

# 把握景气细分龙头,掘金元宇宙新蓝海

华泰研究

2021年11月14日 | 中国内地

年度策略

## 把握景气细分龙头, 掘金元宇宙新蓝海

我们认为随着监管思路逐渐明确、疫情冲击有望持续减轻、新技术和硬件迭代, 传媒行业 2022 年有望迎来结构化配置机会, 遵循两条思路: 1、把握相对景气较高的细分行业龙头和具有核心竞争优势壁垒的公司, 涵盖游戏/短视频/产业互联网/楼宇广告等领域; 2、积极拥抱科技技术迭代下的产业趋势大浪潮, 探索元宇宙相关的投资机会, 包括 VR/AR 等。随着各巨头纷纷入局, 硬件不断普及, 我们认为元宇宙将成为 22 年投资主线之一。标的上推荐: 三七互娱、完美世界、芒果超媒、分众传媒、国联股份、吉比特等。

## 监管体系完善下游游戏行业稳健增长, 出海加速助力市场拓宽

2021 年中国游戏行业保持稳健增长, 据伽马数据, 21 年前三季度中国移动游戏市场规模达 1,702 亿元, 同增 9.5%。2021 年未成年防沉迷等行业政策逐步细化, 监管体系不断完善。国内头部产品版本迭代加快, 新品更加注重玩法融合创新, 21H1 月流水过 5 亿的移动游戏数量较 20H1 同期增加 40% 达到 56 款。海外市场的快速拓展有望助力行业增长及空间拓宽。A 股来看, 行业龙头企业 2021 年多款新游表现亮眼, 下半年逐步进入投入回收期, 22 年这一趋势有望延续, 且前期高基数效应逐步消退, 助力业绩持续拐点向上。我们建议关注游戏储备丰富、研运能力突出, 处于大产品周期的龙头企业。

## 存量流量继续向短视频汇集, 产业互联网空间广阔

移动互联网用户增长趋缓, 但存量流量仍继续向短视频行业汇集。据 Questmobile, 2021 年 9 月短视频行业 MAU 达 9.25 亿, 同增 7.7%; 抖音双寡头格局延续, 抖音和快手 MAU 分别为达到 6.72 亿/4.16 亿, 抖音极速版与快手极速版用户分别同增 88.4%/48.5%至 1.925 亿/1.916 亿; 用户的时长粘性也有所提升, 广告、电商等商业化推进值得关注。此外, 产业互联网同样保持较高景气度及市场潜力, 据中国产业研究院, 2021 年中国产业互联网市场规模将同增 16.5%至 60 万亿元, 建议关注产业互联网战略持续推进的工业品 B2B 电商平台。

## 长视频提升内容创新力, 梯媒广告韧劲强, 疫情减轻后期待影市复苏

长视频面临流量红利渐微和内容监管的挑战, 但平台已积极应对, 相继推出创新内容矩阵, 其中拥有强大自制能力和内容壁垒的平台竞争力将更为凸显; 广告市场受疫情、宏观经济影响, 需求自 21H2 起总体承压, 但其中梯媒渠道韧劲相对较强, 且消费品广告主投放依然保持较高增长, 未来有望持续; 影市 21 年受疫情反复影响, 恢复不及预期, 但依然出现如《长津湖》《你好李焕英》等现象级电影, 彰显潜在需求。随着疫苗接种率提升和特效药研发, 22 年疫情冲击有望减少, 电影院线有望迎来边际改善。

## 技术迭代下, 元宇宙打开全新增长空间

元宇宙定义各不相同, 但本质是现实生活在线上的映射和延伸, 强调沉浸感与生态系统的构建。目前元宇宙仍处早期, 但近期 Meta、微软、字节等大厂的加速布局有望促进行业发展。硬件上看, 据 IDC, 1H21 全球 VR 设备出货量同增 100%, 迎来第二增长曲线; 消费级 AR 临近, 苹果、Nreal 分别推出原型机测试与新品。内容生态方面, VR 游戏内容加速迭代更新, 逐渐形成研发变现正循环, 多款游戏出圈; 社交应用从娱乐社交走向综合; 影视内容持续创新, 沉浸感、交互性加强; 同时健身、教育、购物等场景有望快速发展, 持续丰富元宇宙内容生态。

风险提示: 疫情反复风险、内容反响不及预期、技术更新不及预期。

传媒

增持 (维持)

研究员 朱璐  
SAC No. S0570520040004 zhujun016731@htsc.com  
SFC No. BPX711

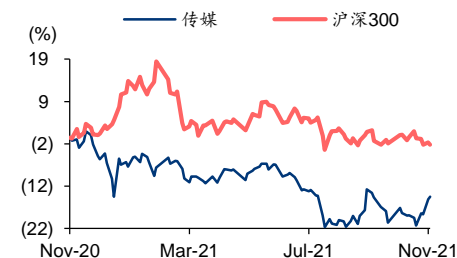
研究员 周创  
SAC No. S0570517070006 zhouzhao@htsc.com  
SFC No. BQA910 +86-10-56793958

联系人 吴晓宇  
SAC No. S0570120070141 wuxiaoyu@htsc.com  
+86-755-23993324

## 华泰证券 2022 年度投资峰会



## 行业走势图



资料来源: Wind, 华泰研究

## 重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
三七互娱	002555 CH	29.25	买入
完美世界	002624 CH	21.58	买入
芒果超媒	300413 CH	48.85	买入
分众传媒	002027 CH	9.24	买入
国联股份	603613 CH	142.83	买入
吉比特	603444 CH	450.66	买入

资料来源: 华泰研究预测

## 正文目录

<b>游戏行业精品化趋势延续，出海加速助力市场拓宽</b> .....	<b>5</b>
前期高基数下 2021 年游戏行业稳健发展，优质创新产品亮眼表现助力.....	5
未成年防沉迷政策落地，版号审核趋严下龙头竞争力显现.....	6
加码海外市场布局，构筑重要增长动力.....	8
A 股龙头游戏公司运营战略及后续核心产品.....	9
<b>视频：短视频高景气，商业化持续推进；长视频努力破局</b> .....	<b>11</b>
短视频：存量流量持续向短视频迁移，商业化发展仍值得期待.....	11
移动互联网用户渗透趋于饱和，短视频仍然享受流量红利.....	11
短视频头部平台商业化持续推进，行业监管完善下业务规范化发展.....	12
长视频：行业短期承压，内容创新完善业务矩阵.....	13
内容监管逐渐严格，看好具有内容创新能力和生产竞争优势的公司.....	14
“线上线下”业务融合发展，内容电商+实景娱乐成为变现新方向.....	15
<b>营销和院线：把握广告市场结构性机会，期待影市 22 年表现</b> .....	<b>17</b>
广告市场需求短期承压，梯媒和短视频等优质渠道价值凸显.....	17
宏观经济、监管、疫情多因素影响，21 年下半年起广告市场需求承压.....	17
电梯 LCD、影院视频投放仍同比较快增长，拉动线下广告大盘.....	18
短视频为互联网广告市场提供结构性机会.....	19
电影院线：受疫情影响影市复苏进展不佳，期待 22 年表现.....	19
<b>产业互联网：政策支持大势所趋，高景气大市场亟待挖掘</b> .....	<b>21</b>
产业互联网保持高景气度，市场空间广阔.....	21
从多维度切入，工业品 B2B 电商平台保持快速增长.....	23
由交易向产业链深化，云工厂模式值得关注.....	25
<b>技术迭代下，元宇宙打开全新增长空间</b> .....	<b>27</b>
疫情推动线下场景虚化，元宇宙将成互联网下一站.....	27
元宇宙仍处初级阶段，大厂布局加速行业发展.....	28
VR 出货量迎来奇点，消费级 AR 临近，内容持续迭代.....	30
VR 设备部分沉浸，出货量迎来拐点，技术持续升级.....	31
AR 以 B 端为主，多款原型机、新品发布，消费级产品临近.....	34
游戏、社交生态繁荣，应用场景逐渐拓展.....	35
<b>重点推荐公司</b> .....	<b>42</b>
三七互娱（002555 CH，“买入”评级，目标价：29.25 元）.....	42
完美世界（002624 CH，“买入”评级，目标价：21.58 元）.....	42
芒果超媒（300413 CH，“买入”评级，目标价：48.85 元）.....	42
分众传媒（002027 CH，“买入”评级，目标价：9.24 元）.....	43
国联股份（603613 CH，“买入”评级，目标价：142.83 元）.....	43
吉比特（603444 CH，“买入”评级，目标价：450.66 元）.....	43

重点公司估值表.....	44
风险提示.....	44

## 图表目录

图表 1: 中国游戏市场和中国移动游戏市场规模及增速.....	5
图表 2: 20Q1-21Q3 中国移动游戏市场实际销售收入及环比增速.....	5
图表 3: 21Q3 中国移动游戏市场实际销售收入及同比增速.....	5
图表 4: 高流水产品数量增加.....	6
图表 5: 21H1 头部移动游戏新品重要玩法标签流水分布.....	6
图表 6: 典型游戏公司未成年人付费占比及未成年人保护措施.....	7
图表 7: 2021E 全球游戏市场（十亿美元）占比.....	8
图表 8: 2021E 全球游戏玩家（百万人）及占比.....	8
图表 9: 20Q3-21Q3 中国自研游戏海外市场实际销售收入及增速.....	8
图表 10: 2016-21E 中国自研游戏海外市场实际销售收入及增速.....	8
图表 11: A 股主要游戏厂商新游储备情况.....	9
图表 12: 20Q3-21Q3 移动网民 APP 每日使用时长 TOP8 类型.....	11
图表 13: 短视频 APP 行业 MAU 规模.....	12
图表 14: 2020 年 3 月-2021 年 6 月典型媒介收入分布.....	12
图表 15: 中国直播电商市场规模.....	13
图表 16: 2019 年-2021 年 9 月优酷、腾讯、爱奇艺、芒果 TV 四大长视频平台 MAU 增长率.....	14
图表 17: 2020-2021 年影视行业重要监管政策梳理.....	14
图表 18: 小芒首页汉服、潮玩、萌宠及影视综艺周边.....	16
图表 19: 芒果 TV 芒果盲盒、芒果好物推荐功能.....	16
图表 20: 20 年 3 月-21 年 9 月线下广告刊例费用变化.....	17
图表 21: 2021 年 1 月至 2021 年 9 月 CTR 月度全媒体刊例花费同比增速.....	18
图表 22: 2021 年 9 月电梯 LCD 广告花费 TOP5 行业增幅变化.....	18
图表 23: 20 年 1 月-21 年 9 月短视频 APP 行业月活跃用户规模趋势.....	19
图表 24: 2019 年-2021 年 Q1-Q3 不含服务费票房及同比增速.....	19
图表 25: 2016-2021 年中国产业互联网行业交易规模及增长率.....	21
图表 26: 2010-2020 年中国产业电商行业交易规模及增长率.....	21
图表 27: 2015-2021 年产业互联网发展利好政策.....	22
图表 28: 产业互联网带来的生产模式转变.....	23
图表 29: 中国产业互联网产业链图谱.....	23
图表 30: 中国工业品 B2B 市场产业链图谱.....	24
图表 31: 2020-2025E 年中国工业品市场规模.....	24
图表 32: 2020-2025E 年中国工业品 B2B 电商市场规模.....	24
图表 33: 2016-2021H1 国联股份各多多平台营收规模及同比增速.....	25
图表 34: 产业互联网平台发展路径.....	25
图表 35: 国联股份云工厂落地情况.....	26
图表 36: Travis Scott 在《堡垒之夜》开展演唱会.....	27

图表 37: 《头号玩家》描绘元宇宙想象愿景 .....	27
图表 38: 元宇宙底层技术支持 .....	28
图表 39: 后疫情时代 Roblox 流水增速持续表现亮眼 .....	29
图表 40: Roblox 用户结构持续优化 .....	29
图表 41: AR/VR 产业链主要相关标的 .....	31
图表 42: 2014-1H2021 全球 VR 出货量及 VR 产品变迁 .....	32
图表 43: 2020 年 9 月发布 VR 新品 Quest 2 硬件配置全面优化&Oculus 全球出货量同比快速提升 .....	32
图表 44: Pico/DPVR 全球销量持续提升 .....	33
图表 45: 2019-25 年 VR 全球出货量及预测 .....	33
图表 46: 2014-1H21 全球 AR 出货量及同比增速 .....	34
图表 47: 2014-1H21 全球 AR 出货量结构 .....	34
图表 48: Nreal air 示意图 .....	35
图表 49: 2019-25 年全球 AR 出货量预测及同比增速 .....	35
图表 50: 2020.01-2021.10 SteamVR 内容数量、月环比、年同比及占 Steam 应用总数比例 .....	36
图表 51: 20.02-21.10 Oculus 平台 VR 内容数量 .....	36
图表 52: 2020.01-2021.10 SteamVR 占 Steam 总玩家份额统计 .....	36
图表 53: Quest 平台收入破 100 万美元的游戏数量 (截至 2021-02) .....	37
图表 54: Quest 平台游戏收入情况 (截至 2021-02) .....	37
图表 55: 在《半衰期: 爱莉克斯》中玩家可以自由作图 .....	38
图表 56: 《Beat Saber》游戏场景示意图 .....	38
图表 57: Steam 即将推出的热门 VR 独占游戏 .....	38
图表 58: Soul 推出 AR 贴纸保证视频匹配匿名性 .....	40
图表 59: Honnverse 虹宇宙社交场景 .....	40
图表 60: 重点公司一览表 .....	44



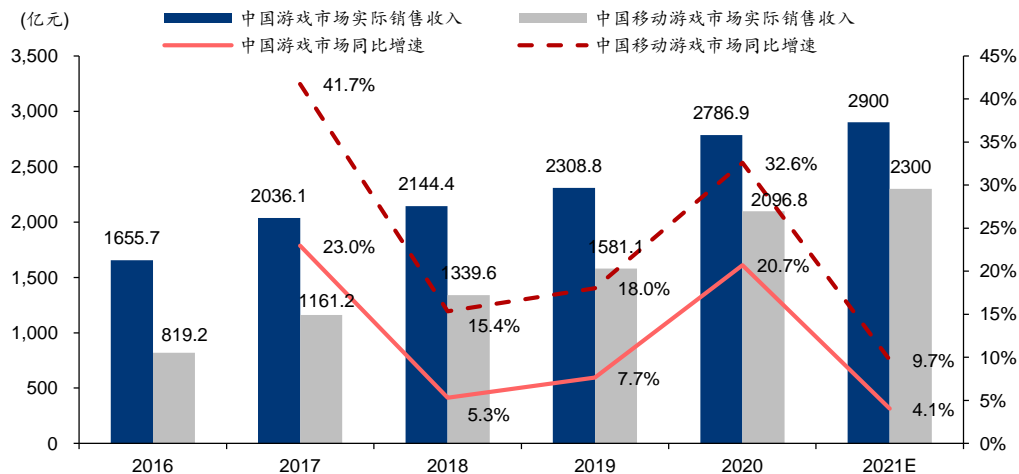
## 游戏行业精品化趋势延续，出海加速助力市场拓宽

2021 年中国游戏行业保持稳健增长。未成年防沉迷、版号审核等行业政策逐步细化，监管体系不断完善，行业持续规范化发展，内容供给更加偏重质而非量；随着国产优质游戏内容的不断出海，海外市场的快速拓展有望为部分企业贡献重要增长动力。A 股来看，行业龙头企业 21 年多款新游上线表现亮眼，并已进入投入回收期，有望助力业绩拐点向上。我们建议关注游戏储备丰富、研发和运营能力突出、处于大产品周期的龙头企业。

### 前期高基数下 2021 年游戏行业稳健发展，优质创新产品亮眼表现助力

2021 年中国移动游戏市场实际销售收入有望达 2,300 亿，同比增长 9.7%。20 年疫情影响下中国游戏市场有较高基数，2021 年行业继续沿着精品化、全球化发展，在玩法创新、内容表现、技术水平等方面持续提升，高质量产品流水聚集能力不断强化。在居家红利逐步消退背景下，据伽马数据预测，2021 年中国移动游戏市场实际销售收入规模有望达到 2,300 亿以上，同比增长超 9.7%，整体中国游戏市场实际销售收入规模有望达到 2900 亿元，同增 4.1%。

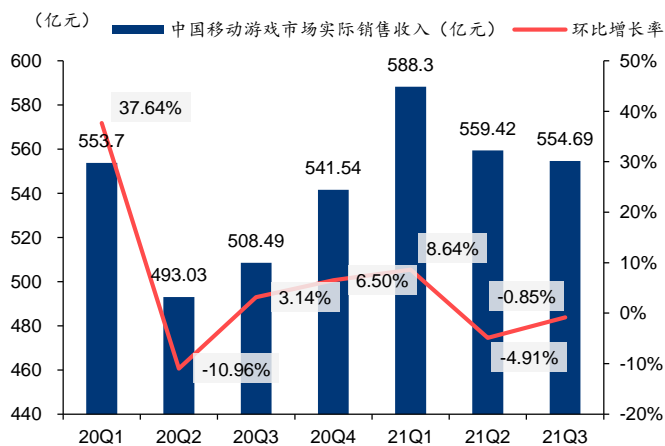
图表1：中国游戏市场和中国移动游戏市场规模及增速



资料来源：伽马数据、华泰研究

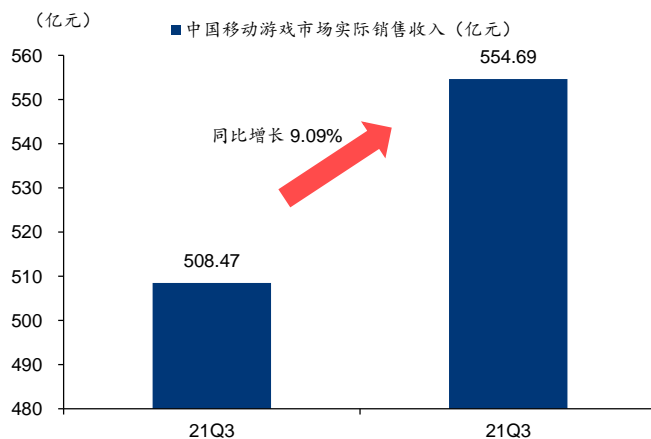
单季度来看，21Q3 中国移动游戏市场实际销售收入 554.69 亿元，环比微降但同比增长，长线游戏继续表现出较强生命力。根据伽马数据《2021 年 7-9 月移动游戏报告》显示，21Q3 中国移动游戏市场实际销售收入同比增长 9.09% 至 554.69 亿元，但环比下滑 0.85%。单月来看，21 年 9 月中国移动游戏市场规模达 180.30 亿，同增 12.72%，环降 6.28%。

图表2：20Q1-21Q3 中国移动游戏市场实际销售收入及环比增速



资料来源：伽马数据 (CNG)、华泰研究

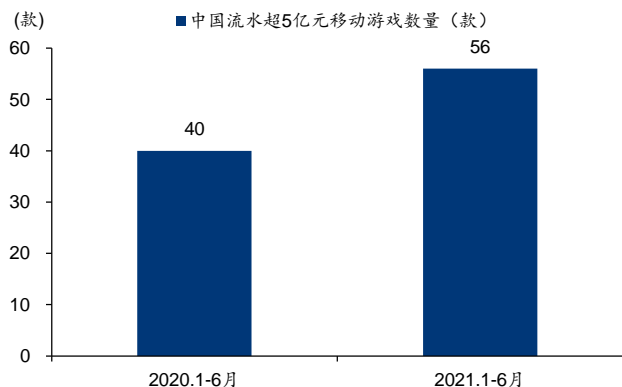
图表3：21Q3 中国移动游戏市场实际销售收入及同比增速



资料来源：伽马数据 (CNG)、华泰研究

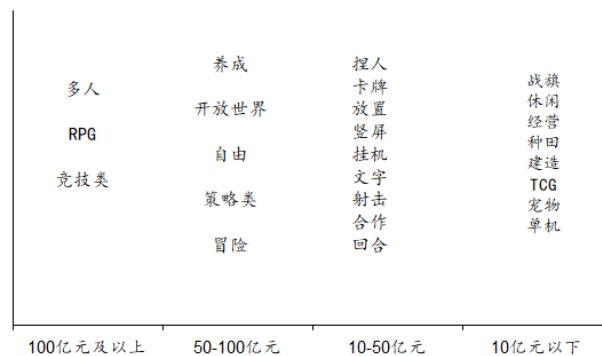
高流水游戏类型多元化，长青游戏表现稳健，新游突围难度提升，细分赛道成为破局关键。根据伽马数据，《王者荣耀》、《和平精英》和《梦幻西游》三款游戏自 2021 年以来稳居于移动流水测算榜前三。21 年上半年中国流水 Top100 移动游戏中，新品（上线 1 年内）贡献流水占比为 21.3%，较 2018 年同期的 37.4% 显著下降。2021 年 1 月至 6 月中国流水超 5 亿元移动游戏数量同比增加 40% 达到 56 款，较 20 年同期增加 16 款。此外在游戏玩法方面，行业多款头部新品进行创新玩法的融入，形成差异化的竞争优势。

图表4：高流水产品数量增加



资料来源：伽马数据、华泰研究

图表5：21H1 头部移动游戏新品重要玩法标签流水分布



资料来源：伽马数据、华泰研究

### 未成年防沉迷政策落地，版号审核趋严下龙头竞争力显现

近年来，未成年人网络游戏防沉迷政策体系逐步完善。为防止未成年人长期沉迷网络游戏，2021 年 8 月国家新闻出版署正式下发了《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》，要求所有网络游戏企业严格限制向未成年人提供网络游戏服务的时间，严格落实网络游戏用户账号实名注册和登录要求。截至目前，我国已出台多项从健康游戏忠告、游戏时长限制、充值金额限制、实名认证等方向出发的未成年人网络游戏防沉迷相关监管政策。随着政策的迭代，相关政策的监管力度和范围也在不断增强和细化，例如时长限制，从规定健康游戏时间标准为 3 小时逐步加强至仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日 20 时至 21 时向未成年人提供 1 小时服务。

各游戏公司积极响应防沉迷政策，落实效果已初步显现。自防沉迷相关政策颁布以来，各游戏公司利用自身技术和资源落实防沉迷措施，积极响应未成年人网络游戏防沉迷政策。具体措施包括但不限于不断强化针对未成年用户的实名认证、识别技术、防沉迷系统、充值和时间限制等未成年人保护措施；完善协助未成年子女家长监管的监护平台及客户服务等；通过培训和建立自审组织等方式加强公司内部人员自身和产品设计的未成年人保护意识，从而深度参与到未成年人网络游戏保护领域中。根据伽马数据统计，目前，调查样本中已有 85.8% 的未成年用户在玩游戏的过程中曾被防沉迷限制，40.4% 的家长能直接感知到近期孩子的游戏时长存在大幅或小幅减少，各游戏针对防沉迷政策的落实效果已初步显现。

**图表6： 典型游戏公司未成年人付费占比及未成年人保护措施**

公司	未成年用户付费占比	未成年人保护措施
腾讯游戏	21 年 9 月未成年人游戏流水占比下降至 1.1%；游戏时长占比下降至 0.7%	在针对未成年人游戏的管控环节打造了“成长守护平台”，协助家长直接管理未成年子女的游戏时间、游戏消费；推出“健康系统”，以限制实名未成年用户的游戏时间；推出“未成年人识别技术”，对疑似账号进行人脸识别；在游戏后服务环节，发起“未成年人家长服务平台”，建立未成年人消费申诉受理机制。
网易游戏	2021Q2 公布未成年用户消费流水不足 1%	上线“网易家长关爱平台”，集防控、监管、教育宣导于一体，协助家长了解孩子游戏情况及消费信息，远程管理孩子的游戏时间和消费；基于人工智能的深度学习和大数据分析，搭建了未成年游戏用户判定系统；成立未成年人保护中心，将未成年人保护提升至长期专项工作；积极参与配合相关政策推动。
完美世界	公司游戏产品的目标定位及用户群体均针对成年用户，来自未成年人的收入在公司总收入中占比极低	首批参与《网络游戏适龄提示》的企业；从 2011 年起，开展未成年人网络游戏监管相关公益行动，加入实名认证，并推出配套的认证方案；制定和更新了专门的《儿童个人信息保护指引》；严格落实防沉迷新政。
三七互娱	2021 年 8 月 31 日公布，当年国内未成年用户充值流水占比低于万分之 5	旗下百余款游戏产品已完成防沉迷系统的升级调整，其中约八成产品已禁止未成年人登录注册，旗下 37 网游平台、37 手游平台也升级了未成年保护措施；在游戏设计过程中涉及的各个环节均严格按照政策规定加入实名认证及防沉迷系统；所有游戏官方渠道均完成上线新版适龄提示，并建立相关审核机制。
盛趣游戏	截至 21H1，自营平台未成年用户占比 0.9%，充值占比 0.009%	建立相关机制将未成年人保护范围拓展至游戏运营前中后各阶段；通过员工培训、设立专项部门等方式强化各层级员工的未成年人保护意识；对部分重点问题引入外部支持。
游族网络	21H1 中国大陆地区未成年用户总流水贡献占比为 0.055%	从技术入手，进一步强化旗下游戏的未成年人防沉迷系统，根据未成年人上网行为不断优化防沉迷机制；为家长提供了管理未成年人游戏行为的监护平台，简化家长监护的操作步骤与流程，并覆盖账号管理、游戏管理、家庭管理等多个环节，帮助家长管理未成年人游戏时长、充值和账号。
哔哩哔哩游戏	2021H1 游戏收入中未成年用户占比不足 1%	平台侧已围绕视频、直播等内容环节对未成年人娱乐时长、打赏等进行限制；游戏侧主要从限制和引导两方面积极推进防沉迷工作，要求用户实名登录、旗下所有游戏接入实名认证系统；参与防沉迷规则制定；开设 24 小时客服解决监护人相关问题。
多益网络	-	旗下所有产品严格落实防沉迷要求，并主动协助家长管控未成年人游戏行为；推出三层游戏审核机制，内部成立内容自审小组，完善游戏内容自审系统的同时保证游戏质量；推出“网络游戏未成年人家长监护工程”和“家长监护机制”，协助家长对未成年子女监护。
掌趣科技	主要产品为 MMORPG 品类、卡牌品类，用户年龄层偏大	成立由技术、运营、发行及公共事务部等多部门联合组成的产品自查专项小组；开展家长监护工程，并为家长提供客服热线、游戏公众号和客服 QQ 等渠道供未成年人监护人投诉及反馈；成立未成年用户监控小组，开展相关讲座培训，强化公司内部未成年保护意识。
中手游	21H1 未成年用户占总收入的 0.026%	在官网运营的手游中均设置实名认证和防沉迷系统；通过游戏适龄提示等方式进行事前提示；通过家长监护工程体系等方式强化事后解决办法。
乐元素	2020 年《开心消消乐》未成年用户占比约为 8.0%	落实防沉迷要求；旗下游戏以消除类休闲益智游戏为主，血腥暴力成分较少；《开心消消乐》采用体力机制且属于轻度付费模式，有效防止未成年人沉迷游戏和过度消费；针对游戏社区内的文字发布、评论等增加人工审核，降低未成年人接触不良信息的可能。
鹰角网络	-	严格落实防沉迷要求，开设针对未成年人的游戏反馈渠道，并反复核实玩家的游戏身份；从首款游戏开始上线并持续升级“家长监护系统”；积极与未成年人保护相关的部门展开合作，投入资源强化未成年法制科普。
盛天网络	-	所有游戏平台及运营、代发行的游戏产品均已落实防沉迷要求；针对“易乐玩游戏平台”官网、充值、收银台增加实名认证，全平台接入防沉迷系统；设立“扫黄打非”工作站对平台内容进行监管。

资料来源：伽马数据、各公司财报、上证 e 互动、华泰研究

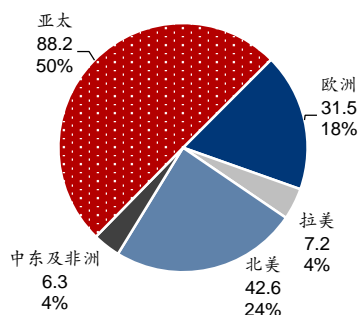
各公司流水中未成年用户贡献较低，中国游戏市场收入受未成年防沉迷政策影响不大。根据伽马数据预估，2021 年未成年人在中国游戏市场的流水占比不超过 4%，未来将会持续下降。根据各公司公开数据显示，大部分游戏企业的收入中未成年用户贡献占比不足 1%，据腾讯 21Q3 财报，9 月腾讯国内未成年人游戏流水占比下降至 1.1%，去年同期为 4.8%；游戏时长占比下降至 0.7%，去年同期为 6.4%。

国内版号发放有望恢复，头部精品研发商游戏合规性更具优势。自 2018 年以来，我国网络游戏版号发放数量快速收紧，2017-2020 年国产游戏版号发放数量分别为 9177, 2055, 1365 和 1308 个，2021 年 1-7 月共发放 679 个。21 年 8 月以来为配合最新出台的《防止未成年人沉迷网络游戏的通知》，版号暂缓发放。在未成年人保护措施和版号审核要求更加严格背景下，各游戏公司旗下产品良好发展，暂未出现新游上线断层现象；此外，头部厂商运用自身领先的技术和资源积极响应防沉迷政策，均已上线防沉迷平台，且对于精品产品的更高制作标准将更有望通过版号审核。随游戏行业未成年防沉迷措施逐步完善落地，版号发放有望恢复。

## 加码海外市场布局，构筑重要增长动力

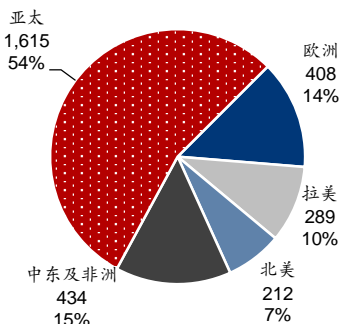
全球游戏市场及用户规模继续保持增长，为中国厂商出海提供广阔空间。据 Newzoo《2021 年全球游戏市场报告》，移动游戏仍然是全球游戏市场主要增长动力，预计 2021 年全球移动游戏收入将达到 907 亿美元，同比增长 4.4%，占全球游戏市场收入的 51.6%。2021 年全球游戏玩家总数将接近 30 亿，较 2020 年增长 5.3%，主要由中东、非洲和拉丁美洲的地区互联网用户规模提升拉动。

图表7：2021E 全球游戏市场（十亿美元）占比



资料来源：Newzoo、华泰研究

图表8：2021E 全球游戏玩家（百万人）及占比

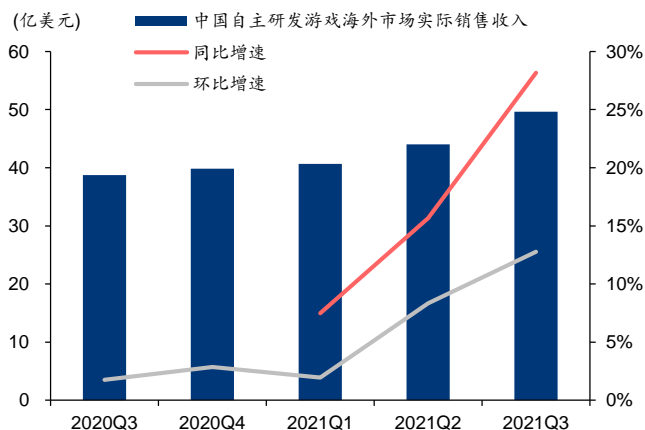


资料来源：Newzoo、华泰研究

21 年以来中国自研游戏出海维持亮眼表现，9 月头部厂商全球收入实现历史新高。21Q3 中国自主研发游戏市场实际收入为 49.66 亿美元，环比增长 12.77%，主因《原神》、《三国志·战略版》和《Puzzle & Survival》等产品在海外流水上升，三季度海外新上线的游戏《天涯明月刀》和《天地劫：幽城再临》也为海外流水带来增量。根据 Sensor Tower，9 月入围全球手游 App Store 和 Google Play 收入榜 TOP100 的发行商中有 39 家来自中国，和上月持平，实现收入约为 25.2 亿美元，环比和同比分别增长 3.7% 和 31.25%，占全球 TOP100 手游发行商收入的 41.5%，收入和占比均实现历史新高。

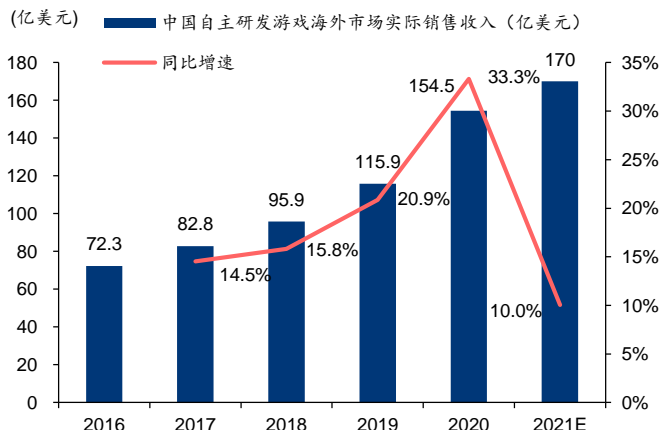
据伽马数据预测，2021 年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入有望超 170 亿美元，同比增长超 10%。此外据伽马数据，目前中国游戏出海收入仍以 SLG 产品为主，竞争相对激烈，也建议关注布局 MMORPG、ARPG、消除等其他多元品类产品的企业。

图表9：20Q3-21Q3 中国自研游戏海外市场实际销售收入及增速



资料来源：伽马数据、华泰研究

图表10：2016-21E 中国自研游戏海外市场实际销售收入及增速



资料来源：伽马数据、华泰研究



## A 股龙头游戏公司运营战略及后续核心产品

**完美世界：**未来将秉承长线的研发和运营思路，在持续扩大核心品类竞争优势的基础上，聚焦“MMO+X”与“卡牌+X”两大核心赛道，目前公司储备的重磅游戏产品包括《幻塔》、《完美世界：诸神之战》、《一拳超人：世界》和《天龙八部 2》，其中轻科幻开放世界手游《幻塔》于 11 月 10 日正式开启为期五天的终极测试，预计将在年内正式公测，截至 11 月 10 日 12 点，预约人数已达 1288.9 万人。在海外游戏业务方面，通过研发和海外发行团队对海外区域的人才特点和市场情况的深入了解，核心自研产品也将持续进行海外市场的陆续拓展。公司在精品内容制作领域的技术经验持续累积，布局端、手、主多端市场以及云游戏等前沿领域，后续储备的优质 IP 及产品丰富，有望支持长线增长。

**三七互娱：**公司持续推进“研运一体”战略，通过次世代 3D 引擎、AI、大数据分析等技术加持，保障自研产品的“精品化、多元化”，更加专业化的布局细分领域，据 21 年半年报披露，目前国内储备产品包括 MMORPG 类 16 款、SLG 类 12 款、卡牌类 8 款和 SIM 类 4 款，覆盖魔幻、线下、都市等多个题材。公司出海产品储备丰富，目前拥有 18 款产品蓄势待发，未来将利用公司多年累积的丰富海外发行能力和精准高效的投放能力，进一步发挥公司在海外的先发优势，扩大海外市场业务规模。此外，公司还将继续布局涵盖影视、音乐、动漫、VR/AR、文化健康、电竞等文创行业的其他高增长领域。

**吉比特：**公司旗下雷霆游戏坚持“精品化”战略，未来自研及代理产品储备丰富，截至目前，公司储备游戏中已有 8 款游戏获得版号，包括 2D Roguelike 射击手游《黎明精英》、女性向古风宫廷养成 RPG 手游《花落长安》、SIM 手游《石油大亨》等，覆盖种类丰富，目前，储备产品中已开启预约的游戏在 TapTap 的平均评分高达 8.5 分。公司积极拓展海外业务，已取得《一念逍遥》《冰原守护者》《EZ Knight（呆萌骑士）》《EZPZ Saga（古代战争）》《Dragon X Queen》《石油大亨》《魔渊之刃》等多款游戏的海外发行权，同时，海外发行团队将持续自研项目海外测试的相关工作，未来将会重点发展放置挂机、SLG 和特色独立游戏等品类。

图表11：A 股主要游戏厂商新游储备情况

公司	名称	类型	上线日期	预约情况	taptap 评分
完美世界	《PERFECT NEW WORLD》	主机/PC 端游			
	《完美新世界》	奇幻开放世界 MMO 手游			
	《完美世界：诸神之战》	竖屏版奇幻开放世界 MMO 手游	10 月 28 日删档计费测试	iOS 端预约人数 64.6 万	7.6
	新《诛仙世界》	幻想玄幻 MMO 端游			8.9
	《诛仙 2》	幻想奇境 RPG 手游			
	《天龙八部 2》	经典武侠 MMORPG 手游		TapTap 预约量 3.1 万	8.5
	温瑞安系列				
	《梦间集 2》	国风赛博手游		TapTap 预约量 10.3 万	9.0
	《奇蜜沉沉烬如霜》手游	影视级超感知手游			
	《仙剑奇侠传》手游	仙侠创新回合手游			
	《代号：火山》	轻操作策略休闲 RPG 手游			
	《幻塔》	轻科幻开放世界 ARPG 手游	11 月 10 日开启终极测试 预计年内上线	全网预约量 1056.5 万	6.4
	《代号：R》	新蒸汽幻想手游			
	《Project：棱镜》	异星科幻开放世界手游		TapTap 预约量 12.4 万	8.2
	《Project Bard》	二次元冒险 RPG 手游			
	《CODE NAME:X》	正统本格 JRPG 手游			
	《逐光之旅》	横版平台跳跃游戏			
	《代号：档案》	独立游戏合集			
	《黑猫奇闻社》	高互动奇幻解谜手游	10 月 28 日限量删档测试	TapTap 预约量 16.6 万	8.8
	《代号：MA》	次世代多人协同 CCG 卡牌手游		TapTap 预约量 6.3 万	9.8
	《一拳超人：世界》	漫改 RPG 动作手游			
	彩条屋影业合作 IP 产品				
	《灵笼》IP				

三七互娱	《代号 JL》（自研，海外）	MMO			
	《代号女性向风》（自研）	MMO			
	《代号 BX》（海外）	MMO			
	《传世之光》（国内）	MMO			
	《代号魔幻 M》（自研）	MMO			
	《代号 3D 版 WTB》（自研）	MMO			
	《异能都市》（国内）	MMO			
	《曙光计划》（国内）	MMO			
	《代号魔幻 K 计划》	MMO			
	《代号修仙计划》	MMO			
	《代号 HH》（国内）	MMO			
	《代号 S》（海外）	SLG			
	《代号海岛 SLG》（海外）	SLG			
	《代号 PK》（海外）	SLG			
	《代号 MY》（海外）	SLG			
	《代号 AOE》（自研）	SLG			
	《代号三国 BY》（自研）	SLG			
	《代号 YG》（国内）	SLG			
	《代号三国 CB》（国内）	SLG			
	《代号 WG》（国内）	SLG			
	《代号 DG》（国内）	SLG			
	《代号 C6》（自研）	卡牌			
	《最后的原始人》（国内）	卡牌			
	《空之要塞：起航》	卡牌			
	《代号二次元 ZQ》（国内）	卡牌			
	《代号三消卡牌》（国内）	卡牌			
	《代号 ZH》（海外）	SIM			
	《代号女性向 CY》（自研）	SIM			
	《代号森林》（国内）	SIM			
吉比特	《黎明精英》	2D Roguelike 射击手游			
	《花落长安》	古风宫廷养成 RPG 手游			
	《石油大亨》	休闲模拟经营手游	3 月 10 日删档计费测试	TapTap 预约量 19.0 万	7.1
	《精灵魔塔》	Roguelike 双人爬塔手游	9 月 24 日删档计费测试	TapTap 预约量 2.4 万	8.3
	《上古宝藏》	RoguelikeARPG 手游	7 月 15 日删档计费测试	TapTap 预约量 5.3 万	8.9
	《奇缘之旅》	棋盘 休闲策略卡牌手游		TapTap 预约量 0.7 万	8.3
	《光之守望》	卡牌+MMORPG 手游	10 月 12 日删档计费测试	TapTap 预约量 0.7 万	8.2
	《航海日记 2》	航海冒险 沙盘手游	6 月 3 日删档不计费测试	TapTap 预约量 3.5 万	9.4
	《纪元：变异》	ARPG（PC 版及 PS 版）		TapTap 预约量 70.2 万	8.5

注：数据截至 21 年 11 月 10 日；

资料来源：各公司财报、TapTap、华泰研究

## 视频：短视频高景气，商业化持续推进；长视频努力破局

### 短视频：存量流量持续向短视频迁移，商业化发展仍值得期待

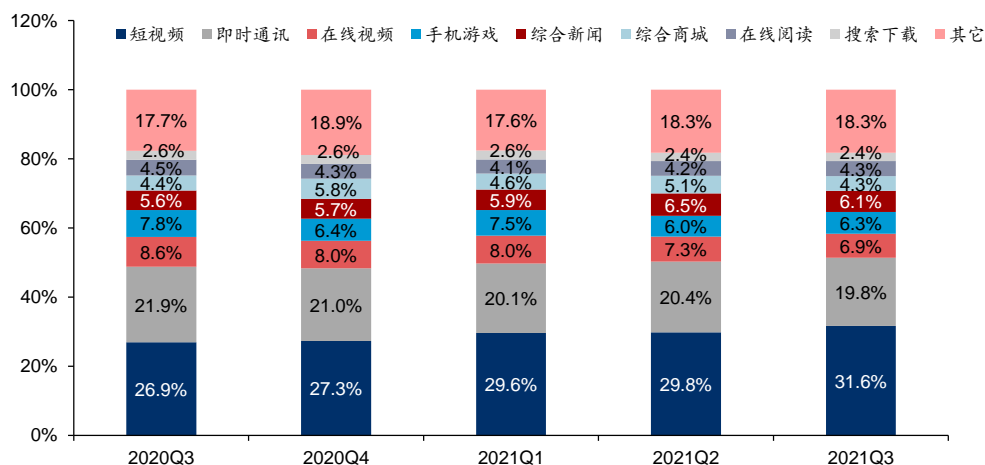
短视频行业目前仍处于流量红利期，用户规模持续增长，用户价值及变现潜力仍待挖掘，平台未来商业化空间值得期待。短视频平台不断丰富广告投放工具，提升投放效率，占据互联网广告市场重要地位；此外，直播电商规模快速增长下，平台供应链能力及电商服务商等生态角色的产业化培养也尤为关键，关系平台 GMV 规模是否能持续较快增长。我们建议关注短视频头部平台企业竞争的边际变化，产品及服务在互联网行业监管趋严背景下的优化升级，以及内部组织结构调整下的经营提效等。

### 移动互联网用户渗透趋于饱和，短视频仍然享受流量红利

2021 年移动互联网覆盖逐步趋于饱和，使用次数及时长继续保持增长。中国移动互联网自 2000 年以来，在移动智能机的快速普及下迅速发展，应用形式及应用场景持续丰富，快速完成广泛的用户覆盖。2020 年新冠疫情背景下，数字化进程进一步加速，移动互联网用户规模增长放缓。据 Questmobile，中国移动互联网月活跃用户规模从 2019 年 9 月的 11.33 亿人增长至 2021 年 9 月的 11.67 亿人。据 Questmobile，2021 年中国移动互联网用户月人均单日网络使用次数由 2020 年 9 月的 111.6 次同比增长 3.1% 至 115.1 次，使用频率持续提升；时长方面，2021 年 9 月中国移动互联网用户人均单日网络使用时长达到 6.6 小时，较 2020 年 9 月的 6.1 小时同比增长 8.2%。

分行业看，21Q3 短视频行业每日使用时长继续保持各行业第一，并持续稳定增长。根据极光数据显示，21Q3 短视频行业用户每日使用时长占比达 31.6%，同比+4.7pct，环比+1.8pct。其他行业中，位列各行业 APP 每日使用时长占比第二、三位的即时通讯和在线视频行业受短视频类 APP 使用时长增长影响，均呈现持续下降的趋势，21Q3 占比分别压缩至 19.8% 和 6.9%。手机游戏类 APP 受暑假影响，21Q3 每日使用时长占比小幅回升至 6.3%，环比+0.3pct，同比-1.5pct。

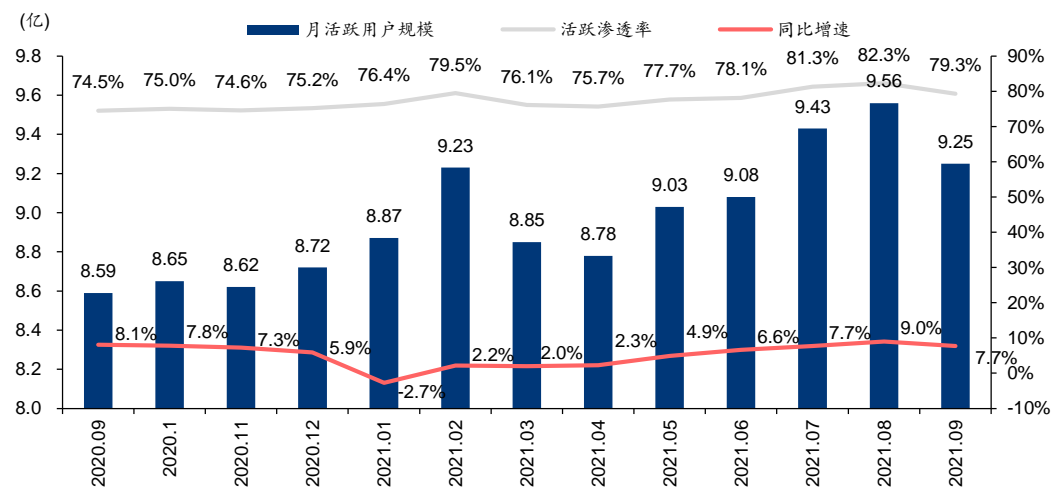
图表12：20Q3-21Q3 移动网民 APP 每日使用时长 TOP8 类型



资料来源：极光智库、华泰研究

短视频行业活跃用户规模持续提升。据 Questmobile，2021 年 9 月，短视频 APP 行业月活跃用户规模增长至 9.25 亿，同比增长 7.7%，较 8 月暑期高峰 9.56 亿略有回落，活跃渗透率由 82.3% 略下降至 79.3%，整体较 2020 年同期实现约 5pct 的增长。

图表13：短视频 APP 行业 MAU 规模



资料来源：Questmobile、华泰研究

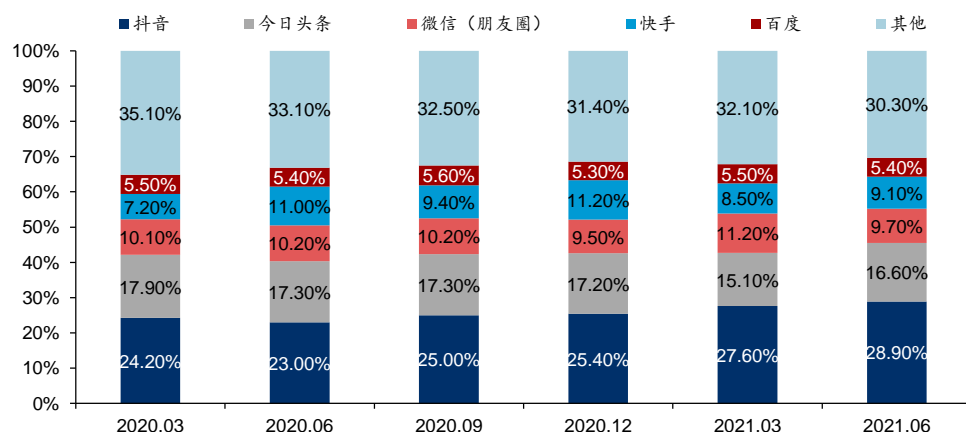
短视频行业字节系及快手系应用保持强劲增长态势。据 Questmobile，2021 年 9 月短视频 APP，MAU 规模 Top6 APP 均来自字节及快手系，抖音 APP MAU 同增 28.3%至 6.72 亿，快手 APP MAU 同增 2%至 4.16 亿，抖音极速版与快手极速版用户分别同比增长 88.4%和 48.5%，用户分别达到 1.925 亿和 1.916 亿。

#### 短视频头部平台商业化持续推进，行业监管完善下业务规范化发展

2021 年前三季度互联网广告市场同比增速逐季放缓，短视频平台依托流量红利及产品升级，广告份额持续提升。据 Questmobile，2021 年前三季度每季度中国互联网广告市场规模分别达到 1,375.9/1,569.1/1,582.0 亿元，同增 54.6%/19.6%/9.5%。短视频龙头产品丰富优化，其互联网广告业务快速拓展。2021 年互联网广告市场整体需求受在线教育等政策影响。据 Questmobile 数据，按广告费用投放规模来看，网络购物、美妆护理、网络游戏三季度单季度投放规模仍超过 50 亿元，并保持一定程度增长；而投放规模在 30-50 亿元之间的广告主所在行业中，食品饮料以及网络视频仍保持投放费用明显增长，而交通出行与教育学习行业广告费用投放同比分别下滑 3.5%和 6.2%。

抖音快手互联网广告业务持续拓展，位列头部广告媒介。根据 Questmobile，截至 21H1 头部媒介收入占比达 69.7%，同比增加 2.8pct。其中抖音和快手分别占据总收入的 28.9%和 9.1%，抖音同比增加 5.9pct，收入占比始终保持上涨趋势，快手同比下降 1.9pct，收入占比较高但有一定波动。

图表14：2020 年 3 月-2021 年 6 月典型媒介收入分布



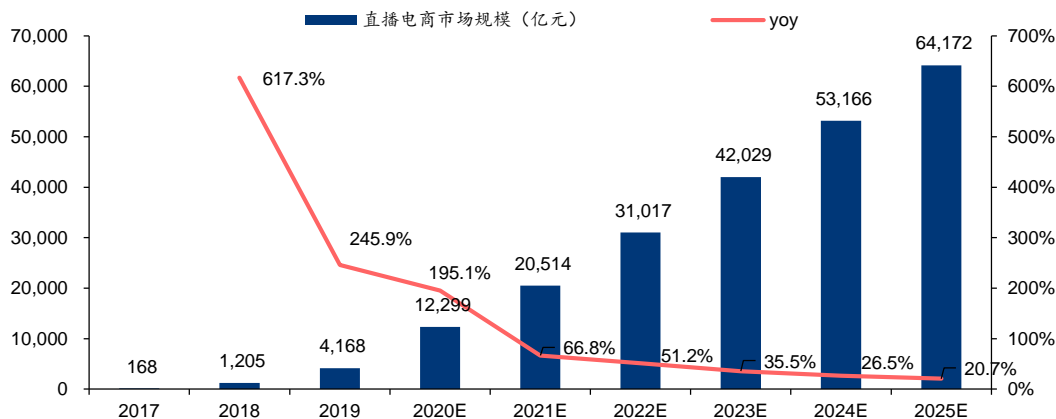
注：1、以上广告投放形式为互联网媒介广告，不包括搜索广告、电商平台内广告、直播、软植、综艺节目冠名、赞助等广告形式及硬件广告如手机厂商广告、OTT 开机广告；2、百度为信息流广告，不包括搜索广告。

资料来源：Questmobile、华泰研究



**直播电商市场规模迅速扩大，短视频平台电商业务快速拓展。**根据艾媒咨询，2020 年中国直播电商交易规模预计达到 9,610 亿元，同增 122%，预计 2021 年实现 1.2 万亿元市场规模。主流直播电商平台中，2020 年抖音实现 GMV 超 5,000 亿元，较 2019 年 GMV 增长超三倍，位列直播电商 GMV 之首，其次为淘宝直播和快手，GMV 分别实现超 4000 亿元和 3812 亿元；2021 年，快手目标实现 GMV 6500 亿元。据艾瑞咨询预测，2025 年中国直播电商市场规模有望超 6.4 万亿。

图表15：中国直播电商市场规模



资料来源：艾瑞咨询、华泰研究

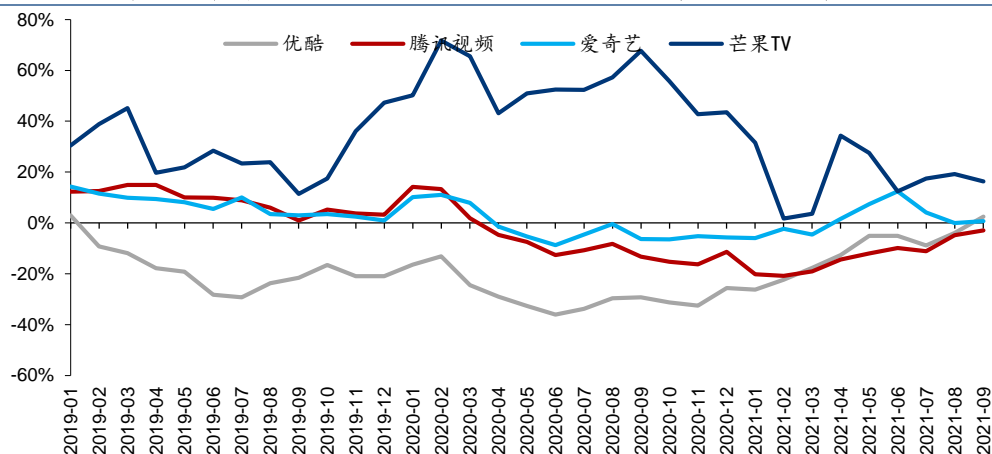
**抖音定位“兴趣电商”，电商生态快速成长。**2020 年初，抖音正式启动直播带货，开始将内容场景转化至消费场景，首个 818 抖音奇妙好物节实现超 80 亿元的总成交额，一年内实现 GMV 增长超 50 倍，并于 2021 年 4 月首届抖音电商生态大会确认将抖音电商定位为“兴趣电商”。“兴趣电商”是基于人们对美好生活的向往，满足用户潜在购物兴趣，提升消费者生活品质的电商。其核心逻辑为抖音基于 6 亿的日活用户，依托于成熟且精准的信息推荐技术和以内容为核心的商品经验模式，通过内容主动将商品推荐给潜在兴趣用户，使内容商品和海量用户需求相链接。

**2021 年快手电商将“信任电商”作为战略发展核心，其中品牌和服务商正是今年的发力重点之一。**相比白牌商品，品牌方在新渠道的运营方式更系统、更复杂，相对应的，支持生产内容、操盘流量、对接供应链资源的各路服务商也成为服务好品牌方的前提。为了支持品牌发展，快手提出“祝融计划”，该计划为 2021 年快手品牌专项营销方案，旨在助力品牌在快手建立长效经营阵地，具体包括燎原之火、专业之火、创新之火三种目标营销赛道，其中，燎原之火将提供 60 亿+人次流量扶持。

快手电商负责人笑古在快手 2021 年 7 月 22 日在杭州召开的“快手电商服务商大会”上提出了 2021 年快手电商的三个关键词：大搞信任电商、大搞品牌、大搞服务商。同时提出快手品牌电商 STEPS 模型：即品牌自播（Self-operation）、公域流量加持（Traffic）、达人分销合作（Elite distribution）、私域经营复购（Private domain）和品牌渠道特供（Specific supply）。即首先与达人进行分销合作，探索自己品牌的爆发系数，然后通过公域流量帮助品牌做新店的爬坡起步，再基于品牌人设做品牌自播、基于平台私域经济进行短视频场景下的复购经营，最后进行渠道特供品开发，更好地满足不同渠道的需求。

### 长视频：行业短期承压，内容创新完善业务矩阵

长视频行业经过十余年的摸索和整合，发展迅速，但也面临流量红利天花板。根据各家财报披露，截至 2019 年 12 月，腾讯、爱奇艺等长视频平台的付费用户数已破亿，长视频平台发展取得长足进步。但根据 QuestMobile，21Q3 在 MAU 增速上，除芒果 TV 和爱奇艺在 7-9 月同比保持增长外，腾讯视频和优酷视频均同比下滑。会员收入方面，由于爱优腾于今年 10 月 4 日宣布取消超前点播，短期内长视频平台营收增长或略有承压。

**图表16： 2019年-2021年9月优酷、腾讯、爱奇艺、芒果TV 四大长视频平台 MAU 增长率**


资料来源：QuestMobile、华泰研究

### 内容监管逐渐严格，看好具有内容创新能力和生产竞争优势的公司

自 2018 年限薪令开始，国家针对影视行业出台了一系列监管政策。通过梳理，我们认为监管主要有三条主线：

- 1)、打击行业乱象，管控“高价片酬”、“唯流量论”、“剧集注水”等现象；
- 2)、收紧内容审核，控制内容题材，网络剧、微短剧、电视剧采用同一准绳；
- 3)、把握时间节点，聚焦主题主线，讴歌时代讲好中国故事。

我们认为总体监管框架已基本明确，长视频平台及其他内容制作方也已适应新的监管要求，例如从拍摄剧集数量上看已有明显缩减：根据国家广电总局，20 年全国电视剧拍摄制作备案剧目共 670 部/2.35 万集，分别同比下滑 26.0%/31.6%，21 年 1-9 月仅为 367 部/1.20 万集，分别同比下滑 34.8%/42.3%；20 年平均单部集数为 35.3，同比下滑 7.7%，21 年 1-9 月仅为 32.8，同比下滑 7.1%。从题材和质量上看，近年来高品质主旋律剧集频出，广受观众好评。如 21 年的播出的主旋律题材《山海情》与《觉醒年代》，豆瓣评分分别达到 9.3/9.3 分，四星及以上评分占比分别达 95.1%/95.6%，评价人数分别达 35.8/37.6 万。

**图表17： 2020-2021 年影视行业重要监管政策梳理**

时间	政策/规定	发布单位	内容概要
2020/2	《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》	广电总局	反对内容“注水”，规范集数长度。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。做好制作成本配置比例情况报备工作。在电视剧网络剧完成片审查阶段，制作机构须将制作成本决算配置比例情况报告、演员片酬合同复印件，提交至有关广播电视主管部门备案。每部电视剧网络剧全部演员总片酬不得超过制作总成本的 40%，其中主要演员片酬不得超过总片酬的 70%。
2020/12	《关于网络影视剧中微短剧内容审核有关问题的通知》	广电总局	规范“微短剧”定义，明确审核标准，审查细节等问题。内容审核要求与传统时长网络影视剧同一标准、同一尺度，由广电行政部门、播出平台、制作机构严格把关。
2021/4	总局电视剧重点项目推进会	中宣部、广电总局	推进建党百年重大主题重点电视剧项目创作：坚持以人民为中心的创作导向，反映人民生活、体现人民情怀，为人民奉献精品。强化思想价值引领，弘扬主旋律、传播正能量。坚持正确的党史观、历史观，注重真实与艺术相结合，精心打造百年党史的精品长廊。
2021/9	贯彻落实文娱领域综合治理部署推动电视剧事业高质量发展座谈会	广电总局	“五个坚决”：坚决抵制文娱领域不良现象的渗透侵蚀，严格执行电视剧片酬管理规定，坚决抵制天价片酬、“阴阳合同”、偷逃税；坚决抵制流量至上、“饭圈”乱象、“耽改”之风等泛娱乐化现象；坚决抵制畸形审美；坚决抵制资本不良牟利；坚决抵制违法失德艺人。
2021/9	关于进一步加强文艺节目及其人员管理的通知	国家广播电视总局	进一步加强管理，从严整治艺人违法失德、“饭圈”乱象等问题。
2021/9	构建清朗网络文化生态自律公约	中国演出行业协会	把好文化内容关，共同遏制歪风邪气

资料来源：中国电视/网络剧产业报告 2021、看电视、华泰研究

内容监管趋严背景下，各大平台着力于拓宽内容类型边界、开发题材蓝海、拓宽新用户人群。其中：

1) 芒果TV：在10月26日于海口召开的2022年芒果营销内容发布会中，芒果TV公布了2022年将上线的电视剧片单以及综艺节目片单：电视剧方面，芒果TV共公布57部电视剧，其中季风剧场系列发布16部新剧计划，占比28.1%。2022年季风剧场有望继续突破，如国内首部科幻剧集《火星孤儿》将登陆季风剧场；综艺方面，芒果TV共拥有六大类型综艺，在优势赛道中持续深耕与创新，用优质内容维持观众忠诚度。芒果TV一方面利用优势综N代节目，将推出《乘风破浪的姐姐》第三季、《大侦探》第七季，另一方面延续对时代青年的热切关怀与对社会情绪的敏锐洞察，推出《全职爸爸》、《致富女人》《声生不息》《春日迟迟再出发》等创新节目，聚焦全职爸爸、独立女性等社会群体，贴近社会情绪，探讨社会现象；其中，《声生不息》旨在振兴港乐，通过创新赛制促进跨世代、跨地区歌手间的交流，推动港乐的新时代表达，《春日迟迟再出发》是《再见爱人》的延伸版本，将离婚男女作为恋爱观察节目的主体，开启一段相互重建彼此治愈的旅程。

2) 腾讯视频：2021年11月3日，以“内容创造美好”为主题的2022腾讯视频V视界大会于线上举行。腾讯视频在2022年度的内容布局上，储备了涉及科幻、悬疑、喜剧等创新题材的多部作品，包括根据著名科幻作家刘慈欣同名小说改编的剧集《三体》、以“时间循环”为主要设定的《开端》；与开心麻花合作的记录式喜剧《可不可以不结婚》等，品类丰富，适应多圈层用户需求。

3) 爱奇艺：2021年10月15日，2021爱奇艺IJOY悦享会于上海召开。2022年爱奇艺将持续发扬创新精神，布局“华夏古城宇宙”，充分挖掘古城IP商业价值。以《风起洛阳》《广州十三行》《两京十五日》等知名古城为核心的历史大剧有望助力爱奇艺对古城IP进行多个领域的细分开发以及有序运营。此外，爱奇艺已通过迷雾剧场树立品牌效应。自2020年5月爱奇艺推出迷雾剧场后，爱奇艺相继上线了《隐秘的角落》、《沉默的真相》等优质作品，热度与口碑双收。随着“严良”等迷雾剧场形象在深入人心，爱奇艺有望通过差异化内容定位提升用户粘性。综艺方面，爱奇艺也继续围绕年轻人兴趣爱好，发掘更受年轻人欢迎的新赛道。《中国新说唱2022》集结优秀rapper带来说唱盛宴，《萌探探案2》和《奇异剧本鲨2》则集齐推理与社交元素，聚焦年轻人中的时尚。

### “线上线下”业务融合发展，内容电商+实景娱乐成为变现新方向

芒果超媒打造芒果M-CITY明星大侦探旗舰品牌，推动IP的实景娱乐化发展。芒果利用《明星大侦探》知名IP开发剧本杀业务云平台，并逐步向产业链下游延伸，旨在通过上下游的协同作用逐步构建起在实景探案+圆桌剧本杀细分领域的全产业链优势，推动实景娱乐业务发展壮大。综艺同款实体旗舰店“芒果M-CITY”已于2021年4月入驻长沙乐和城，这是芒果从线上往线下布局业务的重大突破。10月，海口市人民政府就芒果MCITY项目落地海口事宜进行了专题研究；MCITY上海店已于今年11月12日开业。据芒果TV副总裁方菲介绍，2022年还会有15-20家MCITY店在全国多个城市开业。

小芒电商强势导流，社区功能不断完善，PGC、KOL等优质内容持续产出。2020年12月，芒果TV内容电商平台“小芒”进行公测。根据芒果TV App，芒果TV通过用户在观看视频时进行“小芒红包雨”、开屏广告、芒果TV推荐功能持续为小芒App引流，2021年3月18日至3月27日期间，每位用户只需成功邀请两位小芒新用户，即可领取芒果TV会员月卡；此外，小芒电商为《乘风破浪的姐姐2》大众评审报名的唯一入口。通过福利优惠及现象级综艺持续引流，芒果TV持续助力小芒电商发展。



小芒电商践行“内容+社区+电商”的全新电商模式，旨在搭建一个从 KOL 众创到 IP 内容专业产出的内容金字塔链路，打造基于服饰、潮玩、密室、萌宠等青年人主题的兴趣社区，同时与品牌厂商合作开发相关产品。社区内容主要包括芒果 TV 独家影视综艺自制 PGC 高质量内容；明星身边造型师、化妆师、摄影师等知名 KOL 专业内容分享；明星日常生活分享等，持续更新产出优质内容。小芒电商多次进行版本更新，重点完善了社区内容功能，用户可自定义社区频道，支持商品话题及视频话题，且设有发起话题投票功能，有助于完善社区生态，营造沉浸式的社区生态内容体验。我们认为小芒“深度内容+自营电商”的模式有望抓住“Z 世代年轻人”越发“刁钻”的口味，有助于其整体 GMV 的增长。

**潮玩、汉服、宠物用品和 IP 周边塑造平台调性，差异化定位助力提升竞争力。**小芒电商依托潮玩、汉服、宠物用品和 IP 周边商品确定平台调性并培养用户心智，以区别于淘宝、唯品会等传统电商平台大而全的电商模式。小芒电商首页设置潮玩、汉服、宠物用品和 IP 周边等 tab，开放《山河令》花絮、《山河令》及“姐姐有点芒”等话题参与入口，而芒果 TV 直接开放了芒果盲盒和销售综艺周边的芒果好物入口，使其富有平台特色，有助于其与传统电商差异化竞争。据南方都市报报道，2021 年上半年，小芒电商 SKU 快速增长突破 10 万+，总计用户规模约为 2500 万，汉服、潮玩等具 IP 垂直优势的品类开始持续发力。

**“小芒种花夜”玩转国潮热点，主流官媒背书社会价值。**以“爱国自强，顶峰绽放”为主题，由小芒与湖南卫视、芒果 TV 联手打造的首届国潮国货 IP 盛典“小芒种花夜”于 10 月 6 日晚顺利收官。晚会节目一经播出就迅速占领了国庆的热搜高位，超多网友自发在线“安利”。借助湖南卫视和芒果 TV 双平台的强大传播实力，《披荆斩棘的哥哥》、《乘风破浪的姐姐》等节目当红嘉宾的加持，“种花夜”爆发出巨大综艺能量：据芒果 TV 官方数据，盛典于 CCdata、欢网、酷云等渠道的收视率在同时段省卫视频道排名第一、共制造 131 次热搜、15-34 岁年轻人覆盖率达 25%、芒果 TV 播放量超 9600 万，集结金典有机奶、毛戈平、梅花、五菱等一众畅销国货。人民日报、新华社、光明网等一众主流官媒对“种花夜”频繁点赞，对小芒讲好“国潮”故事给予高度期待和认可。

图表 18：小芒首页汉服、潮玩、萌宠及影视综艺周边



资料来源：小芒 App、华泰研究

图表 19：芒果 TV 芒果盲盒、芒果好物推荐功能



资料来源：芒果 TV、华泰研究

建议关注长视频赛道能利用自行打造工作室等方式把控 IP 质量，持续保持优质内容创新内容产出的平台，以及稀缺的国资背景内容平台。腾讯视频背后有丰富的内容生态，IP 生产端有阅文集团、腾讯动漫、快看漫画与腾讯游戏；爱奇艺通过高质量剧场如迷雾剧场树立品牌效应，通过差异化内容定位提升用户粘性；芒果超媒拥有强国有属性，其对政策的把握和理解更强，主流媒体属性使其更擅长贴近社会热点打造爆款综艺。



## 营销和院线：把握广告市场结构性机会，期待影市 22 年表现

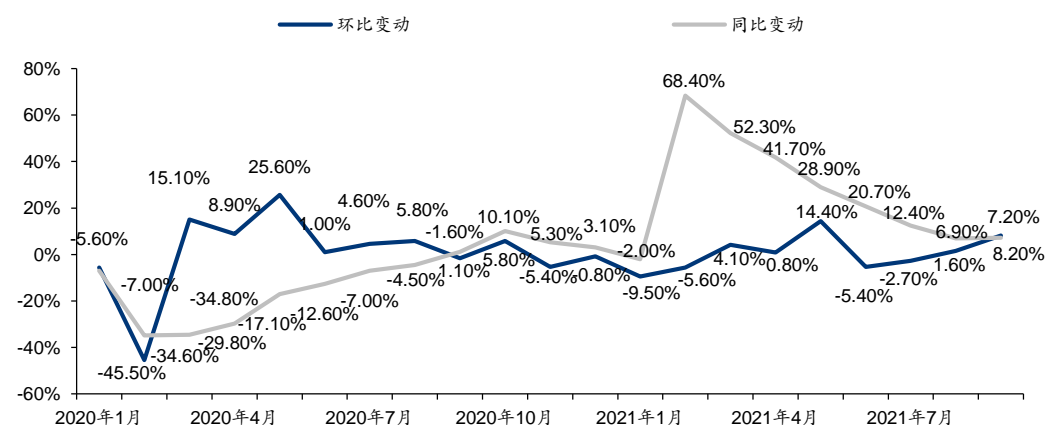
### 广告市场需求短期承压，梯媒和短视频等优质渠道价值凸显

广告市场整体受宏观经济影响较大，内部呈现结构化走势，具体看：

#### 宏观经济、监管、疫情多因素影响，21 年下半年起广告市场需求承压

**21H2 整体广告市场需求承压。**线上方面，根据 App Growing 数据，2021Q3 国内移动广告投放数量呈现逐月下降趋势，从 6 月份的 1700 万余条下降至 9 月份的 1000 万条左右；线下方面，根据 CTR，线下广告刊例花费 7、8、9 月分别同比增长 12.4%/6.9%/7.2%，增速相较上半年明显下行。广告市场需求变弱，主要受到宏观经济、政策监管与疫情等影响。

图表20： 20 年 3 月-21 年 9 月线下广告刊例费用变化



资料来源：CTR、华泰研究

**国民经济在 Q3 受第二产业影响，增速放缓。**根据国家统计局，Q3 GDP 两年复合同比增长 4.9%，低于 Q1 的 5% 与 Q2 的 5.5%。经济数据表现偏弱，三季度社融、M2 增速下降，M1 增速有较大回落，与 M2 剪刀差扩大。三驾马车中，房地产、基建等投资活动受政策等因素影响较上半年同比增速放缓；消费趋弱，社零同比增速下跌至全年最低水平；出口数据表现稳健。

**多项法律法规出台，互联网广告行业受监管。**今年以来多项影响互联网广告行业的法律法规出台，主要包括：

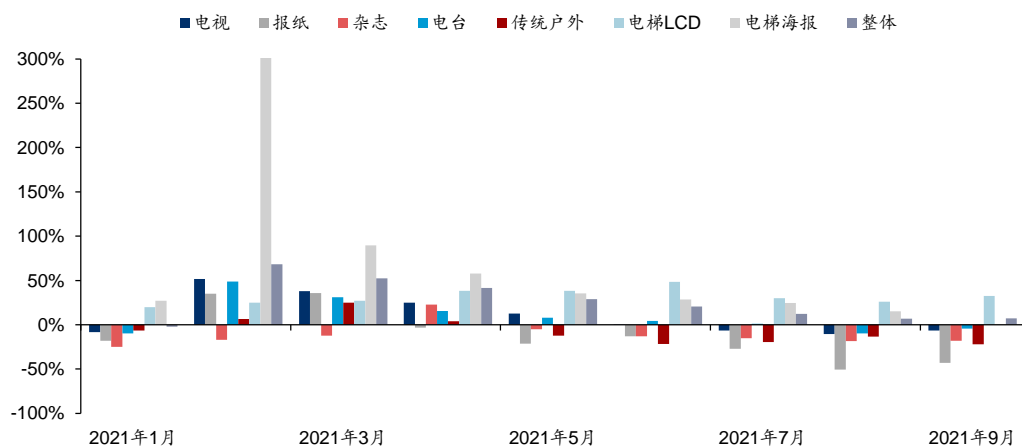
- 1) 《中华人民共和国数据安全法》于 6 月 10 日第十三届全国人民代表大会常务委员会第二十九次会议通过，自 9 月 1 日起施行。该法案起到规范数据处理活动，保障数据安全、促进数据开发利用的监管作用；
- 2) 8 月 27 日，网信办开始就《互联网信息服务算法推荐管理规定（征求意见稿）》公开征求意见，规定不得根据消费者的偏好、交易习惯等特征，利用算法在交易价格等交易条件上实行不合理的差别待遇等违法行为；
- 3) 11 月 1 日，《个人信息保护法》开始实施，对过度收集个人信息、滥用人脸识别、大数据“杀熟”、个人敏感信息等问题采取法律明文保护与制约。

总体上，我们认为多项法规的出台在短期内使得互联网广告行业步入整改期，多平台亟需做好数据安全、用户体验、算法规范、个人信息保护等多项工作，Q3 线上广告投放量受到影响。但长期而言，整改对行业起到规范作用，避免恶性竞争、劣币驱逐良币，保护用户权益，有助于互联网广告行业的健康发展。

### 电梯 LCD、影院视频投放仍同比较快增长，拉动线下广告大盘

**21Q3 电梯 LCD 和影院视频投放维持同比高增长，拉动线下广告市场大盘。**分渠道看，根据 CTR，21Q3 电梯 LCD 和影院视频广告投放同比保持较快增长，其中电梯 LCD 21 年 7 月/8 月/9 月同比增速分别为 29.9%/26.1%/32.6%，影院视频 21 年 8 月/9 月分别为 >1000%/234.1%。其余投放渠道广告刊例花费 Q3 同比增速相较于 Q2 均有所下降，其中电视、报纸、杂志、传统户外自 21 年 7 月已经进入负增长。从 21 年 9 月数据来看，所有渠道中，仅电梯 LCD 和影院视频花费为正增长，拉动线下广告市场实现 7.2% 的增长。

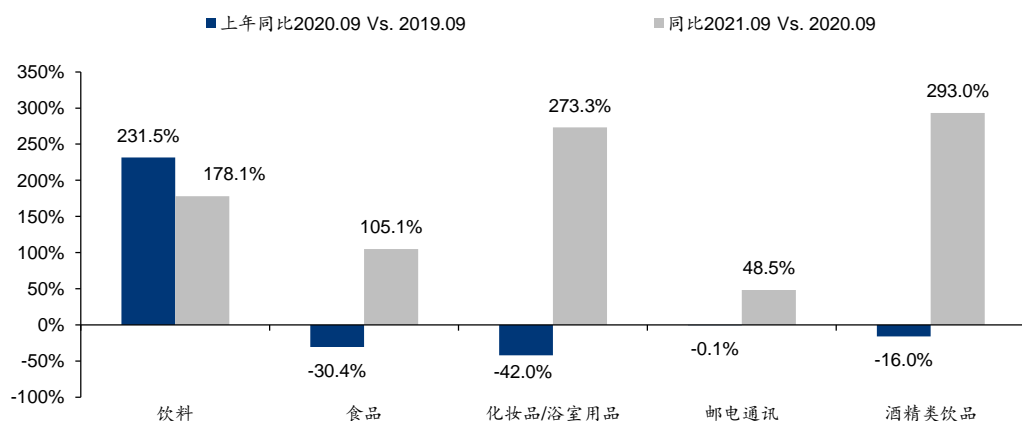
图表21： 2021 年 1 月至 2021 年 9 月 CTR 月度全媒体刊例花费同比增速



资料来源：CTR 媒介智讯、华泰研究

**21Q3 电梯 LCD 广告投放行业 TOP5 大多实现较高同比正增长。**根据 CTR 媒介智讯，7 月电梯 LCD 广告花费行业 TOP5 投入依次为饮料、食品、娱乐休闲、邮电通讯和家用电器，同比增长分别为 74%、102%、59%、-23% 和 >1000%；8 月电梯 LCD 广告花费行业 TOP5 投入依次为饮料、食品、家居、邮电通讯和家用电器，同比增长分别为 78%、176%、115%、-6% 和 >1000%；9 月电梯 LCD 广告花费行业 TOP5 投入依次为饮料、食品、化妆品/浴室用品、邮电通讯和酒精类饮品，同比增长分别为 178%、105%、273%、48% 和 293%。其中如饮料、食品、酒精类饮品等消费品均实现了较高增长，整体带动作用明显。

图表22： 2021 年 9 月电梯 LCD 广告花费 TOP5 行业增幅变化

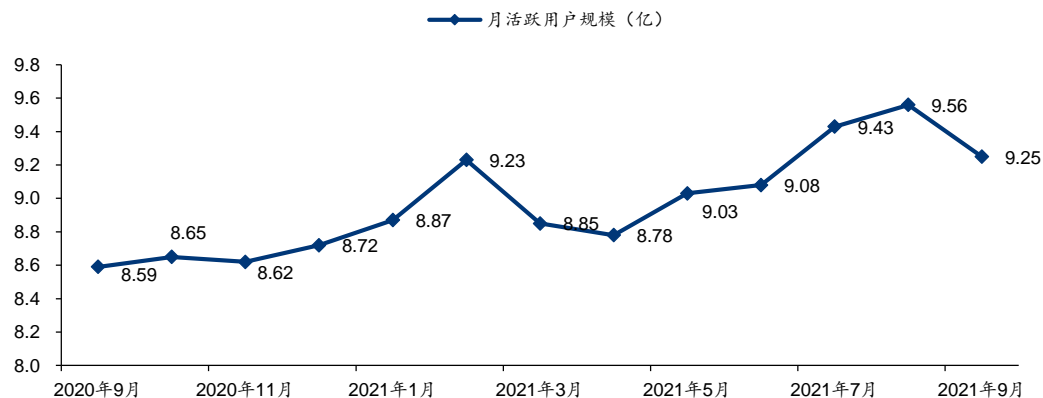


资料来源：CTR 媒介智讯、华泰研究

### 短视频为互联网广告市场提供结构性机会

**短视频流量聚集，是互联网广告市场中的景气赛道。**随着短视频产生各式玩法、精制短视频层出不穷，各大垂直类企业入驻短视频平台，短视频成为用户日常获取社会信息的重要渠道，行业活跃渗透率稳步提升。根据 QuestMobile，2021 年 7、8、9 月短视频 APP 行业月活跃用户规模分别为 9.43/9.56/9.25 亿，处于全年高位。线上广告市场三季度景气度较低，但流量资源向短视频行业倾斜，为互联网广告市场提供结构性机会。

图表23： 20 年 1 月-21 年 9 月短视频 APP 行业月活跃用户规模趋势



资料来源：QuestMobile、华泰研究

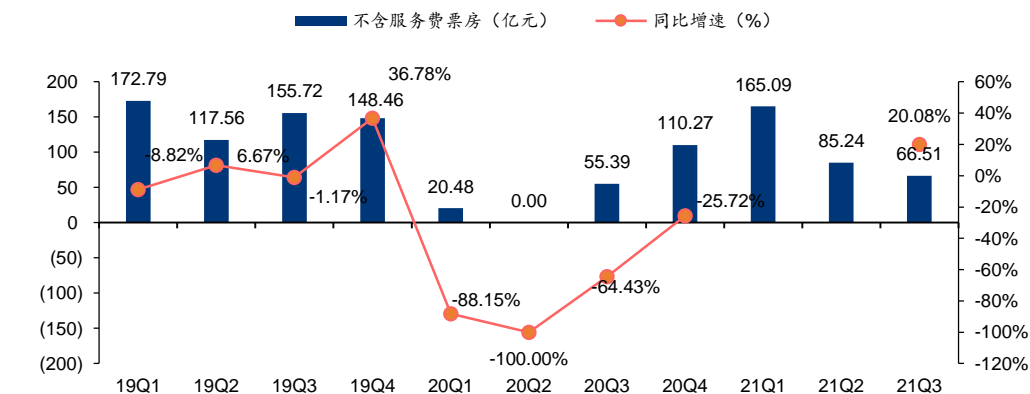
**直播电商有望为互联网广告投放提供增量。**根据艾瑞咨询，2019-2025 年中国直播电商有望以 57.7% 的 CAGR 增长，占总市场规模比例有望从 2019 年的 4.2% 增长至 2025 年的 24%，并在 2025 年达到人民币 64,172 亿元规模，我们认为直播电商将扛起电商市场的增长大旗。根据 QuestMobile，21Q3 网络购物行业在互联网广告投放费用同增 112.7%，增速居于投放费用超过 20 亿以上广告主中第一。我们预计未来直播电商有望支撑短视频广告投放，促进互联网广告大盘增长。

### 电影院线：受疫情影响影市复苏进展不佳，期待 22 年表现

**局部地区疫情反复、汛情和优质内容供给不足导致 21 年电影市场恢复不及预期**

根据灯塔专业版，21Q1-Q3 不含服务费票房为 316.84 亿元，同比上涨 317.61%，但较 19 年下降 28.97%，总体来讲，电影市场恢复进展不佳。分季度来看：21Q1 实现不含服务费票房 165.09 亿元，恢复至 19 年的 95.54%，主要受益于春节档的驱动；21Q2 实现不含服务费票房 85.24 亿元，较 19 年下降 27.49%，其中五一档表现较好，但六一档及端午档票房均低于往年，主要系新上映优质影片供应不足造成；21Q3 实现不含服务费票房 66.51 亿元，同比增长 20.08%，但较 19 年下降 57.29%，主要因全国多地疫情反复，加之部分地区受到台风、洪水等自然灾害影响，多地影院暂停营业。

图表24： 2019 年-2021 年 Q1-Q3 不含服务费票房及同比增速



资料来源：灯塔专业版、华泰研究

从压制行业表现的影响因素来看，我们认为 2022 年行业大概率将继续修复，主要基于：

1) 受益于疫苗接种率的提高和特效药研发，疫情对行业影响有望减小。国内方面，国家总体防控策略很好地统筹了疫情防控和经济社会发展，疾病预防控制局《新冠病毒疫苗接种情况》显示，截至 11 月 8 日，31 省份和新疆生产建设兵团累计报告接种疫苗 233,849.3 万剂次。21 年末全国疫苗覆盖率将达到 80%，低龄人群疫苗接种已全面启动，部分地区疫苗覆盖率已超过 95%；国外方面，根据美国辉瑞公司研究显示，其实验性抗新冠药物使高危新冠患者的住院和死亡风险减少 89%。取得授权之后，该口服药有望降低新冠肺炎感染的严重程度。总体上，我们认为 22 年疫情对行业的冲击将大幅减小，行业经营有望保持基本有序和稳定。

2) 从 21 年电影市场表现来看，观众对优质内容依然有较强的需求。根据猫眼专业版，21 年上映电影《长津湖》《你好，李焕英》《唐人街探案 3》均进入中国总票房前十。其中，春节档电影《你好，李焕英》《唐人街探案 3》票房分别为 54.1 亿和 45.2 亿；截至 11 月 8 日，国庆档电影《长津湖》总票房 55.9 亿，票房距《战狼 2》不到 1 亿，有望登顶中国影史总票房榜首。以上电影的优质表现显示观众对优质作品热情不减，市场需求仍较为旺盛，有望刺激和推动重要电影的定档决心，推动优质内容供给改善，为影市持续复苏奠定基础。

3) 展望 2022 年，多部优质重点影片有望上映，内容供给端将持续改善，助力大盘回升。在 2021 年 10 月 21 日召开的第 21 届全国院线国产影片推介会上，共计有超 120 部国产影片亮相，超 70 部影片宣布了预计上映档期，其中 20 部影片率先布局 2022 年。展望 2022 年，待映影片类型丰富，创作方向上多维并进，包括聚焦小人物奋斗、塑造平凡英雄的《没有一个春天不会来临》；刻画灾难救援、展露中国力量的《危机航线》、《惊天救援》，又有关社会议题、拓展女性视角的《我经过风暴》；现实主义题材影片《检察风云》、《猎狐行动》展现真实的“扫黑除恶”与正义力量；战争题材《无名》、《澎湖海战》等。2022 年春节档已经定档的 9 部电影则包括：文牧野导演，展现时代大潮下普通青年奋斗故事的新作《奇迹》；韩寒与沈腾二度合作，讲述少年踏上纵横四海的公路之旅的影片《四海》；以及“开心麻花”团队出品的《超能一家人》和《这个杀手不太冷静》等。

此外，重点影片还包括中影股份的《暗恋·橘生淮南》、博纳影业的《平凡英雄》和阿里影业的《龙马精神》等。好莱坞众多影片也已宣布 2022 年在北美的定档日期，包括《新蝙蝠侠》、《侏罗纪世界 3：统治》、《雷神 4：爱与雷霆》、《黑亚当》、《闪电侠》、《海王 2：失落王国》等。虽然国内定档尚早，但这意味着国内市场的供给选择进一步丰富。

总体上我们认为，电影院线板块经过长期调整，已充分反映了行业受到的冲击，压制行业估值和业绩的因素主要在于疫情以及由之造成的优质内容供给不足。随着疫苗接种率的提高和特效药研发的推进，疫情对行业的冲击在 22 年有望减小，从而有望提升电影和院线板块的业绩和估值中枢，带来投资机会。

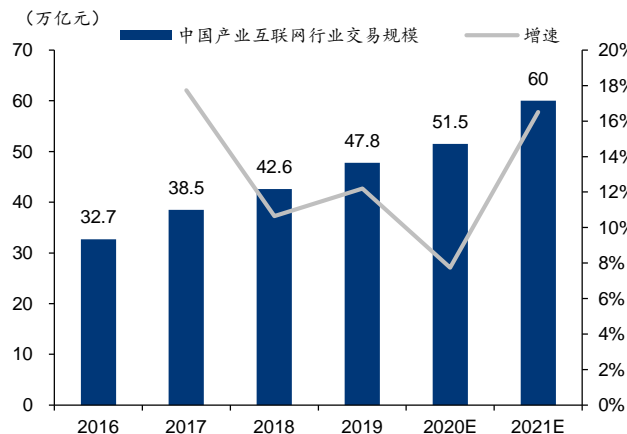


## 产业互联网：政策支持大势所趋，高景气大市场亟待挖掘

### 产业互联网保持高景气度，市场空间广阔

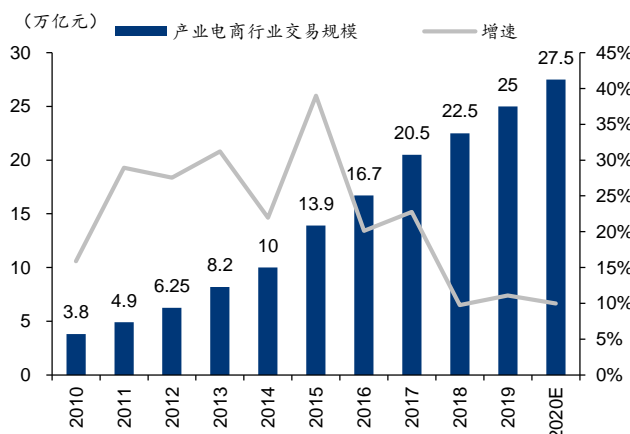
中国产业互联网市场规模持续增长，产业电商行业占据核心市场。根据网经社数据显示，2020 年中国产业互联网市场交易规模实现 51.5 万亿元，同比增长 7.74%，其中主要以产业电商行业为核心，2020 年产业电商行业预计实现交易规模 27.5 万亿元，同比增长 11.11%，占比约为 53.4%。根据中国产业研究院预测，2021 年中国产业互联网市场规模预计达到 60 万亿元，同比增长预计实现 16.5%，中国产业互联网行业将继续维持高景气度。

图表25： 2016-2021 年中国产业互联网行业交易规模及增长率



资料来源：网经社、中国产业研究院、华泰研究

图表26： 2010-2020 年中国产业电商行业交易规模及增长率



资料来源：网经社、华泰研究

产业互联网支持政策持续出台，行业继续保持较高景气度。2015 年 5 月，国务院正式颁布《中国制造 2025 战略》，首次提出工业布局工业互联网相关政策，工业互联网正式上升为国家战略，为未来中国工业互联网发展奠定基础。随后，国务院、工信部、商务部等部门陆续发布多项政策，从制造业与“互联网+”融合、智能制造、工业电商、供应链创新与应用、平台经济等多方面，为产业互联网发展构建了利好政策环境。其中，《十三五规划》明确阐述中国发展现代互联网产业体系的要求，并随后发布了工业互联网发展纲领性文件《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》，在《关于推进“上云用数赋智”行动培育新经济发展实施方案》和《十四五规划》中鼓励形成多层联动的产业互联网平台，再次强调推进数字化和产业数字化的重要性。

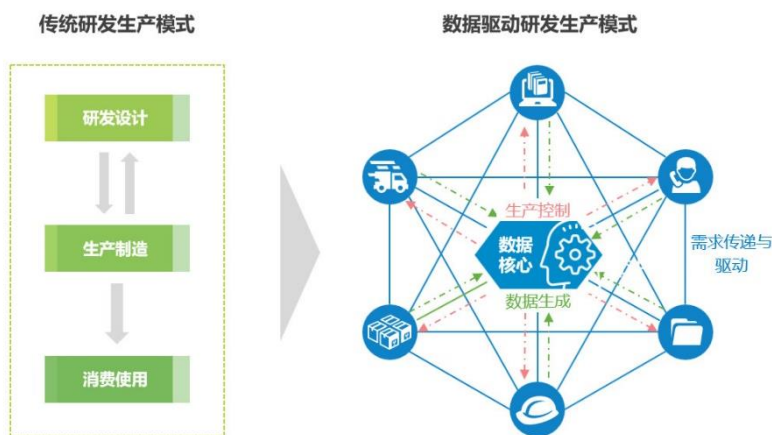
**图表27： 2015-2021 年产业互联网发展利好政策**

发布时间	政策文件	主要内容
2015 年 5 月	《中国制造 2025 战略》	推进信息化与工业化深度融合，深化互联网在制造领域的应用：促进工业互联网、与计算、大数据在企业研发设计、生产制造、经营管理、销售服务等全流程和全产业链的综合集成应用
2016 年 3 月	《十三五规划》	实施“互联网+”行动计划，促进互联网深度广泛应用，带动生产模式和组织方式变革，形成网络化、智能化、服务化、协同化的产业发展新形态。
2016 年 5 月	《关于深化制造业与“互联网+”融合发展指导意见》	支持重点行业骨干企业建立行业在线采购、销售、服务平台，推动建设一批第三方电子商务服务平台。
2016 年 10 月	《信息化和工业化融合发展规划（2016-2020 年）》	构建基于互联网的制造业“双创”新体系，推广网络化生产新模式，大力发展智能工厂，培育基于互联网的产品服务，大力发展工业电子商务，加快两化融合管理体系标准普及推广。
2016 年 12 月	《智能制造发展规划（2016-2020 年）》	推进智能制造发展实施“两步走”战略：加快智能制造装备发展，加强关键共性技术创新，建设智能制造标准体系，构筑工业互联网基础，加大智能制造试点示范推广力度，推动重点领域智能转型，促进中小企业智能化改造，培育智能制造生态体系，推进区域智能制造协同发展，打造智能制造人才队伍。
2017 年 9 月	《工业电子商务发展三年行动计划》	进一步普及及深化工业电子商务应用，建成一批资源富集、功能多元、服务精细的工业电子商务平台，不断完善工业电子商务支撑服务体系和工业电子商务发展环境。
2017 年 10 月	《国务院办公厅关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》	形成一批适合我国国情的供应链发展新技术和新模式，基本形成覆盖我国重点产业的智慧供应链体系，促进制造协同化、服务化、智能化。
2017 年 11 月	《国务院关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》	加快建设和发展工业互联网，推动互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合，加强顶层设计、统筹部署，在 2018-2020 年三年起步阶段，初步建成低时延、高可靠、广覆盖的工业互联网网络基础设施，初步构建工业互联网标识解析体系，初步形成各有侧重、协同集聚发展的工业互联网平台体系，初步建立工业互联网安全保障体系。
2018 年 4 月	《工业互联网 APP 培育工程实施方案（2018-2020 年）》	培育面向特定行业、特定场景的工业 APP，全面覆盖研发设计、生产制造、运营维护和经营管理等制造业关键业务环节的重点需求。
2018 年 4 月	《商务部等 8 部门关于开展供应链创新与应用试点的通知》	在全国范围内开展供应链创新与应用城市试点和企业试点，试点城市的主要任务是出台支持供应链创新发展的政策措施；试点企业的主要任务是应用现代信息技术，创新供应链技术和模式，构建和优化产业协同平台，提升产业集成和协同水平，带动上下游企业形成完整高效、节能环保的产业供应链，推动企业降本增效、绿色发展和产业转型升级。
2018 年 9 月	《关于推动创新创业高质量发展打造“双创”升级版的意见》	提出打造“双创”升级版的八个方面政策措施：深化放管服改革、加大财税政策支持力度、鼓励和支持科研人员积极投身科技创业、增强创新型企业引领带动作用、提升孵化机构和众创空间服务水平、引导金融机构有效服务创新创业融资需求、打造具有全球影响力的科技创新策源地、强化创新创业政策统筹。
2019 年 2 月	《关于推进商品交易市场发展平台经济的指导意见》	加快推进商品市场以发展平台经济为重点开展优化升级，构建平台生态；加强分类引导，促进商产融合；发挥集聚优势，推动协同发展。
2020 年 3 月	《推动工业互联网加快发展的通知》	加快新型基础设施建设，加快拓展融合创新，加快工业互联网试点示范推广及普及、加快壮大创新发展动能、加快完善产业生态布局 and 加大政策支持力度等。
2020 年 4 月	《关于推进“上云用数赋智”行动培育新经济发展实施方案》	大力培育数字经济新业态，深入推进企业数字化转型，打造数据供应链，以数据流引领物资流、人才流、技术流、资金流，形成产业链上下游和跨行业融合的数字化生态体系，构建设备数字化-生产线数字化-车间数字化-工厂数字化-企业数字化-产业链数字化-数字化生态的典型范式。
2020 年 10 月	《十四五规划》	立足我国产业规模优势、配套优势和部分领域先发优势，打造新兴产业链，推动传统产业高端化、智能化、绿色化，发展服务型制造；加快数字化发展；发展数字经济，推动数字产业化和产业数字化，推动数字经济和实体经济深度融合。
2021 年 3 月	《2021 政府工作报告》	发展工业互联网，促进产业链和创新链融合，搭建更多共性技术研发平台，提升中小微企业创新能力和专业化水平。

资料来源：相关政府文件、网经社、艾瑞咨询、华泰研究

随着传统产业链中不断融合新兴信息技术，产业互联网在传统消费互联网日益成熟的基础上，利用互联网思维，通过供给和需求两侧的双向建设，有效打通生产流程，打破传统互联网壁垒。当前互联网人口红利逐渐减弱，流量红利见底，但生产领域的复杂流程和海量生产节点，能够创造消费领域 5 倍以上的潜在连接规模；同时，大数据、云计算和人工智能等新兴技术的发展，数字世界正在不断向实体生产领域渗透，产业互联网作为这一进程的产物也逐渐成为互联网下一阶段发展的核心机会。通过构建不同环节与需求端的信息交互网络，产业互联网结合新一代信息技术，以数据为核心生产要素，打破了传统生产线性传导的模式。此外，相较于传统互联网的连接对象是消费者，产业互联网的连接对象为生产者，连接对象的转变使得产业互联网更加注重价值和效用，能够进一步帮助企业实现提高效率、降低成本的需求。

图表28： 产业互联网带来的生产模式转变



资料来源：艾瑞咨询、华泰研究

### 从多维度切入，工业品 B2B 电商平台保持快速增长

各行业通过产业电商平台多维度切入产业互联网市场，“一超多强”竞争格局明显。产业互联网具体包括以产业电商为核心，供应链金融和网络货运为两翼，SAAS、大数据等为支撑等多种平台业态。近年来，产业电商平台多元化发展趋势愈发明显，除综合平台以外，垂直平台涵盖纺织、化塑、农业、工业品、汽车、元器件等多个领域。此外，对比 A 股和 H 股的 10 家产业电商上市公司，行业内正在形成以阿里巴巴为首的“一超多强”的竞争格局，后者包括慧聪集团、国联股份、上海钢联、焦点科技等行业龙头公司。

图表29： 中国产业互联网产业链图谱



资料来源：网经社、华泰研究

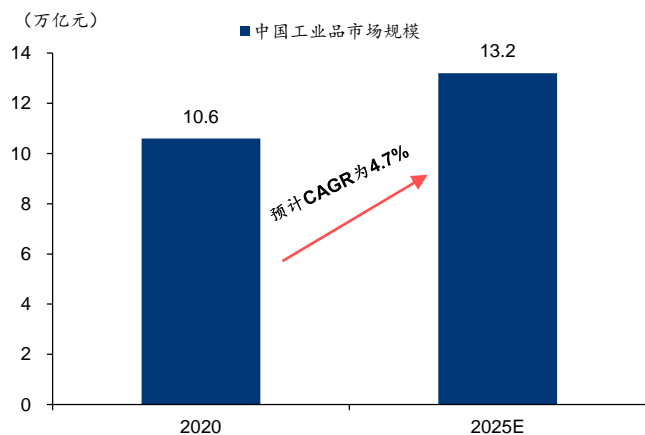
从垂直行业来看，我国工业品市场规模广阔，其中 B2B 电商渗透率快速提升。根据艾瑞咨询数据，2020 年我国工业品市场规模为 10.6 万亿元，预计 2025 年将达到 13.2 万亿元，年均复合增速为 4.7%。其中，2020 年中国工业品 B2B 电商市场规模约 0.47 万亿元，线上渗透率约为 4.5%，预计 2025 年中国工业品采购线上渗透率提升至 13.2%，市场规模将达 1.75 万亿元，年均复合增速预期达 30%。中国工业品线上渗透率将受到企业自身降本增效需求拉动，在 B2B 平台型企业的技术服务支持下快速提升，中国工业 B2B 市场规模将随之迅速增长，为 B2B 企业提供发展机会。

图表30：中国工业品 B2B 市场产业链图谱



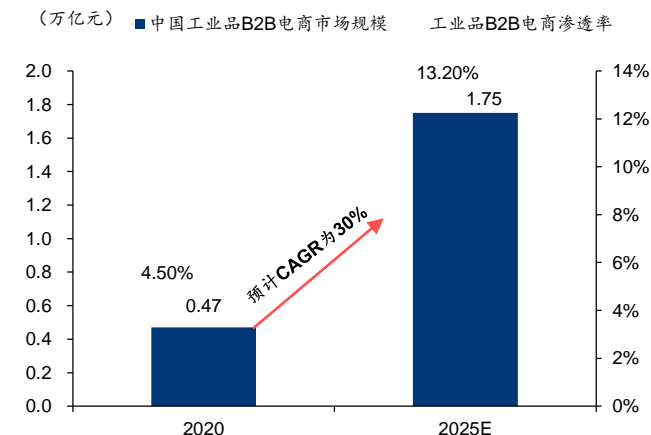
资料来源：艾瑞咨询、华泰研究

图表31：2020-2025E 年中国工业品市场规模



资料来源：艾瑞咨询、华泰研究

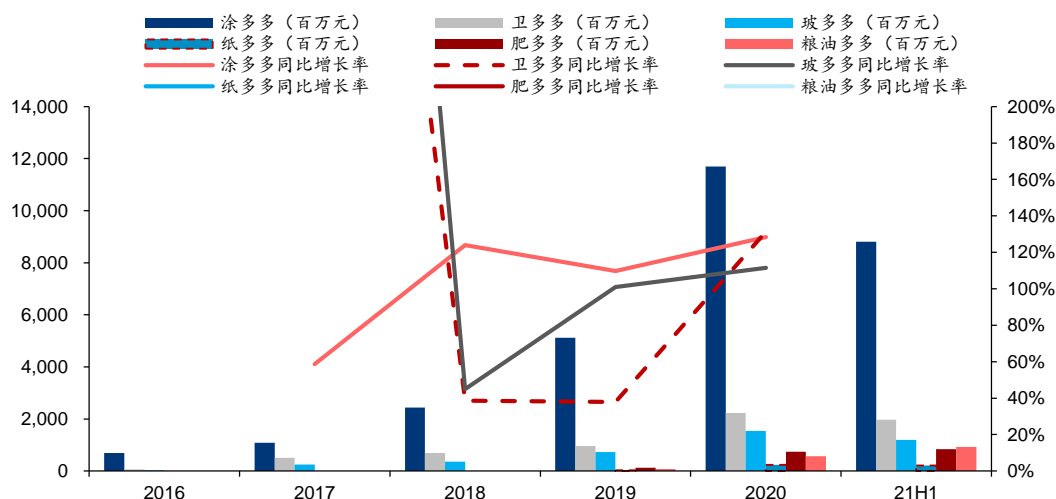
图表32：2020-2025E 年中国工业品 B2B 电商市场规模



资料来源：艾瑞咨询、华泰研究

垂直行业平台中，关注细分行业的头部平台，先发优势持续凸显。以国联股份为例，公司 B2B 电商业务以自营电商为主，通过深化各垂直领域布局，实现收入的规模提升。2014 年起，国联股份业务进入了以网上商品交易为核心的 B2B 2.0 阶段，公司通过国联资源网覆盖 100 余个工业垂直行业，并先后孵化出涂多多、卫多多、玻多多、肥多多、粮油多多和纸多多六个具有优势的垂直产业电商平台。2016-2020 年，公司总营收 CAGR 108.44%，截至 2021 年前三季度，国联股份实现营收 234.75 亿元，同比增长 134.01%；21H1 实现营收 140.34 亿元，同比增长 141.65%，网上商品交易业务营收达到 139.57 亿元，占总收入比重的 99.45%，其中多多电商的自营电商收入占公司网上商品交易业务收入比例从 2016 年的 98.87% 提升至 21H1 的 99.93%。

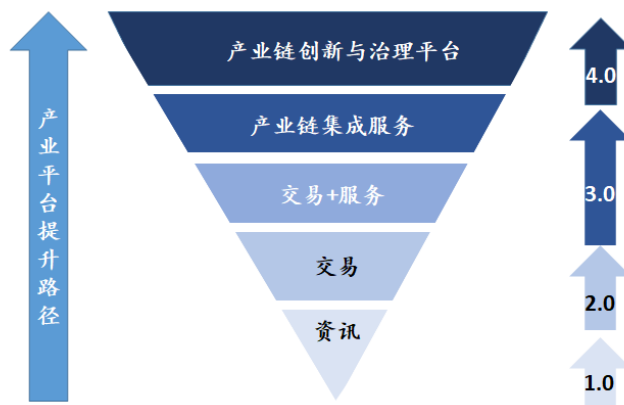


**图表33： 2016-2021H1 国联股份各多多平台营收规模及同比增速**


资料来源：公司财报、华泰研究

### 由交易向产业链深化，云工厂模式值得关注

中国产业互联网平台正式步入产业链创新与治理平台的 4.0 阶段。中国产业互联网平台随着 B2B 平台的发展而兴起，第一阶段以商业信息服务为主要商业模式，这一时期以当时阿里巴巴、环球资源为代表的几大龙头 B2B 平台垄断市场。随后，中国产业互联网平台从资讯平台转型至 2.0 阶段的在线交易平台，通过交易佣金或者产品差价获取赢利。在经历了回归服务本质，打通供应链，交易规模迅速增长的过度阶段后，中国产业互联网平台正式步入产业链集成服务的 3.0 时代。根据《2021 年产业互联网白皮书》显示，受疫情和西方卡脖子等因素影响，在政策的支持和区块链、AI、大数据等新技术的应用下，2021 年中国产业互联网步入生态与智慧发展的 4.0 新阶段。

**图表34： 产业互联网平台发展路径**


资料来源：产业互联网研究中心、华泰研究

国联股份启动“百家云工厂建设计划”，进一步深耕产业链。随着产业互联网行业迈向产业链数字化服务，国联股份自 2020 年起，积极实施云工厂建设等上游深度供应链及下游集合采购策略，并于 2021 年正式启动“百家云工厂建设计划”。数字云工厂采用深度供应链+数字化的模式，向工厂提供一站式上游原材料优化采购和下游产成品销售的服务，推进工厂持续数字化升级，核心在于降本提效。云工厂主要为直接采销模式、透明加工费模式和合伙制运营公司模式，目前已落地三个样板厂，2021 年预计签约云工厂 20 家，预计三年内实现百家云工厂的目标。

图表35： 国联股份云工厂落地情况

云工厂	产业链	备注
<b>子公司（样板厂）</b>		
涂多多云工厂（成都）科技有限公司	钛产业链	与四川盛丰钛业有限公司合资建立
涂多多云工厂（大连）科技有限公司	炭黑产业链	与新疆鑫凯高色素特种炭黑有限公司合资建立
肥多多云工厂（宜昌）科技有限公司	化肥产业链	与茂荣万润贸易湖北有限公司、湖北众信达农业发展有限公司合资建立
<b>签约合作公司</b>		
仙桃中兴电子材料有限公司	钛产业链	涂多多核心供应商
内蒙古蒙达钛业有限责任公司	钛产业链	
龙游旭荣纸业有限公司	原纸产业链	卫多多核心供应商
广西嵘兴中科发展有限公司	原纸产业链	
兰考县恒源绵业有限公司	棉纺产业链	
眉山若禹卫生用品有限公司	造纸产业链	
重庆渝成纸业业有限公司	造纸产业链	
江苏盛宝仑纸业业有限公司	纸产业链	
中玻（咸阳）镀膜玻璃有限公司	玻璃产业链	
滕州金晶玻璃有限公司	玻璃产业链	
中玻（临沂）新材料科技有限公司	玻璃产业链	
山东农大肥业科技有限公司	化肥产业链	
河北鼎康粮油有限公司	油脂产业链	
荣海生物科技有限公司	油脂产业链	
重庆蜀记油脂科技有限公司	油脂产业链	

资料来源：公司官网、华泰研究

## 技术迭代下，元宇宙打开全新增长空间

### 疫情推动线下场景虚化，元宇宙将成互联网下一站

**2020 年疫情推动线下场景线上化。**2020 年在疫情的影响下，线下活动开展受阻，社交、娱乐、工作线上化趋势明显。据《堡垒之夜 (Fortnite)》官方数据，2020 年 4 月说唱歌手 Travis Scott 在《堡垒之夜》举办的音乐会同时在线人数超 1,230 万，再次打破该游戏虚拟演唱会的最高纪录；5 月哥伦比亚大学在线上举行了 2020 届学生虚拟毕业典礼，在游戏《我的世界 (Minecraft)》中还原校园环境。同时人们对于虚拟场景的认知也逐渐发生改变，虚拟并非虚假，更不是无关紧要，线上生活从偶然转向常态化，元宇宙 (Metaverse) 的概念逐渐被认知，《头号玩家》为其提供远期想象愿景。元宇宙的概念最早由美国作家尼尔·斯蒂芬森 (Neal Stephenson) 在 1992 年出版的科幻作品《雪崩》(Snow Crash) 中提出，被定义为虚构空间的集合“超元域”，后续在《黑客帝国 (The Matrix)》《头号玩家 (Ready Player One)》《失控玩家 (Free Guy)》等科幻影视作品中也被反复提及。其中 2018 年上映的电影《头号玩家》为观众描绘了 2045 的混乱世界，人们将希望寄托于虚拟游戏世界“绿洲 (Oasis)”，只要带上 VR 头显，即可进入与现实形成极大反差的虚拟世界。绿洲有着繁华的都市，独立的经济系统，每个人家亦有各自的虚拟身份，为元宇宙提供了想象愿景。

图表36: Travis Scott 在《堡垒之夜》开展演唱会



资料来源: Fortnite、华泰研究

图表37: 《头号玩家》描绘元宇宙想象愿景

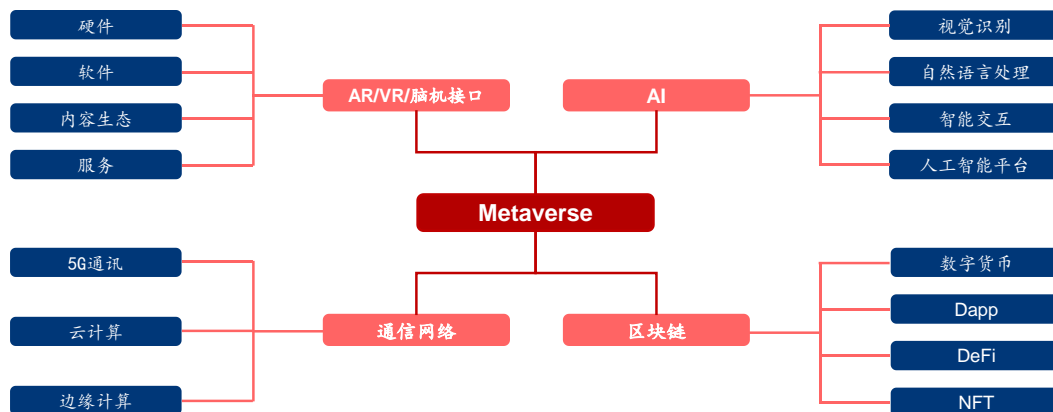


资料来源: 豆瓣、华泰研究

元宇宙本质上是现实生活在线上的映射和延伸，有望成为互联网的下一站。2021 年 3 月 Roblox 的上市再次加强了市场对于元宇宙的认知，据 Roblox CEO 巴斯祖基 (Baszucki)，元宇宙有八大特征，分别是：身份、朋友、沉浸感、低延迟、多元化、随时随地、经济系统和文明。2021 年 10 月举办的 Connect 大会上，Meta CEO 扎克伯格 (Zuckerberg) 也提出了元宇宙的八种体验：临场感、虚拟化身、家居场所、空间传送、互通性、隐私与安全、虚拟物品、自然交互。元宇宙的定义各有不同，但我们认为，元宇宙本质上是现实生活在线上的映射和延伸，强调沉浸式体验与生态系统的构建。从门户网站到 PC 互联网再到移动互联网，从文本到照片再到视频，元宇宙有望成为互联网的下一站。

**5G 云计算、AI、AR/VR/脑接口、区块链等技术将成为通往元宇宙的重要赛道，VR/AR 作为承载元宇宙的下一代计算平台有望率先落地。**5G、云计算及边缘计算解决了算力限制及信息传输的速率质量，其大规模应用渗透将为用户提供随时随地联通虚拟世界的支持；基于深度学习的 AI 人工智能提升数据采集和处理效率，并能够增强个性化的服务能力及丰富交互方式；区块链的数字货币技术不断发展，支撑元宇宙经济生活的持续拓展深化；VR/AR 将为用户带来更加具有沉浸感和临场感的数字化生活体验，目前硬件技术已实现部分沉浸，内容生态持续发展，脑机接口远期来看具有较大空间。

图表38：元宇宙底层技术支持



资料来源：竞核、腾讯云、华泰研究

### 元宇宙仍处初级阶段，大厂布局加速行业发展

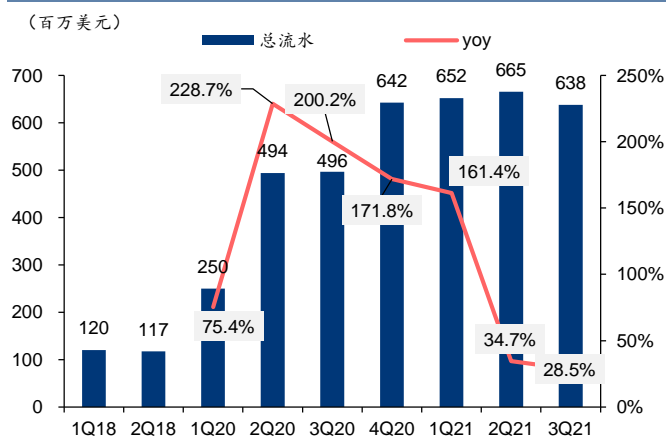
从整个发展历程来看，我们认为元宇宙的目前仍处于初级阶段。而近期 Meta (FB US)、微软 (MSFT US)、字节跳动 (未上市)、阿里巴巴 (BABA US)、腾讯 (700 HK) 等大厂布局则有效提振市场信心，为元宇宙的发展提供路径指引，同时吸引生态链企业加入，推动行业成熟。

2021 年 Connect 大会上，Facebook 宣布改名 Meta，FY21 相关投入约 100 亿美元，未来将推动内容、生态、硬件协同发展，持续助力元宇宙建设。扎克伯格表示，元宇宙建设成为公司首要目标，虽然目前仍在早期，但未来 5-10 年部分元宇宙相关技术将趋于主流。据 Meta FY3Q21 业绩发布会，公司表示 FY4Q21 公司将分 2 个部门披露业绩：1) FoA (Family of Apps) 包含 Facebook、Instagram、Messenger、WhatsApp 等；2) FRL (Facebook Reality Labs) 包含 AR/VR 硬件、软件及内容，FY21 元宇宙相关投入将达 100 亿美元。内容方面，Meta 公布了元宇宙社交平台 Horizon Home，同时加大对教育、运动健身等场景的覆盖，《侠盗猎车手：圣安地列斯》等 3A 大作即将登陆 Quest 平台；生态方面，Meta 表示公司将维持设备补贴、服务低价策略，为消费者提供平台选择，为开发者与生产者提供变现方法，持续扩大元宇宙覆盖面，探索所有权新模式，构建元宇宙经济系统，同时推出 AI 平台 Presence，助力开发者打造混合现实体验，Spark AR 则从教学与工具上赋能创作者，并将推出创作者链接功能，另外“Polar”工具持续降低 AR 创作者门槛，活跃创作者生态；硬件方面，Meta 披露了包括高端 VR Cambria 和 AR Nazare 在内的硬件平台的研发计划，未来将持续迭代升级，助力元宇宙建设。

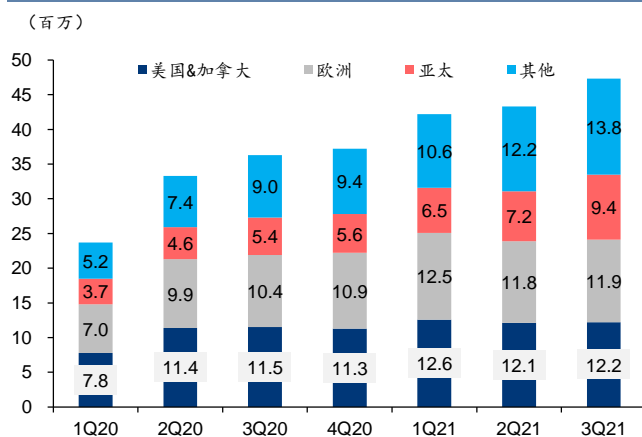
微软宣布元宇宙计划，推出 Mesh for Teams 切入办公赛道，AR 硬件技术优秀。2021 年微软 Ignite 大会上，微软 CEO Satya Nadella 宣布公司将正式入局元宇宙，同时公布 MR 办公解决方案 Mesh for Teams，预计将于 2022 年上半年推出。Mesh for Teams 将适配智能手机、平板、PC、MR 等多种设备，允许用户在多种终端上实现虚拟现实体验。据青亭网，Mesh 是微软于 21 年 3 月推出的 MR 开发平台；Teams 是微软 365 旗下的团队群聊与协作工具，我们认为，此次结合是 Mesh 混合现实功能的场景延伸，是 Teams 工具的功能拓展，Mesh for Teams 将允许员工以虚拟化身参与线上合作，能够有效增强用户参与感，凭借着 Teams 本身用户基础，助力微软从办公场景切入元宇宙赛道。硬件方面，自 2015 年推出 HoloLens 1 以来持续迭代。据 UploadVR，HoloLens 继 2018 年斩获美国陆军 4.8 亿美元订单后，21 年再获 219 亿美元订单，将在 10 年内为美陆军提供 12 万套 AR 头盔，进一步验证公司技术实力。我们认为，微软在软硬件领域已有较深积累，此次发布的 Mesh for Teams 将进一步拓展 MR 场景，加速微软元宇宙平台建设。



后疫情时代，Roblox (RBLX US) 全球化拓展加速，年龄结构进一步优化，流水持续表现亮眼，合作+收购丰富平台内容，加强社交布局。据公司财报，Roblox 3Q21 单季度充值流水 6.38 亿美元，同增 28.5%，高于 Bloomberg 一致预期 2.2%；消费总时长达 112 亿小时，同增 28.4%；DAU 达 4,730 万，同增 30.8%。Roblox 预计 10 月 1-27 日 DAU/总时长分别同增 43%/41%；10 月 28-30 日 70 小时宕机对流水影响约 0.25 亿美元，10 月实际流水预计 1.89~1.92 亿美元，同比+14%~16%，剔除宕机影响同比+30%~31%，后疫情时代 Roblox 用户/时长/流水仍然保持较快增速。据公司财报，3Q21 Roblox 13 岁以上用户占比为 50.4% (YoY +5.8pct, QoQ +0.8pct)，同比增速达 48%，高于 13 岁以下用户的 20%，其中 17-24 岁成为增速最快的年龄段；截至 3Q21，Roblox Top 1,000 内容中 aged up (13 岁+用户超 50%) 占比达 28% (YoY +18pct)，用户年龄结构持续上探优化。分区域看，3Q21 Roblox 美国 & 加拿大/欧洲 DAU 分别同比+6.1%/+14.4%，亚太/其他地区同比增速分别达 74.1%/53.3%，其中亚太 DAU 占比达 20% (YoY +4.9pct, QoQ +3.2pct)，成为用户增长的主要引擎。据映维网，2021 年 8 月 Roblox 宣布对线上聊天软件和游戏社区 Guided 完成了收购，Guided 与游戏聊天服务巨头 Discord 类似，目前支持包括英雄联盟、堡垒之夜等数百种游戏，另外 Roblox 还收购了社交视频会议平台 Bash Video，持续加码游戏社交。2021 年 9 月 Roblox 与服饰品牌 Vans 合作打造虚拟艺术展示空间 Vans World，持续丰富元宇宙内容。

**图表39：后疫情时代 Roblox 流水增速持续表现亮眼**


资料来源：Roblox 财报、华泰研究

**图表40：Roblox 用户结构持续优化**


资料来源：Roblox 财报、华泰研究

字节跳动相继投资代码乾坤、收购 Pico，加码布局元宇宙。据企查查，2021 年 4 月字节跳动斥资 1 亿元投资 VR 元宇宙概念厂商代码乾坤，同年 8 月代码乾坤正式发布元宇宙游戏《重启世界》，该游戏是代码乾坤自主研发的重启世界物理引擎的第一个应用场景，定位为沉浸式 3D 互动创造和体验社区，用户可以基于物理规则进行体验和创造，通过 UGC 内容的创作和分享扩展游戏社区。据财联社消息，字节跳动于 8 月 29 日正式收购 Pico，Pico 将并入字节跳动 VR 相关业务，整合字节的内容资源和技术能力，在产品研发和开发者生态上加大投入。据 IT 桔子，Pico 成立于 2015 年，是国内领先的 VR 硬件厂商，其 CEO 周宏伟曾任歌尔副总裁并负责 VR 产品线，核心团队曾任职于索尼、华为、LG、IBM 等公司。我们认为，此次并购 Pico 是继 Facebook 和 Oculus 之后互联网巨头与 VR 硬件产品公司的又一次结合，未来字节有望凭借自身社交、全球化方面的优势将内容应用到下一代终端设备 VR 硬件中。

腾讯目标把握全真互联网机遇，内容及社交积累丰富，全方位投资构建护城河，近期入股 VR 游戏开发商威魔纪元。马化腾于 2020 年提出：“从实时通信到音视频等一系列技术都已准备好，计算能力快速提升，推动信息接触、人机交互模式升级，线上线下一体化融合加速，未来十年是虚实共生的全真互联网”。腾讯在社交方面具有较强的优势，未来包括 QQ 和 QQ 空间在内的腾讯 PCG 肩负着其探索未来元宇宙发展的重任。除此以外，腾讯亦在全真互联网各领域进行投资布局，据 IT 桔子，腾讯于 2012 年便以 3.3 亿美元投资 Epic Game，而 Epic Games 是 3A 大作《堡垒之夜》的开发者，并且拥有虚拟引擎 Unreal，未来有望助力腾讯全真互联网建设。据企查查，威魔纪元（Vanimals）于 2021 年 9 月 1 日完成工商登记变更，腾讯旗下投资公司为其新增投资人，同时其注册资本新增 20 万元人民币，占比 19.05%。据威魔纪元 CEO 王鲲，威魔纪元与美国 Glu Mobile 合作的次世代 VR 动作游戏《永恒战士 VR》上线 5 个月便售出 1.5 万份，体现出较强的研发实力。

阿里巴巴达摩院宣布增设 XR 实验室，加强元宇宙相关技术研发。据 VR 陀螺，2021 年 10 月阿里巴巴 2021 年度云栖大会上，阿里巴巴达摩院宣布增设 XR 实验室。达摩院 XR 实验室负责人谭平表示，AR/VR 将逐渐取代手机，成为即将普及的下一代移动计算机平台，而随着计算平台的迁移，互联网的应用也随着迭代。在 AR/VR 时代，每个人都会有一个虚拟替身，显示和交互将由 2D 转为 3D，元宇宙将成为互联网行业在这个平台上的呈现。据达摩院官网，XR 实验室目前研究方向包括物品与人物的三维建模、高真实感渲染、自然人机交互、大场景地图与定位、机器人抓取操纵，并将运用于全息店铺、AR 平行世界、IDC 智能运维机器人等领域。

### VR 出货量迎来奇点，消费级 AR 临近，内容持续迭代

我们认为 VR/AR 产业链可以分为硬件、软件、内容生态、服务四大板块，Meta、Google 等平台型公司进行全面布局。分板块看，硬件包括芯片、光学、近眼显示、品牌/组装，目前 AR 设备已实现部分沉浸，全球出货量迎来拐点，同时消费级 AR 临近，多款原型机、新品发布；内容生态则是用户在 AR/VR 设备上的消费主体，目前游戏逐步形成研发+变现的正循环，社交从娱乐走向综合，影视内容持续创新、沉浸感与交互性加强，同时健身、教育、购物、展览等场景快速迭代发展。软件可划分为系统软件、工具软件，为创作者提供良好的开发环境，保障内容运行；服务则包括云服务、产业联盟等。

图41：AR/VR 产业链主要相关标的

产业链	上游	中游	下游	应用	服务
	上游	中游	下游	应用	服务
硬件	芯片	模组	整机	内容	应用
	芯片	模组	整机	内容	应用
	芯片	模组	整机	内容	应用
	芯片	模组	整机	内容	应用
软件	引擎	引擎	引擎	引擎	引擎
	引擎	引擎	引擎	引擎	引擎
	引擎	引擎	引擎	引擎	引擎
	引擎	引擎	引擎	引擎	引擎
内容	内容	内容	内容	内容	内容
	内容	内容	内容	内容	内容
	内容	内容	内容	内容	内容
	内容	内容	内容	内容	内容
应用	应用	应用	应用	应用	应用
	应用	应用	应用	应用	应用
	应用	应用	应用	应用	应用
	应用	应用	应用	应用	应用
服务	服务	服务	服务	服务	服务
	服务	服务	服务	服务	服务
	服务	服务	服务	服务	服务
	服务	服务	服务	服务	服务

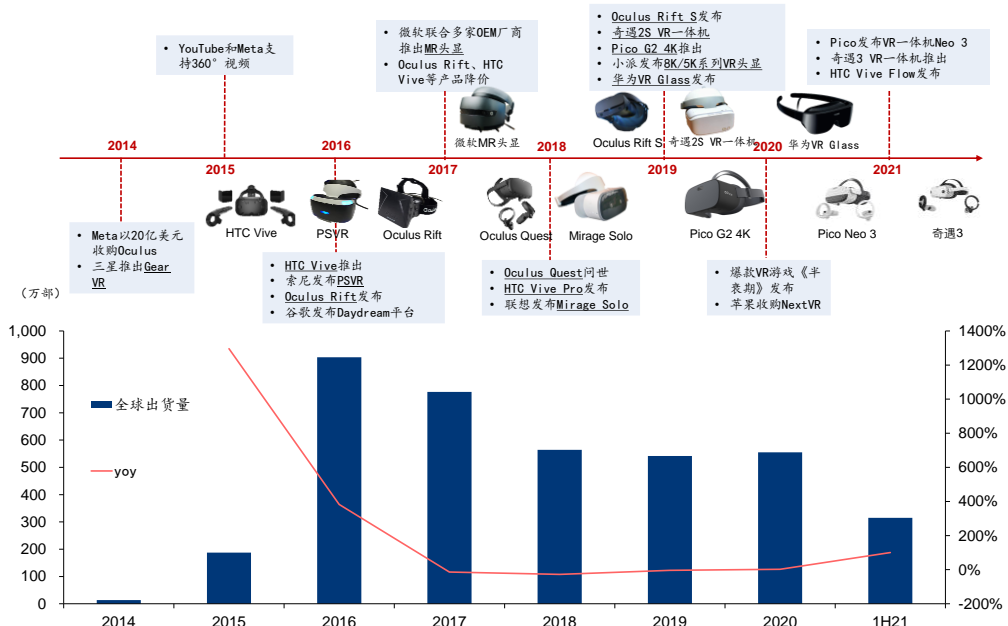
资料来源：Bloomberg、Wind、VR 陀螺、华泰研究

## VR 设备部分沉浸，出货量迎来拐点，技术持续升级

VR 设备处于部分沉浸阶段，1H21 出货量同增 100%，迎来第二增长曲线。自 2010 年第一台 Oculus Rift 原型机问世开始，全球 VR 产业便从模型构建开始进入实战阶段，Meta、索尼、HTC、三星为代表的智能终端研发大厂纷纷加码。然而，受制于光学元件、芯片、显示屏等硬件技术，叠加优质内容匮乏以及网络时延等因素，终端用户佩戴体验及游戏体验不佳，2017 年全球 VR 市场进入低迷期。自 2019 年起，5G 高速网络的普及有效降低时延带来的眩晕感，同时菲涅尔透镜、Fast LCD、VR 专用芯片等硬件设备的引入提升设备清晰度、减轻设备重量、优化视场角及沉浸感，VR 内容亦加速迭代丰富，产品体验显著提升。据中国通信院《虚拟（增强）现实白皮书》，目前虚拟现实设备已处于部分沉浸阶段。从出货量来看，根据 IDC 数据，2017/2018/2019 年全球 VR 出货量分别同降 14.1%/27.3%/4.0%，连续 3 年下滑；2020 年全球 VR 出货量同比增长 2.5%至 555.3 万部，2017 年以来首次正增长；1H21 出货量为 315.1 万部，同比增速高达 100.5%，迎来第二增长曲线。



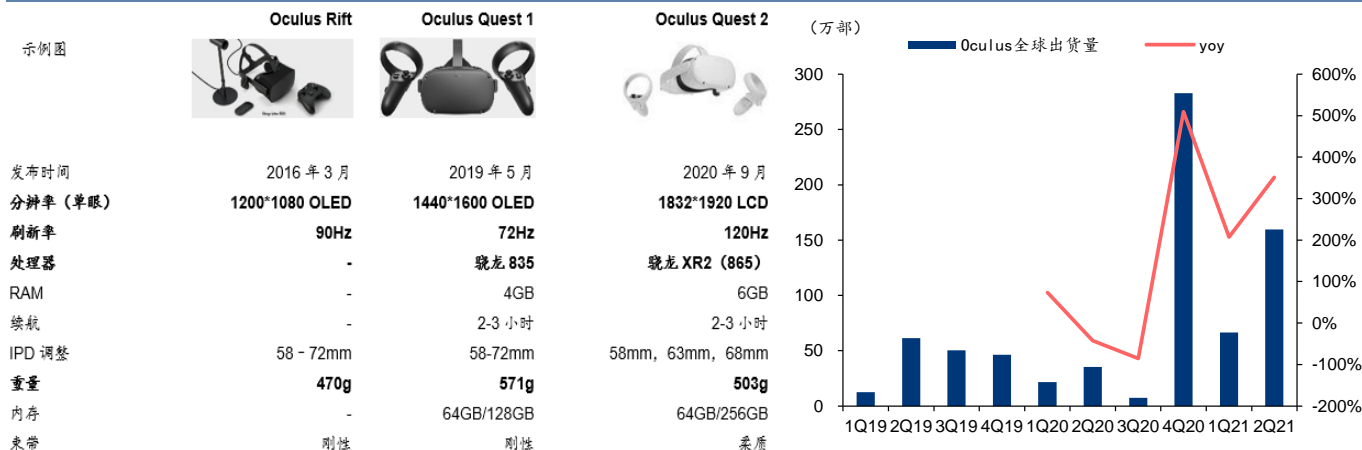
图表42： 2014-1H2021 全球 VR 出货量及 VR 产品变迁



资料来源：IDC、公司官网、华泰研究

从出货量结构上看，Oculus Quest 2 绝对领先，带动 VR 硬件大面积铺开。Meta 于 2014 年收购 Oculus 布局 VR 业务，2020 年 9 月 Oculus 推出 Quest 2 新品，头显重量仅 503 克、刷新率高达 90Hz、搭载高通骁龙 VR 专用芯片 XR2、分辨率较上一代高 50%、具备更大内存和更快的响应速度而售价仅 299 美金，性价比显著提升。次年 4 月，Oculus 通过软件升级将产品刷新率从 90Hz 提升至 120Hz，进一步优化用户体验。据 IDC 数据，20Q4 Oculus 凭借 Quest 2 的发布出货量环比 20Q3 提升 3671% 至 283 万部，1H21 出货量同比继续保持高速增长，出货量达 226 万部，同比 1H20 提升 297%，全球出货量占比高达 71.7%，持续保持绝对领先，带动 VR 硬件设备大面积铺开。

图表43： 2020 年 9 月发布 VR 新品 Quest 2 硬件配置全面优化&amp;Oculus 全球出货量同比快速提升



资料来源：Oculus 官网、IDC、华泰研究

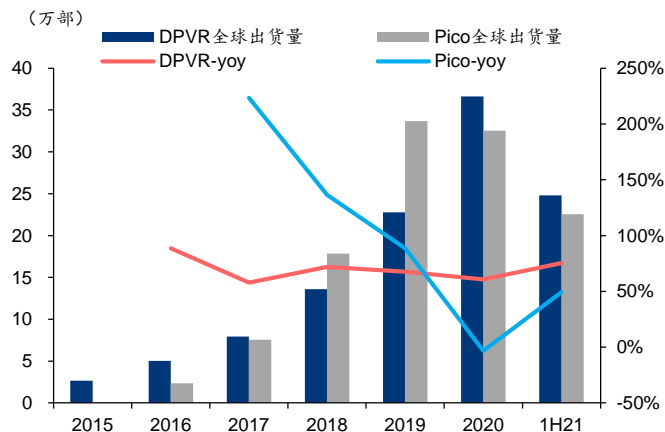


**Meta 计划将 Quest 2 个人和办公两用进一步打开市场，高端 VR 头显 Cambria 预计 22 年上线，有望持续优化硬件体验。**扎克伯格表示，Oculus 品牌名也将随着公司改名而取消，未来计划将其打造成一款个人和办公两用的头显，2022 年起 Oculus Quest 2 将改名为 Meta Quest 2，用户可用办公账号登录，不再局限 Facebook 账号。此外，公司为 Quest 2 推出了一套运动配件包，为进一步打开市场、扩展应用场景奠定基础。同时 Meta 公布代号为 Cambria 的高端 VR 头显项目，具备 RGB 透视功能，向影像 MR 方向更进一步，或可以与苹果 MR 产品同台竞技。新头显配备的摄像头可以将高清全彩影像直接传输到显示屏上，功能较 Quest 更加完善。新品也将支持面部追踪、眼球追踪功能，更好的实现虚拟形象的表情传递，手势追踪、语音助理功能也将升级。据 VR 设备负责人 Angela，Cambria 在光学上取得重要突破，采用提高视觉保真度的 Pancake 折叠光学透镜，将显著降低 VR 头显的厚度和重量。

**DPVR、Pico 等本土品牌终端亦呈快速普及趋势。**2020/1H21 DPVR 全球出货量分别达 37/25 万部，分别同比提升 61%/75%；1H21 Pico 全球出货量达 23 万部，同比提升 49%，增速较 2020 年提升 53pct。2021 年 5 月 10 日，Pico 发布最新一代 VR 一体机 Neo 3，搭载高通骁龙 XR2 平台，硬件性能提升明显，未来在字节的加持下，VR 销量有望持续向上。

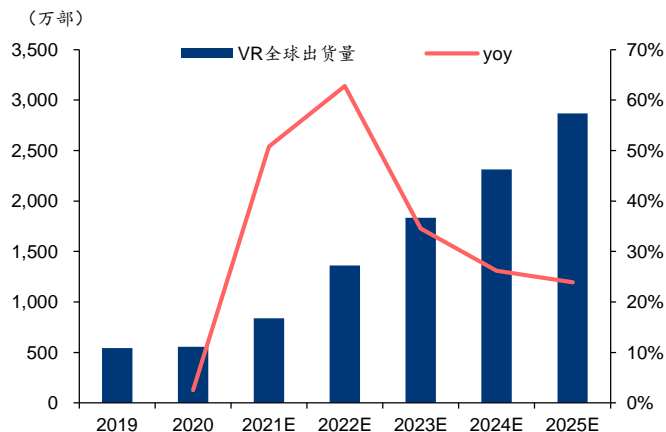
据 IDC 预测，全球 VR 出货量高增长有望维持，2021 年预计达 837 万部，同比提升 51%，2025 年全球 VR 出货量有望达 2,867 万部，21-25 年 CAGR 为 38.9%。

图表44：Pico/DPVR 全球销量持续提升



资料来源：IDC、华泰研究

图表45：2019-25 年 VR 全球出货量及预测

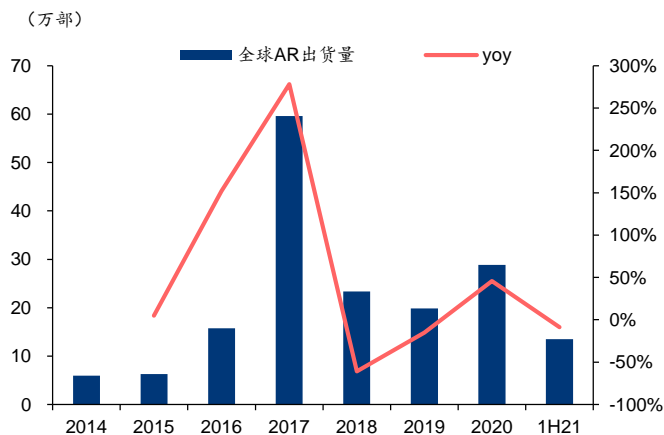


资料来源：IDC、华泰研究

### AR 以 B 端为主，多款原型机、新品发布，消费级产品临近

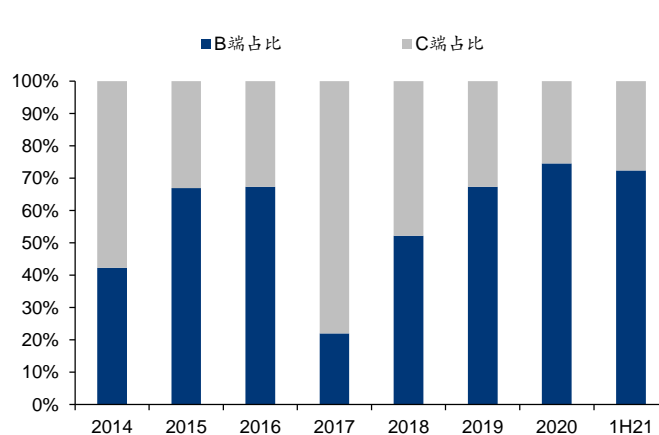
AR 眼镜目前以 B 端应用为主，但随技术升级，消费级 AR 临近。AR 能够通过图像、视频、3D 模型等技术为用户提供基于真实环境的补充或增量信息，谷歌、苹果、百度和阿里等科技巨头纷纷加码发布 AR 开发平台，但受制于复杂的光学模组原件、高昂的成本，目前的 AR 应用主要集中在 B 端。据 IDC 数据，1H21 全球 AR 出货量达 13.5 万部，同比下滑 8.8%，其中 B 端出货量为 9.7 万部，占比高达 72.3%。随着 AR 技术持续迭代升级，多款新品、原型机发布，消费级 AR 临近。

图表46：2014-1H21 全球 AR 出货量及同比增速



资料来源：IDC、华泰研究

图表47：2014-1H21 全球 AR 出货量结构



资料来源：IDC、华泰研究

**苹果 AR 眼镜有望 2022 年量产。**9 月 22 日，据 Digitimes 电子时报报道，有供应商透露苹果首款 AR 眼镜/产品目前已完成 P2 原型机测试，即将进入 EVT 阶段，预计 2022 年开始量产。此次 AR 产品预计分为高端线和大众线，其中高端线将采用 5nm 制程晶片，内含摄像头和激光雷达传感器，镜框部分采用高强度轻量化含有微量稀土元素的镁合金材料。

**Meta 发布“Project Nazare”AR 眼镜计划，相关技术已有布局。**2021 年 9 月 Meta 联合雷朋联合推出智能眼镜 Ray-Ban Stories，扎克伯格表示，该产品并非 AR 眼镜，但目前已具备通话、拍照、录像、音乐播放等多种功能，同时内置领先的隐私保护功能，录像时 LED 灯将开启，在一定程度上为 AR 眼镜的开发打下基础。扎克伯格同时公布了“Project Nazare”AR 眼镜计划，并表示为实现目标外形与 AR 功能，需将全息显示器、投影仪、电池、收音机、定制硅芯片、相机、扬声器、传感器等集成到大约 5 毫米厚的眼镜中，具体项目的落地仍需时日，但相关技术已有布局。

**Nreal 推出第二代消费级智能眼镜 Nreal air，资本加持下有望持续升级体验。**据青亭网报导，2021 年 9 月 Nreal 推出第二款智能眼镜 Nreal air，是一款主打观影的消费级产品。Nreal air 镜框更加轻薄，质量由 Nreal Light 的 105g 下降至 77g，由于没有摄像头，仅支持 3DoF 模式。光学方面，据 VR 陀螺，Nreal air 视场角为 46 度，同时搭配 Micro OLED 屏幕，刷新率达 90Hz。据青亭网报导，Nreal air 支持 iPhone 及 iPad 以及大多数安卓设备，预计将于 11 月向日本、韩国和中国发售。同年 9 月 Nreal 宣布完成 C 轮融资，融资额超 1 亿美元，Nreal 创始人兼 CEO 徐驰表示，本轮融资将用于新产品及技术研发，核心光学模块的量产爬坡及推进面向消费者和企业用户的垂直市场商业化进程。据 Nreal 官方公众号，过去 12 个月内，Nreal 累计完成 1.5 亿美元融资，资本加持下有望持续升级硬件体验。

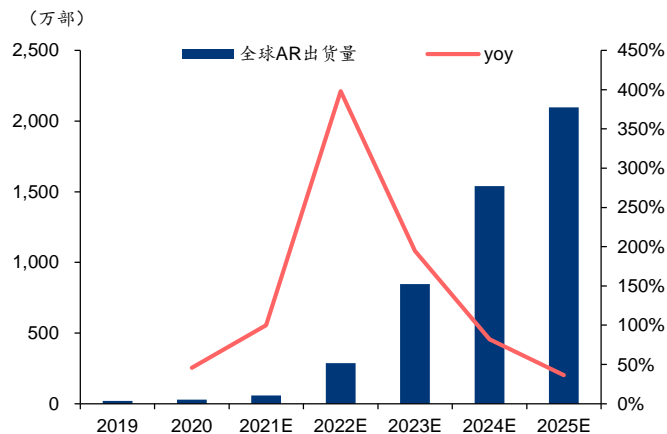
据 IDC 数据，未来全球 AR 出货量有望保持高速增长，2021 年预计为 57.7 万部，同比提升 100%，2025 年有望达 2,098 万部，21-25 年 CAGR 为 136%。

图表48: Nreal air 示意图



资料来源: Nreal、华泰研究

图表49: 2019-25 年全球 AR 出货量预测及同比增速



资料来源: IDC、华泰研究

### 游戏、社交生态繁荣，应用场景逐渐拓展

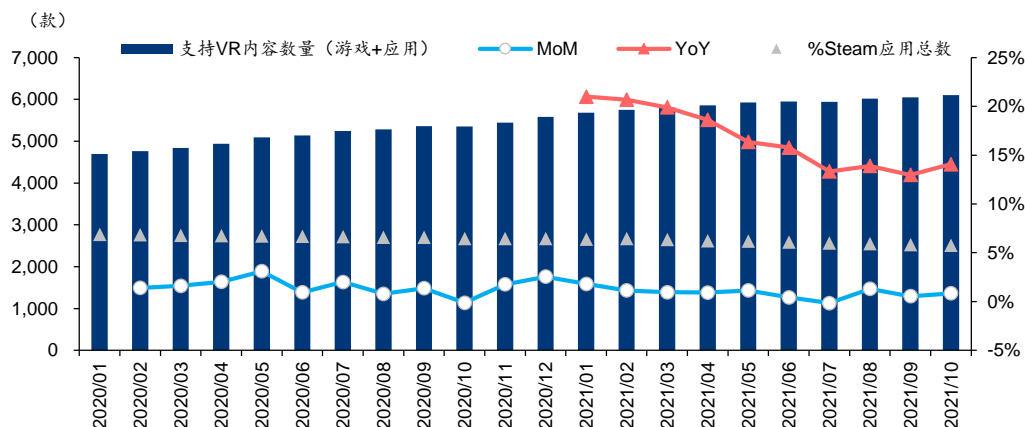
#### 1) 伴随硬件普及，VR 内容持续丰富、玩家规模提升

**Steam 平台内容数量稳定增加。**据青亭网统计,2021 年 10 月 Steam 平台应用总量 105,835 款,较上月(103,892)环比提升 1.87%; Steam 平台支持 VR 的内容为 6,102 款,较上月(6,018)环比提升 0.84%,占应用总数的 5.77%。

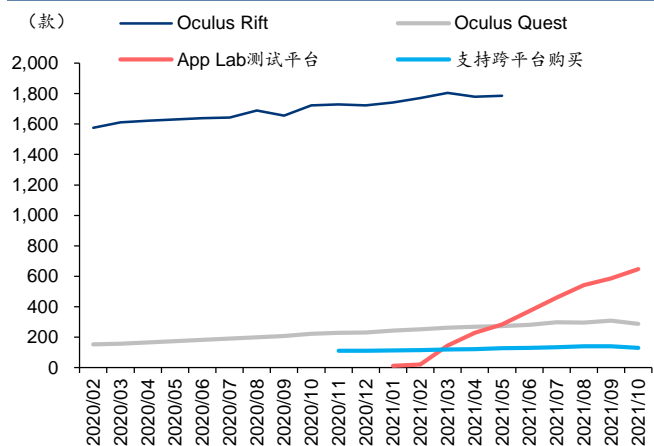
**Oculus Quest 平台对应用质量要求较高,上线难度较大,而 App Labs 有效降低开发者门槛,上线以来应用数量保持快速增长。**据 FRL 内容生态系统总监 Chris Pruett,因为早期 Quest 均为 VR 的新用户,因此用户行为与 VR 体验强相关,为保证用户体验,早期 Quest 仅与特定数量的开发者合作,因此上线 Quest 难度较大,应用的质量也较高,据青亭网,2021 年 10 月 Oculus Quest 平台应用数量为 287 款,较上月(308)环比下滑 6.82%。2021 年 2 月 Meta 上线 App Lab,其功能上与侧载类似,允许用户安装未在 Quest 平台上应用,但作为 Meta 的官方解决方案,操作较侧载更加简便,极大程度上降低了应用推出的门槛。Oculus Rift 则为 PC VR 打造。据青亭网统计,2021 年 10 月 App Lab 应用和游戏数量达 647 款,较上月(585)环比提升 10.60%,自 2 月份首发测试后保持较快增速; Oculus Rift 平台中支持跨平台购买的游戏为 130 款。

**SideQuest 应用呈增长态势。**据青亭网统计,截至 21 年 10 月底,第三方平台 SideQuest 应用数量达 2,059 款,其中付费应用 487 款。由于 SideQuest 允许游戏插件或 DLC 作为项目单独发放,数据仅供参考,但整体保持增长态势。

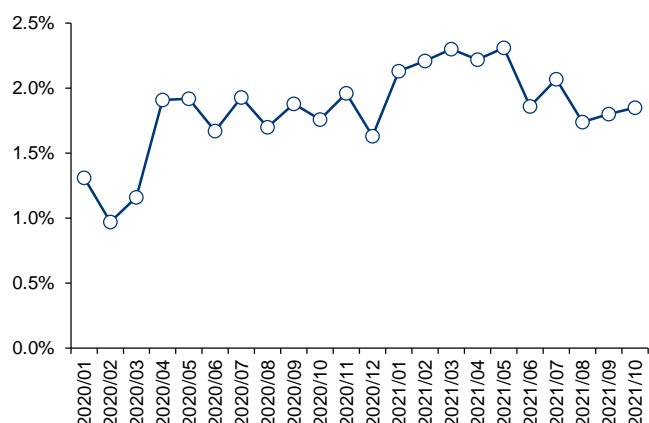
**10 月 Steam VR 活跃用户数占比环比提升,用户总量约 222 万,生态保持活跃。**据 Steam 平台公布的统计数据,2021 年 10 月 SteamVR 活跃玩家占 Steam 总玩家数量的 1.85%,较上月(1.80%)提升 0.05 个百分点。此前几个月,PC VR 活跃用户几乎保持在 2.2-2.3% 大关,6 月份出现大幅回落,8 月继续出现下滑,9 月以来有所回升。据青亭网预测,Steam 平台 10 月份活跃 VR 用户约 222 万人。

**图表50： 2020.01-2021.10 SteamVR 内容数量、月环比、年同比及占 Steam 应用总数比例**


资料来源：Steamspy、青亭网、华泰研究

**图表51： 2020.02-2021.10 Oculus 平台 VR 内容数量**


资料来源：Steamspy、青亭网、华泰研究

**图表52： 2020.01-2021.10 SteamVR 占 Steam 总玩家份额统计**


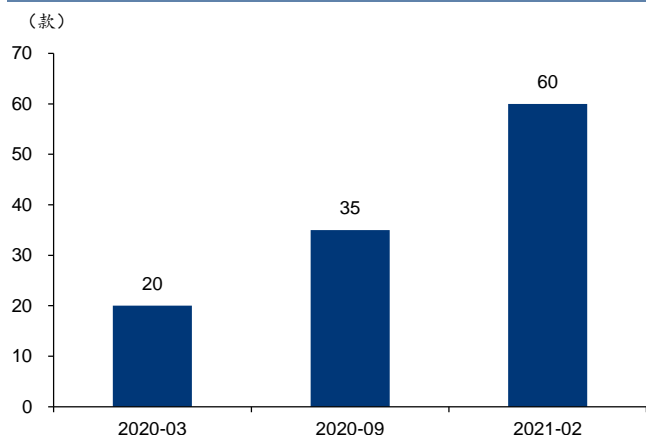
资料来源：Steamspy、青亭网、华泰研究

## 2) 优质游戏已取得亮眼表现，逐步形成研发变现正循环

**VR 游戏内容加速迭代更新，逐渐形成研发变现正循环，多款游戏出圈。**2021Connect 大会上，扎克伯格表示，游戏是大量用户接触元宇宙的第一场景，优秀的内容创作者及 Epic Games（未上市）等头部平台正以其为突破口切入元宇宙赛道，Meta 将致力于打造健康的 VR/AR 生态系统，使得行业能够走向正向循环。据 Meta 官方数据，Quest 平台 2020 年 3 月总共 20 款游戏收入破 100 万美元，2020 年 9 月增至 35 款，随着 Quest 2 的大面积铺开，截至 2021 年 2 月，已有 60 款游戏收入破百万，约占应用总数的 1/3，其中破千万的游戏包括《节奏光剑》《公民一号》(Population: One)、派对游戏《Rec Room》《VR Chat》，独占作品《Echo VR》，以及军事模拟游戏《Onward》。

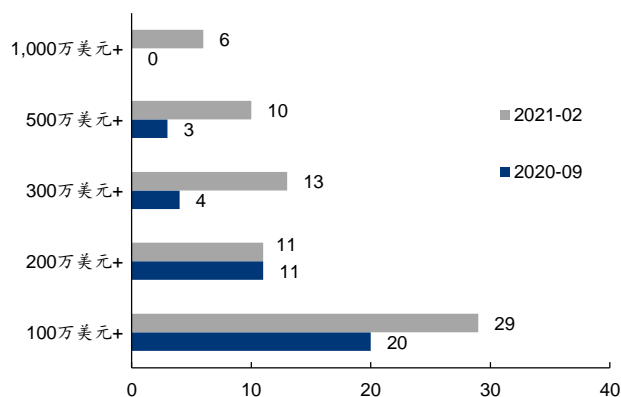


图表53: Quest 平台收入破 100 万美元的游戏数量 (截至 2021-02)



资料来源: Quest、华泰研究

图表54: Quest 平台游戏收入情况 (截至 2021-02)



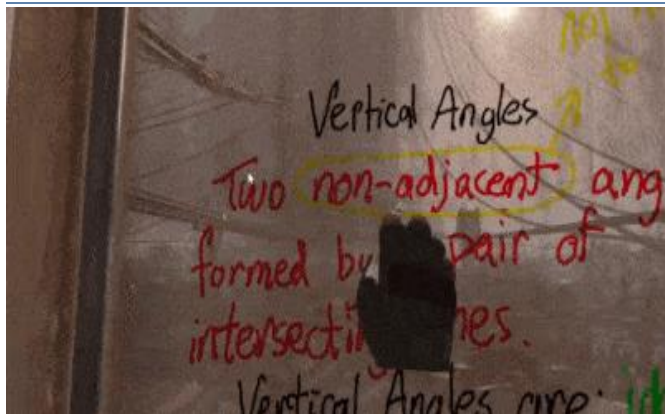
资料来源: Quest、华泰研究

《半衰期: 爱莉克斯》(Half-Life: Alyx) 作为一款出圈的 3A 大作, 凭借优质的内容, 成功带动硬件销售增长、玩家数量提升, 上线多年仍然保持活跃。《半衰期: 爱莉克斯》是由 Valve (未上市) 研制的 VR 独占重度 RPG 游戏, 该游戏使用 Valve 自家研制的 Source 2 引擎打造, 优秀的贴图和光影渲染使得游戏画面非常逼真, 在最高特效之下也能保持流畅运行。不同于其他游戏仅仅依靠物品贴图来完善场景, 在本游戏中, 玩家能够与几乎任何物品发生交互, 小至收音机的旋钮, 大至游戏中的怪物猎头蟹, 具有逼真的物理交互和场景细节。与此同时趣味性的解谜设计、经典 IP 的剧情延续以及音乐画面营造的整体氛围, 使得游戏更趋向于一部完整的 3A 大作, 也加深了玩家的沉浸式体验感受。由于购买 VR 设备 Valve Index 将免费赠送《半衰期: 爱莉克斯》, 根据 Nielson's SuperData, 19Q4 游戏发布后, 售价 999 美元的 Valve Index 相继在 31 个国家售罄, 19 年全年销量达到 14.9 万份, 而 19Q4 销量占全年的 70%。在《半衰期: 爱莉克斯》的推动下, 2020 年 3 月起 Steam 平台 VR 在线用户数量大幅攀升, 3 至 4 月平台 VR 用户数分别为 25.58 万人 (QoQ: 49%) 和 45.29 万人 (QoQ: 77%), 占 Steam 平台用户总数的比例为 1.16% 和 1.91%。据 Steam 与 Playtracker, 截至 21 年 11 月 10 日, 该游戏在 Steam 平台累计用户数达 170-180 万, 活跃用户数约 82 万 (定义为近 2 周登录游戏用户), 累计获得 6.3 万个评价, 好评率达 98%。

《Beat saber》内容持续更新迭代, 截至 21 年 10 月仅 Quest 平台营收破 1 亿美元。《Beat Saber》是一款由 Beat Games 团队开发 VR 音乐节奏类游戏, 有着炫酷的游戏场景和高清画质, 并结合 VR 创新玩法, 玩家需要伴随着动感的音乐, 使用指尖模拟光剑按照指示挥舞方向, 切割飞驰而来的立方体并避开障碍。该游戏音乐极具动感, 包含小鼓、贝斯、嘻哈等多种风格的音乐, 且均为手工制作, 具有较强的节奏感、打击感强, 同时视觉效果与音乐节拍的完美结合极具沉浸感。除此以外, 《Beat Saber》的门槛较低, 游戏规则简单, 任何人都可轻松操作。Meta 表示, 2021 年至今《Beat Saber》已完成 4 次免费更新, 推出包括 Skrillex 和 Billie Eilish 等的可下载音乐包。截至 2021 年 Connect 发布会, 《Beat Saber》仅 Quest 平台收入便超 1 亿美元。Meta 表示, 2022 年将持续加码, 为用户带来更多的歌手曲目。据 Steam 官网与 PlayTracker, 截至 21 年 11 月 10 日, 该游戏在 Steam 平台累计用户数达 200-210 万, 活跃用户约 110 万 (定义为近 2 周登录游戏用户), 相对保持稳, 评价数量为 5.7 万, 好评率达 96%,

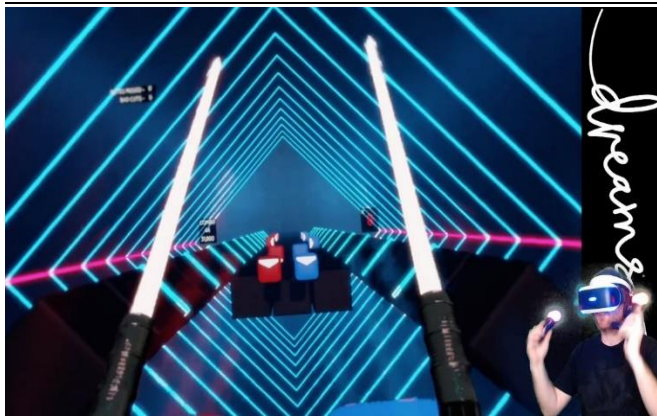
VR 游戏储备丰富, 多款大作将登陆 Steam 与 Quest 平台。据 Steam 官网, 《After the Fall®》《Zenith: The Last City》《Ilysia》等多款热门 VR 独占游戏有望在 2021 年年内上线。Quest 平台方面, 2021 年 Connect 大会上, Meta 宣布将与《亚利桑那的阳光》开发商 Vertigo Games 合作开发包括《Deep Silver》在内的 5 款 VR 游戏; VR 独占中世纪奇幻沙盒游戏《Blade and Sorcery: Nomad》将于 21 年 11 月 4 日上线 Quest 2; VR 射击游戏《After The Fall》将于 12 月 9 日全平台发放; 3A 大作《侠盗猎车手: 圣安地列斯》亦将登陆 Quest 2 平台。

图表55: 在《半衰期: 爱莉克斯》中玩家可以自由作图



资料来源: 游研社、华泰研究

图表56: 《Beat Saber》游戏场景示意图



资料来源: TechCrunch、华泰研究

图表57: Steam 即将推出的热门 VR 独占游戏

游戏名称	预计推出时间	类型	内容
VR Giants	即将推出	动作	VR Giants 是一款本地多人合作游戏, VR 玩家扮演巨人 Goliath, 手柄玩家扮演矮人 David。David 可以将 Goliath 的身体作为桥梁穿越地形, 但 David 非常容易受到火焰、尖刺等伤害, 因此 Goliath 需要保护 David 并一同收集硬币和钥匙以获得自由。
DAVIGO	即将推出	动作、独立	1 名 VR 玩家化身巨人 Goliath 与 1-4 名扮演 David 的 PC 玩家对抗
UBOAT VR	即将推出	模拟	《UBOAT》是一款二战时期潜艇的模拟游戏。这款沙盒类生存游戏包含船员管理机制, 游戏主题是德国水手的生活
AGAINST	预计 2021 年	动作、休闲	AGAINST 是一款节奏 VR 游戏, 玩家依照音乐节拍射击并击败黑手党势力
After the Fall®	预计 2021 年	动作、冒险	这款游戏由《亚利桑那阳光®》的开发团队制作, 是一款 VR 动作 FPS 游戏, 最多 4 名玩家将进入 80 年代风格的后末世 VR 世界对抗丧尸。
剑之梦语	预计 2021 年	动作、冒险、独立、角色扮演	成为一名动漫主角, 在 VR 中探索奇幻世界。使用独特的技能和剑技来击败入侵的敌人
Into The Darkness VR	预计 2021 年	动作、冒险、独立	此游戏是一款基于物理机制的 VR 动作冒险游戏, 人类试图将意识转移到机器上实现永生, 玩家扮演 Frank 寻找实验室背后的秘密
Ilysia	预计 2021 年	动作、冒险、大型多人在线、角色扮演	此游戏以 Ilysia 的世界为背景, 作为一款 MMORPG 游戏, 每个区域都包含地牢、洞穴、大型户外城市等待玩家探索
Warhammer Age of Sigmar: Tempestfall	预计 2021 年	动作、冒险	玩家在这款采用《Warhammer Age of Sigmar》游戏背景设定的 VR 动作冒险游戏中, 与暗夜鬼灵大军交战。
RUMBLE	预计 2021 年	动作、体育	RUMBLE 是一款在线 PVP VR 游戏, 玩家作为能够操纵石块的武术家相互对抗
Zenith: The Last City	预计 2021 年	动作、冒险、独立、大型多人在线、角色扮演	Zenith 是一个 MMORPG 的无限宇宙, 玩家可以加入党派和公会, 探索地下深处, 与 Boss 战斗
Ziggy's Cosmic Adventures	预计 2022 年	动作、冒险、独立	这是一款 VR 驾驶舱游戏, 玩家通过操纵飞船逃离太阳系

资料来源: Steam、华泰研究

目前 3A 作品主要由国外大厂打造, 但国内厂商积极布局, 持续丰富内容生态, 有望带来新的投资机会。宝通科技加强与哈士奇与一隅千象的合作, 利用 VR/AR 技术赋能自研游戏《终末阵线: 伊诺贝塔》, 打造裸眼 3D 机甲战士。除外部合作外, 宝通科技拟向全资子公司海南元宇宙增资至 5,000 万元, 重点布局 AR/VR/MR 等领域, 助力公司实现数字化生态建设。三七互娱已投资优质的 VR 内容研发商 Archiact, 助力优质内容研发。完美世界 2016 年便推出 VR 游戏《深海迷航》, 吉比特曾先后上线《The Ranger: Lost Tribe》《Deadly Hunter》等 VR 游戏, 相关技术已有布局。

### 3) 社交: 定制化程度提升, 从娱乐社交走向综合

VR 社交通过构建虚拟线上场景, 打破时间与空间的限制, 行业生态保持活跃, 多款产品取得亮眼表现。RecRoom、VRchat 等早期的 VR 社交主要以游戏为切入场景, 2021 年 Connect 大会上 Meta 发布 Horizon Home, 同时宣布 Horizon Workrooms 将推出自定义房间和定制 Logo, 使得 VR 社交从单一的娱乐社交转向工作等多种场景, 提升产品的定制化水平, 满足用户的多样化需求。国内厂商方面, Soul 目标构建灵魂社交元宇宙, 天下秀亦推出虹宇宙 Honnverse 泛娱乐元宇宙社区, 逐步打开 VR 社交空间。

RecRoom 是由 Against Gravity 推出的一款游戏社交平台，并于 2016 年 6 月上线 Steam，最早专注于 VR 应用，而后兼容 iOS/PC 等多种平台。据 VR 陀螺，游戏与社交是 RecRoom 的主要功能，RecRoom 拥有数百万的游戏房间，游戏内具有较强的互动性，玩家可以相互组队进行多人足球赛、射击对战，平台内还经常举办大型活动与竞赛；RecRoom 同时具有好友功能，用户可以邀请好友共同玩游戏或者观看电影等。据 RecRoom 官方数据，截至 2021 年 1 月，平台 VR 用户月活已达 100 万。

VRChat 于 2017 年登陆 Steam 平台，最初主打 VR 社交，随后拓展到 PC 与移动端。据 VR 映维网，该应用允许用户自定义创作虚拟形象，并通过 3D 形象与来自全世界的朋友一起聊天、上课、玩游戏等。据公司公布数据，2020 年 11 月该应用同时在线人数达 2.4 万人，再创历史新高，其中 52% 为 VR 用户。据 VR 陀螺，2021 年 6 月，VRChat 完成 8,000 万美元的 D 轮融资，公司将持续扩充团队，助力创作者变现，吸引更多用户加入 VRChat 元宇宙空间。

**Horizon 是 Meta 旗下的社交平台，主要包括 Horizon Worlds、Horizon Workrooms、Horizon Home 等产品：**

**Horizon Worlds 定位 VR 社交游戏平台，Meta 公布 1,000 万美元创作者基金，鼓励用户创作虚拟世界。** Horizon Worlds 最早于 2019 年 9 月的 Connect 大会发布，2020 年 8 月推出 Beta 版本，目前处于受邀进入阶段。作为一款 VR 社交游戏平台，用户可以在其中创建游戏、派对，并邀请朋友加入其中。据映维网，2021 年 10 月，Meta 公布了 1,000 万美元的创作者基金，鼓励用户创作虚拟世界，至 2022 年主要奖励方式包括：1) 社区竞赛：Meta 将举行一系列创作者竞赛，前三名能够获得高达 1 万美元的现金奖励；2) Creator Accelerator 计划：为来自不同背景的创作者提供高级速成课程；3) 开发者支持：与开发者保持密切联系，开发者可申请与 Meta 合作并获取资金支持，有望持续丰富产品生态。

**Horizon Workrooms 与 Zoom 开展合作，定制化程度将进一步提升。** VR 会议软件 Horizon Workrooms 于 21 年 8 月上线，Meta 官方将其描述为一种 VR 协作工具，可为团队提供跨 VR、网页端的虚拟空间，让人们联系和协同工作，换句话说，在 Horizon Workrooms 中，Oculus Quest 2 用户可以用“数字人”分身进行线上会议。21 年 9 月，Meta 宣布从 2022 年开始，Horizon Workrooms 将会与多人视频会议软件 Zoom 合作，将其更深入地集成到日常工作流程之中。据 VR 陀螺与映维网，Horizon Workrooms 目前单房间最多支持 16 名用户同时使用，同时配备桌面识别、键盘识别、手势追踪等功能，但除了桌面安排之外，定制化程度相对较低。此次发布会上，扎克伯格宣布未来 Horizon Workrooms 定制化程度将进一步提升，为用户提供自定义房间和添加 Logo 的功能。

**2021 年 Connect 大会，Meta 公布元宇宙家居场所 Horizon Home，未来将支持 2D 应用，社交功能完善，工作场景优化。** Horizon Home 是 Meta 对于元宇宙家居场所的早期愿景，房间根据用户需求定制，可用于储存数字产品，用户亦可邀请朋友在家中做客，同时 Meta 还在 Horizon Home 中为用户提供全新的个人办公室，让用户能够专注于工作或处理待办事项。Meta 表示未来还将在 Horizon Home 中推出 2D 应用，用户可以在 VR 中使用 Dropbox、Slack 等服务来查看工作项目，使用 Facebook 和 Instagram 与朋友或同时保持联系，同时支持 Messenger 进行视频通话，提供比物理屏幕更大的空间与灵活性。这些 2D 应用将使用基于 PWA (Progressive Web App) 行业标准的新框架，Meta 希望随着时间的推移，越来越多的开发者能够将 2D 应用带到 VR 世界中。



天下秀上线元宇宙社交产品 **Honnverse 虹宇宙**，布局元宇宙社交，截至 21 年 11 月 10 日已预约登录人数超 12.9 万。Honnverse 虹宇宙是天下秀推出的泛娱乐元宇宙社区，用户可以在 Honnverse 中创建虚拟形象，购买、装修 3D 虚拟住宅，同时进行社交、游戏、生活。目前 Honnverse 开放的 P-lanet（皮兰里德）星球总共有 13 种房型，其中 B 级以上的房屋都配套绑定有地契，房屋的总发行量达 3.5 万套。用户可以对房屋进行装修，摆放各种数字藏品以及视频、图片，未来 Honnverse 将开发更多的房屋及公共场景，持续丰富用户体验。虚拟形象、虚拟场景成为了元宇宙社交的基础，Honnverse 中朋友间可以相互到访各自住宅，在同一场景还可实现多样化的交互和语音聊天。据 Honnverse 官方公众号，应用于 2021 年 10 月 28 日开启第一轮抢占，截至 11 月 10 日，已预约登录人数达 12.9 万。

图表58: Soul 推出 AR 贴纸保证视频匹配匿名性



资料来源：Soul 招股说明书、华泰研究

图表59: Honnverse 虹宇宙社交场景



资料来源：Honnverse 虹宇宙官方公众号、华泰研究

#### 4) 影视：内容持续创新，沉浸感、交互性加强

早期的 VR 视频以风景短视频为主，随着硬件技术日渐成熟，VR 巨幕影院、VR 直播、VR 360° 视频等场景逐渐落地，突破了场地、屏幕尺寸的限制，沉浸感、交互感持续加强，同时数字人等新兴内容逐渐兴起，强化虚实共生的视频体验。

**爱奇艺硬件升级带动 VR 观影体验优化，未来将加强游戏、拓展社交领域。**在影视频方面，2018 年爱奇艺正式发布 iQUT (iQIYI Ultimate Theatre) 未来影院，基于虚拟现实、人工智能技术以及软硬件一体解决方案，为用户提供影院品质的 VR 视频内容。伴随硬件升级与内容优化，iQUT 观影体验持续升级。2021 年 9 月 3 日，爱奇艺子公司爱奇艺智能正式发布新一代 VR 一体机“奇遇 3”：芯片方面，奇遇 3 则搭载了高通为 VR 定制的骁龙 XR2 处理器，保障应用流畅运行；交互方面，奇遇 3 采用了爱奇艺智能自研的“追光”6DoF 交互系统；显示方面，奇遇 3 采用专为 VR 打造的双屏双驱方案，整机分辨率高达 4320\*2160，实现了真正的 4K+ 级物理分辨率。高清显示叠加优质视频资源加持，持续优化用户观影体验。据爱奇艺智能 CEO 熊文，爱奇艺 VR 将其战略布局划分为 1.0 视频驱动、2.0 视频+游戏双驱动、3.0 视频+游戏+社交三位一体三大阶段，而奇遇 3 则是爱奇艺 VR 战略 2.0 阶段首款标志性产品，除影视以外，将会持续加大 VR 游戏的投入力度，未来亦将探索 VR 社交领域。据 iQUT 未来影院官方公众号，奇遇 3 首发包括《亚利桑那的阳光》《多合一运动 VR》等 30 款精品游戏（售价总和超 1,700 元），未来每月还会至少更新一款免费游戏，持续丰富内容生态。



芒果 TV 计划推出多款元宇宙综艺、剧集，技术储备丰富，计划打造芒果 IP 宇宙系列化产品。公司 2021 年 11 月 2 日在深交所互动易表示，芒果 TV 正通过“互动+虚拟+云渲染”三个方面构建元宇宙的基础架构，未来将打造芒果 IP 宇宙系列化产品，并规划打造基于区块链技术的数字藏品。在技术储备方面，芒果加大元宇宙数字人投入。据芒果官方公众号，2021 年 9 月举办的国际音视频算法大赛颁奖盛典暨高峰论坛上，芒果 TV 创新研究院推出首个虚拟主持人 YAOYAO。YAOYAO 的长相是工程师依托数据+算法构建“最美面孔”，其身材则是通过芒果光场技术对大量体型数据进行实时重建、云渲染得来，将成为芒果 TV 未来布局的重要一环。据湖南台官方微博，2021 年 10 月湖南台推出数字主持人小漾，同年 11 月湖南台表示小漾将加入重磅综艺《快乐大本营》。内容储备方面，据芒果 TV 2022 年招商会，在剧集方面，在《长安第十二时辰》第二部中，芒果 TV 将通过虚拟引擎重现长安城，未来使得线下的用户也能通过 VR 设备，体验盛唐风景；综艺方面，芒果 TV 未来将推出首部元宇宙内容矩阵《未竟的女娲》，采取元叙事方式，以中国神话为背景，描述女娲继续完成造人事业，持续丰富用户虚实结合的视频体验。

#### 5) 除游戏、社交、影视外，元宇宙内容边界持续拓宽

我们认为，随着技术的进步，元宇宙内容的覆盖范围将进一步拓宽，除游戏、社交、影视外，未来健身、教育、展示、旅游、医疗、房地产等场景有望快速发展，持续丰富元宇宙内容生态，简化流程提升效率，强化用户的沉浸式体验。

**健身：降低运动门槛，功能持续丰富，大厂布局硬件适配。**元宇宙为健身提供了独特的体验，较现实场景具有更强的互动性，用户戴上 VR 头显即可参与如拳击、3v3 篮球、自行车、击剑等多项运动，有效降低运动门槛。应用方面，《Supernatural》凭借着 VR 效果，允许用户在健身房外的虚拟世界中进行锻炼，为用户提供多样化的体验，该应用同时支持连接 Apple Watch 测试心率，明年还即将推出拳击功能，功能持续迭代，据 VR 陀螺，2021 年 10 月 Meta 已经完成对该《Supernatural》的收购。《Rezzil Player 22》是一款由 Rezzil 开发的 VR 足球运动，据 VR 陀螺，该游戏提供控制、射击等多种模式提升玩家的协调性与身体素质，目前该应用已被职业运动员使用，据 Vrfocus，Rezzil 于 21 年 7 月完成 200 英镑的新一轮融资，Thierry Henry、Gary Neville 等多名足球运动员参投。硬件方面，Meta 计划于 2022 年推出 Quest 2 健身包，包括全新的防汗手柄与针对运动优化的面垫，提升用户操作控制能力，使得运动健身更加舒适，有助于健身应用的进一步推广。

**教育：丰富学习场景，加强创作者变现。**元宇宙教育能够重构学习体验，Meta 等海外大厂持续加大布局力度。Meta 表示，在元宇宙中，学员能够近距离观察不同星体，学习天体物理学；可以传送到任何地方与任何时间点，了解历史进程；亦可提取用于学习的原理图以学习新技术；对于医学生来说，通过 Osso VR 应用可以亲自动手练习直至熟练掌握。为加强创作者变现，Meta 宣布拨款 1.5 亿美元培训下一代教学内容创作者，助力沉浸式内容创作。AR 教育方面，为帮助更多的创作者使用 Spark AR，Meta 将建立专业的课程和认证流程，使课程创作者更易变现，未来 Spark AR 课程将支持在 Coursera 与 edX 平台播放，实现更远的触达。近年来，国内厂商在元宇宙教育方面也加大投入力度，其中科骏立足 VR+ 职教赛道，其模块化、可交互的 3D/VR 教学资源覆盖所有职教、85% 以上的本科院校基础课程，硬件方面科骏推出桌面式 VR 设备，师生无需头显、仅需 3D 眼镜即可实现沉浸式体验。据 VR 陀螺，科骏在南昌举办的世界 VR 产业大会上连续 3 年荣获中国 VR 50 强，体现除较强的产品实力。

**展示：虚实结合，打造 3D 沉浸式体验。**AR/VR 能够深度还原线下场景，以数字化技术赋能实体经济，增强用户的沉浸式体验。据 Forbes 与 VR 陀螺，AR/VR 电商平台 Obsess 自 2020 年 10 月获得种子轮 340 万美元融资后，2021 年 6 月再次获得 1,000 万美元的融资，该平台利用 AR/VR 技术使得品牌商能够在平台上创建交互式商店和展厅同时支持线上购物，目前已经与 Coach、Charlotte Tilbury 等多家知名时尚品牌开展合作。国内厂商方面，风语筑利用 AR/VR 技术营造数字化场景，2020 年战略入股快科技（VeeR），合作探索 VR+ 数字展馆、VR+ 线下体验等新业态，易尚展示、丝路视觉在相关领域亦有布局。

## 重点推荐公司

### 三七互娱 (002555 CH, “买入”评级, 目标价: 29.25 元)

公司产品投放逐步回收, 自研新品及出海业务助力业绩持续修复, 21Q3 单季扣非后归母净利润规模创历史新高, 同增 81.39% 达 8.82 亿。Q3 经营表现同比环比均继续维持强劲修复态势, 主要因公司 21 年新上线较多产品, 一季度销售费用投入已逐步回收, 以及 21Q3 自研产品《斗罗大陆: 魂师对决》7 月 22 日上线以来的亮眼表现, 据公司财报, 产品月流水超 7 亿, 助力 Q3 营收业绩增长。此外, 公司出海业务 21 年以来迅速扩张并保持行业头部位置, 据 App annie, 《斗罗大陆: 魂师对决》9 月出海收入持续攀升, 助公司进入中国厂商出海收入第 5, 较 8 月提升 1 位。据七麦数据, 公司自研产品《斗罗大陆: 魂师对决》10 月以来 iOS 游戏畅销榜平均排名仍保持第 9 名的头部位置, 进一步体现公司“研运一体”转型成效。新品延续亮眼表现, 全球化战略持续推进。

我们预计 21-23 年公司归母净利 25.96/30.99/35.58 亿元, 考虑可比公司 21 年 Wind 一致预期平均 PE 19X, 公司全球化推进下, 出海竞争力持续提升, 研运能力稳步增强, 给予 21 年 PE 25X, 维持目标价 29.25 元, “买入”评级。(估值日期: 2021 年 10 月 30 日)

风险提示: 新品上线进度及表现不及预期, 买量市场竞争加剧。

### 完美世界 (002624 CH, “买入”评级, 目标价: 21.58 元)

公司围绕“MMO+”和“卡牌+”打造多元产品矩阵, 迭代传统产品的同时拓展二次元等新品类, 全球化拓展持续发力, 后续高质量项目及 IP 储备充足。据公司官网, 除《幻塔》外, 《完美世界: 诸神之战》(10 月 28 日 10:00 开启限号删档计费测试)、《黑猫奇闻社》(10 月 28 日开启限量删档测试)、《天龙八部 2》(10 月 27 日公布首次限号删档测试即将开始)《一拳超人: 世界》等产品也在积极推进中。

我们维持盈利预测, 预计 21-23 年归母净利 13.61/20.35/23.43 亿元, 对应 EPS 0.83 (加回一次性亏损 2.7 亿)/1.05/1.21 元, 可比公司 21 年 Wind 一致预期 PE 均值 20X, 考虑公司为精品游戏研发龙头, 给予 26X PE, 对应目标价 21.58 元, 维持“买入”。(估值日期: 2021 年 11 月 14 日)

风险提示: 新品上线进度及表现不及预期, 项目关停优化导致短期亏损。

### 芒果超媒 (300413 CH, “买入”评级, 目标价: 48.85 元)

公司 21Q3 实现营收/归母净利/扣非归母净利 37.78/5.29/5.31 亿元, 同增 2.19%/3.99%/11.78%。Q3 毛利率 41%, 较 Q1 和 Q2 的 38%/37% 有所提升, 较 20Q3 的 40% 提升 1pct, 我们推测主要受 Q3 重磅综艺《披荆斩棘的哥哥》上线拉动。公司年度重磅综艺《披荆斩棘的哥哥》8 月 12 日上线后表现亮眼。据猫眼专业版, 截至 10 月 27 日累计上线 77 天,《哥哥》36 次斩获综艺日播放量冠军, 充分体现公司强大的综艺生产能力; 剧集方面,“季风剧场”在 Q3 上映《我在他乡挺好的》、《婆婆的镯子》等, 凭借台网联动、多元化题材、优质口碑助力用户群体扩大深广度。

公司 22 年招商会上披露众多 22 年项目, 其中: 综艺除王牌节目系列作外, 还有情感综艺《春日迟迟再出发》、音乐竞演《声生不息》、实景沉浸式推理综艺《推理开始了》等, 并将推出《无名英雄》《你好外交官》《好优美的中国话》《少年三国志》等创新综艺, 聚焦现实主义题材, 宣扬主流价值观; 剧集上将推出头部剧《最可爱的你》《少年派 2》《尚食》《男朋友典当行》等, 季风剧场将推出《妻子的选择》《非凡医者》等, 巩固差异化内容壁垒。

我们预计 21-23 年归母净利 24.49/28.51/32.57 亿元，采用分部估值法，其中互联网视频业务可比公司 21 年 PS 6.4X，考虑公司强大内容能力和储备，给予 PS 7X；给予运营商/互动娱乐业务可比公司 21 年 PE 均值 16/22X；媒体零售业务可比公司 21 年 PE 27X，考虑该业务体量较小，给予 PE20X；合计目标市值 914 亿元，目标价调整至 48.85 元（前值 65.49 元），维持“买入”评级。（估值日期：2021 年 10 月 28 日）

风险提示：综艺和剧集反响不及预期、经济下行压力。

#### 分众传媒（002027 CH，“买入”评级，目标价：9.24 元）

公司为国内梯媒和影院媒体广告龙头。21Q3 营收同增 17.1%，较 Q1/Q2 的 85.4%/39.7%有所放缓，主因：1) 20 年 Q1/Q2 楼宇和影院广告受疫情影响，基数较低；2) Q3 后受疫情散发、宏观经济影响，广告市场需求承压。Q3 毛利率 69%，较 Q1/Q2 的 66%提升约 3pct。较 20Q3 的 70%略下降 1pct。毛利率环比提升主要由于公司进行了成本控制；费用率变化不大。

广告市场需求承压，但公司仍在消费品领域保持持续稳定的增长态势。公司计划发行境外上市外资股（H 股）并申请在香港联合交易所有限公司主板挂牌上市。本次发行上市将在充分考虑现有股东的利益及发行风险等情况下，根据境内外资本市场的情况，选择适当的时机和发行窗口。我们认为此举目的在于深入推进公司国际化战略、增强公司核心竞争实力、拓宽融资渠道，有助于公司海外业务的发展。

我们预计 21-23 年归母净利 60.53/73.56/86.05 亿元，对应 EPS 0.42/0.51/0.6 元，采用可比公司估值法（可比公司 wind 一致预期 21 年 PE 15X），考虑公司营收、市占率在行业领先地位，给予 21 年 PE 22X，维持目标价为 9.24 元，维持“买入”评级。（估值日期：2021 年 11 月 5 日）

风险提示：疫情对广告市场影响、宏观经济疲软。

#### 国联股份（603613 CH，“买入”评级，目标价：142.83 元）

公司持续积极实施云工厂建设等上游深度供应链及下游集合采购策略，发挥各多多平台的业务模式、服务能力及运营策略优势，持续拓展增强与产业链上下游企业长期合作形成的信任关系，维持各多多平台交易量规模快速提升，助力业绩持续高增。同时，公司持续推进国联云数字技术应用服务体系建设，提供云 ERP 在线支付、智慧物流、数字工厂等 SaaS 服务，深化产业互联网建设。数字云工厂建设等计划稳健推进下，各“多多平台”交易规模及市占水平有望持续提升；产业互联网战略逐步落地，服务多元化可期。

我们预计公司 21-23 年归母净利 5.37/8.83/13.77 亿元，21-23 年 CAGR 65.4%，可比公司 2021 年 Wind 一致预期平均 PEG 0.6，考虑公司业务与上海钢联更相似（PEG 0.8），所处工业 B2B 市场空间更广阔，多行业纵向深耕横向复制助力持续增长，给予 2021 年 PEG 1.4，目标价 142.83 元，维持“买入”评级。（估值日期：2021 年 10 月 28 日）

风险提示：垂直平台拓展不及预期、客户转化不及预期、自营业务波动等。

#### 吉比特（603444 CH，“买入”评级，目标价：450.66 元）

公司《一念逍遥》贡献 3Q21 主要收入及利润增量；《问道手游》长周期运营并于今年加大投放力度，维持稳健表现同时贡献部分收入增量。公司自研能力突出，核心产品表现稳健夯实业绩基本面，同时品类扩张逻辑逐渐得到印证，期待新品表现及出海拓展。

我们预计 21-23 年归母净利 15.42/17.17/20.08 亿元，21 年可比公司 Wind 一致预期 18X，考虑公司自研能力突出，品类扩张逻辑逐渐得到验证，给予 2021 年 21X PE 估值，对应目标价 450.66 元，维持“买入”评级。（估值日期：2021 年 10 月 22 日）

风险提示：行业监管趋严、新游戏上线进度及流水不及预期。

## 重点公司估值表

图表60：重点公司一览表

公司名称	公司代码	评级	11月12日		EPS (元)				P/E (倍)			
			收盘价 (元)	目标价 (元)	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
三七互娱	002555 CH	买入	25.86	29.25	1.24	1.17	1.40	1.60	20.85	22.10	18.47	16.16
完美世界	002624 CH	买入	19.50	21.58	0.80	0.70	1.05	1.21	24.38	27.86	18.57	16.12
芒果超媒	300413 CH	买入	42.28	48.85	1.06	1.31	1.52	1.74	39.89	32.27	27.82	24.30
分众传媒	002027 CH	买入	7.28	9.24	0.28	0.42	0.51	0.60	26.00	17.33	14.27	12.13
国联股份	603613 CH	买入	109.45	142.83	0.89	1.56	2.57	4.00	122.98	70.16	42.59	27.36
吉比特	603444 CH	买入	369.90	450.66	14.56	21.46	23.89	27.95	25.41	17.24	15.48	13.23

资料来源：Bloomberg、Wind、华泰研究

## 风险提示

## 1) 疫情反复的风险

虽然国内疫苗接种率持续上升，特效药研制成效明显，但当前疫情仍多地反复，对行业多有影响，仍存在疫情持续零星反复带来冲击的风险。

## 2) 内容反响不及预期

传媒行业的重要组成部分之一是内容，内容天然难以标准化，且观众欣赏口味多变，存在单项目反响不及预期的风险。

## 3) 技术进步不及预期的风险

技术的进步以及伴随的终端设备的更新是推动传媒行业发展的根本动力，我国以 5G、云计算、人工智能、区块链为代表的基层技术发展已进入快车道，以及手机、VR、AR 等终端设备的革新，将推动媒介形式发生深刻变化。但技术的进步涉及到研发、资金、建设等众多方面的问题，存在不及预期的风险。



## 免责声明

### 分析师声明

本人，朱璐、周钊，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师朱璿、周钊本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 分众传媒（002027 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准  
**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平  
**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上  
**增持：**预计股价超越基准 5%~15%  
**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5% 之间  
**卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上  
**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策  
**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司