利凸显其韧性

单季度看，2018–2021 年第三季度 A 股出版阅读板块总归母利润分别为 26.3 亿元、25.6 亿元、29.1 亿元、29.8 亿元（同比增速分别为-3%、14%、2%），2018–2021 年第四季度 A 股出版阅读板块总归母利润分别为 21.3 亿元、34.8 亿元、32.3 亿元、31.8 亿元（同比增速分别为 63%、-7%、-2%），2021 年第四季度出版阅读板块已呈现跌幅收窄。两次疫情压力测试下，图书出版板块单季度总归母利润仍保持盈利凸显其韧性，教育出版板块中核心主业教辅教材类似双刃剑，在整体宏观经济影响下可夯实业绩基本盘，但受制于行业特性，实现业绩的高增仍需“第二条增长曲线”；大众类出版核心主业在社科、经管、文学、少儿等类别，可通过其它衍生方式实现高增潜力，进而带来其板块业绩的较高波动，但大众阅读板块企业的核心竞争力在于对社会未来发展后用户对内容需求的预判能力、优质内容持续产出能力等，2023 年可关注大众类图书企业的新增量。

图表 15：2018–2021 年第三、四季度出版阅读板块归母利润



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

➤ 看阅读行业数据，2022 年 1-9 月全国图书零售市场同比下降 13.41%，仍未恢复至 2019 年疫情前，但短视频电商图书渠道保持正增长

从行业数据看，开卷数据显示 2022 年 1-9 月图书零售市场同比下降 13.41%，短视频电商图书渠道保持正增长。从 2022 年第一季度开始整体图书零售市场持续负增长既有疫情的影响，也和消费疲软有关。2019 年前图书零售市场增速已放缓，2020-2022 年历经的疫情波动对社会经济造带来影响，进而居民消费需求与购买力也出现下降。

从不同渠道来看，2022 年前三季度网店渠道同比下降 6.54%。从网店指数看，网店指数第一季度下滑显著，受年中 618 大促带动第二季度降幅环比收窄。进入第三季度之后，暑假高峰期销售水平未能超 2021 年同期，各月指数均低于 2021 年同期水平；2022 年前三季度实体渠道同比下降 36.28%，实体书店形势仍严峻。

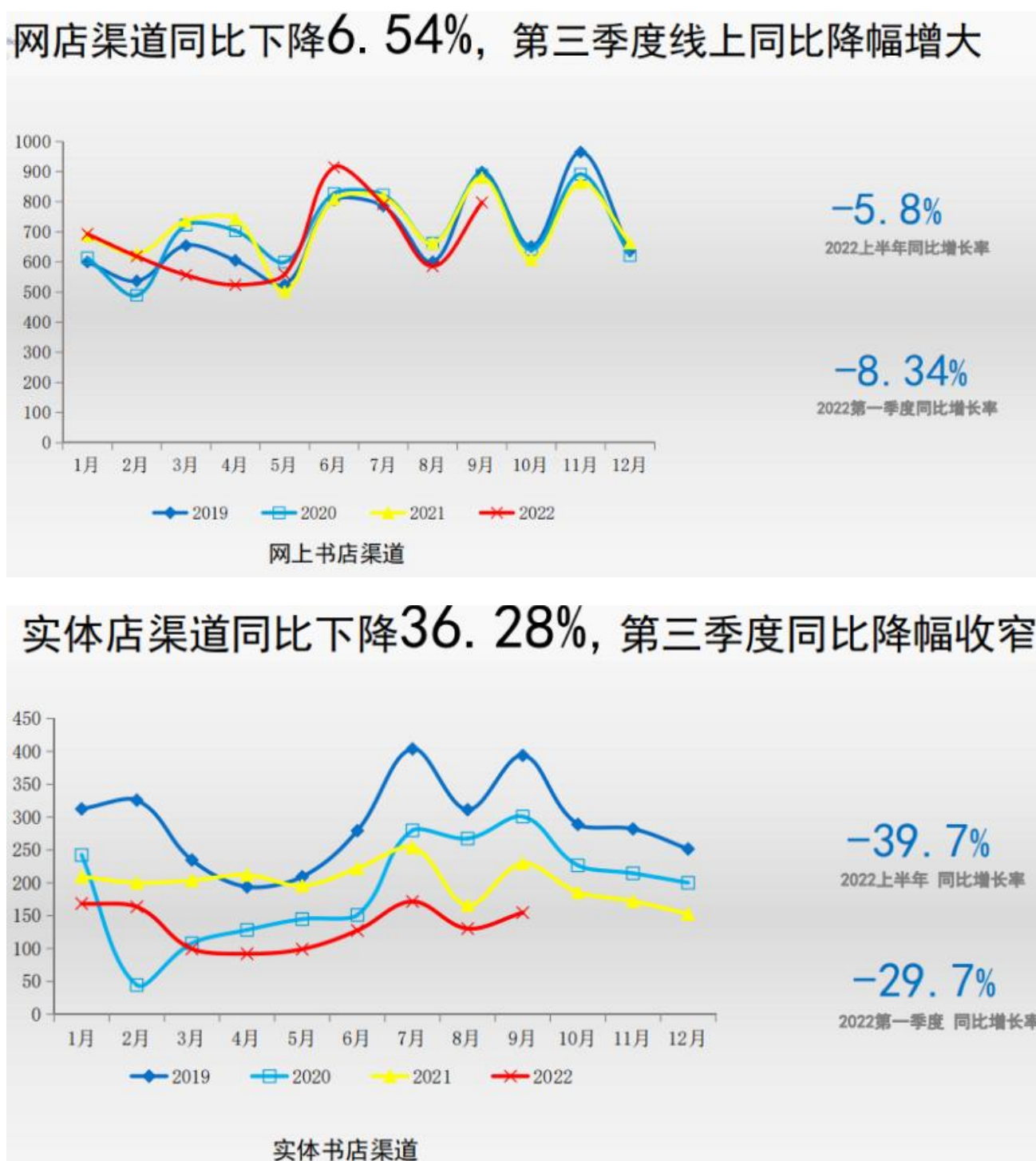
网店渠道分类看，在平台电商、短视频电商、垂直及其他电商图书销售中，平台电商、垂直及其他电商均同比下降，但短视频电商继续保持正增长，同比增加 56.69%，短视频电商作为新兴电商，聚集用户注意力，对电商大盘的渗透仍在不断深入，图书零售中短视频电商中我们看到从东方甄选到新经典、中信出版等商家自播，均为图书带来渠道新增量。

图表 16：2016-2021 年及 2022 年前三季度全国图书零售同比增长率变化



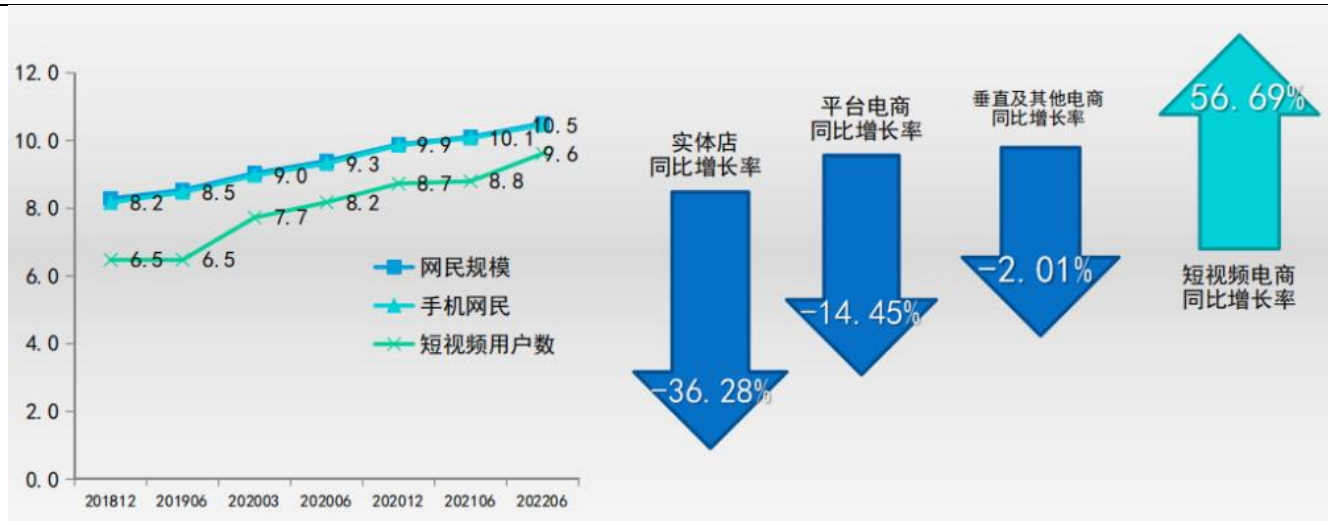
资料来源：开卷，华鑫证券研究

图表 17: 2019-2022 年单月线上（上）、实体（下）图书零售渠道同比增长率变化



资料来源：开卷，华鑫证券研究

图表 18：2018-2022 年中国网络用户分类（左）、2022 前三季度不同渠道销售同比波动率

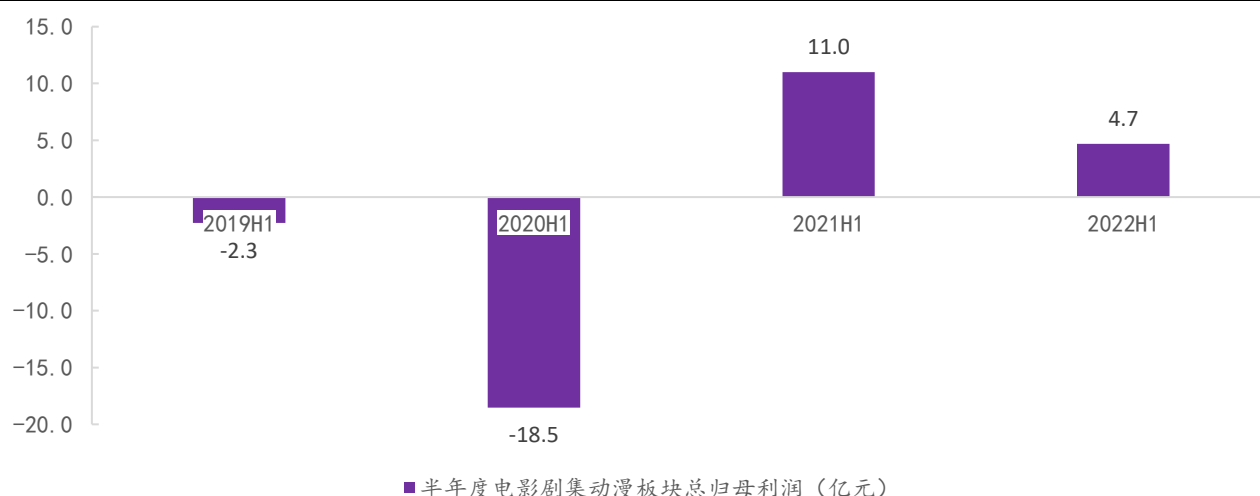


资料来源：开卷，华鑫证券研究

1.5、单行业之电影剧集动漫板块 后疫情下盈利能力减弱

分行业看电影剧集动漫板块，2019-2022 年上半年 A 股电影剧集动漫板块总归母净利润分别为-2.3 亿元、-18.5 亿元、11 亿元、4.7 亿元，其中 2020 年中报中浙文影业归母净利润亏损 10.23 亿元，主要由于公司受影视行业监管政策、市场平台影响力、播出模式及价格变化等一系列影响，出现影视剧无法如期排播、播出集数减少、排播间隔时间较长后市场价格下降等各方面不利情况，商誉减值致影视内容板块归母净利润亏损。疫情前，受轻资产中的商誉减值影响，疫情后，受项目开工进度影响，剧集、电影龙头如华策影视、光线传媒相对具韧性，核心竞争力仍是优质内容持续产出能力。

图表 19：2018-2022 年上半年 A 股电影剧集动漫板块归母净利润

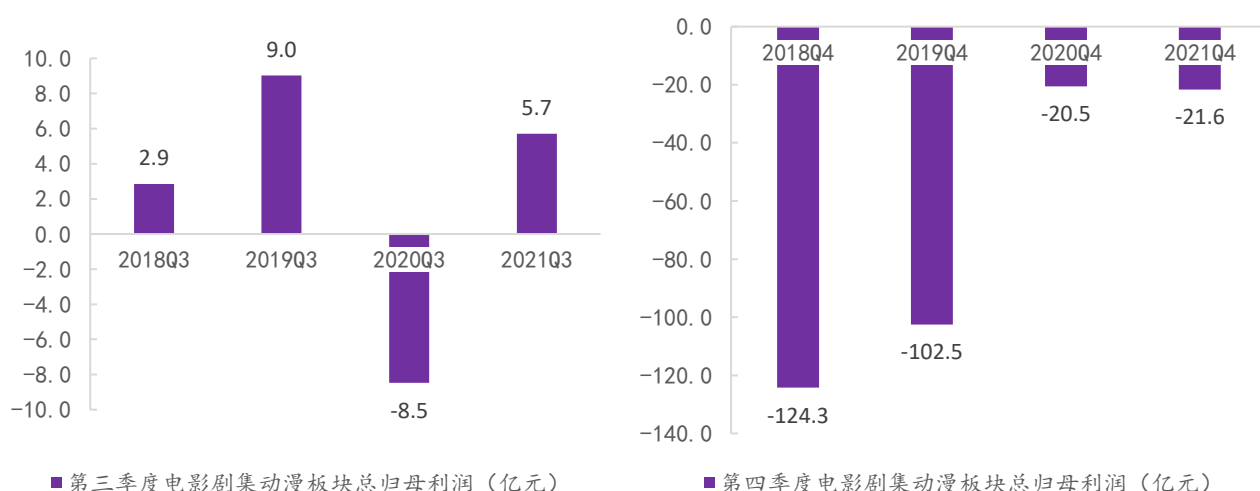


资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

► 剧集电影动漫板块在第四季度商誉减值风险略减弱 项目进展致季度性业绩波动

单季度看，2018-2021 年第四季度 A 股剧集电影动漫板块总归母利润分别为 124.3 亿元、102.5 亿元、-20.5 亿元、-21.6 亿元，2018-2019 年单季度归母利润亏损核心原因在于商誉减值影响，2020-2021 年单季度亏损的核心原因在于疫情波动影响项目进度。

图表 20：2018-2021 年第三、四季度电影剧集动漫板块归母利润

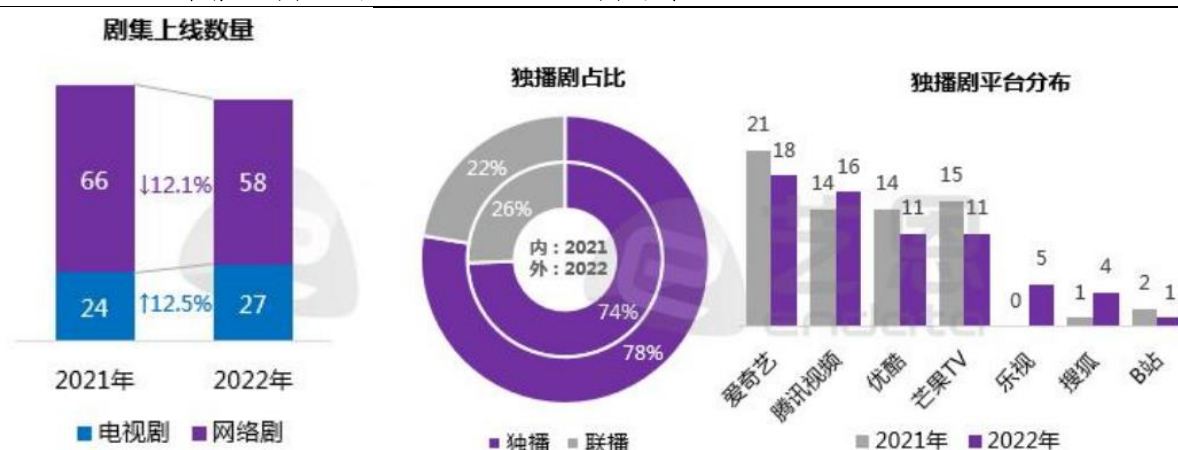


资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

► 从行业角度看剧集领域，2022 年暑假档剧集上线总量略降 独播剧占比高达 78%且头部剧集口碑提升

2022 年暑期档长视频平台共上线剧集 85 部，同比减少 5 部，其中电视剧上线 27 部，较 2021 年增加 3 部，上涨 12.5%；网络剧上线 58 部，较 2021 年减少 8 部，下滑 12.1%。据 ENDATA 数据显示，从头部剧集的媒体热度、用户热度、好评度和观看度四个维度数据对比来看，2022 暑期播映指数 TOP10 剧集好评度优势凸显，观看度与 2021 年 TOP10 均值持平，凸显行业降本增效、减量提质的策略成果。影视作品的圈层化以及审美分众化不断加剧，长视频平台的独播剧布局力度也随之加大，2022 年暑期档独播剧占比高达 78%，同比 2021 年暑期提升 4 个百分点；其中，爱奇艺独播剧虽同比减少 3 部，但仍以 18 部的数量领先于其他平台，腾讯视频上线 16 部独播剧（实现同比增长），优酷和芒果 TV 独播剧数量同比略降，但上线数量也均超 10 部；从剧集类型方面来看，爱情、悬疑、都市、剧情和古装为 2022 暑期档五大主类型，其中，爱情剧和悬疑剧扎堆上线，《梦华录》《苍兰诀》位居榜单前两位，《星汉灿烂·月升沧海》和《沉香如屑·沉香重华》分别排名第五位和第七位；都市剧两部上榜，《少年派 2》和《二十不惑 2》延续系列生命力，热度领先于同档期其他都市剧。

图表 21：2021-2022 年暑假剧集上线数量（左）、独播剧集分布（右）

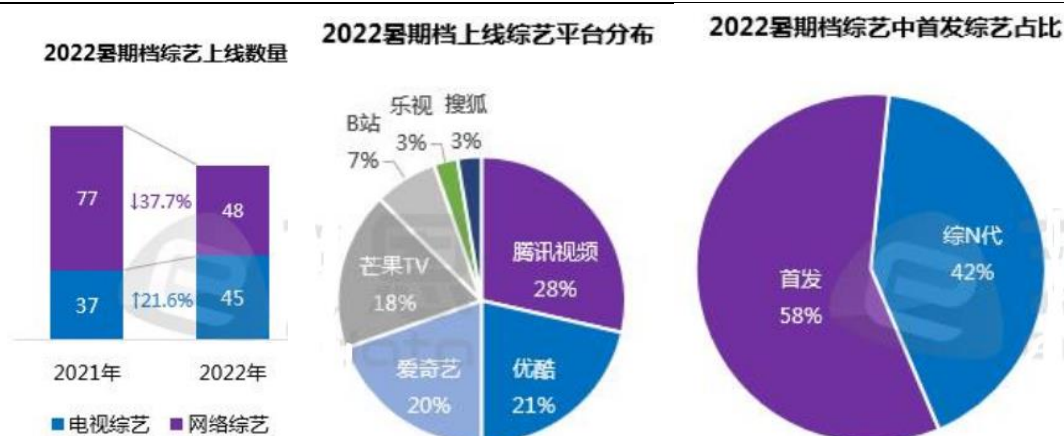


资料来源：ENDATA，华鑫证券研究

➤ 从行业角度看综艺表现，2022 年暑假档网台综艺分布均匀 2023 年新综艺蓄力

大众娱乐需求的升级持续推动综艺在内容方面创新探索，据 ENDATA 数据显示 2022 年暑期档上线综艺中，首发原创综艺占比高达 58%，综 N 代占比 42%；新综艺数量居多，但从档期内观看度 TOP10 综艺来看，优质综 N 代具有国民度的优势，TOP10 中占据九席，但仍亟需摆脱“路径依赖”突破创新。爱奇艺率先发布 2023 年综艺及剧集项目，例如《种地吧少年》《有点意思短片大赛》《爱的高级道》《花花嬉游记》《乐队的夏天 3》等综艺。

图表 22：2021-2022 年暑假综艺上线数量（左）、2022 综艺平台分布及首发 N 代占比（右）

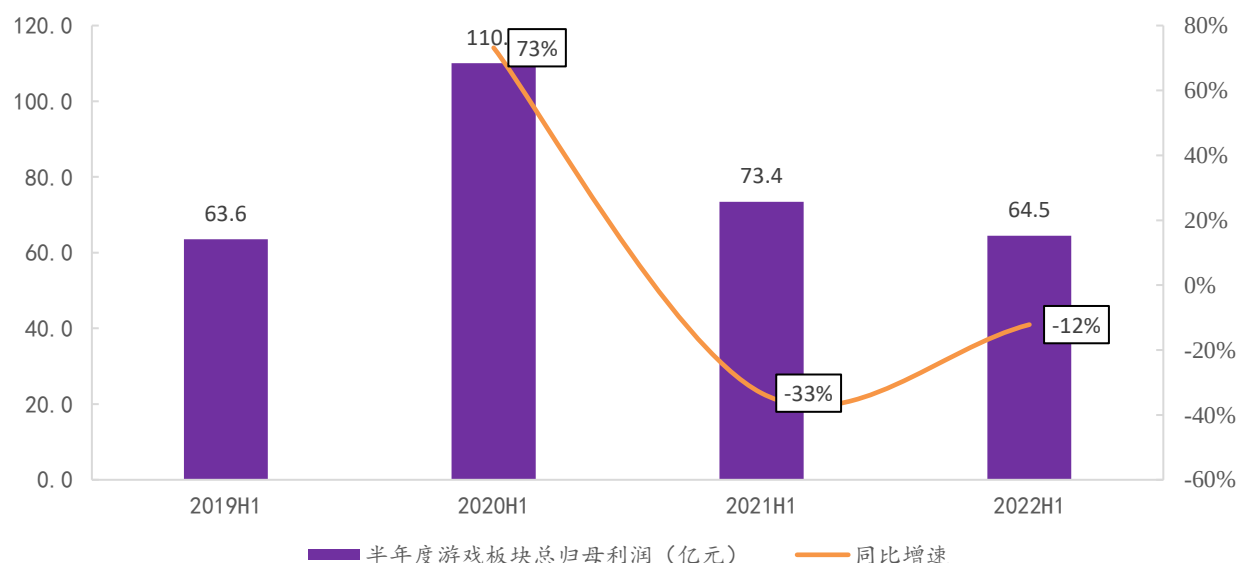


资料来源：ENDATA，华鑫证券研究

1.6、单行业之游戏板块 新势力在崛起 存量企业产品竞争力仍需提升

分行业看游戏板块，2019-2022 年上半年 A 股游戏板块总归母净利润分别为 63.6 亿元、110 亿元、73.4 亿元、64.5 亿元（同比增速分别为 73%、-33%、-12%），2020 上半年由于疫情带来阶段性的“宅经济红利”，但 2022 上半年再遇疫情后“宅经济红利”未延续。

图表 23：2019-2022 年上半年 A 股游戏板块总归母利润及同比增速



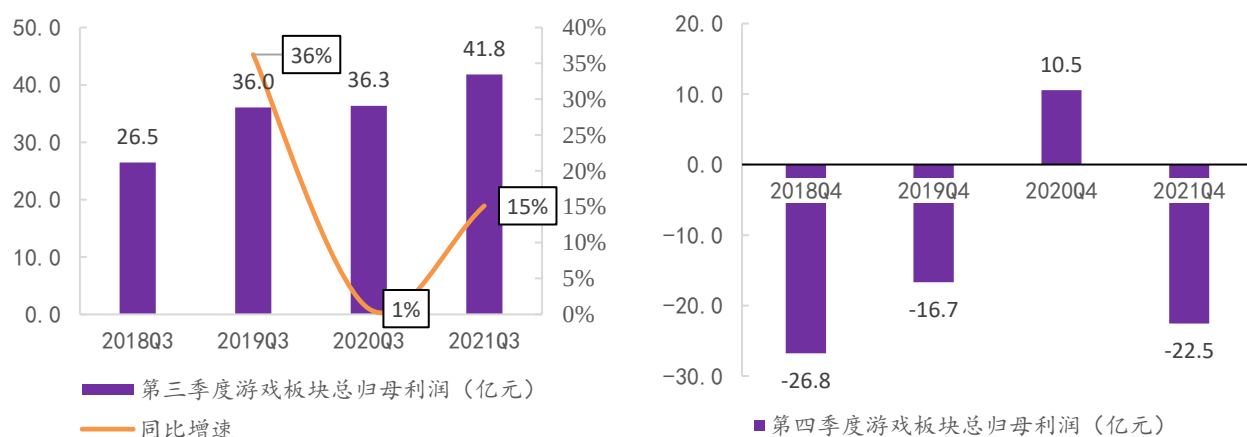
资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

➤ 游戏板块单季度业绩波动受产品周期影响较大 新势力公司产品力不断提升 存量企业产品力承压

单季度看，2018-2021 年第三季度 A 股游戏板块总归母利润分别为 26.5 亿元、36 亿元、36.3 亿元、41.8 亿元（同比增速分别为 36%、1%、15%），2019-2020 年第三单季度归母利润维持在 36 亿元、36.3 亿元，其中世纪华通在其中分别贡献归母利润 8.3 亿元、8.4 亿元（2019 年第三季度同比实现高速增长主要由于 2019 年 6 月盛跃网络并入世纪华通合并报表），伴随其游戏产品竞争力减弱我们看到 2021 年第三季度世纪华通归母利润仅贡献 2.79 亿元，但 2021 年第三季度游戏板块总归母利润 41.8 亿元（主要由于昆仑万维贡献较高归母利润，昆仑万维的归母利润高增主要由于出售 Grindr 所产生的投资收益所得，同时三七互娱通过《斗罗大陆：魂师对决》等新品在 2021 年 7 月上线带来季度性利润增量），换言之，三七互娱在 2021 年第三、第四季度归母利润均有较高基数，也说明在 2022 年第三第四季度归母利润同比压力较大；2021 年第四季度游戏板块总归母利润亏损 22.5 亿元，主要由于 2021 年第四季度归母利润掌趣科技亏损 14.9 亿元，昆仑万维亏损 6.99 亿元、完美世界、世纪华通分别亏损 4.3 亿元、4 亿元。

面对存量游戏企业业绩受产品周期影响后，我们看到新势力游戏企业不断崛起，其中以米哈游为代表的内容企业，在腾讯网易大厂占据中游戏市场中不断获得游戏市场份额，米哈游注重以 IP 构建为核心的游戏研发方式，从 ACG 产业视角立项，凭借深度洞察新世代用户需求，通过高水准的工业化研发实力，创新性的开发支持多平台的系列化具有文化内核的内容型游戏，用强大的内容包装表达能力，打造原创游戏 IP，去撬动全球泛二次元用户中较大的用户圈层，建立高粘性、高活跃度的 IP 文化生态圈。

图表 24：2018-2021 年第三、四季度游戏板块归母利润



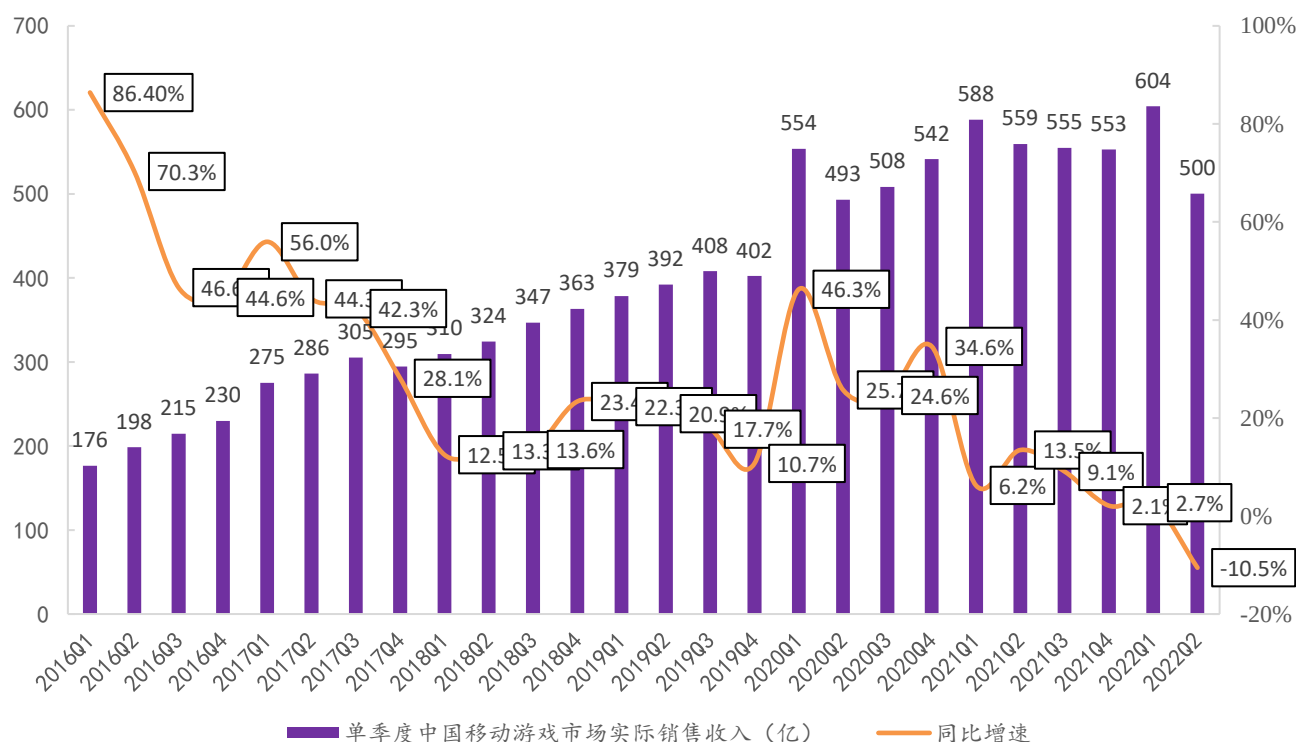
资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

► 从行业角度看游戏，2022 年上半年游戏在疫情波动下未现“宅经济” 看 2023 年新产品供给

2022 年 4 月版号重启（2021 年 7 月版号审核暂停），2022 年以来月度看中国移动游戏行业市场规模下滑，主要由于，**第一，政策端**，版号审核趋严，企业从游戏立项、研发、运营、发行端均受影响，倒逼游戏精品化和出海的同时，也抬高了游戏的研发投入门槛与风险；**第二，产品端**，马太效应加剧，用户向头部产品聚拢，且头部产品形成较强的壁垒，格局稳定，用户的时间、金钱、精力有限，对游戏品质以及时间碎片化要求高，且游戏面临其他娱乐产品竞争抢夺用户时长，如短视频；**第三，用户端**，中国游戏行业用户年龄层更迭，20-30 岁的用户是目前的核心用户群，对产品品类、品质都提出新要求，存在市场存量产品与年轻用户需求不匹配的情况，另一方面，我们看到内容型游戏、年轻向品类在崛起，但如《原神》《明日方舟》《崩三》等头部内容型游戏，需要工业化的高水准内容产出能力；**第四，新产品供给端**，大部分新游产品表现不佳的原因，是从立项开始，缺少能够满足用户多元需求的产品框架和较高的产品制作规格。

2023 年看什么？可关注新势力公司库洛游戏《鸣潮》、米哈游《崩坏：星穹铁道》、深蓝互动《重返未来：1999》等产品（新势力企业产品若上线后，对存量公司的原有基本盘产品有可能形成降维打击，进而抑制估值），且可关注 2023 年业绩有望修复的心动公司，2023 年亚运会新增电竞赛事项目有望推动电竞板块如电魂网络等，A 股的游戏企业仍需要看其自研产品进展，同时可关注基数效应，如三七互娱、完美世界 2023 年下半年预计好于上半年（2022 上半年归母净利润基数相对较高），吉比特由于 2022 上半年归母净利润低基数，2023 年上半年看相对压力较小，在财务数据的基数效应之外，核心仍看自研产品的供给质量是否能满足新世代用户需求。

图表 25：2016Q1-2022Q2 单季度中国移动游戏市场规模及同比增速



资料来源：伽马数据，华鑫证券研究

2、2022H2 可以看什么？全域兴趣电商+世界杯

2.1、双 11 双 12 淘系是基本盘，抖音全域兴趣电商有望成新增量

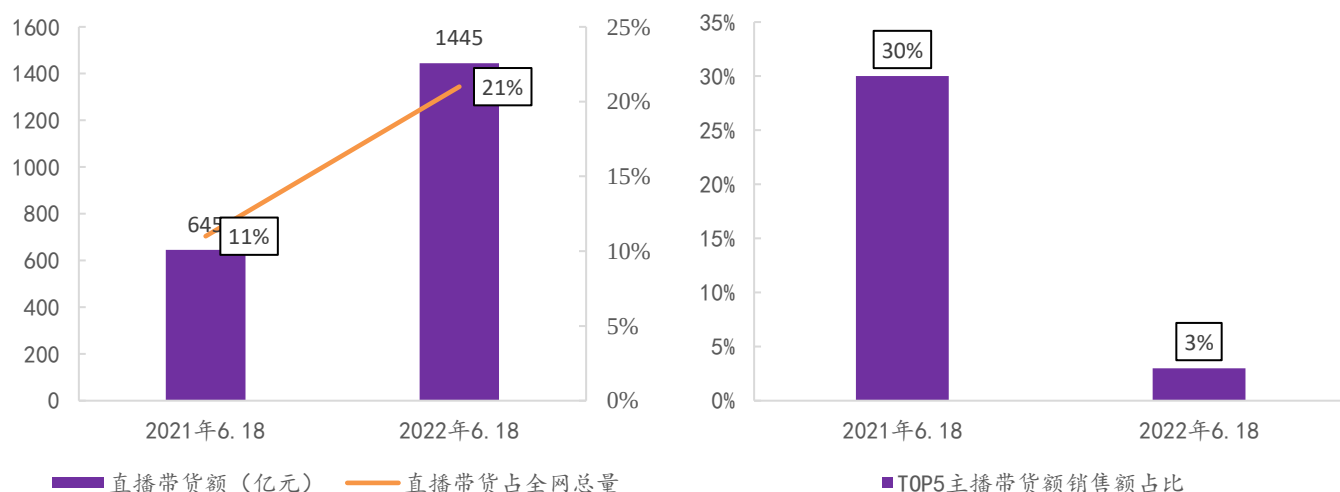
2022 年双 11 抖音商城有望助力电商行业新增长。2022 年双十一抖音电商、天猫的预售均为 10 月 24 日，回顾 2018-2021 年双十一电商增长数据，2021 年抖音电商首次加入双十一大促，若剔除抖音电商数据，2021 年全网电商销售仅维持个位数增长；2021 年抖音首次加入双 11 大促，销售规模占全域电商 10.4%，在全域电商增长贡献占比较高。2022 年抖音电商同样参与到双 11 大促竞争，抖音在中心场（商城）与内容场（短视频与直播）同时发力，预计将延续 2021 年的增长势能，有望超过 2021 年双 11 对全域电商的增长贡献；2022 年双十一抖音电商将进行每满 200 减 30，10 月 24 日开启预售，天猫双 11 预售将于 10 月 24 日晚上 8 点开始，10 月 31 日晚 8 点-11 月 3 日是第一波，优惠力度为跨店每满 300 元减 50 元，是近年来折扣力度较高一年。回看 2021 年双十一，服装、美妆等热门赛道是抖音双 11 好物节的主要战场，以话费充值、视频会员等为主的虚拟充值作为新兴品类在 2021 年抖音双 11 中表现亮眼，单就 2021 年双十一当日看，抖音电商 GMV 同比增加 224%

(品牌自播 GMV 同比增加 14 倍)；抖音双 11 好物节期间(2021 年 10 月 27 日至 2021 年 11 月 11 日)品牌榜中贝泰妮(薇诺娜)、上海上美(韩束)入围。

- 2022 年 618 电商节中，全网交易总额为 6959 亿元(同比增加 8.2%)直播电商增速超综合电商销售额增速 弱化头部主播带货 后续商家自播模式仍具较大增长潜力 低基数下 2023 年 618 预计同比具修复空间

回看 2022 上半年 618 电商节，2022 年 618 大促期间(2022 年 5 月 31 日 20:00-2022 年 6 月 18 日 24:00)全网交易总额为 6959 亿元(同比增加 8.2%)，其中综合电商销售总额达 5826 亿元(同比增加 0.7%)。在综合电商中，前三甲与往年并无差别，天猫依旧稳居首位，京东紧随其后，拼多多位列第三；直播电商平台 618 大促期间直播带货总额高达 1445 亿元(同比增加 124%)，主要得益于抖音快手电商生态闭环日益完善，活动力度加大)，直播带货额占全网电商交易总额的比例从 2021 年的 11%提升至 2022 年的 21%，直播电商在保持高速增长的同时我们看到直播带货 TOP5 的主播销售额占比从 2021 年的 30%下降至 2022 年 3%，主要由于头部主播的集中度下降以及商家自播的增长推动生态向健康发展。预计在 2022 年双十一、双十二仍将延续这一趋势，商家自播模式的销售额占比有望持续提升。直播电商用户购物从 2020 年 4 月的短视频直播带货的初步认知(需要头部主播的引导(再到 2022 年边看边买的模式下用户习惯渐养成且渗透率不断提升，从商品、供应链、品牌认知、无套路的有趣内容输出等维度竞争下，品牌企业的自播模式也有助于直播生态的发展。

图表 26：2021-2022 年 618 电商节直播带货额及全网占比(左)、TOP5 主播销售额占比(右)



资料来源：iiMedia Research、SYNTUN，华鑫证券研究

图表 27：2022 年 618 综合、直播、全网电商交易总额及同比增速

	综合电商交易总额 (亿元)	直播电商交易总额 (亿元)	全网电商交易总额 (亿元)
2022 年 618	5826	1445	6959
YOY	0.7%	124.3%	8.2%

资料来源：SYNTUN，华鑫证券研究

➤ 2022 双十一双十二直播电商有望修复 2023 年直播电商市场规模有望达到 1.66 万亿元（同比增加 16%）

2022 年抖音电商将兴趣电商升级为全域兴趣电商，通过 FACT+全域经营方法论和相关经营产品解决方案，协同内容场、中心场、营销场，助力商家实现对消费者的全域覆盖。联动抖音电商全链生态，2022 年双 11 带来品牌嘉年华、抖音双 11 大咖直播间，由抖音电商邀请品牌深度共创，打造专属活动、专属资源和专属流量，致力于打造全域营销品效标杆；优化消费场景，在短视频、直播间、抖音店铺等不同链路，抖音电商均为商家提供激励政策，为消费者提供省心、安全、优惠的消费体验的同时，提供补贴，助商家提升转化效率。从行业看，双十一全网总成交额在 2021 年达到 9651 亿元（同比增速 12.2%），其中天猫取得 5403 亿元（同比增速 8.45%），京东交易额超 3491 亿元（同比增长 28.58%），从基数效应看，2022 年天猫的双十一的成交额增速有望修复。

图表 28：2010-2021 年双十一历年全网电商交易总额（上）、天猫电商交易总额（下）及同比增速



资料来源：网经社，华鑫证券研究

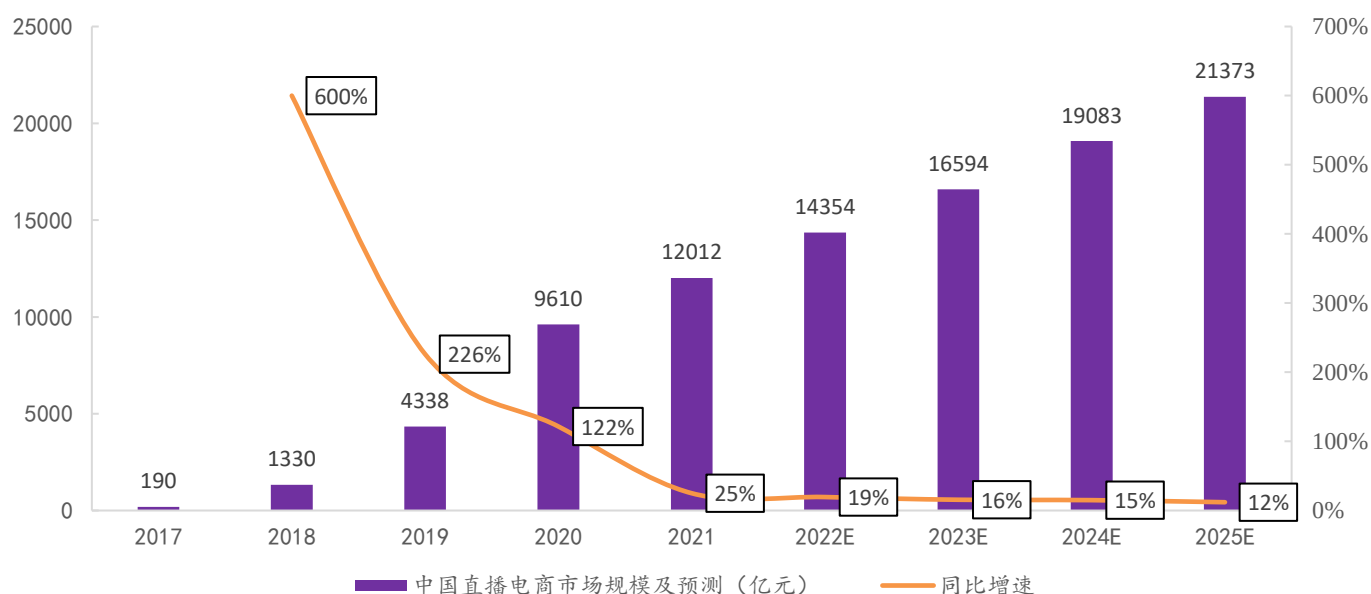
请阅读最后一页重要免责声明

25

诚信、专业、稳健、高效

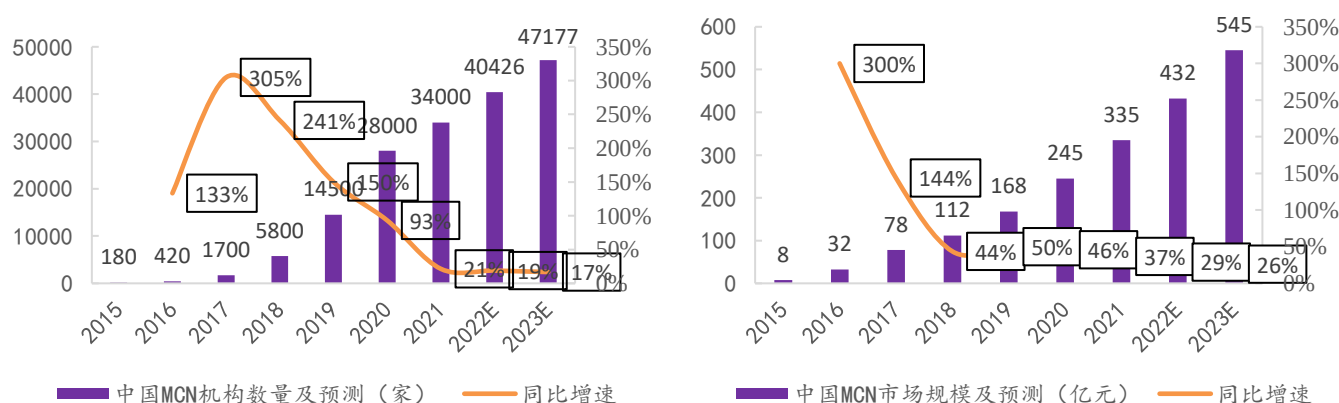
从行业角度看，中国直播电商市场规模有望从 2017 年的 190 亿元增加至 2025 年的 2.14 万亿元，其中核心助推力来自抖音、快手电商生态的持续完善。同时，疫情（2020 年、2022 年）也间接促使直播电商的发展，疫情后线上用户的渗透率提升，直播电商通过实时互动的购物体验，有助于商品的转化与营销，疫情期间，中国直播行业已成为经济复苏的重要平台。随着“直播带货”消费模式的兴起，中国市场已显示出强大的潜力和活力，并加快了实体商业向数字化转型的步伐。2020 年 4 月罗永浩在抖音电商市场拉开短视频直播电商大幕，2022 年的刘畊宏的运动直播席卷全民再到东方甄选的横空出世引发社会探讨，内容直播电商的多样性也在持续带来新流量，直播电商行业的投资已向全产业链蔓延，推动直播电商各环节的优化，2021 年双十一抖音电商首次加入，2022-2023 年抖音电商产业链带来的新增量仍可期。

图表 29：2017-2025 年中国直播电商市场规模及预测、同比增速



资料来源：iiMedia Research，华鑫证券研究

图表 30：2015-2023 年中国 MCN 机构数量（左）、MCN 市场规模（右）预测、同比增速



资料来源：iiMedia Research，华鑫证券研究

➤ 2022 双 11、双 12 作为下半年重要电商节，也利于 C 端消费市场疫后修复

双十一全网总成交额在 2021 年达到 9651 亿元（同比增速 12.2%），其中天猫取得 5403 亿元（同比增速 8.45%），京东交易额超 3491 亿元（同比增长 28.58%），从基数效应看，2022 年天猫的双十一成交额有望修复。投资维度看，天猫作为商家的基础盘，抖音电商是新增量，抖音快手电视的快速发展也推动了 MCN 板块的发展，如上图所示，中国 MCN 市场规模从 2015 年的 8 亿元增加至 2023 年的 545 亿元，中国 MCN 机构数量从 2015 年的 180 家增加至 2025 年的 4.7 万家，MCN 行业的发展也进入到深水区，行业进入优胜劣汰，2022 年出现的头部 MCN 公司的负面案例后叠加疫情的间接影响，也进一步加速 MCN 行业定位走向细分化。可关注抖音产业链（掌阅科技等），新营销企业（蓝色光标、浙文互联等，2022 年受疫情影响广告主投放，展望 2023 年修复可期）、电商代运营（星球六旗下核心主业电商代运营为其控股子公司遥望网络在 2022 前三季度取得归母净利润 3.3 亿元~3.8 亿元，其中遥望网络激励周期为 2021-2023 年，即 2023 年有望阶段性修复，但若 2022 年其整体营收利润基数较高，2023 年营收与利润的同比增速略承压）、商家自播品牌类企业（华熙生物、贝泰妮、东方甄选的新东方、新经典、中信出版等），在抖音电商生态中从代运营的早期直播模式有望逐步进阶为商家自播，拥有优质产品且形成粉丝沉淀的品牌商家有望持续享新渠道新增量红利。

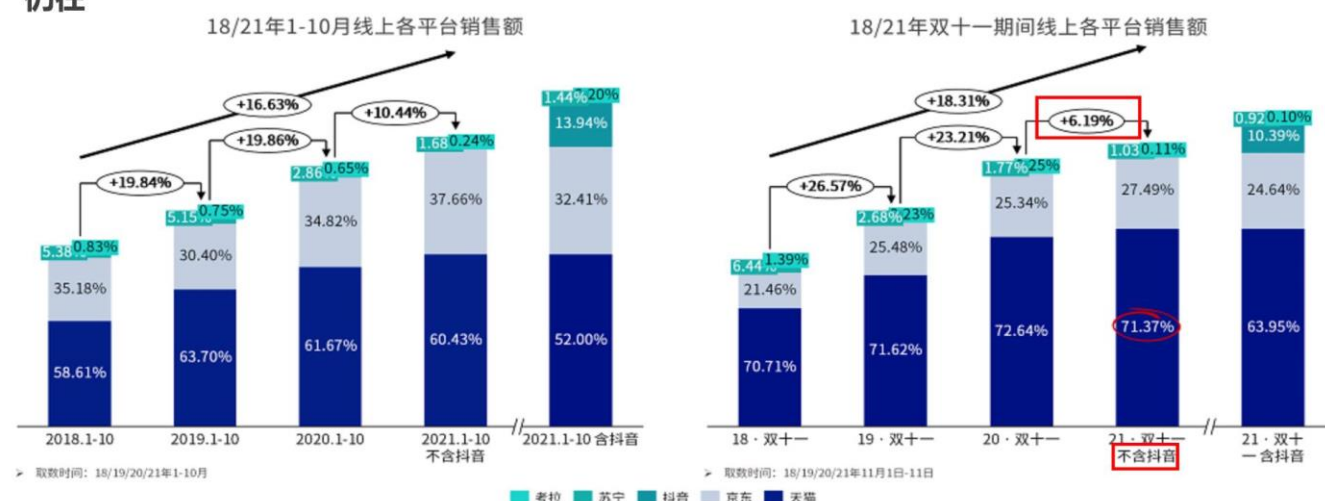
综上，从内容产品到美护轻医美产品，核心逻辑是，建立企业品牌价值，不是满足和迎合当下消费者需求，而是开创需求，刷新价值，进而实现差异化竞争，为企业建立品牌护城河。产品供给能力决定竞争下限，迭代能力决定企业竞争上限，在新媒介中（如抖音、快手、小红书、B 站、小芒电商，企业端通过产品的供给，率先获取用户心智，也利于品牌价值的进一步夯实。

图表 31：2018-2021 年各电商平台销售额占比趋势

2022 双十一预售：抖音电商、天猫（10-24-8pm）

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

- 2021 年双十一若剔除抖音电商（首次加入），全行业电商双十一增速个位数
- 抖音兴趣电商有望成双 11 增长主驱动力（新晋平台抢占传统电商市场份额）
- 双 11+双 12 为 22Q4 重要电商节，消费者从野性消费转为品质消费，回归中长期理性增长，结构性机遇仍在



资料来源：Nint，华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

27

诚信、专业、稳健、高效

2.2、2022 年下半年看卡塔尔世界杯：世界杯经济之球星卡新消费可期

2022 年卡塔尔世界杯将在 11 月举办（2022 年 11 月 21 日至 12 月 18 日在卡塔尔境内 7 座城市中 12 座球场举行），除了赛事本身品牌已开始营销，也利于带动数字新营销。2022 年世界杯揭幕战 2022 年 11 月 21 日开始，决赛在 12 月 18 日进行，A-H 组 32 组球队竞技，其中梅西宣布卡塔尔世界杯将是其最后一届，2022 年世界杯有望提振体育热度。2022 年 6 月 21 日中央广播电视总台与抖音集团联合举办云发布活动，宣布抖音集团成为 2022 年卡塔尔世界杯持权转播商、中央广播电视总台直播战略合作伙伴。截至 2022 年 10 月 17 日，国际足联表示，2022 年卡塔尔世界杯已售出球票数量接近 300 万张大关，前三大购买国是卡塔尔、美国和沙特阿拉伯。

图表 32：2022 卡塔尔世界杯比赛分组及赛事时间表



资料来源：FIFA、球顶足球，华鑫证券研究

➤ 2022 年下半年到 2023 年体育新消费仍可期：二十大指出促进群众体育和竞技体育全面发展，加快建设体育强国

回看 2022 年，中国开年迎冬奥会，虚实结合的手办获全民关注，冰墩墩手办伴随冬奥会走红，其 IP 商业价值攀升（国际奥委会官方授权冰墩墩数字盲盒 EPIC BOX 热销）。体育赛事推高数字手办之外，2022 年冬奥会中谷爱凌的数字分身 MEET Gu 是中移动咪咕视频推出的首个体育数字人，冬奥会成国内虚拟人产业（替代人类工作的服务型虚拟数字人）

请阅读最后一页重要免责声明

28

近几年发展成果的一次集中练兵。从商业模式上结合数字藏品、数字人将体育赛事的影响力不断放大，同时球星卡有望伴随世界杯的热度再获市场关注。从政策端，二十代提出“促进群众体育和竞技体育全面发展，加快建设体育强国”，政策端有助于护航体育新消费行业新发展。

➤ **世界杯经济之球星卡市场规模：2027 年全球球星卡 987.5 亿美元（2020-2027 年 CAGR 为 23.01%）**

体育赛事天然竞技性基因顺应人性，其商业模式涉及传统赛事运营、场地场馆运营到 IP 运动员的转会、IP 营销、旅游及就业等维度，但伴随新技术、新模式的涌现，从 VR 看体育到元宇宙+体育等多种模式的出现，均为体育赛事注入新增量，科技体育与新消费相融，球星卡商业模式可期。回看往年，世界杯为俄罗斯带来了 22 万个就业岗位 2010 年南非世界杯和 2014 年巴西世 13 万和 50 万个工作机会，世界杯经济直接促进在旅游及就业等领域，例如在 2010 年、2014 年、2018 年，世界杯为南非、巴西、俄罗斯带来就业岗位 13 万个、50 万个、22 万个；2022 年世界杯在卡塔尔举办，带来旅游、就业的同时，也有望带来纪念品周边、数字藏品、手办、球星卡、球衣等新消费的增量。世界杯具有较高的商业价值，比赛期间吸引大量的球迷前往观赛，并辐射拉动媒体转播、酒店等相关行业发展，这也促使国际品牌倾向于和 FIFA 进行商业合作。除了传统世界杯驱动的经济效应之外，细分领域的球星卡受广大年轻用户喜爱，目前 PANINI 卡塔尔世界杯的球星卡全系列正式上线。

世界杯经济之球星卡领域看，球星卡是以运动明星 IP 为核心的收集型交易卡片，球星卡上印有体育明星，部分卡片会附有运动员经历和比赛数据等，并演化出新秀卡（Rookie）、球衣卡（Patch）、签名卡（Autograph）等多种细分品类。伴随球星卡的价值日益显现，球星卡从早期玩家娱乐消费之外，已具备收藏和投资属性。

图表 33：全球球星卡市场概况（种类划分、主要市场、主要玩家）左、帕尼尼球星卡（右）

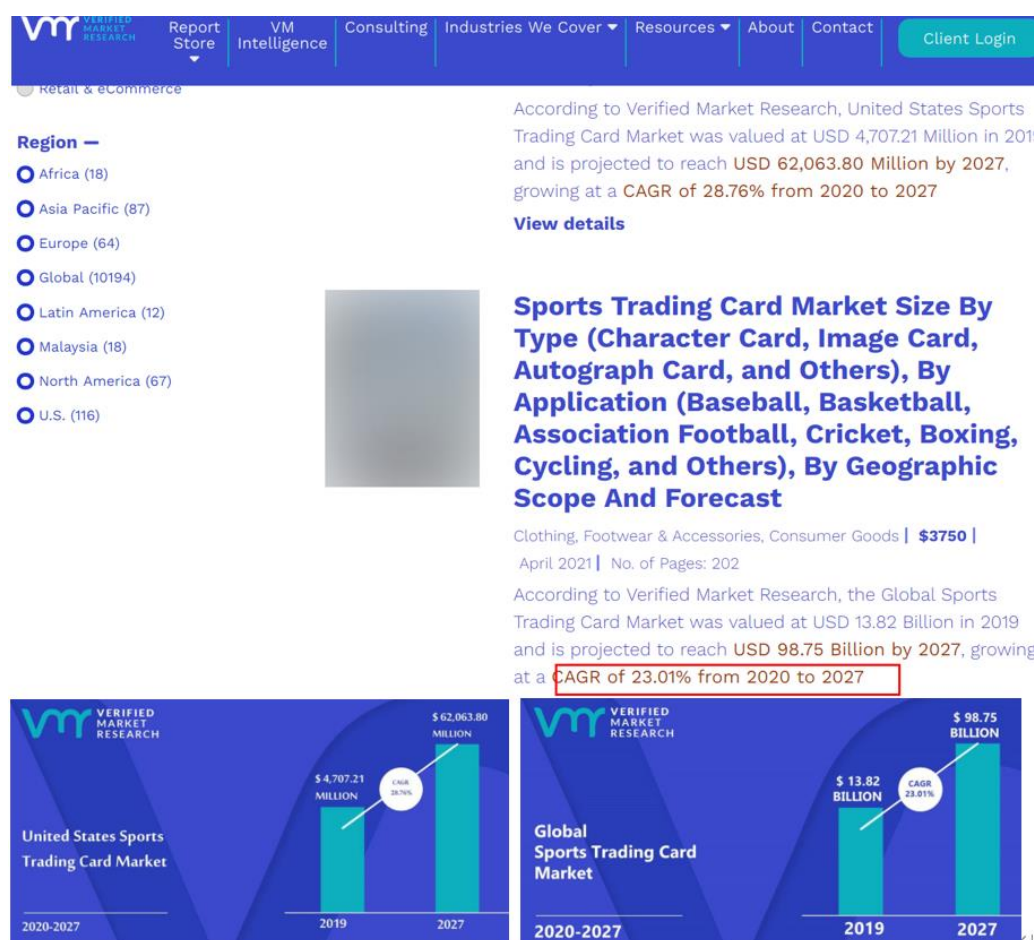


资料来源：verified market research、雷曦文化，华鑫证券研究

全球球星卡（trading cards）市场规模有望从 2019 年的 138.2 亿美元增加至 2027 年的 987.5 亿美元（2020-2027 年复合增速为 23.01%），其中，美国球星卡由于市场发展较好，商业模式较为成熟助推美国球星卡市场规模有望从 2019 年的 47 亿美元增加至 2027 年的 620.6 亿美元（2020-2027 年复合增速为 28.76%）。全球体育交易卡市场分为北美、欧洲、亚太和世界其他地区，由于体育和娱乐交易卡在该地区越来越受欢迎，北美的体育交易卡市场预计将会增长。自 20 世纪 40 年代以来，交易卡已被公认为体育迷的交易爱好。美国中年人对他们收集交易卡的怀旧和童年游戏的兴趣不断增加，估计这将推动北美在体育交易卡市场中的份额，同时，由于亚太地区渗透率较低，作为新兴赛道，其发展潜力可

期。

图表 34：2020-2027 年全球球星卡市场规模（上）、2020-2027 年美国及全球球星卡市场复合增速



资料来源：verified market research，华鑫证券研究

➤ 全球球星卡代表企业：Fanatics 估值提升至 279 亿美元

Fanatics 是一家在线体育用品零售商（a leading global digital sports platform, 定位为全球领先的数字体育平台），销售包括运动衫、马克杯、夹克衫、消费电子商品在内的体育周边用品。Fanatics 在 1995 年诞生于佛罗里达州，其从特许经营本地橄榄球队的装备及衍生产品起家，通过融资及并购成为独角兽，完成在体育用品业务的布局，逐渐由一家地方性的实体小店发展成全球排名前列的互联网零售公司，2022 年 1 月，Fanatics 通过收购 Topps 进军球星卡领域，2022 年世界杯事件有望助推球星卡业务的发展。

图表 35：2022 年美国在线体育用品零售商、体育球星卡公司 Fanatics 最新估值

2022-04-07

Fanatics 是一家在线体育用品零售商，销售包括运动衫、马克杯、夹克衫、消费电子商品在内的体育周边用品。近日宣布获得 15 亿美元战略投资，由 NFL 等投资，总计估值高达 279 亿美元。

轮次 战略投资	融资金额(美元) 15 亿	股权占比 未透露	投后估值(美元) 279 亿
------------	------------------	-------------	-------------------

资料来源：it 桔子，华鑫证券研究

- 球星卡市场之中国：体育卡收藏在中国低渗透率，国家鼓励体育强国叠加年轻用户参与体育度提升，均为球星卡市场在中国市场的发展奠定较好基础 卡淘 Card Hobby 中国头部球星卡交易平台

伴随中国新世代用户消费能力提升，中国也在近几年出现文化消费品新赛道，如潮玩等，中国球星卡市场仍处于早期发展阶段。球星卡产业链的上游由 IP 组成，包括全球顶级体育赛事 IP（NBA、英超等），其均有极强粘性的用户群体；从发行端来看 Panini、Topps 均有 20 亿+的销量。在销售层面，以盲盒的形式做销售，目前北美二手交易市场超过 100 亿美元。中国球星卡主要玩家有卡淘 Card Hobby（母公司为上海超旺公司）。上海超旺公司其下设 DAKA（国内头部的卡片 IP 发行商）与 Card Hobby（国内头部二手收藏卡交易平台）。DAKA 已签约、发行的产品覆盖足球（中超、欧洲五大顶级联赛）、电竞（LOL）等。作为二手交易平台的卡淘已在中国运营多年，其平台资金直接对接银联系统，现阶段主要推动实体卡与 NFT 的挂钩形式，借力区块链技术赋能卡的收藏价值与效率，同时伴随卡行业收藏价值的提升，也利于其进一步虚拟资产交易。

从商业模式看，中国球星卡主要是在一级市场签约 IP，进行产品设计，印刷生产分发，在二级市场进行运营与交易，买家获取卡片后，多余卡片壳形成二手交易需求，通过二级交易平台直接购买球星卡。体育卡收藏在中国低渗透率，国家鼓励体育强国叠加年轻用户参与体育度提升，均为球星卡市场在中国市场的发展奠定较好基础。单公司看，姚记科技（002605）在 2022 年 1 月公司战略投资 Card Hobby（母公司上海超旺信息科技有限公司）前瞻布局星球卡市场，依托姚记科技扑克牌主业，提前布局球星卡公司，打造“卡世界”，有望助力公司长期发展的新增量。

综上，在世界杯重要赛事带来的世界杯经济中，可关注短中长视频平台、新营销、新内容、新技术应用、消费品等维度。首先，抖音有望借力世界杯其红利可期，同时视频媒介也有望受益，在 2022 年 6 月 21 日中央广播电视总台与抖音集团联合举办云发布活动，宣布抖音集团成为 2022 年卡塔尔世界杯持权转播商、中央广播电视总台直播战略合作伙伴，从 11 月 21 日世界杯开幕到 12 月 18 日闭幕，抖音作为本届世界杯的持权转播商，势必将围绕世界杯赛事的实时内容，制作大量相关视频与专题页面，让世界杯内容的传播，更加符合短视频时代的需求，同时体育内容也是最具付费潜质的内容之一，迪士尼旗下的 ESPN 已实践（从 VR 看体育到元宇宙+体育等多种模式的出现，均为体育赛事注入新增量，抖音旗下 VR 硬件 PIC04 也有望在赛事中再获用户渗透）；其次，新营销产业链，在重要赛事前，广告主的投放预期有望提升，结合新玩法、新创意、新技术、新内容，其商业价值有望再放大；再次，世界杯赛赛下，其相关的数字藏品、球星卡的周边的商业价值也可再挖掘，

请阅读最后一页重要免责声明

31

最后，体育赛事也可推动全民体育热情，进而推动体育新消费，例如品牌企业李宁、安踏体育、LULU 等，虽世界杯在海外举办但中国制造也在助力其赛事顺利举办，例如义乌工厂获世界杯球衣等订单（可关注小商品城 600415）。

3、2023 可以看什么？疫后低基数的回暖+亚运会+元宇宙+抖音产业链

2022 年从开年的第一季度冬奥会到第二季度的疫情波动致华东地区经济活动受影响，再到第三季度的疫后单季度的环比改善，再到第四季度 10 月 16 日开启的二十大会议，有波折但也有韧性。2022 年是不容易的一年，也是企业练内功的一年，也是十四五规划及长期政策逐步清晰的一年，展望 2023 年，还可以看什么？我们从三大维度窥视未来一角。

3.1、修复：疫情致 22H1 低基数 23H1 同比可期

2022 上半年疫情波及主要涉及华东地区，华东地区的电商、物流、营销等经济活动均受波及，在 2023 年上半年，总体看互联网平台类企业均有望迎来业绩修复，同比增速可期。反垄断政策后，企业有序发展，设置红绿灯制度也为互联网企业的发展建立较为清晰方向（例如美团、哔哩哔哩-W、心动公司、美图公司、百奥家庭、腾讯控股等）。

第一维度修复：营销板块修复。2022 上半年的疫情致经济活动减少叠加消费预期不明朗后广告主预售较为谨慎，2023 年疫后复苏有望增强广告主预算信心，进而新营销板块有望率先感知经济活动冷热。同时，新营销积极拥抱新技术、新模式、元宇宙等，也利于 B 端的深度绑定以及估值提升的潜在动力（蓝色光标、浙文互联等）。

第二维度修复：院线板块修复。疫情波动致线下院线直接受到波及，叠加内容定档的不确定致 2022 上半年院线票房市场表现差强人意，2022 年下半年的暑假档与国庆档未现显著消费复苏，展望 2023 年，低基数叠加内容定档的常态化，同比增长可期（万达电影、横店影视、博纳影业等）。

第三维度修复：内容国漫阅读板块修复。2022 上半年疫情波动也致内容项目进展不及预期，上线时间不确定提升，同比看 2023 年上半年，后疫情下内容产品陆续顺利进行叠加政策上的常态化，芒果超媒、光线传媒、华策影视、新经典、中信出版、阅文集团、奥飞娱乐、吉比特（2022 上半年低基数，2023 年需看自研产品 M66 进展）、电魂网络（2022 年是业绩相对低点，2023 年新产品进展以及亚运会主力）、姚记科技（低基数后看主业修复以及体育球星卡等新业务进展）、掌阅科技、视觉中国等。

第四维度修复：体验经济板块修复。中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》《意见》明确，到“十四五”时期末，基本建成文化数字化基础设施和服务平台，形成线上线下融合互动、立体覆盖的文化服务供给体系。数字化新技术的发展始终需要赋能实体经济，实体经济驱动 B 端的同时也带动 C 端，赋能实体的体验经济板块中，2022 上半年均受疫情波动，展望 2023 年上半年，其修复可期。（风语筑、锋尚文化、凡拓数创等）

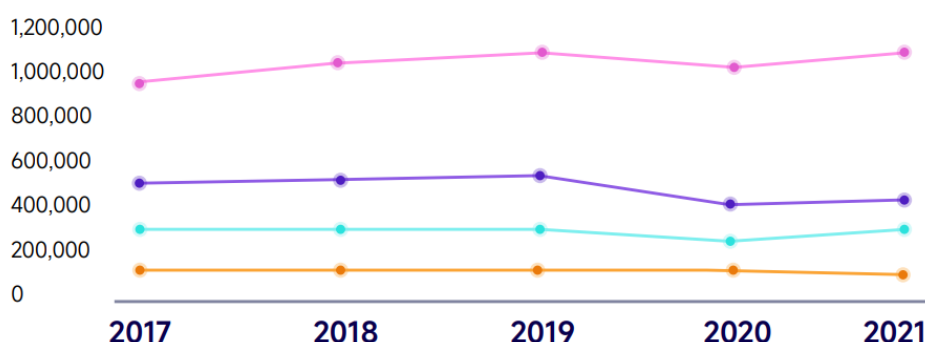
第五维度修复：轻医美板块修复（需求不变，更多来自政策层面不确定性的修复）。

美容护理及轻医美是伴随用户代际变迁下顺利时代发展的商业模式之一，其需求是不变的，从全球到中国，即便在疫情下其韧性仍凸显。巨量数据显示，2021 年全球与中国护肤市场规模分别为 10000 亿元、3000 亿元，占美妆零售总市场分别为 54.9%、78.9%，护肤品类驱动增长。

图表 36：全球（上）、中国（下）美妆行业各类零售额及增速

全球美妆行业各品类零售额

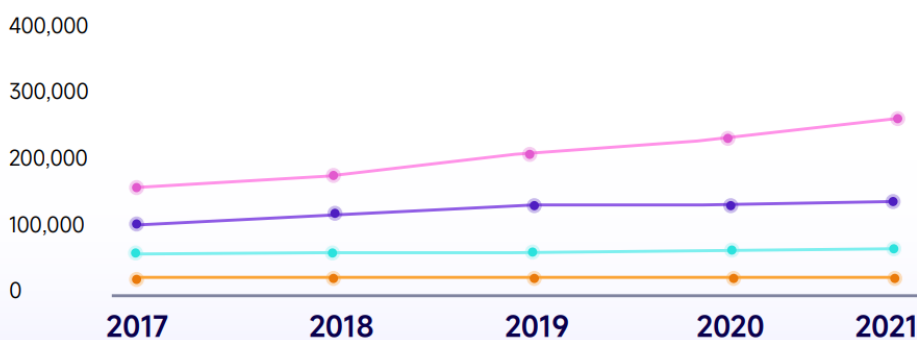
单位：百万元人民币 护肤 彩妆 香水 美甲



	2021 VALUE%	2021 YOY	2021-2021 CAGR%
护肤	54.9%	5.7%	+3.0%
彩妆	22.7%	3.4%	-3.3%
香水	20.3%	11.7%	+0.3%
美甲	2.1%	1.4%	-2.5%

中国美妆行业各品类零售额

单位：百万元人民币 护肤 彩妆 香水 美甲



	2021 VALUE%	2021 YOY	2021-2021 CAGR%
护肤	78.9%	8.4%	+9.8%
彩妆	17.3%	9.1%	+15.2%
香水	3.7%	28.4%	+19.1%
美甲	0.1%	1.5%	-2.7%

资料来源：巨量算数，华鑫证券研究

修复层面看，轻医美板块在 2022 政策上由于行业监管加剧致其不确定性提升，监管层面主要涉及直播与税收，2022 年 5 月九部委联合发文，严查医疗机构公务人员利用职务、身份之便直播带货；从中期看，行业的合规成本不断提升后，对于优质企业来说，良好的营商环境利于良币去除劣币，在合规监管的时代，更能孕育优质头部企业。企业在玻尿酸领域占据有利地位的企业，积极拓展至胶原蛋白领域，例如华熙生物收购益而康、锦波生物、巨子生物拟上市等均为新品类带来高光；投资维度，短期看，轻医美产业链逐步进入合规时代，情绪面有望修复（轻医美板块是顺应时代的发展，其需求层面是不变的，变的是用户永远在追求高性价比的“有用、好用、会一直用”的好产品，进而形成品牌认同的强粘性），中期看，品牌类企业基本盘稳固，新材料、新品类、新产品不断迭代带来新预期、新增量（华熙生物、贝泰妮、爱美客等）。

3.2、新增：2023 年亚运会再续

自上而下看，2022 年 10 月 16 日二十代召开，其工作报告中提出，“促进群众体育和竞技体育全面发展，加快建设体育强国。在十四五规划中提出“**2035 年我国将建成体育强国**”，**产业总规模达到 5 万亿元**，《规划》提出要构建更高水平的全民健身公共服务体系，坚持举国体制与市场机制相结合，构建竞技体育发展新模式，实施竞技体育人才“十百千万”工程。通过未来 5 年努力，各领域、各项目、各区域实现较大发展、取得重要成果，体育发展的基础更加坚实，体育强国的四梁八柱基本形成。到 2030 年，体育整体发展质量和效益显著提升，形成政府主导有力、社会充满活力、市场规范有序、人民积极参与、与基本实现社会主义现代化相适应的体育发展新格局；**到 2035 年，建成社会主义现代化体育强国**，体育的制度生命力、大众亲和力、国际竞争力、经济贡献力、文化软实力、世界影响力充分彰显，体育治理体系和治理能力实现现代化，体育成为中华民族伟大复兴的标志性事业。

图表 37：中国十四五体育强国战略及产业规模



资料来源：体育总局、新华社，华鑫证券研究

体育可满足身体健康与精神需求，其中体育产业能有效利用数字经济形成效率提升，中等及高收入人群对体育服务需求持久且广泛，供需两端有望助推体育产业发展。国际经验看，经济发展进入中上等收入阶段后，对体育消费较大规模的有效需求开始形成，支持体育产业快速发展。截至 2021 年 12 月 30 日，国家统计局及国家体育总局数据显示，2020 年全国体育产业总规模（总产出）为 2.74 万亿元，增加值为 1.07 万亿元，与 2019 年相比，总产出下降 7.2%（未扣除价格因素），增加值下降 4.6%（如下图所示）。

从构成看，体育服务业增加值为 7374 亿元，占体育产业增加值的比重为 68.7%，比上年提高 1 个百分点。体育用品及相关产品制造增加值为 3144 亿元，占体育产业增加值的比重为 29.3%，比上年下降 1.1 个百分点。体育场地设施建设增加值为 217 亿元，占体育产业的比重为 2.0%，比上年提高 0.1 个百分点。

图表 38：2020 年全国体育产业概况

体育产业类别名称	总产出		增加值		
	总量 (亿元)	构成 (%)	总量 (亿元)	构成 (%)	增速 (%)
体育产业	27372	100.0	10735	100.0	-4.6
体育服务业	14136	51.6	7374	68.7	-3.2
体育管理活动	880	3.2	459	4.3	1.5
体育竞赛表演活动	273	1.0	103	1.0	-15.6
体育健身休闲活动	1580	5.8	736	6.9	-11.5
体育场地和设施管理	2149	7.9	808	7.5	-20.2
体育经纪与代理、广告与会展、 表演与设计服务	316	1.2	98	0.9	-16.9
体育教育与培训	2023	7.4	1612	15.0	5.7
体育传媒与信息服务	847	3.1	339	3.2	18.9
体育用品及相关产品销售、出租与 贸易代理	4514	16.5	2574	24.0	0.5
其他体育服务	1554	5.7	645	6.0	-8.8
体育用品及相关产品制造	12287	44.9	3144	29.3	-8.1
体育场地设施建设	948	3.5	217	2.0	2.4

注：

1. 增速为现价增长速度，未扣除价格因素。
2. 若数据分项合计与总计不等，是由于数值修约误差所致。

资料来源：国家统计局，华鑫证券研究

从增长速度看，2020 年受新冠肺炎疫情影响，多数体育产业类别增加值呈现下降态势，其中，体育场地和设施管理增加值下降 20.2%，体育经纪与代理、广告与会展、表演与设计服务下降 16.9%，体育用品及相关产品制造下降 8.1%，以非接触性聚集性、管理活动为主的体育服务业增加值保持增长，其中，增速冠军为**体育传媒与信息服务**，增长 18.9%，其次是体育教育与培训，增长 5.7%。伴随后疫情下的有效控制及疫苗接种，以及 2022 年冬奥会与亚运会共舞，有望推动全国体育产业总规模的提升。体育产业将继续作为健康产业、幸福产业一部分，秉承高质量发展。未来五年，如何加速体育产业数字化、智慧化的转型升级，不断满足用户日益增长的品质化、多元化体育消费新需求，培育体育新业态、新模式、新消费，都将成为体育投资新亮点。

➤ 从冬奥会看亚运会的商业价值，原定于 2022 年 9 月举办的亚运会由于疫情延期至 2023 年 9 月

冬奥会产业链从“一墩难求”的奥组委特许生产商，到冰雪场地雪人股份等再到体育用品李宁、安踏等，以及赛事运营的奥瑞金、莱茵体育、金陵体育，冬奥赞助商青岛啤酒、燕京啤酒和金龙鱼，深度参与冬奥氢能源客车供应的福田汽车、宇通客车等均备受关注。同时数字人民与金融科技在冬奥会中得到较高应用场景的练兵。

从商业化角度看，20 世纪七八十年代国际足联主席和国际奥委会主席意识到商业运作对与体育的重要性，商业化也是使体育运动适应现代社会的强有力驱动因素之一，进而体育商业化从出售转播权开始，总体看市场经济促进了体育产业的创造性和多样性，伴随收入水平提高，国民对体育参与和体育观赏的需求日益广泛，既需要强体健身，也需要观赏比赛，且需要从俱乐部和球迷群体中寻找社区归属、社交等需求的满足。北京冬奥会的商业价值在赞助商维度已凸显，北京冬奥会赞助计划的层级共分四级，依次设定为：官方合

作伙伴（第一层级）、官方赞助商（第二层级）、官方独家供应商（第三层级）、官方供应商（第四层级），亚运会的在 2022 年 2 月下旬开展特许零售企业常态化征集评审工作。

图表 39：亚运会 2023 年新定时间



资料来源：人民日报官方微博，华鑫证券研究

➤ 亚运历史上首次数字火炬发布 亚运会吉祥物（“琮琤”“莲莲”“宸宸”）有望驱动 2023 年体育周边及数字藏品市场增长

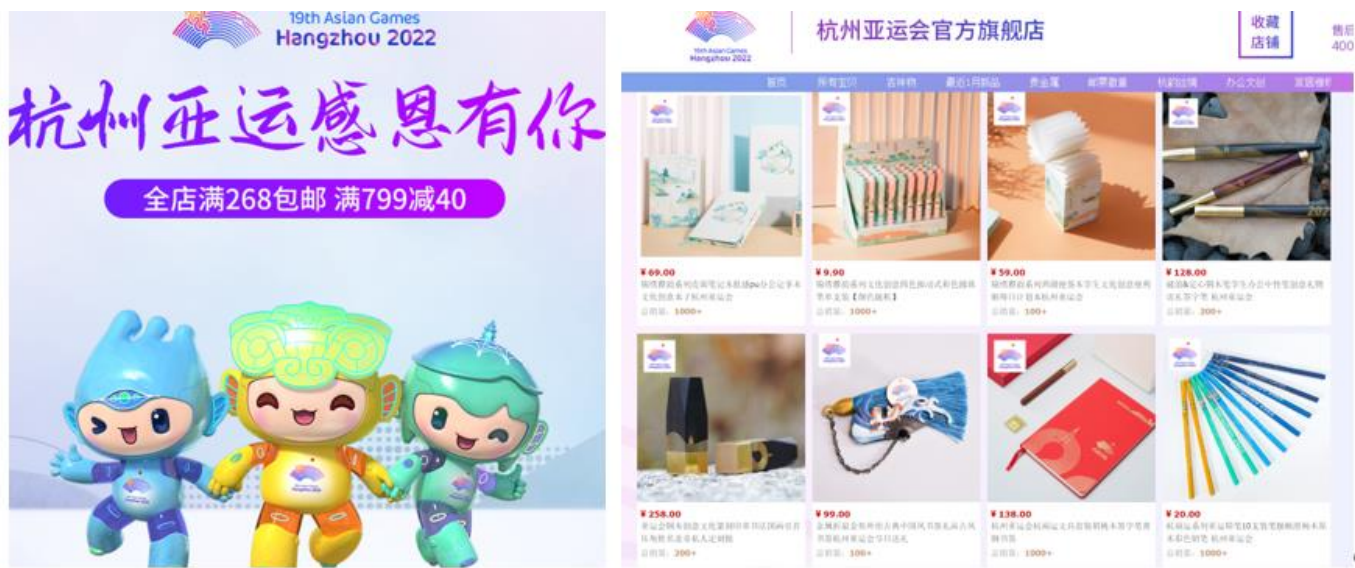
2021 年 9 月 14 日，杭州 2022 年第 19 届亚运会火炬“薪火”同款 3D 版数字火炬正式发布。2019 年 12 月，支付宝正式成为杭州亚运会官方合作伙伴。在签约发布会上，支付宝表示将利用自己的数字能力与平台优势，与杭州亚组委一道，奉献一场面向未来、面向年轻人、全新的数字化亚运体验，助力杭州创造数字经济时代的新亚运记忆。

杭州亚运会数字火炬作为数字时代的全新形式，寓意本届亚运会希望通过数字化探索和创新，让更多人能有机会拥有亚运火炬，并成为亚运精神的传递者。此外，拥有编号、永久存证、不可复制以及不可篡改的数字火炬，也能让收藏者拥有一份专属的亚运记忆，让杭州亚运会成为一届人人可参与的体育盛会。本次发布的杭州亚运会数字火炬是一种数字收藏品，每个火炬都有限量编号。

杭州亚运会吉祥物组合名称为江南忆（Memories of Jiangnan）三个吉祥物分别取名“琮琤”“莲莲”“宸宸”，三个亲密无间的好伙伴，将作为传播奥林匹克精神，传递和平与友谊的使者。琮琤 Congcong 以机器人的造型代表世界遗产良渚古城遗址，名字源于良渚古城遗址出土的代表性文物玉琮，头部装饰的纹样取自良渚文化的标志性符号“饕餮纹”，意寓“不畏艰险、超越自我、激发生命活力，创造美好生活”。莲莲 Lianlian 以机器人的造型代表世界遗产西湖，名字源于西湖中无穷碧色的接天莲叶，寓意纯洁善良、活泼可爱、热情好客、美丽动人。展现了精致和谐、大气开放的人文精神，传递着共建人类命运共同体的期许。宸宸 Chenchen 以机器人的造型代表世界遗产京杭大运河，名字源于京杭大运河杭州段的标志性建筑拱宸桥，寓意乐观向上、积极进取，展现了海纳百川的时代

精神，架起了亚洲和世界人民的心灵之桥。伴随后续吉祥物特许经销商的逐步公布，也有望驱动 2023 年体育周边及数字藏品、虚实手办市场的增长。

图表 40：亚运会吉祥物（左）及相关周边手办（右）



资料来源：杭州亚运会官网截图，华鑫证券研究

➤ 电竞入选亚运会意味什么？吸引更多年轻群体

杭州亚组委在第四届中国国际进口博览会上召开专题新闻发布会，正式公布杭州亚运会电子竞技小项设置，设英雄联盟、和平精英（亚运版）、炉石传说、刀塔 2、梦三国 2、街霸 5 和 FIFA Online 4 等 8 个项目。

亚运会首次将电竞入选意义：电竞追求的本质是竞争，追求获胜，并从其中体验“更快、更高、更强”的体育精神，电竞的载体是游戏，具有竞技性的同时也具有智力性、虚拟性。2022 年亚运会首次将电竞入选主要有三个意义：

第一，引领示范的作用（由于电竞的自身特性尚未进入主流体育赛事的体系中，杭州本次举办具有较好的范本）；

第二，利于扩大亚运会的宣传。电竞赛事广受年轻群体的喜爱，亚运会本次增设电竞与霹雳舞项目可吸引更多年轻群体关注亚运会、参与亚运会、喜爱亚运会，利于提升亚运会整体影响力，并带动更多人参与其中。本次电竞赛事中也融入亚运会的内容，传播中国故事；

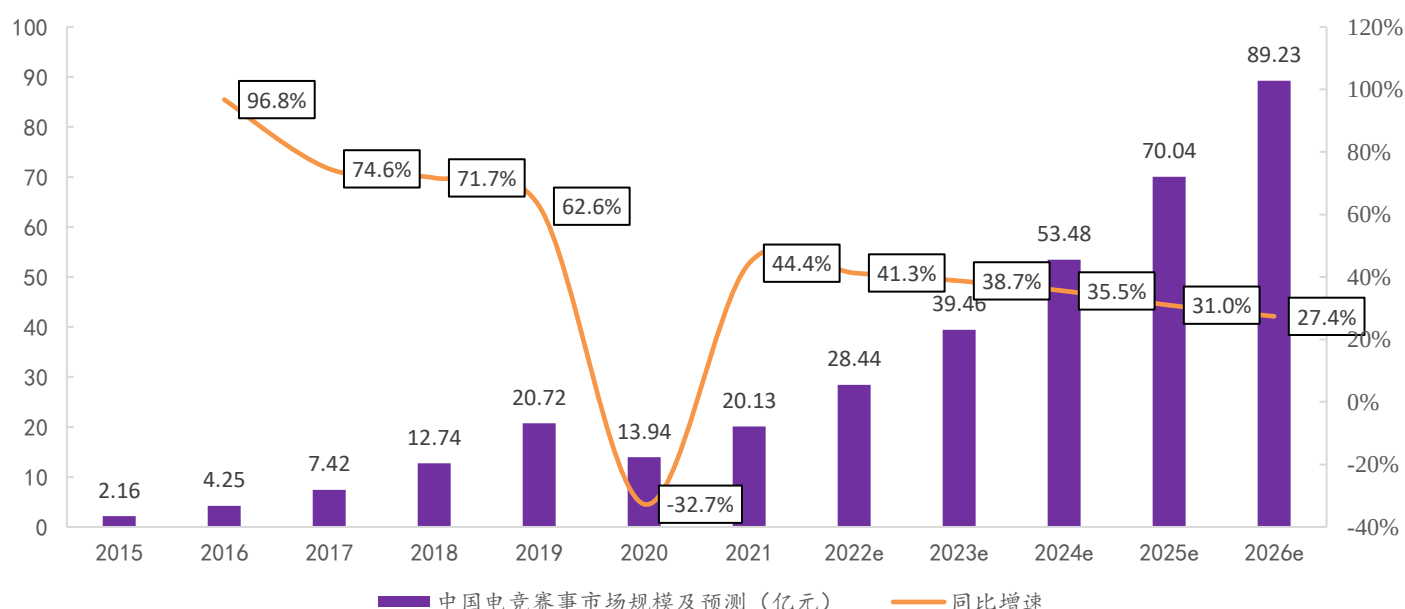
第三，促进产业融合，作为动漫之都的杭州，致力于打造数字第一城，增设电竞项目，通过举办亚运会为契机，促进电竞与数字产业、动漫产业联动发展，利于助力杭州打造文创 2.0

➤ 从行业角度看，2020 年中国电竞赛事行业市场规模为 13.94 亿元，预计 2023 年将达到 39.46 亿元（同比增速 38.7%），2026 达到 89 亿元（同比增速 27.4%）

2020 年疫情后，线上直播、短视频平台也进一步助力器增长。展望 2023 年，电竞入选亚运会，伴随电竞赛事的不断丰富，电竞的竞技 IP 的故事内容价值也会凸显，借力电竞在年轻群体中的影响力提升形成较好社群效应。中国电竞赛事运营商透过制作优质内容及吸

引大量观众，以提高电竞于中国的整体商业化潜质。电竞赛事行业自多渠道产生收益，包括赛事运营、赞助、媒体版权，以及其他。根据弗若斯特沙利文报告，中国电竞赛事行业的增长预期将超出中国整体电竞行业的增长。中国电竞赛事行业市场规模预计从 2023 年将达到 39.46 亿元 增加至 2026 的 89 亿元，电竞首次入选亚运会，也进一步获得市场及年轻用户关注。从参与方角度看，效仿体育职业联赛制度，电竞走向职业化、联盟化、职业选手的收入、赛事主办方收入、各个俱乐部的利益都有望提升。中国电竞赛事的市场规模增速有望超过中国整体电竞行业增长。从企业维度看，电魂网络（603258）致力于自主研发运营精品化的网络游戏，通过高效的游戏开发体系、较好的游戏推广方案，以竞技类网络游戏为特色产品，公司端游产品《梦三国 2》经过杭州亚组委宣布入选亚运会电竞比赛项目，成为 8 个正式比赛项目之一。英雄体育作为电竞运营商拟港股 IPO（其已成长为电竞行业的连接中枢和行业持续发展的内驱动力，致力于推动中国电竞的转型和电竞产业的全球进化），若 2023 上市仍有望获亚运会电竞赛事红利。

图表 41：2015-2026 年中国电竞赛事行业市场规模及同比增速



资料来源：Frost Sullivan，华鑫证券研究

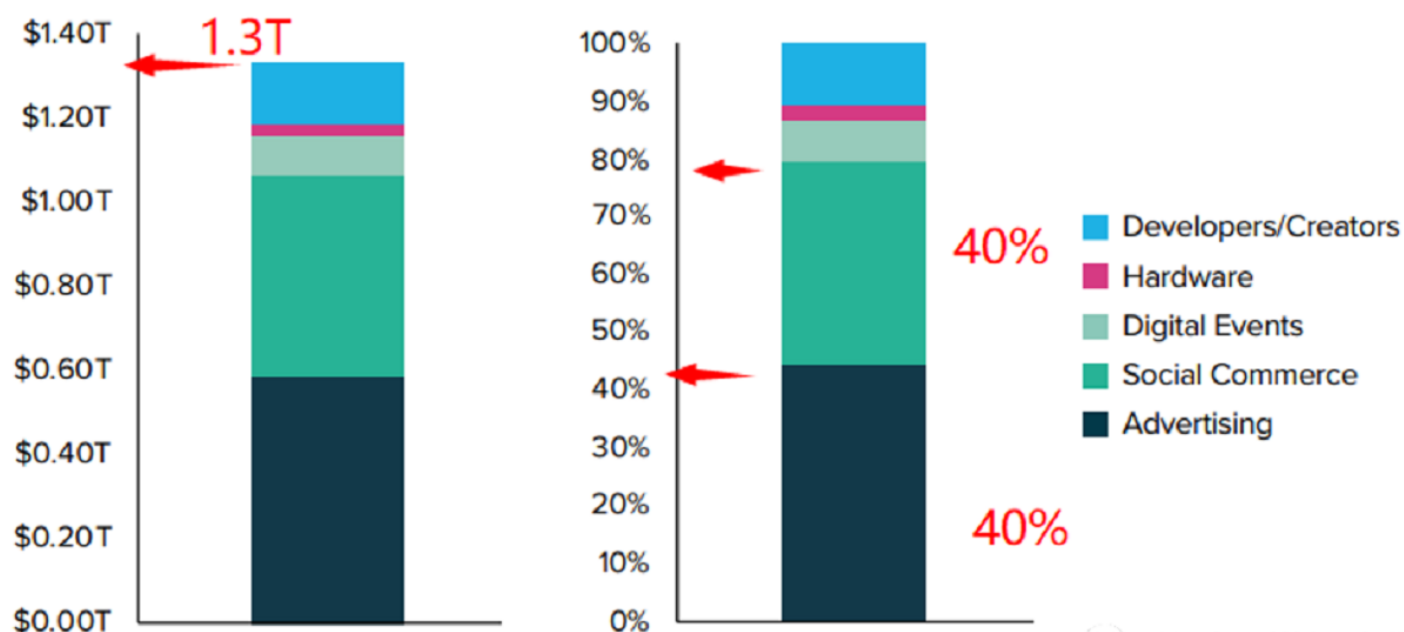
3.3、元宇宙再发展（抖音不可或缺席）

元宇宙是整合多种新技术产生的下一代互联网应用和社会形态，2023 年有望再下一城，2025 年元宇宙商业模式及市场规模 1.25~1.3 万亿美元。在 2021 年元宇宙带来资本热度后，2022 年元宇宙获企业加码投入，但二级市场对元宇宙的热度高开低走，一方面，元宇宙的投资受海外企业估值影响；一方面，元宇宙的商业化从数字藏品到数字人再到硬件的 VR 等，新商业模式多元化与丰富度缺失（从早期的猎奇心理满足之后，刚性需求场景缺席，元宇宙的商业模式的扩张性较弱），多因素致元宇宙在 2022 年二级市场的资本热度渐弱，展望 2023 年，我们认为，伴随硬件如 VR 销售数据增长及内容供给，元宇宙的发展有望再下一城。综合看，元宇宙是整合多种新技术产生的下一代互联网应用和社会形态。元宇宙基于扩展现实技术和数字孪生实现时空拓展性，基于 AI 和物联网实现虚拟人、自然人和机器

人的人机融生性，基于区块链、Web3.0、数字藏品/NFT 等实现经济增值性。在社交系统、生产系统、经济系统上虚实共生，每个用户可进行世界编辑、内容生产和数字资产自所有。元宇宙需要探索的时间、企业的投入、技术的加持、内容的供给等多维度共振，模糊正确的未来方向，正在塑造一种强有力的社会共识。

元宇宙中用户无缝连接真实与虚拟世界，在 Web2.0 的企业需要通过开放生态系统逐步迭代进入 Web3.0 时代才有可能实现其商业变现的可持续发展。到 2025 年元宇宙的商业将在广告营销、社交零售、数字内容、硬件、创造者等多维度实现变现，预计可达到 1.25~1.3 万亿美元，其中广告营销与社交零售占比较高，预计分别将达到 40% 的市场占比。

图表 42：2025 年全球元宇宙中各个商业领域的市场规模展望



资料来源：Grayscale Research，华鑫证券研究

➤ 企业端，元宇宙建设，不会一家公司引领，但抖音不可或缺，看 VR 发展

元宇宙的发展有利于抖音更换新 LOGO，从字节跳动到抖音变与不变。2020-2021 年字节跳动从无边界扩张到有边界优化（保持拉升，避免僵化）；字节跳动通过渐进式创新实现主业快速增长，在夯实主业的同时也通过外延等方式切入新赛道助力后续新增长的可能性，技术并不能总会助推公司产品的竞争力与增长，其核心是来自目标一致的团队及文化。变（从字节跳动更名为抖音，组织架构调整），不变（企业文化及使命）。2022 年 3 月，高通与字节跳动（抖音）达成战略合作，共建 XR 终端生态，两家公司致力于开发 XR，字节跳动（抖音）收购了虚拟现实头显制造商 Pico 后，成为其首次涉足 XR 和元宇宙的基础，同时字节跳动（抖音）旗下 Pico 未来的 XR 产品，将搭载高通的开发平台骁龙 SpacesXR。2022 年字节跳动对 VR 硬件公司 Pico 的产品、内容均倾注资源以发展，进而我们在 2022 年 9 月看到 PIC04 新 VR 产品在海外及中国发布；2021 年 8 月字节跳动（抖音）收购 Pico，Pico 并入字节跳动（抖音）VR 相关业务线，参与整合字节跳动的内容资源和技术能力，未来将在产品研发和开发者生态上加大投入。作为一家致力移动虚拟现实技术（VR）与产品研发的公司，Pico 主要专注于 VR 一体机市场，目前旗下有 Neo 系列和 G 系列两个产品线，2022 年 9 月 PIC04 新品发布。

作为元宇宙硬件入口之一的 VR，我们如何看其发展？VR 的发展，也如同“技术采纳生命周期定律”。如下图所示，从用户角度看，对于新技术、新产品的接受度也可被分为五种类型的消费者：

首先是创新者（在总体中占比 2.5%，提供早期产品评价与反馈，改善产品和服务）；

其次是早期使用者（看到新产品的长期价值，喜欢做别人还没有做的事，利用新技术产品完成他们的梦想，来获取战略优势，这类消费者在总体中占比 13.5%，愿意为新技术产品冒更大的风险，对价格不敏感，是高科技市场开拓的关键）；

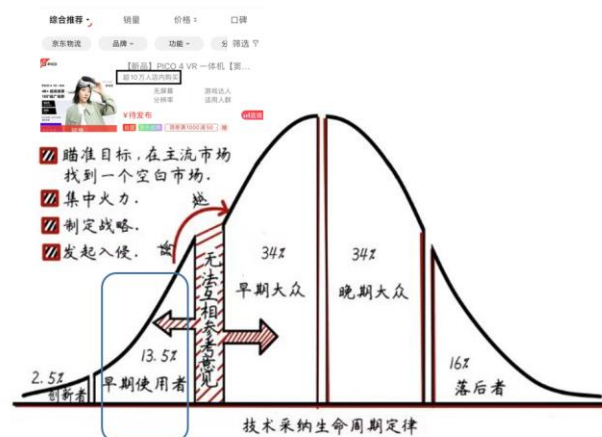
再次是早期大众（该类消费者在总体中占比 34%，代表着新技术产品绝大部分的市场容量，可以显著地提高销售量，降低销售成本，是高科技企业获利润和飞速发展的根本）；
然后是后期大众（人群占比与早期大众比例趋同，能为高科技企业提供较大批量的标准化订单，降低销售成本，摊销研发成本，保持稳定的回报）；

最后是落后者，从技术接纳生命周期定律看，消费者群体可分成创新者、早期使用者、早期大众、晚期大众以及落后者，这五种类型的消费者从左到右按照它们各自的比例依次排开，就会形成一个连续的、没有缝隙的曲线，高科技产品的市场发展也沿着该轨迹进行。同时，从营销角度看，高科技营销策略，均建立在技术采纳钟形曲线上，首先关注消费者中的创新者并形成专门的市场，再把上个阶段赢得消费者的法宝作为参考，开发下一阶段消费者所支配的市场，VR 的硬件，从消费者到营销，也契合“技术采纳生命周期定律”，从万台出货量到几十万台出货量，再到百万台，再到后续千万台，技术采纳生命周期中也带来企业估值的波动。

图表 43：元宇宙之硬件 VR 发展（技术采纳生命周期定律）

■ 元宇宙+VR 如何《跨越鸿沟》

- **第一认识：在主流市场之前，有一个早期市场，高科技企业的早期市场和主流市场之间存在一条“鸿沟”；（为什么预约人数千人量级）**
- **第二跨越，瞄准主流市场中的一个高度具体的目标市场细分，集中所有兵力，攻克其细分市场，随后，以点带面，将其细分市场作为阵地，逐步扩大战果到整个主流市场。**



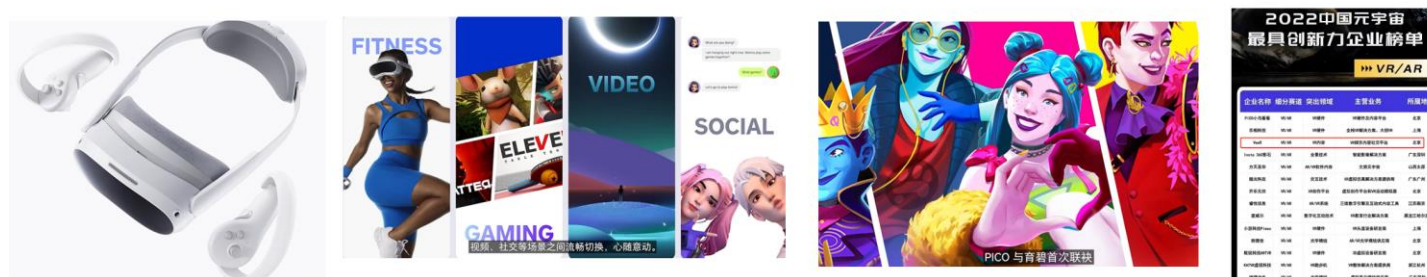
资料来源：《跨越鸿沟》图书，华鑫证券研究

图表 44：元宇宙之硬件 VR 新品 PICO4 及内容

■ 2022年9月22日全球发布会PICO 4

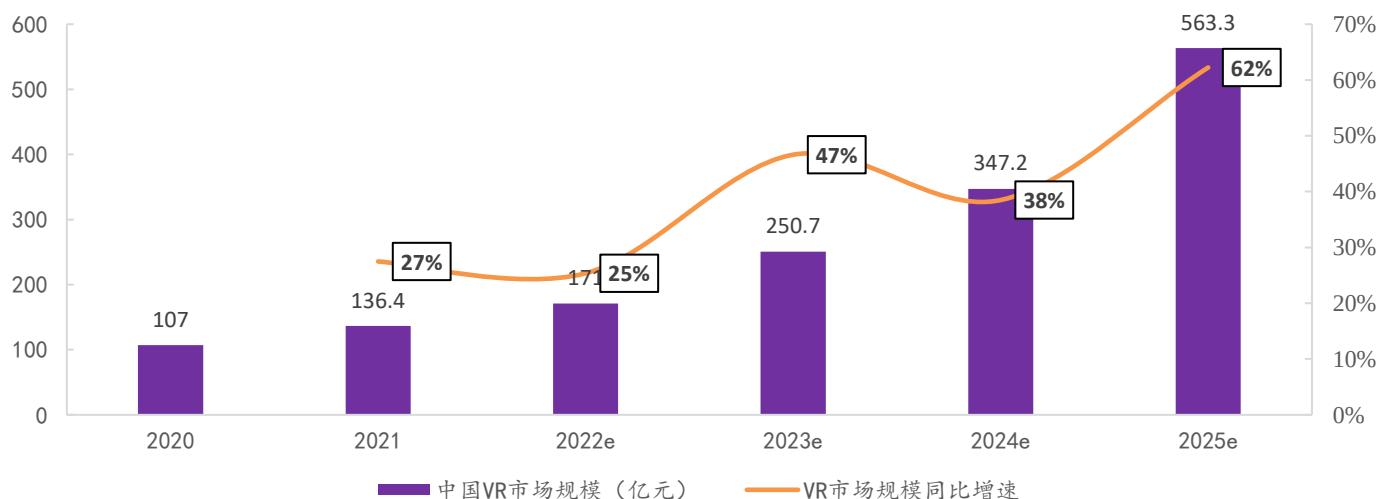
- Fitness
- Video
- Social

我们认为，自上而下看政策护航，自下而上看企业端的投入，中国字节跳动、腾讯、网易、百度等企业均在通过硬件、平台、算力、内容等多维度进行投入与探索，2022至2023年字节跳动旗下的Pico产业链红利可期。



资料来源：PICO 官网，华鑫证券研究

图表 45：2020-2025 年中国 VR 市场规模及预测（亿元）、同比增速

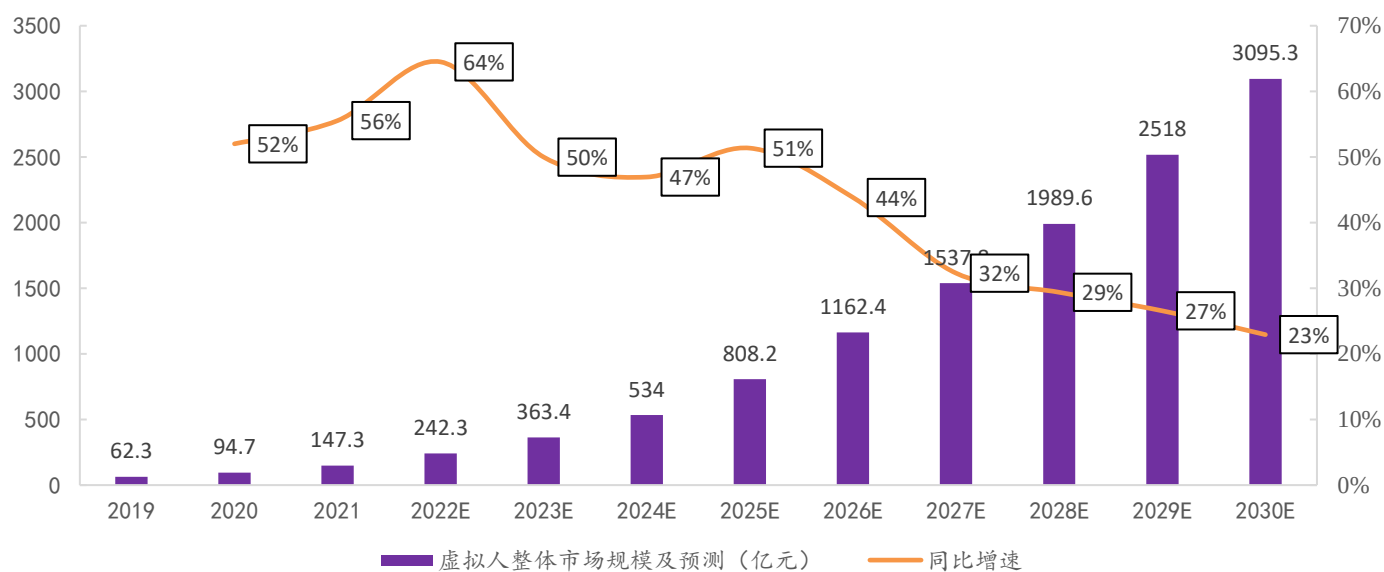


资料来源：iimedia research，华鑫证券研究

➢ 元宇宙之数字人（虚拟人）：2023 年市场规模将达到 363.4 亿元（同比增速 50%）

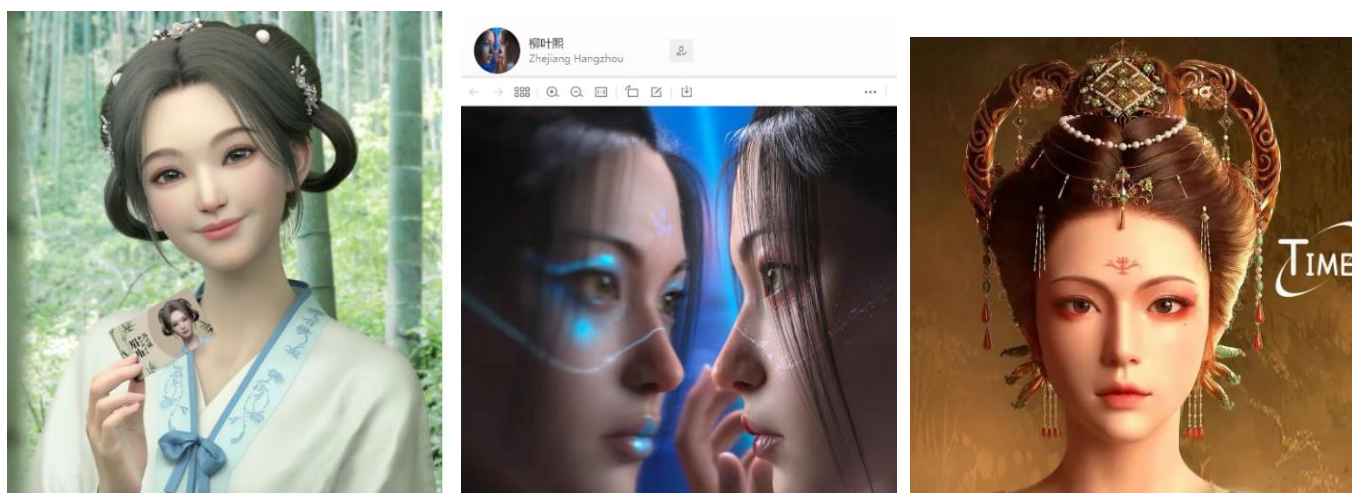
在元宇宙商业化落地中，虚拟人产业也从娱乐化到工具化、基建化的模式渗透，也将显著提升从业者的广度与深度，虚拟人市场规模有望从 2020 年的 94.7 亿元增加至 2023 年的 363.4 亿元，2022 年前后元宇宙概念备受关注后也将有助于打开虚拟人市场的需求，虚拟人的商业场景在 B 端、C 端等场景中逐步得到应用，但伴随新晋企业不断涌进后也有助于探索虚拟人商业化的边界，预计到 2030 年虚拟人的市场规模有望达到 3095.3 亿元。

图表 46：2019-2030 年虚拟人整体市场规模及预测（亿元）、同比增速



资料来源：速途，华鑫证券研究

图表 47：数字人案例



资料来源：蓝色光标官网、抖音平台，华鑫证券研究

*数字人排列分别为：从左到右是抖音美妆数字人（柳叶熙）、蓝色光标（苏小妹）、天娱数科（天妤）

4、行业评级及投资策略

给予传媒互联网新消费行业推荐评级。继 2022 年推出《新秩序 新增量 再进化》后，2023 年推出《修复与新增》，**修复角度看**，2022 上半年疫情波及主要涉及华东地区，华东地区的电商、物流、营销等经济活动均受波及，看 2023 年上半年，互联网平台类企业均有望迎来业绩修复，同比增速可期。反垄断政策后，企业有序发展，设置红绿灯制度也为互联网企业的发展建立较为清晰方向（例如美团、哔哩哔哩-W、心动公司、美图公司、百奥家庭、腾讯控股等）。2023 年具修复空间涉及新营销、院线、内容板块、体验经济、轻医美等板块。**新增角度看**，科技赋能文体再发展，新增量可期，世界杯经济有望提振 2022 第四季度板块热度，2023 年亚运会接棒，电竞首次入选比赛项目，新增赛事项目也在破圈吸引新代际用户的参与，数字藏品首次发行，体育与新技术、新玩法结合助推体育新消费新发展，新消费（垂类优质供给提升）、元宇宙（VR 硬件、数字人、数字藏品等细分赛道）均有望多方共振，同时新增量球星卡业务热度有望再提升；元宇宙 2023 年再发展，抖音不可缺席，从 VR 硬件的 PIC04 再到数字人的商业场景探索，元宇宙发展有望再下一城。

文化传媒行业的发展是伴随内容与新媒介融合以及新用户圈层需求的共振，精神内容需求伴随物质满足后不断提升。从内容到媒介再到新世代用户均在助力中国文化强国的实现，旧秩序在洗牌，新秩序在建立，2022 年疫情压力再次测试，企业主业韧性再凸显，均为下一场传媒互联网新消费的繁荣在底部蓄力，展望 2023 年，修复与新增兼具，给予 2023 年传媒互联网新消费行业推荐评级。

图表 48：关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2022-10-18 股价	EPS			PE			投资评级
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
300413.SZ	芒果超媒	25.21	1.13	1.18	1.35	22.31	21.36	18.67	买入
300133.SZ	华策影视	4.45	0.21	0.25	0.31	21.13	17.80	14.35	买入
002605.SZ	姚记科技	13.21	1.42	1.06	1.35	9.31	12.46	9.79	买入
603466.SH	风语筑	10.16	1.04	0.66	0.91	9.77	15.39	11.16	买入
603096.SH	新经典	17.08	0.80	1.13	1.42	21.24	15.12	12.03	买入
300788.SZ	中信出版	18.67	1.27	1.09	1.27	14.69	17.13	14.70	买入
603533.SH	掌阅科技	13.94	0.34	0.37	0.46	40.63	37.68	30.30	买入
300058.SZ	蓝色光标	4.71	0.21	0.26	0.34	22.48	18.12	13.85	买入
600986.SH	浙文互联	4.85	0.22	0.29	0.37	21.79	16.72	13.11	买入
603103.SH	横店影视	11.29	0.02	0.22	0.37	522.69	51.32	30.51	买入
001330.SZ	博纳影业	9.07	0.33	0.22	0.37	27.50	41.23	24.51	买入
603258.SH	电魂网络	19.56	1.37	1.39	1.60	14.24	14.07	12.23	买入
603444.SH	吉比特	250.79	20.43	22.24	26.22	12.27	11.28	9.56	买入
002292.SZ	奥飞娱乐	4.62	-0.28	0.09	0.20	-16.38	51.33	23.10	买入
000681.SZ	视觉中国	10.37	0.22	0.21	0.24	47.53	49.38	43.21	买入
688363.SH	华熙生物	130.61	1.63	2.03	2.55	80.13	64.34	51.22	买入
300957.SZ	贝泰妮	172.61	2.04	2.79	3.75	84.73	61.87	46.03	买入
002739.SZ	万达电影	10.03	0.05	-0.06	0.54	210.27	-161.00	18.75	未评级
300251.SZ	光线传媒	7.12	-0.11	0.26	0.35	-67.04	26.88	20.22	未评级
300860.SZ	锋尚文化	37.95	0.67	1.65	2.86	56.52	23.05	13.26	未评级
600633.SH	浙数文化	6.61	0.41	0.49	0.54	16.19	13.54	12.22	未评级
002291.SZ	星期六	16.35	-0.77	0.69	1.07	-21.25	23.62	15.34	未评级
600415.SH	小商品城	4.52	0.24	0.30	0.36	18.61	14.87	12.42	未评级
2400.HK	心动公司	15.55	-1.86	-1.11	0.00	-8.36	-13.95	-4572.94	未评级
2100.HK	百奥家庭互动	0.39	0.01	0.04	0.07	39.03	8.70	5.79	未评级
6633.HK	青瓷游戏	5.43	-0.96	0.53	1.11	-5.65	10.15	4.88	未评级
0772.HK	阅文集团	20.06	1.82	1.05	1.47	11.02	19.03	13.66	未评级
3738.HK	阜博集团	1.82	-0.01	0.03	0.05	-187.23	53.73	34.05	未评级
3690.HK	美团-W	141.68	-3.90	-1.59	0.93	-36.33	-89.22	151.59	未评级
0700.HK	腾讯控股	234.05	23.16	11.47	14.92	10.10	20.40	15.69	未评级
9626.HK	哔哩哔哩-W	90.85	-17.87	-20.52	-14.27	-5.08	-4.43	-6.37	未评级
1024.HK	快手-W	47.33	-20.37	-3.63	-1.26	-2.32	-13.04	-37.54	未评级
3690.HK	美团-W	141.68	-3.90	-1.59	0.93	-36.33	-89.22	151.59	未评级
2331.HK	李宁	52.07	1.58	1.82	2.29	32.96	28.59	22.71	未评级
2020.HK	安踏体育	72.50	2.81	3.02	3.77	25.80	24.01	19.22	未评级
IQ.O	爱奇艺	16.85	-1.11	-0.12	0.00	-15.18	-142.78	-21060.00	未评级
300413.SZ	芒果超媒	25.21	1.13	1.18	1.35	22.31	21.36	18.67	买入
300133.SZ	华策影视	4.45	0.21	0.25	0.31	21.13	17.80	14.35	买入
002605.SZ	姚记科技	13.21	1.42	1.06	1.35	9.31	12.46	9.79	买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：港元对人民币汇率取 1 港元=0.9168 元人民币；美元对人民币汇率取 1 美元=7.1965 元人民币；表中股价均为人民币元；“未评级”盈利预测取自万得一致预期）

5、风险提示

产业政策变化风险，推荐公司业绩不及预期的风险，行业竞争风险，编播政策变化风险，影视作品进展不及预期以及未获备案风险，疫情波动的风险，赛事项目上线不及预期的风险，新业务发展不及预期，宏观经济波动的风险。

■ 传媒新消费组介绍

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒互联网新消费等。

于越：理学学士、金融硕士，拥有实业经验，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒游戏互联网板块等。

■ 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。