

2021.11.20

下一代网络技术望带动行业步入新周期

——传媒行业 2022 年年度策略

评级:

增持

上次评级:

增持

细分行业评级

本报告导读:

移动互联网步入存量流量分配,下一代网络技术或构建新投资机遇,拥有核心研发、运营及 IP 积累的头部公司有望进一步扩张自身的份额及竞争优势。

摘要:

- **监管规范行业发展,A+H互联网传媒板块短期回调。**2021年年初至10月底,在互联网监管政策频出和整治娱乐圈的背景下,A+H互联网传媒板块短期回调。从A股市场来看,年初至今传媒行业涨跌幅为-16.85%,在28个行业中排第25位;从港股市场来看,与互联网传媒相关的香港媒体指数和香港软件与服务指数年初至今跌幅均在10%以上。从估值来看,A股和H股互联网传媒板块估值均回落至20x左右,在政策风险逐步释放的背景下,板块配置性价比渐显。
- **互联网流量稳中有升,反垄断及个人信息保护大势所趋。**2021年我国网民规模突破10亿人,人均每周上网时长约为27小时。从流量结构来看,短视频类应用强势崛起,用户规模近9亿人,日均使用时长超过100分钟。在中国互联网不断升级的过程中,诞生了诸多细分领域巨头,反垄断及加强个人信息保护必不可少。《中华人民共和国反垄断法(修正草案)》明确经营者不得滥用数据和算法、技术、资本优势以及平台规则等排除、限制竞争;《数据安全法》与《个人信息保护法》为用户隐私安全保驾护航。我们认为,政策法规目的是引导互联网健康发展,遏制恶性竞争,有助于激发创新,行稳致远。
- **元宇宙大幕拉开,线下文体蓄势待发。**随着腾讯、字节跳动、Facebook(Meta)、NVIDIA等科技巨头发力构建新一代网络技术,元宇宙已近在眼前。通过复盘移动互联网发展历程,我们认为元宇宙或由VR/AR终端开启,由虚拟文娱应用推向繁荣,在这个过程的初期,随着硬件设备普及,以虚拟人物、VR游戏为代表的內容或将成为元宇宙的先导。同时,2022年为冬奥年,且疫情已得到有效控制,体育产业向5万亿进发,线下娱乐有望持续恢复,相关机遇值得关注。
- **投资策略:**在新一代网络技术或加速临近及Z世代成为重要消费群体的背景下,我们建议关注以下投资主线:1.元宇宙有望成为基于下一代网络技术搭建的全新生态,在产业链具备技术、运营和IP方面具备先发优势的公司或直接受益;2.随着Z世代成为重要的消费群体,潮玩、三坑等新消费有望迎来持续高速增长;3.政策推动,冬奥将近,体育产业或成为新的投资机会;4.随着疫情的逐步消退,线下文娱逐步迎来复苏,以剧本杀、室内游乐场等为代表的新型线下可选娱乐消费形态或迎来加速发展期。推荐标的:芒果超媒、三七互娱、完美世界、华立科技、腾讯控股、哔哩哔哩、快手、泡泡玛特、中手游等。
- **风险提示:**市场竞争风险,行业及监管政策风险,技术发展不及预期。

相关报告

传播文化业《2021双十一再创佳绩,英伟达助力元宇宙基建》

2021.11.14

传播文化业《微软宣布进军元宇宙,海内外巨头公司已发力布局》

2021.11.06

传播文化业《传媒三季报表现稳健,Facebook更名Meta开启元宇宙新篇章》

2021.10.31

传播文化业《双十一预售开启,直播电商助力博得开门红》

2021.10.23

传播文化业《元宇宙:下一代互联网生态或开启》

2021.10.20

目 录

1. 2021 年行业复盘：风雨过后，曙光初现.....	4
1.1. 政策规范行业健康发展，A+H 互联网传媒板块短期回调	4
1.2. A+H 互联网传媒板块市盈率已降至年内较低区间	6
1.3. 复苏进行时，A+H 传媒板块业绩明显回暖	8
2. 互联网时长稳中有升，反垄断及个人信息保护大势所趋	10
2.1. 移动互联网使用时长稳中有升，流量加速融合渗透	10
2.2. 反垄断：监管政策趋严，业务创新是股价上涨的核心支撑....	14
2.3. 数据治理：“三驾马车”维护国家利益、遏制数据垄断	18
3. 线下文体望迎来复苏，下一代网络技术或临近	21
3.1. 元宇宙：下一代网络技术已至，元宇宙序幕开启	21
3.2. 潮流消费：随着 Z 世代步入社会，消费热潮有望延续	27
3.3. 政策推动，冬奥将至，体育产业或迎来新机遇	30
3.3.1. 《“十四五”体育发展规划》出台，全民健身为体育产业注入活力，“互联网+体育”有望逐渐落地.....	30
3.3.2. 透过夏奥看冬奥，重大赛事利好视频直播行业	34
3.4. 线下娱乐有望复苏，新模式正悄然崛起	35
3.4.1. 剧本杀正当红，巨头入场塑造新型产业链	35
3.4.2. IP 加持线下游艺厅，造两倍院线娱乐市场	39
4. 短视频流量巅峰，“稳中求变”开启新征途	41
4.1. 短视频用户规模接近 9 亿人，使用时长独占鳌头	41
4.2. 强娱乐属性诞生重度用户，短视频强化“防沉迷”	43
4.3. 直播电商成破局关键，短视频加速商业化	44
5. 互联网广告延伸更多场景，梯媒引领线下广告复苏	46
5.1. 线上广告：场景持续拓展，电商广告仍为主流	46
5.2. 线下广告：疫情后强势复苏，看好梯媒和影院广告	48
6. 剧集与流媒体：内容依旧为王，ARPPU 提升可期	49
6.1. 视频平台：提价通道开启，独家内容仍是核心竞争力	49
6.2. 剧集：精品剧集重要性凸显，制作方与平台方合作趋紧	54
7. 电影院线：节庆、疫情是焦点，行业整合有望加速	56
7.1. 股价复盘：节庆档预期、疫情变化是重要影响因素	56
7.2. 头部影投市占率有所提升，行业竞争格局有望优化	59
8. 潮流消费：潮玩品类日益丰富，三坑门店方兴未艾	61
8.1. 潮玩：新秀 IP 爆发式增长，艺术玩具成为另类投资品	61
8.2. 三坑：Z 世代穿出新潮流，线下门店有望推动行业爆发	63
9. 游戏板块重回盈利上行周期，配置性价比较高	66
9.1. 游戏板块重回盈利上升周期	66
9.2. 对比海外游戏公司，A+H 游戏公司处于低位估值	70
9.3. 景气度回升，需求侧表现相对稳健	72
9.4. 行业监管聚焦未成年人保护，氪金监管对主要公司影响相对可控	73
9.5. 买量市场相对成熟，投放趋于精细化，成本有望稳定	79
9.6. 游戏出海市场前景广阔，出海表现可圈可点	81
10. 出版行业：实体店渠道加速回暖，主题出版成为市场主要带动力	83
10.1. 出版板块 2021 年前三季度归母净利润同比增长 23.2%，行业整体保持稳健发展	84

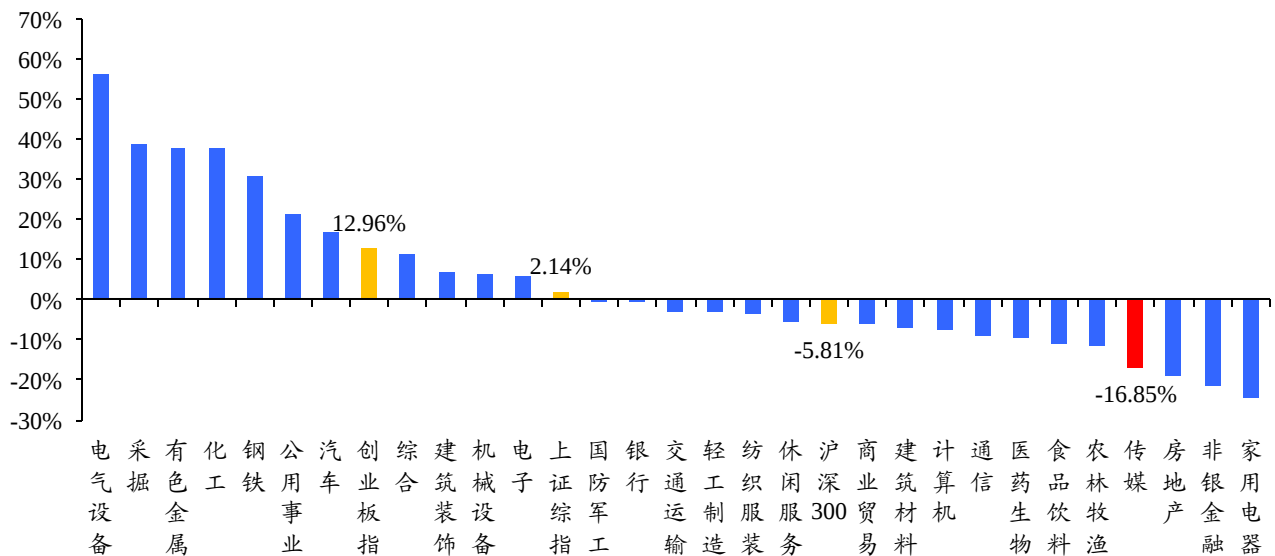
10.2. 实体店渠道加速回暖，主题出版成为市场主要带动力	86
10.3. 上市民营书商经营侧重不同，中信出版多品类码洋市占率靠前 87	
11. 投资策略：下一代网络技术叠加新消费趋势构建投资机会	88
12. 风险提示	91

1. 2021 年行业复盘：风雨过后，曙光初现

1.1. 政策规范行业健康发展，A+H 互联网传媒板块短期回调

2021 年年初至 10 月底，在互联网监管政策频出和整治娱乐圈的背景下，A+H 互联网传媒板块短期回调。A 股方面，年初至今传媒行业涨跌幅为 -16.85%，在 28 个行业中排第 25 位，弱于创业板指（+12.96%），上证综指（+2.14%）和沪深 300（-5.81%）。

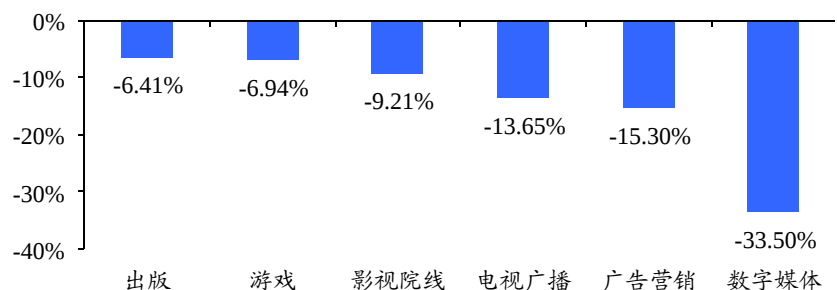
图 1：2021 年初至今 A 股传媒板块涨跌幅为 -16.85%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究（时间区间为：2021/1/1-2021/10/31）

聚焦于 A 股子版块来看，年初至今各子版块均有所回调，相比之下出版板块较为抗跌。2021 年初至今 A 股传媒各子版块中，出版（-6.41%）、游戏（-6.94%）跌幅相对较小，影视院线（-9.21%）、电视广播（-13.65%）和广告营销（-15.30%）跌幅较多，数字媒体（-33.50%）表现一般。

图 2：2021 年初至今出版板块相对抗跌



数据来源：Wind，国泰君安证券研究（根据申万 2021 行业分类，涨跌幅为总市值加权平均，广告营销板块剔除联创股份，时间区间为：2021/1/1-2021/10/31）

从 A 股传媒个股涨跌幅来看，2021 年初至今元宇宙概念股涨幅靠前，而受政策影响较强的教育和媒体公司跌幅靠前。近期在元宇宙催化下，中青宝（+131.75%）、汤姆猫（+38.24%）等公司涨幅较多，而受双减政

策及娱乐圈整治影响的中公教育 (-70.28%)、芒果超媒 (-45.89%) 等公司 2021 年初至今跌幅较多。

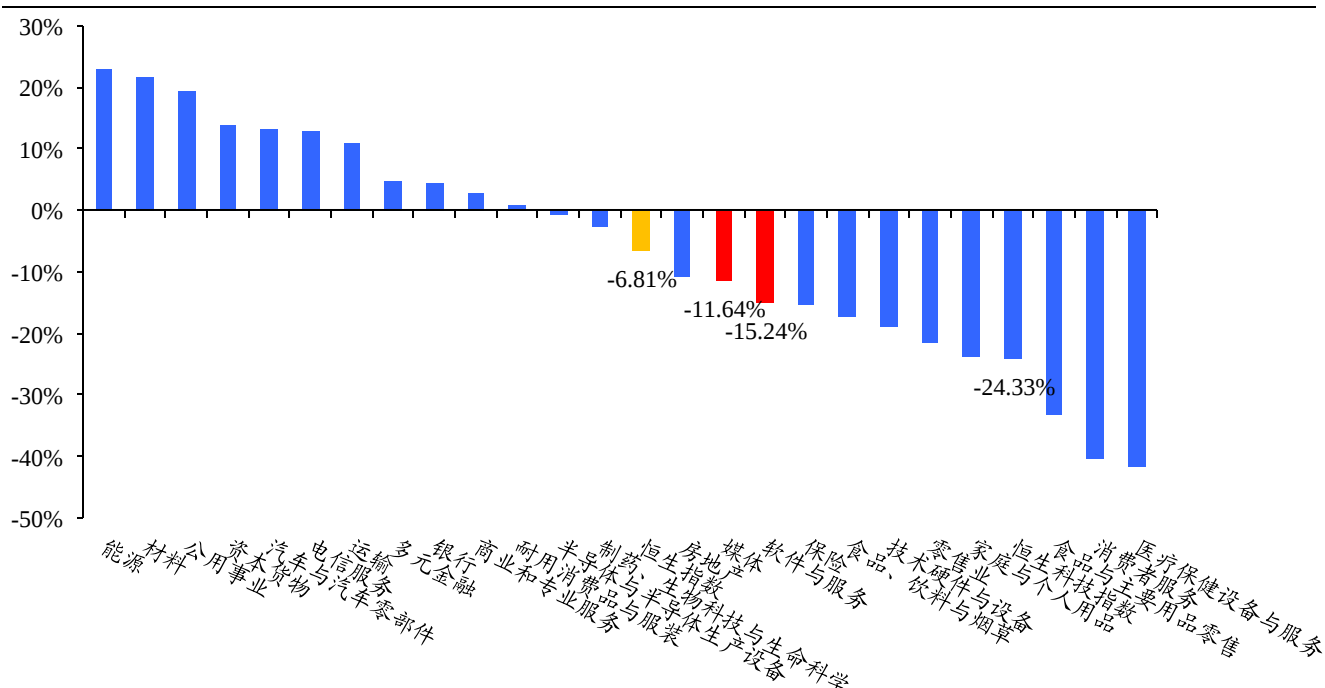
表 1: 2021 年初至今元宇宙概念股涨幅靠前，教育股跌幅靠前

代码	名称	涨跌幅	代码	名称	涨跌幅
300052	中青宝	131.75%	002607	中公教育	-70.28%
002502	鼎龙文化	76.26%	000526	学大教育	-64.65%
002247	聚力文化	54.44%	300038	科德教育	-49.89%
300459	汤姆猫	38.24%	300413	芒果超媒	-45.89%
600052	浙江广厦	35.14%	300805	电声股份	-44.41%
600576	祥源文化	33.52%	300280	紫天科技	-43.99%
002858	力盛赛车	30.52%	603533	掌阅科技	-43.23%
300061	旗天科技	30.29%	002558	巨人网络	-42.36%
300336	新文化	27.55%	300226	上海钢联	-41.65%
300182	捷成股份	27.24%	600228	返利科技	-41.25%

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (根据申万 2021 行业分类, 剔除主业非传媒个股及 ST*股票, 时间区间为: 2021/1/1-2021/10/31)

而从港股市场来看,与互联网传媒相关的香港媒体指数和香港软件与服务指数年初至今跌幅均在 10% 以上。2021 年初至今,香港媒体指数下跌 11.64%,香港软件与服务指数下跌 15.24%,不及恒生指数(-6.81%),但优于恒生科技指数 (-24.33%)。

图 3: 2021 年初至今港股媒体及软件与服务板块涨跌幅分别为-11.64%和-15.24%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (时间区间为: 2021/1/1-2021/10/31)

具体到互联网龙头公司,在恒生科技指数成份股中,互联网个股年初至今表现不佳。受互联网政策监管等因素影响,除网易-S (+4.73%) 外,其余互联网个股 2021 年初至今均呈下跌态势,其中小米集团-W (-35.69%),百度集团-SW(-35.71%),汽车之家-S(-55.13%)跌幅超过 30%。

表 2: 恒生科技指数中互联网公司年初至今表现不佳

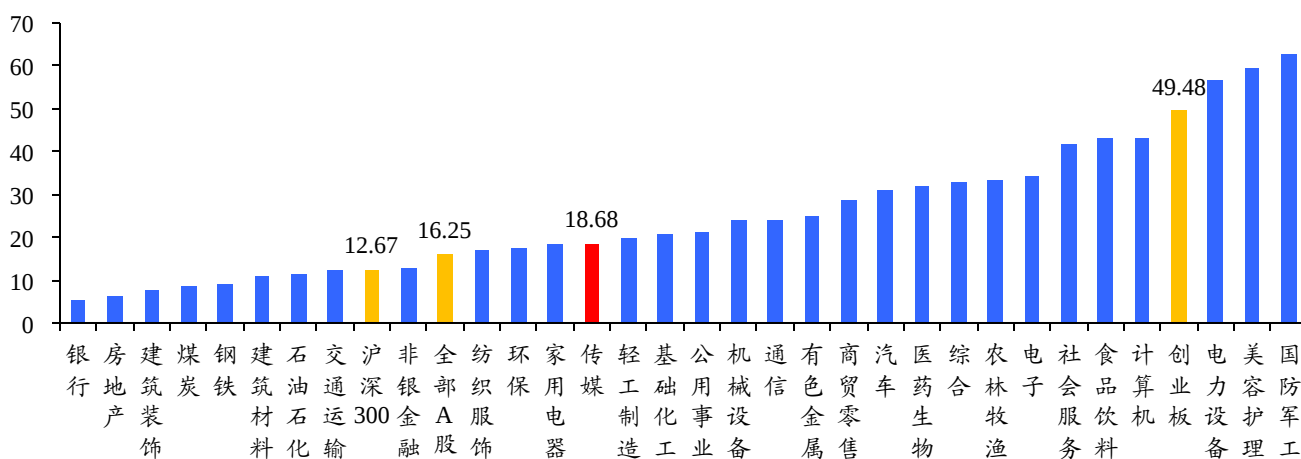
代码	名称	涨跌幅
9999	网易-S	4.73%
3690	美团-W	-8.49%
1024	快手-W	-10.00%
0772	阅文集团	-11.01%
2013	微盟集团	-13.49%
0700	腾讯控股	-14.48%
9626	哔哩哔哩-SW	-27.17%
9988	阿里巴巴-SW	-29.92%
1810	小米集团-W	-35.69%
9888	百度集团-SW	-35.71%
2518	汽车之家-S	-55.13%

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (时间区间为: 2021/1/1-2021/10/31)

1.2. A+H 互联网传媒板块市盈率已降至年内较低区间

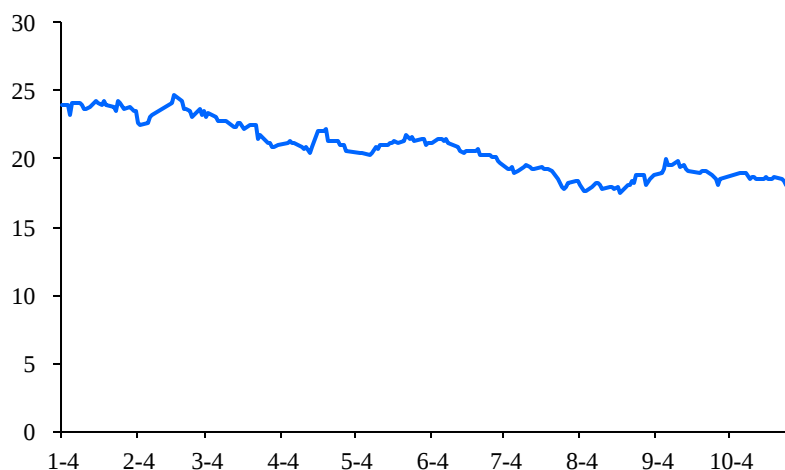
A 股传媒板块整体 PE 在全部行业中处于相对低位,且自 2021 年初以来呈现下降趋势。根据 2021 年 10 月 29 日收盘价, A 股传媒板块整体 PE 为 18.68x, 在 28 个行业中排第 13 位, 低于创业板 49.48x 的整体 PE。且从年初以来, A 股传媒板块整体 PE 已从 25x 左右的高点降至 18x 左右, 处于较低区间, 具备一定的配置性价比。

图 4: A 股传媒板块整体 PE 在全部行业中处于相对低位



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (市盈率为 TTM 整体法剔除负值, 股价日期为 2021/10/29)

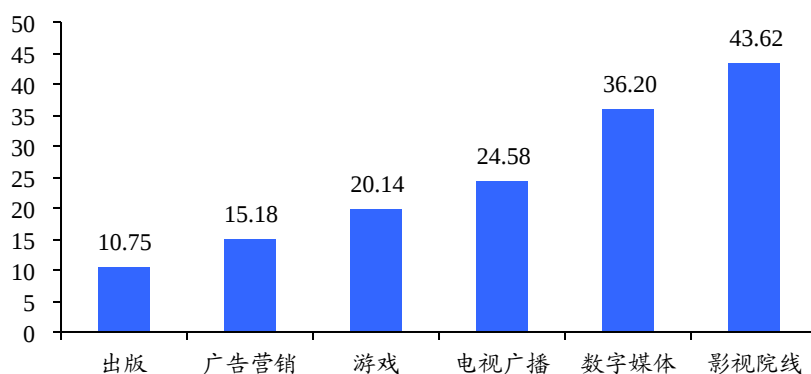
图 5: A 股传媒板块估值已降至年内较低区间



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (市盈率为 TTM 整体法剔除负值)

从子版块来看, A 股传媒中, 出版、广告营销和游戏板块 PE 较低。根据 2021 年 10 月 29 日收盘价, 出版、广告营销和游戏行业 PE 分别为 10.75x/15.18x/20.14x, 估值相对较低。影视院线处于疫情后恢复中, PE 为 43.62x。

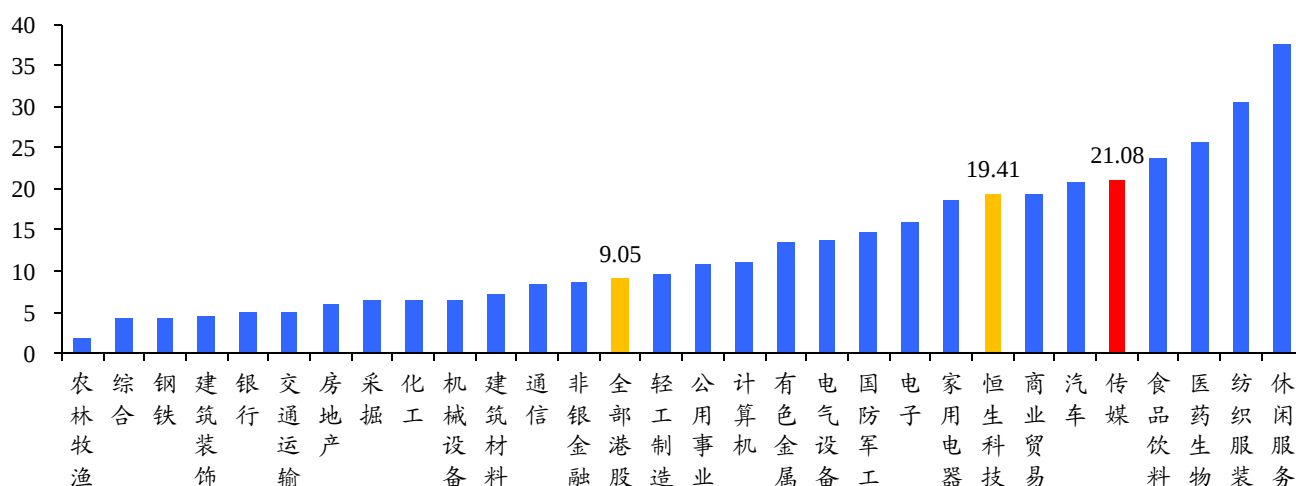
图 6: 出版、广告营销和游戏板块 PE 较低



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (市盈率为 TTM 整体法剔除负值, 股价日期为 2021/10/29)

H 股传媒板块整体 PE 为 20 倍左右, 自年初以来呈现持续下降趋势。根据 2021 年 10 月 29 日收盘价, H 股传媒 PE 为 21.08x, 略高于恒生科技整体 19.41x 的 PE。受监管政策影响, 自年初以来 H 股传媒整体 PE 已从 50x 降至 20x 左右, 在政策趋于稳定后, 港股互联网传媒具备一定吸引力。

图 7: H 股传媒板块整体 PE 为 20 倍左右



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (市盈率为 TMM 整体法剔除负值, 股价日期为 2021/10/29)

图 8: H 股传媒板块估值已降至年内较低区间

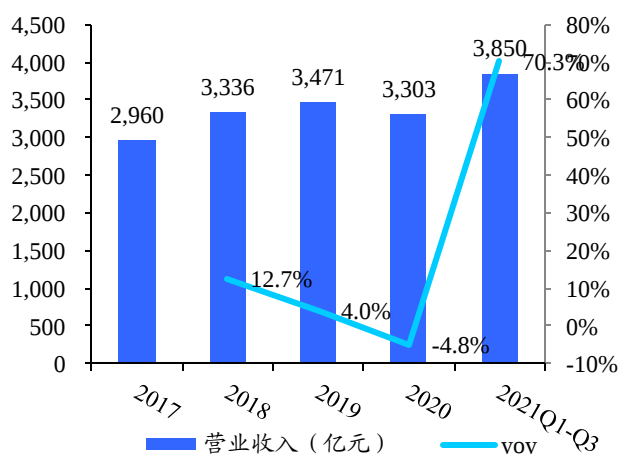


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (市盈率为 TMM 整体法剔除负值)

1.3. 复苏进行时, A+H 传媒板块业绩明显回暖

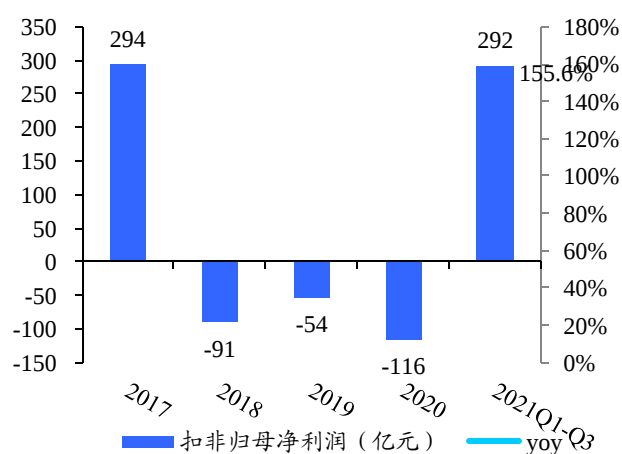
在经历 2018-2020 年板块整体亏损的情况下,2021 年 A 股传媒行业业绩明显回暖。在收入端,2021Q1-Q3 合计实现营业收入 3,850 亿元,同比增长 70%,增速明显快于 2017-2020 年。在利润端,考虑到部分公司有较多金额的非经常性损益,我们选用扣非后归母净利润来考察企业盈利情况,2021Q1-Q3A 股传媒行业合计实现扣非后归母净利润 292 亿元,结束连续三年的亏损,且三个季度的盈利情况基本与 2017 年全年持平。

图 9: 2021Q1-Q3A 股传媒板块营业收入较快增长



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 10: 2021Q1-Q3A 股传媒板块扣非归母净利润较快增长



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

从各子板块来看,2021年前三季度业绩基本走出疫情阴霾。其中,影视院线和电视广播板块扣非归母净利润扭亏为盈,广告营销和数字媒体板块扣非归母净利润增速在 100%以上。即便受益于疫情宅家利好的游戏板块,扣非归母净利润也在 2021Q1-Q3 同比增长 22%,显示出 A 股强劲的业绩复苏动力。

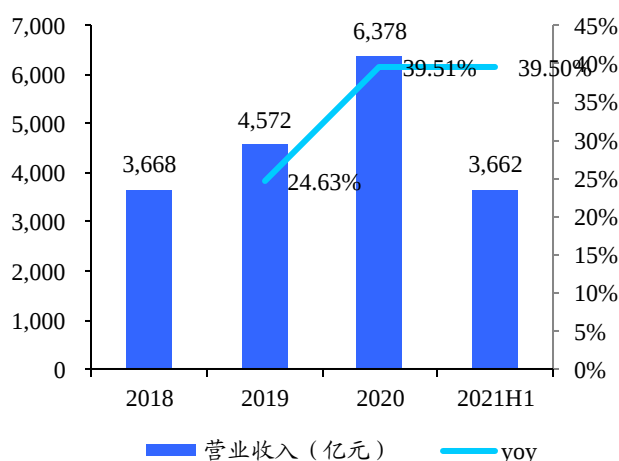
表 3: 2021Q1-Q3A 股传媒各子板块业绩实现较快增长

行业	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			扣非归母净利润 (亿元)		
	2021 Q1-Q3	2020 Q1-Q3	yoy	2021 Q1-Q3	2020 Q1-Q3	yoy	2021 Q1-Q3	2020 Q1-Q3	yoy
游戏	651.10	440.03	48%	137.69	117.99	17%	92.15	75.31	22%
出版	953.80	556.97	71%	122.53	75.44	62%	100.56	62.09	62%
广告营销	1410.10	877.65	61%	65.77	32.65	101%	58.48	21.11	177%
数字媒体	212.54	44.97	373%	25.09	4.07	516%	22.93	3.05	652%
电视广播	323.30	198.92	63%	21.52	0.54	3911%	12.08	-3.51	-
影视院线	299.17	142.23	110%	20.94	-39.29	-	5.79	-43.83	-

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

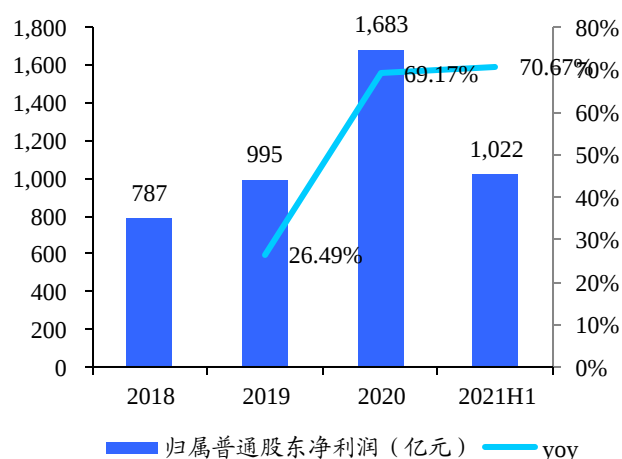
从港股传媒来看,2018 年以来业绩保持较快增长。2021H1 港股传媒板块合计实现营业收入 3,662 亿元,同比增长近 40%,实现归属普通股股东净利润 1,022 亿元,同比增长 71%。港股传媒板块以互联网公司为主,近几年互联网公司商业化较快发展带动板块业绩表现优秀。

图 11: 2021H1 港股传媒板块营业收入较快增长



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 12: 2021H1 港股传媒板块净利润较快增长



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

具体到子板块来看,业绩增长最快的为互联网行业。2021H1 港股互联网实现营业收入 3,332 亿元,同比增长 41%,实现归属普通股股东净利润 964 亿元,同比增长 51%。带动港股传媒板块实现较快增长。

表 4: 2021H1 港股互联网板块业绩实现较快增长

行业	营业收入 (亿元)			归属普通股股东净利润 (亿元)		
	2021H1	2020H1	Yoy	2021H1	2020H1	yoy
互联网	3331.98	2371.20	40.52%	964.31	638.51	51.02%
文化传媒	310.54	244.08	27.23%	61.98	-34.48	-
营销传播	19.07	9.57	99.25%	-4.68	-5.44	-

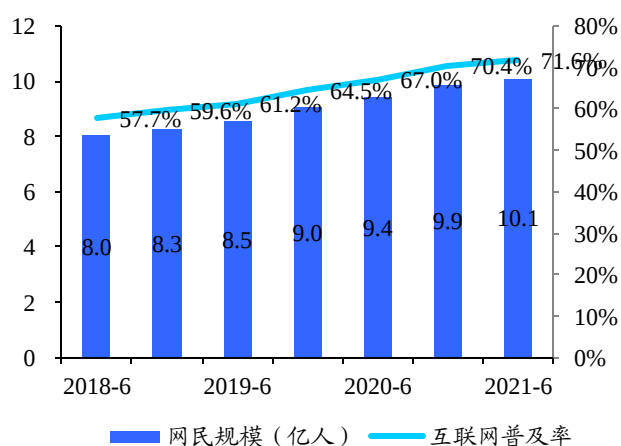
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2. 互联网时长稳中有升,反垄断及个人信息保护大势所趋

2.1. 移动互联网使用时长稳中有升,流量加速融合渗透

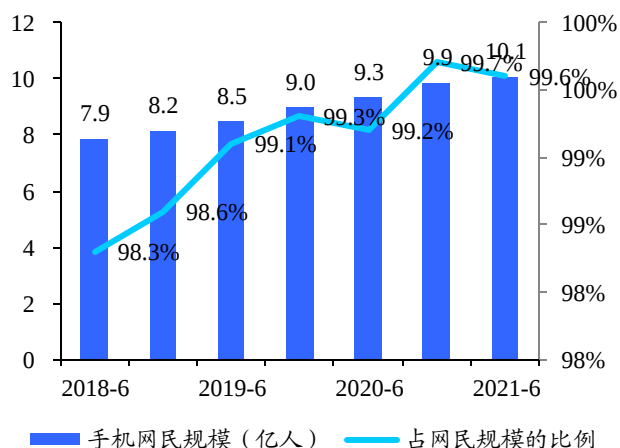
我国网民规模已突破 10 亿人,人均每周上网时长稳定在 27 小时。根据 CNNIC 的数据,2021 年 6 月我国网民规模已突破 10 亿人大关,互联网普及率也首次突破 70%,同期,手机网民规模超过 10 亿人,从量的层面来看,互联网流量基本见顶。而从使用时长来看,除 2020 年疫情期间人均每周上网时长超过 30 小时外,2018 年至今人均每周上网时长基本维持在 27-30 小时,在剔除睡眠时长后,约占每人 25%的清醒时间。

图 13: 2021 年 6 月我国网民规模已超过 10 亿人



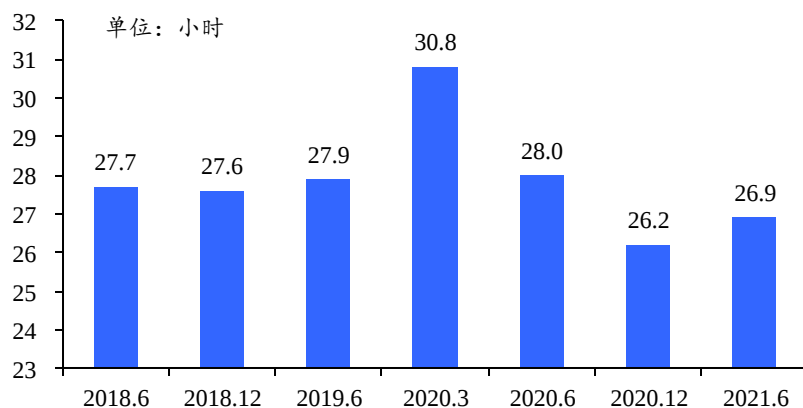
数据来源: CNNIC, 国泰君安证券研究

图 14: 2021 年 6 月我国手机网民规模突破 10 亿人



数据来源: CNNIC, 国泰君安证券研究

图 15: 网民人均每周上网时长约为 27 小时



数据来源: CNNIC, 国泰君安证券研究

而从 2018 年至今,用户规模增长最快的应用类型为短视频。根据 CNNIC 的数据,截止 2021 年 6 月,在用户规模超过 6 亿人的应用类型中,2018-2021 年用户增量前三的应用类型为网络支付、网络直播、短视频,其中网络支付具有较强工具属性,网络直播的新增量来自于电商平台和短视频平台的直播电商,而短视频平台具备一定的综合应用属性,因此,我们认为近 3 年促进我国互联网增长的边际在于短视频。

表 5: 2018-2021 年短视频相关应用用户规模增长较快

应用类型	2018/12	2019/6	2020/3	2020/6	2020/12	2021/6	2018-2021 增量
即时通信	7.92	8.25	8.96	9.31	9.81	9.83	1.91
网络视频 (含短视频)	7.25	7.59	8.50	8.88	9.27	9.44	2.19
短视频	6.48	6.48	7.73	8.18	8.73	8.88	2.40
网络支付	6.00	6.33	7.68	8.05	8.54	8.72	2.72
网络购物	6.10	6.39	7.10	7.49	7.82	8.12	2.02
搜索引擎	6.81	6.95	7.50	7.66	7.70	7.95	1.14
网络新闻	6.75	6.86	7.31	7.25	7.43	7.60	0.85

网络音乐	5.76	6.08	6.35	6.39	6.58	6.81	1.05
网络直播	3.97	4.33	5.60	5.62	6.17	6.38	2.41

数据来源：CNNIC，国泰君安证券研究（单位：亿人）

再从用户时长来看，从 2018-2021 年，主要趋势是短视频崛起，长视频受挤压，微信稳定，QQ 减少，淘宝、百度占据一席之地。根据 QuestMobile 的数据，2018Q1-2021Q2，用户日均使用时长增长最明显的为抖音，从 49 分钟增加至 100 分钟，另一短视频平台快手用户日均使用时长也提升至 100 分钟。社交平台微信保持在 80 分钟左右，而另一社交软件 QQ 用户时长从约 50 分钟降至 30 分钟左右。此外，受短视频挤压，长视频日均使用时长下降约 10 分钟，电商类龙头淘宝和工具类龙头百度日均使用时长总体保持稳定。

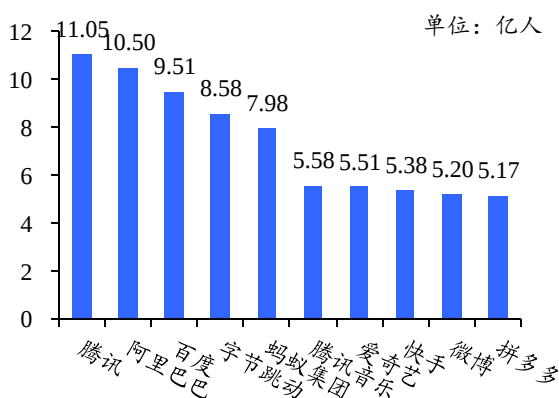
表 6：2018-2021 年主要 App 用户日均使用时长，短视频崛起，长视频受挤压，微信稳定

	2018 Q1	2018 Q2	2018 Q3	2018 Q4	2019 Q1	2019 Q2	2019 Q3	2019 Q4	2020 Q1	2020 Q2	2020 Q3	2020 Q4	2021 Q1	2021 Q2
微信	83	87	85	86	79	82	77	84	88	83	80	83	83	84
抖音	49	56	62	63	66	67	76	78	94	92	93	91	102	100
淘宝	23	25	24	26	26	23	22	24	24	26	22	26	23	23
QQ	52	52	52	49	54	51	55	52	68	53	44	39	37	34
快手	80	75	78	73	74	74	79	78	90	84	82	91	98	100
百度	44	43	44	42	43	44	45	46	47	43	44	43	45	43
微博	52	57	60	59	60	58	56	54	54	49	48	45	49	48
今日头条	77	88	91	92	92	89	84	88	92	82	75	73	79	82
爱奇艺	85	87	93	86	80	73	76	75	81	72	69	70	74	70
腾讯视频	75	77	76	71	70	74	75	76	77	69	67	69	69	67

数据来源：QuestMobile，国泰君安证券研究（单位：分钟）

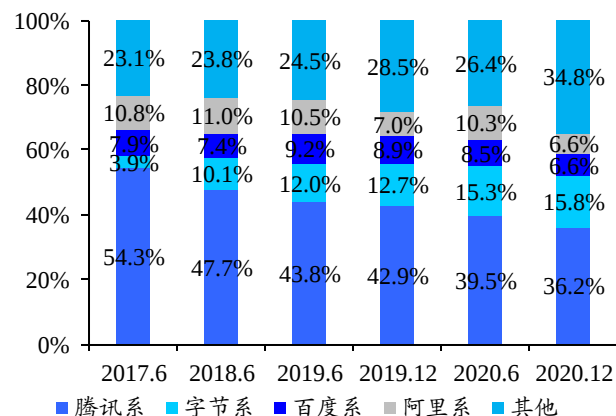
从头部互联网企业来看，腾讯和阿里巴巴均已具备 10 亿人以上去重月活规模，短视频为代表的字节系和快手系正加速抢占用户时长。根据 QuestMobile 的数据，截止 2021 年 9 月，腾讯、阿里巴巴均有 10 亿以上的去重月活规模，从 2017 年 6 月到 2020 年 12 月，短视频用户时长占比提升较为明显，字节系从占用用户时长比例为 3.9% 快速提升至 15.8%，仅次于腾讯系。

图 16: 2021 年 9 月腾讯、阿里巴巴均有 10 亿人以上去重月活规模



数据来源: QuestMobile, 国泰君安证券研究

图 17: 2017-2020 年字节系应用占用用户时长比例增长最多



数据来源: QuestMobile, 国泰君安证券研究

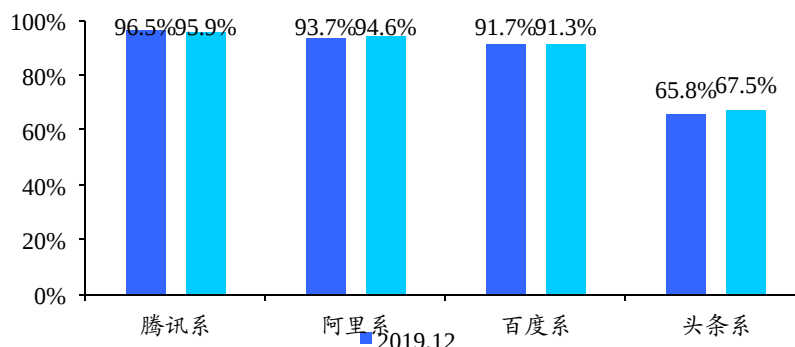
而具体到 App 来看,我国互联网核心流量也已被“BATT”占据。其中,腾讯系最全面,在即时通信、电商、短视频等诸多领域均有头部 App 布局,阿里系核心在于移动支付和电商,字节系依托抖音和今日头条正快速崛起,百度系具有较强的工具类应用。腾讯系、阿里系和百度系三巨头网民渗透率已超过 90%,新巨头字节系网民渗透率也在快速提升。

图 18: 我国互联网核心流量已被“BATT”占据



数据来源: QuestMobile, 国泰君安证券研究

图 19: “BATT”对网民的渗透率已达较高比例



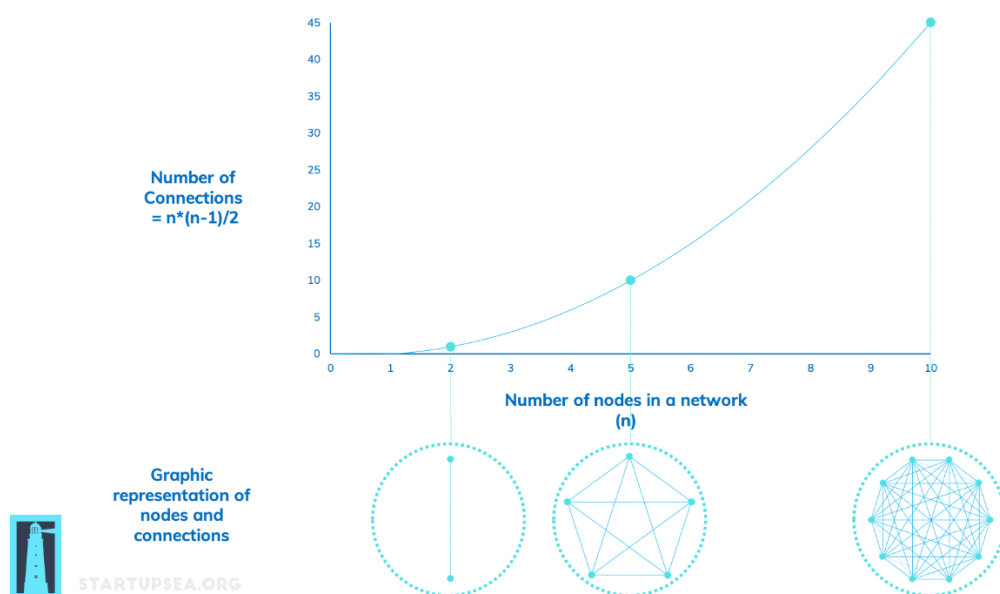
数据来源: QuestMobile, 国泰君安证券研究

2.2. 反垄断:监管政策趋严,业务创新是股价上涨的核心支撑

互联网时代的特征决定了平台经济垄断具有必然性。在互联网时代的萌芽期,平台的开放性与扁平化特征吸引了用户、商家等多方参与者,随着平台利用网络外部性不断聚集流量,商家数实现快速增长并进而带动新一轮用户增长,因此互联网平台用户规模可在短时间内实现爆发。根据“梅特卡夫定律”,互联网平台价值随着其流量规模扩大而呈指数级上升趋势,根据“摩尔定律”,互联网平台扩张的边际成本趋近于 0,因此互联网平台有极强的意愿扩大规模,并有可能迅速成长为具备虹吸效应的超级平台,最终自然而然地走向“赢者通吃”的垄断局面。

但是对于是否以及如何实施反垄断监管,“自由派”与“规制派”各执一词。熊鸿儒在《我国数字经济发展中的平台垄断及其治理策略》中指出,针对互联网平台寡头反垄断的观点分为两派,一是主张尽量不干预的“自由派”,他们认为过度或不适当的干预会破坏竞争而非保护竞争,打击垄断与维护创新激励机制往往难以两全,例如大卫·埃文斯通通过梳理 1995-2016 年间互联网平台的演变发现,在动态竞争中新进入者始终保有机会,超级平台的垄断问题会随着创新自然而然地解决,如 Airbnb 的出现给 Booking 等旅游服务平台造成冲击;另一派则是主张积极干预的“规制派”,他们认为数字寡头的无边界扩张正侵蚀着传统竞争机制,为修补市场缺陷、促进消费者福利,主动干预在所难免。

图 20: 根据“梅特卡夫定律”,互联网平台价值随着其流量规模扩大而呈指数级上升趋势

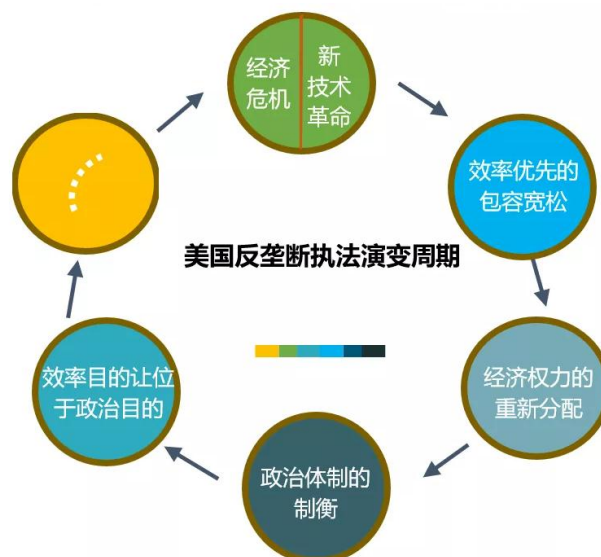


资料来源: The Startup Sea

从美国反垄断执法演变历程来看,随着互联网经济发展步入下半场,反垄断政策由宽松转向严格。根据罗汉堂对反垄断经济学史的回顾,在美国反垄断执法的 200 年历程中,执法强度和价值目标均有所不同,并形成“新技术革命—效率优先的包容宽松—经济权力的重新分配—政治体制的制衡—效率目的让位于政治目的一经济危机/新一轮技术革命”的循环周期。此轮周期的起点是苹果、微软等科技公司以及谷歌、亚马逊等

平台型公司掀起的数字革命，随着 PC 互联网被移动互联网取代、移动互联网的发展逐步由蓝海迈向红海，各大厂滥用市场支配地位的现象越发频繁，主张加强互联网经济反垄断的新布兰迪斯学派在此背景下迅速崛起，该学派代表人物莉娜·可汗自 2021 年 6 月起上任美国联邦贸易委员会(FTC)主席，可以预见美国反垄断执法将不断加强。

图 21: 新布兰迪斯学派的崛起使反垄断目标由经济效率转向政治目的



资料来源：罗汉堂公众号

与传统经济相比,平台经济动态竞争的不确定性更强,规制链条前移或为全球反垄断监管大势。平台经济较传统经济而言更具动态性、多边性以及跨界竞争性,因此互联网平台的竞争格局更加难以预测,相关市场界定亦更加模糊,陈兵在《因应超级平台对反垄断法规制的挑战》中指出,数据的瞬时性和复用性加剧了互联网市场动态竞争的特征,改变了对市场竞争静态认知的惯性,因此传统的事中事后规制已难满足对超级平台的有效规制,监管机构应引入动态竞争的观察视角将规制链条前移以做到“强监管、早监管、长监管”。

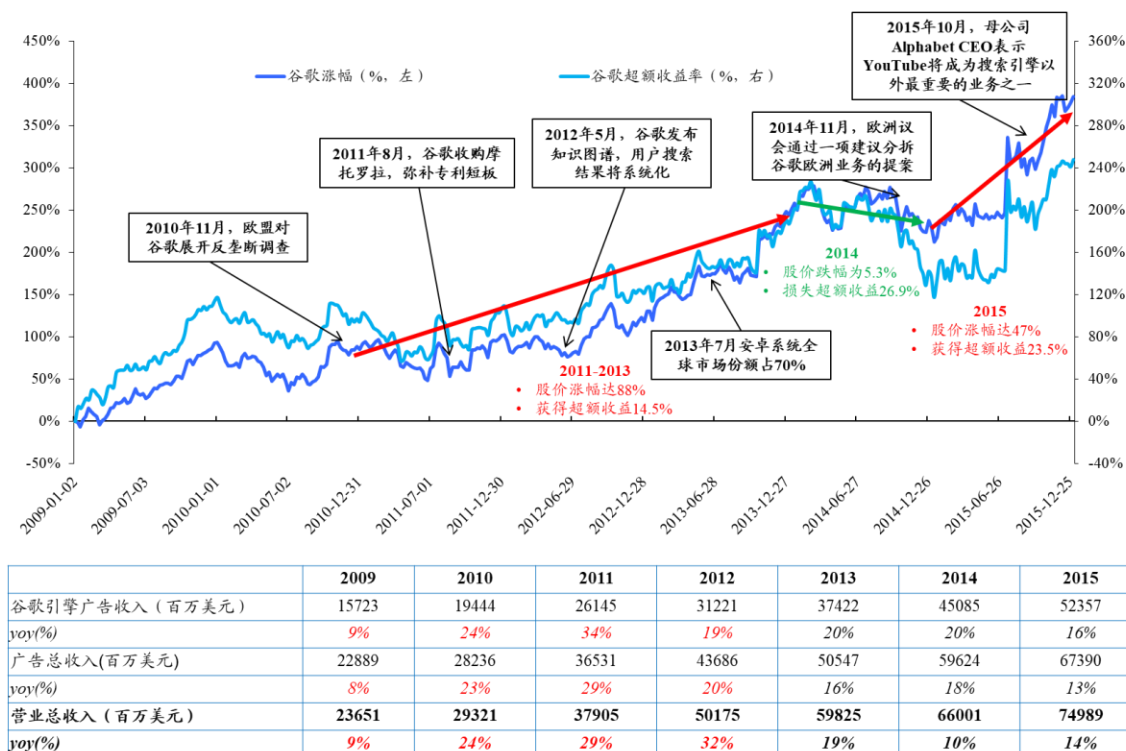
通过复盘谷歌股价表现,我们发现密集处罚期间难有超额收益,但是创新业务的高速增长将驱动股价突破阻力上行。谷歌从 2009 年至今的股价涨跌历程可划分为以下两大阶段:

1)2009-2015 年间,股价上涨近 4 倍,超额收益近 240%:2010 年 11 月欧盟针对谷歌“滥用在线搜索领域主导地位”的说法对其展开反垄断调查,由于彼时反垄断执法环境相对宽松,并且谷歌总营收在引擎广告业务的带动下加速增长,在 2011-2013 年间谷歌实现 88%的涨幅,跑赢纳斯达克指数 14.5%;2014 年 11 月,欧洲议会投票支持分拆谷歌欧洲业务,监管压力致使其股价大幅回撤,全年跑输大盘 26.9%;2015 年 YouTube 用户时长与相应的广告收入均实现高速增长,在创新业务的驱动下谷歌股价实现 47%涨幅,跑赢大盘 23.5%。

2) 2016 年至今,股价上涨约 2.6 倍,跑输大盘约 20%:2017 年 6 月

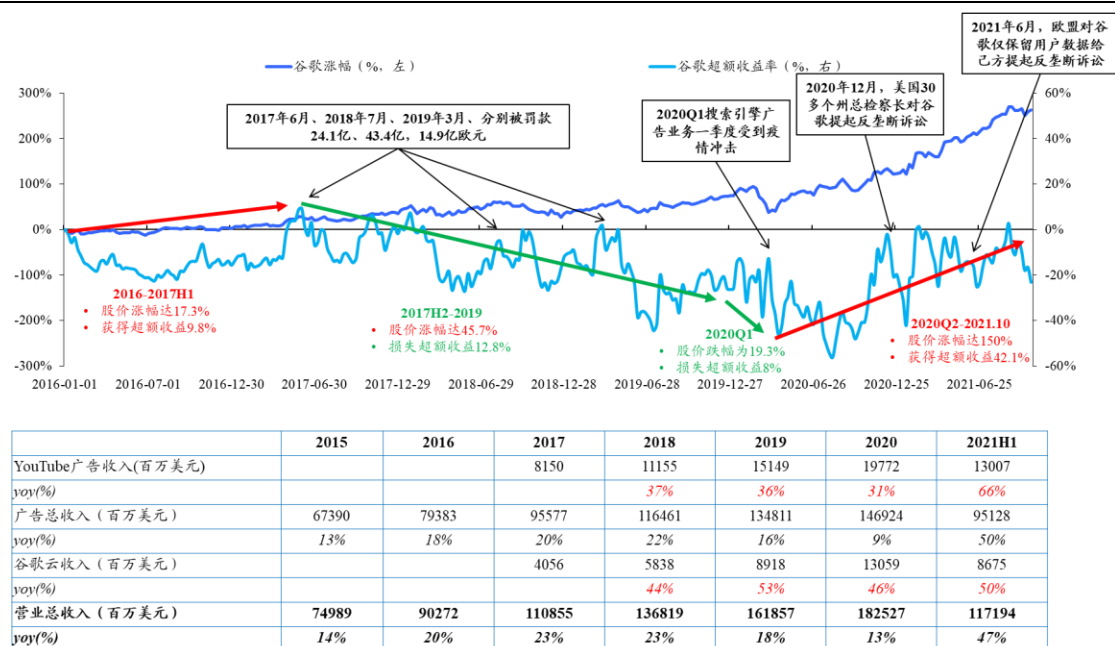
/2018 年 7 月/2019 年 3 月，谷歌因滥用市场支配地位而被欧盟罚款 24.1 亿/43.4 亿/14.9 亿欧元，密集的反垄断处罚使谷歌在 2017H2-2019 年间跑输大盘 12.8%；此后在 2020 年 12 月、2021 年 6 月，谷歌两次受到反垄断诉讼，监管压力对其股价造成显著冲击，但是从长期角度来看，由于 YouTube、谷歌云等创新业务始终保持强劲增长，自 2020Q2 以来谷歌股价实现 1.5 倍涨幅，跑赢大盘 42.1%。

图 22：2009-2015 年间，反垄断执法环境相对宽松、谷歌营收高速增长，股价上涨近 4 倍



数据来源：Wind，公司财报，国泰君安证券研究

图 23：2016 年至今，谷歌面临较大的反垄断压力，但在创新业务的驱动下股价上涨约 2.6 倍



数据来源：Wind，公司财报，国泰君安证券研究

就我国反垄断进程而言,《修正草案》明确了针对平台经济的反垄断规制,并进一步加大处罚力度。《中华人民共和国反垄断法》自 2008 年 8 月 1 日起施行,虽然与欧美国家相比我国反垄断执法起步较晚,但在十余年间快速发展并不断修订完善。2021 年 2 月 7 日,《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》对平台型企业滥用市场支配地位行为做出界定;2021 年 10 月 23 日,《中华人民共和国反垄断法(修正草案)》明确规定,经营者不得滥用数据和算法、技术、资本优势以及平台规则等排除、限制竞争,并在现行《反垄断法》基础上加大相关行为的处罚力度,例如针对情节特别严重的违法行为,《修正草案》规定可处以 2 倍以上 5 倍以下的罚款。

表 7: 平台型企业滥用市场支配地位行为主要包括拒绝交易、限定交易、搭售、差别待遇等

滥用市场支配地位行为	主要表现形式	我国处罚或整治案例
拒绝交易	在平台规则、算法、技术、流量分配等方面设置不合理的限制和障碍,增加交易展开难度	工信部要求各平台自 9 月 17 日起 解除外链屏蔽、推进互联互通
限定交易	要求平台内经营者在竞争性平台间进行“二选一”,或者限定交易相对人与其进行独家交易的其他行为	1) 4 月 10 日,市场监管总局责令 阿里巴巴 停止违法行为,并处以其 2019 年中国境内销售额 4567.12 亿元 4%的罚款,计 182.28 亿元 2) 10 月 8 日,市场监管总局责令 美团 停止违法行为,并处以其 2020 年中国境内销售额 1147.48 亿元 3%的罚款,计 34.42 亿元
搭售或者附加不合理交易条件	利用格式条款、弹窗、操作必经步骤等交易相对人无法选择、更改、拒绝的方式,将不同商品进行捆绑销售	--
差别待遇	基于大数据和算法,根据交易相对人的支付能力、消费偏好、使用习惯等,实行差异性交易价格或者其他交易条件	《中华人民共和国个人信息保护法》于 8 月 20 日正式发布,于 11 月 1 日正式施行,明确禁止 “大数据杀熟”

数据来源:《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》,金杜研究院,国泰君安证券研究

表 8:《修正草案》在现行《反垄断法》基础上进一步完善了相关行为的处罚金额

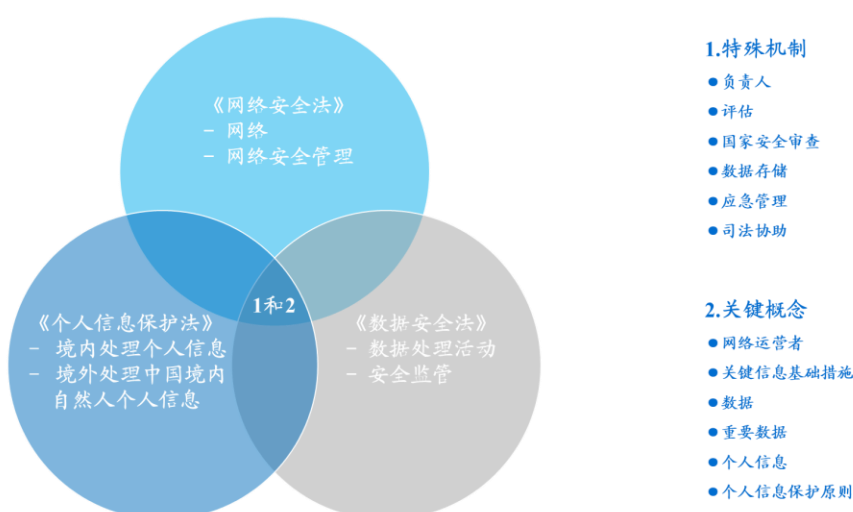
处罚对象	现行《反垄断法》	《修正草案》
达成并实施反垄断协议	没收违法所得,并处上一年度销售额 1%以上 10% 以下的罚款	1) 没收违法所得,并处上一年度销售额 1% 以上 10%以下的罚款 2) 针对达成并实施反垄断协议,且上一年度没有销售额的经营者,罚款上限确定为 500 万元以下
尚未实施所达成的垄断协议	50 万元以下 的罚款	300 万元以下 的罚款
情节特别严重的情况	无规定	对于情节特别严重、影响特别恶劣、造成特别严重后果的违法行为,以及拒绝配合调查的行为,可以按照规定的罚款数额 2 倍以上 5 倍以下 处以罚款

数据来源:《中华人民共和国反垄断法(修正草案)》,金杜研究院,国泰君安证券研究

2.3. 数据治理：“三驾马车”维护国家利益、遏制数据垄断

《网络安全法》、《数据安全法》与《个人信息保护法》分别自 2017 年 6 月 1 日、2021 年 9 月 1 日、2021 年 11 月 1 日起正式实施，以上三部法律共同构成了我国网络安全与数据合规领域的基本法律规则框架。根据金杜研究院解读，《网络安全法》和《数据安全法》均以维护国家主权、安全为根本立法目标和宗旨，二者可能存在一般与特殊的规则适用关系；与上述法律不同，《个人信息保护法》则是从信息的客观属性出发对个人信息的获取与处理做出界定，如果个人信息所反映的法律价值或利益落入重要数据的范畴，将同样适用于《数据安全法》。

图 24: 《网络安全法》、《数据安全法》与《个人信息保护法》在部分机制与概念定义上交叉



资料来源：嘉源律师事务所，国泰君安证券研究

《数据安全法》在全球数字主权化的背景下诞生，为企业提供数据经营合规方面的指引。随着数据控制权在国际竞争中的重要性日益凸显，“数据安全关乎国家主权”逐步成为全球共识，优先立法的国家有望在国际数据竞争市场中取得先发优势，在此背景下我国《数据安全法》诞生。《数据安全法》搭建了以“重要数据”为核心的安全监管制度，将重要数据的识别视为工作重点，对重要数据的处理活动提出安全保护义务。与此同时，为了更好地应对海外国家在数据领域的立法和执法，该法律第二十六条亦规定了反制外国歧视性限制措施的对等措施。

《网络安全审查办法》修订草案进一步对赴海外上市的企业提出严格的安全审查要求。《网络安全审查办法》(修订草案)发布于 2021 年 7 月 10 日，该办法以《国家安全法》、《网络安全法》与《数据安全法》为依据，将数据处理活动以及国外上市可能带来的国家安全风险视为重点评估风险。根据新《办法》，掌握超过 100 万用户个人信息的运营者赴国外上市，必须向网络安全审查办公室进行申报，并提交申报书、关于影响或可能影响国家安全的分析报告、采购文件、协议、拟签订的合同或拟提交的 IPO 材料等，从而维护我国数据主权。

表 9：不同类型数据风险评估的触发条件、评估内容及报送要求有所不同

	重要数据处理活动风险评估	个人信息保护影响评估	网络安全审查/国家安全审查
评估义务主体	· 重要数据处理者	· 个人信息处理者	· 关键信息基础设施运营者 · 数据处理者
触发条件	· 对数据处理活动定期开展风险评估	· 处理敏感个人信息 · 利用个人信息进行自动化决策 · 委托处理个人信息、向其他个人信息处理者提供个人信息、公开个人信息 · 向境外提供个人信息 · 其他对个人权益有重大影响的个人信息处理活动	· 关键信息基础设施运营者采购网络产品和服务，影响或可能影响国家安全的 · 数据处理者开展数据处理活动，影响或可能影响国家安全的 · 掌握超过 100 万用户个人信息的运营者赴国外上市(*《网络安全审查办法》草案要求) · 网络安全审查工作机制成员单位认为影响或可能影响国家安全的网络产品和服务、数据处理活动以及国外上市行为，由网络安全审查办公室按程序报中央网络安全和信息化委员会批准后，依照规定进行审查(*《网络安全审查办法》草案要求)
评估内容	· 风险评估报告应当包括处理的重要数据的种类、数量，开展数据处理活动的情况，面临的数据安全风险及其应对措施等	· 个人信息的处理目的、处理方式等是否合法、正当、必要 · 对个人权益的影响及安全风险 · 所采取的保护措施是否合法、有效并与风险程度相适应	· 产品和服务使用后带来的关键信息基础设施被非法控制、遭受干扰或破坏的风险 · 产品和服务供应中断对关键信息基础设施业务连续性的危害 · 产品和服务的安全性、开放性、透明性、来源的多样性，供应渠道的可靠性以及因为政治、外交、贸易等因素导致供应中断的风险 · 产品和服务提供者遵守中国法律、行政法规、部门规章情况 · 核心数据、重要数据或大量个人信息被窃取、泄露、毁损以及非法利用或出境的风险 · 国外上市后关键信息基础设施，核心数据、重要数据或大量个人信息被国外政府影响、控制、恶意利用的风险 · 其他可能危害关键信息基础设施安全和国家数据安全的因素(*《网络安全审查办法》草案要求)
报送要求	· 向有关主管部门报送风险评估报告 · 汽车数据处理者开展重要数据处理活动还应在每年十二月十五日签向省、自治区、直辖市网信部门和有关部门报送年度汽车数据安全情况	· 暂无明确规定，但个人信息保护影响评估报告和处理情况记录应当至少保存三年	· 向网络安全审查办公室申报网络安全审查(*《网络安全审查办法》草案要求) · 提交材料:申报书、关于影响或可能影响国家安全的分析报告、采购文件、协议、拟签订的合同或拟提交的 IPO 材料等、网络安全审查工作需要的其他材料(*《网络安全审查办法》草案要求)

数据来源：金杜研究院，国泰君安证券研究

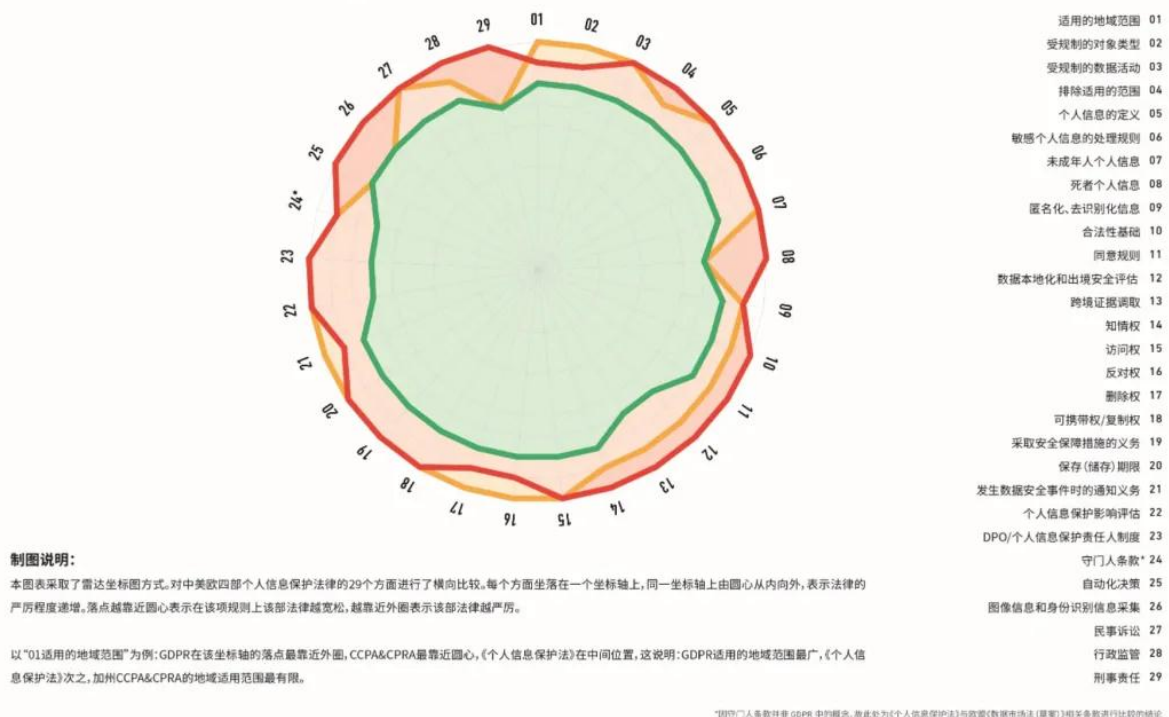
《个人信息保护法》明确“知情同意”“最小必要”原则，意在遏制互联网平台的数据垄断行为。《中华人民共和国个人信息保护法》于 2021 年 8 月 20 日正式发布，于 11 月 1 日正式施行，其严格程度基本对标欧盟

《通用数据保护条例》（简称 GDPR）。《个保法》以“知情同意”“最小必要”两项重要原则为纲，其中“知情同意”原则采取“Opt-in”同意模式，即企业只有在用户自愿、明确且充分知情的情况下才可处理其个人信息，若未经用户同意，企业不得对其个人信息进行处理；“最小必要”原则规定，从事 App 个人信息处理活动的，应当具有明确、合理的目的，并遵循最小必要原则，不得从事超出用户同意范围或者与服务场景无关的个人信息处理活动。

图 25：我国《个人信息保护法》严格程度基本对标欧盟 GDPR

对比概览图

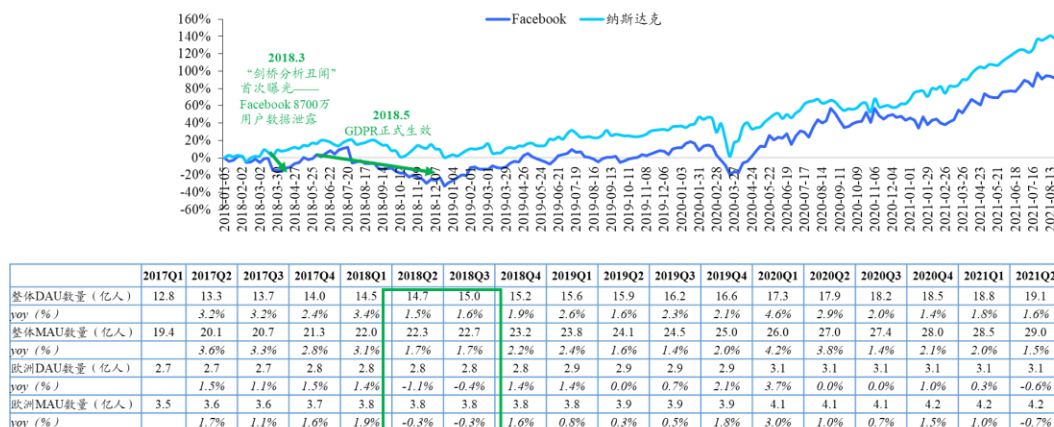
欧盟GDPR 中国《个人信息保护法》 加州隐私立法 (CCPA&CPRA)



资料来源：腾讯研究院

回顾欧盟 GDPR 带来的影响，短期内平台面临舆论与执法双重压力，但长期来看 GDPR 有助于重塑用户对平台的信任。2018 年 3 月，“剑桥分析丑闻”首次曝光，媒体指出 8700 万 Facebook 用户数据泄露并被用于 2016 年美国总统选举，该事件在 2018 年 5 月欧盟 GDPR 正式生效后继续发酵，公众对于个人信息的隐忧不断增加，具体表现为 2018 Q2-Q3 期间 Facebook 整体用户增长放缓，其中欧洲地区用户数量甚至出现下滑，在此影响下 Facebook 股价明显下跌。但是从长期角度来看，GDPR 对个人信息处理提出的合理性与透明性要求使用户对互联网平台与广告主的信任度逐步提升，根据 DMA 调研结果，在 GDPR 实施一年以后，49% 营销人员认为 GDPR 有助于其处理数据、46% 认为 GDPR 有助于提升品牌力，44% 认为整体业务表现有所进步。

图 26: 2018 Q2-Q3 期间, Facebook 整体用户增长放缓, 其中欧洲地区甚至出现下滑



数据来源: Wind, 公司财报, 国泰君安证券研究

图 27: 2019 年近 1/2 营销人员认为 GDPR 对业务产生了积极影响



数据来源: DMA

3. 线下文体望迎来复苏, 下一代网络技术或临近

3.1. 元宇宙: 下一代网络技术已至, 元宇宙序幕开启

狭义而言, 元宇宙是基于下一代网络技术搭建的全新生态。在移动互联网发展背后, 3G/4G 通信技术的进步、iOS 与安卓操作系统的问世以及智能终端的普及是主要驱动力, 即时通讯、手游、内容社区、短视频等移动时代的产物逐步取代 MSN、页游、BBS 论坛等 PC 时代的应用。元宇宙与移动互联网类似, 其发展需要以 5G/6G 网络、云计算、边缘计算等基础设施为支撑, 以可穿戴设备、脑机接口等终端设备为接口触达消费者, 并通过区块链技术、AI 技术的迭代升级完善生态, 大量新兴应用有望实现指数级增长。

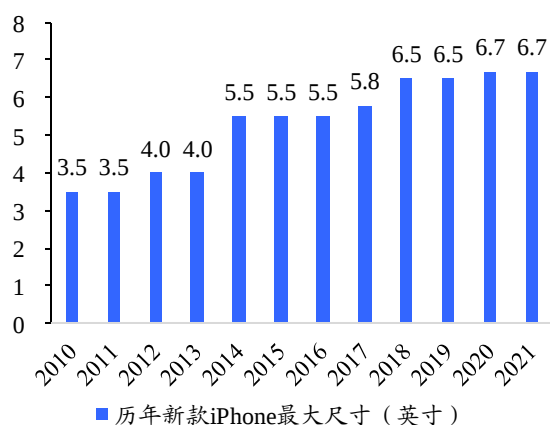
图 28：与移动互联网类似，元宇宙内容应用的发展由基建与设备推动



数据来源：国泰君安证券研究

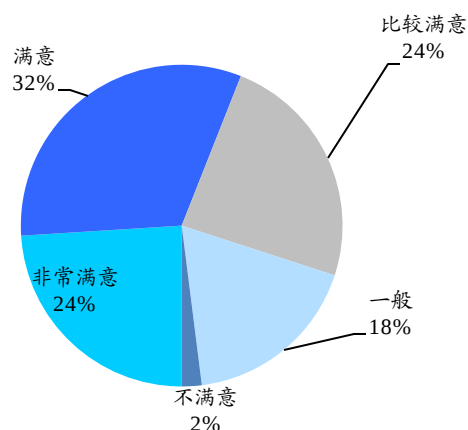
通过复盘移动互联网进程,我们认为红利流量见顶竞争加剧、新兴终端开始普及均预示着新时代的到来。移动互联网的发展经历了四个阶段: 1) “3Q 大战”为 PC 时代划上句号, 奏响移动时代前奏; 2) iPhone 4 带领智能手机步入成长期, 正式开启移动时代, 在 3G 网络助力下即时通信、轻度手游率先渗透; 3) 随着 4G 网络取代 3G 网络, 重度手游取代轻度手游成为最受欢迎的游戏类别, 共享经济、短视频等新兴应用亦实现爆发式增长; 4) 移动端流量见顶、用户时长争夺加剧, 智能手机作为 5G 终端难以再诞生杀手级应用, 在此背景下巨头急需开辟新时代, 元宇宙的到来具有必然性。

图 29：智能手机已基本达到空间展示的极限



数据来源：苹果官网，国泰君安证券研究

图 30：用户对 5G 网络的满意度有待提高



数据来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究（注：2021 年 6 月调研数据）

Oculus Quest2 对于 VR 行业的意义好比 iPhone 3G 对于手机行业的意义, 或为终端设备普及的开端。2007 年苹果推出第一代 iPhone 并提出用触摸屏取代物理键盘的理念, 4GB/8GB 机型分别定价 499/599 美元, 由于定价较高仅售出 136 万台; 2008 年第二代 iPhone 开始支持 3G 网络

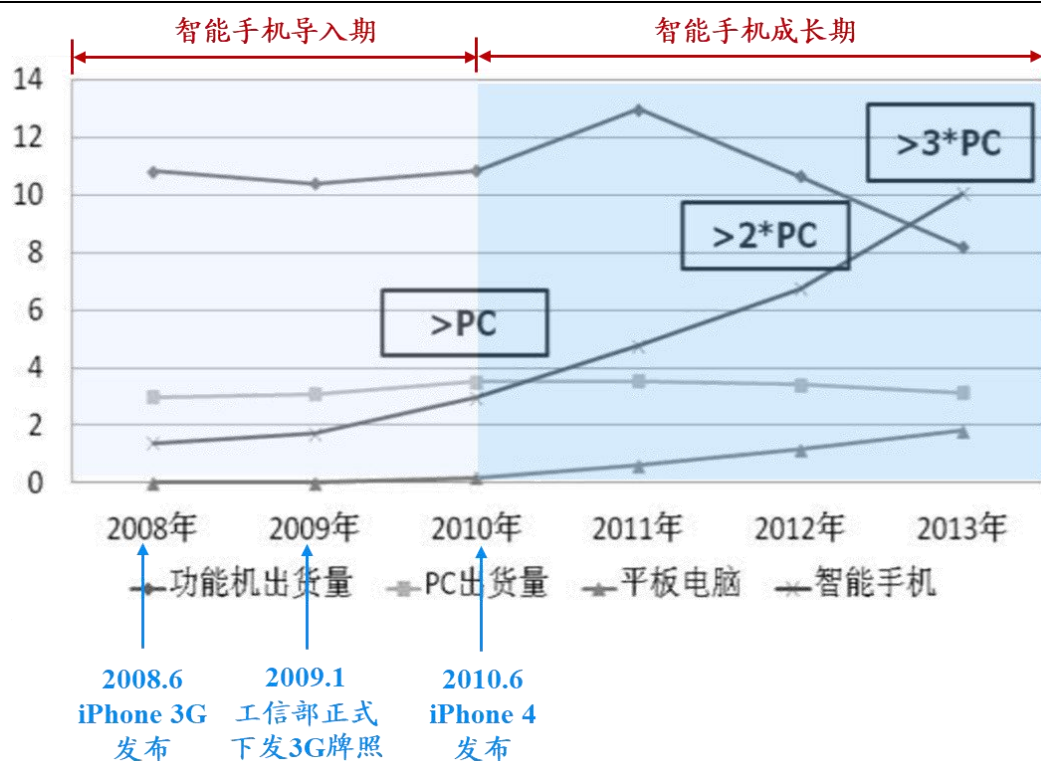
并配备移动应用商店 App Store, 8GB/16GB 机型分别定价 199/299 美元, 高性能低售价使 iPhone 3G 实现 1163 万台的销量, 较第一代 iPhone 而言增长 755%, 在后续四年内 iPhone 销量维持 81% 的年复合增长率, 引领智能手机行业步入高速发展期。与 iPhone 3G 类似, Oculus Quest2 亦在提升性能、降低售价后实现爆发式增长, 参照智能手机发展路径, Oculus Quest2 或为 VR 设备走向大众的标志性产品。

表 10: Oculus Quest 2 与 Oculus Quest 相比性能更好、售价更低

参数	Oculus Quest	Oculus Quest 2
发售日期	2019 年 5 月 21 日	2020 年 10 月 13 日
发售价格	64GB 399 美元 128GB 499 美元	64GB 299 美元 128GB 399 美元
屏幕	OLED	LCD
分辨率	1440*1660, 72Hz	1832*1920, 90Hz (需手动开启)
芯片	高通 835	高通 XR2
RAM	4G	6G
重量 (实测)	571g	507g
存储	64GB 和 128GB	64GB 和 256GB
佩戴	硅胶倒三角头戴, 侧边魔力贴	布质头戴, 尾部拉伸捆绑 (环绕式头戴可另外购买)

数据来源: VR 陀螺, 国泰君安证券研究

图 31: iPhone 3G 带领智能手机迈向导入期, iPhone 4 带领智能手机步入成长期



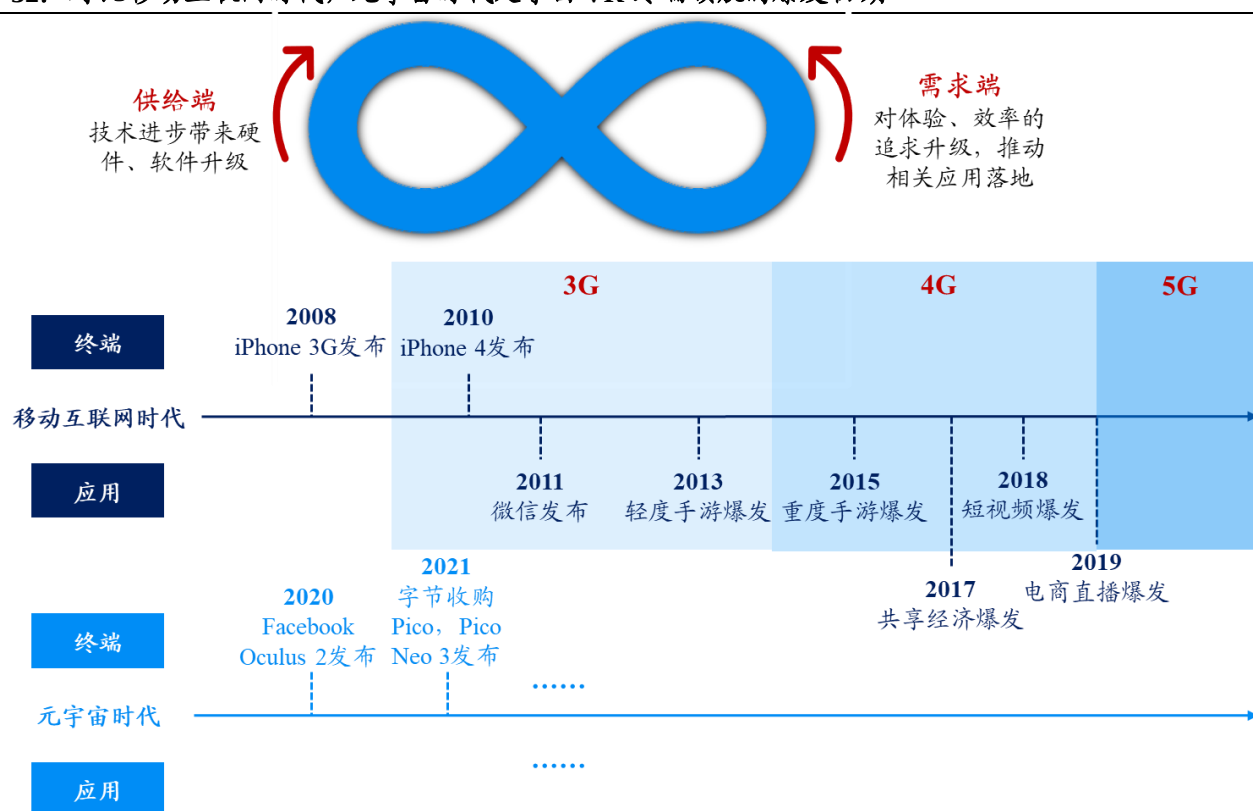
数据来源: IDC, Gartner, 国泰君安证券研究

元宇宙时代或由 VR、AR 终端开启, 由虚拟文娱应用推向繁荣。移动互联网时代由 iPhone 3G 奏响前奏, 由 iPhone 4 正式开启, 并遵循“技术进步→需求升级→应用落地→反哺技术”的路径推演。根据工信部研究,

移动互联网产业的发展速度快于 PC 互联网，PC 时代产业以 18 个月为周期迭代，而移动互联网时代的终端硬件、软件、应用、流量均以 6 个月为周期快速迭代，据此我们推断，元宇宙时代或以更快的速度演进。

从应用端来看，在通信网络由 2G 向 4G 切换的过程中，搜索引擎、即时通信、轻度手游、重度手游、共享经济、短视频、电商直播等应用相继爆发，用户需求由满足日常基础功能向获得更佳文娱体验、提高生活便利性的方向升级。那么在以 5G 网络为基建、以 VR 终端为接口的元宇宙时代，用户将对文娱体验提出更高要求，此类体验的升级亦最容易被感知，因此虚拟文娱有望成为最先落地的消费级应用，随后提升个人效率乃至社会效率的应用有望大规模流行。

图 32：对比移动互联网时代，元宇宙时代处于由 VR 终端领航的爆发初期



资料来源：国泰君安证券研究

具体内容方面，游戏是目前最贴合元宇宙定义的形式，沉浸感与多元化的兼容度有望逐步提升。目前具备元宇宙要素的游戏大致可分为 VR 游戏、游戏社区两类，其中 VR 游戏画面精美、沉浸度高，但社交属性弱、开放度低，代表作品有 3A 大作《半条命：Alyx》、多人在线射击游戏《Pavlov VR》；游戏社区开放度高、社交属性强，但画面较为简单、沉浸度低，代表作品有《Roblox》、《我的世界》、《堡垒之夜》。横向比较《Roblox》与《堡垒之夜》，前者素材丰富度更高、画面更简单，后者素材更简单、画面更精致，亦可体现沉浸感与多元化两大要素间的矛盾。未来随着工具与中间件逐步扩容、AI 技术的应用趋近成熟，沉浸感与多元化的兼容度有望逐步提升。

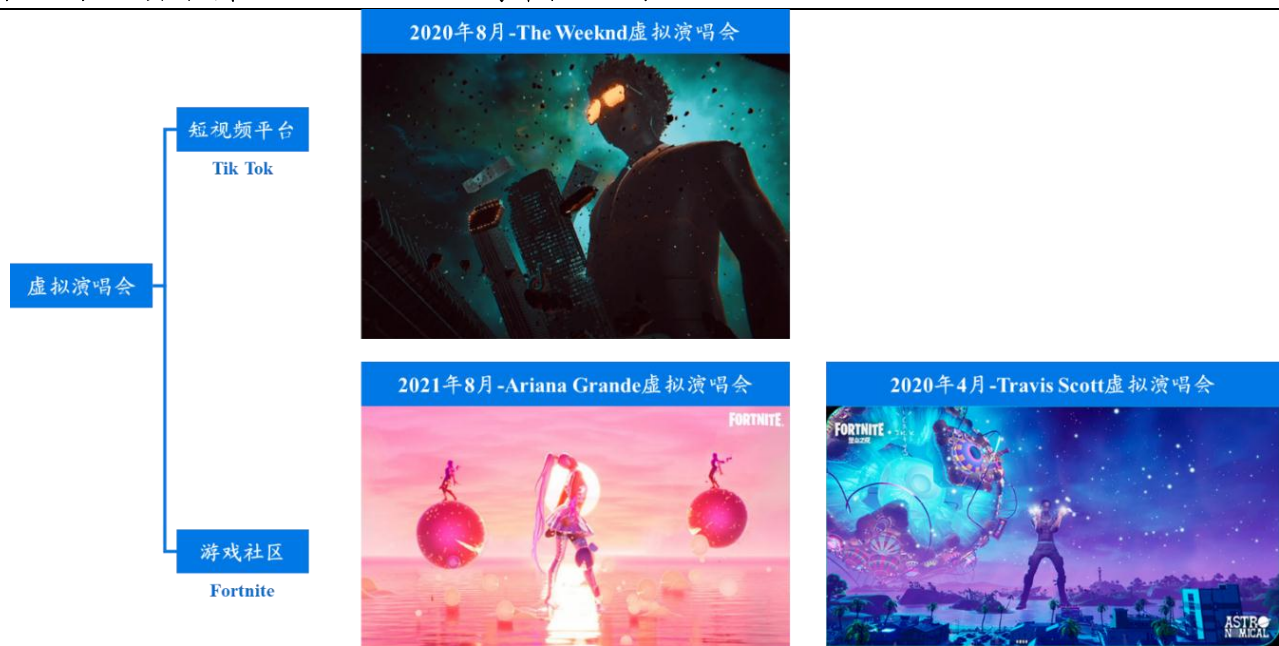
图 33：现阶段游戏难以兼具沉浸感与多元化



资料来源：国泰君安证券研究

凭借较强的临场感、互动性以及华丽的场景,虚拟演唱会自疫情以来加速出圈。在疫情常态化的趋势下,线下演唱会的开展存在不确定性,因此线上成为现场演出的重要阵地,然而传统的线上演唱会难以复制灯光舞美营造的氛围以及万人齐聚的互动性,给用户带来的体验远不及线下。在此背景下,场景梦幻、沉浸感强的虚拟演唱会成为更好的选择,目前Fortnite、Tik Tok 是歌手举办虚拟演唱会的两大平台,前者通过一系列小游戏增强用户与歌手的互动,后者则主要通过评论区互动。根据艾媒咨询数据,2020H1 参与 1 次以上在线音乐演出的用户数超过 8000 万,可见用户对于演出线上化有较强需求,未来虚拟演唱会有望加速渗透。

图 34：虚拟演唱会在 Fortnite、Tik Tok 等平台上流行



资料来源：国泰君安证券研究

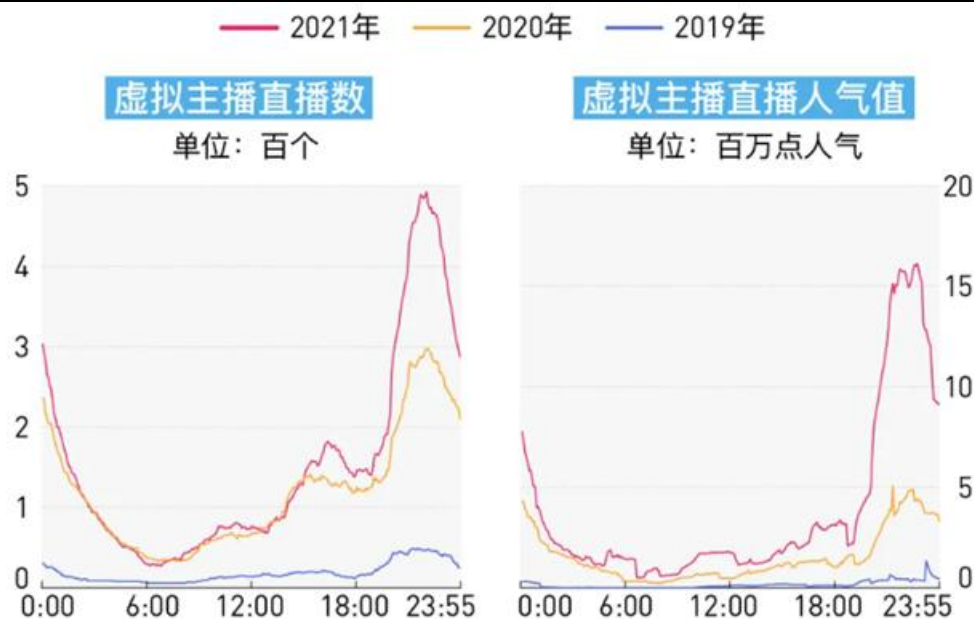
在真人偶像负面新闻频发、疫情催化线上娱乐的背景下,2020年成为国内虚拟偶像爆发的元年。虚拟人是任何人进入虚拟世界的必要化身,按照定位可划分为数字替身(自用)、虚拟偶像(商用)两类,其中数字替身是用户为自己创造的化身,虚拟偶像是实现类人活动创造商业价值的架空形象。近年来真人偶像负面新闻频发,不仅伤害粉丝情感,亦严重损害经纪公司、合作品牌方的利益,致使众多粉丝与企业转向虚拟偶像。疫情的催化进一步提升用户对于虚拟主播的关注度,根据 vtbs.moe 与澎湃数据,2019-2021 年 B 站虚拟主播直播数当日高峰约为 50/300/500,对应人气值约为 100 万/500 万/1600 万。日益旺盛的用户需求使虚拟偶像相关企业备受资本青睐,2020 年以来企业融资速度明显加快。基于需求端用户偏好转变、供给端密集融资加速发展,我们认为 2020 年是国内虚拟偶像爆发的元年。

图 35: 虚拟人形象设计横跨二次元至超写实, 并且拥有多种身份



资料来源: 国泰君安证券研究

图 36：自 2020 年起，B 站虚拟主播直播数与人气值大幅增长



资料来源：澎湃，vtbs.moe

3.2. 潮流消费：随着 Z 世代步入社会，消费热潮有望延续

成长于互联网浪潮之下，Z 世代更易培养对亚文化的兴趣并为其消费。作为“网络原住民”，Z 世代拥有更多信息渠道去了解新鲜事物，拥有更便利的社交平台与同好交流，因此相较于其他代际而言，Z 世代更易被亚文化吸引，也更容易构建小众兴趣圈层，根据天猫对 Z 世代消费行为的调研数据，Z 世代对街头潮流、动漫、“三坑”等文化/内容的 TGI 超过 100。由于 Z 世代充分享受我国经济增长的红利，家庭环境相对优渥，因此对经济前景持有更加乐观的态度，拥有更强的消费意愿为兴趣买单。

图 37：与其他代际相比，Z 世代对亚文化兴趣浓度更高

Z 世代感兴趣的文化/内容偏好（TGI>100）



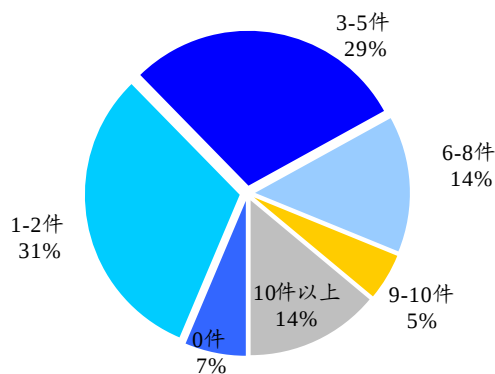
数据来源：阿里妈妈《了不起的新世代——2021 春夏新风尚报告》

图 38: Z 世代愿意为兴趣“烧钱”



数据来源: 天猫《95 后玩家剁手力榜单》

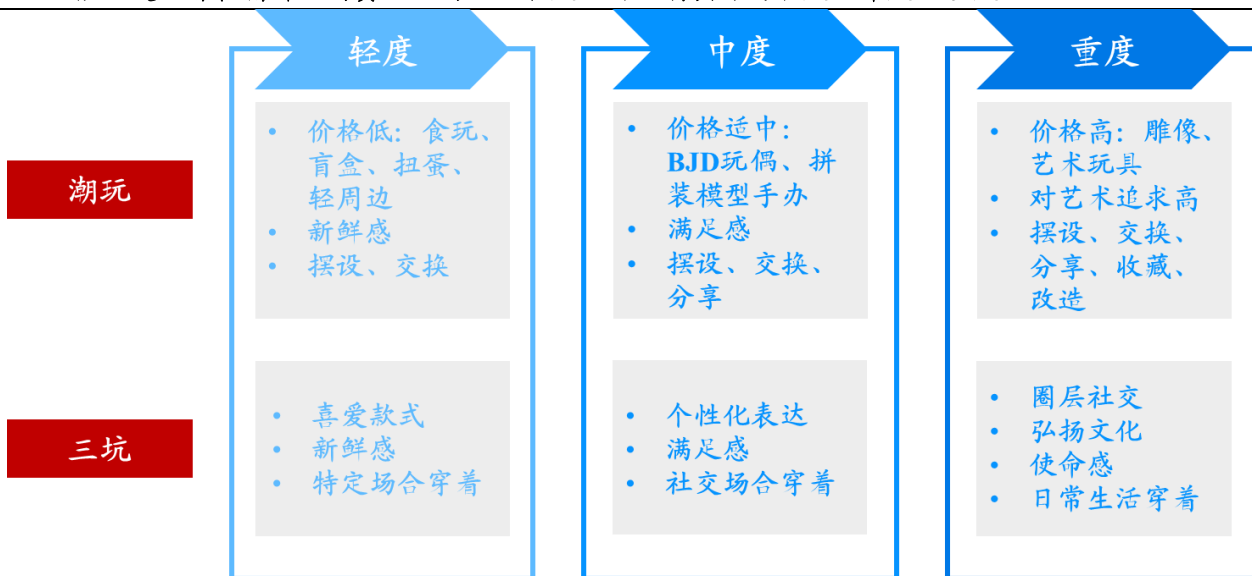
图 39: 2/3 汉服爱好者在近一年内消费 3 件及以上



数据来源: 汉服资讯, 国泰君安证券研究

不只是出于对款式设计的喜爱,社交需求与文化认同亦是驱动 Z 世代持续消费的重要因素。根据爱好者在精神及消费层面的沉浸程度,可以将其分为轻度、中度、重度三类,其中中重度人群热衷于分享并传播文化,例如“Lo 娘”会定期参与茶会,汉服同袍身体力行向大众推广民族文化,“改娃师”对玩偶进行外观改造,骨灰级玩家“一掷千金”求购限量版艺术玩具或萌款服饰,强烈的精神追求正逐步转化为 Z 世代的刚需。

图 40: 根据爱好者在精神及消费层面的沉浸程度,可以将其分为轻度、中度、重度三类



资料来源: 国泰君安证券研究

图 41: “Lo 娘” 举办社交茶会



行走的人民币 我打入了 Lolita 太太圈内部

资料来源: 小红书

图 42: 用户对 Dimoo 盲盒进行改造

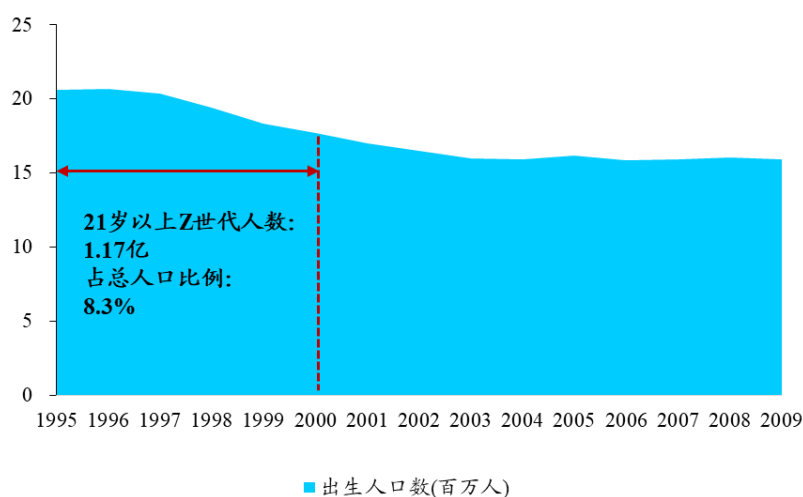


dimoo 森林之夜改娃—和玲娜贝儿梦幻联动啦

资料来源: 小红书

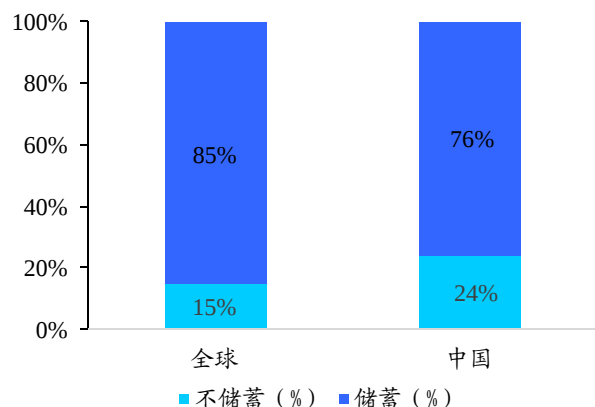
随着 Z 世代陆续实现经济独立,潮流消费有望延续高增。Z 世代出生于 1995-2009 年,人口规模达 2.63 亿,其中 21 岁以上的合计 1.17 亿,占总人口比例达 8.3%。随着 21 岁以上的 Z 世代群体陆续步入职场实现经济独立,其将有更大的能力为兴趣买单,并因此拥有更强的消费意愿,消费意愿亦会随之增强,潮玩、三坑等消费热潮有望维持高景气度。

图 43: 我国 Z 世代合计 2.63 亿,其中 21 岁以上的合计 1.17 亿



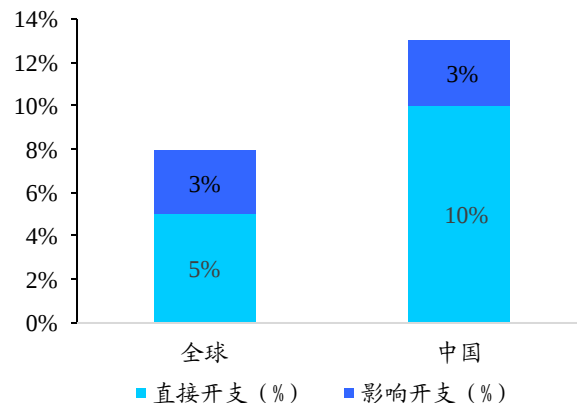
数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

图 44：我国 Z 世代储蓄行为更少



数据来源：OC&C，国泰君安证券研究

图 45：我国 Z 世代开支占家庭开支之比最高



数据来源：OC&C，国泰君安证券研究

3.3. 政策推动，冬奥将至，体育产业或迎来新机遇

3.3.1. 《“十四五”体育发展规划》出台，全民健身为体育产业注入活力，“互联网+体育”有望逐渐落地

《“十四五”体育发展规划》明确支持体育产业和体育文化建设发展。国家体育总局于 2021 年 10 月印发《“十四五”体育发展规划》，政策除支持全民健身、竞技体育及青少年体育外，亦明确了体育产业和体育文化的发展路径，支持智能健身和体育题材内容制作，在 2022 年冬奥会即将开幕之际，我国体育事业再赢重磅政策支持。

表 11：《“十四五”体育发展规划》明确支持体育产业和体育文化建设发展

八大主要目标	核心内容	代表性具体方案
全民健身水平达到新高度	更高水平的全民健身公共服务体系基本建成	1. 补齐 5000 个以上乡镇（街道）全民健身场地器材。 2. 支持新建或改扩建 2000 个以上体育公园、全民健身中心、公共体育场、健身步道、户外运动公共服务设施等。
	人民群众身体素养和健康水平进一步提高	1. 打造全地域覆盖、全项目设置、全龄化参与，国家、省、市、县四级联动、线上线下互动、贯穿全年的全民健身赛事活动体系。
竞技体育实力再上新台阶	竞技体育发展新模式进一步健全、成熟	1. 大力发展田径、游泳基础大项。 2. 以足球、篮球、排球为重点，全面夯实“三大球”。 3. 壮大集体球类项目教练员、裁判员和社会体育指导员队伍。
	训练体系和竞赛体系更加科学、完善	1. 积极探索联办共建国家队新模式，引入国家队竞争机制。 2. 建设国家队大数据管理系统，加强对运动员机能指标、训练数据、后备人才选拔培养数据等的规范化采集、管理和分析。
	办好北京 2022 年冬奥会，冬奥会项目全面提升	1. 支持有条件的高等院校开设冰雪运动、冰雪管理、冰雪设备维修等专业。 2. 建设冰雪产业职业技能实训基地和人才培养基地，培养冰雪关联产业专业队伍。

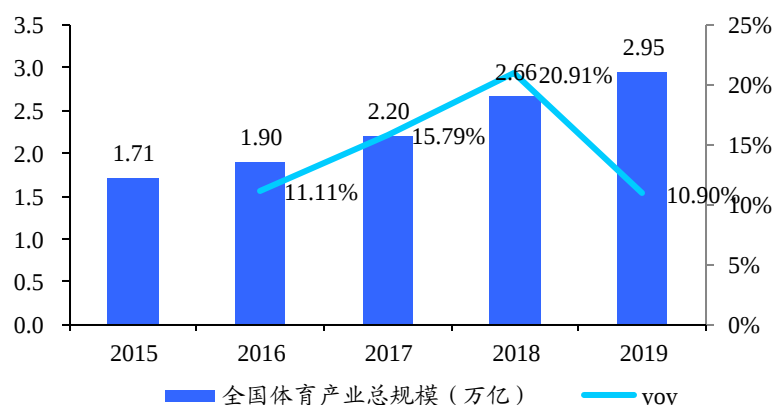
青少年体育发展进入新阶段	青少年体育活动更加广泛深入	1.推动在体育场馆、体育中心、体校建设一批青少年体育活动中心，满足青少年运动技能培训、赛事活动举办的场地设施需求。
	基本建成适应需要、主体多元的体育后备人才培养体系	1.深化体校改革。 2.研究制定青少年体育训练中心建设指南，强化青少年训练体系建设。 3.持续开展各级各类体校教练员培训，加强青少年运动员爱国主义教育。
体育产业发展形成新成果	打造现代体育产业体系	1.支持大数据、区块链、物联网、云计算、人工智能等新技术在体育领域的创新运用。 2.鼓励体育用品企业研发家庭化、智能化运动装备器材。
	深挖体育消费潜力	1.支持各地创新体育消费引导机制，鼓励采取发放体育消费券、举办体育消费季等方式促进体育消费。 2.择优确定 10 个国家体育消费示范城市，探索激发体育消费潜力的长效机制。
体育文化建设取得新进展	创作优秀体育文化作品，培育体育文化品牌	1.支持用好北京国际体育电影周和米兰国际体育电影电视节全球总决赛活动平台，吸引更多社会机构和个人创作体育题材影视作品。
	提高中华优秀传统文化体育文化的影响力	1.开展武术、围棋、象棋、龙舟等传统体育项目文化特质研究。 2.挖掘各地民族传统体育的节庆活动,大力开展具有民族特色的体育文化活动。
体育对外交往作出新贡献	形成全方位、多层次、立体化体育对外交往新格局	1.向世界阐释以武术、围棋等传统体育项目为代表的具有中国特色、体现中国精神、蕴藏中国智慧的中华优秀传统文化。 2.促进以上项目发展的市场化和参与人群的年轻化。
体育科教工作达到新水平	体育科研体系更加完备，科技创新机制更加灵活	1.面向高等院校、科研院所及其他社会研究机构，支持建设一批体育高端智库，充分发挥其在服务体育改革发展中的智囊作用。
	完善数字体育建设工程	1.打造全民健身服务“一张网”，建设便携、智能的国家全民健身信息服务平台。 2.加快体育场地设施数字化改造。建设一批数字体育实验室。
体育法治水平得到新提升	完善“零出现”“零容忍”的反兴奋剂机制	1.增强兴奋剂检查的科学性和针对性，实施精准检查。 2.大力推广运动员安全用药查询系统。
	中国特色体育法律规范体系进一步健全	1.围绕《体育法》主要内容和新增条款，组织编写普法读物。
体育法治水平得到新提升	体育普法形式更加多样，成效更加显著	1.以中国法学会体育法学研究会会员为主体，选拔组建一支《体育法》普法队伍。 2.组织开展《体育法》知识竞赛、专题培训，提升体育从业人员尊法学法守法用法意识。

资料来源：国家体育总局，国泰君安证券研究

目前,我国体育产业总规模已达3万亿元,正朝着5万亿元进发。根据国家统计局和国家体育总局的数据,2015-2019 年全国体育产业总规模从 1.71 万亿元提升至 2.95 万亿元,年均增长率达 14.6%。2020 年底,

我国人均体育场地面积达 2.2 平方米。每千人拥有社会体育指导员数超过 1.86 名，经常参加体育锻炼人数比例达到 37.2%。根据《“十四五”体育发展规划》，我国体育产业总规模到 2025 年计划达到 5 万亿元，这为体育产业多环节注入强心剂。

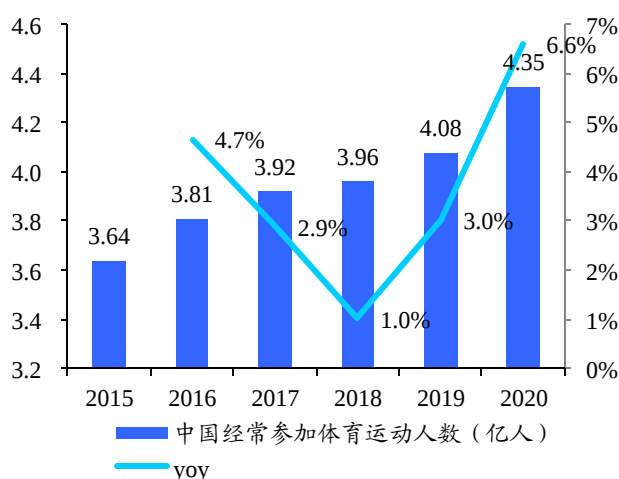
图 46：2019 年我国体育产业总规模已近 3 万亿元



数据来源：国家统计局，国家体育总局，国泰君安证券研究

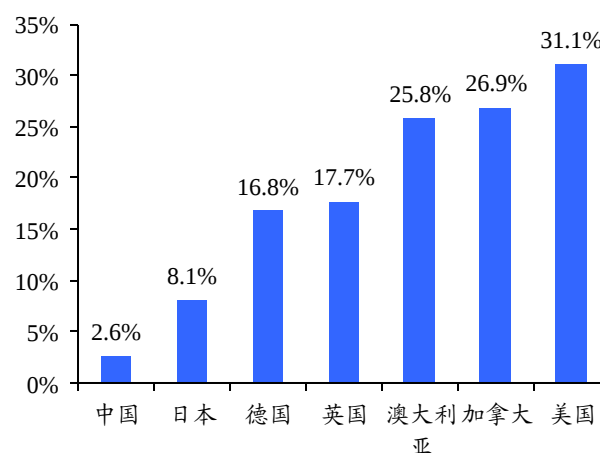
同时，持续增长的经常参与体育运动人数和较低的付费健身渗透率为体育产业的发展提供广阔成长空间。根据 Fastdata 的数据，2020 年我国经常参加体育运动的人数为 4.35 亿人，其中付费健身渗透率仅为 2.6%，远低于欧美发达国家 15% 以上的渗透率，亦不及日本 8.1% 的渗透率。在全民健身的政策引导下，“互联网+体育”的关注度再度升温。

图 47：我国经常参加体育运动人数超过 4 亿人



数据来源：Fastdata，国泰君安证券研究（经常参加体育运动人数的定义为年体育锻炼次数大于 12 次）

图 48：我国付费健身渗透率远低于发达国家

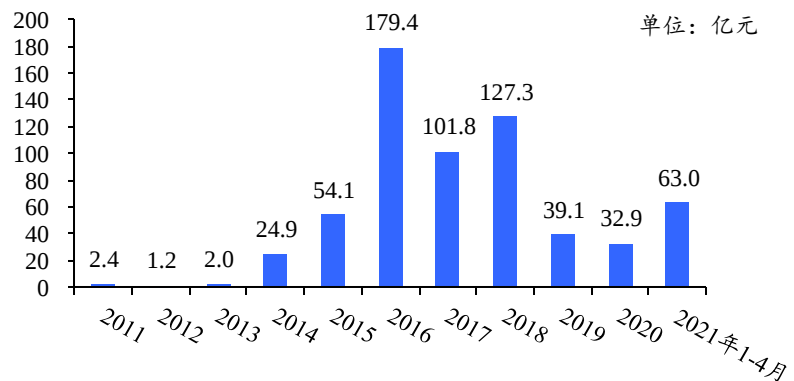


数据来源：Fastdata，国泰君安证券研究（付费健身渗透率=付费健身用户/参与运动用户数）

2021 年体育健身行业融资额有所提升，体育行业朝着线上化、全民化发展。根据 Fastdata 的数据，在经历 2016-2018 年三年体育健身行业融资金额超百亿元的时期后，2019 和 2020 年体育行业进入冷静期，但随着疫情带来的线上化健身兴起和全民健身政策频出，体育健身行业融资金额回暖趋势明显，2021 年 1-4 月融资金额已达 63 亿元，全年融资额有

望重回百亿元以上。

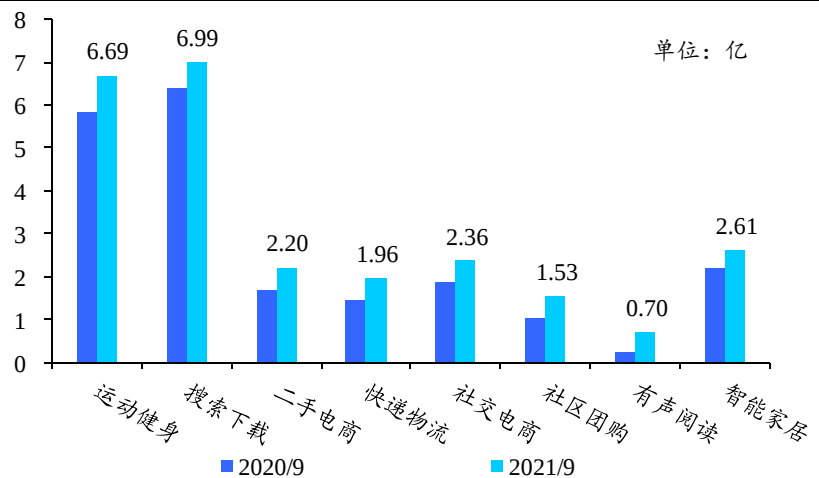
图 49：2021 年体育健身行业融资金额有所提升



数据来源：Fastdata，国泰君安证券研究

从运动健身类 App 安装量来看，“互联网+体育”也正逐渐落地。根据极光大数据，2021 年 9 月运用健身类 App 安装量累计达 6.69 亿次，为所有类型 App 中同比增长最快的类别。较高的安装量为线上健身推广提供了良好的流量入口。

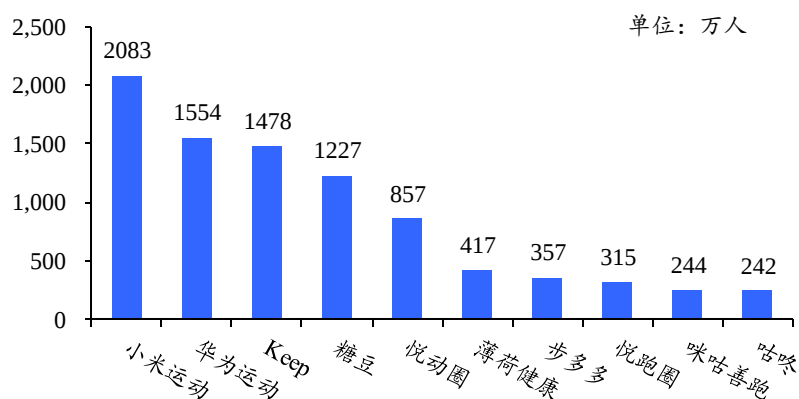
图 50：运动健身类 App 安装量同比增长最快



数据来源：极光大数据，国泰君安证券研究

具体到运动健身 App 来看，可穿戴设备加持的小米和华为组成第一梯队，具备垂直属性的 Keep 和糖豆组成第二梯队。根据 Fastdata 的数据，在可穿戴运动设备的加持下，2021 年 4 月小米运动月活规模已突破 2,000 万人，同期华为运动月活规模也超过 1,500 万人。专业度较强的 Keep 和深耕中老年人市场的糖豆月活规模也突破 1,000 万人。我们认为，在政策推动下，全民健身与互联网的结合有望催生新的细分领域龙头诞生，且引领我国互联网体育发展。

图 51: 2021 年 4 月小米运动月活规模已超过 2,000 万人

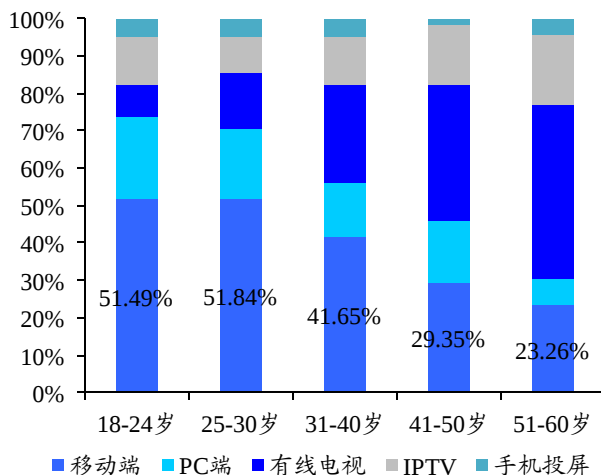


数据来源: Fastdata, 国泰君安证券研究

3.3.2. 透过夏奥看冬奥, 重大赛事利好视频直播行业

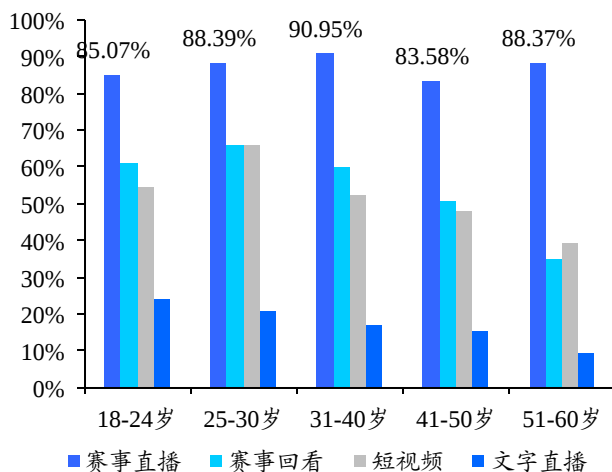
体育赛事有助于拉动视频直播行业发展, 年轻群体更偏好通过移动端看赛事转播, 且短视频成为体育赛事传播的重要媒介。根据艾瑞咨询的数据, 在东京奥运会期间, 50%以上的 18-30 岁群体通过移动端观看赛事直播, 同时有 50%以上的 18-40 岁群体会通过短视频来看奥运会。2022 年我国将举办冬奥会, 届时转播途径和方式或更多样化, 体育赛事有望提升长中短视频的活跃度及使用时长。

图 52: 年轻群体更偏好在移动端看奥运会



数据来源: 艾瑞咨询, 国泰君安证券研究

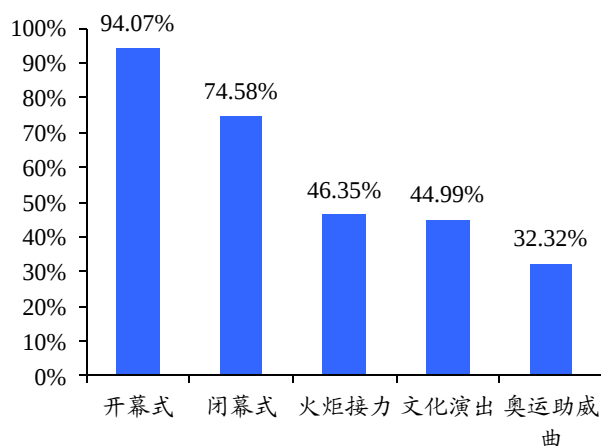
图 53: 年轻群体通过短视频看奥运会的比例相对较高



数据来源: 艾瑞咨询, 国泰君安证券研究

同时, 奥运会作为关注范围最广的体育赛事, 不仅赛场内吸引观众, 赛场外的活动亦能收获较多人关注。根据艾瑞咨询的数据, 除奥运赛事外, 会有较多的观众关注奥运会开闭幕式、火炬接力和文化演出等活动。而视频平台推出的助威曲等衍生互动亦会收获观众的关注。

图 54: 除比赛外, 赛场外亦会吸引观众关注



数据来源: 艾瑞咨询, 国泰君安证券研究

图 55: 咪咕视频和快手均在奥运会期间发布助威曲



资料来源: 艾瑞咨询

因此, 各类平台均以各自优势和策略参与奥运会, 2022年冬奥会或不仅能带动体育事业的发展, 参与其中的视频行业亦有望从中受益。综合权益直播平台具备完整的直播版权, 能够提供时效性最高的赛事内容; 腾讯视频和快手等具备赛事转播权的平台能提供 IP 运营与跨界资源整合, 激励二次创作; 抖音和微博等平台可以制造话题, 快速发酵赛事热点。体育赛事以其正能量和广泛性更适合视频形式传播推广, 未来有望成为核心的视频内容创作题材。

表 12: 各类平台以各自优势和策略参与奥运会

平台类型	平台名称	功能	优势	运营策略
综合权益直播平台	央视 频/咪咕视频	全场次直播、赛事回看、短视频、自制内容、弹幕/评论	具备完整的直播版权, 能够提供时效性最高的赛事内容; 能够在第一时间充分发挥自制内容的优势	配备专业的解说阵容, 提供全场次覆盖的直播服务与第一时间的赛后采访; 自制精品视频/短视频内容, 结合赛事进程逐步推广, 全面营造奥运氛围。
赛事回看/短视频平台	腾讯视频/快手	赛事回看(部分)、短视频、冠军入驻连线、自制内容	具有 IP 运营与跨界资源整合能力; 激励全民互动的能力, 聚合内容创作者; 社交氛围较浓	借助内容生态产品和社交平台, 鼓励用户观看赛事的回看内容, 并转发、分享。通过邀请冠军入驻、连线互动的方式, 建立奥运健儿与用户之间的交流平台
社交话题平台	抖音/新浪/微博	短视频、话题互动	话题号召力强, 通过聚拢 KOL 快速发酵赛事热点	持续运营、高频更新赛事热门话题, 鼓励 KOL 参与转发互动, 引燃全民热情。

资料来源: 艾瑞咨询, 国泰君安证券研究

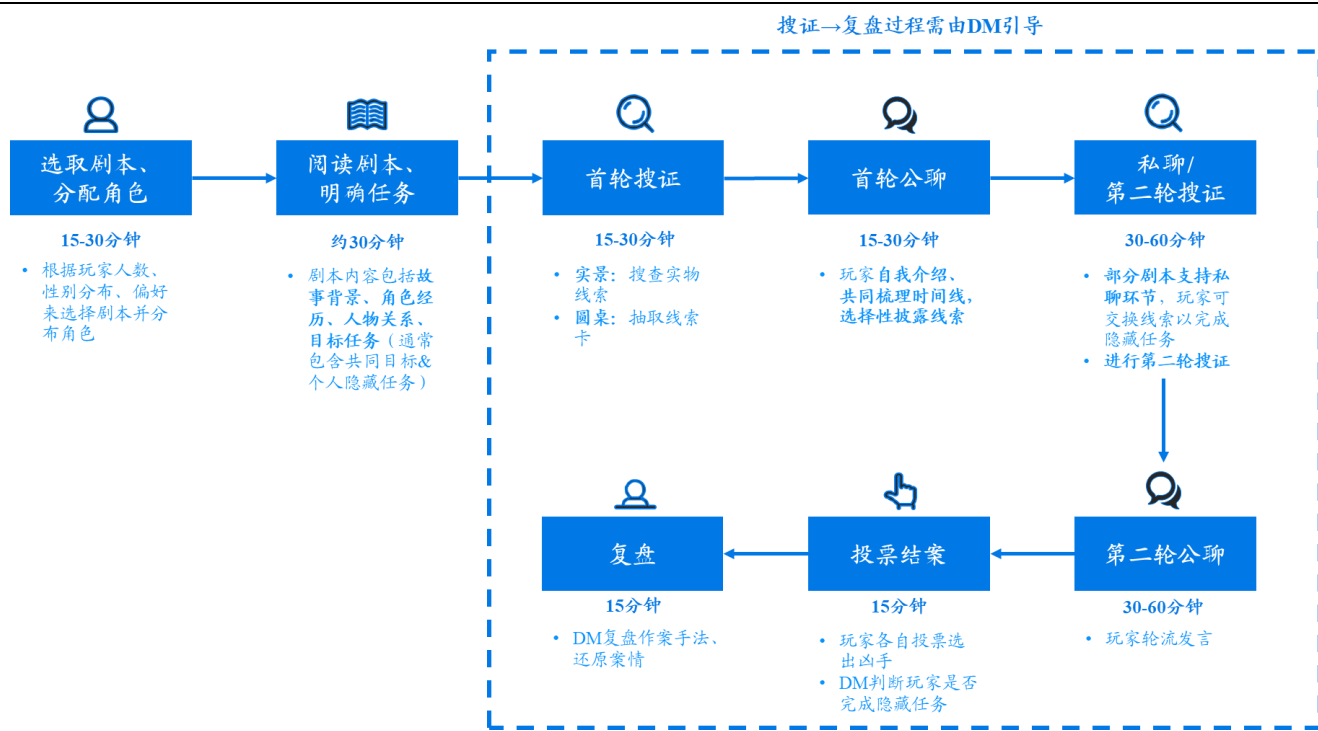
3.4. 线下娱乐有望复苏, 新模式正悄然崛起

3.4.1. 剧本杀正当红, 巨头入场塑造新型产业链

剧本杀是当下最流行的社交游戏之一, 2020年市场规模已突破百亿元。剧本杀源自欧美派对游戏“谋杀之谜”, 是一种以剧本内容为核心、集角色扮演与逻辑推理为一体的社交游戏, 玩家需扮演各自剧本中的角色,

通过搜集线索、分析讨论来还原案情真相,单局游戏人数需 5-10 人不等,全程持续时长为 2-6 小时不等。2013 年“谋杀之谜”经典剧本《死穿白》的引入正式拉开国内剧本杀发展序幕,2016 年芒果 TV 综艺节目《明星大侦探》的上线将剧本杀这一小众游戏带入大众视野,2020 年疫情对线上娱乐的催化使剧本杀 APP 迎来爆发,并进一步将用户引流至线下造就剧本杀门店的繁荣,艾媒咨询数据显示,2020 年末剧本杀门店数同比增长 150%至 3 万家,整体市场规模同比增长 7%至 117.4 亿元。

图 56：剧本杀游戏需由 DM 引导，全程平均时长约 3 小时



数据来源：国泰君安证券研究

从题材类型来看,剧本杀逐步由推理本向喜剧本、情感本乃至“酒本”延伸,以更丰富的玩法吸引更多玩家。初代剧本杀以本格推理为主,故事背景与现实语境贴合、对玩家逻辑思维要求较高,受众以硬核推理爱好者为主。此后为了满足更多玩家的差异化需求,剧本杀题材类型逐步拓展至欢乐喜剧本、换装情感本乃至 2021 年起流行的喝酒娱乐本,作案手法亦从本格延伸至变格、新本格,不断扩充的游戏玩法使剧本杀持续传递新鲜感,游戏的趣味性、体验性也正被一步步激活。艾媒咨询调研数据显示,2021 年 3 月偏好烧脑推理本/欢乐喜剧本/换装情感本的玩家占比分别为 46.2%/33.5%/18.8%,可见剧本杀以推理爱好者为基点不断扩大受众范围。

表 13：推理本、欢乐本、情感本各有特点，满足不同玩家的不同需求

	烧脑推理本	欢乐喜剧本	换装情感本
剧本特点	剧本中作案手法复杂 强调推出凶手、还原案件 逻辑性强	剧本中设置较多游戏环节， 强调玩家间互动 趣味性强	剧情设定感人 强调情感共鸣与释放 体验性强
作案手法	- 本格：在现实背景下逻辑合理、手法可行 - 变格：在现实背景下无法实现、手法怪诞神秘，例如平行时空、穿越		

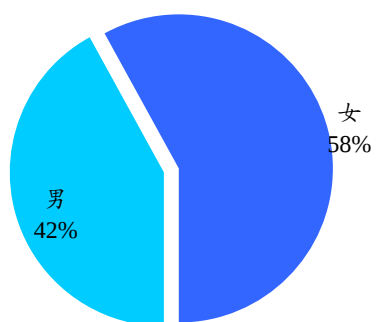
- 新本格：有一个独立的世界观设定，在此设定下手法可行

玩家偏好度	46.2%	33.5%	18.8%
代表性剧本			

数据来源：艾媒咨询，国泰君安证券研究（注：玩家偏好度为艾媒咨询 2021 年 3 月调研数据）

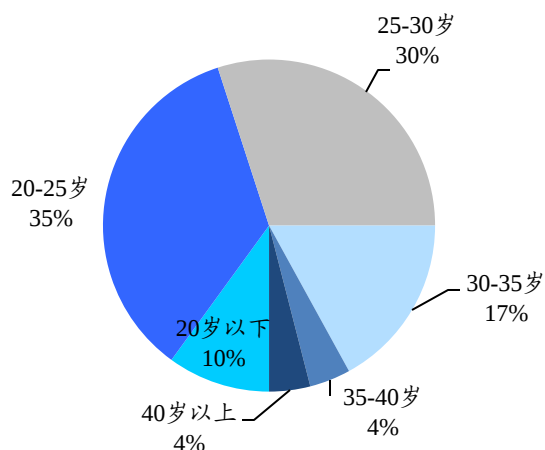
剧本杀已成为当代年轻人主要的线下娱乐方式之一，玩家忠诚度极高。根据美团发布的《2021 实体剧本杀消费洞察报告》，剧本杀玩家中 45% 年龄在 25 岁及以下，30% 年龄在 25-30 岁之间，热爱逻辑推理、角色扮演及新鲜体验的年轻人构成了剧本杀的核心消费群体，并且女性玩家更偏爱剧本杀；凭借独特的游戏体验与多元化的剧情内容，剧本杀渗透年轻人的日常玩乐生活并培养出一批忠诚度极高的玩家，近 2/3 玩家每半个月消费一次以上，其中 21.2% 一周消费 2 次及以上。艾媒咨询数据亦显示，剧本杀已成为仅次于看电影、运动健身的线下娱乐方式，2021H1 偏好剧本杀的消费者占比达 36.1%。

图 57：剧本杀玩家中女生占比达 58%



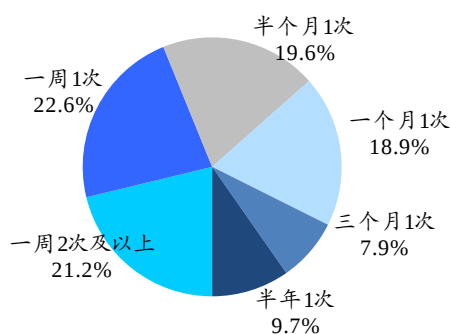
数据来源：美团《2021 实体剧本杀消费洞察报告》，国泰君安证券研究

图 58：剧本杀玩家中 30 岁以下人群占比达 75%



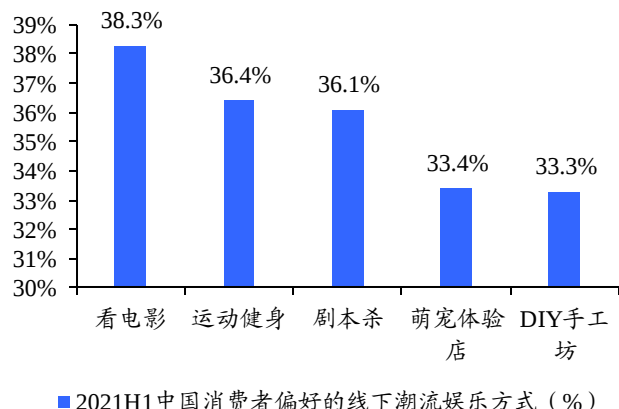
数据来源：美团《2021 实体剧本杀消费洞察报告》，国泰君安证券研究

图 59：近 2/3 玩家每半个月消费一次以上



数据来源：美团《2021 实体剧本杀消费洞察报告》，国泰君安证券研究

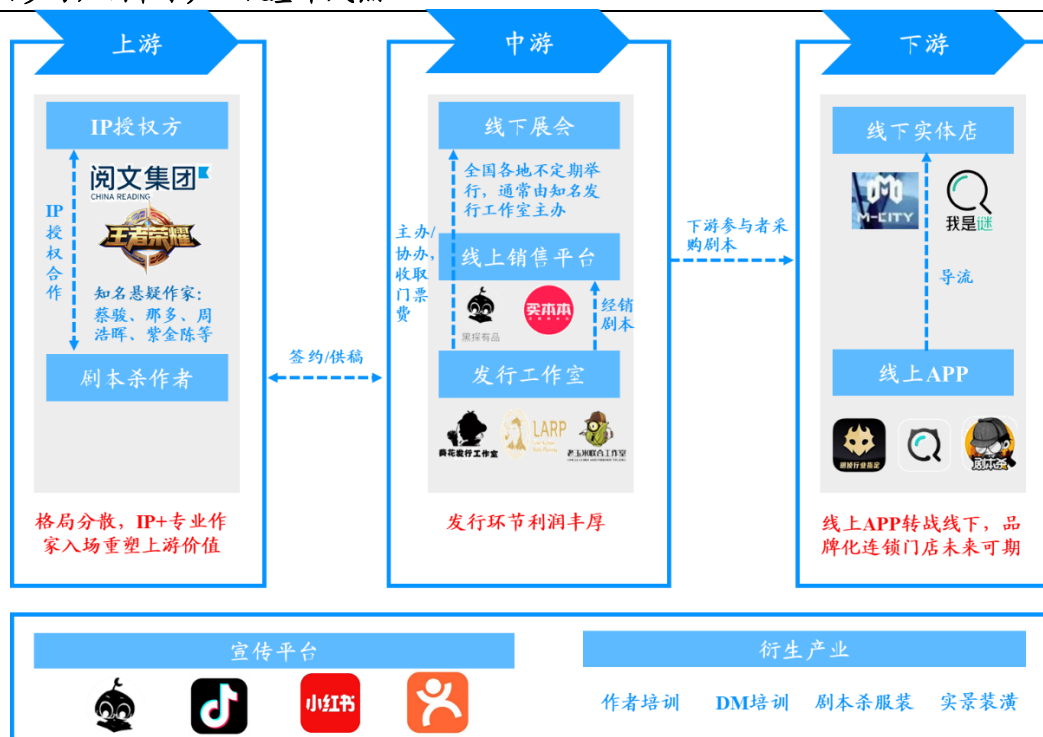
图 60：2021H1 偏好剧本杀的消费者占比达 36.1%



数据来源：艾媒咨询，国泰君安证券研究

高度分散的上游与高度分散的下游存在信息不对称,赋予中游发行方较强的议价能力。剧本杀产业链上游为 IP 授权方与剧本杀作者,由于现阶段作者以兼职写手居多并且专业作家及头部 IP 踏入剧本杀领域时间较短,目前上游格局高度分散。产业链中游为发行方,包括发行工作室、线上销售平台与线下展会三类,其中发行工作室接受剧本杀作者供稿,为作者对接下游资源并提供美工、印刷、邮寄等配套服务,从剧本销售收入中抽成 50%-70%,头部工作室还会搭建作者培养体系以孵化专业人才、举办线下展会以获取额外门票收入;线上销售平台是集合各大发行工作室剧本的线上渠道,目前已出现黑探有品、买本本等头部平台。产业链下游包括线下实体店与线上 APP,其中线下门店连锁化程度较低、线上 APP 纷纷转战线下,我是谜、芒果 TV 等品牌入局有望改变线下门店竞争格局、引领产业品牌化发展。

图 61：巨头参与，剧本杀产业链基本成熟



资料来源：国泰君安证券研究

3.4.2. IP 加持线下游艺厅，造两倍院线娱乐市场

当前 IP 作为贯穿文娱行业的核心元素，已在游艺厅展现出极强的衍生价值。游戏游艺领域已出现万代南梦宫、SEGA、IGS 等头部设备供应商兼 IP 授权方，它们除了根据游戏及动漫 IP 设计生产设备以外，亦开发出众多知名游艺 IP，例如 SEGA 推出的《舞萌 DX》是全球知名度最高的音乐游戏游艺 IP。目前大陆市场的设备供应商与头部 IP 联动较少，自身 IP 亦未形成影响力，仅有华立科技等头部企业重视 IP 培育，未来随着 IP 价值日益凸显，打造强 IP 属性的设备将成为行业发展的关键要素。

图 62：IGS《奥特曼变身大决战》应用 AR 技术



资料来源：华立科技官网

图 63：SEGA《舞萌 DX》已成为全球知名 IP



资料来源：华立科技官网

同时，游戏厅核心消费群体逐步从年轻人转变为亲子家庭，围绕儿童开发的设备及游乐场景有望高速增长。在娱乐方式较少的年代，游艺厅是 10-24 岁年轻群体进行娱乐互动的主要场所，但随着 Xbox、Switch、PS5 等主机游戏持续迭代升级，以及密室逃脱、剧本杀等新兴娱乐方式出现，游艺厅对年轻人的吸引力有所下降。但是对于亲子家庭而言，游戏游艺内容相较于其他娱乐内容而言更适合儿童、成瘾性更低，游艺厅所提供的场景亦更适合亲子互动并促进情感交流，因此亲子家庭对游戏游艺具有较强的粘性，逐步成为游艺厅的核心消费群体。除了面向多年龄段的游艺厅以外，国内亦涌现出众多针对亲子家庭开放的儿童乐园，代表企业如万达宝贝王、永旺幻想等，其中万达宝贝王创立于 2014 年，截至目前已开设超 300 家门店，注册会员数达 1800 万、累计接待体验人次超 7 亿，预计至 2025 年末开业门店数将突破 800 家。

图 64: 万达宝贝王打造儿童成长的第三空间



资料来源: 万达宝贝王官网

图 65: 永旺幻想提供专业化的新型游乐空间



资料来源: 永旺幻想官网

游艺厅营收规模约为票房收入规模的2倍,并且在疫情之下受到的负面冲击更小。根据中国文化旅游行业协会数据,2017年游艺厅营业收入规模同比增长41.6%至981.8亿元(其中约1/2收入来自音乐类、射击类等体验设备,约1/2收入来自娃娃机与礼品机),41.6%的增速远高于设备销售收入规模22.7%的增速,可见单台设备运营效率较高,终端门店收入规模较上游设备销售而言成长性更强。据此我们假设2018-2020年游艺厅营收规模同比增速依次为15%/5%/-25%,那么2019年规模为1185.5亿元,约为电影票房收入规模的1.8倍,2020年受疫情影响规模降至889.1亿元,约为电影票房收入规模的4.4倍。

表 14: 游艺厅营业收入规模远高于票房收入规模

	2017	2018	2019	2020
游戏游艺设备收入(亿元)	157.1	164.0	144.1	97.5
yoy (%)	22.7%	4.4%	-12.1%	-32.4%
游艺厅营业收入(亿元)	981.8	1129.1	1185.5	889.1
yoy (%)	41.6%	15.0%	5.0%	-25.0%
电影票房收入(亿元)	558.8	606.9	641.5	203.1
yoy (%)	22.8%	8.6%	5.7%	-68.3%

数据来源: 中国文化旅游行业协会, 灯塔专业版, 国泰君安证券研究(注: 2018-2020年游艺厅营业收入yoy为估计值)

游艺厅ARPU及复购率更高,较院线而言市场空间更为广阔。院线与游艺厅同为商业综合体吸引客流的重要渠道、消费者进行社交娱乐的重要场所,二者具有较强的可比性。通过对大众点评APP内大玩家、万达宝贝王、永旺幻想等品牌上海门店人均消费价格进行整理,我们推算出一线城市游艺厅单次ARPU达120元/人,远高于一线城市院线49元/人的院线电影单次消费价格;院线单部影片复看率较低,而游戏游艺设备复玩率较高并且更能满足亲子家庭的互动娱乐需求,因此游艺厅复购率亦高于院线。但是从终端门店数量来看,游艺厅龙头门店数量远不及院线龙头门店数量,因此我们认为游艺厅在ARPU、复购率更高而门店渗透尚未饱和的情况下拥有更广阔的市场空间,未来有望保持稳步增长。

表 15: 游艺厅 ARPU 及复购率更高, 但终端门店渗透率仍不及院线

	电影院线	游艺厅
单次 ARPU	49 元/人 (2021H1 数据, 来自灯塔专业版)	120 元/人 (根据大众点评数据推算)
复购率	院线<游艺厅	
亲子互动体验	院线<游艺厅	
头部企业	万达电影 (截至 21Q1 影院数达 712) 大地影院 (截至 2020 年末影院数达 469) 横店影视 (截至 21Q1 影院数达 470) 金逸影视 (截至 2020 年末影院数达 427)	大玩家 (截至目前门店数达 361 家) 万达宝贝王 (截至目前门店数约 300+) 永旺幻想 (截至目前门店数达 205 家) 乐的文化 (拥有 meland、星际传奇、反斗乐园等多个门店品牌)

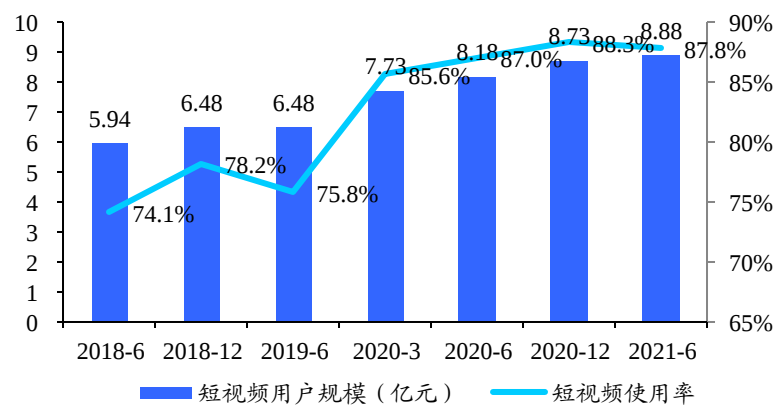
数据来源: 公司财报, 公司官网, 灯塔专业版, 大众点评, 国泰君安证券研究 (注: 单次 ARPU 统计范围为一线城市)

4. 短视频流量巅峰, “稳中求变” 开启新征途

4.1. 短视频用户规模接近 9 亿人, 使用时长独占鳌头

短视频用户规模已接近 9 亿人, 几乎成为中国网民必备 App, 流量巅峰渐至。根据 CNNIC 的数据, 2021 年 6 月我国短视频用户规模已达 8.88 亿人, 在全体手机网民中的使用率为 87.8%, 考虑到机型限制, 短视频 App 向上渗透空间有限, 流量几近峰值。短视频 App 在增强变现能力的同时, 亦在持续优化内容和健康机制。

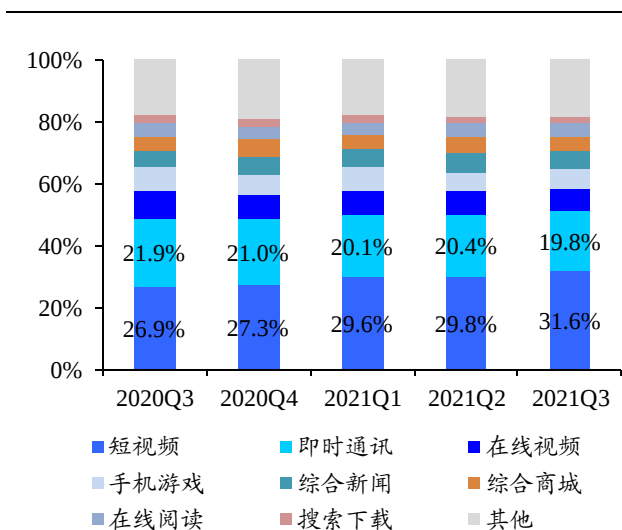
图 66: 2021 年 6 月短视频用户规模已接近 9 亿人



数据来源: CNNIC, 国泰君安证券研究

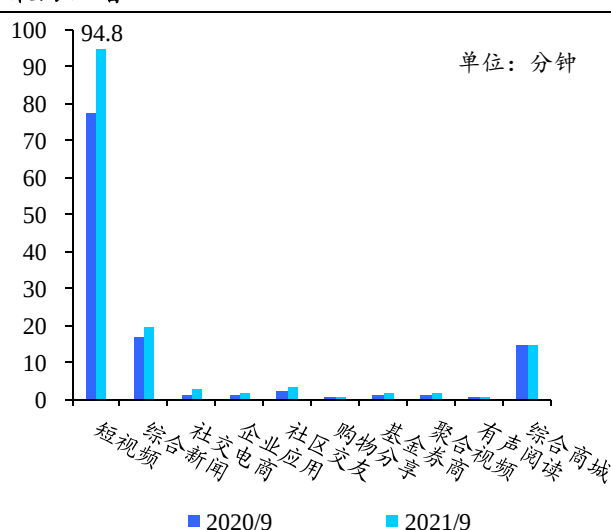
从使用时长来看, 2021 年三季度短视频 App 日均使用时长占比首次超过 30%。根据极光大数据, 2021Q3 短视频 App 日均使用时长占比为 31.6%, 近五个季度占比首次突破 30%, 而位居次席的即时通讯 App 日均使用时长占比为 19.8%, 近五个季度占比首次低于 20%。从 2021 年 9 月各类 App 日均使用时长增长来看, 短视频 App 增加 17.2 分钟至 94.8 分钟, 远高于其他类型 App。

图 67：短视频是日均使用时长最长的 App 类型



数据来源：极光大数据，国泰君安证券研究

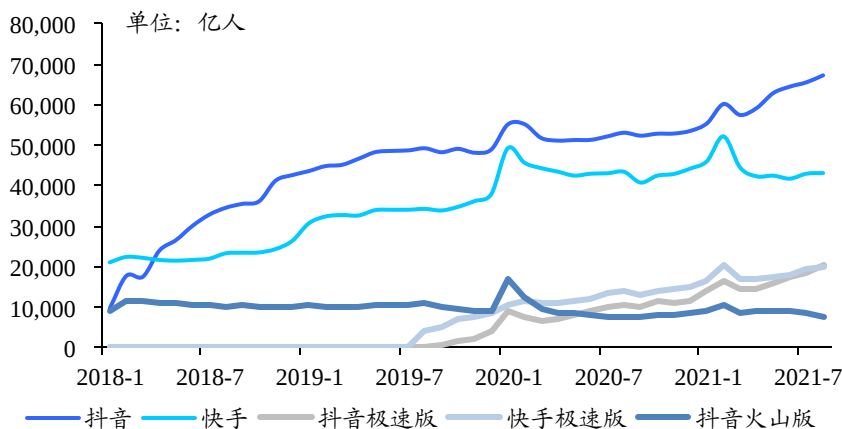
图 68：2021 年 9 月短视频 App 日均使用时长增长最为显著



数据来源：极光大数据，国泰君安证券研究

具体到 App 来看，抖音 MAU 接近 7 亿人，快手 MAU 巅峰时超过 5 亿人。根据 QuestMobile 的数据，抖音在 2021 年春节当月 MAU 突破 6 亿人，此后在 2021Q3 月活跃用户数继续保持增长趋势，已接近 7 亿人的规模，或与抖音增强直播电商业务有关。快手在 2021 年春节当月 MAU 达到 5.2 亿人后，回落较为明显，此后保持 4 亿人以上的月活规模。此外，抖音和快手极速版 App 也已有 2 亿人左右的 MAU。

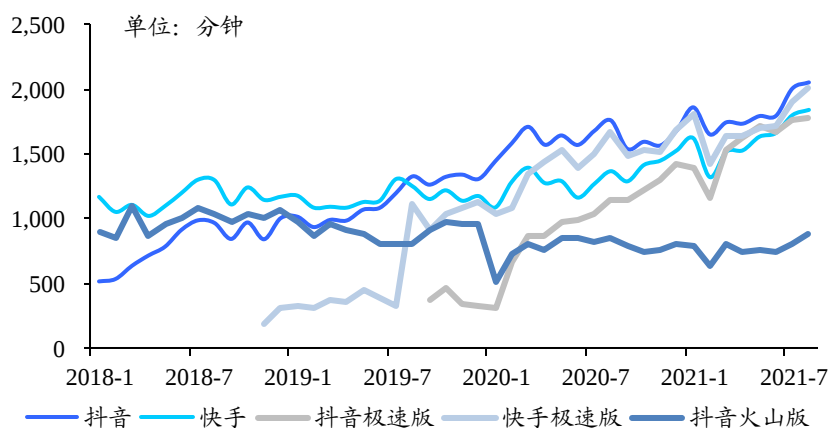
图 69：抖音 App 月活跃用户数已接近 7 亿人



数据来源：QuestMobile，国泰君安证券研究

从各短视频 App 的月均使用时长来看，主流 App 已超过每月 2,000 分钟。根据 QuestMobile 的数据，抖音、快手及各自极速版 App 月均使用时长呈现持续增长趋势，其中抖音和快手极速版月均使用时长已超过 2,000 分钟。我们认为，短视频 App 作为核心娱乐应用，在用户规模和时长逐渐触及顶端的同时，健康规范运营和提升变现能力成为下一阶段发展的关键。

图 70：主流短视频 App 月均使用时长已超 2,000 分钟

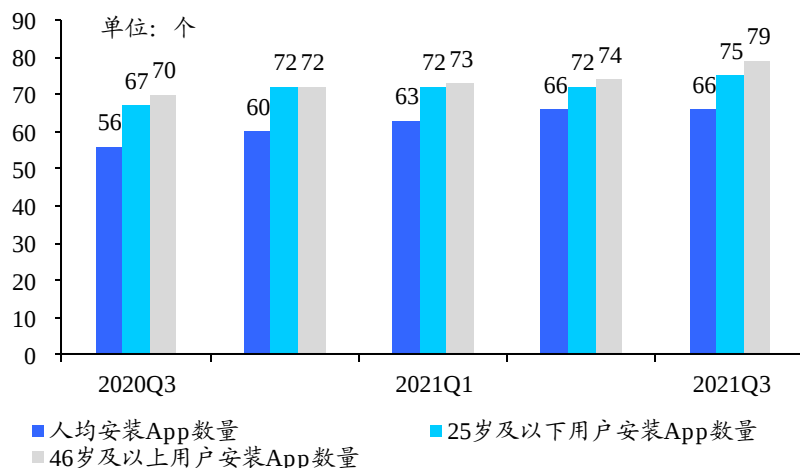


数据来源：QuestMobile，国泰君安证券研究

4.2. 强娱乐属性诞生重度用户，短视频强化“防沉迷”

从手机 App 安装数量来看，中老年和年轻用户安装 App 的数量超过全年龄段均值，这意味着防沉迷和防诈骗成为 App 需要解决的问题。根据极光大数据，2021Q3 中国移动网民人均安装 App 的数量为 66 个，25 岁及以下用户安装 App 数量为 75 个，46 岁及以上用户安装 App 数量为 79 个，中老年和年轻用户 App 安装数量更多。

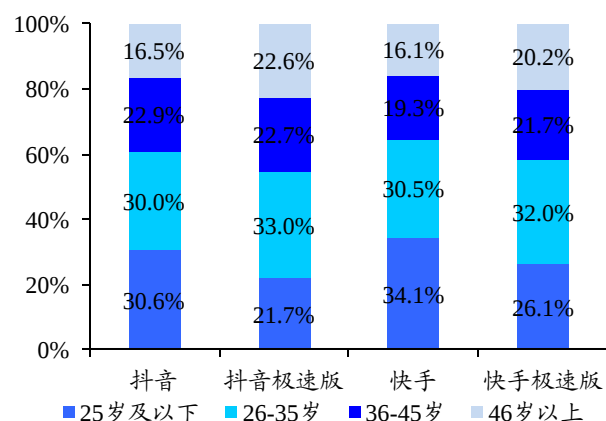
图 71：2021 年三季度中老年和年轻用户 App 安装数量较多



数据来源：极光大数据，国泰君安证券研究

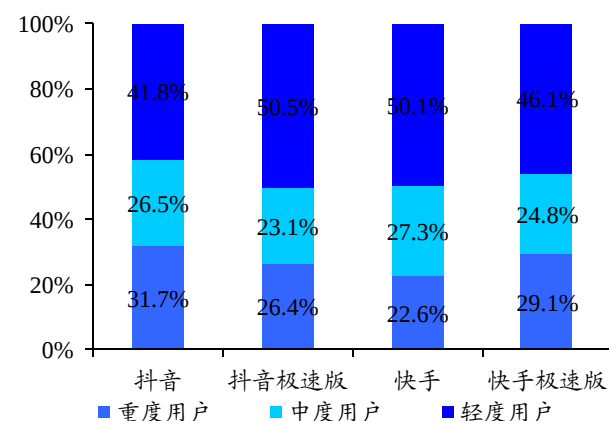
而短视频作为流量规模较大，使用时长最长的 App 类型，集聚了众多重度用户。根据极光大数据，2021 年 7 月抖音和快手 25 岁及以下用户占比已超过 30%，而更为精简的抖音极速版和快手极速版 46 岁以上用户占比超过 20%。同时，抖音和快手极速版重度用户占比已达 30% 左右。高歌猛进的短视频 App 健康规范发展更为重要。

图 72: 年轻用户是短视频 App 核心群体



数据来源: 极光大数据, 国泰君安证券研究 (取样时间: 2021 年 7 月)

图 73: 2021 年 7 月抖音和快手极速版重度用户占比达 30% 左右



数据来源: 极光大数据, 国泰君安证券研究 (重度、中度、轻度用户分别为当月活跃 24 天以上、7-23 天、1-6 天用户, 取样时间为 2021 年 7 月)

2021 年 9 月 18 日, 抖音正式宣布升级青少年防沉迷措施, 平台 14 岁以下实名认证用户全部进入青少年模式, 并且每天只能观看短视频 40 分钟, 22 点至次日 6 点无法使用, 关闭直播、充值、打赏等功能。青少年模式下, 会更多推送知识类内容, 以更好的引导青少年运用短视频平台丰富知识储备。

图 74: 抖音青少年模式以知识类内容为主



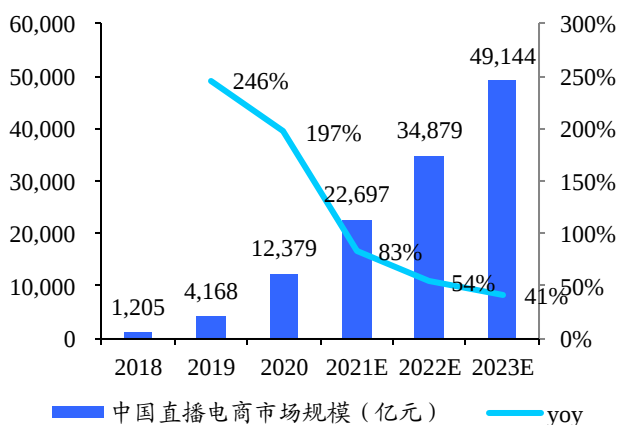
资料来源: 抖音

4.3. 直播电商成破局关键, 短视频加速商业化

2022 年直播电商市场规模或超 3 万亿元, 在网购市场的渗透率有望达 20% 以上, 短视频平台的直播电商将成核心增量。根据艾瑞咨询的数据,

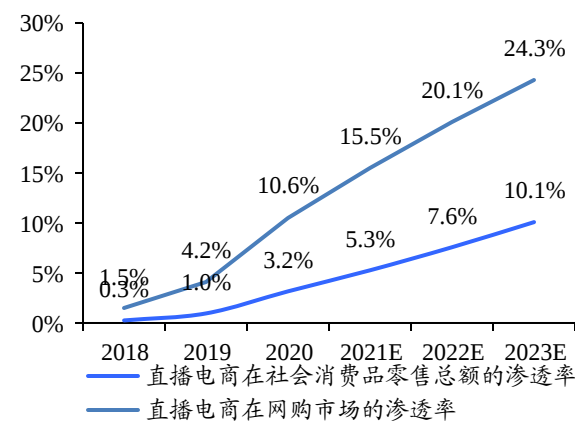
2022 年我国直播电商市场规模或达 22,697 亿元，同比增长为 83%，同期，在网购市场的渗透率达 20.1%，在社零总额的渗透率为 7.6%。考虑到直播电商率先在综合电商平台成熟，我们判断短视频平台依托流量优势，将成为 2022 年重要的直播电商增量。

图 75: 2022 年我国直播电商市场规模有望超 3 万亿元



数据来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究

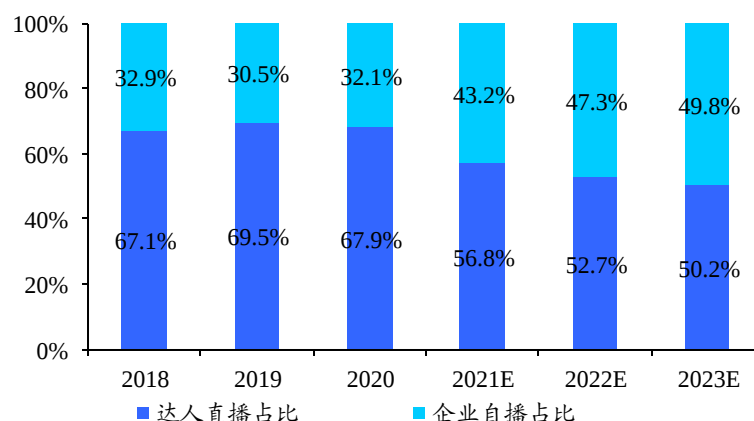
图 76: 2022 年直播电商在网购市场渗透率或超 20%



数据来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究

短视频平台通过短视频引流至店铺，能更好的打通公域与私域流量，也推动品牌自播成为主流。根据艾瑞咨询的数据，2022 年品牌自播在直播电商中的占比有望达 47.3%，到 2023 年或与达人直播平分秋色。短视频平台通过公域流量广告，吸引消费者进入品牌直播间，更具强推送性和针对性，有助于促进消费行为达成。

图 77: 品牌自播在直播电商的占比将持续提高

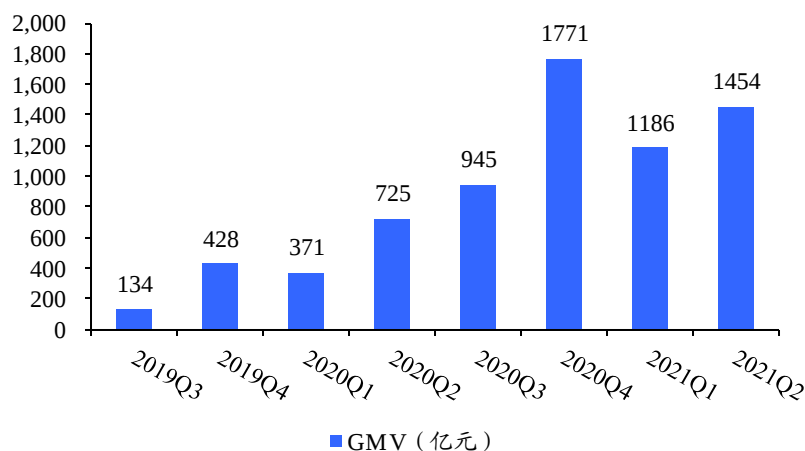


数据来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究

从短视频头部平台快手的直播电商 GMV 来看，2021Q1 和 Q2 快手直播电商 GMV 均呈现翻倍以上增长。快手 2020 全年实现直播电商 GMV 达 3,812 亿元，2021Q1 和 Q2 直播电商 GMV 分别为 1,186 和 1,454 亿元，同比增长为 220%和 101%，我们判断 2021 年全年有望保持较快增长趋势。因此，我们认为 2022 年短视频平台将会把直播电商作为核心商业化模式，并带动广告业务发展，同时增强供应链能力，提升品牌自播比

例，成为直播电商大盘的新增量。

图 78：2021Q1 和 Q2 快手直播电商 GMV 同比增速均超过 100%



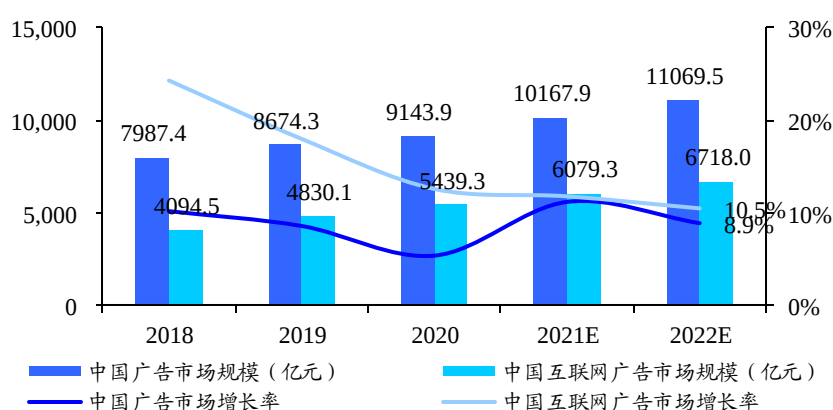
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

5. 互联网广告延伸更多场景,梯媒引领线下广告复苏

5.1. 线上广告：场景持续拓展，电商广告仍为主流

2022年互联网广告市场规模增速仍将快于中国广告市场整体增速。根据 QuestMobile 的数据,2022 年中国互联网广告市场规模预计将达 6,718 亿元，占广告大盘的比例首次超过 60%，增速维持在 10%以上，快于中国广告市场 8.9%的增速。并且，接近 7,000 亿元的互联网广告市场在结构方面也迎来新的变化。

图 79：2022 年互联网广告市场规模增速预计快于广告市场整体增速

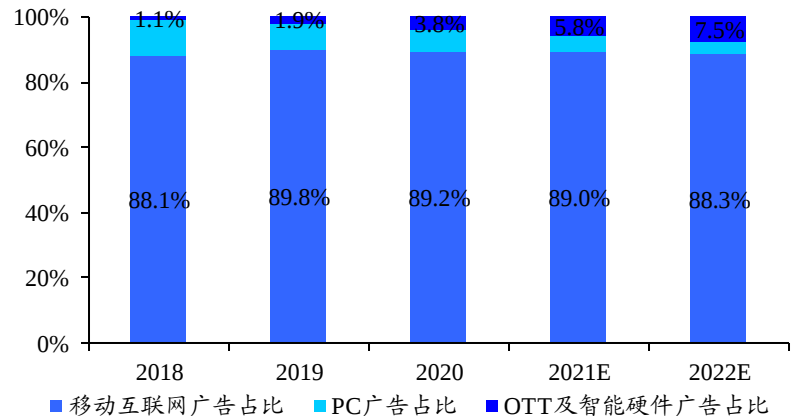


数据来源：QuestMobile，国泰君安证券研究

线上广告较为明显的变化在于场景的多元化,尤其以 OTT 和智能硬件为代表的新型场景使得广告类型趋于丰富。根据 QuestMobile 的数据,预计在 2022 年移动互联网仍是最核心的广告承载场景，占比达 88.3%，但较 2021 年占比略有下降。OTT 及智能硬件广告占比提升至 7.5%，核心原因在于智能家居和可穿戴设备进一步拓展了广告范畴，提供了更多

的有针对性的广告场景。

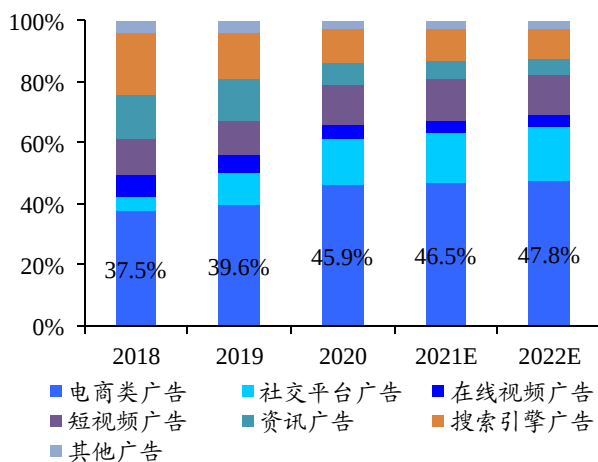
图 80: OTT 及智能硬件广告占比持续提升



数据来源: QuestMobile, 国泰君安证券研究

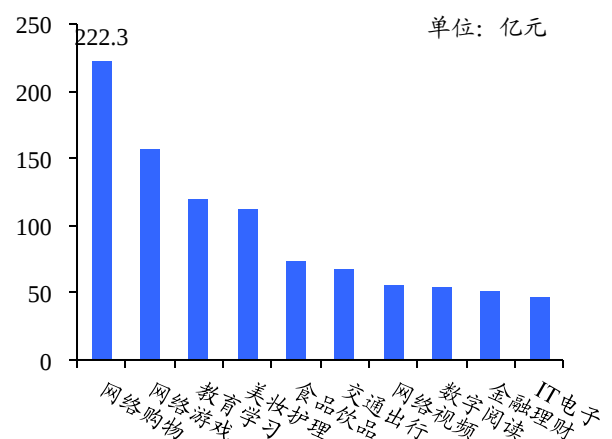
而在互联网广告类型方面,电商类广告仍是主流。根据 QuestMobile 的数据,2022 年电商类广告预计占互联网广告市场规模的比例提升至 47.8%,几乎占据线上广告半壁江山。并且,2021 年上半年电商类广告投放费用在各类型广告中最多,达到 222.3 亿元。尤其近期国潮兴起,新消费产品层出不穷,我们预计电商广告在未来几年仍将是互联网广告的主流。

图 81: 2022 年电商广告预计将占据互联网广告半壁江山



数据来源: QuestMobile, 国泰君安证券研究

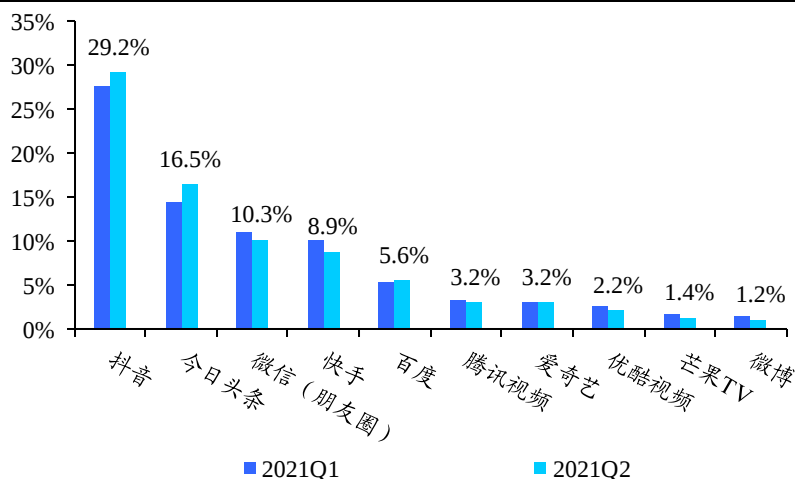
图 82: 2021 年上半年网络购物广告投放费用超 200 亿元



数据来源: QuestMobile, 国泰君安证券研究

最后,从投放渠道来看,字节跳动系是当之无愧的霸主。根据 QuestMobile 的数据,2021Q2 字节跳动旗下核心 App 抖音和今日头条在互联网广告渠道方面占比分别为 29.2%和 16.5%,位居全渠道前二,且相比 2021Q1 占比进一步提升。短视频和新闻资讯类 App 对注意力的较强占用效果引致上述渠道成为广告主首选方案。

图 83: 2021 年上半年抖音是互联网广告最核心投放渠道

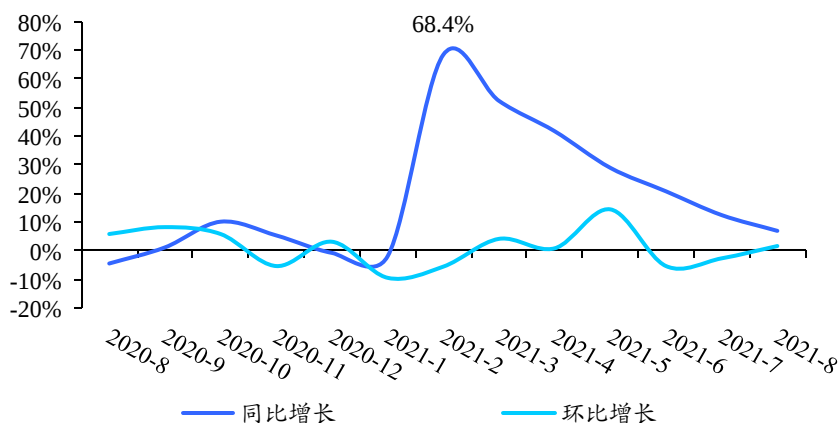


数据来源: QuestMobile, 国泰君安证券研究

5.2. 线下广告: 疫情后强势复苏, 看好梯媒和影院广告

2021 年线下广告在疫情后强势复苏, 环比增长受季节影响。根据 CTR 的数据, 2021 年 2-6 月线下广告规模增速维持在 20% 以上, 其中 2021 年 2 月同比增速达 68.4%, 反映后疫情时代线下广告逐步恢复正常。从环比增速来看, 2021 年 5 月环比增长 14.4%, 为近一年来环比增速最高的月份, 我们判断主要与“618 购物节”有关, 广告主一般会提前投放广告吸引消费者参与购物节活动, 从而提升 5 月线下广告市场规模。

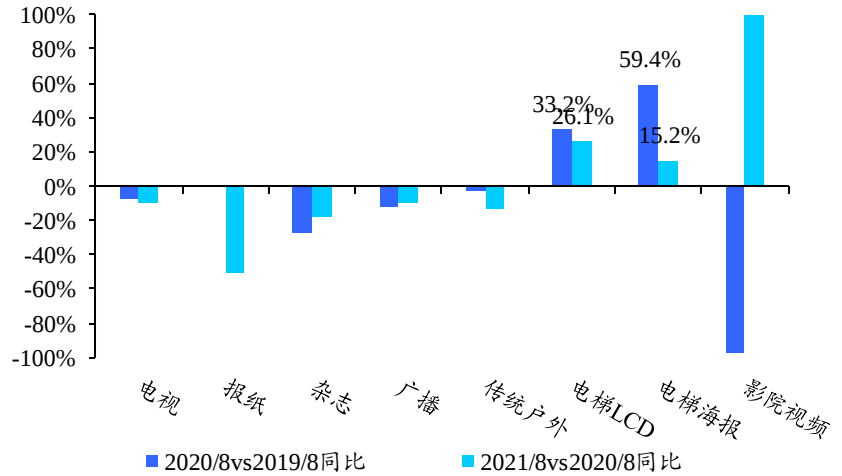
图 84: 2021 年线下广告在疫情后强势复苏



数据来源: CTR, 国泰君安证券研究

具体到线下广告类型来看, 梯媒和影院广告同比增长较快。根据 CTR 的数据, 2021 年 8 月电梯 LCD 投放费用同比增长 26.1%, 电梯海报投放费用同比增长 15.2%, 呈现较强回暖势头。同期, 影院视频渠道复苏最为强势, 同比增长超过 1000%, 我们判断随着优秀电影内容开始登陆银幕, 影院广告有望成为 2022 年线下广告重要边际增长点。

图 85：梯媒和影院广告同比增长较快



数据来源：CTR，国泰君安证券研究

6. 剧集与流媒体：内容依旧为王，ARPPU 提升可期

6.1. 视频平台：提价通道开启，独家内容仍是核心竞争力

与海外长视频平台相比，爱腾优芒的付费会员体系起步较晚、定价偏低。纵观海外市场，由于长视频平台在发展之初便采取付费订阅模式，海外用户已培养出为内容与服务付费的意识，各大平台亦形成层次分明的会员架构。从头部平台 Netflix、Hulu、Disney+、Apple TV+ 会员套餐来看，免广告的基础档会员价格区间为 4.99-8.99 美元/月；亦有平台如 Paramount+、Peacock 提供价格更低但穿插大量广告的套餐选项。

回看国内市场，长视频平台在发展初期大力推崇内容免费策略，外加盗版资源野蛮生长，导致正版优质内容在较长一段时间内难有起色，直至 2018 年短视频崛起对长视频平台用户规模、使用时长及相应的广告收入产生冲击，长视频平台才开始重点发力付费会员体系的建设以及独家内容库的扩充。由于用户培养付费习惯的时间较短，目前国内长视频平台付费会员价格远低于国外，爱腾优芒基础档会员价格区间为 15-20 元/月（剔除新用户优惠），在享有更多权益的情况下价格仅为海外平台一半。

表 16：海外长视频平台付费会员定价远高于国内长视频平台

长视频平台	月度会员价格	会员权益
Netflix	\$8.99	同时支持 1 台设备，仅可选择标清画质
	\$13.99	同时支持 2 台设备，可选高清画质
	\$17.99	同时支持 4 台设备，可选高清和超高清画质
Hulu	\$6.99	可访问海量库存（有广告）
	\$12.99	可访问海量库存（无广告）
	\$64.99	可访问海量库存、65+直播及 TV 付费频道（有广告）
	\$13.99	Disney 组合套餐，可同时访问 Hulu（有广告）、Disney+、ESPN+
	\$19.99	Disney 组合套餐，可同时访问 Hulu（无广告）、Disney+、ESPN+
	\$72.99	Disney 组合套餐，可同时访问 Hulu 流媒体库存、65+直播及 TV 付费频道（有广告）、Disney+、ESPN+

Disney+	\$7.99/HKD73	同时支持 4 台设备观看，最多下载装置数为 10 台，并支持最多 7 个用户档案和儿童模式
Apple TV+	\$4.99	最多支持 6 个家庭成员
爱奇艺	黄金 VIP 会员 连续包月首月 ¥12，次月续费 ¥19	适用于电脑、手机、iPad 3 端，享有爱奇艺独家内容、观影、身份、生活特权
	星钻 VIP 会员 连续包月首月 ¥19，次月续费 ¥40	适用于电视、VR、电脑、手机、iPad 5 端，享有爱奇艺独家内容、观影、身份、生活特权
腾讯视频	腾讯视频 VIP 连续包月首月 ¥10，次月续费 ¥20	适用于非 TV 用户，享有腾讯视频独家内容、观影、直播特权
	超级影视 VIP 连续包月首月 ¥12，次月续费 ¥30	适用于 TV 全屏会员，享有腾讯视频独家内容、观影、直播特权
优酷视频	优酷 VIP 会员 连续包月首 3 月 ¥6，第 4 月 ¥15	适用于电脑、手机、iPad 3 端，享有优酷独家内容、观影特权
	酷喵 VIP 会员 新用户首 3 月 ¥9.9，第 4 月 ¥29；老用户 ¥29	适用于电视、电脑、手机、iPad 4 端，享有优酷独家内容、观影特权
芒果 TV	PC 移动影视会员 新用户连续包月 ¥6，次月续费 ¥15	适用于电脑、手机、iPad 3 端，享有芒果独家内容、观影、身份、福利特权
	全屏影视会员 新用户连续包月 ¥9.9，次月续费 ¥29	适用于电视、盒子、电脑、手机、iPad 5 端，享有芒果独家内容、观影、身份、福利特权

数据来源：各大视频平台官网，国泰君安证券研究

爱奇艺率先提高付费会员价格，国内长视频平台正式步入提价上行通道。2020 年 11 月，爱奇艺正式上调安卓端付费会员价格至与 iOS 端相同，提价幅度基本在 20% 以上，为了保障会员权益，爱奇艺推出“不取消当前自动续费则两年内不变价”的保价服务；2021 年 4 月，腾讯视频亦完成提价并推出期限一年的保价服务。我们认为爱奇艺、腾讯视频两大龙头的提价举措正式拉开国内长视频行业提价序幕，在超前点播这一间接提价模式被取消后，直接提价将变得更为重要，未来期间爱腾优芒以及新锐平台哔哩哔哩有望把握节奏开启多轮提价。

表 17：爱奇艺、腾讯视频先后提价，幅度基本在 20% 以上

长视频平台	提价时间	会员种类	原会员价格	现会员价格	提价幅度
爱奇艺	2020 年 11 月 13 日	黄金 VIP 会员	连续包月 ¥15，月卡 ¥19.8	连续包月 ¥19，月卡 ¥25	约 27%
			连续包季 ¥45，季卡 ¥58	连续包季 ¥58，季卡 ¥68	17%-28%
			连续包年 ¥178，年卡 ¥198	连续包年 ¥218，年卡 ¥248	22%-28%
腾讯视频	2021 年 4 月 10 日	腾讯视频 VIP 会员	连续包月 ¥15，月卡 ¥20	连续包月 ¥20，月卡 ¥30	33%-50%
			连续包季 ¥45，季卡 ¥58	连续包季 ¥58，季卡 ¥68	17%-28%
			连续包年 ¥178，年卡 ¥198	连续包年 ¥218，年卡 ¥253	22%-28%

数据来源：各大视频平台官网，国泰君安证券研究（注：原会员价格为安卓端价格，现会员价格安卓端、iOS 端相同）

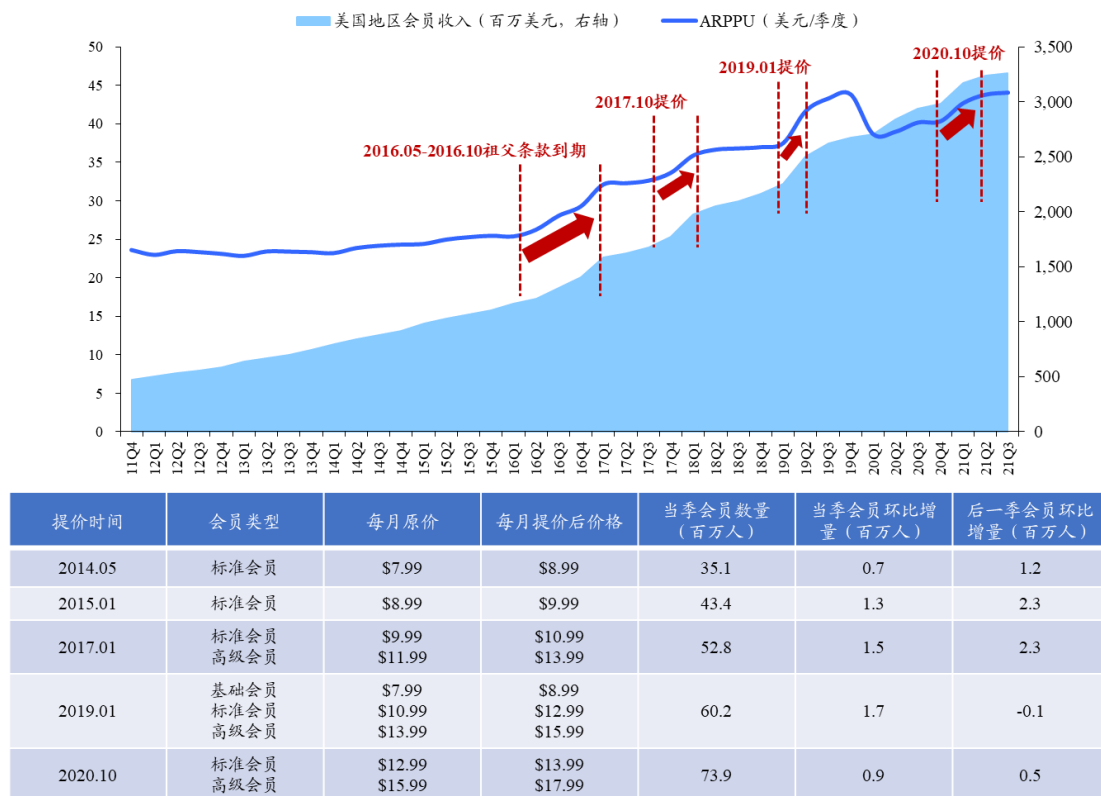
图 86: 10 月 4 日爱腾优均宣布取消超前点播



数据来源: 各大视频平台官方微博, 国泰君安证券研究

以 Netflix 五次提价为鉴, 付费会员提价促进了 ARPPU 的提升, 并且对会员数量增长的负面影响有限。2014 年 5 月-2020 年 10 月间, Netflix 在美国地区的基础/标准/高级会员价格分别上涨 1/6/6 美元, 每次提价均有效提升 ARPPU 以增厚收入, 从会员数量来看, 除了 2019 年 1 月三类套餐全面涨价导致会员数环比下降以外, 其余四次涨价对美国地区会员增长并无显著的负面影响, 可见在控制提价幅度、维护现有会员权益的情况下提价的利远大于弊。

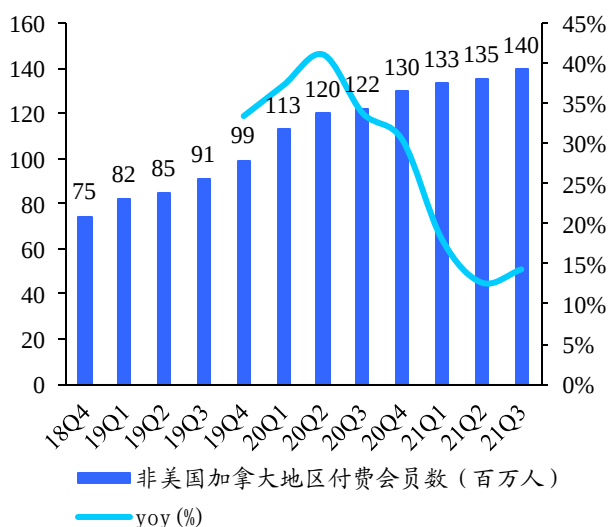
图 87: Netflix 美国地区付费会员提价对 ARPPU 的提升有明显作用



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究 (注: 由于 2016 年以前祖父条款的存在, 在 2014、2015 年两次涨价前订阅的老会员有权利分别以原件续费 2 年、1 年, 因此两次提价的效果在祖父条款到期后才有明显体现, 2020Q1 以来数据为美国和加拿大合计数据, 因此 ARPPU 较此前有明显下滑)

Netflix 坚持“内容为王”，《鱿鱼游戏》成为其全球化战略的里程碑。自 2016 年开启全球化战略以来，Netflix 持续输出兼具本土文化和好莱坞工业化水准的独家内容，代表作品如丧尸题材古装剧《王国》、将童年游戏与“大逃杀”题材融为一体的《鱿鱼游戏》。根据 2021Q3 Netflix 致股东信内容，《鱿鱼游戏》是平台有史以来收视率最高的剧集，自 9 月 17 日首映后的 4 周内，吸引 1.42 亿名用户观看至少两分钟，并登上美国等 94 个国家/地区的“今日收视榜”，在该作品带动下 2021Q3 Netflix 海外地区用户数增至 1.4 亿，同比增速回升至 14.3%。

图 88: 21Q3 Netflix 海外地区用户数增速回升



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

图 89:《鱿鱼游戏》成为 Netflix 收视率最高的剧集



资料来源：Netflix 官方推特

独家内容亦为国内平台核心竞争力，头部剧集由爱腾引领并呈现出明显的季节性分布。云合数据显示，2021 年前三季度播放量 TOP10 剧集中，3 部为爱奇艺独播，5 部为腾讯视频独播，可见头部独家内容仍是平台吸引用户的核心竞争力。从上线季度来看，爱腾优倾向于在 2021Q1 旺季集中上线头部内容，后续的 Q2、Q3 则分别是爱奇艺、腾讯视频的主场，头部剧集呈现明显的季节性分布。

表 18: 2021 年前三季度 TOP10 剧集中，8 部为平台独播剧

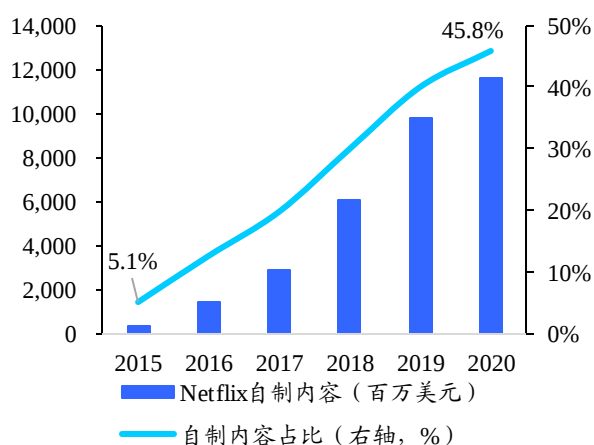
排名	剧集名称	正片有效播放 (亿次)	集数	上线日期	上线季度	题材	播出平台
1	赘婿	44.41	36	2021/2/14	2021Q1	喜剧	爱奇艺
2	爱上特种兵	25.83	40	2021/6/1	2021Q2	军旅	爱奇艺
3	扫黑风暴	25.81	28	2021/8/9	2021Q3	悬疑	腾讯视频
4	你是我的城池营垒	23.23	40	2021/3/11	2021Q1	都市	爱奇艺/腾讯视频/优酷视频
5	斗罗大陆	22.29	40	2021/2/5	2021Q1	玄幻	腾讯视频
6	司藤	22.16	30	2021/3/8	2021Q1	剧情	爱奇艺/腾讯视频/优酷视频
7	有翡	21.64	51	2020/12/16	2020Q4	武侠	腾讯视频
8	你是我的荣耀	20.85	32	2021/7/26	2021Q3	都市	腾讯视频

9	锦心似玉	19.68	45	2021/2/26	2021Q1	传奇	腾讯视频
10	小舍得	17.24	42	2021/4/11	2021Q2	都市	爱奇艺

数据来源：云合数据，国泰君安证券研究

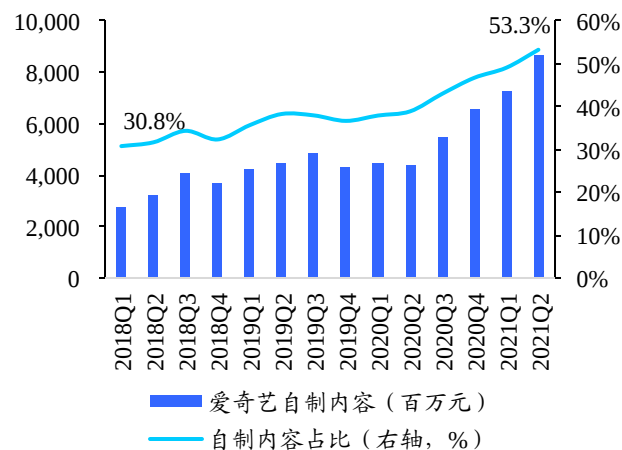
独家内容出彩的背后是平台对自制内容的持续投入，内容成本亦因此得到更好的控制。国内外平台持续加码自制内容，2015-2020 年 Netflix 自制内容占比由 5.1%提升至 45.8%，2018Q1-2021Q2 爱奇艺自制内容占比由 30.8%提升至 53.3%。自制内容不仅有助于平台突出自身特点打造品牌效应，亦有助于其控制内容制作成本，2015-2020 年 Netflix 内容成本占流媒体收入比例由 50.2%降至 43.2%，2018Q1-2021Q2 爱奇艺内容成本占总收入（付费会员+广告收入）比例由 80%降至 67%，爱奇艺盈利能力亦因此持续改善，毛利率由 0.6%升至 9.7%。

图 90：2020 年 Netflix 自制内容占比达 45.8%



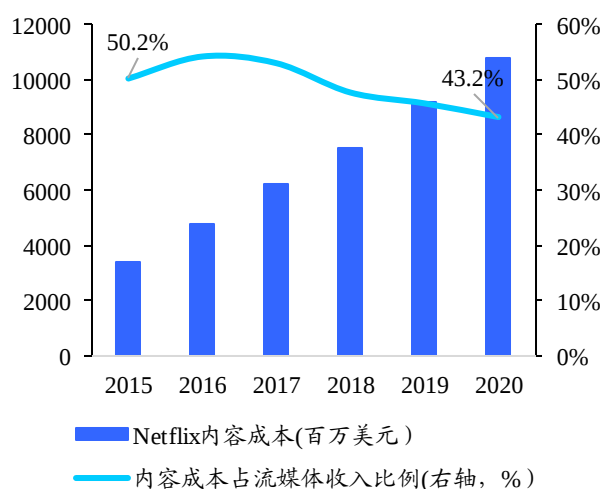
数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

图 91：2021Q2 爱奇艺自制内容占比达 53.3%



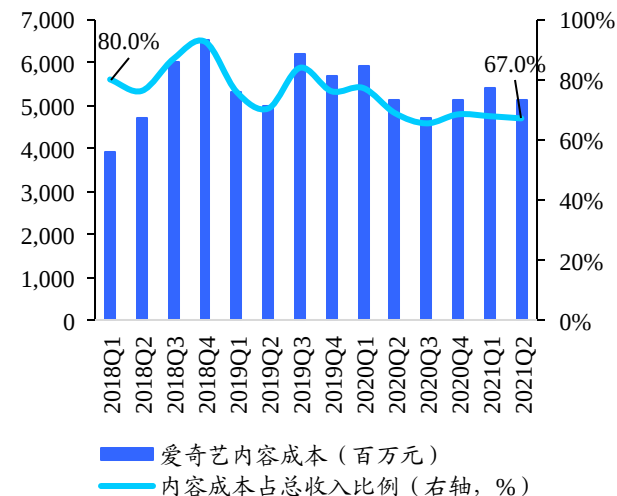
数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

图 92：2020 年 Netflix 内容成本占收入比例降至 43.2%



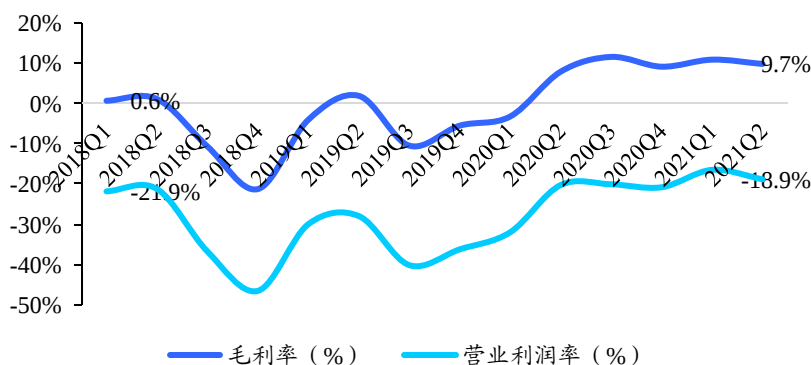
数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

图 93：2021Q2 爱奇艺内容成本占收入比例降至 67%



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

图 94: 爱奇艺盈利能力持续改善



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

展望 2021Q4, 悬疑剧将成为各大平台的重点推广内容。2020 年 6 月“迷雾剧场”第一季上线, 通过《隐秘的角落》《沉默的真相》两部高分悬疑佳作引爆全网, 2021 年 10 月 13 日“迷雾剧场”第二季序幕由《八角亭谜雾》正式开启, 悬疑剧亦成为爱腾优芒在 Q4 重点布局的自制内容。从题材来看, Q4 悬疑剧融合硬核推理、软科幻、冒险、家庭等多种元素; 从作品阵容来看, 不乏知名演员与顶级导演, 出品方亦多由平台主控。

表 19: 2021Q4 视频平台自制剧的重头戏在悬疑剧

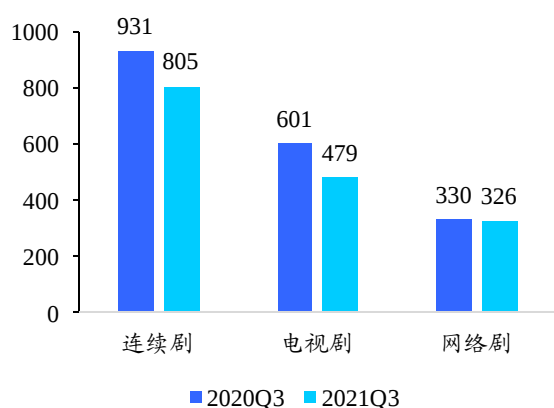
平台	剧场	片名	主演阵容	导演/代表作品	制作出品
爱奇艺	迷雾剧场 第二季	《八角亭谜雾》	段奕宏、郝蕾、祖峰、吴越	王小帅《地久天长》、花箐《我的兄弟叫顺溜》	爱奇艺、冬春影业
		《淘金》	廖凡、陈飞宇、苏可	蒋卓原《青禾男高》	爱奇艺、么么影视
		《致命愿望》	冯绍峰、文淇、范丞丞	杨苗《非常目击》	爱奇艺、五元文化
		《谁是凶手》	赵丽颖、肖央、董子健	孙皓《庆余年》	爱奇艺、北京星光国韵文化
		《猎罪图鉴》	檀健次、金世佳	邢键钧《小舍得》	柠萌影业、柠檬开新、爱奇艺
		《再见, 那一天》	李光洁、蒋欣、胡军	黄伟《大江大河》	爱奇艺灿然工作室
		《风起洛阳》(古装)	黄轩、王一博、宋茜	谢泽《远大前程》	爱奇艺、留白影视
优酷	悬疑剧场	《回廊亭》	邓家佳、张新成	李雅弢《活下去》	优酷、向上影业
		《执念如影》	耿乐、宋洋、朱颜曼滋	李雨禾《亡命之途》	优酷、霄然影业、中国警察网等
		《五行世家》	王大陆、任敏	巨兴茂《灵魂摆渡·黄泉》	优酷、大盛国际传媒
芒果	季风剧场	《沉睡花园》	龚俊、乔欣	臧溪川《十日游戏》	华策影视、芒果 TV
		《第十二秒》	万茜、任重	潘镜丞《新闺蜜时代》、魏玉海《叶问》1&2	永乐影视
		《逆光者》	彭冠英、张雨剑	余庆《古董局中局》	芒果 TV、美白馥影业
腾讯 (版权剧)		《东城梦魇》	凯特·温丝莱特	克雷格·卓贝	/

数据来源: 电视剧鹰眼公众号, 各大视频平台官方微博, 国泰君安证券研究

6.2. 剧集: 精品剧集重要性凸显, 制作方与平台方合作趋紧

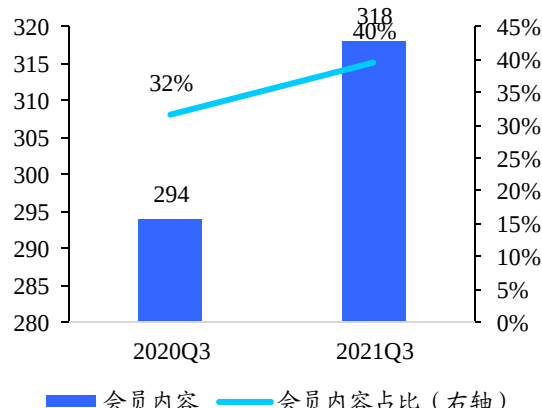
对于平台方而言,精品剧集在减量提质的趋势下重要性凸显。剧集备案数量、部均集数在反“注水”背景下大幅下滑,外加短视频平台持续抢占用户时长,导致剧集整体播放量增长乏力,2021Q3 同比下滑 13.5%。尽管大盘表现不佳,会员剧集内容播放量增长强劲,2021Q3 同比增速达 8.2%,会员内容播放量占比亦同比提升 8pct 至 40%,由于会员剧集内容以自制或外购的精品剧集为主,我们认为精品剧集重要性便愈发凸显。

图 95: 剧集整体播放量有所下滑



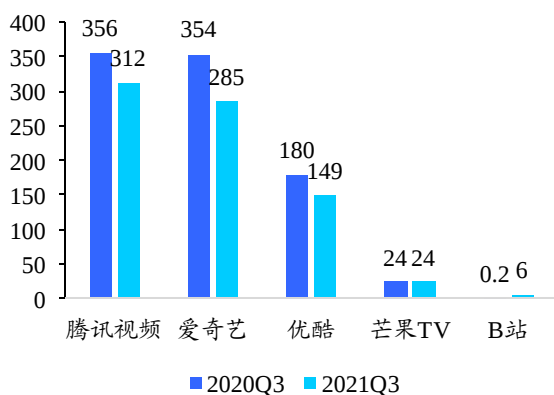
数据来源: 云合数据, 国泰君安证券研究

图 96: 2021Q3 会员内容播放量占比提升至 40%



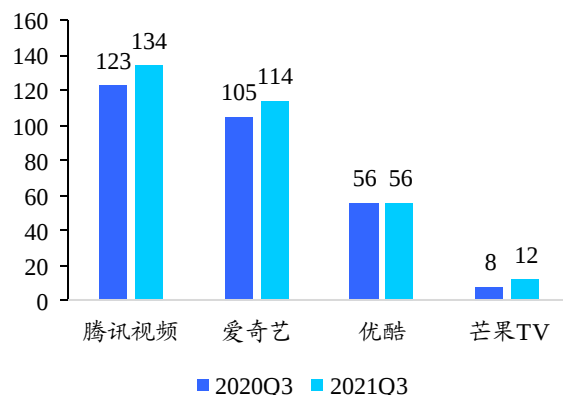
数据来源: 云合数据, 国泰君安证券研究

图 97: 爱腾优播放量均出现下滑



数据来源: 云合数据, 国泰君安证券研究

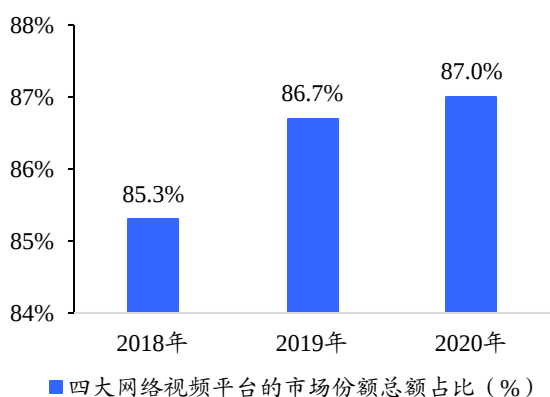
图 98: 爱腾优芒会员内容播放量均有所增长



数据来源: 云合数据, 国泰君安证券研究

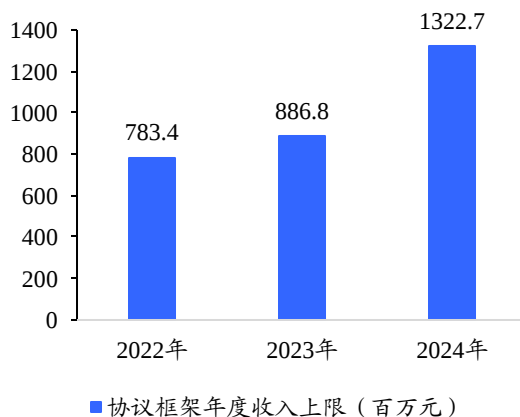
对于制作方而言,深度绑定头部平台为大势所趋,柠萌影业与腾讯视频便是典型的合作案例。根据 Frost & Sullivan 数据,网络发行市场高度集中,2020 年爱腾优芒市场份额达 87%,与下游头部平台形成深度绑定已是大势所趋。以柠萌影业为例,2018 年以来公司与腾讯视频保持着密切合作,为平台授出《扶摇》《三十而已》等 IP 版权剧的网络渠道独家播映权,并为其量身打造《全职高手》《千古玦尘》等热门定制剧,2018 年、2020 年腾讯视频均为公司的第一大客户,贡献收入占总收入比例分别达 60.8%、32.7%。根据柠萌影业与腾讯视频签署的授权协议框架,2022-2024 年间,公司来自腾讯视频的收入有望达到 7.8/8.9/13.2 亿元,年复合增长率或达 30%。

图 99：2020 年爱腾优芒市场份额达 87%



数据来源：Frost & Sullivan，国泰君安证券研究

图 100：柠萌影业来自腾讯视频的收入有望持续增长



数据来源：柠萌影业招股说明书，国泰君安证券研究

表 20：柠萌影业和腾讯视频在剧集方面合作密切

剧集名称	剧集类型	首轮播映时间	主要播映渠道
《南方有乔木》	版权剧	2018 年 3 月	央视、江苏卫视、浙江卫视、腾讯视频
《扶摇》	版权剧	2018 年 6 月	浙江卫视、腾讯视频
《全职高手》	定制剧	2019 年 7 月	腾讯视频
《九州缥缈录》	版权剧	2019 年 7 月	浙江卫视、优酷
《三十而已》	版权剧	2020 年 7 月	东方卫视、腾讯视频
《千古玦尘》	定制剧	2021 年 6 月	腾讯视频

数据来源：柠萌影业招股说明书，国泰君安证券研究

图 101：2018-2020 年柠萌影业精品率始终位于剧集制作公司前列

2018年			2019年			2020年		
排名	公司	精品率	排名	公司	精品率	排名	公司	精品率
1	公司C	100.0%	1	公司C	100.0%	1	公司C	100.0%
2	公司B	66.7%	2	公司B	50.0%	1	柠萌影业	100.0%
3	柠萌影业	50.0%	3	柠萌影业	50.0%	3	公司B	25.0%
4	公司E	30.0%	4	公司D	33.3%	4	公司A	23.1%
5	公司A	28.6%	5	公司E	27.3%	5	公司D	16.7%

数据来源：Frost & Sullivan，国泰君安证券研究（注：精品率指精品剧集数目占一年内剧集播放总数的比例）

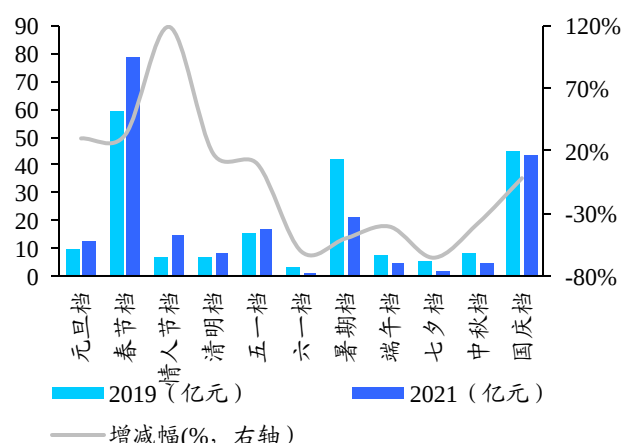
7. 电影院线：节庆、疫情是焦点，行业整合有望加速

7.1. 股价复盘：节庆档预期、疫情变化是重要影响因素

节庆效应在后疫情时期更加明显，重大节日票房增长尤为显著。灯塔专业版数据显示，2021 年元旦/春节/情人节/清明/五一档期间票房较 2019 年同期分别同比增长 30%/33%/119%/18%/10%，六一至中秋档票房因 6-8 月疫情反复而显著下滑，此后随着疫情逐步得到控制，中秋档/国庆档票房有所回暖，较 2019 年同期增速由-38%收窄至-2%，可见后疫情时期

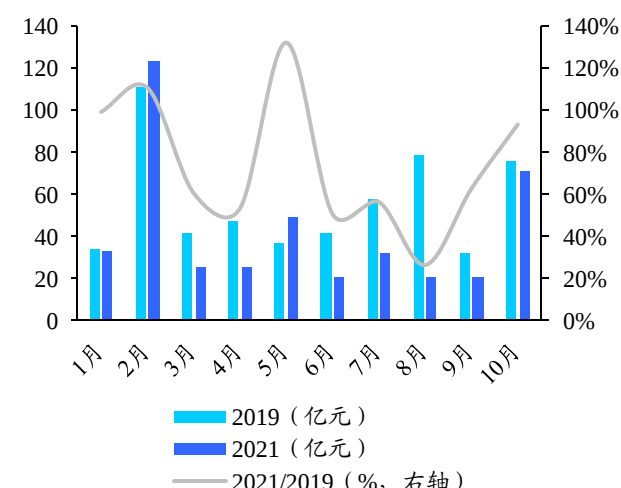
节庆档重要性凸显，而疫情反复对票房仍有显著冲击。分月份来看，2021 年拥有春节档的 2 月、影片密集上映的 5 月的票房超过 2019 年同期，1 月、10 月票房与 2019 年水平相近。

图 102: 元旦、春节、情人节、清明、五一档期票房超过 2019 年同期



数据来源：灯塔专业版，国泰君安证券研究

图 103: 2021 年 2 月、5 月票房超过 2019 年同期



数据来源：灯塔专业版，国泰君安证券研究（注：10 月数据统计至 10 月 26 日）

票房进一步向头部影片集中，2021 年以来进口影片逐步回暖，有望带动票房增长。灯塔专业版数据显示，在 7-10 月区间内，2019/2020/2021 年票房 TOP10 影片合计票房占比分别为 75.2%/86%/84.2%，TOP3 影片合计票房占比分别为 56.3%/59.6%/43%，TOP1 影片票房占比分别为 37.2%/25.2%/19.8%，可见疫情以来票房向头部影片集中趋势明显。受到海外疫情影响，2020 年进口影片数量大幅减少，但随着 2021 年疫情趋于常态化，进口影片回暖迹象明显，5 月上线的《速度与激情 9》/3 月上线的《哥斯拉大战金刚》分别以 13.92 亿/12.33 亿票房位居 2021H1 票房第三/第四；8-10 月间《失控玩家》《沙丘》《007：无暇赴死》等进口影片陆续上映，未来有望引进更多海外巨制。

表 21: 后疫情时期票房向头部影片集中的现象更为明显，2021 年下半年进口影片逐步回暖

日期	影片名称	上映时间	区间票房 (亿元)	占总票房比 例 (%)	观影人次 (百万人)	豆瓣评分
2021 年 7-10 月	长津湖	9 月 30 日	53.5	37.2%	112.5	7.4
	我的父辈	9 月 30 日	14.3	9.9%	32.8	6.9
	怒火·重案	7 月 30 日	13.3	9.2%	34.3	7.3
	中国医生	7 月 9 日	13.3	9.2%	36.5	6.9
	失控玩家	8 月 27 日	6.1	4.2%	15.8	7.6
	白蛇 2: 青蛇劫起	7 月 23 日	5.8	4.0%	14.9	6.9
	峰爆	9 月 17 日	4.4	3.1%	11.5	6.3
	1921	7 月 1 日	5	3.5%	12.4	6.7
	盛夏未来	7 月 30 日	3.9	2.7%	10.4	7.2
	沙丘	10 月 22 日	1.7	1.2%	4	7.9
合计			121.3	84.2%	285.1	7.2

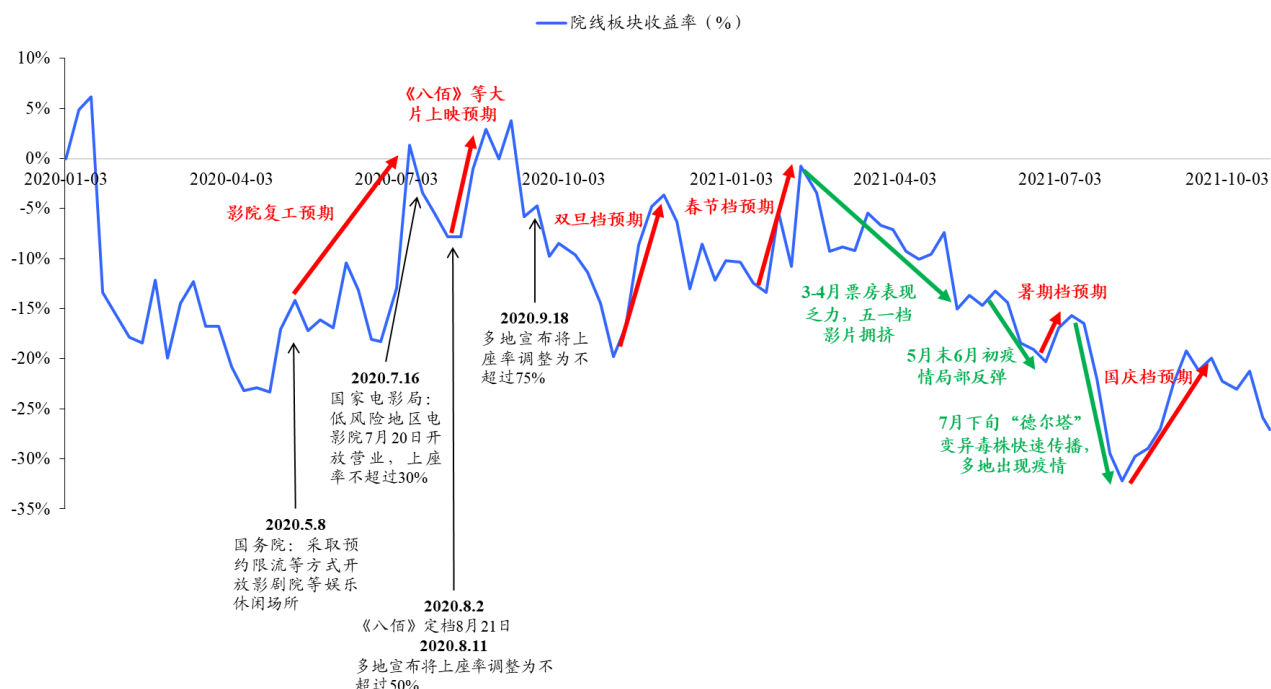
2020 年 7-10 月	八佰	8 月 21 日	28.6	25.2%	80.6	7.6
	我和我的家乡	10 月 1 日	24.5	21.6%	68.7	7.4
	姜子牙	10 月 1 日	14.5	12.8%	39.5	7.0
	夺冠	9 月 25 日	7.5	6.6%	20.9	7.4
	金刚川	10 月 23 日	6.0	5.3%	17.4	6.5
	我在时间尽头等你	8 月 25 日	4.5	4.0%	14.2	5.4
	信条	9 月 4 日	4.1	3.6%	11.7	7.8
	一点就到家	10 月 4 日	2.6	2.3%	7.6	7.1
	急先锋	9 月 30 日	2.6	2.3%	7.4	5.0
	花木兰	9 月 11 日	2.5	2.2%	7.7	5.0
	合计		97.5	86.0%	275.8	7.1
2019 年 7-10 月	哪吒之魔童降世	7 月 26 日	46.2	19.8%	138.4	8.5
	我和我的祖国	9 月 30 日	27.5	11.8%	77.9	7.7
	中国机长	9 月 30 日	26.5	11.4%	76.1	6.7
	烈火英雄	8 月 1 日	15.8	6.8%	47.6	6.5
	速度与激情：特别行动	8 月 23 日	13.2	5.7%	40.0	6.3
	扫毒 2：天地对决	7 月 5 日	12.1	5.2%	36.3	6.0
	攀登者	9 月 30 日	10.1	4.3%	29.2	6.1
	银河补习班	7 月 18 日	8.1	3.5%	25.5	6.3
	少年的你	10 月 25 日	7.9	3.4%	23.7	8.3
	狮子王	7 月 12 日	7.7	3.3%	22.6	7.4
	合计		175.1	75.2%	517.2	7.3

数据来源：灯塔专业版，豆瓣，国泰君安证券研究（注：2021 年数据截至 10 月 26 日，灰底表示国庆档影片，浅蓝底表示进口影片）

节庆档预期、疫情变化是院线板块涨跌的重要影响因素。通过复盘 2020 年以来院线板块股价走势，我们发现节庆档预期是驱动股价上涨的核心因素，鉴于重大节日上映影片会提前数月定档，并在首映前 15 天左右开启预售，资金往往会提前 1 个月左右布局院线板块股票，春节、国庆等大档期较七夕、端午等小档期而言上涨行情持续时间更长、收益率更高。疫情变化是影响股价涨跌的另一重要因素，2021 年 5 月末至 6 月初疫情局部反弹、7 月下旬起“德尔塔”变异毒株传播导致当期票房大幅下降，从而导致股价下跌，而随着疫情逐步得到控制、大片重新定档，股价随之回升。

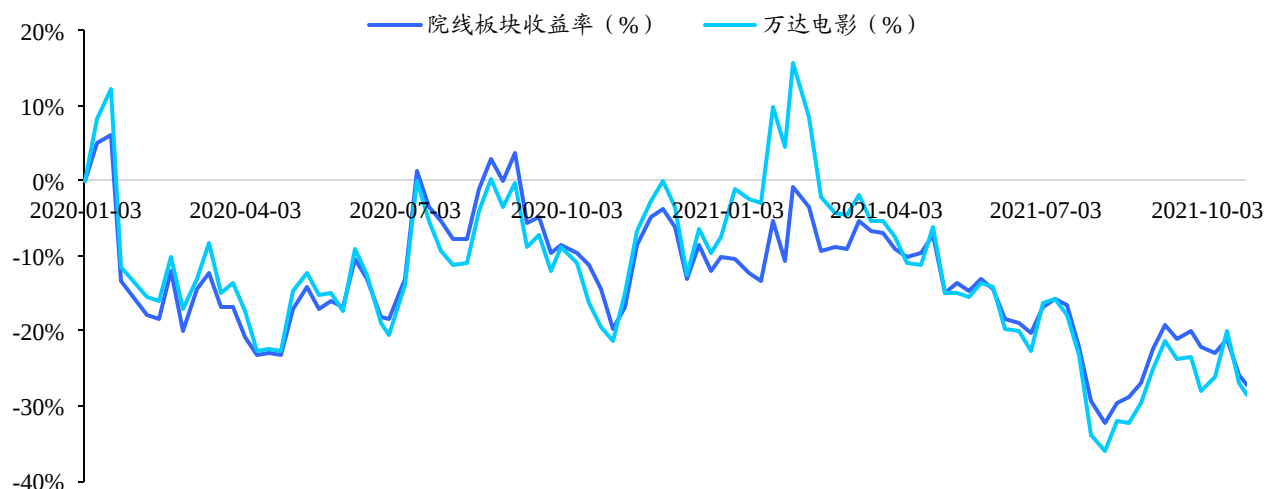
万达电影收益率以院线行业 Beta 为主，在春节档预期下会展现较高的 Alpha。2020 年以来院线龙头万达电影的股价走势与院线行业整体走势相近，而在春节档预期下会拥有较高的超额收益，2020 年 1 月 3 日-2020 年 1 月 17 日间，万达电影股价上涨 12.1%，跑赢院线板块 6pct，2021 年 1 月 8 日-2020 年 2 月 10 日间，万达电影股价上涨 17%，跑赢院线板块 6.3pct，其展现出的 Alpha 主要源于主投主控的春节档大片《唐人街探案 3》。

图 104：2020 年以来院线板块下跌近 30%，节庆档预期、疫情变化成为院线板块涨跌的核心影响因素



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 105：万达电影股价走势与院线行业整体走势相近，在春节档预期下会展现较高的 Alpha

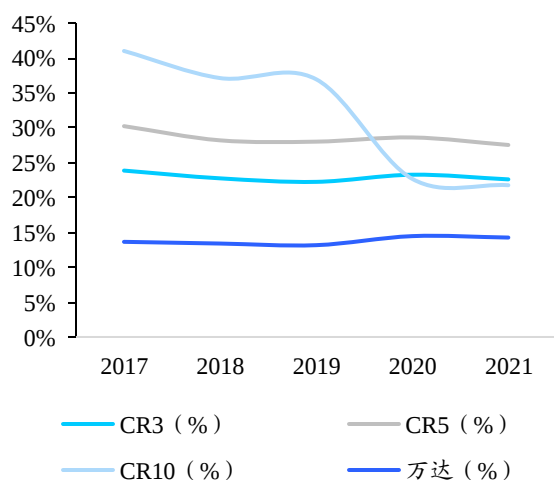


数据来源：wind，国泰君安证券研究

7.2. 头部影投市占率有所提升，行业竞争格局有望优化

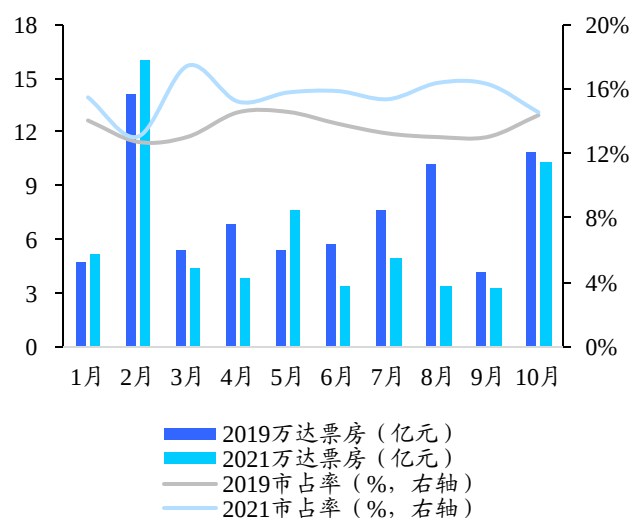
万达龙头地位稳固，影投票房市占率较疫情前明显提升。在疫情冲击之下，影投票房 CR10 显著下滑，由 2019 年的 37% 降至 2020 年的 22.7%，2021 年进一步下降 0.9pct。从万达/大地/横店三强地位来看，疫情以来万达市占率有所提升，由 2019 年的 13.2% 提升至 2021 年前 10 月的 14.2%，而大地与横店的合计份额由 9.1% 下降至 8.3%，可见万达的运营管理优势以及品牌影响力在疫情期间凸显。

图 106: 疫情以来 CR3 有所提升, 但 CR10 下滑明显



数据来源: 灯塔专业版, 国泰君安证券研究 (注: 2021 年数据统计至 10 月 26 日)

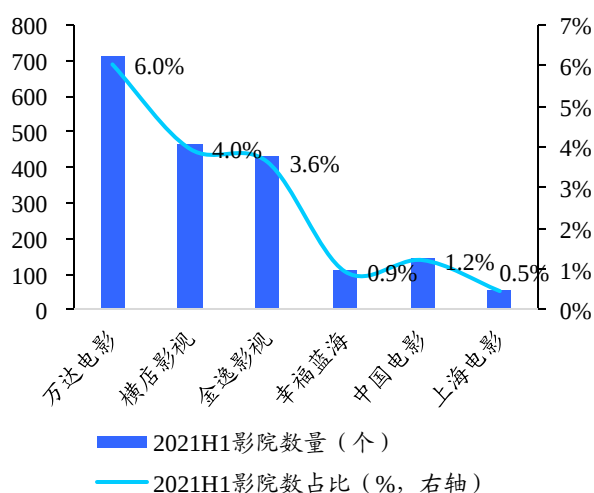
图 107: 2021 年万达市占率较 2019 年有所提升



数据来源: 灯塔专业版, 国泰君安证券研究 (注: 2021 年数据统计至 10 月 26 日)

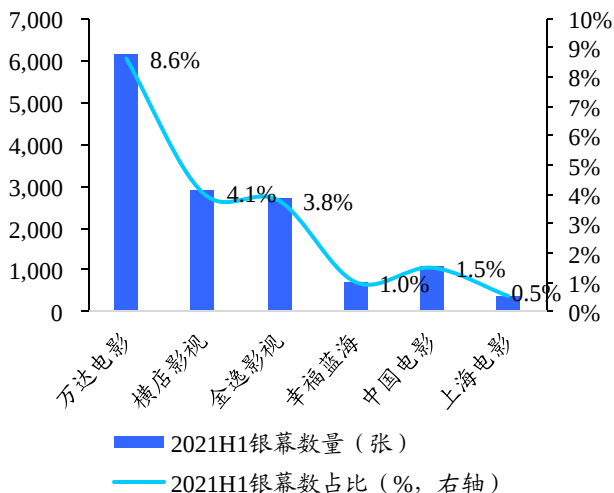
随着万达推进加盟模式扩张影院规模, 市占率有望持续提升。万达电影与国内知名商业地产开发商、运营商的良好合作关系以及现有的规模优势为其快速扩张提供了坚实的基础, 2021 年上半年万达新增影院 12 个、新增银幕 75 张, 数量为业内最多。在疫情影响下传统的重资产直营模式具备较高的经营风险, 因此万达自 2020 年 6 月开始正式对外开放特许经营加盟权, 截至 2021 年 6 月已签约特许加盟影院 398 家, 其中 48 家已开业。与横店/金逸 (加盟影院占比分别为 19.7%/56.6%) 相比, 万达 6.7% 的加盟影院占比尚处于较低水平, 随着万达以轻重并举的模式扩张影院规模, 影投市场有望进一步向万达集中。

图 108: 21H1 万达影院数达 712 个, 市占率达 6%



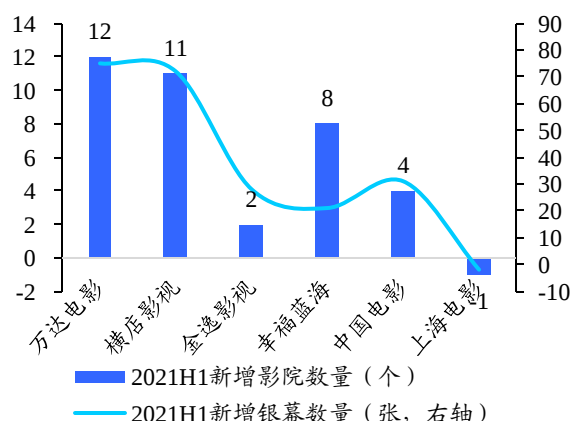
数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

图 109: 21H1 万达银幕数达 6174 张, 市占率达 8.6%



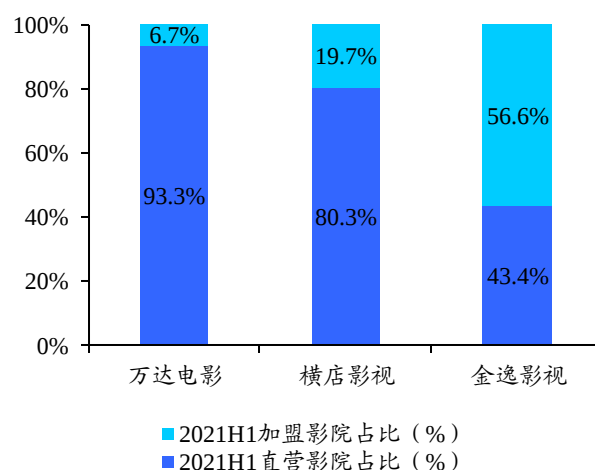
数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

图 110: 2021 年上半年万达新增影院、银幕数量最多



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

图 111: 万达加盟影院占比低于横店、金逸



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

8. 潮流消费: 潮玩品类日益丰富, 三坑门店方兴未艾

8.1. 潮玩: 新秀 IP 爆发式增长, 艺术玩具成为另类投资品

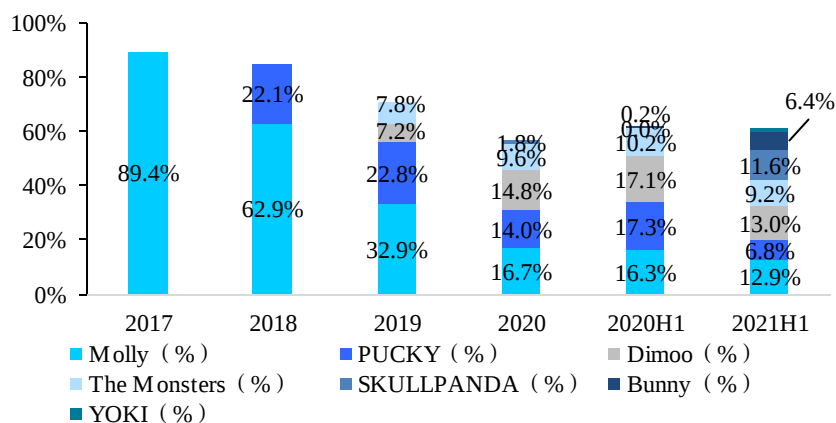
潮玩 IP 风格越发多元, 新秀 IP 实现爆发式增长。盲盒 IP 鼻祖 Sonny Angel 以“他时刻守护、治愈着你, 赠予你甜甜的微笑”的治愈系形象实现对年轻白领的破圈, 其后 IP 亦多以可爱形象示人, 如泡泡玛特的 Molly、PUCKY、Dimoo。直至 2019 年 7 月邪恶系 IP LABUBU、2020 年 9 月哥特系 IP SKULLPANDA、2021 年 9 月情绪写实系 IP Hirono 上线, 越来越多风格鲜明的 IP 走入大众视野, 并展现出极强的商业价值。2021H1 SKULLPANDA 实现收入 1.83 亿元, 超过 2020 年全年 3907 万元的收入, 占泡泡玛特总收入比例达 11.6%; 淘数据亦显示, 2021 年 9 月 SKULLPANDA 人生如戏新系列上线后, 当月实现 1191 万元的天猫销售额, 在此驱动下该 IP 产品天猫销售额占比提升至 21.2%。全新 IP Hirono 于 10 月 1 日正式发售, 截至 10 月 26 日该 IP 产品天猫销售额已达 230 万元, 占总销售额比例达 3.2%, 未来有望释放更大潜能。

图 112: 潮玩 IP 形象不局限于可爱类别, 风格趋于多元



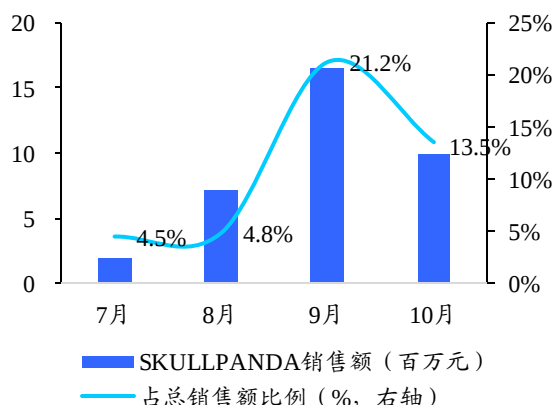
资料来源：天猫，小红书，国泰君安证券研究

图 113: 2021H1 新 IPSKULLPANDA 收入占比达 11.6%



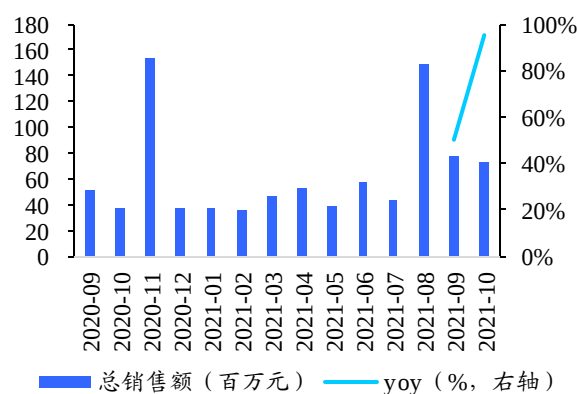
数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

图 114: 9 月 SKULLPANDA 新系列发售后销售额激增



数据来源：淘数据，国泰君安证券研究

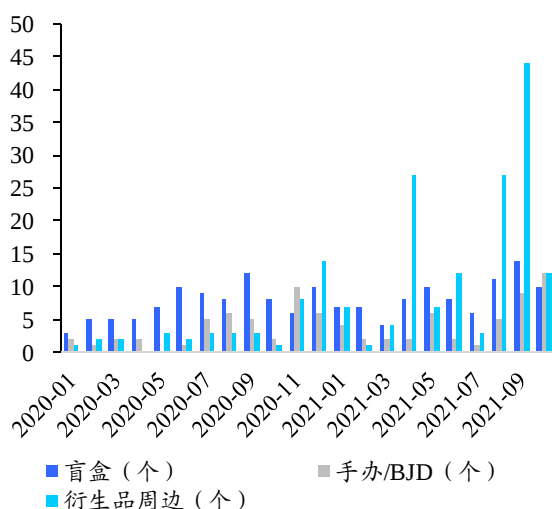
图 115: 泡泡玛特天猫旗舰店销售额维持高增



数据来源：淘数据，国泰君安证券研究

泡泡玛特品类日益丰富,并向重度艺术玩具进军。根据泡泡玛特公众号信息,自 2020 年末以来手办/BJD、衍生品周边上新频率明显变高,2020 年 1-10 月间手办/BJD、衍生品周边新系列数量分别为 26、20,而在 2021 年 1-10 月间分别提升至 45、144,泡泡玛特现已由盲盒延伸至数码周边、服饰配件、限时发售手办乃至 MEGA 珍藏系列产品。MEGA 珍藏系列正式上线于 6 月,首款产品 SPACE MOLLY×海绵宝宝 1000%尺寸售价 4999 元/体,限量发售 3000 体,吸引超过 100 万人次参与抽号,截至目前 MOLLY 已发售 6 款 1000%尺寸、6 款 400%尺寸的 MEGA 产品,累计销售额或超亿元。之所以高售价艺术玩具备受追捧,是因为其限量抽签发售模式的不确定性、跨界联名的稀缺性以及名人效应为其赋予了较高的价值,与此同时重度潮玩较其他潮玩而言具备更强的艺术价值。

图 116: 手办/BJD、衍生品周边发售频率变高



数据来源：泡泡玛特公众号，国泰君安证券研究

图 117: 泡泡玛特于6月25日发售首款高端系列产品



数据来源：泡泡玛特公众号，国泰君安证券研究

图 118: 泡泡玛特品类丰富度日益提升



资料来源：天猫，国泰君安证券研究

8.2. 三坑：Z世代穿出新潮流，线下门店有望推动行业爆发

JK 制服、Lolita 洋装及汉服的款式设计有别于日常服装，具备个性化强、制作工艺复杂、产量少、价格高等特点，目前已各自形成风格鲜明的服饰文化以及相应的兴趣圈层，众多消费者入圈以后表现出极高的忠诚度与极强的消费意愿，因此上述三类服饰也被爱好者戏称为“破产三姐妹”，简称“三坑”。随着热爱“三坑”的年轻群体逐步走向消费舞台中央，“三坑”服饰逐步由小众走向大众，形成潜力巨大的百亿消费市场。

表 22：“三坑”服饰风格各异、款式多样

	JK 制服	汉服	Lolita 洋装
产品示例			
流行推动事件	2000 年初，国内引进《魔卡少女樱》等日本动画； 2010 年前后，日本偶像团体 AKB48 在国内人气高涨	2013 年，第一届西塘汉服文化周于嘉兴西塘古镇开幕	2005 年前后，日本动画《蔷薇少女》播出、电影《下妻物语》上映
典型装束	衬衣、格裙、领结、鞋袜、挎包	长袄、马面裙、云肩、发钗、绣花鞋	连衣裙、裙撑、KC 头饰、手袖、鞋袜、挎包
款式类别	西式、日式	明制、宋制、唐制、魏晋制、秦汉制等	甜系、经典系、哥特系、中华风、花嫁等
价格带 (不含配饰)	低端：150 元以下 中端：150-500 元 高端：500 元以上	低端：100-300 元 中端：300-1500 元 高端：1500 元以上	低端：200-500 元 中端：500-2000 元 高端：2000 元以上
主要售卖模式	定金预售 全款预售 部分现货	定金预售 全款预售 部分现货	定金预售 全款预售 少量现货
制作工期	1-2 个月	2-3 个月	3 个月以上
代表品牌	Conomi、中牌制服馆、免缝缝、梗豆物语制服馆	汉尚华莲、重回汉唐、十三余、兰若庭、钟灵记	Baby the stars shine bright、Angelic Pretty、古典玩偶
爱好者称号	JK	同袍	Lo 娘

数据来源：淘宝，国泰君安证券研究

网店是“三坑”服饰销售的主渠道，受众以资深爱好者为主，线下门店是近年来涌现的新兴渠道，受众以初入圈或还未入圈的用户为主。“三坑”产业链下游渠道包括线上、线下两类，其中线上渠道多为品牌方直营，是“三坑”服饰的主要渠道，由于网店预售周期较长、最新资讯往往通过垂直社群传播，线上受众以接受预售模式、活跃于各类社群中的资深爱好者为主。线下渠道包括零售店与集合店两类，前者由服饰品牌直营，后者由渠道品牌运营，以创立于 2018 年的渠道品牌猫星系为例，猫星系是国内开拓线下“三坑”集合店的先行者，店内销售品类包括 Lolita 洋装、JK 制服以及周边鞋包小物，销售品牌包括自有品牌（桃乐丝之夜 DorisNight、Neverland 星芙颂）、非自有国产品牌御茶家、胡桃木 JK 等、日本品牌 Juliette-et-Justine、Innocent World 等。与线上渠道相比，线下门店的“少女生活”氛围感以及试穿服务对于用户而言更具吸引力，因此线下受众以未入圈用户为主。

图 119: 十二光年上海门店售卖多品牌“三坑”服饰



资料来源：小红书

图 120: 仲夏物语上海门店售卖自有品牌 Lolita 洋装



资料来源：小红书

现货售卖模式与门店扩张运营对线下渠道方能力提出较高要求,因此受资本青睐的渠道方更易构建先发优势。目前增长迅速的线下渠道方为品牌直营店仲夏物语以及集合店猫星系、十二光年,截至目前仲夏物语/猫星系/十二光年门店数分别为 30+/16/7,入驻城市以一线及新一线城市为主。强体验属性的线下商业模式备受资本青睐,在千万级融资助力下,仲夏物语/猫星系/十二光年 2021 年末门店数将达到 100+/100+/30+,三个品牌有望构建线下渠道先发优势,充分享受线下渠道早期发展阶段所带来的线下流量红利。

表 23: 线下发展较好的品牌直营店与集合店均获得资本青睐

品牌	成立时间	门店数量	2021 扩张计划	入驻城市	融资进度	投资方
猫星系	2018 年	16	年末门店数达 100 家以上	北京、上海、广州、武汉等	2021 年 5 月完成 Pre-B 轮融资, 金额为数千万元	泡泡玛特
十二光年	2020 年	7	年末门店数达 30 家以上	上海、深圳、杭州、西安、贵阳	2021 年 4 月完成 Pre-A 轮融资, 金额为数百万美元	红杉、腾讯、米哈游、浅月资本、蜂巧资本
仲夏物语	2016 年	30+	年末门店数达 100 家以上	上海、深圳、苏州、宁波等	母公司载艺星辉 2018 年 1 月完成天使轮融资, 金额为 2000 万元	险峰 K2VC、辰海资本、AC 加速器、东湖众合天使

数据来源：三文娱，东西文娱，国泰君安证券研究（注：仲夏物语创立于 2016 年，线下首家门店于 2019 年 8 月开业）

与潮玩行业相比,“三坑”行业处于更早期的发展阶段,渠道方价值凸显。目前潮玩行业尚处于广泛铺设渠道的早期阶段,渠道方具备了较强的议价能力,可获得产品终端零售价格的 50%左右作为回报,以泡泡玛特为例,公司自 2017 年起加速拓展线下零售店,2017-2020 年年末零售店数

量由 32 家增至 187 家，年度净增量由 16 家增至 73 家，在门店快速扩张的同时单店收入亦由 2017 年的 420.9 万元/店/年增至 2019 年的 840.6 万元/店/年，2020 年受疫情冲击小幅下滑至 661.5 万元/店/年，可见把握线下渠道的参与者可充分享受线下流量红利。从线下门店（不包括机器人商店）数量来看，泡泡玛特、酷乐潮玩、九木杂物社等潮玩门店合计拥有约 1000 家门店，然而猫星系、十二光年、仲夏物语等“三坑”服饰门店数量仅 60 家左右，因此“三坑”行业处于更早期的发展阶段，渠道方扮演着更重要的角色，先发铺设渠道的参与者有望分得最多利润。

表 24：“三坑”服饰与潮玩均具有强社交属性、高复购率，但前者线下零售店显著更少

	潮玩	“三坑”服饰
产品价格带	盲盒：39-79 元 BJD&手办：399-5000 元 雕塑：>5000 元	低端：100-300 元 中端：300-1500 元 高端：1500 元以上 (以汉服为例)
社交属性	以强社交为主	以强社交为主
2020 年市场规模	294.8 亿元 (艾媒咨询统计值)	超 200 亿元 (猫星系兼次元仓创始人钱勇预估值)
2020 年 ARPU	340 元/年 (泡泡玛特收入/注册会员数)	1232 元/年 (汉服规模/同袍数，艾媒咨询统计值)
2020 年人均购买件数	5.7 件 (假设以购买 59 元盲盒为主)	4.5 件 (汉服资讯统计数据)
线下门店数量	约 1000 家 (泡泡玛特、酷乐潮玩、九木杂物社等)	约 60 家 (猫星系、十二光年、仲夏物语等，不包括体验馆)
价值链构成	IP方 生产商 产品商 渠道商 5%-10%10%-20%10%-20%50%-60% 渠道品牌有望分得最多利润	

数据来源：艾媒咨询，汉服资讯，公司财报，公司官网，三文娱，国泰君安证券研究

9. 游戏板块重回盈利上行周期，配置性价比较高

9.1. 游戏板块重回盈利上升周期

目前游戏行业估值处于低位，考虑到龙头游戏公司重回盈利高增周期，配置性价比较高。三七互娱 2021Q3 实现归母净利润 8.67 亿元，同比增长 54.77%；吉比特 2021 年前三季度实现归母净利润 12.06 亿元，同比增长 51.70%。当前游戏板块估值处于低位，国内游戏市场仍保持较高增速。版号自 2021 年 8 月起连续 3 个月未下发，我们认为游戏板块的股价核心主要矛盾为政策和业绩，目前业绩上行周期确定性比较高的情况下，在版号发放之前配置性价比较高；在版号发放之后，当两个主要矛盾都能满足时，我们认为具备配置价值。

表25：2022年产品大年海量游戏新品上线

公司	游戏	类型	上线进度	版号情况
完美世界	幻塔	开放世界 RPG	11.10-11.14 终极测试，预计年底上线	有
	天龙八部 2 手游	武侠 MMO	2022H1	

三七互娱	一拳超人：世界	ARPG	2022H1	
	完美世界：诸神之战	竖屏 MMO	2021 年 10 月 28 日曙光测试	有
	《Perfect New World》	次世代动作	2022-2023 年	
	《完美新世界》	开放世界 MMORPG	2022-2023 年	
	新《诛仙世界》	MMORPG	2022-2023 年	
	《诛仙 II》	MMORPG	2022-2023 年	
	温瑞安系列	-	2022-2023 年	
	《梦间集 II》	-	2022-2023 年	
	《香蜜沉沉烬如霜》	大世界 RPG	2022-2023 年	
	《代号：仙剑》	大世界创新回合	2022-2023 年	
	《代号：火山》	策略休闲 RPG	2022-2023 年	
	《代号：R》	互动叙事 RPG	2022-2023 年	
	《代号：MA》	多人协同 CCG	2022-2023 年	
	《PROJECT:棱镜》	开放世界	2022-2023 年	
	《PROJECTBard》	二次元冒险 RPG	2022-2023 年	
	《CODENAME:X》	JRPG	2022-2023 年	
	《逐光之旅》	平台跳跃	2022-2023 年	
	彩条屋系列	-	2022-2023 年	
	灵笼改编游戏	-	2022-2023 年	
	《代号：档案》	叙事解谜	2022-2023 年	
	异能都市	MMORPG	2022	有
	最后的原始人	卡牌	2022	有
	2 款三国题材 SLG（代号三国 BY，代号三国 CB）	SLG	2022	
	代号 C6	卡牌	2021H2 海外上线，预计 2022H1 国内上线	
	传世之光	MMORPG		有
	代号 LH	MMORPG		
	代号 JL	MMORPG		
	代号 BX	MMORPG		
	曙光计划	MMO		有
	代号魔幻 M	MMO		
	代号女性向古风	MMO		
	代号 3D 版 WTB	MMO		
	代号魔幻 K 计划	MMO		
	代号修仙传	MMO		
	代号 HH	MMO		
	兵人指挥官	SLG		有
	代号 WZ	SLG		
	代号 AOE	策略类		
	代号 YG	策略类		
	代号 WG	策略类		
	代号 MY	策略类		
	代号 PK	策略类		
	代号海岛 SLG	策略类		

	代号 S	策略类		
	代号 DG	策略类		
	空之要塞：启航	卡牌类		有
	代号二次元 ZQ	卡牌类		
	代号三消卡牌	卡牌类		
	代号女性向 CY	女性向	2022Q2/Q3	
	代号 ZH			
	代号森林			
腾讯控股	大航海时代：海上霸主	策略+经营+冒险	2021 年 5 月 26 日开启全平台预约	
	风起三国	卡牌对战类	2021 年 5 月 28 日逐鹿测试	
	西行纪 燃魂	3D 动作手游	2021 年 6 月首次封闭测试	
	新天龙八部	MMO	2021 年 6 月 17 日隐龙首测	
	合金弹头：觉醒	射击类	2021 年 6 月首轮测试	
	延禧攻略之凤凰于飞	女性向	2021 年 7 月 20 日限量删档测试	有
	璀璨星途	卡牌	2021 年 7 月 23 日限量删档测试	有
	重生边缘	轻科幻 PvPvE 战术射击	2021 年 10 月 21 日开启试玩	
	一拳超人正义执行	3D 动作	2021 年 10 月 26 日开启超能测试	有
	艾兰岛	沙盒创作平台		有
	武林闲侠	卡牌	预计 2021 年 11 月下旬	有
	指尖领主	策略类		有
	诺亚之心	开放世界		有
	小猫爱消除	三消类		有
	我们的星球	沙盒		
	重返帝国	SLG		有
	格莉斯的旅程	解谜		有
	地下城与勇士	动作 RPG		有
	健康保卫战	科普、塔防		
	无序次元	roguelike		
	玄中记	MMORPG		有
	手工星球	沙盒		有
	金属对决	格斗		有
	从前有座灵剑山	MMORPG		有
	庆余年	MMORPG		有
	黎明觉醒	末日生存		有
	王者荣耀·世界	MMORPG		
	代号：破晓	动作 RPG		
	暗夜破晓	RPG		有
	宠物小精灵	养成策略 MOBA		
	高能英雄	休闲策略		有
	传奇天下	魔幻风格 RPG		有
心动公司	铃兰之剑	自研+像素战棋 RPG	2021 年 7 月 20 日篝火测试	
	心动小镇	自研+沙盒	2021Q4 篝火测试	
	T3	自研+3v3 多英雄射击 手游		

	Flash Party	自研+平台格斗		
	火炬之光: 无限	自研+暗黑类 ARPG	2021Q4 篝火测试延期	
	旋转音律	节奏	2022Q1 于 taptap 独家上线	
	霓虹深渊: 无限	动作	2022Q1 上线	有
	寻找天堂	互动叙事	已在 taptap 开启独家预约	有
	画中世界	解谜	已在 taptap 开启独家预约	
	传说法师	动作	已在 taptap 开启独家预约	
	模拟农场 20	经营模拟	已在 taptap 开启独家预约	
	萃星物语	RPG		
	逆向坍塌: 面包房行动	策略战棋类		
	雷顿教授与不可思议的小镇	休闲		
	退休模拟器	模拟养成		
	ProjectA	少女风 MMORPG		
	工作细胞: 大作战	二次元, 模拟经营	2021 年 3 月 27 日开启预约	
	绝对演绎	二次元、偶像养成	2021 年 4 月 16 日首测	有
	代号: Onmyoji idol project	二次元、养成	2021 年 5 月发布预告	
	代号·世界	二次元、阴阳师	2021 年 5 月 17 日上线第一季番剧式 互动官网	
	Project IN	二次元、卡牌、RPG	2021 年 5 月 19 日篝火测试	
	《陈情令》手游	卡牌、大热剧 IP	2021 年 5 月 20 日发布角色 PV	
	冰汽时代: 最后的家园	生存经营	2021 年 5 月 20 日公测	
网 易	湮灭效应	二次元、策略战棋	2021 年 5 月 25 日技术性测试	
	战争怒吼	战略	2021 年 5 月 27 日付费测试	有
	代号: ATLAS	末日	2021 年 6 月起源测试	
	超凡先锋	生存夺金类	2021 年 6 月 11 日删档测试	
	星海求生	策略战争	2022Q1, 2021 年 6 月 15 日开启预约	
	未知记录	赛博朋克	2021 年 7 月 23 日首测	
	阴阳师: 妖怪小班	推理派对	2021 年 7 月测试	
	零号任务	2V4 对抗类	2021 年 8 月 19 日限量删档首测	
	逆水寒手游	MMO	2021 年 8 月首测邀请	
	巅峰极速	3A 赛车类	2021 年夏天首测	
	蛋仔派对	休闲竞技	2021 年 9 月 28 日删档测试	有
	伊格效应	日本卡牌、RPG	已开启预约	
	易星球 PlanetONE	开放世界沙盒冒险		
	Vikingard	策略		
	镇魂街:天生为王	ARPG	2022H1	
	代号: DF	休闲卡牌类	2022H1	
	新仙剑奇侠传之挥剑问情	RPG	2022H1	
中 手 游	号令皇城	MMORPG		
	新烈焰皇城	MMORPG		
	代号: 山海	MMORPG	2022H1	
	我的御剑日记	放置卡牌	2022H1	
	全明星激斗	CCG	2022H1	有
	复古传奇	RPG	2022H1	
	亮剑之我的独立团	模拟养成	2022H1	

	新凡人修仙传	卡牌	2022H1	有
	代号：城主天下	卡牌+SLG	2022Q2	
	吞噬星空	CCG	2022H2	
	画江湖之杯莫停	MMORPG	2022H2	
	龙珠 2		2022H2	
	奥特曼：集结		2022H2	有
	三国志曹操传	策略	2022H2，3 月台服已上线	
	修真聊天群		2022H2	
	代号：EM	3D 非对称竞技类	2022 年	
	代号：世界	开放世界 RPG	2023 年	
吉比特	石油大亨	模拟经营	2021 年 3 月 10 日删档付费测试	有
	不朽家族	放置经营	2021 年 3 月 25 日第二次原型测试	
	精灵魔塔	放置	2021 年 9 月 24 日开启删档测试	有
宝通科技	WST	-	2021 年 5-6 月规模化推广	
	幻象回忆	卡牌	2021 年 6 月二测延期	
	终末阵线：伊诺贝塔	二次元角色扮演	2021 年 10 月 12 日不计费删档测试	有
	JS	-	2022 年	
	SG	-	2022 年	
	D3	SLG		
	龙之怒吼	MMORPG	-	
	T13	-	-	
	FZFS	-	-	
	DK	-	-	
	伊苏	ARPG	-	
	WLY	-	-	

数据来源：公司公告，TapTap，国泰君安证券研究

9.2. 对比海外游戏公司，A+H 游戏公司处于低位估值

A+H 游戏板块估值处于低位，当前位置配置性价比高。目前游戏板块 2021PE 和 2022PE（Wind 一致预期）中位数分别为 16.1X 和 15.5X，而 2021PE 和 2022PE 预计归母净利润增速为 7%和 23%，我们认为估值已充分反映市场悲观预期，估值继续下行空间不大。当前游戏板块估值处于低位，国内游戏市场仍保持较高增速，各大厂商加大海外布局打开增长空间，叠加上游内容方话语权加强，版号供给侧改革龙头受益，字节入局游戏重塑产业链价值分配，未来 5G 云游戏催化，当前位置配置性价比较高。

表 26：A+H 游戏板块估值处于低位，充分反应市场悲观预期（更新至 2021 年 11 月 17 日）

公司代码	公司名称	PE			市值	净利润增速	净利润增速
		PE-TTM	2021PE	2022PE	(亿元)	2021E	2022E
002555.SZ	三七互娱	27.87	23.12	18.58	619.23	-2.98	24.42
002602.SZ	世纪华通	18.30	-	-	590.99	-	-
002624.SZ	完美世界	74.61	27.76	16.97	404.29	-5.74	63.59
603444.SH	吉比特	19.74	18.22	15.74	287.72	50.96	15.72

002558.SZ	巨人网络	21.45	19.63	15.27	228.55	13.17	28.52
300418.SZ	昆仑万维	9.50	17.18	14.87	290.97	-66.07	15.55
600373.SH	中文传媒	6.97	7.47	6.40	156.65	16.14	16.74
002174.SZ	游族网络	-35.50	-	-	139.76	-	-
300315.SZ	掌趣科技	159.83	-	-	123.26	-	-
300031.SZ	宝通科技	27.10	23.79	19.15	123.00	18.41	24.24
002425.SZ	凯撒文化	36.62	15.03	10.33	78.83	325.16	45.58
002605.SZ	姚记科技	13.14	9.69	8.11	74.75	-29.46	19.47
603258.SH	电魂网络	20.13	18.98	16.64	74.51	-0.56	14.08
300299.SZ	富春股份	132.43	-	-	38.50	-	-
0700.HK	腾讯控股	21.51	25.06	22.52	48,839.24	0.08	11.26
9999.HK	网易	41.85	32.47	27.27	6,098.28	27.81	19.08
0799.HK	IGG	5.75	9.78	8.90	94.40	-54.15	9.95
9990.HK	祖龙	-144.29	-304.07	16.42	99.98	96.44	1,951.85
0302.HK	中手游	10.19	8.26	6.77	98.82	40.07	21.94
2100.HK	百奥	11.32	7.76	5.43	23.00	-11.28	42.86
6820.HK	友谊时光	4.78	7.93	5.89	27.04	-44.38	34.46
1119.HK	创梦天地	-10.44	-395.83	27.95	81.81	96.14	1,511.50
	中位数	20.79	16.11	15.51	123.13	6.63	23.09

数据来源：Wind，国泰君安证券研究（PE，净利润增速为 Wind 一致预期）

海外龙头游戏公司主要集中于美国及日韩,估值中位数为 24X。海外龙头游戏公司主要集中于美国、韩国、日本等国家，公司大都从主机游戏起家，经过多年的运营和发展，形成稳定的自研发行能力和业绩表现。随着智能手机渗透率的提升，动视暴雪、艺电等主机游戏公司进军移动游戏领域，推动公司净利润进一步增长和估值溢价。

图 121：海外龙头游戏公司主要集中于美国及日韩，估值中位数为 23X（更新至 2021 年 11 月 17 日）

公司代码	公司名称	国家	PE	游戏业务营收 (亿元)				游戏业务营收增速%		
			LYR	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2018	2019	2020
ATVI.O	动视暴雪(ACTIVISION BLIZZARD)	美国	22.30	458.5	514.7	452.7	527.6	12.26%	-12.06%	16.55%
ZNGA.O	ZYNGA	美国	-17.79	56.28	62.26	92.20	128.85	10.62%	48.08%	39.75%
7832.T	BANDAI NAMCO HOLDINGS	日本	31.34	400.65	445.76	474.53	428.75	11.26%	6.46%	-9.65%
251270.KS	NETMARBLE	韩国	31.79	148.13	123.80	126.10	143.82	-16.42%	1.86%	14.05%
PLTK.O	PLAYTIKA	以色列	90.87	75.20	102.31	131.68	154.74	36.06%	28.71%	17.51%
SONY.N	索尼	日本	14.35	1,019.00	1,091.70	1,406.60	1,258.30	7.13%	28.84%	-10.54%
9684.T	SQUARE ENIX HOLDINGS	日本	40.28	147.90	148.28	170.76	154.28	0.26%	15.16%	-9.65%
ALLAX	ARISTOCRAT LEISURE	澳大利亚	22.06	127.88	176.09	210.99	201.27	37.70%	19.82%	-4.61%
036570.KS	NCSOFT CORPORATION	韩国	25.33	107.44	105.05	98.46	139.85	-2.22%	-6.27%	42.03%
RBLX.N	ROBLOX	美国	-279.27		22.30	35.47	60.28		59.03%	69.97%
7974.T	任天堂	日本	23.94	623.55	730.74	710.97	774.90	17.19%	-2.71%	8.99%
EA.O	艺电(ELECTRONIC ARTS)	美国	12.78	323.84	333.31	392.30	356.08	2.92%	17.70%	-9.23%
TTWO.O	TAKE-TWO互动软件	美国	50.17	112.74	179.68	218.86	198.65	59.37%	21.81%	-9.23%
KNM.L	KONAMI	日本	25.21	141.46	159.81	172.26	155.63	12.97%	7.79%	-9.65%
2121.T	MIXI	日本	7.33	111.69	111.98	73.52	70.66	0.26%	-34.35%	-3.89%
4751.T	CYBERAGENT	日本	138.74	219.43	254.66	298.02	308.34	16.06%	17.02%	3.46%
3659.T	NEXON	日本	35.12	135.98	157.02	159.28	185.30	15.47%	1.44%	16.33%
3765.T	GUNGHO ONLINE ENTERTAINMENT	日本	14.74	53.43	54.54	64.98	62.50	2.08%	19.13%	-3.81%
SE.N	SEA	新加坡	-104.82	56.78	56.76	70.73	128.60	-0.04%	24.62%	81.82%
	估值中位数		23.94							

公司代码	公司名称	国家	归母净利润 (亿元)				归母净利润率%			市值 (亿元)
			2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2018	2019	2020	
ATVI.O	动视暴雪	美国	17.84	124.43	104.85	143.35	24.17%	23.16%	27.17%	3197.05
ZNGA.O	ZYNGA	美国	1.74	1.06	2.92	-28.02	1.70%	3.17%	-21.74%	498.47
7832.T	BANDAI NAMCO HOLDINGS	日本	31.96	38.58	37.80	37.09	8.65%	7.96%	8.65%	1162.33
251270.KS	NETMARBLE	韩国	18.93	11.61	9.83	19.57	9.38%	7.79%	13.60%	622.08
PLTK.O	PLAYTIKA	以色列	16.82	23.20	20.15	6.01	22.67%	15.31%	3.88%	546.06
SONY.N	索尼	日本	289.89	557.71	381.59	697.84	10.57%	7.05%	13.02%	10016.14
9684.T	SQUARE ENIX HOLDINGS	日本	15.25	15.30	13.99	11.48	10.32%	8.19%	7.44%	462.29
ALLAX	ARISTOCRAT LEISURE	澳大利亚	25.80	26.92	33.53	66.99	15.29%	15.89%	33.29%	1478.00
036570.KS	NCSOFT CORPORATION	韩国	26.94	25.61	20.79	33.95	24.38%	21.11%	24.28%	859.98
RBLX.N	ROBLOX	美国		-6.04	-4.95	-16.52	-27.10%	-13.96%	-27.41%	4614.88
7974.T	任天堂	日本	82.45	118.09	115.22	153.19	16.16%	16.21%	19.77%	3666.82
EA.O	艺电	美国	65.58	68.61	215.32	195.44	20.59%	54.89%	54.89%	2497.76
TTWO.O	TAKE-TWO互动软件	美国	10.90	22.48	28.66	26.01	12.51%	13.09%	13.09%	1305.08
KNM.L	KONAMI	日本	18.02	20.81	13.04	20.25	13.02%	7.57%	13.01%	510.51
2121.T	MIXI	日本	24.68	24.75	7.03	13.63	22.10%	9.56%	19.29%	99.95
4751.T	CYBERAGENT	日本	2.38	2.94	1.11	4.26	1.16%	0.37%	1.38%	590.67
3659.T	NEXON	日本	32.85	66.63	74.12	35.55	42.44%	46.54%	19.19%	1248.63
3765.T	GUNGHO ONLINE ENTERTAINMENT	日本	12.96	15.79	11.63	10.35	28.95%	17.90%	16.56%	152.53
SE.N	SEA	新加坡	-87.26	-65.96	-102.05	-105.58	#####	-67.24%	-36.98%	11066.14

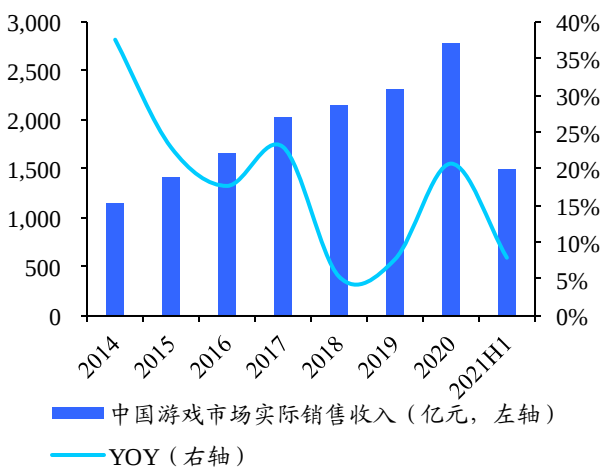
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

9.3. 景气度回升, 需求侧表现相对稳健

游戏板块景气度持续回升, 2021H1 游戏市场收入同比增长 7.89%。2010-2017 年, 我国游戏市场规模持续高增, 复合增长率为 29%, 2018 年后我国游戏市场整体收入增速开始放缓。2019 年中国游戏市场实际销售收入 2308 亿元, 同比增长 7.7%。2020 年游戏市场实际销售收入 2787 亿元, 同比增长 21%; 2021H1 游戏市场实际销售收入为 1505 亿元, 同比增长 7.89%, 在去年疫情高基数情况, 景气度相对稳健。

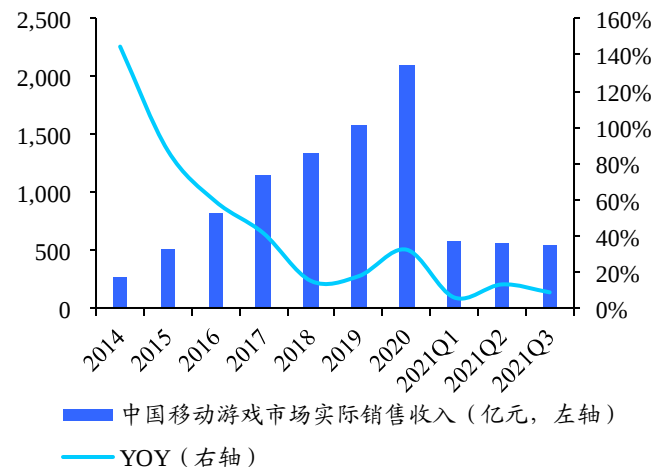
移动游戏景气度表现稳健, 2021H1 手游市场同比增长 9.65%。随着游戏市场的回暖, 游戏市场竞争更加激烈, 移动游戏成为主要增长引擎。2020 年中国移动游戏市场实际销售收入 2097 亿元, 同比增长 33%; 2021H1 移动游戏市场实际销售收入为 1148 亿元, 同比增长 9.65%, 增速高于游戏市场整体增速。

图 122: 中国游戏市场规模增长稳定



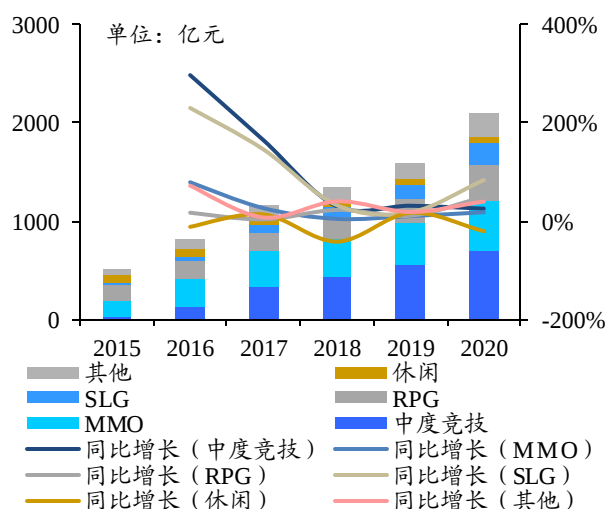
数据来源: 游戏工委, 国泰君安证券研究

图 123: 中国手游市场规增速相对较高



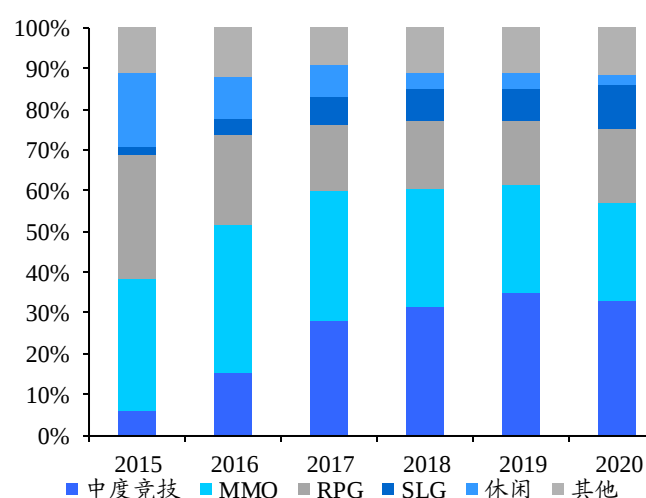
数据来源: 游戏工委, 国泰君安证券研究

图 124: 国内游戏各细分品类规模均有所扩大



数据来源：游戏工委，国泰君安证券研究

图 125: 中度竞技和 SLG 在游戏市场中的份额增长较显著



数据来源：游戏工委，国泰君安证券研究

9.4. 行业监管聚焦未成年人保护, 氪金监管对主要公司影响相对可控

行业监管聚焦未成年人保护, 监管政策边际趋严概率不高。梳理 16 年以来行业监管政策可以发现, 整体来看政策持续围绕未成年人保护、引领文化以及产品精品化。中宣部出版局副局长杨芳 7 月 29 日在 2021 China Joy 发表致辞, 致辞除了提出进一步增强文化自觉、坚持精品化战略外表示要坚决保护青少年健康成长, 下一步要将防沉迷作为重中之重。国家新闻出版署 2021 年 8 月下发了《关于进一步严格管理切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》, 严格限制向未成年人提供网络游戏服务的时间, 规定所有网络游戏企业仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日 20 时至 21 时向未成年人提供 1 小时网络游戏服务; 严格落实网络游戏用户账号实名注册和登录要求。

表 27: 2018-2021 年行业重点事件及政策梳理

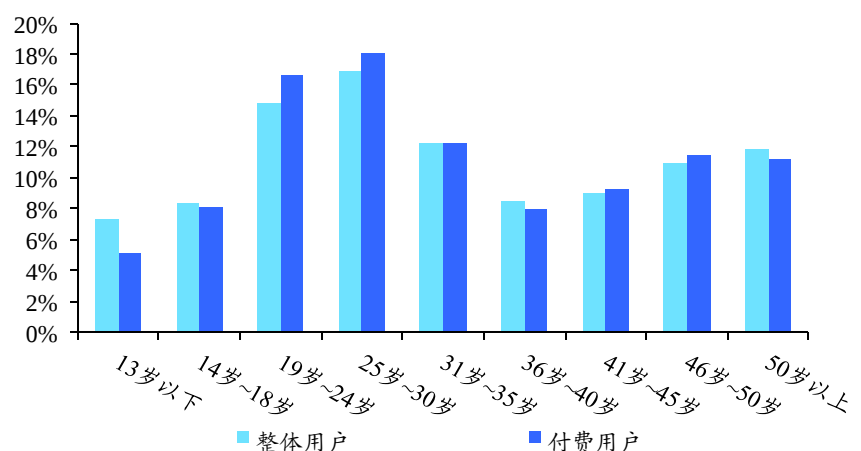
时间	事件
2016 年 2 月	广电总局与工信部下发《网络出版服务管理规定》, 要求从事网络出版服务, 必须依法经过出版行政主管部门批准, 取得《网络出版服务许可证》; 网络游戏上网出版前, 必须向所在地省、自治区、直辖市出版行政主管部门提出申请, 经审核同意后, 报国家新闻出版广电总局审批。
2016 年 6 月	国家新闻出版广电总局下发《关于移动游戏出版服务管理的通知》, 要求游戏出版服务单位负责移动游戏内容审核、出版申报及游戏出版物号申领工作; 游戏出版服务单位需按照规定程序向省级出版行政主管部门提出申请, 并由国家新闻出版广电总局批复; 未经国家新闻出版广电总局批准的移动游戏, 不得上网出版运营。
2018 年 3 月	由于监管部门调整, 版号无法核发, 游戏审批暂停。
2018 年 8 月	《综合防控儿童青少年近视实施方案》指出需要实施网络游戏总量调控, 控制新增网络游戏上网运营数量, 探索符合国情的适龄提示制度, 采取措施限制未成年人使用时间。
2018 年 12 月	版号审批恢复

2019 年 10 月	《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》：严格控制未成年人使用网络游戏时段、时长；规范向未成年人提供付费服务；探索实施适龄提示制度；积极引导家长、学习等社会各界力量履行未成年人监护守护责任。
2019 年 11 月	国家新闻出版署下发《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》，严格控制未成年人使用网络游戏时段、时长；规范向未成年人提供付费服务；探索实施适龄提示制度；积极引导家长、学习等社会各界力量履行未成年人监护守护责任。
2019 年 12 月	2019 年中国游戏产业年会指出国家新闻出版署正抓紧建设统一实名验证平台，为游戏企业做好防沉迷工作提供必要条件。
2020 年 12 月	2020 年中国游戏产业年会强调“防沉迷”是游戏行业落实社会责任的集中体现，是游戏管理工作的头等大事。国家层面实名验证系统已基本建成 2021 年《游戏审查评分细则》，从“观念导向”、“原创细则”、“制作品质”、“文化内涵”、“开发程度”对游戏评分，强调精品化导向。低分游戏无法进入版号排队流程。
2021 年 5 月	《儿童青少年近视防控光明行动工作方案》：将探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间；将开展网络游戏消费教育，将防止未成年人沉迷网络游戏作为消费教育重点。
2021 年 7 月	中宣部出版局副局长杨芳在 ChinaJoy 致辞中指出未来游戏行业要进一步增强文化自觉，坚持精品意识，增强国际化意识，增强安全意识（抓好防沉迷工作，保护青少年健康成长）。
2021 年 8 月	国家新闻出版署下发《关于进一步严格管理切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》，严格限制向未成年人提供网络游戏服务的时间，所有网络游戏企业仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日 20 时至 21 时向未成年人提供 1 小时网络游戏服务；严格落实网络游戏用户账号实名注册和登录要求。
2021 年 10 月	教育部等六部门下发《关于进一步加强预防中小学生沉迷网络游戏管理工作的通知》：严格执行网络游戏前置审批制度，避免中小学生接触不适宜的游戏或者游戏功能，将未成年人用户纳入统一的网络游戏防沉迷管理，严格校内教育管理。

数据来源：教育部，文化部，国家新闻出版署，国泰君安证券研究

整体来看，未成年人用户数量占比较低。根据 Quest Mobile, 2021 年 6 月手游用户中未成年人占比 15.7%，付费用户中未成年人占比 13.2%。未成年人限制会对用户活跃度有一定程度的影响，不过从用户占比来看影响较为有限。

图 126：2021 年 6 月手游 APP 用户画像



数据来源：QuestMobile，国泰君安证券研究

多家公司首次披露未成年人流水占比低,监管政策对上市公司收入影响较小。根据各公司公开发布的数据，吉比特、心动公司、创梦天地等公

司未成年人收入占比不足 1%，中手游、凯撒文化、姚记科技、游族网络等公司低于 0.1%。此外，完美世界在公告中强调旗下产品未成年人收入在总收入中占比极低。

表 28：部分上市公司未成年人流水占比

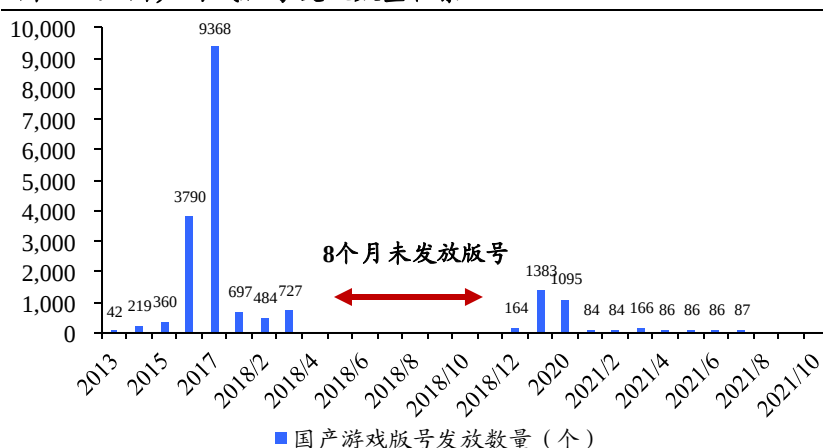
游戏公司	流水占比
腾讯控股	据 2021 年 Q2 财报，16 周岁以下玩家流水占比 2.6%，12 周岁以下玩家流水占比 0.3%
三七互娱	国内未成年人充值流水占比 < 万分之五
中手游	2021H1，公司来源于未成年人的收入占游戏收入的比例为 0.026%。
网易	未成年人游戏流水占比 < 1%
世纪华通	盛趣游戏自营平台 18 岁以下注册用户占比 0.9%，充值总额占比 0.009%
吉比特	雷霆游戏平台 2021 年 7 月 30 日至 8 月 29 日，未成年人充值金额占雷霆游戏平台总充值金额的 0.14%
创梦天地	2021H1，公司来源于未成年人的收入占游戏收入的比例为 0.18%
游族网络	中国大陆地区未成年用户仅贡献国内市场的游戏总流水的 0.055%，其中 16 岁以下未成年用户仅贡献国内市场的游戏总流水的 0.016%

数据来源：各公司公告，国泰君安证券研究

2021 年 8 月之后 3 个月版号未下发主要因素在于政策对未成年人保护的聚焦。8 月 31 日，国家新闻出版署出台了相对严格的未成年人防沉迷通知，目前出现了三个月停发版号的情况，市场对于版号出现持续停发情况有一定担忧，我们认为版号暂停主要系新版号游戏的未成年人保护系统需要更加完善，对 8 月底未成年人防沉迷政策进行相应，我们预计版号有望于 2021 年下发。

2021 年上半年版号释放趋于稳定。2018 年 4 月版号停发之前 2017 年 1 月至 2018 年 3 月的 15 个月中，平均单月版号获批数量为 754 个。重启版号之后，2018 年 12 月至 2019 年 3 月的四个月中，平均单月版号获批数量为 240 个，版号获批数量减少了 68.2%，2020 年平均每月版号获批数量约为 99 个。2021 年版号释放趋于平稳，除 3 月释放的 166 个版号数量较多外，单月释放版号整体保持在 85 个左右。从年度看，自 19 年版号发放恢复正常以来，年度版号发放数量平稳，2019-2020 年均保持在 1200 个左右。

图 127：国产游戏版号发放数量收紧



数据来源：广电总局，国泰君安证券研究

行业监管聚焦未成年人保护,我们认为监管政策已在下半程,边际趋严概率不高。2021 年 10 月教育部等六部门下发防沉迷通知,我们认为目前政策监管边际增量已经不多,未来边际继续趋严概率不高。

政策出手管控游戏氪金,游戏生态持续改善。2021 年 9 月,中青、版署约谈游戏企业,强调杜绝“唯金钱论”。十五天后,第二届北京国际游戏创新大会举办,会议明确提出管控“氪金”行为,并为此开办网络游戏内容管理培训班。同一月内监管方两次出手,数次强调应强化氪金管控,引导游戏生态不断向好。

禁止过度消费,概率型玩法规则迎来新变化。从玩法设置上,现有规则为设置游戏“保底”机制,预计未来监管方对游戏公司概率型玩法的概率规则、保底次数、概率明细等方面的公示要求会更加严格;从用户体验上,现有规则中氪金用户游戏体验上大幅提升的情况可能存在会削弱,氪金用户与非氪用户之间游戏体验的差距存在缩小的可能性。

二次元抽卡养成游戏或成重点监管对象。根据 Quest Mobile 数据显示,2020 年我国二次元手游用户中 60%以上为 30 岁以下的年轻人,其中未成年人占比超过 10%,比重相对较高。概率型玩法受监督,其中特别是未成年人占比较重的、以抽卡为代表的二次元游戏或将成为未来监管重点把控对象。二次元抽卡养成需要大量时间,每周三小时的游戏时间限制导致未成年人无法每日参与,充值限制又使得未成年人无法大量氪金实现抽卡养成,此类游戏流水可能受到一定影响。

概率类氪金占比较重,氪金监管对主要游戏公司影响相对可控。我们分析了腾讯、网易、完美世界、三七互娱、吉比特这五家公司的游戏氪金情况,发现概率型玩法流水占比相对更高,但监管重点的抽卡及二次元玩法的流水占比相对较小。因此我们认为,氪金监管对主要游戏公司影响相对可控。

表 29: 腾讯: 限制概率类氪金对主要游戏流水影响较大,无二次元抽卡玩法

腾讯	王者荣耀		和平精英	火影忍者		
氪金点	皮肤、英雄、铭文		军需、皮肤、抽奖转盘	忍者、战力充值		
氪金方式	直充, 1 元=10 钻		10 元宝/RMB	直充		
具体氪金点	英雄	全英雄 100+个, 直接购买约花费 4600 元	军需	绝大多数军需约花费 1200+元	直购忍者	直购集齐所有忍者约花费 20.4 万元
	皮肤	皮肤数量 350+个, 直购皮肤约花费 1.3 万元	转盘活动	保底转盘抽满十几轮必得全套, 全套价格最高不超过 1000 元		
	铭文	直接购买全铭文套装约花费 1.75 万元			抽取忍者	每个 S 忍者约花费 4500 元, 一个满星 S 忍者约花费 1.8 万元, 目前游戏内共有 26 个 S 忍者, 全部满星约花费 47 万元
	荣耀水晶	保底 361 次抽中, 一次保底约花费 2000 元, 全品类 9 个约花费 1.8 万元	扭蛋活动	氪金量最大的概率类消费, 保底约花费 4000 元		

氪金情况	重氪玩家是极少数。据测算， <u>概率类消费占游戏总流水比例应在2%以下</u>	重氪玩家的概率类氪金点消费占比较大	概率类消费占比较重， <u>仅考虑高招活动充值的前提下活动期（6周）内概率类流水占比达15%</u>
结论	限制概率类消费对流水影响不大，主要氪金点仍为购买英雄及皮肤	非常多概率类氪金点，限制概率类消费对流水影响较大	限制概率类氪金点对游戏流水会影响较大

数据来源：公司游戏，国泰君安证券研究（标红文字为概率类氪金点）

表 30：网易：限制概率类氪金对主要游戏流水影响较大，二次元抽卡玩法有一定比重

网易	梦幻西游	大话西游	阴阳师	率土之滨
氪金点	宠物、装备、法宝、外观	宠物、外观、装备	式神、皮肤	武将、武将洗点、快速建造和快速回城
氪金方式	1元=10仙玉，仙玉兑换金币和银币；1金币=0.01仙玉，可用于交易；1银币=0.01仙玉，用于提升基础属性	与梦幻西游类似	直充	直充
具体氪金点	金币换算 每个账号单日最多兑换2000元的金币	金币换算 与梦幻西游类似	式神召唤 勾玉召唤需花费20元/次，神秘召唤约花费15-20元/次	武将 共36名，全部获得需6120元
	宠物洗练 普通宠物洗练1元/次，变异宠物洗练3元/次，稀有宠物12元/次	宠物洗练 洗练需要购金柳露（0.5元/瓶）	式神召唤概率公示 神秘的符咒、勾玉、现世符咒：R79%,SR20%,SSR1%	武将洗点 2元/次，每周一次免费机会
	钥匙 金钥匙约30元/个，银钥匙约6元/个（各限购300个）	外观 30件时装，约300-600元/件；25件神秀，约100-700元/件	皮肤 总计200+个，全部购买约花费2w元	
氪金情况	重氪玩家的概率类氪金点消费占比较大	重氪玩家的概率类氪金点消费占比较大	重氪玩家的概率类氪金点消费占比较大	-
结论	非常多概率类氪金点，限制概率类消费对流水影响较大	非常多概率类氪金点，限制概率类消费对流水影响较大	非常多概率类氪金点，限制概率类消费对流水影响较大	率土之滨中概率类氪金点不多，限制该类氪金点后对流水影响不大

数据来源：公司游戏，国泰君安证券研究（标红文字为概率类氪金点）

表 31：完美世界：限制概率类氪金对主要游戏流水影响较大，无二次元抽卡玩法

完美世界	梦幻新诛仙	新笑傲江湖	诛仙
氪金点	仙友、灵兽、装备	装备、侠客、宠物	元宝、装备
氪金方式	直充、30元月卡、88元成长基金、45元战令	10元宝/RMB	90元月卡，1元/6元/12元礼包，直充
具体氪金点	最顶级的红色仙友通过寻访获得，单个需990元；红色仙友满星需15个，估算红色仙友总花费约6万元	装备提升战力 绝学修为丹提升1.32战力/元宝；炎铁提升1.85战力/元宝；铸魂石提升1.88战力/元宝，奇经玲珑匣提升1.68	概率类活动 灌注、雕琢、炼灵、元婴归劫、福袋、每日抽奖、仙缘秘藏、天灯

战力/元宝			
灵兽 升级	学习中 3%概率灵兽技能数可由 4 提高至 5；可交易灵兽，最顶级的灵兽需花费约 1000 元/只	宠物	顶级宠物需花费约 2000 元才能获取
	6 个部位需要装备，装备直接购买约花费 600-3000 元；顶级红色品质装备打造成功概率为 10%，装备特技获得概率 12%，装备特效获得概率 3%		时装约 100 元/套、金币福袋约 500 元/个、道玄福袋约 2000 元/个，灌注符约 2000 元/个，宝石约 600 元/个，炼器约 500 元/个
装备系统		侠客	重氪玩家抽满侠客消费极大
氪金情况	重氪玩家概率类氪金点消费占比较大	重氪玩家概率类氪金点消费占比较大	中氪或重氪玩家居多，累计充值 3000-10000 元
结论	非常多概率类氪金点，限制概率类消费对流水影响较大	非常多概率类氪金点，限制概率类消费对流水影响较大	主要玩家的付费点中概率类氪金点占比很重，非常多概率类氪金点，限制概率类消费对流水影响较大

数据来源：公司游戏，国泰君安证券研究（标红文字为概率类氪金点）

表 32：三七互娱：限制概率类氪金对主要游戏流水有一定影响，二次元抽卡玩法有一定比重

三七互娱	斗罗大陆：魂师对决	云上城之歌	一刀传世
氪金点	魂师、装备、体力值	宠物、符文、道具	元宝、装备
氪金方式	6 元每日礼包、30 元/68 元月卡、88 元通行证、168 元觉醒礼包	直充，充值 30 元可以参与 1 次抽奖	90 元月卡，1 元/6 元/12 元礼包，直充，拍卖行拍卖
具体氪金点	魂师 使用钻石或道具买抽卡次数，概率为 R-88.02%，SR-9.96%，SSR-2.02%；心愿觉醒：每次道具约 11 元/个	宠物 获得五星宠物概率为 5%，保底花费 600 元	装备 抽奖获得，概率：红色：2.46%，橙色：10.01%，紫色：87.53%
	体力 体力仅可以通过购买获得；前期体力严重不足，通过氪金快速获得体力	符文 氪金获得符文和道具更优质	
	装备 魂器素材不足时需要购买	道具	
氪金情况	中氪玩家（消费在 1000 元左右）最多	重氪玩家居多	中氪及重氪玩家居多，后期不氪金战斗困难
结论	由于斗罗大陆限制道具交易，氪金点主要为抽卡抽到 SSR 及装备升级，这款游戏在阵容搭配上非常依赖三个最优质的 SSR，因此限制概率类氪金会对游戏流水产生很大影响	概率类氪金占比不大，限制概率类氪金对游戏产生影响不大	概率类氪金占比不大，限制概率类氪金对游戏产生影响不大

数据来源：公司游戏，国泰君安证券研究（标红文字为概率类氪金点）

表 33：吉比特：限制概率类氪金对主要游戏流水影响较大，无二次元抽卡玩法

吉比特	一念逍遥	问道
氪金点	拍卖、造化至宝、仙尊会员	神兽、神兽珠
氪金方式	30 元月卡、88 元季卡、每日特惠、节日限定礼包、拍卖	直充，充值 30 元可以参与 1 次抽奖

具体氪金点	拍卖	1元=10天命，拍卖会物品只能用天命购买	神兽	30元/次参与抽奖；充值100RMB抽到神兽概率为0.5%，充值300元概率为1%，充值500元概率为5%
	造化至宝	消耗造化图（约30元/个），概率为0.25%，造化值满5000点必出造化至宝，抽一次增加10点造化值，充值1元增加1点造化值， 充值3750元+125抽或直接充值5000元可获得1件造化至宝	神兽珠	50颗神兽珠必出1个神兽，神兽珠由帮贡兑换，价格不定，1万元-30万元帮贡之间波动；充值抽奖有机会会掉落神兽珠，但是概率不确定
	仙尊会员	充值5万元成为仙尊会员，每月送800机缘		
	氪金情况	中氪及重氪玩家居多		重氪玩家居多
结论	限制概率类消费会对游戏流水产生很大影响		限制概率类氪金会对游戏流水产生很大影响	

数据来源：公司游戏，国泰君安证券研究（标红文字为概率类氪金点）

市场预期相对充分,看好上市公司持续盈利能力。政策落地对各上市公司游戏收入影响相对可控，各大游戏公司面对政策监管亦早有准备。从长期来看，政策监督会适当降低市场对行业盈利预期。而当前市场正逐步淡化政策所带来市场情绪恐慌的影响，游戏板块仍有较大上涨空间。

9.5. 买量市场相对成熟，投放趋于精细化，成本有望稳定

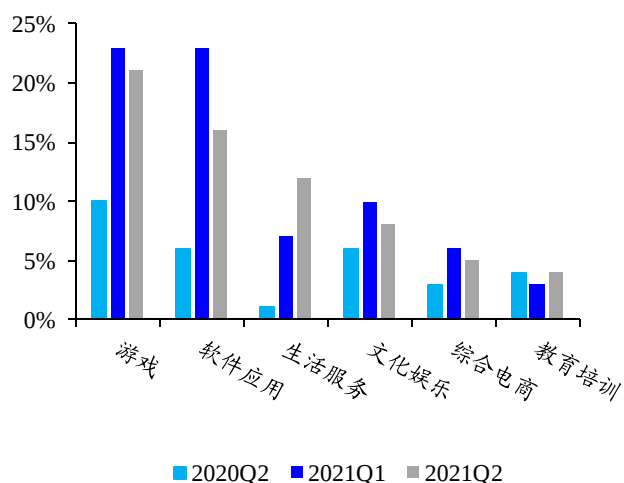
巨量引擎和腾讯广告的入局,投放趋于精细化。据 DataEye, 2019 年至今，巨量引擎与腾讯广告两家公司所牢牢占据整个市场中投放素材总量前十的位置。买量行为已经从个别厂商的商业策略，逐渐发展成全行业的共识。游戏厂商的投放门槛降低，在投放内容上亦专注于游戏买量营销的精细化,传统买量的粗放式投放正在被内容为王的创意式投放取代。

表 34：投放素材占比 TOP10 的公司（2019.01.01~2021.10.15）

排名	公司名称	投放素材数
1	福州来玩互娱网络科技有限公司	489677
2	北京巨量引擎网络技术有限公司	355907
3	北京华艺汇龙网络科技有限公司	346142
4	福建棋乐网络科技有限公司	271036
5	广西无及网络科技有限公司	238547
6	福建瑞趣创享网络科技有限公司	228132
7	北京展心展力信息科技有限公司	209070
8	北京龙威互动科技有限公司	200184
9	深圳市腾讯计算机系统有限公司	188297
10	江苏腾奕网络技术有限公司	164780

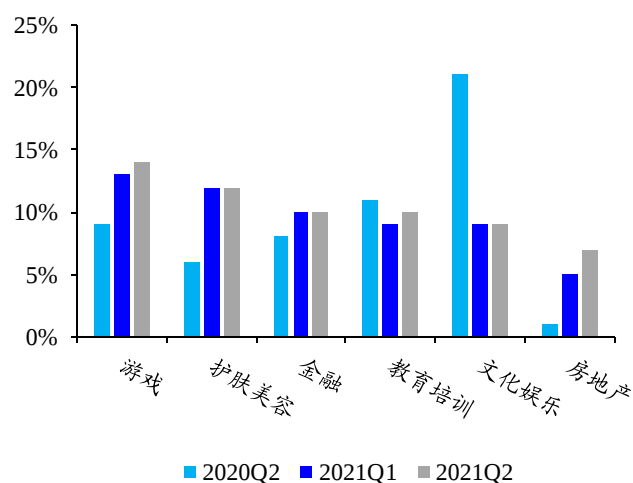
数据来源：DataEye，国泰君安证券研究

图 128: 2021H1 巨量引擎的广告投放情况



数据来源: App Growing, 国泰君安证券研究

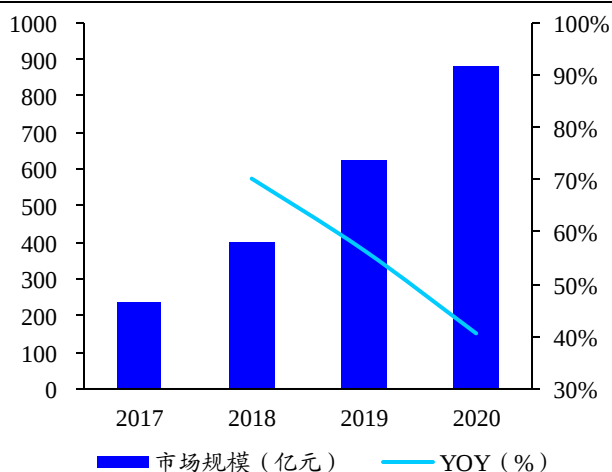
图 129: 2021H1 腾讯广告的广告投放情况



数据来源: APP Growing, 国泰君安证券研究

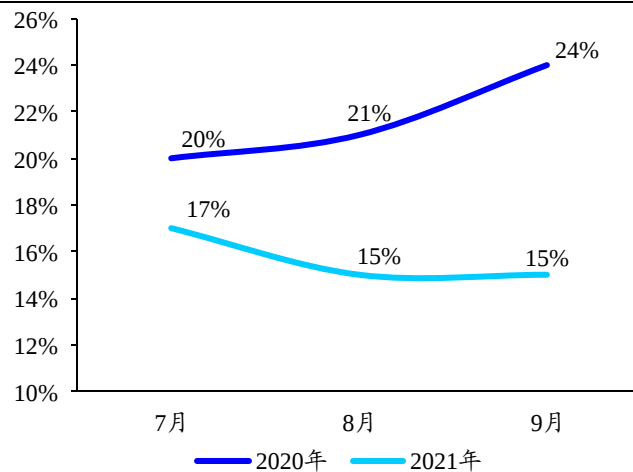
经历“爆发-增长-稳定”三步曲, 买量市场进入相对成熟阶段。纵向对比, 2018-2021 年间, 买量市场规模逐年递增, 但增速下滑明显。与此同时, 买量手游产品新增率与去年同期大幅降低。因此, 我们认为, 买量市场增速将会逐年减小, 告别发展红利后, 买量市场正在走向稳定、成熟。

图 130: 2017-2020 年买量市场规模与增速, 增速逐年放缓



数据来源: 易观分析, 国泰君安证券研究

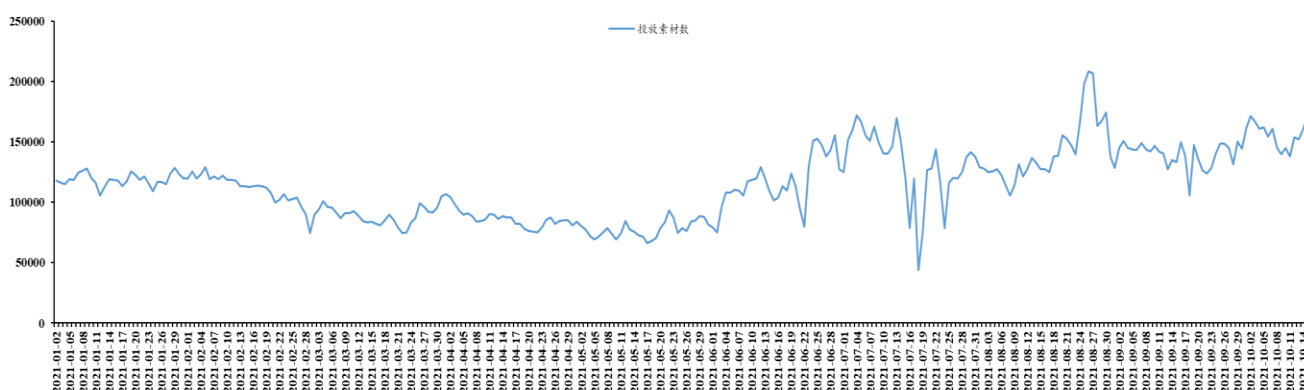
图 131: 2020-2021 年 Q3 买量手游产品新增率对比, 新游买量下滑明显



数据来源: 热云数据, 国泰君安证券研究

2021 年游戏买量市场保持相对稳定。游戏买量素材数在 2019 年初至 2020 年底呈现相对快速的集中式上升, 在 2021 年上半年内保持相对稳定。据 DataEye 数据显示, 2021H1, 买量市场投放热度稳定; 2021 年 7 月, 投放总素材数曾出现断崖式下跌。纵观全年, 游戏买量整体投放素材数与游戏买量市场热度都保持相对稳定。

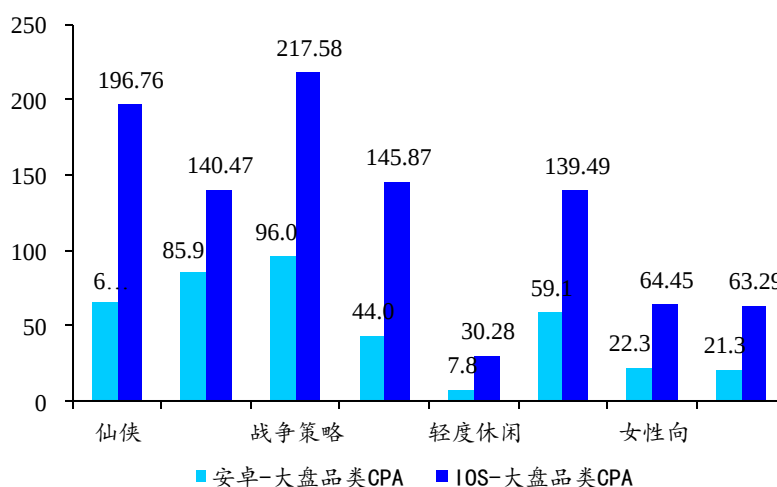
图 132: 投放总素材数 2021H1 内相对稳定 (2021.01.01~2021.10.15)



数据来源: Dataeye, 国泰君安证券研究

投放数逐年增长推高买量成本, 买量价格目前相对稳定。买量市场发展初期, 大量厂商涌入, 产品在市场内快速加量, 催生买量单价节节攀升; 但当目前买量市场走向稳定化、常态化发展时, 买量行为成为游戏厂商标配, 买量行业也告别初期发展红利, 精细化发展成为必然, 买量价格也逐渐回归理性, 目前买量价格相对稳定。

图 133: 2021Q1 大盘品类 CPA, 部分细分品类买量成本仍处于高位

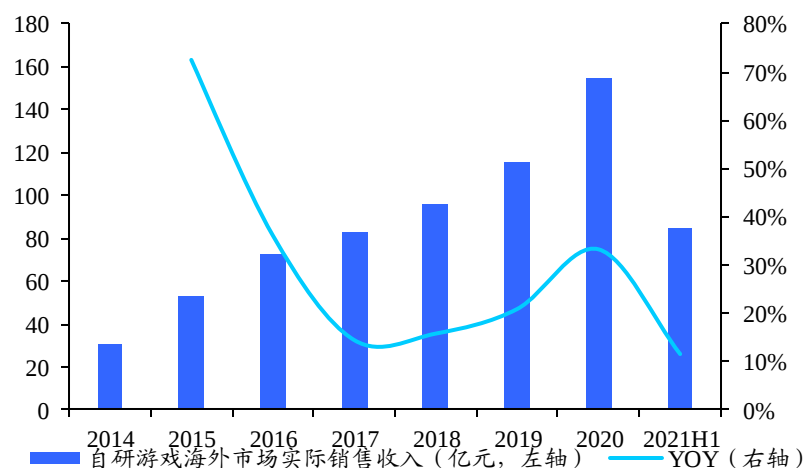


数据来源: QuestMobile, 国泰君安证券研究

9.6. 游戏出海市场前景广阔, 出海表现可圈可点

游戏出海业务蓬勃发展, 2021H1 出海市场规模同比增长 12%。2018 年至 2021 年间, 中国移动游戏海外市场持续高速增长发展。据 AppAnnie 统计, 2020 年中国移动游戏出海保持强劲态势, 中国厂商在海外游戏市场的收入份额稳定扩张至 22%, 比 2019 年全年份额占比的 19% 提高了 3 个百分点。据前瞻产业研究院, 2021 年上半年, 我国自主研发游戏出海持续高增长, 实际销售收入 84.68 亿元, 同比增长 11.58%。在海外市场扩大和收入提高的双丰收局面下, 国产游戏“走出去”已成大势。

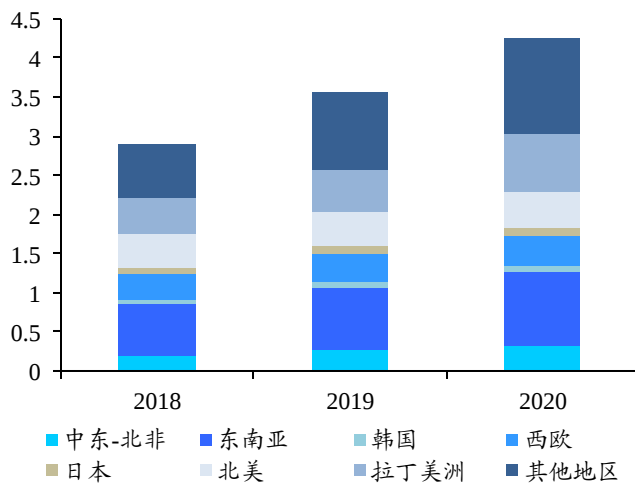
图 134: 中国自主研发海外游戏市场收入保持高增长趋势



数据来源: 中国音数协游戏工委, 国泰君安证券研究

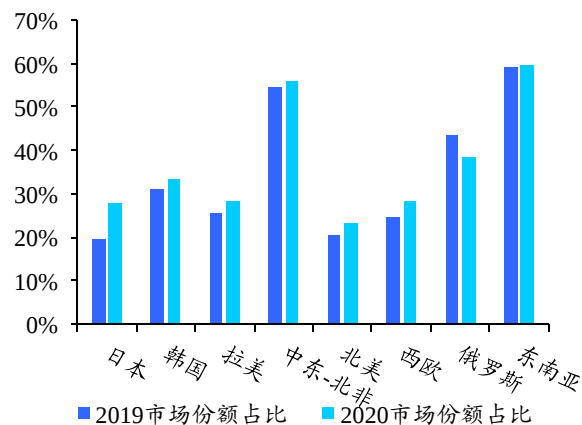
日本市场成长飞速, 成熟市场发挥稳定, 新兴市场前景广阔。据 App Annie 数据, 北美、日本、西欧和韩国构成了 2020 年中国游戏出海营收的主题, 增长趋势显著。其中, 中国厂商在日本市场的成长速度最快, 市占率达 27.73%, 较 2019 年提高了 8.1%。中国厂商在成熟市场发挥稳定, 在日韩和西欧的市场份额都已达 30% 左右, 未来北美市场增长前景良好。下载量方面, 拉美、印度和东南亚等新兴市场增长较为显著, 新兴市场前景广阔。

图 135: 中国游戏在拉美、印度等新兴市场的下载量增长趋势显著 (单位: 十亿次)



数据来源: AppAnnie, 国泰君安证券研究

图 136: 中国发行商在主要市场移动游戏的市场份额上升趋势稳定



数据来源: AppAnnie, 国泰君安证券研究

2021 年中国移动手游海外业务持续高收入, 出海表现可圈可点。据 AppAnnie, 2021 年上半年, 中国移动游戏海外下载量达到 17 亿次, 创下历史新高; 据 SensorTower, 2021Q2 期间, 24 款中国手游进入美国畅销榜 TOP100, 合计吸金 9.7 亿美元, 占 TOP100 总收入的 23.4%。

图 137: 2021Q2 中国手游在美下载量 Top20



数据来源: SensorTower

图 138: 2021Q2 中国手游在美收入 Top20



数据来源: SensorTower

国内手游厂商在手游研发运营能力上比海外传统厂商有很大优势。由于海外规模较大的厂商以 3A 大厂为主，其主要服务为 PC/主机端硬核玩家，导致 3A 大厂对手游市场选择性忽视。我国游戏出海市场仍以腾讯、网易等老牌企业为主，但未上市公司如米哈游、莉莉丝等开发的游戏也收到大量海外用户追捧。据 Sensor Tower 公布的 2021 年上半年中国手游产品在海外市场收入榜单显示，腾讯发行的《PUBG MOBILE》排第一；米哈游的《原神》位列第二；IGG 发行的《王国纪元》排第三；莉莉丝的《万国觉醒》位列第五。

表 35: 2021 上半年中国手游收入排名前十游戏及发行商

排名	手游名称	发行商
1	PUBG MOBILE	腾讯
2	原神	米哈游
3	王国纪元	IGG
4	State of Survival	Fun Plus
5	万国觉醒	莉莉丝
6	使命召唤手游	腾讯
7	荒野行动	网易
8	黑道风云	友塔网络
9	Project Makeover	Magic Tavern
10	口袋奇兵	江娱互动

数据来源: Sensor Tower, 国泰君安证券研究

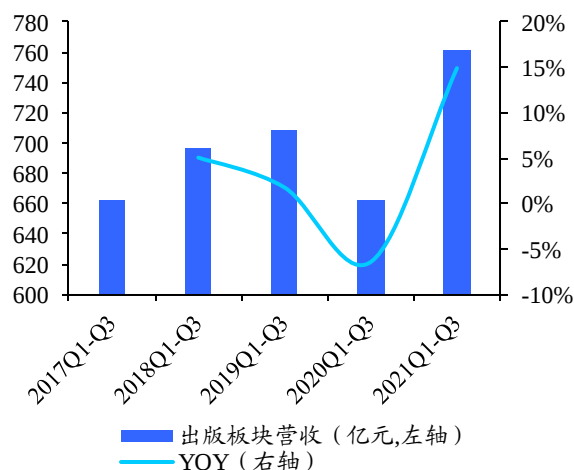
目前中国手游出海市占率已超 20%，未来仍有较大空间。据谷歌和 AppAnnie 的统计估算，2021 年上半年中国手游出海收入占海外市场份额达 23.4%，跃升世界第一。在未来欧美市场更加偏好精品化手游的趋势下，国内手游出海份额可能进一步提高到 40% 左右。在国内政策趋严的情况下，海外市场红利将成为国内手游厂商的利润驱动点。

10. 出版行业: 实体店渠道加速回暖, 主题出版成为市场主要带动力

10.1. 出版板块 2021 年前三季度归母净利润同比增长 23.2%，行业整体保持稳健发展

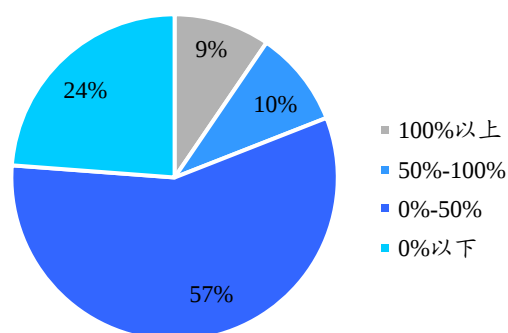
2021 年疫情冲击减退，出版行业业务逐步恢复。21Q1-Q3 出版行业整体营收 761.57 亿元，同比增加 14.90%，归母净利润 102.3 亿元，同比增加 23.17%。21 家出版类上市公司中，5 家净利润实现负增长，占比达 23.8%，76.2% 的公司实现同比正向增长，其中有 2 家在 100% 以上。从毛利率，净利率来看，出版类公司 20Q3 至 21Q3 毛利率与净利率中位数前后都基本持平。

图 139：近 5 年 Q1-Q3 出版板块营收情况



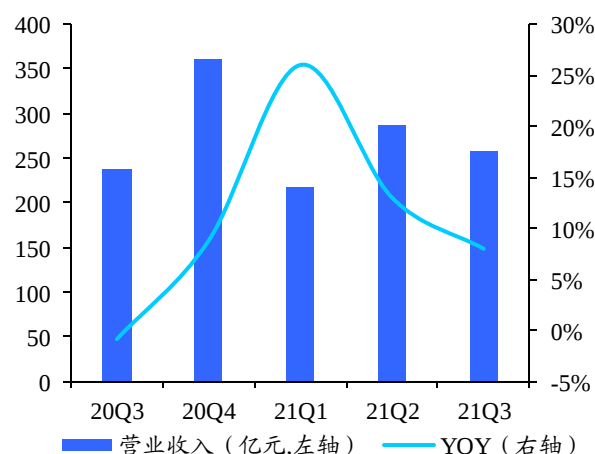
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 140：21Q1-Q3 出版板块 76% 公司实现净利正增



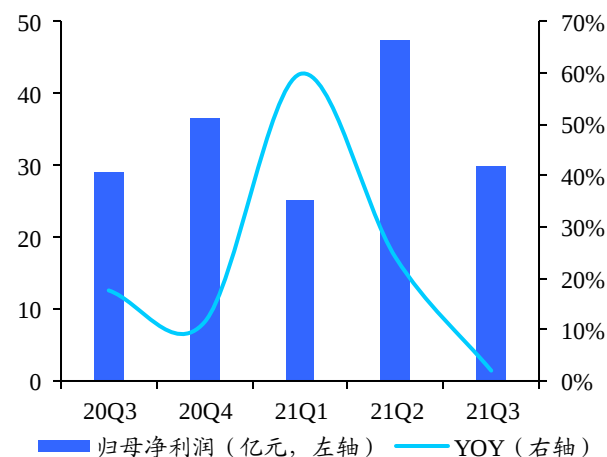
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 141：20Q3-21Q3 出版行业单季度营业收入情况



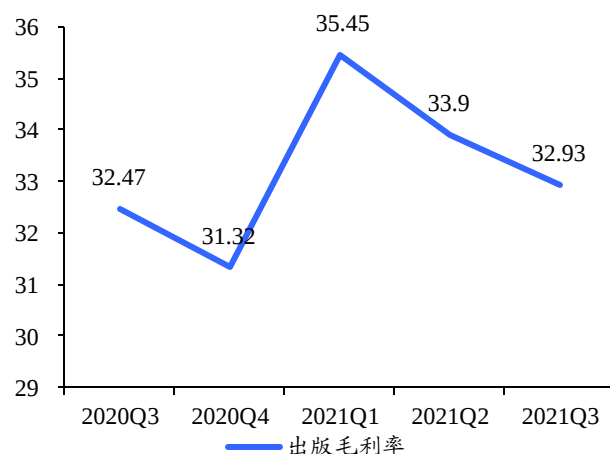
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 142：20Q3-21Q3 出版行业单季度归母净利润



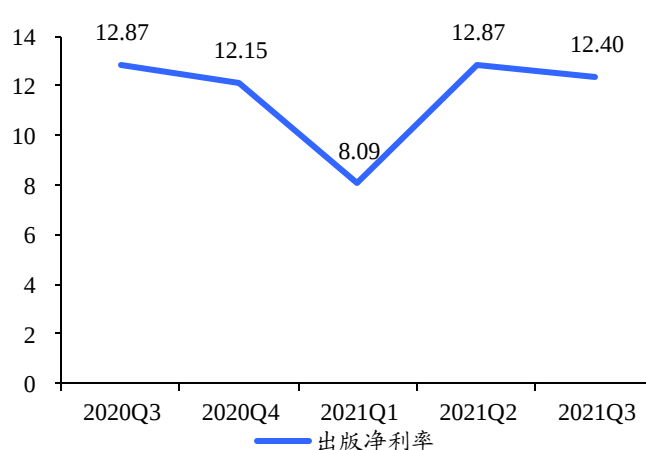
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 143: 20Q3-21Q3 出版板块毛利率(中位数,%)统计



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 144: 20Q3-21Q3 出版板块净利率(中位数,%)统计



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表36: 出版板块21年Q1-Q3业绩表现及增速

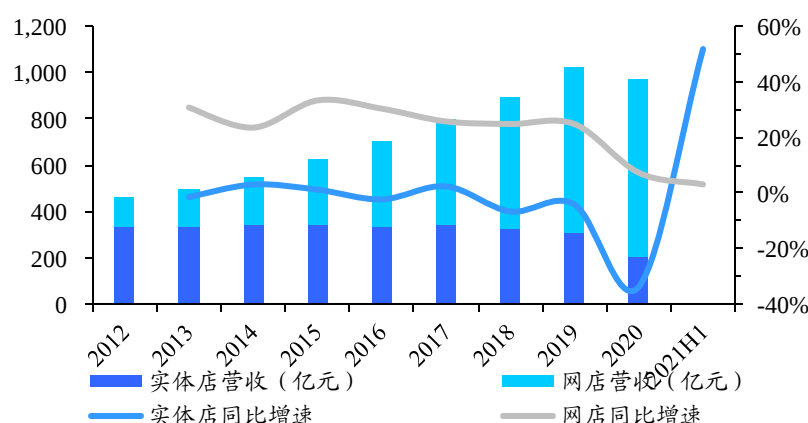
公司	营业总收入 (亿元)		归母净利润(亿元)	
	2021Q1-Q3	YOY	2021Q1-Q3	YOY
凤凰传媒	88.36	10%	17.76	63%
中南传媒	78.12	22%	10.11	0%
中文传媒	76.20	4%	17.07	35%
新华文轩	70.58	23%	7.07	-7%
山东出版	69.33	21%	11.04	48%
中原传媒	68.80	12%	6.31	9%
时代出版	57.26	33%	2.88	76%
南方传媒	55.38	15%	6.99	34%
长江传媒	43.32	-3%	6.82	2%
中国出版	38.65	11%	4.16	8%
出版传媒	20.49	28%	0.92	-23%
中国科传	17.51	7%	2.95	18%
城市传媒	17.20	13%	2.14	-6%
中信出版	14.05	10%	2.01	12%
华媒控股	13.59	33%	0.78	410%
新华传媒	8.78	10%	0.23	47%
读者传媒	7.82	17%	0.64	12%
新经典	6.81	4%	1.31	-24%
读者文化	3.41	24%	0.45	36%
果麦文化	3.17	40%	0.42	108%
世纪天鸿	2.76	15%	0.23	-13%
合计	761.57	15%	102.30	23%
平均	36.27	15%	4.87	23%
中位数	20.49	25%	2.88	26%

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

10.2. 实体店渠道加速回暖，主题出版成为市场主要带动力

实体店渠道加速回暖，网店渠道保持正增长。据北京开卷统计，2021年上半年整体图书零售市场同比呈现正增长，同比上升11.45%。实体店方面，2021年上半年实体书店渠道大幅增长，同比上升51.83%，主要系20年同期受疫情影响实体渠道大幅下降所致，但与2019年同期相比仍呈现下降20.08%。网店方面，2021年上半年网店渠道同比增长3.06%，疫情以来，网店渠道保持正增长，但增速逐渐放缓，主要系部分图书消费需求从线下转到线上，强化消费者线上购书消费习惯，提高整体行业线上化程度，未来网店渠道有望进一步提升。

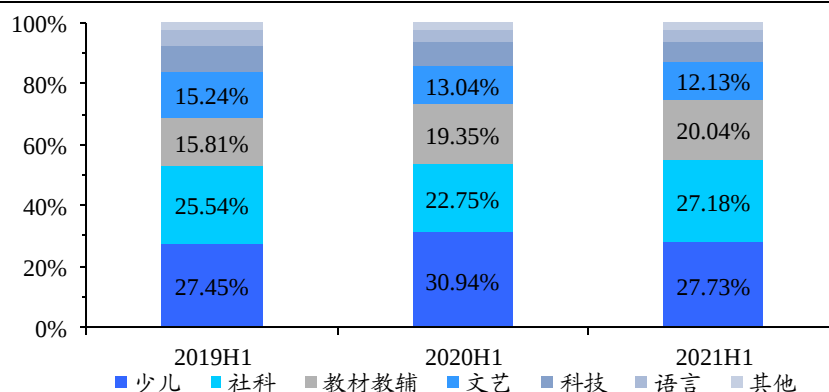
图 145：实体店渠道加速回暖，网店渠道增长趋势放缓



数据来源：北京开卷，国泰君安证券研究

主题出版成为市场主要带动力，大众类图书占比普遍下降。细分品类方面，2021H1 少儿、社科、教辅教材和文艺类仍然是码洋占比最大的前4个细分市场。其中社科、教材教辅占比增加4.43%/0.69%，少儿和文艺占比下降3.21%/0.91%。主题出版占比增加原因主要系建党100周年，各类党史相关出版物批量上市并热销。少儿类占比下降原因主要系去年疫情下居家时间大幅增加，亲子阅读需求推动少儿类码洋达历史最高水平，2021年疫情有所缓解、正常上学的情况下少儿类占比下降属于正常现象。

图 146：社科类占比增加，少儿类占比有所回落



数据来源：北京开卷，国泰君安证券研究

网店折扣降低至 5.7 折,电商活动有望带动图书线上线下销售。2020 年网店渠道折扣水平为 6.0 折,2021H1 网店折扣进一步下降为 5.7 折。其中,心理自助类折扣水平最低,仅为 3.9 折,主要原因系该类图书容易通过抖音等短视频平台带货,以低折组套的模式销售。此外,下半年电商购物活动也有望带动图书线上线下的整体销售。出版及阅读一直以来受国家政策支持、波动较小,分红稳定且持续,板块安全边际较高。

10.3. 上市民营书商经营侧重不同,中信出版多品类码洋市占率靠前

上市民营书商围绕文艺、少儿、主题出版等市场展开竞争,中信出版在多品类码洋市占率排名靠前。据北京开卷数据,2021 年前三季度,按照出版集团和出版机构码洋口径,中信出版排名第五名;按照实洋口径,中信出版排名第七名。中信出版全面覆盖大众出版领域,在经管、少儿、科普等市场中市占率排名靠前,在保持经管市场竞争优势的同时于少儿市场发力。其中,中信出版 2021 年前三季度少儿类码洋市占率较上年同期增加了 0.47 个百分点,经管类码洋市占率较上年同期减少了 2.07 个百分点。新经典在文学和少儿市场中占据领先地位,持续在相应市场中推出畅销且长销品种,2021H1 文学类营收为 2.31 亿元,同比增长 13.03%,2021H1 少儿类毛利率 54.16%,较上年同期增长 2.45 个百分点。读客文化侧重策划发行文艺类、社科类和少儿类三大领域书籍,整合相应领域的优质版权,综合多种载体形式为大众提供以图书为主体的精品内容。2021H1 文艺、社科、少儿三大类营收分别同比增长 32.83%、54.27%、65.99%。果麦文化主要聚焦文艺、社科、少儿市场,相应部分细分领域中码洋市占率靠前,奉行“价值和美”的产品策略。2020 年度大众出版民营图书公司排名中,果麦文化文艺类码洋占有率排名第五,社科类码洋占有率排名第六,少儿类码洋占有率排名第十三。

表 37: 中信出版经管、科普类码洋市占率保持较高水平,多品类码洋市占率排名靠前

分类	2021 年前三季度 (码洋)		2021 年 9 月 (码洋)	
	排名	市占率	排名	市占率
总体市场	2	2.57%	-	-
经济与管理	1	14.53%	1	12.49%
少儿	4	3.03%	1	3.71%
科普	1	12.36%	1	10.41%
学术文化	4	4.46%	3	4.27%

数据来源:北京开卷,国泰君安证券研究

表 38: 主要上市书商经营特点各异,围绕文艺、少儿、主题出版等市场展开竞争

公司	出版业务情况	经营特点
中信出版	2021H1 公司在整体图书市场中继续保持领先地位;经管类图书市场占有率达到 15.26%,继续稳居第一位;少儿类图书市场占有率提升至 2.81%,排名升至第四位。	做强做精出版主业,全面覆盖大众出版领域,以经管类为主,目前在少儿出版市场发力,持续扩张少儿图书产品体系。
	2021H1 少儿出版业务实现营业收入 2.2 亿元,同比增长 35%。	

新经典	2021H1 新增自有版权图书 134 种，其中文学类 36 种，少儿类 72 种，其他品类 26 种。	
	2021H1 文学类营收为 23,099.51 万元，同比增长 13.03%；毛利率 53.26%，较上年同期增长 0.97 个百分点。	在文学和少儿市场中占据领先地位，持续在相应市场中推出畅销且长销品种，不断强化公司主营业务核心竞争力。
	2021H1 少儿类营收为 10,889.76 万元，同比下降 7.23%；毛利率 54.16%，较上年同期增长 2.45 个百分点。	
	2021H1 社科及其他品类营收为 3,429.06 万元，同比增长 2.58%；毛利率 55.65%，较上年同期下降 0.95 个百分点。	
读客文化	2021H1 随着公司在线上自营渠道的持续投入，已经形成了包括天猫旗舰店、京东官方旗舰店、自营微店等在内的全渠道自营网络，由此带来了买断模式销售收入 156% 的同比增长。	公司策划发行的书籍主要涉及文艺类、社科类和少儿类三大领域，整合相应领域的优质版权，综合多种载体形式为大众提供以图书为主体的精品内容。
	2021H1 文艺类营收为 8,578.49 万元，同比增长 32.83%。	
	2021H1 社科营收为 7,444.44 万元，同比增长 54.27%。	
	2021H1 少儿及其他类营收为 4,362.04 万元，同比增长 65.99%。	
果麦文化	2020 年度大众出版民营图书公司排名中，公司的图书零售市场码洋占有率排名第八，其中，文艺类码洋占有率排名第五，社科类码洋占有率排名第六，少儿类码洋占有率排名第十三。	公司主要聚焦文艺、社科、少儿市场，相应部分细分领域中码洋市占率靠前，奉行“价值和美”的产品策略。
	2020 年度具体细分领域中，公司在中国古典文学图书码洋市占率排名第一，散杂文码洋市占率排名第五，戏剧/诗歌码洋市占率排名第二，绘本码洋市占率排名第五，历史码洋市占率排名第四，少儿文学码洋市占率排名第三。	
中国出版	2021 年为庆祝中国共产党成立一百周年，公司组织出版了 300 余种主题出版读物。	聚焦主题主线，做强做优主题出版，突出“主力军”优势，持续擦亮中版品牌。
	2021 年 1-6 月，公司在图书零售市场上占有率为 6.2%，市场排名第一。	

数据来源：公司公告，北京开卷，国泰君安证券研究

11. 投资策略:下一代网络技术叠加新消费趋势构建投资机会

移动互联网步入存量流量分配,下一代网络技术或构建新投资机遇。移动互联网经历近 10 年的发展,目前正步入用户及流量增速放缓的阶段,各互联网公司业务持续相互渗透与延伸。在监管体系整体加强的背景下,行业加速出清,拥有核心研发、运营及 IP 积累的头部公司有望进一步扩张自身的份额及竞争优势。在新一代网络技术或加速临近及 Z 世代成为重要消费群体的背景下,我们建议关注以下投资主线: 1. 元宇宙有望成为基于下一代网络技术搭建的全新生态,在产业链具备技术、运营和 IP 方面具备先发优势的公司或直接受益; 2. 随着 Z 世代成为重要的消费群体,潮玩、三坑等新消费有望迎来持续高速增长; 3. 政策推动,冬奥将

近，体育产业或成为新的投资机会；4.随着疫情的逐步消退，线下文娱逐步迎来复苏，以剧本杀、室内游乐场等为代表的新型线下可选娱乐消费形态或迎来加速发展期。

推荐标的：芒果超媒、三七互娱、完美世界、华立科技、腾讯控股、哔哩哔哩、快手、泡泡玛特、中手游等。

芒果超媒 (300413.SZ): 2021 年芒果 TV 上线的内容在质量方面引领全网,《披荆斩棘的哥哥》、《我在他乡挺好的》等综艺剧集均收获良好的口碑和反响,同时结合时代潮流适时推出创新栏目,展现平台责任。2022 年芒果 TV 有望上线新综艺《声生不息 (港乐季)》,剧集《尚食》、《少年派 2》,在“综 N 代”稳固基本盘的基础上,新内容将有助于平台持续破圈。我们认为,2022 年芒果 TV 内容规划明晰,通过多类型的栏目提升广告及会员收入,并且有望在元宇宙建设期提供大量优质内容,拥抱更广的市场。

三七互娱 (002555.SZ): 公司出海业务显现第二增长曲线,国内优秀买量模型海外逐渐跑通,买量高效显示出长期价值,深化研运一体。目前公司买量效率在同类产品排名头部,公司的自主研发产品具有高产出、高成功率和长周期等特性,工业化程度较高。公司贯彻“精品化”研发策略,新品类游戏有望持续突破,2021Q3《魂师对决》实现月流水超 7 亿元,新游销售费用投入回收实现业绩稳步释放。同时,公司海内外产品储备丰富,亦有望不断增厚公司业绩。

完美世界 (002624.SZ): 公司未来新游 Pipeline 储备丰富,《幻塔》《一拳超人:世界》、《天龙八部 2》等多款重磅游戏正在积极推进中。其中,《幻塔》全网预约量超过 1200 万次,已于日前宣布将于 11 月 10 日开启付费测。我们预计 2021 年内有望正式上线,未来正式上线表现前景可期。公司从 2019 年开始持续验证自身 MMORPG 品类新游成功率以及长生命周期,作为市场最擅长 MMORPG 品类的公司,未来 MMORPG 产品持续释放业绩有望稳固基本盘,同时看好未来新品类突破,以及游戏出海不断发展。

华立科技 (301011.SZ): 公司作为国内游戏游艺行业龙头积极顺应行业趋势布局动漫形象卡片业务,并敏锐洞察室内沉浸式乐园商机。公司旗下宝可梦卡片增长势头强劲,未来仍有巨大开发空间。第一弹宝可梦系列卡片上线于 2020 年 12 月,在不到 1 个月时间内为公司贡献 391 万元收入,占全年卡片收入比例达 5.7%,展现出极强的爆发潜力。898 种精灵、18 种属性、8 大地区的丰富度亦充分激发玩家收集欲望,截至目前宝可梦 IP 已推出四弹合计 273 款卡片,其中上线于 9 月 24 日的第 4 弹卡片在前作基础上推出“合体系统”,新款式+新玩法有望促进公司卡片销售。长期来看,现有卡片矩阵与全图鉴相比仍有超过 600 种精灵尚未覆盖,未来开发空间十分广阔。

腾讯控股 (0700.HK): 社交流量护城河稳固,微信改版激发新活力。微信、QQ 两大应用人均单日使用次数远高于其他 APP,极强的用户粘性奠定公司不可替代的社交流量优势。自研+发行+渠道三位一体,自有工作室+外延并购双轮驱动,看好未来大 IP 新游增强游戏矩阵,未来游戏

出海有望出现有较大增长。产业互联网战略积极推进，金融科技和企业服务大有可为。公司打造“支付+理财+微贷+保险”全方位金融服务，2020年微信支付分用户数超 2.4 亿人，随着未来应用场景不断拓宽，支付业务有望依托庞大的流量基础实现更多增值。

哔哩哔哩 (9626.HK): B 站是国内最受年轻人欢迎的视频社区，用户规模持续高增，多元业务增长势头强劲。B 站的内容与短视频相比承载更加丰富的信息，与长视频相比具有更强的社交与互动属性，因此 B 站与长短视频头部公司形成错位竞争。并且，元宇宙初期虚拟人物或成为 1 重点，B 站拥有充足的虚拟偶像 IP 积累，依托庞大的年轻群体以及泛二次元社区氛围，B 站已成为虚拟偶像的主要驻扎地。借助 Z 世代领先的消费观念和元宇宙大量虚拟人物需求，B 站有望在新技术浪潮中先拔头筹。

快手 (1024.HK): 2021 年快手在流量分发逻辑、电商品牌化和海外市场布局方面做了诸多努力。流量方面，“磁力金牛”打通公、私域流量提升营销效率；电商方面，引入更多品牌商品，开发公域电商价值；市场拓展方面，快手海外市场扩充本土化内容以快速建立生态系统。展望 2022 年，我们认为品牌店铺自播或将成为快手直播电商及品牌广告的重要抓手，在持续完善营销平台的基础上，吸引更多品牌客户入驻，同时加强 MCN 机构占比，输出更优质的短视频内容，更好的将公域和私域流量打通，提升用户转化效率。

泡泡玛特 (9992.HK): 公司正由盲盒品牌向潮流生活品牌进化。在渠道端，线上加速增长、线下提速扩张；产品端，新秀 IP 持续验证公司孵化能力，品类由盲盒向中重度潮玩延伸并有望向潮流生活品牌进化。公司 2021 年 9 月上线的 SKULLPANDA、2021 年 10 月上线的 Hirono 颠覆以往 IP 的可爱系风格，展现出极强的商业价值。淘数据显示，2021 年 9 月 SKULLPANDA 人生如戏新系列上线后，当月该 IP 实现 1191 万元的天猫销售额，占比高达 21.2%；10 月 Hirono 上线后实现 245 万元的天猫销售额，占比达 2.2%，未来有望释放更大潜能。此外，公司于 2021 年 4 月对“三坑”集合店先行者猫星系进行投资，并于同年 5 月对头部汉服品牌十三余、北美规模最大的限量款球鞋寄售品牌店 Soletage 进行投资，由于潮玩与“三坑”、球鞋具有相似的消费属性，公司在潮玩领域沉淀的渠道与 IP 优势有望向其他小众潮流品类延伸。

中手游 (0302.HK): 公司 IP 游戏护城河稳固，IP 全产业链孵化平台建设加速，打造泛娱乐消费闭环。公司“自有+授权”IP 储备行业第一，在影视、文学、动漫、游戏、音乐、衍生周边等多领域，开发与授权结合，联动影视剧等给游戏引流。公司于研发与海外市场持续发力，扩宽赛道多元布局，自研能力持续提升，以自研加码反哺 IP 生态，多款游戏联动出海有望成业绩新增长点。公司强大发行能力得到验证。与优质云技术服务商合作，“平台建设+游戏云化”双线并进。

表39:推荐公司估值表（股价更新至11月19日）

代码	简称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE			- 评级
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
300413.SZ	芒果超媒	46.22	790.94	1.42	1.73	2.08	32.55	26.72	22.22	增持
002555.SZ	三七互娱	26.29	573.54	1.25	1.59	1.88	21.08	16.52	14.02	增持
002624.SZ	完美世界	19.83	378.29	0.93	1.32	1.68	21.32	15.02	11.80	增持
301011.SZ	华立科技	60.16	55.34	0.92	1.52	2.27	65.39	39.58	26.50	增持
0700.HK	腾讯控股	496.00	38,175.59	18.02	20.03	22.39	27.52	24.77	22.15	增持
9626.HK	哔哩哔哩	630.00	2,097.50	-10.89	-12.28	-10.68	-	-	-	增持
1024.HK	快手	96.30	3,437.95	-26.88	-1.38	0.61	-	-	157.99	增持
9992.HK	泡泡玛特	56.60	656.99	0.78	1.28	1.85	72.42	44.31	30.58	增持
0302.HK	中手游	3.48	77.85	0.42	0.51	0.64	8.38	6.86	5.40	增持

资料来源: wind, 国泰君安证券研究（注: 股价、市值单位均换算为人民币）

12. 风险提示

市场竞争风险。随着移动互联网用户时长红利消退, 传媒板块公司之间的竞争日趋激烈, 如果传媒公司不能构建自身核心竞争力, 则有可能在激烈的竞争中面临失败的风险。

行业及监管政策风险。传媒行业具有较重的意识形态属性, 有可能面临相关部门各种监管措施, 若传媒相关公司无法对相关政策做出有效应对, 及时调整自身发展战略, 则有可能因监管原因面临业务无法开展, 从而带来较大的可持续经营风险。

技术发展不及预期。元宇宙等新技术的应用为传媒板块市场规模增长及个股业绩提升带来新的动力, 若相关技术落地及大规模应用进展不及预期, 则有可能对相关个股的业绩增长带来不利影响。