

证券研究报告·行业年度策略报告·传媒互联网
增持（维持）



把握政策改善、疫后复苏及创新成长三条投资主线

——2023年传媒互联网行业策略

证券分析师：张良卫

执业证书编号：S0600516070001

联系邮箱：zhanglw@dwzq.com.cn

2022年12月31日

■ 前期由于疫情反复及政策监管等多重因素，传媒互联网板块股价有所调整，展望2023年，我们认为有三个维度的投资机会：

■ **1、供给修复：前期供给受限的游戏行业，政策边际放松趋势下大概率将迎来一轮新产品周期。** 2022Q2/Q3，手游市场规模连续同比下滑，主要原因在于2021年8月-2022年3月为推进未成年人防沉迷监管导致的供给受限，同时行业精品化趋势下，厂商研发周期相较此前更长。11月以来，政策预期逐步好转，人民财评、中国音数协游戏工委等发声，未成年人防沉迷问题告一段落。同时供给端已经出现改善趋势。2022年11、12月下发版号中，中重度游戏数量占比有所提升，我们看好版号常态化发放背景下，供给侧持续改善将带动行业规模重启增长。推荐标的：三七互娱、吉比特、名臣健康、完美世界、恺英网络、宝通科技等，港股推荐腾讯控股、哔哩哔哩-W、金山软件、心动公司、创梦天地等，建议关注网易-S。

■ **2、疫后复苏：广告营销及消费互联网业绩改善弹性值得期待。** 22年多地疫情反复等因素导致我国广告市场总体需求疲软，1-10月我国广告市场花费同比减少11%，21年同期增速为16%。作为经济晴雨表，广告市场及时反映宏观经济变动和社会消费需求，近年来整体广告市场花费、GDP、社会消费品零售总额的增速同步变化。随着疫情政策调整，广告行业有望迎来一轮复苏。推荐：分众传媒、芒果超媒、兆讯传媒。互联网方面，在提振内需大方向下，23年政策有望积极，我们预计22Q4将是业绩底，23Q1-Q2环比持续回暖，之后真正进入复苏。我们坚定看好互联网板块发展，建议系统性加大板块配置。推荐：美团-W、拼多多、阿里巴巴-SW、京东集团-SW、泡泡玛特等。

■ **3、创新成长：2023年看好互联网板块中直播电商、即时零售、电商出海和互联网医疗，坚定看好元宇宙的长期成长潜力。** 1) 我们认为2023年直播电商GMV增速仍将快于电商大盘，其中买家数和购买频次是主要驱动力，我们预计2023年抖音和快手GMV同比增速将在25%-30%区间。推荐头部卖货MCN机构新东方在线、遥望科技，推荐快手-W，公司估值仍有吸引力。2) 我们认为有效供给的不足制约了即时零售现阶段发展。未来供给增加将驱动即时零售在线下渠道中的渗透率提升。我们预计2021年市场规模3500亿元，2025年达10182亿元；在线下渠道渗透率从2021年的1.2%提升至3.3%，2022-2025年CAGR 31%，推荐美团、达达集团和顺丰同城。3) 国内电商平台在海外市场，尤其是北美地区，存在较大的发展机遇，推荐拼多多、阿里巴巴-SW、京东集团-SW。4) 互联网医疗作为互联网少见的低渗透赛道，仍有较大成长空间，建议关注平安好医生、京东健康和阿里健康。2023年，我们维持看好元宇宙领域，我们判断：1) 各地政府加大元宇宙领域支持力度；2) 虚拟资产有望重新得到关注；3) XR交互领域苹果产品值得期待，B端AR应用或优先落地；4) GPT-4发布带动AIGC发展，更多商业化应用落地；5) 通信及算力成为最确定的边际提升方向。相关标的：风语筑、罗曼股份、浙数文化、宝通科技、创维数字、阜博集团、昆仑万维、中文在线、天娱数科等。（收盘价和汇率均取2022/12/29数据，港币/人民币=0.89，美元/人民币=6.96，若无特别注明，货币单位均为人民币）

■ 风险提示：政策监管风险、疫情影响超预期、宏观经济超预期下行风险、市场系统性风险等。



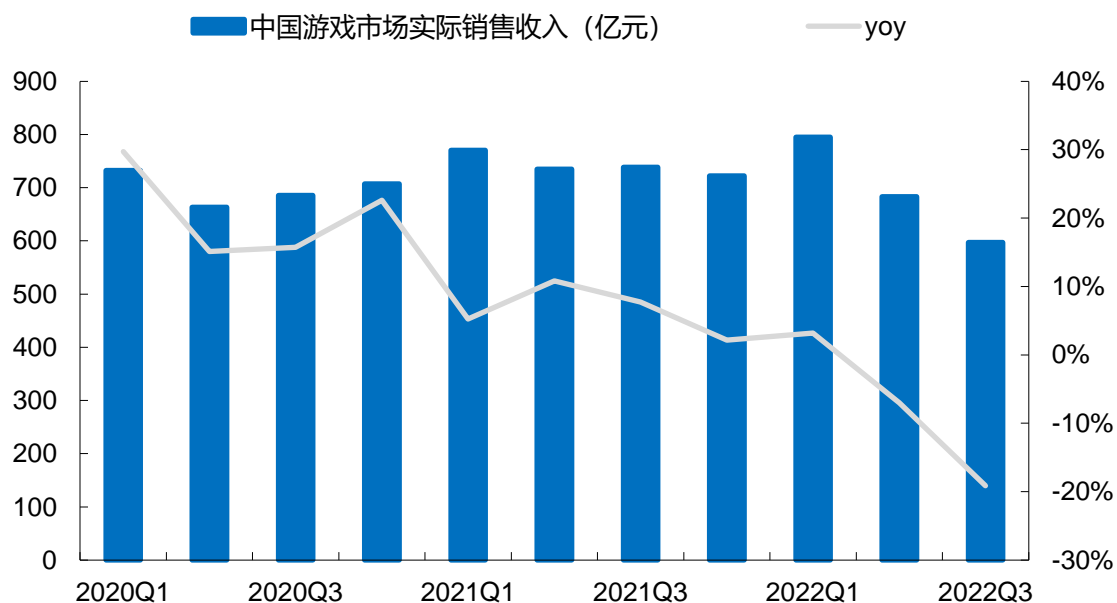
- 1、游戏：估值具有安全边际，期待政策放松趋势下的新产品周期
- 2、广告：经济同步回升，业绩持续修复可期
- 3、互联网：迷雾褪去，重拾信心
- 4、成长赛道-直播电商、即时零售、电商出海和互联网医疗
- 5、成长赛道-元宇宙：核心构成的五大猜想
- 6、风险提示

1、游戏：估值具有安全边际，期待政策放松趋势下的新产品周期

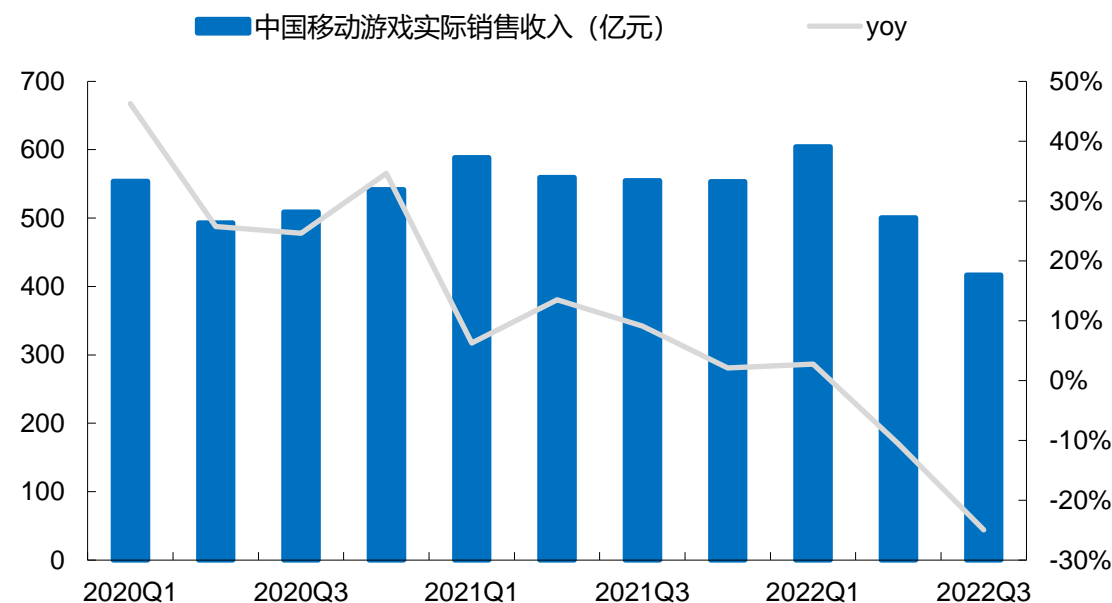
1.1 国内市场：供给端影响显现，产品周期致行业规模下滑

- 根据伽马数据，2022Q2/Q3中国游戏市场实际销售收入分别为683.15/597.03亿元，yoy-7.00%/-19.13%，下滑主要来自移动游戏。
- 根据伽马数据，2022Q2/Q3中国移动游戏市场实际销售收入分别为500.43/416.43亿元，yoy-10.54%/-24.93%。2022Q2/3，手游市场规模连续2个季度同比下滑，我们认为主要系1) 受未成年人防沉迷监管影响，版号停发致供给端受限；2) 需求端，疫情“宅家”红利消退。

中国游戏市场实际销售收入及同比增速 (亿元, %)



中国移动游戏市场实际销售收入及同比增速 (亿元, %)

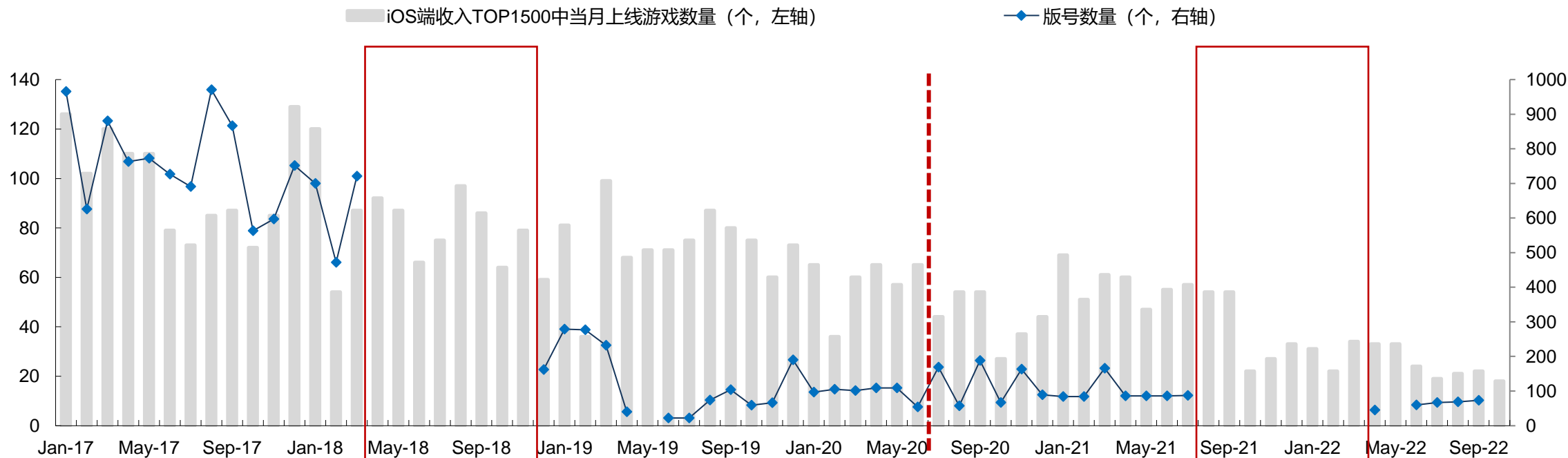


资料来源：伽马数据，东吴证券研究所

1.1 国内市场：供给端受限，影响较2018-2019年更为显著

- 2021年10月-2022年10月，AppStore平均月度新游数量为26款，相比2020年10月-2021年10月的49款，下滑明显。**我们预计主要系**1) 2021年8月-2022年3月为推进未成年人防沉迷监管，版号停发，进而影响产品付费测等研发进度、上线进度，进而影响产品周期衔接；2) 2021年上海、广深地区疫情多发，居家办公一定程度上影响生产力；3) 行业精品化趋势下，厂商研发周期相较此前更长。
- 对比2018年版号停发，2021年版号停发后，AppStore新游上线数量明显减少，我们认为主要系2018年版号停发期间，AppStore并未严格执行版号规定，大量中小游戏未获版号仍可上线AppStore渠道，因而抵消版号收紧的部分影响。2020年7月，苹果游戏版号新政正式落地，要求游戏上架前提交版号。

iOS端收入TOP1500中当月上线游戏数量及版号数量情况



资料来源：国家新闻出版署，Sensor Tower，东吴证券研究所

注：游戏行业二八效应明显，因此这里用iOS端收入TOP1500游戏中新游数量作为当月上线新游数量，具有一定代表性

1.1 国内市场：供给端受限，影响较2018-2019年更为显著

- 从具体新游情况来看，2022年头部产品上线数量较少，且平均来看，首月流水表现较弱。
- 2021年上线了《一念逍遥》《金铲铲之战》《英雄联盟手游》《哈利波特：魔法觉醒》《斗罗大陆：魂师觉醒》等中大厂的头部产品。
- 而2022年头部新游数量较少，仅有《文明与征服》《暗黑破坏神：不朽》《英雄联盟电竞经理》等。

伽马数据新游首月流水测算榜单TOP5 (单位: 亿元)

	No.1	No.2	No.3	No.4	No.5
2021年1月	天谕	荣耀大天使	游戏王：决斗链接	妖精的尾巴 力量觉醒	妄想山海
	4+	2+	1+	1-	1-
2021年2月	一念逍遥	影之刃3	重生细胞	绝世仙王	魔力宝贝归来
	4+	1+	1-	1-	1-
2021年4月	航海王热血航线	坎公骑冠剑	全民奇迹2	奥奇传说	小森生活
	4+	2+	2+	1-	1-
2021年7月	斗罗大陆：魂师对决	王牌竞速	有杀气童话2	古剑奇谭术语人	漫威超级战争
	7+	1+	1-	1-	1-
2021年8月	金铲铲之战	小浣熊百将传	真·三国无双 霸	无尽的拉格朗日	星战前夜：无烬星河
	5+	3+	1+	1-	1-
2021年10月	英雄联盟手游	数码宝贝：新世纪	地下城堡3：魂之诗	剑网1：归来	爆裂魔女
	11+	2+	2+	1-	1-

	No.1	No.2	No.3	No.4	No.5
2021Q3	哈利波特：魔法觉醒	金铲铲之战	斗罗大陆：魂师对决	小浣熊百将传	王牌竞速
	11+	6+	7+	3+	1+
2022Q3	暗黑破坏神：不朽	英雄联盟电竞经理	魔力宝贝：旅人	无期迷途	奥比岛：梦想国度
	9+	5+	3+	2+	1+

	No.1	No.2	No.3	No.4	No.5
2022年1月	文明与征服	天使之战	剑侠世界3	璀璨星途	完美世界：诸神之战
	5+	1+	1+	1-	1-
2022年4月	深空之眼	龙之国物语	无神之界	诺亚之心	黑色沙漠
	2+	1+	1-	1-	1-
2022年5月	乱世逐鹿	斗诡	神域奇兵：远征	赤月龙城	蛋仔派对
	2+	1-	1-	1-	1-
2022年7月	暗黑破坏神：不朽	英雄联盟电竞经理	魔力宝贝：旅人	奥比岛：梦想国度	黎明之海
	9+	5+	3+	1+	1-
2022年8月	无期迷途	不良人3	黑猫奇闻社	生存几何：明日商店	超能世界
	2+	1-	1-	1-	1-
2022年10月	极无双2	空之要塞：启航	沙之城主	宝石研物语：伊恩之石	风灵大陆
	1+	1+	1-	1-	1-

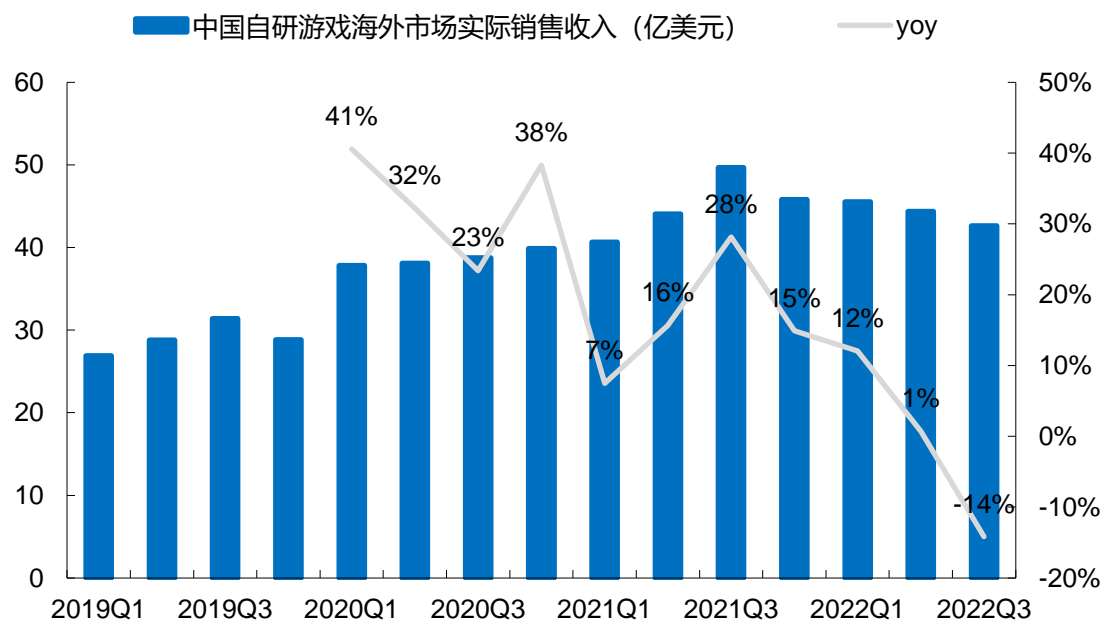
资料来源：伽马数据，东吴证券研究所

注：上线不足30日的产品，由伽马数据根据其目前流水状况推算首月流水。

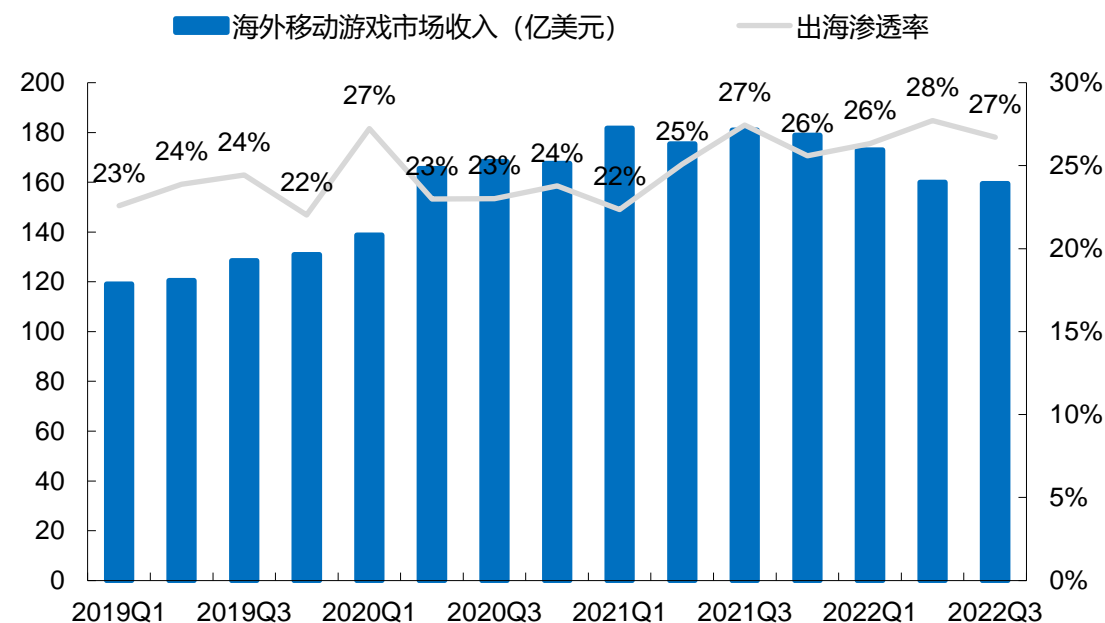
1.2 游戏出海：出海渗透率稳步上行，但收入受市场影响下滑

- 2021Q4起，中国自研游戏出海收入连续4个季度环比下滑，并于2022Q3首次出现同比下滑，我们认为主要系海外市场疫情“宅家”红利消退，同时重点市场美国或受通胀影响，游戏花费减少，从而导致游戏大盘承压。
- 外部环境逆风，但中国厂商研运优势持续验证，出海渗透率稳中向上。

中国自研游戏海外实际销售收入（亿美元）



海外移动游戏市场流水规模及中国自研游戏出海渗透率



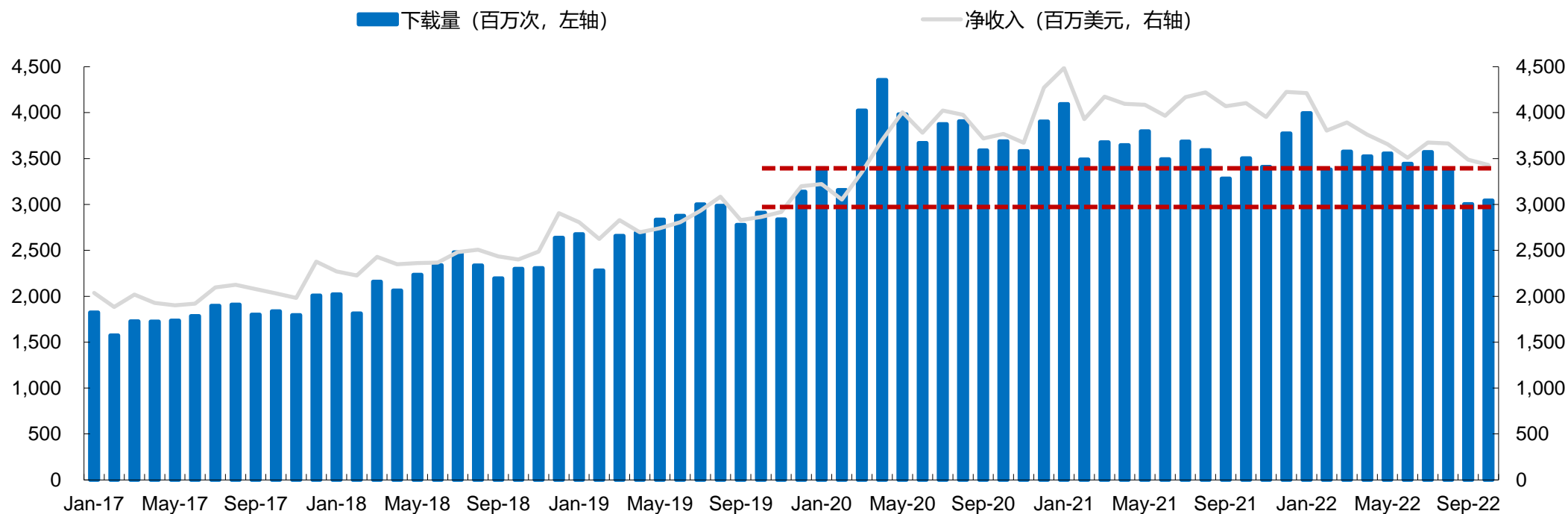
资料来源：伽马数据，Sensor Tower，东吴证券研究所

注：出海渗透率以Sensor Tower统计的海外移动游戏市场规模为分母，因为中国出海游戏收入以移动游戏为主。

1.3 海外市场：疫情宅家红利消退，但仍高于疫情前水平

- 根据Sensor Tower，随着疫情宅家红利消退，海外移动游戏市场下载量、净收入逐步回落，并分别于2022年9、10月达到自2020年以来的低点，但均仍高于疫情前（即2019年）的平均水平。

海外移动游戏市场下载量及净收入水平



资料来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

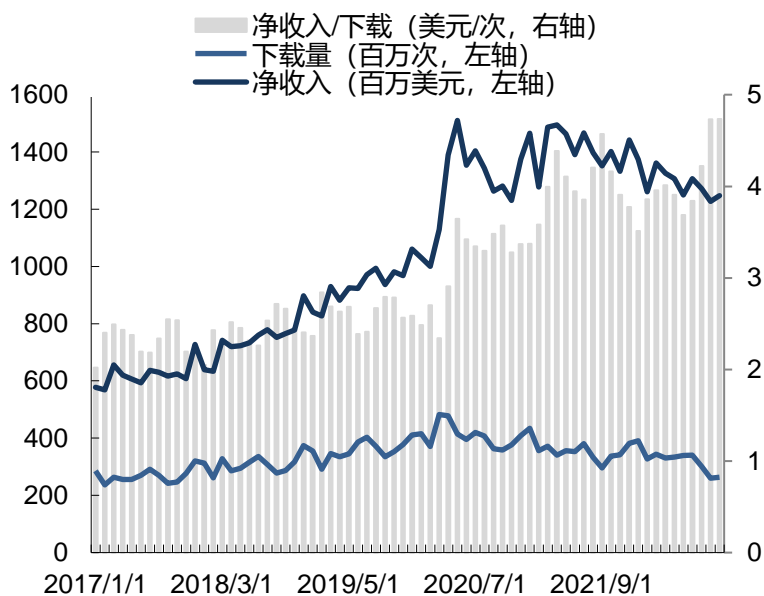
注：净收入计算口径为扣除30%渠道费后

1.3 海外市场：疫情宅家红利消退，但仍高于疫情前水平

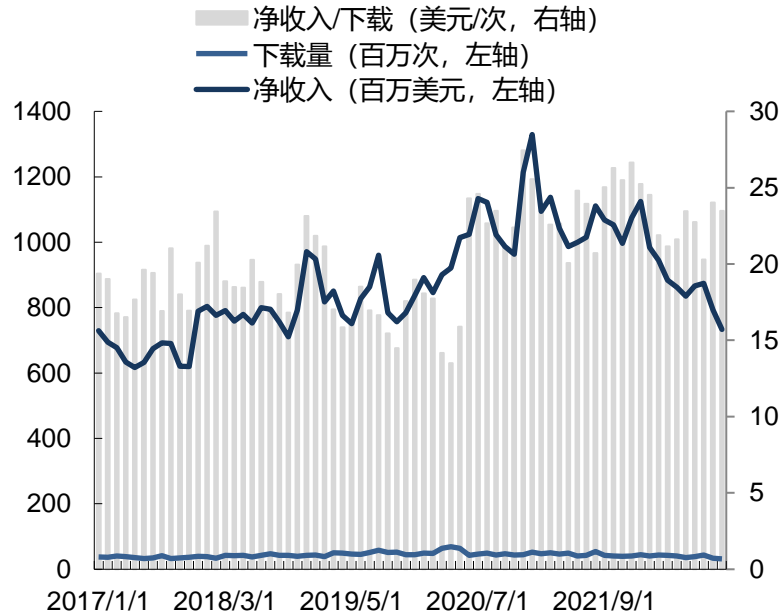
分市场来看：

- **美国**：下载量、净收入回落至2020年初水平，但用户付费能力（即净收入/下载）持续提升，我们认为主要系中重度游戏品类占比逐步提升所致，相比日本、韩国地区，用户付费能力仍有较大提升空间。
- **日本**：下载量、净收入回落至疫情前水平，用户付费能力位居全球前列，我们认为随着宅家红利消退，用户游戏时长下滑，日本地区单用户付费水平将回归疫情前水平。
- **韩国**：下载量、净收入回落幅度较小，用户付费能力稳步提升，我们认为主要系2022年《赛马娘》《地下城与勇士手游》等头部产品上线，带动用户付费提升。

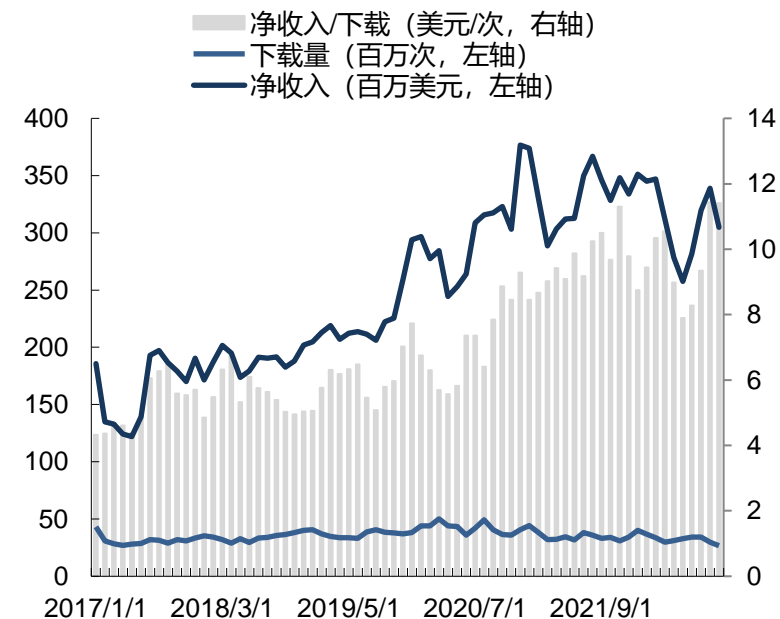
美国移动游戏市场月度情况



日本移动游戏市场月度情况



韩国移动游戏市场月度情况



资料来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

注：净收入计算口径为扣除30%渠道费后

1.4 游戏行业：边际显现，关注板块估值业绩双修复

■ 政策预期好转，关注新一轮产品周期下的估值业绩双修复：

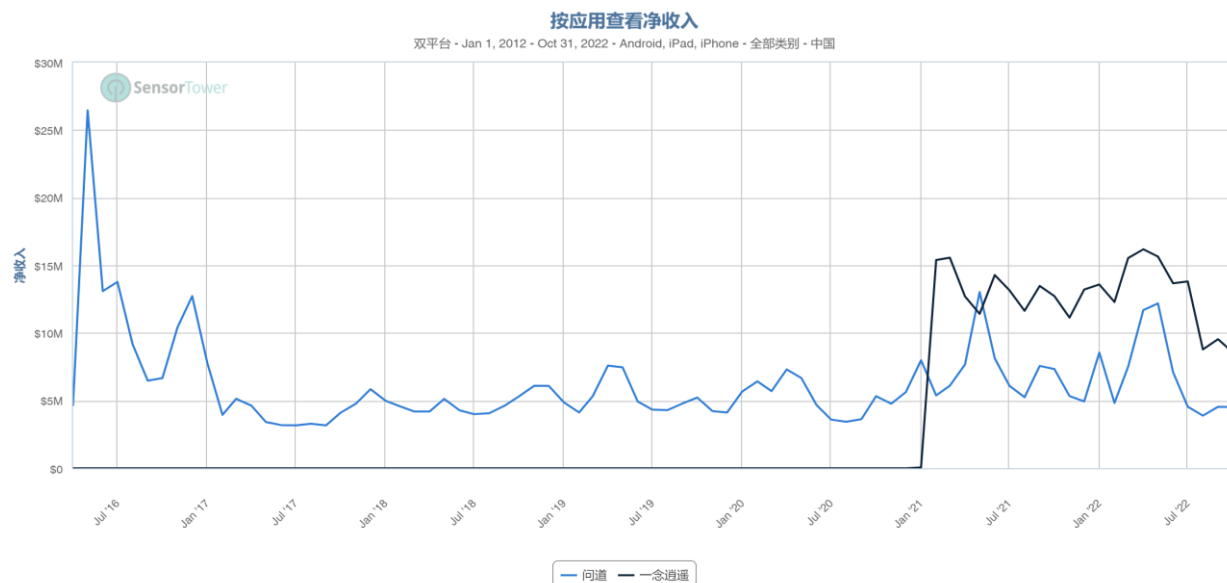
- **政策预期逐步好转。** 1) 2022年11月16日，人民财评发文称，电子游戏在助力5G、芯片产业、人工智能等先进技术、产业发展中起到了重要作用，要促进其不断释放经济、文化与科技新价值，深度挖掘电子游戏产业价值机不可失；2) 2022年11月22日，中国音数协游戏工委等发布《2022中国游戏产业未成年人保护进展报告》显示，未成年人游戏沉迷问题已得到进一步解决，超85%家长允许孩子在监护下适度游戏。我们认为随着未成年人防沉迷问题告一段落，我国游戏产业逐步告别“野蛮生长”，同时央媒肯定游戏行业价值，政策预期好转，未来游戏有望释放跨界赋能潜力，成为推动5G、芯片产业、人工智能等产业发展的重要工具，板块估值有望逐步修复。
- **版号数量及质量持续改善，2022年进口游戏版号已下发。** 2022年4/6/7/8/9/11/12月分别发放45、60、67、69、73、70、84+44个版号，核发数量逐步恢复。其中，12月发放的44款进口+84款国产版号包括：网易的《巅峰极速》《幻想生活》《突袭：暗影传说》、腾讯控股的《宝可梦大集结》《无畏契约》《重生边缘》、创梦天地的《团子合合屋》《二之国：交错世界》、名臣健康的《锚点降临》、金山软件的《尘白禁区》、吉比特的《渊海王座》、神州泰岳的《硝烟启示录》、心动公司的《火力苏打》《无尽旅图》、完美世界的《双点医院》《筑梦颂》、恺英网络的《纳萨力克之王》《仙剑奇侠传：新的开始》《奇点时代》、盛天网络的《大航海时代：海上霸主》等。我们认为2022年11、12月两次获批游戏中，中重度游戏数量占比有所提升，且获批游戏的商业化水平边际改善明显，同时2022年首批进口版号已于12月发放，《无畏契约》等众多精品游戏获批，我们看好版号维持常态化发放趋势，行业供给端持续改善，精品游戏上线有望带动板块业绩修复。

- 截至2022年12月29日，各厂商新游储备丰富，较多产品已到达版号申请、付费测试等阶段，持续关注重点产品的版号发放和上线节奏，静待新一轮产品周期开启，中长期关注出海、VR等先进技术驱动行业增长。

1.5.1 吉比特：长线运营能力出色，业绩确定性较强

- **长线运营能力持续获验。**《问道手游》（2016年上线）、《一念逍遥》（2021年上线）自上线以来，持续出色表现，2022H1《问道手游》iOS游戏畅销榜平均排名17名，最高至第6名（2021H1平均排名19名，最高至第7名）。同时公司在DAU、年轻化品类的宣发运营方面也有所突破，其2022年7月代理发行《奥比岛：梦想国度》，长线运营效果优于同品类的《摩尔庄园》。
- **流水基本盘稳固，新游蓄势待发。**我们看好公司长线运营能力持续验证，《问道手游》《一念逍遥》延续出色表现，稳步贡献利润。同时公司坚持“小步快跑”的研发策略，在研项目稳步推进，持续关注家族养成放置经营《M66》、修仙放置MMO《M88》、西方魔幻放置《代号BUG》等项目的版号和上线进度。
- **风险提示：**产品长线运营不及预期，新游接续不力，行业监管趋严。

《问道手游》《一念逍遥》中国大陆地区iOS端净收入趋势



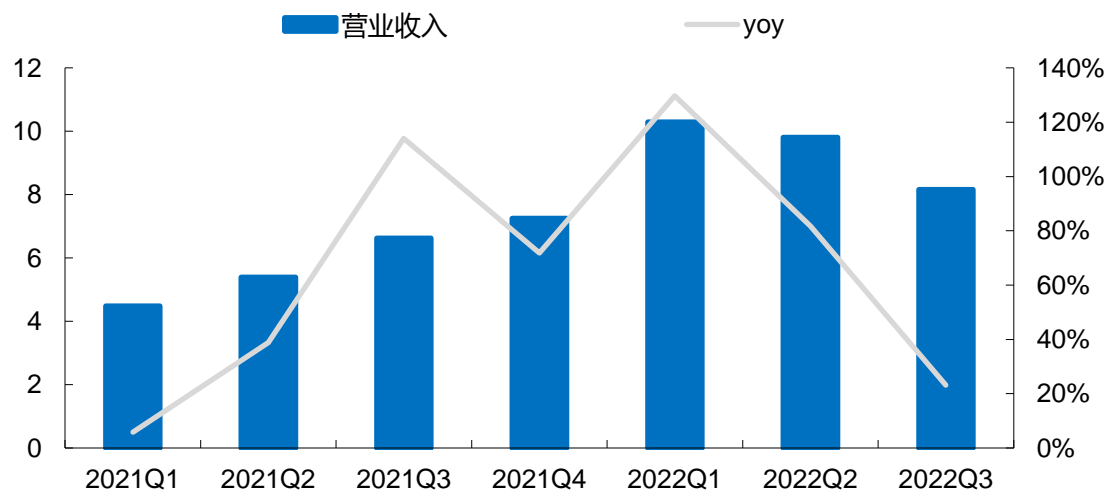
《摩尔庄园》《奥比岛》中国大陆地区iOS端净收入趋势



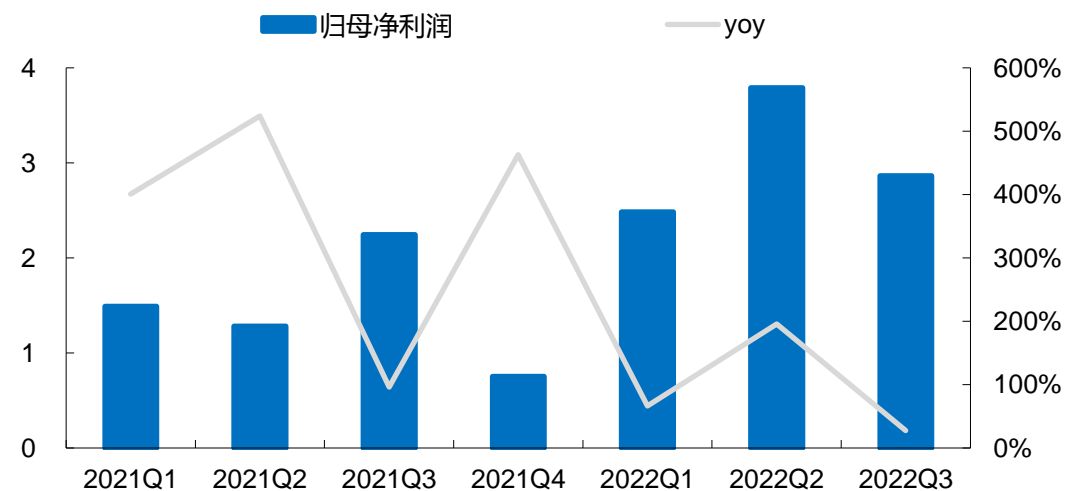
1.5.2 恺英网络：品类优势持续验证，关注VR新游上线催化

- **传奇品类领先优势持续获验。** 2022Q1-3公司营收同比增长71.23%，主要系新游《天使之战》、老游《原始传奇》《热血合击》《王者传奇》等多款产品表现良好，根据伽马数据，《天使之战》上线当月流水超1亿元，表现亮眼。我们看好公司积极整顿传奇市场，未来将保持每年1-2个爆款游戏的上线节奏，构筑流水基石，同时不断探索多元化年轻品类，积蓄增长动能。
- **前瞻布局元宇宙赛道，估值有望迎来催化。** 公司积极关注元宇宙领域的投资机会，硬件方面投资头部VR硬件厂商乐相科技（旗下品牌为大朋VR），内容方面，于2022年初成立上海臣旄网络科技有限公司，已有一款动作竞技类VR游戏在研，有望于2023年登陆Pico Store等头部VR内容平台。
- **风险提示：** 新游上线延期风险，新游流水不及预期风险，传奇IP诉讼风险，行业监管风险。

恺英网络季度营收及同比增速情况（单位：亿元，%）



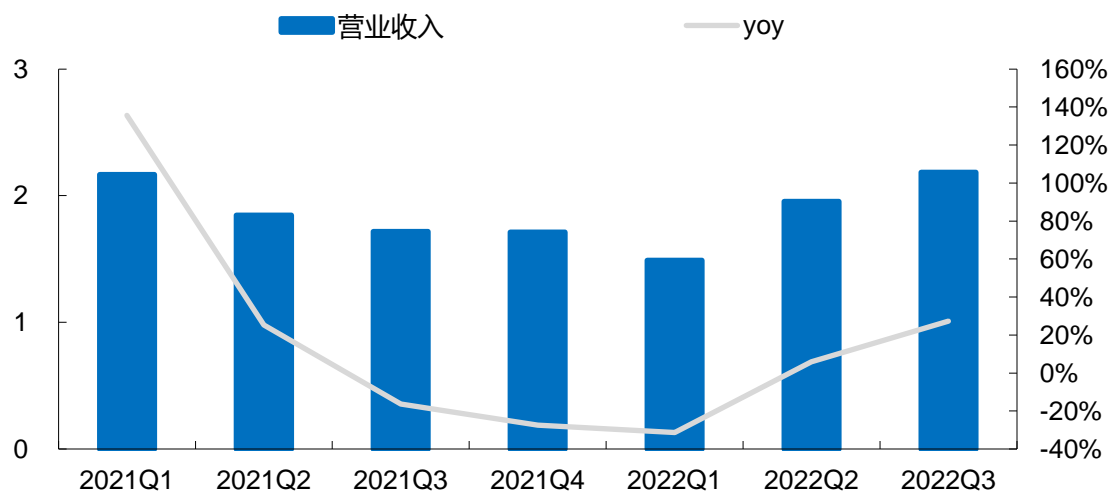
恺英网络季度归母净利润及同比增速情况（单位：亿元，%）



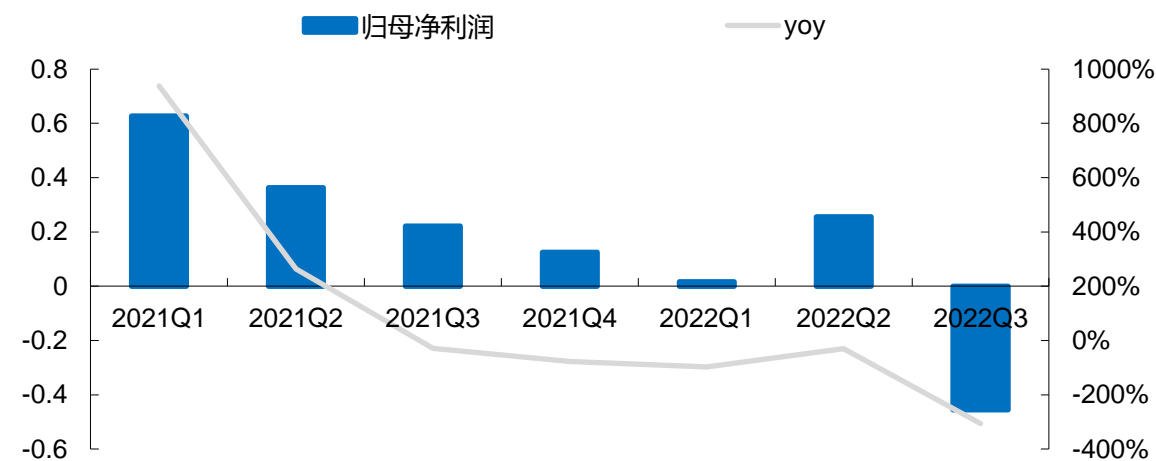
1.5.3 名臣健康：关注喀什并表进度，新游储备丰富

- **加大发行业务布局，持续关注后续回收情况。** 2022Q3，公司实现营业收入2.18亿元，yoy+27.29%，qoq+11.70%，归母净利润-0.46亿元，yoy-305.80%，qoq-278.48%，扣非归母净利润-0.46亿元，yoy-314.40%，qoq-342.09%，我们认为主要系发行业务前期投入较大，致毛利率同比、环比有所下滑，看好新游逐步回收，出海与发行业务持续落地，带动业绩回暖。
- **新游储备丰富，关注喀什奥术并表带来增长新动能。** 公司储备有《我的战盟》、《锚点降临》等新游，有望陆续上线贡献业绩增量。此外，公司拟收购喀什奥术100%股权，喀什奥术新游储备有《镇魂街：天生为王》、《境界刀鸣》，其中《镇魂街：天生为王》于2022年12月22日由中手游发行，上线表现亮眼，2022年12月23-29日iOS游戏畅销榜排名稳定在TOP6，最高至第4名。
- **风险提示：**新游上线延期，日化市场竞争加剧，游戏行业监管风险。

名臣健康季度营收及同比增速情况 (单位: 亿元, %)



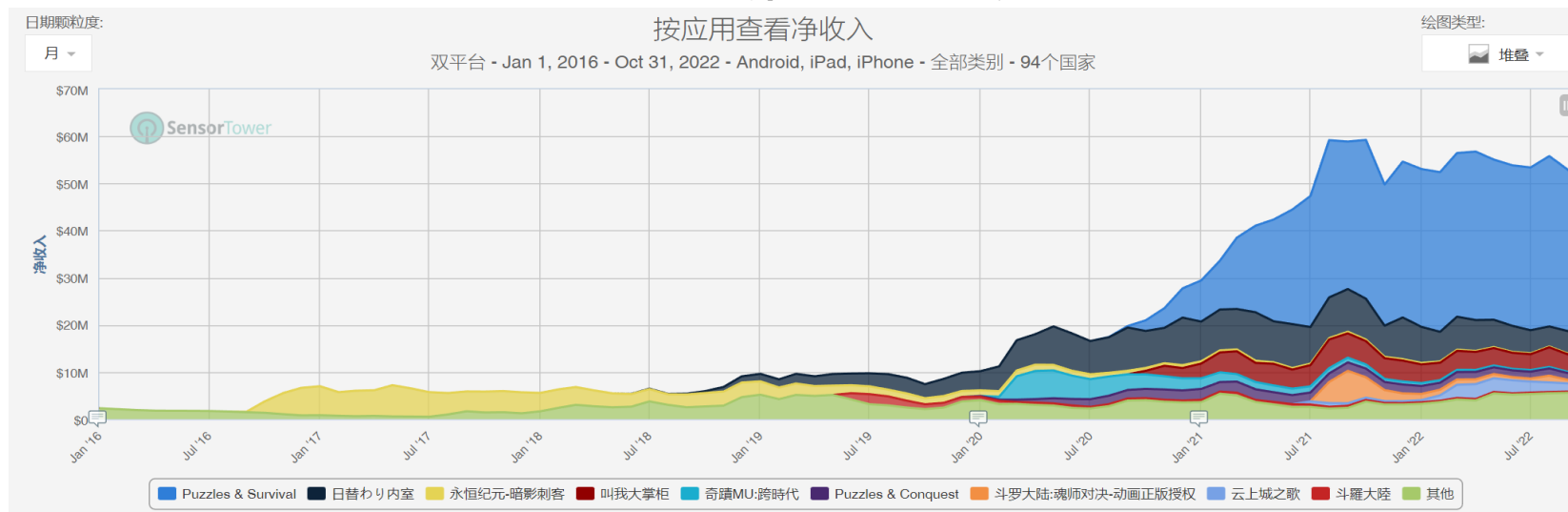
名臣健康季度归母净利润及同比增速情况 (单位: 亿元, %)



1.5.4 三七互娱：出海策略持续获验，新游储备丰富

- **出海持续推进，重点产品表现稳定。**根据data.ai，2022年9/10月公司于中国游戏厂商出海收入排名中分别位列第2/1名，其中出海核心游戏《P&S》持续强劲表现，根据七麦数据，2022Q1-3其在美国、日本的iOS游戏畅销榜排名分别为28/16/11、15/12/11名，此外，《云上城之歌》《江山美人》等运营表现稳健，长周期运营逻辑持续验证。我们认为国内手游出海渗透率仍有较大提升空间，看好公司“因地制宜”的出海策略持续验证，新游陆续上线，有望助推出海收入实现阶梯式增长。
- **产品储备丰富，关注新游上线节奏。**公司储备有8款自研新游，约20款代理产品，涵盖MMO、SLG、卡牌、模拟经营4个赛道，其中自研SLG《霸业》已获版号。我们看好公司聚焦赛道，海内外研运能力持续提升，新游陆续接档上线，释放业绩增量。
- **风险提示：**海外拓展不及预期，新品表现不及预期，行业政策收紧风险。

三七互娱海外地区净收入趋势

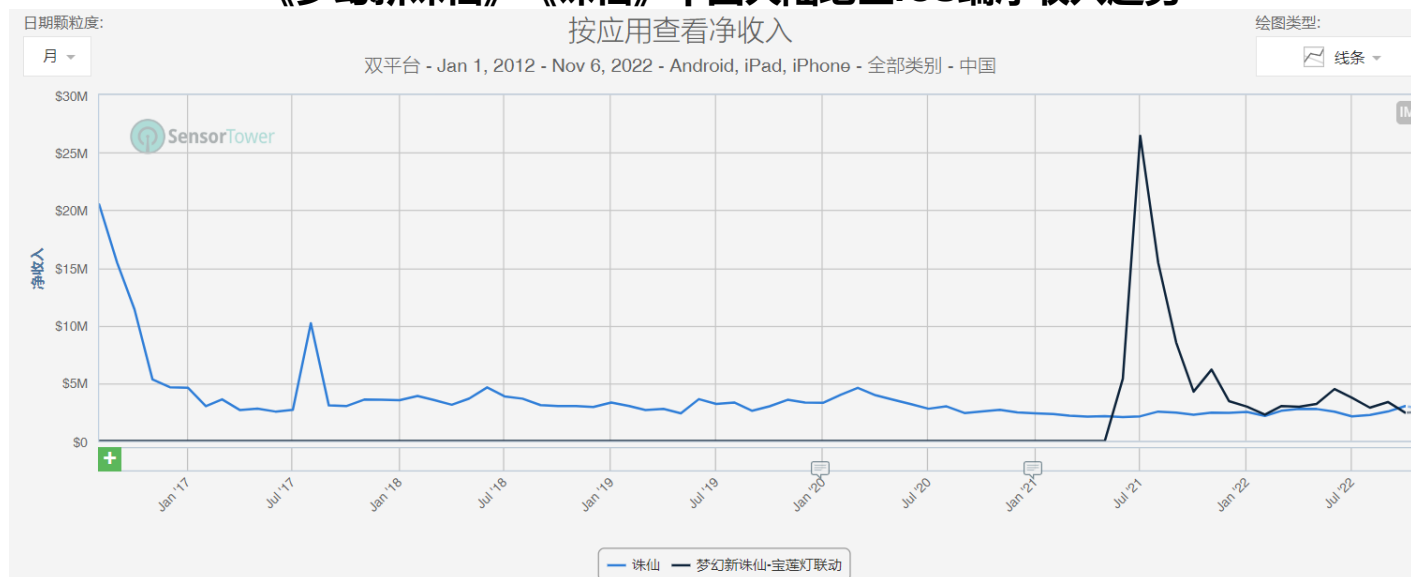


资料来源：Sensor Tower，东吴证券研究所

1.5.5 完美世界：全球化研发能力获验，关注新游上线进度

- **《梦诛》《诛仙》表现稳健，长线运营能力持续获验。**公司持续推进精品化战略，《梦幻新诛仙》于2022年6月开启周年庆，于9月上线《宝莲灯》联动版本，其iOS游戏畅销榜排名稳步提升，2022Q1-3平均排名分别为48/46/39名。此外，《诛仙》于2022年8月开启六周年庆活动，2022Q1-3iOS游戏畅销榜平均排名分别为50/50/50名。
- **后续新游值得期待：**公司产品储备丰富，包括手游《天龙八部2》《一拳超人》《百万亚瑟王》《神魔大陆2》等产品，以及端游《诛仙世界》《PerfectNewWorld》《HaveaNiceDeath》，有望陆续测试上线，其中《一拳超人》《百万亚瑟王》等为全球化产品，有望先于海外地区上线，或将开启公司新一轮产品周期。
- **风险提示：**行业监管风险，新游上线延期风险，出海不及预期风险。

《梦幻新诛仙》《诛仙》中国大陆地区iOS端净收入趋势



1.5.6 其他标的

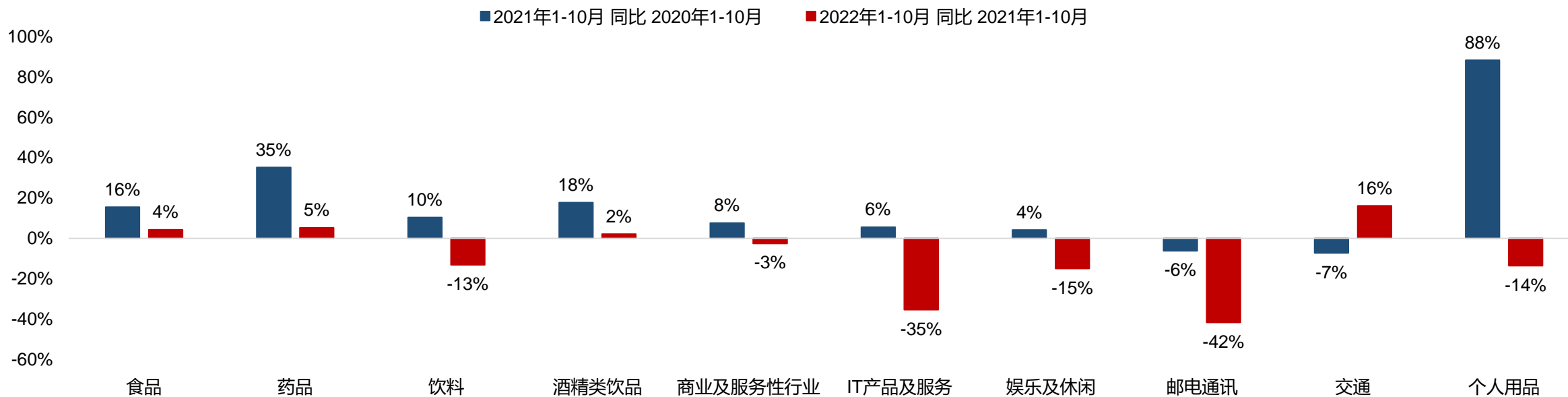
- **腾讯控股：各业务边际向好，看好公司业绩逐步改善。** 2022年11、12月公司《无畏契约》《宝可梦大集结》等多款精品商业化游戏获得版号，后续有望逐步上线贡献业绩增量，同时海外游戏发行业务成绩渐显，《幻塔》《NIKKE》两款精品手游验证了公司海外发行能力，看好公司游戏全球化布局持续推进。同时随着疫情扰动消退，广告及商业支付逐步恢复，视频号加速商业化，公司业绩有望持续改善。
- **哔哩哔哩-W：游戏业务坚持精品自研战略，关注降本增效和变现效率提升。** 公司调整自研游戏策略，将聚焦二次元等优势品类，看好版号常态化发放趋势下，公司自研游戏收入占比持续增大。同时我们看好公司将降本增效持续推进，广告业务在疫情等扰动因素消退后逐步恢复，StoryMode持续贡献收入和利润增量。此外，公司的开环电商业务于2022Q3已有初步进展，未来公司将持续推动商业化消费场景，我们预计与电商相关的广告将在中期为公司的商业化提供支撑。
- **金山软件：办公业务持续强劲增长，重点新游《尘白禁区》版号获批。** 1) 办公业务：个人订阅及机构订阅持续强劲增长，信创政策加持下，产品渗透率有望持续提升。2) 游戏业务：剑侠IP持续稳健表现，新游储备丰富，重点新游《尘白禁区》已取得版号，有望于2023年上线贡献增量。
- **宝通科技：游戏业务储备丰富，前瞻布局工业元宇宙。** 截至2022H1，公司储备有《D3》《DHS》等不同版本近20款新游，有望于2022-2024年陆续上线，贡献业绩增量。同时公司前瞻布局工业元宇宙，较早在AR/VR/MR虚拟现实硬件设备布局，裸眼3D显示等硬件设备已经实现突破，未来有望将AR/VR/MR硬件运用在工业场景，打开工业元宇宙全新想象空间。
- **心动公司：步入自研产品释放周期，TapTap用户规模实现强劲增长。** 受益于版号常态化发放，TapTap游戏供给端有望持续改善，将驱动用户规模高速增长，提振广告收入。公司持续对TapTap平台进行迭代优化，平台用户规模与单用户日均使用时长持续攀升，我们看好TapTap作为国内非常稀缺优质的社区资产，平台用户规模及ARPU将持续提升。
- **创梦天地：自研新游逐步验证，IP衍生品业务快速增长。** 公司紧紧围绕“构建基于IP运营的线上+线下变现闭环”战略，游戏业务已完成战略调整，自研新游《传说中的合合岛》已上线，《团子合合屋》已获版号。同时公司IP衍生品产品矩阵及销售渠道持续完善，我们看好公司战略规划持续落地，成长逻辑稳步兑现，同时看好公司Fanbook作为稀缺社群类应用，用户规模持续增长，积极关注其商业化探索。
- **风险提示：行业监管风险，新游上线延期风险，出海不及预期风险。**

2、广告：经济同步回升，业绩持续修复可期

2.1 2022年广告市场表现惨淡，多数行业广告花费同比负增长

- **2022年我国广告市场总体需求疲软**：2022年多地疫情复等因素导致广告市场总体需求疲软，根据CTR数据，2022年1-10月我国广告市场花费同比减少11.2%，2021年同期增速为16.3%。
- **多数行业广告花费均有不同程度的负增长**：2022年1-10月仅有食品、药品和交通等行业广告投放同比正增长，其中IT产品及服务、邮电通讯行业广告需求大幅下滑，广告花费同比减少35%和42%，而2021年大部分行业广告花费同比增速仍保持较高的增长。

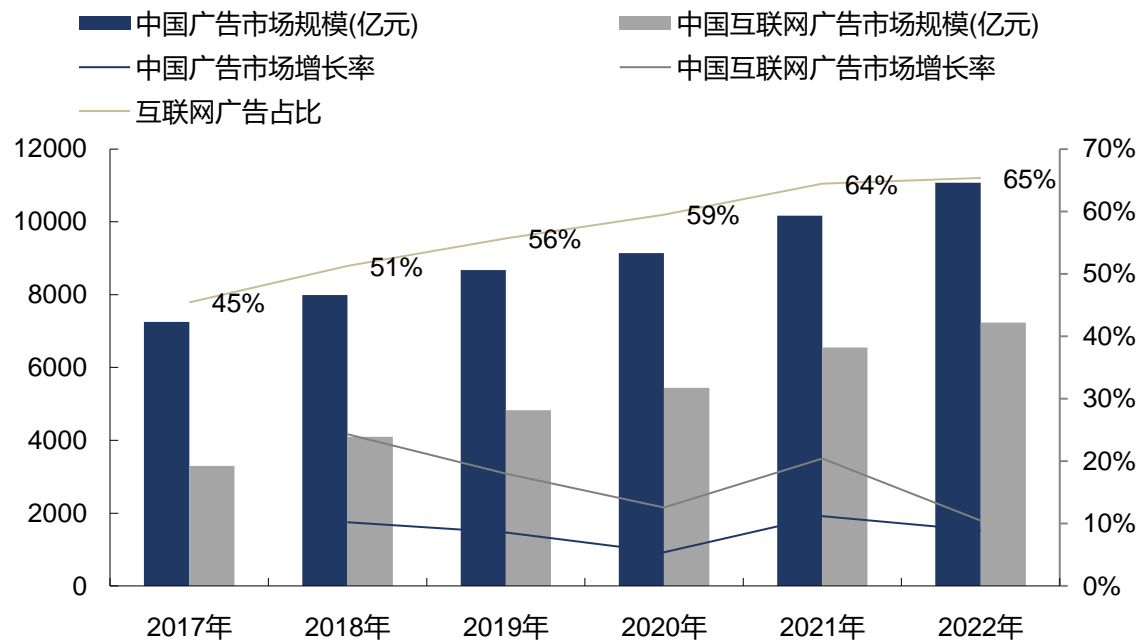
2022年1-10月广告市场整体TOP10行业(大类)广告花费变化



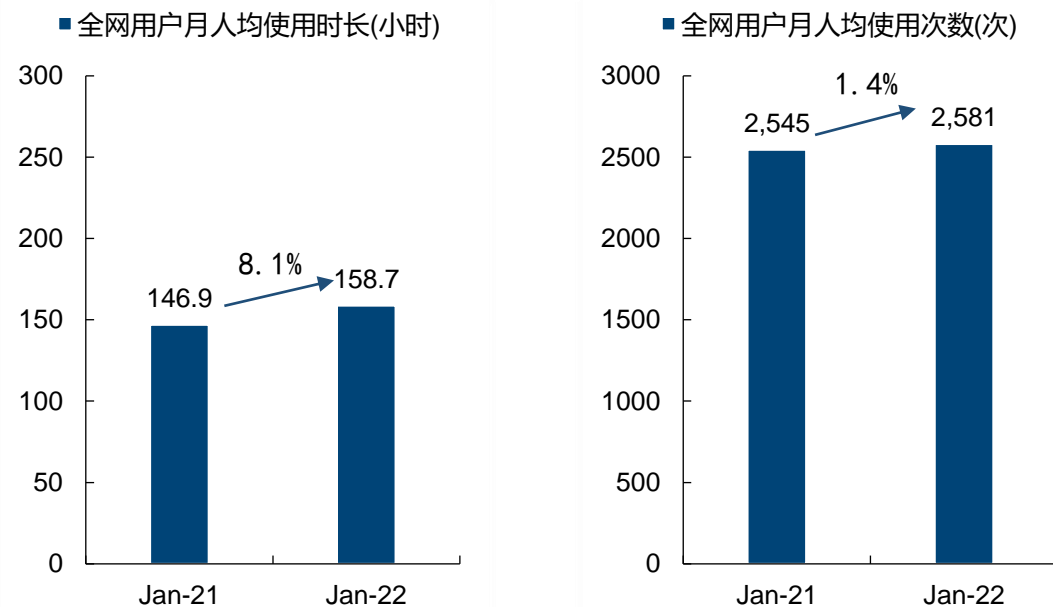
2.2 线上广告市场对线下的挤压已经结束，未来有望一同受益于经济复苏

- **互联网流量红利逐渐消失：**用户渗透率和用户时长增长见顶，根据QuestMobile数据，2022年9月全网用户人均使用时长和次数分别同比提升8.1%和1.4%，提升空间有限。
- **线上广告市场对于线下广告市场份额的挤压已经告一段落：**广告投放的本质是广告主对曝光频次的需求，线上和线下渠道的人群数量和广告转化率增长放缓后，各个渠道的广告市场份额也会趋于稳定。因此线上广告对线下广告份额的挤压将得到缓解，预计未来整体广告市场复苏后，线上和线下广告市场均将受益。

互联网和整体广告市场规模



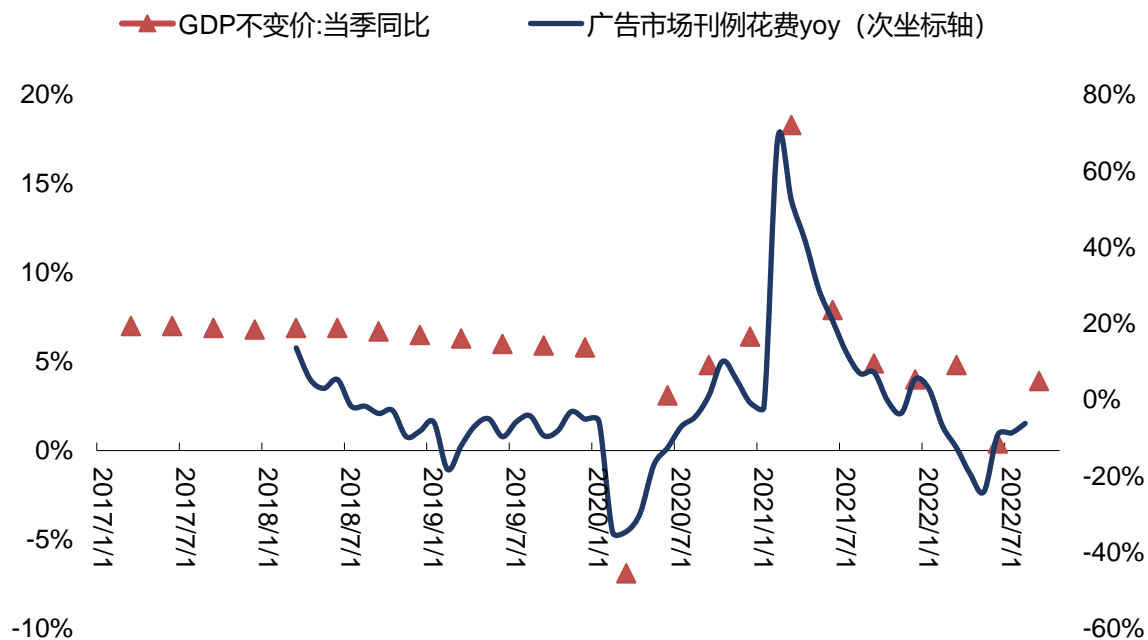
全网用户月人均使用时长和月人均使用次数



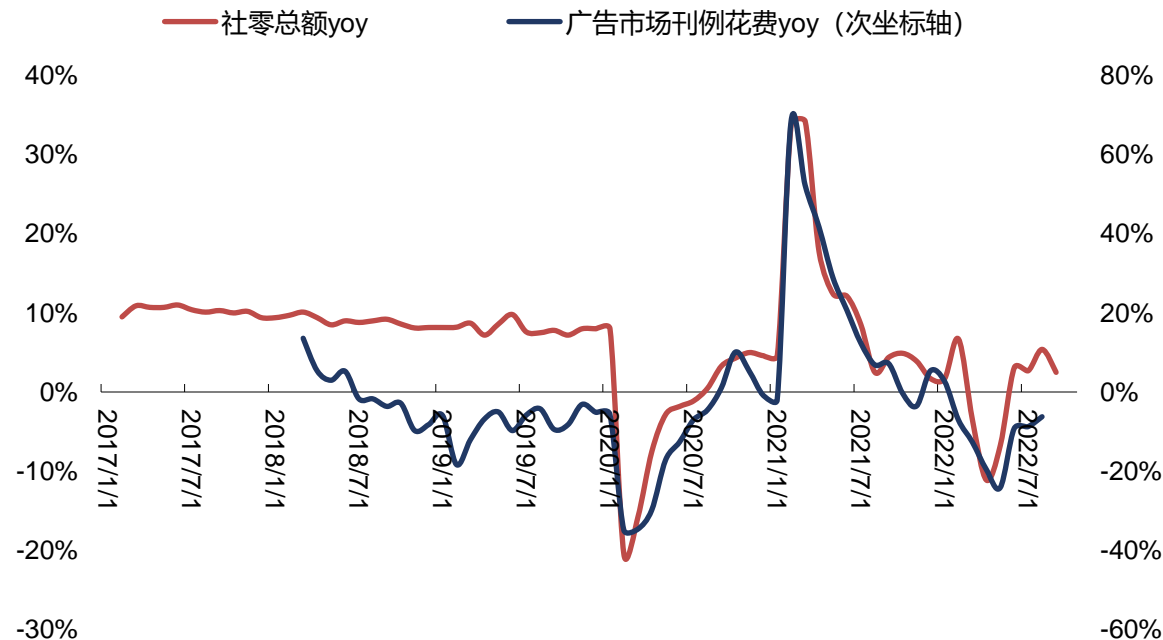
2.3 广告市场及时反映宏观经济变动，科学防疫带动广告市场恢复

- **作为经济晴雨表，广告市场及时反映宏观经济变动和社会消费需求，近年来整体广告市场花费、GDP、社会消费品零售总额的增速同步变化：**伴随着企业电子化率的提升，决策效率得到了大幅提高，广告投放的滞后性得到了优化。目前社零增速、GDP增速与整体广告市场花费增速同步变化，呈现很强的相关性。
- **科学防疫带动经济恢复，广告行业有望迎来快速增长：**随着第九版防控方案和二十条优化措施出台，科学防控将稳定经济发展秩序，消费需求有望快速恢复，新的经济增长目标也将提振市场信心，叠加2022年的低基数效应，整体广告行业即将迎来快速增长。

GDP和广告市场刊花费对比

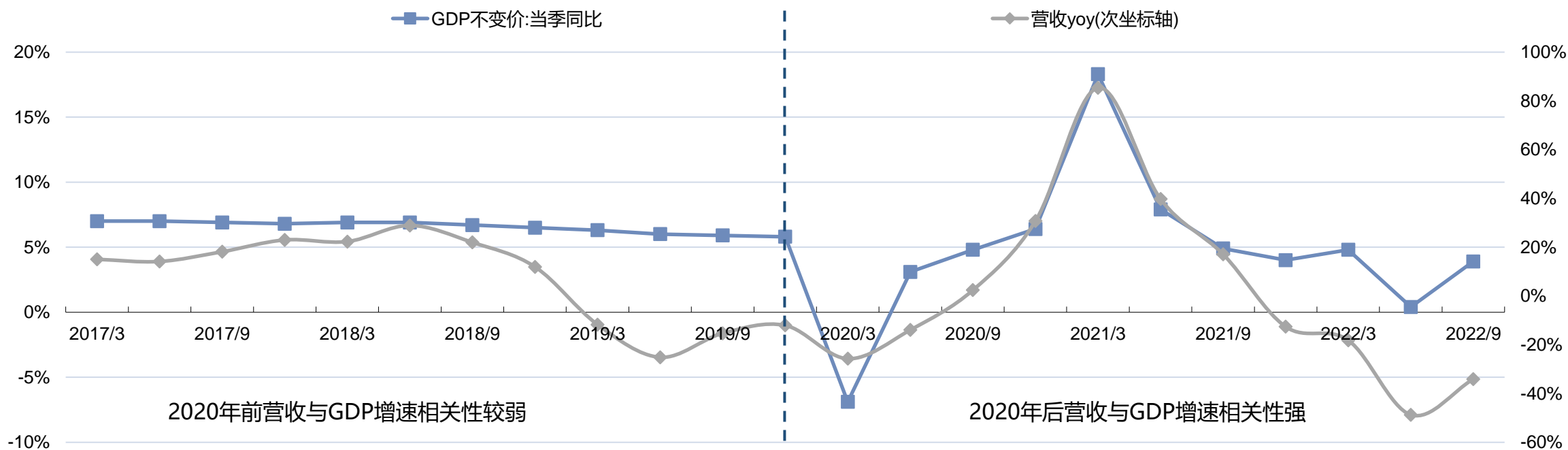


社零和广告市场刊花费对比



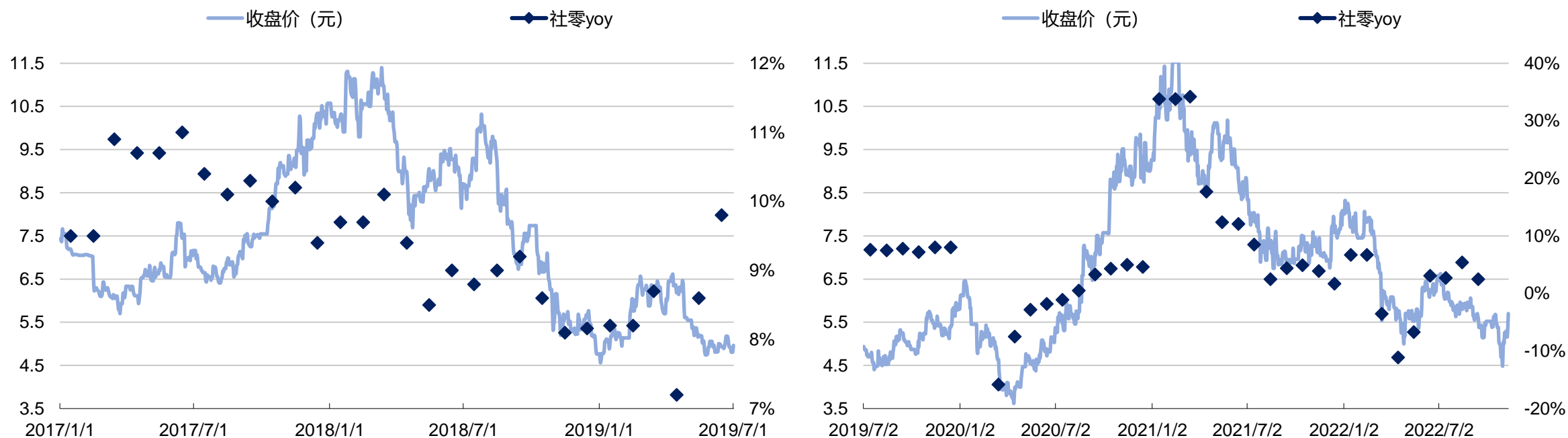
2.4.1 分众传媒：营收与GDP增速同步变化，疫情后相关性更强

- **分众传媒营收增速与GDP增速同步变化**：2020年前GDP增速较为平稳，分众传媒营业收入从2019年开始增速放缓，主要是由于公司客户中的互联网类广告主因市场融资环境等原因缩减广告预算，导致当年广告需求疲软。
- **疫情后营收和宏观经济相关性更强**：作为经济晴雨表，广告行业增速与GDP基本同向波动。2020年疫情爆发后，公司营收增速和当季GDP增速保持同步变化，相关性更加明显，宏观经济的变动能在及时体现在该季度的公司营收增速上。



2.4.1 分众传媒：当月社零增速与分众股价密切相关

- 2019年后，分众传媒股价变化与当月社零增速相关性更明显，社零略微领先股价：2019年之后，社零月度增速波动更加显著，2020年上半年社零规模受到疫情冲击，2021年上半年增速较高。公司股价和社零增速相关性更强，两者变化较为同步，当月的社零增速能在股价上得到反映。（当月社零在第二个月中下旬发布）
- 疫情管控放开后未来消费的持续修复将拉动分众传媒业绩和股价的增长。



2.4.1 分众传媒经营杠杆得到进一步放大,未来反弹弹性将超越消费股

- 屏幕扩张对营业成本的影响已完全显现,随着公司屏幕优化的进行,屏幕成本逐步减少。
- 与此同时,疫情导致竞争格局改善,竞争对手意识到自己依然无法成为主要媒体,仅为补充,自身刊挂率难以提高,而当前竞争对手不得不追求盈利,因此也改变以往大幅扩屏的策略。
- 二者综合导致楼宇媒体租金成本下滑,且竞争格局的改善也会使得未来租金成本难以提升,降低了分众的盈亏平衡点,利润弹性因而更大。
- **风险提示:** 宏观经济超预期波动、竞争加剧、回款不利。

公司营业成本变动情况

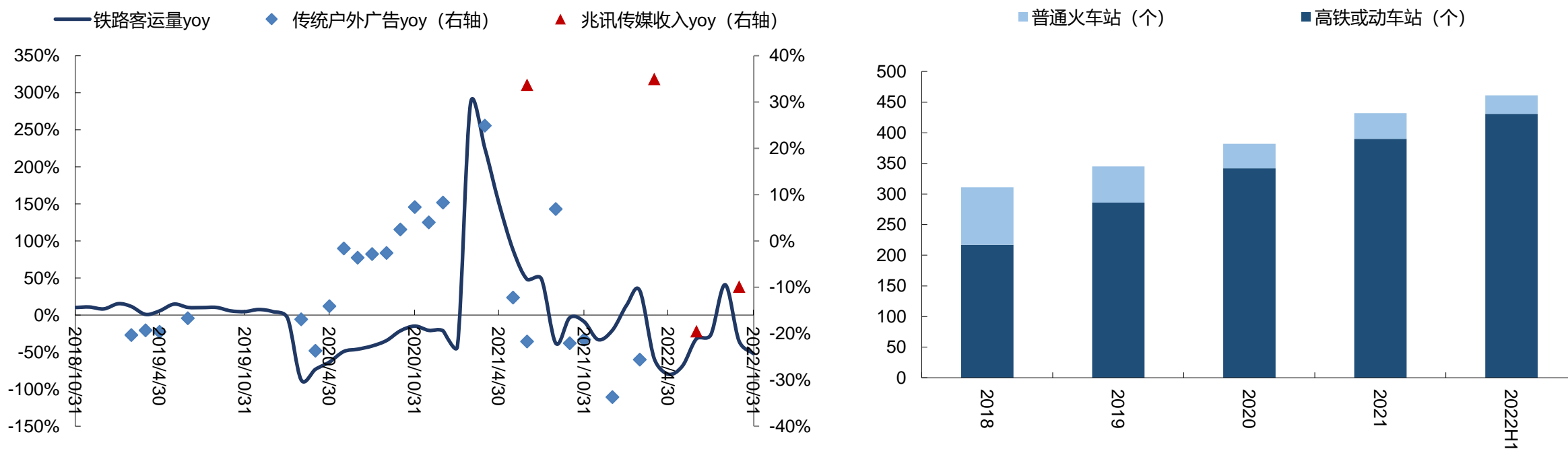
单位: 百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
营业成本	919.26	1084.66	1341.7	1570.87	1656.87	1658.12	1667.77	1666.84	1210.6	1055.91	963.94	1216.5	1231.53	1268.25	1183.74	1133.36	1076.56	914.85	888.86
环比增加额	62.06	165.4	257.04	229.17	86	1.25	9.65	-0.93	-456.24	-154.69	-91.97	252.56	15.03	36.72	-84.51	-50.38	-56.8	-161.71	-25.99
QoQ	7.2%	18.0%	23.7%	17.1%	5.5%	0.1%	0.6%	-0.1%	-27.4%	-12.8%	-8.7%	26.2%	1.2%	3.0%	-6.7%	-4.3%	-5.0%	-15.0%	-2.8%

2.4.2 芒果超媒也将受益于疫后经济复苏带来的广告弹性

- **1、视频平台陆续涨价，带动公司未来ARPU提升预期。** 爱奇艺宣布于12月16日零时起对爱奇艺黄金VIP会员及星钻VIP会员订阅价格进行更新，调整后黄金VIP会员连续包月、连续包季、连续包年价格分别为25元、68元、238元，分别上涨3元、5元、20元；星钻VIP会员连续包月、连续包年价格分别为45元、428元，分别上涨5元、30元。同业持续涨价带来行业涨价预期，期待芒果TV后续ARPU逐渐提升。
- **2、湖南卫视&芒果TV双平台联合打造的“暖冬品鉴”2023内容IP分享会。** “综N代”方面，2023年芒果TV将推出《乘风破浪4》《披荆斩棘3》《声生不息·宝岛季》《时光音乐会2》，全新音乐竞技项目《全民歌手2023》即将推出；迷综方面，《大侦探8》《密室大逃脱5》两档王牌综艺再度创新，《女子推理社》和《推理开始了》将推出。《向往的生活》《中餐厅》慢综艺将继续推出，《无名之辈》和《真正的勇士》将探索新类型；《这一波好6》《城市中的桃花源》《宠爱同行》《好样的！国牌》等创新及定制综艺储备充足。
- **3、市场份额持续提升。** 根据QuestMobile数据统计，芒果TV2022M10/M11的MAU达到25,795/25,063万，2021年同期为21,578/20,947万，同比增速分别为19.5%/19.6%，公司在在线视频平台中市场份额持续提升。
- **4、维持公司“买入”评级，** 2023Q1公司即将迎来新的产品周期，业绩也有望在2023Q2逐渐恢复，我们预计公司2022-2024年EPS分别为1.14/1.30/1.51元，2022年12月29日收盘价对应2022-2024年PE分别为26/23/20倍。随着宏观经济回暖、广告主预期改善，以及内部资源的进一步整合，我们认为后续业绩增速有望修复，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 疫情反复影响经济复苏，公司内容效果不及预期，政策风险等。

2.4.3 兆讯传媒：经济+出行恢复共同带动铁路媒体和户外广告行业增长

- 2019年之前我国铁路客运量增速平稳，2020年全年负增长，2021年至今受疫情管控限制出行的影响，波动较大。2021年以来，传统户外广告投放规模也加速下滑。
- **疫情防控走向科学精准，经济+出行恢复共同带动铁路媒体和户外广告行业增长：**公司近年来持续开拓广告站点，截至2022年上半年已覆盖431个高铁和动车站，为满足未来广告投放需求增长提供保障。未来疫情科学精准防控下，预计经济增长将快速恢复，出行限制逐步解除，高铁客流量有望恢复增长铁路媒体和户外广告行业有望迎来增长。
- **风险提示：**宏观经济波动风险，行业政策变化风险，市场竞争加剧风险

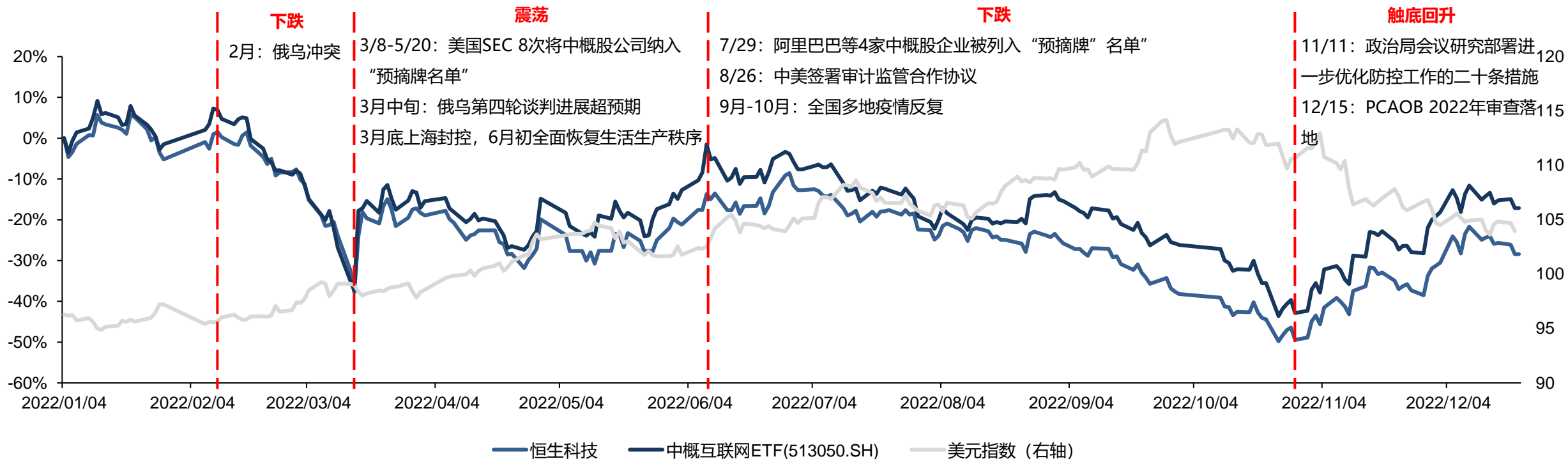


3、互联网：迷雾褪去，重拾信心

3.1 互联网板块回顾与展望：22年多重逆风，23年有望翻盘

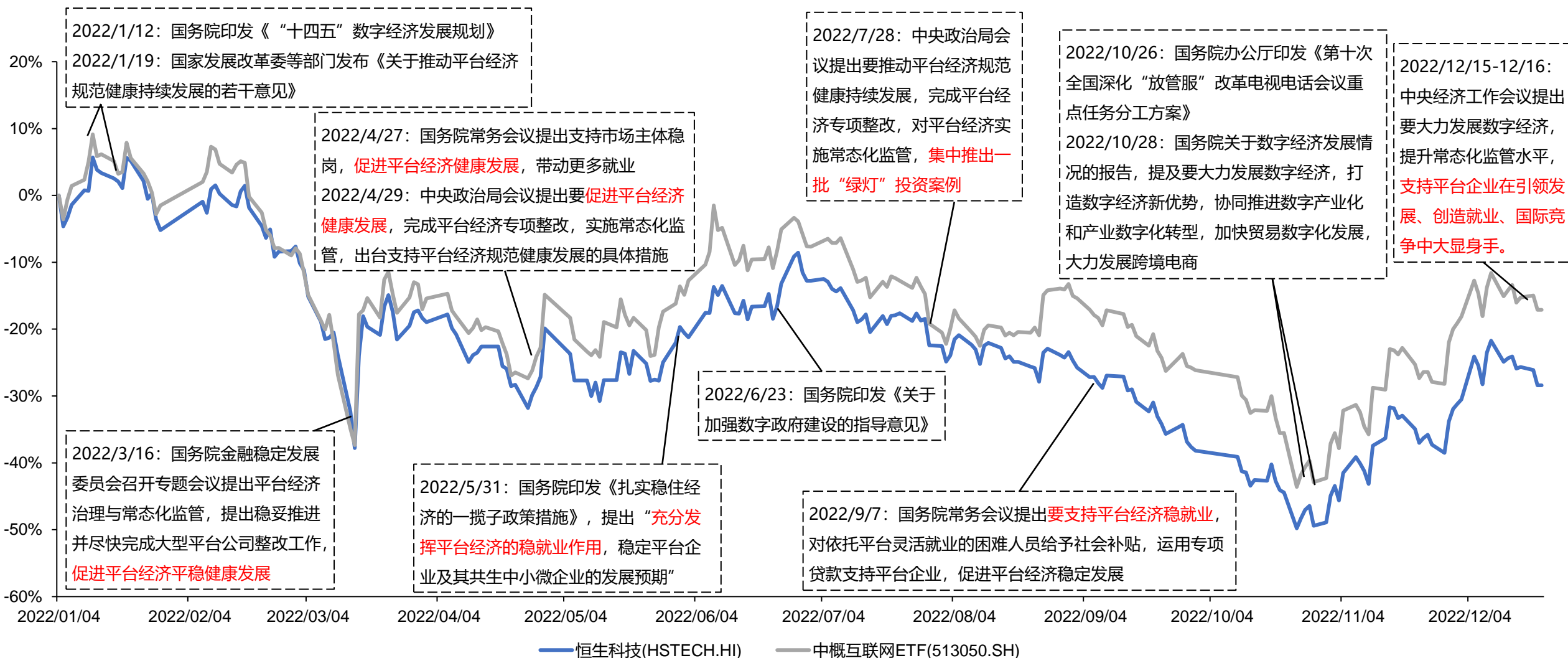
- **2022年，港股和中概互联网面临国内外多重宏观环境挑战：**（1）由于俄乌战争、美联储加息等事件，国际市场避险情绪加重，流动性收紧，互联网企业多在海外上市，且属于成长股，股价受到较大影响。美元指数可作为关联指标观察，其走势受以上国际事件影响，2022年以来持续走高；（2）中概股退市风险；（3）3月-5月全国疫情，9月份之后多地疫情反复，都使得消费和市场预期在短时间内产生波动。
- **22年尾声，多个利空因素正逐步落地；展望2023年，互联网板块有望迎来真正迎来反转。**随着美国CPI稳步回落，美联储加息预期放缓；PCAOB 2022年审查告一段落；国内防疫优化工作推进，股价重要压制因素正弱化，我们看好互联网板块2023年迎来真正的反转。

2022年1月至今恒生科技和中概互联网ETF (513050.SH) 股价累计涨跌幅



3.2.1 迷雾褪去：在提振内需大方向下，23年政策有望积极

2022年，政策基调从更多地强调“反垄断、防止资本无序扩张”转为“促进健康发展”、“发挥平台经济作用”



资料来源：WIND，国务院，新华社，文汇报，东吴证券研究所

3.2.1 迷雾褪去：在提振内需大方向下，23年政策有望积极

中央会议关于互联网和平台经济表述变化

互联网政策

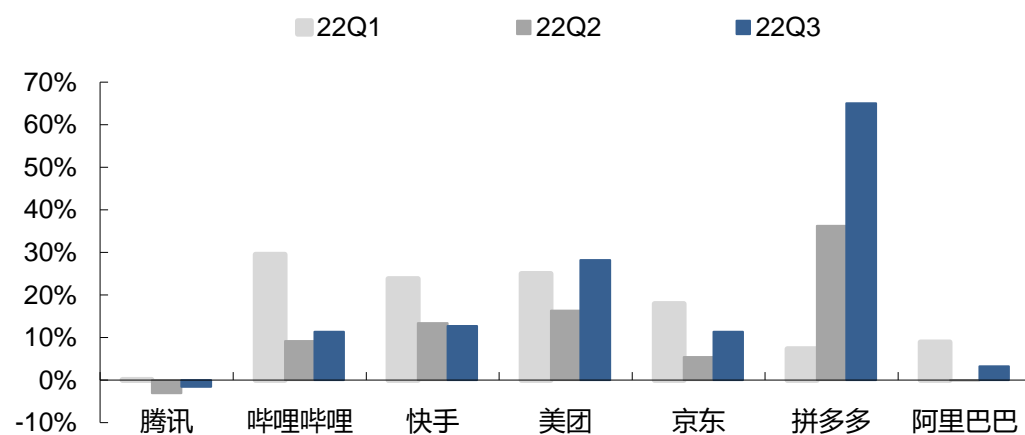
防止资本无序扩张

2020年12月政治局会议	强化反垄断和防止防止资本无序扩张。	
2020年中央经济工作会议	强化反垄断和防止资本无序扩张。国家支持平台企业创新发展、增强国际竞争力，支持公有制经济和非公有制经济共同发展， 同时要依法规范发展，健全数字规则。 要完善平台企业垄断认定、数据收集使用和管理、消费者权益保护等方面的法律规范。要加强规制，提升监管能力， 坚决反对垄断和不正当竞争行为。 金融创新必须在审慎监管的前提下进行。	强化反垄断和防止资本无序扩张。发垄断、反不正当竞争，是完善社会主义市场经济体制、推动高质量发展的内在要求。国家支持平台企业创新发展、增强国际竞争力，支持公有制经济和非公有制经济共同发展，同时要依法规范发展，健全数字规则。
2021年4月政治局会议	要引领产业优化升级，强化国家战略科技力量， 积极发展工业互联网 ，加快产业数字化。	要 加强和改进平台经济监管 ，促进公平竞争。
2021年7月政治局会议		完善企业境外上市监管制度。
2021年12月中央经济工作会议	要 提振市场主体信心 ，深入推进公平竞争政策实施，加强反垄断和反不正当竞争，以公平监管保证公平竞争。	有效控制资本消极作用。要为资本设置“红绿灯”，依法加强对资本的有效监管，防止资本也蛮生长。要支持和引导资本规范健康发展，坚持和完善社会主义基本经济制度，毫不动摇巩固和发展公有制经济，毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展。加强金融法治建设，加强金融监管干部队伍建设。研究制定化解风险的政策要广泛配合，完善金融风险处置机制。 要提振市场主体信心，深入推进公平竞争政策实施， 加强反垄断和反不正当竞争，以公平监管保证公平竞争。
2022年4月政治局会议	要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。	-
2022年7月政治局会议	要推动平台经济规范健康持续发展， 完成平台经济专项整改，对平台经济实施常态化监管 ，集中推出一批“绿灯”投资案例。	-
2022年12月中央经济工作会议	要大力发展数字经济， 提升常态化监管水平，支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中尽显身手。 抓住全球产业结构和布局调整过程中孕育的新机遇，勇于开辟新领域、制胜新赛道。	-

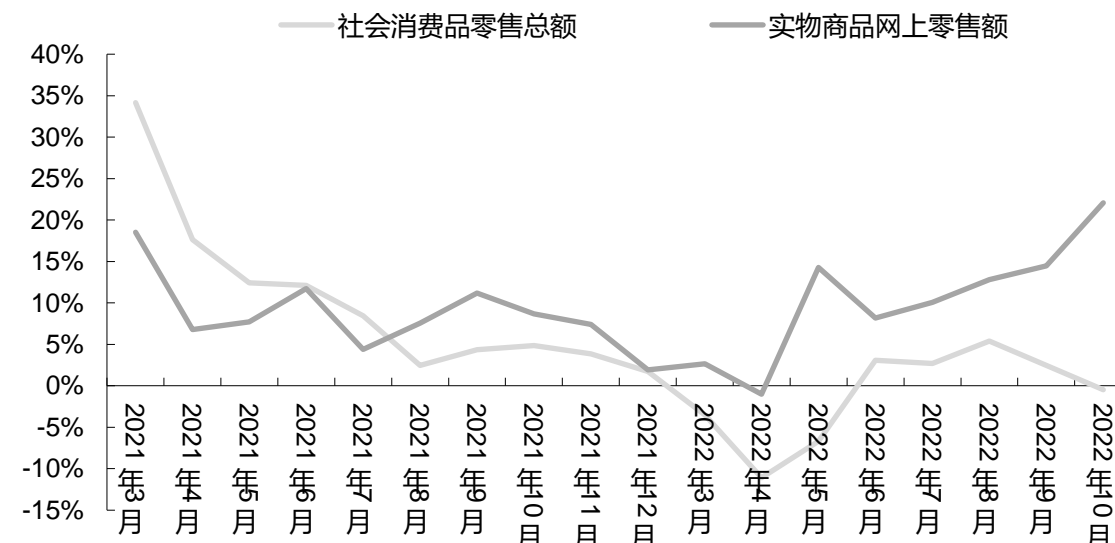
3.2.2 迷雾褪去：疫情即将翻篇，回归行业真实基本面

- **三年疫情即将翻篇。**受疫情影响，整体消费板块2021年之后同比增速持续下行。自二十条措施出台以来，各地疫情管控措施陆续放开，随着居民信心修复，经济和消费有望逐渐复苏。

主要互联网公司收入同比增速



社会消费品零售额及线上实物商品零售额同比增速

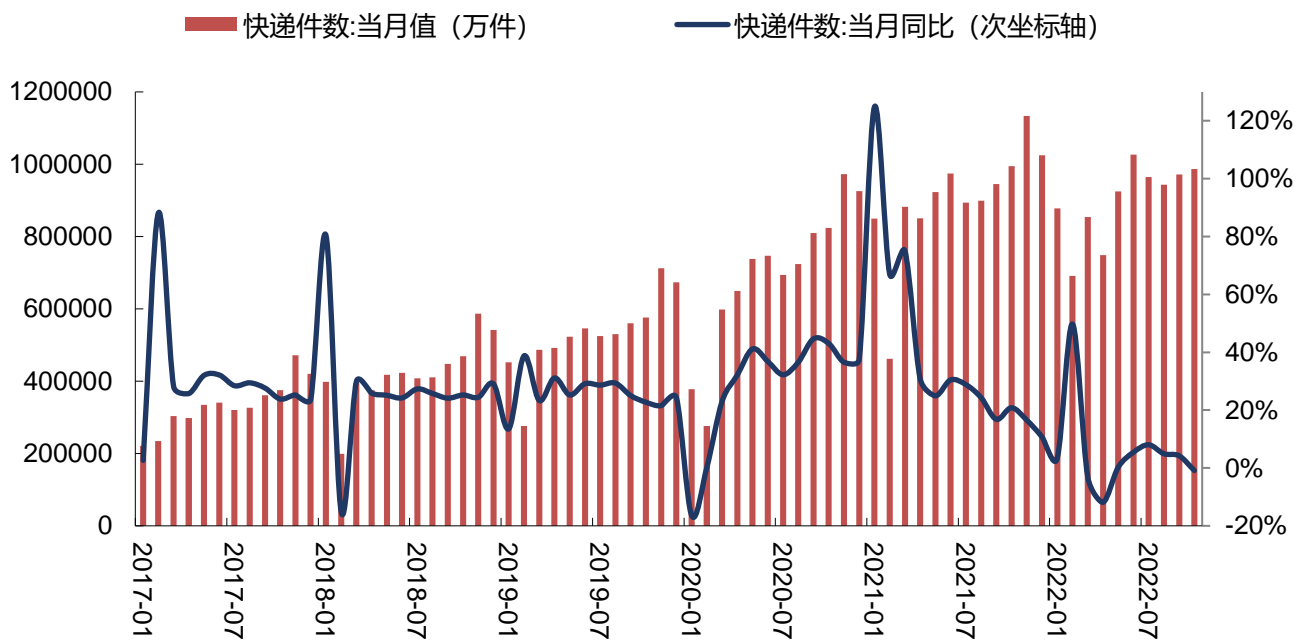


3.2.2 迷雾褪去：疫情即将翻篇，电商履约等基础设施回归正常

- **疫情管控放开将改善履约时效和体验，电商行业基础设施将回归正常**：2022年疫情对履约的影响为3年以来最大的一年，2017-2020年快递件数同比增速每年基本保持在20%以上，而2022年快递件数同比增速快速下滑。主要由于疫情封控时期造成人力不足、物流履约时间的延长乃至长时间出现履约困难的情况，造成订单的取消率也高于往年。而疫情常态化防控时期叠加的快件消杀和通行证等各方面要求将造成运输时效长期受到影响，用户体验降低。疫情管控放开后履约环节将回归正常，根据国家邮政局，2022年12月1-12日，邮政快递行业揽收量达43.03亿件，同比上升5.6%，快递单量恢复增强。

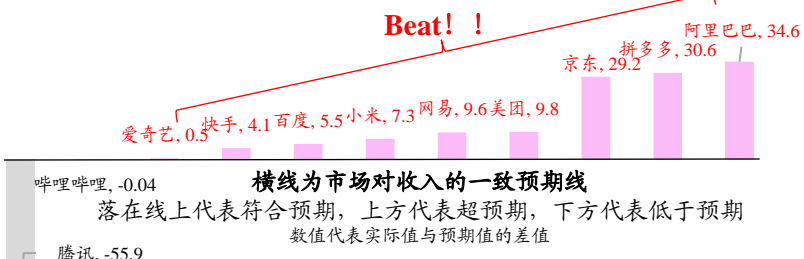
国内快递件数和同比增速

中国快递发展指数和电商物流指数对比

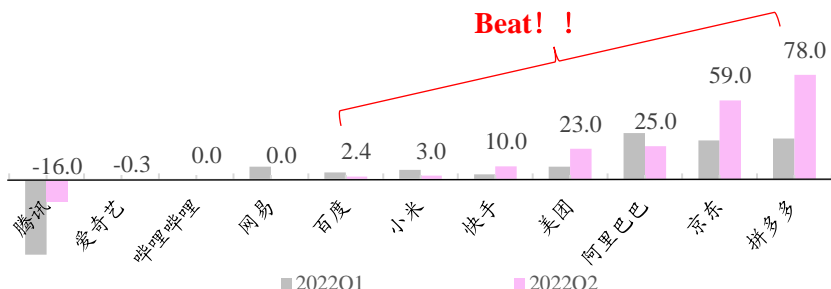


3.3.1 重拾信心：22年Q1-Q3利润持续超预期，企业盈利潜力显

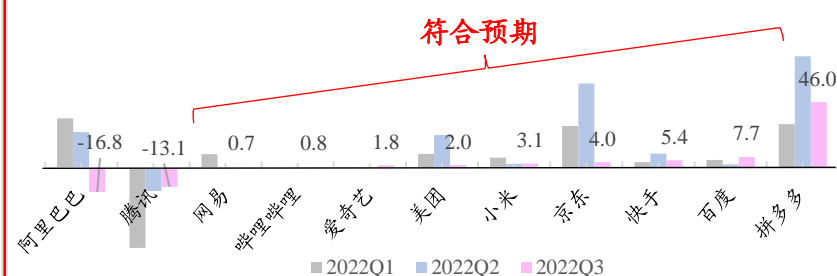
2022Q1多家互联网公司收入成长速度超预期（亿元）



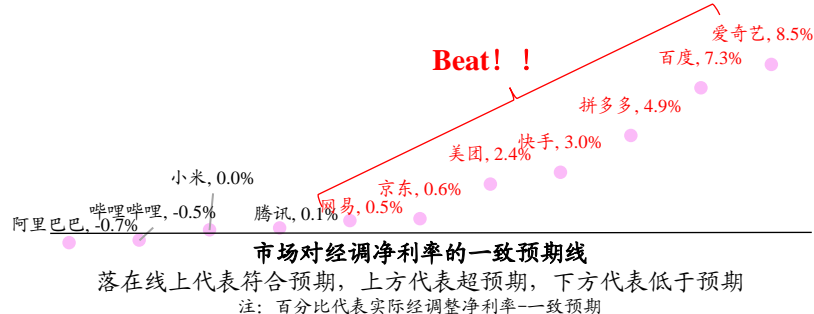
2022Q2多家互联网公司收入继续超预期（亿元）



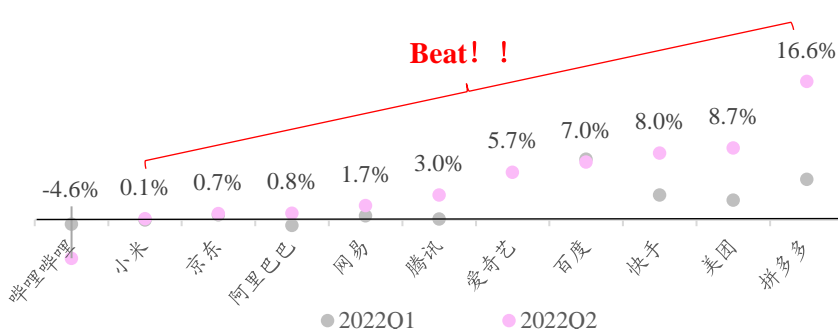
2022Q3多家互联网公司收入端承压（亿元）



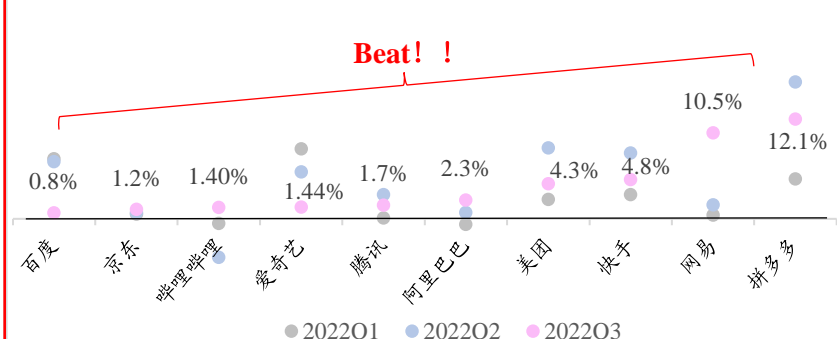
2022Q1多家互联网公司降本提效节奏超预期



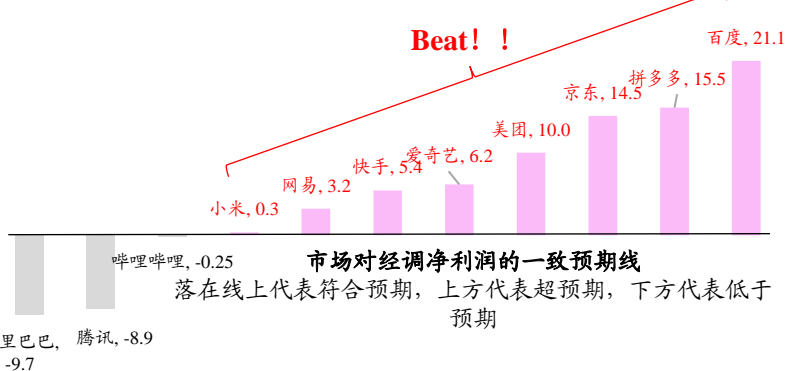
2022Q2多家互联网公司降本提效超预期程度好于Q1



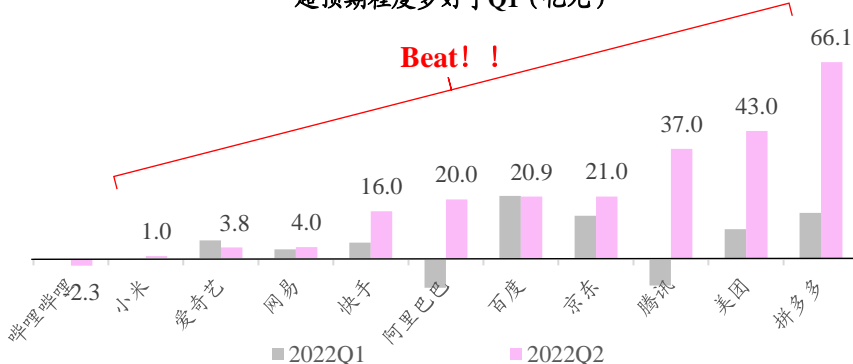
但2022Q3互联网公司降本提效结果继续、全面超预期



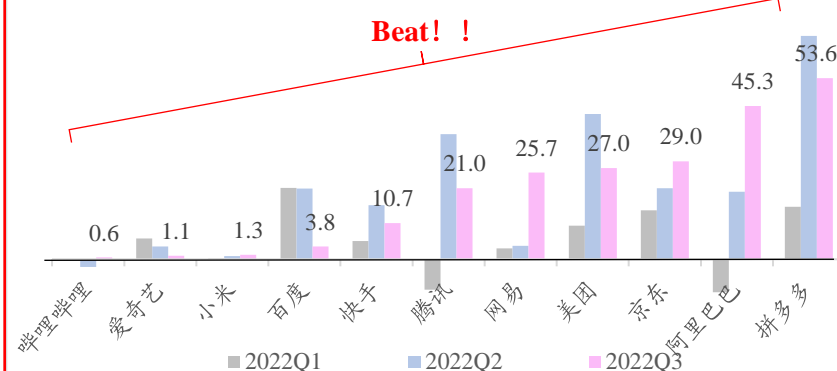
最终体现为：多家互联网公司利润超预期（亿元）



最终体现为：除B站外，Q2互联网公司利润全面超预期
超预期程度多好于Q1（亿元）



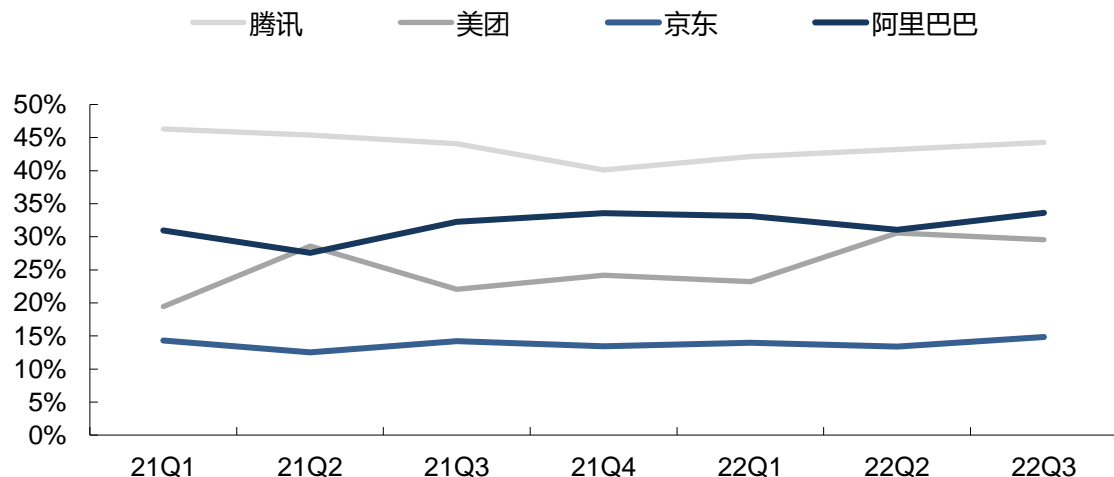
最终体现为：Q3互联网公司利润继续、全面超预期（亿元）



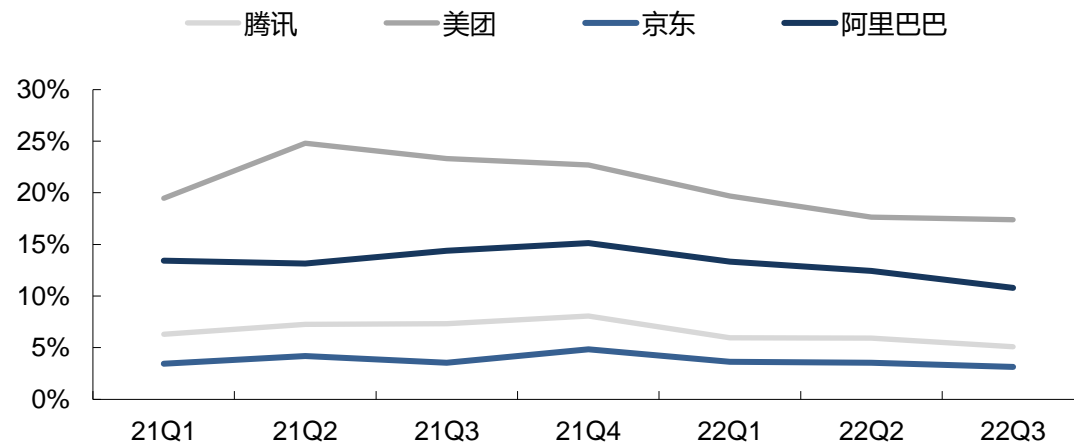
3.3.2 重拾信心:效率优化成果有望延续,运营杠杆放大更为关键

- **22年降本增效主要由缩减销售费用与固定成本、优化人力实现:** 2022年以来,互联网行业持续降本增效,各公司通过提升运营效率推动成本缩减,同时经济疲软、流量见顶情形下竞争态势的削弱、线下出行受限,给各公司降补贴和营销支出提供有利条件(如:美团降低补贴率改善UE模型)。
- **展望2023年,我们认为本轮效率优化中部分成本项目或将维持稳定水平(如宽带、服务器、部分人力成本等),部分支出或将反弹至略低于疫情前的水平(竞争恢复后营销支出和补贴增加,但由于21-22年以来中小企业出清,竞争格局改善,加上竞争理性化趋势,我们预计相关支出将低于疫情前水平)。更重要的是,收入增速修复将放大运营杠杆,有望成为企业维持/提升利润率重要动力。**

主要互联网公司毛利率



主要互联网公司销售费用率



3.3.3 重拾信心：23Q2或现基本面拐点，中长期坚定看好

■ **我们预计Q4将是业绩底，23Q1-Q2环比持续回暖，之后真正进入复苏。**我们预计22Q4-23Q1消费仍将被感染率上升所压制，市场可能会有所震荡，短期建议关注互联网医疗和出行链相关标的；23Q2我们预计是真正的基本面拐点，建议回守基本面较强的大票，适当配置部分弹性标的。

■ **具体节奏上，当前我们首推直接受益于疫情管控常态化的行业：**

(1) **物理层面：**考虑到不同地区疫情防控优化工作落地节奏不同，我们认为本地生活将先于异地出行受益，重点推荐美团-W（本地生活龙头），建议关注携程集团-S（出行旅游）；物流畅通下电商板块亦将受益，推荐港股的阿里巴巴-SW、京东集团-SW、新东方在线以及美股的拼多多；

(2) **心理层面：**消费信心修复，利好电商板块和可选消费，推荐港股的阿里巴巴-SW（电商）、京东集团-SW（电商）、新东方在线（直播电商）、腾讯控股（游戏）和泡泡玛特（潮玩、高线城市占比高），以及美股的拼多多（电商）；

(3) **生理层面：**短期感染范围扩大加速线上渗透和购药问诊，建议关注平安好医生、阿里健康以及京东健康。

■ **经济回暖后企业现金流改善，预算增加，互联网2B业务也将显著受益。**

(1) **广告：**广告行业回暖虽滞后于消费，但弹性可观，重点推荐港股的腾讯控股、快手-W、阿里巴巴-SW、京东集团-SW以及美股的拼多多和哔哩哔哩。

(2) **招工：**中小企业受疫情影响更大，经济回暖后这部分招工需求有望明显修复，重点推荐美股的BOSS直聘和港股的快手-W。

风险提示：全球经济不确定性风险，消费不及预期，细分领域竞争风险，政策监管风险。

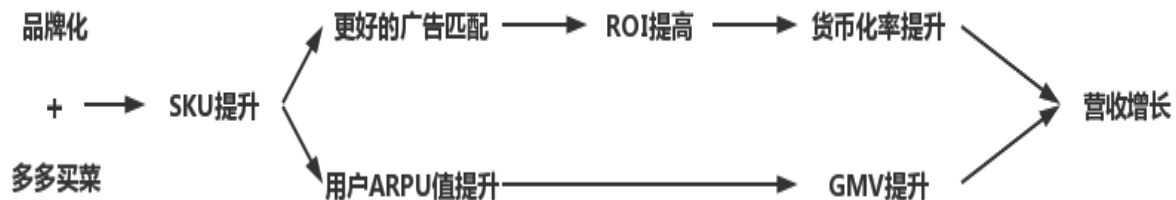
3.4.1 美团：利润持续释放，恒心与耐心，静待东风来

- **核心本地商业继续释放利润。**公司 22Q3 整体运营利润率扭亏为盈达 1.6% (yoy+22pct)；经调整净利润率实现 5.6% (yoy+17pct)。继 Q2 利润好于预期之后，公司核心本地商业继续释放利润，Q3 经营利润率由 11.2% 同比增长 9pct 至 20.1%，主要系餐饮外卖及闪购业务毛利率有所增加，以及到店酒旅业务努力降低成本及开支并提升效率。22Q3 公司餐饮外卖交易用户数持续稳定增长，且季度消费频率创历史新高，8 月初最高单日订单量超越 6,000 万单，但 9 月份疫情对订单量增速有所拖累。随着防疫优化工作深入推进，线下场景回归正常，我们认为公司外卖业务写字楼场景订单将逐渐恢复，到店酒旅业务收入将明显受益。
- **新业务继续高质量发展。**22Q3 新业务收入 163 亿 (yoy+40%)，运营亏损同比环比收窄至-68 亿元，运营亏损率由-86% 同比收窄 44pct 至-42%，主要系运营效率提高，商品零售业务经营亏损持续收窄，其他新业务努力降低成本开支并提升效率。我们预计公司 23 年新业务减亏节奏将继续保持。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司短期1-2个季度业绩承压，但坚定看好公司在本地生活赛道的长期成长性和盈利潜力，我们预计公司 22-24 年经调整EPS为 0.60/3.03/6.20 元，2022年12月29日收盘价对应 PE 为 274/54/27倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**消费不及预期，外卖骑手成本上升，新业务亏损风险

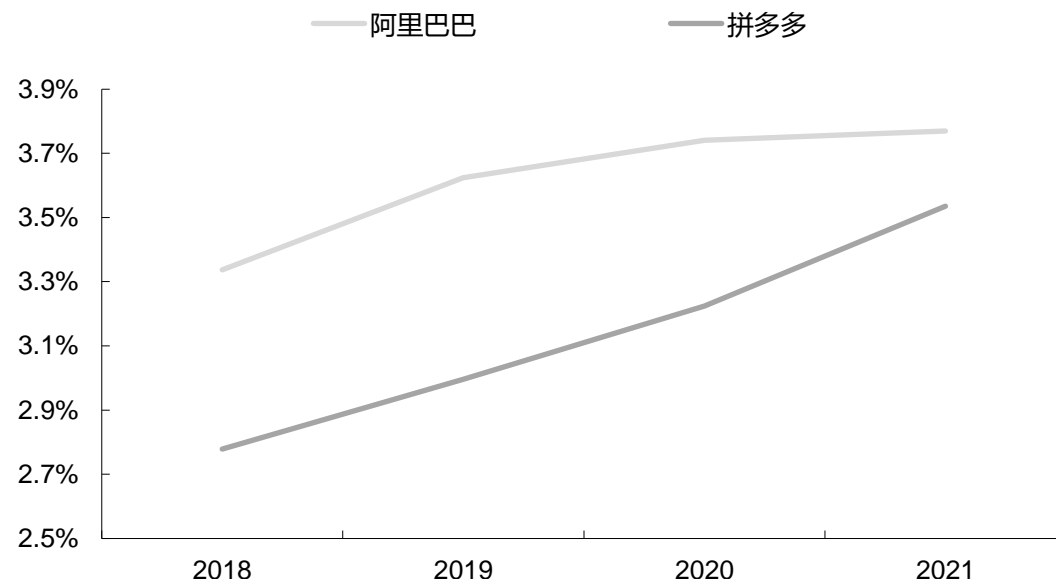
3.4.2 拼多多：多品类扩张使货币化率和GMV仍然具备高成长性

- **未来货币化率有较大提升空间：**1) 未来商品SKU数目的提高有利于更好地进行消费者需求的匹配，因此广告投放匹配效率也将得以提升，在2022年有望得以实现更高的广告ROI，从而提升电商货币化率。2) 目前公司实行农产品零佣金政策，目标主要为提高渗透率，未来随着平台农产品销量提升，农业品类也将贡献更多的佣金和广告费用。3) 社区团购目前计入佣金收入口径中，未来伴随着用户心智的养成，商业化变现能力也将进一步加强。
- **SKU的提升将带动GMV的增长：**公司在2022年将继续深入品牌化和社区团购战略能够大幅提升商品SKU数目，满足消费者的各项需求，从而提升用户的ARPU值并进一步带动GMV的提高。

未来拼多多营收提升催化流程



货币化率对比 (%)



3.4.2 拼多多：GMV-各项关键指标的成长

■ 用户数的天花板可参照淘系

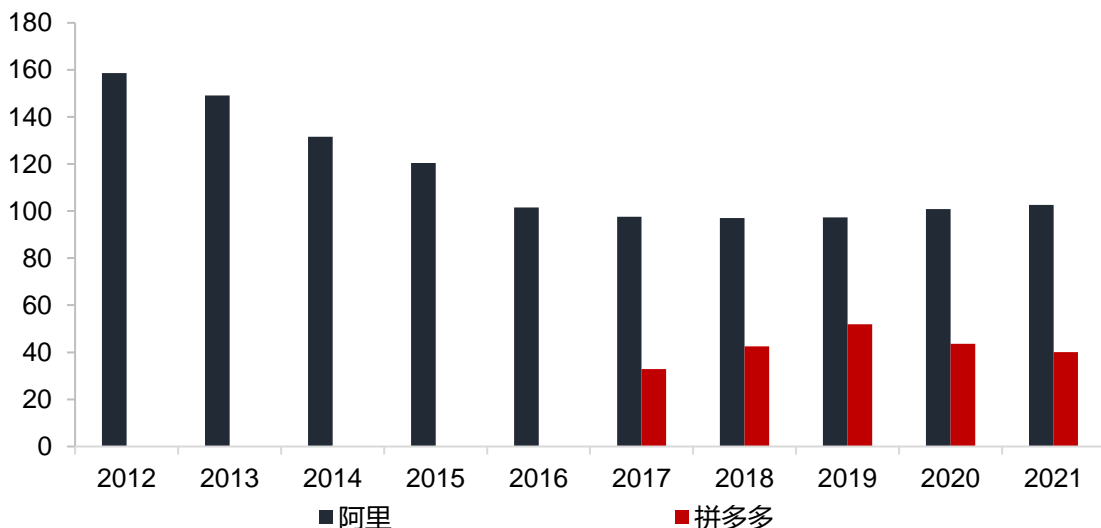
■ 用户购买频次将有进一步提升

- 拼多多小包规的特性意味着其有更高的购买频次；其在农产品场景渗透方面拥有更大的优势。

■ 客单价的提升并非一定要通过提升商品溢价实现

- 提升产品力的自然动力，更高质量的**品牌**产品可以要求更高的价格，但依然可以维持较低的加价率，从而带来客单价的提升
- 细分品类的持续
- 百亿补贴吸引高净值用户进入平台

客单价 (元)



全球顶级零售商关键运营指标对比

	好市多	沃尔玛	亚马逊	Shopee	京东	淘系	拼多多
年活跃买家数 (百万)	98.5	1425	约500	95	570	811	869
年均支出 (美元/元)	1516	365	682	185	5787	9240	2809
购买频次	10.6	4.8	10.0	12.8	14.1	90.0	70.2
客单价 (美元/元)	143	75	68	15	410	103	40

3.4.2 拼多多：货币化率持续向淘系逼近

■ 低加价率

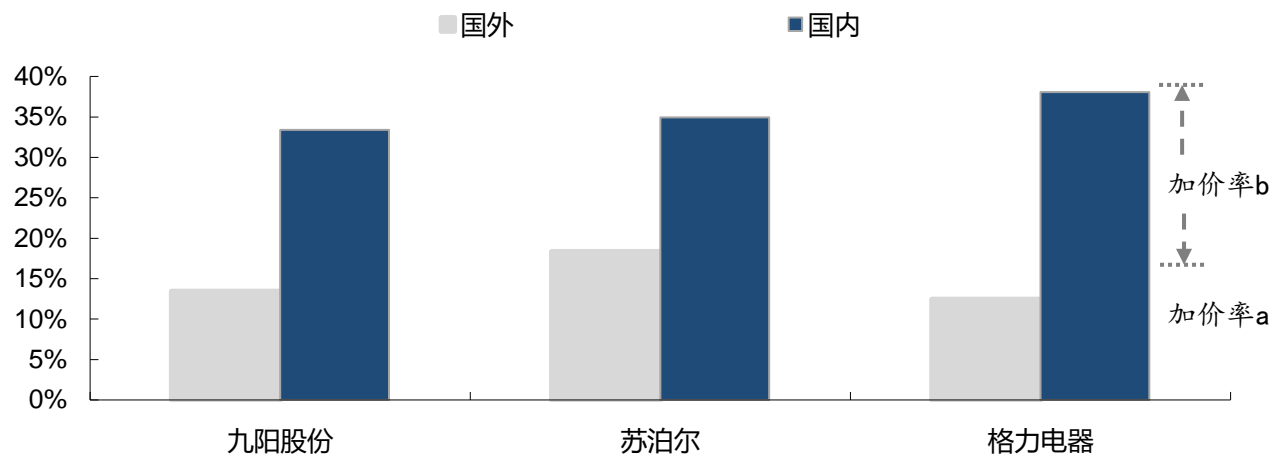
- 从生产商将商品生产出来到最终卖给消费者时全流程的加价率：c远远小于a+b
- 生产商在拼多多上销售同样的产品，只要c>a就是更有利可图的
- $a < c < a+b \rightarrow$ 双立人代工厂

■ 平台的货币化率源自加价率b和c的部分，只要b与c相差不大，两个平台的货币化率就是一致的，这就是为什么拼多多的货币化率持续向淘系逼近。

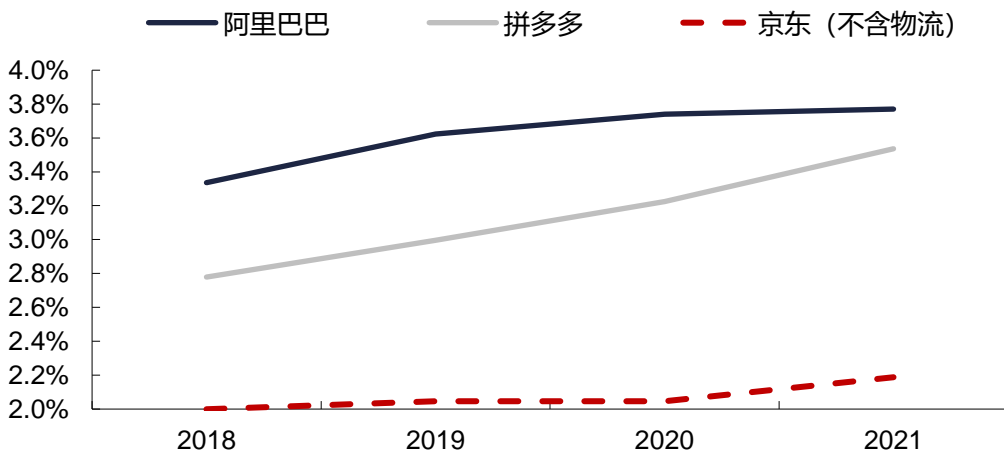
■ **盈利预测和投资评级：**我们预计2022-2024年EPS为6.9/8.9/10.9元，对应PE分别为21/16/13倍（每ADR=4股股票），维持公司“买入”评级。

■ **风险提示：**补贴滑坡后GMV增长乏力，品类拓展低于预期，用户年均消费遇到瓶颈。

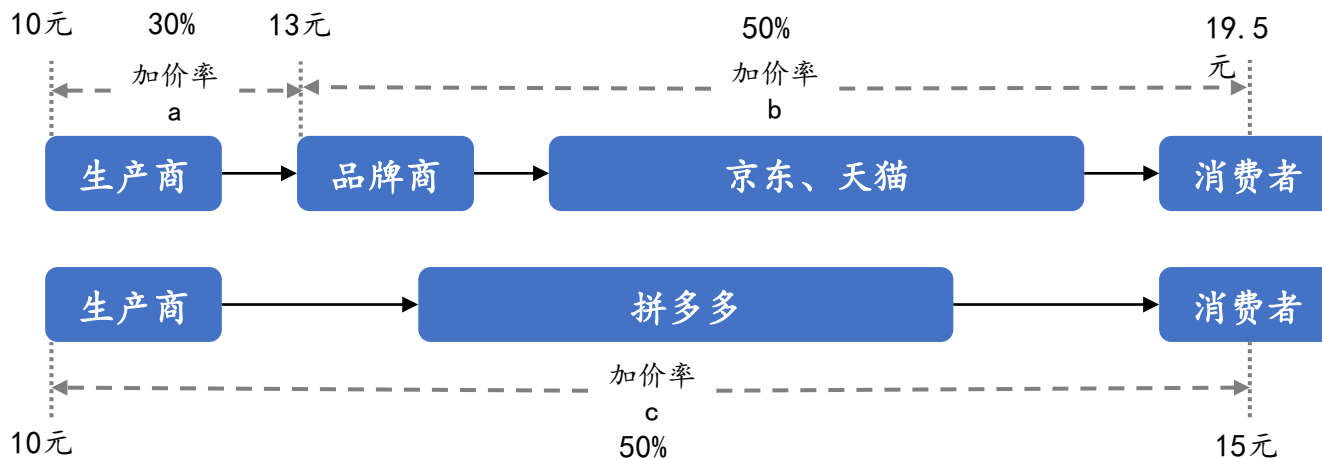
部分家电公司国内外毛利率对比（近3年平均）



货币化率情况



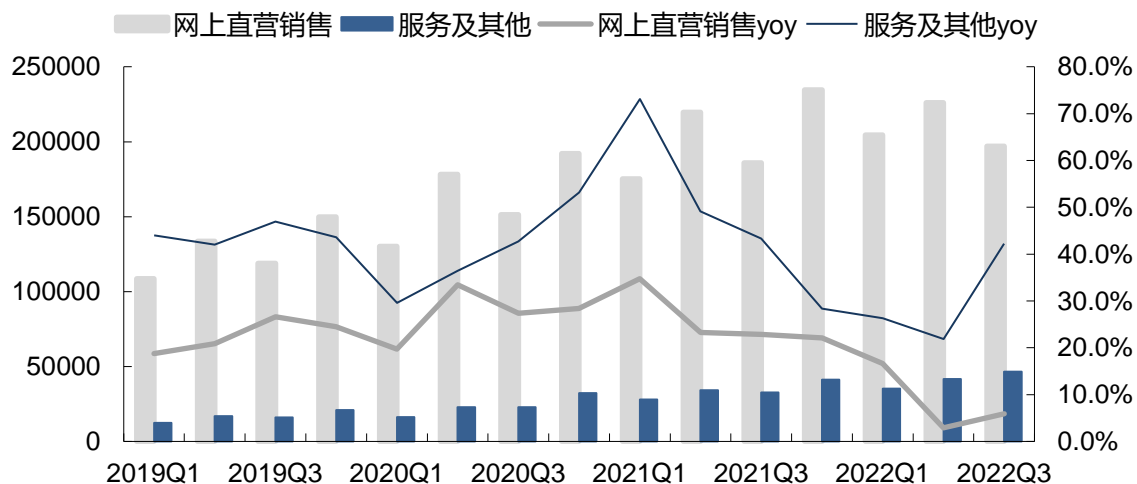
对加价率的解释



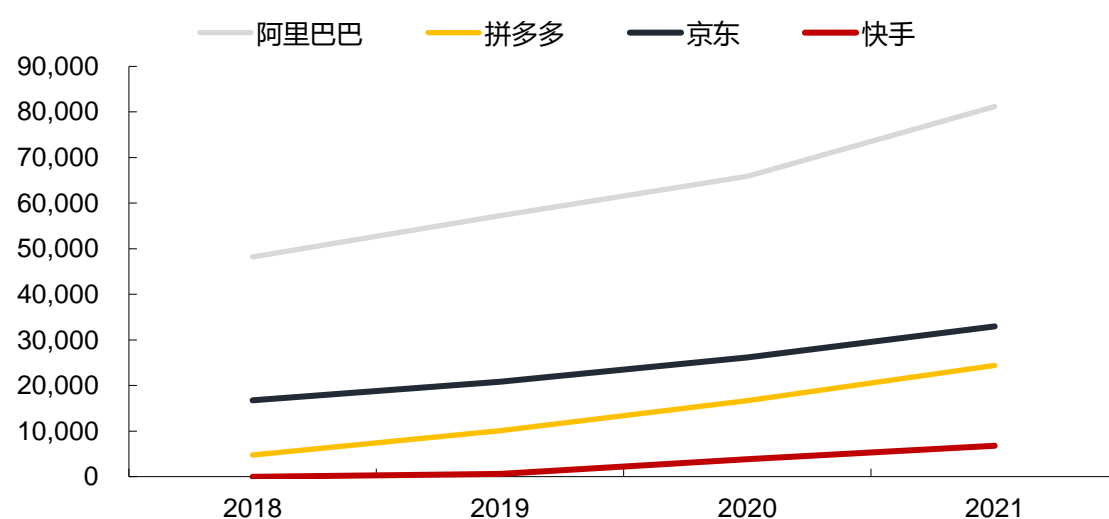
3.4.3 京东集团-SW：自建物流模式使其受竞争影响更小

- **一体化供应链模式更具韧性，抗风险能力强。**近年来京东GMV增速一直保持稳健增长，一体化供应链模式表现出更强韧性。未来随着公司供应链的持续优化以及日百品类占比提升，公司将表现出更强的抗风险能力。
- **物流为公司核心竞争力。**京东自建物流体系强力保障了其行业领先的履约能力，独树一帜的消费者体验是获取核心用户的重要抓手，使公司在面对直播电商等新兴业务模式以及新市场入侵者时更具韧性。未来随着流量红利见顶以及消费者对体验的要求日渐增加，京东的强履约能力有助于提高用户留存率，提升用户粘性及ARPU值，从而增强公司的竞争力。
- **盈利预测和投资评级：**虽然行业竞争格局加剧，但公司降本增效在2022年的推进超预期，我们预计2022-2024年EPS（经调整）为9.8/12.8/15.4元，2022年12月29日收盘价对应PE分别为20/15/13倍。公司持续投入将构筑越来越强的竞争优势，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**平台商品品质风险，商品供应链拓展风险，宏观经济风险。

京东分业务收入及增速（百万元）

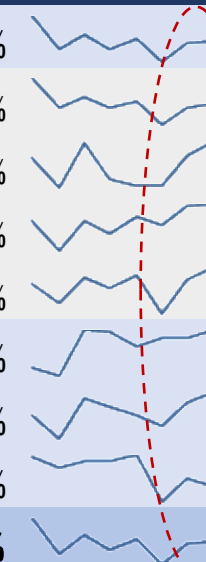


京东、阿里、多多和快手GMV对比（亿元）



3.4.4 阿里巴巴-SW：消费复苏带动触底反弹，各项业务亏损持续收窄

- **各个业务板块EBITA利润率环比均持续改善：**国际商业、本地服务、数字媒体业务EBITA亏损率均持续同比收窄。中国商业、云计算业务EBITA利润率同比提高。菜鸟EBITA margin三季度首次转正。
- **盈利预测和投资评级：**基于公司降本增效卓有成效，我们预计公司2023-2025财年EPS为6.2/7.6/9.4元，2022年12月29日收盘价对应PE 12/10/8倍。公司非常注重各个板块业务的效率的提升，大规模投入虽然影响短期业绩，但是有助于构建长期壁垒。综合考虑公司业务成长、竞争优势与壁垒，我们认为公司当前估值水平具备较强的投资价值，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**电商行业竞争加剧，海外扩张不及预期，市场监管风险。

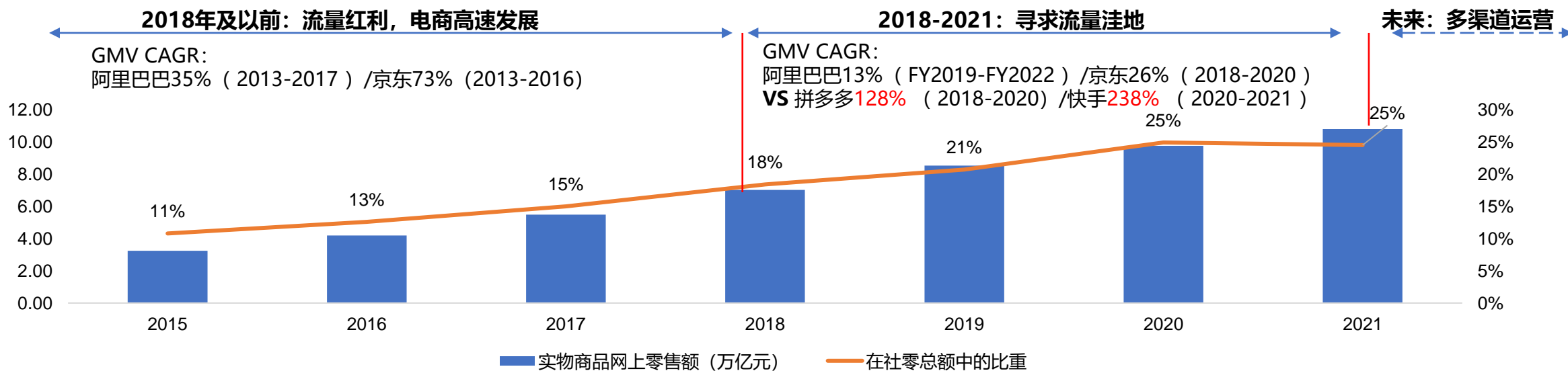
	FY2021Q3	FY2021Q4	FY2022Q1	FY2022Q2	FY2022Q3	FY2022Q4	FY2023Q1	FY2023Q2	
核心商业	32.9%	17.9%	24.5%	18.7%	23.3%	13.1%	21.5%	22.3%	
中国商业	44.6%	30.3%	35.3%	30.4%	33.6%	22.9%	30.7%	32.5%	
国际商业	-10.4%	-18.5%	-6.8%	-16.4%	-17.7%	-17.9%	-10.1%	-6.1%	
本地服务	-45.4%	-81.7%	-47.2%	-60.5%	-41.1%	-52.5%	-28.6%	-26.7%	
菜鸟	-2.1%	-5.9%	-1.3%	-3.2%	-0.7%	-7.9%	-1.5%	0.9%	
云计算	-1.4%	-2.0%	2.1%	2.0%	0.7%	1.5%	1.4%	2.1%	
数字媒体与娱乐	-17.2%	-33.5%	-5.2%	-11.5%	-16.9%	-24.6%	-8.7%	-1.4%	
创新业务	-164.2%	-277.4%	-209.2%	-221.5%	-155.6%	-638.5%	-395.8%	-475.8%	
EBITA margin	27.2%	11.8%	19.8%	13.6%	18.5%	7.7%	16.7%	17.5%	

4、成长赛道-直播电商、即时零售、电商出海和互联网医疗

4 关注直播电商、即时零售、电商出海和互联网医疗

- 结合政策方向，我们认为未来互联网的机会更多存在于为实体经济服务的过程中，对这些机会的把握需与实体经济和消费发展方向相结合。
- 以线上零售为例，当下行业或正处于产品过剩转向渠道过剩、供给端侧重于多渠道运营的阶段，对应的直播电商、即时零售和电商出海等都蕴藏了重要发展机遇：
 - 阶段一：移动互联网流量红利时期，一站式购物的淘宝平台兴起，为商家提供新的销售渠道，电商行业高速发展。
 - 阶段二：寻找流量洼地，渠道细分化。行业增速放缓，综合电商流量成本逐渐抬高；同时也伴随着国内商品从供不应求进入供过于求的阶段，商家寻找流量洼地实现更高的ROI，拼多多等社区电商、抖音快手等直播电商兴起并快速发展，通过省、好等角度提升局部供需匹配效率。
 - 阶段三：多渠道运营，高效渠道和出海有望实现更多份额。随着网民数量进入增长瓶颈，整体公域流量成本上升不可避免，电商渠道流量开始分散化，我们认为线上零售或正从产品过剩转向渠道过剩，商家越来越注重多渠道经营，并侧重其中经营效率更高的渠道（如直播电商、即时零售）；出海也是选择之一。
- 互联网渗透率较低、线上化仍有较大成长空间、当前估值较低的赛道亦值得关注，如互联网医疗。

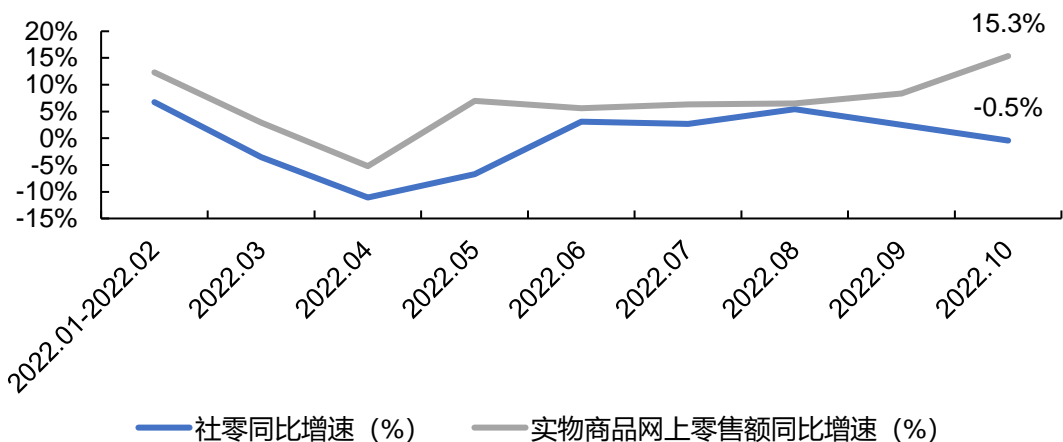
网上零售发展阶段划分



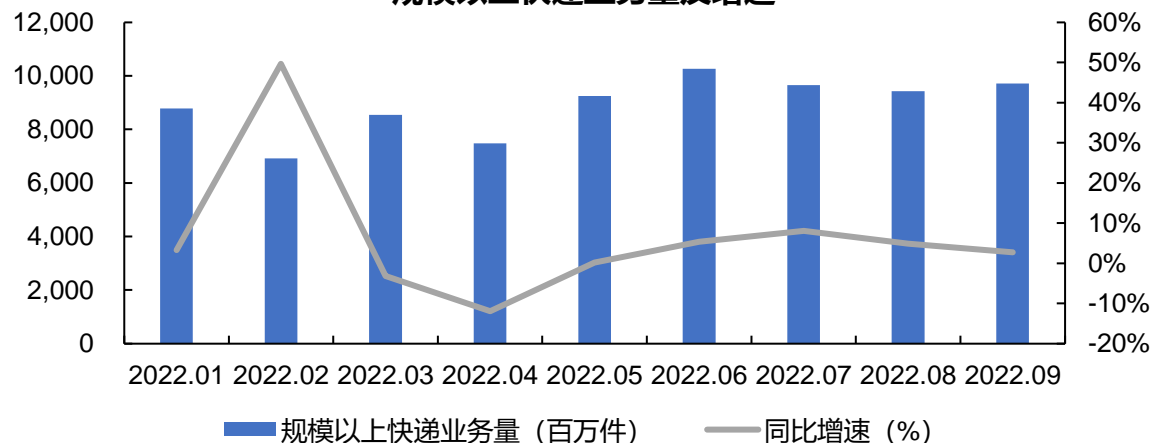
4.1.1 直播电商：增速超行业，持续抢占线上份额

- 直播电商增速持续高于大盘，渗透率提升，双十一期间表现强劲。随着各直播电商平台品类结构、供应链能力及营销工具的不断完善，我们预计直播电商在线上零售的份额将会持续提升。

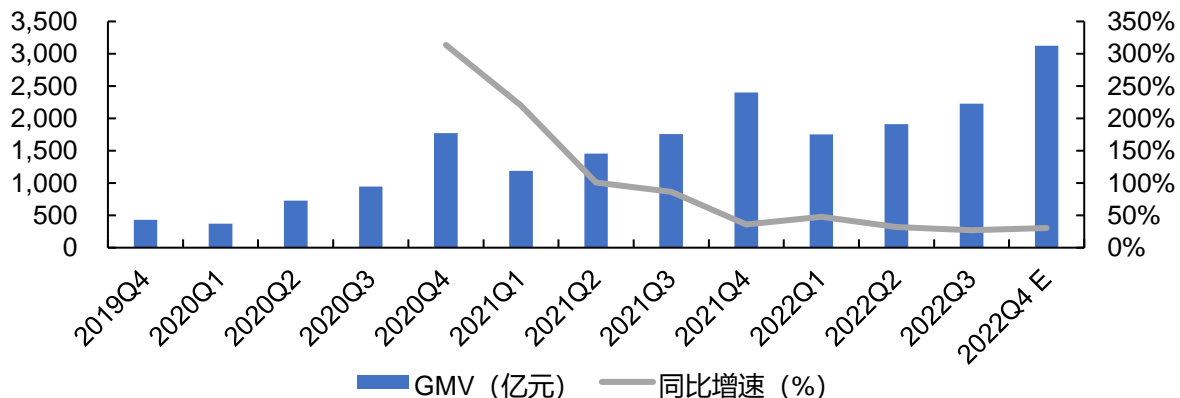
社零和实物商品网上零售额同比增速（月度）



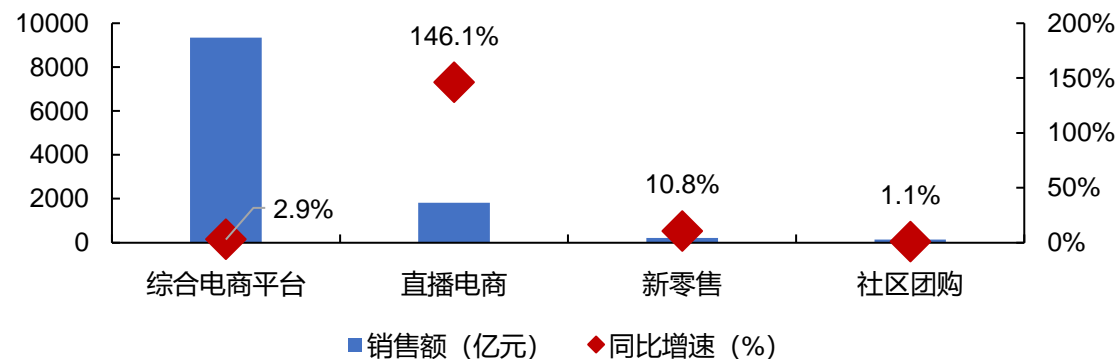
规模以上快递业务量及增速



快手直播电商GMV及同比增速



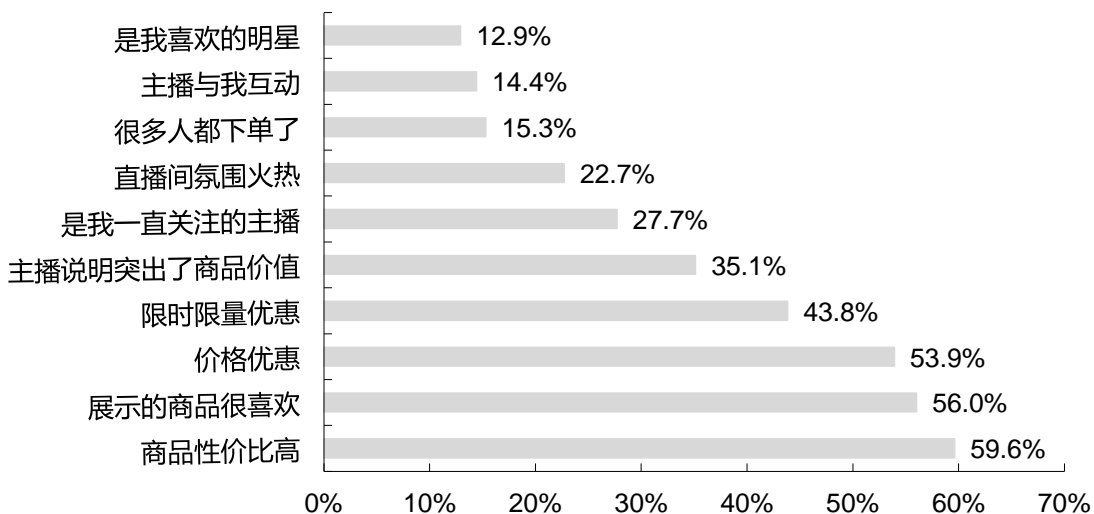
2022双十一线上销售数据



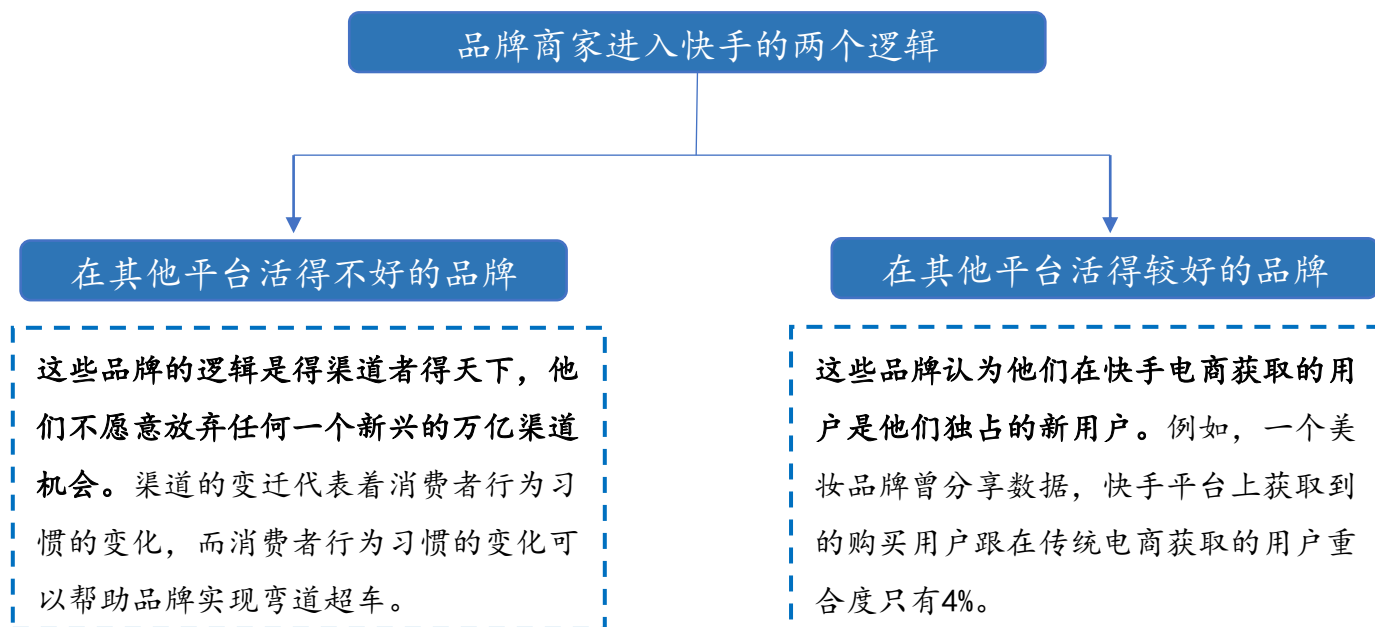
4.1.1 直播电商：实质是高效渠道替代低效渠道

- 电商取代传统零售只是表面现象，实质上是高效率的流通方式会对低效率的流通方式产生冲击。 电商的效率或者说飞轮效应体现在“流量积累 --> 需求聚集/规模效应/链条缩短 --> 价格降低”的过程。快手和抖音流量积累阶段具备优势，迅速完成了平台冷启动。
- 对于用户：1) 主播聚集了大量同质化需求，用粉丝的数量、信任和购买力交换降价空间；2) 视频化展示传递的信息密度更大；3) 推荐逻辑可精准捕捉用户需求。
- 对于商家：1) 新渠道可带来一定的流量红利；2) 视频作为载体的电商广告承载的不仅仅是销售转化，更包含了商家对于品牌曝光、沉淀流量的诉求。换句话说，短视频平台的电商广告同时具备效果广告+品牌广告的功能，可提升商家的营销效率。

2020年用户观看直播购物的原因



品牌商家进入快手的两个逻辑（2022快手引力大会）



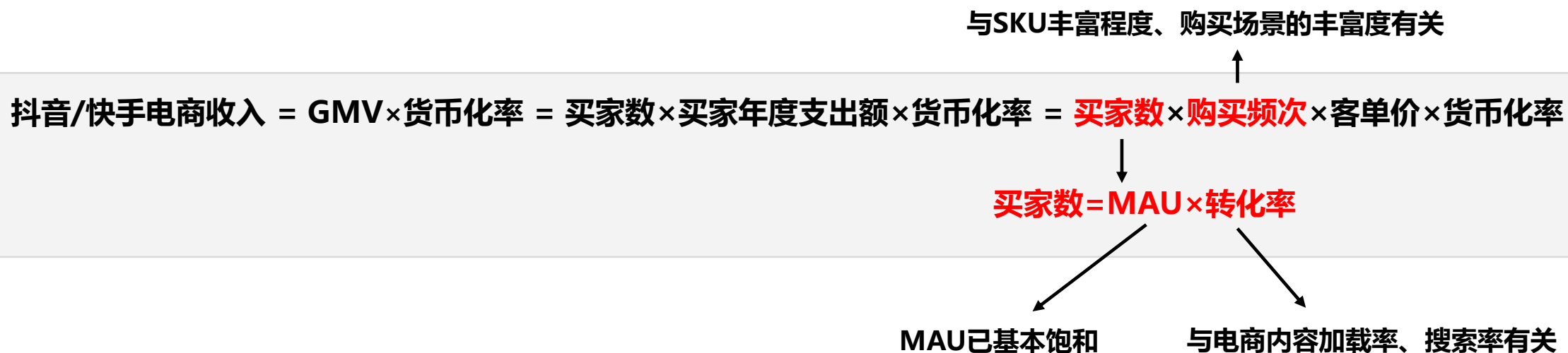
4.1.1 直播电商：2023年GMV增速将继续领跑电商行业

■ 基于上一页直播电商效率的逻辑，我们认为2023年直播电商GMV增速仍将快于电商大盘，其中**买家数和购买频次**是主要驱动力：

- 1) **买家数**：抖音MAU已基本达到天花板，快手还略有空间；两家的重点均在于提升**MAU** → **买家的转化率**
- 2) **购买频次**：抖音主要通过货架电商提升购买频次；快手主要依赖于私域流量（主播和用户之间的信任关系，“信任电商”）
- 3) 为什么客单价并不能成为主要driver？——首先，客单价取决于平台的禀赋，例如京东的高客单价来源于强势的3C品类；其次，从阿里巴巴的客单价趋势来看，平台品类扩充、用户下沉导致客单价逐步走低。所以我们认为，平台客单价的提升是困难且长期的，短期并不能成为GMV增长的推动力。

■ 我们预计，2023年抖音和快手GMV同比增速将在**25%-30%区间**（抖音包括闭环电商和外链）。

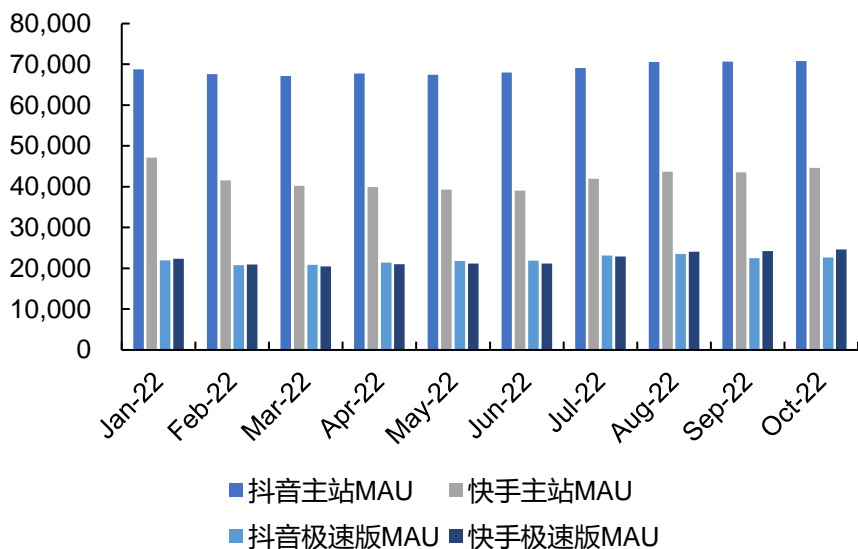
图表：短视频平台直播电商收入拆解



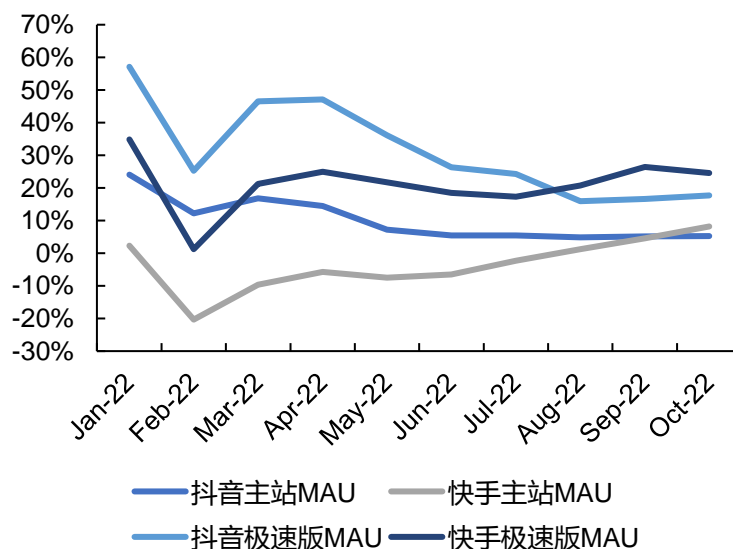
4.1.1 直播电商：2023年GMV增速将继续领跑电商行业

- 快手和抖音用户增长快触及天花板，提升“MAU → 买家”的转化率是关键。
- 从两平台活跃买家渗透率来看，**抖音月活跃买家和年活跃买家渗透率（21%/60%）显著高于快手（16%/38%）**，证明我们此前“抖音更关注转化率，快手更注重复购率”的逻辑，在后续转化率提升空间上，抖音将更为承压。
- 为什么我们认为2023年抖音和快手的活跃买家转化率将继续上升？
 - 1) 用户数和时长温和上涨，可促进整体vv增长；
 - 2) 2022全年疫情及大范围封控，导致平台电商内容填充率降低，随政策缓和，我们预计2023年电商填充率将恢复，能有效促进用户转化。

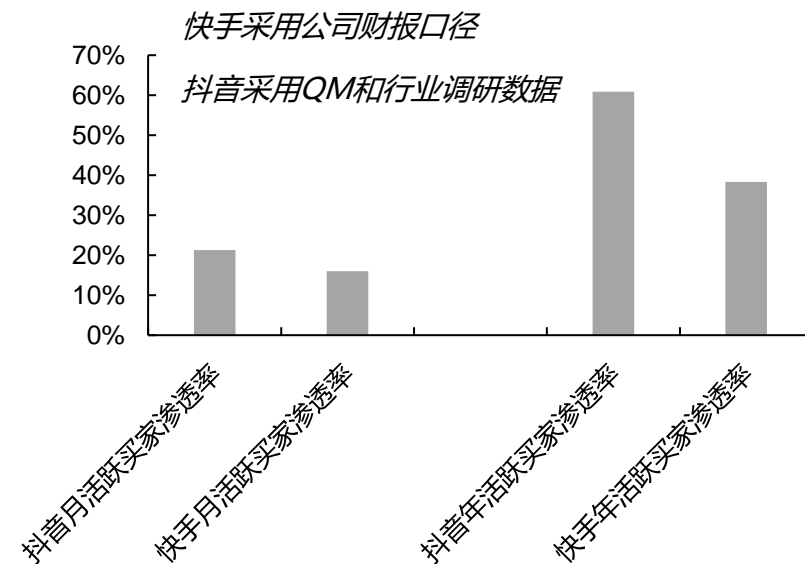
抖音和快手用户数（万）



抖音和快手用户数同比增长（%）



抖音和快手活跃买家渗透率（%）



4.1.1 直播电商：2023年GMV增速将继续领跑电商行业

- 对于货架电商来说，购买频次的上升更多依赖于SKU的扩张（才能让用户产生“逛”的感觉）；而对于短视频平台来说，购买频次更多依赖于私域关系、电商内容推送以及购买场景的扩展。

- 1) 私域关系：用户由于信任主播，因此产生购买和复购行为；主播类似于传统零售中的品牌，用户信任品牌所以产生复购。（这是快手复购率高于抖音的主要原因）；
- 2) 电商内容推送：电商内容填充率越高，用户购买几率越大，跟平台推送的精准度有关；
- 3) 购买场景的拓展：从短视频挂车、到直播电商再到货架电商，短视频平台的购买场景一直在逐步拓展。

抖音全域兴趣电商示意图



抖音将除了直播带货外的购买形式都包含到货架电商，因此，
全域兴趣电商 = 直播带货 + 短视频带货 + 抖音商城 + 搜索 = 直播带货 + 货架电商
 货架电商承载抖音复购需求，截至2022年11月货架电商占比提升至27%，预计未来货架电商将贡献抖音一半GMV。

历次业绩会议，快手管理层关于信任电商和复购率的表述

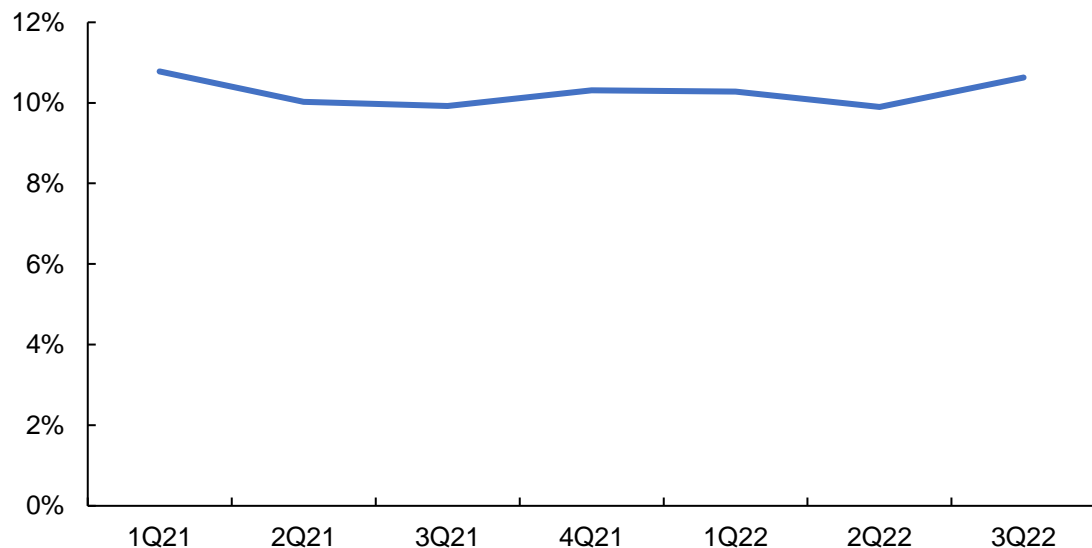
时间	管理层表述
2021Q1	2021Q1公司直播收入和电商GMV大部分来自于私域流量。私域沉淀的信任自然促成买家及信任的商家进行更多交易。
2021Q3	快手电商凭借用户和平台、主播之间的高信任度形成高复购率。9月电商月复购率70%以上。
2021Q4	快手的月复购率也行业领先。我们的月复购率行业领先。
2022Q1	为快手带来了领先的月复购水平。快品牌的月复购率超过快手电商平均月复购率，达到了80%以上。
引力大会2022	通过大搞信任电商，消费者获得了信任购权益，看到好的回头客指数更愿意复购；商家则实现了新客高转化、老客高复购。

我们认为，快手独特的老铁关系、大搞“信任电商”以及2023年将要推出的货架电商，将有利于其持续提升平台复购率。

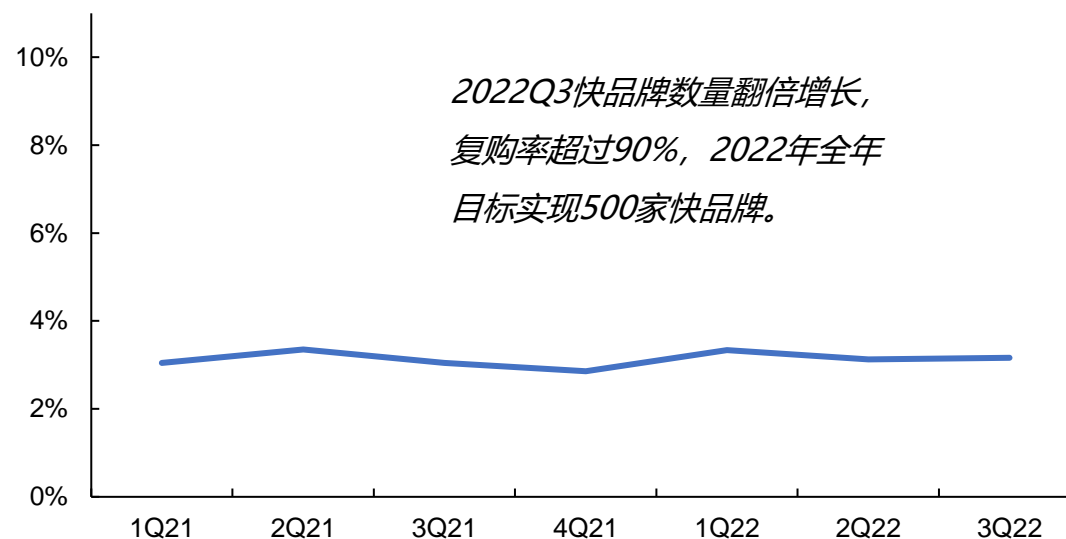
4.1.1 直播电商：2023年货币化率提升空间不大

- 根据我们此前直播电商深度报告，**长期来看，我们认为直播电商货币化率将高于传统电商**：1) 直播电商强势品类（服饰、美妆等）的佣金率更高；2) 直播电商在非必需品/非标品上更具优势，这些品类毛利率较高，营销费用的投放也会更高；3) 视频作为载体的电商广告承载的不仅仅是销售转化，更包含了商家对于品牌曝光、沉淀流量的诉求，换句话说，短视频平台的电商广告同时具备效果广告+品牌广告的功能，平台能获取更高的销售费用。
- 但从**短期维度，我们认为货币化率并非短视频平台电商收入上升的主要驱动力**：1) 抖音---鉴于二类电商占比下降、品牌入驻红利期的逐步消退，抖音的电商货币化率将温和下降；2) 快手---经济和消费下行趋势下，平台佣金率和广告费提升较为困难，我们预计快手2023年货币化率保持稳定态势，但快品牌的强势发展将提升长期货币化率潜力。

抖音电商货币化率趋势 (%)



快手电商货币化率趋势 (%)



备注：内循环广告占比为我们预估，3Q22计算货币化率时已扣除游戏的2亿收入

4.1.2看好优质直播卖货MCN机构：新东方在线、遥望科技

■ 新东方在线：拓品类带来成长性，高盈利能力有望保持。

- “看世界”起量，体现公司能力的可复制性。截止12月28日，看世界账号粉丝达到43万，12月以来粉丝数量快速增长。Q3以来，以个护美妆、家居、食饮为主打品类的东方甄选美丽生活开始加速成长，品类矩阵进一步丰富，体现公司能力的可复制性。
- 能力逐步兑现，体现出强市场竞争力及成长性。公司兼具品牌价值、供应链优势、自营能力等，在市场上具有高壁垒和竞争力。2023年预计短视频平台电商成交仍将维持高增长，一方面来自疫后的消费复苏，2023H1增长值得期待；另一方面，平台在搜索、橱窗、短视频、商城等场景下仍有较高增长动力，有望为产业链企业带来新的成长机遇。我们认为短视频平台电商依然是2023年较为成长的互联网细分赛道之一。
- 看好新东方模式长期成长的确定性，近期政策重申支持和规范民办教育发展，《扩大内需战略规划纲要》提出鼓励社会力量提供多样化教育服务，支持和规范民办教育发展，教育政策已经趋于稳定，强调支持与规范同行。维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧、主播流失风险、消费不及预期、行业政策风险。

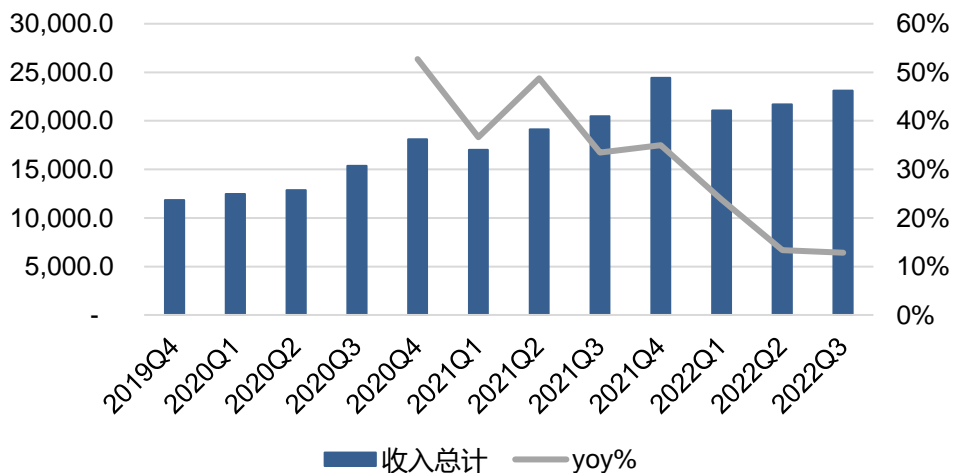
■ 遥望科技：看好服装非标增长潜力，回调后具有估值性价比。

- 公司三季度营业收入同比实现大幅增长，主要系公司社交电商业务规模持续增加。但报告期内疫情对公司鞋履业务尤其是线下渠道影响较大，使得该业务仍产生较大经营性亏损，但同比2021年亏损额已有所收窄。此外，2021年实施的股权激励计划在2022年1-9月产生摊销费用，对公司的经营业绩产生一定影响。
- 数字资产、海外扩张、非标品类等值得期待。新切入非标商品业务，签约大量成熟的、中腰部以上的主播形成基础量，同时整合服装类的供应链以及工厂资源，形成平台上供应链的商品池。利用SaaS平台提供供应链管理，服务市场上的海量服装类主播，后续对于GMV的增量值得期待。
- **风险提示：**疫情反复对物流产生不利影响，消费不及预期，政策风险，主播个人风险

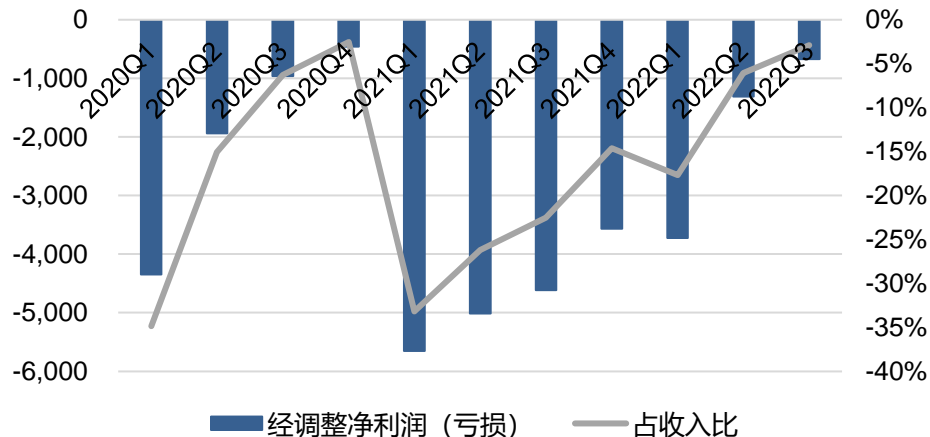
4.1.3快手-W：Q3利润超预期，降本增效表现出色

- 公司2022Q3实现收入231.28亿元，同比增长12.9%，经调整净亏损6.72亿元，占收比为2.9%，亏损率相比2021Q3的22.5%大幅收窄，经调整EBITDA达10.23亿元同比扭亏，利润超市场预期。
- 降本增效表现出色，经营活动现金净额明显转正。公司毛利率由2021Q3的41.5%增至46.3%略超预期；销售费用同比减少17.1%至91亿元，占收比由53.8%降至39.5%，主要是由于有节制及更有效地控制用户获取及留存成本；行政开支同比增加16.0%至11亿元，研发开支同比减少16.2%至35亿元；2022Q3录得经营亏损26亿元，经营利润率为-11.3%，而2021Q3为-36.1%，同比大幅收窄。2022Q3国内分部录得经营利润3.75亿元，而2021Q3为亏损25亿元，国内业务已连续两个季度实现经营盈利，体现模式优势及盈利韧性，海外分部经营亏损由2021Q3的29亿元减至17亿元，后期扭亏可期。公司2022Q3实现优异现金流，经营活动现金净额为27亿元，期末现金及现金等价物达149.59亿元。

快手季度收入及同比增速（单位：百万元人民币）



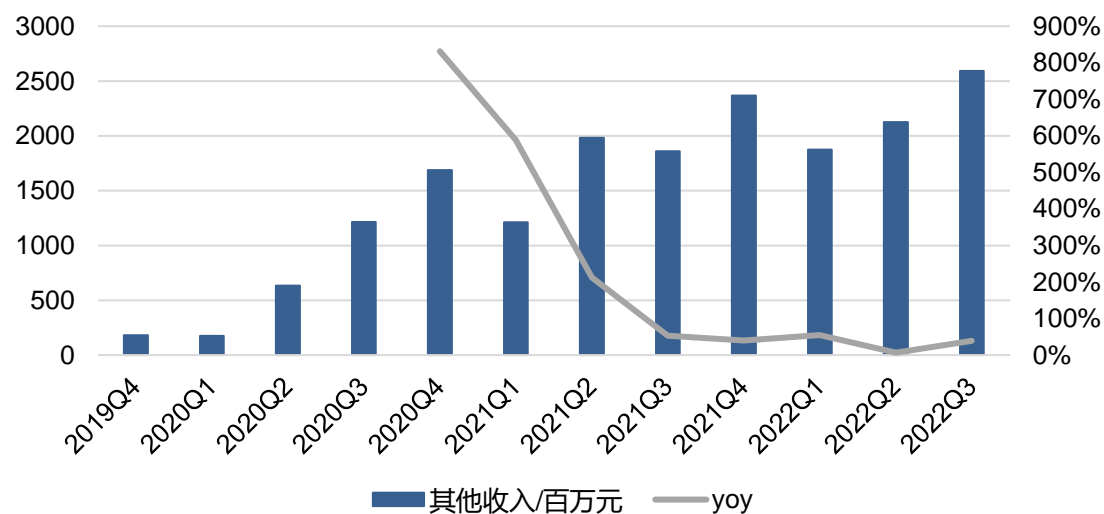
快手2022Q3经调整净利润超预期（单位：百万元人民币）



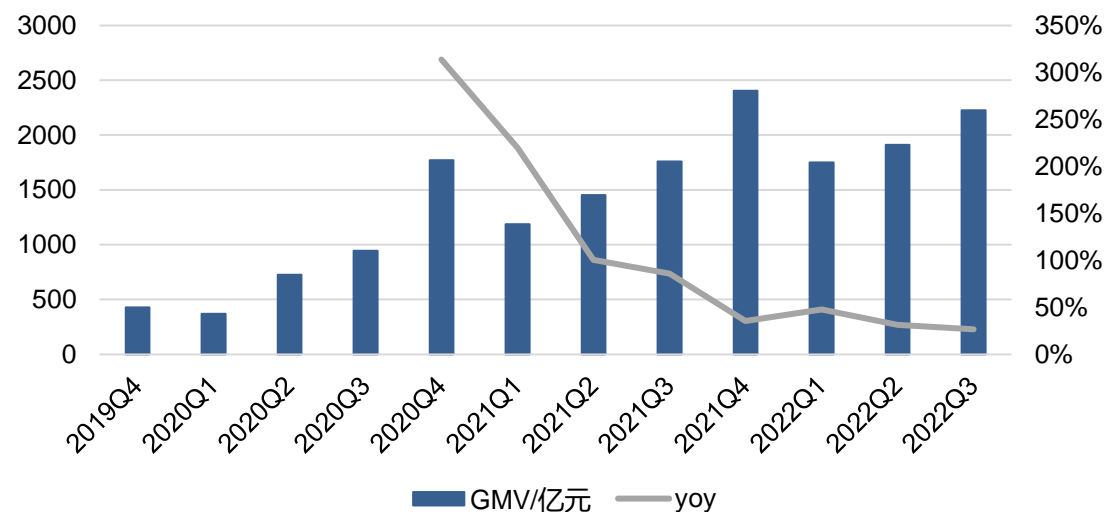
4.1.3快手-W：电商业务仍有成长潜力，货币化有提升空间

- 细分业务方面：1) 2022Q3 线上营销服务收入达 116 亿元，同比增长 6.2%，外循环受行业逆风拖累；2) 直播业务收入同比增加 15.8%至 89 亿元，2022Q3 直播平均月付费用户同比增长 29.3%至 5,960 万，直播月度付费率同比持续提升；3) 其他服务收入由 2021Q3 的 19 亿元增加 39.4%至 26 亿元，主要由于电商业务的增长，电商在 2022Q3GMV 同比增长 26.6% 达 2,225 亿元。
- 维持公司“买入”评级，看好公司在电商业务方面的成长潜力，同时货币化仍有提升空间，我们预计2022-2024 年经调整 EPS 为-1.40/1.98/3.81 元，2022年12月29日收盘价对应2023/2024年PE分别为32/17倍，公司当前估值仍有较强吸引力。
- **风险提示：**经济恢复不及预期，内容创作者流失风险，行业增速放缓等。

快手其他收入（主要为电商佣金收入）及同比增速（单位：百万元人民币）



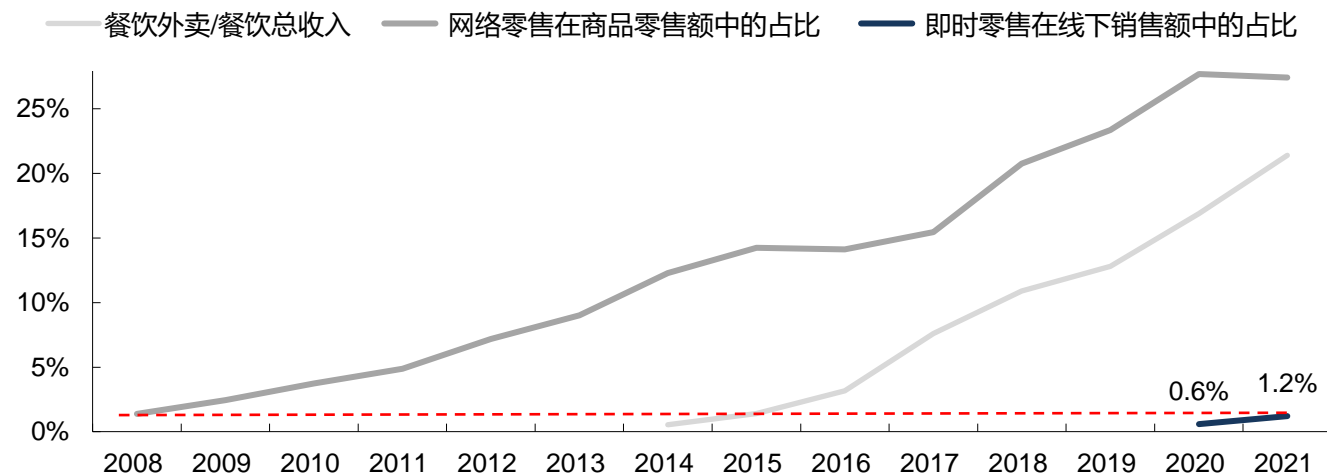
快手GMV及同比增速（单位：百万元人民币）



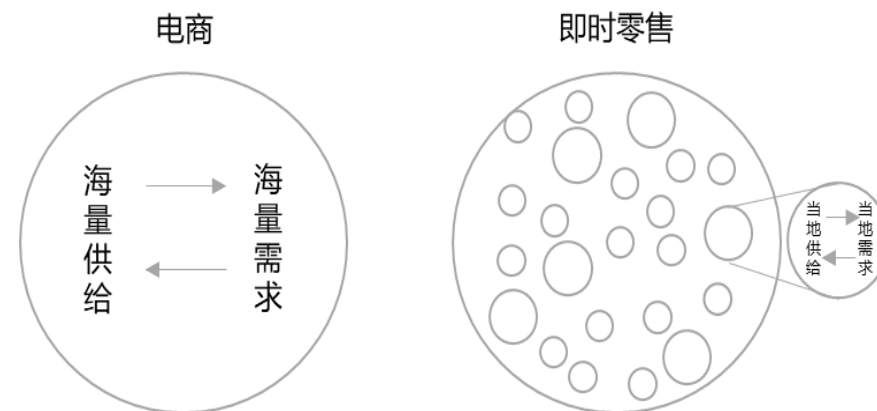
4.2.1 即时零售：大众级别消费，空间看向万亿元

- 即时零售渠道的消费动机从传统电商的产品维度升级到产品+时间+空间维度，时效性较慢的传统电商未能很好满足的、线下场景无绝对优势的品类均有渗透空间。
- 即时零售平台早期爆发性明显弱于其他类型平台，我们认为这与平台在多大范围优化供需匹配效率有关。即时零售基于同城商品供给满足同城消费需求，我们认为有效供给的不足制约了即时零售现阶段发展。**未来供给增加将驱动即时零售在线下渠道中的渗透率提升。**我们预计2021年市场规模3500亿元，2025年达10182亿元；在线下渠道渗透率从2021年的1.2%提升至3.3%，2022-2025年CAGR 31%。
- 我们认为相比电商，即时零售对品牌方而言是更高效的销售渠道（高转化、高频次），也是电商高度内卷背景下少数的流量洼地，随着即时零售受众规模进一步扩大（触达人群提升），品牌方投入意愿有望进一步提升。

即时零售在商品线下零售额中的渗透率 < 电商2008年在商品零售额中的占比
≈ 餐饮外卖2015年在餐饮总收入中的占比



电商VS即时零售供需匹配范围

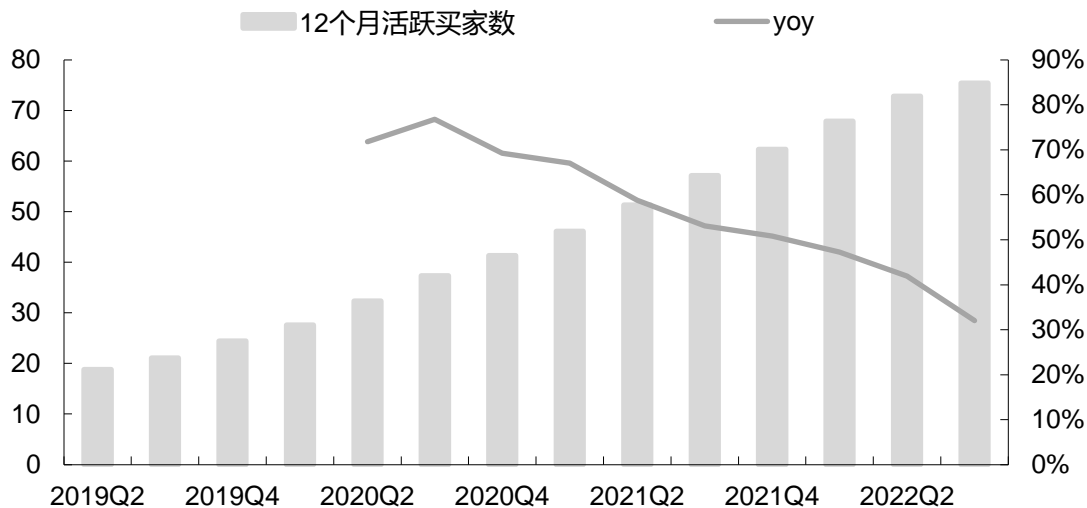


4.2.2即时零售：短期玩家共享红利，长看供给与效率

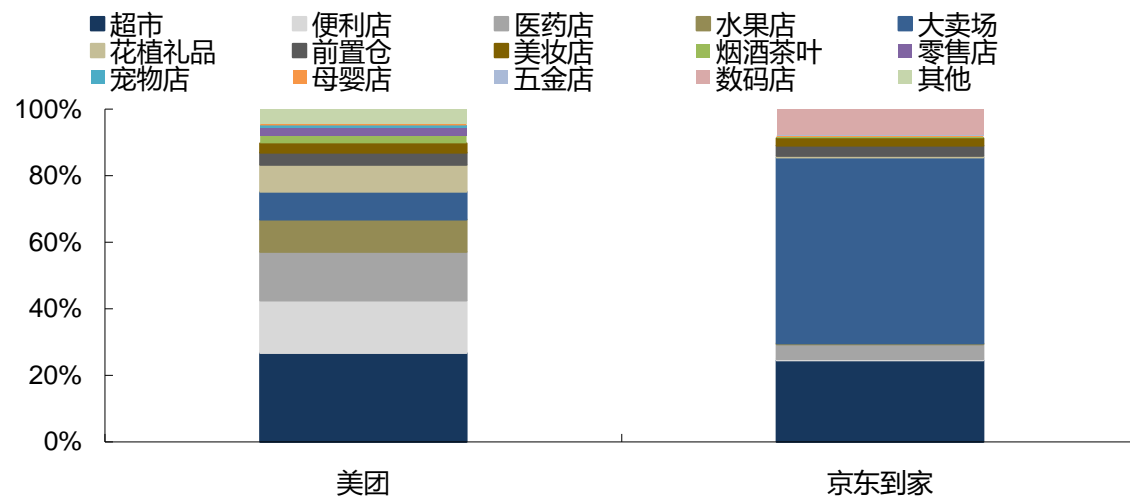
- 竞争格局展望：**
(1) 流量阶段：看谁能解决流量问题，考验平台引流能力与用户心智。用户心智优势使闪购可有效转化美团用户（2021闪购/美团用户=41%VS京东到家/京东用户=11%），对应更低获客成本。但两个平台定位不同，有望共享行业红利。
 (2) 留量阶段：看谁能更高效解决供给问题，考验平台供给延展性和盈利效率。闪购的供给延展性更优。考虑因素包括头部商超强调自主性趋势、扩大供给与成交效率的平衡、能力匹配度等。美团流量来源多元化亦是对商户的重要激励。受益于外卖业务正外部性，我们预计效率更高的闪购有望先实现运营口径盈亏平衡。
- 投资建议：**即时零售行业正处于成长阶段，我们看好美团闪购和京东到家作为头部平台享受增长红利，共同做大蛋糕（我们预计25年闪购/京东到家GMV 4380/1401亿元，市占率62%/20%）。同时，我们也看好第三方配送龙头顺丰同城通过错位竞争实现增长。重点推荐美团-w，维持推荐达达集团和顺丰同城。

- 风险提示：**宏观经济波动风险，行业发展不及预期，竞争风险

京东到家12个月活跃买家数仍在高速增长（百万人）



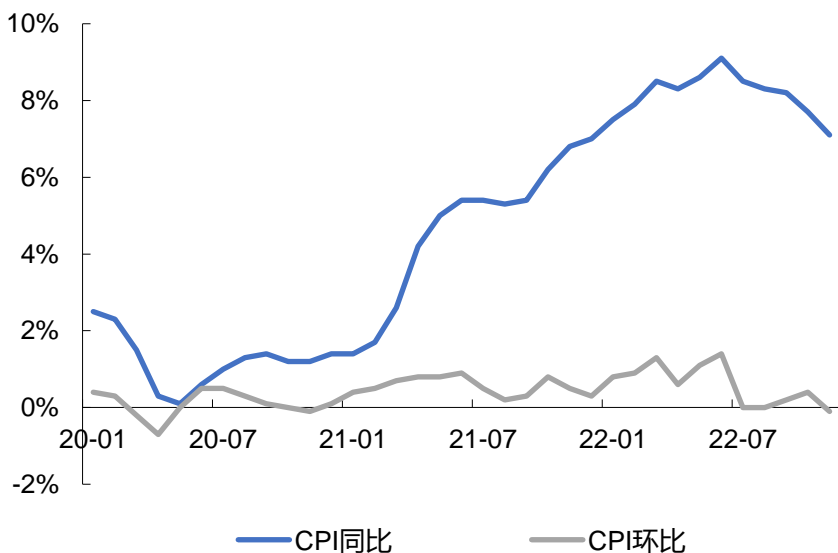
2022Q1不同零售业态店铺营收占比对比：京东到家以大卖场/超市为主，美团闪购业态更加多元化



4.3.1 电商出海：海外迎来机遇，政策支持加大

- **对于国内电商平台而言，当前海外市场，尤其是北美地区，存在较大的发展机遇。**2021年以来美国通胀率逐渐攀高，高性价比商品需求提升，而美国电商市场低价格带相对空缺，中国供应链低成本优势进一步凸显。同时海外平台为渡过22年的困难而收缩人力和投入（22年10月以来亚马逊裁员和提价，集团开支缩减；shopee裁员潮等），为国内企业出海扩张，抢夺份额提供窗口期。
- **22年以来政策支持力度加大，23年为恢复经济，政策红利有望延续：**《“十四五”电子商务发展规划》中，我国跨境电子商务进出口规模2025年目标达到2.5万亿。2022年以来，政府对跨境电商的发展更加重视，各部门出台一系列政策简化跨境贸易商零售退税流程，并支持海外退货中心仓与国内跨境电商试验区建设等。这些都为电商平台出海打造了有利的外部环境。

2020年以来美国CPI数据



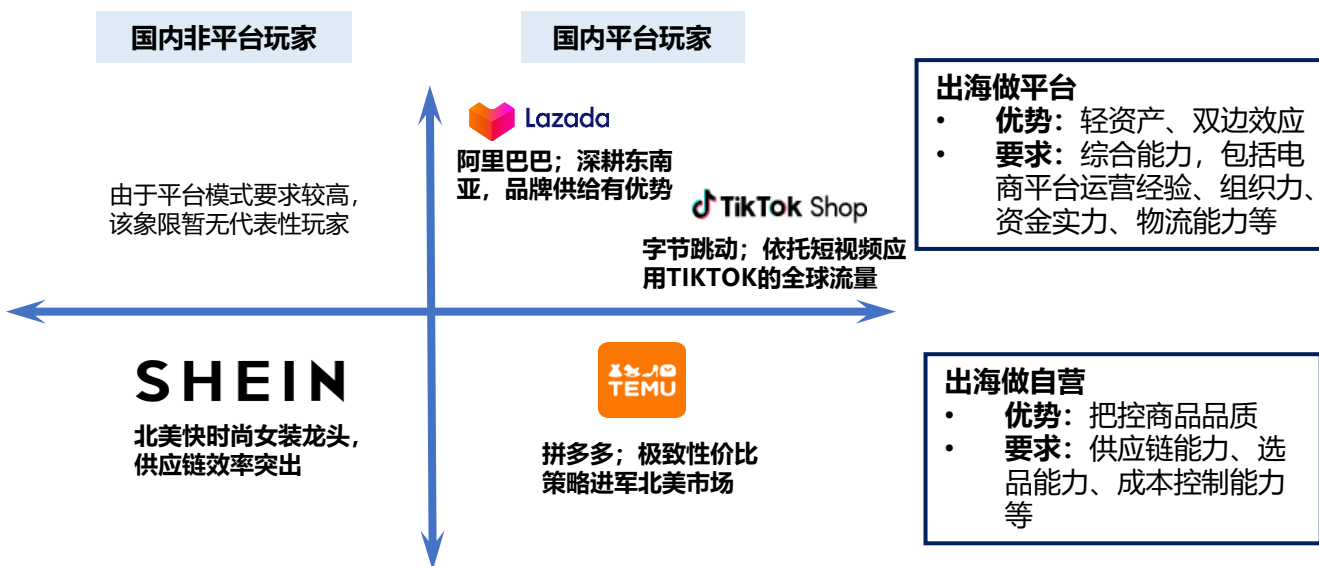
2022年来跨境电商重要支持政策汇总

时间	机构	名称	内容
2/18	发改委等	国家发展改革委等12部门关于印发促进工业经济平稳增长的若干政策的通知	鼓励金融机构 加大对传统外贸企业、跨境电商和物流企业等建设和使用海外仓的金融支持 。进一步畅通国际运输，加强对海运市场相关主体收费行为的监管。
4/20	商务部、海关总署、税务总局、外汇局等	税务总局等十部门关于进一步加大出口退税支持力度 促进外贸平稳发展的通知	支持跨境电商健康持续创新发展 。便利跨境电商进出口退换货管理。鼓励并支持符合条件的跨境电商出口企业积极适用出口退税政策。加快推动各地跨境电商综试区线上综合服务平台建设。
6/8	国务院	国务院政策例行吹风会	支持符合条件的跨境电商企业申报高新技术企业， 优化跨境电商出口海外仓的退税流程 。商务部牵头研究具体的支持举措鼓励多元主体来建设海外仓，要 支持企业优化海外仓的布局 ，完善全球的服务网络。
10/26	国务院	第十次全国深化“放管服”改革电视电话会议重点任务分工方案	重点提及支持企业到国际市场打拼，在公平竞争中实现互利共赢，并明确指出 在2022年底前再增设一批跨境电子商务综合试验区，加快出台更多支持海外仓发展的政策措施 。
11/14	国务院	国务院关于同意在廊坊等33个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区的批复	进一步 设置跨境电商综合试验区 ，将城市深度拓展到中西部

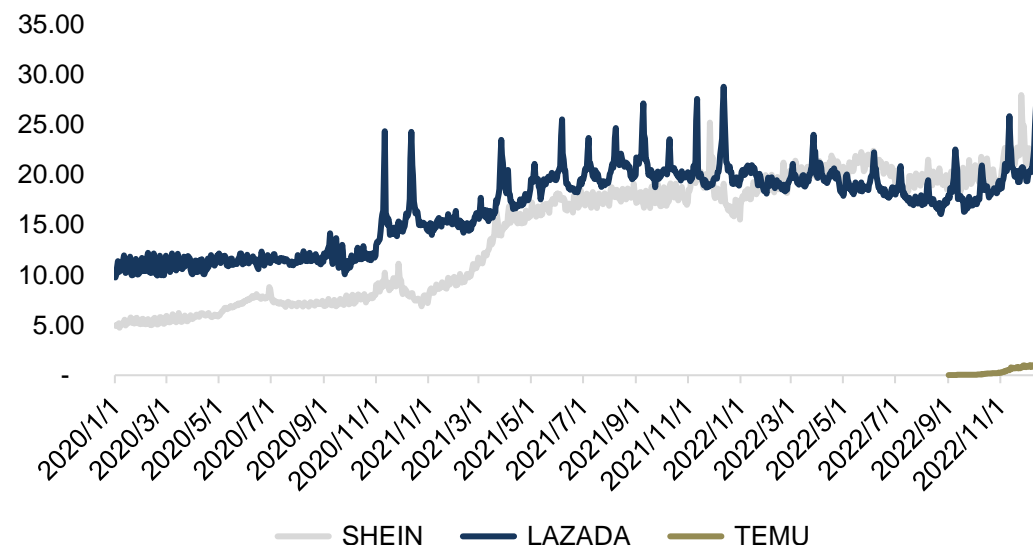
4.3.2 电商出海：巨头各显神通，期待23年表现

- 根据原先在国内是否为电商平台以及出海后开展的电商模式，当前国内出海电商的代表性玩家大致包括三类：平台玩家出海做平台业务（阿里巴巴的LAZADA、字节跳动的TIKTOKSHOP）；平台玩家出海做自营业务（拼多多的TEMU）；非平台玩家出海做自营业务（代表玩家SHEIN）。
- 国内电商高渗透、强竞争下发展出了拼多多、直播电商等有中国特色的电商形态，在“多快好省”几个维度不断升级，国内头部企业对如何在成熟电商市场中开展差异化竞争有可靠的实践经验，出海或可降维打击。
- 头部电商平台对出海业务的战略定位（如拼多多将TEMU作为重要战略项目）、人事安排（如拼多多抽调买菜业务员工到TEMU）、资金支持（如2022年以来阿里巴巴向Lazada注资已超16亿美元）等都体现其重视程度。依靠其已有的组织经验和国内供应链优势，23年出海玩家或将取得突破。
- 投资建议：重点推荐拼多多、阿里巴巴-SW、京东集团-SW和快手-W。
- 风险提示：宏观经济波动风险，行业发展不及预期，竞争风险

国内出海电商玩家四象限



SHEIN、lazada、TEMU DAU变化趋势 (百万人)



4.4.1 互联网医疗-医药电商：处方外流及效率赋能驱动线上化率提升

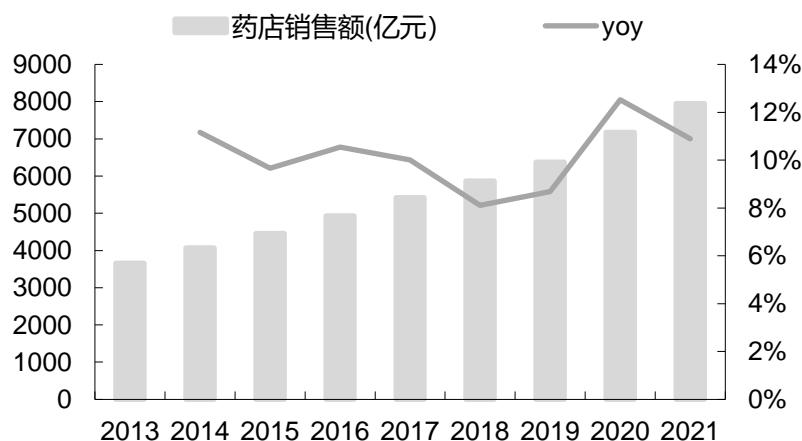
■ 处方外流趋势下，线上零售药店行业有望受益：

- **从医院流向零售渠道：**处方外流（即处方药在院外流通）成为近年来医药供给侧改革的重点，在处方外流趋势下，线下及线上零售药房规模有望显著受益。根据弗若斯特沙利文，预计中国门诊药品销售额中87.6%可以在院外流通，而该销售额中高达32.5%可以在在线分销，中国处方外流的市场潜力巨大。
- **处方药线上零售限制放开：**22年12月，《药品网络销售监督管理办法》（以下简称“新政”）正式实施，医疗电商售卖处方药将更具合规性，药品网售业态进一步完善，处方药市场线上化渗透率还将持续提升。

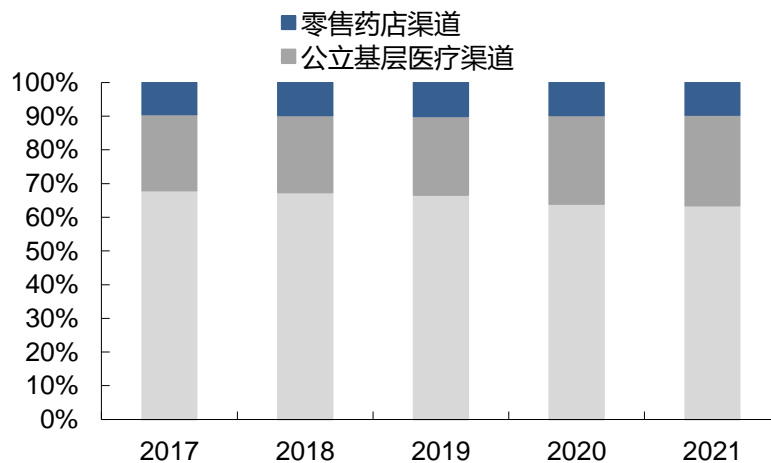
■ 互联网属性赋予医疗产品“多、省”的属性，我们预计在线零售药房的渗透率将持续提升：

- **多：**医药电商具备平台属性，聚合不同商家，提供多种类产品。2021年，京东健康平台上约5万商家提供健康产品。
- **省：**传统线下零售药房高度分散，削弱了其在定价谈判中的议价能力，且营运及采购成本高。对于医药电商来说，缩短供应链链条，降低运营成本均使得其价格相对更低。
- 自2017年至2021年，中国网上药店销售额占总体药店销售额比例已由8.1%提升至28.1%。未来，随着处方外流趋势下为线上零售渠道带来的增量，以及互联网电商对医疗产品“多+省”的赋能带来的渗透率提升，中国医药电商市场有望迎来高速增长。

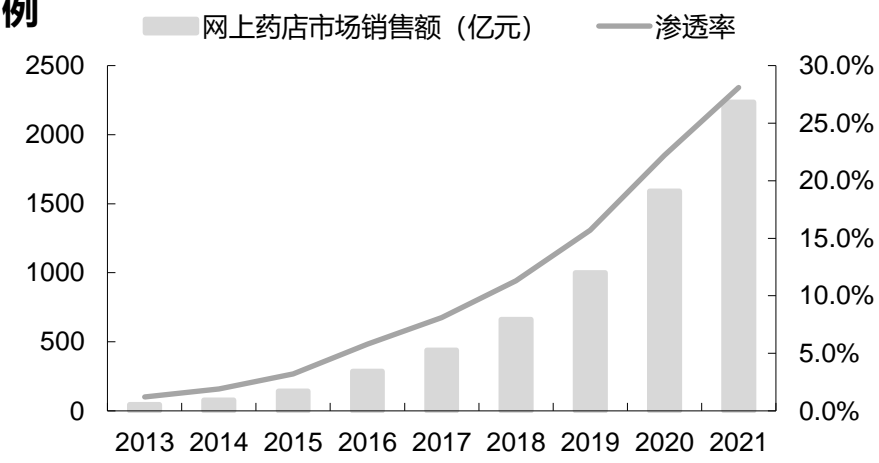
中国零售药店市场规模（亿元）



中国药品市场渠道占比



中国网上药店市场规模（亿元）及占零售药店市场比例



4.4.1 互联网医疗-医药电商：处方外流及效率赋能驱动线上化率提升

- **我们预计医药电商市场规模将从2021年的2234亿元增长至2025年的3945亿元。**我们将医药电商市场拆分为处方药市场、非处方药市场以及非药品市场：中国医药电商市场规模=中国零售药店处方药规模*线上化渗透率+中国零售药店非处方药规模*线上化渗透率+中国零售药店非药品市场规模*线上化渗透率。
- **处方药市场：**1) 考虑到处方外流趋势，根据弗若斯特沙利文对中国医药市场2019-2024年7.5%的CAGR预测，我们预计中国零售药店处方药市场2021-2025年CAGR约10%。2) 基于网售处方药规范化趋势，预计处方药在线上渠道的渗透率将进一步提升，预计线上渗透率2025年将达到16%。
- **非处方药市场：**1) 考虑到人口老龄化趋势，根据弗若斯特沙利文对中国医药市场2019-2024年7.5%的CAGR预测，我们预计中国零售药店非处方药市场2021-2025年CAGR约5%。2) 我们预计非处方药线上化渗透率2025年将达13.5%。
- **非药品市场：**医药电商切入保健品及医药器械市场较早，具有更高的线上化渗透率，我们预计药店非药品市场2021-2025年CAGR约为10%，2025年线上化渗透率将达64%。

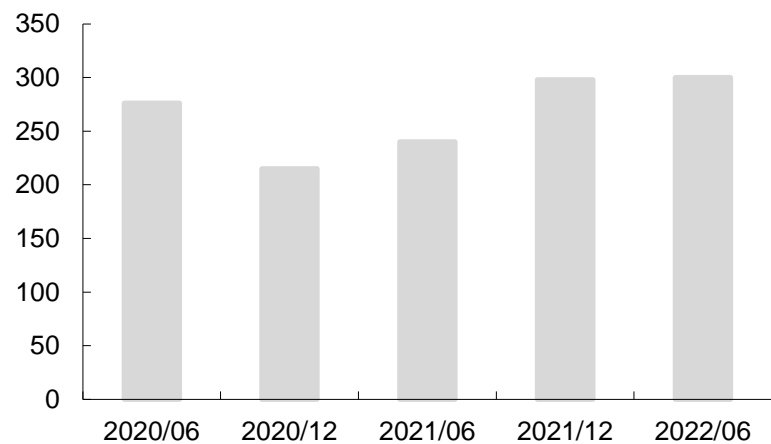
医药电商市场规模测算 (亿元)

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
药店药品销售额		4198	4331	4769	5192	5603	5994	6415
	Yoy	7.1%	3.2%	10.1%	8.9%	7.9%	7.0%	7.0%
药店处方药销售额		2263	2434	2728	3028	3331	3631	3958
	Yoy	10.1%	7.6%	12.1%	11.0%	10.0%	9.0%	9.0%
	线上渗透率	0.2%	4.2%	7.9%	11.0%	13.0%	15.0%	16.0%
网上药店处方药销售额		4	103	216	333	433	545	633
药店非处方药销售额		1935	1897	2041	2164	2272	2363	2457
	Yoy	3.7%	-2.0%	7.6%	6.0%	5.0%	4.0%	4.0%
	线上渗透率	6.9%	7.4%	7.4%	9.0%	10.5%	12.0%	13.5%
网上药店非处方药销售额		134	140	152	195	239	284	332
药店非药品销售额		2173	2838	3181	3499	3849	4233	4657
	Yoy	11.9%	30.6%	12.1%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	线上化渗透率	39.7%	47.5%	58.7%	60.0%	61.5%	63.0%	64.0%
网上药店非药品销售额		862	1349	1866	2099	2367	2667	2980
网上药店销售额		1000	1592	2234	2627	3038	3495	3945

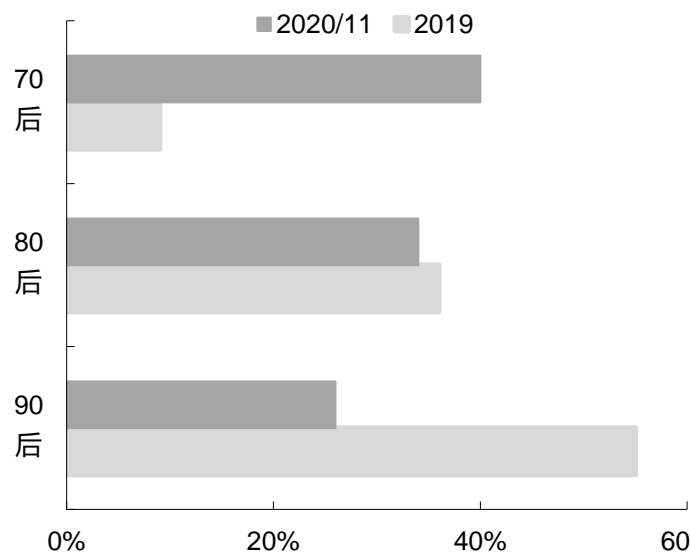
4.4.2 互联网医疗-在线诊疗：疫后用户渗透率明显提升，结构性改善是核心驱动

- **2022年在线医疗用户规模接近3亿人。**疫情将诊疗线上化的市场教育时间缩短了5-10年（京东健康CEO辛利军）。2020/06、2021/12及2022/06等疫情形势严峻时期，在线医疗用户规模明显提升。
- 我们认为短期国内疫情常态化之后，在线问诊又将迎来一波用户渗透率的明显提升；长期来看，我们预计随着下沉市场经济发展、人们对在线问诊便利性认知的提升以及在线问诊服务优化，整体渗透率还有提升空间。

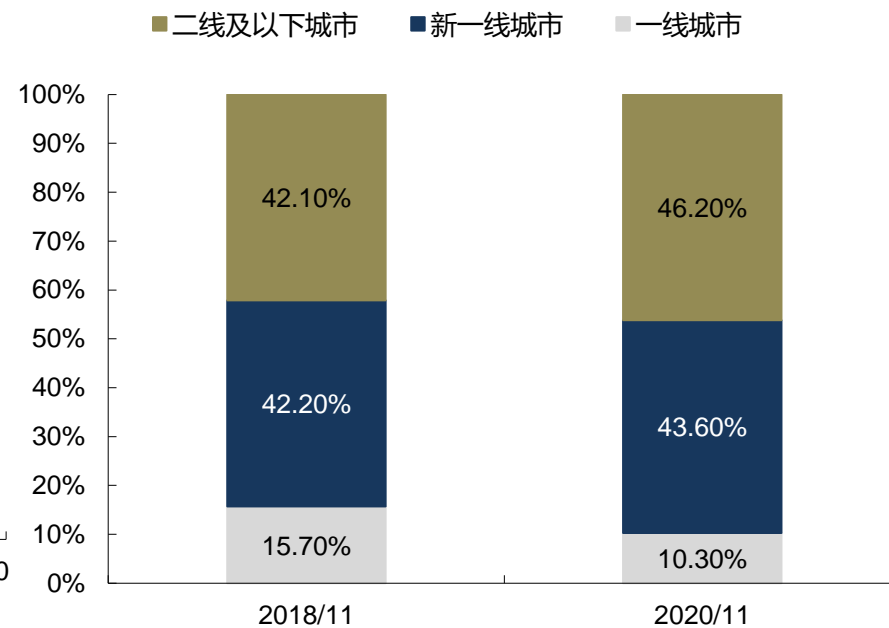
在线医疗用户规模（百万人）



互联网医疗用户年龄分布



互联网医疗用户城市等级分布



4.4.2 互联网医疗-在线诊疗：量升为主

■ 我们预计在线诊疗市场规模将从2021年的280亿元增长至2025年的1164亿元。

- 在线诊疗人次：根据平安好医生，2020年互联网诊疗人次同比增长67%，其预计2025年约为2020年的3.6倍，我们假设2025年增速为25%。
 - 具体驱动因素：高年龄段、低线城市渗透率进一步提升；单客户问诊习惯养成，提高复购次数
- 单次咨询花费：2019年我们测算得17元，2020年和2022年由于疫情原因增速提升明显，23年往后我们预计增速逐渐放缓，25年达37元。

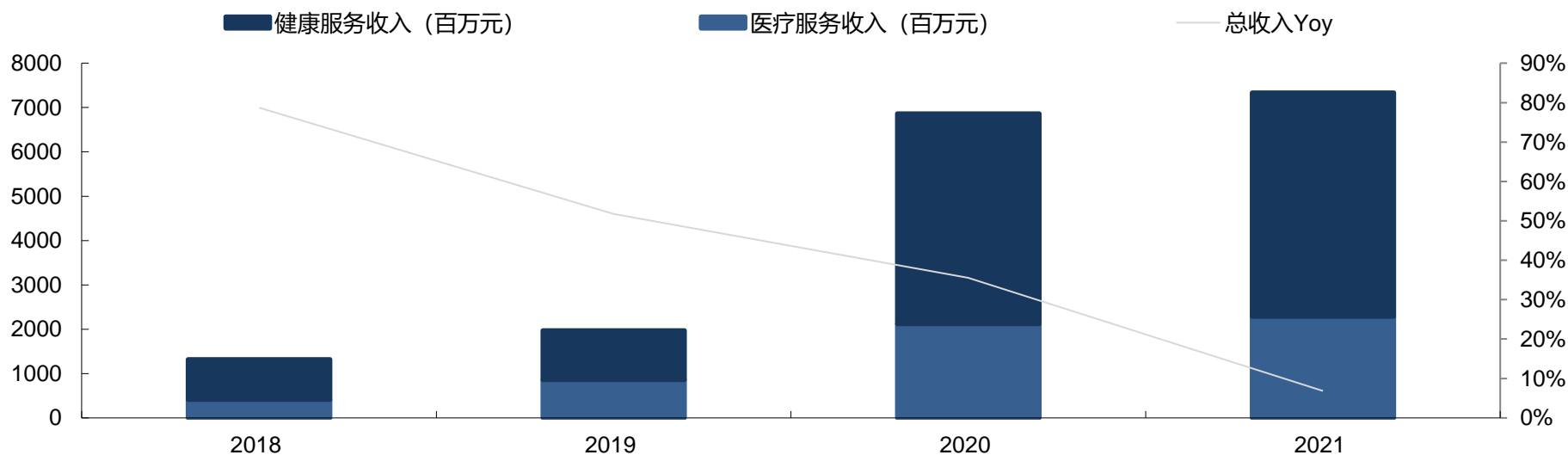
在线诊疗市场规模测算（亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
线下咨询量（百万人次）	7,699	7,932	8,183	8,308	8,720	7,741	8,472	8,726	8,988	9,258	9,535
Yoy		3.0%	3.2%	1.5%	5.0%	-11.2%	9.4%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
线上咨询渗透率	1.2%	1.9%	2.7%	3.8%	6.0%	11.3%	13.9%	17.7%	22.0%	26.9%	32.7%
在线咨询量（百万人次）	92	151	221	316	523	874	1,180	1,545	1,978	2,492	3,115
Yoy		63.1%	46.6%	42.9%	65.7%	67.0%	35.0%	31.0%	28.0%	26.0%	25.0%
单次咨询花费（元）	10.8	13.3	13.6	15.8	17.2	20.6	23.7	27.5	31.2	34.7	37.4
Yoy		22.6%	2.3%	16.6%	8.6%	20.0%	14.8%	16.0%	13.4%	11.2%	7.8%
在线诊疗市场规模（亿元）	10.0	20.0	30.0	50.0	90.0	180.4	279.5	424.8	616.5	863.9	1,164.1
yoy		100.0%	50.0%	66.7%	80.0%	100.4%	55.0%	52.0%	45.2%	40.1%	34.8%

4.4.3 平安好医生：在线问诊龙头，看好B端客户转化率提升

- **业务简介：**医疗服务（2021年收入23亿元，占比31%）+健康服务（2021年收入50亿元，占比69%）。
- **核心竞争力：**背靠平安集团，I端和B端资源客户，可通过集团连带销售在线医疗服务。按月活跃用户量和日均问诊量计，是中国领先的在线医疗健康服务平台。截至2022中报，公司合作医院超 3000 家，三级医院占比近 85%，累计签约 1500 位名医，7 个专病中心，以专科医生为支撑，提供全流程在线医疗服务。目前累计有来自 20 个科室近 4.9万名内外部医生团队及健身教练、营养师和心理咨询师，五星好评率维持在 98%以上。随着公司战略2.0深化（支付方HMO+家庭医生会员制+供应方O2O模式），对平安集团B端客户转化效率提升，我们预计公司医疗服务和健康服务还有较大增长动力。
- **风险提示：**政策监管风险、行业发展不及预期

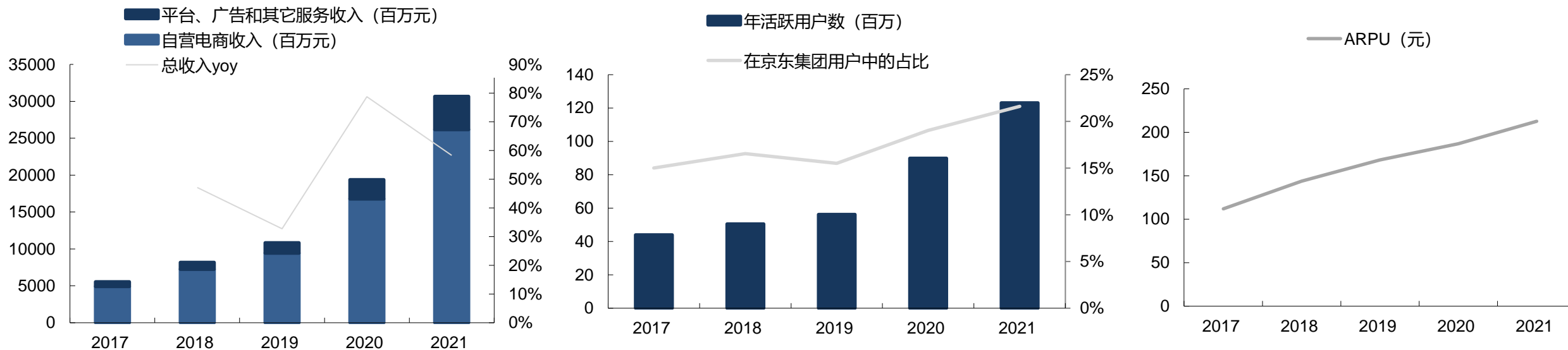
平安好医生收入结构



4.4.4 京东健康：强于供应链，自营模式优势有望凸显

- **主要业务：**医药电商自营（京东大药房，2021年收入262 亿元，占比85%）+平台、广告和其他服务收入（2021年收入45亿元，占比15%）。
- **核心竞争力：**背靠京东集团，物流基础设施上优势明显，在电商模式上也呈现于京东集团相似特征，自营GMV占比高于平台型业务。截至2021年，自营业务已设立19 个药品仓库和超过400个非药品仓库，自营冷链能力覆盖全国 200 余城市，80%的自营药品订单实现次日达。公司也可以利用供应链优势给小药店和公立医院供货。得益于履约优势和重运营模式，公司活跃用户数量和ARPU值均呈现逐年提升趋势，用户粘性较好。
- **风险提示：**政策监管风险、行业发展不及预期

京东健康运营指标



4.4.5 阿里健康：强于流量和生态，期待协同增强

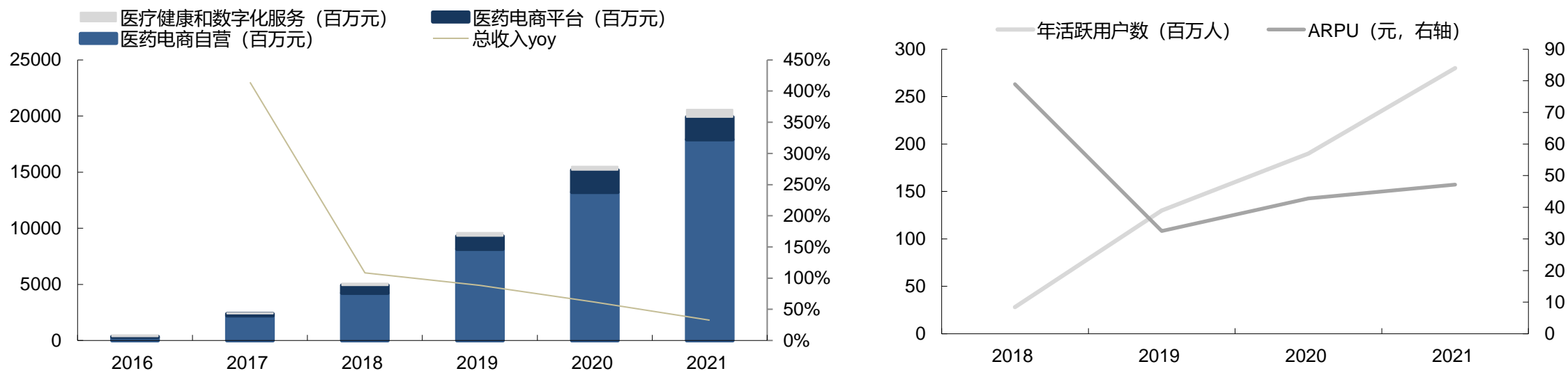
■ **业务简介：**包括医药电商自营（阿里健康大药房、阿里健康海外旗舰店，2022财年收入179亿元，占比87%）+医药电商平台（2022财年收入20亿元，占比10%）+医疗健康和数字化服务（2022财年收入6.7亿元，占比3%）。

■ **核心竞争力：**

- **背靠阿里，有多个流量入口**（阿里零售8.1亿VS京东5.7亿）**和丰富商家资源**，也因此总体偏轻资产运营。截至FY21末，天猫医药平台已为超过2.3万家商户提供服务，同比增长8000家。
- **在追溯业务、智慧医疗、医保电子凭证等辅助性业务上市场地位领先，有利于赋能主业。**

• **风险提示：**政策监管风险、行业发展不及预期

阿里健康运营指标（财年口径）



5、成长赛道-元宇宙：核心构成的五大猜想

5.1 各地政府加大元宇宙领域支持力度

- 1、南昌世界VR大会改名为VR暨元宇宙大会，内涵不断丰满，地方政府重视度依然很高；
- 2、截至2022年11月，全国已有北京、上海、重庆以及河南、浙江、山东、江西等共计9个省级地区出台元宇宙相关政策。

省/直辖市	出台日期	政策名称	政策摘要
北京	2022/8/3	北京市促进数字人产业创新发展行动计划(2022-2025年)	到2025年，我市数字人产业规模突破500亿元。培育1-2家营收超50亿元的头部数字人企业、10家营收超10亿元的重点数字人企业。
北京	2022/11/25	北京市数字经济促进条例	推进传统基础设施的数字化改造，推动新型城市基础设施建设，并将数字基础设施建设纳入国民经济和社会发展规划、国土空间规划。
上海	2022/7/15	上海市数字经济发展“十四五”规划	围绕数字新产业、数据新要素、数字新基建、智能新终端等重点领域，加快进行数字经济发展布局。
上海	2022/7/8	上海市培育“元宇宙”新赛道行动方案(2022-2025年)	目标到2025年，“元宇宙”相关产业规模达到3500亿元，带动全市软件和信息服务业规模超过15000亿元、电子信息制造业规模突破5500亿元。
湖北省	2022/9/30	2022首届元宇宙产业峰会暨湖北省元宇宙产业联盟成立仪式	举行了元宇宙产业创新基地（产业孵化器）揭牌仪式、湖北元宇宙产业联盟成立仪式、元宇宙产业研究院筹备启动仪式和招商项目签约仪式
河南省	2022/9/21	河南省元宇宙产业发展行动计划(2022-2025年)	到2025年建成1个元宇宙核心园区、3—5个特色园区，培育10家具有核心竞争力的元宇宙骨干企业、200家细分领域“专精特新”企业、500家创新型中小企业；在工业制造、文化旅游等领域打造100个元宇宙示范应用场景，“元宇宙+”不断拓展，元宇宙产业发展生态加速培育。
浙江省	2022/1/5	关于浙江省未来产业先导区建设的指导意见	元宇宙与人工智能、区块链、第三代半导体并列，是浙江到2023年重点未来产业先导区的布局领域之一；浙江将加快在脑机协作、虚拟现实、区块链等领域搭建开放创新平台，促进产业技术赋能和集成创新。
山东省	2022/3/24	山东省推动虚拟现实产业高质量发展三年行动计划(2022-2024年)	打造国内一流、具有国际竞争力的千亿级虚拟现实产业高地
江西省	2022/5/25	江西省“十四五”数字经济发展规划	依托南昌VR、电子信息等产业基础和优势，在九龙湖区域建设“元宇宙”试验区
黑龙江省	2022/3/28	黑龙江省“十四五”数字经济发展规划	推进元宇宙核心技术与主要应用领域关键技术研发应用，支持围绕近眼显示、实时交互、巨量通信、边缘计算、3D建模与渲染、图像引擎等开展研发创新，构建元宇宙技术体系
安徽省	2022/3/29	安徽省“十四五”软件和信息服务业发展规划	将元宇宙列为新兴业态创新工程之一。支持企业开展虚拟现实、增强现实、3D引擎、物联网等技术创新，引导企业积极布局元宇宙新兴业态，开展元宇宙平台建设，加速数字技术融合赋能实体经济。

5.2 虚拟资产有望重新得到关注，中国香港迎来发展机遇

1、美国加息步入尾期，流动性有望得到边际改善，加密货币将有望重新得到关注。

2、中国香港地区发布虚拟资产宣言后当天的Fintech Week上，香港金管局（HKMA）相关官员发表了演讲并回应了相关提问：

(1) 对DEFI业务开放。中国香港地区将加紧筹备新发牌制度，全球各大去中心化交易所、NFT交易所都可申请牌照。在新制度下，虚拟资产交易所须遵守打击洗钱及恐怖分子资金筹集和保护投资者方面的规定。发牌制度可为交易所在香港开拓新的分销渠道。

(2) 许可发行代币及NFT，政府也在探索更多Web3的应用场景。政府和监管部门会开展一系列的试验项目，包括为2022年香港金融科技周发行NFT用作参加者的出席证明，港元稳定币，供机构投资者认购的绿色债券代币等。香港还会推出认股权证等结构性产品。HKMA的官员在现场的演讲中也提到了房地产，艺术品等实物资产碎片化的探索可能。

(3) 香港将开设专门的人才对接部门，吸引全球金融科技人才。同时，香港也将设立40亿美元科技基金支持fintech发展。一方面会希望引入国际人才，一方面也鼓励本地传统行业的人才学习Web3。

(4) 更多虚拟资产及代币将向公众开放。虚拟资产为标的的ETF向散户开放，最开始底层标的会是BTC和ETH期货；证券类代币的监管需要与传统金融资产的监管类似。

- ◆ 交易所：牌照申请门槛高，需获香港证监会第1类和第7类牌照
- ◆ 绿色债券代币化带来新机遇，年底前尝试以代币化方式发行
- ◆ 交易所交易基金（ETF）受资产管理公司青睐，后续值得关注
- ◆ 借贷与抵押普遍面临更为严格的监管
- ◆ 虚拟资产管理尚未成熟，增长市场仍处蓝海（需要第9类牌照及额外要求）

5.2 虚拟资产有望重新得到关注，中国香港迎来发展机遇

- **新加坡发展数字资产的重点是：**分布式账本技术的创新，提高跨境支付及结算贸易融资、和资本市场等市场活动的效率。2022年9月，新加坡副总理兼财政部长兼新加坡金融管理局（MAS）副主席黄循财发布了《金融服务业转型路线图（ITM）2025》，ITM包括五项主要策略：增强资产类别优势；实现金融基础设施数字化；推动亚洲实现净零碳转型；塑造金融网络的未来；培养一支熟练、适应力强的劳动力队伍。对于积极塑造金融网络方面，**MAS认为代币化和分布式账本技术等创新具有巨大的潜力**，可以减少对中央方或中介机构的依赖。因此，未来很可能会涉及更灵活的跨境数字金融网络和去中心化的流动性池，从而实现更便宜、更快和更安全的支付和交易。
- **新加坡政府计划推出一系列措施，包括：**为虚拟资产服务提供者设立发牌制度；考虑监管用作支付用途的稳定币；以及向传统金融机构提供有关向客户提供虚拟资产相关服务的指引。
- **除了MAS及新加坡交易所，新加坡数字资产的其他主要市场参与主体包括**银行（以星展银行为代表）、金融科技企业、大型投资公司（以淡马锡为代表）等。

新加坡监管政策

监管	支付服务方面	资本市场方面
主要规定	《支付服务法》	《证券与期货法》
监管范围	提供具备支付功能的虚拟资产（DPT）的交易、转让、托管钱包、交易所等相关服务	虚拟资产构成资本市场产品：证券（包括股权、债权、商业信托权益等）、衍生品合约（包括证券的衍生品）、集体投资计划的权益等； 从事资本市场产品服务：交易、基金管理、为资金募集提供建议、为认购、购买或持续持有资本市场产品提供债务融资、为资本市场产品提供托管服务等
无需牌照或批准的情况	发行非货币性代币（不能退回给发行人、不能转让或出售）	豁免情形：包括私募配售、小额发行、向机构投资者或合格投资者发行等

5.3 XR交互：苹果产品值得期待，B端AR应用或优先落地

- **Apple第一代MR眼镜有望2023年面市。** 苹果计划最早在明年推出XR设备，同时推出专用操作系统和第三方软件应用商店，我们预计定价较高，第一个版本主要面向专业用户和开发者。苹果深MR/AR产业多年，我们预计23年下半年首先推出MR眼镜产品，可视作VR的交互升级形态，搭载M系列自研芯片、硅基OLED显示屏及12+颗摄像头，同时主打轻薄化。
- 海外在B端AR落地比较多，疫情也催化了远程办公和AR。

主流VR品牌近两年出货量预期

	Meta	Sony	Pico	苹果	其他	总计
2022	800w Quest2 80w Quest pro	10w PS VR 80w PS VR 2	80w+ NEO 3 50w 4/4 pro	-	50w+ 创维、华为、 爱奇艺等	1200w
2023	350w Quest 2 120w Quest pro 650w Quest 3	300w+ PS VR 2	250w 4/4 pro	100w+ MR	100w+ 创维、小米、 谷歌等	2000w

AR在工业领域的应用



5.4 AIGC：模型开源化和中文化推高C端图文创作热度

AIGC并非新鲜事物，此前已经被探讨过很久，例如微软小冰等人工智能作诗、写作、创作歌曲的产品，但始终没有出现大规模普及的标准化to C产品。

为什么2022年AIGC又开始集中爆发，科技巨头争相布局？驱动力主要在于大模型的不断完善以及开源模式降低开发门槛。

2022年上半年，OpenAI、Google、Microsoft均发布文生图大模型，视觉创作持续火热。2022年9月以来，继AI生产文字、图片之后，硅谷科技巨头Meta、谷歌相继发布AI生成视频模型Make-A-Video和Imagen Video、Phenaki。11月2日，谷歌首次开放了自家文本图像模型Imagen的测试。11月3日，阿里达摩院牵头推出魔搭社区 ModelScope。社区首批上架超 300 个模型，其中中文模型超过 100 个，覆盖了视觉、语音、自然语言处理、多模态等 AI 主要领域，覆盖主流任务超过 60 个，均全面开源并开放使用。

关键事件一：Stable Diffusion模型开源

- **事件：**2022年8月，StabilityAI开放了Stable Diffusion模型
- **痛点：**此前生成内容一直被视为AI领域中最具有挑战性的能力
- **影响：**Stable Diffusion模型能够在消费级显卡上实现DALL-E 2级别的图像生成，生成效率却提高了30倍，而且免费开放，催生了众多AI绘画应用。
- Stable Diffusion开放的不仅仅是程序，还有其已经训练好的模型，这意味着后继创业者能更好的借助这一开源工具，挖掘出更丰富的内容生态。Stable Diffusion的开源，为更广泛的C端用户普及起到至关重要的作用。

关键事件二：太乙Stable Diffusion中文模型开源

- **事件：**2022年11月，IDEA研究院开源了第一个中文版本的stable diffusion模型“太乙Stable Diffusion”。太乙模型属于封神榜预训练模型开源体系，目前已经开源 80 个模型，覆盖 AIGC、自然语言理解、受控文本生成等多个领域，成为中文最大的预训练模型开源体系。
- **痛点：**此前国内团队大多基于翻译API+英文Stable Diffusion模型进行开发。中英文之间的文化差异导致模型很难根据中文给出正确匹配的图片。
- **影响：**中文世界真正拥有了具备中国文化内核的AIGC模型。

DALL-E 2

Stable Diffusion

开源性

代码和数据非公开

完全开源的代码和数据

训练集

根据数百万张未公开的图像库和现有的 GPT-3 参数进行训练

在LAION-5B数据集上进行训练，该数据集拥有超过58.5亿张图像

合规性

存在官方定义的屏蔽词，从而避免道德问题

不存在屏蔽词，因而模型能够生成不合伦理的图像

底层技术

GPT-3

扩散技术

使用太乙stable diffusion创作的AI插图



关键词：长城，清晨，朦胧，唯美，插画



关键词：梦回江南，中国古代小镇，唯美

5.4 AIGC：文本生成已较为成熟，关注虚拟人和游戏领域商业化进展

目前AIGC生成正在完成从简单的降本增效(以生成金融/体育新闻为代表)向创造额外价值(以提供绘画创作素材为代表)转移，跨模态/多模态内容成为关键的发展节点。我们预计文本-图像-视频的跨模态生成将成为未来发展的重点，虚拟人生成和游戏AI预计将在未来三年内趋于商业化成熟。

技术类别	技术名称	功能	不成熟	基本成型	较成熟
文本生成	非交互式文本	结构化写作（如新闻播报，有较强的规律）			
		非结构化写作（剧情续写、营销文本等，需要一定的创意）			
	辅助性写作（推荐相关内容、帮助润色，不属于严格AIGC）				
	交互式文本	闲聊机器人（虚拟男/女友、心理咨询等）			
音频生成	语音克隆	语音克隆			
	文本生成特定语音 乐曲/歌曲生成	生成虚拟人歌声、播报等 包含作曲及编曲，在实际应用中常包含自动作词			
图像生成	图像编辑工具	去除水印、提高分辨率、特定滤镜等			
	图像自主生成	创意图像生成（随机或按照特定属性生成画作等） 功能性图像生成（根据要求生成营销海报、模特图、Logo等）			
视频生成	视频属性编辑	删除特定主体、生成特效、跟踪剪辑			
	视频自动剪辑	对特定片段进行检测及合成			
	视频部分剪辑	视频换脸等			
跨模态生成	文字生成图像	根据文学prompt生成创意图像			
	文字生成演示视频	拼接图片素材生成视频			
	文字生成创意视频	完全从头生成特定主题视频			
	图像/视频到文本	视觉问答系统、自动配字幕/标题等			
Game AI	AI Bot				
	NPC逻辑及剧情生成 数字资产生成				
虚拟人	虚拟人视频生成				
	虚拟人实时交互				

对于不成熟的技术

→ 关注底层技术进展

对于基本成型的技术

→ 关注1~2年内的规模化应用进展

对于较成熟的技术

→ 关注各产品的技术细节和用户规模

5.4 AIGC：预计GPT-4效果更优、成本更低，催化更多应用场景落地

生成式预训练模型GPT-4预计将于2022年12月至2023年2月发布。该模型属于Open AI公司的GPT-X系列（此前发布了GPT-1、GPT-2、GPT-3等模型）。

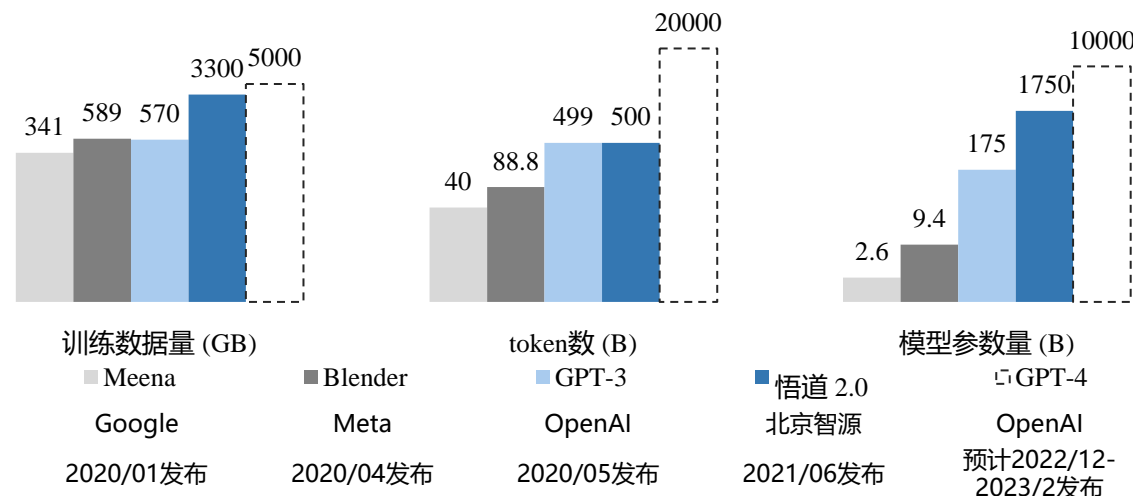
GPT-4相比于当前的文本模型有了大幅改进：

- 规模提升：训练数据量、token数、模型参数量均有所提升，从而优化模型性能；
- 图灵测试：此前一些AI模型仅部分能力通过图灵测试，而GPT-4有望完全通过图灵测试；
- 成本下降：通常模型训练成本随着模型规模提升而提升，但GPT-4的训练成本或显著低于GPT-3，控制在100万美元的范围内，从而降低AI技术的使用门槛。

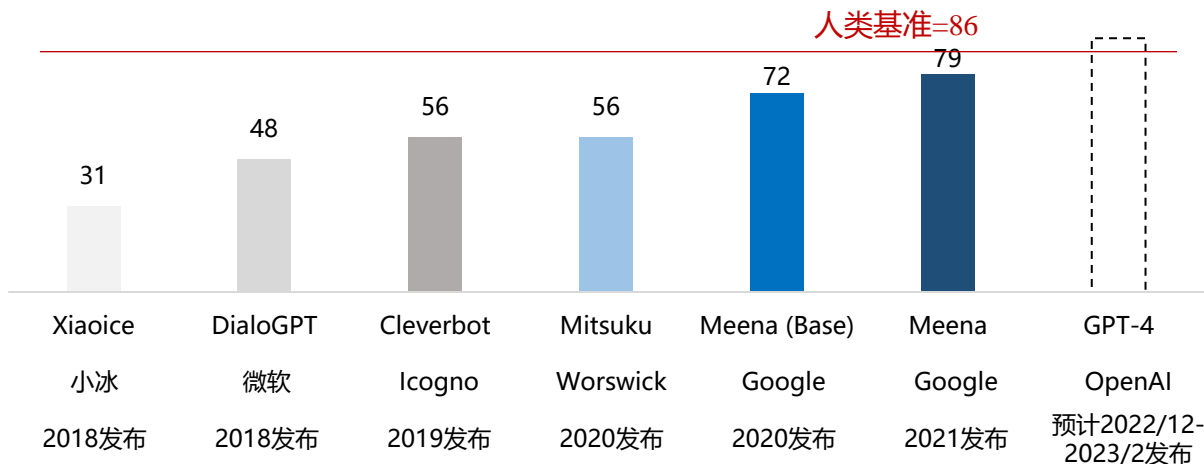
GPT-4的推出对商业应用的潜在影响：

- 1) 模型能够生成更有“温度”的文字，对应AI客服、AI心理咨询、营销文本等场景；
- 2) 模型能够生成更加“专业”的文字，对应金融、医学、新闻、工业等垂直行业应用。

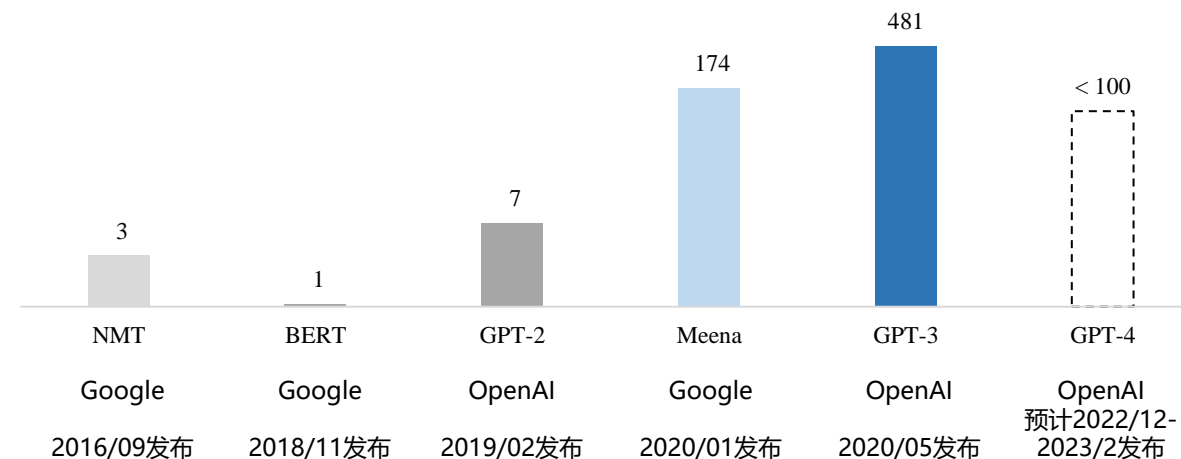
文本模型规模：GPT-4模型参数量或提升至10万亿级别



文本模型图灵测试：GPT-4或将完全通过测试，达到人类水平



文本模型训练成本（万美元）：总体呈上升趋势，但GPT-4相比GPT-3显著下降



5.4 AIGC：中国相比美国仍有差距，AIGC产业变现模式有待挖掘

对比中美AI产业，中国的优势主要在于人才储备和数据量方面，而总体而言与美国存在明显差距，主要体现在：1) 国内AI相关企业数量、融资规模以及算力指数低于美国；2) 国内互联网头部企业在AI专利、AI芯片方面弱于美国；3) AIGC方面，国内模型开发历史晚于美国、现有模型的参数量偏低，且国内AIGC产业的变现模式尚不清晰。

领域	细分领域	国内	美国
AI整体	AI相关人才规模（截至2022/4）	18万+，全球TOP1	美国16万+，全球TOP2
	2025年数据量	48.6ZB	30.6ZB
	累计企业数量（截至2022/4）	1200+	4100+
	累计融资规模（截至2022/4）	470亿元+	1600亿元+
	累计融资数量（截至2022/4）	1275	4171
	算力指数	70	77
	AMiner榜单top20 AI机构	上榜机构2家（阿里、清华大学）	15家 （Google排第一）
	2011-2021累计AI专利数top10机构	1家（华为）	5家 （高通、微软、英特尔、谷歌、IBM）
	拥有AI芯片的企业	数量较少 百度、阿里、腾讯、寒武纪	数量较多 谷歌、亚马逊、苹果、英伟达、英特尔、超威半导体、高通、三星、IBM、特斯拉
AIGC相关	文本生成模型	开源模型：清华大学 GLM（130B） 非开源模型：百度Ernie 3.0 Titan（280B）	开源模型：BigScience BLOOM（ 176B ） 非开源模型：Google PaLM（ 540B ）
	文本转图像	清华大学Cogview2（4B）	Stable Diffusion（ 5B ）
	AIGC热门赛道	布局最多的赛道：写作、语音合成 新兴赛道：虚拟人	布局最多的赛道：个性化文本生成、合成数据
	AIGC变现模式	尚未建立起明确的变现方式 C端：大部分写作机器人、自动配音产品仍处在免费试用引流阶段，收费空间相对较小 B端：服务B端客户时话语权较弱	已获得了明确业务价值和收入验证 已有较为成熟的变现方式，包括（1）按产出内容量收费，（2）按数据计算量收费，（3）软件按月订阅，（4）按照具体属性收费

5.4 AIGC：国内已有多家公司布局AIGC，覆盖文/音/图/视频等领域

代码	公司	AI生成文字	AI生成声音	AI生成图像	AI生成视频	AI生成虚拟人	AI生成游戏	AI多模态
300624	万兴科技			万兴AI绘画		√		
200264	中文在线	√		√				
300418	昆仑万维		Music X lab					
002230	科大讯飞		√			√		
300058	蓝色光标	销博特营销数据平台			蓝标分身 商汤智影	分身有数		
0020.HK	商汤科技						DI-star 绝悟AI	
0700.HK	腾讯	Dreamwriter						
9999.HK	网易		有灵, 网易天音			伏羲		
1357.HK	美图秀秀			美图AI开放平台	美图影像研究院			
BABA.US	阿里	DT稿王		鹿班		塔玑		阿里M6-10T
BIDU.US	百度	AI助理	AI助理	文心一格	Vidpress	曦灵		ERNIE-ViLG
未上市	思必驰		√					
未上市	字节	Xiaomingbot	Jukedeck, 剪映 智能创作语音SAMI		剪映	火山引擎		
未上市	Rct AI						混沌球	
未上市	影谱科技				视频自动剪辑	√		
未上市	倒映有声		√			一视同人 小冰		
MFST.US	微软	Megatron Turing NLG		小冰框架	GODIVA			微软&北大 (女娲)
GOOG.US	Google	AV-HuBERT, PaLM	Magenta	Imagen, Parti, NeRF, NeRV	Imagen Video, Phenaki			
META.US	Meta	Meta&哥大 (VX2Text)		Make a Scene	Make A Video			Gato , Data2vec
NVDA.US	NVIDIA	Megatron Turing NLG			GauGAN、GauGAN2			PoE-GAN
ADBE.US	Adobe			InsetGAN Sensei				
未上市	Open AI	GPT-3		GLIDE, DALL E, DALL E 2				CLIP
未上市	Stability AI			Stable Diffusion				
其他公司 (产品)		聆心智能 写作猫 写作狐 Latitude.io	灵动音科技 Readspeaker DeepZen Sonantic AIVA, IBM	盗梦师 智源 (悟道文澜) 数字力场 Discord (MidJourney)	帝视科技 央视网 (AI编辑部) IBM (Watson) Runway ML Wisecut, Kaleido	拓尔思 搜狗 数字力场 数字王国 相芯科技	超参数	中科院 (紫东太初)

资料来源：各公司公告，界面新闻，新浪新闻，商汤官网，机器之心，量子位，网易伏羲，互动易，美图AI开放平台，中国科学网，果壳硬科技，微软，超参数科技，电商在线，百度智能云，Google，Broadhurst Digital，Meta AI，MSN，NVIDIA，the decoder，Adobe，东吴证券研究所

5.5 通信及算力成为最确定的边际提升方向

- 当前元宇宙面临算力、网络以及数据的三重挑战，面对挑战运营商纷纷加码数字基建，借助自身广泛覆盖的5G及千兆网络优势，在B端，为企业提供高速率、低延迟、安全且广泛覆盖的网络，以及高效安全大数据存储与计算能力；在C端，运营商针对游戏、社交、电商等元宇宙领域，打造“VR+”个性化产品及内容：
 - **中国电信**：推出“云改数转”工程，旨在以5G+XR为技术底座，打造元宇宙能力生态平台，推动云网融合3.0持续落地；推出“盘古计划2.0”，连接用户+场景+终端+网络，打造融媒体云新型基础设施平台；落实东数西算战略，形成“2+4+31+X+O”的云和大数据中心布局，建设梯次分布、云边协同的算力基础设施；打造5G SA共建共享网络，覆盖城市300+，建设5G基站50万+。
 - **中国移动**：2021年发布了元宇宙MIGU演进路线图，以5G算力网络为引擎，借助VR、AR等设备，推出5G+4K+XR等技术手段实现元宇宙应用；目前已累计开通5G基站超110万站，加上与广电的5G 700MHz共建共享，在5G覆盖方面更有优势。
 - **中国联通**：以虚拟偶像的孵化和轻量化元宇宙社区平台为起点，落地5G·AI未来影像创作中心，AI数字孪生虚拟人创作平台还提供虚拟角色定制和数字驱动引擎。

中国电信“2+4+31+X+O”布局

2	4	31	X	O
---	---	----	---	---

在京津冀、长三角、粤港澳大湾区、川渝4个重点区域部署区域节点

每个省都有一个节点，部署于离用户最近的接入层面

广泛分布的边缘节点

海外节点

中国移动MIGU演进路线图



5.6 相关标的

- 1、风语筑：**1) 复工复产后项目持续推进，期待后续业绩恢复。2) 积极推进文化数字化及元宇宙应用落地，有望打开业绩增量空间。维持“买入”评级。
- 2、罗曼股份：**1) 疫情对景观照明业务带来的负面影响，2023年有望逐渐修复；2) 与HOLOVIS合资成立霍洛维兹，公司持股70%，已获得其22项专有技术的国内独家许可使用权；HoloVis研究领域涉及VR/AR/MR、3D引擎和仿真技术、艺术智能、电子电气工程、机器人技术、无人机驾驶、编码和软件开发等。
- 3、浙数文化：**1) 富春云科技加快推进数据中心建设与运营工作，浙江大数据交易中心平台累计会员数已达270家，相关产品已覆盖至金融科技、公共服务、医疗卫生、城市治理等多个应用场景；2) 边锋网络整体业务稳中有进，在保持游戏业务稳定增长的同时，积极布局社交等新赛道。
- 4、宝通科技：**1) 移动互联网业务将受益于版号发放常态化；2) 发力工业元宇宙，应用持续落地。维持“买入”评级。
- 5、创维数字：**1) 基本盘业务稳定增长；2) 抢先布局VR全生态链。
- 6、阜博集团：**1) 主业保持快速增长，海外及国内客户维持高留存和高增长；2) 布局数字资产领域，有望获益于行业增长。维持“买入”评级。
- 7、昆仑万维：**发力AIGC，技术储备及应用环节处于国内领先水平，维持“买入”评级。

风险提示：元宇宙行业整体发展处于较初期阶段，公司相关布局进展可能低于预期

6、风险提示

- **政策监管风险：**行业受到政策的影响较大，若出现超预期的政策变化，将对行业投资判断造成影响；
- **疫情影响超预期：**若疫情出现超预期的反复变化，将对行业造成影响；
- **宏观经济超预期下行风险：**尤其是广告营销行业受到宏观经济政策及增速的影响较大；
- **市场系统性风险等。**

6.2 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园