

行业定期策略

传媒

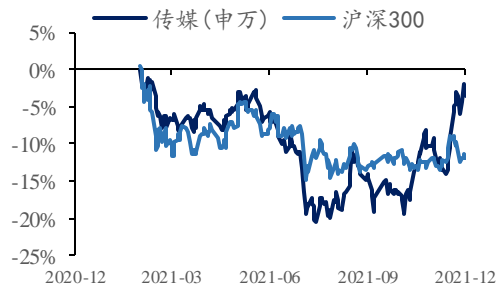
监管边界逐渐清晰、等待底部重启，元宇宙打开新空间

2021年12月30日

评级 同步大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
传媒	6.17	12.74	-1.56
沪深300	0.10	1.48	-1.57

何晨 分析师
执业证书编号: S0530513080001
hechen@hncasing.com 0731-84779574

曹俊杰 研究助理
caojj@hncasing.com

重点股票	2020A		2021E		2022E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
三七互娱	1.31	23.89	1.20	21.46	1.43	17.92	推荐
完美世界	0.80	36.96	0.71	29.22	1.09	19.07	推荐
吉比特	14.56	29.26	21.55	18.98	23.12	17.69	推荐
芒果超媒	1.11	65.12	1.29	41.67	1.64	32.77	推荐
光线传媒	0.10	121.66	0.26	48.63	0.37	34.02	谨慎推荐
万达电影	-2.99	-6.05	0.22	66.71	0.56	26.50	谨慎推荐

资料来源: wind, 财信证券

投资要点:

- **回顾 2021 年:** 监管围绕反垄断、网络数据安全、游戏及文娱等多领域出台系列政策，传媒行业整体业绩承压。随着政策边界逐渐清晰，行业运行更趋规范，头部企业优势有望进一步加强。此外，5G、VR/AR 等新技术不断成熟，元宇宙主线下的投资机会广阔，助力传媒行业估值进一步修复。
- **元宇宙: 有望开启互联网产业新周期。** 元宇宙是先进技术和新型场景应用的聚合体，离不开 5G、云计算、人工智能、VR/AR、数字孪生、区块链等底层技术支撑。技术端，当前 5G 渗透率逐步提升、VR/AR 技术趋于成熟；硬件端，明年全球 VR/AR 出货量有望超过 1000 万台；内容端，游戏有望成为最先落地场景，同时数字虚拟人和 NFT 数字资产确权等不断丰富场景形态。从投资角度看，底层基础设施、硬件设备等有望最先受益，软件应用端将随硬件的技术进步而迎来爆发式的需求增长，全球科技巨头、引擎工具平台及内容公司已相继布局。元宇宙的商业模式和业绩尚待验证，须注意投资风险。
- **游戏: 政策面，防沉迷目标初步达成，监管压力基本释放。** 行业面，国内手游出海收入占比不断提升，长期出海有望成为第二增长点。估值面，上半年疫情红利消退和防沉迷整顿下，PE(TTM)由 40 倍回调至 20 倍上下；下半年在新品上线、VR/AR 技术成熟和元宇宙概念的带动下，估值得以修复。随着后续游戏版号重启、新品带动业绩持续回暖、元宇宙投资主题不断发展的利好下，游戏板块有望迎来戴维斯双击。
- **视频: 政策面，此轮整顿主要针对内容精品化、流量和艺人、超前点播等不规范行为。** 长期明星艺人在产业链中的地位有望降低，成本下降利好平台方和内容方；超前点播取消，但会员提价落地，短期有望贡献积极收入，平台方应更加关注提高会员服务效率及优质内容持续输出的能力。院线端，局部疫情反复导致全国大盘恢复不及预期；随着年底重点档期来临，优秀内容供给增多，电影市场有望得到修复。
- **投资建议:** 建议把握元宇宙科技主线，聚焦游戏、视频等投资机会。促进元宇宙应用场景更加丰富的内容及平台公司：三七互娱、完美世界、吉比特、芒果超媒、光线传媒等；内容供给增加、短期有望复苏反弹的龙头院线公司，如万达电影。维持行业“同步大市”评级。
- **风险提示:** 政策监管变动；市场竞争加剧；产品和业绩表现不及预期。

内容目录

1 传媒行业 2021 年回顾	5
1.1 政策回顾：监管边界逐渐清晰，行业运行更趋规范	5
1.2 市场回顾：政策高压下整体回调，释放长期增长空间	7
1.3 业绩回顾：整体业绩稳步恢复，政策整顿及疫情反复致子版块分化明显	8
1.4 展望 2022 年：把握元宇宙科技主线，聚焦游戏、视频等投资机会	10
2 元宇宙有望开启互联网产业新周期	11
2.1 元宇宙有望成为新一代互联网的发展形态	11
2.2 互联网巨头相继入场，生态版图日渐清晰	12
2.3 多项底层技术取得进步，硬件出货量提升铺垫设备基础	15
2.4 商业空间广阔，游戏有望成为最先落地场景	20
2.5 投资小结	21
3 游戏板块：政策利空出清+版号重启+出海驱动，关注底部反弹机会	22
3.1 防沉迷取得阶段性成果，版号重启有望带动板块修复	22
3.2 国内移动游戏市场增速放缓，出海有望成为第二增长驱动力	24
3.3 移动游戏发行格局面临挑战，分成比例调整有望向研发商倾斜	25
3.4 投资小结	26
4 影视板块：政策整顿流量+行业提价+优质影片供给增加，关注行业边际改善机会 ..	26
4.1 长视频步入存量阶段，平台方收入承压	26
4.2 新一轮监管趋严，长期演员成本下降有望利好平台方和内容方	28
4.3 超前点播取消，行业会员提价落地	29
4.4 院线端：疫情后恢复缓慢，关注明年优质内容供给增加带来的复苏机会	31
4.5 投资小结	33
5 重点投资标的	33
5.1 三七互娱 (002555.SZ)：“自研+出海”带动业绩逐步释放	33
5.2 完美世界 (002624.SZ)：《幻塔》上线有望贡献可观业绩增量	34
5.3 吉比特 (603444.SH)：业绩稳健，未来将加强海外拓展	35
5.4 芒果超媒 (300413.SZ)：内容储备丰富，加速技术创新布局	35
5.5 光线传媒 (300251.SZ)：影片储备丰富助力业绩增长	36
5.6 万达电影 (002739.SZ)：优质影片供给增多，经营业绩有望改善	36
6 风险提示	37

图表目录

图 1：2021 年初至今申万一级行业涨跌幅（截至 2021.12.24）	7
图 2：2021.1.1-9.30 申万子版块涨跌幅	7
图 3：2021.10.1-12.24 申万子版块涨跌幅	7
图 4：2021 年初至今申万子版块涨跌幅（截至 2021.12.24）	8
图 5：申万传媒行业 PE (TTM, 中值)（截至 2021.12.24）	8
图 6：申万传媒行业 PB (MRQ, 中值)（截至 2021.12.24）	8
图 7：传媒行业营收及归母净利润情况	9
图 8：传媒行业单季度营收及归母净利润情况	9
图 9：元宇宙概念的来源	11
图 10：互联网形态的演变	12

图 11: 元宇宙的技术底座	13
图 12: 元宇宙的价值产业链	14
图 13: 元宇宙的厂商布局情况	14
图 14: Gartner 成熟度曲线	15
图 15: Gartner 技术成熟度曲线 (2021)	16
图 16: 中国智能手机渗透率与中国手游市场收入增速	16
图 17: 中国 5G 终端用户及其渗透率	16
图 18: SW 游戏和 SW 消费电子的收入增速对比	17
图 19: SW 游戏和 SW 消费电子的归母净利润增速对比	17
图 20: VR 硬件的产品进化路径	17
图 21: Steam 平台 VR 头显品牌份额	18
图 22: Steam 平台 VR 头显活跃用户占比	18
图 23: 中国 AR/VR 市场出货量及增长率	19
图 24: 全球 VR 市场出货量预测	19
图 25: Steam 平台 VR 头显占比	19
图 26: 主流内容平台 VR 游戏与应用数量	19
图 27: Robox 全球日活用户数及其增速	20
图 28: Robox 用户时长及其增速	20
图 29: 中国 AR/VR 支出规模预测	21
图 30: 全球 VR/AR 行业融资并购金额	21
图 31: 元宇宙的梯次产业变革	21
图 32: 中国 AR/VR 内容市场规模预测 (按销售额)	21
图 33: 2018 年&2021 年的政策监管要点对比	23
图 34: 部分游戏企业未成年用户注册及充值情况	23
图 35: 中国国产游戏版号发放情况	23
图 36: 中国移动游戏市场收入及其同比增速	24
图 37: 中国自研游戏海外收入及其同比增速	24
图 38: 2021 年全球各细分游戏市场及同比增速	25
图 39: 中国移动游戏在海外收入占比	25
图 40: 中国移动游戏产业链概况	26
图 41: 移动网民 App 每日使用时长 top8 类型	27
图 42: 长视频 APP 行业月活用户规模趋势	27
图 43: 主要视频平台付费会员数量变化	27
图 44: 爱奇艺、芒果 TV、B 站广告收入对比	27
图 45: 爱奇艺、芒果 TV、B 站净利润对比	28
图 46: 长视频行业 App 日活用户规模 top5	28
图 47: 2020 和 2021 前三季度超前点播剧占比	29
图 48: 2021 前三季度各平台超前点播剧占比	29
图 49: 2014 年-2021 年实际票房 (不含服务费)	31
图 50: 2014 年-2021 年观影人次	31
图 51: 2014 年-2021 年实际平均票价和上座率	31
图 52: 2012 年-2021 年国产片票房及上映片数	31
图 53: 2014 年-2021 年全国商业用房待售面积及其增速	32
图 54: 2014 年-2021 年全国银幕数及单银幕产出	32

表 1: 2021 年传媒领域主要政策梳理.....	6
表 2: 传媒子板块 2021 前三季度营收及归母净利润增长情况.....	9
表 3: 传媒子板块 2021Q3 营收及归母净利润增长情况.....	10
表 4: 主要 VR 硬件产品参数对比.....	18
表 5: 2017 年至今影视板块主要政策梳理.....	28
表 6: 2020 年爱奇艺超点剧贡献的超点收入估算.....	30
表 7: 爱优腾芒的视频会员价格对比.....	30
表 8: 2021 年底及 2022 年重点影片定档情况.....	32

1 传媒行业 2021 年回顾

1.1 政策回顾：监管边界逐渐清晰，行业运行更趋规范

监管边界逐渐清晰，严监管常态化、行业运行更趋规范化。今年初以来，政策监管频出，主要集中在平台经济反垄断、网络数据安全、教育、游戏及文娱综合领域。通过梳理发现，平台经济反垄断的目的在于保护市场公平竞争秩序，防止资本无序扩张；网络数据安全治理的重点在于保护用户个人信息权益，规范个人信息处理活动；K12 教培整顿的出发点在于平衡社会效率和公平；游戏行业的监管仍在于精品化和保护未成年人；文娱综合领域重在打击“流量之上、饭圈乱象、违法失德艺人”。历经半年多整顿，政策监管边界逐渐清晰，并在平台经济反垄断、保护未成年人、打击违法失德艺人等方面取得部分成效。我们预计，当前政策高压期已过，严监管成为常态化。虽然后续仍可能会出现微观行为的不规范情况，但各企业主体均已较好的适应政策监管框架，经营行为会更加规范化。

平台经济反垄断：随着互联网经济从“增量市场”进入“存量市场”，部分互联网平台存在利用自身的资本、技术和流量等优势实行“二选一”、“大数据杀熟”等扰乱市场秩序的不正当行为。2021 年 2 月，国务院出台《关于平台经济领域的反垄断指南》，对垄断协议、滥用市场支配地位和经营者集中进行界定，为加强监管提供了科学有效、针对性强的制度规则。目前我国的反垄断执法主要集中在“滥用市场支配地位”和“经营者集中”，典型案例如：2021 年 4 月，市场监管总局对阿里巴巴实施“二选一”的垄断行为处以其 2019 年中国境内销售额的 4% 的罚款，共计 182.28 亿元；2021 年 10 月，市场监管总局对美团实施“二选一”的垄断行为处以其 2020 年中国境内销售额的 3% 的罚款，共计 34.42 亿元，并停止违法行为，全额退还独家合作保证金 12.89 亿元。

网络数据安全：网络安全是国家安全的重要组成部分，《网络安全法》、《数据安全法》、《个人信息保护法》等构成了我国网络安全领域的基础法律法规体系，另有《网络数据安全条例（征求意见稿）》、《网络安全审查办法（修订草案征求意见稿）》、《互联网信息服务算法推荐管理规定（征求意见稿）》等配套法律细则。目前，我国的监管重点主要集中在三个方面：1) 高度重视个人信息保护，打击对算法和个人信息的滥用。2021 年 8 月，网信办、宣传部等九部门联合出台《关于加强互联网信息服务算法综合治理的指导意见》，引导算法要公平公正、透明可释，监管趋势从“数据治理”向“算法治理”过渡。2) 加强互联网平台监管，着重强调大型平台的公共属性。2021 年 11 月，网信办出台《网络数据安全条例（征求意见稿）》，要求用户超过 5000 万的大型平台每年需委托第三方对其个人信息保护、数据安全进行审计并披露，日活 1 亿以上的大型互联网平台制定或修改隐私政策，需经省级以上网信部门和电信主管部门同意。3) 强化数据跨境安全。2021 年 6 月 30 号滴滴在美国上市，7 月 2 号网信办开始对其进行网络安全审查，7 月 4 号滴滴 APP 下架，12 月 3 号滴滴启动在纽交所退市的工作和在香港上市的准备工作。滴滴事件作为导火索引起了国家对网络安全的高度重视。2021 年 7 月，网信办出台

《网络安全审查办法（修订草案征求意见稿）》，要求掌握超 100 万用户个人信息的运营者赴国外上市，必须申报网络安全审查。

教育、游戏及文娱综合领域：1) K12 教育“双减”政策落地，校外教培全面从严治理，日益向公共服务回归。2021 年 7 月，中办、国办联合印发《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》，各地不再审批新的面向义务教育阶段的学科类教培机构，现存的义务教育学科类培训机构一律登记为非营利性，严禁资本化运作、不准其上市融资，不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织学科类培训。龙头机构多向校内课后服务、素质教育、职业教育等方向转型。2) 游戏监管力度加码，进一步加强“保护未成年人”和“精品化”。2021 年 8 月，国家新闻出版总署下发《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》，要求严格落实实名注册和登陆要求，未成年人仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日游戏 1 小时。在游戏审查趋严、行业日趋规范下，不少游戏企业调整出海计划，未来出海有望成为第二增长驱动力。3) 打击流量至上、饭圈乱象和违法失德艺人，纠偏大众娱乐价值观。短期来看，内容创作更加聚焦主旋律和正能量；长期来看，对艺人从业要求和标准提高，艺人在文娱产业链中的地位有望下降，价值分配有望由“演员”逐渐向“制作方和平台方”倾斜。

表 1：2021 年传媒领域主要政策梳理

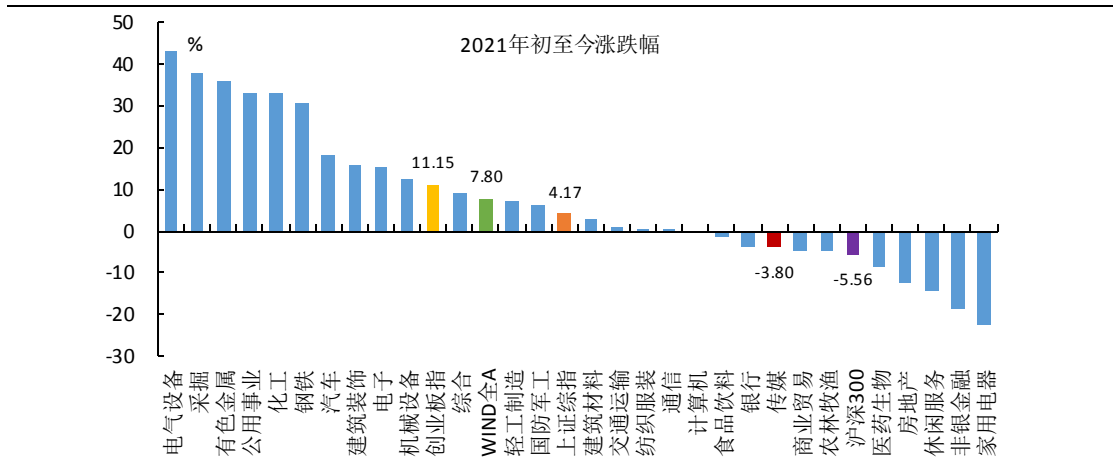
主要政策文件	
平台经济 反垄断	2007 年《反垄断法》；
	2020 年 12 月中央经济工作会议强调“强化反垄断和防止资本无序扩张”
	2021 年 2 月《关于平台经济领域的反垄断指南》；
	2021 年 8 月《禁止网络不正当竞争行为规定（公开征求意见稿）》； 2021 年 9 月《公平竞争审查制度实施细则》
网络数据安全	2016 年《网络安全法》（2017 年实施）；2021 年 6 月《数据安全法》（2021 年 9 月 1 日实施）；
	2021 年 7 月《网络安全审查办法（修订草案征求意见稿）》；
	2021 年 8 月《个人信息保护法》（2021 年 11 月 1 日实施）；
	2021 年 8 月《互联网信息服务算法推荐管理规定（征求意见稿）》、《关于加强互联网信息服务算法综合治理的指导意见》；
	2021 年 10 月《互联网平台落实主体责任指南（征求意见稿）》； 2021 年 11 月《网络数据安全条例（征求意见稿）》
教育	2021 年 7 月《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》；
	2021 年 5 月《民办教育促进法实施条例》
	2021 年 10 月《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》
游戏	2021 年 4 月《游戏审查评分细则》；2021 年 7 月 ChinaJoy 会议召开，强调把防沉迷作为重中之重
	2021 年 8 月《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》；
	2021 年 9 月游戏工委联合 213 家企业共同发起《网络游戏行业防沉迷自律公约》；
	2021 年 9 月中宣部、国家新闻出版署就落实游戏防沉迷约谈腾讯、网易等游戏公司和直播平台
文娱	2021 年 8 月《关于进一步强化网络综艺节目管理的通知》；
	2021 年 8 月《关于进一步加强“饭圈”乱象治理的通知》；
	2021 年 9 月《关于进一步加强文艺节目及其人员管理的通知》；
	2021 年 9 月《关于开展文娱领域综合治理工作的通知》

资料来源：国务院，中宣部，网信办，国家广电总局，国家新闻出版署，财信证券

1.2 市场回顾：政策高压下整体回调，释放长期增长空间

从市场走势看，在政策密集监管下，传媒行业在申万一级行业中涨跌幅排行靠后。2021年初至12月24日收盘，传媒指数下跌3.8%，相对上证综指、沪深300、创业板指、WIND全A分别变化-7.97pct、1.76pct、-14.95pct和-11.6pct，涨跌幅居申万28个子行业中第21名。

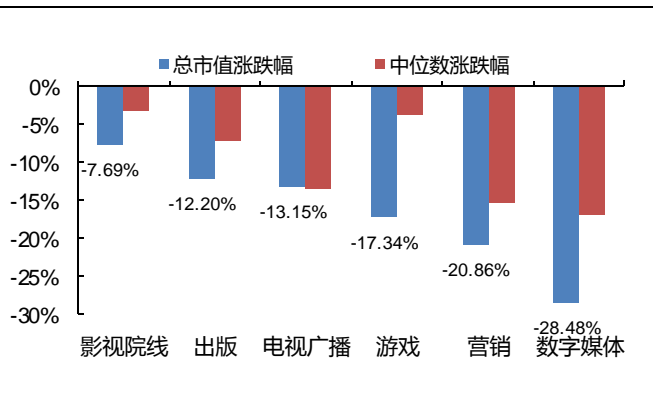
图 1：2021年初至今申万一级行业涨跌幅（截至2021.12.24）



资料来源：wind，财信证券

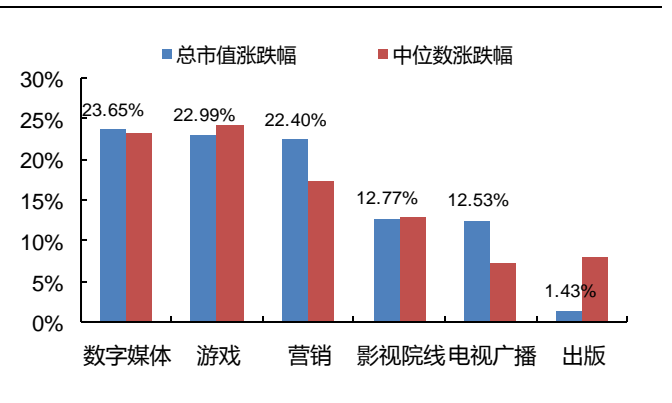
年初至今，传媒子板块涨跌互现；四季度元宇宙概念带动下，呈现普涨行情。根据申万行业（2021）分类，利用市值加权法计算得出，2021年初至12月9日收盘，影视院线和游戏板块分别上涨4.10%和1.67%；电视广播、出版、营销和数字媒体板块分别下跌2.27%、2.65%、3.13%和10.01%。其中，2021前三季度，子板块呈现普跌，主要是受到游戏防沉迷、文娱领域综合整治和打击违法劣迹艺人等政策影响所致。四季度，元宇宙概念掀起投资浪潮，子板块呈现普涨。与之最为密切的数字媒体、游戏、营销等板块涨幅居前，重点投资概念主要涉及数字虚拟人、NFT数字资产加密、VR游戏和UGC游戏社区等。

图 2：2021.1.1-9.30 申万子板块涨跌幅



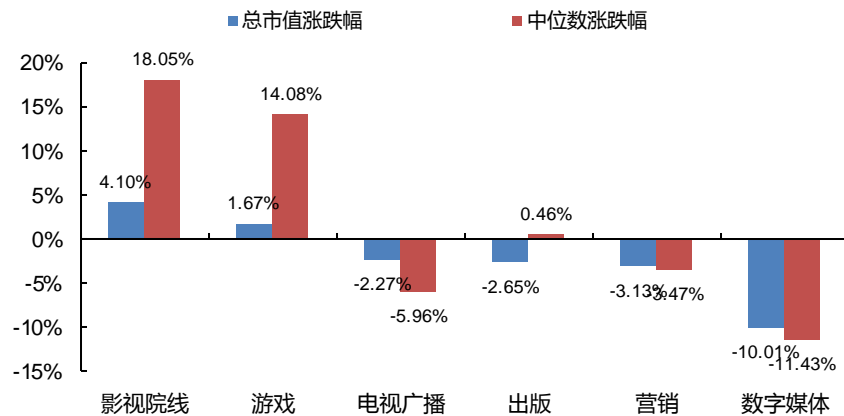
资料来源：wind，财信证券

图 3：2021.10.1-12.24 申万子板块涨跌幅



资料来源：wind，财信证券

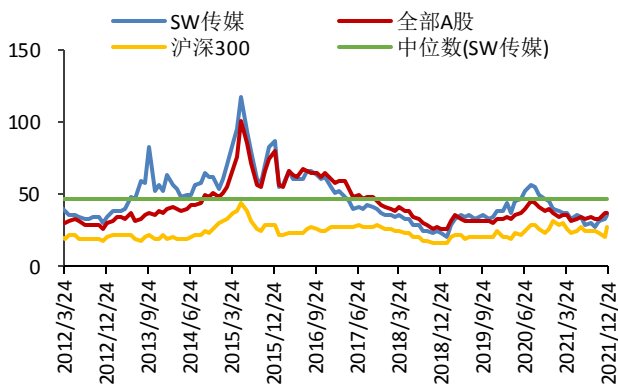
图 4：2021 年初至今申万子板块涨跌幅（截至 2021.12.24）



资料来源：wind，财信证券

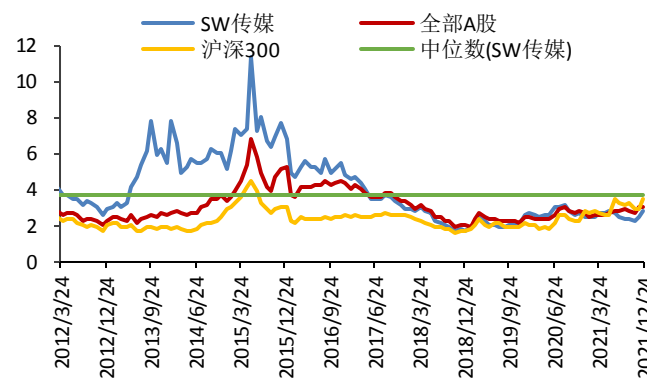
从估值水平看，估值位于历史低位，板块整体回调释放向上空间。截至 2021 年 12 月 24 日收盘，传媒(申万)板块 PE(TTM, 中值)为 35.53 倍(2021 年 1 月 1 日为 40.06 倍)，位于 2010 年以来的后 22.22%分位，相对沪深 300 PE(TTM, 中值)的比值为 1.29 倍；PB(MRQ, 中值)为 2.77 倍(2021 年 1 月 1 日为 2.48 倍)，位于 2010 年以来的后 27.08%分位，相对沪深 300(MRQ, 中值)的比值为 0.81 倍。

图 5：申万传媒行业 PE(TTM, 中值)(截至 2021.12.24)



资料来源：wind，财信证券

图 6：申万传媒行业 PB(MRQ, 中值)(截至 2021.12.24)



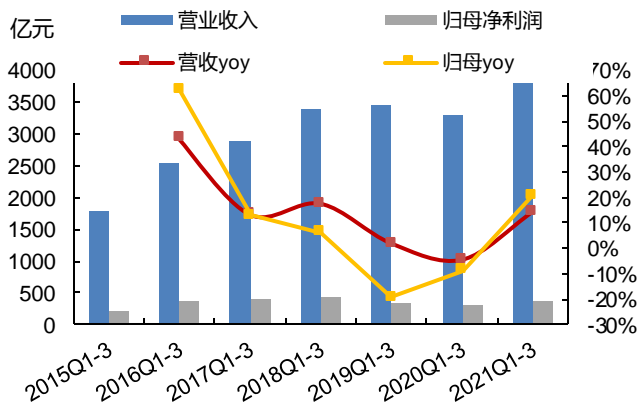
资料来源：wind，财信证券

1.3 业绩回顾：整体业绩稳步恢复，政策整顿及疫情反复致子板块分化明显

从业绩表现看，前三季度业绩已稳步恢复至超过 2019 年同期水平，但 Q3 受外部环境影响业绩环比下滑。我们以申万传媒行业（2021）分类为标准，剔除广弘控股、国旅联合、*ST 巴士、恒大高新、ST 瀚叶、值得买和返利科技等 7 个标的，选取剩余 140 个标的作为统计样本。年初至今传媒行业业绩逐步恢复，虽然受政策密集监管及国内局部疫情影响，Q3 业绩和盈利能力环比略有下滑，但前三季度整体已超过 2019 年同期水平。具体而言，2021 前三季度传媒行业实现营收和归母净利润分别为 3794.88 亿元和 384.74 亿元，较 2020 年同期分别增长 14.52%和 20.71%，较 2019 年同期分别增长 9.31%和 10.31%。

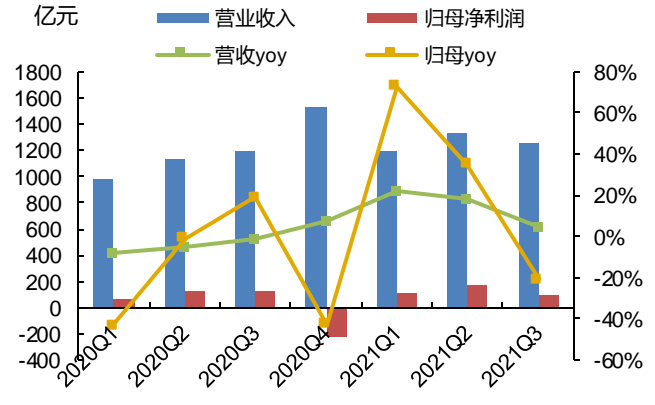
2021Q3 实现营收和归母净利润分别为 1255.81 亿元和 99.55 亿元，较 2020 年同期分别增长 4.84% 和 -20.84%，环比分别下滑 6.14% 和 42.76%。

图 7：传媒行业营收及归母净利润情况



资料来源：wind，财信证券

图 8：传媒行业单季度营收及归母净利润情况



资料来源：wind，财信证券

传媒子板块前三季度营收均已实现同比正增长，但在政策高压和局部疫情反复影响下，Q3 仅游戏板块营收实现环比正增长。从前三季度看，随着疫情防控平稳和线下娱乐经济的恢复，传媒行业业绩稳步复苏。其中，影视院线、数字媒体和出版等板块恢复速度最为强劲，营销、出版和游戏等板块业绩也均已超过 2019 年同期水平。从单季度来看，受文娱领域政策整顿及局部地区疫情反复影响，2021Q3 仅游戏板块营收实现环比正增长，其余业绩环比均称下跌态势。其中，影视院线板块受局部疫情干扰严重，高峰期全国约有 20% 的影院暂停营业；营销板块后继乏力，反映出宏观经济的波动性和需求端消费低迷；而影戏板块在后疫情时代仍能维持正增长，后续在新品上线、版号重启利好和出海转型下有望迎来拐点机会。

表 2：传媒子板块 2021 前三季度营收及归母净利润增长情况

	2021 前三季度 营收 (亿元)	较 2020 年同期 增速	较 2019 年同 期增速	2021 前三季度归 母净利润 (亿元)	较 2020 年同期 增速	较 2019 年同 期增速
营销	1396.75	12.83%	16.27%	65.35	-0.65%	32.43%
出版	930.61	13.34%	16.13%	120.08	21.58%	31.04%
游戏	646.21	3.32%	10.79%	133.23	-16.00%	19.81%
广电	323.3	2.76%	-4.22%	21.52	22.54%	-42.32%
影视院线	299.17	100.25%	-23.25%	20.94	扭亏为盈	-49.98%
数字媒体	198.83	20.31%	25.55%	23.63	22.70%	35.55%

资料来源：wind，财信证券

表 3：传媒子板块 2021Q3 营收及归母净利润增长情况

	2021Q3 营收	单季度同比	单季度环比	2021Q3 归母净利润	单季度同比	单季度环比
游戏	225.31	9.37%	8.55%	44.79	12.99%	-9.87%
营销	464.02	0.87%	-6.06%	9.65	-80.21%	-75.86%
出版	316.82	6.11%	-7.75%	36.12	-1.01%	-34.10%
广电	103.76	2.69%	-13.25%	3.05	192.91%	-79.06%
影视院线	79.71	17.77%	-24.96%	-0.37	-94.46%	-105.73%
数字媒体	66.18	2.53%	-1.42%	6.3	-0.0308	-24.75%

资料来源：wind，财信证券

1.4 展望 2022 年：把握元宇宙科技主线，聚焦游戏、视频等投资机会

综上所述，我们认为短期来看，监管围绕反垄断、网络数据安全、游戏及文娱等多领域出台系列政策，传媒行业整体业绩承压。但随着政策边界逐渐清晰，行业运行也更趋规范，头部企业优势有望进一步加强。此外，5G、VR/AR 等新技术不断成熟，元宇宙主线下的投资机会广阔，助力传媒行业估值进一步修复。

展望 2022 年，我们建议关注元宇宙驱动的产业形态变革，聚焦游戏、视频等板块的投资机会，主要有以下主线：

1) 元宇宙在传媒领域主要有两大方向：一是数字虚拟人，主要取代真实偶像、打造虚拟人设，对 IP 运营的能力要求较高，也有望给影视和营销领域带来新的投资机遇，相关标的有：芒果超媒、蓝色光标、华扬联众等；二是 NFT 数字资产确权，主要利用其独一无二、可追溯、不可随意篡改等特征来保证虚拟资产的交易价值，相关标的有：视觉中国、博瑞传播等。

2) 游戏板块：政策面，防沉迷工作目标初步达成，监管压力基本释放；行业面，长期出海转型趋势确立，在国内互联网红利见顶下，出海有望成为第二增长驱动力；估值面，下半年以来随着新品密集上线带动业绩回暖、VR/AR 技术的成熟和元宇宙概念的发展，游戏板块的估值水平不断得到修复。在后续游戏版号重启、业绩持续回暖、元宇宙概念的利好刺激下，有望迎来戴维斯双击，建议关注：三七互娱、完美世界、吉比特等。

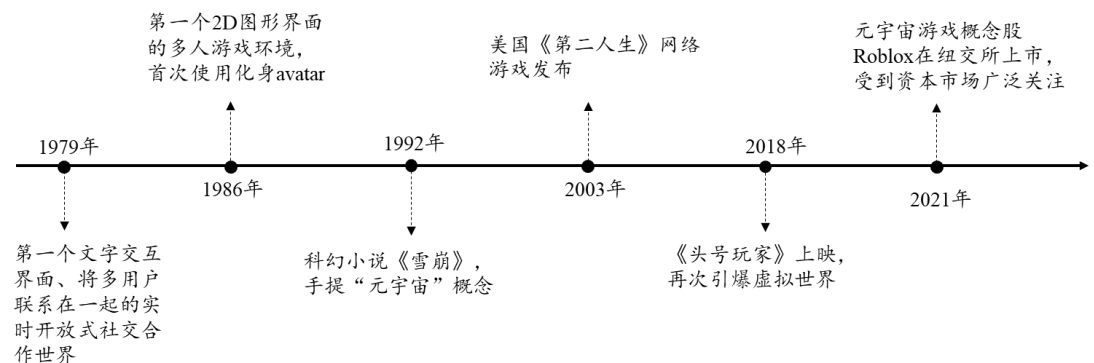
3) 影视板块：政策面，此轮整顿重点主要针对内容精品化、流量和艺人和超前点播。新一轮政策加码下，文娱产业链的价值分配有望从明星艺人转移，进而带动内容制作成本下降，长期有望利好平台方和内容方。此外，近期视频平台会员提价落地，有望抵消超前点播取消损失。长期来看，视频行业的核心竞争力仍在于爆款内容，缺乏优质内容支撑的涨价效应不可持续，平台方应更加注重如何提升优质内容持续输出的能力。建议关注拥有优秀自制能力，内容输出和品牌形象稳定的龙头平台，如芒果超媒。此外，在院线端，受局部地区疫情反复影响，全国多地影院期间暂停营业，同时疫情后优质影片供应不足，导致全年电影大盘恢复不及预期。随着年底重点档期来临，优质内容供给增多，电影市场有望得到修复。建议关注有影片定档计划的内容制作公司及渠道市占率较高的龙头，如光线传媒、万达电影。

2 元宇宙有望开启互联网产业新周期

2.1 元宇宙有望成为新一代互联网的发展形态

简单来说，元宇宙就是平行于现实世界的新型虚实相融的互联网应用形态和社会形态。1992年，科幻小说《雪崩》首次提出“元宇宙”概念，小说将情节设定在一个平行于现实的数字世界中，其可拥有完整的社会和经济系统，人们可以数字替身参与元宇宙。2003年，《第二人生》网络游戏发售成为元宇宙的重要发展节点，它打造了第一个现象级虚拟世界，拥有更强的世界编辑功能和发达的虚拟经济系统，人们可以在其中进行社交、购物、生活等活动，但其沉浸感仍无法与元宇宙相比，因此只能算是对元宇宙的初步探索。2018年，《头号玩家》电影上映，其中的虚拟世界“绿洲”具备完整的经济和社会组织系统，玩家通过体感服和VR进入后的沉浸感和体验感逼近极致，因此被认为是元宇宙最可能的形态。2020年，疫情加速了人类社会的虚拟化，全球居民宅家，大部分生活场景被转移至线上，如：以ZOOM为代表的视频会议软件在疫情期间得到了广泛应用，美国著名歌手Travis Scott在游戏《堡垒之夜》中举办了一场虚拟演唱会。2021年，美国游戏股Roblox上市，明确将元宇宙概念写进了招股书，并提出通向元宇宙的八大特征：身份、朋友、沉浸感、低延迟、多样性、随地、经济系统和文明。Roblox本身是一款兼容了虚拟世界、休闲游戏和自建内容的内容，UGC的商业模式也开辟了游戏行业第一大创新。此后，“元宇宙”概念大火，受到资本市场的持续青睐。

图 9：元宇宙概念的来源

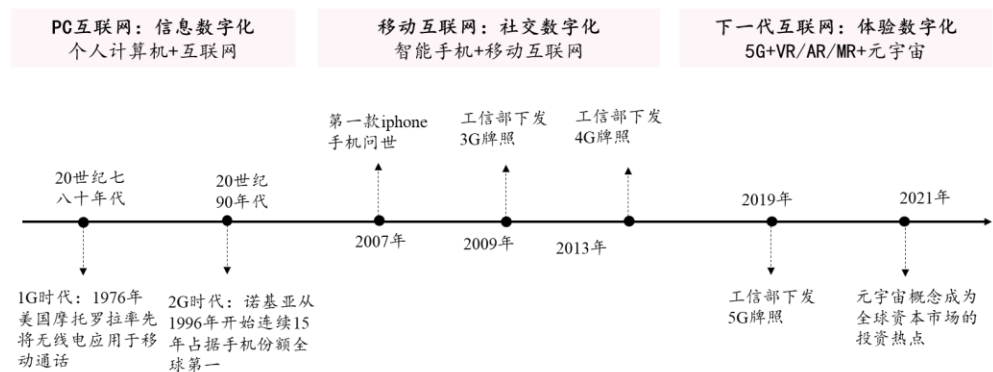


资料来源：清华大学新媒体研究中心，财信证券

元宇宙有望成为下一代互联网发展的新形态，新格局有望带来新的增长空间。从互联网的发展形式看，在1G到5G的通信网络技术下，基于终端硬件、传输速度等的不同，互联网的内容形态、表现方式等也在变化。在PC互联网时期，主要依靠1G和2G的通信技术，受到算力、算法及网速等因素的制约，信息传达的主要方式是短信、文字和图片。在移动互联网时期，3G和4G通信技术的出现大大提高了网速和用户容量，智能手机端应用软件呈现井喷，语音、视频、直播等成为信息交流的主要方式，游戏、网络社交、网络电商等成为主要娱乐方式。随着5G的出现，VR/AR/MR等智能硬件带来新型

沉浸式体验，包含了游戏、社交、视频、消费等多元化场景体验的元宇宙有望成为下一代互联网发展的新形态。从行业生态来看，在 1G 到 4G 的发展过程中，涌现出 PGC（专业生产内容）、PUGC（专业用户生产内容）、UGC（用户生产内容）等不同的内容来源和创作形态，市场竞争主体的类型也越来越丰富。相信在 5G 通信技术下，将会催生出更多的新市场和新业态，围绕元宇宙生态建设的市场主体将会更加多元化，围绕元宇宙应用和内容消费的用户规模和用户时长也将会进一步增加。根据 App Anni 发布的《2022 年全球移动市场预测》报告，到 2022 年元宇宙应用用户支出将超 30 亿美元。

图 10：互联网形态的演变



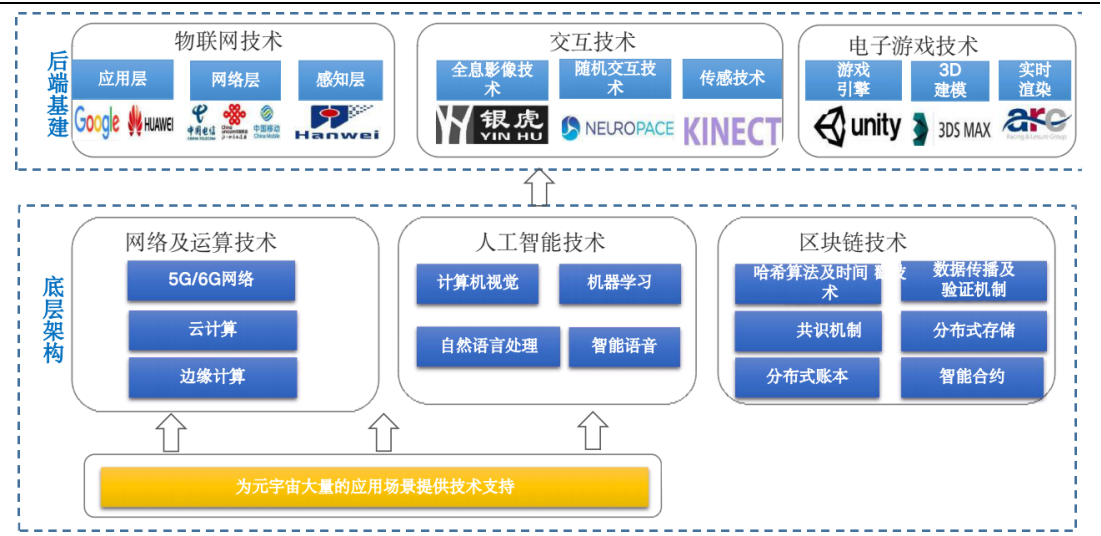
资料来源：《元宇宙通证》，财信证券

2.2 互联网巨头相继入场，生态版图日渐清晰

元宇宙的底层技术主要包含六个方面：1) 网络及运算技术 (Network)。一方面，元宇宙需要更高速率的 5G 网络作为基础通信保障，保证 AR/VR 等硬件设备能够大规模的接入、具有实时流畅的沉浸式体验。另一方面，元宇宙还需要云计算、边缘计算等强大的算法来支撑体系的运行。云计算主要做全局性、非实时、长周期的大数据处理和分析，边缘计算主要用于局部性、实时、短周期的数据处理和分析，二者协同为元宇宙提供高效率的维护。在配套算法上，过去以 CPU 为代表，主要计算串行指令，未来有望逐步迁移到 GPU，大规模的并行计算而提高效率。2) 人工智能技术 (AI)。主要用于在元宇宙各个场景中进行海量内容的生成、展现、维护及分析预测等，如 AI 交互识别、虚拟人物的沟通、游戏情节的自动生成、各虚拟场景的建设、维护和分析预测等。3) 区块链技术 (Blockchain)。支撑元宇宙经济体系的重要基础，主要基于去中心化机制，通过 NFT、智能合约等区块链技术的应用，使元宇宙的经济价值系统更加公开、透明、高效、及具备不可篡改性。4) 物联网技术 (Internet of Things)。能够将计算设备、机器等相互联系，不需要人与人、人与设备之间的交互。其中，数字孪生是构建元宇宙必不可少的技术之一，主要是通过扫描、提取物理模型再将其以 3D 可视化方式映射到数字世界中。该技术最早应用于工业制造中，比如将汽车制造设计的平面图以 3D 方式进行呈现，而元宇宙是非常需要数字孪生技术来建立丰富而逼真的场景来打造沉浸式体验感的。5) 交互技术 (Interactivity)。主要应用于往返虚实入口的设备，主要包含 VR (虚拟现实)/AR (增强

现实) /MR (混合现实) 等, 甚至更加复杂的全息影像、脑机交互及传感技术等。目前, 包括 Oculus Quest2 在内的主流产品仅支持到双目 4K、刷新频率 90Hz, 若达到流畅平滑的真实感需 16K 分辨率、120Hz 以上的刷新率, 当前的技术无法支撑如此大的数据量, 因此当前的交互技术也是制约元宇宙沉浸感的最大瓶颈所在。6) 电子游戏技术 (Game)。主要包括游戏引擎相关的 3D 建模和实时渲染等技术, 数字孪生相关的 3D 引擎和仿真技术等。现实世界中的游戏具备低时延、高交互性等特征, 这也同样适用于高度开放的元宇宙。游戏能够提供低门槛的引擎和开发设计工具供普通用户使用, 同样也为普通的元宇宙原住民提供了参与构建元宇宙虚拟世界的创造工具。

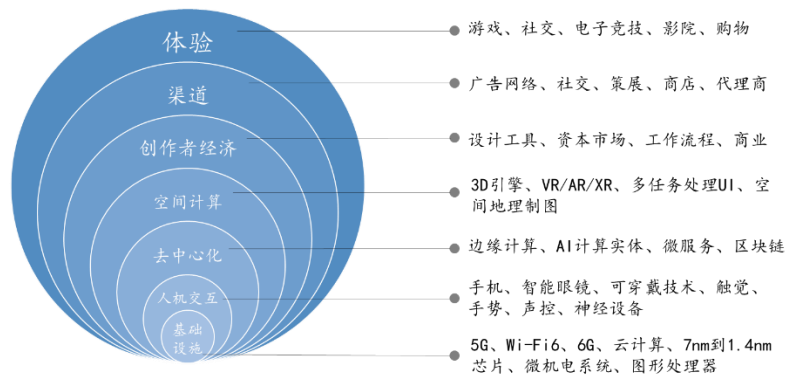
图 11: 元宇宙的技术底座



资料来源: 清华大学新媒体研究中心《2020-2021 年元宇宙发展研究报告》, 财信证券

美国游戏开发商 Beamable 的创始人 Jon Radoff 提出, 元宇宙的产业链可分为 7 个层次, 由内到外依次是: 1) 基础设施。主要包括 5G、云计算、芯片等在内的底层架构。2) 人机交互。主要是作为虚实界面入口的硬件设备, 包括可穿戴智能设备、VR 眼镜/头显等。3) 去中心化, 主要是利用区块链技术、云计算等来搭建元宇宙世界体系, 为每位元宇宙用户提供一个独一无二的身份 ID。4) 空间计算。主要是利用数字孪生相关的 3D 引擎和仿真技术等, 将元宇宙世界 3D 化的过程。5) 创作者经济。主要是运用 NFT、智能合约等区块链等技术帮助元宇宙创作者进行内容创造、资产价值衡量及货币化的过程。6) 渠道。与现实世界类似, 渠道主要是指用户接收到内容的途径, 比如应用商店、广告、代理商等, 也是元宇宙体系中可以用来变现的途径。7) 体验。主要是指用户层, 包括游戏、社交、体育、教育、旅游、会展、购物等多种生活化场景, 用户可在此用虚拟化身份进行虚拟化的体验。

图 12：元宇宙的价值产业链



资料来源：腾讯网，Jon Radoff《Building the Metaverse》，财信证券

全球知名厂商相继布局元宇宙。2021年可以说是元宇宙的元年，全球多领域巨头相继宣布布局元宇宙业务。例如，海外方面，4月英伟达宣布将推出面向企业的实时仿真和协作平台 Omniverse，一个被称为“工程师的元宇宙”的虚拟工作平台；9月，Facebook 承诺投资 5000 万美元用于构建元宇宙，并计划在未来五年内在欧盟招聘 10000 万名员工以帮助建设元宇宙，此外 Facebook 于 10 月 28 日正式更名为“Meta”。国内方面，8月，字节跳动宣布收购 Pico 布局 VR 等硬件领域。11 月，腾讯在 2021 数字生态大会上表示，正在海量算力、实时分析、极致传输三个方向上发力，为全真互联储备技术力量。从厂商布局来看，英伟达、高通、Epic 等工具型公司主要为元宇宙提供算力、芯片、引擎等底层支撑工具；Facebook、Apple、微软、腾讯、华为等科技巨头多从硬件及操作系统入手，同时兼顾内容与场景的平台搭建；以 Roblox 为代表的 content 型公司则专注打造包括游戏在内的多元化虚拟场景应用。从产业发展规律看，底层基础设施、硬件设备等有望最先受益，场景应用端将随硬件的技术进步而迎来爆发式的需求增长。

图 13：元宇宙的厂商布局情况



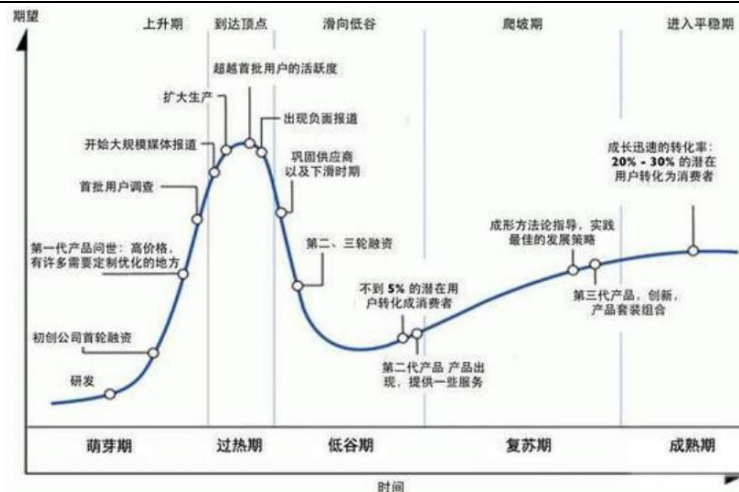
资料来源：清华大学新媒体研究中心《2020-2021 年元宇宙发展研究报告》，财信证券

2.3 多项底层技术取得进步，硬件出货量提升铺垫设备基础

元宇宙的发展可用 Gartner 的技术成熟度曲线来窥探一二。

Gartner 技术成熟度曲线，即炒作周期，是指新技术、新概念经过初次媒体曝光后随时间变化的曲线。Gartner 曲线主要分为五个阶段：1) 技术萌芽期（萌芽）。当得到媒体和行业对技术创新的关注时，炒作就开始了。2) 期望膨胀期（过热），外界对于创新的期望值远高于新技术所展现的能力现状。3) 泡沫破裂期（低谷），由于新技术的性能、采用速度过慢、财务回报不足等导致外界对结果的失望远大于最初的期望。4) 稳步爬升恢复期（复苏），行业早期坚持者克服障碍、新技术开始体现优势，用户渗透率有所提升，业绩开始进入兑现期。5) 生产成熟期（成熟）。创新成果被广泛接受和应用，渗透率开始急剧提升，行业龙头逐渐形成。该曲线很好的反映了一项新技术从诞生到被市场广泛采用的过程。在实际社会中，有些创新技术在经历市场的验证后得以大放异彩，因此诞生无数行业巨头，如 Apple、微软、腾讯等；也有些创新技术在诞生后被验证商业逻辑和市场化存在重大缺陷，泡沫破灭后逐渐退出历史舞台，如柯达的数字成像。

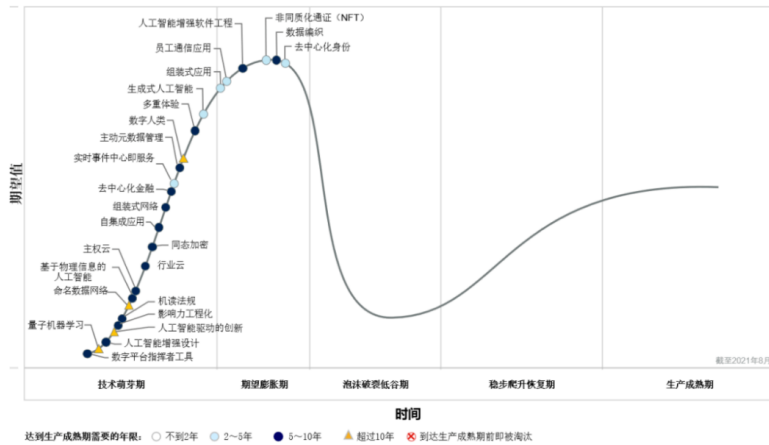
图 14：Gartner 成熟度曲线



资料来源：Gartner 中国官方网站，财信证券

元宇宙是多种创新技术的融合，因此我们可以从底层核心技术的发展情况来窥探元宇宙的技术进程。从 Gartner 曲线来看，元宇宙所需的 5G、VR/AR/MR、区块链、AI 云服务、数字孪生等底层核心技术基本已经跨越早期的泡沫破裂期，VR/AR/MR 等智能硬件技术已经处在稳步爬升期、甚至接近成熟期的边缘，5G 用户渗透率也在逐渐提升。当然，元宇宙还需要克服很多底层关键技术，比如边缘计算、NFT、去中心化身份等技术尚处在 Gartner 曲线的技术萌芽或期望膨胀期。总体来看，元宇宙的底层核心技术的进度快慢不一，但整体趋势在不断的走向成熟。

图 15: Gartner 技术成熟度曲线 (2021)

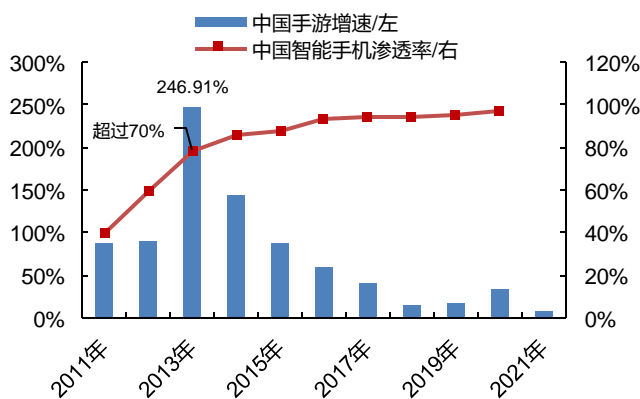


资料来源: Gartner 中国官方网站, 财信证券

以下分别从基础设施、硬件设备和内容场景三个方面来分析元宇宙的相关情况。

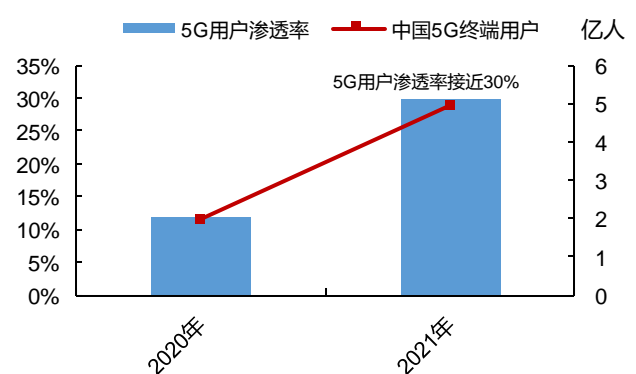
一是基础设施端：从 5G 用户渗透率来看，元宇宙内容场景落地及业绩释放至少在 2-3 年以后。参照 2012 年-2015 年 4G 网络下的科技牛市，当 2013 年智能手机渗透率超过 70% 的时候，移动端的手游收入开始呈现爆发式增长，游戏板块的收入和业绩弹性也超过了消费电子。2019 年工信部下发 5G 牌照，截至 2021 年底，我国 5G 终端用户规模约 4.97 亿人，渗透率接近 30%。我们预计 2022 年底 5G 渗透率能突破 40%，而达到 70% 则还需要至少 2-3 年时间。元宇宙的建立离不开 5G 通信网络，因此从基础设施端来看，元宇宙内容场景的落地及业绩释放至少需要 2-3 年以后。

图 16: 中国智能手机渗透率与中国手游市场收入增速



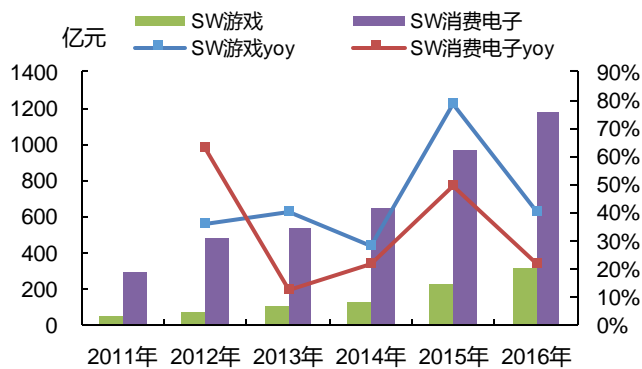
资料来源: 工信部, 伽马数据, 财信证券

图 17: 中国 5G 终端用户及其渗透率



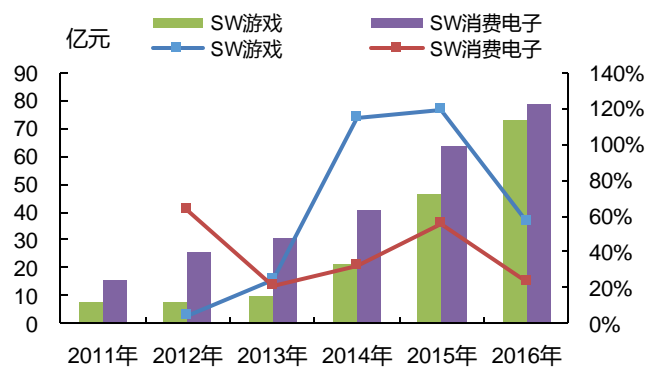
资料来源: 工信部, 财信证券

图 18: SW 游戏和 SW 消费电子的收入增速对比



资料来源: wind, 财信证券

图 19: SW 游戏和 SW 消费电子的归母净利润增速对比



资料来源: wind, 财信证券

二是硬件设备端: VR 硬件性能不断成熟, 出货量提升铺垫设备基础。

从 VR 盒子、PC VR/游戏主机 VR, 再到移动端 VR 头显, VR 一体机成为主流头显方式。2016 年, 谷歌推出 Cardboard VR 盒子, 但出现延时、画面差、易眩晕等问题。HTC、索尼等大厂不断改善设备性能, 推出了 HTC VIVE、Oculus Rift 等配置高、功能全、沉浸感深的高端替代设备, 由此带动 2019 年 VR 一体机销量同比增长 1.33 倍至 280 万台。然而, 直到 Facebook 旗下的 Oculus Quest 系列问世, 才带来 VR 历史上跨时代的意义。2019 年 5 月, Facebook 发布了支持 inside-out、6DoF 空间定位及其他高性能的一体机 Oculus Quest, 从 3DoF 到 6DoF 的升级明显提升了硬件使用体验。2020 年 9 月, Facebook 在提升性能和降低售价的基础上正式推出 Oculus Quest 2, 由此引爆了消费 VR 市场。根据 VR 陀螺, 截至 2021 上半年, Oculus Quest 2 累计销量已达 600 万台, 2021 全年销量或接近 1000 万台, 预示着 C 端 VR 消费或将迎来拐点。此后, 大多数厂商沿着 Oculus Quest 2 的技术路径推出类似产品, 不断朝轻薄、低价、多元交互等方向迭代。

图 20: VR 硬件的产品进化路径



资料来源: VR 陀螺, 财信证券

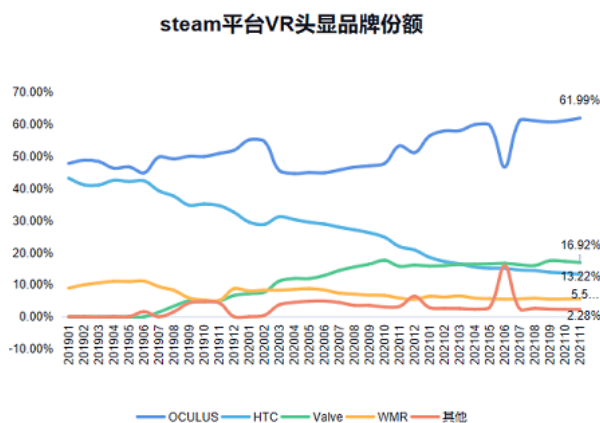
表 4：主要 VR 硬件产品参数对比

VR 产品名称	Pico Neo2	Nolo X1	Oculus Quest2	华为 VR Glass6DOF	爱奇艺奇遇 3	HTC VIVE Focus3	HTC Vive Pro 2	中国移动联合品牌 CMI VR 一体机
发布日期	2020.03	2020.06	2020.09	2020.10	2021.01	2021.05	2021.05	2021.11
产品形态	VR 一体机	VR 一体机	VR 一体机	分体式手机 VR	VR 一体机	PC VR	VR 一体机	一体式
处理器	高通骁龙 845	高通骁龙 XR1	高通骁龙 XR2	——	高通骁龙 XR2	——	——	高通骁龙 845
操作系统	Pico UI 安卓	NOLO UI 安卓	基于安卓	——	基于安卓	——	——	——
RAM	4G	3G	6G	——	8G	——	——	6G
ROM	128G	32G	64G/256G	——	128G	——	——	64G
屏幕	Fast-LCD	Fast-LCD	Fast-LCD	OLED	Fast-LCD	Fast-LCD	Fast-LCD	Fast-LCD
分辨率	3840×2160	3840×2160	4K	3200×1200	4K	5K	5K	4K
刷新率	75Hz	120Hz	90Hz	70Hz/90Hz	90Hz	90Hz/120Hz	90Hz/120Hz	72Hz
光学方案	菲涅尔透镜	菲涅尔透镜	菲涅尔透镜	短焦	菲涅尔透镜	菲涅尔透镜	菲涅尔透镜	菲涅尔透镜
视场角	101 度	96 度	90 度	115 度	120 度	120 度	120 度	101 度
空间定位	inside-out	inside-out	inside-out	inside-out	inside-out	inside-out	inside-out	inside-out
追踪方案	头手 6DOF	头手 6DOF	头手 6DOF	头手 6DOF	6DOF	头手 6DOF	头手 6DOF	头手 6DOF
重量 (g)	340	400	503	188	340	——	——	——
官方定价	4399 元	2799 元	299 美元	3999 元	3499 元	1300 美元	1399 美元	——

资料来源：VR 陀螺，财信证券

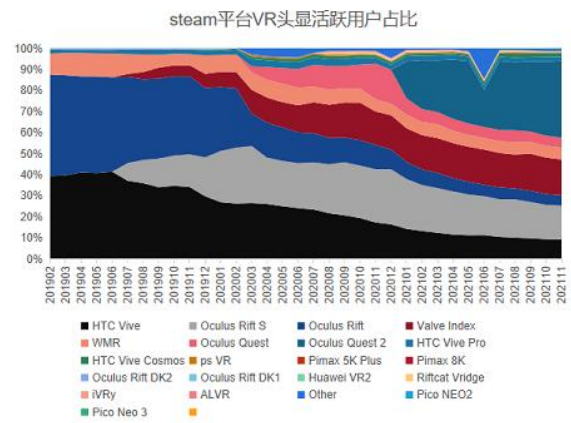
Oculus 产品占据了 VR 消费市场的主流形态。根据 Counterpoint 机构统计，2021 年第一季度，VR 硬件中 Oculus Quest2 出货量以 75% 的市占率位居行业第一，出货量超过 300 万台。其次，是大鹏 VR 和索尼 VR，市占率分别为 6% 和 5%，分列位居行业第二、三位。从使用场景来看，VR 内容数量最多的是 Steam 平台。在 Steam 平台中，Oculus 品牌的头显也一直占据主流地位。截至 2021 年 11 月，该品牌份额占比已经达到 61.99%，位列第一。考虑到四季度为销售旺季，叠加 Quest Pro 有望在明年迎来更新，Oculus 的市占率有望进一步提升。

图 21：Steam 平台 VR 头显品牌份额



资料来源：VR 陀螺，财信证券

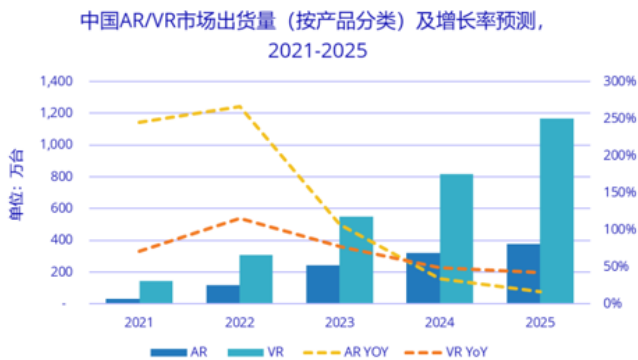
图 22：Steam 平台 VR 头显活跃用户占比



资料来源：VR 陀螺，财信证券

根据 IDC 公开数据，2021 年全球市场 VR 头显预计出货 837 万台，其中中国市场 2021 年 VR 头显预计出货 143 万台。VR 作为新兴消费级电子产品，近几年国内外的产业链核心环节日趋成熟，行业步入快速发展阶段。短期来看，产业链上游缺货问题仍是难题，供应短缺可能会对未来 2-3 个季度的硬件出货节奏形成制约。但长期来看，在元宇宙概念的催化下，VR/AR 市场仍将保持快速增长。IDC 预计未来五年，全球 VR 市场出货量有望从 2021 年的 837 万台增长至 2025 年的接近 3000 万台，年均复合增速接近 30%；其中，中国市场 VR 和 AR 头显出货量的年均复合增速分别达 69.4% 和 109.9%。

图 23：中国 AR/VR 市场出货量及增长率



资料来源：IDC 中国, 2021, 财信证券

图 24：全球 VR 市场出货量预测

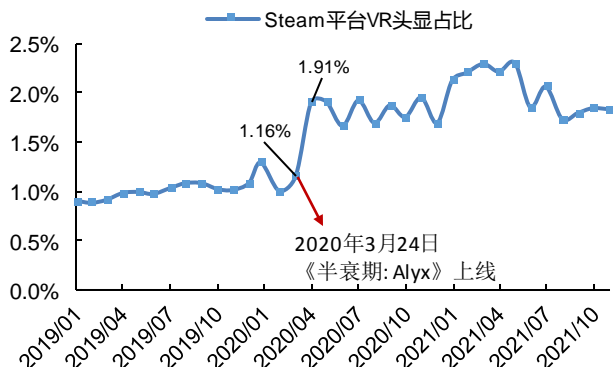


资料来源：IDC 中国, 2021, 财信证券

三是内容场景端：以游戏管中窥豹，目前最接近元宇宙形态的主要是 VR 游戏和 UGC 游戏平台。

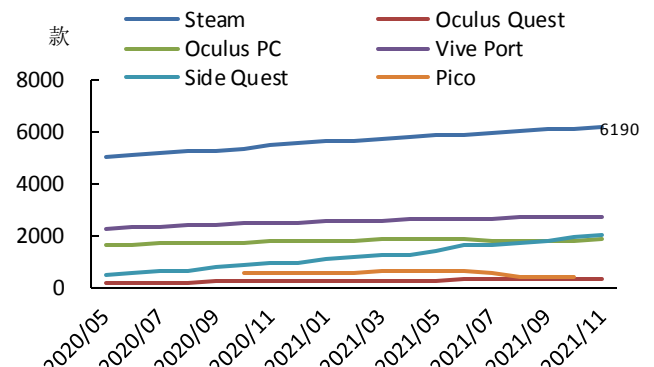
VR 游戏方面：优质内容提振硬件销量。2020 年 3 月 24 日，Valve 推出 3A 级 VR 游戏大作《半衰期: Alyx》，上线首日玩家最高人数达 4.29 万人，并与硬件绑定推出免费提供该款游戏的促销包。游戏的强交互感、欧美地区疫情影响及捆绑促销等影响，该款游戏也与 Valve 的 VR 设备形成了协同效应。根据 PlayTracker 数据测算，《半衰期: 爱莉克斯》的预售数量超过 30 万份，其中 11.9 万用户同时购买了 Valve Index 的配套设备。此外，根据 VR 陀螺，2020 年 4 月 Steam 平台新增 95 万 VR 客户，Steam VR 头显销量达到 270 万，占用户总数的 1.91%，较此前水平明显提高。

图 25：Steam 平台 VR 头显占比



资料来源：VR 陀螺, 财信证券

图 26：主流内容平台 VR 游戏与应用数量

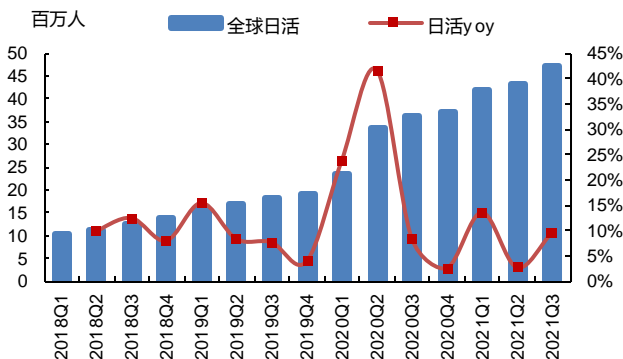


资料来源：VR 陀螺, 财信证券

UGC 游戏平台：Roblox 打造了全球最大的虚拟社交和游戏 UGC 平台，是目前被认为最接近元宇宙的形态。 Roblox 完全面向用户打造了一个自由的虚拟世界，实现了用户 UGC 游戏与经济系统的循环，即用户通过购买虚拟货币 Robux 并在平台内进行交易，同时创作者也可通过 UGC 游戏获得分成。从元宇宙的 8 个属性来看，Roblox 兼具用户身份、强社交性和开放性、UGC 内容创作及闭环经济系统，唯在深度沉浸感方面还有所欠缺，被认为是目前最接近元宇宙的应用形态。

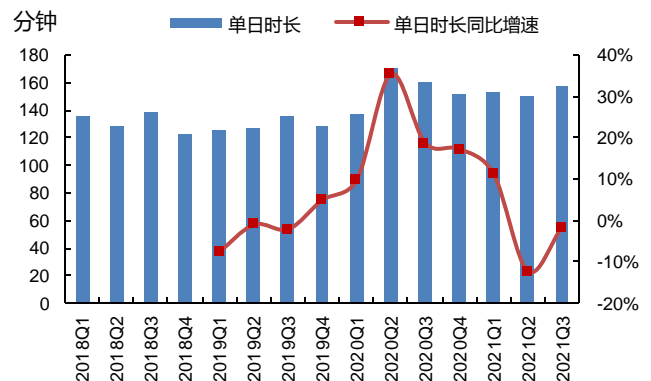
Roblox 受到青少年的广泛欢迎，用户活跃度和时长在不断上升、用户年龄结构也在不断优化。从用户年龄层来看，公司有 70% 的核心用户集中在 25 岁以下，主要用户年龄逐渐上移至 13 岁以上。截至 2021Q3 末，单季度 13 岁以下用户占比已下降至 49%，而此前的 13 岁以下用户占比达 54%。从用户活跃度来看，Roblox 的用户规模及时长均在稳步上升。2021Q3 公司 DAU 达 4730 万人，同比和环比分别上涨 30.66% 和 9.49%；单用户使用时长在 2020Q2 达到顶峰后有所回落，今年下半年开始有所反弹，2021Q3 单用户日均使用时长达 157.63 分钟，同比下降 1.74%、环比增长 4.89%；平均日活用户收入（ABPDAU）13.49 美元，同比和环比分别下降了 1.75% 和 12.46%，主要是源于 10 月底遭受的近三天宕机影响。公司通过对外投资完善自身业务体系，8 月公司收购了社交视频会议平台 Bash Video 和游戏聊天平台 Guilded，加强在社交基础设施和底层技术方面的布局，未来持续增长可期。

图 27：Roblox 全球日活用户数及其增速



资料来源：wind，财信证券

图 28：Roblox 用户时长及其增速



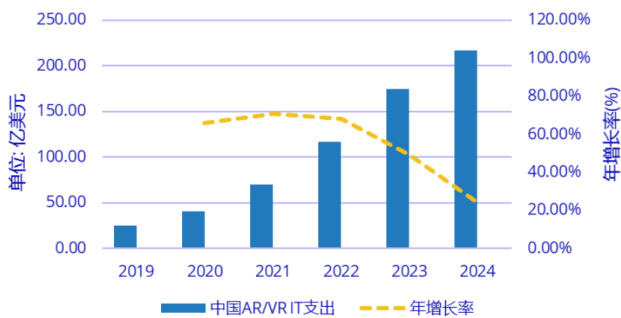
资料来源：wind，财信证券

2.4 商业空间广阔，游戏有望成为最先落地场景

根据 IDC 公开数据，2020 年全球 AR/VR 市场相关支出规模达 106.7 亿美元，较 2019 年同比增长 35.3%，预计 2020 年-2024 年的年均复合增速将达 76.9%。其中，2020 年中国 AR/VR 相关投资达 40.9 亿美元，同比增长 65.9%，高于全球平均涨幅；占全球市场份额的 38.3%，为支出规模第一的国家；预计到 2024 年中国 AR/VR 相关投资超过 200 亿美元，年均复合增速约 40%。长远来看，娱乐场景虚拟化是大趋势，2020 年疫情的严格管控和企业延迟复工对市场造成了短暂干扰，但 2021 年初以来市场融资明显更加活跃。根据 VR 陀螺，2021 年 1 月-11 月全球 VR/AR 行业累计融资并购金额已达 525.72 亿元，

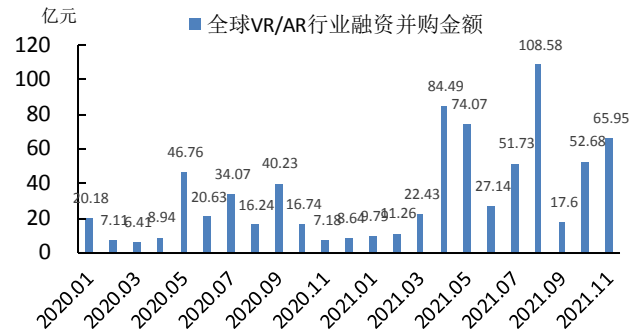
较去年同期增长了 134.18%。

图 29：中国 AR/VR 支出规模预测



资料来源：IDC 中国,2020, 财信证券

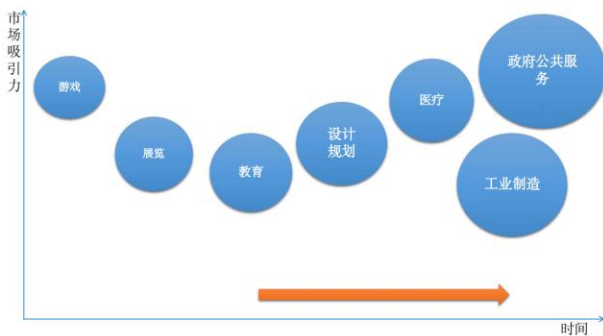
图 30：全球 VR/AR 行业融资并购金额



资料来源：VR 陀螺, 财信证券

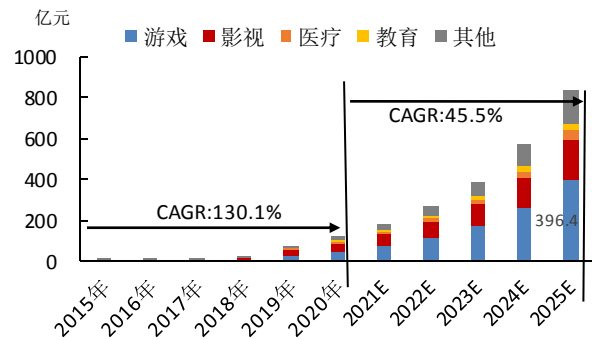
游戏有望成为元宇宙最先落地场景,未来 5 年 AR/VR 的相关内容市场规模有望接近 400 亿元。我们认为,元宇宙是人类对于虚拟世界美好的向往,同时也是一个长期的推进过程。从时间维度看,由于元宇宙平台的搭建需要借助游戏的 3D 引擎、实时渲染、沉浸式交互等技术和场景,因此游戏有望成为元宇宙最先落地的场景。AR/VR 作为通往元宇宙的必要路径,未来相关内容市场空间广阔。根据头豹研究院预测,2025 年中国 AR/VR 内容市场规模有望达到 832.7 亿元,未来 5 年的年均复合增速达 45.5%;其中,游戏领域的 AR/VR 市场规模有望接近 400 亿元,未来 5 年的年均复合增速达 50%。

图 31：元宇宙的梯次产业变革



资料来源：清华大学新媒体研究中心《2020-2021 年元宇宙发展研究报告》，财信证券

图 32：中国 AR/VR 内容市场规模预测（按销售额）



资料来源：同花顺,头豹研究院, 财信证券

2.5 投资小结

元宇宙是一系列先进技术和新型场景应用的聚合体,倘若终极形态设想能够实现,则人类社会将被彻底重塑。因此,元宇宙作为一个宏大的远景蕴含着无限的商机,也让眼下的投资人充满了好奇感和探索欲。

从技术来看,元宇宙的实现离不开 5G、云计算、人工智能、VR/AR、数字孪生、区块链等底层技术支撑。目前,元宇宙所需的各项核心技术进展程度不一,5G、VR/AR 等

技术取得了较快的进展,我国 5G 用户渗透率已接近 30%,VR/AR 技术甚至已接近 Gartner 技术曲线的成熟期;但边缘计算、NFT、去中心化身份等技术尚处在 Gartner 技术曲线的萌芽期或期望膨胀期,也是当前最大的技术瓶颈。从投资角度来看,元宇宙的产业链主要分为基础设施(5G、GPU、云计算、区块链、人工智能等)、智能硬件(VR/AR/XR 等)、内容应用(游戏、社交、数字藏品等场景)三大环节,全球各大厂商也多围绕以上来布局。从产业发展规律看,底层基础设施、硬件设备等有望最先受益,场景应用端将随硬件的技术进步而迎来爆发式的需求增长。

当前,在传媒领域主要有两大方向:一是数字虚拟人,主要应用在虚拟偶像、虚拟 KOL、虚拟品牌代言人以及服务型虚拟人等方向。除较高的开发成本外,对形象人设、内容设计和运营要求也更高,影视和营销领域有望迎来新的投资机遇,相关标的有:芒果超媒、蓝色光标、华扬联众等;二是 NFT,主要应用于数字资产确权。NFT 等区块链技术具备独一无二、可追溯、不可随意篡改等特征,它的出现改变了传统虚拟商品的交易模式,让虚拟物品具备了一定资产化价值,相关标的有:视觉中国、博瑞传播等。此外,游戏能够给玩家提供较好的交互性和沉浸感,同时自带社交娱乐属性,有望成为元宇宙最先落地的场景,建议关注三七互娱、完美世界、吉比特等。

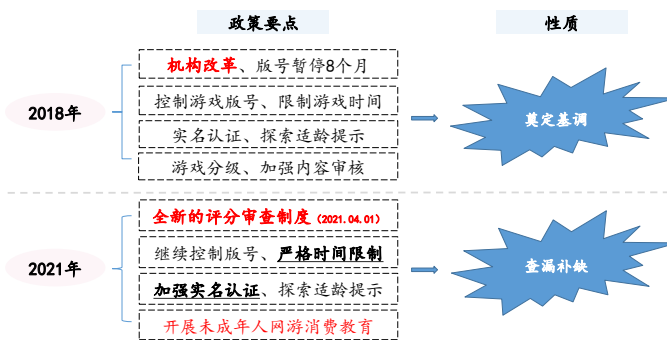
最后,值得注意的是,以上提到的数字虚拟人和 NFT 数字资产确权的商业模式和业绩兑现还需经市场验证,后续有待持续跟踪,建议注意投资风险。

3 游戏板块:政策利空出清+版号重启+出海驱动,关注底部反弹机会

3.1 防沉迷取得阶段性成果,版号重启有望带动板块修复

未成年人保护力度加码,防沉迷工作取得阶段性成果。通过对比 2018 年和 2021 年的监管环境,我们认为本轮游戏行业的监管方向并未发生大的改变,防止未成年人沉迷网络游戏仍是核心要义,主要体现在进一步缩短未成年游戏时长和时段,严格要求各游戏落实游戏账号实名注册和登陆,同时加强内容审查、试行游戏评分新细则、打击未成年人租售账号等是对前期政策执行结果的查漏补缺。目前,国家层面的防沉迷实名认证平台已建成,7 月底时接入企业 5000 多家、游戏超万款。体现在未成年人充值占比上,防沉迷工作也取得了阶段性成果。以腾讯游戏为代表,由于其两款明星产品《王者荣耀》和《和平精英》对未成年人吸引力更大,未成年人游戏占比也较高。经过此轮整治后,2021 年 9 月,腾讯游戏在本地市场上的未成年人游戏时长占比由去年同期的 6.4% 下降至 0.7%,未成年人游戏流水占比由去年同期的 4.8% 下降至 1.1%。网易、三七互娱、吉比特等主要厂商的未成年人游戏充值占比均不足 1%。伽马数据预估,2021 年未成年人流水占比将低于 4%,随着防沉迷措施的进一步落实,未来这一比例还将持续下降。

图 33：2018 年&2021 年的政策监管要点对比



资料来源：中宣部, 国家新闻出版总署, 财信证券

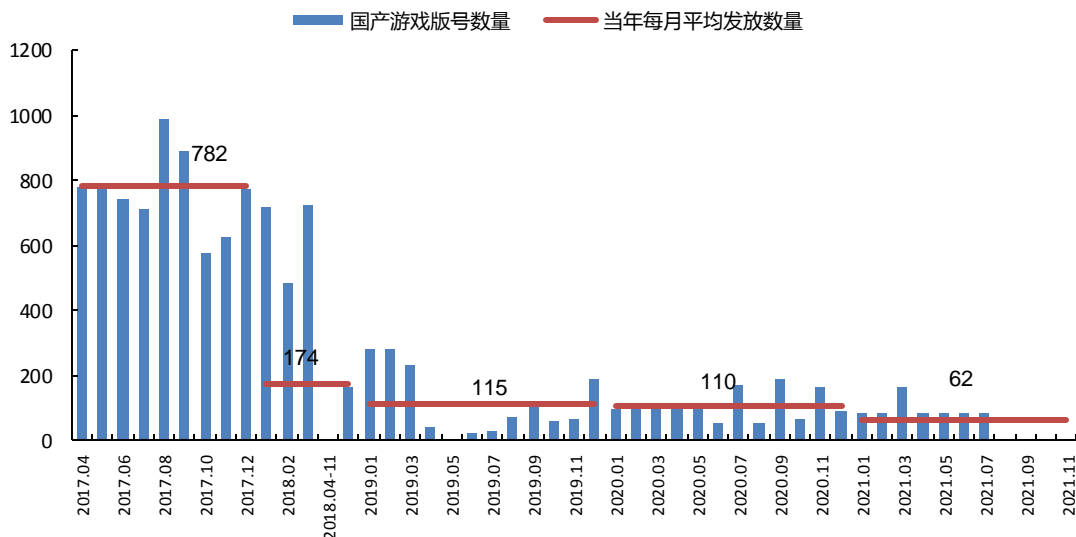
图 34：部分游戏企业未成年用户注册及充值情况

腾讯游戏	2021Q3财报：2021年9月未成年游戏时长占比 0.7% （2020年9月为6.4%）；未成年游戏流水占比 1.1% （2020年9月4.8%）
网易游戏	2021Q2电话会议：未成年用户消费流水占比 不足1%
三七互娱	2021.8.31电话会议：未成年充值流水占比 低于万分之五
吉比特	2021.8.31互动平台：8月雷霆游戏平台未成年充值占比 0.14%
盛趣游戏	2021上半年：未成年注册占比0.9%、充值占比 0.009%
游族网络	2021上半年：未成年流水占比 0.055%
完美世界	未成年充值占比 极低

资料来源：wind, 财信证券

版号重启有望带动板块向上修复。2018 年 4 月-11 月，因机构改革全面暂停了游戏版号发放，同年 12 月才恢复正常发放。此次未成年人保护政策加码，游戏审核流程和标准发生改变，游戏版号已停发 4 个月。我们认为，此次版号停发的影响相对较小，主要原因有：1) 历经三年多整改，此次监管的重点在于着重防范未成年人沉迷游戏，并从内容题材、审批流程等方面加强约束供给端，也是对此前政策执行的进一步强化。随着各大游戏厂商相继接入国家层面的防沉迷实名认证平台，防沉迷的工作目标初步达成，整体版号停发的时间有望缩短。2) 从行业来看，历经 2018 年政策整顿、渠道买量竞争等调整后，尾部小厂商得以淘汰出清，传统渠道话语权受到挑战，头部优质厂商地位进一步提高，行业格局向好。3) 从公司层面来看，当前估值处于历史底部，在短期新品密集上线和长期出海战略的支撑下，业绩也仍有继续改善空间。后续游戏板块在版号重启的利好刺激下，有望迎来业绩和估值双击。

图 35：中国国产游戏版号发放情况

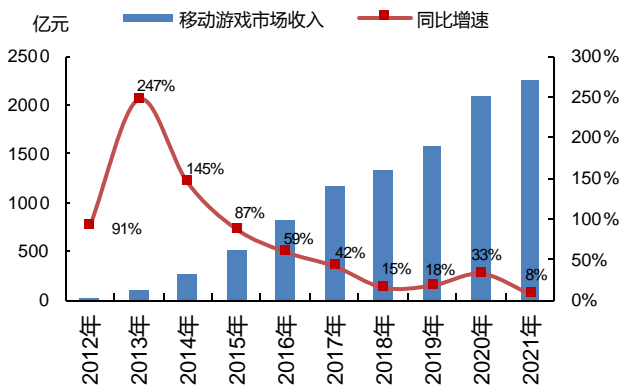


资料来源：国家新闻出版署, 财信证券

3.2 国内移动游戏市场增速放缓，出海有望成为第二增长驱动力

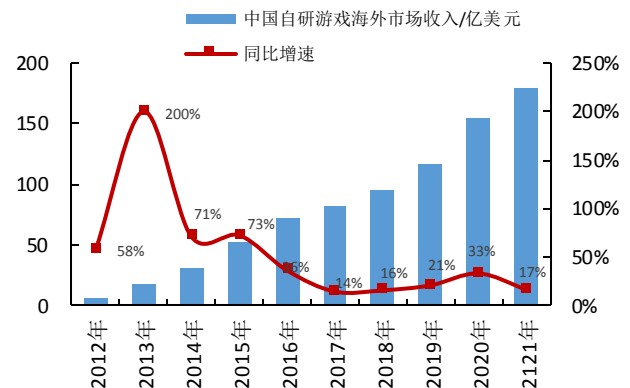
国内移动游戏市场增速放缓，出海仍保持较高增速、未来有望成为第二增长驱动力。近几年，国内移动互联网用户红利逐渐消退，移动游戏收入增速逐渐放缓。根据伽马数据，2021年我国游戏市场收入规模达2965.13亿元。其中，移动游戏收入规模为2255.38亿元，同比增长7.57%，增速首次下降至10%以下；整个游戏行业用户规模约6.66亿人，同比增长0.22%，增速已近乎停滞。与此同时，中国自研游戏在海外市场收入却仍保持较高增长。2021年，中国自研游戏在海外市场收入达180.13亿美元，同比增长16.59%，占国内游戏市场收入规模的比重约为40%。虽然因为疫情流量效应消退导致增速较2020年有所回落，但仍高于国内移动游戏市场收入增速。在防止未成年人沉迷网络游戏的政策基调下，监管层面更加提倡“精品化”和“走出去”，不少游戏企业也调整了出海计划，未来海外市场有望成为新的增长点。

图 36：中国移动游戏市场收入及其同比增速



资料来源：伽马数据，财信证券

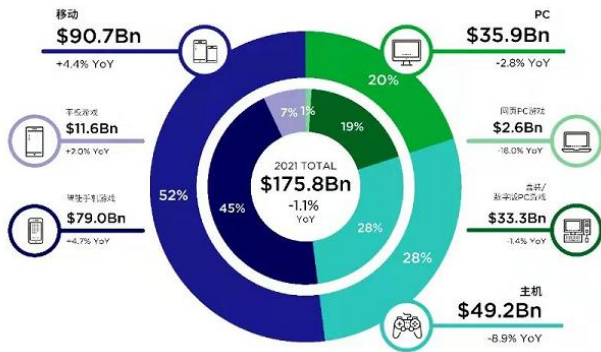
图 37：中国自研游戏海外收入及其同比增速



资料来源：伽马数据，财信证券

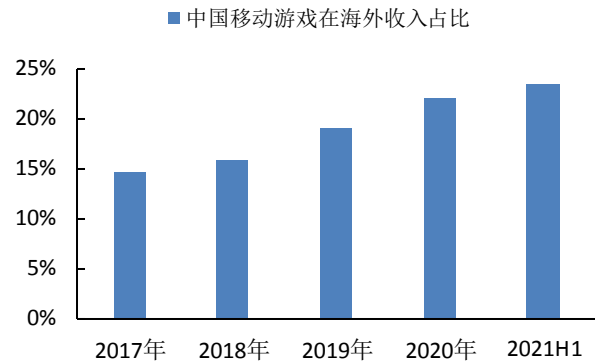
全球仅移动游戏市场仍在保持增长，中国移动游戏在海外的市场份额保持稳步扩张。根据 Newzoo 发布的《2021 全球游戏市场报告》受全球新冠疫情影响，多款游戏发布推迟，导致 2021 年全球游戏市场收入下滑 1.1%。其中，由于主机和 PC 游戏的开发更依赖团队规模、开发成本也更高昂，因此所受的影响也最大。2021 年仅有移动端游戏保持了正向增长，平板电脑游戏和智能手机游戏的同比增速分别为 2% 和 4.7%。与此同时，中国游戏厂商出海延续不错表现，中国移动游戏在海外移动游戏市场的收入占比稳定提升，从 2019 年的 19% 提升至 2021 年上半年的 23.4%，后续出海有望成为游戏行业的新增长点。

图 38：2021 年全球各细分游戏市场及同比增速



资料来源：newzoo，财信证券

图 39：中国移动游戏在海外收入占比



资料来源：newzoo，财信证券

3.3 移动游戏发行格局面临挑战，分成比例调整有望向研发商倾斜

中国移动游戏产业链主要分为上游研发商、中游发行商和下游渠道商。其中，渠道商掌握用户流量入口，流水分成比例和话语权最大，IOS 端应用商店分成比例为 30%、国内安卓端应用商店分成比例为 50%；剩余研发商的分成比例约 20%-35%，发行商的分成比例为 25%-35%。但在国内游戏版号收紧、买量及新兴渠道崛起的背景下，部分优质厂商要求传统渠道降低分成比例，甚至凭借其强大的流水能力和用户规模，在游戏产品首发上线时选择绕开分成比例较高的传统安卓渠道，如莉莉丝和米哈游都没有选择在主流安卓应用商店发布其明星产品《万国觉醒》和《原神》。

未来，国内外的移动游戏发行格局均将面临挑战。在海外，许多开发商和发行商都拒绝苹果和谷歌 30% 的收入分成要求，云游戏平台也设法避开苹果应用商店的严格限制。例如，Epic 在其王牌游戏《堡垒之夜》中开发新的支付方式来绕开苹果应用商店抽成，亚马逊通过 IOS 网页应用发布 Luna 云游戏服务，微软也在为其云游戏服务开发基于 Safari 的应用程序等。在国内，头部研发商和传统应用商店的博弈仍在继续。例如，2021 年 1 月 1 日华为宣布由于腾讯游戏单方面就双方合作作出重大变更，将其游戏从应用商店全面下架，但随后不久又恢复上架。预计未来研发商和渠道的博弈将会成为主旋律。而国内安卓端 50% 的分成比例较其他渠道明显过高，随着新兴渠道的壮大及用户对优质产品需求的增加，未来国内安卓端分成比例有望进一步向下调整至与 IOS 端相同的分成比例，上游分成比例有望提高，利好具备优质研发能力的游戏厂商。

图 40：中国移动游戏产业链概况



资料来源：同花顺, 头豹研究院, 财信证券

3.4 投资小结

政策面，2018 年以来游戏行业的监管重点始终围绕在“保护未成年人”和“内容精品化”，本轮政策整顿也是此前的延续和深化。当前游戏防沉迷工作目标初步达成，游戏板块最大的风险点得到明确、监管压力也逐步释放。后续游戏版号审查进一步趋严，也将更好的引导内容精品化和行业规范化发展。行业面，随着移动互联网用户红利见顶，国内移动游戏在海外的市场份额稳步扩张，各企业出海转型趋势确立，长期海外市场有望成为第二增长点。估值面，疫情红利消退叠加政策整顿，上半年游戏板块估值的回调幅度较大；但下半年以来，随着新品密集上线带动业绩回暖、VR/AR 技术的成熟和元宇宙概念的发展，游戏板块的估值水平不断得到修复。

综上，我们认为当前游戏板块最大的风险点已经明确，监管压力基本释放，在后续版号重启、业绩持续回暖、元宇宙概念不断发展的利好下，游戏板块有望迎来戴维斯双击。建议关注：三七互娱、完美世界、吉比特等。

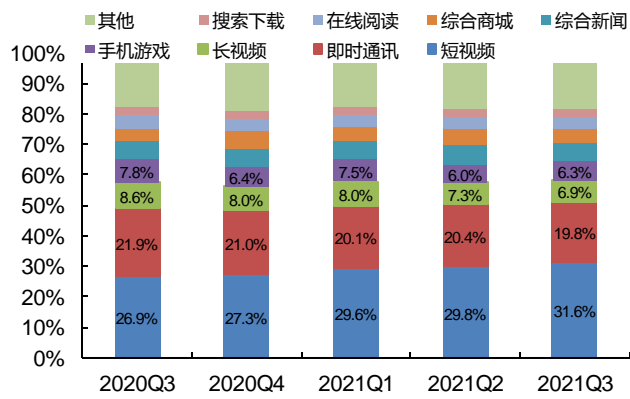
4 影视板块：政策整顿流量+行业提价+优质影片供给增加，关注行业边际改善机会

4.1 长视频步入存量阶段，平台方收入承压

长视频用户时长占比不断减少，存量阶段下需更加关注用户时长和变现效率。随着抖音、快手的崛起，用户注意力不断向短视频转移。根据极光数据研究院统计，短视频 App 的使用时长占比呈不断上升趋势，2021Q3 达到 31.6%，较去年同期提高了 4.7pct；排在第二的即时通讯使用时长占比达 19.8%，二者合计的用户时长占比超过了 50%，而以长视频、游戏、在线阅读等为代表的娱乐时长占比则呈不断下降态势，2021Q3 在线视频的市场占比仅为 6.9%，较去年同期减少了 1.7pct。在用户规模上，自去年疫情红利使

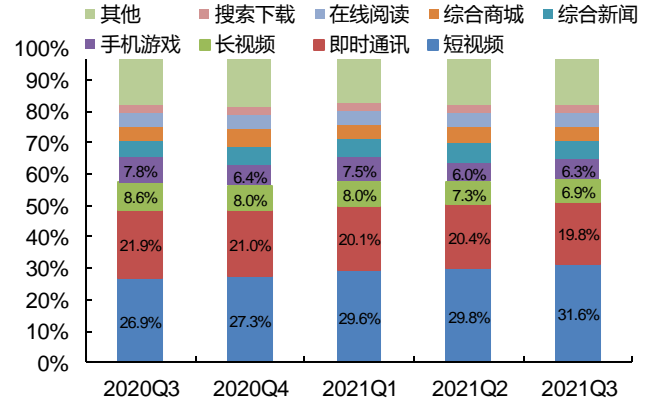
长视频用户规模提升后，此后便陷入回落态势，直到今年 8 月整个长视频行业的月活规模达到 9.87 亿人的峰值，用户渗透率(APP 用户活跃渗透率 =APP 用户规模 /行业用户规模)接近 85%。整体来看，长视频行业的增量空间已经到达了天花板，在存量竞争阶段，平台方需要更加关注用户时长的变化、会员服务效率的提升及深度商业变现模式的拓展。

图 41：移动网民 App 每日使用时长 top8 类型



资料来源：同花顺,极光数据研究院, 财信证券

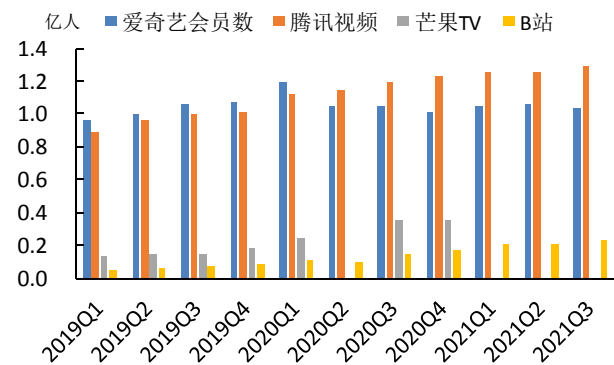
图 42：长视频 APP 行业月活用户规模趋势



资料来源：Questmobile, 财信证券

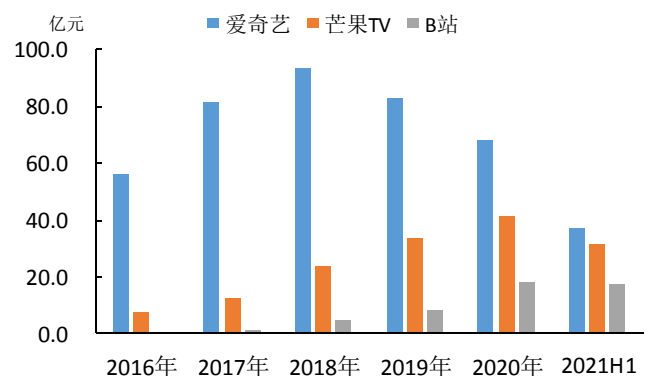
长视频行业格局稳定（两超+三强），但第一梯队收入承压、第二梯队会员数量仍有较大增长空间。从用户规模来看，长视频行业已经形成了“两超（爱奇艺、腾讯视频）+三强（优酷、芒果 TV、B 站）”格局。在内容成本不断攀升、用户规模增长停滞下，爱奇艺的付费会员数量增长乏力、在线广告收入不断下滑，至今仍然亏损。2021Q3，爱奇艺的付费会员数量为 1.036 亿，同比和环比分别减少了 120 万人和 260 万人。腾讯视频会员数量增长情况较好，2021Q3 付费会员数量为 1.29 亿，同比增长 7.5%，自 2020Q2 以来一直高于爱奇艺。芒果超媒是唯一盈利的视频平台，2018 年重组上市以来，用户规模及广告收入一直保持较高速增长。截至 2020 年底，芒果 TV 的付费会员数量达到 3613 万，同比增长 96.68%；广告方面，依靠优质的自制综艺内容，实现了广告招商的连年增长，2021H1 公司广告收入达 31.42 亿元，同比增速 74.75%。

图 43：主要视频平台付费会员数量变化



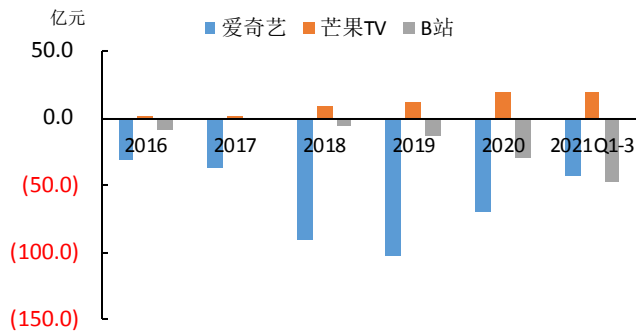
资料来源：wind, 财信证券

图 44：爱奇艺、芒果 TV、B 站广告收入对比



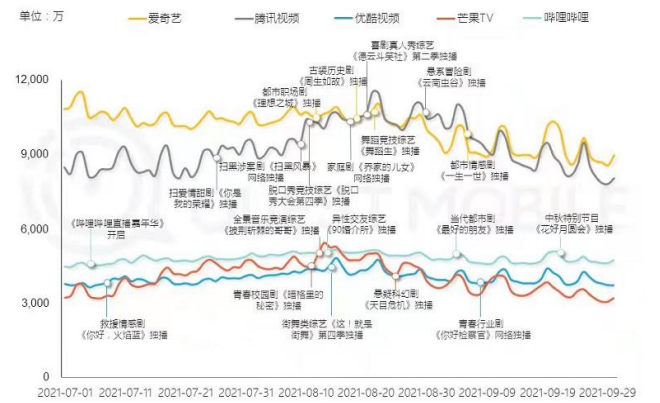
资料来源：wind, 财信证券

图 45：爱奇艺、芒果 TV、B 站净利润对比



资料来源: wind, 财信证券

图 46：长视频行业 App 日活用户规模 top5



资料来源: Questmobile, 财信证券

4.2 新一轮监管趋严，长期演员成本下降有望利好平台方和内容方

2018 年至今，影视行业主要经历两轮整顿。第一轮，在 2018 年前后，主要针对“四剧”、”（古装剧、宫斗剧、抗战剧、注水剧）、“一酬”（天价片酬）、“一造假”（收视率造假）进行重点整治，同时强化主流价值题材创作，纠正价值观导向。第二轮，2021 年下半年以来，主要针对内容精品化（抵制泛娱乐化、耽美等不良题材，鼓励精品短剧创作）、流量和艺人（整顿畸形“饭圈”文化、抵制违法劣迹艺人、破除唯流量论）、加强长视频内容版权保护等。在新一轮政策加码下，对明星艺人的从业要求明显提高，长期明星艺人在文娱产业链中的地位在逐渐降低，内容成本的下降和对长视频内容版权保护的重视有望利好视频平台方和内容方。

表 5：2017 年至今影视板块主要政策梳理

时间	机构/文件	主要内容
2017 年 9 月	中国广播电影电视社会组织联合会等《关于电视剧网络剧制作成本配置比例的意见》	全部演员总片酬不超过制作总成本的 40%，主要演员不超过总片酬的 70%，其他演员不低于总片酬的 30%
2018 年 6 月	中宣部、文化和旅游部、国家广电总局等	加强对影视行业天价片酬、阴阳合同、偷逃税等问题的治理
2018 年 7 月	国家广播电视总局《关于做好暑期网络视听节目播出工作的通知》	规范偶像养成类节目、歌唱才艺节目
2018 年 8 月	优爱腾联合正午阳光、华策影视等六家头部影视公司《关于抑制不合理片酬，抵制行业不正之风的联合声明》	单个演员的单集片酬(含税)不得超过 100 万人民币，其总片酬(含税)最高不得超过 5000 万元人民币
2018 年 9 月	国家广电总局	就收视率造假问题展开调查
2019 年 3 月	国家广电总局	“限古令：所有卫视综合频道黄金时段每月以及年度播出古装剧总集数，不得超过当月和当年黄金时段所有播出剧目总集数的 15%
2020 年 2 月	国家广电总局《关于进一步加强电视剧网络剧创作生产管理有关工作的通知》	申报备案公示时须承诺已基本完成剧本创作；电视剧网络剧拍摄制作提倡不超过 40 集，鼓励 30 集以内的短剧创作
2020 年 2 月	中国网络视听节目服务协会《网络综艺节目内容审核标准细则》	抵制个别综艺节目泛娱乐化、低俗媚俗；针对各种网络综艺节目，从主创、言行举止、道具舞美、文字语言使用、节目制作包装等加强审核
2021 年 4 月	爱奇艺、腾讯视频、优酷、芒果 TV 和咪咕 5 家视频平台，华策、新丽等 53 家影视公司、	宣布将对网络上针对影视作品内容未经授权进行剪辑、切条、搬运、传播等行为，发起集中、必要的法律维权行动

及 15 家影视行业协会发表联合声明

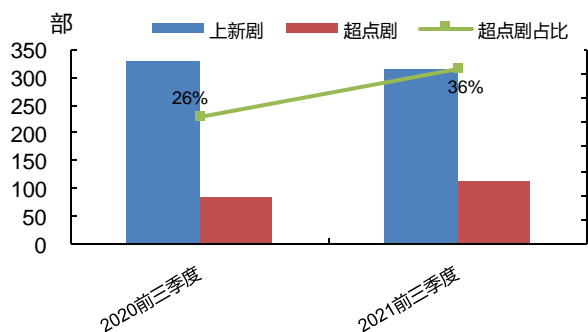
2021 年 8 月	国家广电总局《关于进一步强化网络综艺节目管理的通知》	重点围绕网络综艺节目内容内涵、题材类型、评审投票、嘉宾人员、话题评论等关键环节提出管理要求
2021 年 8 月	中央网信办《关于进一步加强“饭圈”乱象治理的通知》	治理“饭圈十条”，包括取消明星艺人榜单、严管明星经纪公司、规范粉丝群体账号、严禁呈现互撕信息、规范应援集资行为等
2021 年 9 月	国家广电总局《关于进一步加强文艺节目及其人员管理的通知》	“新文艺八条”，坚决抵制违法失德人员、反对唯流量论、抵制泛娱乐化、抵制高价片酬，加强从业人员管理等
2021 年 9 月	中宣部《关于开展文娱领域综合治理工作的通知》	针对流量至上、“饭圈”乱象、违法失德等文娱领域突出问题部署综合治理工作
2021 年 10 月	中央宣传部、国家广电总局等	就卫视节目存在的过度娱乐化问题，对上海、江苏、浙江、湖南广播电视台台约谈，《快乐大本营》《天天向上》等娱乐节目整改

资料来源：中宣部,国家广电总局, 财信证券

4.3 超前点播取消，行业会员提价落地

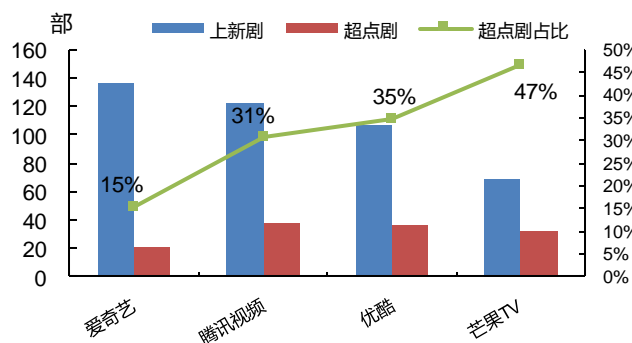
会员超前点播是行业业绩亏损下探索出来的会员增收模式。2019 年《陈情令》开启了会员超前点播的先河，6 元/集、30 元解锁最后全部 6 集，预计直接带给腾讯视频的收益超过 1.56 亿元。此后，超前点播成为各视频平台上新剧集的主流模式，也是会员增收的常用手段。根据云合数据，2021 前三季度超前点播剧集在上新剧集中占比提升 10pct 至 36%；从平台来看，芒果 TV、优酷、腾讯视频等平台的超前剧在上新剧中占比超过 30%。2021 年 9 月，中消协点名“超前点播”侵犯会员合法权益；10 月，爱奇艺、腾讯视频、优酷、芒果 TV 等相继宣布取消超前点播模式。

图 47：2020 和 2021 前三季度超前点播剧占比



资料来源：云合数据, 财信证券

图 48：2021 前三季度各平台超前点播剧占比



资料来源：云合数据, 财信证券

以爱奇艺为例，预计剧集超前点播收入占整体收入不超过 10%。根据“超前点播收入=超前点播剧集数量*平均单剧点播人数*平均单剧付费金额”：

1) 超前点播剧集数量：根据云合数据，2020 年爱奇艺上新超前剧为 26 部。2) 平均单剧点播人数=平均单集播放量*超前点播率。根据陈情令数据，单集平均播放量 9180 万、超前点播付费人次约 520 万人，则超前点播率约为 5.7%。3) 平均单剧付费金额=单集超前价格*超前点播集数，根据云合数据，超前点播集数占总集数比多数为 30%-50%。我们假设平均每部剧有 10 集设置超前点播、平均 3 元/集，则平均单剧付费金额约 30 元。

由以上假设，大致估算出，2020年爱奇艺上新的26部超点剧带来的超前点播收入约16.5亿元，占当年会员收入比重约10%，占当年全部收入比重约5.6%。

表 6：2020 年爱奇艺超点剧贡献的超点收入估算

	每集平均有效播放 (万)	超前点播率	平均单剧点播人数 (万)	平均单剧付费金额 (元)	超前点播收入 (亿)
爱情公寓 5	11600	5.70%	661	30	1.98
我是余欢水	7589	5.70%	433	30	1.30
唐人街探案	4752	5.70%	271	30	0.81
隐秘的角落	4287	5.70%	244	30	0.73
重启之极海听雷 2	3587	5.70%	204	30	0.61
半是蜜糖半是伤	3782	5.70%	216	30	0.65
民国奇探	3575	5.70%	204	30	0.61
如意芳菲	3205	5.70%	183	30	0.55
两世欢	3162	5.70%	180	30	0.54
剩余 17 部	3000 (假设)	5.70%	171	30	8.72
26 部超点剧合计					16.51
2020 年爱奇艺会员收入					165
2020 年爱奇艺收入					297.07

资料来源：wind, 云合数据, 财信证券

行业涨价落地有望带动短期会员收入上涨。今年初以来，腾讯视频、爱奇艺等相继宣布提价，芒果超媒后续跟上。其中，芒果超媒将连续包月/季/年价格分别上调至 19 元/58 元/218 元，涨价幅度分别为 26.67%/28.89%/22.47%；非连续包月/季/年卡分别为 25 元/68 元/248 元，涨价幅度分别为 25%/23.64%/25.25%。整体来看，爱奇艺和腾讯视频提价后的价格水平基本持平，仍高于芒果 TV 的价格水平。短期来看，行业提价有望带动会员收入上涨；但长期来看，视频行业的核心竞争力仍在于爆款内容，缺乏优质内容支撑的涨价效应不可持续，平台方应更加关注如何提高优质内容持续输出的能力，以增加用户的使用粘性和时长。

表 7：爱优腾芒的视频会员价格对比

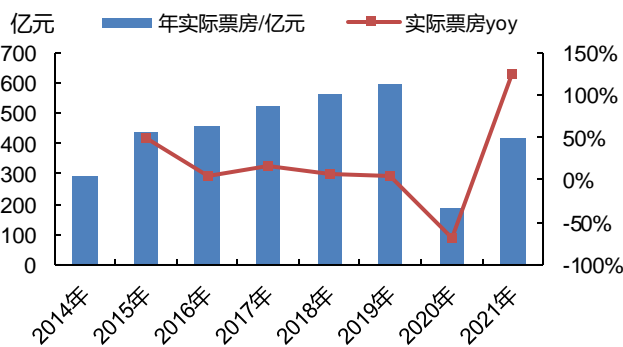
	连续包月	月卡	连续包季	季卡	连续包年	年卡
优酷 (暂未涨价)	15	仅有连续包月、年卡、半年卡 (108 元)				298
腾讯视频新定价 (2021.4.13)	20	30	58	68	218	253
腾讯视频会员原价	15	20	45	58	178	198
涨价幅度	33.33%	50.00%	28.89%	17.24%	22.47%	27.78%
爱奇艺新定价 (2021.12.15)	22	30	63	78	218	248
爱奇艺会员原价	19	25	58	68	218	248
涨价幅度	15.79%	20.00%	8.62%	14.71%	0.00%	0.00%
芒果超媒新定价 (2021.12.22)	19	25	58	68	218	248
芒果超媒会员原价	15	20	45	55	178	198
涨价幅度	26.67%	25.00%	28.89%	23.64%	22.47%	25.25%

资料来源：爱奇艺/腾讯视频/芒果 TV/优酷的官方网站, 财信证券

4.4 院线端：疫情后恢复缓慢，关注明年优质内容供给增加带来的复苏机会

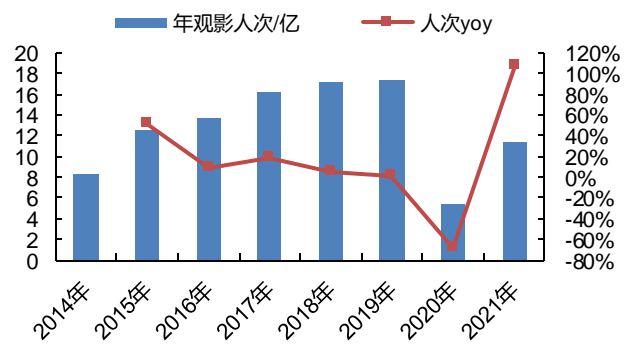
供给端优质内容不足，需求端疫情反复导致全年电影大盘恢复不及预期，国产影片成为票房主力。根据灯塔专业版，截至2021年12月24日，全国电影实际票房（不含服务费）419.48亿元，同比2020年增长125.35%，但较2019年下滑29.44%；全国观影人次11.42亿，同比2020年增长113.8%，但较2019年下滑33.91%；平均票价36.7元，较2019年和2020年分别增长了6.69%和8.26%；上座率7.8%，较2019年和2020年分别减少了3.1pct和0.2pct。整体票房恢复不及预期，一方面是由于局部地区疫情反复，高峰时期全国影院关停比例超过30%，大众观影意愿降低，导致全年观影人次和上座率仍未恢复到2019年水平，仅能靠提升电影票价来抵消部分大盘下滑带来的不利影响；另一方面是由于优质影片尤其进口影片数量大幅减少所致。根据艺恩数据，2021年进口新映片数为68部，比去年仅多出7部，较2019年减少47.69%。国产片恢复良好，2021年国产新上映片数为433部，占全国票房大盘比重达83.17%，较疫情前高出超10pct。

图 49：2014 年-2021 年实际票房（不含服务费）



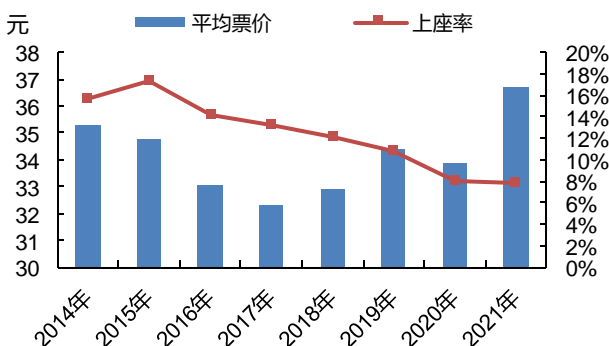
资料来源：灯塔专业版，财信证券

图 50：2014 年-2021 年观影人次



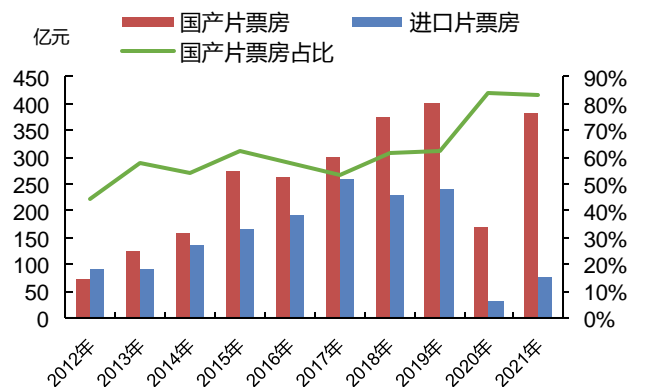
资料来源：灯塔专业版，财信证券

图 51：2014 年-2021 年实际平均票价和上座率



资料来源：财信证券

图 52：2012 年-2021 年国产片票房及上映片数

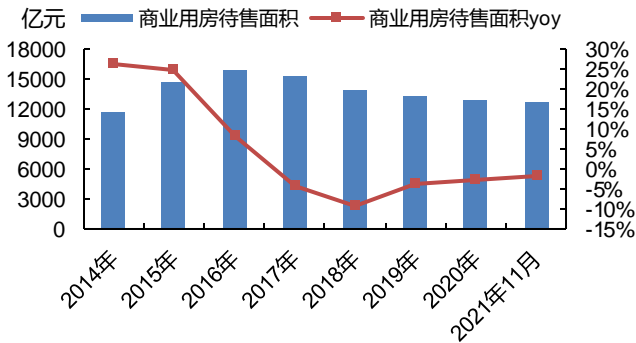


资料来源：艺恩数据，财信证券

后疫情时代，全国银幕扩张速度有所放缓。根据灯塔专业版，2021年全国电影银幕数为74527块，较2020年减少1.39%，也是首次出现负增长。一方面，新建影院十分依

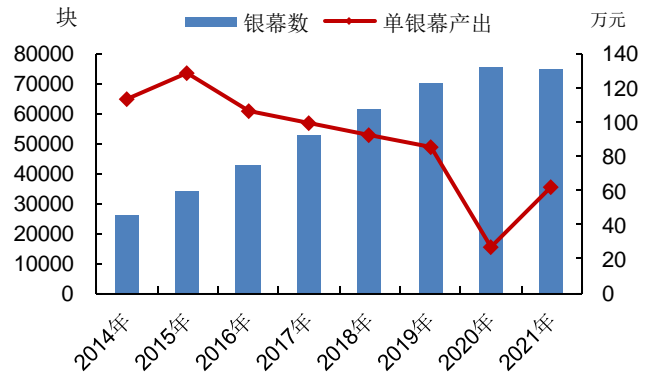
赖新商业广场的开业情况，而近几年我国的商业地产供给在逐年下降，截至 11 月底，全国商业用房待售面积较去年同期下降了 1.74%，已是自 2017 年来的连续负增长；另一方面，由于疫情前的银幕扩张速度过快，单银幕产出不断下降，行业的扩张热情降温。2021 年全国平均单银幕产出约 62.31 万元/块，仅为 2019 年的 73.14%。整体来看，疫情后的电影大盘恢复缓慢，经营效率分化，资金储备不足、运营效率不高的影院均面临较大的压力，行业出清仍在继续。

图 53: 2014 年-2021 年全国商业用房待售面积及其增速



资料来源: 灯塔专业版, 财信证券

图 54: 2014 年-2021 年全国银幕数及单银幕产出



资料来源: 灯塔专业版, 财信证券

重点档期来临，2022 年优质内容供给增加有望带动电影大盘修复。 年底圣诞档和元旦档即将来临，目前已定档多部优质影片，如《误杀 2》(万达电影、中国电影、光线传媒)、《反贪风暴 5》(华策影视)、《忠犬八公》等均有有望冲击腰部及以上体量。中间档期有进口 IP 大片《黑客帝国: 矩阵重启 3》(定档 2022 年 1 月 14 日)，有望冲击爆款。春节档的《狙击手》(光线传媒)、《超能一家人》、《这个杀手不太冷静》等有望点燃春节团圆气氛。此外，在进口片方面，《黑寡妇》、《毒液 2》、《蜘蛛侠: 英雄归来 3》等均在北美定档，有望于明年引进。预计随着明年上映片数增加和质量提高，电影大盘有望得到修复。

表 8: 2021 年底及 2022 年重点影片定档情况

国内上映时间	影片	类型	主演	出品方	
圣诞档	2021.12.17	雄狮少年	动画	动画	华录百纳
	2021.12.24	误杀 2	剧情/犯罪/家庭	肖央/任达华/文咏珊	万达影视
	2021.12.24	爱情神话	爱情/剧情	徐峥/马伊琍/吴越	北京真乐道
元旦档	2021.12.31	穿过寒冬拥抱你	爱情/剧情	黄渤/贾玲/朱一龙	中国电影
	2021.12.31	以年为单位的恋爱	爱情/剧情	毛晓彤/杨玏	光线传媒
	2021.12.31	忠犬八公	剧情	冯小刚/陈冲	拉近影业
	2021.12.31	反贪风暴 5: 最终章	剧情/动作	古天乐/张智霖/郑嘉颖	上海鸣肇影视
2022.1.1	李茂换太子	喜剧	马丽/常远/艾伦	新丽传媒	
进口 IP 大片	2021.1.14	黑客帝国 4	科幻	基努·里维斯	华纳兄弟
春节档	2022.2.1	超能一家人	喜剧/奇幻/动作	艾伦/沈腾	开心麻花
	2022.2.1	奇迹	剧情	易烊千玺/田雨	坏猴子
	2022.2.1	四海	喜剧/剧情	刘昊然/刘浩存/沈腾	亭东营业

	2022.2.1	狙击手	剧情/战争/历史	陈永胜	光线传媒
	2022.2.1	樱桃小丸子·奇幻笔记	动画	——	昇格传媒
情人节档	2022.2.14	十年一品温如言	剧情/爱情	丁禹兮/任敏	光线传媒
	2022.2.14	好想去你的世界爱你	爱情/奇幻/喜剧	周依然/施柏宇	恐龙影业
	2022.2.14	不要忘记我爱你	剧情/爱情	古力娜扎/刘以豪/张歆艺	寰宇娱乐
<hr/>					
	北美上映时间	片名	类型	主演	出品方
	2021.7.9	黑寡妇	科幻	斯嘉丽 约翰逊	迪士尼
引进时间待定	2021.10.1	毒液 2：屠杀开始	科幻	汤姆 哈迪	索尼影业
	2021.12	蜘蛛侠：英雄归来 3	科幻	汤姆 赫兰德	索尼影业
	2022 年	新蝙蝠侠	科幻	罗伯特 帕丁森	DC
	2022 年	奇异博士 2	科幻	本尼迪克特 康伯巴奇	漫威
	2022 年	海王 2	科幻	艾梅柏 希尔德	华纳兄弟

资料来源：猫眼 App，财信证券

4.5 投资小结

政策面，此轮整顿重点主要针对内容精品化（抵制泛娱乐化、耽美等不良题材）、流量和艺人（整顿畸形“饭圈”文化、破除唯流量论、抵制违法劣迹艺人）和超前点播。在新一轮政策加码下，文娱产业链的价值分配有望从明星艺人转移，进而带动内容制作成本下降，长期有望利好平台方和内容方。此外，超前点播取消，短期或使平台方部分收入受损，但会员提价落地有望抵消部分损失。长期来看，视频行业的核心竞争力仍在于爆款内容，缺乏优质内容支撑的涨价效应不可持续，平台方应更加关注如何提升优质内容持续输出的能力。建议关注拥有优秀自制能力，内容输出和品牌形象稳定的龙头平台，如芒果超媒。

院线端，受局部地区疫情反复影响，全国多地影院期间暂停营业，同时疫情后优质影片供应不足，导致全年电影大盘恢复不及预期。随着年底重点档期来临，优质内容供给增多，电影市场有望得到修复。建议关注有影片定档计划的内容公司及渠道市占率较高的龙头，如光线传媒、万达电影。

5 重点投资标的

5.1 三七互娱（002555.SZ）：“自研+出海”带动业绩逐步释放

《斗罗大陆：魂师对决》表现强劲带动三季度业绩超预期，出海取得长效突破有望贡献第二驱动力。公司 2021Q1、Q2 和 Q3 的归母净利润分别为 1.17 亿元、7.37 亿元和 8.67 亿元，同比增速分别为-83.98%、-24.10%和 54.77%，其中 Q3 业绩超出此前预告区间、创历史第二新高。国内方面，7 月上线的自研产品《斗罗大陆：魂师对决》表现强劲，国内首月流水超过 7 亿元，目前排名仍在 IOS 畅销榜 20-40 名之间；海外方面，《P&S》《江山美人》、《云上城之歌》等欧美、日韩等地表现良好，《P&S》上半年累计流水已超过 10 亿元、目前仍在爬坡期，预计明年后年月流水峰值能达 4-5 亿元。整体来看，国内外

产品步入业绩回收期，为公司 Q4 及明年业绩提供保障。

持续重视研发投入，重点拓展长生命周期品类。前三季度公司研发费用 9.91 亿元，同比增长 15.77%；研发费用率 8.19%，同比增加 0.6pct。在传统优势 MMO 品类之外，公司重点突破 SLG、卡牌和 SIM 等长生命周期品类。目前公司海内外产品储备有 40 余款，其中自研占比达 42.5%、除 MMO 以外的品类占比达 60%。随着以《斗罗大陆：魂师对决》（卡牌）、《末日喧嚣》（三消+SLG）、《江山美人》（模拟经营）等为代表的长生命周期品类流水贡献逐渐增多，未来公司传统 MMO 品类流水贡献占比有望下降至 50% 以下；业绩波动性和销售费用率也有望随之降低。

2016 年公司投资加拿大 VR 内容研发商 Archiact；2020 年投资英国 AR 公司 WaveOptics，前瞻布局 VR/AR 领域。公司自研转型产品取得突破，海外业务逐渐贡献第二驱动力，有助于未来业绩的逐步释放。预计公司 2021 年/2022 年/2023 年营收 179.28 亿元/215.13 亿元/258.16 亿元，归母净利润 26.50 亿元/31.73 亿元/37.05 亿元，EPS 为 1.20 元/1.43 元/1.67 元，对应 PE 为 21.46 倍/17.92 倍/15.35 倍。随着政策监管重点明确，公司新品进入业绩释放期，结合未来三年的业绩增速，以 2022 年为基准给予公司 20-25 倍 PE，对应合理价格区间 28.60 元-35.75 元。维持公司“推荐”评级。

风险提示：政策监管变动；市场竞争加剧；流水不及预期；产品上线延迟。

5.2 完美世界 (002624.SZ)：《幻塔》上线有望贡献可观业绩增量

新品带动业绩回收，Q3 业绩回暖。随着上半年新游戏上线初期的集中推广投入逐步回收，业绩稳步释放，公司 Q3 游戏业务盈利约 5.5 亿元，与去年同期基本持平、环比业绩明显回暖。6 月 25 日《梦幻新诛仙》上线，首月流水超 5 亿，目前排名 IOS 畅销榜 20-60 名之间。

《幻塔》上线首日流水破 5000 万，有望成为长线运营精品。12 月 16 日《幻塔》上线首日流水达 5000 万、首周流水超过 2 亿，目前 IOS 畅销榜排名 4-9 名之间。对比《梦幻新诛仙》首日 1500 万流水，主打开放世界 MMO 玩法的《幻塔》有望成为公司的长线运营精品；叠加明年的海外上线计划，有望为公司明年的业绩贡献可观增量。

公司坚持长期研发投入和人才培养，兼具端/手/主机研发能力，在自研和商业引擎应用、3D 建模与渲染方面具备独特优势。预计公司 2021 年/2022 年/2023 年营收 100.20 亿元/123.25 亿元/145.43 亿元，归母净利润 13.82 亿元/21.18 亿元/25.14 亿元，EPS 为 0.71 元/1.09 元/1.30 元，对应 PE 为 29.22 倍/19.07 倍/16.07 倍。公司作为游戏行业第二梯队，以 2022 年为基准给予公司 20-25 倍 PE，对应合理价格区间 21.80-27.25 元。维持公司“推荐”评级。

风险提示：政策监管变动，产品流水不及预期。

5.3 吉比特 (603444.SH): 业绩稳健, 未来将加强海外拓展

新品老游持续发力, 业绩表现优异。公司前三季度实现营收 34.85 亿元, 同比增长 70.05%; 归母净利润 12.06 亿元, 同比增长 51.70%, 整体业绩稳健。主要系老游《问道》IP 长青不衰、整体利润保持稳定, 自研和代理新游《一念逍遥》、《摩尔庄园》、《鬼谷八荒 (PC 版)》等贡献增量收入所致。政策鼓励下, 公司将持续加大研发投入、开发精品游戏, 同时专注少数优质项目、加强海外市场拓展。未来, 公司自研产品《一念逍遥》计划在港澳台地区、东南亚及欧美国家发行。

储备产品丰富, 为 Q4 和明年打下基础。《地下城堡 3: 魂之诗》、《世界弹射物语》、《冰原守卫者》等均在 Q4 上线, 有望为公司四季度和明年带来业绩增量。此外, 《石油大亨》预计将于明年 1 月上线, 《上古宝藏》、《奇缘之旅》、《光之守望》、《航海日记 2》均已取得版号, 还有《纪元: 变异》PC 版、PS 版等数款产品。

公司坚持“差异化”(优秀品质)和“商业化”(玩家认可),《问道手游》、《最强蜗牛》、《一念逍遥》等均已验证了公司的精品化和差异化研发实力。预计公司 2021 年/2022 年/2023 营收分别为 45.25 亿元/57.01 亿元/68.41 亿元, 归母净利润分别为 15.48 亿元/17.18 亿元/20.58 亿元, EPS 分别为 21.55 元/23.12 元/27.69 元, 对应 PE 为 18.98 倍/17.69 倍/14.77 倍。今年初以来, 公司《一念逍遥》等产品表现优异, 上半年走出了业绩和估值困境。近期受行业监管, 回调较多。公司为行业第二梯队, 产品流水确定性较强且新品迭代确定性较高, 以 2022 年为基准, 给予公司 20-25 倍 PE, 对应价格区间 462.40 元-578.00 元。维持“推荐”评级。

风险提示: 政策监管趋严; 产品上线延迟; 流水表现不及预期。

5.4 芒果超媒 (300413.SZ): 内容储备丰富, 加速技术创新布局

内容储备丰富, 明年用户破圈可期。公司积极优化调整战略组织结构, 将芒果影视、芒果娱乐、芒果互娱三家子公司调整为主平台芒果 TV 的子公司, 分别聚焦季风剧场自制、综艺内容创新和实景娱乐运营。内容储备方面, 公司明年片单涵盖 28 部综艺、57 部剧集。综艺方面, 继续延续《乘风破浪的姐姐 3》、《披荆斩棘的哥哥 2》等经典 IP, 持续拓展《声生不息》、《热血少年行》等创新品类, 彰显了公司完整的工业化生产能力; 剧集方面, “季风剧场”持续加码, 新披露 16 部剧集涵盖不同题材类型, 自制比例提升, 为明年的用户破圈打下基础。此外, 行业会员提价落地, 公司作为后续跟进者, 短期有望助力会员收入提升。

深化与中国移动合作, 加速技术创新布局。公司与咪咕文化签订 35 亿元合作协议框架, 进一步助力公司的会员渠道拓展。在技术创新方面, 公司加速布局元宇宙下游内容场景。芒果 TV 创新实验室自研的数字人瑶瑶, 后续将全面应用到芒果 TV 演唱会、实景娱乐等多项目中。湖南卫视推出虚拟主持人小漾, 目前定位实习主持人、后续将在湖南卫视各类综艺和晚会中出现。此外, 11 月芒果广场 MCITY 上海魔都店正式投入使用,

集“明星大侦探”、“密室大逃脱”等综艺节目于一体，也是上海最大的线下沉浸式体验馆。在芒果 M-City 上海店启用之际，上海芒果智娱文化发布了首款纪念版数字藏品。

长期来看，视频行业的核心竞争力在于优质内容。公司作为优质国有媒体，内容建设和品牌形象均具有较好的稳定性。预计公司 2021 年/2022 年/2023 年营收为 172.27 亿元/217.06 亿元/273.49 亿元，归母净利润为 24.11 亿元/30.65 亿元/38.86 亿元，EPS 为 1.29 元/1.64 元/2.08 元，对应 PE 为 41.67 倍/32.77 倍/25.85 倍。2018 年公司重组上市以来的 PE(TTM)中位数为 57 倍，PE(TTM)的历史最低水平也超过 30 倍，以 2022 年为基准给予公司 35-38 倍 PE，对应价格区间 57.40-62.32 元。维持“推荐”评级。

风险提示：政策监管变动；会员增长不及预期；广告收入下滑。

5.5 光线传媒 (300251.SZ)：影片储备丰富助力业绩增长

以小博大，前三季度业绩稳步恢复。公司前三季度实现营收 9.78 亿元，同比变动 103.41%；归母净利润 5.53 亿元，同比增长 767.66%。今年初以来，电影大盘市场稳步恢复；但受到三季度国内疫情反复影响，公司部分影片上映计划有所延迟。未来公司主要以和中小体量的影视剧为主，以降低风险、平衡收益为主要思路，兼顾动画电影的投资创作。

影片储备丰富，有望助力业绩增长。目前，公司出品或参与出品的已定档影片有《误杀 2》(圣诞档)、《狙击手》(春节档)、《十年一品温如言》(情人节档)。动漫方面，公司继续针对拟上映动画电影进行筹备、制作、完善等工作，《深海》、《大鱼海棠 2》、《最后的魁拔》、《哪吒 2》等仍在推进中。

我们看好公司在动画赛道的先发布局优势，重磅 IP 动画电影的上映有助于增大公司的业绩弹性，提高公司的估值水平。预计公司 2021 年/2022 年/2023 年实现营收 13.91 亿元/21.56 亿元/25.87 亿元，归母净利润 7.67 亿元/10.96 亿元/12.89 亿元，EPS 为 0.26 元/0.37 元/0.44 元，对应 PE 为 48.63 倍/34.02 倍/28.94 倍。参考电视剧制作同行 PE 约 20 倍上下，同时考虑到公司重点 IP 动画电影带来的业绩弹性，以 2022 年为基准给予公司 35-40 倍 PE，对应价格区间为 12.95-14.80 元。维持“谨慎推荐”评级。

风险提示：政策监管风险；影片票房不及预期；市场竞争加剧。

5.6 万达电影 (002739.SZ)：优质影片供给增多，经营业绩有望改善

后疫情时代，公司市场份额稳步提升。后疫情时代，行业经营面临挑战，但公司坚持“人次优于票价”策略，依靠全国均衡布局、精细化管理和成熟的运营体系，使市场份额不断提升。根据艺恩数据，2021 年公司票房和人次市占率分别为 15.59%和 14.38%，较 2020 年分别增加 0.16pct 和 0.23pct，较 2019 年分别增加 1.78pct 和 2.28pct。

国内局部地区疫情反复，导致 Q3 业绩亏损。Q3 公司实现营收 22.37 亿元，仅为 2019 年同期的 55.51%；归母净利润亏损 3.48 亿元，2019 年同期则盈利 3.05 亿元。Q3 业绩亏

损严重的主要原因在于全球疫情反复，旗下国内影院最多时近 200 家影院暂停营业（占比约 28%），海外澳洲院线下属部分影院自 6 月底也陆续暂停营业所致。从票房角度来看，公司旗下影院票房和观影人次的下降幅度均小于全国。具体而言，Q3 公司实现票房 10.72 亿元、观影人次 3013 万，较 2019 年同期分别下降 48.95% 和 47.96%；而 Q3 全国实现票房 66.51 亿元、观影人次 1.97 亿人，较 2019 年同期分别下降了 57.28% 和 58.43%。

随着年底重点档期来临，叠加明年优质影片供给增多，电影大盘有望迎来复苏，公司经营有望得到改善。预计公司 2021 年/2022 年/2023 年实现营收 125.91 亿元/157.39 亿元/188.86 亿元，归母净利润 4.95 亿元/12.46 亿元/15.90 亿元，EPS 为 0.22 元/0.56 元/0.71 元，对应 PE 为 66.71 倍/26.50 倍/20.77 倍。院线板块业务类型单一、但爆款影片的弹性较大，参考电影行业估值，以 2022 年为基准给予 28-30 倍 PE，目标价格 15.68-16.80 元。维持“谨慎推荐”评级。

风险提示：政策监管变化；国内疫情反复；影片票房不及预期。

6 风险提示

政策监管变动；市场竞争加剧；产品和业绩表现不及预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438