

# 政策明晰引导变革方向，元宇宙概念驱动创新需求

——2022年下半年传媒行业投资策略报告

强于大市 (维持)

2022年06月13日

## 行业核心观点:

2022年上半年传媒行业行情表现较弱，估值处于低位。22Q1 营收、归母净利润同比下降，重仓配置水平持续低配趋势，文娱传媒一级市场融资偏紧，元宇宙投资热度持续攀升，2022年下半年，政策导向及元宇宙概念将共同驱动行业改革创新。

## 投资要点:

**数字媒体：平台端迈入“降本增效”，网络电影仍是发展重点。**在疫情、政策等多重影响下，剧集加速提质减量，Z世代需求促使综艺赛道细分，网综上新量虽然大幅上涨，但爆款综艺缺乏，整体市场表现不及预期；国内长视频平台会员数量渐趋平稳，逐步寻求“降本”控制内容端成本、“增效”增强平台内容运营的道路；网络剧片行政许可正式发放，同时各平台发布扶持计划，网络电影行业结构持续优化。

**游戏：版号恢复发放重燃市场活力，出海必要性突显。**我国移动游戏市场逐渐趋于饱和，版号虽然恢复发放，但是受国内游戏防沉迷政策、版号收紧及移动互联网用户增长放缓限制，国内游戏增长乏力，出海的必要性突显，各大厂商陆续推出海外发行品牌，出海进程加速；同时国内游戏厂商相继推出云游戏，行业商业化潜力逐渐显现，或将成为又一重要赛道；各地政府纷纷出台行业发展与扶持政策，电子竞技行业高速发展。

**广告营销：22M1-M4 广告市场相对疲软，梯媒继续维持高景气度。**21年因疫情褪去，整体广告市场重新活跃，刊例费用处于高基数，22M1-M4 全媒体广告较 21 年同期呈现相对疲软状态，各渠道同比增幅均有所下降，梯媒景气度依旧。

**元宇宙：AR/VR 火热度依旧，虚拟人产业呈现强劲增长态势。**2021 年元宇宙概念再度火热，虚拟现实技术 (AR/VR) 作为支撑其发展的重要技术之一，为元宇宙必备的“沉浸感”要素提供助力，元宇宙概念渗透传媒各个领域；游戏方面，现象级 VR 游戏推动终端普及，国内厂商加紧布局 VR 游戏；影视方面，各个视频平台开始发力元宇宙综艺，基于本身 IP 优势，纷纷开始布局数字藏品、虚拟资产等新业务模式，或对 IP 资产价值的重估带来利好；虚拟人产业呈现强劲增长态势，商业化落地进程加速。

**投资建议：顺应政策导向推动行业改革，把握元宇宙概念带来的创新需求。**

1) **游戏：**政策引导整体行业长期健康发展，游戏防沉迷、未成年人保护、游戏出海、云游戏将会是未来行业关注重点。建议关注版号储备丰富、研发能力较强、产品优质、出海能力较强的头部公司；2) **数字媒体：**Z 世代占据时代主位，对剧集、综艺的质量及创新需求逐步增强，平台开始逐步迈入“降本增效”，网络电影行业结构持续优化，是各个视频平台 2022 年重点发展方向之一；3) **广告营销：**22M1-M4 全媒体广告较 21 年同期呈现

## 行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

## 相关研究

5月游戏版号发放暂停，端午档期票房再创新低，市场拐点或将到来

IDC 预计 26 年中国 AR、VR 规模超 130 亿美元，网易 Q1 基本盘稳定，重点发力海外芒果台网融合促进系统化内容生产，腾讯 Q1 本土游戏收入同比下降

分析师:

夏清莹

执业证书编号:

S0270520050001

电话:

075583228231

邮箱:

xiaqy1@wlzq.com.cn

相对疲软状态，梯媒景气度依旧，看好梯媒广告；4) **元宇宙**：元宇宙概念火热将带动虚拟现实技术市场估值上升，AR/VR 设备终端及内容生态建设将成为游戏板块关注重点；影视方面，视频平台开始发力元宇宙综艺，影视公司开启数字藏品、虚拟资产新业务；虚拟人产业呈现强劲增长态势，商业化落地进程加速。建议关注涉及虚拟人、AR/VR 硬件产业链、AR/VR 内容生态建设相关公司。

**风险因素**：监管政策趋严；新游延期上线及表现不及预期；出海业务风险加剧；疫情反复风险；VR 内容建设不及预期、商誉减值风险。

## 正文目录

<b>1 22 年年初至今行情表现较弱，元宇宙投资热度持续攀升</b> .....	<b>5</b>
1.1 22 年年初至今行情表现较弱，估值仍处低位 .....	5
1.2 22Q1 营收、归母净利润同比下降，重仓配置水平持续低配趋势 .....	5
1.3 文娱传媒一级市场融资偏紧，元宇宙投资热度持续攀升 .....	7
<b>2 行业展望：政策导向及元宇宙概念共同驱动行业改革创新</b> .....	<b>8</b>
2.1 数字媒体：平台端迈入“降本增效”，网络电影仍是发展重点.....	9
2.2 游戏：版号恢复发放重燃市场活力，出海必要性突显 .....	18
2.3 广告营销：22M1-M4 广告市场相对疲软，梯媒继续维持高景气度 .....	22
2.4 元宇宙：AR/VR 火热度依旧，虚拟人产业呈现强劲增长态势 .....	25
<b>3 投资建议</b> .....	<b>30</b>
<b>4 风险提示</b> .....	<b>30</b>

图表 1: 2022 年初至今各行业涨跌幅情况 .....	5
图表 2: 2014 年至今传媒板块周 PE 趋势 .....	5
图表 3: 传媒板块 18-21 年营收情况 .....	6
图表 4: 传媒板块 18-21 年归母净利润情况 .....	6
图表 5: 传媒板块 20Q1-22Q1 营收环比增速 .....	6
图表 6: 传媒板块 19Q4-22Q1 归母净利润情况 (单位: 亿元) .....	6
图表 7: 19Q1-22Q1 传媒板块营收、归母净利润及其变动情况 .....	7
图表 8: 传媒板块 20Q2-22Q1 重仓超配/低配变化情况 .....	7
图表 9: 传媒板块 18Q1-22Q1 重仓超配/低配变化情况 .....	7
图表 10: 11-22 年文娱传媒行业投资情况 .....	8
图表 11: 18-22 年游戏行业投资情况 .....	8
图表 12: 18-22 年元宇宙行业投资情况 .....	8
图表 13: 多因素影响传媒行业各板块改革创新 .....	9
图表 14: 21Q1、22Q1 整体上新剧部数 (单位: 部) .....	10
图表 15: 21Q1、22Q1 整体上新剧总集数 (单位: 集) .....	10
图表 16: 21Q1、22Q1 视频平台上新剧部数 (单位: 部) .....	10
图表 17: 21Q1、22Q1 视频平台上新剧总集数 (单位: 集) .....	10
图表 18: 22Q1 上新剧题材分布 .....	11
图表 19: 各视频平台 2022 年已播出、已定档及待排播的部分剧集 .....	11
图表 20: 21Q1、22Q1 整体综艺上新量 (单位: 部) .....	12
图表 21: 21Q1、22Q1 视频平台综艺上新量 (单位: 部) .....	12
图表 22: 21Q1、22Q1 全网综艺正片有效播放 (单位: 亿) .....	13
图表 23: 21Q1、22Q1 全网综艺分平台正片有效播放 (单位: 亿) .....	13
图表 24: 22Q1 上新综艺各题材正片有效播放分布 .....	13
图表 25: 视频平台 2022 年已播出及待播出的部分综艺 .....	14
图表 26: 平台发展方向预测 .....	15
图表 27: 网络电影上新量 (部)、均正片有效播放 (万) (右轴) .....	16
图表 28: 正片有效播放破千万影片比例 .....	16
图表 29: 爱奇艺网络大电影新规调整 .....	17
图表 30: 网络剧片发行许可证 .....	17
图表 31: 2020-2021 年游戏各个市场实际销售收入及增长率 .....	18

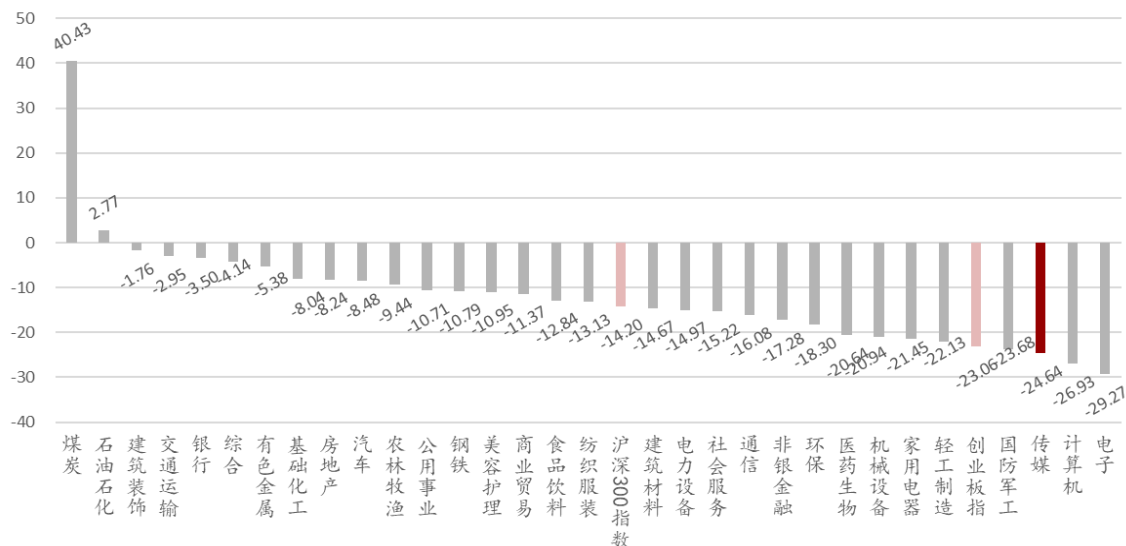
图表 32:	2018 年至 2022 年游戏版号发放情况 (单位: 个)	19
图表 33:	2014 年-2021 年中国游戏用户规模及增长率	19
图表 34:	2014-2021 年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入及增长率	19
图表 35:	我国主要出海厂商分类	20
图表 36:	云游戏市场收入预测	21
图表 37:	《云·原神》演示界面	21
图表 38:	云游戏生态系统	21
图表 39:	全球电竞观众增长	22
图表 40:	2022 亚运会电竞入选项目	22
图表 41:	近年来电竞相关政策颁布	22
图表 42:	21M1-22M4 整体广告刊例费用变化	23
图表 43:	广告整体市场行业广告花费变化	23
图表 44:	22M1-M4 重点行业各个渠道投放变化情况	24
图表 45:	21M1-M4、22M1-M4 不同广告渠道花费同比变化	25
图表 46:	全球 AR/VR 市场出货量及预测 (单位: 百万台)	26
图表 47:	2021-2026 年中国 AR/VR 支出规模及预测 (单位: 百万美元)	26
图表 48:	2017-2026 年 VR 端内容市场收入预测 (单位: 十亿美元)	26
图表 49:	销量/营收突破百万 VR 游戏 (节选)	27
图表 50:	各平台元宇宙综艺汇总	28
图表 51:	《你好, 星期六》虚拟主持人小漾	28
图表 52:	芒果数字藏品首发	28
图表 53:	2017-2025 年中国虚拟人核心市场和带动市场规模及预测	29
图表 54:	虚拟人的类型及特点	29

## 1 22 年年初至今行情表现较弱，元宇宙投资热度持续攀升

### 1.1 22 年年初至今行情表现较弱，估值仍处低位

年初至今，传媒行业跌幅为24.64%，居申万31个一级行业第29位，跑输沪深300指数，跑输创业板指，行业市盈率呈下行趋势，年中有所回升。截至2022年6月5日最新PE值为19.31X，5月初之后有所回升，但仍处于低位，较历史六年均值仍有40%以上回升空间。

图表1: 2022年初至今各行业涨跌幅情况



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

注: 数据截至2022年6月12日

图表2: 2014年至今传媒板块周PE趋势



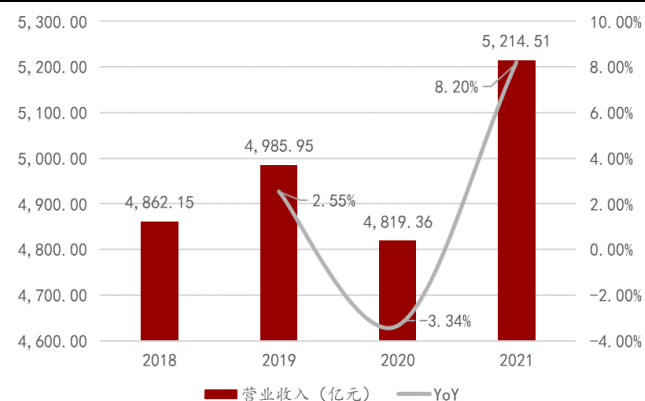
资料来源: iFinD, 万联证券研究所

注: 数据截至2022年6月3日

### 1.2 22Q1 营收、归母净利润同比下降，重仓配置水平持续低配趋势

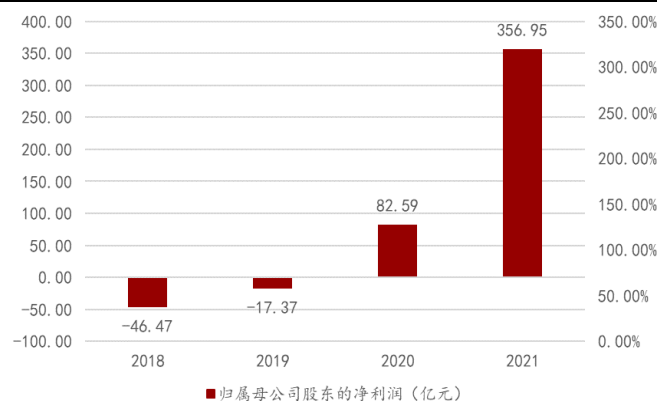
21年营收强劲回升，归母净利润大幅上涨，盈利能力超过疫情前水平。在2020年疫情爆发导致低基数的情况下，2021年传媒板块营业收入5214.51亿元，同比上涨8.20%，超过疫情前2019年营收4985.95亿元；归母净利润同比大幅上涨332.17%至356.95亿元，主要原因在于疫情消极影响褪去，影视院线板块恢复力度显著，同时疫情红利刺激游戏板块业绩大幅回升，带动整体利润端上涨。

图表3: 传媒板块18-21年营收情况



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

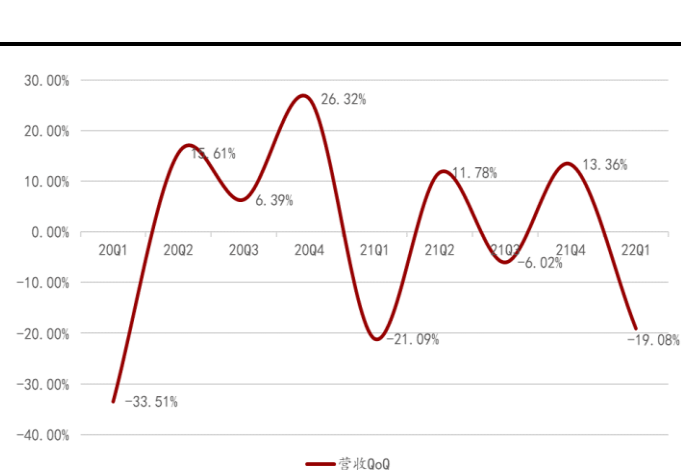
图表4: 传媒板块18-21年归母净利润情况



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

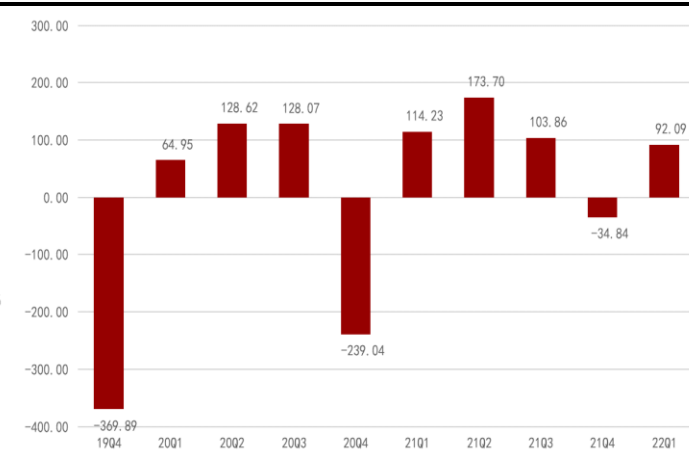
22Q1营收、归母净利润同比下降，归母净利润环比实现扭亏为盈。从季度同比来看，22Q1单季度营收，归母净利润同比下降，回归到疫情前水平。在21Q1疫情褪去刺激形成的高基数的情况下，22Q1营业收入相比去年同期下降3.64%至1152.75亿元，仍超过19Q1的1072.55亿元；归母净利润同比下降19.38%至92.09亿元，略低于19Q1水平。分季度环比来看，22Q1实现营收环比下降19.08%，延续了此前Q1营收下降的周期，归母净利润实现扭亏为盈。

图表5: 传媒板块20Q1-22Q1营收环比增速



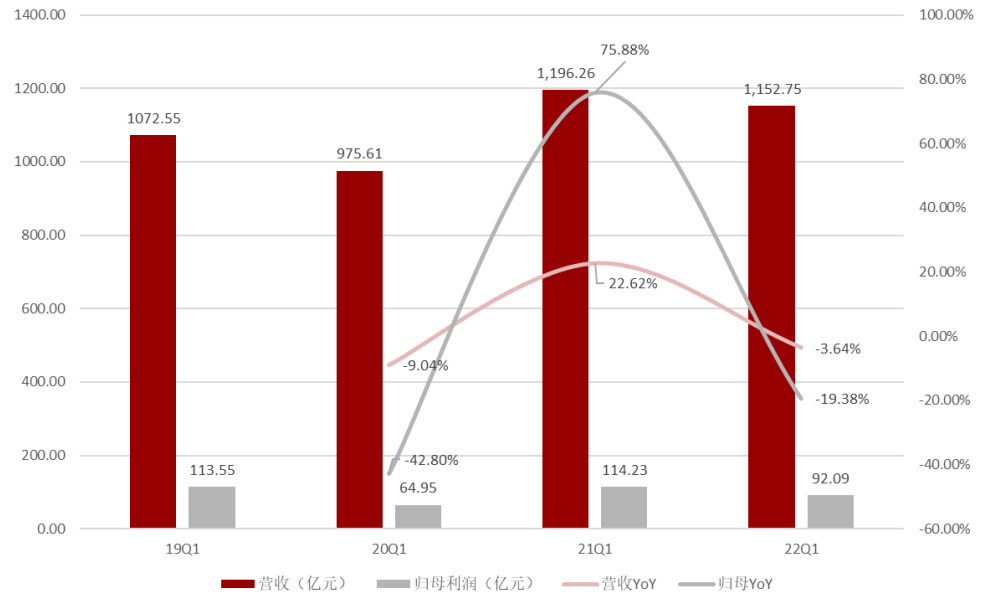
资料来源: iFinD, 万联证券研究所

图表6: 传媒板块19Q4-22Q1归母净利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

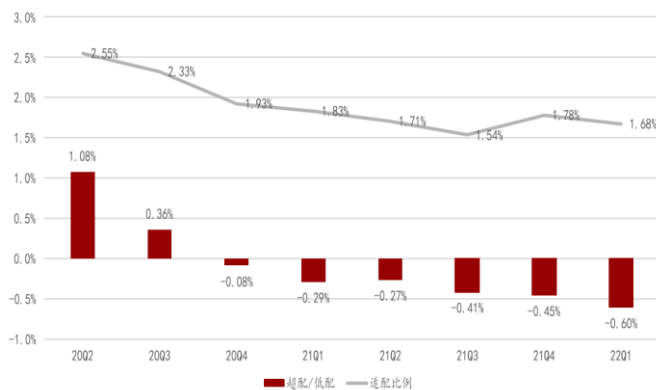
图表7: 19Q1-22Q1传媒板块营收、归母净利润及其变动情况



资料来源: iFind, 万联证券研究所

截至22Q1期末, 传媒行业重仓配置水平持续低配趋势。22Q1传媒板块基金重仓持仓比例占全行业重仓的1.07%, 为近五年来Q1最低, 较21Q1下降0.47pct, 较21Q4下降0.26pct。2021年传媒板块全年基金重仓配置水平处于低配, 比例持续扩大, 环比下降0.15pct至2022年Q1比例为-0.60%, 同比21年Q1下降0.31pct, 持续低配趋势。

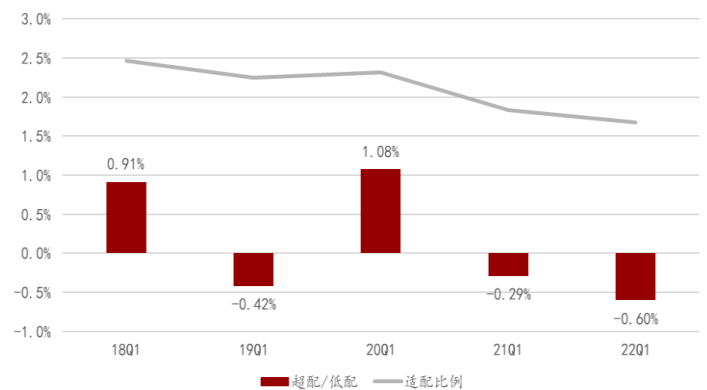
图表8: 传媒板块20Q2-22Q1重仓超配/低配变化情况



资料来源: iFind, 万联证券研究所

注: 适配比例为传媒行业与全部A股流通股市值比值, 配置比例为重仓基金持仓市值比值。

图表9: 传媒板块18Q1-22Q1重仓超配/低配变化情况



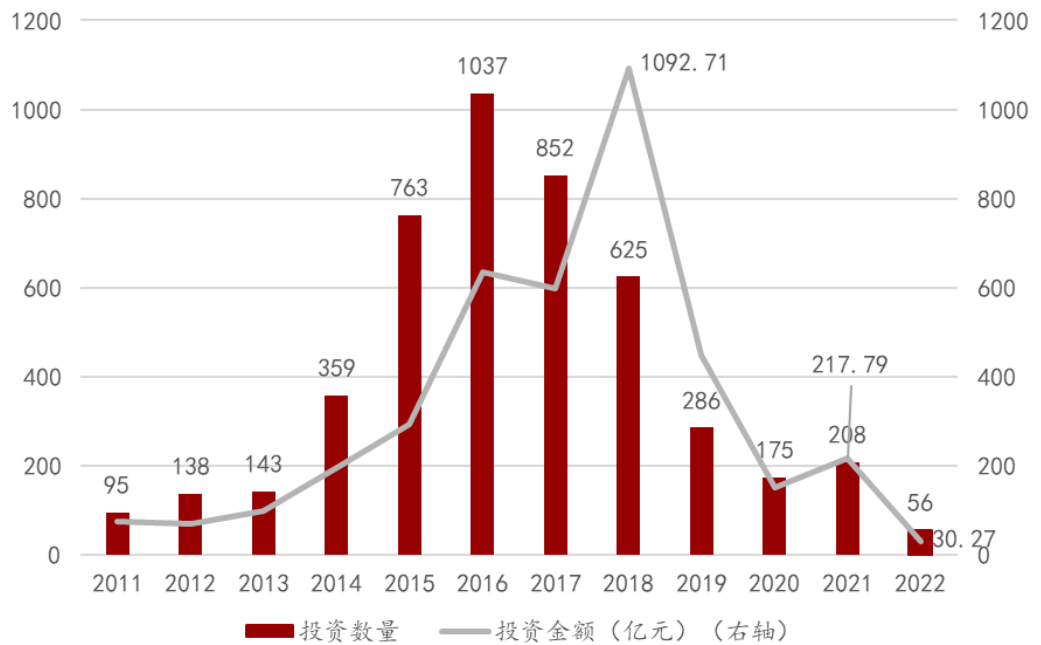
资料来源: iFind, 万联证券研究所

### 1.3 文娱传媒一级市场融资偏紧, 元宇宙投资热度持续攀升

一级市场方面, 近年来文娱传媒行业融资偏紧, 元宇宙受市场重点关注。投资数量方面, 据IT桔子统计, 2013年起文娱传媒行业(不包括游戏)投资量开始上升, 2016年达到高峰。2016全年投资事件总数为1037件, 相比2013年上升625.17%, 之后投资数量逐年下降。截至2022年6月6日, 本年度投资事件数量为56件, 整体规模去年大幅降低, 原因在于疫情反复, 受整体金融投资情况不容乐观的大环境影响, 文娱传媒行业投资缩紧。投资金额方面, 2018年在数量同比下降的前提下投资金额仍然达到1092.71亿元, 为近十年的最高峰, 此后出现大幅下降趋势, 截至2022年6月6日, 本年度投资金额为30.27亿

元,较去年大幅降低。从其他重点行业来看,游戏行业投资数量及投资金额均大幅缩减,缩减至18起,共13.57亿元;元宇宙概念在21年热度爆发,目前22年的投资数量及金额已经超过21年全年,增加至34起,共52.47亿元。

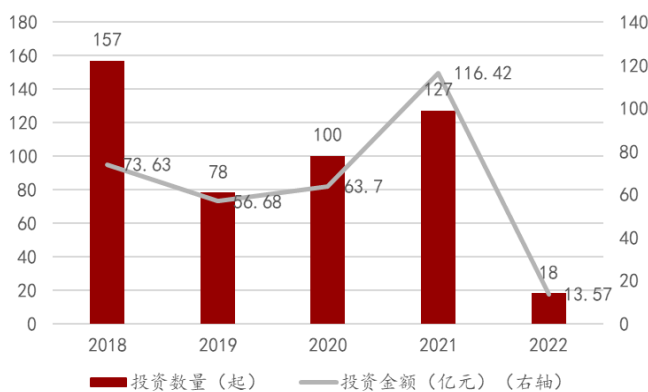
图表10: 11-22年文娱传媒行业投资情况



资料来源: IT桔子、万联证券研究所

注: 统计时间截至2022年6月6日。

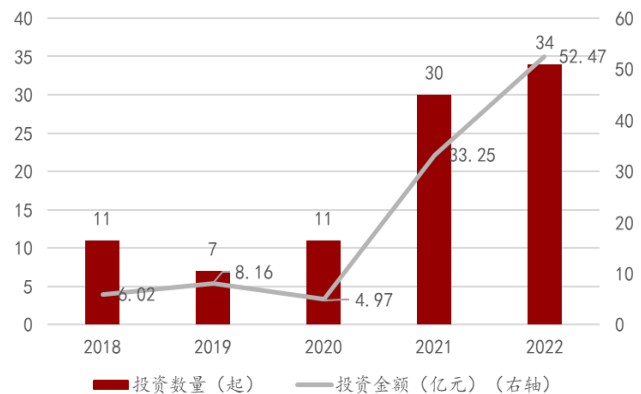
图表11: 18-22年游戏行业投资情况



资料来源: IT桔子、万联证券研究所

注: 统计时间截至2022年6月6日。

图表12: 18-22年元宇宙行业投资情况



资料来源: IT桔子、万联证券研究所

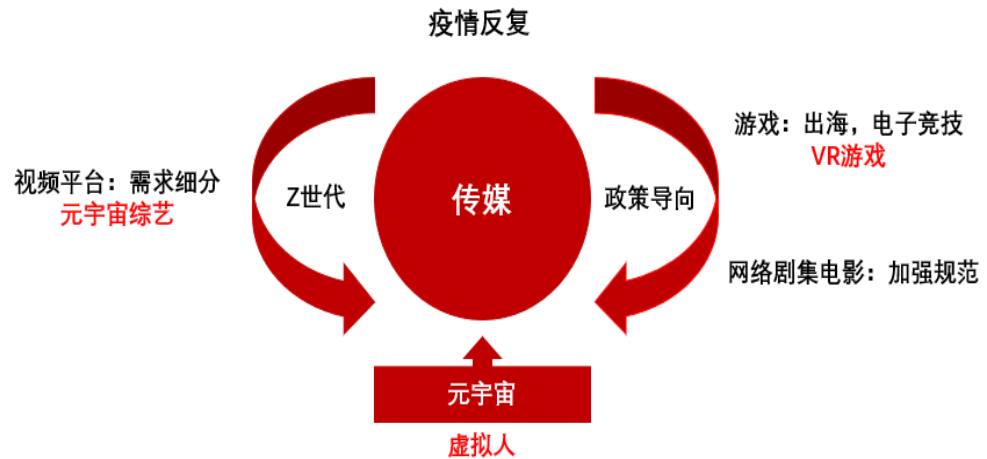
## 2 行业展望: 政策导向及元宇宙概念共同驱动行业改革创新

**政策导向明晰, 驱动行业方向改革。**Z世代占据时代C位, 对于剧集、综艺、游戏板块的质量及创新需求逐步增强, 剧集在“限集令”政策下, 重质减量, 综艺也更加关注Z世代需求, 着重关注“情感”、“推理”等重点赛道, 同时2022年H1疫情有所反复, 剧集综艺制作进度受到影响, 成本端有所上升, 平台会员数量渐趋平稳, 整个行业都已进入提高会员内容供给, 持续提升会员价值的阶段, 开始迈入“降本”控制内容端成本, “增



效”增强平台内容运营的道路；疫情多地反复致使全国影院营业数量大幅缩减，同时多部档期电影撤档，广告营销板块影院视频广告花费同比大幅下跌，梯媒景气度依旧。对于政策导向方面，版号虽然恢复发放，但是受国内游戏防沉迷政策、版号数量收紧及移动互联网用户增长放缓限制，国内游戏面临增长乏力的困局，国内厂商出海仍然是未来发展重点，同时各地政府纷纷出台行业发展与扶持政策促进电子竞技行业蓬勃发展；网络剧片行政许可正式发放，网络影视产业迎来政策制度升级，有利于网络影视作品向优质化、规范化方向迈进，也有助于网络剧片获得更广阔的发展空间。

图表13：多因素影响传媒行业各板块创新改革



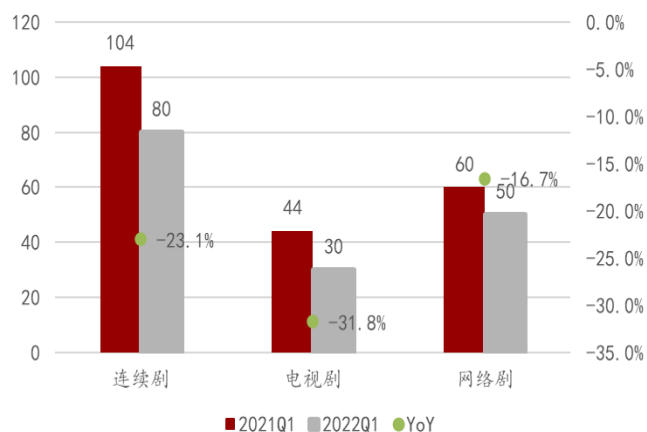
资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

元宇宙热度持续，创新渗透传媒行业多个领域。2021年元宇宙概念再度火热，虚拟现实技术作为支撑其发展的重要技术之一，为元宇宙必备的“沉浸感”要素提供助力，在当前技术背景下，AR/VR设备的功能和特点完美贴合这一要素，行业再次受到市场关注，而现象级VR游戏推动终端普及，国内厂商将加紧布局VR游戏内容生态建设；视频平台开始发力元宇宙综艺，影视公司开启数字藏品、虚拟资产新业务；虚拟人产业呈现强劲增长态势，商业化落地进程加速，随着政府企业及互联网大厂积极布局元宇宙赛道，元宇宙概念将为虚拟人和虚拟场景提供商业化契机。

## 2.1 数字媒体：平台端迈入“降本增效”，网络电影仍是发展重点

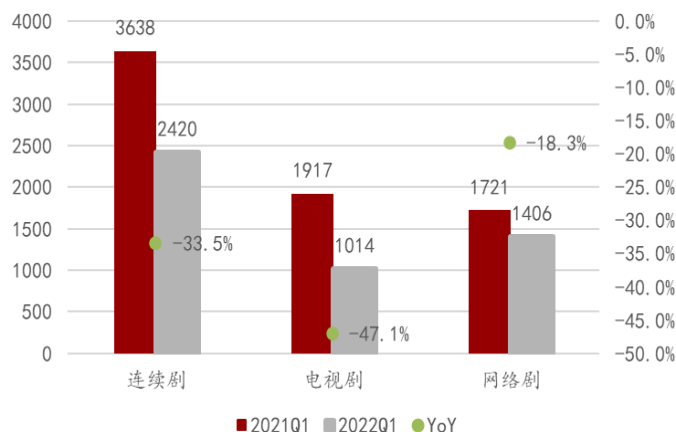
平台多方面因素影响下加速提质减量，上新剧部数及剧集数均有缩减。根据云合数据，从全网来看，在疫情、政策及平台加速提质减量等多重影响下，22Q1全网新剧供给量大幅减少24部至80部，电视剧及网剧分别减少14部、10部；限集令的政策持续引导下集数进一步去水，“短”趋势明朗，上线剧集的总集数同比减少33.5%至2420集，其中电视剧剧集数缩减近五成；整体剧集均集数下降4.7集至30集，其中电视剧均集数同比减少9.8集至34集。从平台来看，22Q1四大平台主动调控，上新剧部数均有缩减，腾爱优上新国产剧30部左右，芒果TV上新14部；上新剧总集数也有缩减，其中芒果TV降幅近五成。

图表14: 21Q1、22Q1整体上新剧部数 (单位: 部)



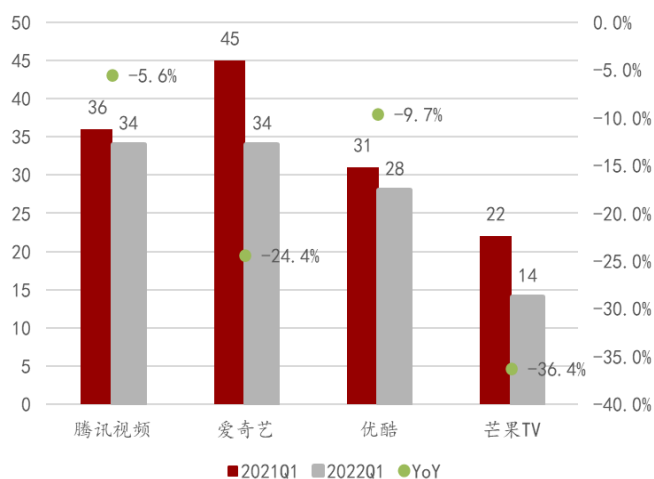
资料来源: 云合数据、万联证券研究所

图表15: 21Q1、22Q1整体上新剧总集数 (单位: 集)



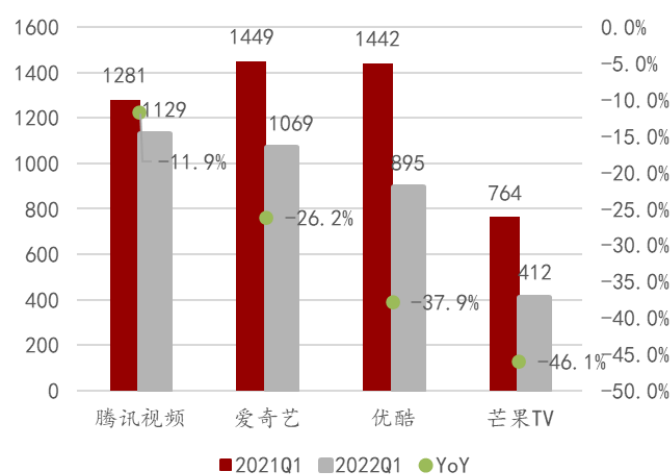
资料来源: 云合数据、万联证券研究所

图表16: 21Q1、22Q1视频平台上新剧部数 (单位: 部)



资料来源: 云合数据、万联证券研究所

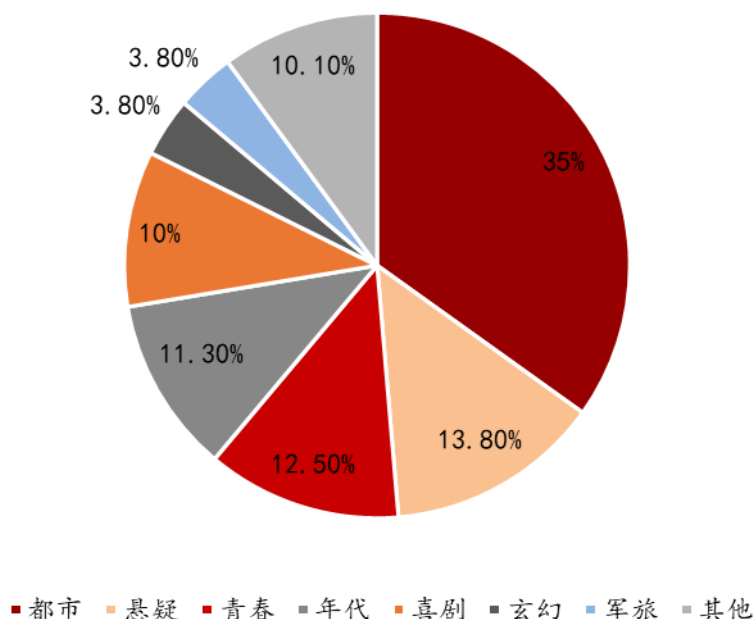
图表17: 21Q1、22Q1视频平台上新剧总集数 (单位: 集)



资料来源: 云合数据、万联证券研究所

**都市题材占据市场主流, 悬疑题材佳作不断, 热度不减。**22Q1上新连续剧中, 都市题材占比最高, 为35%, 《假日暖洋洋2》、《余生, 请多指教》等多部精品剧讨论火热; 悬疑剧在爱奇艺21年迷雾剧场《沉默的真相》、《隐秘的角落》等多部精品悬疑剧成为爆款之后, 22Q1悬疑剧的热度持续, 表现依旧亮眼, 占比13.8%, 其中《开端》、《猎罪图鉴》在有效播放、全舆情热度以及豆瓣评分方面均表现突出。

图表18: 22Q1上新剧题材分布



资料来源: 云合数据、万联证券研究所

图表19: 各视频平台2022年已播出、已定档及待排播的部分剧集

名称	类型	播出状态	播出平台
《恰似故人归》	古装、爱情、奇幻	已播出	优酷
《山河月明》	古装、历史	已播出	优酷
《重生之门》	悬疑、刑侦	已播出	优酷
《蓝焰突击》	剧情	已播出	优酷
《请叫我总监》	都市、职场、爱情	已播出	优酷
《幸福到万家》	当代、现实	待排播	优酷
《沉香如屑》	古装	待排播	优酷
《南风知我意》	都市、爱情	待排播	优酷
《良辰美景知几何》	爱情、年代	已播出	优酷
《我叫刘金凤》	古装、爱情、轻喜剧	待排播	优酷
《法医秦明之读心者》	悬疑、犯罪	已播出	优酷
《特战荣耀》	现代、军旅	已播出	爱奇艺、优酷、腾讯视频
《亲爱的小孩》	剧情、家庭	已播出	爱奇艺
《祝卿好》	古装、爱情	已播出	爱奇艺
《原来是老师啊》	爱情、喜剧、青春	已播出	爱奇艺
《明天也想见到你》	现代、爱情、青春	已播出	爱奇艺
《风起陇西》	古装、悬疑、剧情	已播出	爱奇艺
《超时空大玩家》	科幻、喜剧	已播出	爱奇艺
《暗夜行者》	悬疑、犯罪	待排播	爱奇艺
《人生若如初见》	年代、革命	待排播	爱奇艺
《警察荣誉》	都市、犯罪	已播出	爱奇艺
《狂飙》	剧情、犯罪	待排播	爱奇艺
《唐朝诡事录》	古代、悬疑	待排播	爱奇艺

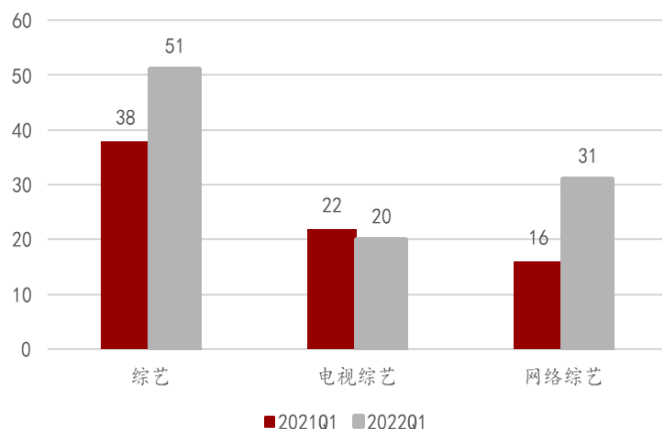
《扫毒之冲破黑夜》	当代、悬疑、涉案	待排播	爱奇艺
《苍兰诀》	古装、爱情、神话	待排播	爱奇艺
《月歌行》	古装、爱情	已定档	爱奇艺
《且试天下》	古装、爱情	已播出	腾讯视频
《梦华录》	古装、女性、励志	已播出	腾讯视频
《爱的二八定律》	都市、情感	待排播	腾讯视频
《女士的法则》	都市、女性	已播出	腾讯视频
《纵有疾风起》	都市、情感	待排播	腾讯视频
《乌云遇皎月》	都市、悬疑、爱情	待排播	腾讯视频
《择君记》	古装、爱情	待排播	腾讯视频
《反转人生》	剧情、奇幻	已播出	腾讯视频
《一代洪商》	年代	已播出	芒果TV
《玉面桃花总相逢》	古装、甜宠	已播出	芒果TV
《张卫国的夏天》	当代、剧情	待排播	芒果TV
《没有工作的一年》	都市、喜剧	已播出	芒果TV
《妻子的选择》	都市	已播出	芒果TV
《非凡医者》	都市、职业	待排播	芒果TV
《胡同》	都市	待排播	芒果TV

资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

注：已定档及待排播加粗显示，统计时间截至2022年6月6日。

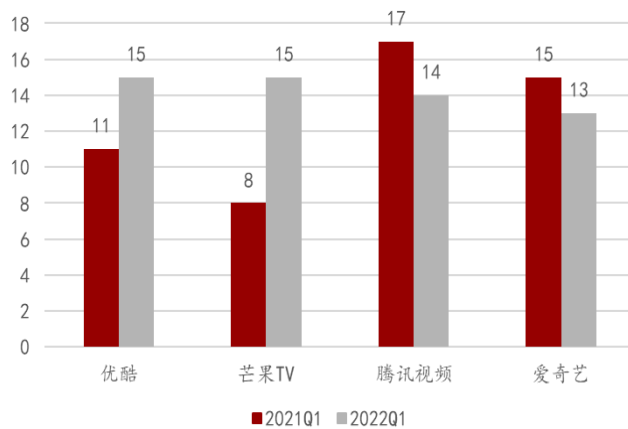
网综上新量大幅上涨，爆款综艺缺乏，整体市场表现不及预期。根据云合数据，由于高流量、高热度的偶像节目遭到终止，爆款综艺缺位，虽然市场整体综艺数量同比增加13部至51部，其中网络综艺上新量达31部，同比增长近一倍，但是爆款缺乏，数量弥补不了质量上的空缺，22Q1综艺市场表现不及预期，全网综艺累计正片有效播放59亿，同比下滑33.0%，电视综艺、网络综艺下滑幅度均超过30%。从平台来看，芒果TV及优酷上新量同比有所增加，腾讯视频及爱奇艺有所下降，各平台重点综艺节目整体表现较为乏力，有效播放呈现不同程度的下滑。腾讯视频累计有效播放22亿，同比下滑21.4%；爱奇艺收缩最为凸显，有效播放累计19亿，同比降幅44.1%；芒果TV、优酷有效播放不足10亿。

图表20: 21Q1、22Q1整体综艺上新量(单位: 部)



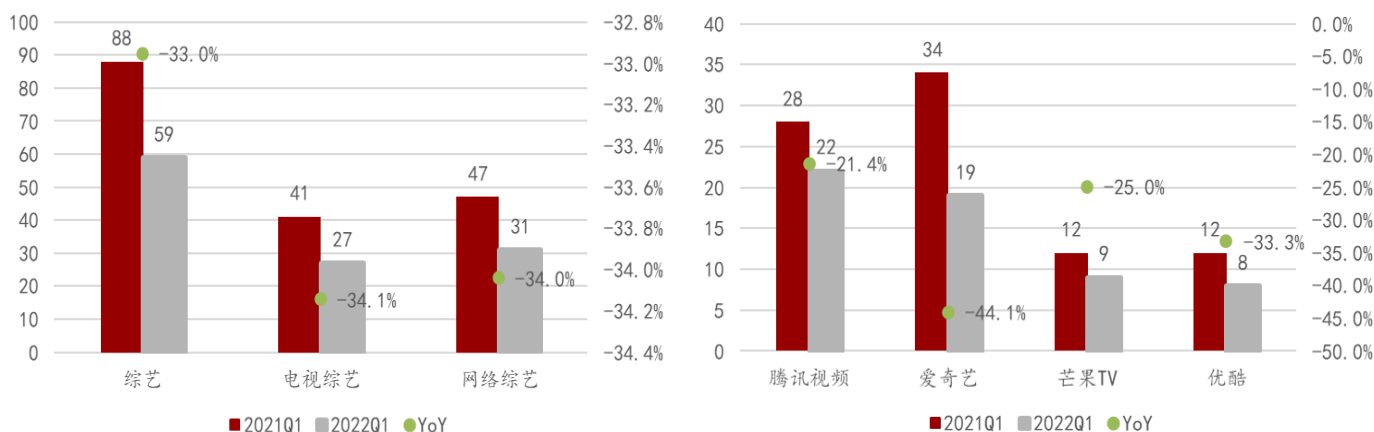
资料来源：云合数据、万联证券研究所

图表21: 21Q1、22Q1视频平台综艺上新量(单位: 部)



资料来源：云合数据、万联证券研究所

图表22: 21Q1、22Q1全网综艺正片有效播放(单位: 亿) 图表23: 21Q1、22Q1全网综艺分平台正片有效播放(单位: 亿)

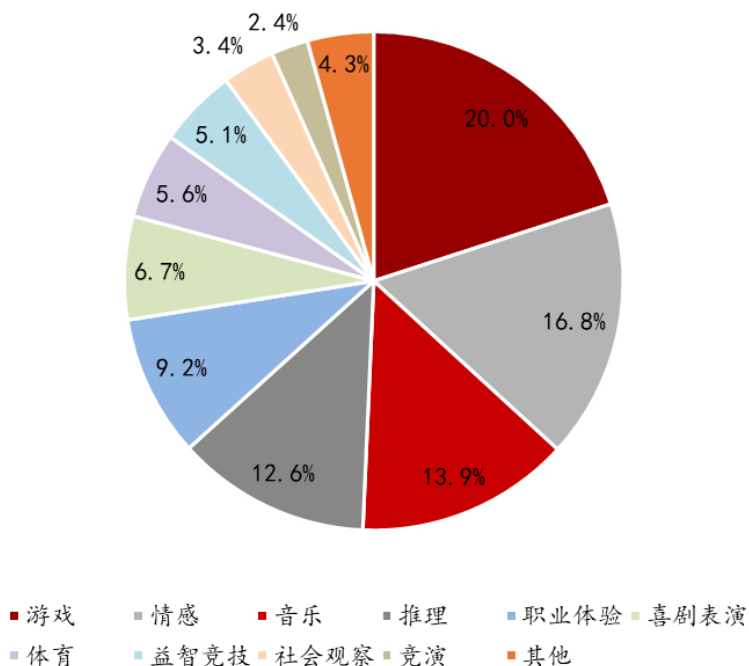


资料来源: 云合数据、万联证券研究所

资料来源: 云合数据、万联证券研究所

**Z世代需求促使综艺赛道细分, 冬奥会热度拉动体育综艺播放量。**由于Z世代已经成为综艺的主要受众群体, 由于Z世代需求的多元性, 各大平台2022年重点发力“情感”、“游戏”、“音乐”、“推理”等Z世代重点关注赛道, 不断细分综艺类型, 力求满足Z世代差异化需求。根据22Q1上新综艺各题材正片有效播放分布显示, 占比前三的是游戏类、情感类、音乐类, 分别占据20.0%、16.8%、13.9%。情感类综艺作为近期最热门题材, 经过平台持续开发, 垂向分类更加显著, 其中《没谈过恋爱的我》、《半熟恋人》、《春日迟迟再出发》分别聚焦“母胎单身”“轻熟龄人士”“离异人士”等热门群体, 为情感类提供新的视角及方向; 受冬奥会热度影响, 汇集冰雪运动普及、竞技、人物访谈等内容的体育类节目批量上线, 拉动体育类有效播放占比上升至5.6%。

图表24: 22Q1上新综艺各题材正片有效播放分布



资料来源: 云合数据、万联证券研究所

图表25: 视频平台2022年已播出及待播出的部分综艺

类别	名称	内容	平台
职场类	《老板不知道的我》	聚焦职场员工和老板关系的系列片	腾讯视频
	《我们的滚烫人生》	励志职业体验真人秀	芒果TV
游戏类	《王牌对王牌7》	室内竞技真人秀	爱奇艺、优酷、腾讯视频
音乐类	《天赐的声音3》	音乐励志节目第3季	爱奇艺
	《乘风破浪的姐姐3》	当代女性的追梦历程	芒果TV
	《春天花会开》	民歌类竞唱音综	芒果TV
	《声生不息》	两地歌手演唱港乐公演对抗	芒果TV
舞蹈类	《了不起的舞社》	女子齐舞舞社竞技真人秀节目	优酷
生活类	《向往的生活6》	回归自然的渔村生活真人秀	芒果TV
	《新游记》	六人一路前行看见最真实、平凡的中国	腾讯视频
情感类	《春日迟迟再出发》	单身男女的旅行真人秀	芒果TV
	《没谈过恋爱的我》	初恋成长真人秀	优酷
	《好友恋爱时》	单身异性好友探寻两性间友谊与爱情的边界	爱奇艺
	《灿烂的前行》	治愈失恋困境的温暖旅程	腾讯视频
	《喜欢你我也是3》	青年社交观察恋爱治愈系综艺	爱奇艺
访谈类	《三个少年》	互动演绎暖情访谈节目	爱奇艺
	《未来中国》	前沿科学思想秀	爱奇艺
推理类	《开始推理吧》	RPG沉浸式推理逃脱密室	腾讯视频

资料来源: 公开资料整理, 万联证券研究所

**会员增长趋稳, 疫情复发致成本端、内容制作端压力增加, 开始逐步迈入“降本增效”。**各大视频平台主要的收入来源来自于会员及广告, 而会员模式和广告模式本身存在一定的互斥现象, 理论上广告收入的增加会加重广告投放比例, 无论是中插广告、角落弹窗广告或者剧集综艺内的广告植入, 在一定程度上都会影响会员观感, 导致会员收入的减少, 从各大平台的21年年报及22年Q1季报来看, 腾讯视频会员数21年仅同比增长1%, 芒果会员数21年同比增加39.5%, 较20年增速降低超过50pct, 爱奇艺22Q1同比增加4.5%, 这都显示了国内长视频平台会员数量渐趋平稳, 整个行业都已进入提高会员内容供给, 持续提升会员价值的阶段; 而成本端的压力来自于对于“流量”的依赖性, 这种“流量”是来自剧集的高品质(如《觉醒年代》无流量参演的高流量剧), 还是来自流量IP(如《斗罗大陆》), 亦或是剧集本身所携带的流量演员(如《余生请多指教》), 内容端及演员端的成本投入也影响着视频平台的运营及生存。同时疫情复发对于影视平台的内容端制作影响较大, 国内长视频平台以爱奇艺为首, 也开始逐步寻求“降本增效”的道路。

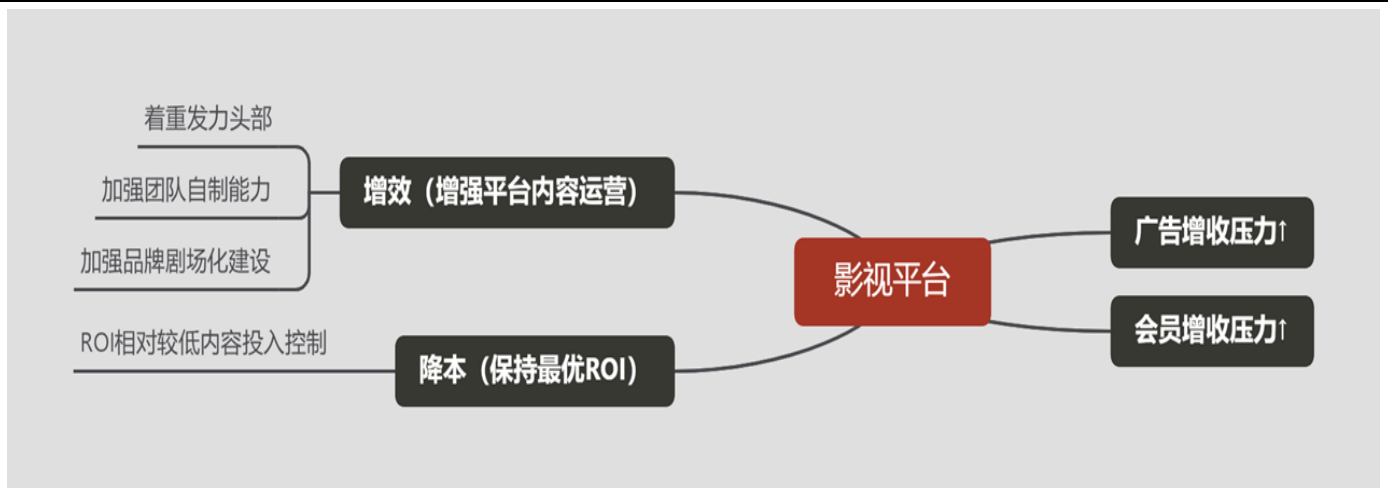
**“降本”控制内容端成本, “增效”增强平台内容运营。**从各个平台的22Q1召开的发布会来看, 降本增效、寻求盈亏平衡正在成为长视频行业各平台的共同目标, 主要的“增效”手段总结出有3点主要方向:

- 1. 着重发力头部:** 平台将寻求更好的内容制作效率, 流量不是唯一的衡量标准, 反而更加强调内容的适配, 代表着头部IP、头部演员、头部制作团队和头部宣发的整体配平, 即重点发力S级和A+级剧。头部IP合理性的改编、头部演员的自带流量及演员角色适配度、头部制作团队的资源调动能力等多项因素共同助力优质内容的诞生, 帮助平台扩大竞争优势, 占据更多市场份额。

2. **加强团队自制能力：**各平台除了和行业头部公司的合作，也在加强自身团队自制能力，在人员配备上寻求一种低风险的经验，形成更加稳定的制作效率，例如芒果超媒注重综艺团队的培养，目前旗下有43家工作室，会通过“赛马”来做综艺推新，综N代《大侦探》，爆款综艺《浪姐》等层出不穷，维持平台创作生命力。
3. **加强品牌剧场化建设：**各大视频平台延续2021年平台剧场化建设，加强剧场“品牌化”建设，共同加强影视剧集精品化输出，提高用户黏性的同时，也有助于平台实现拉新维稳。例如爱奇艺在悬疑、探案方面的更多内容输出，推出刑侦题材的《暗夜行者》《我是刑警》《警察荣誉》等，进一步强化迷雾剧场以来的大众认知。

而从爱奇艺22年Q1业绩来看，基于非美国通用会计准则财务指标（non-GAAP）的运营利润3.3亿元，利润率4%，连续三个季度提升，首次实现季度盈利，且营业成本为60亿，同比下降16%。其中，内容成本为44亿元，同比下降19%。从中我们能看出，“降本”在通过在维持平台整体竞争力和市场领先地位不变的前提下，对于头部内容的投入并没有减少，减少的是ROI相对较低的内容，以最优的ROI获取最合适的内容，并以合理的内容数量实现变现最大化，优化成本控制，从而实现利润端的上涨。

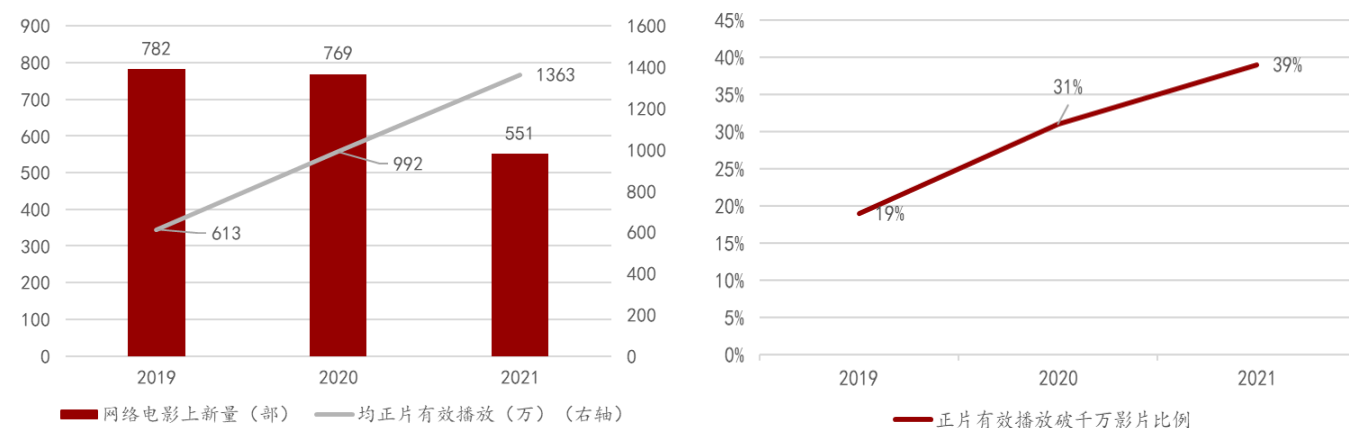
图表26: 平台发展方向预测



资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

**网络电影“提质减量”，行业结构持续优化。**中国网络电影作为中国电影产业的有机组成成分，在国家文化产业发展政策的指引和扶持下，是近些年来视频平台重点发展方向之一，2021年全平台网络首发的影片数量共551部（含分账及点播付费模式），同比减少28%，但部均正片有效播放达1363万，同比增长37%，同时正片有效播放达1000万以上的影片数量占比39%，较20年上涨8pct，这些数据也显示了网络大电影也在逐步随着视频平台的“提质减量”步骤，实现行业结构持续优化，同时内容为王仍是网络电影秉持的重点。

图表27: 网络电影上新量(部)、均正片有效播放(万) 图表28: 正片有效播放破千万影片比例  
(右轴)



资料来源: 云合数据、万联证券研究所

资料来源: 云合数据、万联证券研究所

**网络电影取消平台定级推动2C趋势, 指向内容品质升级, 疫情未除网络电影仍是平台发展重点。**除去剧集及综艺, 网络大电影作为视频平台近些年主要发力点, 从年初开始, 各大平台纷纷开始实施扶持网络大电影的计划, 侧重点各有不同。腾讯视频推出“网络电影创新赛道扶持计划”激发题材创造活力, 即在原有的定级与单价基础上, 针对正能量、现实题材、科幻精品、动画电影、女性视角五个赛道新增S Pro评级, 在既有S+的基础上进一步抬升分账单价予以扶持, 此为激励特定赛道; 优酷发起“扶摇计划”, 旨在打通书、影、游等多元IP联动, 推动网络电影破圈; 而爱奇艺会员首播取消平台定级, 以会员观看有效时长计算分账收益, 云影院首映引入片方自主定价, 在原有点播分账模式基础上引入会员分账模式, 延长双窗口期。这一举措将网络电影受益决定权交于用户, 打破平台定级带来的不同的站内推广力度与资源倾斜, 进一步保证赛道公平性, 旨在拉动整体内容品质升级。当疫情未能完全根治的情况下, 实体影院受到较强负面影响, 网络电影仍然是各个视频平台2022年重点发展方向之一。



图表29: 爱奇艺网络大电影新规调整

合作模式	窗口期	级别	分账周期	票房说明	片方总票房说明	授权期限	授权范围
云影院首映	点播分账期	不分级	35天	<ul style="list-style-type: none"> <li>●单片票价： 片方自主，灵活定价 12/18/24/30元四档， 会员享受折扣</li> <li>●点播分账期票房计算方式： 点播分账期总票房扣除渠道 费后，片方按60%比例分账</li> </ul> 注：最终定价、会员折扣以商务 具体洽谈结果为准；独家/非独家 无区别	片方总票房= 点播分账期 票房 + 会员分账期 票房	10年及 以上	全球
	会员分账期	不分级	180天	<ul style="list-style-type: none"> <li>●分账单价： 1.5元/小时（独家） 1.05元/小时（非独家）</li> <li>●会员分账期票房计算方式： 会员分账有效时长（小时） *分账单价（元/小时）</li> </ul>			

资料来源：爱奇艺、万联证券研究所

网络剧片行政许可正式发放，网剧、网络电影行业更加规范。除去数据方面，行业政策方面，6月1日起，国家广播电视总局对网络剧片正式发放行政许可，这也意味着网络剧、网络电影正式拥有了属于自己的“网标”，这意味着国产网络剧片审查被纳入了行政许可事项，网上网下同一标准，网络影视产业迎来制度升级，这将激励行业继续加强精品创作，有利于网络影视作品向优质化、规范化方向迈进，也有助于网络剧片获得更广阔的发展空间。

图表30: 网络剧片发行许可证

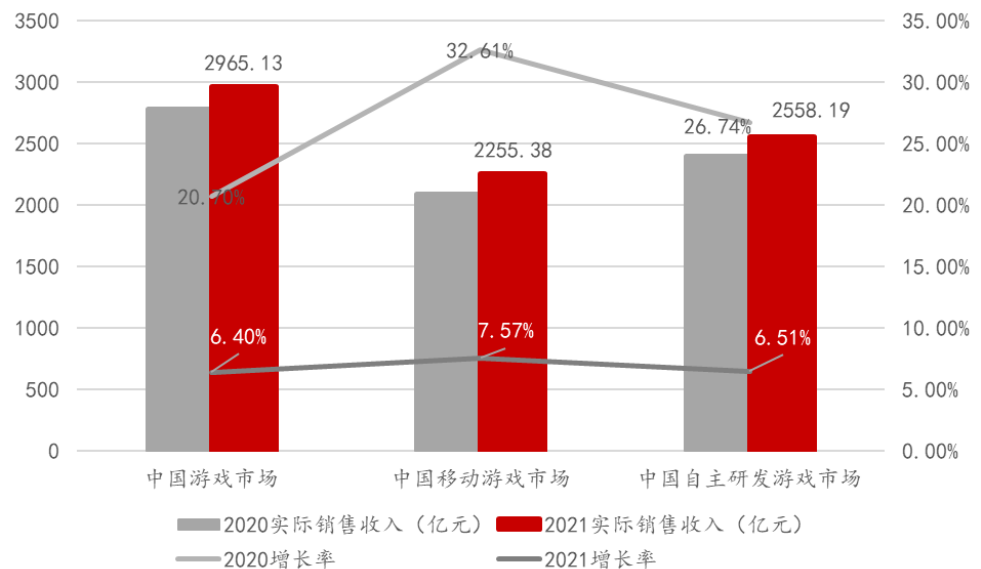


资料来源：国家广播电视总局、万联证券研究所

## 2.2 游戏：版号恢复发放重燃市场活力，出海必要性突显

版号再次限制发放，2021年游戏市场收入增速大幅下跌。2021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》，游戏版号暂缓发放，同时相关部门联合游戏企业下架了“换皮、三观不正、套版号、无版号”等一批游戏产品，加强版号审查力度，绿化青少年网络环境。2021年游戏市场由于版号限制，市场新产品上线数目减少，据游戏工委数据，2021年国内游戏业整体、手游、自研游戏收入的增速从2020年的20.70%、32.61%、26.74%降到了7%上下。

图表31：2020-2021年游戏各个市场实际销售收入及增长率

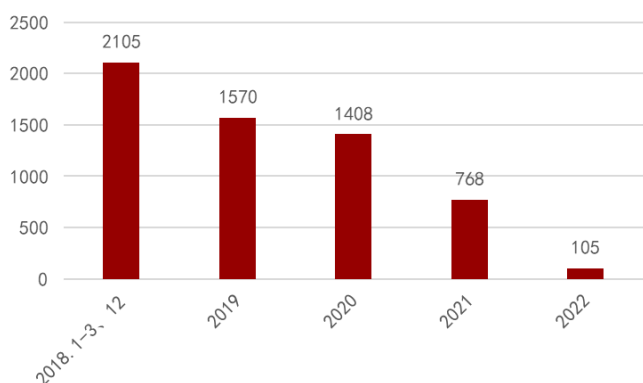


资料来源：中国音数协游戏工委，万联证券研究所

版号5月份或因疫情复发延后审批，6月发放版号60个。时隔263天，游戏版号于4月8日发放，正式逐步恢复发放，于4月11日国家新闻出版署正式公告45个过审游戏版号，较2021年7月数量有所下降，或是因为疫情再次复发影响，相关审批工作有所延后，5月份未再次公布游戏审批结果，于6月7日公布6月份版号，共60个，并未涉及网易、腾讯两个头部厂商。从2018年至今的版号发放数量变化趋势来看，游戏版号审批标准会更加严格，在政策领导下，对于整个游戏市场实施全面净化，促使新游往优质化、精品化道路迈进，有利于整个行业长期健康持续发展。

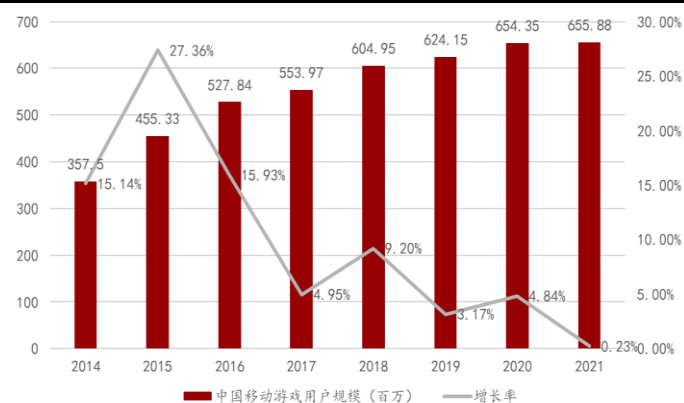
国内市场用户规模趋于饱和，出海必要性突显。我国移动游戏市场经历多年高速发展，用户红利已逐渐见顶，市场逐渐趋于饱和。伽马数据显示，2021年中国移动游戏用户相较于2020年仅增长0.23%，用户规模趋于稳定。版号虽然恢复发放，但是受国内游戏沉迷政策、版号收紧及移动互联网用户增长放缓限制，国内游戏面临增长乏力的困局，出海的必要性突显。海外市场存在大量可增长潜在用户，市场潜力等待挖掘，游戏厂商们需要针对海外不同市场的独特性来分别制定本地化运营策略，更新迭代高品质的游戏内容，精准掌握产品的可玩性，扬长避短，占据市场，海外市场收入情况也就成为了衡量游戏厂商运营能力的指标之一。

图表32: 2018年至2022年游戏版号发放情况(单位: 个)



资料来源: 国家新闻出版署, 万联证券研究所

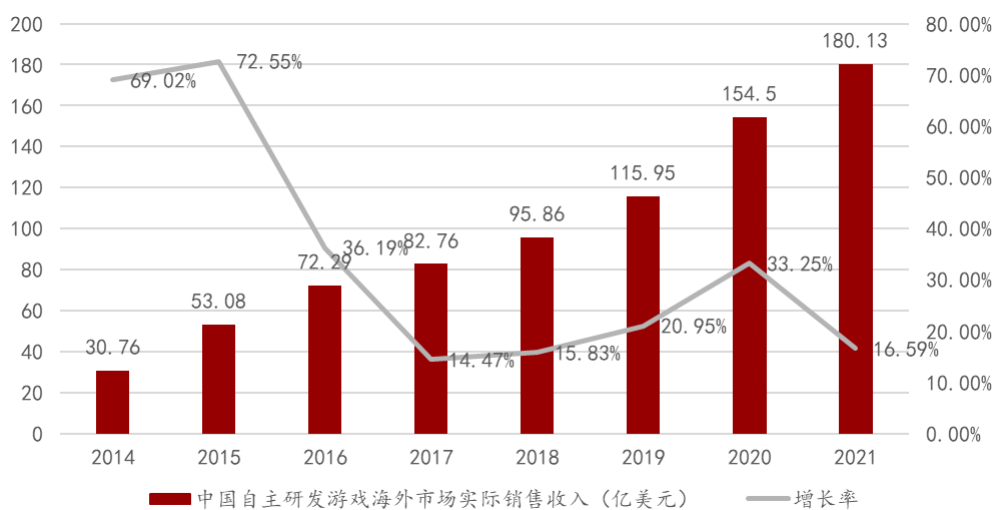
图表33: 2014年-2021年中国游戏用户规模及增长率



资料来源: 中国音数协游戏工委, 万联证券研究所

**海外市场收入维持较高增长态势, 增量可期。**2021年, 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入同比增加25.63亿美元至180.13亿美元(YoY+16.59%), 增速同比下降16.66pct, 但仍继续保持较高的增长姿态, 主要原因在于去年新冠疫情红利褪去, 宅经济激增效应消退, 从近五年的平均增长幅度来看, 我国游戏出海的份额呈现稳定上升的态势。随着移动游戏制作精细化、发行运营能力提升, 海外移动游戏市场增量可期。

图表34: 2014-2021年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入及增长率



资料来源: 中国音数协游戏工委, 万联证券研究所

**游戏研发趋于精细化、高质量化, 各大厂商推出海外发行品牌, 出海进程加速。**在国内市场趋于饱和、政策监管趋严的大背景下, 我国部分移动游戏厂商已在海外进行战略布局, 如米哈游的原创IP《原神》、腾讯的《AOV》(《王者荣耀》海外版)、《PUBG Mobile》等。目前, 我国游戏出海厂商数量逐年增加, 游戏研发趋于精细化、高质量化, 侧重于买量模式的移动游戏不断涌现。现阶段, 我国出海游戏厂商主要可分为以下三类: (1) 侧重游戏品质的厂商以高质量游戏抢占市场; (2) 侧重买量发行、特定题材(主要为SLG)游戏厂商有更专业的本地化能力并更重视下沉市场; (3) 专注休闲模拟类游戏厂商尽管规模较小, 但发展速度较快。同时腾讯 (LEVEL INFINITE)、莉莉丝 (Farlight Games)、米哈游 (HoYoverse) 相继推出海外游戏发行品牌, 网易于今年年初在日本成立名越工作室, 5月成立首家美国游戏工作室Jackalope Games, 海外市场布局明显加速

图表35: 我国主要出海厂商分类

侧重点	特点	代表厂商	代表游戏
游戏品质	以优质产品占领市场, 具有打造知名游戏 IP 能力	网易、腾讯、米哈游	《AOV》(王者荣耀国际版)、《暗黑破坏神》、《原神》、《PUBG Mobile》
买量发行	注重研发吸睛品类题材游戏, 发行过程中注重广告买量及本土化运营, 以 SLG 为主	FUNPLUS、莉莉丝、三七互娱	《阿瓦隆之王》、《万国觉醒》、《末日喧嚣》
休闲模拟	专注于休闲模拟类游戏开发运营, 增长速度快但规模较小	Ohayoo、博乐游戏	《Combat of Hero》、《Cash Frenzy》

资料来源: 公开资料整理, 36氪研究院, 万联证券研究所

**出海浪潮引领游戏行业新趋势。**从整个出海收入情况及游戏运营情况分析, 游戏行业目前有以下三种趋势:

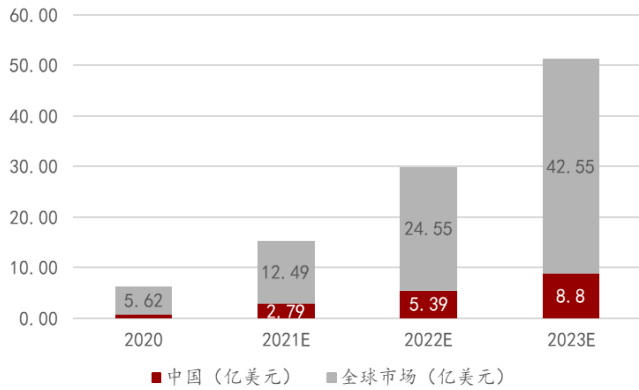
**1) 合作开发提升游戏产品质量。**海外本土游戏开发大厂擅长于PC和主机游戏开发, 在此类游戏方面资源雄厚、技术储备丰富、研发营运能力强, 我国移动游戏厂商在中重度游戏(如SLG类游戏)方面拥有较为先进的商业模式(免费下载, 游戏内可内购道具)、领先的付费运营体系和丰富的内容迭代经验, 为适应游戏本土化、减少研发成本, 我国移动游戏厂商与海外游戏大厂的合作将更加频繁, 借鉴之前暴雪娱乐等厂商合作经验, 共同打造更加品质化游戏;

**2) 开放世界将成为主流。**开放世界若想获得成功, 关键因素在于自由度的高低、交互性的强弱、游戏内容的可玩性及模型建立精细程度。《原神》满足四个方面的要求, 同时拥有移动端的强劲优势, 成功是必然的。随着《原神》在海外市场成功突围, 国内移动端开放世界的研发步伐逐步加快, 例如《幻塔》、《诺亚之心》的推出。未来开放世界会随着开发端技术的持续进步而更加完善, 市场潜力不可小觑;

**3) 多核玩法打破固化游戏模式。**除去原有的固化游戏种类, 国内游戏厂商开始逐步进行多种核心玩法融合创新, 为游戏市场添加新鲜活力。例如《末日喧嚣》是一款三消+SLG玩法的产品。在原有的SLG 4X玩法上, 融入了射击元素, 但其核心玩法仍离不开三消。不同种类游戏的碰撞配合新奇的题材, 游戏类型将从双核(三消+SLG)向多核(N+N)逐步演变。

**国内游戏厂商相继推出云游戏, 行业商业化潜力逐渐显现。**移动游戏的品质进一步升级受制于终端硬件的限制是行业目前难以解决的重要技术问题, 云游戏能够很好的规避此项限制, 并且能够通过云服务器的数据传输与计算等方面的升维增强, 跨平台降低了游戏配置要求, 云服务器的数据传输速度、处理能力和容量可以为用户带来更好的游戏沉浸体验与互动效果, 未来将是移动游戏乃至整个游戏行业发展的重要趋势与方向, 市场发展潜力巨大, 根据Newzoo数据显示, 中国云游戏市场收入20年至23年的复合增长率达135%, 预计在23年收入8.8亿美元。中国的游戏厂商继米哈游推出《云·原神》, 今年腾讯曝光《云·天涯明月刀手游》, 网易《云·大唐无双》正式上线, 共有三款云游戏登场, 目前虽然云服务供应商的算力及通讯供应商的时延仍有较大提升空间, 但是云游戏市场已经开始展现出不错的商业化潜力。

图表36: 云游戏市场收入预测



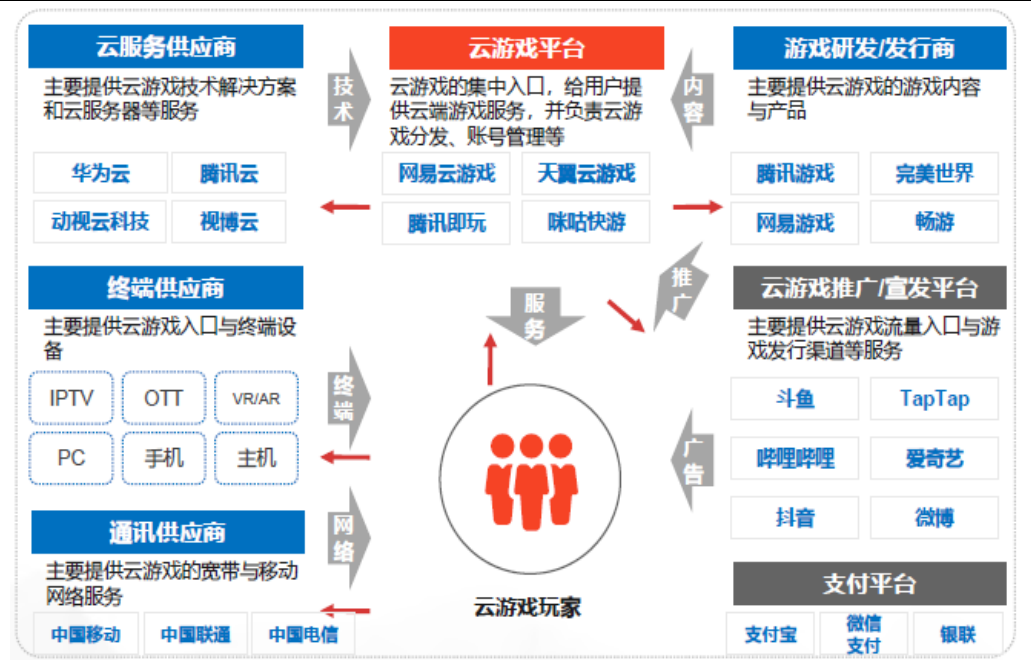
资料来源: Newzoo、腾讯研究院、CTR、万联证券研究所

图表37: 《云·原神》演示界面



资料来源: 《原神》官方资料、万联证券研究所

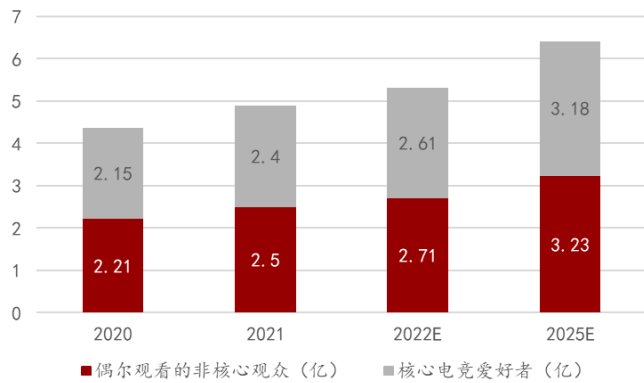
图表38: 云游戏生态系统



资料来源: CTR、万联证券研究所

电子竞技行业高速发展, 各地政府纷纷出台行业发展与扶持政策。电子竞技行业在中国一直处于较快的发展速度, 根据Newzoo数据显示, 2022年, 全球电竞观众数将增至5.32亿, 同比增长8.7%。每个月观看一次以上的核心电竞爱好者将达到2.61亿以上, 偶尔观看的非核心观众则将达2.71亿。到2025年, 核心电竞爱好者的数量将以8.1%的复合年增长率增长至3.18亿人, 而全球电子竞技观众总数将超过6.4亿。11月5日, 杭州亚组委宣布《英雄联盟》《王者荣耀(亚运版)》《和平精英(亚运版)》《炉石传说》《Dota2》《梦三国2》《街霸5》和《FIFA Online 4》8个项目入选第19届杭州亚运会电子竞技小项, 既是对新时代体育边界的拓宽, 也是对当下年轻群体的一种“迎合”, 推进传统体育项目和新兴体育项目的融合; 同时随着游戏产业以及电竞市场的高速发展, 各地政府纷纷出台行业发展与扶持政策; 尤其是在新冠疫情对诸多传统行业(如传统体育)的冲击之下, 电竞凭借在线特点凸显出产业优势, 各大城市纷纷推出扶持政策, 共同推动电竞行业蓬勃发展。

图表39: 全球电竞观众增长



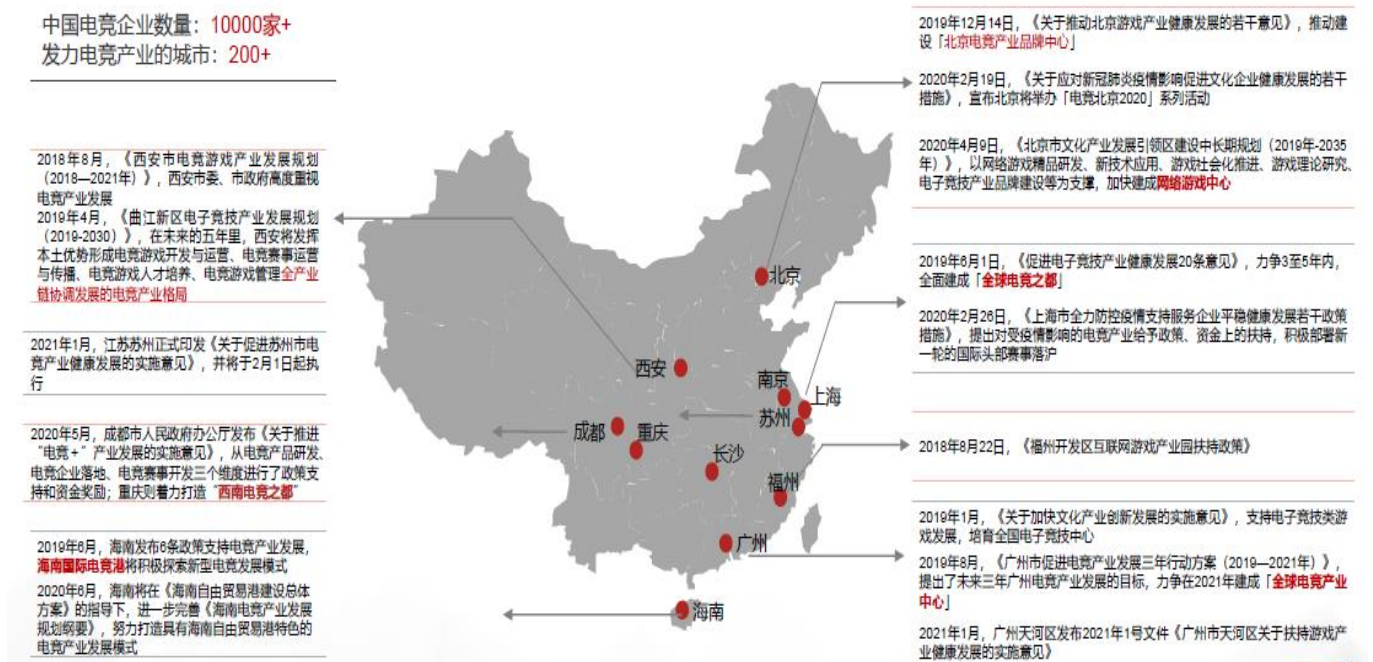
资料来源: Newzoo、万联证券研究所

图表40: 2022亚运会电竞入选项目



资料来源: 亚奥理事会、万联证券研究所

图表41: 近年来电竞相关政策颁布

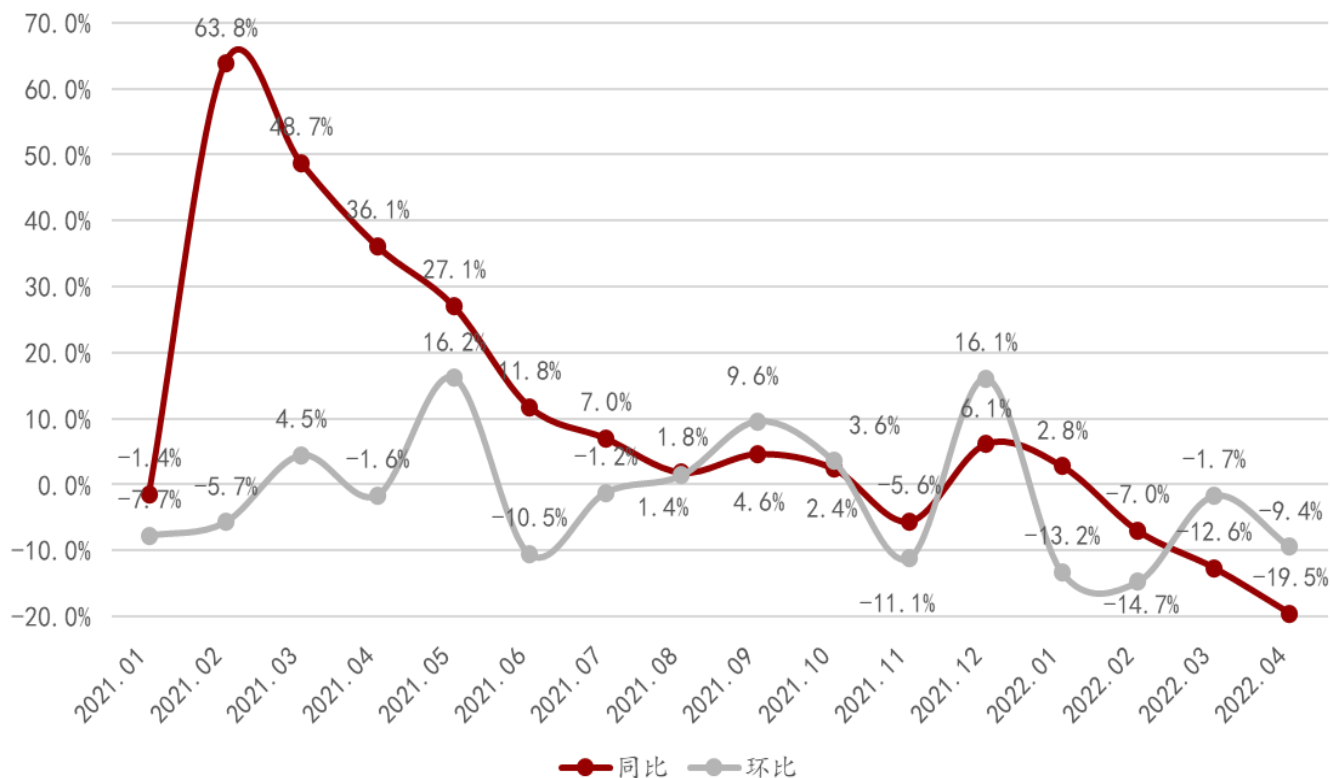


资料来源: CTR、万联证券研究所

### 2.3 广告营销: 22M1-M4 广告市场相对疲软, 梯媒继续维持高景气度

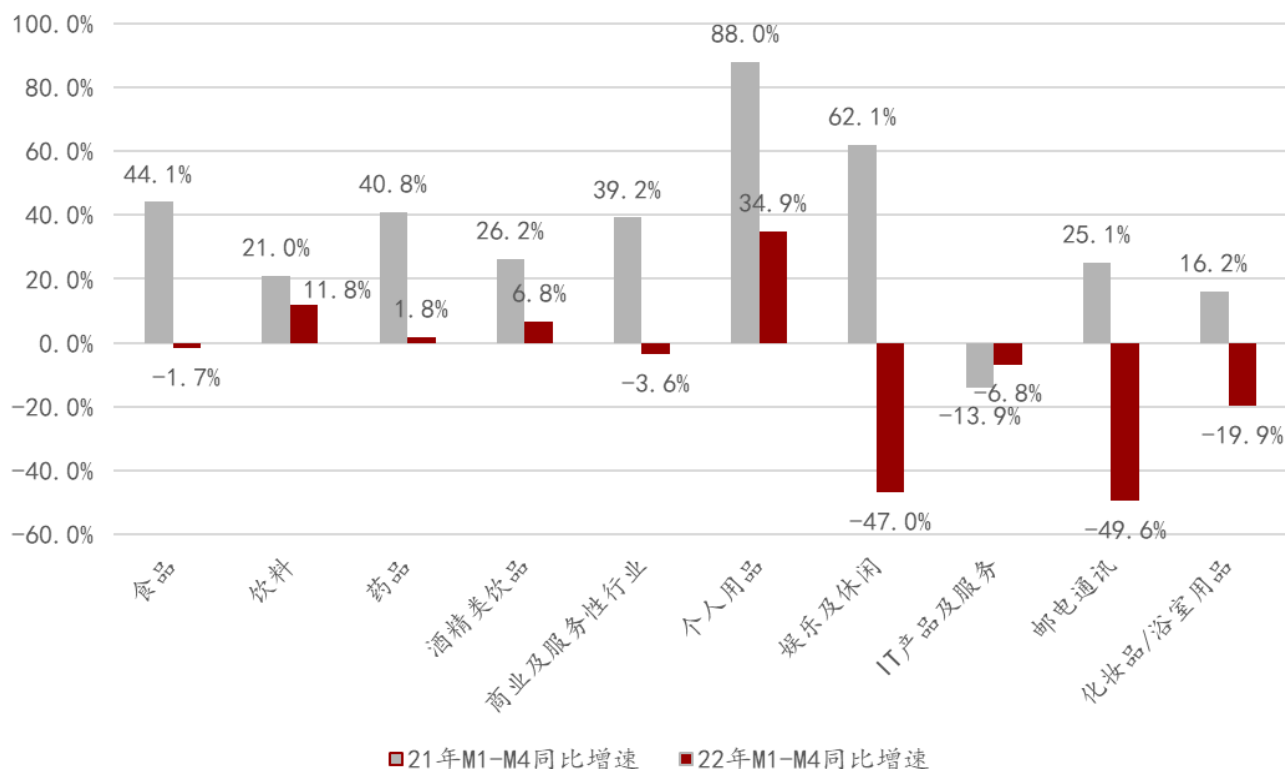
22M1-M4广告市场相对疲软, 个人用品、饮料行业同比增幅显著。21年因疫情褪去, 整体广告市场重新活跃, 刊例费用处于高基数, 22M1-M4全媒体广告较21年同期呈现相对疲软状态, 4月延续2、3月的同比下降趋势, 同比下降19.5%, 环比下跌9.4%, 跌幅较上月扩大7.7个百分点。分行业来看, 22M1-M4同比增长幅度较高的为个人用品行业及饮料行业。个人用品行业广告花费同比增长较显著, 涨幅为34.9%。该行业在多个广告渠道的投放均有提升, 尤其在电梯LCD和电梯海报同比分别增长110.3%、198.0%; 饮料行业广告花费同比增长11.8%, 在电梯LCD广告花费同比上涨142.0%, 在电梯海报的广告花费同比上涨66.3%。

图表42: 21M1-22M4整体广告刊例费用变化



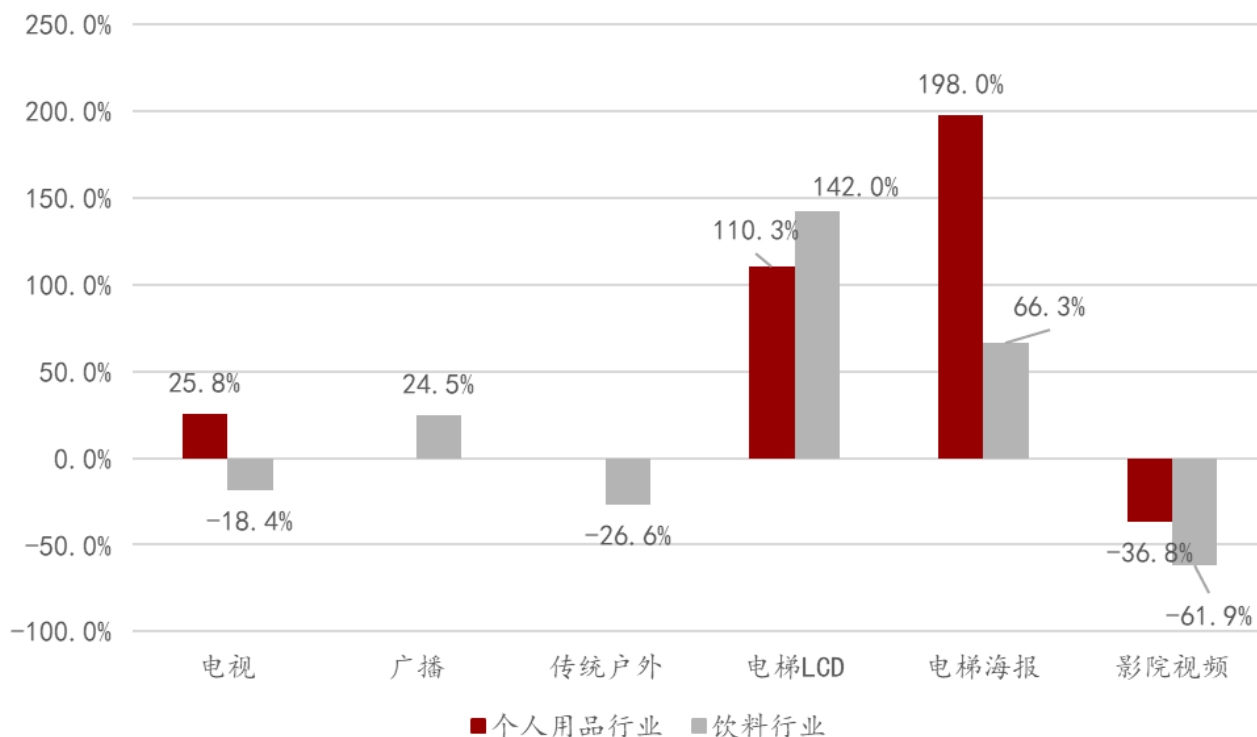
资料来源: CTR、万联证券研究所

图表43: 广告整体市场行业广告花费变化



资料来源: CTR、万联证券研究所

图表44: 22M1-M4重点行业各个渠道投放变化情况

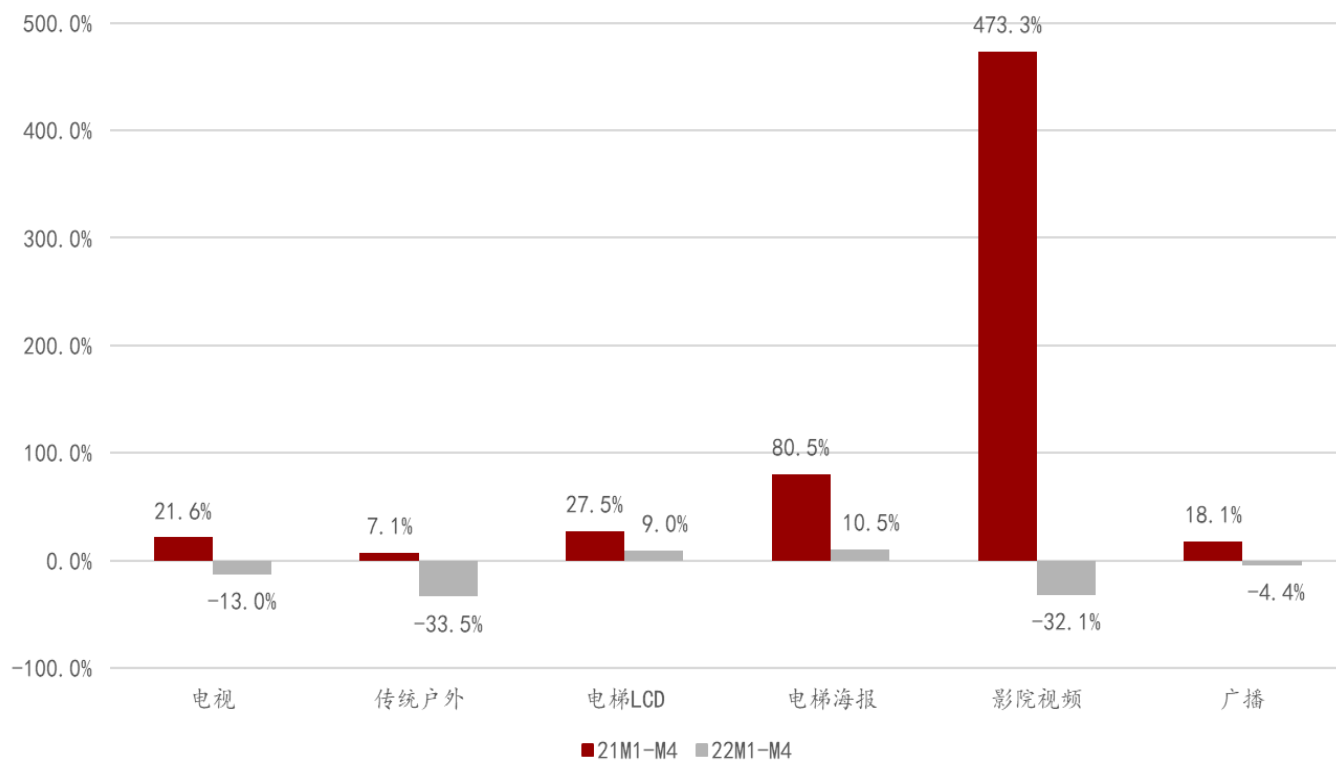


资料来源: CTR、万联证券研究所

**各渠道同比增幅均有所下降，梯媒景气度依旧。**根据CTR数据显示，各个渠道基于21年疫情影响褪去，广告市场回暖高基数的增幅下，同比增幅均有所下滑，其中电视、传统户外、影院视频、广播同比呈现下跌，分别为-13.0%、-33.5%、-32.1%、-4.4%，传统户外同比大幅下降的主要原因在于除交通、酒精类饮品行业花费小额上涨，其余行业花费大幅缩减；电梯LCD、电梯海报在21年高基数情况下仍能保持上涨趋势，景气度依旧，同比分别上涨9.0%、10.5%。



图表45: 21M1-M4、22M1-M4不同广告渠道花费同比变化

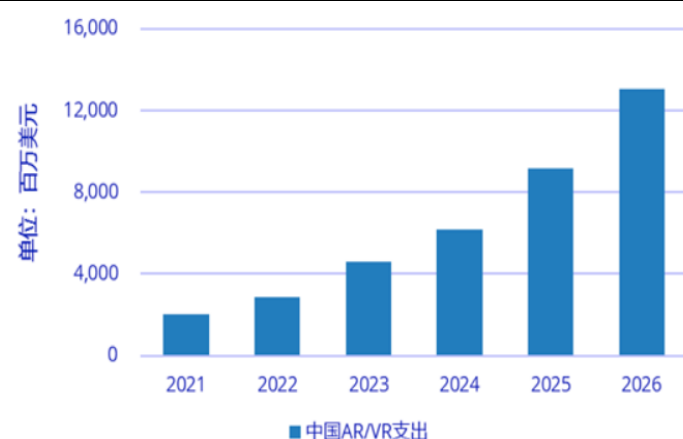
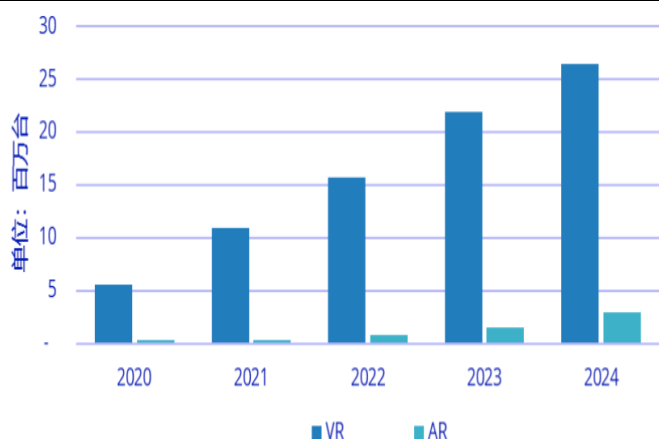


资料来源: CTR、万联证券研究所

#### 2.4 元宇宙: AR/VR 火热度依旧, 虚拟人产业呈现强劲增长态势

**AR/VR火热度依旧, 国内发展迅速。**2021年元宇宙概念再度火热, 虚拟现实技术作为支撑其发展的重要技术之一, 为元宇宙必备的“沉浸感”要素提供助力, 在当前技术背景下, AR/VR设备的功能和特点完美贴合这一要素, 行业再次受到市场关注。根据IDC报告数据显示, 2021年全年全球AR/VR头显出货量达1,123万台, 同比增长92.1%, 其中VR头显出货量达1,095万台, 突破年出货量一千万台的行业重要拐点, 其中Oculus份额达到80%。预计2022年, 全球VR头显出货1,573万台, 同比增长43.6%。AR眼镜方面由于制作难度较高难以量产, 未有消费级产品推出, 客户集中在B端, 出货量较少; 随着2021年随着头部互联网公司入局, 中国AR/VR市场被注入了巨大活力, 国内本土VR厂商接连推出新品, 迭代节奏明显加快, 例如Pico Neo3、奇遇VR系列, 2021年中国AR/VR市场IT相关支出规模约为21.3亿美元, 并将在2026年增至130.8亿美元, 为全球第二大单一国家市场。

图表46: 全球AR/VR市场出货量及预测(单位:百万台) 图表47: 2021-2026年中国AR/VR支出规模及预测(单位:百万美元)

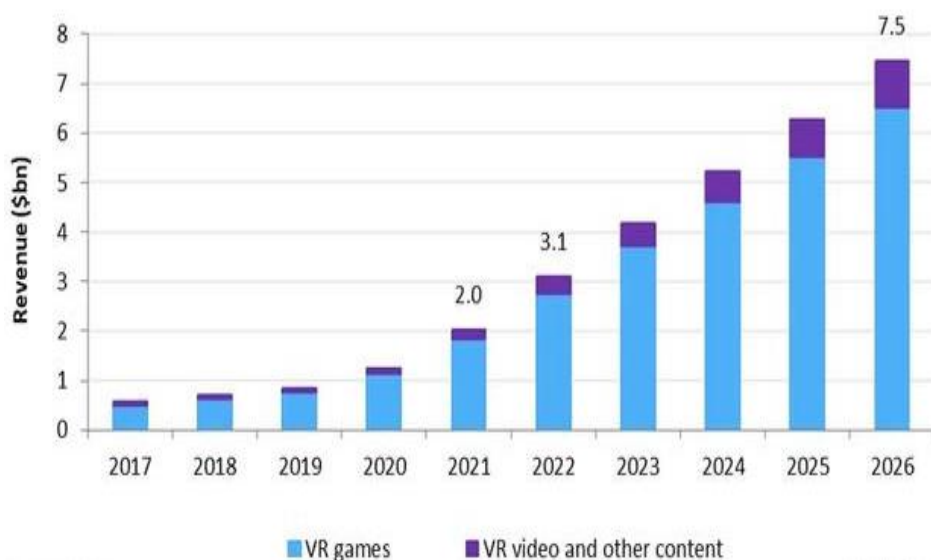


资料来源: IDC、万联证券研究所

资料来源: IDC、万联证券研究所

**现象级VR游戏推动终端普及,国内厂商加紧布局VR游戏。**根据Omdia Analysis公司数据显示,2022年,全球VR内容市场收入预计将达到31亿美元,占电子游戏市场总收入的比例约为1.7%,总收入中,VR游戏营收占比大约为89%,由此可知,VR游戏是目前VR设备主要应用场景,由内容端的现象级产品推出带动市场销量上升,例如《节奏空间》在2019年被誉为游戏界“奥斯卡”的TGA(The Game Awards)游戏颁奖礼上,被评选为“年度最佳VR/AR游戏”奖,21年10月份累计收入突破1亿美元;首款VR3A游戏《半衰期:爱莉克斯》成为Steam 2020年收入最高的VR独占游戏,被称为VR游戏的里程碑,为Steam VR新增近100万活跃用户,带动了Steam平台VR头显用户占比的提升,同时国外热门PC游戏陆续推出VR版本,包括《我的世界》、《生化危机4》等。相比之下,国内VR硬件市场由Pico、爱奇艺、NOL0等带领着蓬勃发展,逐渐缩小差距,但内容生态方面较为匮乏,暂无出现爆款,但是目前国内厂商已经开始积极布局这一领域,网易合资公司网易影核将推出多项Steam高分游戏VR版,腾讯投资国内VR游戏开发商威魔纪元,国内VR市场潜力较大。

图表48: 2017-2026年VR端内容市场收入预测(单位:十亿美元)



资料来源: Omdia Analysis、万联证券研究所

图表49: 销量/营收突破百万VR游戏 (节选)

名称	上线时间	类型	销售业绩
精英危险: 地平线 (Elite Dangerous: Horizons)	2015/4/3	VR 太空射击	截至 2019 年 3 月份, 全球的销量已经超过 140 万份
燥热 (SUPERHOT)	2016/2/25	VR 射击	截至 2019 年 12 月, 游戏全平台销量达到了 200 万套; 21 年 2 月份, Quest 平台达到百万销量
工作模拟器 (Job Simulator)	2016/4/15	VR 模拟	截至 21 年 1 月份, 销量破百万套, 总流水达 2000 万美元
节奏空间 (Beat Saber)	2018/5/1	VR 音游	截至 21 年 3 月份, 销量超过 400 万份, 10 月底累计收入突破 1 亿美元
半衰期: 爱莉克斯 (Half-Life: Alyx)	2020/3/24	VR 射击	根据 SteamDB 的数据显示, 总销量预计在 125 万至 344 万套之间, 游戏的营收至少在 8600 万美元, 同时带动 Valve Index 耳机在 2020 年第四季度的销量翻倍
生化危机 4 VR	2021/10/21	VR 动作	五周内累计营收约 850 万美元, 成为 Quest 平台历史上卖得最快的一款游戏

资料来源: 公开资料整理、万联证券研究所

视频平台开始发力元宇宙综艺, 影视公司开启数字藏品、虚拟资产新业务。数字媒体方面, 各个视频平台开始发力元宇宙综艺, 例如爱奇艺的《元宇宙歌唱大赛》, 主打的是“为星素歌手定制虚拟形象参加音乐竞演”; 芒果TV的《意想不岛》, 定位元宇宙社交链游真人秀, 集小岛冒险与音乐演绎于一体, 并融入NFT概念, 将其作为入场券, 提升虚拟沉浸感; 腾讯《登录圆鱼洲》, 定位虚拟与现实结合的推理游戏真人秀, 打通虚拟-现实世界, 建造线上线下联动的社区, 但由于元宇宙目前确实处于初级发展阶段, 概念与模式尚不清晰, 综艺很难深入打造相关内容, 只是融入了与元宇宙相关的概念及元素, 比如虚拟形象、NFT、虚拟社交等等; 影视公司方面, 基于本身IP优势, 数字藏品、虚拟资产等新业务模式的出现或对IP资产价值的重估带来利好。目前众多影视公司已开始布局元宇宙方面, 例如22年年初华策影视成立专门元宇宙新业务部门, 拟通过影视内容素材数字平台搭建、影视剧宣发联动、数字藏品发行等方式进行探索, 通过深度技术合作, 与数字藏品平台形成深度捆绑, 持续推进元宇宙产品的发售工作, 随后今年3月, 芒果TV推出其自有的数字藏品平台, 或将与此前提到的综艺内NFT元素进行联动, 挖掘该行业更大商业价值, 潜力较大。

图表50: 各平台元宇宙综艺汇总

名称	形式	平台
登录圆鱼洲	虚拟与现实结合的推理游戏真人秀, 打通虚拟-现实世界, 建造线上线下联动的社区。	腾讯
意想不岛	将元宇宙概念融入社交综艺, 同时引入 NFT 概念, 定义为元宇宙社交链真人秀	芒果 TV
元宇宙歌唱大赛	真人歌手以虚拟形象传送至虚拟舞台上进行音乐竞演	爱奇艺

资料来源: 公开资料整理, 万联证券研究所

图表51: 《你好, 星期六》虚拟主持人小漾



资料来源: 芒果TV, 万联证券研究所

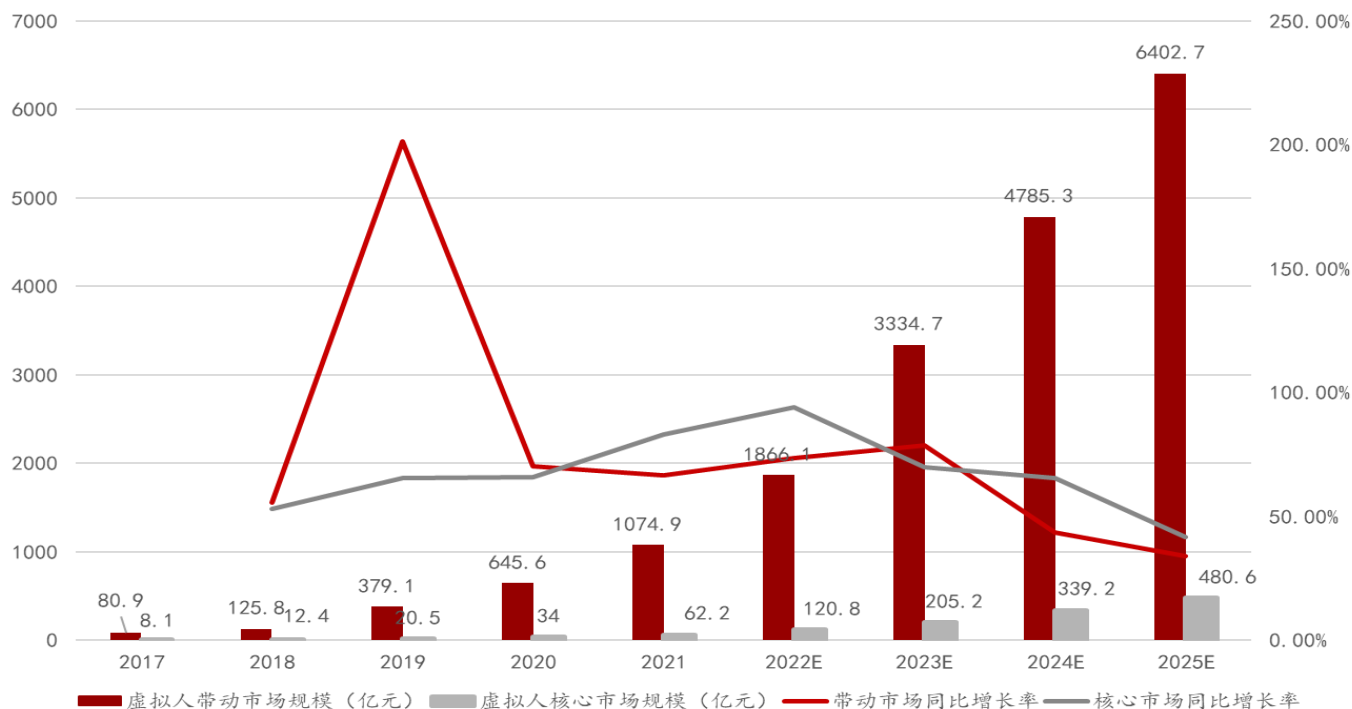
图表52: 芒果数字藏品首发



资料来源: 芒果数字藏品, 万联证券研究所

**虚拟人产业呈现强劲增长态势, 商业化落地进程加速。**随着政府企业及互联网大厂积极布局元宇宙赛道, 元宇宙概念将为虚拟人和虚拟场景提供商业化契机, 根据艾媒咨询数据显示, 2021年中国虚拟人带动产业市场规模和核心市场规模, 分别为1074.9亿元和62.2亿元, 预计2025年分别达到6402.7亿元和480.6亿元, 呈现强劲的增长态势。元宇宙为虚拟人的发展提供了契机, 虚拟人的商业价值不断被挖掘和释放, 随着计算机视觉和渲染等技术的不断创新, 结合人工智能(AI)技术等前沿科技的快速发展, 能够让虚拟主播、数字员工、虚拟偶像等新业态满足用户的多样化需求, 产生巨大市场机会, 推动虚拟人产业的高速发展, 随着泛娱乐生态的繁荣发展, 虚拟人物形象将会出现在音乐平台、游戏、直播等更多线上场景, 未来越来越多的企业和品牌会加速布局“虚拟人+虚拟场景”赛道, 迎来更多商业化落地应用。

图表53: 2017-2025年中国虚拟人核心市场和带动市场规模及预测



资料来源: 艾媒咨询、万联证券研究所

图表54: 虚拟人的类型及特点

	服务型虚拟人	身份型虚拟人
定位	功能性, 提供服务	身份性, 用于娱乐、社交
核心功能	替代真人服务, 完成内容生产、简单功能	虚拟 IP、偶像, 推动虚拟内容生产
代表应用	<p>数字员工 (AIYA、小 C)</p> 	<p>虚拟偶像 (A-soul)</p>  <p>虚拟直播社交主播 (Vox)</p> 
产业价值	1. 降低已有服务型产业成本, 为存量市场降本增效; 2. 提升 AI 助手的交互效果, 扩展其接受度与适用场景	为未来的虚拟化世界提供交互中介, 在增量市场创造新的价值增长点

资料来源: 公开资料整理、艾媒咨询、万联证券研究所

### 3 投资建议

顺应政策导向推动行业改革，把握元宇宙概念带来的创新需求。受疫情持续影响，传媒行业在22年上半年市场表现平平，估值处于历史低位；自2020年以来传媒行业经历了持续调整，22年随着政策导向逐渐明晰，疫情反复有所防范，预计下半年随着元宇宙概念热度持续，带动虚拟现实生态内容建设，对剧集、综艺、游戏板块的创新需求提供思路。

1) **游戏板块**：政策引导整体行业长期健康发展，**游戏防沉迷、未成年人保护、游戏出海、云游戏**将会是未来行业关注重点。版号恢复有利于缓解市场悲观情绪，利好整体板块估值修复，游戏行业景气度有望回暖。随着版号重新发放，新游上线数量将会有一定程度的恢复，建议关注版号储备丰富、研发能力较强、产品优质、出海能力较强的头部公司。

2) **数字媒体板块**：**Z世代**占据时代主位，对剧集、综艺的质量及创新需求逐步增强，平台会员增长趋稳，成本端、内容制作端压力增加，开始逐步迈入“降本增效”（“降本”控制内容端成本，“增效”增强平台内容运营）；网络电影逐步随着视频平台的“提质减量”步骤，实现行业结构持续优化，同时内容为王仍是网络电影秉持的重点，当疫情未能完全根治的情况下，实体影院受到较强负面影响，**网络电影**仍然是各个视频平台2022年重点发展方向之一；

3) **广告营销板块**：21年因疫情褪去，整体广告市场重新活跃，刊例费用处于高基数，22M1-M4全媒体广告较21年同期呈现相对疲软状态，从细分广告渠道来看，梯媒景气度依旧，拉动行业整体复苏，看好**梯媒广告**。

4) **元宇宙板块**：元宇宙概念火热将带动虚拟现实技术市场估值上升，我们认为**AR/VR设备终端及内容生态建设**将成为游戏板块关注重点；影视方面，视频平台开始发力元宇宙综艺，影视公司开启数字藏品、虚拟资产新业务；虚拟人产业呈现强劲增长态势，商业化落地进程加速。建议关注涉及虚拟人、AR/VR硬件产业链、AR/VR内容生态建设相关公司。

### 4 风险提示

监管政策趋严；新游延期上线及表现不及预期；出海业务风险加剧；疫情反复风险；VR内容建设不及预期、商誉减值风险。

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。  
基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦  
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心  
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心  
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场