

传媒行业

行业 2021 年中期策略

维持评级

报告原因：定期报告

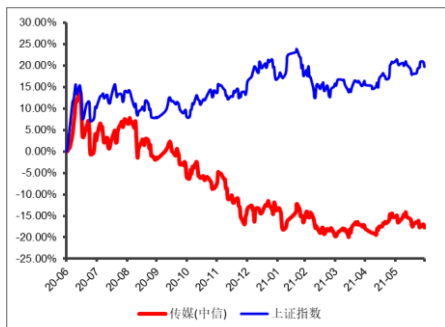
存量博弈，赛道内卷，内容为王

看好

2021 年 6 月 30 日

行业研究/深度报告

传媒板块近一年市场表现



报告要点：

➢ 一季度业绩改善明显，二级市场表现低迷。2021 年一季度传媒行业实现营业收入 989.24 亿元，同比 20Q1 增长 21.93%，同比 19Q1 增长 9.26%，实现归母净利润 106.19 亿元，同比 20Q1 增长 86.83%，同比 19Q1 减少 8.72%。各细分行业营业收入同比 20Q1 均实现正增长，影视、其他广告营销行业净利润大幅扭亏；对比 19Q1，其他广告营销、数字阅读、互联网影视音频及影视行业实现快速增长，游戏行业基本持平，其余细分行业同比归母净利润减少。2021 年传媒板块整体表现较为平淡，截至 6 月 28 日中信传媒总市值加权平均涨幅为 -4.67%，不及 2020 年板块同期涨幅 13.28% 的表现，主要是 2020 年上半年传媒板块中部分受益于疫情的线上经济细分板块如游戏、互联网营销、视频等表现带动，而今年同期缺乏相应的拉动行情的因素。

➢ 存量用户博弈加剧，关注留存与商业化变现。移动互联网月活用户规模增速放缓已较为明显，进而也会导致整个行业存量用户的博弈加剧。并且由于存量用户对线上生活的粘性增加，会使得移动互联网不同细分行业间的“内卷”更加明显，因此用户留存与商业化变现将成为行业竞争的核心关注点。用户代际迁移的形成后整体用户结构呈现稳定，年轻用户对移动互联网行业的发展和模式演变产生重要影响。

➢ 行业趋势研判：赛道“内卷”，内容为王的逻辑正在不断强化。

1) 游戏：在用户存量竞争时代中，新产品迭代加速，头部内容精品化和运营长线化趋势加强，制作方研发投入力度明显加大，一方面围绕产品赛道品类，在聚焦的基础上再尝试多元，形成矩阵化品类共同驱动成长，另一方面在题材玩法研发上更加关注融合性的创新以及在强化中后台技术搭建与注重新科技的探索方面持续进行研发投入。发行方面，年轻用户获取信息的方式与渠道转变，发行渠道选择将更看重适配性，优势 CP 的议价能力与获利空间有望提升。买量市场头部效应显现加速行业洗牌，用户转化为核心关注点，素材质感与创意的提升，品效合一的立体化营销均有助于买量效率提升。

2) 视频：随着多元媒介的崛起与广告投放的结构化变化，基于内容运营为核心的用户付费有望成为支撑平台收入的主要盈利模式。虽然在高渗透率与移动互联网整体流量红利不足等条件下，长视频的用户付费转化将会面临放缓的趋势。但通过会员价格体系的修正，在一定程度上可以对冲会员增速放缓对收入的影响。同时，视频平台剧场化打法逐步形成范式，不仅有利驱动优质剧集的持续产出，带动以需求为导向的剧集创作新模式，还有望从平台端进一步推动影视剧产业的模式升级和工业化提升。此外，平台在自制网综内容的开发和制作模式上也逐渐走向成熟，网综 IP 化形成线上线下的衍生宇宙进行联动与新商业模式的探索。

3) 阅读：由于内容供给的差异以及国民对阅读诉求和习惯倾向的不同，纸质图

分析师：徐雪洁

执业登记编码：S0760516010001

邮箱：xuxuejie@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqjfbz@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。





书与数字阅读将从替代效应走向均衡关系，随着深度阅读人群规模的持续扩大，图书消费与数字阅读内容需求将不断提升。在数字阅读中，从用户听觉需求尚未满足、音频内容及形态走向多元、应用场景与商业模式不断升级三个维度来看，音频赛道正在崛起。纸质图书在下沉市场与主题出版、少儿及教育出版的增量带动下全面复苏，长线来看出版行业有望最先享有二胎红利。

4) 电影：市场尚处恢复当中，以头部内容为引领，带动重要档期超预期表现，再次印证电影行业由银幕下沉、价格驱动回归至内容为核心的增长逻辑。院线及影投行业主要受益于电影市场的复苏，经营端有所改观，头部效应进一步加强，未来院线的发展有望继续在下沉市场寻求增长，并在产业链加速整合中提高电影工业化水平。

➤ **投资建议：**估值方面，截至6月28日收盘中信传媒板块整体市盈率为21.58倍，仍旧低于近五年估值均值31.27倍和中值29.11倍，由于市场表现较为低迷，年内板块最高估值为2月中下旬25倍左右。疫情后行业回归文娱消费需求和优质内容供给共同驱动的增长逻辑，以游戏、互联网影视音频等为代表的线上娱乐消费板块经历了较长时间的价格调整，估值水平下移具有较高的安全边际，作为成长性与景气度较高的板块具有良好的投资性价比；影视、动漫、出版、其他广告营销等线下娱乐消费板块疫情后处于基本面复苏阶段，业绩回暖带动板块市盈率调整至较低分位点，具有业绩与估值双修复的机会。

投资建议方面，我们更看好具有核心内容制作能力、持续精品输出能力，深度挖掘用户偏好能力的公司，能够建立起较高的竞争壁垒。线上娱乐消费回归精品化内容生产与精细化用户运营逻辑，关注产品驱动下用户付费意愿不断提升。线下娱乐消费围绕复苏逻辑关注产业数据低基数下的边际改善。1) 游戏：短期内关注游戏板块增速改善情况，新游收入与利润的错配有逐季改善；建议关注专注精品游戏研发、核心赛道优势凸显、多元化产品布局、践行品效合一发行策略的头部游戏公司，吉比特、三七互娱、完美世界。2) 视频：关注定制模式下剧集业务毛利率调整情况，建议关注兼具内容生产与平台属性的芒果超媒，头部剧集生产龙头华策影视等。3) 阅读：短期内关注受益主题出版热潮的国有出版发行公司，暑假期间少儿、学生阅读红利；建议关注中信出版、中南传媒、新经典、阅文集团、掌阅科技等。4) 电影：短期内关注电影板块上半年业绩改善情况，以及暑期档电影市场票房表现，在进口大片缺席下主旋律影片、国产动画等类型影片有望引领市场，建议关注光线传媒、万达电影、中国电影、横店影视等。

➤ **风险提示：**政策变动及监管对行业发展趋势转变的风险；市场竞争加剧风险；盗版侵权及知识产权纠纷风险；单个文化产品收益波动；部分地区疫情反复的影响。



目录

一、一季度业绩改善明显，二级市场表现低迷	7
1. 21Q1 业绩同比 20Q1 改善明显，对比 19Q1 仍在恢复中	7
2. 细分行业 21Q1 收入增长恢复、利润表现分化	8
3. 传媒板块二级表现低迷，线上文娱板块明显回调	11
二、存量用户博弈加剧，关注留存与商业化变现	13
三、赛道“内卷”，内容为王的逻辑正在不断强化	15
1. 游戏：聚焦精品研发与长线运营，买量关注转化效率	16
2. 视频：内容变现为核心，剧综生产运营模式升级	26
3. 阅读：有声赛道正在崛起，图书销售仍有增量红利	34
4. 电影：回归内容拉动需求逻辑，渠道头部效应加强	42
四、投资建议	51
五、重点标的简析	53
六、风险提示	55

图表目录

图 1：2021Q1 传媒行业营业收入及增速情况	7
图 2：2021Q1 传媒行业归母净利润情况	7
图 3：2021Q1 传媒行业毛利率与期间费用率	8
图 4：2021Q1 传媒行业经营活动现金流情况	8
图 5：20Q1-21Q1 各季度营业收入同比增速	8
图 6：20Q1-21Q1 各单季度归母净利润同比增速	8
图 7：18Q1-21Q1 游戏行业单季度营业收入情况	9
图 8：18Q1-21Q1 游戏行业单季度归母净利润情况	9
图 9：18Q1-21Q1 出版行业单季度营业收入情况	10
图 10：18Q1-21Q1 出版行业单季度归母净利润情况	10
图 11：18Q1-21Q1 影视行业单季度营业收入情况	10
图 12：18Q1-21Q1 影视行业单季度归母净利润情况	10
图 13：20Q1-21Q1 网络视频单季度营业收入情况	11
图 14：20Q1-21Q1 网络视频单季度归母净利润情况	11
图 15：截至 2021 年 6 月 28 日中信分类行业年涨跌幅（总市值加权平均）	11
图 16：截至 2021 年 6 月 28 日二级行业涨跌幅	12
图 17：截至 2021 年 6 月 28 日三级行业涨跌幅	12
图 18：上市公司截至 6 月 28 日年涨跌幅数量分布	13
图 19：截至 6 月 28 日年涨跌幅 TOP10	13
图 20：2021Q1 中国移动互联网月活用户规模	13
图 21：中国移动互联网接入流量消费情况	13
图 22：2021Q1 中国移动互联网用户人均使用时长	14
图 23：中国移动互联网用户月人均打开 APP 数量	14
图 24：2021 年移动互联网代际用户规模分布	14
图 25：2021 年移动互联网城市用户规模分布	14





图 26: 2021 年 3 月移动互联网巨头用户大盘渗透率	15
图 27: 2021 年 3 月典型应用全景生态流量渠道占比	15
图 28: 2020 年 12 月中国移动互联网泛娱乐行业月活用户净增量及月人均使用时长净增量分布	16
图 29: 2021 年一季度中国游戏市场规模（亿元）	16
图 30: 2021 年一季度游戏市场结构	16
图 31: 2021 年移动游戏单月市场规模	17
图 32: 疫情前后全球平均每周游戏下载与用户支出	18
图 33: 2021 年全球游戏用户支出预测	18
图 34: 21 年 1-5 月全球 TOP100 中国游戏发行商收入	18
图 35: 21Q1 中国自研出海收入与日美韩手游市场规模	18
图 36: 2021 年游戏版号审核数量	19
图 37: 21 年 Q1 流水 TOP50 移动游戏上线时间分布	20
图 38: 中重度游戏用户产品留存时长分布	20
图 39: 进入过 IOS 日畅销 TOP200 的新游数量	20
图 40: 部分 A 股及港股上市公司 2020 年研发费用及研发人员数量	21
图 41: 二次元游戏与多元玩法融合	22
图 42: 2020 年二次元移动游戏用户画像	22
图 43: 2021 年 4 月移动游戏下载主要渠道用户规模	23
图 44: TAPTAP 用户粘性对比	23
图 45: 2020 年中国游戏买量市场规模	23
图 46: 2020 年中国游戏买量素材	23
图 47: 2020 年广告主买量投放指数榜 TOP 5	24
图 48: 证券市场主要游戏企业销售费用变动情况	24
图 49: 不同游戏类型买量 CPA 情况	25
图 50: 2020 年全球游戏应用程序成本情况	25
图 51: 2021 年 1-5 月日均买量游戏及峰值	25
图 52: 2021 年 1-5 月日均买量公司主体及峰值	25
图 53: 网络视频平台广告与会员收入对比	26
图 54: 2019.6-2020.12 网络视频月活用户规模	27
图 55: 2020 年网络视频行业用户使用时长数据	27
图 56: 四大视频网站付费会员数量情况	27
图 57: 爱奇艺黄金 VIP 与腾讯视频 VIP 价格调整对比	28
图 58: 用户根据需求选择差异化的付费方式分布	28
图 59: 网络视频平台的剧场模式升级过程	30
图 60: 电视剧拍摄及重点网络剧规划备案情况	30
图 61: 2018-2020 年中国剧集市场投资规模	30
图 62: 2015-2021 年网络综艺上新数量	32
图 63: 20 年及 21 年 1-4 月平台播出网综数量分布	32
图 64: 网络综艺以丰富多元的节目题材触达不同的圈层文化	32
图 65: 芒果 TV 网综垂直内容深挖与 IP 衍生开发	33
图 66: 2018-2020E 中国剧本杀市场规模	34
图 67: 芒果 M-CITY 明星大侦探长沙店	34
图 68: 2011-2020 年成年国民阅读率与阅读量	35
图 69: 2020 年国民阅读媒介时长对比	35



图 70: 2020 年国民倾向的阅读形式.....	35
图 71: 2020 国民年均阅读量在 10 本及以上人群比重.....	35
图 72: 2020 年数字阅读市场规模及增速.....	36
图 73: 数字阅读市场收入结构.....	36
图 74: 2020 年-2021Q1 有声阅读月活用户规模.....	36
图 75: 2020 年成年国民听书率.....	36
图 76: 2020 年移动音频行业用户结构.....	37
图 77: 在线音频行业不同的市场参与者.....	38
图 78: 传统有声阅读业态到在线音频生态商业模式升级.....	38
图 79: 实体书店渠道指数变化趋势.....	39
图 80: 实体书店渠道指数变化趋势.....	39
图 81: 2018-2020 年不同城市用户及成交量分布.....	40
图 82: 21Q1 实体门店在不同城市销售同比增速.....	40
图 83: 2019Q1-2021Q1 图书零售市场主要品类码洋比重.....	41
图 84: 2020 年未成年国民阅读率与人均阅读量.....	41
图 85: 图书零售市场少儿图书码洋规模测算.....	41
图 86: 近十五年我国中小学在校及普通小学招生人数.....	42
图 87: 近二十年全国人口出生情况.....	42
图 88: 2018-2021 年上半年电影大盘票房.....	43
图 89: 2018-2021 年上半年电影大盘观影人次.....	43
图 90: 2021 年单月电影大盘票房.....	43
图 91: 2021 年单月电影观影人次.....	43
图 92: 2021 年上半年重要档期票房.....	44
图 93: 2021 年上半年重要档期头部影片票房.....	44
图 94: 2010-2020 年银幕数量及和百万人口银幕数.....	45
图 95: 2010-2019 年银幕数与观影人次的拟合情况.....	45
图 96: 2010-2021 年中国内地电影市场观影人次.....	45
图 97: 2012-2021 年电影大盘平均票价.....	45
图 98: 2021 年上半年进口影片票房 TOP 5.....	46
图 99: 2021 年部分已定档的好莱坞电影.....	46
图 100: 2015-2020 年动画电影票房及单片票房.....	46
图 101: 历史上暑期档电影大盘票房表现.....	46
图 102: 2015-2020 年动画电影票房及单片票房.....	48
图 103: 2015-2020 年动画电影票房分布.....	48
图 104: 2021 年 1-5 月国内院线票房市场份额.....	49
图 105: 2021 年 1-5 月国内影投票房市场份额.....	49
图 106: 2015-2020 年院线票房城市分布.....	50
图 107: 2015-2020 年影投票房城市分布.....	50
图 108: 近五年传媒板块市盈率变动情况.....	51
表 1: 2021 年爱奇艺、优酷、芒果 TV 剧场待播剧集储备.....	29
表 2: 上市影视剧制作公司 2021 年项目储备情况.....	31
表 3: 2021 年定档商业主旋律影片及储备项目统计.....	47
表 4: 2021 年暑期档定档的动画影片.....	48





表 5: 近一年三级子行业市盈率统计情况.....	51
表 6: 重点覆盖上市公司列表.....	54

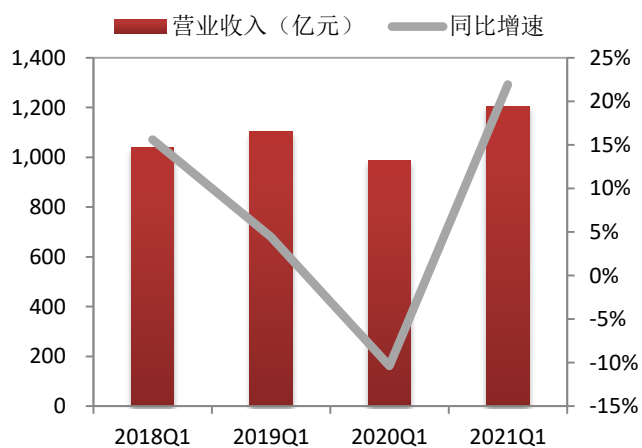


一、一季度业绩改善明显，二级市场表现低迷

1. 21Q1 业绩同比 20Q1 改善明显，对比 19Q1 仍在恢复中

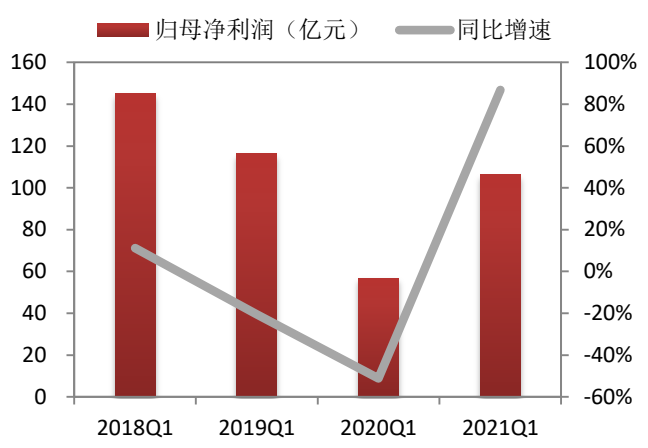
2021 年一季度传媒行业实现营业收入 989.24 亿元，同比 20Q1 增长 21.93%，同比 19Q1 增长 9.26%，实现归属母公司股东净利润 106.19 亿元，同比 20Q1 增长 86.83%，同比 19Q1 减少 8.72%。2021 年一季度除局部地区疫情反复外线上线下娱乐消费均处于正常经营状态，相较于 2020 年同期为受疫情最为严重的阶段而导致的业绩低基数，使得 2021 年一季度收入与利润同比呈现高增长，但相较于 2019 年同期业绩恢复仍在进行中。

图 1：2021Q1 传媒行业营业收入及增速情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 2：2021Q1 传媒行业归母净利润情况

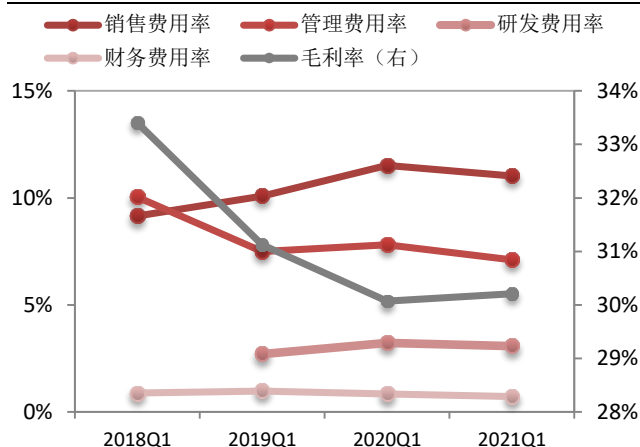


资料来源：wind，山西证券研究所

2021 年一季度传媒行业毛利率为 30.20%，较 20Q1 同比上升 0.13pct，较 19Q1 同比下降 0.92pct，销售、管理、研发及财务费用率分别为 11.03%、7.10%、3.07%、0.71%，较 20Q1 分别下降 0.49pct、0.71pct、0.14pct、0.12pct，较 19Q1 分别变动 0.95pct、-0.40pct、0.37pct、-0.26pct，基本保持稳定。2021 年一季度经营活动产生的现金流净额为 41.85 亿元，2019-2020 年同期分别为 -26.99 亿元、-21.10 亿元，经营现金流情况大幅改善。146 家上市公司中，2021 年一季度营业收入与归母净利润实现同比 20Q1 正增长的数量分别达到 111 家和 102 家，同比 19Q1 正增长的数量分别达到 70 家和 62 家，实现环比正增长的数量分别为 46 家、89 家。

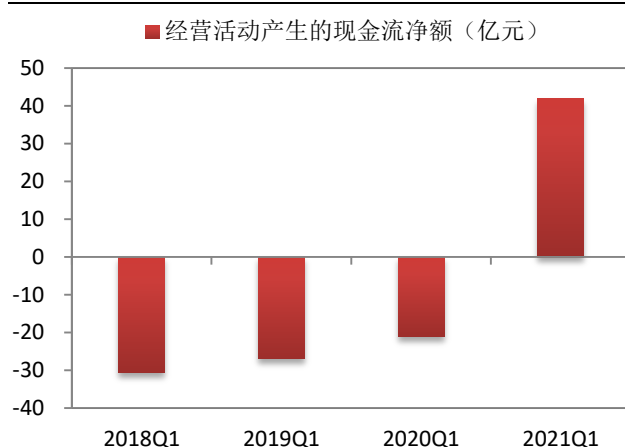


图 3：2021Q1 传媒行业毛利率与期间费用率



资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：2021Q1 传媒行业经营活动现金流情况

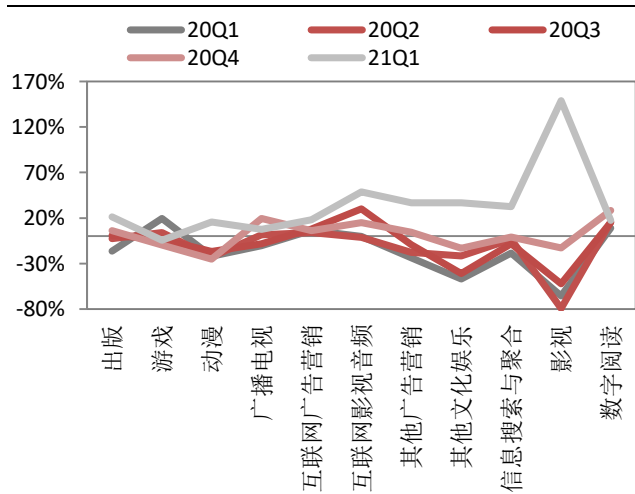


资料来源：wind，山西证券研究所

2. 细分行业 21Q1 收入增长恢复、利润表现分化

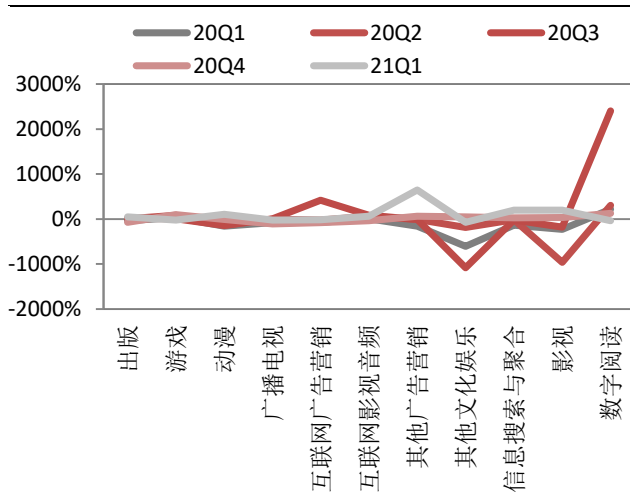
2021 年一季度除游戏行业外，各细分行业营业收入同比 2020 年一季度均实现正增长，其中影视行业同比增速达 148.93%，互联网影视音频、其他文化娱乐、其他广告营销等行业营业收入同比增长达 30% 以上，游戏行业营业收入同比减少 4.50%。对比 2019 年一季度，除广播电视、动漫、影视以及其他文化娱乐行业外，其余细分行业也均实现同比增长。2021 年一季度影视、其他广告营销行业归属母公司净利润大幅扭亏，信息搜索与聚合、动漫行业同样实现扭亏，其他文化娱乐续亏，数字阅读、广播电视、游戏、互联网广告营销等行业归母净利润同比下滑。对比 2019 年一季度，其他广告营销、数字阅读、互联网影视音频及影视行业实现快速增长，游戏行业基本持平，其余细分行业同比归母净利润减少。

图 5：20Q1-21Q1 各季度营业收入同比增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：20Q1-21Q1 各单季度归母净利润同比增速



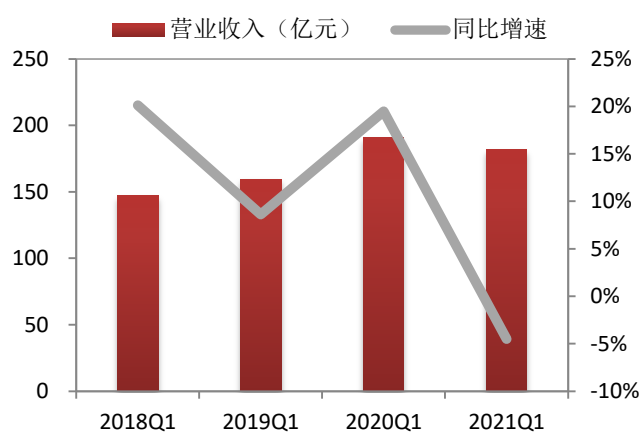
资料来源：wind，山西证券研究所

游戏行业 2021 年一季度营业收入为 182.03 亿元，同比 20Q1 减少 4.50%，同比 19Q1 增加 14.11%；



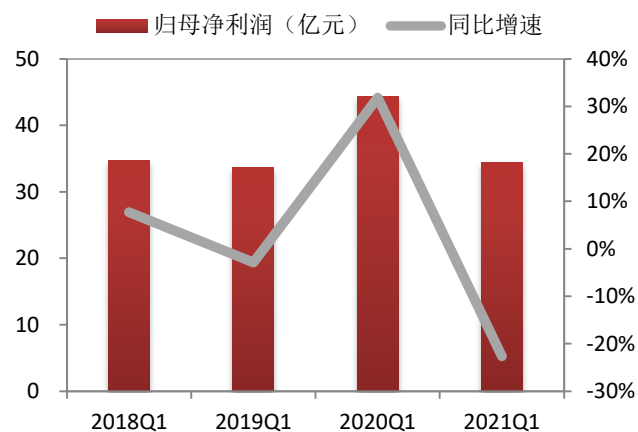
归母净利润为 34.34 亿元，同比 20Q1 减少 22.67%，同比 19Q1 增加 1.95%。尽管一季度游戏公司开启新产品上线周期，但新品上线前期投入规模较大导致利润释放较为滞后，同比 2020 年一季度高基数影响下增速有所回落。2021 年一季度游戏行业毛利率为 65.81%，同比 20Q1 下降 3.91pct，同比 19Q1 仅小幅下降 0.64pct；销售、管理、研发、财务费用率分别为 28.71%、8.19%、12.72%、1.67%，同比 20Q1 变动 1.78pct、1.64pct、2.66pct、-0.93pct，同比 19Q1 变动 3.67pct、0.60pct、2.79pct、-1.01pct。20Q1 经营活动产生的现金流净额为 24.93 亿元，同比 20Q1 减少 50.50%，同比 19Q1 增加 55.87%。

图 7：18Q1-21Q1 游戏行业单季度营业收入情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 8：18Q1-21Q1 游戏行业单季度归母净利润情况

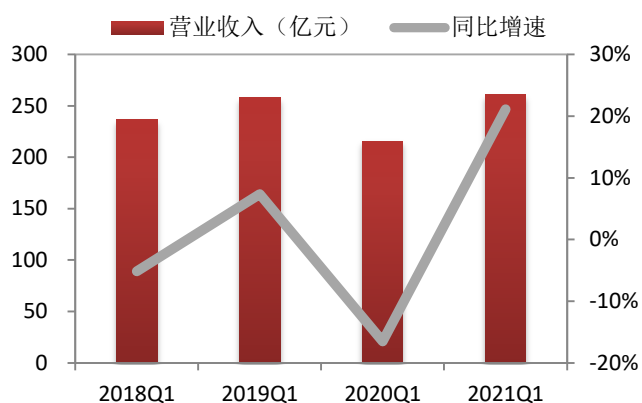


资料来源：wind，山西证券研究所

出版行业 2021 年一季度营业收入为 216.10 亿元，同比 20Q1 增长 21.11%，同比 19Q1 增长 1.11%；归母净利润为 29.88 亿元，同比 20Q1 增长 48.89%，同比 19Q1 减少 9.27%。由于 2020 年同期为行业受疫情影响最为严重导致业绩基数较低，而 2021 年经营恢复常态后业绩反弹明显。2021 年一季度出版行业毛利率为 34.03%，同比 20Q1 下降 0.48pct，同比 19Q1 上升 0.96pct；销售、管理、研发、财务费用率分别为 10.29%、10.96%、1.00%、-0.97%，同比 20Q1 变动-0.34pct、-0.74pct、-0.43pct、0.12pct，同比 19Q1 变动 0.51pct、0.64pct、-0.35pct、-0.42pct。2021 年一季度，出版行业经营活动产生的现金流净额为-46.44 亿元，同比 20Q1 增长 13.35%，同比 19Q1 减少 14.59%；虽然相较于 2020 年同期有所增加，但由于中小学教材教辅发行回款通常在二季度完成以及新一轮（2021 年至 2023 年）图书零售、发行环节税收优惠政策尚未出台，预计会导致上半年图书发行环节结算回款放缓。

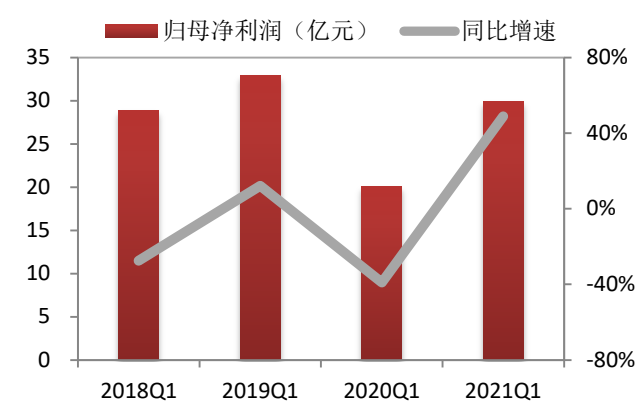


图 9：18Q1-21Q1 出版行业单季度营业收入情况



资料来源：wind，山西证券研究所

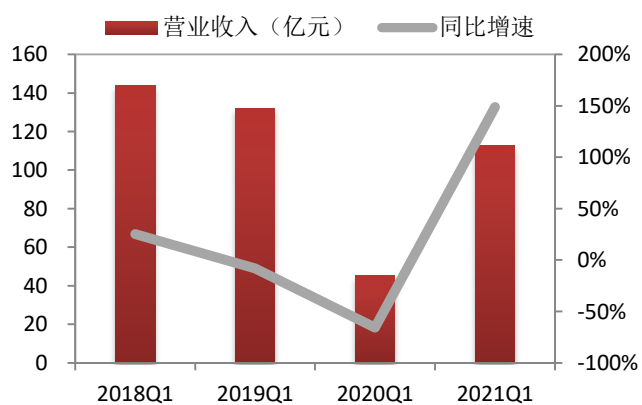
图 10：18Q1-21Q1 出版行业单季度归母净利润情况



资料来源：wind，山西证券研究所

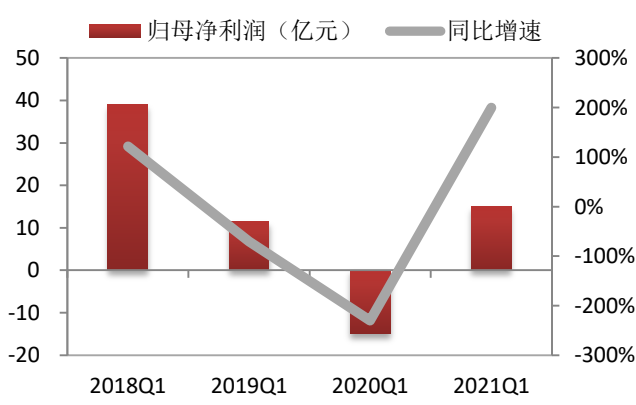
影视行业 2021 年一季度营业收入 112.80 亿元，同比 20Q1 增长 148.93%，同比 19Q1 减少 14.67%，归母净利润 14.91 亿元，同比 20Q1 增长 199.72%，同比 19Q1 增长 29.84%。随着疫情影响的逐步消散，国内影视行业日渐恢复至正常的生产经营中，成为文娱市场中业绩反弹最为明显的细分行业。2021 年一季度，影视行业毛利率恢复至 29.33%，较 2020 年同期-2.39%大幅改善，且高于 2019 年同期 25.89%的毛利率水平；销售、管理、研发、财务费用率分别为 8.58%、6.94%、0.48%、4.20%，较 2020 年同期下降 2.52pct、9.57pct、0.87pct、1.37pct，其中财务费用率由于新租赁准则后新增加未确认融资费用摊销，因此较 2019 年同期水平有明显上升。2021 年一季度经营活动产生的现金流净额为 58.34 亿元，同比 20Q1 增长 541.32%，同比 19Q1 增长 718.47%。

图 11：18Q1-21Q1 影视行业单季度营业收入情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 12：18Q1-21Q1 影视行业单季度归母净利润情况



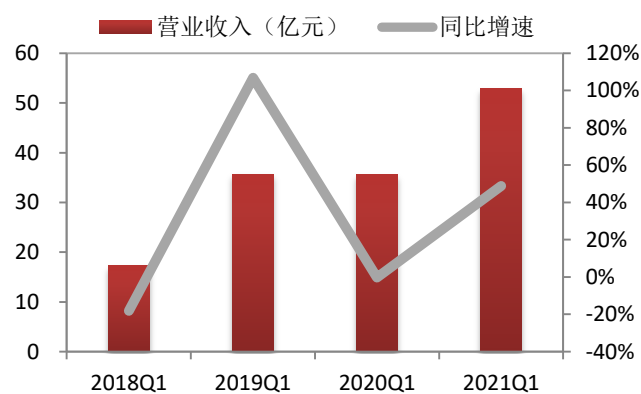
资料来源：wind，山西证券研究所

互联网影视音频行业中芒果超媒由于业绩体量较大，对行业整体财务指标的影响最显著。互联网影视音频行业 2021 年一季度业绩恢复高速增长状态，营业收入规模达 53 亿元，同比 20Q1 增长 48.74%，同比 19Q1 增长 48.41%，归母净利润规模为 9.34 亿元，同比 20Q1 增长 65.75%，同比 19Q1 增长 78.06%；毛利率为 34.60%，较 20Q1 上升 5.48pct 但较 19Q1 下降 3.38pct；销售、管理、研发及财务费用率分别



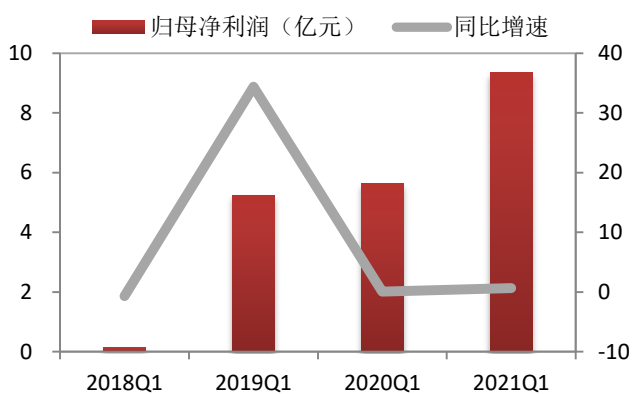
为 11.34%、4.92%、1.51%、-1.01%，同比 20Q1 变动 0.85pct、-1.30pct、0.13pct、-0.02pct，得益于近两年收入的快速增长，各项费用率较 19Q1 同期均显著下降；2021 年一季度行业经营活动产生的现金流净额为 7.49 亿元，同比 20Q1、19Q1 大幅增加 7.49 亿、12.75 亿元。

图 13：20Q1-21Q1 网络视频单季度营业收入情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 14：20Q1-21Q1 网络视频单季度归母净利润情况

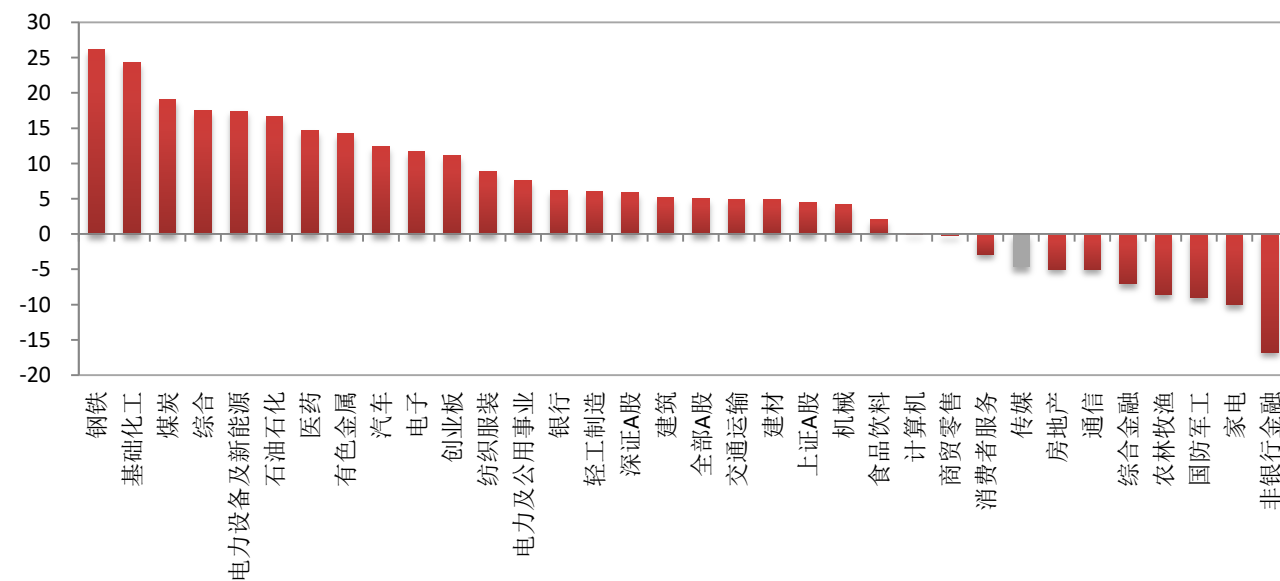


资料来源：wind，山西证券研究所

3. 传媒板块二级表现低迷，线上文娱板块明显回调

2021 年传媒板块整体表现较为平淡，截至 6 月 28 日中信传媒总市值加权平均涨幅为-4.67%，不及 2020 年板块同期涨幅 13.28% 的表现，主要是 2020 年上半年传媒板块中部分受益于疫情的线上经济细分板块如游戏、互联网营销、视频等表现带动，而今年同期缺乏相应的拉动行情的因素。与市场整体相比，全部 A 股的涨跌幅为 5.06%，上证 A 股、深证 A 股及创业板的涨跌幅为 4.53%、5.84% 和 11.15%，行业表现不及市场整体。

图 15：截至 2021 年 6 月 28 日中信分类行业年涨跌幅（总市值加权平均）

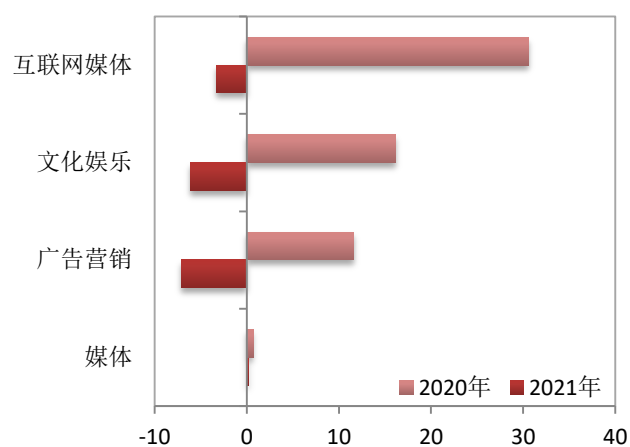


资料来源：wind，山西证券研究所



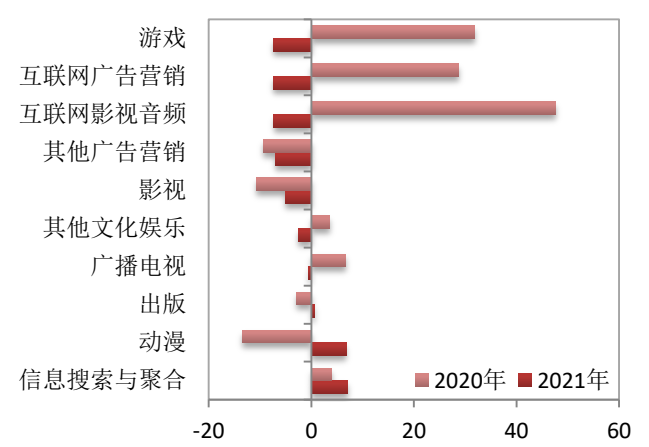
截至 2021 年 6 月 28 日，传媒二级子行业总市值加权平均涨跌幅中仅有媒体行业累计上涨，涨幅为 0.21%，互联网媒体、文化娱乐、广告营销板块下跌 3.34%、6.13%和 7.14%；各二级子行业表现均不及 2020 年同期。三级子行业的涨跌幅表现分化明显，信息搜索与聚合、动漫、出版三个细分子行业累计上涨，涨幅分别为 7.10%、6.79%、0.64%，游戏、互联网广告营销、互联网影视音频行业跌幅在 7% 以上，分别为-7.46%、-7.35%、-7.28%，与 2020 年同期表现差异较大，同时上述三个行业也是在 2020 年上半年疫情期间受益于流量红利较为明显的行业；此外动漫、影视、出版、其他广告营销等后疫情下复苏的细分行业，较 2020 年同期市场表现有较为明显的改善。

图 16：截至 2021 年 6 月 28 日二级行业涨跌幅



资料来源：wind，山西证券研究所

图 17：截至 2021 年 6 月 28 日三级行业涨跌幅

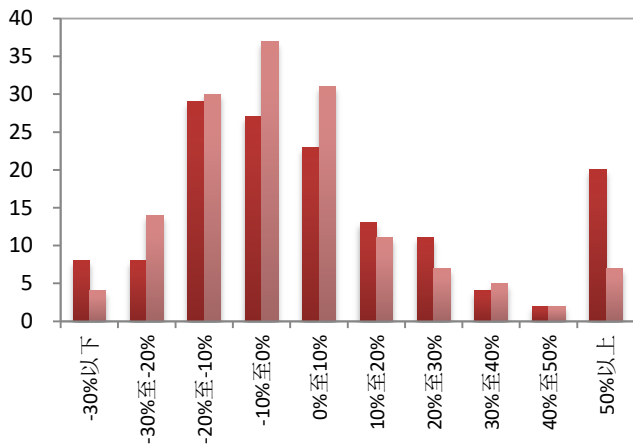


资料来源：wind，山西证券研究所

上市公司方面，截至 6 月 28 日 63 家传媒上市公司累计收涨，数码视讯、力盛赛车、聚力文化、捷成股份、*st 当代、中广天择、*st 长动、鼎龙文化等公司涨幅达 50% 及以上。*st 数知、st 联建、st 三五、紫天科技等公司跌幅居前，跌幅达 30% 以上。从涨跌幅分布来看，上市公司主要集中于涨跌幅在-10%至 0%、0%至 10%、-20%至-10%区间，占比分别为 25%、20.95%、20.27%；其次为-20%至-30%区间以及 10%至 20%，占比分别为 9.46%、7.43%，相较于 2020 年同期，涨幅在 50% 以上的上市公司数量减少，且分布更加集中。

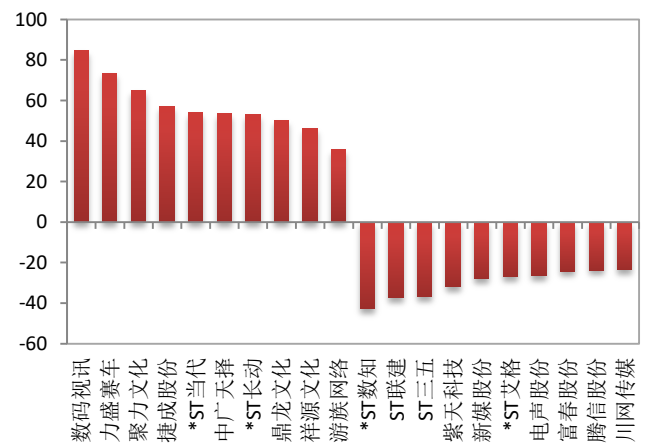


图 18：上市公司截至 6 月 28 日年涨跌幅数量分布



资料来源：wind，山西证券研究所

图 19：截至 6 月 28 日年涨跌幅 TOP10

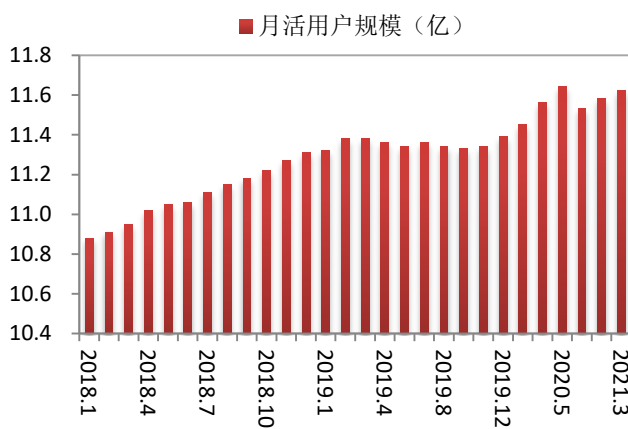


资料来源：wind，山西证券研究所

二、存量用户博弈加剧，关注留存与商业化变现

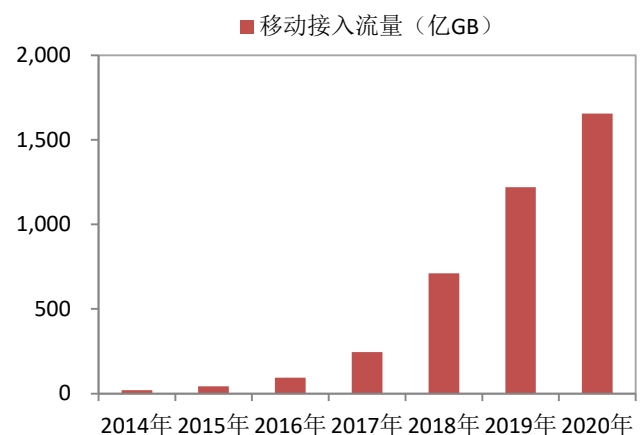
QuestMobile 数据显示，截至 2021 年 3 月中国移动互联网月活规模为 11.62 亿人，同比增长 0.52%；月活用户呈现阶段性波动，自 2020 年 5 月达到 11.64 亿人高位后有所回落，并在 2020 年 9 月后再度呈现增长，但整体来看月活用户规模增速放缓已较为明显，进而也会导致移动互联网行业存量用户的博弈加剧。另一方面，用户对线上生活的依赖程度不断加深，据 CNNIC 第 47 次互联网发展状况统计报告数据显示，2020 年 1-12 月我国移动互联网接入流量消费达 1656 亿 GB，较 2019 年全年增长 35.74%；而用户线上日均使用时长随着疫情有效控制后逐步回落但也保持在日均 6 小时左右的水平。由于存量用户对线上生活的粘性增加，人均使用 APP 的个数在不断增长，会使得移动互联网不同细分行业间的“内卷”更加明显，因此我们认为用户留存与商业化变现将成为行业竞争的核心关注点。

图 20：2021Q1 中国移动互联网月活用户规模



资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

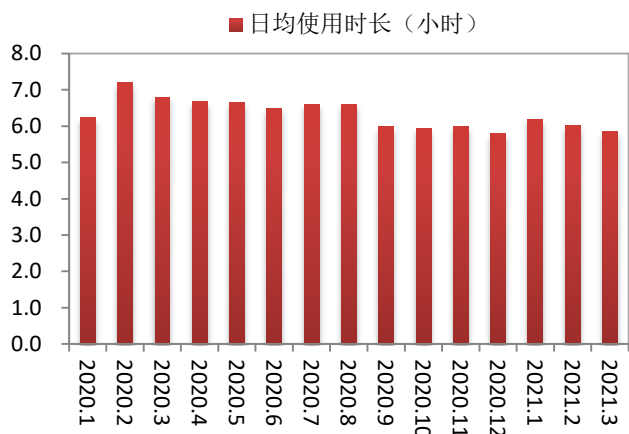
图 21：中国移动互联网接入流量消费情况



资料来源：CNNIC，山西证券研究所

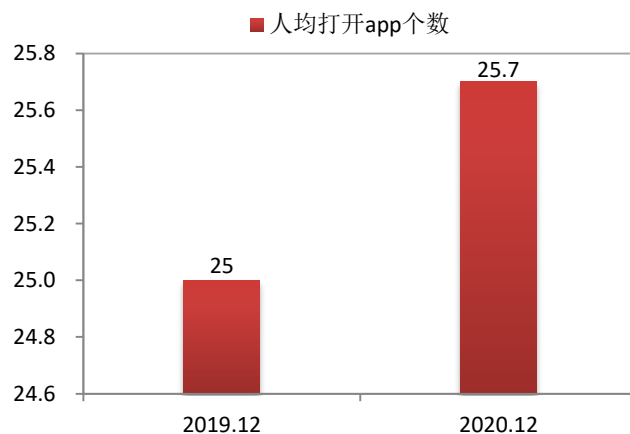


图 22：2021Q1 中国移动互联网用户人均使用时长



资料来源：易观分析，山西证券研究所

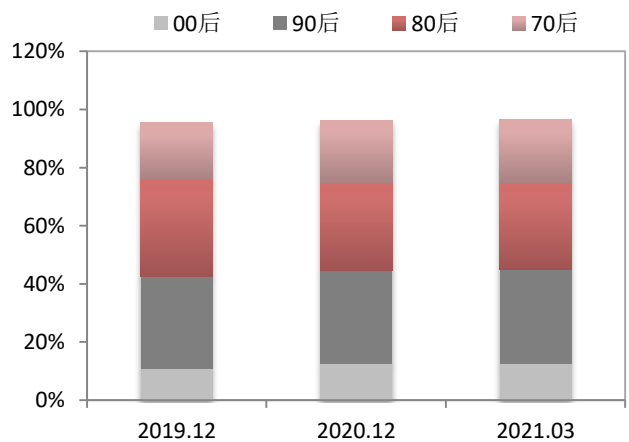
图 23：中国移动互联网用户月人均打开 APP 数量



资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

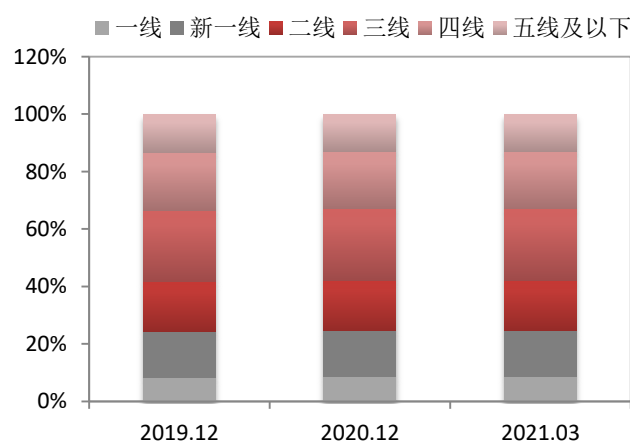
随着中国移动互联网用户代际迁移的形成，整体用户结构呈现稳定。QuestMobile 数据显示，截至 2021 年 3 月中国移动互联网主要用户群体依旧为 80 后、90 后，分别占到用户规模的 30.1%、32.3%，与此同时 70 后与 00 后用户占比分别为 21.5%、12.5%，相较于 2019 年末有显著提升。一方面用户继续向高龄群体渗透，为用户盘带来一定增量，另一方面年轻用户的占比提升，作为互联网原生民他们的用户画像、收入与消费能力、消费偏好等将对移动互联网行业的发展和模式演变产生重要影响：从内容运营与流量分发的角度来讲，年轻用户的注意力更容易被兴趣爱好所吸引，对内容的创新与品质要求更高，更愿意为符合自我调性的产品付费，认同感与兴趣圈层为主导的社交行为也将驱动社区化的流量运营和分发。在用户城际结构分布上，用户下沉为流量大盘带来一定增量，三线及以下城市用户的占比已经达到 57.9%，但从 2019 年末至 2021 年一季度末的数据变化来看，用户的下沉的增长趋势有所放缓。

图 24：2021 年移动互联网代际用户规模分布



资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

图 25：2021 年移动互联网城市用户规模分布



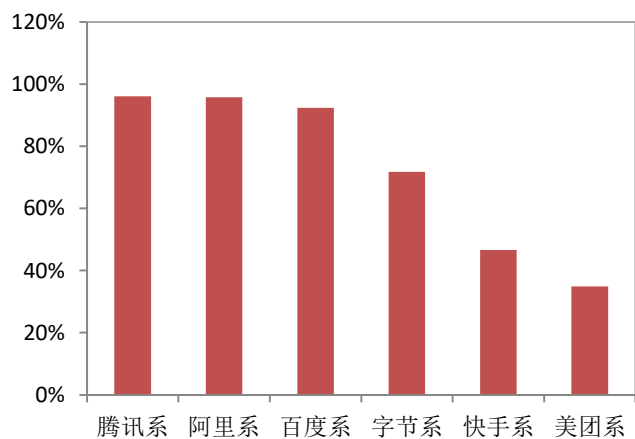
资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

移动互联网运营已进入下半场，巨头竞争围绕存量用户开展。对于 BAT 而言，在移动互联网产业



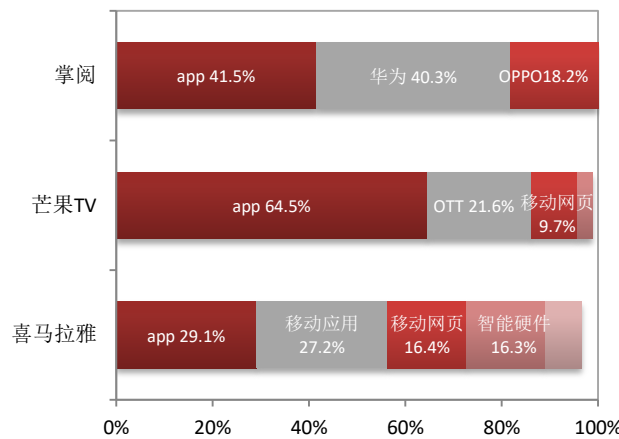
积累多年，基本实现了移动互联网用户的深度覆盖，近年来用户渗透率的变化情况并不明显，QuestMobile 数据显示截至 2021 年 3 月腾讯、阿里、百度三大移动互联网生态对移动大盘用户的渗透率分别为 96.1%、95.8%、92.4%，较 2020 年 3 月同比增长-0.1%、1.9%、1.2%，在已经搭建的涉足广泛的移动应用和商业体系下，巨头生态进一步细化拓展应用场景，与此同时继续深挖下沉市场增量用户，如阿里新推出的淘宝特价版在 2021 年一季度月活用户均值达 10639 万，同比增长 695.2%。对于字节与快手而言，基于核心 APP 用户的快速增长，二者进一步扩大流量盘的覆盖，用户渗透率分别为 71.8%和 46.6%，同时加速了应用场景的拓宽和商业化变现能力，例如在电商、游戏、阅读、视频等构建多元化的商业模式。对于细分行业的头部公司而言，加强垂直领域的深耕和用户的精细化运营是巩固竞争优势的主要方式，同时通过丰富产品形态拓展应用场景，借力大平台流量红利赋能，以独立 APP+公号+小程序+视频号+硬件等打通跨平台用户流通与运营。

图 26：2021 年 3 月移动互联网巨头用户大盘渗透率



资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

图 27：2021 年 3 月典型应用全景生态流量渠道占比



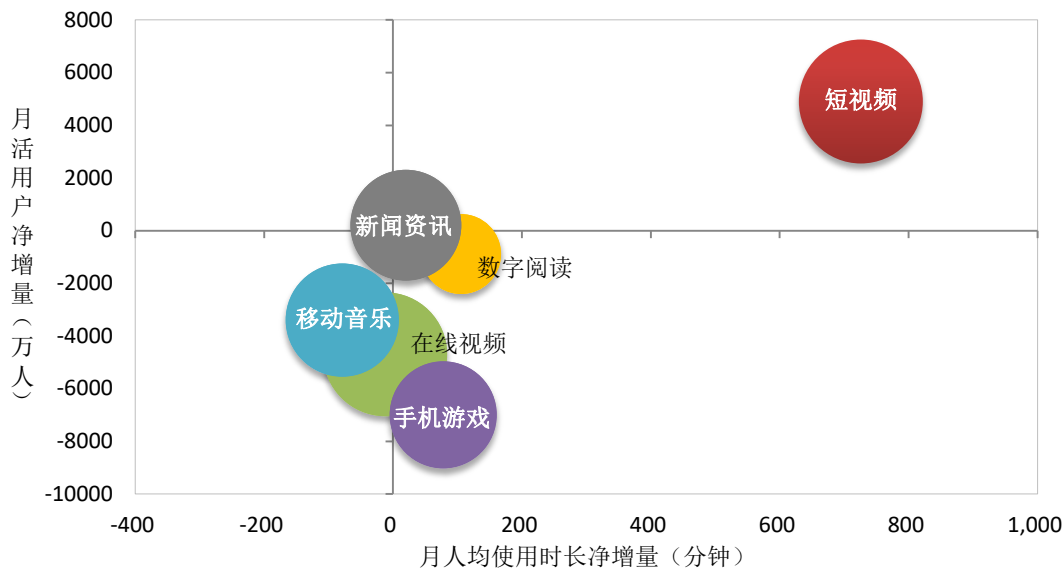
资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

三、赛道“内卷”，内容为王的逻辑正在不断强化

目前，泛娱乐用户的渗透率已经达到 97%，各细分赛道中移动视频的用户渗透达到 75% 以上，移动音乐、手机游戏、数字阅读等行业的用户渗透率分别达到 60%、40%和 30% 以上。面对互联网用户增长放缓、流量红利殆尽的行业背景，细分赛道已经转而进入存量用户深耕阶段。此外，随着 5G、VR、AR、AI、Metaverse 等技术的发展与网络环境的改善，移动应用及娱乐消费形态呈现更加丰富多元，对于用户注意力和时长的占领也将更加分散，因此对于移动互联网与文娱消费而言，围绕用户留存时长和商业化能力将是竞争的核心，我们认为，无论产品形态如何、渠道如何转变，内容是不变的核心理和价值，将是驱动用户留存和付费的最好手段。



图 28：2020 年 12 月中国移动互联网泛娱乐行业月活用户净增量及月人均使用时长净增量分布



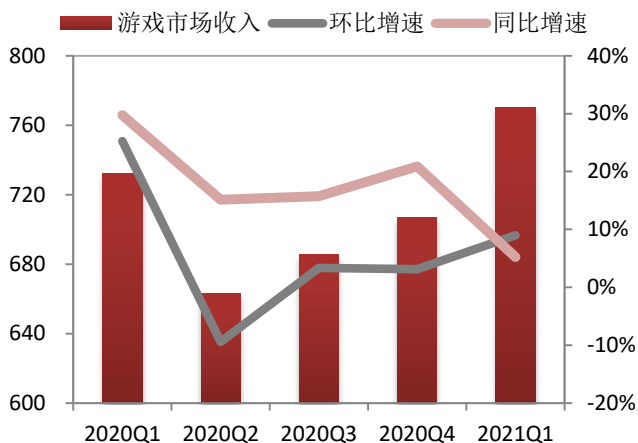
资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

1. 游戏：聚焦精品研发与长线运营，买量关注转化效率

疫情红利褪去，产品驱动下游戏市场保持增长态势

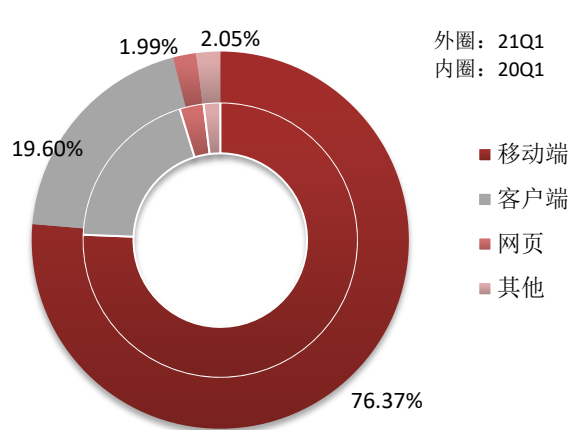
游戏工委数据显示，2021 年一季度中国游戏市场规模达 770.35 亿元，环比增长 9.00%，同比增长 5.23%，游戏用户月均规模达 6.67 亿人，环比增长 0.38%，同比增长 1.99%。在市场结构方面，移动游戏市场份额继续上升，一季度市场规模为 588.30 亿元，占比为 76.37%，同比上升 0.73pct；PC 端游市场规模为 150.96 亿元，相较于 2020 年同期疫情导致网吧暂停营业及新游减少的影响，今年端游市场在用户需求带动下有所回暖，市场整体份额已基本保持稳定，占比为 19.20%，与 2020 年同期持平；PC 网页游戏继续萎缩，市场规模为 15.33 亿元，占比仅有 1.99%，同比下降 0.83pct；其他游戏市场（单机、主机、云游戏、VR 游戏等）2021 年一季度市场份额为 2.05%，较 2020 年同期上升 0.10pct。

图 29：2021 年一季度中国游戏市场规模（亿元）



资料来源：游戏工委，山西证券研究所

图 30：2021 年一季度游戏市场结构

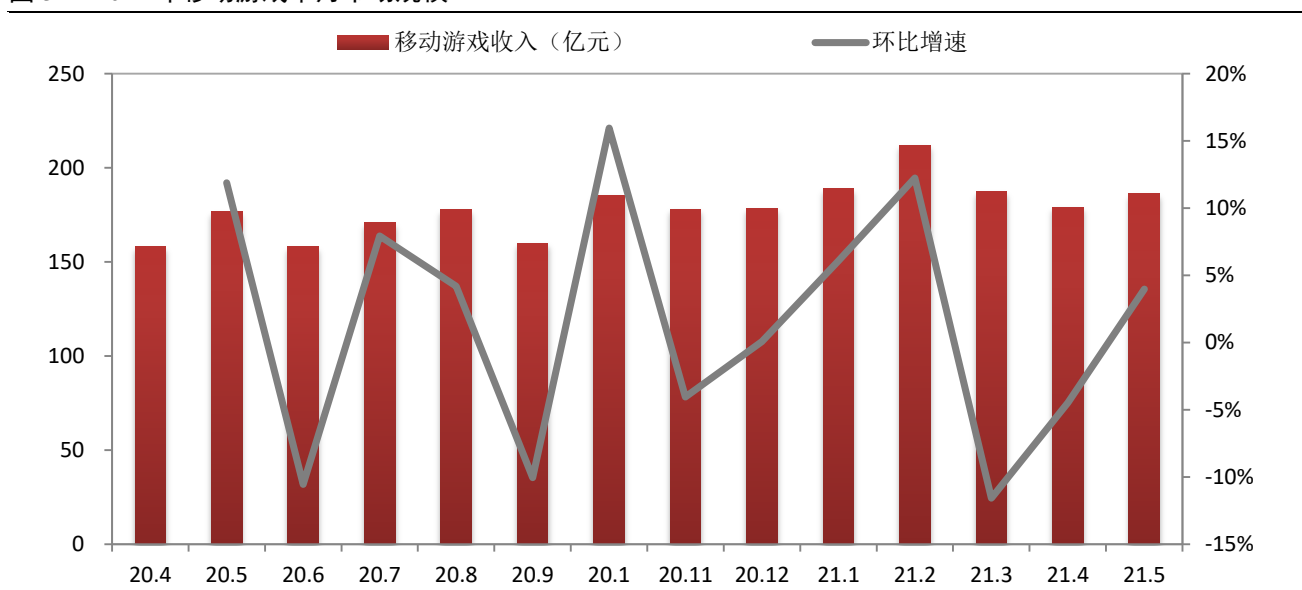


资料来源：游戏工委，山西证券研究所



2020 年疫情期间由于用户居家时间较长，为游戏行业带来的时长红利，带动了移动游戏市场收入的高速增长，也使得 2021 年游戏市场面临高基数增长压力。后疫情时代，产品上线恢复上线周期，使得 2021 年上半年新产品上线节奏明显加快，在产品驱动逻辑下，新产品的密集上线是带动用户回流及市场收入增长的主要动力，叠加老游及次新游各类营销活动及假日效应带动用户娱乐时间增加等因素影响，使得今年国内移动游戏市场仍保持良好的增长态势，伽马数据显示，2021 年 1-5 月国内移动游戏实际销售规模达 953.52 亿元，较 2020 年同期增长 7.31%，其中一季度实现了环比 8.63% 与同比 6.25% 的双增长，4-5 月实现同比正增长。

图 31：2021 年移动游戏单月市场规模



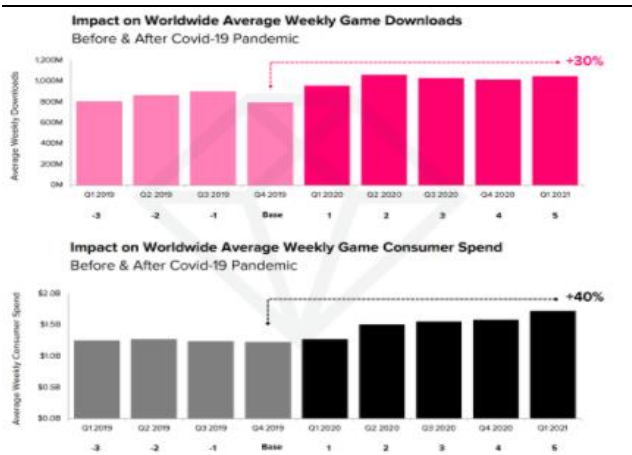
资料来源：伽马游戏，山西证券研究所

受益海外疫情持续与厂商加速出海，驱动游戏海外市场增长强劲

从全球角度来看，App Annie 与 IDC《2021 年聚焦游戏领域报告》数据显示，2021 年一季度，用户每周移动游戏下载量较 2019Q4 增长 30% 达 10 亿次，用户在 iOS 和 Google Play 平台上每周支出达 17 亿美元，较 2019Q4 增长 40%，其中美国与德国市场移动游戏份额增长最快，以《原神》和《ROBLOX》为代表的具有跨平台玩法功能的产品具有较高的吸量和变现潜力。报告预计 2021 年全球移动游戏用户支出规模将达到 1200 亿美元，比所有其他游戏形式的支出总和高出 50%，较 2020 年全球移动游戏用户支出增长近 20%。

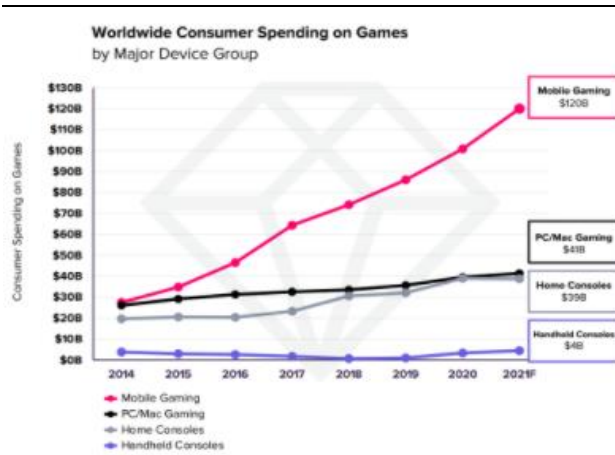


图 32：疫情前后全球平均每周游戏下载与用户支出



资料来源：App Annie&IDC，山西证券研究所

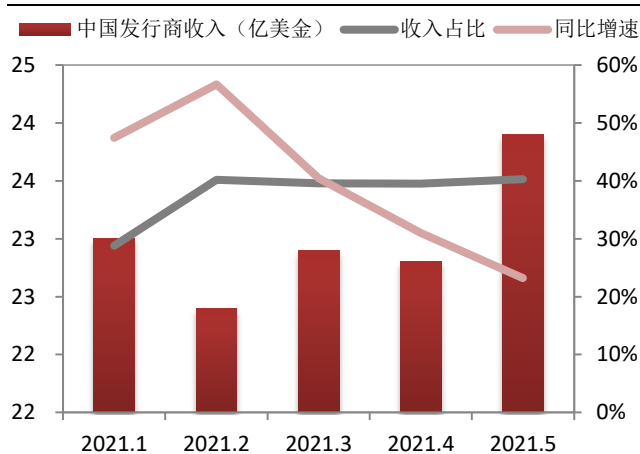
图 33：2021 年全球游戏用户支出预测



资料来源：App Annie&IDC，山西证券研究所

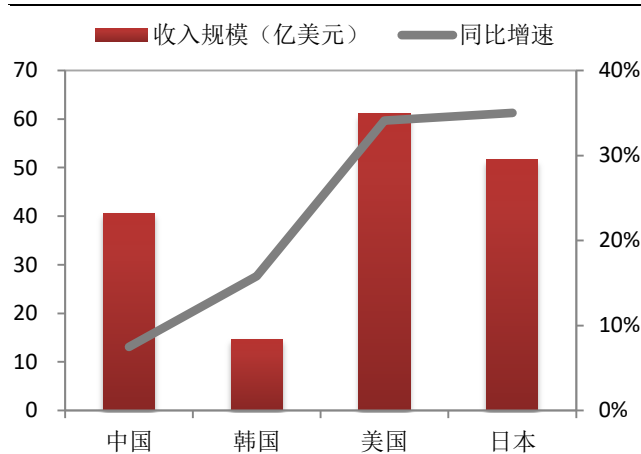
从中国厂商出海收入来看，一季度中国自主研发游戏海外市场收入达 40.64 亿美元，同比增长 7.48%，1-5 月进入全球手游发行商 TOP100 的中国游戏厂商收入及份额均呈现同比快速增长，入榜厂商收入合计保持在 22 亿美元以上，榜单占比上升至 40% 左右。《原神》《PUBG MOBILE》《王国纪元》《State of Survival》《万国觉醒》等头部产品稳居 1-5 月各月国产手游出海收入 TOP 5，此外三七互娱《末日喧嚣》各月呈现环比高速增长，开创性 SLG 内核基础上加入末日生存题材和消除玩法，迅速打开了海外市场，表现亮眼。5 月以来《PUBG Mobile》《无尽对决》《王者荣耀》等多款产品收入创历史新高或第二高，受益于造节运动推广至海外以及暑期档的到来，我们预期游戏出海仍将有高速增长的表现。

图 34：21 年 1-5 月全球 TOP100 中国游戏发行商收入



资料来源：Sensor Tower，山西证券研究所

图 35：21Q1 中国自研出海收入与日美韩手游市场规模



资料来源：Sensor Tower，游戏工委，山西证券研究所

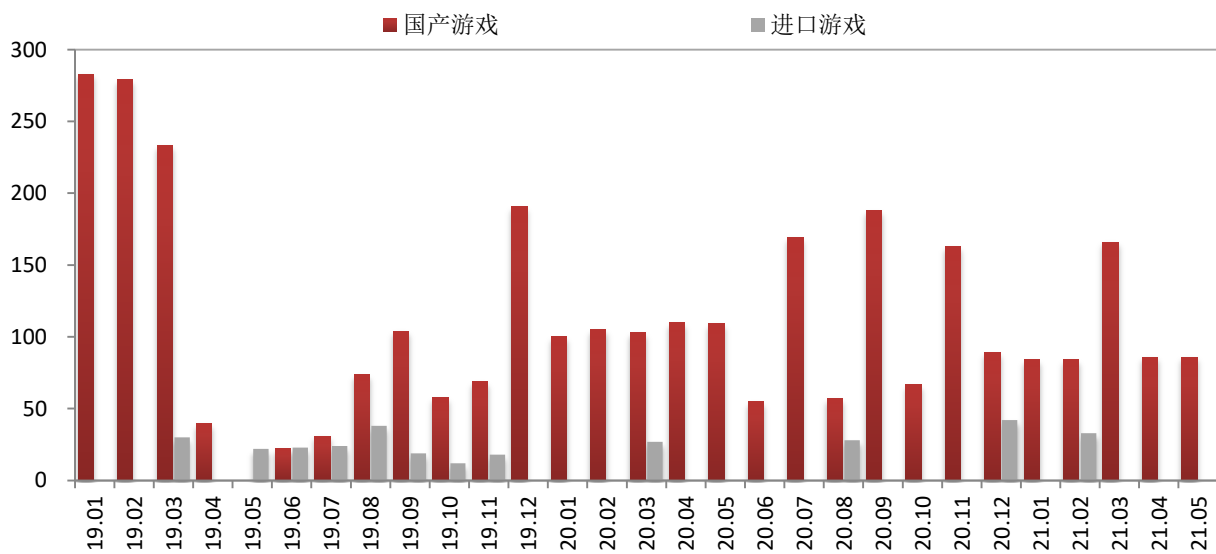
版号节奏保持稳态，属地审核试点有望落地

2021 年上半年版号审批进度稳定，国产游戏版号除 3 月外月均保持 85 个左右，截至 6 月 11 日合计下发 592 个，较 2020 年同期增加 10 个；进口版号审批节奏仍旧缓慢，仅二月份下发 33 个。游戏内容审核趋势来看，我们认为主要呈现“从严从简”两个方面：从严方面，此前据多家游戏媒体报道称



监管层下发了《游戏审查评分细则》文件，文件内容显示从 2021 年 4 月 1 日起，游戏送审将试行全新的评分审查制度；低分游戏将被打回，进而无法进入版号的排队流程。新的评分制度将围绕游戏内容多个维度进行评判，并最终作为版号审核下发的依据。我们认为，游戏内容审核从严属行业发展趋势，倒逼游戏研发精耕细作，也有利于劣质内容的淘汰出清，利好于优质研发商。而从简方面，2021 年 4 月 9 日，国务院印发《关于同意在天津市、上海市、海南省、重庆市开展服务业扩大开放综合试点的批复》，部署在天津、上海、海南、重庆 4 省市开展服务业扩大开放综合试点。其中，在《海南省服务业扩大开放综合试点总体方案》中第一条第 4 项提到：支持海南深化属地网络游戏内容审核试点；在《重庆市服务业扩大开放综合试点总体方案》中第三条第 8 项写道：支持重庆积极创造条件申请开展属地网络游戏内容审核试点，因此目前来看海南省、重庆市有望成为首批开展属地网络游戏内容审核的试点地区。我们认为，网络游戏内容审核下放至地方，有望提高版号审核的便捷性，缩短审核及上线周期，同时也有望推动地区游戏产业的发展和释放产业聚集效应，将直接利好于国内游戏产业的进一步发展。

图 36：2021 年游戏版号审核数量



资料来源：国家新闻出版署，山西证券研究所

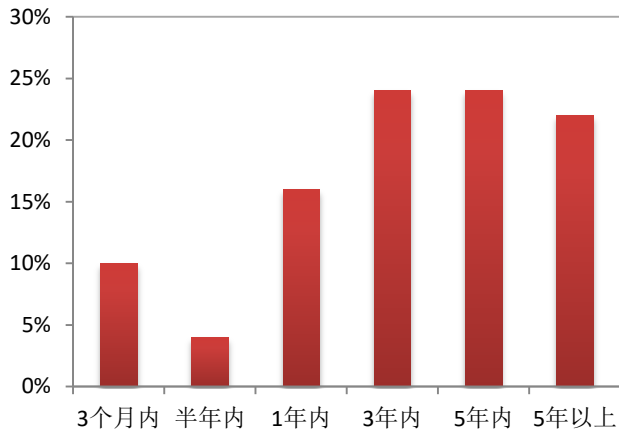
头部产品长线运营趋势加强，研发投入聚焦精品&多元、融合创新、中台搭建

据伽马数据显示，2021 年 1-5 月进入过 iOS 畅销榜 top200 的新游数量基本维持在 20 款左右，而进入月流水 TOP 10 产品中仅有《一念逍遥》《斗罗大陆：武魂觉醒》和《航海王热血航线》三款。各月流水 TOP10 产品中以长线运营老游和次新品为主，其中《王者荣耀》《和平精英》《梦幻西游》《三国志 战略版》《原神》《万国觉醒》等头部产品流水排名固化，流水 TOP50 产品 70% 以上的上线时间都超过了 1 年，且对于中重度游戏用户而言 60% 以上能够在自己喜欢的游戏中留存 1 年以上，因此我们



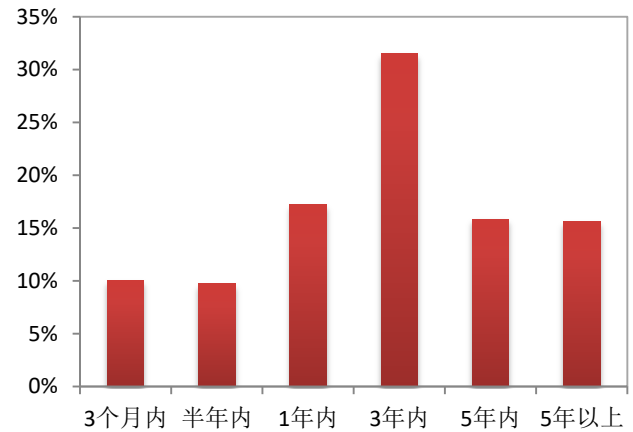
认为在用户存量竞争时代中，新产品迭代加速，内容精品化和运营长线化的打法能够提高用户付费和延长用户留存，以保障的产品竞争力。

图 37：21 年 Q1 流水 TOP50 移动游戏上线时间分布



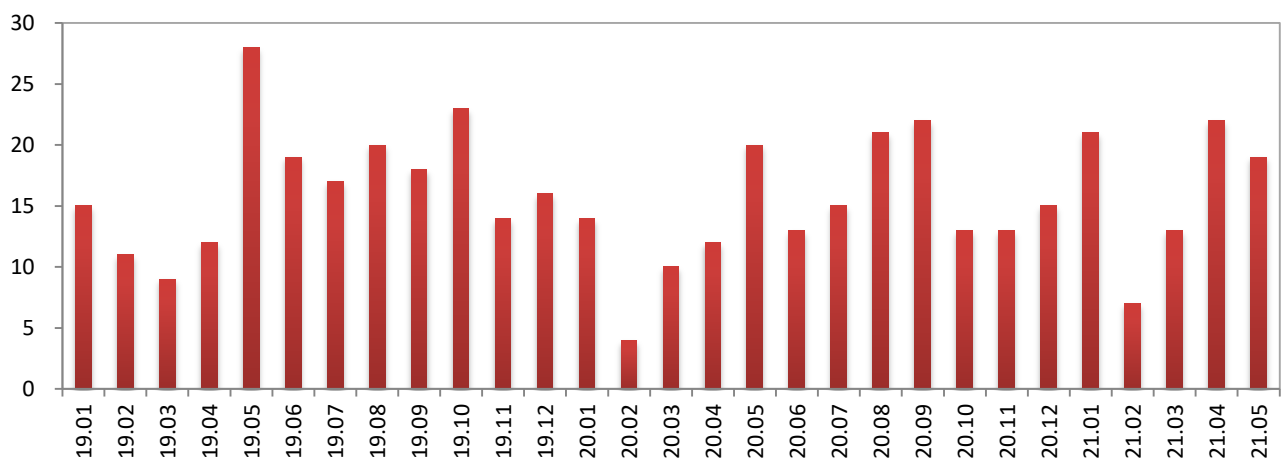
资料来源：伽马游戏，山西证券研究所

图 38：中重度游戏用户产品留存时长分布



资料来源：伽马游戏，山西证券研究所

图 39：进入过 iOS 日畅销 top200 的新游数量



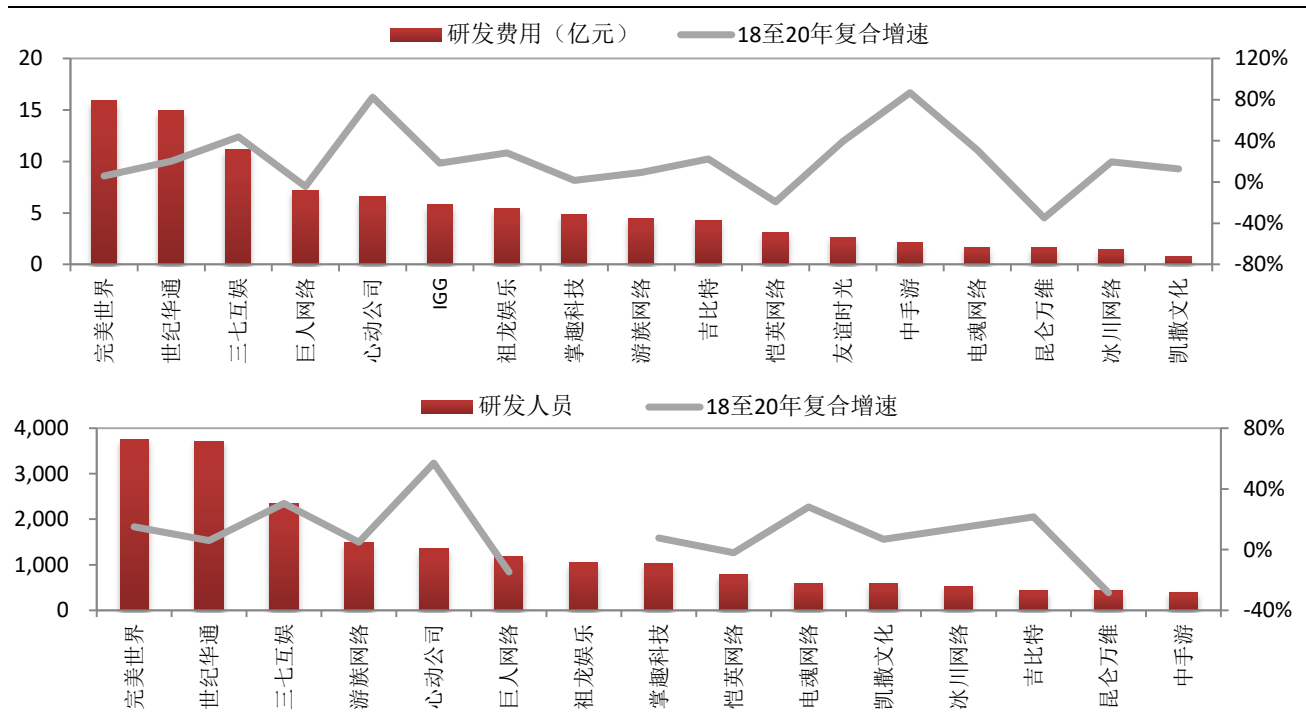
资料来源：伽马游戏，山西证券研究所

研发方面，近两年移动游戏市场研发投入力度明显加大，《明日方舟》《原神》《天涯明月刀》等受益于研发精品化、创新化的游戏产品实现了较高的收入，产品竞争门槛提高，带动企业持续增加研发投入，此外近两年游戏公司自研自发趋势逐步加强，代理精品减少下也倒逼企业强化研发能力。行业内尤其以头部大厂和二三线龙头游戏公司为代表，均在研发方面加大资金投入与人才培养引进、团队投资激励，搭建完备的研发体系。我们以 A 股及港股部分具有代表性的游戏企业财报数据为统计，2018-2020 年期间研发费用实现复合正增长的公司数量占比较高；在有披露研发人员数量的游戏公司中，完美世界、世纪华通、三七互娱、游族网络、心动公司等游企截至 2020 年底的研发团队规模达到千人以上；从增速来看，心动公司、三七互娱、电魂网络、吉比特等公司近三年研发人员数量实现了快速



增长。从行业整体角度来看，据易观分析数据 2020 年中国游戏研运企业员工规模总数超过 70 万人，其中技术、美术、策划三大主要游戏研发岗位占比分别达到了 33.46%、28.10%、13.66%；面对行业的人才竞争，企业不仅以高薪、股权等激励方式吸引人才加入，还会通过企业文化、工作环境及平台建设等软实力吸引团队和人员。

图 40：部分 A 股及港股上市公司 2020 年研发费用及研发人员数量



资料来源：公司财报，山西证券研究所（由于腾讯网易业务线较多并未单独公布游戏研发费用，故未统计）

在研发投入的方向上，一方面围绕产品赛道品类，在聚焦的基础上再尝试多元，通过确立公司自身具有优势品类为核心赛道的同时布局具有发展潜力的细分赛道形成矩阵化品类共同驱动成长，例如腾讯游戏 2021 年新品发布中除在卡牌、SLG、MMO、休闲益智等推出巩固赛道流量的产品外，在沙盒、女性向等新赛道上加大培育；二线龙头中三七互娱则打出了立足“双核+多元”的产品战略，推动双核（MMORPG 和 SLG）+多元（SRPG、模拟经营、泛二次元、女性向）品类发展。另一方面在题材玩法研发上更加关注融合性的创新，尤其是面对游戏用户的代际迁移，Z 时代用户更易对新兴玩法吸引，经典 IP 与传统重度品类都需要在玩法进行年轻化的再造。由于 Z 时代玩家与二次元玩家高度重合，在这一层面我们更看好二次元游戏与传统游戏玩法的融合，如 ARPG、卡牌、策略等，既能够吸引偏重度的核心二次元玩家，同时也有助于产品的破圈，这一方式在《原神》上已获得验证。今年腾讯持续加码二次元 CP 的投资，据媒体报道 2021 年 Q1 腾讯投资二次元游戏研发公司达 11 家，并且在自研产品上储备有《光与夜之恋》、多部 IP 漫改手游以及近期在日本上线的《白夜极光》等；网易持续以二次元领域为核心，在今年 520 新品会上发布了《代号：Onmyoji idol project》《代号·世界》《阴阳



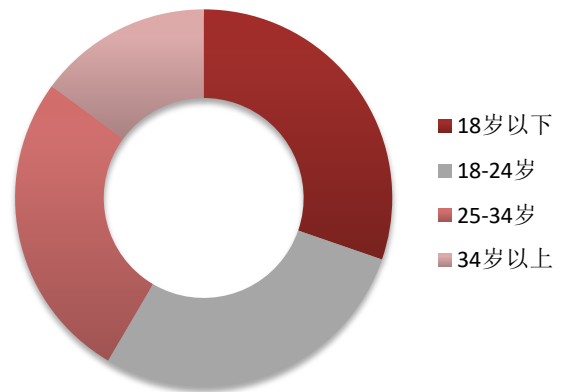
师：妖怪小班》《伊格效应》《湮灭效应》《月神的迷宫》《陈情令手游》等七款二次元游戏储备。第三是在强化中后台技术搭建与注重新科技的探索方面持续进行研发投入，例如完美世界通过持续的研发投入，拥有自研 ERA、ARK3D 等 3D 引擎以及 Unity\UE 系列引擎的开发经验，搭建技术中台辐射研发团队，坚持三端研发投入与原生云游戏前瞻性布局，推动 VR、AR、人工智能、云计算等前沿技术在游戏研发中的应用。

图 41：二次元游戏与多元玩法融合



资料来源：Mob Tech，山西证券研究所

图 42：2020 年二次元移动游戏用户画像



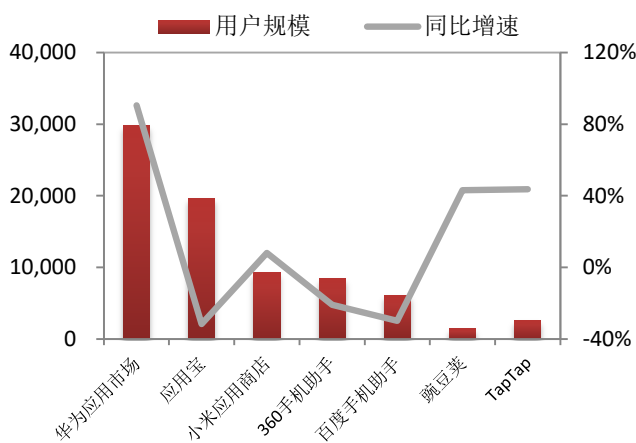
资料来源：Mob Tech，山西证券研究所

渠道变革有望提速，买量将更关注用户转化

游戏发行方面将更看重渠道的适配性。自 2020 年包括《原神》《万国觉醒》《江南百景图》《最强蜗牛》等多新游上线放弃主流安卓渠道首发而选择分成更友好的 iOS 及 B 站、TapTap 等社区化发行平台，行业中去渠道化的趋势渐起，今年年初腾讯与华为对于分成问题曾产生矛盾，以及苹果与 google play 分别于 2021 年 1 月 1 日和 7 月 1 日起实施对于年销售额在 100 万美金以下和独立开发者的佣金费用下降到 15% 的政策，均被市场认为有望加速国内游戏渠道变革的驱动事件。同时我们也注意到部分放弃主流安卓首发的产品发行策略是会选择官网、iOS 以及 B 站、TapTap、好游快爆等作为首发平台，在产品上线初期进行集中买量并以 LTV 和买量成本对比作为参考，但并不会完全放弃安卓联运，而是根据后期买量带来的新增用户情况择机安排。我们认为，多元化发行渠道的崛起，是由于对于年轻的 Z 时代用户而言传统的流量曝光平台如应用商店等不再是其获取产品信息的主要渠道，他们是以兴趣为导向且更加青睐视频化、社交化的营销方式，对于属性较强的平台会产生较高的粘性，如 TapTap。这就使得游戏厂商在发行策略上除考虑到流量和曝光度外还会根据产品的特点与平台用户属性适配、产品分成与收益等因素进行综合性考虑，在面对更多元化的发行策略选择过程中尤其对于优质内容的 CP 商而言其议价能力将有望提升，拥有更高比例的分成和盈利空间。

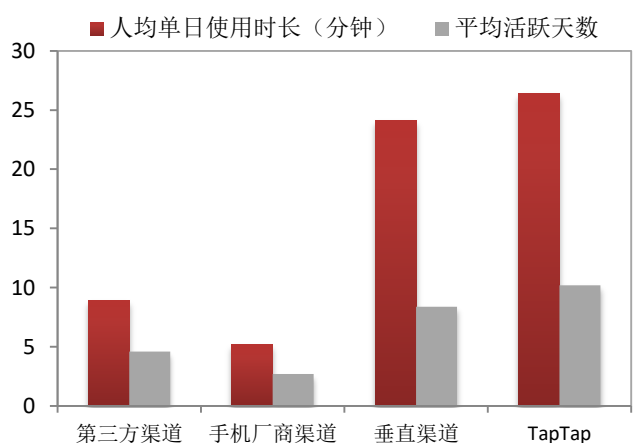


图 43：2021 年 4 月移动游戏下载主要渠道用户规模



资料来源：wind，公司公告（taptap 为 2020 年 MAU）

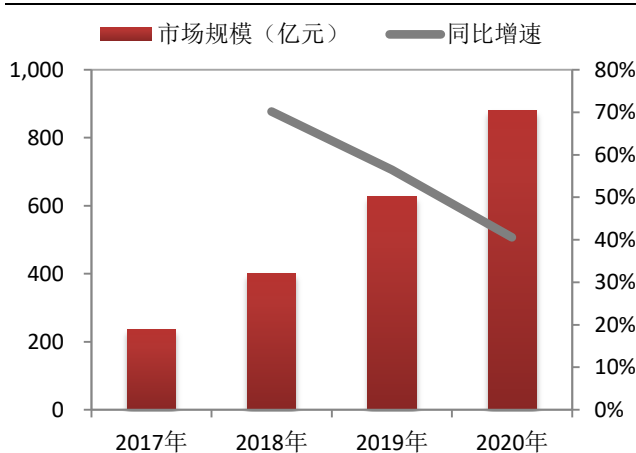
图 44：TapTap 用户粘性对比



资料来源：Mob Tech，山西证券研究所

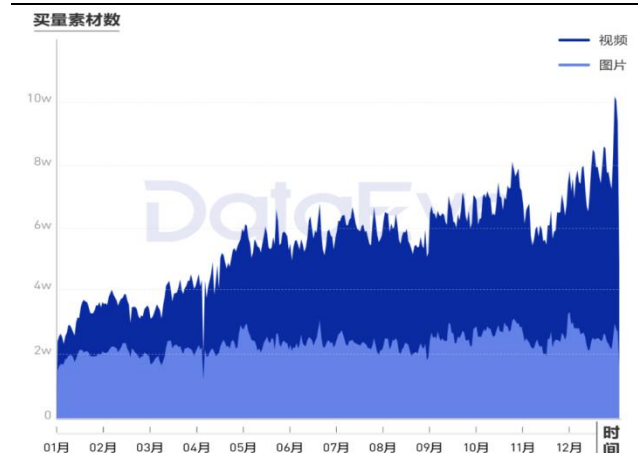
由于效果广告的迅速发展，近年来游戏企业通过加大广告支出获得新增用户方式盛行，带动游戏买量行业市场规模快速增长，2020 年中国游戏买量市场规模达 880 亿元，同比增长 40.6%，日均素材投放量达 84,145 组，同比增长 96.55%，iOS 与安卓日均买量游戏分别为 926 款、2204 款，同比增长 23.45%、46.93%，在疫情流量红利期及暑期档，每月买量游戏数量上涨明显，而游戏类型方面，上半年新增买量游戏多为网赚、休闲游戏，二者全年投放数量涨幅分别为 529.3%、341.3%；下半年中重度精品游戏买量增加，其中 MMORPG 游戏买量处高位增长，同比增长 36.7%。头部大厂的加入使买量市场的竞争更加激烈，网易（广州网易与网易雷火）、腾讯、游族、比特漫步（字节）等 2020 年广告主买量投放指数排名前五，灵犀（阿里）、莉莉丝、青瓷、三七、完美、4399、多益等均排在买量主体 TOP100 中，游戏企业大量投放效果广告进行用户增长，在一定程度上抬高了游戏企业销售支出，据伽马数据统计，2020 年主要上市游企的销售费用同比增长达 35.5%。

图 45：2020 年中国游戏买量市场规模



资料来源：易观分析，山西证券研究所

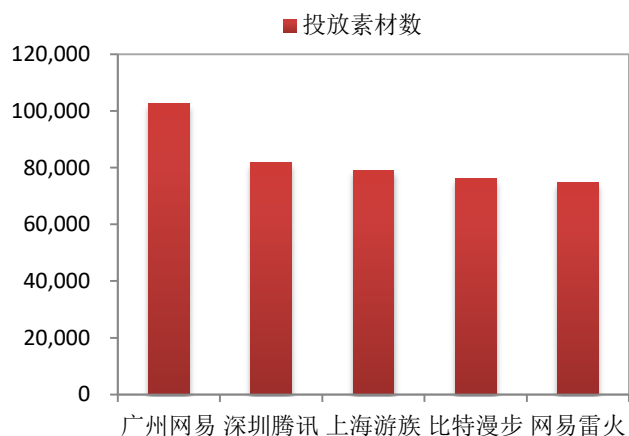
图 46：2020 年中国游戏买量素材



资料来源：Data Eye，山西证券研究所

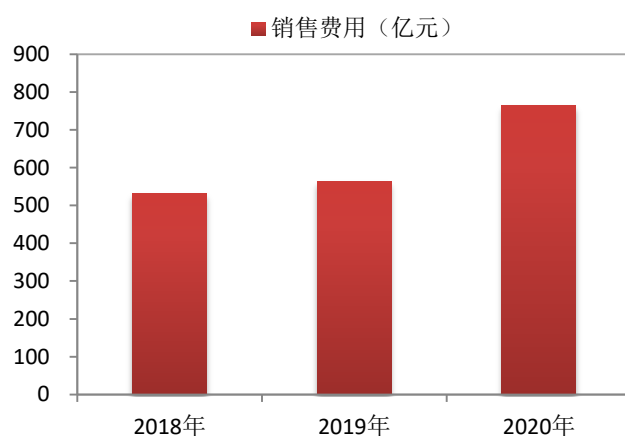


图 47：2020 年广告主买量投放指数榜 TOP 5



资料来源：Data Eye，山西证券研究所

图 48：证券市场主要游戏企业销售费用变动情况

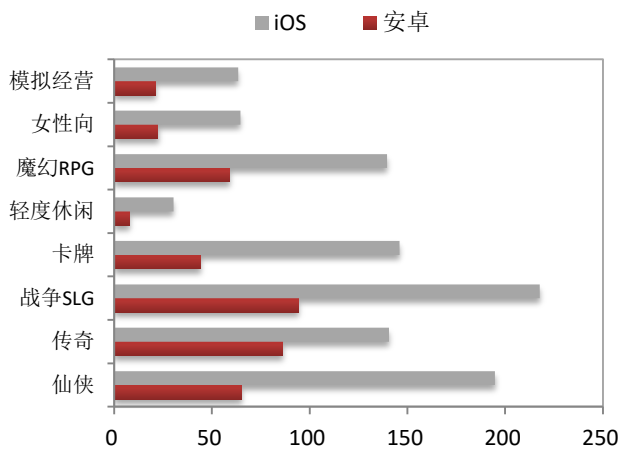


资料来源：伽马数据，山西证券研究所

买量市场头部效应显现、竞争加剧后一方面将加速游戏行业洗牌，产品缺乏竞争力、买量素材品质低以及缺乏资金支持的中小游戏公司或将面临淘汰；另一方面，提升买量效率获取优质用户转化将更被游戏公司关注。据 Data Eye 数据显示，主流游戏品类 CPA 不断攀升，其中战争 SLG 及仙侠类 iOS 端 CPA 达到 200 元左右，传奇、卡牌、魔幻 RPG 游戏 iOS 端 CPA 也达到 140 元左右，成本上升的同时 2021 年 1-5 月游戏买量公司主体与日均买量产品数量出现下滑。虽然从宏观逻辑来讲，苹果推出 IDFA 新规后将使得广告投放的精准度下降，从而有望带动投放成本的下移，但我们认为，买量的核心问题是 CPA 与 LTV 的差值最大化，即流量的转化效率而非成本的单边下降。从 Liftoff 《2020 移动游戏报告》数据来看，2020 年全球游戏市场玩家、注册玩家及后续激活付费玩家的获取成本分别是 1.47 美元、5.72 美元、43.88 美元，可见对于获取有效付费用户的难度最高且在增加。从提升效率的角度，我们认为一方面在广告素材数量素材内容的质感、创意程度将成为获取用户注意力的关键因素，剧情化、3D 制作等精品化内容有望成为游企买量的发力点，针对用户属性的渠道定制化素材制作与投放或将能进一步减缓素材消耗时间、提升买量的效率。另一方面，品效合一的立体化、多元化营销将代替单纯的效果买量成为主流，逐步成为游企宣发的共识。目前游企的营销方式已经趋于多元化，并且围绕不同网络平台构建了完善的营销体系，运营自媒体及 KOL、官方活动、异业合作、邀请明星代言人、IP 联动等营销方式更为常见。例如《摩尔庄园》通过上线前长时间的社区话题、KOL 及内容向传播唤醒 IP 用户，并以社交话题裂变实现用户破圈，上线 8 小时后新增用户 600 万，三周内 iOS 端下载量预估 713 万，收入 2551 万美金。

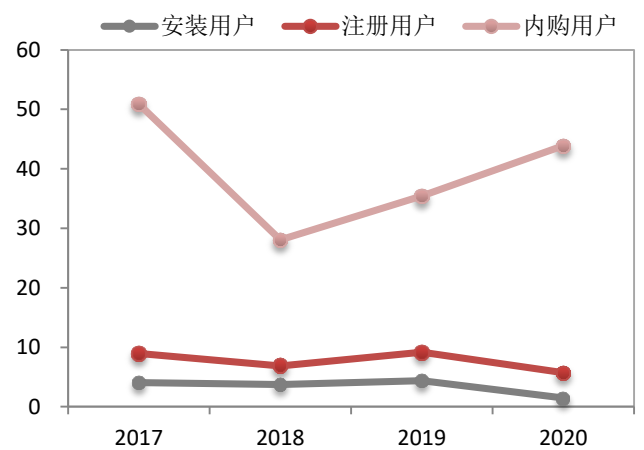


图 49：不同游戏类型买量 CPA 情况



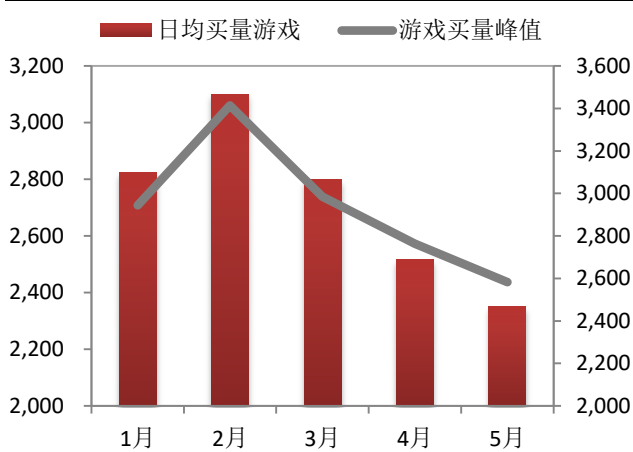
资料来源：Data Eye，山西证券研究所

图 50：2020 年全球游戏应用程序成本情况



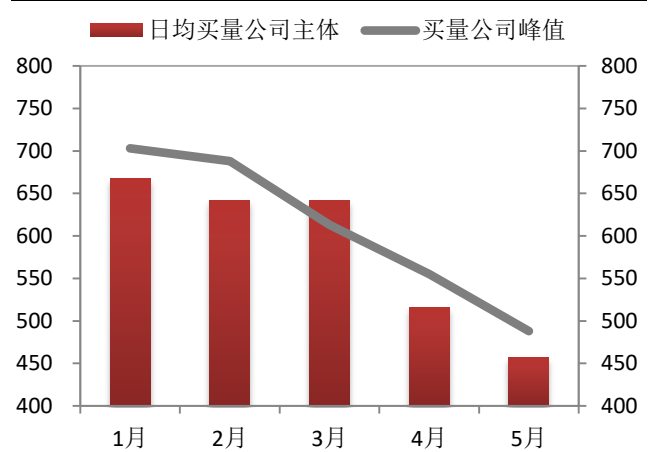
资料来源：Liftoff，山西证券研究所

图 51：2021 年 1-5 月日均买量游戏及峰值



资料来源：Data Eye，山西证券研究所

图 52：2021 年 1-5 月日均买量公司主体及峰值



资料来源：Data Eye，山西证券研究所

据媒体报道，7 月 21 日 App Store 将在中国大陆上线搜索广告 ASA(大陆地区更名为 Apple Ads)，允许开发者向苹果付费在 App Store 内部投放广告，使 App 有几乎在搜索结果顶部等位置展示，从而吸引精准用户下载。据苹果官方数据显示，通过搜索发现 App 的用户占比为 70%，直接源于搜索下载的占比为 65%，ASA 搜索结果顶部广告的平均转化率为 50%，据 AppsFlyer PERFORMANCE INDEX 数据，ASA 广告渠道的用户付费能力排名市场第 3 位，仅次于 Facebook 和 Google Ads，用户留存数据排名第 4 位。因此我们认为，Apple Ads 大陆区上线有望利好游戏厂商，在 iOS 端开辟新的获取高 ROI、精准与安全方式的流量红利路径。

暑期档临近，游戏市场有望迎来新一轮产品上线

随着暑期档的到来，6 月新产品测试数量增加，网易《代号：ATLAS》《绿茵信仰》《哈利波特：魔法觉醒》《漫威超级战争》多款类型产品测试，腾讯《光与夜之恋》《黎明觉醒》、三七游戏《机械起源》、B 站《古剑奇谭木语人》、万达《圣斗士星矢：正义传说》等将在 6 月进行测试，盛趣《古墓丽



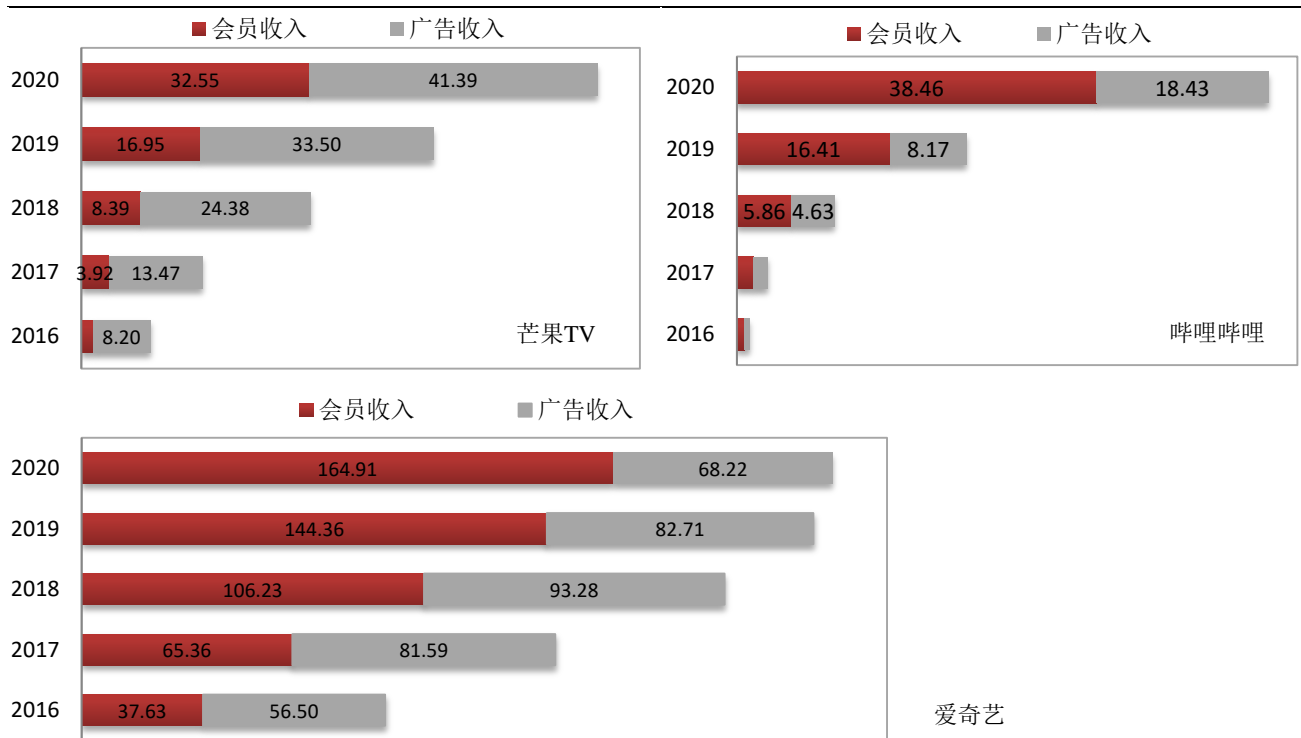
影传说：迷踪》、恺英网络《魔神英雄传》、完美世界《梦幻新诛仙》等产品将在 6 月下旬开启公测上线，此外完美世界暑期档及 H2 储备有重磅产品轻科幻开放世界手游《幻塔》、IP 产品《一拳超人：世界》等。7 月初已经定档上线的产品包括吉比特《复苏的魔女》，三七互娱重磅自研产品《斗罗大陆：魂师对决》，其中三七 H2 自研线储备有 MMO《传世之光》、SLG《代号 BY》以及三消 RPG《代号 SS》等。

2. 视频：内容变现为核心，剧综生产运营模式升级

多元盈利模式下付费用户仍是核心

中国网络视听发展研究报告数据显示，2020 年中国综合视频行业收入规模 1190.3 亿元，同比增长 16.3%，其增长主要来自视频平台不同环节变现效率的提升。从平台角度而言，近年来对视频及平台商业模式进行了多元化探索，从以广告为最主要的商业化模式逐步形成了广告+会员服务+版权分销等为主要商业模式。从 2018 年开始，爱奇艺的会员服务收入便全面超越了广告服务收入；芒果 TV 虽以广告收入占比较高，但随着用户规模及付费的增长，其会员收入与广告收入的差距不断拉近；哔哩哔哩平台则是一开始就以社区运营的模式并没有将广告作为最主要的变现模式。因此，我们认为随着多元媒介的崛起与广告投放的结构化变化，基于内容运营为核心的用户付费有望成为支撑平台收入的主要盈利模式，而同样基于内容的版权运营收入将保持快速增长。

图 53：网络视频平台广告与会员收入对比

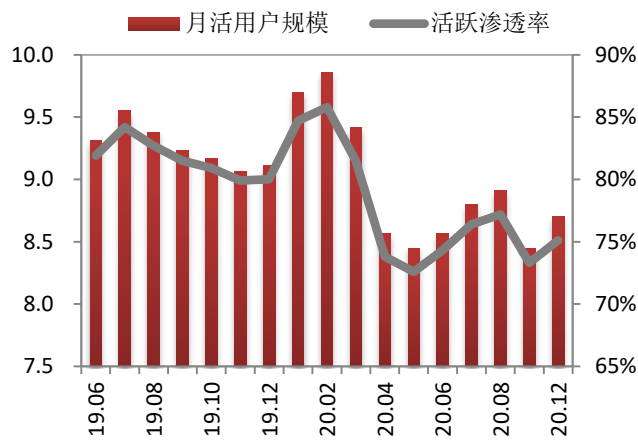


资料来源：公司财报，山西证券研究所



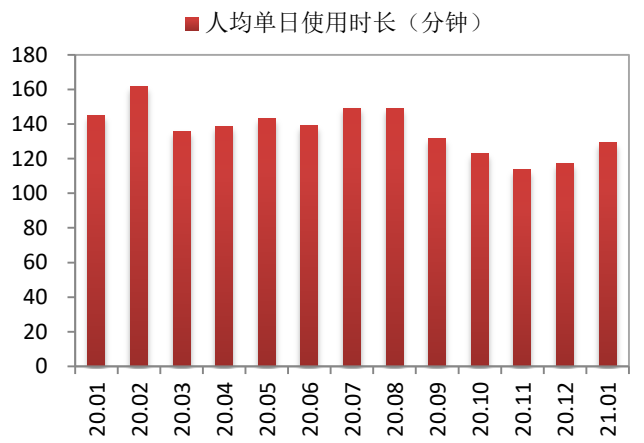
目前网络视频行业已经形成了对用户时长与规模的高度覆盖与渗透，始终保持高景气度，而长视频消费已经成为用户日常消费范畴。QuestMobile 数据显示，截至 2020 年 12 月，中国在线视频行业月活用户规模为 8.70 亿，用户渗透率为 75.1%；时长方面，2020 年用户日均使用时长达 137.2 分钟。其中寒暑假为年轻用户视频消费的高峰，能够为行业带来短暂的流量红利，但在高渗透率与移动互联网整体流量红利不足等条件下，长视频的用户付费转化将会面临放缓的趋势。2020 年 Q4 爱奇艺付费用户规模首次呈现环比减少，虽然在 2021 年 Q1 重回增长通道，但从爱奇艺、腾讯视频等头部平台付费用户的增长曲线来看已趋向平缓，而对于深耕垂直领域内容与用户赛道的芒果 TV、哔哩哔哩而言在会员业务上仍具有较高的增长空间。

图 54：2019.6-2020.12 网络视频月活用户规模



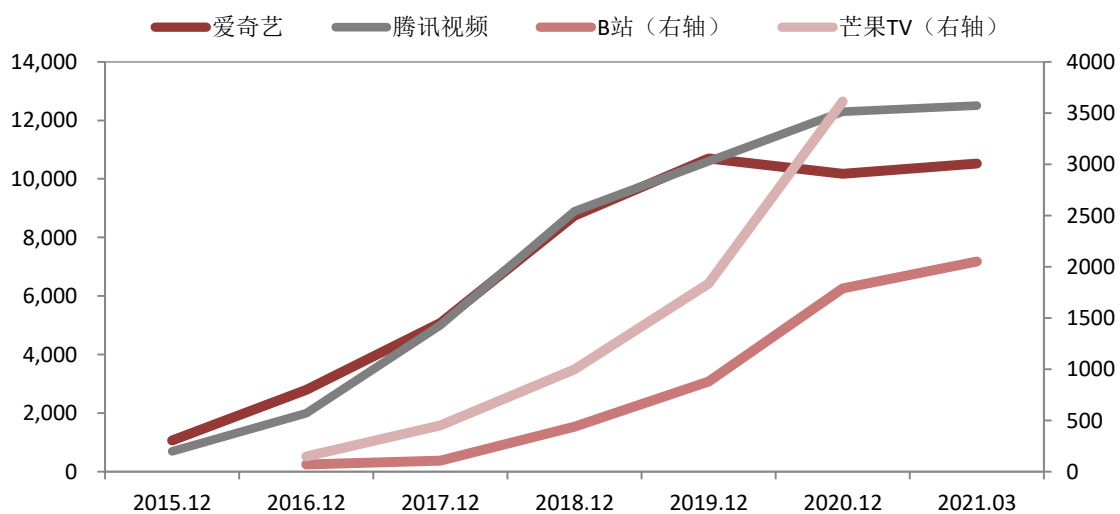
资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

图 55：2020 年网络视频行业用户使用时长数据



资料来源：易观分析，山西证券研究所

图 56：四大视频网站付费会员数量情况



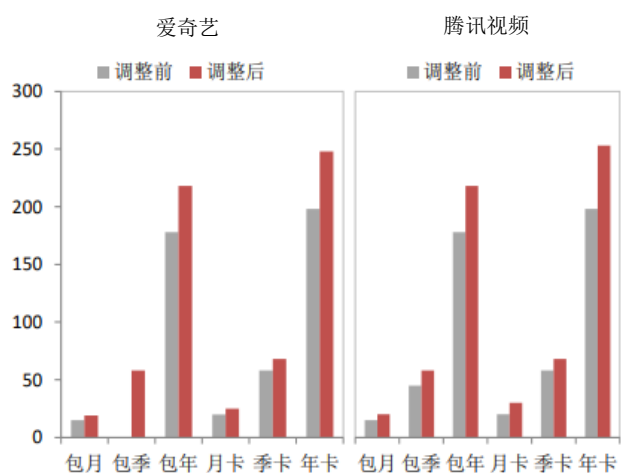
资料来源：公司财报，山西证券研究所



会员价格体系修正能够提升平台盈利能力，对冲会员增速放缓的影响

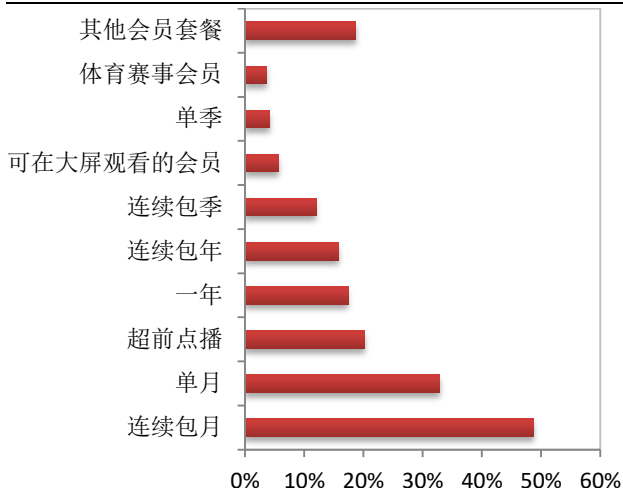
通过会员价格体系的修正，在一定程度上可以提升视频网站盈利能力，并对冲会员增速放缓对收入的影响。其中会员价格体系的修正包括会员订阅的提价以及差异化的付费体系的设计。爱奇艺与腾讯视频分别于 2020 年 11 月和 2021 年 4 月起宣布对 VIP 会员费涨价，芒果超媒也在考虑今年青春芒果节或春节期间提价，因此我们认为网络视频行业会员提价的预期较为明确。另一方面，在差异化的付费体系中，超前付费点播方式逐步普及且基本成为平台独播剧的标配，据《2020 网络原创节目分析发展报告》数据显示，2020 年有 30% 的网络剧、59% 的网络首播电视剧实现了超前点播；在用户行为调查中，有 66% 的观众表示使用过超前点播功能，其中累积花费 10-50 元的观众占比达到 30%。会员价格上涨与超点等差异化的付费体系，在一定程度上减轻平台内容成本的压力，同时需要以强大的内容供给为支撑，倒逼平台在内容布局上走向精品化。

图 57：爱奇艺黄金 VIP 与腾讯视频 VIP 价格调整对比



资料来源：视频网站，山西证券研究所

图 58：用户根据需求选择差异化的付费方式分布



资料来源：中国网络视听发展研究报告

剧场化模式再升级，深耕垂直用户，推动内容产业工业化

2020 年爱奇艺推出的迷雾剧场升级了视频平台类型化剧场运营模式。迷雾剧场是以对标美剧精品化内容、以悬疑类短剧集内容运营的模式，先后推出的《隐秘的角落》《沉默的真相》等极具质感与口碑的剧集成功出圈，带领迷雾剧场成为爱奇艺具有代表性的品牌。2021 年平台剧场化排播更加常态化，不仅新剧场上线，同时以精品化的内容进一步丰富和树立原有的剧场品牌：1) 爱奇艺迷雾剧场第二季储备《谁是凶手》《淘金》《八角亭迷雾》等 6 部剧集回归；启动恋恋剧场，聚焦恋爱仪式感的社交追剧，储备有 7 部剧集项目，包括《变成你的那一天》《满月之下请相爱》等都市、奇幻、甜宠等类型的爱情剧。2) 优酷视频强化悬疑剧场、宠爱剧场、合家欢剧场、都市剧场和港剧场五大剧场的排播，推出献礼剧场，形成矩阵化的内容与品牌优势，其中宠爱剧场推出《山河令》《司藤》等头部爆款大剧后



仍有近 30 部片单储备，以多元化的题材和视角打造成为女性剧集厂牌。3) 芒果 TV 的季风剧场在 5 月 24 日上线，与其他平台的剧场模式稍有差异，是以每周 2 集、单集 70 分钟，共 12 集的周播精品短剧的模式、以不同的关注内容和题材，并与湖南卫视形成台网联动，首播的《猎狼者》以反盗猎为主题，储备有《沉睡花园》《我在他乡挺好的》《妻子的选择》《婆婆的镯子》等项目分别以爱情悬疑、女性悬疑、都市悬疑等多元现实主义题材，在聚焦女性用户偏好的同时进行用户破圈探索。虽然目前腾讯视频尚未推出剧场模式，但从其近两年发布的剧集片单来看同样是以围绕主题式、类型化的方式聚焦赛道及 IP 系列。

表 1：2021 年爱奇艺、优酷、芒果 TV 剧场待播剧集储备

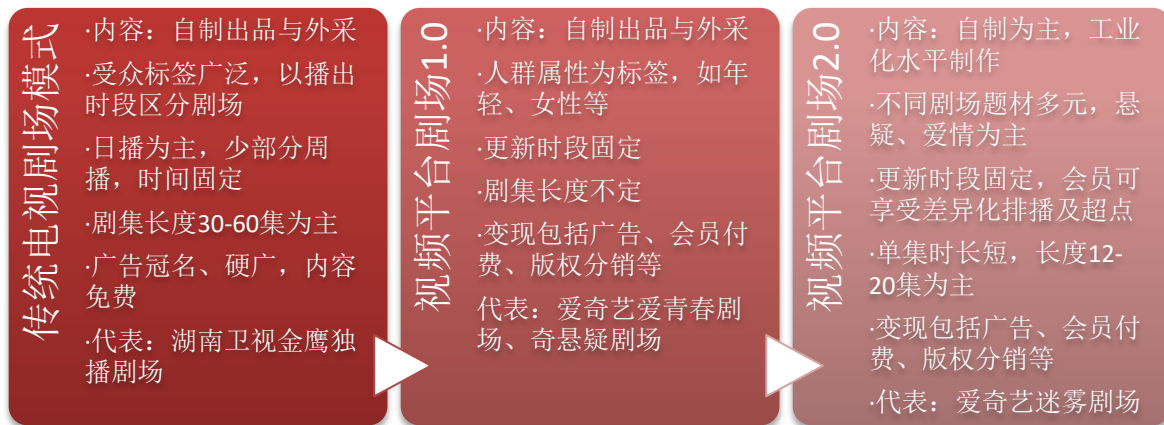
剧场	平台	播出时间	储备剧集	特点
芒果季风	芒果+湖南	每周一周二 22:00	沉睡花园、我在他乡挺好的、妻子的选择、婆婆的镯子等	短剧类型剧场
宠爱剧场	优酷	每周日周一周二	你好火焰蓝，不会恋爱的我们，心跳源加速、昔有琉璃瓦、你微笑时很美等	女性向剧集类剧场
恋恋剧场	爱奇艺	每周四至周日	月光变奏曲、变成你的那一天、喵，请许愿、满月之下请相爱等	甜向情感剧集类剧场
迷雾剧场	爱奇艺	每周二至周五	谁是凶手、淘金、致命愿望、八角亭迷雾、猎罪图鉴等	悬疑类短剧
献礼剧场	优酷	--	冰雨火、幸福到万家、蓝焰突击、特战荣耀等	建党百年献礼剧场
悬疑剧场	优酷	每周三至周六	回廊亭、玫瑰行者、五行世家、山河表里、复古侦探等	悬疑类剧场
小逗剧场	爱奇艺	预计 22 年上线	破事精英、开心合伙人、德云瓦舍、月刊少女	喜剧类剧场

资料来源：互联网公开数据，山西证券研究所

我们认为，视频平台剧场化打法有望逐步形成范式，不仅在于剧场的数量增加、排播常态化，更重要的在于：1) 对于内容类型化、精品化生产和运营模式的形成，在打造品牌与标杆的过程中对精品剧产出的需求更加迫切，必将需要上游优质的内容制作方加入，平台与制作方形成专业化的分工；2) 与用户垂直化的运营相结合，目前平台聚焦的悬疑与甜宠两大赛道受众于更为广泛且笼统的用户定位（例如男频和女性向），而未来如若剧场品牌不断增加，剧场主题与特点更加细分和鲜明，能够精准满足受众的需求和挖掘偏好，形成强大的用户粘性；3) 商业价值与长尾效应的释放，一方面剧场整体性和快节奏的排播更有利于用户付费的留存以及招商的扩容，另一方面优质的网络剧通过二次上星或超前付费等方式带来版权销售及长尾收益。因此，剧场赛道的竞争加剧不仅有利驱动优质剧集的持续产出，还有望从平台端进一步推动影视剧产业的模式升级和工业化提升。



图 59：网络视频平台的剧场模式升级过程

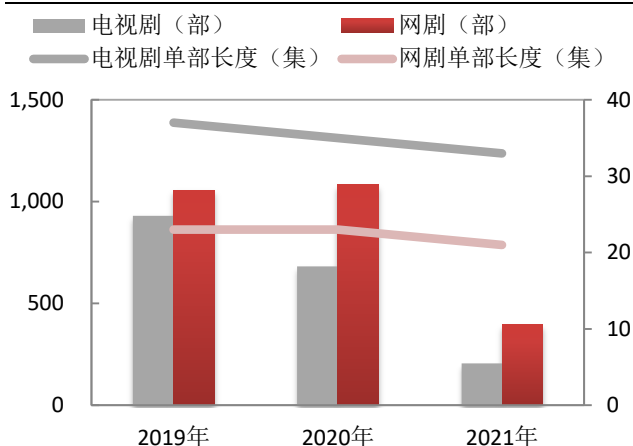


资料来源：易观分析，百度，山西证券研究所

需求为导向，调整中的影视制作走入新模式

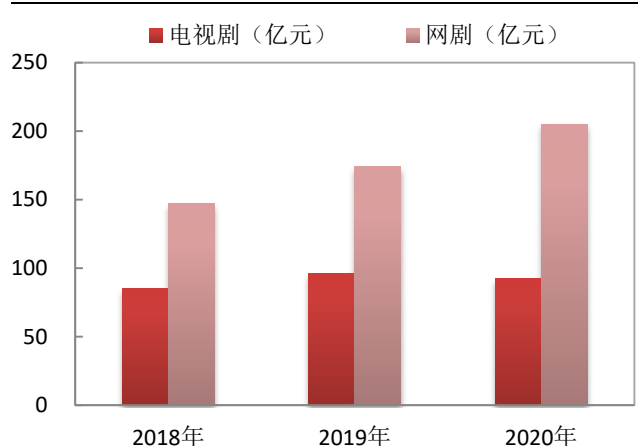
自 2018 年以来行业监管持续强化，涉及到内容制作的多个方面，包括 1) 内容质量把控，影视剧备案时必须提交《完成剧本创作承诺书》、剧集长度建议不超过 40 集和严禁集数灌水等；2) 制作成本把控，演员嘉宾片酬严格控制，倡议电视剧网剧单集制作成本控制在 400 万元以内等。整体上来看监管的正确导向推动影视剧上游制作的供给侧改革：一方面，电视剧备案数量与集数同比持续减少，2020 年、2021 年 1-5 月电视剧备案数量分别为 681 部、205 部，同比减少 26.77%、32.79%，备案电视剧平均长度每部 35 集、33 集，2019 年为每部 37 集，而备案题材以反映现实题材当代、近代类型居多，古装剧备案数量大幅减少。另一方面，剧集制作呈现结构性变化，电视剧供给收缩的同时网络剧制作增加，尤其是在网络剧向精品化内容发展的过程中资本对网剧的投资规模不断扩张，2020 年、2021 年 1-4 月重点网络剧规划备案数量达 1083 部、395 部，同比增长 2.56%、51.92%。

图 60：电视剧拍摄及重点网络剧规划备案情况



资料来源：国家广电总局，山西证券研究所

图 61：2018-2020 年中国剧集市场投资规模



资料来源：艺恩，易观，山西证券研究所



从备案数量的变化来看，台退网进、先网后台的趋势愈加明显，对于剧集上游制作方而言，传统的电视渠道不再是影视剧内容公司单一的发行渠道，特别是在平台精品化剧集需求不断增长、内容竞争加剧的趋势下，制作方与平台的合作关系更加紧密，剧集定制模式更加普遍。2018 年以来由于成本端的控制导致剧集销售端价格受到压制，影视剧公司项目成本与价格错配、毛利水平下行、存货跌价，因此近两年影视制作公司在消化库存项目的同时利润端受到明显的影响。平台定制模式下，剧集创作具有明显的需求导向性，且在保障一定毛利率水平前提下项目资金回流加快、项目收益较为确定，有利于内容的持续创作和生产；同时在平台分账、超点等多元化付费体系下也为制作方带来打开 C 端付费市场和长尾收益的可能性。具体到公司而言，经历行业的调整与洗牌，目前具有头部内容和规模化生产能力的公司数量在减少，市场集中度提升。头部公司精品化制作能力优势明显，内容品质受市场认可，在项目储备上台网并举，例如上市公司中华策影视最先走出成本与价格调整的错配期，以扁平化创作+中后台支撑的平台化生产模式，定制剧与版权剧并举，保障了公司头部剧集市占率与规模化生产能力；芒果超媒由于拥有视频平台运营及背靠广电的双渠道优势，在剧集生产中同样以自制网剧+台网剧并举，加强了外部资源整合与内部团队的吸收培养。而在其余老牌上市剧集公司慈文传媒、完美世界、唐德影视、华录百纳的项目储备中以及中小型非上市的影视制作公司项目备案中，能够清晰的看到网剧制作和储备的倾向明显，因此我们认为剧集制作在政策导向、行业自身调整与下游渠道驱动的共同作用下，正在进入新的发展模式。

表 2：上市影视剧制作公司 2021 年项目储备情况

公司名称	2021 年项目储备
华策影视	热血神探、我和我们在一起、镜双城、一生一世、月光变奏曲、长安如故、我的氧气女友、变成你的那一天、恩爱两不疑、当爱情遇上科学家以及 15 部计划开机
完美世界	光荣与梦想、舍我其谁、昔有琉璃瓦、月里青山淡如画、山河表里等 16 部
华录百纳	逆光者、冰雨火、先生们请立正、美好的日子、光辉的旗帜、君九龄、无与伦比的美丽等 8 部以及 12 部计划开机
唐德影视	香山叶正红、你的声音如此美丽、为了明天、无间等 8 部
慈文传媒	流光之城、核爆危机、生命缘、苍穹以北、密使一号、弹痕、杀破狼、时光分岔的夏天、海棠公馆等 16 部
欢瑞世纪	盗墓笔记之云顶天宫、鬼吹灯、权与利、山河月明、梦醒长安、南风知我意、十年一品温如言、瑶象传奇等

资料来源：上市公司年报，山西证券研究所

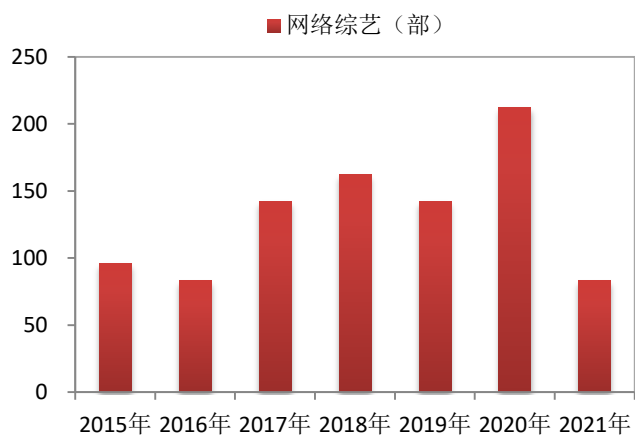
创作趋向类型化，网综 IP 探索线下内容场景与商业模式

随着网络综艺上新规模的增加以及整体制作品质的向好，网综已经成为拉动平台付费与广告招商的重要产品，平台在自制网综内容的开发和制作模式上也逐渐走向成熟。2020 年视频平台共计上线网络综艺 212 部，同比增加 70 部；2021 年 1-4 月上线 83 部，同比增加 3 部，其中在平台分布上，腾讯



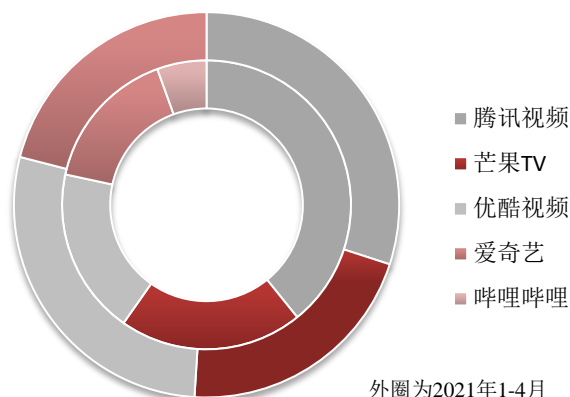
视频与芒果 TV 一直以来在网综播出数量上领先。

图 62：2015-2021 年网络综艺上新数量



资料来源：艺恩咨询，中国网络视听发展研究报告

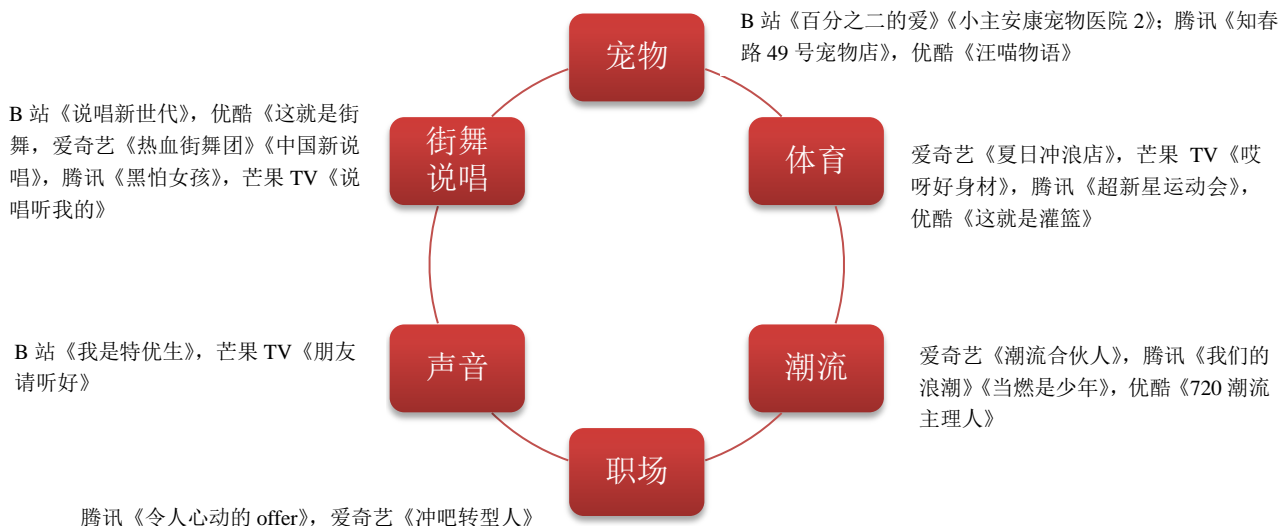
图 63：20 年及 21 年 1-4 月平台播出网综数量分布



资料来源：艺恩咨询，中国网络视听发展研究报告

在节目类型上，我们认为平台制作上已呈现出明显的特点，即以综 N 代节目稳固平台流量大盘，同时在细分垂直领域方面进行类型化的深挖和创新探索，内容题材与形态不断多元和丰富，例如职场、潮流时尚、宠物、说唱、传统文化、电商、声音、街舞等，触及不同的圈层文化和用户。

图 64：网络综艺以丰富多元的节目题材触达不同的圈层文化



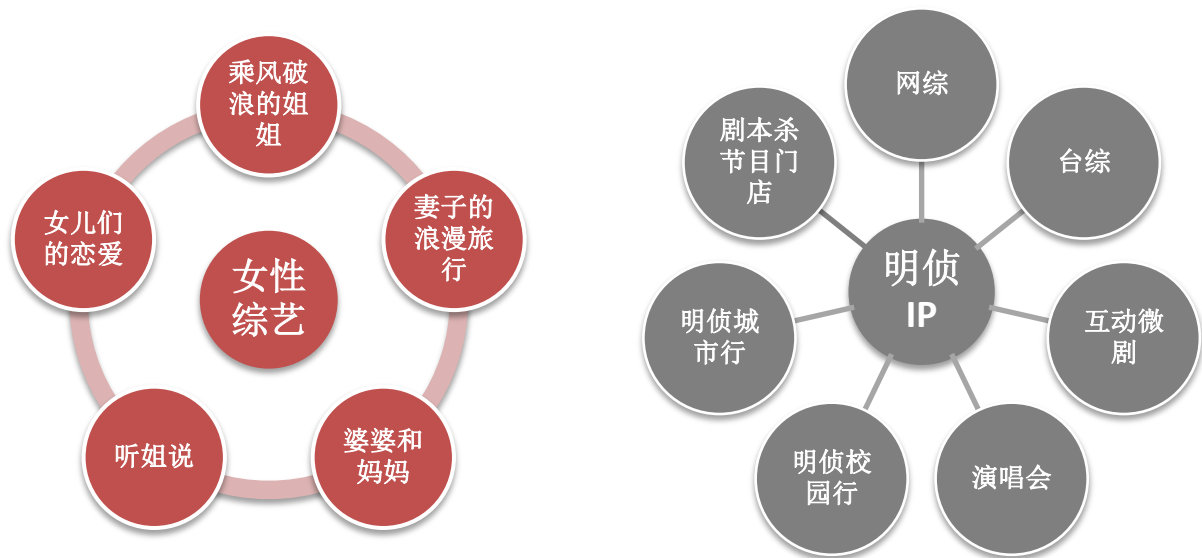
资料来源：易观分析，互联网公开信息，山西证券研究所

以芒果 TV 为例，在女性综艺上平台围绕情感、职场、家庭、竞技等多个方面呈现出不同题材的综艺内容，进一步树立了芒果深耕女性用户、共同探讨女性价值观的品牌和文化；同时芒果通过推出多个系列综艺，打造出现象级网综 IP 品牌，并形成线上线下的衍生宇宙进行联动，深度挖掘网综 IP 商业价值。例如芒果 TV 的明星大侦探系列，综艺节目推出 6 季，每季播出热度均保持市场头部，



同时在线上开发出了网综《名侦探学院 1-3 季》、台综《我是大侦探》、互动微剧《头号嫌疑人》《目标人物》、演唱会《NZND 顶牛演唱会》，21 年春季新芒品鉴会上公布侦探 IP 新综《闪耀的侦探家族》；线下推出了明侦校园行、明侦城市行主题活动，粉丝可以在线下体验搜证探案等环节。而由于推理探案题材的特性，《明侦》还能够与年轻市场的剧本杀、密室逃脱等娱乐方式相结合，2021 年 4 月 30 日《明星大侦探》全国首家剧本杀节目门店芒果 M-CITY 明星大侦探长沙店开业，成为芒果 TV 自营实景娱乐品牌的首家门店。芒果 M-CITY 以实景探案+圆桌剧本杀为主，店内储备 300+剧本，开设 6 个主题场景，分别匹配中世纪欧洲、医院等多种时空；主题场景中 NZND 实景密室延续了《明星大侦探》1-6 季节目故事。首家门店开业后预约火热，后续还将陆续在上海、成都、武汉等城市开设。

图 65：芒果 TV 网综垂直内容深挖与 IP 衍生开发

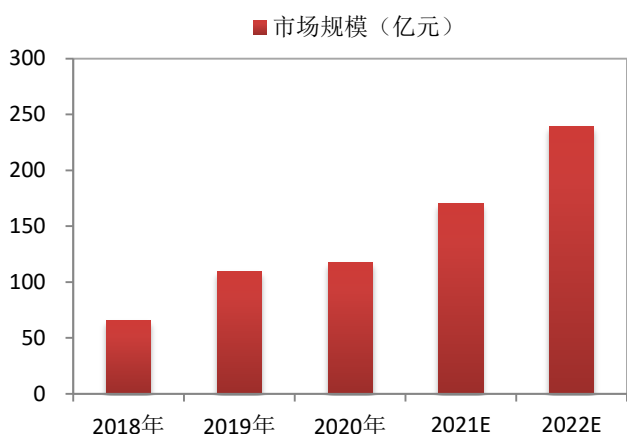


资料来源：易观分析，互联网公开信息，山西证券研究所

据艾媒数据显示，2019 年中国剧本杀市场规模已超百亿，同比增速达 68%，2020 年受疫情影响规模增长放缓达 117.4 亿，随着疫情的控制预计在 2021 年市场规模将增长至 170.2 亿元。在需求推动下，线下剧本杀门店正在经历快速扩张阶段，目前线下门店数量达 3 万家，虽然剧本杀市场已经形成了从剧本创作、发行商、演员、门店商家、垂直平台等完整的产业链，但成熟的优质作者与 IP 仍为稀缺资源，因此我们认为以明侦为代表的具有广泛线上粉丝基础的成熟网综 IP 具有竞争优势，同时线下剧本杀门店也将为芒果 TV 拓展出新的内容场景和商业模式。



图 66：2018-2020E 中国剧本杀市场规模



资料来源：艾媒数据，山西证券研究所

图 67：芒果 M-CITY 明星大侦探长沙店



资料来源：互联网公开信息

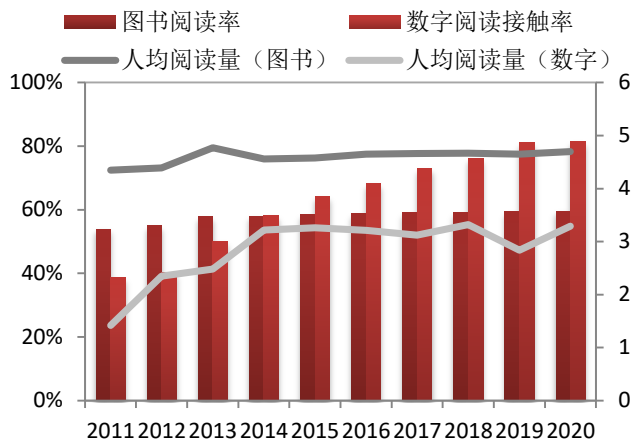
3. 阅读：有声赛道正在崛起，图书销售仍有增量红利

纸质图书与数字化在大众阅读中形成均衡关系

据全国国民阅读报告数据，目前我国全民阅读普及率已经处于较高的水平，2020 年我国成年国民综合阅读率为 81.30%，其中图书阅读与数字化阅读是成年国民阅读率最高的两种媒介，2020 年我国成年国民图书阅读率为 59.5%，较 2019 年上升 0.2pct，数字化阅读接触率为 81.3%，较 2019 年上升 0.2pct。从用户粘性的不同维度来看，纸质图书的优势在于国民阅读的数量，而数字化内容领先于国民阅读的时间。2020 年成年国民人均图书阅读量为 4.7 本，较 2019 年 4.65 本增加 0.05 本，电子书阅读量为 3.29 本，较 2019 年 2.84 本增加 0.45 本；而在阅读时长方面，纸质图书的日均阅读时长为 20.04 分钟，而手机端、互联网、电子阅读器的日均阅读时长分别为 100.75 分钟、67.82 分钟、11.44 分钟。近年来由于内容质量的提高以及其阅读碎片化、便捷性的特性使得数字阅读迅速普及，并对纸质图书的阅读产生了一定替代效应，且从阅读形式来看，数字阅读与纸质图书在用户时长方面也具有一定竞争性。但由于内容供给的差异以及国民对阅读诉求和习惯倾向的不同，我们认为纸质图书与数字阅读将从替代效应走向均衡关系，而阅读成为居民日常文娱消费的范畴，随着深度阅读人群规模的持续扩大，图书消费与数字阅读内容需求将不断提升。

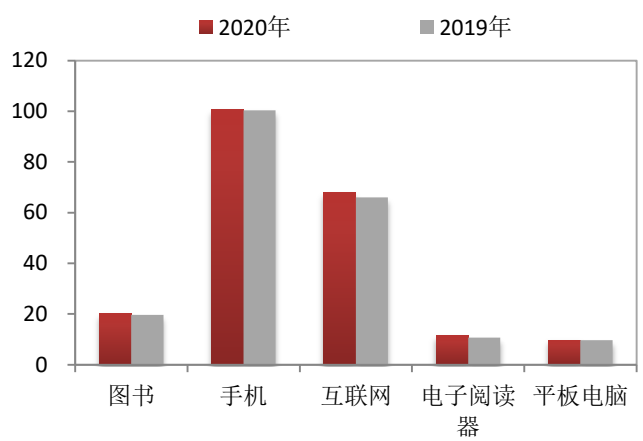


图 68：2011-2020 年成年国民阅读率与阅读量



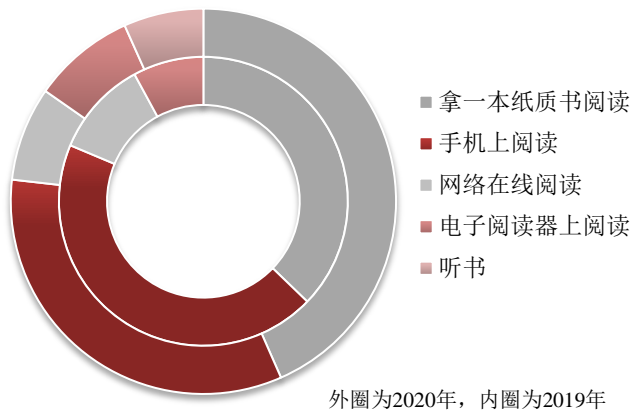
资料来源：全国国民阅读调查报告，山西证券研究所

图 69：2020 年国民阅读媒介时长对比



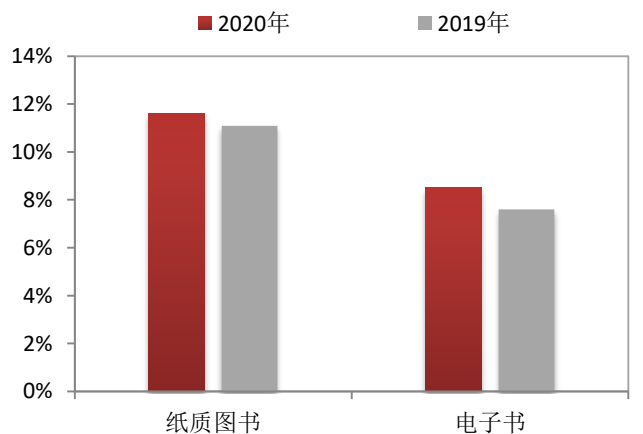
资料来源：全国国民阅读调查报告，山西证券研究所

图 70：2020 年国民倾向的阅读形式



资料来源：全国国民阅读调查报告，山西证券研究所

图 71：2020 国民年均阅读量在 10 本及以上人群比重



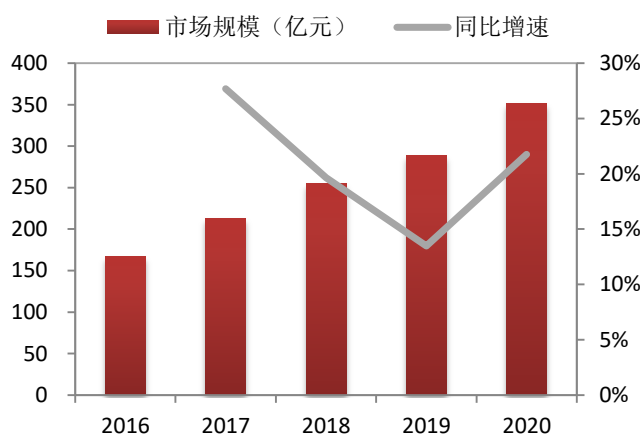
资料来源：全国国民阅读调查报告，山西证券研究所

从用户到内容，从场景到商业模式，有声赛道正在崛起

免费阅读产品的崛起为数字阅读市场进行了赛道扩容，通过降低一定阅读体验来获取免费正版阅读内容的方式，在一定程度上推动了阅读产品下沉市场的渗透，为数字阅读市场挖掘更多的增量用户，同时广告、版权等盈利模式打开了 B 端的收入空间。2020 年中国数字阅读用户规模为 4.94 亿，同比增长 5.56%；数字阅读产业继续呈现快速增长，市场规模达 352.6 亿元，同比增长 21.75%，收入结构中付费订阅收入规模占比 58%，版权运营与广告收入规模占比分别 23.20%、17.40%。

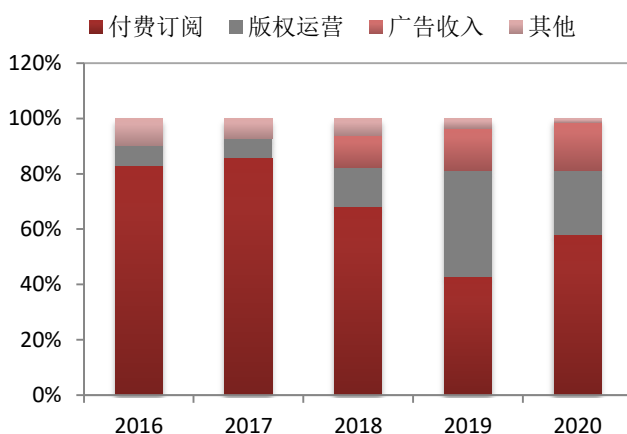


图 72：2020 年数字阅读市场规模及增速



资料来源：中国音数协，山西证券研究所

图 73：数字阅读市场收入结构

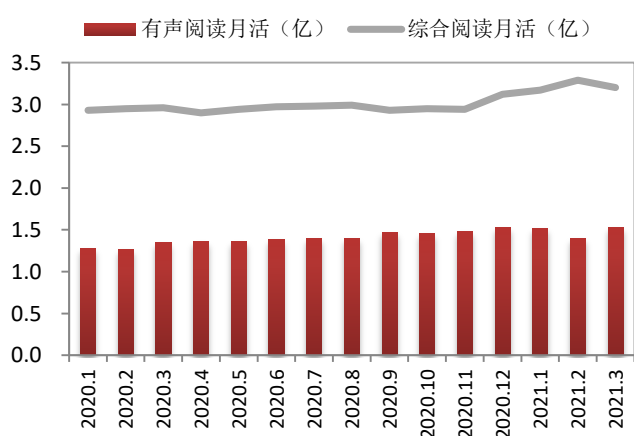


资料来源：北京开卷

随着数字阅读平台业态向多元化开展和深耕，各大平台大力推广和布局有声内容，听书等在线音频业务发展迅速，不仅满足用户对阅读内容的视听需求，同时丰富自身内容与服务业态，促进阅读内容多元化开发和变现。我们认为无论是从用户角度、内容角度、商业模式及应用场景角度，有声赛道均有望成为数字阅读领域中继免费阅读、版权运营之后又一条具有发展潜力的赛道。

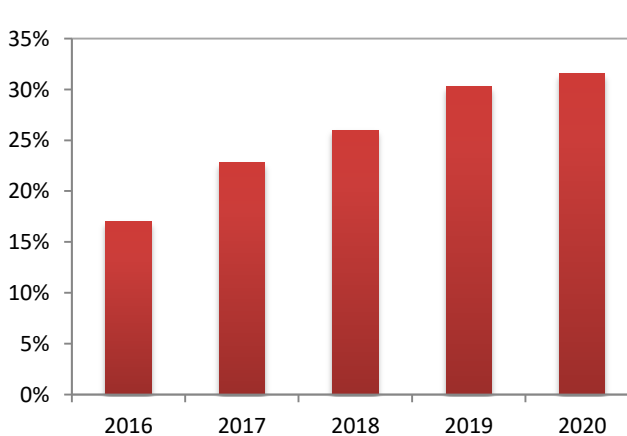
首先，娱乐消费产品的丰富化对于用户视觉时长将趋于饱和，但听觉需求尚未满足，在用户覆盖与用户时长占领上仍具有上升空间。据全国国民阅读调查报告数据，2020 年约有 31.6% 的成年国民有听书习惯，相较于 2019 年平均水平提高 1.3pct，但相较于数字化阅读接触率水平仍具有差距，且从有声阅读月活用户规模来看，2020 年至 2021 年一季度月活均值为 1.41 亿，不及综合阅读月活规模的 50%。此外，从用户结构来看，目前移动音频用户还主要集中于二线城市及东部沿海经济发达省份内中高等消费能力群体、年轻用户群体，下沉市场用户及银发用户群体的潜力尚待挖掘，用户增量空间广阔。

图 74：2020 年-2021Q1 有声阅读月活用户规模



资料来源：易观分析，山西证券研究所

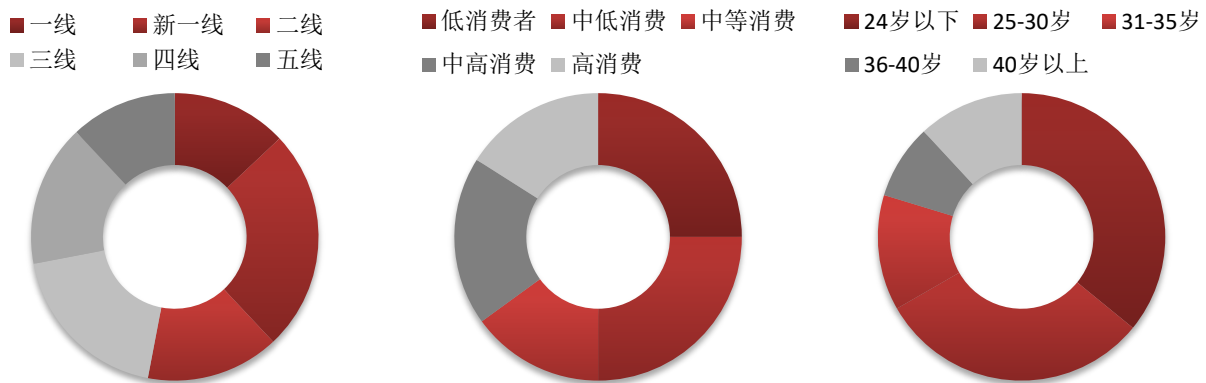
图 75：2020 年成年国民听书率



资料来源：全国国民阅读调查报告，山西证券研究所



图 76：2020 年移动音频行业用户结构

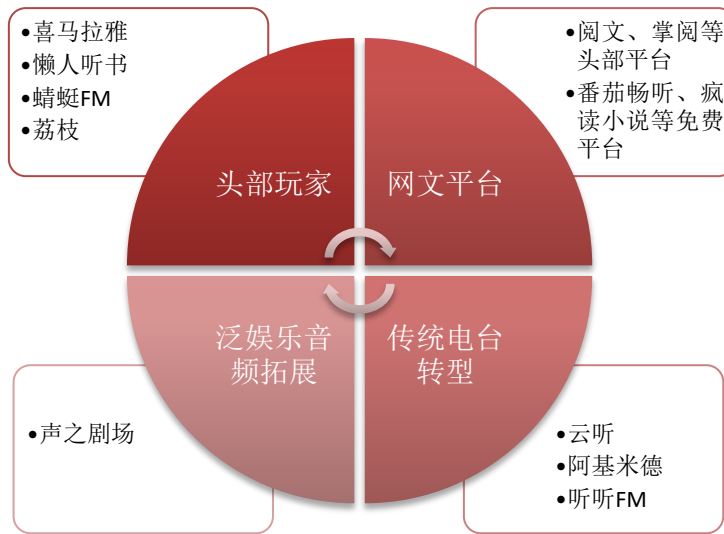


资料来源：易观分析，艾媒咨询，山西证券研究所

其次，近几年音频内容潜力不断释放，数字阅读&音频平台除加强与专业出版社、原创网络文学版权合作实现精品文字内容的有声化外，还通过打造原创音频栏目创作、IP 改编广播剧场，扶持 PUGC、UGC 内容创作、播客业态复苏以及探索音频直播、声音社交等交互式音频娱乐，丰富内容矩阵及和音频业态。音频行业前期进入者，如喜马拉雅、懒人听书等在内容布局上各有特点，如喜马拉雅作为综合性的音频平台，加大了平台内容源头建设，与 140 家出版社、90 多家网文平台合作，共同开发有声作品以及出版类 IP 多元开发，发布创作者扶持计划，加大有声书主播等内容创作者的收入分成与生态赋能；荔枝则发起于 UGC 模式，并开创了声音社交的新玩法，推出语音社交应用 Tiya、垂直类播客内容平台荔枝播客。番茄免费小说、疯读小说等作为免费阅读平台同时加大了有声领域的布局，如番茄上线了番茄畅听，定位于网文小说免费收听及 IP 有声化，与字节集团旗下短视频等多内容平台进行生态共建。此外，行业内还包括传统媒体布局融媒体转型而打造的音频平台、音乐平台拓展至有声书及广播剧音频平台等更加多元化的新进者，更多玩家的涌入有望在拓宽产业赛道、丰富内容及产品形态等方面发挥积极作用。



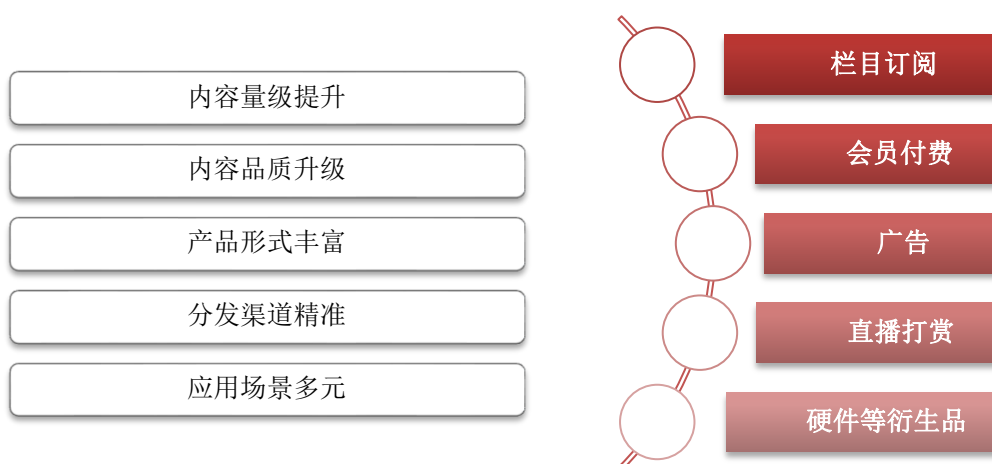
图 77：在线音频行业不同的市场参与者



资料来源：易观分析，艾媒咨询，山西证券研究所

第三，音频内容量级的提升和应用场景的拓展，将带动产业及平台的商业模式不断升级。传统的有声阅读是以用户订阅付费为主要方式完成内容的变现，而在多元化有声内容、音频栏目和产品形式下不仅能够推动用户付费，新的变现模式也会产生，产业的收入结构逐步拓展至栏目订阅、会员付费、广告收入、直播打赏、衍生品收入并加码直播带货等模式。此外，随着 5G、AI 等技术的发展，音频平台通过与汽车企业、智能设备厂商、手机应用商及智能硬件产品合作，以不同终端硬件拓展音频内容应用场景、多元分发渠道触达广泛用户，并充分发挥音频内容的碎片化、陪伴式阅读和解放视觉优势来强化用户粘性，同时也打开了新的盈利空间。

图 78：传统有声阅读业态到在线音频生态商业模式升级



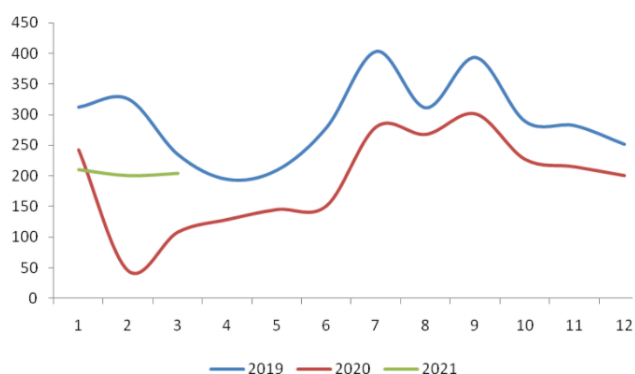
资料来源：易观分析，艾媒咨询，山西证券研究所



图书市场全面复苏，下沉市场、主题出版与少儿教育出版带来增量

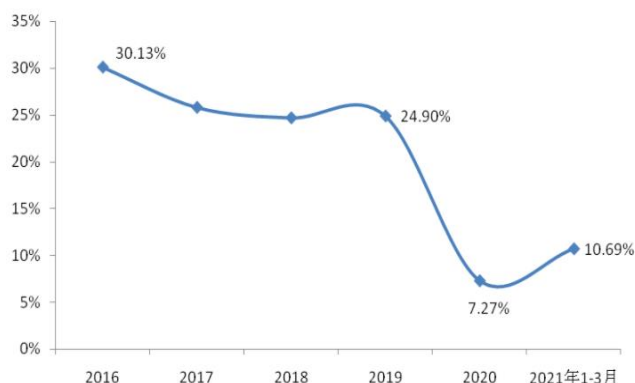
图书零售市场 2020 年初疫情的影响自 2014 年以来首次负增长，但随着市场的回暖到 2021 年一季度已实现全面的复苏，市场重回两位数增长通道，同比增长 18.59%。不同渠道方面，实体渠道由于 2020 年同期受到较为严重的冲击，2021 年 Q1 反弹强劲，同比增长达 55.44%，但相较于 2019 年同期仍处于恢复期。网店渠道继续保持快速增长，2021 年 Q1 同比增长 10.69%，经过 2020 年疫情的加成，读者消费习惯向线上转移成为不可逆的趋势，线上网店已经成为图书销售的主要渠道；直播带货、抖音小店等新营销方式及渠道的崛起，将进一步促进网店渠道的发展。

图 79：实体书店渠道指数变化趋势



资料来源：北京开卷

图 80：实体书店渠道指数变化趋势



资料来源：北京开卷

下沉市场图书消费需求旺盛，根据京东图书数据，2018 年至 2020 年，三到六线城市用户数量占比及新用户数量占比逐年上升，与之对应的是三到六线城市的成交数量占比及成交额占比也逐年上升。而在实体渠道中，2020 年虽然不同城市线实体书店的销售码洋均受挫减少，但低线城市的降幅低于一线及二线城市实体书店；2021 年一季度，虽然不同城市线的实体书店在销售码洋、门店数量等方面虽都有大幅复苏，但三四五线城市实体书店的销售码洋同比实现快速增长，其中五线城市的码洋同比增长高达 146%，为发展潜力最大的市场。因此，我们认为随着物流与仓储在低线城市的铺设密度提升以及实体书店的快速复苏，有望成为驱动图书市场进一步增长的强劲驱动力。

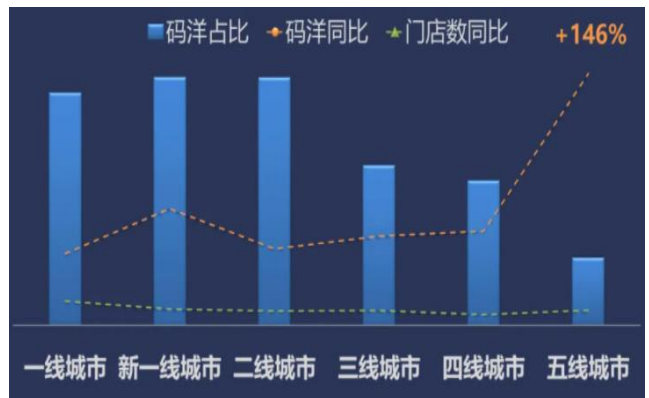


图 81：2018-2020 年不同城市用户及成交量分布



资料来源：京东图书大数据

图 82：21Q1 实体门店在不同城市销售同比增速

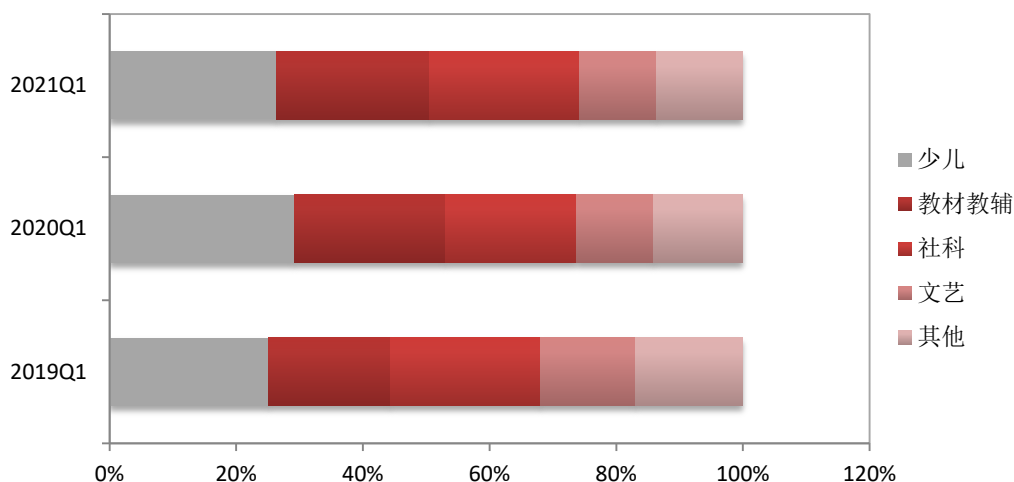


资料来源：中金易云

自 2020 年三季度，图书零售市场新书产能逐步恢复，2021 年一季度新书动销品种较 2020 年同期有所增长，中金易云数据显示为 12.61 万种，同比增长 37%，但低于 2019 年同期水平。在图书精品化趋势下，新书上线对当年市场码洋的贡献已逐步减弱，内容及产品周期需静待市场和读者检验。以此同时随着市场回暖及经营恢复正常状态，图书库存周转较 2020 年同期有大幅好转，据中金易云数据显示，2021Q1 年一季度市场图书库存周转天数为 450 天，较 20 年同期减少 252 天，出版及发行公司的库存及周转压力进一步减弱。在图书品类方面，少儿、教材教辅与社科三类销售码洋站稳市场基础盘，2021 年一季度上述三大品类码洋的市场占比分别为 26.36%、24.17%、23.74%，其中社科类图书受主题出版驱动增长明显，码洋占比较 2020 年一季度上升 2.99pct；社科类下马列、学术文化、法律、经管等多个细分品类图书销售及占比较 2020 年同期有所上升。我们认为由于今年正值中国共产党成立 100 周年，主题出版热度预计将持续上升，据中金易云数据显示，2020 年图书零售市场中政治、历史传记等主题类读物占新书销售码洋的 48%，而主题出版新书的热销带动团购渠道码洋增长达 24%，因此主题出版图书销售带动有望贯穿于全年，为今年图书市场销售带来增量。



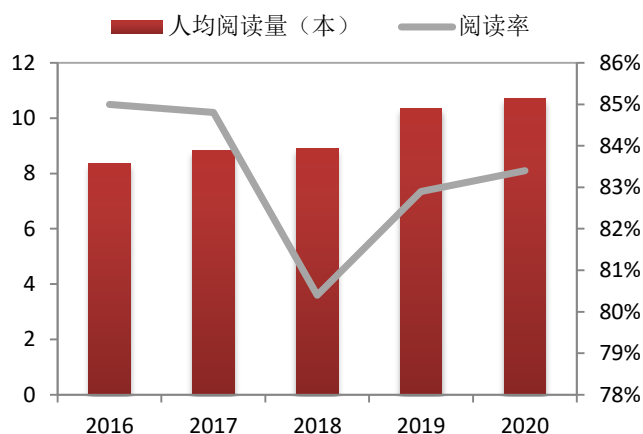
图 83：2019Q1-2021Q1 图书零售市场主要品类码洋比重



资料来源：北京开卷，山西证券研究所

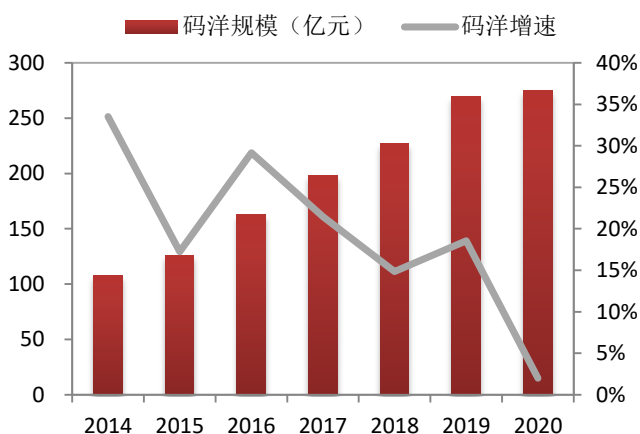
从全国国民阅读报告来看，我国未成年人图书阅读率高达 83.4%，较 2019 年提高 0.5pct，人均图书阅读量为 10.71 本，其中 14-17 周岁的青少年人均阅读量为 13.07 本，明显高于其他年龄群体，属于图书高需求人群，并且由于少儿阅读对于眼睛保护等健康要求较高，同时有亲子互动阅读的需求，因此少儿图书、教材教辅对纸质阅读存在明显的依赖，因此低幼群体的家庭陪伴阅读及 K12 群体学习、课外阅读的刚性需求是带动少儿图书与教材教辅销售持续增长的驱动力，同时随着学校对课外阅读要求的日益提升、家长及小读者多样化的需求，也使得少儿类、教辅类图书内容与形式呈现多元化、丰富化发展。

图 84：2020 年未成年国民阅读率与人均阅读量



资料来源：全国国民阅读调查报告，山西证券研究所

图 85：图书零售市场少儿图书码洋规模测算



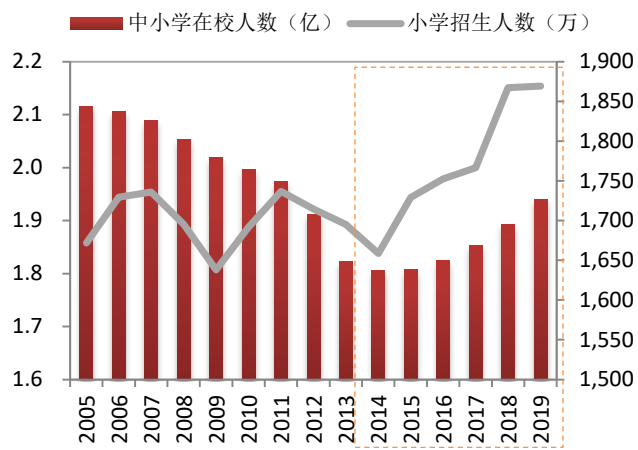
资料来源：北京开卷，山西证券研究所

2014 年我国中小学在校人数触底反弹并持续增长，截至 2019 年底中小学在校人数达到 1.94 亿，小学生招生人数同样保持增长，2019 年底达到 1869.04 万人，其中河南、广东、山东、河北四省中小学在校人数超过 1000 万，广东、河南、山东、河北、江苏等五省招生人数过百万。从人口增量来看，



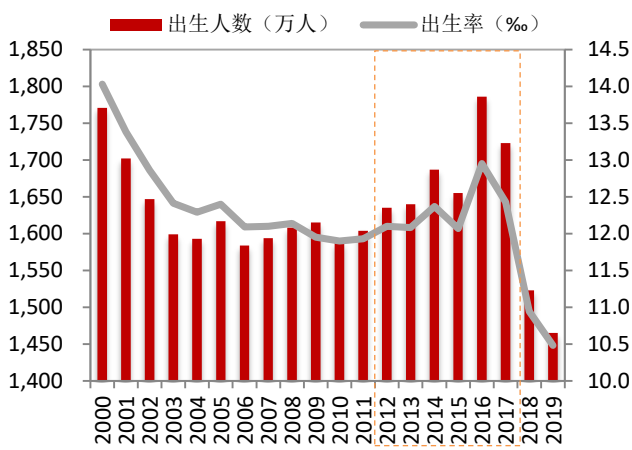
近二十年我国人口出生率处于下滑态势，但 2011 年双独二胎及 2015 年全面二孩政策实施后，在 2012 至 2017 年迎来短暂的生育高峰，出生率明显上升，我们以 6 周岁为小学入学适龄的假定，受益于两项政策的人口红利可延续至 2023 年。此外，2021 年 5 月 31 日，中共中央政治局召开会议指出将实施一对夫妻可以生育三个子女政策及配套支持措施，进一步优化生育政策。从中长期来看，三胎政策的落地有望带动我国新生人口的增长，尤其对于逐步低龄化、早期化的图书消费市场，有望在文娱消费领域最先享有人口红利。

图 86：近十五年我国中小学在校及普通小学招生人数



资料来源：国家统计局、教育部，山西证券研究所

图 87：近二十年全国人口出生情况



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

4. 电影：回归内容拉动需求逻辑，渠道头部效应加强

市场尚处恢复当中，优质内容供给驱动需求释放

截至 2021 年 6 月 20 日，我国内地电影市场票房总计为 270.08 亿元，较 2019 年同期减少 9.13%，观影人次为 66,538 万人，较 2019 年同期减少 13.06%，市场整体尚处于疫情后的恢复阶段。从单月票房来看，2 月为上半年电影市场票房峰值，月票房达 122.70 亿元，同比 2019 年 2 月增长 9.91%，5 月为上半年票房增幅最大月份，月票房 48.66 亿元，同比 2019 年 5 月增长 32.08%，相应的观影人次峰值为 2 月的 2.67 亿，同比增长 1.57%，增幅峰值为 5 月的 1.30 亿人，同比增长 34.25%。



图 88：2018-2021 年上半年电影大盘票房

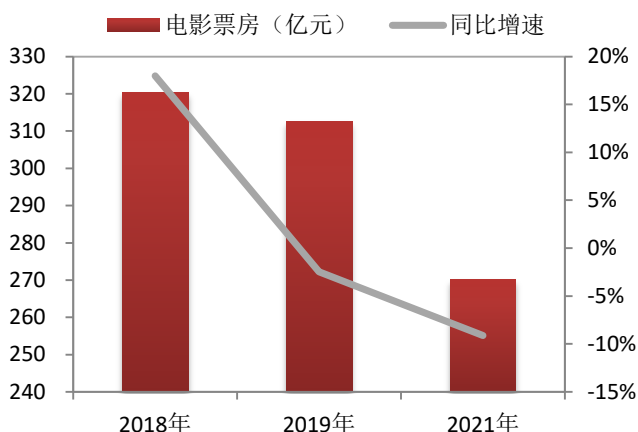
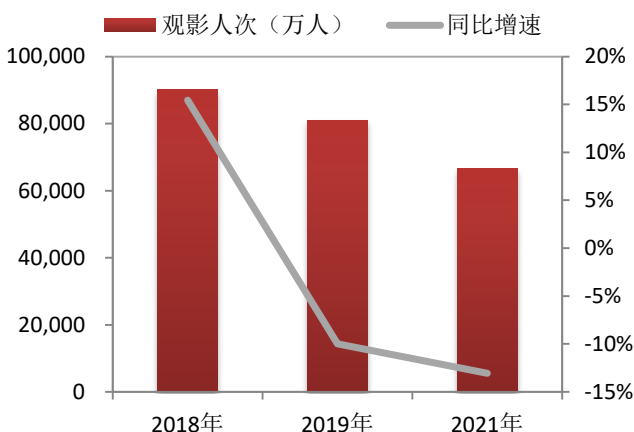


图 89：2018-2021 年上半年电影大盘观影人次



资料来源：猫眼电影专业版，山西证券研究所（注：2021 年数据截至 6 月 20 日）

图 90：2021 年单月电影大盘票房

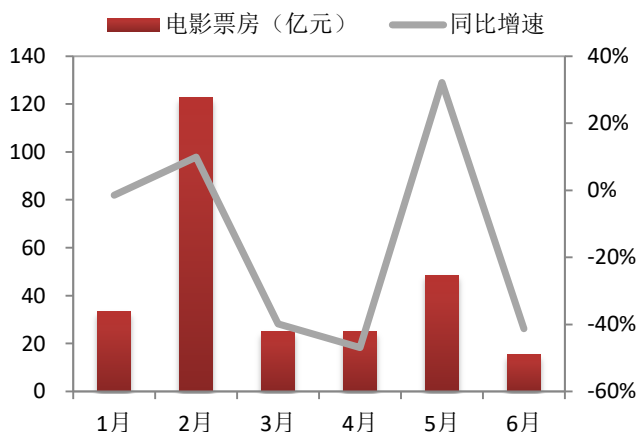
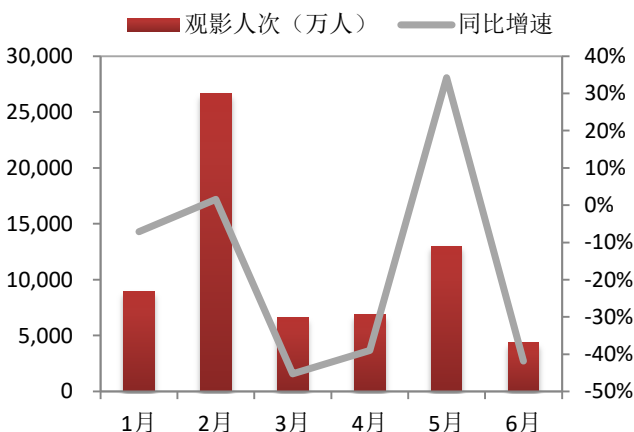


图 91：2021 年单月电影观影人次

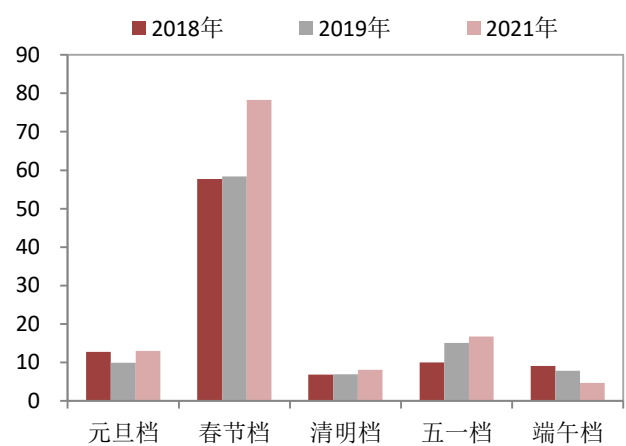


资料来源：猫眼电影专业版，山西证券研究所（注：6 月数据截至 6 月 20 日）

2021 年电影市场呈现出显著的特点，即重要档期电影市场票房表现均超出市场预期，并能够刷新档期的历史最好成绩，如元旦、春节、清明、五一档电影市场票房分别达到 12.99 亿、78.25 亿、8.12 亿、16.72 亿元，分别较 2019 年同档期票房增长 31.28%、33.99%、17.68%、10.63%。其中主要的原因在于重要档期内市场优质影片供给增加，且均有头部影片拉动观影需求集中释放，例如元旦档的票房冠军《送你一朵小红花》档期票房 5.24 亿、累计票房 11.96 亿，春节档《唐人街探案 3》《你好，李焕英》档期票房 35.62 亿、27.22 亿，累计票房分别达 45.15 亿和 54.13 亿，清明档《我的姐姐》档期票房 3.78 亿、累计票房 8.60 亿以及五一档《悬崖之上》《你的婚礼》档期票房 5.05 亿、5.11 亿，累计票房 11.82 亿、7.89 亿，均进入 2021 年上半年单片票房前十位，对带动大盘票房增长的作用较为明显。与此同时端午档期票房表现不及预期也从侧面反映了在市场缺乏具有引领作用的头部影片，且多部影片同时上映形成排片“内卷”，不足以有效带动观影的释放。

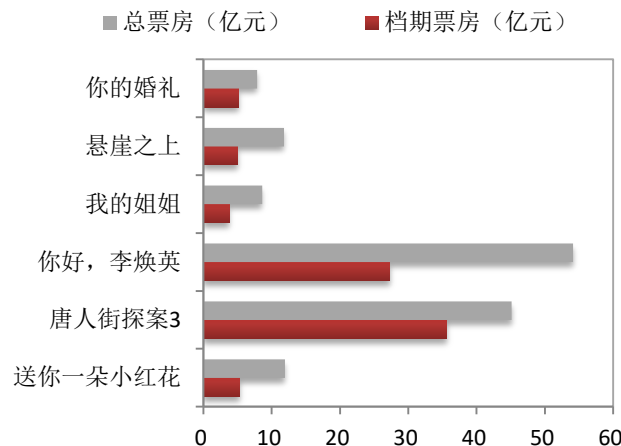


图 92：2021 年上半年重要档期票房



资料来源：猫眼电影专业版，国家统计局

图 93：2021 年上半年重要档期头部影片票房

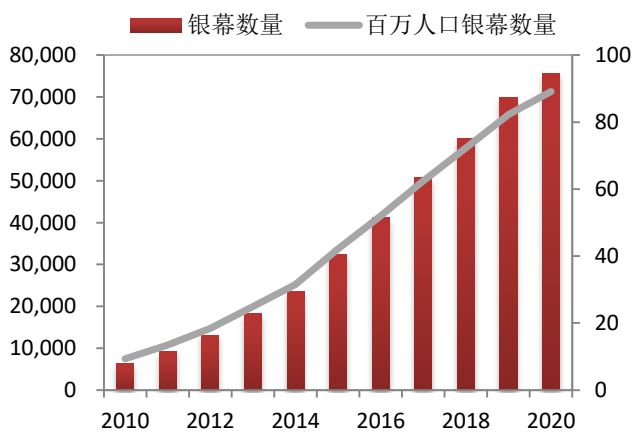


资料来源：猫眼电影专业版，山西证券研究所

因此我们认为，中国电影市场已经经历了由银幕供给驱动到价格驱动再到内容驱动发展的过程。自 2010 年国务院发布《关于促进电影产业繁荣发展的指导意见》以及各地出台相应配套措施以来，国内电影市场银幕建设明显加快，自 2010 至 2015 年期间银幕数量以每年 30% 以上增长，每百万人口拥有的银幕数量由 2010 年的 9.34 块上升至 2020 年的 89.13 块；另一方面，在互联网平台激烈的用户竞争下，在线票务平台以“9.9 元、19.9 元看电影等优惠票价”吸引用户购买电影票在一定程度上带动了观影人次的增长，尤其以 2015-2017 年期间，观众在线购票的比例上升至 81% 而国内平均票价下探至 35 元以下。我们认为在中国电影产业进入高速发展的阶段，观影的便利性是拉动观众进入影院消费的重要驱动力，但由于一二线城市影院建设逐步走向饱和，银幕对观影和票房的带动效应并不显著，市场拓展走向下沉低线城市。对于低线城市观众而言对可选消费服务的价格更为敏感，在此过程中在线票务平台的崛起和竞争，通过低价票补的代价培育了居民观影的消费习惯。随着 2018 年政策对线上票补的限制，市场票价逐步恢复理性，低票价带来的观影高增长红利也将消散，我们认为电影行业也将逐步回归至内容为核心的增长逻辑，优质的电影内容与良好的观影体验将是吸引观众走向电影院消费的关键因素。虽然短期内票价恢复性上涨对观影热情产生一定的负面影响，但从单片表现来看，上映后通过观众高口碑高分而完成票房逆袭的案例增加，也能够从侧面反应出目前市场的驱动正在走向转变。

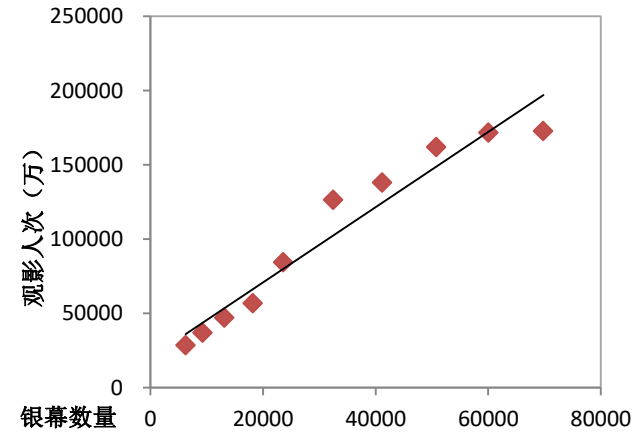


图 94：2010-2020 年银幕数量及和百万人口银幕数



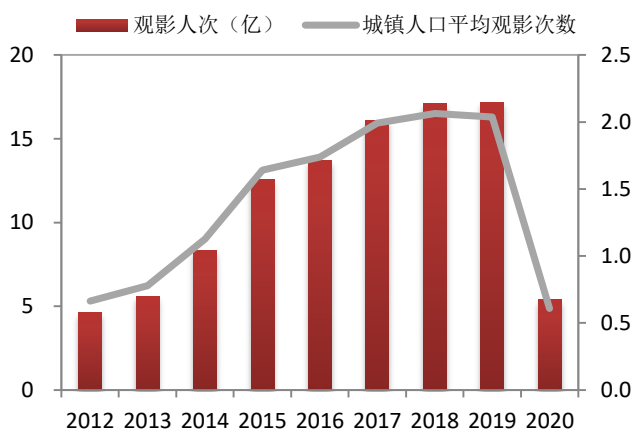
资料来源：艺恩咨询，山西证券研究所

图 95：2010-2019 年银幕数与观影人次的拟合情况



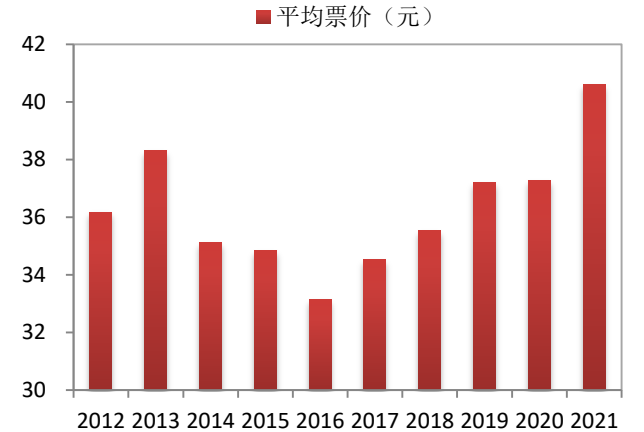
资料来源：山西证券研究所

图 96：2010-2021 年中国内地电影市场观影人次



资料来源：猫眼电影专业版，国家统计局

图 97：2012-2021 年电影大盘平均票价



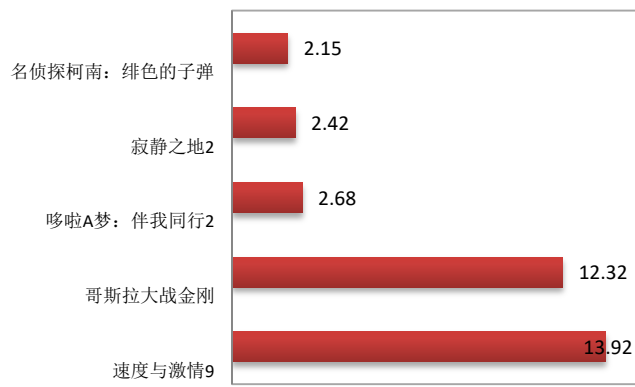
资料来源：艺恩咨询，山西证券研究所

海外进口影片缺席，国产影片挑大梁

由于海外疫情未能得到有效控制，海外影片引进及定档不确定性增加，导致自电影市场复业以来上映的进口头部影片数量较少。2021 年上半年上映的进口影片中有 11 部影片过亿，以动画类影片居多，其中仅有《速度与激情 9》《哥斯拉大战金刚》票房超 10 亿元。据泛娱乐产业观察统计，今年部分已定档暑期上映的好莱坞影片跳档至四季度、明年或选择网播，预计能够上映的《小黄人大眼萌 2》《空中大灌篮 2》《特种部队：蛇眼起源》《丛林奇航》《X 特遣队：全员集结》等影片尚未确定引进，已确认引进的《狼行者》（定档 7 月 3 日）、《太阳之子》（定档 8 月 6 日），《夏日友晴天》《纽约的一个雨天》等影片尚未确认档期，因此今年暑期档或将由国产影片撑起票房大盘。



图 98：2021 年上半年进口影片票房 TOP 5



资料来源：猫眼电影专业版，山西证券研究所

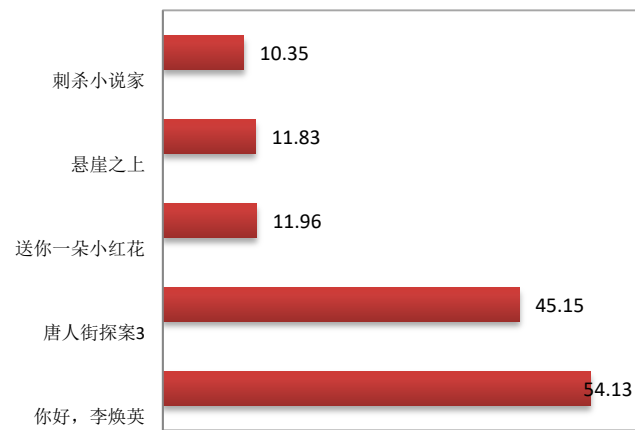
图 99：2021 年部分已定档的好莱坞电影

电影	导演	主演	发行方	北美档期
《小黄人大眼萌2》	凯尔·巴尔达	动画	环球	2021/7/1
《空中大灌篮2：新传奇》	马尔科姆·D·李	动画	华纳兄弟	2021/7/16
《特种部队：蛇眼起源》	罗伯特·斯文克	亨利·戈尔丁	派拉蒙	2021/7/23
《丛林奇航》	佐米·希尔拉	道恩·强森、艾米莉·布朗特	迪士尼	2021/7/30
《X特遣队：全员集结》	詹姆斯·古恩	杰尔·金纳曼	华纳兄弟	2021/8/6
《尚气》	德斯汀·克里顿	刘思慕、梁朝伟	迪士尼	2021/9/3
《毒液2》	安迪·塞金斯	汤姆·哈迪	索尼哥伦比亚	2021/9/24
《精英旅社4》	Todd Durham	动画	索尼哥伦比亚	2021/10/1
《沙丘》	丹尼斯·维伦纽瓦	提莫西·查拉梅	华纳兄弟	2021/10/1
《007：无暇赴死》	凯瑞·福永	丹尼尔·克雷格	米高梅	2021/10/8
《最后的决斗》	雷德利斯科特	马特·达蒙、本·阿弗莱克	迪士尼 (福斯)	2021/10/15
《天降飞机》	亚力山德罗·卡罗尼	动画	迪士尼 (福斯)	2021/10/22
《永恒族》	赵婷	安吉丽娜·朱莉	迪士尼	2021/11/5
《超能敢死队》	贾森·雷特曼	保罗·路德	索尼哥伦比亚	2021/11/11
《壮志凌云：独行侠》	约瑟夫·科辛斯基	汤姆·克鲁斯	派拉蒙	2021/11/19
《新玉面情魔》	吉尔·奥德尔托罗	托妮·科莱特、布莱德利·库珀	Searchlight Pictures	2021/12/3
《蜘蛛侠：英雄无归》	乔·沃茨	汤姆·赫兰德、赞达亚	索尼哥伦比亚	2021/12/17
《王牌特工：源起》	马修·沃恩	拉尔夫·费因斯、哈里森·迪金森	迪士尼 (福斯)	2021/12/22
《黑客帝国4》	拉娜·沃卓斯基	基努·里维斯	华纳兄弟	2021/12/22
《六侠探福尔摩斯3》	盖里奇	小罗伯特·唐尼、裘德·洛	华纳兄弟	2021/12/22
《欢乐好声音2》	克里斯托弗·劳德赫特	动画	环球	2021/12/22

资料来源：泛娱乐产业观察公众号

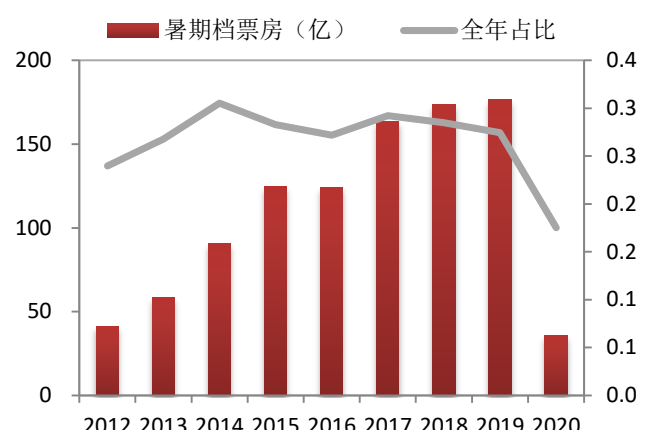
今年国产头部影片主要集中在各个重要档期，截至目前票房 TOP5 影片分别为：《你好，李焕英》54.13 亿，《唐人街探案 3》45.15 亿，《送你一朵小红花》11.96 亿，《悬崖之上》11.83 亿，《刺杀小说家》10.35 亿。暑期档作为全年历时最长的电影档期，其票房对全年票房的贡献度约为 27%-30%左右，其中 7 至 8 月为暑期档主要贡献单月。据猫眼电影专业版数据，今年暑期期间 7 月与 8 月分别有 31 部、12 部国产影片定档，《盛夏未来》《1921》《怒火·重案》白蛇 2》4 部影片猫眼想看人数超 10 万；在影片类型方面包括青春、动作、剧情等，其中主旋律及动画影片数量最多，我们认为由于近年来主旋律电影及动画电影市场崛起与发展迅速，上述两类影片有望成为引领电影票房的重要类型片，同时也在我国电影工业化发展中有望形成中国独特的类型影片创作范式。

图 100：2015-2020 年动画电影票房及单片票房



资料来源：艺恩咨询，山西证券研究所

图 101：历史上暑期档电影大盘票房表现



资料来源：wind，山西证券研究所

主旋律与国产动画有望形成中国式类型片

近年来，中国主旋律题材影片异军突起，在上映数量与票房贡献上都呈现快速增长趋势，成为逐步走向主流化的题材。艺恩咨询数据显示，2016 年电影市场上映的主旋律影片为 3 部，到 2019 年增长



至 14 部；票房由 2016 年的 20 亿增长至 2019 年的近 100 亿；不仅单片的票房体量提升，同时呈现头部化趋势，2017 年上映的《战狼 2》目前为国内电影市场历史票房第一位，此外主旋律影片在 2020 年电影市场复苏中起到关键性作用。除了与上映时点与重大庆祝活动相关外，我们认为国产主旋律影片近年来持续出圈的重要因素包括国产电影整体制作水平的提升以及主旋律影片自身生产与运作的改进，通过多元化的内容，如最开始影片类型以动作、剧情为主，逐步丰富到科幻、灾难、喜剧等，和市场化运作包括影视公司投资、商业片主创人员的加入，改变观众对主旋律影片剧情不足、脱离生活、说教偏重等刻板印象，在口碑与商业化取得双重成功与突破。今年恰逢中国共产党成立 100 周年，与此相关的献礼影片《1921》《革命者》定档于 7 月 1 日上映，抗疫题材《中国医生》定档 7 月 9 日，抗美援朝题材的《狙击手》定档 7 月 30 日，从题材内容到投资出品方、制作班底均具有头部影片潜力；在此之后还包括《长津湖》《铁道英雄》《我和我的父辈》《神舟》《中国乒乓》等聚焦不同领域、丰富题材的主旋律影片储备预计年内上映。

表 3：2021 年定档商业主旋律影片及储备项目统计

影片	导演	主演	主要出品方	时间
1921	黄建新, 郑大圣	黄轩, 倪妮, 王仁君	腾讯, 上影	7.1
革命者	徐展雄	张颂文, 李易峰, 佟丽娅, 彭昱畅	光线	7.1
中国医生	刘伟强	张涵予, 袁泉, 朱亚文, 易烱千玺	博纳, 珠江电影	7.9
狙击手	张艺谋, 张末	陈永胜, 张勇	光线	7.30
铁道英雄	杨枫	张涵予, 范伟, 魏晨	华谊, 中影	10.1
我和我的父辈	吴京, 章子怡, 徐峥, 沈腾		中影	10.1
长津湖	陈凯歌, 徐克, 林超贤	吴京, 易烱千玺, 段奕宏, 朱亚文	博纳、华夏、中影	待定
无限深度	李骏	朱一龙, 黄志忠, 焦俊艳, 陈数	中影	待定
中国兵王：绝密任务	钟少雄	卢靖姗, 余文乐, 于文文	平成影业, 猫眼	待定
深海危机	沈东	严屹宽, 屈菁菁	乐波影业	待定
神舟			万达电影	待定
中国试飞师	潘安子	吴京	华谊	待定
中国乒乓	邓超	邓超	恒业影业	待定

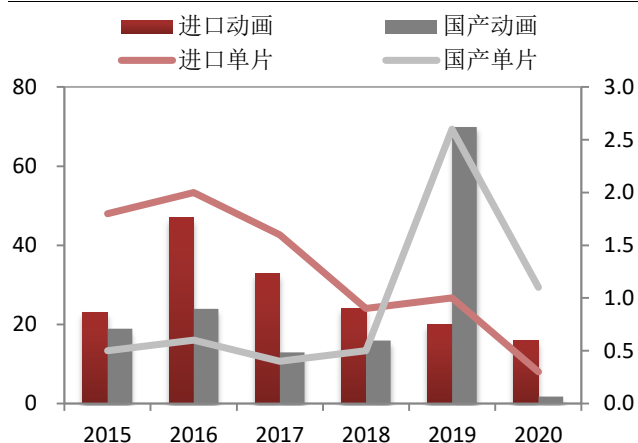
资料来源：猫眼电影专业版，《2021 年院线电影前瞻报告》，山西证券研究所

近年来中国动画电影市场呈现曲折上涨态势，国产动画与进口动画电影上映数量均衡，但单片产出国产动画不及进口影片，直到 2019 年《哪吒：魔童降世》上映，带动动画电影市场迎来近年来的发展高峰，国产动画票房也一举超越了进口动画票房，并在疫情影响下保持了优势。国产动画票房的二八效应相较于进口动画较为明显，其中国产动画头部影片的表现更为出色，2018 年-2020 年动画电影票房冠军分别为《熊出没·变形记》6.1 亿、《哪吒：魔童降世》50 亿、《姜子牙》15.6 亿，均为国产动画电影。目前国产动画电影的发展具有结构性的差异，其中偏向低龄观众的动画电影以电视动画 IP 改



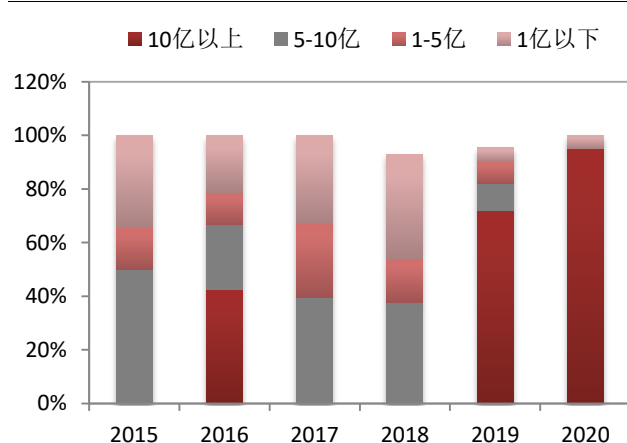
编为主，形成了系列化的内容产品，受众不仅稳定且具有一定品牌忠诚度；偏成人向的原创动画电影，以中国传统文化为创作内核的作品表现更为出圈，以封神系列为代表的国漫宇宙正在形成，在制作端精耕细作、内容供给质量显著提升下，国漫动画电影的市场与需求潜力开启并将释放，观众培养与产业链发展也将逐步完善。光线传媒作为传统的真人向电影制作龙头，前瞻性布局动画产业链，并具有了头部动画制作能力与经验，目前公司正在持续挖掘中国神话 IP 价值，储备有《深海》《西游记之大圣闹天宫》《大鱼海棠 2》等重磅项目，拓展 IP 授权等衍生业务。

图 102：2015-2020 年动画电影票房及单片票房



资料来源：艺恩咨询，山西证券研究所

图 103：2015-2020 年动画电影票房分布



资料来源：艺恩咨询，山西证券研究所

2021 年上半年动画电影上映约 32 部，其中国产动画 20 部，票房冠军为《熊出没·狂野大陆》5.95 亿。暑期档是动画电影上映较为集中的档期之一，由于部分影片未能在 2020 年上映，因此今年暑期档国产动画电影有望迎来集中释放，目前 7 月-8 月已有 13 部定档，《白蛇 2》《贝肯熊 2》《俑之城》《新大头儿子小头爸爸 4》《雄狮少年》《冲出地球》《济公之降龙降世》等想看人数居前，其中《白蛇 2》以 11.2 万想看人数领先，其前部作品于 2019 年上映，票房为 4.68 亿元。在进口动画影片定档不确定的情况下，我们预期头部动画影片能在差异化观影诉求下具有良好表现。

表 4：2021 年暑期档定档的动画影片

影片	主要出品方	上映时间	猫眼想看人数
狼行者	中国电影引进发行	7 月 3 日	5911
俑之城	华强方特，猫眼电影	7 月 9 日	32058
新大头儿子和小头爸爸 4	央视动漫，万达电影，猫眼电影	7 月 9 日	30455
笨鸟大冒险	炫彩社，众合千澄，嘉行文化	7 月 10 日	1325
济公之降龙降世	天台和合，浙江睿宸	7 月 16 日	22689
西游鱼之海底大冒险	山西菲尔慕文化	7 月 17 日	5437
摇摆神探	北京其卡通，祥源文化	7 月 17 日	2243
白蛇 2：青蛇劫起	追光影业，阿里，猫眼，哔哩哔哩	7 月 23 日	118587
贝肯熊 2：金牌特工	奥飞影业	7 月 23 日	40523



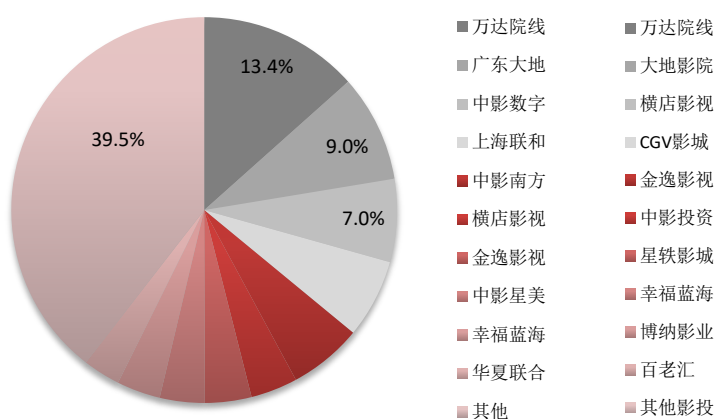
巧虎魔法岛历险记	乐波影业	7月24日	2922
拯救甜甜圈：时空大营救	万达电影	7月24日	1087
冲出地球	彩条屋，全擎娱乐	7月30日	26675
雄狮少年	竞猜时间，易动文化，墨客行	8月6日	24197
小花仙大电影：奇迹少女	淘米动画	8月21日	2480

资料来源：猫眼电影专业版，山西证券研究所

院线&影管头部效应加强，但终端市场仍较为分散

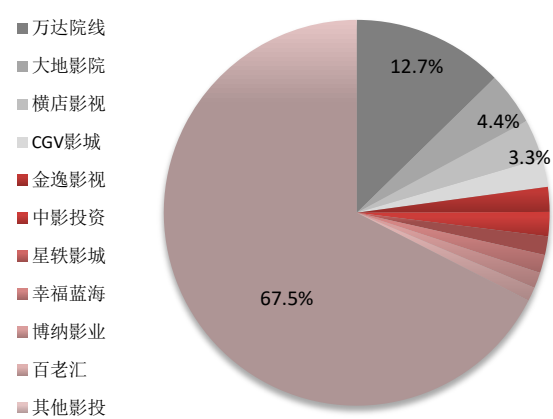
2021年院线及影投行业主要受益于电影市场的复苏，经营端有所改观但相较于2019年同期尚未完全恢复。2021年1-5月，国内TOP10院线合计实现票房为154.09亿元，市场份额60.51%，较2019年同期减少10.86%，份额下降3.29pct；TOP10影投合计实现票房82.81亿元，市场份额32.52%，较2019年同期减少7.66%，份额下降0.58pct。由于影城经营具有放大效应，即影院观影除能带动票房收入外，还能增加卖品及影院广告收入，带动影城现金流改善，因此我们认为今年上半年院线及影投行业整体经营及收入同比情况会有明显的改善。虽然国内前十大院线及影投公司市场竞争格局较为稳固，但在疫情影响下行业淘汰出清加速，各院线及影投公司的新增开业影院的数量有所减少，同时也加强了对存量影院资产的梳理、改造及淘汰，以提升公司整体的运营效率，头部院线及影投公司在增质提效后，品牌与管理运营能力等优势更加显现，因此票房流向经营效率更高、规模效应更强的头部院线及影投公司，数据显示2020年国内院线CR3由2019年的31.46%至32.40%；影投CR3由2019年的22.1%上升至22.48%；2021年1-5月院线CR3达29.35%，较2019年同期上升0.45pct，影投CR3达20.46%，较2019年同期上升0.01pct。

图 104：2021 年 1-5 月国内院线票房市场份额



资料来源：猫眼电影专业版，山西证券研究所

图 105：2021 年 1-5 月国内影投票房市场份额



资料来源：猫眼电影专业版，山西证券研究所

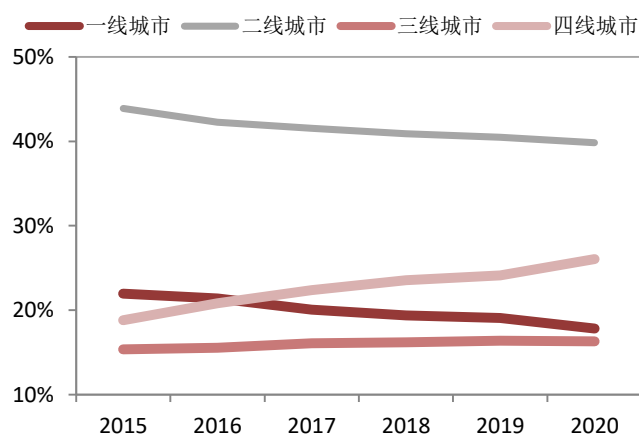
下沉市场寻增量，产业链整合加速自身工业化体系建设

随着银幕与影院建设在一二线城市日渐饱和，以及低线城市文娱消费潜力显现，院线及影投公司



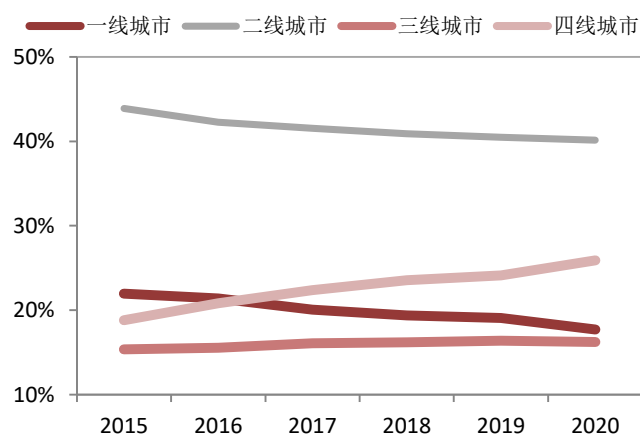
向下沉市场的拓展趋势不断加强。院线及影投公司在三、四线城市的票房的占比不断提升，尤其是四线城市票房的贡献已经超越一线城市。目前绝大部分 TOP10 院线公司布局主要在一、二线城市，典型的包括上海联和、金逸影视、中影南方新干线等，以 2019 年为例，一二线城市票房占各院线公司票房大盘的 65%以上；TOP10 影投公司中对一二线城市的依赖程度更高，如百老汇、UME、博纳影业等一二线城市的票房占比达 80%以上；而头部公司中万达院线、大地院线、横店影视无论是院线还是影投方面在三四城市的市场占有率更高。因此我们认为，头部院线及影投公司有望通过对三、四线城市开展布局来取得市场份额增量，并且除了通过自建的方式扩张外，通过兼并重组方式进行资源整合会更加高效。从市场角度来看，国内影院终端市场分散，存在整合的空间和机会；从政策角度来看，监管对院线公司整合、形成规模化和集约化发展一直以来秉持着鼓励的态度；从经营角度来看，头部院线及影投公司通过收购兼并影院资产，借助资金、品牌、管理等优势帮助小规模影院迅速成长，也使得院线及影投公司迅速开拓下沉市场。

图 106：2015-2020 年院线票房城市分布



资料来源：猫眼电影专业版，艺恩咨询

图 107：2015-2020 年影投票房城市分布



资料来源：猫眼电影专业版，艺恩咨询

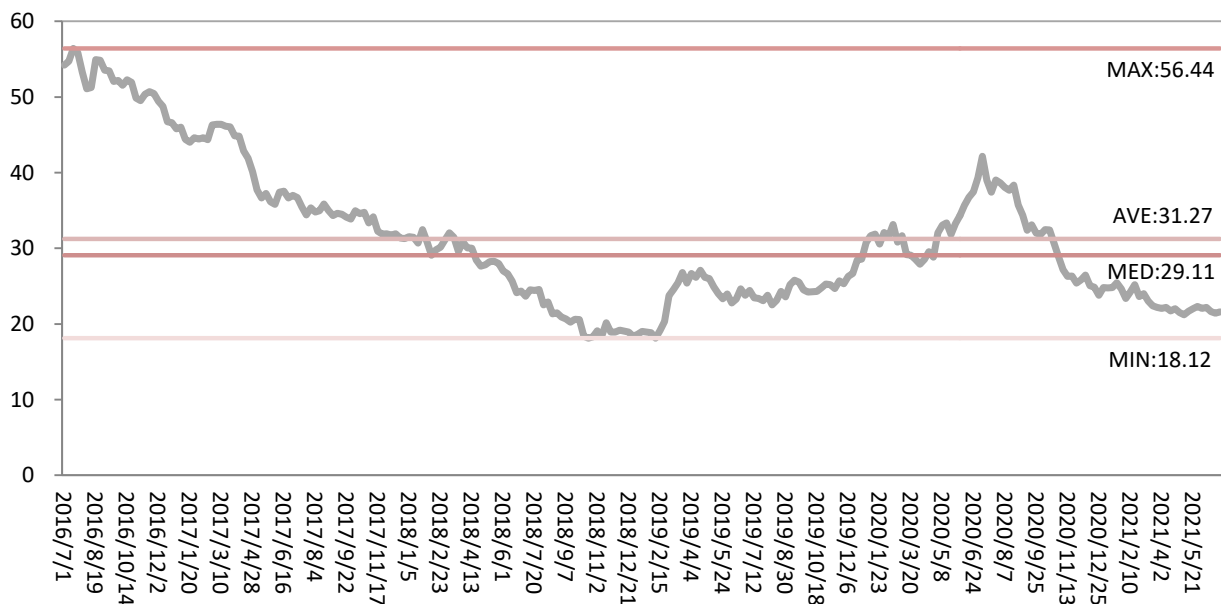
产业链整合，打造专业化分工与资源协同的影视集团。在上市电影公司中，以中国电影为代表的龙头公司产业链布局最为完善，通过业务板块再梳理，搭建了创作、发行、放映、科技、服务、创新六大业务板块架构，形成了围绕上游制作、中游发行、下游放映及衍生周边与服务等电影全产业链；以万达电影、横店影视的头部院线公司在上市后通过与控股股东旗下资产的整合，向上游内容制作板块延伸；其他上市院线公司中也包含部分影视制作与发行业务，形成了较为完善的产业链。我们认为，对于上市院线公司而言，电影业务资源整合与发展不仅能够体现在公司财报上的业绩增厚，更重要的意义在于不同业务的协同发展与专业化分工合作，实现电影公司内部体系搭建和工业化进程，以龙头为引领，带动整个产业的工业化发展。



四、投资建议

估值方面,截至6月28日收盘中信传媒板块整体市盈率为21.58倍,仍旧低于近五年估值均值31.27倍和中值29.11倍,由于市场表现较为低迷,年内板块最高估值为2月中下旬25倍左右。细分行业中以目前估值水平横向对比来看,出版、互联网广告营销、游戏行业估值低于传媒板块整体,动漫、其他文化娱乐、影视等行业估值在各细分行业中处较高水平;纵向历史估值对比来看,出版、信息搜索与聚合、其他广告营销、影视、互联网广告营销行业位于近一年的估值10%分位点以下,互联网广告营销、其他文化娱乐行业位于近一年的估值10%-15%分位点,其余行业包括动漫、互联网影视音频、游戏、广播电视行业估值位于30%-50%分位点。我们认为疫情后行业回归文娱消费需求和优质内容供给共同驱动的增长逻辑,以游戏、互联网影视音频等为代表的线上娱乐消费板块经历了较长时间的价格调整,估值水平下移具有较高的安全边际,作为成长性与景气度较高的板块具有良好的投资性价比;影视、动漫、出版、其他广告营销等线下娱乐消费板块疫情后处于基本面复苏阶段,业绩回暖带动板块市盈率调整至较低分位点,具有业绩与估值双修复的机会。建议积极关注上述细分板块及龙头标的公司,线下娱乐消费围绕复苏逻辑关注产业数据低基数下的边际改善,线上娱乐消费回归精品化内容生产与精细化用户运营逻辑,关注产品驱动下用户付费意愿不断提升。

图 108: 近五年传媒板块市盈率变动情况



资料来源: wind, 山西证券研究所

表 5: 近一年三级子行业市盈率统计情况

板块名称	max	min	med	ave	6月28日	近一年估值分位点
出版	18.34	11.52	13.48	14.18	11.54	1.05%



信息搜索与聚合	75.42	46.92	61.25	60.95	49.11	2.75%
其他广告营销	72.13	25.25	53.80	49.09	26.12	3.18%
影视	99.76	44.31	62.13	62.17	50.79	6.45%
互联网广告营销	69.26	14.72	21.40	30.53	16.82	12.26%
其他文化娱乐	497.40	52.82	88.75	112.34	78.39	12.27%
动漫	3466.08	0.00	203.64	1184.96	176.16	31.97%
互联网影视音频	79.22	43.58	51.05	54.47	49.00	36.15%
游戏	43.28	17.39	20.28	22.67	19.80	37.44%
广播电视	38.22	25.31	29.76	30.59	29.95	51.43%

资料来源：wind，山西证券研究所

面对互联网用户增长放缓、流量红利殆尽的行业背景，文娱消费细分赛道已经转而进入存量用户深耕阶段，并且随着 5G、VR、AR、AI、Metaverse 等技术的发展与网络环境的改善，移动应用及娱乐消费形态呈现更加丰富多元，对于用户注意力和时长的占领也将更加分散，围绕用户留存时长和商业化能力将成为文娱产业竞争的核心，但无论产品形态如何、渠道如何转变，内容是不变的核心和价值，是驱动用户留存和付费的最佳手段。因此，在不同文娱消费赛道，我们更看好具有核心内容制作能力、持续精品输出能力，深度挖掘用户偏好能力的公司，能够建立起较高的竞争壁垒。

游戏：在用户存量竞争时代中，新产品迭代加速，头部内容精品化和运营长线化趋势加强，制作方研发投入力度明显加大，一方面围绕产品赛道品类，在聚焦的基础上再尝试多元，形成矩阵化品类共同驱动成长，另一方面在题材玩法研发上更加关注融合性的创新以及在强化中后台技术搭建与注重新科技的探索方面持续进行研发投入。发行方面，年轻用户获取信息的方式与渠道转变，发行渠道选择将更看重适配性，优势 CP 的议价能力与获利空间有望提升。买量市场头部效应显现加速行业洗牌，用户转换为核心关注点，素材质感与创意的提升，品效合一的立体化营销均有助于买量效率提升。短期内关注游戏板块增速改善情况，新游收入与利润的错配有望逐季改善；建议关注专注精品游戏研发、核心赛道优势凸显、多元化产品布局、践行品效合一发行策略的头部游戏公司，吉比特、三七互娱、完美世界。

视频：随着多元媒介的崛起与广告投放的结构变化，基于内容运营为核心的用户付费有望成为支撑平台收入的主要盈利模式。虽然在高渗透率与移动互联网整体流量红利不足等条件下，长视频的用户付费转化将会面临放缓的趋势。但通过会员价格体系的修正，在一定程度上可以对冲会员增速放缓对收入的影响。同时，视频平台剧场化打法逐步形成范式，不仅有利驱动优质剧集的持续产出，带动以需求为导向的剧集创作新模式，还有望从平台端进一步推动影视剧产业的模式升级和工业化提升。此外，平台在自制网综内容的开发和制作模式上也逐渐走向成熟，网综 IP 化形成线上线下的衍生宇宙进行联动与新商业模式的探索。关注定制模式下剧集业务毛利率调整情况，建议关注兼具内容生产与



平台属性的芒果超媒，头部剧集生产龙头华策影视等。

阅读：由于内容供给的差异以及国民对阅读诉求和习惯倾向的不同，纸质图书与数字阅读将从替代效应走向均衡关系，随着深度阅读人群规模的持续扩大，图书消费与数字阅读内容需求将不断提升。其中在数字阅读中，从用户听觉需求尚未满足、音频内容及形态走向多元、应用场景与商业模式不断升级三个维度来看，音频赛道正在崛起。纸质图书在下沉市场与主题出版、少儿及教育出版的增量带动下全面复苏，出版行业有望最先享有二胎红利。短期内关注受益主题出版热潮的国有出版发行公司，暑假期间少儿、学生阅读红利；建议关注中信出版、中南传媒、新经典、阅文集团、掌阅科技等。

电影：市场尚处恢复当中，以头部内容为引领，带动重要档期超预期表现，再次印证电影行业由银幕下沉、价格驱动回归至内容为核心的增长逻辑。院线及影投行业主要受益于电影市场的复苏，经营端有所改观，头部效应进一步加强，未来院线的发展有望继续在下沉市场寻求增长，并在产业链加速整合中提高电影工业化水平。短期内关注电影板块上半年业绩改善情况，以及暑期档电影市场票房表现，在进口大片缺席下主旋律影片、国产动画等类型影片有望引领市场，建议关注光线传媒、万达电影、中国电影、横店影视等。

五、重点标的简析

1. 芒果超媒：季风剧场打开用户圈层，内容场景多元化开辟新商业模式

芒果 TV 季风剧场 5 月迎来首播，首部作品《猎狼者》口碑与热度双收，《谎言真探》接档后 10 日累计播放量 5.3 亿，带动季风剧场影响力进一步提高。季风剧场是芒果 TV 与湖南卫视联合打造的首个台网联动短剧集剧场，后续储备项目还包括《沉睡花园》《我在他乡挺好的》《妻子的选择》《婆婆的镯子》等，有望持续打开用户圈层，提升用户体量。网综方面，芒果 TV 在综 N 代上不断迭代创新体现出 IP 的强生命周期，围绕女性用户题材进行创新类综艺的开发制作，《哥哥的滚烫人生》《闪耀的侦探家族》等作为 2021 年的重磅项目预计将陆续推出。以芒果 TV 为核心的媒体零售、艺人经纪、音乐版权、游戏与 IP 衍生开发等产业链路日益完善，小芒电商、线下剧本杀等新内容应用场景的拓展，有望为公司开辟出新的发展路径。预计公司 2021-23 年 EPS 1.36/1.64/1.87，维持买入评级。

2. 吉比特：头部产品表现验证差异化、精品化与长线化研运能力

长线精品《问道手游》周年服开启后，iOS 畅销排名上升至第 10 名左右，作为上线 5 年的产品表现亮眼，年初上线的《一念逍遥》iOS 畅销榜平均排名第 10 名，《摩尔庄园》6 月上线后一直维持下载榜与畅销榜头部排名，有望为公司带来新一轮的收入与增长；此外《摩尔庄园》不依赖买量、以社区



话题、内容宣发、社交裂变等主要营销模式唤醒 IP 用户、吸纳新用户，有望带领公司切入大 DAU 休闲赛道，同时也为公司用户扩圈和社区运营奠定基础。目前公司暑期档已有《复苏的魔女》定档 7 月上线，储备产品包括《地下城堡 3：魂之诗》《冒险与深渊》《了不起的飞剑》《石油大亨》《世界弹射物语》等。预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 19.97/21.90/25.82，维持买入评级。

3. 完美世界：持续多端多平台研发投入，重磅新品有望陆续上线

公司多端多平台研发实力强劲，积极践行品效合一发行策略。旗下 MMO 产品矩阵持续保持畅销排名 50 左右；5 月上线《战神遗迹》，进入 iOS 免费榜前 5、畅销榜前 10 名；6 月《梦幻新诛仙》上线后表现亮眼，免费榜排名上升至第 1、畅销榜排名上升至第 5 名，公司另一款重磅自研产品《幻塔》7 月将开启安卓限号删档计费测试，该产品为完美世界在原创轻科幻题材和开放世界玩法上布局的首款作品，具有较高的市场关注度，静待产品上线定档。后续储备有《一拳超人：世界》《天龙八部 2 手游》等。预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.24/1.54/1.94，维持买入评级。

4. 三七互娱：双核+多元化强化自研投入，海外市场表现强劲

公司围绕 MMORPG、SLG、SRPG、模拟经营等品类布局，不断强化自研投入。Q2 上线的《斗罗大陆：武魂觉醒》《叫我大掌柜》等代理产品 iOS 畅销榜表现亮眼，自研《荣耀大天使》等表现稳定；据 Sensor Tower 数据显示，公司海外市场受益《Puzzles & Survival》《江山美人》等产品连续 5 月收入环比增长，利润有望迎来逐季释放。公司自研重磅产品《斗罗大陆：魂师对决》3D 将于 7 月上线，后续储备产品包括《传世之光》、《代号 BY》以及《代号 SS》等。预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.41/1.64/1.96，维持买入评级。

5. 光线传媒：项目储备充足，真人电影与动画电影齐发力

长线看好公司动画电影赛道的头部优势，逐步构建中国神话宇宙 IP 体系，储备有《深海》《大鱼海棠 2》《凤凰》《西游记之大圣闹天宫 2》《八仙过大海》等动画电影项目。2021 年持续在真人电影发力，上半年上映《人潮汹涌》《你的婚礼》《阳光姐妹淘》《明天会好的》等影片，预计将带动公司上半年业绩修复。主旋律题材影片《革命者》《狙击手》、动画电影《冲出地球》定档 7 月上映，全年储备有 16 部影片计划上映。预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.36/0.40/0.44，维持增持评级。

表 6：重点覆盖上市公司列表

公司名称	EPS				PE			公司评级
	20A	21E	22E	23E	21E	22E	23E	
吉比特	14.58	19.97	21.90	25.82	27	24	21	买入



芒果超媒	1.11	1.36	1.64	1.87	50	41	36	买入
中信出版	1.48	1.74	2.09	2.48	22	18	15	增持
三七互娱	1.31	1.41	1.64	1.96	17	15	13	买入
完美世界	0.80	1.24	1.54	1.94	20	16	13	买入
横店影视	-0.76	0.56	0.65	0.78	26	22	19	增持
光线传媒	0.10	0.36	0.40	0.44	30	27	25	增持
中南传媒	0.80	0.85	0.90	0.94	10	10	9	增持
华策影视	0.23	0.30	0.35	0.42	20	17	14	买入
中国电影	-0.30	0.57	0.66	0.75	21	19	16	增持
掌阅科技	0.66	0.88	1.13	1.61	33	26	18	买入
新经典	1.62	1.93	2.14	2.14	21	19	19	增持

资料来源：wind，山西证券研究所

六、风险提示

政策变动及监管对行业发展趋势转变的风险；市场竞争加剧风险；盗版侵权及知识产权纠纷风险；单个文化产品收益波动；部分地区疫情反复的影响。

