

传媒行业

报告原因：定期报告

2021年12月16日

行业 2022 年投资展望

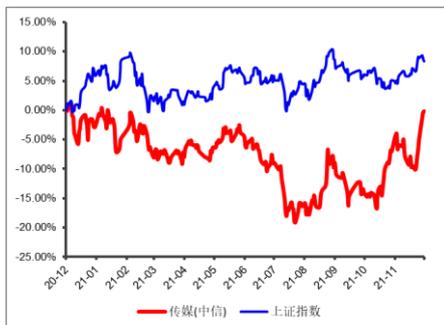
监管落地寻破局，内容优化筑根基

维持评级

看好

行业研究/深度报告

传媒板块近一年市场表现



投资要点：

互联互通&多入口拓展生态流量，5G 新技术发展丰富内容形态与场景。截至2021年9月中国移动互联网月活用户达11.67亿，创历史新高，在用户接触渠道更加多元化下，用户在单个应用停留的时间进一步缩短，使得围绕用户时长与留存的竞争不断加剧，推动应用间的流量打通与平台生态的开放。在政策层面，平台互联互通亦是监管在保障数据安全与用户权益基础上的最新要求。另一方面，基于目前国内5G网络建设与技术发展的持续推进，内容产业作为下游应用行业之一将进一步受益于新技术在内容端的应用，加速如VR/AR游戏、云游戏、虚拟偶像、虚拟社交等发展进程，应用场景也将向多端联动、多屏联动拓展。

视频：监管升级，行业积极应对寻求突破。2021年影视行业监管再度升级，涉及到影视剧综的内容制作、演艺人员，同时还包括网络视频平台的规范经营，推动视频行业供给端改革，反映在内容端的质量提升，成本端的边际改善以及平台端的规范化和精细化运营。在以内容驱动会员增长逻辑下，行业中优质内容仍为稀缺资源。以内容精细化运营为核心，剧场模式有望成为打造爆款的主阵地，同时通过下沉市场与海外布局，寻求用户第二增长曲线，网络院线、剧本杀、电商等多元业务矩阵将丰富平台商业模式的探索。12月15日爱奇艺宣布调整会员价格，带动行业第二轮提价预期。

游戏：政策落地推动精品化，出海&技术注入发展新动力。新未保政策落地利于行业健康发展，内容审核趋严倒逼研发精耕细作、劣质内容淘汰出清，版号审批节奏促使游戏公司加强对新产品的打磨并考验已上线产品的长线运营能力及产品的迭代。全球移动游戏市场正面临着新一轮的强劲成长，从游戏公司自身来讲，游戏研发水平在中国玩家审美与从业人员水平提升和多年技术积累的背景下逐渐向全球主流水平看齐；并且经过国内竞争激烈的游戏发行和运营市场的历练，使得出海厂商在相对蓝海的海外市场具备成长信心与实力。从外部环境来讲，海外渠道分成环境利好优质游戏研发商，且游戏审批环境相对宽松，而国内政策向上监管对于游戏出海更持鼓励态度，因此出海有望成为游戏产业另一增长引擎。在元宇宙技术的探索阶段，游戏行业有望成为最先受益于技术领域创新发展的应用赛道，形成多端互通的、多元化的产品形态，为用户提供更多的体验，进而打开游戏产业新一轮的增长空间并提高优质研发商的价值重估。

阅读：渠道变革，内容为基，多元变现。图书零售市场销售码洋增速放缓，1-9月同比增长2.99%，实体渠道销售码洋同比增长13.52%，网店渠道同比增长0.21%。短视频电商作为图书销售新崛起的平台一方面有望继续享有流量红利，另一方面则有望向更精准的私域流量运营和内容运营发展，将销售渠道变革转向服务模式创新。但无论渠道与传播形态如何，内容价值才是将分散的流量沉

分析师：徐雪洁

执业登记编码：S0760516010001

邮箱：xuxuejie@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

淀在品牌自身流量池中的基石。在数字阅读领域，付费阅读平台通过免费阅读服务寻求用户增量，微短剧有望成为即长视频改编后网文 IP 变现的又一成熟模式，有声产品将为数字阅读拓展更多应用场景。

电影：疫情防控影响复苏进程，内容供给驱动观影释放。2021 年疫情影响反复，电影市场曲折中前进。头部院线市占率继续提升，整合与下沉拓展并举，行业集中度有望提高。2022 年丰富的内容储备，是后疫情时代下带动观影需求释放的基础。受益于有效的防控体系，疫情对电影市场的扰动有望减小，进口影片供给回暖后有望进一步带动观影热情，可平滑档期与非档期观影的差异。

建议关注两条主线：2021 年监管之变落下帷幕，疫情阶段性扰动仍在持续，存量月活用户创下历史新高，围绕用户时长与留存的竞争不断加剧，5G 网络的建设与元宇宙相关技术给内容领域带来更多的发展机遇。1) 视频、游戏：监管政策的变化倒逼行业供给侧调整，行业内公司积极调整应对，优化内容生产，通过出海、多元布局业务矩阵等寻求破局，有望再回发展快车道，关注行业调整中形成的价值洼地，龙头公司性价比优。建议关注**完美世界、三七互娱、吉比特、芒果超媒、华策影视**。2) 出版、电影：短期来看局部疫情反复影响或会持续，一方面可关注疫情防控成效带来的行业阶段性边际改善机会，同时可关注在对抗疫情不确定性的过程中通过构筑内容壁垒、推动渠道变革，确立或加强龙头地位的头部公司。建议关注**光线传媒、万达电影、中信出版、掌阅科技**。

风险提示：部分地区疫情反复的影响；单个文化产品收益波动；政策变动及监管对行业发展趋势转变的风险；技术发展及落地不及预期风险；市场竞争加剧风险；盗版侵权及知识产权纠纷风险；人才流失风险等。

目录

1. 单季度增速放缓，前三季度行业延续回暖态势	7
2. 政策落地与元宇宙热点催化，板块四季度表现活跃	10
3. 互联互通&多入口拓展生态流量，5G 新技术发展丰富内容形态与场景	12
4. 阅读：渠道变革，内容为基，多元变现	15
4.1 三季度图书零售增速回落，未来市场仍具有结构性增量	15
4.2 网络渠道营销分化，自播模式下向私域流量与内容精细化运营发展	18
4.3 免费阅读推动市场格局变化，微短剧进一步打开版权变现空间	20
5. 视频：监管升级，行业积极应对寻求突破	24
5.1 影视行业监管升级，涉及内容导向、平台运营、艺人艺德多个方面	24
5.2 以内容驱动会员增长逻辑下，优质内容仍为稀缺资源	27
5.3 平台竞争考验内容与运营精细化能力，剧场有望成为打造圈层爆款的主阵地	30
5.4 下沉与海外寻求用户第二增长曲线，探索更多元化商业模式	34
6. 游戏：政策落地推动精品化，出海&技术注入发展新动力	37
6.1 政策推动游戏精品化研发与长线化运营	37
6.2 出海有望成为游戏产业另一增长引擎	42
6.3 探索阶段的元宇宙发展，为游戏带来三方面的机会	51
7. 电影：疫情防控影响复苏进程，内容供给驱动观影释放	56
7.1 十四五规划发布，为电影行业发展指引新方向	56
7.2 2021 年疫情影响反复，电影市场曲折中前进	56
7.3 丰富的内容储备，是后疫情时代下带动观影需求释放的基础	60
7.4 头部院线市占率继续提升，提高集中度与下沉拓展并举	62
7.5 展望 2022，有效的防控体系下疫情对电影市场的扰动有望减小	64
8. 投资建议	66
8.1 行业估值分析	66
8.2 投资主线梳理	67
8.3 重点公司简析	68
9. 风险提示	70

图表目录

图 1：近三年传媒上市公司三季报营业收入情况	7
图 2：近三年传媒上市公司三季报归母净利润情况	7
图 2：近三年传媒上市公司前三季度毛利率水平	8
图 3：传媒上市公司前三季度期间费用率水平	8
图 4：细分板块 2021 年前三季度营业收入同比增速	8
图 5：细分板块 2021 年前三季度归母净利润同比增速	8
表 1：2021 年各季度细分板块营业收入及归母净利润同比增速情况汇总	9
图 6：2021 年前三季度公司营业收入增速分布	10
图 7：2021 年前三季度公司归母净利润增速分布	10
图 8：截至 2021 年 12 月 13 日行业指数涨跌幅统计	10
图 9：截至 2021 年 12 月 13 日传媒三季行业指数及上市公司涨跌幅统计	11



图 10: 中国移动互联网月活用户规模.....	12
图 11: 中国移动互联网接入流量消费情况.....	12
图 12: 截至 9 月中国移动互联网用户人均使用时长.....	12
图 13: 截至 9 月中国移动互联网用户人均使用次数.....	12
图 14: 2021.9 移动互联网企业流量 TOP 10.....	13
图 15: 用户需求与竞争加剧下行业应用更加细化.....	13
图 16: 全景生态流量布局策略.....	14
图 17: 国内 5G 手机出货量.....	14
图 18: 国内 5G 手机终端连接数量.....	14
图 19: 中国移动互联网发展历程.....	15
图 20: 2021 年前三季度实体书店码洋增速.....	16
图 21: 2021 年前三季度网络渠道码洋增速.....	16
图 22: 图书市场不同渠道平台折扣率水平.....	16
图 23: 2021 年前三季度图书码洋结构.....	17
图 24: 2021 年不同季度短视频电商平台图书码洋结构.....	17
图 25: 2021 年前三季度图书细分品类增长情况及部分品类渠道折扣.....	18
图 26: 2016-2021H1 主题出版码洋规模及占比.....	18
图 27: 2021 年上半年主题出版题材品种占比.....	18
表 2: 部分出版机构近期在抖音平台上开展自播业务数据（2021.10.12-11.10）.....	19
图 28: 出版社自播账号从直播间带货到选购指南、阅读服务的进阶.....	20
图 29: 2021 年移动阅读市场活跃用户规模.....	21
图 30: 2021 年移动阅读用户人均单日启动次数及时长.....	21
图 31: 截至 2021 年 9 月主要数字阅读平台 MAU 情况及 QQ 阅读免费阅读入口.....	21
图 32: 疯读小说快手剧场及快手短剧小剧场.....	22
图 33: 2021.10 声音细分行业 MAU.....	23
图 34: 2021.9 有声阅读平台 MAU.....	23
图 35: 掌阅 APP 有声阅读服务.....	23
表 3: 2018 年以来与视频行业内容审查与制作导向方面的监管梳理.....	24
表 4: 2018 年以来与视频行业未成年保护相关的监管梳理.....	25
表 5: 2018 年以来与视频行业演艺人员相关的监管梳理.....	26
表 6: 2018 年以来与影视文娱税收相关的监管梳理.....	26
表 7: 2021 年与网络视频平台运营相关的监管梳理.....	27
图 36: 2020.1-2021.9 网络视频月活用户规模.....	28
图 37: 腾爱优芒平台 2021 年 MAU 规模.....	28
图 38: 网络视频平台付费会员数量情况.....	28
图 39: 网络视频 APP DAU 受播出内容影响而变动.....	29
图 40: 2021 年电视剧拍摄及重点网络剧规划备案数量.....	29
图 41: 2021 年前三季度在线视频剧集上新数量.....	29
表 8: 2022 年网络视频平台剧集片单.....	30
表 9: 2022 年网络视频平台综艺片单.....	31
表 10: 2021 年网络视频平台剧场已播剧集情况.....	32
表 11: 爱奇艺、优酷、芒果 TV 剧场待播剧集储备.....	33
图 42: 2020 年网络视频行业新增会员及会员付费城市分布.....	34
图 43: NETFLIX 全球分地区净增付费用户数量变动情况（百万）.....	35



图 44: 国内网络视频平台布局亚洲市场路径.....	35
图 45: 芒果 TV 拓展的新业态-MCITY 剧本杀业务及电商业务	37
表 12: 游戏行业版号审批、内容审核等方面的监管政策梳理	38
表 13: 游戏行业未成年保护相关政策梳理.....	38
表 14: 上市游戏公司未成年玩家所占比重.....	40
图 46: 2021 年游戏版号审核数量.....	40
图 47: 不同 IOS 版本系统中 APP 请求 IDFA 追踪的占比情况	41
图 48: 2021 年 1-7 月双端素材投放趋势	41
图 49: 2021 年不同品类游戏双端 CPA 价格变化趋势	42
图 50: 移动游戏每周消费数据.....	43
图 51: 2021 年全球游戏用户支出预测.....	43
图 52: 2021H1 海外 TOP2000 移动游戏市场来源情况	43
图 53: 2021H1 中国发行商在各市场份额及增速.....	43
图 54: 全球移动游戏 TOP 10 中国手游分布情况	44
图 55: 全球 TOP 100 发行商中国发行商收入及占比	44
图 56: 游戏开发团队组织结构与主要职能.....	45
图 57: 中国出海游戏在 FACEBOOK、GOOGLE 和 TWITTER 的运营策略.....	46
图 58: 近期国外渠道分成事件整理.....	46
表 15: 部分地区支持游戏出海政策.....	47
图 59: 部分国家/地区游戏分级系统情况.....	47
图 60: 细分游戏品类的机会值.....	48
图 61: 全球 IOS 平台各类游戏 CPI 及 CVR 情况.....	49
图 62: 休闲游戏主要出海市场留存率表现.....	49
图 63: 《原神》为原创 IP 实现全球化的提供了一个经典而成功的范式.....	50
图 64: 中国出海游戏厂商的打法存在明显差异.....	50
表 16: 游戏出海头部公司游戏产品统计.....	50
图 65: 元宇宙七层构成要素.....	52
图 66: META 正式开放 HORIZON WORLD	52
图 67: 全球 VR 设备数量预测	53
图 68: 中国云游戏用户及市场规模预测.....	53
图 69: ROBLOX 各季度 DAU 规模（百万）	54
图 70: ROBLOX 各季度用户使用时长及 ABPDAU	54
图 71: ROBLOX 用户付费流水分成模式	54
图 72: 自 2017 年《迷你世界》与《我的世界》MAU.....	55
图 73: B 站《迷你世界》相关内容创作频道及 IP 盲盒.....	55
图 74: 腾讯罗布乐思开发者扶持计划.....	55
图 75: 《冰原守护者》副本开启后 TAPTAP 评分	55
图 76: 《十四五中国电影发展规划》解读.....	56
图 77: 2011-2021 年电影市场票房	57
图 78: 2011-2021 年电影市场观影人次	57
图 79: 2021 年各月电影市场票房.....	57
图 80: 2021 年各月电影市场观影人次.....	57
表 15: 2021 年国内电影市场票房 TOP 20 影片（不含服务费，截至 11 月 30 日）	57
图 81: 2012-2021 年暑期档电影大盘票房表现	58

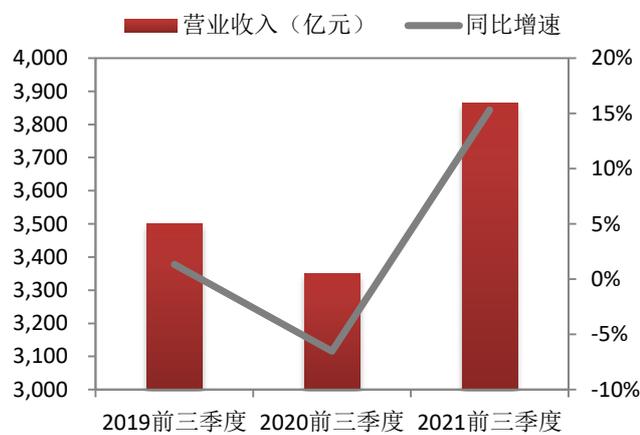


图 82: 历史上暑期档的头部影片票房.....	58
图 83: 2011-2021 年国内电影市场进口影片票房表现.....	59
图 84: 2021 年票房 TOP 10 进口影片.....	59
图 85: 2011-2021 年国内电影市场平均票价.....	59
图 86: 2011-2020 年年末贺岁档票房情况.....	60
图 87: 近五年贺岁档票房头部的国产影片.....	60
图 88: 2021 年贺岁档预计上映影片类型分布.....	61
图 89: 2021 年贺岁档预计上映影片想看前十影片.....	61
表 16: 2022 年春节档部分上映新片及想看人数.....	61
图 90: 2022 年预计上映影片类型分布、代表作品及相关公司.....	62
表 17: 2021 年前三季度票房 TOP 10 院线及影投公司.....	63
图 91: 2021 年院线及影投 CR3\CR5.....	64
图 92: 2014-2021 不同城市银幕增长情况.....	64
图 93: 2017-2021 年各档期占全年票房的比重.....	65
图 94: 2020 年以来美国电影市场各月表现.....	65
表 18: 2022 年国内票房预测情况.....	65
图 95: 近五年传媒板块市盈率变动情况.....	66
表 19: 近五年三级子行业市盈率（剔除负值）统计情况.....	66
表 20: 重点关注公司列表.....	68

1. 单季度增速放缓，前三季度行业延续回暖态势

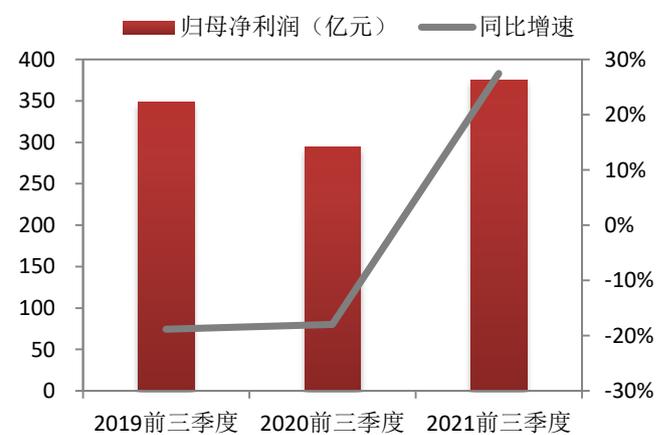
传媒上市公司前三季度实现营业收入 3863.99 亿元，可比口径下同比增长 15.31%，同比 2019 年增长 7.61%；实现归属母公司股东净利润 375.73 亿元，同比增长 27.49%，同比 2019 年增长 4.64%。行业延续上半年回暖态势，且收入与利润端较 2019 年同期均有所增长，整体向好。21Q3 实现营业收入 1281.03 亿元，可比口径下同比增长 5.62%，环比减少 6.20%，实现归母净利润 97.49 亿元，同比减少 17.22%，环比减少 43.59%；单季度业绩下滑，我们认为一方面是由于 21Q2 是今年行业业绩的高点，同时 20Q3 是行业复工复产后业绩恢复较快的时点；另一方面则是由于 21Q3 部分地区疫情复发以及汛情等影响，对线下实体经济造成不利影响。

图 1：近三年传媒上市公司三季报营业收入情况



资料来源：wind，山西证券研究所

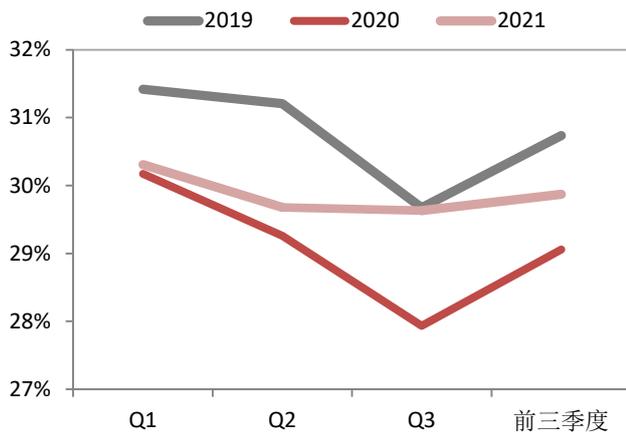
图 2：近三年传媒上市公司三季报归母净利润情况



资料来源：wind，山西证券研究所

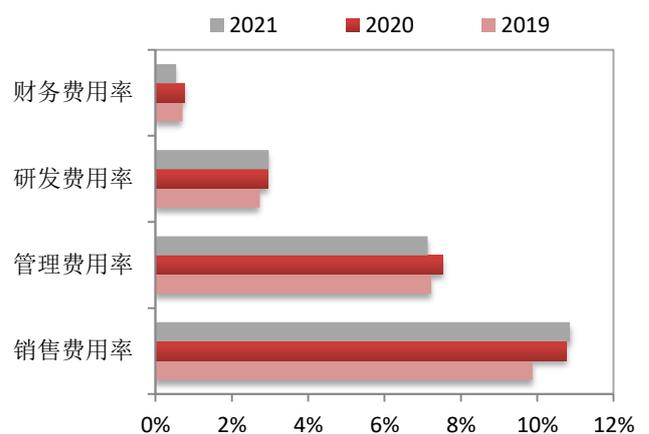
2021 年前三季度，传媒行业整体毛利率为 29.87%，较 2020 年同期上升 0.81pct，但较 2019 年同期下降 0.87pct；其中 21Q3 毛利率为 29.63%，同比上升 1.70pct，同比 19Q3 下降 0.04pct。2021 年前三季度，行业整体销售、管理、研发、财务费用率分别为 10.85%、7.13%、2.96%、0.54%，同比变动 0.09pct、-0.39pct、0.02pct、-0.22pct，在收入端逐步恢复的状态下行业期间费用率同比有所下降，相较于 2019 年同期，费用率同比变动 0.98pct、-0.09pct、0.23pct、-0.17pct。单季度来看，21Q3 销售费用率为 11.19%，同比上升 0.67pct，环比上升 0.88pct；管理费用率为 7.29%，同比下降 0.13pct，环比上升 0.30pct；研发费用率为 2.97%，同比上升 0.36pct，环比上升 0.04pct；财务费用率为 0.32%，同比下降 0.43pct，环比下降 0.28pct。

图 2：近三年传媒上市公司前三季度毛利率水平



资料来源：wind，山西证券研究所

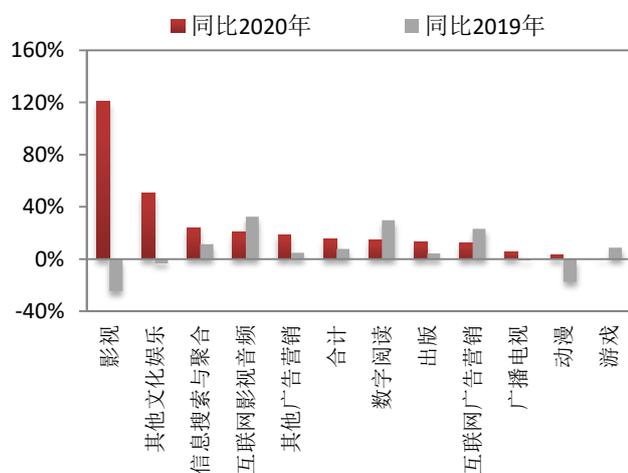
图 3：传媒上市公司前三季度期间费用率水平



资料来源：wind，山西证券研究所

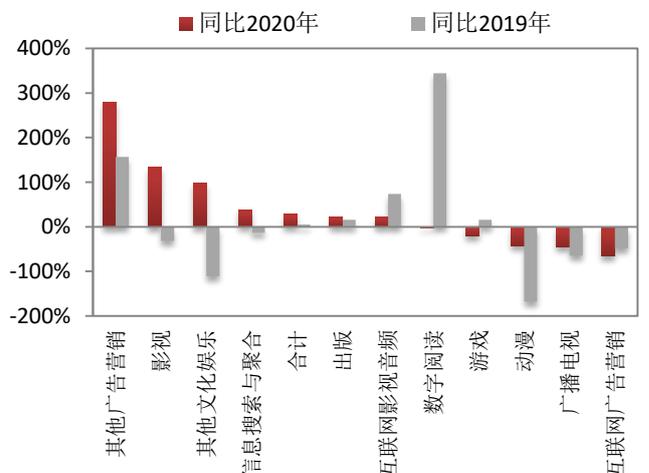
细分行业营收增速良好，归母净利润表现分化。2021 年前三季度，各细分板块营业收入均实现同比正增长，其中影视板块营业收入同比增幅达 120.64%，其他文化娱乐增幅达 50.77%，信息搜索与聚合、互联网影视音频等同比增幅 20% 以上，其他广告营销、数字阅读、出版、互联网广告营销同比增幅 12%-18% 区间，游戏、动漫、广播电视营业收入同比增幅相对较小。归母净利润增速方面，其他广告营销、影视、其他文化娱乐等同比实现 90% 以上增幅，信息搜索与聚合、出版、互联网影视音频同比增幅在 20% 以上，互联网广告营销、广播电视、动漫、游戏等则同比降幅达 20% 以上。从单季度趋势来看，影视、其他广告营销板块在低基数效应下以及互联网影视音频板块连续三个季度呈现营业收入、归母净利润的同比正增长；其余板块中出版、数字阅读、其他文化娱乐、互联网广告营销等 7 个细分板块营业收入连续三个季度呈现同比增长，归母净利润同比增速方面则在 21Q3 有不同程度下滑；此外游戏板块业绩增速逐季改善，至 21Q3 营业收入与归母净利润同比增速回正。

图 4：细分板块 2021 年前三季度营业收入同比增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 5：细分板块 2021 年前三季度归母净利润同比增速



资料来源：wind，山西证券研究所

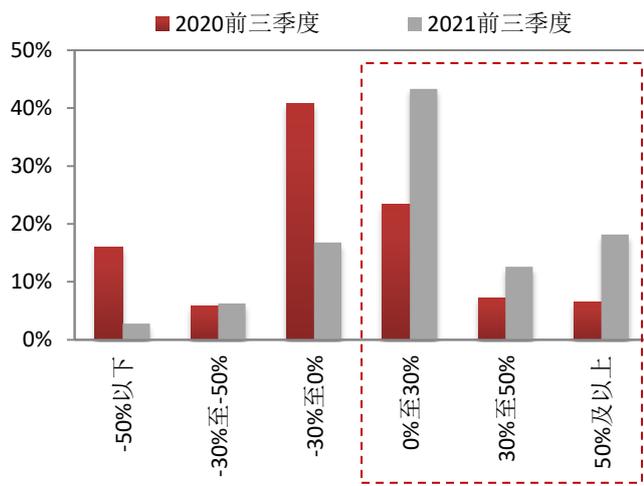
表 1：2021 年各季度细分板块营业收入及归母净利润同比增速情况汇总

营业收入增速	2021Q1	2021Q2	2021Q3	归母净利润增速	2021Q1	2021Q2	2021Q3
其他文化娱乐	47.27%	12.51%	109.77%	其他文化娱乐	-55.58%	111.87%	117.29%
影视	148.93%	290.62%	25.74%	影视	199.72%	116.92%	91.16%
信息搜索与聚合	39.61%	19.41%	18.70%	其他广告营销	908.58%	194.36%	89.36%
数字阅读	17.33%	15.50%	10.94%	游戏	-28.12%	-34.15%	11.18%
游戏	-5.65%	-2.74%	10.20%	互联网影视音频	62.15%	2.77%	6.98%
广播电视	7.60%	2.43%	6.11%	出版	67.96%	22.97%	-1.75%
合计	23.10%	18.81%	5.62%	信息搜索与聚合	221.02%	6.95%	-9.04%
出版	26.96%	11.37%	5.36%	合计	83.59%	44.10%	-17.22%
其他广告营销	40.41%	19.54%	3.49%	数字阅读	-38.05%	62.67%	-41.64%
互联网影视音频	48.69%	22.16%	0.24%	广播电视	-17.27%	-36.11%	-78.60%
互联网广告营销	18.29%	21.01%	0.02%	互联网广告营销	-33.60%	164.52%	-128.25%
动漫	15.65%	12.44%	-12.02%	动漫	107.38%	-167.84%	-173.27%

资料来源：wind，山西证券研究所

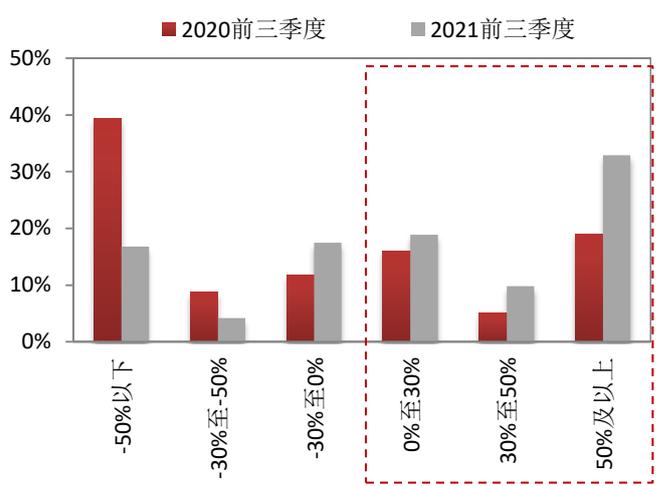
上市公司营收增幅集中于 0%-30%，归母净利润增幅 50%以上。2021 年前三季度，营业收入、归母净利润实现同比增长的上市公司继续维持较高比例，其中营业收入实现同比增长的公司数量为 106 家，占比为 74.13%，较 2020 年同期上升 36.90pct；营收增幅主要集中于 0%-30%区间，占比为 43.36%，其次为增幅在 50%以上的公司数量占比达 18.18%，在营业收入同比减少的上市公司中，降幅也主要分别为 30%以下，占比达 16.78%。具体到上市公司，欢瑞世纪、华录百纳、金逸影视、横店影视、上海电影等影视行业公司营业收入同比增速居前。归母净利润实现同比增长的公司数量为 88 家，占比为 61.54%，较 2020 年同期上升 21.39pct，其中扭亏公司 16 家，减亏公司 9 家；归母净利润增幅集中于 50%以上，占比为 32.87%，其次为增幅 0%-30%以内的公司数量，占比为 18.88%；在归母净利润同比减少的上市公司中，降幅分布在 30%以下及 50%以上的公司数量较为平均，分别为 17.48%和 16.78%。一方面，在 2020 年同期业绩低基数效应及 2021 年上市公司经营恢复向好的因素下，利润端同比增速明显改善；另一方面则是利润分化的情况仍然存在。具体到上市公司，新华网、光线传媒、中青宝、华媒控股、佳云科技等公司归母净利润同比增速居前。单季度业绩增速方面，143 家上市公司中，共有 88 家公司 21Q3 实现营业收入同比增长，72 家公司实现归母净利润同比增长；58 家公司 21Q3 实现营业收入环比增长，45 家实现归母净利润环比增长，相较于 21Q2，21Q3 上市公司业绩季度改善并不明显。

图 6：2021 年前三季度公司营业收入增速分布



资料来源：wind，山西证券研究所

图 7：2021 年前三季度公司归母净利润增速分布

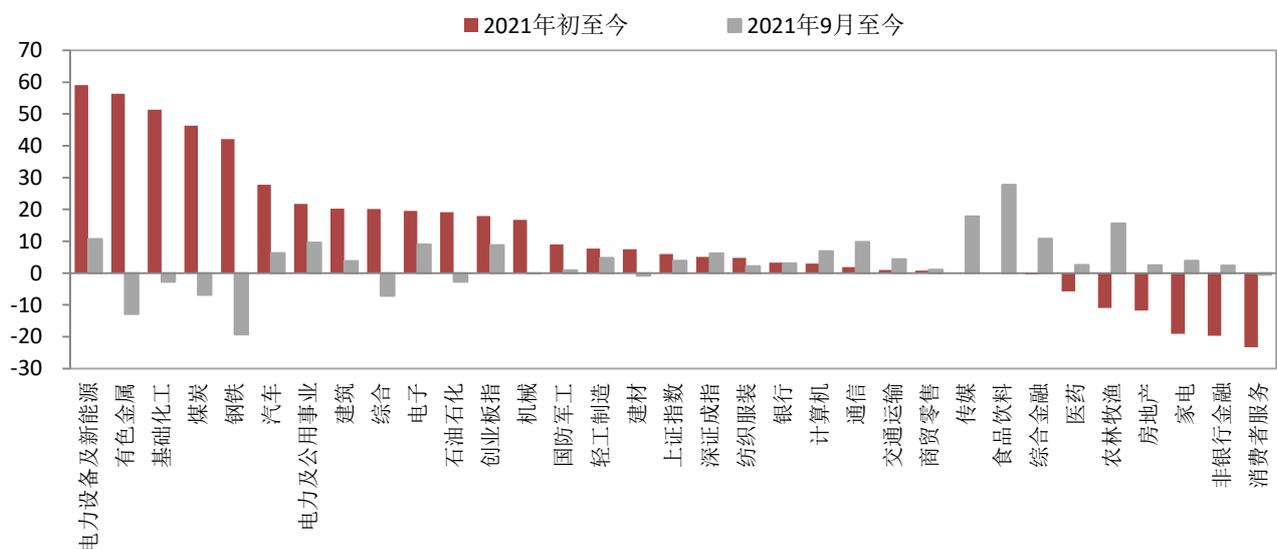


资料来源：wind，山西证券研究所

2. 政策落地与元宇宙热点催化，板块四季度表现活跃

截至 2021 年 12 月 13 日收盘，中信传媒指数年涨跌幅已回正至 0.21%，从全年行业指数来看，二级市场表现先抑后扬，上半年整体表现平淡，游戏、互联网营销、视频等线上经济相关板块回调明显，尤其进入暑期档以来，在网络文化“清朗”行动、文娱领域综合治理、游戏未成年保护等舆论及社会事件影响下，出于对监管政策变动的不确定性增加，致使传媒板块二级市场表现受压制，细分板块及个股估值进一步回落至历史低位。但随着 9 月份以来各项政策的落地，行业内上市公司迅速响应政策的变动并进行相应的调整，叠加三季报行业基本面向好、元宇宙概念爆发等因素，板块行情再度活跃，自 9 月份以来传媒指数区间涨幅已达 17.87%。

图 8：截至 2021 年 12 月 13 日行业指数涨跌幅统计

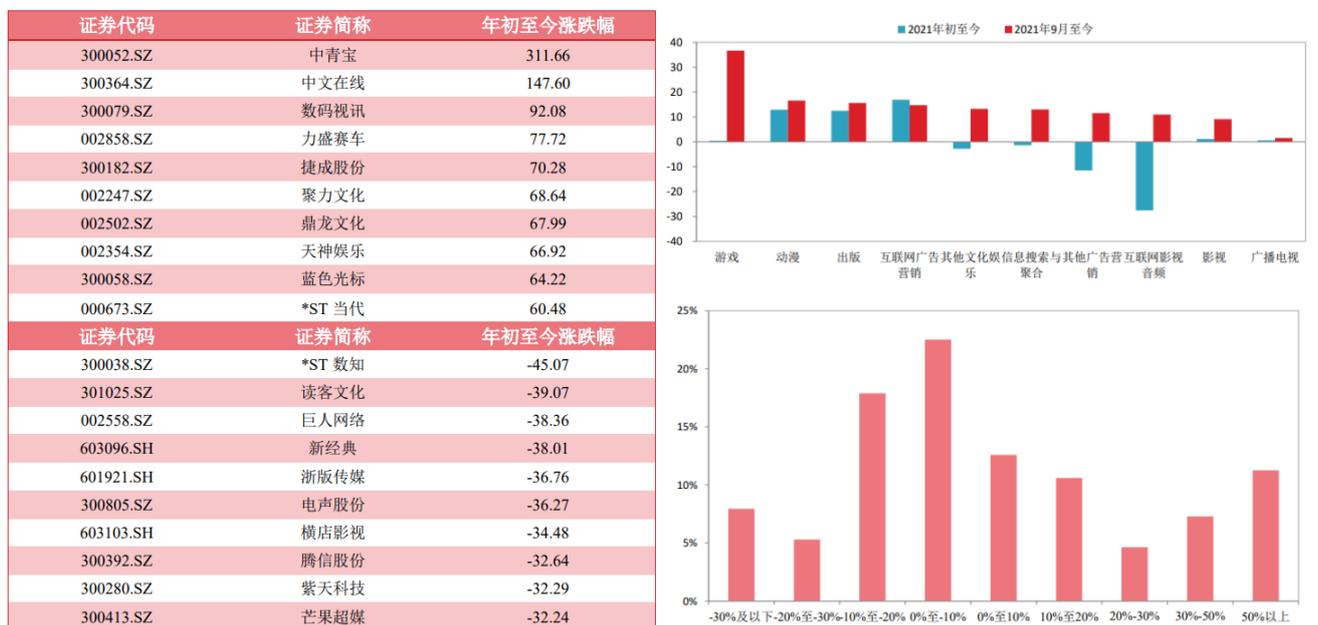


资料来源：Wind，山西证券研究所

截至 2021 年 12 月 13 日，传媒二级子行业指数中媒体、广告营销、文化娱乐累计上涨 7.16%、2.38%、0.53%，互联网媒体跌幅较深，达-19.01%。三级行业指数中，互联网广告营销、动漫、出版涨跌幅属第一梯队，分别为 16.95%、12.87%、12.48%，影视、广播电视、游戏微涨 1.13%、0.59%、0.41%，互联网影视音频、其他广告营销、其他文化娱乐、信息搜索与聚合分别下跌 27.57%、11.51%、2.80%、1.35%。自 9 月以来随着游戏板块业绩边际改善、估值见底以及元宇宙概念爆发等因素综合影响下，游戏板块迎来估值持续性估值修复行情，行业指数区间涨幅达 36.71%，其余细分行业指数也均有所上涨，动漫、出版、互联网广告营销、其他文化娱乐、信息搜索与聚合、其他广告营销、互联网影视音频行业指数涨幅均在 10% 以上。

上市公司方面，截至 12 月 13 日 151 家传媒上市公司中有 70 家实现年初至今上涨，占比 46.36%，中青宝涨幅 311.66% 领涨行业，中文在线、数码视讯、力盛赛车、捷成股份等 16 家上市公司涨幅在 50% 以上，占比 10.6%；*st 数知跌幅 45.07%，排名行业跌幅第一，读客文化、巨人网络、新经典、浙版传媒等 11 家上市公司区间累计下跌 30% 以上，占比 7.28%。从上市公司涨跌幅分布来看集中于-10% 至 0%，占比为 22.52%，其次为-20% 至-10%，占比为 17.88%。

图 9：截至 2021 年 12 月 13 日传媒三季行业指数及上市公司涨跌幅统计



资料来源：Wind，山西证券研究所

3. 互联互通&多入口拓展生态流量，5G 新技术发展丰富内容形态与场景

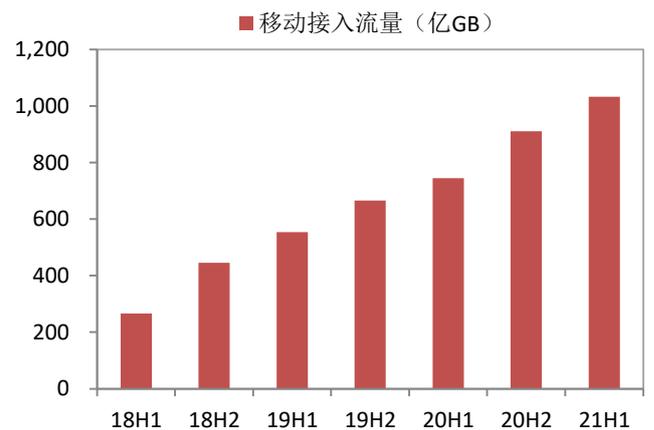
QuestMobile 数据显示，截至 2021 年 9 月，中国移动互联网月活用户达 11.67 亿，创历史新高，同比增长 1359 万，但净增量进一步减少。用户粘性进一步增加，1-6 月移动互联网接入流量达 1033 亿 GB，同比增长 38.7%；截至 9 月用户人均单日使用移动互联网次数达 115.1 次，同比增长 3.1%，人均单日使用时长达 6.6 小时，同比增长 8.2%。

图 10：中国移动互联网月活用户规模



资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

图 11：中国移动互联网接入流量消费情况



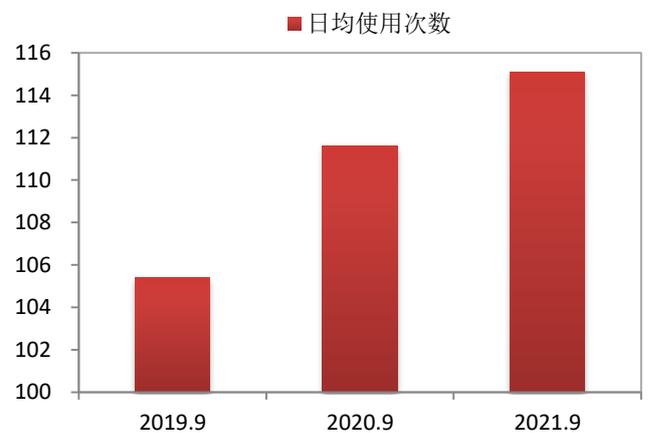
资料来源：CNNIC，山西证券研究所

图 12：截至 9 月中国移动互联网用户人均使用时长



资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

图 13：截至 9 月中国移动互联网用户人均使用次数

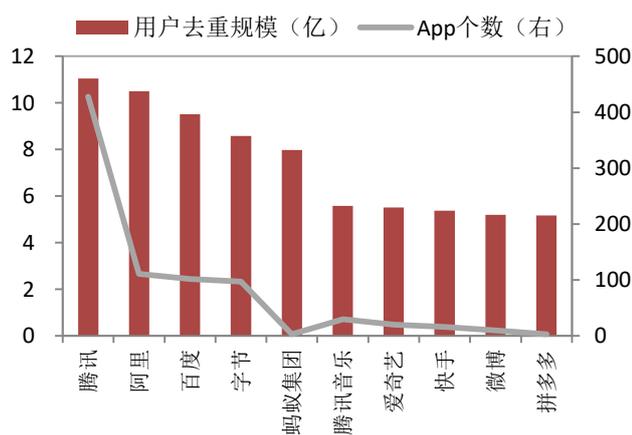


资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

头部互联网公司对移动用户已经形成了深度覆盖，用户渗透率的变化情况并不明显。QuestMobile 数据显示，截至 2021 年 9 月，BAT 平台覆盖用户规模分别达 9.51 亿、10.50 亿、11.05 亿；同时在用户需求日益复杂下，不同移动应用赛道不断细化，头部互联网公司在已搭建的涉足广泛的移动应用和商业体系下，进一步细化拓展应用场景，上述三家企业下关联 App 的个数分别达到 102 个、111 个、428 个。字节、快手等新流量平台也同样面临短视频行业用户快速增长后红利殆尽的压力，通过拓展商业化应用版

图，寻求增量与流量变现；截至 9 月，字节与快手覆盖用户分别为 8.58 亿和 5.38 亿，旗下关联 App 分别为 97 个和 16 个。然而在用户接触渠道更加多元化下，导致用户在单个应用停留的时间进一步缩短，一方面使得围绕用户时长与留存的竞争不断加剧，另一方面将推动应用间的流量打通与平台生态的开放。在政策层面，平台互联互通亦是监管在保障数据安全与用户权益基础上的最新要求。今年 9 月工信部有关业务部门召开“屏蔽网址链接问题行政指导会”，提出有关即时通信软件的合规标准，从 9 月 17 日起，各平台必须按标准解除屏蔽。对此，各头部平台均进行了火速回应，并在 11 月 11 日抖音官方账号发布声明称收到来自腾讯创作服务平台的申请，希望接入抖音开放平台。腾讯方面称，有大量全网热门影视综独家版权作品的二创短视频可以外发到抖音，补充抖音内容生态。我们认为在互联网平台间的打通，形成流量间的互惠互利、降低流量获取成本仅仅是第一步，在生态闭环走向开放后将更加考验应用精细化与差异化的运营能力，同时也将推动平台应用的创新及对用户体验的关注。

图 14：2021.9 移动互联网企业流量 Top 10



资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

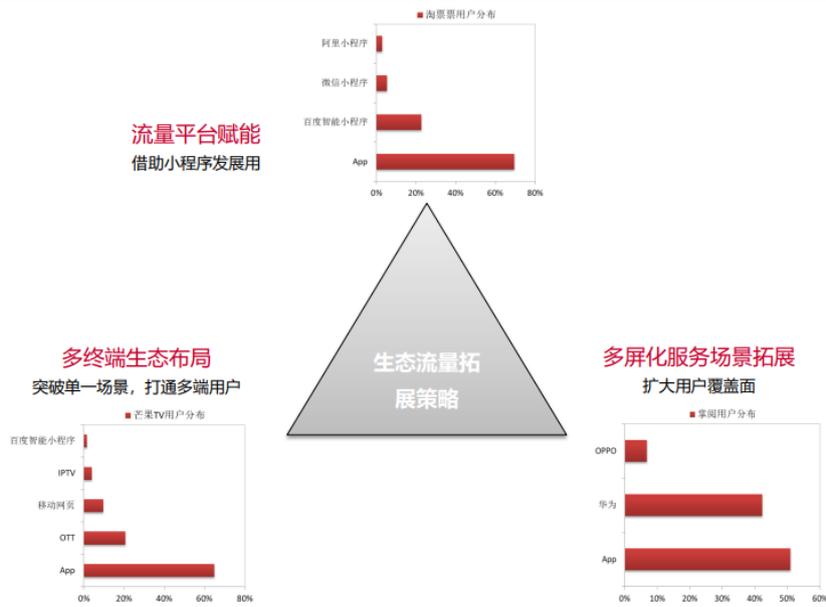
图 15：用户需求与竞争加剧下行业应用更加细化



资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

存量竞争的下半场，全景流量拓展已经成为移动互联网发展的共识。在流量渠道日益丰富下，垂直应用通过自身特征与发展需要拓展渠道布局，多流量入口助推 App 寻求增量。在布局方向上：首先小程序成为应用深入用户生活的重要方式，通过社交、支付、搜索等平台聚合流量的能力，以轻操作的使用特征实现用户的快速覆盖及应用引流，如淘票票通过用户通过搜索影片的场景，借助百度小程序实现用户的引流。其次，智能终端设备日益丰富及 5G 网络建设快速推进，各类应用通过多终端设备协作与链接，打破了手机单一终端的服务场景和产品类型，形成立体化服务场景及终端间的流量转化，如以芒果 TV 为代表的网络视频应用，实现 App+OTT+移动网页+IPTV+小程序的多端内容分发与用户拓展生态。第三，以多屏操作同样能够实现应用场景的广泛覆盖，尤其通过加深与终端设备厂商的合作，实现线下用户的绑定和转化，最具代表性的就是数字阅读行业，通过手机硬件的预装、电子书、智能阅读器等实现不同品牌用户群体。

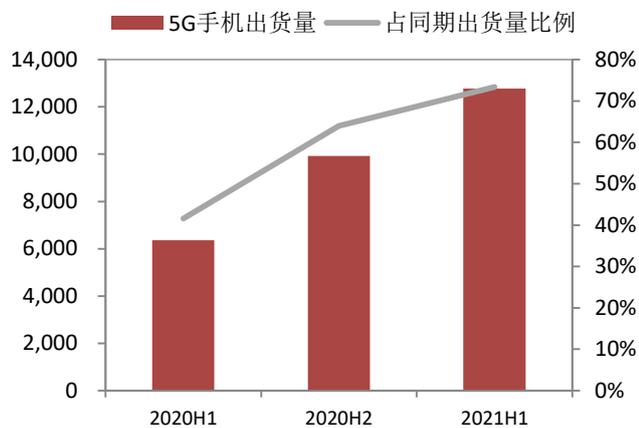
图 16：全景生态流量布局策略



资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

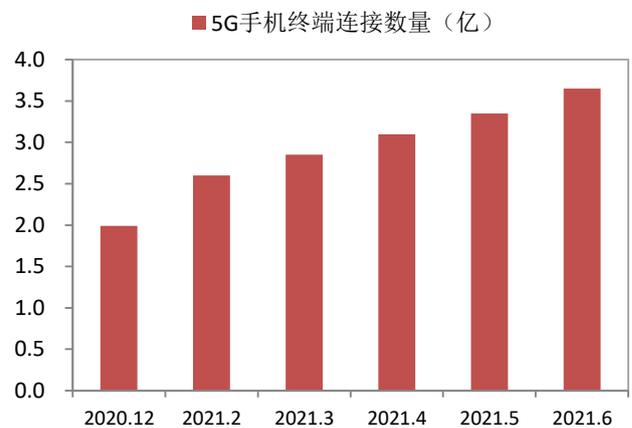
5G 网络及新技术的推动有望为移动应用带来新的发展机遇。CNNIC 数据显示，截至 2021 年 6 月国内累计开通 5G 基站 96.1 万个，覆盖全国所有地级以上城市；国内 5G 手机出货量达 1.28 亿部，同比增长 100.9%，三大基础电信企业 5G 手机终端连接数量达 3.65 亿，较 2020 年底增加 1.66 亿户。

图 17：国内 5G 手机出货量



资料来源：中国信息通信研究院，山西证券研究所

图 18：国内 5G 手机终端连接数量



资料来源：中国信息通信研究院，山西证券研究所

回溯中国移动互联网发展历程，我们发现移动互联网的快速发展是建立在 4G 网络基础设施建设的完善以及智能手机的普及下移动网民渗透率不断提升的基础上，移动网络应用在此期间迅速切入用户的生活，并不断进行迭代和细化。因此基于目前国内 5G 网络建设与技术发展的持续推进，5G 终端设备进一步普及，内容产业作为下游应用行业之一，将进一步受益于 5G 网络高速率、低延时、万物互联的优势以及 AI、VR/AR、云计算等新技术在内容端的应用，加速如 VR/AR 游戏、云游戏、虚拟偶像、虚拟社交

等发展进程，推动产品形态的丰富度与低成本化，而应用场景也将向多端联动、多屏联动拓展，以此推动内容产业的变革。

图 19：中国移动互联网发展历程

	2000年	2008年	2011年	2017年	2020年	
	萌芽期		培育期	成长期	转型期	全面发展阶段
标志事件	2000年12月 中国移动推出“移动梦网”	2009年1月 工信部发放3G牌照	2011年1月微信上线 2013年12月4G牌照发放	2017年1月 微信小程序上线	2020年疫情影响下 全面推进数字化发展	
终端设备	功能手机为主 黑莓、塞班智能机	功能机→智能机 (安卓、苹果)	智能机 (安卓、苹果)	国产智能机崛起 智能终端设备	国产智能机全面崛起 智能终端互通互联	
应用形式	WAP	App (PC端→手机端)	App	App+小程序	App、小程序 智能设备应用服务	
主要场景	短信、彩信、手机上网	上网、社交	社交、网购、新闻、搜索	社交、网购、手游、短视频、生活服务	全面数字化生活	
手机网民	≈1.17亿 (2008.12)	≈3.56亿 (2011.12)	≈7.53亿 (2017.12)	≈9.86亿 (2020.12)	≈10.07亿 (2021.6)	

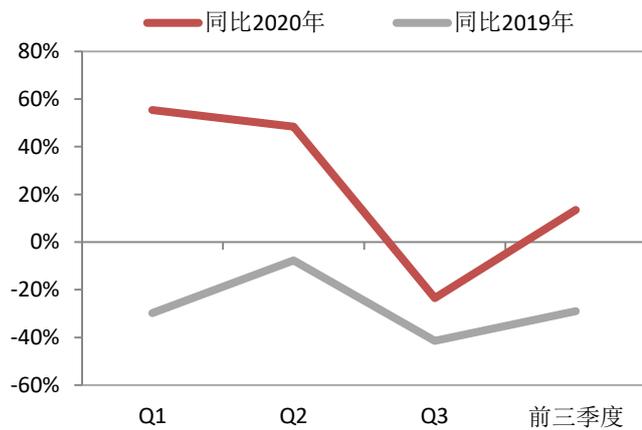
资料来源：QuestMobile，中国信息通信研究院，山西证券研究所

4. 阅读：渠道变革，内容为基，多元变现

4.1 三季度图书零售增速回落，未来市场仍具有结构性增量

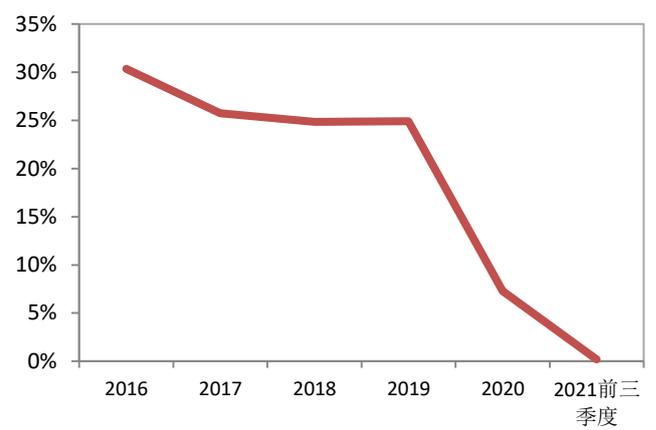
北京开卷数据显示，三季度受到疫情、汛情及主题出版销售回落影响，图书零售市场销售码洋增速放缓，2021年1-9月同比增长2.99%，同比2019年同期减少4.19%，其中实体渠道销售码洋同比增长13.52%，但21Q3出现同比下滑23.45%，导致整体同比增速放缓且较2019年仍有28.97%的降幅，因此实体渠道不仅要面对疫情防控常态下部分地区疫情反复对门店经营的影响，同时还要面对读者消费习惯的改变和渠道迁移。网店渠道虽保持增长但增速放缓，同比增长0.21%，较2019年同期增长7.03%；可转化流量不足以及在日常打折促销活动下对读者的消费刺激减弱，导致网络渠道增速回落。

图 20：2021 年前三季度实体书店码洋增速



资料来源：北京开卷，山西证券研究所

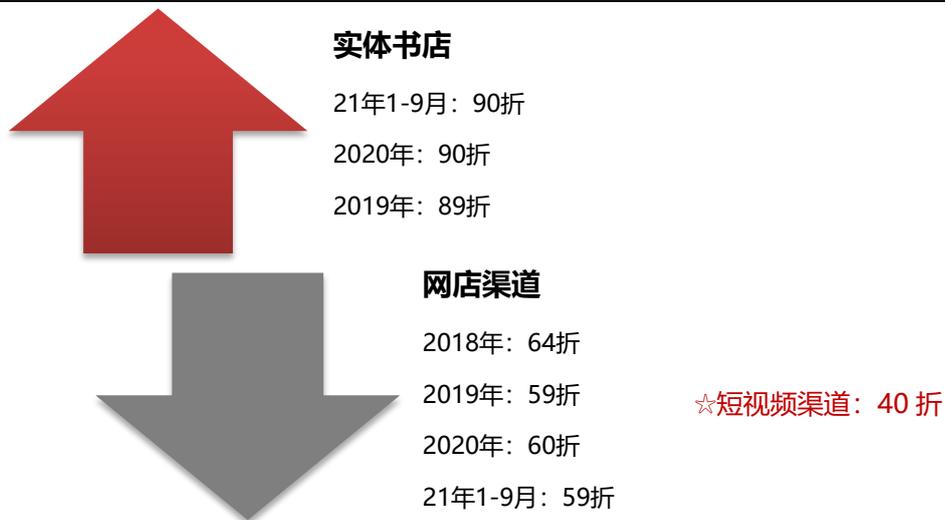
图 21：2021 年前三季度网络渠道码洋增速



资料来源：北京开卷，山西证券研究所

渠道折扣保持稳定，实体店为 9 折，网店为 5.7 折（不含满减、用券），与上半年相比折扣水平无变化，其中图书短视频渠道近两年发展迅速，整体折扣率较低，仅为 4 折。在平台促销、满减活动常态化以及各类电商平台、短视频平台打造的品牌日、直播间促销日等更加多元化的营销活动下，推动渠道折扣率水平的进一步下行，进而带动图书定价的上涨。

图 22：图书市场不同渠道平台折扣率水平

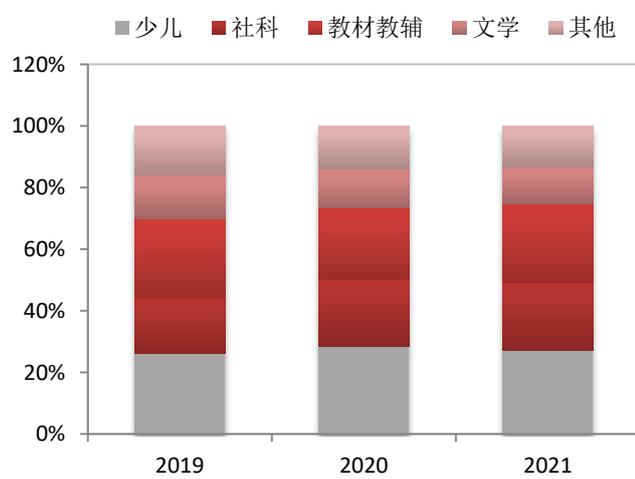


资料来源：北京开卷，山西证券研究所

从图书市场结构来看，少儿图书仍占据最大码洋比重，1-9 月图书零售市场码洋占比为 27.08%，较 2020 年同期下降 1.33pct，主要受到社科类图书市场规模的挤压以及去年同期高基数影响。由于少儿类图书系列化成套销售形成趋势，直播间带货形式更方便展示图书内容、以更精准的购买受众、以更优惠价格促销更易带动销量，因此在短视频电商渠道中少儿图书占据更高的码洋比重，1-9 月占比为 59.96%，其中在 Q2-Q3 期间的占比超过 60%。社科类图书在主题出版的带动下码洋比重上升明显，由 2019 年的

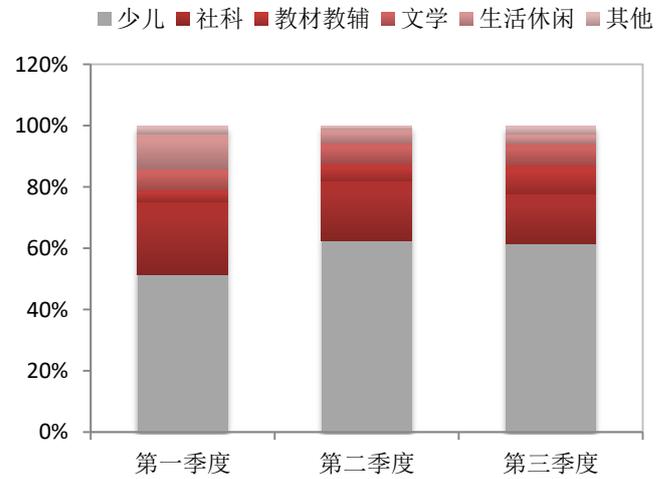
18.29%逐步上升至 2021 年的 22.21%，其中马列、学术文化的比重上升 1.93pct 和 1.17pct，此外社科类在短视频电商平台的比重销售品类为心理自助品类，1-9 月社科类在短视频渠道的占比为 16.38%，其中心理自助类占比 9.25%。教材教辅类图书码洋规模占比更为稳定，全渠道码洋规模占比排名第三，占比为 25.57%，同比上升 0.44pct。文学类作为休闲阅读主要门类码洋比重排名第四，占比为 11.93%，与 2019 年、2020 年相比下降 2.23pct、0.63pct；今年文学类图书销售中以网文纸书表现最为亮眼，在开卷 1-9 月虚构畅销榜中共有 32 部作品进入 TOP 100，一方面知名作家新书如余华的《文城》、张嘉佳的《天堂旅行团》等有出色表现，另一方面图影联动效应再次凸显，影视剧热播同样带动原著作品的销量，如《你是我的荣耀》《一生一世美人骨》等。

图 23：2021 年前三季度图书码洋结构



资料来源：北京开卷，山西证券研究所

图 24：2021 年不同季度短视频电商平台图书码洋结构

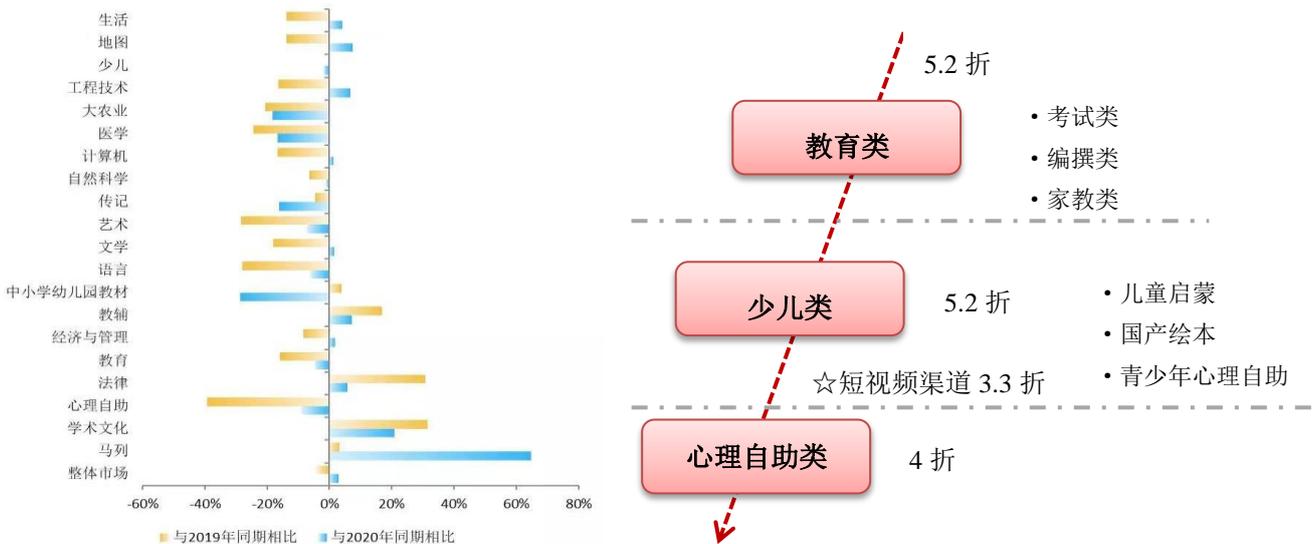


资料来源：北京开卷，山西证券研究所

从图书细分市场增速来看，受益于主题出版热销，马列类、学术文化类图书增长亮眼，增速分别为 64.77%、20%，相较于上半年 109%、50%的增速少儿类市场小幅下滑 0.65%；与 2019 年同期相比，马列、学术文化、法律、教辅、中小学幼儿教材同比实现码洋增长，其余品类则仍处于恢复阶段。

从图书细分品类折扣来看，心理自助类、教育类、少儿类等主要图书品类渠道折扣低于网店渠道整体，主要与销售平台（短视频）及销售方式（成套促销）有关。其中心理自助类为 4.0 折，教育类与少儿类折扣为 5.2 折，包括考试类、家教类图书以及低龄儿童启蒙、国产绘本、青少年心理自助等图书的折扣率较低，此外少儿图书在短视频渠道的折扣率更低，低至 3.3 折。

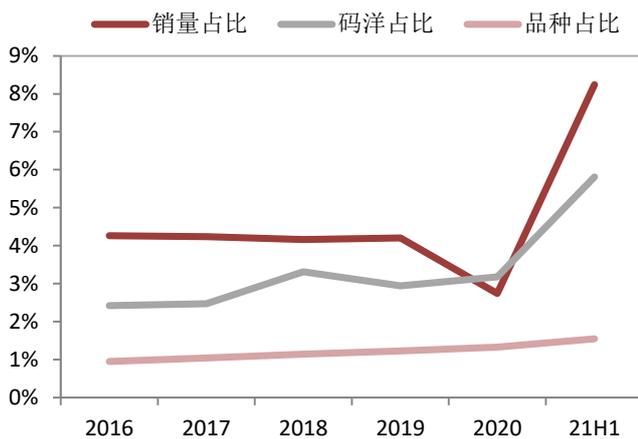
图 25：2021 年前三季度图书细分品类增长情况及部分品类渠道折扣



资料来源：北京开卷，山西证券研究所

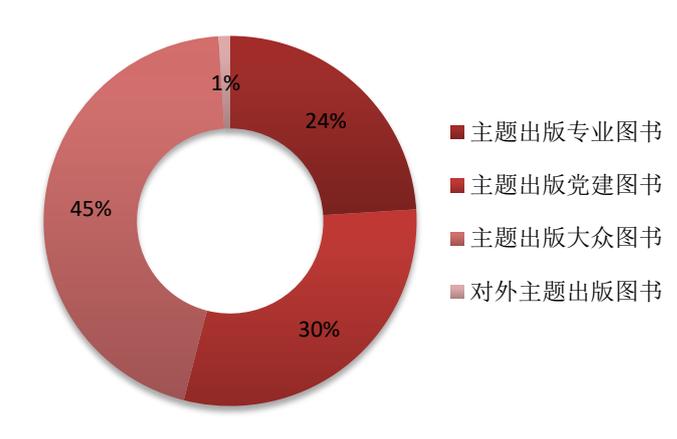
三胎政策后带来的人口红利亟待释放，双减政策推出后为学生阅读让渡了更多的时间，而社会对教育的焦虑仍在增强，因此对于低幼启蒙、科普绘本、学生推荐读本等偏教育属性读物的需求有望进一步提升，带动少儿图书市场的持续增长。主题出版仍有望引领社科类图书市场份额的提升，尤其是近年来主题出版向传统文化、科技发展及社会纪实、人物传记等多元化内容拓展，推动了主题出版阅读的大众化；此外 2022 年将迎来中共二十大的召开，有望带动相关党建读物的出版与销售。

图 26：2016-2021H1 主题出版码洋规模及占比



资料来源：北京开卷，出版人，山西证券研究所

图 27：2021 年上半年主题出版题材品种占比



资料来源：北京开卷，出版人，山西证券研究所

4.2 网络渠道营销分化，自播模式下向私域流量与内容精细化运营发展

疫情催化加速图书销售渠道的变革，整个渠道端向线上倾斜的同时营销与销售平台更加分散化，也使得图书销售迈入了流量竞争的时代。2020 年被认为是图书直播带货的“元年”，作家、出版社、民营

图书公司、实体书店、网店等市场上的参与者均进行了相关的布局和探索，加速了图书渠道的变革，短视频电商作为图书销售新崛起的平台一方面有望继续享有流量红利，据抖音官方数据显示，2021年双11期间抖音电商图书销量同比增长194%；另一方面平台运营模式也有望再度进阶，向更精准的私域流量运营和内容运营发展，将销售渠道变革转向服务模式创新。

出版机构自有账号的运营是形成私域流量的关键一步。2021年以来有多家出版机构通过在抖音、快手、小红书等新媒体平台设立自运营账号，开启品牌自播模式。单从抖音平台来看，双11期间头部出版社如机械工业出版社单日码洋达到20万以上，磨铁文化、浙江文艺出版、中信童书、接力出版社、外研社等月内（10.12-11.10）单账号场均销售额达到3万元以上；而在粉丝积累上，部分文艺类出版机构账号粉丝规模达100万，童书、社科类头部账号粉丝也均在10万级别以上。自播模式下不仅能够带动出版机构自有图书的销量，最重要的是使得出版机构能够结合自身发展需要组建和培养自有新媒体营销团队，掌握渠道运营的自主权，通过一个或多个自有账号矩阵形成流量聚集效应，触达更广范围的用户，扩大出版机构在公域流量的品牌影响力。

表 2：部分出版机构近期在抖音平台上开展自播业务数据（2021.10.12-11.10）

账号	类别	隶属机构	粉丝数	场均实洋
机械工业出版社	社科类	机械工业出版社	18.52w	17.49w
外研社	教育类	外研社	13.13w	5.68w
铁铁的书架	文艺类	磨铁文化	151.46w	4.8w
电子工业出版社	社科类	电子工业出版社	5.98w	4.54w
中信童书	少儿类	中信出版	10.57w	3.72w
接力出版社	少儿类	接力出版社	3.42w	3.6w
浙江文艺出版社	文艺类	浙江文艺出版社	8.56w	3.52w
青豆书坊	少儿类	青豆书坊文化	7.77w	2.22w
中华书局	社科类	中华书局	27.81w	1.29w
译林出版社	文艺类	译林出版社	11.67w	1.21w

资料来源：新抖数据平台，出版商务周报，山西证券研究所

单纯的低价引流方式逐步向精准的内容营销和传播转变。折扣虽然是直播间销售的优势，但单纯的价格竞争无法形成用户的粘性，仅有低廉的价格而缺少优质的内容必将面对用户的流失。账号运营及直播内容的差异化能够获得用户对品牌的认可，进而使得用户能从公域流量转化为具有粘性的私域流量。从图书内容介绍到不同作者、主题、年龄、社群等更加垂直精准地推荐；从选购指引到阅读服务再到读者交流、新书发布、文化访谈等内容传播；同时还能与其他出版机构进行合作和联动，为读者提供更加科学、精准的阅读服务，满足用户多元化选购和阅读的需求，也能对出版机构形成直接地反馈，借此倒逼出版机构在内容上进行优化和调整。

图 28：出版社自播账号从直播间带货到选购指南、阅读服务的进阶



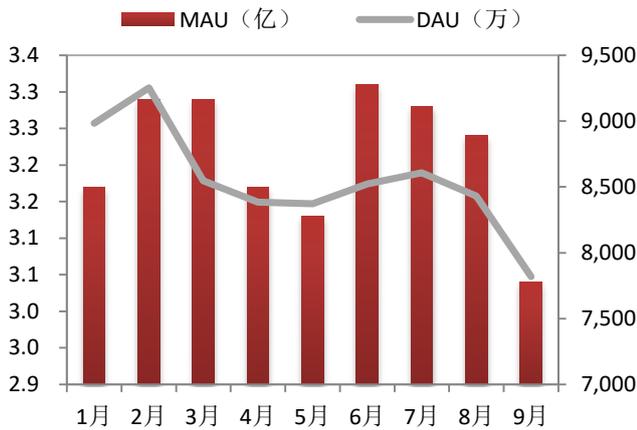
资料来源：中信童书抖音账号，山西证券研究所

内容适配渠道之变，但品牌价值才是变革中的基石。面对崛起的新媒体平台与强势的渠道变局，一方面需要图书出版机构根据营销渠道的调性进行向适配的品类布局，比如科普类图书可通过带有知识属性的内容素材创作成短视频进行传播，与知识类账号的受众和内容相契合进而形成有效的转化，因此科普类图书更适合短视频化营销方式；而经管、学术文化类的图书内容更厚重，并不适合以直播间带货的形式销售，但可以利用线上的文化讲座、读者交流等形式进行宣传。另一方面，渠道调性的不同也有助于推动内容供给的差异化发展，以抖音为代表的对价格较为敏感的渠道，可以侧重推出区别于其他渠道的低价、抢占流量的系列图书；内容电商或平台电商则可以推出平台独有的定制款，通过差异化的营销促进销售。但是渠道的分散化会进一步提高图书整体的营销成本，因此图书市场面临的流量的竞争最终还是回归到内容与品牌的价值本身，无论渠道与传播形态如何，只有好的图书才能将分散的流量沉淀在品牌自己的用户池中。

4.3 免费阅读推动市场格局变化，微短剧进一步打开版权变现空间

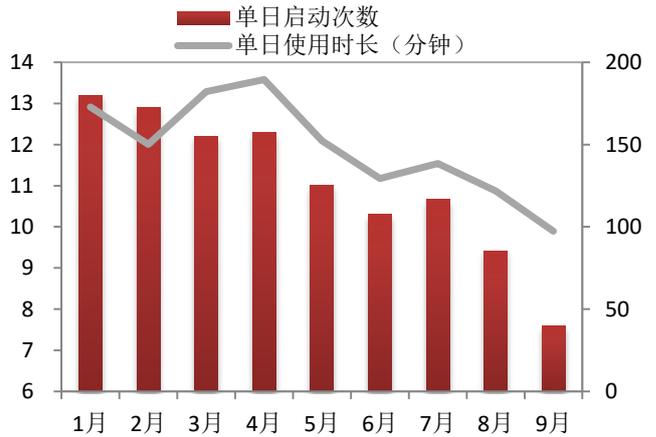
2021 年第三季度，数字阅读活跃用户规模达 4.04 亿人，较第二季度小幅下降 1%；用户人均单日启动次数达 9.23 次，环比减少 18%，人均单日使用时长为 119.23 分钟，环比减少 24%；从全年各月情况来看，在假期期间（如春节、暑假等时间段）移动阅读用户活跃度与用户粘性更高。

图 29：2021 年移动阅读市场活跃用户规模



资料来源：易观分析，山西证券研究所

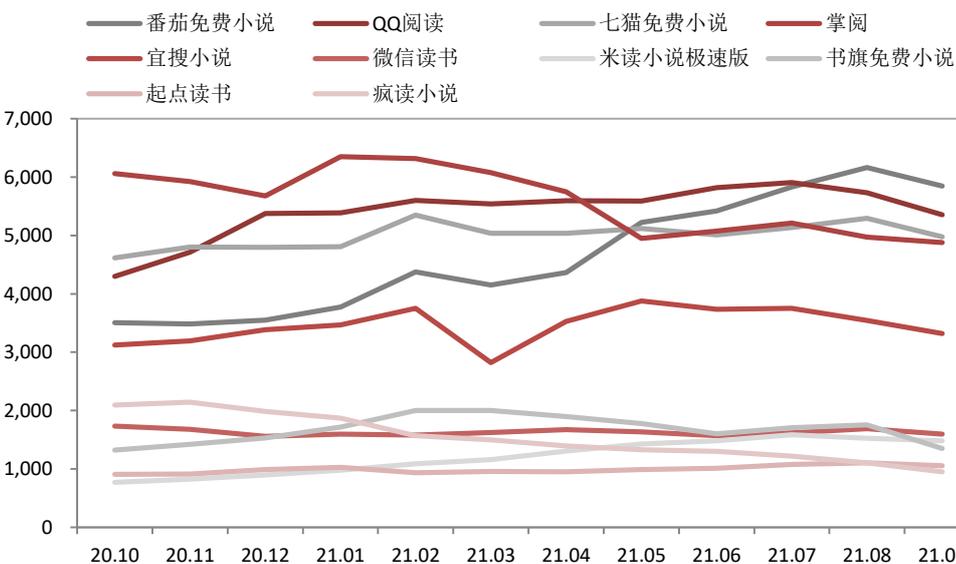
图 30：2021 年移动阅读用户人均单日启动次数及时长



资料来源：易观分析，山西证券研究所

随着 2019 年-2020 年以来头部互联网企业对数字阅读赛道生态化的布局落地以及在内容与用户运营上持续发力，到 2021 年移动阅读市场的用户格局发生了较大的变化，以番茄免费小说、七猫免费小说为代表的免费阅读平台占据了移动阅读市场 MAU 头部地位，截至 2021 年 9 月末，番茄免费小说、QQ 阅读、七猫免费小说 MAU 排名市场前三位，分别为 5847 万、5354 万、4976 万，小说平台中免费阅读 App 占到近四席；而从增速来看米读小说极速版、番茄免费小说月活同比增长达 50% 以上，显著高于其他头部 App。从全年月均 MAU 及用户粘性数据来看，QQ 阅读与掌阅仍具有市场 TOP 2 优势位置，但在免费阅读平台的快速发展下，传统头部付费阅读平台进一步提高了免费阅读业务重要性，如掌阅推出免费阅读平台得间，并在主 App 中设置免费阅读板块；阅文上线了免费阅读创作站点昆仑中文网和新媒体创作站点九天中文网，并在 QQ 阅读 App 专设免费区域，为一级页面入口。

图 31：截至 2021 年 9 月主要数字阅读平台 MAU 情况及 QQ 阅读免费阅读入口



资料来源：易观分析，QQ 阅读 App，山西证券研究所



微短剧打开了新的变现空间。随着免费阅读业务的快速发展，阅读平台对原创内容投入以及作者扶持、稿费激励增加，变现的诉求也会相应提升，影视、游戏、有声作品、实体书、动漫等不同形式衍生品开发，使得网文 IP 的版权变现模式也更加丰富。作为内容产业 IP 的蓄水池之一，网文平台每年为影视剧进行大量的 IP 输出，同时随着影视作品的热播，还推动了网文纸质图书的出版与销售，进一步扩大 IP 影响力。随着年轻用户对短视频内容的偏好，网文 IP 的影视改编也不再局限于长视频领域，微短剧的开发也成为网文平台拓展 IP 版权变现的重要模式。自 2020 年，快手快速切入微短剧赛道，通过 100 部网络文学作品改编、拍摄，打造短剧孵化平台；其中米读于 9 月与快手签订战略合作，在快手平台独家上线多部热门 IP 改编的短剧内容，形成内容与流量宣发的联动双赢。此后，网文平台微短剧开发模式逐步成熟，多家数字阅读平台布局微短剧内容，推出专属短剧板块：2021 年头部平台掌阅专门投资短剧制作公司等闲内容引擎，通过专业化的团队布局精品微短剧；塔读文学全新开设“塔读微剧场”，并与番茄小说携手在抖音上线微短剧《星动的瞬间》。相较于传统的 IP 改编长视频高投入、长周期的制作模式，微短剧的开发给予数字阅读平台更多的参与空间，依靠短视频流量优势，进一步延伸 IP 影响力，同时对内容投入形成反哺。目前快手、抖音均已开设了专门的短剧剧场，另据媒体报道抖音于 11 月底正在进行短剧付费功能的测试，模式与付费小说类似按照集数进行付费，每集最低 1 元起、支持重复观看，并为创作者开设短剧专栏。因此随着未来短剧付费模式推行，有望进一步增强数字阅读平台 IP 变现的能力，拓展出多元化的商业模式。

图 32：疯读小说快手剧场及快手短剧小剧场

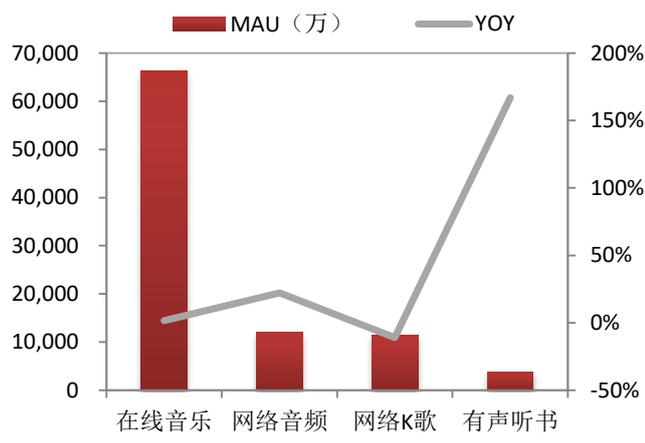


资料来源：快手 App

有声阅读赛道依旧是我们看好的数字阅读衍生形态。Questmobile 数据显示，截至 2021 年 10 月整个声音行业的用户覆盖量级已经达到 7.28 亿，其中细分领域网络音频与有声听书 MAU 分别为 1.20 亿和 3841

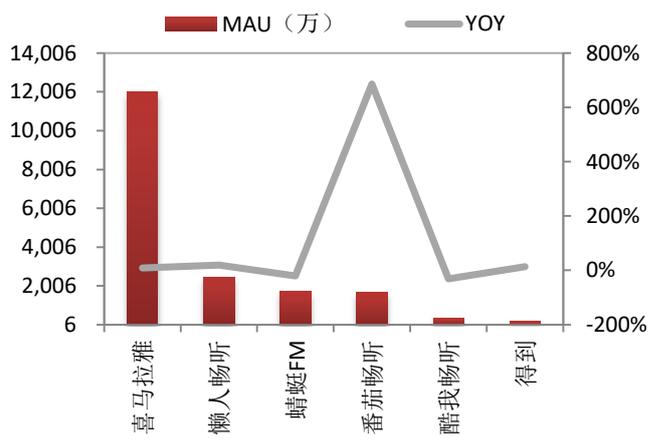
万，并呈现快速增长态势，同比 2020 年 10 月分别增长 22.1%和 166.9%。从用户量级来看，有声阅读行业仍具有广阔的拓展空间，一方面，独立有声产品以多元化的内容与服务形式扩大用户覆盖，其中喜马拉雅 MAU 以 1.20 亿规模占据头部优势，懒人听书、得到等腰部平台呈现快速增长，此外头条于 2020 年 6 月上线独立有声阅读平台番茄畅听，凭借头条自身强大的流量生态与内容投入，MAU 突破 1500 万。

图 33：2021.10 声音细分行业 MAU



资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

图 34：2021.9 有声阅读平台 MAU



资料来源：易观分析，山西证券研究所

另一方面，有声听书已成为数字阅读平台重点打造的功能模块，例如掌阅 App 中不仅包括网文的有声化，还包括出版图书的听书栏目、精品课频道、亲子少儿听书及教材同步等细分专栏，满足用户需求的同时形成内部从阅读用户到有声用户地有效转化。随着智能硬件的普及迭代与网络环境的优化，有声阅读的产品形式与应用场景将更加多元，并将拓展出更加丰富的业态。

图 35：掌阅 App 有声阅读服务



资料来源：掌阅 App

5. 视频：监管升级，行业积极应对寻求突破

5.1 影视行业监管升级，涉及内容导向、平台运营、艺人艺德多个方面

自 2018 年以来影视剧及网络视听行业监管趋向常态化，呈现出政策的长效监管与短期调控配合。2021 年是内容产业政策频出、监管趋严的一年，网络清朗行动、文娱行业综合整治中的相关政策不仅涉及到影视剧综的内容制作、演艺人员，同时还包括网络视频平台的规范经营。通过对 2018 年以来影视及网络视频行业监管政策梳理，我们看到政府部门对内容产业及平台经济监管体系的搭建逐步完善，以“看得见的手”推动视频行业供给端改革，以社会主义核心价值观为导向、以合理的资源配置、以规范的运营管理呈现行业整体高质量的发展。

在内容审查方面，2019 年以来总局实施了电视台与网络内容审查并轨，网剧、网络大电影等内容取消自审自播，节目规划需备案，成片需提交升级广电进行审核等规定；在内容导向方面包括防治过度娱乐化、追星炒作，提倡现实题材创作，加强对宫斗剧、抗战剧、谍战剧的备案公示审核和内容审查，规范电视剧“注水”问题等，2021 年新增包括对主创人员因违反相关法律、法规而造成不良社会影响的，相关节目传播将受到限制；坚决抵制违法失德人员，坚决反对唯流量论的内容制作理念等。在未成年人保护方面，不仅对未成年演员参演节目、广告等进行明确规定，同时针对未成年人受众的栏目内容、播放时间、审核评估等进行规定。

表 3：2018 年以来与视频行业内容审查与制作导向方面的监管梳理

时间	监管政策及主要内容
2018/2/8	国家新闻出版广电总局发布《严肃整治网上低俗炒作、不良有害视听节目》，严肃整治网上近期出现的歪曲演绎红色经典、恶意拼接经典卡通形象散布血腥暴力、低俗炒作明星绯闻隐私和炫富享乐类视听节目。
2018/3/22	国家新闻出版广电总局发布《关于进一步规范网络视听节目传播秩序的通知》，坚决禁止非法抓取、剪辑改编视听节目的行为；加强网上片花、预告等视听节目管理；加强各类节目接受冠名、赞助的管理。
2018/9/20	国家广播电视总局发布《境外视听节目引进、传播管理规定（征求意见稿）》指出，任何单位和个人不得引进境外时事性新闻节目。广播电视播出机构各频道每天播出的境外电影、电视剧、动画片、纪录片和其他境外电视节目，不得超过当天该类别节目总播出时间的 30%。未经国务院广播电视主管部门批准，广播电视播出机构不得在 19:00—22:00 播出境外视听节目。境外视听节目播出单位应当配备与其业务相适应的专业节目编审人员，执行播前审查、重播重审制度。
2018/11/9	国家广播电视总局发布《关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》，提出各广播电视播出机构和网络视听节目服务机构要从讲政治的高度深刻认识追星炒星、泛娱乐化等问题的严重危害。政府资金、免税的公益基金等不得参与投资娱乐性、商业性强的电视剧网络剧（含网络电影）。
2019/1/17	国家广播电视总局下发《关于网络视听节目信息备案系统升级的通知》，要求从 2019 年 2 月 15 日起，重点网络影视剧在开始制作前，应由制作机构登录“重点网络影视剧信息备案系统”登记节目名称、题材类型、内容概要、制作预算等规划信息。在重点网络影视剧拍摄制作完成后，包括演员片酬、实际投资、拟播出平台在内的相关信息需要在备案系统中登记。

2019/7/12	国家广播电视总局电视剧司召开部分省局电视剧内容管理工作专题会议暨推动电视剧高质量发展调研座谈会，会议再次点名“宫斗剧”、“翻拍剧”，要求加强对宫斗剧、抗战剧、谍战剧的备案公示审核和内容审查，治理“老剧翻拍”不良创作倾向。
2020/2/19	国家广电总局发布《关于进一步加强电视剧网络剧创作生产管理有关工作的通知》对电视剧网络剧内容“注水”的问题进一步规范，提倡拍摄制作不超过 40 集，鼓励 30 集以内的短剧创作；针对一些电视剧网络剧在创作生产过程中盲目追赶进度，在前期没有充分筹备的情况下仓促开机拍摄制作，通知要求在申报备案公示时，制作机构须向有关广播电视主管部门承诺已基本完成剧本创作。
2020/11/5	国家广电总局《关于推动新时代广播电视播出机构做强做优的意见》强抵制低俗庸俗媚俗的工作机制，坚决防止追星炒星、过度娱乐化、高价片酬、唯收听收视率等不良倾向。此外要严格控制演员、嘉宾片酬，倡导演员、嘉宾以社会责任感和使命感零片酬参与公益性节目。
2020/12/5	中国电视剧制作产业协会《关于电视剧（网络剧）制作“去浮华浮躁、重创作规律”的几点意见》针对电视剧（网络剧）的制作提出五点意见：必须要去浮华浮躁、重创作规律；必须加重文化含量，提升艺术质量；必须端正创作态度、尊重艺术规律；必须净化市场环境，促进产业良性发展；抵制不良行为，端正创作态度。
2021/3/16	国家广电总局官网发布公开征求《中华人民共和国广播电视法（征求意见稿）》。征求意见稿明确了广播电视节目禁载的九类内容和七类国家支持制作播放的节目，尤其是提出主创人员因违反相关法律、法规而造成不良社会影响的，相关节目传播将受到限制，以及节目主创人员的酬劳标准和配置比例应当符合规定。
2021/9/2	《关于进一步加强文艺节目及其人员管理的通知》，要求坚决抵制违法失德人员，坚决反对唯流量论，坚决抵制泛娱乐化，坚决抵制高价片酬，切实加强从业人员管理，开展专业权威文艺评论，充分发挥行业组织作用，切实履行管理职责。
2021/11/16	国家广电总局召开“我们的新时代”主题电视剧重点项目推进会，会议指出，电视剧行业要提高政治站位，自觉担当政治责任、文化责任，紧扣重要时间节点，齐心协力、埋头苦干，以创作更多主题电视剧精品力作的实际行动迎接党的二十大胜利召开。

资料来源：国家广播电视总局等网站，山西证券研究所

表 4：2018 年以来与视频行业未成年保护相关的监管梳理

时间	监管政策及主要内容
2018/7/6	国家新闻出版广电总局发布《关于做好暑期网络视听节目播出工作的通知》，制作传播正能量鲜明的青少年节目。对于偶像养成类节目、社会广泛参与选拔的歌唱才艺竞秀类节目，要组织专家从主题立意、价值导向、思想内涵、环节设置等方面进行严格评估，确保节目导向正确、内容健康向上方可播出，坚决遏止节目过度娱乐化和宣扬拜金享乐、急功近利等错误倾向。
2018/8/24	国家广播电视总局发布《未成年人节目管理规定（征求意见稿）》，提出未成年人节目不得宣扬童星效应或者包装、炒作明星子女。不得利用不满十周岁的未成年人作为广告代言人。广播电视播出机构在规定时间内播出的节目应当适宜所有人群收听收看；未成年人专门频道、频率在规定时间内播出国产动画片或者未成年人节目，不得播出影视剧以及引进节目。
2019/4/3	国家广电总局发布《未成年人节目管理规定》，对未成年人节目内容题材作出规范，对未成年人专门频道进行严格限制，要求相关节目必须定时发送休息提示信息，应建立公众监督举报制度。
2021/3/16	国家广电总局官网发布公开征求《中华人民共和国广播电视法（征求意见稿）》，针对未成年人，征求意见稿第二十三条提出了广播电视节目集成播放机构应当通过设立未成年人专门频率频道、未成年人专门时段、未成年人节目专区、未成年人模式等措施，建立完善未成年人保护专员、未成年人节目评估委员会等机制，防止未成年人节目出现商业化、成人化和过度娱乐化，保护未成年人合法权益。广播电视节目包含可能影响未成年人身心健康内容的，广播电视节目集成播放机构应当以显著方式进行提示并合理安排播放时间、版面。

资料来源：国家广播电视总局等网站，山西证券研究所

在明星薪酬、税收方面的监管自 2018 年以来一直是行业审查的重点，广电总局、演艺协会及行业自律组织等在多次发文中强调每部电影、电视剧、网络视听节目全部演员、嘉宾总片酬不得超过制作成本的 40%，主要演员片酬不得超过总片酬的 70% 的最高片酬，在一定程度上降低了剧综的制作成本，也使得制作公司能有更多的预算投入到剧本创作、拍摄、后期制作等环节，提高内容的质量。2021 年针对演员道德行为规范、明星网上信息规范、粉丝引导及饭圈文化等问题进行有针对性的治理和监管。

表 5：2018 年以来与视频行业演艺人员相关的监管梳理

时间	监管政策及主要内容
2018/8/11	爱奇艺、优酷、腾讯视频、华策影视、慈文传媒等 9 家制作单位发布《关于抑制不合理片酬，抵制行业不正之风的联合声明》，即日起执行有关部门每部电影、电视剧、网络视听节目全部演员、嘉宾总片酬不得超过制作成本的 40%，主要演员片酬不得超过总片酬的 70% 的最高片酬；并对不合理的演员片酬进行控制，三家视频网站和六大影视制作公司采购或制作的所有影视剧，单个演员的单集片酬（含税）不得超过 100 万人民币，其总片酬（含税）最高不得超过 5000 万元。
2018/9/20	国家广播电视总局发布《境外人员参加广播电视节目制作管理规定（征求意见稿）》指出，广播电视播出机构一般不得聘用境外人员担任广播电视节目主持人。一部国产电视剧、每期综艺类、访谈类等广播电视节目中聘用担任主创人员的外国人，不得超过同类别人员总数的五分之一。编剧和导演不得同时由境外人员担任，剧中男女主角不得同时由境外人员担任。（香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾地区人员不作数量限制）
2018/11/9	国家广播电视总局发布《关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》，指出演员片酬超过配置比例规定或最高片酬限额的电视剧网络剧（含网络电影）不得参加党委政府部门和群团组织的评选奖励，不能享受政府资助补贴。明确提出每个节目全部嘉宾总片酬不得超过节目总成本的 40%，主要嘉宾片酬不得超过嘉宾总片酬的 70% 的要求。
2021/2/5	中国演出行业协会发布，《演出行业演艺人员从业自律管理办法》，本办法首次明确规定演艺人员应当自觉遵守的从业规范，涵盖遵守社会公德、坚守契约精神、尊重合作团队与合作对象等十项义务性、责任性条款，以及十五项禁止性条款。对违反有关从业规范的演艺人员，演出行业会员单位将予以一定期限的联合抵制。
2021/9/29	文化和旅游部发布《关于规范演出经纪行为加强演员管理促进演出市场健康有序发展的通知》，系统规范演员从业行为、演出活动监管以及粉丝引导，旨在构建良好演出生态，进一步明确如演员行为、经纪机构该如何担责，公众人物失德失范风险怎样防控，粉丝群组引导、“饭圈”集资打投、未成年“练习生”管理等。
2021/10/26	中央网信办发布《关于进一步加强娱乐明星网上信息规范相关工作的通知》，要求严把娱乐明星网上信息内容导向，加强正面引导，建立负面清单，禁止娱乐明星网上信息含有宣扬畸形审美、低俗绯闻炒作、恶意刷量控评、虚假不实爆料、诱导非理性追星等内容；要求加强对明星、经纪公司(工作室)、粉丝团(后援会)、娱乐类公众账号、MCN 机构等账号和主体的管理，从源头上规范娱乐明星网上信息，同时要求网站平台建立健全涉娱乐明星网上舆情监测、处置和引导机制。

资料来源：国家广播电视总局、文旅部、网信办等网站，山西证券研究所

表 6：2018 年以来与影视文娱税收相关的监管梳理

时间	监管政策及主要内容
2018/7/13	国家税务总局发布《国家税务总局要求各级税务机关加强影视行业税收征管》，影视企业和影视行业从业人员应当依法如实申报并缴纳税款，各级税务机关要加强对影视行业的税源管理，及时掌握影视企业和影视行业从业人员经营活动、收入、纳税等信息；要严格依法执行税收优惠政策，认真落实支持影视行业健康规范发展的税收管理服务举措。
2021/9/18	国家税务总局办公厅发布《加强文娱领域从业人员税收管理的通知》，提出进一步加强文娱领域从业人员日常税收管理，对明星艺人、网络主播成立的个人工作室和企业，要辅导其依法依规建账建制，并采用查账征

收方式申报纳税。

资料来源：国家税务总局网站，山西证券研究所

2021 年监管部门在平台经济方面进行了重点整治，对于网络视频平台除了适用于整体互联网平台经济反垄断、数据安全、劳动保护等法律、法规（征求意见稿）等制度外，还受到包括会员广告特权、订阅续费、超前点播付费等方面的整改要求。

表 7：2021 年与网络视频平台运营相关的监管梳理

时间	监管政策及主要内容
2021/8/20	《中华人民共和国个人信息保护法》发布，构建了完整的个人信息保护框架，对个人信息处理规则、个人信息跨境传输、个人信息处理活动的权利、信息处理者的义务、监管部门职责以及罚则等作出了全面的规定。
2021/8/27	国家网信办发布关于《互联网信息服务算法推荐管理规定（征求意见稿）》公开征求意见的通知：不得实施流量造假、流量劫持；不得操纵榜单、控制热搜；不得诱导未成年人沉迷网络；向用户提供便捷的关闭算法推荐服务的选项。
2021/10/29	国家市场监督管理总局发布关于对《互联网平台分类分级指南（征求意见稿）》《互联网平台落实主体责任指南（征求意见稿）》公开征求意见的公告，对网络平台给予了分级认定，超级平台在中国的上年度年活跃用户不低于 5 亿、核心业务至少涉及两类平台业务、上年末市值（估值）不低于 10000 亿元人民币、具有超强的限制商户接触消费者（用户）的能力；大型平台在中国的上年度年活跃用户不低于 5000 万、具有表现突出的平台主营业务、上年末市值（估值）不低于 1000 亿元人民币；中小平台则指在中国具有一定的年活跃用户。
2021/11/5	浙江省消保委再约谈九大视音频网站，就会员广告特权事前事后告知不充分、取消自动续费操作繁、会员观看部分影视剧要另外花钱，观影时间有限制、不能按影片价格充值，充值金额固定等问题要求整改。

资料来源：澎湃新闻，国家网信办，腾讯网等，山西证券研究所

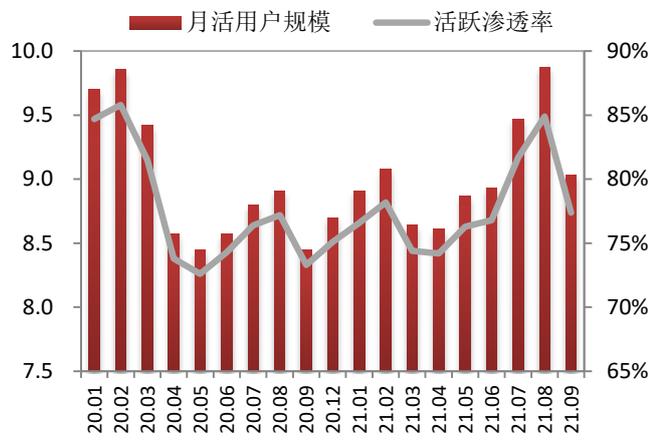
针对监管政策提出的新的要求，包括内容制作机构、网络视频平台、均有积极回应并落实整改，包括对失德艺人参演的剧集、节目第一时间下架，暂停偶像养成类网综节目，对有耽美、暴力等不良文化倾向的影视内容修改，以及爱奇艺、腾讯视频、优酷视频等平台取消超前点播服务等。

5.2 以内容驱动会员增长逻辑下，优质内容仍为稀缺资源

网络视频行业已高度融入用户日常文娱消费领域，2021 年三季度在 2020 东京奥运会及多平台以丰富优质内容带动下网络视频用户活跃度稳中有升，MAU 峰值在 8 月，规模达 9.87 亿，同比增长 10.7%，活跃渗透率为 84.9%，9 月 MAU 数据小幅下降。爱奇艺、腾讯视频、优酷、芒果 TV 及哔哩哔哩为月活规模 Top5 视频平台，截至 9 月分别为 5.30 亿、4.59 亿、2.30 亿、2.24 亿、1.61 亿，其中芒果 TV 与哔哩哔哩同比增幅最大，分别为 16.4% 和 37.9%；付费会员数据方面，截至第三季度财报爱奇艺、腾讯视频付费会员规模分别为 1.036 亿（QoQ-2.45%）、1.29 亿（QoQ 3.2%），B 站 DAU 达 7210 万（YoY 35%）、MPU 达 2390 万（YoY 59%），优酷 DAU 同比增长 14%。低基数效应及垂直内容的深耕使得芒果 TV、B 站在用户增速及付费转化上更具成长空间，而腾爱优则面临在付费会员转化不足下存量用户的留存与深

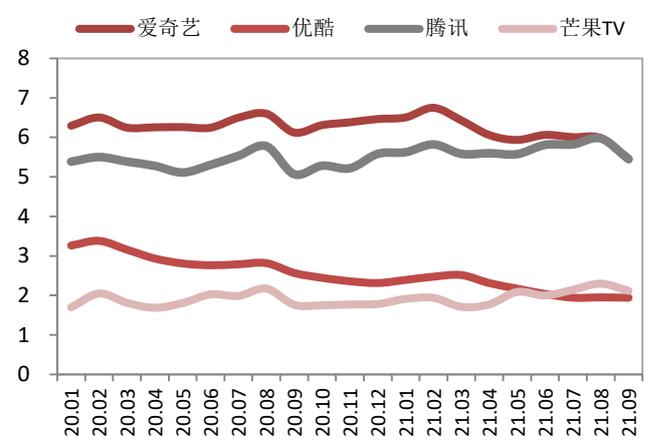
度运营。

图 36：2020.1-2021.9 网络视频月活用户规模



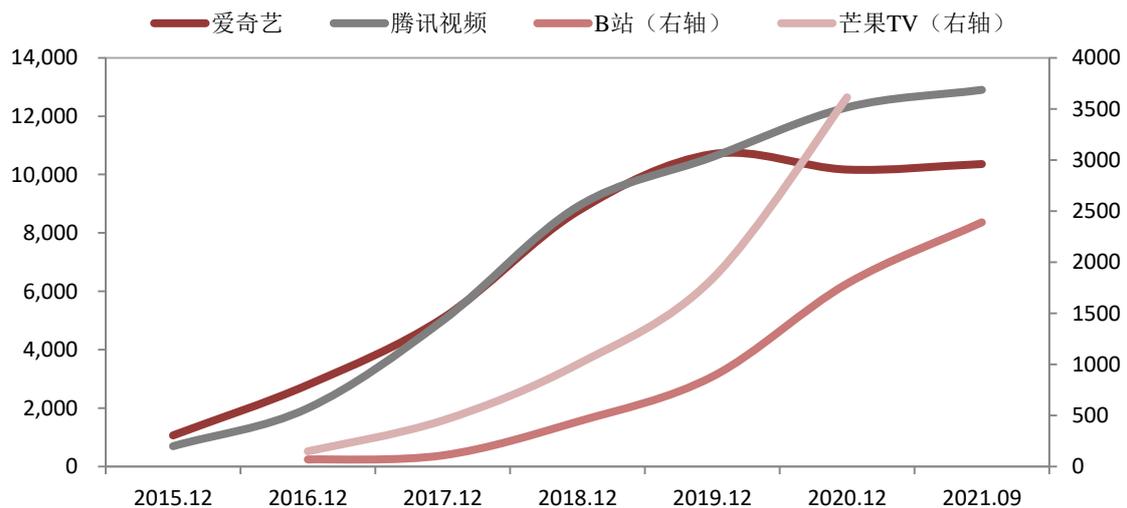
资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

图 37：腾爱优芒平台 2021 年 MAU 规模



资料来源：易观千帆，山西证券研究所

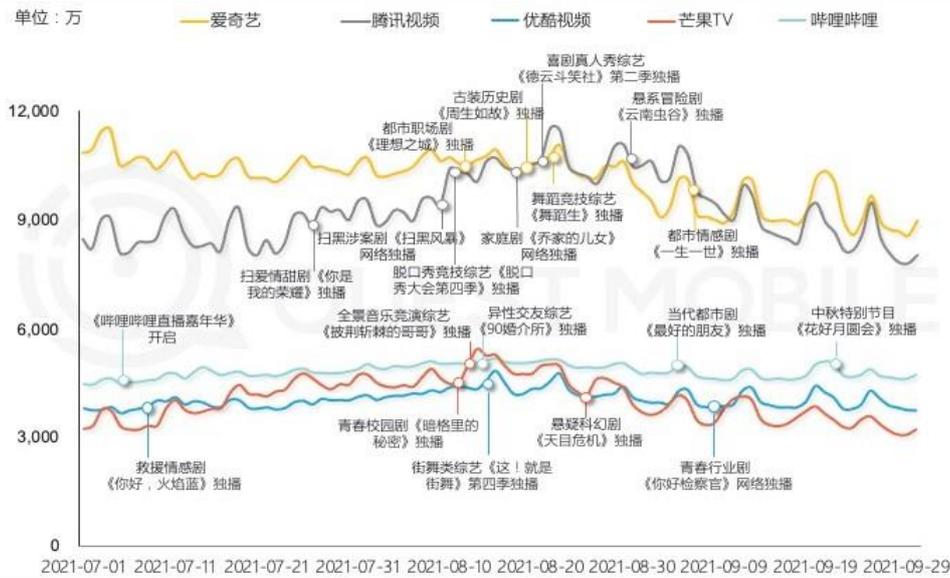
图 38：网络视频平台付费会员数量情况



资料来源：公司财报，山西证券研究所

在移动互联网整体用户增长进入瓶颈期以及广告业务及会员运营监管持续加强的背景下，通过内容精细化运营是平台带动月活用户回流及增强会员粘性的有效手段。从爱奇艺 21Q3 财报中会员业务收入来看，尽管订阅会员数量环比减少 260 万，但其单季度会员收入 43 亿元，同比及环比均实现增长，可见在会员数量小幅变动下，通过优质的内容仍可实现会员收入增长；此外内容发行业务收入也能对内容投入实现一定程度的反哺，21Q3 爱奇艺该项业务实现收入 6.271 亿元，同比增长 60%。

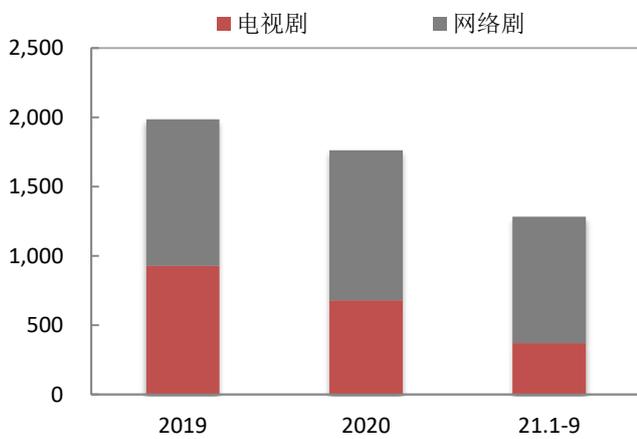
图 39：网络视频 App DAU 受播出内容影响而变动



资料来源：QuestMobile

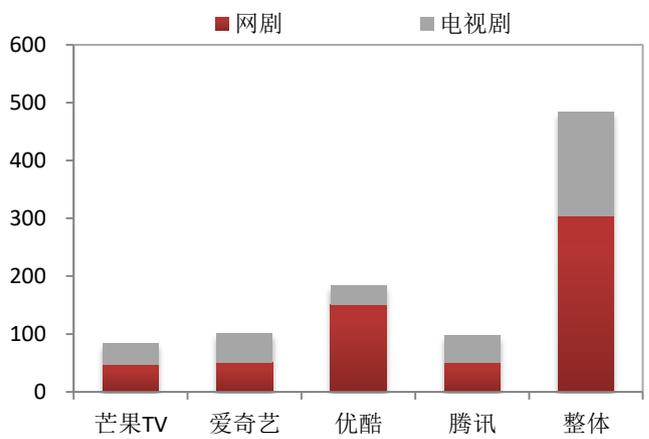
从剧集制作生产与播出比来看，优质内容仍是稀缺资源。虽然影视剧行业经历了 2018 年的供给端改革，拍摄备案数量持续回落，但相较于剧集上线及播出的数量来看，仍处于供大于求的状态，尤其是在网络剧端更为明显。据国家广电总局数据，2021 年前三季度电视剧拍摄及重点网络剧规划备案合计数量 1283 部，同比减少 3.39%，备案集数 32318 集，平均每部 25 集，同比减少 3 集；前三季度重点网络剧上线登记备案 157 部，网络视频平台合计上新电视剧 180 部、网络剧 304 部，同比减少 24.69%、28.64%，仅考虑本年度内进行拍摄备案与播出比的话为 2.65:1。我们认为一方面由于内容审核趋严后剧集过审的难度增加，由制作到上线的周期变长；另一方面也能侧面反应出优质剧集对于播出平台而言属于供不应求的状态，尤其是在当前唯流量论的内容制作理念遭到摒弃以及用户对内容质量的甄别能力与要求不断提升，优质内容的价值进一步凸显。

图 40：2021 年电视剧拍摄及重点网络剧规划备案数量



资料来源：国家广电总局，山西证券研究所

图 41：2021 年前三季度在线视频剧集上新数量



资料来源：骨朵传媒，山西证券研究所

5.3 平台竞争考验内容与运营精细化能力，剧场有望成为打造圈层爆款的主阵地

目前腾爱优芒均公布了平台 2021Q4-2022 年剧综片单储备，从数量来看，爱奇艺的剧综储备数量排首位，共发布了 149 部剧集、24 档综艺；腾讯视频储备 83 部剧集、29 档综艺；优酷储备 67 部剧集、34 档综艺，芒果 TV 储备 60 部剧集、26 档综艺。

剧集围绕现实题材挖掘及 IP 改编。在剧集方面，1) 爱奇艺：平台以四部大剧《人生》《狂飙》《大考》《守诚者》领衔，剧集储备以“她题材”、以聚焦“警察”的职业题材、古装年代、甜宠四大赛道构成“歌曲史诗”四大篇章，除已知的三大剧场外预计还将有未公布的 X 剧场；2) 优酷：储备项目中头部独播剧集聚焦主旋律、现实主义和传统文化题材，数量占据 80% 以上，垂类内容方面优酷与此前迷雾剧场两大爆款《沉默的真相》和《隐秘的角落》的作者紫金陈达成了未来五年创作 3 个系列 10 部作品的战略合作，加码悬疑赛道；3) 芒果 TV：剧集分为头部现象级、季风剧场、爆款潜力三个单元，头部剧集多以主旋律和现实题材为主，由芒果 TV 创制中心的自制剧也在芒果 TV 的剧集储备之中；4) 腾讯视频：重量级剧集储备丰富，涵盖了主旋律内容、现实主义领域、创新领域、青春情感领域、古装领域等五大领域。从上述片单中可以看到，现实题材依旧是平台 2022 年布局的主要方向，围绕北京冬奥会、香港回归 25 周年、二十大等重大事件和时代主题，对家庭、职场、女性、情感、谍战等多种元素进行融合和创新，在聚焦赛道、垂直深耕的同时探索小众题材的内容破圈，在 IP 改编方面则以剧本创作为根基，呈现出题材的丰富化，形成多元化的视角触达满足用户的需求。

表 8：2022 年网络视频平台剧集片单

平台	剧集单元	储备片单
芒果 TV	头部剧	尚食、少年派 2、有风、我的人间烟火、凭栏一片风起云、惊弦、叱咤之城、最可爱的你、生育阵线大联盟、男朋友典当行、千秋令、落花时节又逢君、胡同、天下长河、薄冰、喜宴街、时差一万公里、以爱为营、春花厌、来北京、少年白麻醉楚风、恩爱两不疑、宁渊
	爆款潜力	燃情大地、深潜、法医秦明、我才不要和你做兄弟、捕梦人、屠户家的小娘子、覆流年、我被总裁反套路、对你不止是喜欢、白羽流星、莫达维的秘密、萌约甜心、奇妙正在书中、当我飞奔向你、心理大师、亲爱的天狐大人、抱住锦鲤相公、喂，我的小心心、冰球少年、热血神探、眼里余光都是你
	季风剧场	沉睡花园、张卫国的春天、妻子的选择、江照黎明、非凡医者、礼物、大宋少年志 2、长风少年词、消失的孩子、第 19 层、寂静证词、火星孤儿、江流天地外、装腔启示录、陪你一起好好吃饭、天生废材
腾讯视频	时代旋律 家国颂歌	县委大院、埃博拉前线、公诉精英、狮子山下·情、八十八国际旅、父辈的旗帜、生死守护、文城、特战荣耀、无间、好山好水好花儿、大山里的女校、和平方舟
	东方画卷 古韵新章	雪中悍刀行、斛珠夫人、镜双城、梦华录、且试天下、玉骨遥、星汉灿烂、庆余年 2、赘婿 2、娇藏、长安的荔枝、大书商、重紫、雪鹰领主、说英雄谁是英雄
	美好生活 人间烟火	繁花、我们的婚姻、欢乐颂 3、妈妈的战争、女士的法则、林深见鹿、我的超级英雄、追爱家族、追光者、爱情而已、四十正好、顺义妈妈、纵有疾风起、谢谢你医生、年轻真好、许你岁月静好、超越、致 1999 年的自己、输赢、理想的房子、完美伴侣、今天的她们、救援医

	生、好想想、女神的当打之年、我的婚姻战斗、大博弈	
破壁探新 无限想象	三体、开端、北纬路甲一号、顺风追凶、绝交吧爸爸、可不可以不结婚、如月、刀尖、你安全吗?、心理罪 3 城市之光、人鱼、藏锋	
青春畅想 暖心治愈	爱的二八定律、陪你逐风飞翔、照亮你、谁走知道我爱你、才不要和老板谈恋爱、良言写意、爱很美味、恋爱的夏天、在你的冬夜李闪耀、在暴雪时分、很想很想你、开到荼靡、我讲喜欢告诉了风、无法反驳的女人、最遥远的距离、听说你喜欢我	
爱奇艺	大剧	人生、狂飙、大考、守诚者
	时代歌	人世间、心居、天才基本法则、亲爱的小孩、夜旅人、亲爱的生命、女人万岁、假日暖洋洋 2、龙城、熟年、第二次拥抱、关于唐医生的一切
	英雄曲	警察荣誉、我是刑警、猎罪图鉴、对手、人民警察、冲破黑夜
	风云史	风起洛阳、风起陇西、人生若如初见、迷航昆仑墟、显微镜下的大明、云襄传
	情缘诗	苍兰诀、尘缘、花戎、月歌行
优酷视频	热血英雄赞歌	血战松毛岭、女刑警队长、冰雨火、蓝焰突击、浴火、宣判
	温暖现实主义	幸福到万家、小敏家、女心理师、落花时节、以子之名、情满九道湾、冬日暖阳、盛装、星辰大海
	东方文化自信	清明上河图密码、安乐传、沉香如屑、与君初相识、传家、风雨浓胭脂乱、星落凝成糖、风起西州、护心、少年歌行、浣溪沙

资料来源：网络视频平台公众号、官方微博，山西证券研究所

综艺赛道巨变，垂类题材及创新综艺开发成为竞争点。在综艺方面，骨朵传媒数据显示 2021 年前三季度，在线视频平台合计上新网综 143 部，与 2020 年同期持平，上新电视综艺 116 部，同比减少 13.43%，其中 21Q3 网综上线 75 部，同比及环比增加 29.31%、59.57%。平台方面，腾讯与爱奇艺前三季度网综上新数量最多，分别为 43 部、41 部，优酷则是增幅最大，同比增长 46%至 38 部。综 N 代作为 IP 的培育及价值延伸类的节目，在广告招商和会员回流方面仍具有一定号召力，因此 2022 年网络视频平台仍会对自身品牌化的综艺有所延续。另一方面，由于内容监管的收紧，2021 年综艺赛道发生巨变，曾经作为平台流量担当、吸引广告主会员付费的偶像养成类综艺停播，使得各大平台加大了对新综艺的开发力度，不仅以更加细分垂直的题材以及多元素的融合挖掘不同用户的兴趣点，如恋综细化至不同场景、年龄、关系，音乐细化至民谣、音乐剧、说唱、电音等类型，再比如以旅行为题材融合失联疗愈+旅行、音乐+旅行、冰雪文化+旅行、解谜+公路等。同时网综储备上结合了 2022 年的热点题材，如元宇宙概念、体育竞技、冰雪文化、传统文化与国潮等。

表 9：2022 年网络视频平台综艺片单

平台	综艺类型	储备综艺
芒果 TV	综 N 代	乘风破浪的姐姐 3、披荆斩棘的哥哥 2、大侦探 7、密室大逃脱 4、妻子的浪漫旅行 6、再见爱人 2、女儿们的恋爱 5、朋友请听好 2
	新综艺	声生不息、推理开始了、少年三国志、全职爸爸、春日迟迟再出发、热血少年行、超人气法律对谈、致富女人、无名英雄、你好外交官、无名之辈、好优美的中国话、天下弟医、当燃了！国潮、大使的厨房、请多关照汪、有戏、拳新出击

腾讯视频	综 N 代	心动的信号 5、五十公里桃花坞 2、哈哈哈哈哈 2、超新星运动会 4、令人心动的 offer3、脱口秀大会 5、德云斗笑社 3
	新综艺	新新游记、推理计划·11 号公寓、半路惊喜、毛雪汪、有家杂货铺、春泥在农场、半熟恋人、灿烂的前行、春日民谣、大伙之家、奇遇·人间角落、家门口的运动会、无所不能的蓝、欢迎来拿高阶职位、导演请指教、实力派、现在去演音乐剧、学会营、脱口秀跨年、脱口秀扩列计划、毕业季脱口秀、沸腾校园
爱奇艺	综 N 代	潮流合伙人 3、奇葩说 8、中国新说唱 2022、爆裂舞台 2、萌探探案 2、奇异剧本鲨 2、哈哈哈哈哈 2、舞蹈生 2、我的小尾巴 2、上班啦！妈妈 2、喜欢你我也是 3、做家务的男人 4、机制的恋爱 2
	新综艺	元宇宙唱将、叽叽扎扎的生活、一年一度喜剧大赛、开拍吧电影、看穿一切的她、音乐野生活、好友恋爱时、疯狂的小岛、从心开始的实习生
优酷视频	综 N 代	象牙山爱逗团 2、这就是街舞 5、师父！我要跳舞了 3、追光吧！、冬梦之约 2、这！就是灌篮 5、全力以赴的我们 2、老郭有新番 2、怦然心动 20 岁 2、我们恋爱吧 4、金星秀 2022
	新综艺	白夜迷雾、游戏的胜利、魔音天团、电音星世代、给我一支麦、了不起的舞社、好听、追雪的南团、酷玩大会：雪地撒野的他们、青春守艺人、推理大师、头号密室、一起探恋爱、婚后独居、没谈过恋爱的我、今天开始合租啦！、弟弟妹妹跟我走、脱口秀《后浪》同名系列综艺、妙探双雄会、麻花特开心、不一般脱口秀

资料来源：网络视频平台公众号、官方微博，山西证券研究所

在内容运营方面，剧场将成为网络视频平台立足分众市场、打造圈层精品的重要阵地。2021 年平台剧场模式实现了新的突破，不仅有芒果 TV 新上线台网联动的“季风剧场”，聚焦女性用户偏好的同时进行用户破圈探索，《我在他乡挺好的》《猎狼者》等取得热度与口碑的双丰收，爱奇艺新上线了“恋恋剧场”，在甜宠、情感等偏女性向题材上有所突破，《一生一世》《变成你的那一天》等获市场关注，并且“迷雾剧场”第二季回归。从用户运营角度来讲，以剧场模式进行剧集的排播实际上就为不同类别、不同题材的内容打上了标签，能够使得内容与受众形成快速的匹配，同时还能够精准的满足垂直受众的需求，提高用户粘性。从平台盈利角度来讲，剧场排播中单部剧集的体量较小，制作成本可有所倾斜，而在盈利端一方面以剧场化整体招商能够提高内容商业价值的溢价能力，实现平台招商的整体扩容，另一方面在剧场模式下单部短剧的影响力被延长，带来长尾收益。从剧集制作角度来讲，剧场品牌化的建立需要依托高品质、高口碑的内容供给，平台对精品剧产出的需求更加迫切，势必需要上游优质的内容制作方加入，平台与制作方形成专业化的分工。

表 10：2021 年网络视频平台剧场已播剧集情况

平台剧场	剧集名称	集数	播放指数	豆瓣评分
季风剧场	我在他乡挺好的	12	69.83	8.2
	猎狼者	8	67.22	7.4
	谎言真探	16	66.93	6.2
	婆婆的镯子	14	66.81	——
	天目危机	12	64.92	5.0
恋恋剧场	一生一世	30	86.57	6.3

	月光变奏曲	36	73.47	6.8
	变成你的那一天	26	71.86	7.6
	满月之下请相爱	24	67.51	4.4
	世界微尘里	22	56.88	4.7
	喵，请许愿	24	41.91	6.1
	循环初恋	24	29.86	5.6
迷雾剧场	再见，那一天	6	42.85	7.0
	八角亭迷雾	12	57.61	5.7

资料来源：Vlinkage 公众号，山西证券研究所

2022 年平台对剧场的内容储备丰富，包括芒果“季风剧场”以自制+定制的形式储备有《沉睡花园》《妻子的选择》《张卫国的春天》《非凡医者》等此前官宣的项目共计 16 部，也包括《天生废材》《大宋少年志 2》《寂静证词》等新项目；优酷“宠爱剧场”是平台深耕甜宠垂直内容的抓手，2022 年储备有《请叫我总监》《打火机与公主裙》《两个人的小森林》等共计 15 部。与此同时，爱奇艺将新上线“小逗剧场”，为平台新开辟的喜剧类剧场，储备有《破事精英》《开心合伙人》《德云瓦舍》《月刊少女》，并预计还将有未公布的 X 剧场；芒果 TV 将以微短剧纳入“大芒计划”打造“下饭剧场”并升级芒果 TV 青春纯爱厂牌推出“小甜饼剧场”。我们预计，一方面网络视频平台将以剧场为依托打造爆款矩阵，另一方面则在运营成熟赛道的同时继续扩充品类、增加剧场的数量，但在上线速度方面会有所控制。

表 11：爱奇艺、优酷、芒果 TV 剧场待播剧集储备

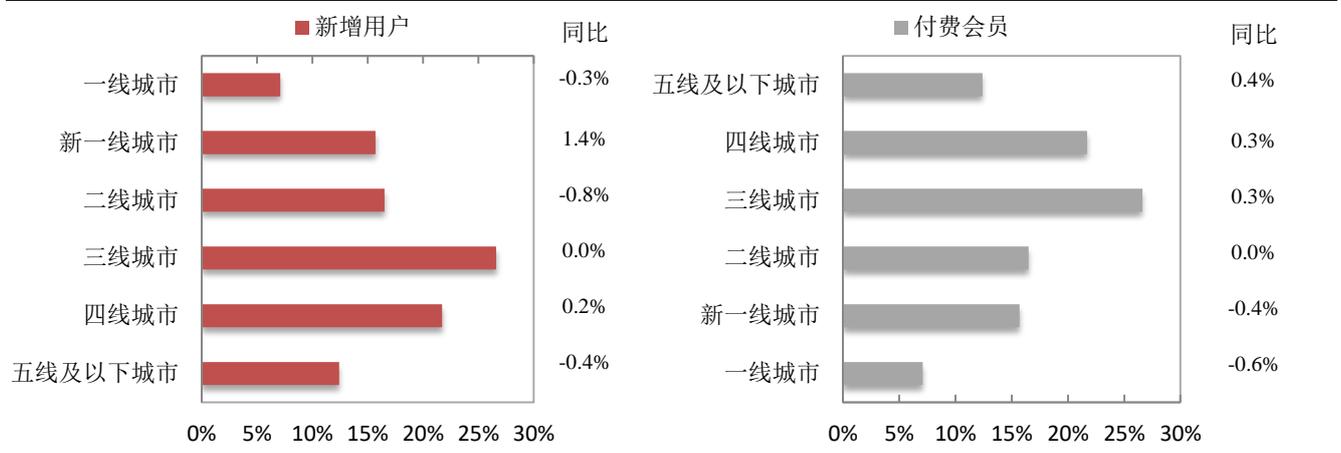
剧场	平台	播出时间	储备剧集	特点
芒果季风	芒果+湖南	每周一周二 22:00	沉睡花园、张卫国的春天、妻子的选择、江照黎明、非凡医者、礼物、大宋少年志 2、长风少年词、消失的孩子、第 19 层、寂静证词、火星孤儿、江流天地外、装腔启示录、陪你一起好好吃饭、天生废材	短剧类型剧场
小甜饼剧场	芒果	待定	待定	青春纯爱厂牌
宠爱剧场	优酷	每周日周一周二	请叫我总监、打火机与公主裙、两个人的小森林、不会恋爱的我们、一见倾心、南风知我意、郎君不如意、苏记、昔有琉璃瓦、皇后刘黑胖、燕山派与百花门、莫染、月里青山淡如画、师兄总是要开花、孤独的野兽	女性向剧集类剧场
恋恋剧场	爱奇艺	每周四至周日	待定	甜向情感剧集类剧场
迷雾剧场	爱奇艺	每周二至周五	谁是凶手、淘金、猎罪图鉴	悬疑类短剧
小逗剧场	爱奇艺	2022 年上线	破事精英、开心合伙人、德云瓦舍、月刊少女	喜剧类剧场

资料来源：网络视频平台公众号、官方微博，山西证券研究所

5.4 下沉与海外寻求用户第二增长曲线，探索更多元化商业模式

通过开拓下沉市场与布局海外，打开用户增长第二曲线。随着移动互联网应用在一线、新一线等城市用户的渗透率不断走高，而下沉市场消费潜力正在释放。据 QuestMobile 数据显示，高线城市中高消费人群依然是网络视频行业发展中的深度用户群体，在移动互联网下沉的背景下，中低线城市用户的内容需求须进一步得到满足。2021 年 1 月爱奇艺上线爱奇艺极速版，据公司介绍该产品是一款以下沉市场用户为主，提供个性化视频内容分发的产品。据我们了解，极速版界面更加简洁，导航栏仅提供首页、短视频、个人中心三个模块，同时增加“赚钱”字样的钱袋。通过金币来兑换会员卡，解锁更多优质内容；在提供给用户获取金币的任务中，除了签到、邀请新用户的常规操作以外，还提供看视频赚金币的功能，能够极大程度的促成了产品的日活增长。截至到 21Q2 末的周日均 DAU 已经超过了 100 万，单日的最高 DAU 超过 130 万；21Q3 产品的 DAU 峰值环比增长 2 倍，用户留存率和盈利也有所提高。我们认为极速版产品对于平台发展的意义在于，首先由于极速版用户和爱奇艺主站的用户重合度很低，通过用户分享裂变等方式获取新增用户，再通过个性化推荐以及与对低性能低价手机相适配的设计，形成更好的拉新与留存。其次通过极速版产品对下沉市场进行内容消费升级的培育，尤其是在长视频领域，培养用户对高品质长视频剧综的偏好。

图 42：2020 年网络视频行业新增会员及会员付费城市分布

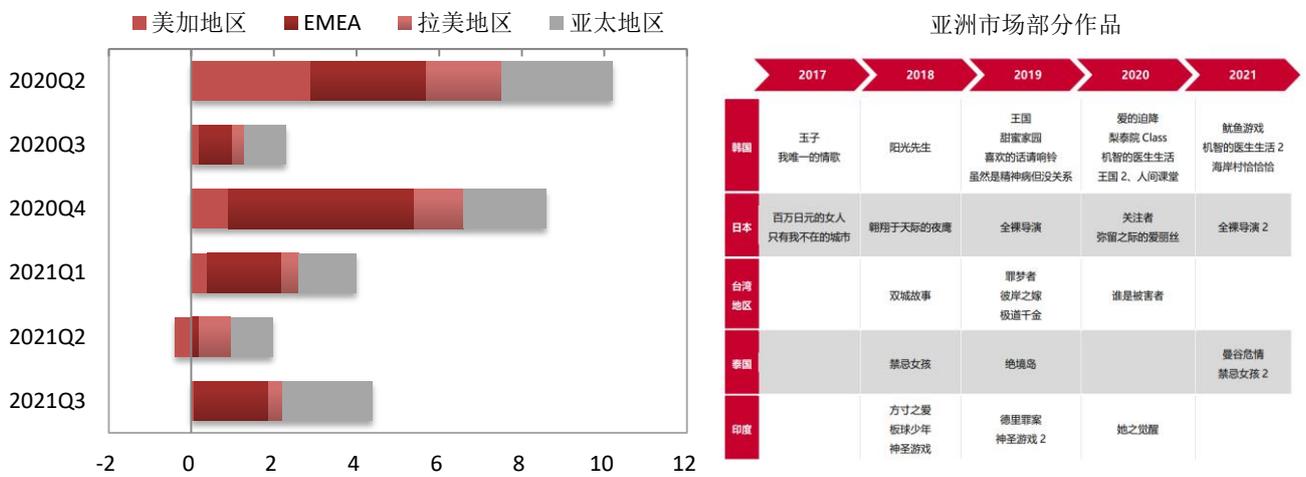


资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

《鱿鱼游戏》之后，市场看到了 Netflix 在亚洲市场培育初见成效。由于美国本土用户订阅数据日渐下滑以及 Disney+ 的出现剧集流媒体平台的竞争，推动了 Netflix 的全球化发展战略，自 2015 年起 Netflix 变开始在日本、韩国、印度、新加坡、马来西亚、泰国等亚洲市场进行扩张。其以美剧工业化的制作体系、大量的资金投入、本地化的资源调动（包括演员、制作公司、电视台）、主打吸引当地观众的题材类型，重塑本土市场的内容输出。Netflix 2021 年第三季度财报显示，亚太市场营收为 8.34 亿美元，同比增长 31.34%，环比增长 4.38%，在全球 438 万净增会员中有 217 万来自亚太地区，付费用户规模达 3005

万。

图 43: Netflix 全球分地区净增付费用户数量变动情况 (百万)



亚洲市场部分作品

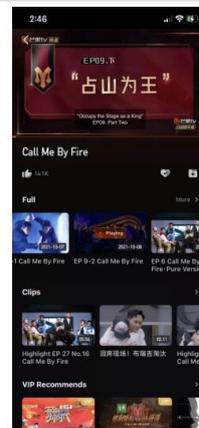
	2017	2018	2019	2020	2021
韩国	玉子 我唯一的情歌	阳光先生	王国 甜蜜家园 喜欢的话请响铃 虽然是精神病但没关系	爱的迫降 梨泰院 Class 机智的医生生活 王国 2、人间课堂	鱿鱼游戏 机智的医生生活 2 海岸村恰恰恰
日本	百万日元的女人 只有我不在的城市	翱翔于天际的夜鹰	全裸导演	关注者 弥留之际的爱丽丝	全裸导演 2
台湾地区		双城故事	罪梦者 彼岸之嫁 极道千金	谁是被害者	
泰国		禁忌女孩	绝境岛		曼谷危情 禁忌女孩 2
印度		方寸之爱 板球少年 神圣游戏	德里罪案 神圣游戏 2	她之觉醒	

资料来源: Netflix 财报, 河豚影视档案, 山西证券研究所

面对具有广阔空间的亚洲市场, 国内网络视频平台也已加入到海外市场的拓展中。2019 年爱奇艺与腾讯视频均推出海外版 iQIYI app 和海外版 WeTV, 进入到印尼、马来、菲律宾等国家和地区; 2021 年 10 月, 芒果 TV 国际 App 全新上架, 国际版支持简体中文、繁体中文、英语、泰语、越南语、马来西亚语、印尼语 7 种语言。从模式上来看, 国际版应用的上线, 打通了各视频平台向海外输出优质国产剧集的通道, 同处亚洲市场国产剧集具备文化共通性的优势, 能够带动平台海外用户与收入的增长; 另一方面, 借鉴 Netflix 开拓亚洲市场的经验, 购买海外版权同步上线国际版平台、开发本土原创剧集、与本地制作团队和媒体平台合作等方式, 有望真正打通文化输出的竞争赛道。

图 44: 国内网络视频平台布局亚洲市场路径

爱奇艺	腾讯视频	芒果 TV
·2019 年 6 月推出国际版 iQIYI app, 在新加坡设立海外总部	·2019 年 6 月在泰国推出海外版 WeTV	·2021 年 10 月, 芒果 TV 国际 App 全新上架, 国内内容输出, 支持多种翻译字幕
·购买版权, 韩剧《人间失格》《智异山》《Bad and Crazy》等同步上线爱奇艺国际版	·收购东南亚流媒体平台 Iflix, 13 个国家超过 2000 万的会员	
·投资出品, 台剧《逆局》《无神之地不下雨》	·与泰国 CH3 电视频道运营商 BEC World 达成战略合作, 获得同步转播和独家重播精选电视剧节目的权限	
·原创内容, 菲律宾剧《Saying Goodbye》《Hello, Heart》; 韩剧《Crazy Love》《当时的我们》《我的欧巴是爱豆》和《月水金火土》	·与马来西亚的首要媒体集团 Media Prima、印尼的影视公司 MD Pictures 达成了合作, 分别联合打造《Sang Pekaris》和《我的导师老公》	
·输出内容和视频技术, 与马来西亚第一媒体品牌 Astro 达成战略合作	·海外输出国内版权《知否知否应是绿肥红瘦》《长歌行》《陈情令》等	



资料来源: 河豚影视档案, 爱奇艺、芒果 TV 公众号, 山西证券研究所

视频平台在新商业模式的探索上加速，尤其是在超前点播模式终止后，寻求更多元化的服务模式。据爱奇艺悦享会的信息，2022 年爱奇艺将重点推进云影院 PVID 单片付费点播模式发展。相较于院线电影（2021 年国内电影市场平均票价为 40 元左右），单纯以来会员订阅收入（会员订阅连续包月的价格为 18-20 元）实现电影网络端的发行收入体量较低，与电影的制作成本不相匹配，因此平台以低于院线电影的单片付费点播价格为用户提供第一时间窗口或短窗口期观看电影新片。目前爱奇艺云影院中已上线《致命感应》、纪录电影《龙虎武师》分别有 18 万人和 3.8 万人评分，以及即将上线的《雪山飞狐》已有 7.5 万人预约。腾讯视频在 2022 年也将电影作为重要发力的板块，将重点打造“线上大档期”，与知名影业团队、导演、演员开发“西游”系列、“无间道”系列、“鬼吹灯”系列自制电影等，列入院线、网络双阵地发行中。芒果 TV 于 10 月份上线了全新内容产品单元“1 小时影院”，主打迷你精品电影；同时独家上线了多部短窗口期的院线电影《关于我妈的一切》《乌海》《不速来客》《五个扑水的少年》等。目前院线电影窗口期有所缩短，对于部分排片上不具优势的中小成本影片，视频平台能为其提供了扩大观影覆盖并取得版权收益的途径，平台也可通过寻求自制与差异化的定位形成内容供给，拓展新的商业模式并提高用户体验。

此外，芒果 TV 在剧本杀、电商等线上线下新业态的布局进一步推进，构建元宇宙初步框架。据芒果小管家公众号消息，11 月 12 日 MCITY 上海魔都 station 在徐汇区芒果广场正式启动，标志着 MCITY 向外拓展的第一个项目落地，也是首家集芒果 TV《明星大侦探》《密室大逃脱》两大综艺 IP 衍生的沉浸游戏体验馆。门店建筑面积 5000 平方米，打造了七大主题实景和两个圆桌游戏区，其中《天使乐园》《NZND》是节目 IP 原场景的落地化运营，让玩家可以体验节目同款项目；引入电视剧《延禧攻略》，实地还原剧集场景；《星芒城》是国内首个融合了未来科技和星际元素的真人实景 RGP 主题，玩法独特，能促使玩家进行复刷。2021 年剧本杀市场同样面临了监管的收紧，11 月上海文旅局发布了《上海市密室剧本杀内容备案管理规定（征求意见稿）》，新规采取机构监管+行业自审双线并举的内容监管方式，根据要求密室剧本杀行业经营单位应将自审通过的剧本提交市文化旅游局或所在区文化旅游局备案登记，并将版权保护明确写入新规，为后续内容监管政策的细化奠定基础。我们认为以网综、剧集为 IP 改编的剧本杀项目具有版权开发与粉丝基础的双重保障，且作为国有媒体平台规范运营下的 MCITY 更具有资源背书。芒果 TV 的电商平台小芒 App 再度升级，通过定位于新潮国货内容电商平台，以视频+内容+电商的全新模式，充分整合芒果生态的媒体、内容、营销资源，引入明星艺人、各领域 KOL、壮大 UGC 内容队伍，开辟国货品牌“种花社区”和专属商场区域，打造独具辨识度的内容电商平台，截至 10 月初小芒 App 平台累计用户规模达 2489 万。在新技术领域，芒果 TV 参与并发布了互动视频标准，推出了包括虚拟主持人“YAOYAO”、AR 明星合拍互动系统、互动视频平台、IMGO 超高清视频修复和增强平台等技术创

新成果；同时芒果 TV 正通过“互动+虚拟+云渲染”三个方面构建芒果元宇宙的基础架构。未来，公司将结合芒果优势 IP 打造芒果 IP 宇宙系列化产品，并规划打造基于区块链技术的数字藏品等。

图 45：芒果 TV 拓展的新业态-MCITY 剧本杀业务及电商业



资料来源：美团 App、小芒 App，山西证券研究所

6. 游戏：政策落地推动精品化，出海&技术注入发展新动力

6.1 政策推动游戏精品化研发与长线化运营

内容审核与未成年人防沉迷保护一直以来是游戏监管的核心问题。游戏版号审批归属国家新闻出版总署管理后，游戏内容审查呈现出从严从细的趋势，在监管层面逐步建立起完善的内容审核流程，并通过细化规范要求、加强不良内容整治、对国产原创精品游戏予以审批上的倾斜等，推动游戏产品质量的提高，实现对游戏产业精品化的发展引导。

今年 4 月《游戏审查评分细则》内新增全新的游戏评审体系，评审将从观念导向、原创设计、制作品质、文化内涵、开发程度 5 个分项进行打分，同时由中宣部审核专家考察游戏的初始版本与终审版本，查看初始内容是否粗糙、现有内容是否过关，以及内容修改态度是否端正。游戏综合评分指标会最终作为版号审核下发的依据，低分游戏将被打回，无法进入版号的排队流程。今年 9 月，游戏工委积极响应国家网信办及中宣部分别进行的网络文化清朗行动及文娱领域综合治理，联合 213 家企业发布《网络游戏行业防沉迷自律公约》中要求游戏产品需坚持正确导向，坚决禁止政治有害、虚无历史、污秽色情、血腥恐怖等违法违规内容；坚决抵制拜金主义、“娘炮”、“耽美”等不良文化；坚决反对追求“唯金钱”“唯流量”等不良倾向，同时要求游戏公司不得邀请违法失德艺人代言广告以及抵制利用大数据“杀熟”、抓取调用隐私信息等手段诱导用户沉迷游戏。

表 12：游戏行业版号审批、内容审核等方面的监管政策梳理

时间	监管政策及主要内容
2017/12/1	中共中央宣传部、中央网信办、工业和信息化部、教育部、公安部、文化部、国家工商总局、国家新闻出版广电总局联合印发《关于严格规范网络游戏市场管理的意见》部署针对网络游戏违法违规行为和不良内容的集中整治。
2018/3/21	中共中央下发《深化党和国家机构改革方案》，将国家新闻出版广电总局的新闻出版管理职责划入中央宣传部。原国家新闻出版广电总局发布了《游戏申报审批重要事项通知》，称因机构变革，将影响游戏审批进度。
2018/6/7	文化部下发《关于开展涉赌类网络游戏专项整治的通知》，要求各地文化行政部门和文化市场综合执法机构要对辖区内牌类网络游戏运营单位开展一轮集中执法检查。
2019/4/10	国家新闻出版署组织各地方出版主管部门召开全国游戏管理工作专题会议，通报游戏管理情况，讲解网络游戏管理工作有关规则和要求，安排部署近期网络游戏的管理工作。具体要求包括组建全国网络游戏道德委员会；控制版号产品数量，稳妥增长，提高游戏内容质量，宫斗类、官斗类、棋牌类一律不受理，换装类游戏暂未明确是否受理，建议先暂缓申请；加强小程序游戏的管理，微信小程序游戏需要申请版号方可上线运营；对国产原创精品游戏进行推介，审批方面对精品游戏予以倾斜等。
2021/3/15	《游戏审查评分细则》提及了全新的游戏评审体系，若游戏的评分过低将直接不予通过。新评分体系属于审核制度中的新增环节。每款游戏完成过往既有的内容审查后，需要再进入该审核体系。新的审核体系中，中宣部组织的 2 名以上的审核专家，将结合游戏的「初始版本」与「终审版本」，查看初始内容是否粗糙、现有内容是否过关，以及内容修改态度是否端正，并给予游戏最终的审核评分。审核将从「观念导向」「原创设计」「制作品质」「文化内涵」「开发程度」5 个分项进行打分。此外，游戏还会有综合评分指标，这是决定游戏最终是否通过的重要数值。
2021/9/26	游戏工委联合 213 家企业发布《网络游戏行业防沉迷自律公约》提出，严守内容安全底线，坚决禁止政治有害、虚无历史、污秽色情、血腥恐怖等违法违规内容；坚决抵制拜金主义、“娘炮”、“耽美”等不良文化；坚决反对追求“唯金钱”“唯流量”等不良倾向，下决心改变诱导玩家沉迷的各类规则和玩法设计；不得发布错误引导、诱导消费等内容；坚决抵制绕过监管机制，通过境外游戏平台向国内用户提供服务。游戏企业必须坚决遵守并维护市场秩序；要依法依规运营游戏产品，严禁无版号运营等违规行为；未经批准不得擅自变更运营单位；建立道德品行的审核标准，不得邀请违法失德艺人代言广告。

资料来源：国家新闻出版署等网站，山西证券研究所

自 2019 年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》以来，游戏企业在未成年人防沉迷、实名注册登录、游戏适龄提示等各项未保系统投入与自我约束不断加强。今年 8 月游戏未成年保护及游戏防沉迷等问题再度成为市场舆论的关注点，8 月 30 日国家新闻出版署发布《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》，明确规定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 小时服务，并要严格落实网络游戏用户账号实名注册和登录要求。9 月发布的《网络游戏行业防沉迷自律公约》中再次要求游戏企业必须全面接入国家新闻出版署网络游戏防沉迷实名验证系统，以及各类单机、主机游戏要同步内设防沉迷设置和家长监护系统；在下载、购买等环节必须严格执行身份实名认证；对含有未成年人用户的游戏产品应在游戏相关界面明确给出“游戏适龄提示”标识，并要积极探索运用人脸识别等手段强化用户识别的精准度等。

表 13：游戏行业未成年保护相关政策梳理

时间	监管政策及主要内容
----	-----------

2018/8/30	教育部等八部门联合发布《综合防控儿童青少年近视实施方案》，其中国家新闻出版署表示将“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。”
2019/4/16	中国音数协游戏工委主任委员张毅君表示，2019年中国音像与数字出版协会将组织专门力量，研究制定移动游戏防沉迷系统的标准。目前，腾讯、网易、三七互娱、多益网络、米哈游等游戏头部企业均已上线并严格执行未成年防沉迷系统或家长监护系统。
2019/11/19	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》，共提出六方面举措，包括实行网络游戏账号实名注册制度、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、切实加强行业监管、探索实施适龄提示制度等。
2020/10/18	《未成年人保护法》实施，网络游戏等网络服务提供者应当针对未成年人使用其服务设置相应的时间管理、权限管理、消费管理等功能。国家建立统一的未成年人网络游戏电子身份认证系统；网络游戏服务提供者不得在每日二十二时至次日八时向未成年人提供网络游戏服务。
2020/12/16	在国家新闻出版署指导下，中国音像与数字出版协会游戏工委组织相关研究机构、媒体、游戏企业等共同编制《网络游戏适龄提示》团体标准。根据不同年龄段未成年人的成长特点，对游戏作品的类型、内容与功能等多方面要素进行评估，提示其所适合的未成年用户年龄段，并在游戏作品相关界面给出明确建议。中国音数协将积极落实主管部门关于防沉迷的相关工作安排，推动“适龄提示”与身份实名认证、版号申报、家长监护平台等未成年人保护手段相结合，拟按照“点线面体”的实施原则，分步骤推进适龄提示标准的应用工作，以进一步规范网络游戏行业秩序。
2021/8/30	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》，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，其他时间均不得以任何形式向未成年人提供网络游戏服务。所有网络游戏必须接入国家新闻出版署网络游戏防沉迷实名验证系统，所有网络游戏用户必须使用真实有效身份信息进行游戏账号注册并登录网络游戏。
2021/9/8	国务院印发《中国儿童发展纲要（2021—2030年）》，指出加强未成年人网络保护，实施国家统一的未成年人网络游戏电子身份认证，完善游戏产品分类、内容审核、时长限制等措施；加强新闻出版、文化等领域市场监管和执法，及时整治网络游戏、视频、直播、社交、学习类移动应用软件传播危害未成年人身心健康的有害信息，严格管控诱导未成年人无底线追星、拜金炫富等存在价值导向问题的不良信息和行为。
2021/9/26	游戏工委联合213家企业发布《网络游戏行业防沉迷自律公约》提出，游戏企业必须全面接入国家新闻出版署网络游戏防沉迷实名验证系统，坚决执行向未成年人提供网络游戏的时段时长限制和充值消费额度；对含有未成年人用户的游戏产品应在游戏相关界面明确给出“游戏适龄提示”标识。游戏直播平台不得设置高额打赏、未成年人打赏功能；游戏电商平台不得以任何形式向未成年人提供账号租赁交易服务；游戏陪练平台要集中清理违法违规信息和账号，不得向未成年人提供陪玩、代练等服务。

资料来源：国家新闻出版署等网站，山西证券研究所

新未保政策落地利于行业健康发展，内容审核趋严倒逼研发精耕细作。短期来看：可能会使游戏企业进行产品调整而增加研发及运营投入，而基于8月以来版号的暂缓，对于头部游戏公司而言有版号产品储备丰富，尤其对于具有长线运营产品及能力的游戏公司影响有限。长期来看：1)对未成年人游戏时长及充值的限制并不会对产业规模及游戏企业流水造成重要的冲击，无论从是行业整体还是游戏企业个体数据来看，未成年玩家的流水占比普遍偏低。2)目前审核趋严已是整个内容产业政策趋势，明确的监管导向为企业提供了稳定的发展环境，在一定程度上倒逼游戏研发精耕细作、劣质内容淘汰出清，对于内容生产规范、全面落实未成年保护的游戏公司而言实属利好。

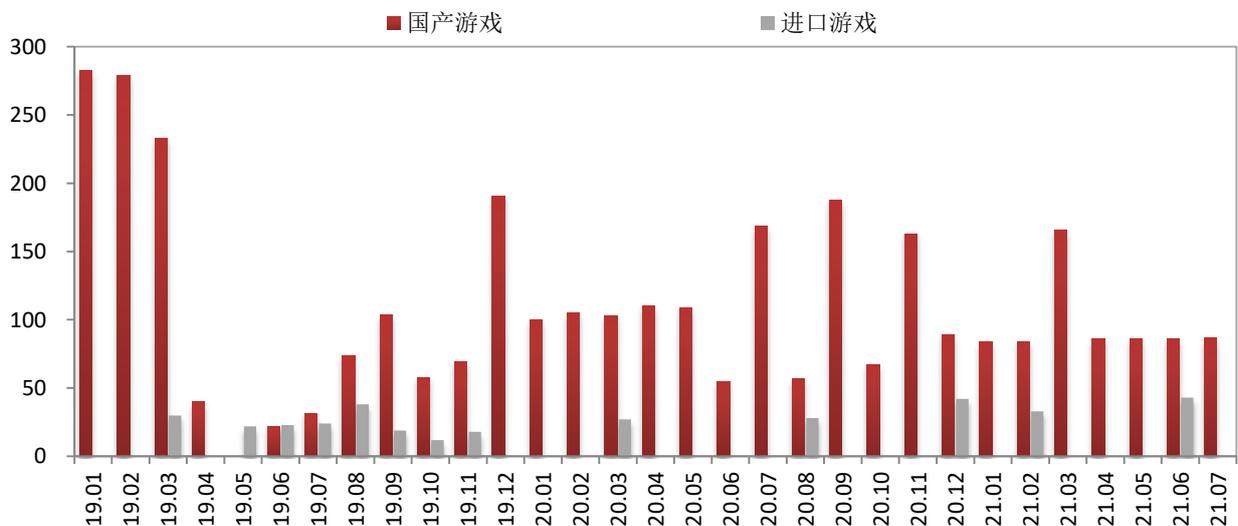
表 14：上市游戏公司未成年玩家所占比重

游戏公司	8.30 未保政策出台后公司未成年人玩家比重及流水的陈述
腾讯	公司 21Q2 财报显示，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%
网易	预计新规对财务的影响不超过 1%
哔哩哔哩	从 2021 年的统计数据来看，18 岁以下用户占 B 站游戏的收入的 1% 左右
世纪华通	公司 21H1 财报显示，盛趣自营平台 18 岁以下注册用户占比 0.9%，充值占比 0.009%，总流水占比小于 0.01%
三七互娱	国内未成年人充值流水占比低于 0.05%
完美世界	定位成年用户，未成年人收入贡献占比极低
吉比特	雷霆游戏平台 8 月未成年人的充值金额占平台总充值金额的比例为 0.14%
心动公司	未成年人收入占比不足 1%
游族网络	公司 21H1 财报显示，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 0.016%
中手游	公司 21H1 财报显示，18 岁以下的未成年玩家对中手游中国游戏的收入占比约为 0.026%
IGG	《王国纪元》的未成年玩家占比不多于 0.1%，集团已有的游戏管线中亦没有针对未成年人的游戏
电魂网络	公司 21H1 财报显示，未成年注册用户仅占公司国内注册用户的 0.4%

资料来源：上市公司公告，山西证券研究所

版号审批节奏将更加考验产品长线运营能力。自 2018 年 12 月版号审批工作再度开放后，国产游戏版号审批总量明显得到控制，但整体下发节奏较为稳定；进口游戏版号审批周期较长，数量方面同样明显减少。虽然 2020 年疫情期间游戏行业带来短暂的用户流量及时长红利，但随着后疫情时代下红利褪去，游戏市场再度回归产品驱动用户付费及流水增长逻辑，版号的审批节奏成为影响游戏公司产品排期的重要因素。此外结合用户对新产品内容、玩法的要求不断提升，一方面促使游戏公司加强对新产品的打磨和测试，进一步延长产品研发周期；另一方面则考验已上线产品的长线运营能力及产品的迭代，两方面因素都将推动游戏产品的精品化与长线化发展。

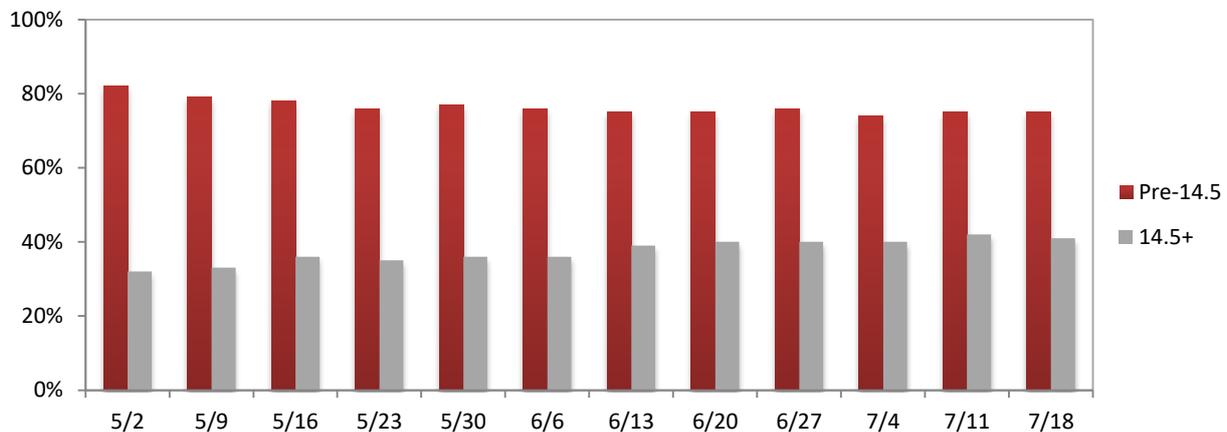
图 46：2021 年游戏版号审核数量



资料来源：国家新闻出版署，山西证券研究所

IDFA 新政与个人信息保护等，将进一步推动游戏买量思路的转变。今年 4 月苹果推出 IDFA 新政，IDFA 是 iOS 系统中帮助广告主和 APP 开发者追踪用户的唯一 ID，即广告标示符。IDFA 新政实质上是苹果推出的 ATT 框架，即在苹果用户在更新版本到 ios14.5 后，开发者将通过弹窗形式向用户询问是否授权广告追踪，而在此之前苹果一直默认设置用户允许被追踪。一旦 ATT 框架生效 IDFA 代码将被隐藏，广告主再也无法准确地获知用户在苹果系列移动设备上的行为习惯，投放广告的效果将受到影响。据 AppsFlyer 统计数据，ATT 生效后虽然 iOS14.5 用户采用率显著提升，但 ATT 用户授权比率仍维持在 30%-40%的水平，好于市场 10%-20%的预期。从渠道变化来看，iOS 端效果广告投放有所收缩，Andriod 与 iOS 投放量差距进一步拉开，并推动不同游戏品双端 CPA 价格不同幅度上涨；对比海外市场数据，ATT 框架生效后全球范围内游戏行业的营销花费增加 21%左右。

图 47：不同 iOS 版本系统中 App 请求 IDFA 追踪的占比情况



资料来源：Pubmatic, 山西证券研究所

图 48：2021 年 1-7 月双端素材投放趋势



资料来源：Data Eye

今年国内针对个人信息安全及平台算法推送等相关政策陆续出来。11 月《个人信息保护法》正式发布，其中规定通过自动化决策方式进行推送或营销，应同时提供不针对其个人特征的选项，或向个人提

供便捷的拒绝方式。8月份出台的《禁止网络不正当竞争行为规定（公开征求意见稿）》中也强调经营者不得利用数据、算法等技术手段，通过收集、分析交易相对方的信息、浏览内容及次数等方式，对交易相对方不合理地提供不同的交易信息，侵害交易相对方的知情权、选择权。此外，《个人信息保护法》《算法规定草案》针对“大数据杀熟行为”提出了相关应对措施，如规定个人信息处理者利用个人信息进行自动化决策，不得对个人在交易价格等交易条件上实行不合理的差别待遇。

对于游戏公司而言，在 IDFA 新政及用户隐私保护政策下，效果广告投放的效率降低而成本提高：1）推动游戏公司向品牌及内容营销手段转移，例如社交传播、KOL、活动造节、异业合作、明星代言、IP 联动等逐步构建立体式多元化的营销体系，尤其对于并不太需要通过买量进行产品引流的游戏品类和题材，例如二次元、女性向、模拟经营等，而对于偏买量型的产品例如 MMO、卡牌、休闲等在投放效果降低及成本增加的现状下，通过提高素材的创意和质量以及营销前置化增加产品上线前的曝光声量，提高整体买量 ROI。2）推动游戏公司趋向 IP 类、长周期类产品研发，通过玩法与题材的创新融合打造出“自吸量”产品，以长线收入对冲短期营销费用，提高产品生命周期整体的利润水平。

图 49：2021 年不同品类游戏双端 CPA 价格变化趋势



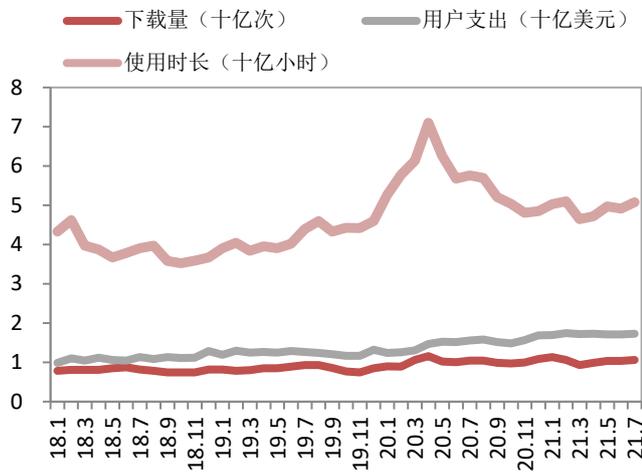
资料来源：Data Eye

6.2 出海有望成为游戏产业另一增长引擎

全球移动游戏市场正面临着新一轮的强劲成长。App Annie 数据显示，自新冠疫情爆发以来，移动游戏每周下载量超 10 亿次，并保持于该水平至 2021 年上半年；移动游戏每周用户支出达 17 亿美元、使用时长达 50 亿小时，较疫情前分别增长 40%、15%。2021 年上半年有 810 款游戏平均每月用户支出超过 100 万美元，其中 7 款游戏超过 1 亿美元，与 2019 年相比增长 25%。移动设备画质与游戏体验的提升推

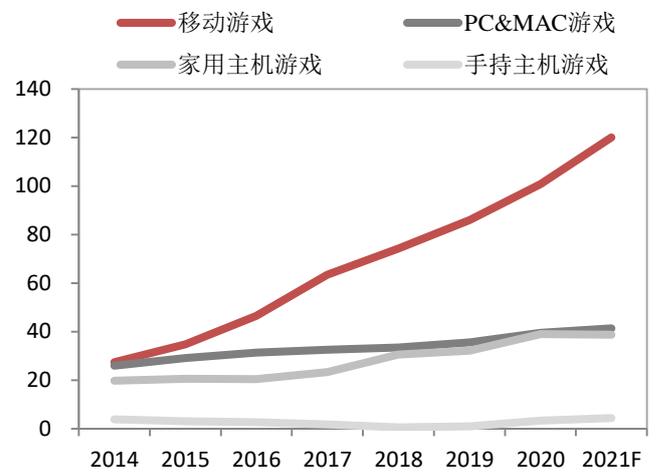
动玩家游戏习惯的改变，为后疫情时代带来流量红利的留存，预计 2021 年移动游戏支出有望超过 1200 亿元，达到家用主机游戏的 3.1 倍。

图 50：移动游戏每周消费数据



资料来源：AppAnnie，山西证券研究所

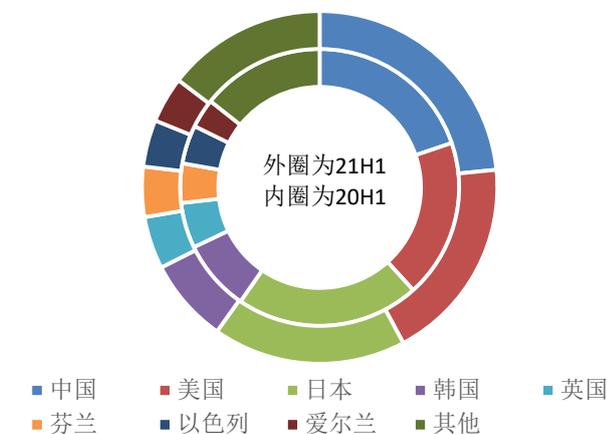
图 51：2021 年全球游戏用户支出预测



资料来源：AppAnnie&IDC，山西证券研究所

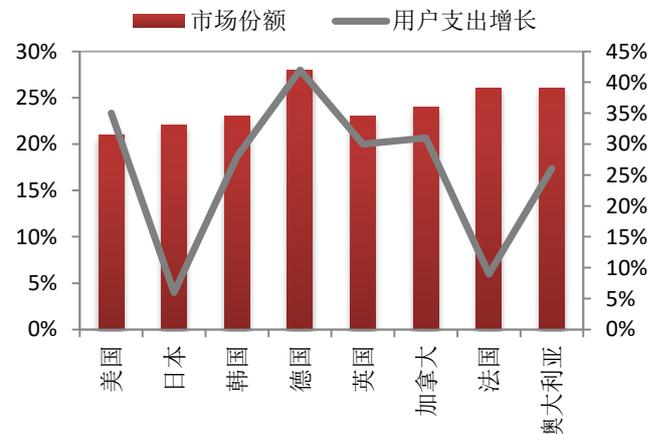
中国出海优质游戏为全球供给端带来积极变化。在亚太市场取得一定优势后，中国游戏发行商在美洲、欧洲、中东、非洲等多个市场用户支出份额超过其他地区发行商。2021 年上半年海外 Top2000 移动游戏产品来自中国游戏厂商的比重达 23.4%，同比上升 3.6pct，与之相比美国、日本、韩国等国厂商份额分别为 18.8%、17.6%和 7.7%，同比变动 0.3pct、-3.7 pct 和-0.6 pct。中国手游品质整体层次上升尤其是头部产品的竞争力提升显著。Sensor Tower 数据显示 2021 年上半年中国手游海外 App Store&Google Play 收入 TOP 30 游戏合计实现收入 59.4 亿美元，较 2020 年同期 42.1 亿美元增长 41.09%，高于市场整体增幅。头部游戏入门门槛由 2020 年的 5400 万美元提升至 7700 万美元。全球 TOP 100 发行商中中国发行商的收入由 2020 年 1 月 15.6 亿美元增长至 2021 年 9 月的 25.2 亿美元，收入占比由 28.2%上升至 41.5%。

图 52：2021H1 海外 Top2000 移动游戏市场来源情况



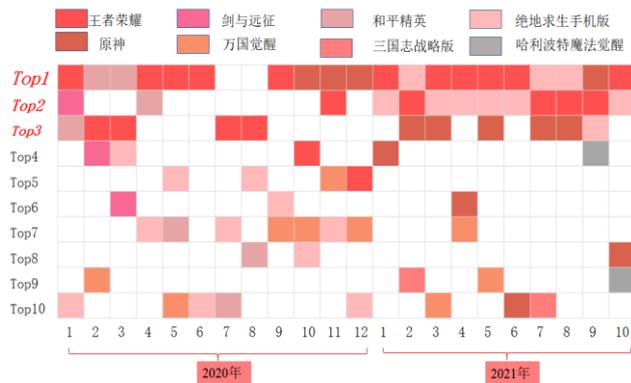
资料来源：Google，App Annie，山西证券研究所

图 53：2021H1 中国发行商在各市场份额及增速



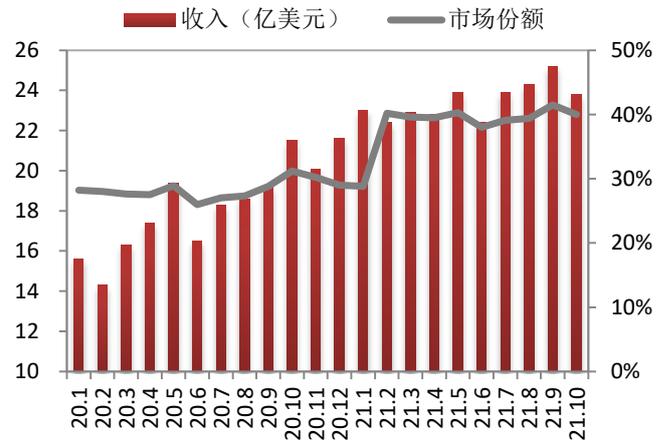
资料来源：Google，App Annie，山西证券研究所

图 54：全球移动游戏 TOP 10 中国手游分布情况



资料来源：Sensor Tower，山西证券研究所

图 55：全球 TOP 100 发行商中国发行商收入及占比



资料来源：Google，App Annie，山西证券研究所

中国游戏研发水平在中国玩家审美与从业人员水平提升和多年技术积累的背景下逐渐向全球主流水平看齐。过去中国游戏公司参与全球 3A 大作的部分研发工作，而现在中国游戏主动迈向了海外设立研发中心、吸纳全球技术人才的新阶段。一款出海游戏的成功需要在成熟经验的项目组带领下在编剧、策划、程序、美术、音效、动画各方面保持较高水准，这有赖于完整的游戏工业体系和组织流程。我们以《原神》为例来分析中国游戏研发技术的演进能力。据 Gamelook 报道《原神》研发成本约 1 亿美元，研发团队近 700 人，在研发过程中米哈游形成了成熟的游戏项目管理能力。从市场反馈、机制开发到内容整合，《原神》可以根据全球玩家诉求及时更迭游戏版本，优化玩法，解决游戏 bug。在研发水平上，《原神》具备对 Unity 游戏引擎的底层修改技术能力，在渲染管线、线程调度、IO 等都进行了大规模改造。作为横跨主机、手机和 PC 的三端游戏，《原神》针对不同平台开发了两条渲染管线，验证了国内游戏厂商已具备深厚的技术研发和项目搭建能力。

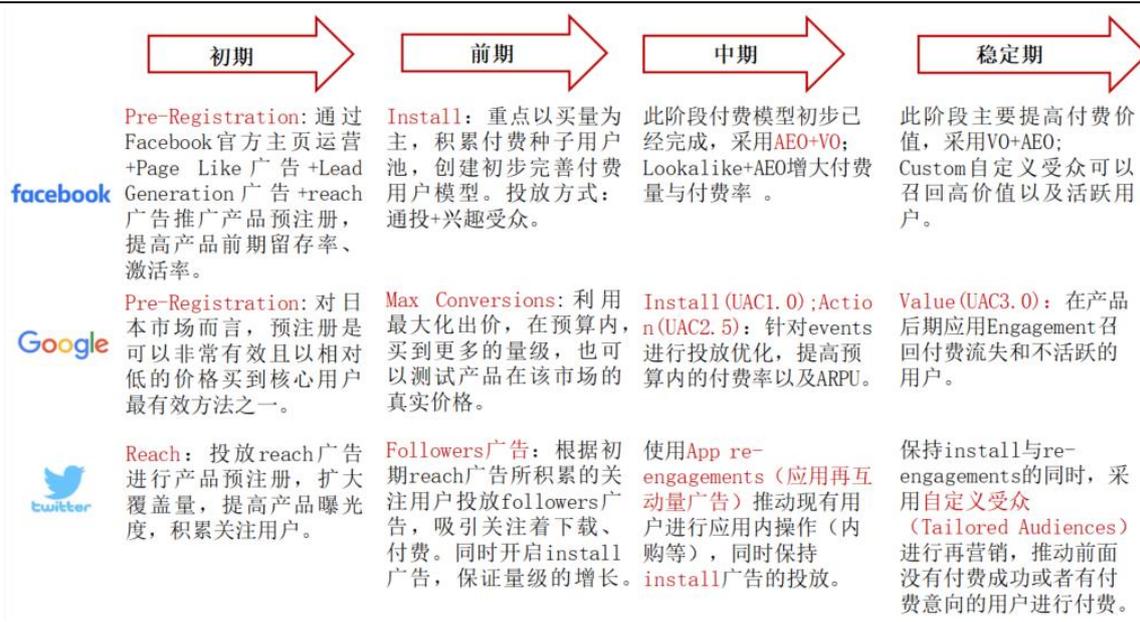
图 56：游戏开发团队组织结构与主要职能



资料来源：Gamker 攻壳，山西证券研究所

经过国内竞争激烈的游戏发行和运营市场的历练，使得出海厂商在相对蓝海的海外市场具备成长信心与实力。从游戏立项到发行的各个环节，出海游戏公司以国内运营经验为基础，针对海外用户画像的特征对游戏的玩法设计、美术风格、画面性能表现、项目总体成本、发行策略、运营节奏等进行调整，形成成熟且完整的游戏发行模式。在平台运营与买量方面，中国厂商在游戏出海上形成了高效策略：在游戏未发行时，游戏企业通常通过预注册形式以较低成本获取核心用户，采取 Facebook 主页运营、Twitter 投放 reach 广告等方式提高前期留存率和激活率；上线初期，以游戏买量投放为重点，增加游戏曝光度进而带动下载量提升，扩大潜在付费用户群体规模，形成高付费用户的画像模型；在中期通过事件优化（App Event Optimization）强化对全体付费用户的获取能力，通过价值优化（Value Optimization）提升对高付费用户的重点覆盖能力；在后期侧重召回流失付费用户和不活跃用户。

图 57：中国出海游戏在 Facebook、Google 和 Twitter 的运营策略



资料来源：西山居，山西证券研究所

海外渠道分成环境利好优质游戏研发商。海外市场由于游戏产业整体成熟，玩家对游戏品质更加看中，使得游戏研发和发行商更为强势，以及手机应用平台面临严格政策监管，因此渠道分成环境相对友好，大部分平台分成在 30%左右，Epic 等新兴平台仅为 12%，对于中国出海厂商而言更具吸引力。此外在 2020 年 12 月苹果宣布了“小企业 App Store 计划”，2021 年 1 月 1 日起在 App Store 年收入低于 100 万美元（扣除分成后）的开发者，下一年只需按 15%的比例向苹果支付佣金；谷歌迅速跟进相应政策，2021 年 3 月宣布从 7 月 1 日开始开发者每年使用 Google Play 计费系统获得的前 100 万美元收入的分成从 30% 降至 15%，这将显著提升中小游戏厂商的研发积极性。

图 58：近期国外渠道分成事件整理



资料来源：GameLook，七麦数据，游戏茶馆等，山西证券研究所整理

在政策导向上监管对于游戏出海持鼓励态度，且国外市场游戏审批环境相对宽松。目前国内海南、广东、上海等地出台了一系列鼓励游戏出海政策，主要聚焦产业投资、出海政策法规培训、版权服务、鼓励参与海外展会四大层面，进一步移除出海障碍，加速出海游戏企业海外投资布局。另一方面，海外地区版号审批制度宽松，游戏厂商受到监管限制相对较少，降低了游戏出海的成本。与中国大陆地区不同，大部分海外地区对游戏内容的监管主要通过“游戏分级制”的方式来区分电子游戏对各年龄玩家适用情况的分级标准。在美国、欧洲等海外地区，游戏分级机构由民间组织自发成立并运营，并非政府机构担当最终的职能部门。大部分海外地区移动游戏市场对应用市场上市产品并无额外限制。

表 15：部分地区支持游戏出海政策

地区	政策名称	主要内容
海南	商务部关于支持海南自由贸易港建设放宽市场准入若干特别措施的意见	海口复兴城互联网信息产业园将致力于以文化出口和游戏出海为导向，搭建具有较强辐射力的功能载体，坚持产业集群化发展和龙头企业带动战略，引进一批头部平台力量，集聚一批生态链企业，引进市场化投资基金及推出相应扶持政策，全方位助力企业做大做强。
广东	广州市天河区关于扶持游戏产业健康发展的实施意见	支持辖区游戏企业通过扩大对外贸易、境外投资并购、联合经营、设立分支机构等方式积极开拓海外市场。针对东南亚、欧美、日韩等主要目标市场的政策法规以及游戏企业“出海”中遇到的障碍问题，定期组织专家培训，助力企业赴境外参赛、参展、开发与发行游戏，发挥游戏国际化表达优势，讲好中国故事。
上海	数字文化创意内容出海专项扶持计划——“千帆计划”	依托保税区和自贸区叠加优势，为企业及个人提供政策指导、通关便利以及外汇金融服务；建立健全数字文化内容版权服务体系，涵盖前置保护、监测维权、授权应用，保障出海内容的竞争力和原创力以及文化企业的生命力；降低出海企业的成本，规避法律风险，提供保险、翻译、文化金融相关服务；及时掌握最新行业数据和国际动态，进行国别研究和行业研究，引导和推动行业建立科学发展策略，助力企业制定可持续出海规划；为企业项目落地出谋划策，提供一揽子整体解决方案，引进海外高质量展会，赋能数字文化产品跨界授权，推动耕耘多年的海外展会活动，提升自办展会的能级和影响力。
北京	关于推动北京游戏产业健康发展的若干意见	推进游戏行业国际传播能力建设，支持北京游戏企业开拓海外市场，定期组织游戏企业赴境外参加海外展会。

资料来源：Gamelook，海南在线，知乎，山西证券研究所整理

图 59：部分国家/地区游戏分级系统情况

部分国家/地区游戏分级系统简介		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17+	成人
北美地区	ESRB	N/A		EC			E				E10+				T			M	AO
欧洲	PEGI	N/A		3+				7+					12+				16+		18+
英国	BBFC	UC			U					PG			12				15		18
韩国	GRB					A							12				15		19
日本	CERO					A							B			C		D	Z
中国台湾	CGSRR			普通级						保护级							辅导级		限制级

资料来源：艾瑞咨询，山西证券研究所整理

美国、日本、韩国是中国游戏出海的前三大重要市场，此外西欧等国和人口大国份额可观。在国内游戏市场，最受欢迎的游戏品类通常为角色扮演（ARPG、MMORPG）、多人在线战术竞技类（MOBA）、射击类、策略类和回合制 RPG。海外玩家与中国玩家喜好的不同之处在于对策略类游戏（SLG）与休闲游戏（三消类）更加青睐。中外游戏偏好差异为出海厂商提供了多元化的竞争赛道。目前中国出海游戏市场品类排名前五分别为策略类、射击类、角色扮演、放置类和卡牌类五种重度付费品类，这些品类同时多为国内厂商研发的成熟品类，出海厂商也明显瞄准了国外用户的游戏需求，例如策略类游戏在国内仅仅排名第四，然而却是收入比重最大的出海品类。此外，策略类游戏、团队战斗、MMORPG、模拟运动等重度游戏品类不仅用户支出增长速度较快，同时游戏集中度明显较低，意味着具备差异化竞争力的游戏产品仍存在扩大市场份额的机会。

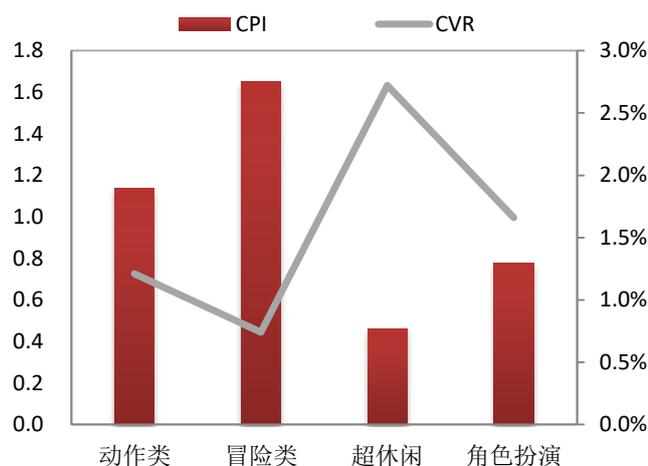
图 60：细分游戏品类的机会值



资料来源：App Annie，Google，山西证券研究所

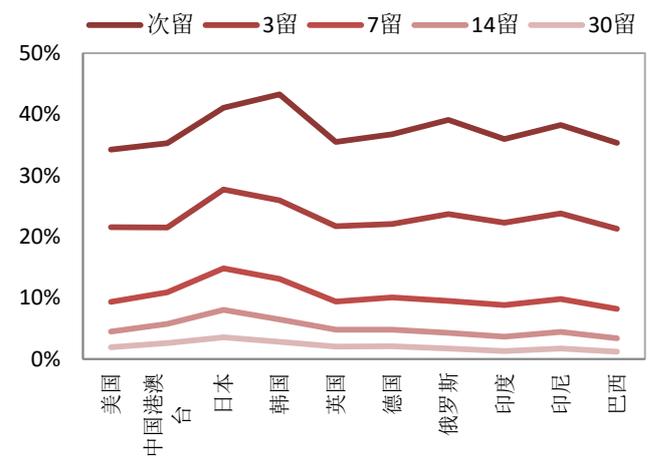
休闲游戏的付费能力虽然略逊于中重度游戏，但其适合即时游戏体验，玩法简易，设备性能要求较低，因此对非游戏玩家和轻度游戏玩家具有较强的转化能力；并且由于获客成本低廉而用户留存率较高，以超休闲类游戏为代表引领了全球游戏下载量的增长，2021 年上半年市场份额达 32.75%，成为游戏发行商获取用户渠道之一。此外，通过提升激励视频广告水平能够提高休闲游戏的变现能力。以美国为例，App Annie 和 IDC 的联合报告显示美国游戏时长较长的玩家对于游戏内置横幅广告和视频激励广告接受程度高于时长较短的玩家；深度玩家由于付费水平较高，因此通过激励视频减少游戏花销的意愿更强。因此考虑到休闲游戏整体不断提升的用户覆盖率、用户留存及激励视频提升收入的可能性，也有望成为中国出海游戏公司重点布局的品类。

图 61：全球 iOS 平台各类游戏 CPI 及 CVR 情况



资料来源：Adjust, Unity, 山西证券研究所

图 62：休闲游戏主要出海市场留存率表现

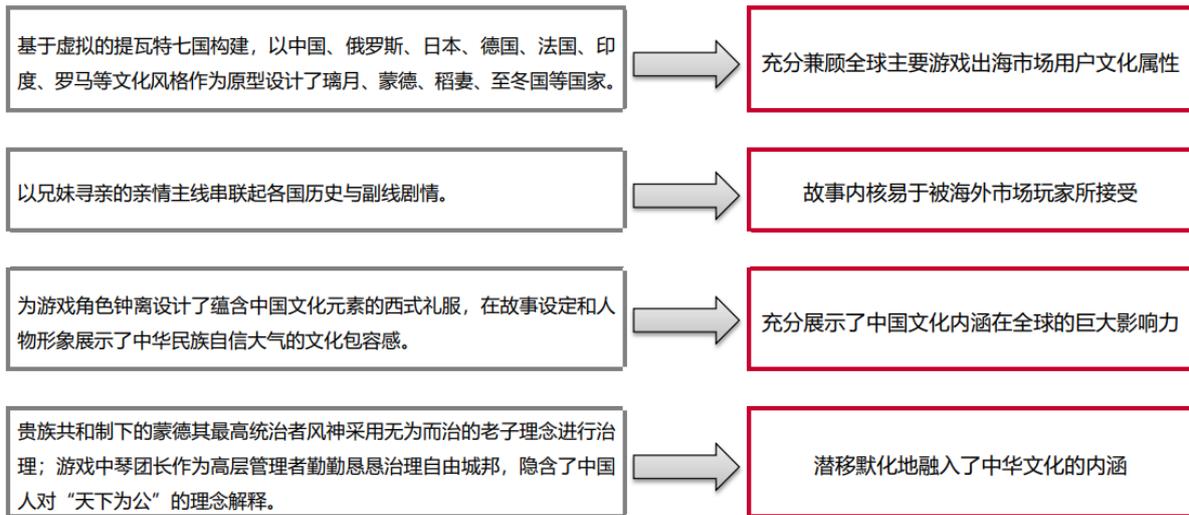


资料来源：TopOn, 山西证券研究所

游戏品类的界限并非清晰明了，休闲和中重度游戏玩法的融合也是出海游戏未来发展的趋势。重度游戏在游戏付费强度和游戏时长具备优势，然而对于时间碎片化、付费能力弱的用户转化能力不强。我们认为出海中重度游戏可以通过玩法休闲化改造来提高对轻度玩家群体的覆盖效率并调节中重度玩家游戏节奏，缓解版本更新以后游戏内容消耗过快导致的玩家“真空期”。例如《原神》的主线剧情、副本和深境螺旋玩法较为重度，游戏策划设计了尘歌壶和钓鱼系统实现了游戏内容的均衡。中重度端游可以将游戏内的部分玩法移植到手游，或为手游专门开发相应的休闲版本玩法。《英雄联盟》移动端自走棋《金铲铲之战》凭借机制完善的中轻度玩法实现了对 PC 端深度玩家的导流，在中国及出海主要市场稳居手游排行榜前列，夯实《英雄联盟》全球和全平台游戏布局。此外，也可以在休闲游戏设计中重度玩法来提升付费表现。三七互娱的《Puzzle & Survival》以合成消除的休闲玩法为基础，同时具备塔防建造系统，在覆盖轻度休闲玩家的同时有助于将部分玩家转化为中重度玩家，有效提升了休闲的游戏时长和付费水平。

伴随中国游戏在全球游戏的市场份额的崛起和研发能力的增进，中国出海游戏未来有望以中国文化为内核，融合全球价值观，打造出全球级 IP。原创 IP 的优势在于可以实现游戏厂商对内容的完全把控，避免原著限制和版权风险；规避了文化隔阂带来的市场准入门槛，具备较高的本地化调整空间。在研发能力充足的情况下，原创 IP 是游戏出海成功的较好选择。

图 63：《原神》为原创 IP 实现全球化的提供了一个经典而成功的范式



资料来源：知乎，山西证券研究所

中国出海游戏厂商的打法存在明显不同。我们对重点出海游戏公司的策略予以分类。根据各公司的主要优势与特征，我们认为出海公司可以分为以下四类：第一类：资本实力雄厚，全球布局多线作战的公司，例如腾讯、字节跳动；第二类，构建垂直渠道获得发行优势，夯实用户池的公司，例如心动公司；第三类，游戏深度本地化，长线化、精细化运营的公司，例如网易、三七互娱；第四类：深耕优势品类，在品质上形成差异化的公司，例如米哈游、莉莉丝。

图 64：中国出海游戏厂商的打法存在明显差异



资料来源：山西证券研究所

表 16：游戏出海头部公司游戏产品统计

游戏公司	重点出海产品	擅长品类
腾讯	《PUBG MOBILE》《使命召唤手游》《Arena of Valor》	MOBA、吃鸡
网易	《荒野行动》《第五人格》《明日之后》《The Lord of the Rings: War》《哈利波特》	吃鸡、卡牌、RPG
米哈游	《原神》《崩坏3》	二次元、动作
三七互娱	《斗罗大陆：魂师对决》《末日喧嚣》《云上城之歌》《江山美人》	ARPG、MMO、策略
Funplus	《State of survival》《阿瓦隆之王》《火枪纪元》《菲菲大冒险》	策略
莉莉丝	《万国觉醒》《剑与远征》	策略
灵犀互娱	《三国志 战略版》	策略、卡牌
IGG	《王国纪元》《时光公主》	策略
博乐科技	《Cash Frenzy Casino》《Lotsa Slots》	休闲
友塔游戏	《黑道风云》	策略
江娱互动	《口袋奇兵》	策略
麦吉太文	《Project Makeover》《Matchington Mansion》	休闲
壳木游戏	《Age of Z: Origin》《泰坦王座》	策略
悠星网络	《明日方舟》《碧蓝航线》《Revived Witch》	二次元、策略
乐元素	《偶像梦幻祭典!! MUSIC》	休闲
龙创悦动	《守望黎明》《帝国纪元》	策略
沐瞳科技	《无尽对决》《Mobile Legends: Adventure》	MOBA、放置
完美世界	《R5（新神魔大陆）》《新笑傲江湖 M》	MMORPG、卡牌
4399	《奇迹之剑》	MMORPG
朝夕光年	《RO 仙境传说：新时代的诞生》	MMORPG
有爱互娱	《放置少女》	放置、策略
雷霆游戏	《最强蜗牛》《跨越星弧》《Elona》	MMORPG、放置
游族网络	《圣斗士星矢：觉醒》《权力的游戏 凛冬将至》《Infinity Kingdom》《伊甸园的骄傲》	卡牌、策略
哔哩哔哩	《命运-冠位指定》《机动战姬》《高能手办团》	二次元
智明星通	《The Walking Dead: Survivors》	策略
尼毕鲁	《Kiss of War》	策略
畅游时代	《小浣熊百将传》	卡牌、MMORPG
心动公司	《明日方舟》《明日之后》《第五人格》	游戏社区
友谊时光	《熹妃传》	RPG、女性向游戏
星合互娱	《小小蚁国》《Beasts & Puzzles》	策略消除

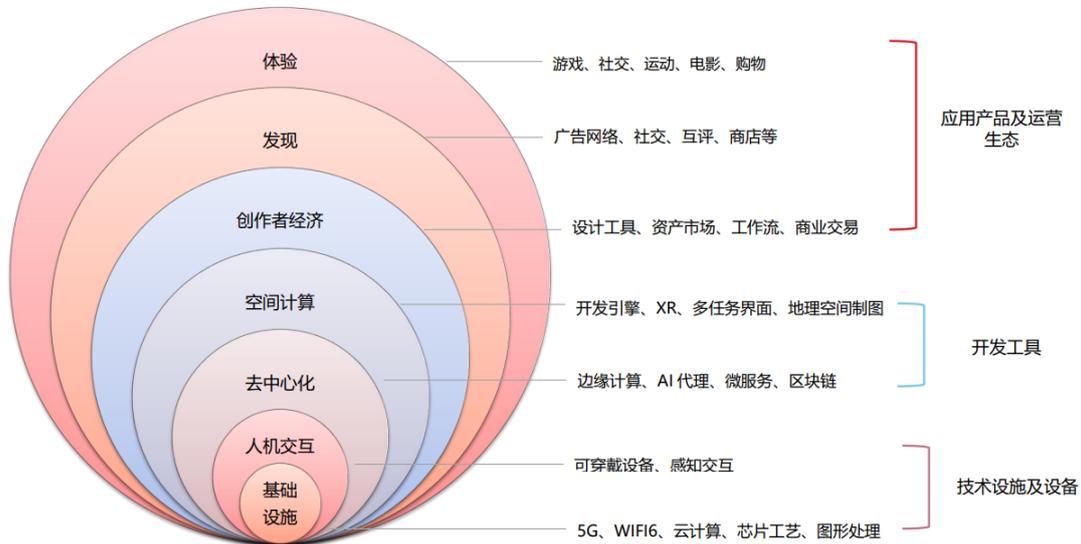
资料来源：Sensor Tower，山西证券研究所整理

6.3 探索阶段的元宇宙发展，为游戏带来三方面的机会

虽然目前元宇宙尚没有明确的定义，但基于普遍的认知可以将元宇宙看作是现实世界互通的虚拟空间，人们在这个空间中具有可定义的身份，能够进行生产、商业、娱乐、社交等与现实世界类似的社会活动，构建出与现实世界类似的社会形态。可见元宇宙所涉及的技术复杂、产业繁多，需要广泛的企业参与和社会共建，更需要一定的发展时间。根据德勤研究报告中对于元宇宙七层构成要素，元宇宙的实现从底层技术到生态应用需要 7 个层面的发展实现落地，其中包括以基础设施、人机交互为主要的技术设施与硬件设备的布局，以去中心化、空间计算为开发工具的布局，以及创作者经济、发行及体验构成的

应用产品及运营生态的布局。因此，与 PC 互联网向移动互联网时代发展类似，元宇宙发展框架下的产业路径也有望由基础设施—硬件设备—软件开发—内容及应用演进。

图 65：元宇宙七层构成要素



资料来源：德勤研究《元宇宙系列白皮书》，山西证券研究所

12月9日，Meta（原 Facebook）旗下的 VR 虚拟世界社交软件“Horizon Worlds”正式宣布向美国和加拿大的 18 岁以上人群开放，用户可使用 Oculus VR 头盔与其他用户互动，这是目前 Meta 最具象的元宇宙产品。百度近期也将发布元宇宙多人互动空间“希壤”。互联网头部公司以元宇宙社交发力有望推动元宇宙平台基础设施的搭建，从而为游戏、影音视频等内容创作与应用提供互动接口。

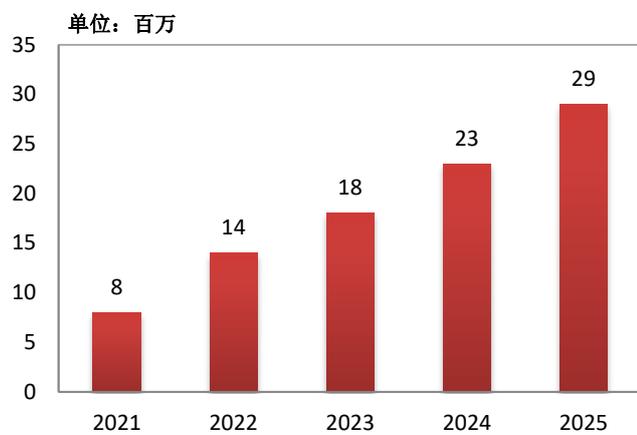
图 66：Meta 正式开放 Horizon World



资料来源：澎湃新闻

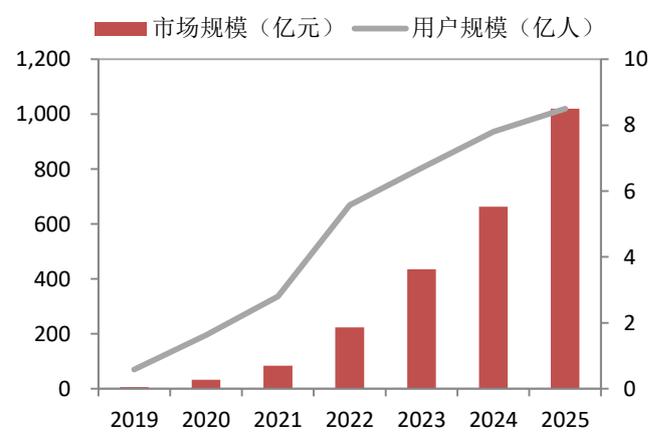
游戏在一定程度上能够看作是实现了现实与虚拟的互通，虽然整个元宇宙的发展与实现需要一个长期的过程，但我们认为游戏有望成为元宇宙探索阶段最先受益于技术领域创新发展的应用赛道，形成多端互通的、多元化的产品形态，为用户提供更多的体验，进而打开游戏产业新一轮的增长空间并提高优质研发商的价值重估。因此当下我们认为可以关注元宇宙的发展对于游戏行业带来的三方面驱动影响：1) VR/AR 设备的体验升级、用户普及率及留存率上升对游戏等应用需求增加；2) 5G、云计算、区块链等元宇宙基础设施底层技术发展进一步改善网络运营环境，推动存量游戏云化及原生云游戏的发展；3) 从元宇宙游戏 Roblox 模式来看 UGC 游戏发展机会。

图 67：全球 VR 设备数量预测



资料来源：IDC，山西证券研究所

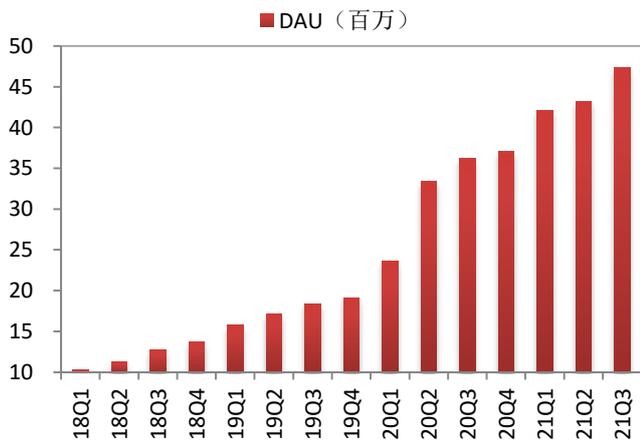
图 68：中国云游戏用户及市场规模预测



资料来源：中国通信院，山西证券研究所

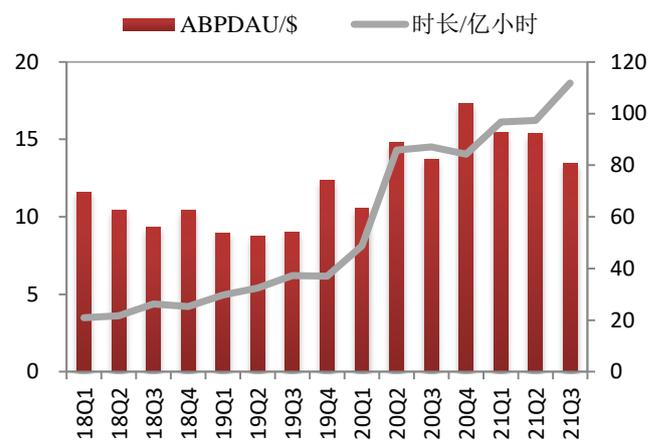
从元宇宙游戏 Roblox 模式来看 UGC 游戏发展机会。Roblox 作为一款沙盒类在线创作游戏，其亮点在于极高的玩家自由度，玩家可通过低代码工具 Roblox Studio 开发各类游戏从而实现用户自制内容的批量化低成本生产。Roblox 支持多端游玩，游戏可兼容移动端、PC、主机等设备，玩家覆盖率更加全面。玩家可以通过内购升级武器或道具，也可进行会员订阅获取专属特权和折扣。Roblox 的优势在于开发人员可通过游戏内虚拟币 Robux 进行变现，据公司数据显示，2020 年开发者从该平台拿到的分成收入超过 2.5 亿美金，因而吸引到更多的玩家及游戏开发者到平台上并可产生无数的游戏内容，形成良性的游戏内容生态。自 2020 年第二季度以来，Roblox 连续 5 个季度在美国和英国的移动游戏收入榜上排名第一，并在 2021 年成为全球第一。据公司财报显示，21Q3 公司订阅流水 (booking) 同比增长 28.47% 至 6.38 亿美元，DAU 达 4739 万，同比增长 31%，每 DAU 订阅流水 (ABPDAU) 为 13.48 美元，用户单季度使用时长为 112 亿小时，同比增长 28%。

图 69: Roblox 各季度 DAU 规模 (百万)



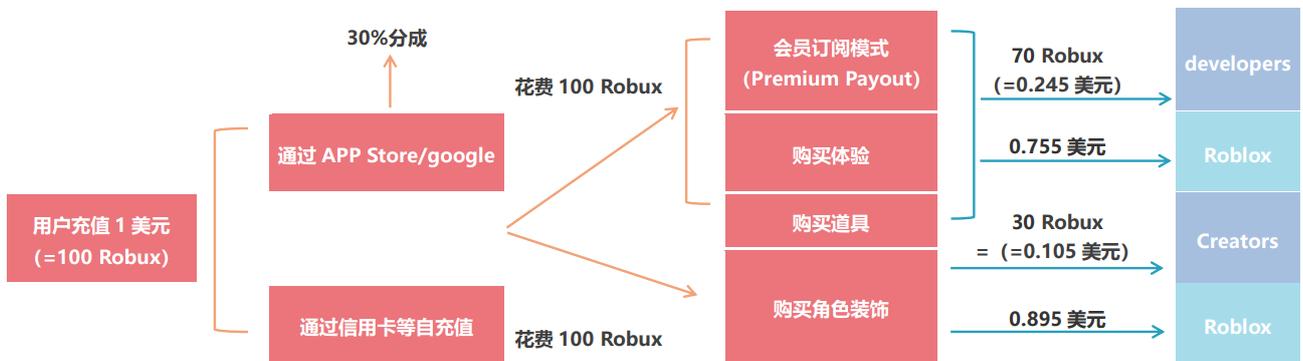
资料来源: Roblox 公告, 山西证券研究所

图 70: Roblox 各季度用户使用时长及 ABPDAU



资料来源: Roblox 公告, 山西证券研究所

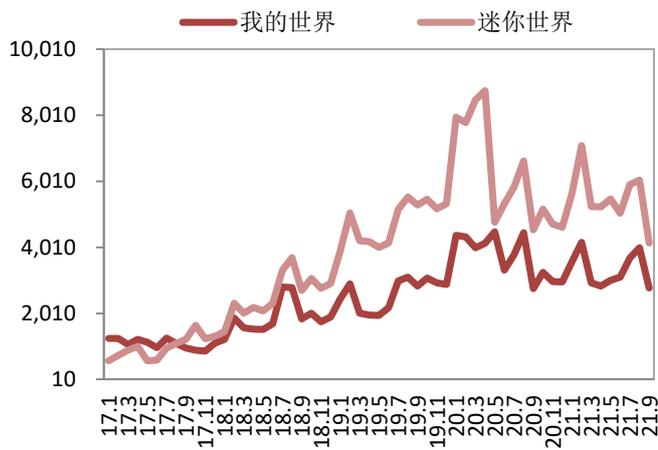
图 71: Roblox 用户付费流水分成模式



资料来源: 招股说明书, 山西证券研究所

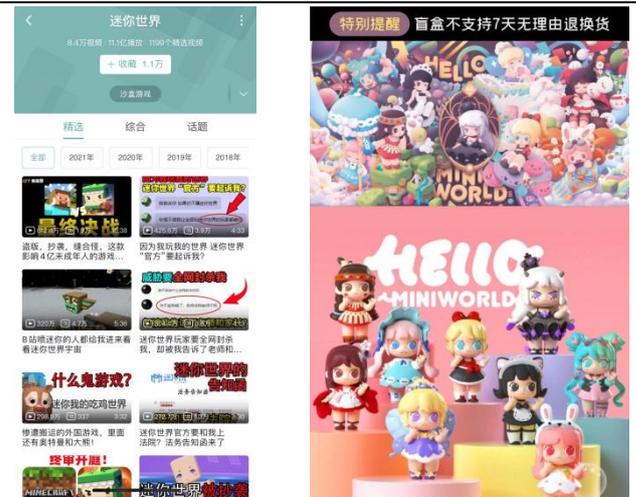
对于国内游戏市场而言, 沙盒类游戏并不算主流类型, 但头部产品都曾获得一定的成功, 例如 2015 年上线的由深圳迷你玩开发的《迷你世界》, 该产品 2017 年 10 月多端用户数量达到 1 亿人, 游戏内注册开发者数量达 40 万, 创作场景内容量近 2 亿, 2017 年以来 MAU 最高超 8000 万。并且随着玩家、开发者的不断加入, UGC 游戏本身同样能够发展成为平台式的内容生态, 与其相关的短视频内容制作、动漫、衍生品周边等二次创作实现了游戏形态的拓展而演变成为 IP 化的运营模式, 同时伴随着 UGC 游戏高度的社区属性, 也会带动游戏产品传播的自裂变, 成为众多中小型开发者和内容导流的集合体。

图 72：自 2017 年《迷你世界》与《我的世界》MAU



资料来源：易观分析，山西证券研究所

图 73：B 站《迷你世界》相关内容创作频道及 IP 盲盒



资料来源：哔哩哔哩，迷你世界官方旗舰店

2019 年腾讯与 Roblox 在国内成立合资公司罗布乐思，从事 Roblox 平台的开发和本地化，此外腾讯于 11 月 4 日上线了一款新的沙盒类游戏《神角技巧》，上线首周排名 ios 游戏免费榜 TOP5；吉比特雷霆游戏《冰原守卫者》12 月开启新副本，同样是一款沙盒生存游戏，在 TapTap 平台上获 37 万多玩家关注，评分上升至 7.5 分。此外与 Roblox 对标的国产游戏《重启世界》母公司代码乾坤已获得字节跳动投资。我们认为 UGC 游戏模式一方面有望为游戏走向“元宇宙”提供初步探索，另一方面随着头部企业的布局，UGC 游戏平台也有望为其挖掘出更多具有创新与潜力的开发者团队及游戏 IP。

图 74：腾讯罗布乐思开发者扶持计划



资料来源：罗布乐思官网

图 75：《冰原守卫者》副本开启后 TapTap 评分



资料来源：TapTap 官网

7. 电影：疫情防控影响复苏进程，内容供给驱动观影释放

7.1 十四五规划发布，为电影行业发展指引新方向

2021年11月《十四五中国电影发展规划》发布，《规划》以2025年我国将建成电影强国、实现电影高质量发展为远景目标和发展导向，在内容生产创作、产业体系、市场主体、电影科技、公共服务体系、对外交流合作等方面提出目标及任务拆解，其中我们重点注意到在内容创作方面上的主旋律导向，并鼓励民营电影公司积极参与重点影片的创作与宣发，鼓励现实题材内容创作，科幻电影、动画电影、特种电影的创新以及品牌化、系列化电影开发；放映方面，到2025年银幕总数超过10万块，支持院线公司并购重组，以及推动资产联结型院线的市场主导地位，培育新型电影消费模式的同时加强影片发行窗口期行业自律等方面。我们认为在《规划》指引下，电影市场供给端有望进一步优化，提高国产电影实力，推动行业集中度的进一步提升，龙头电影制作及院线公司做大做强，提高海外竞争实力。

图 76：《十四五中国电影发展规划》解读



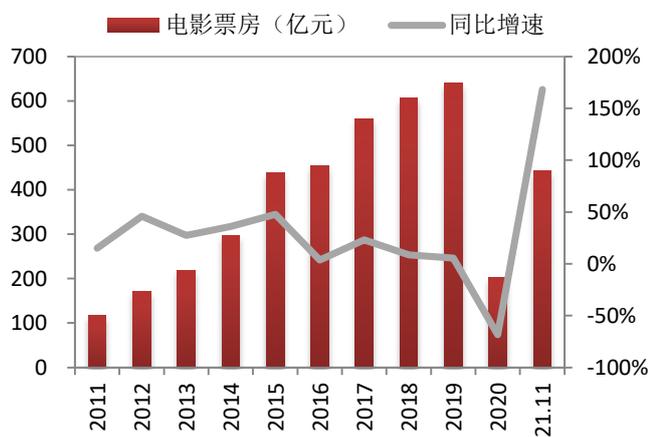
资料来源：山西证券研究所

7.2 2021年疫情影响反复，电影市场曲折中前进

截至11月30日，中国内地电影市场年累计票房达443.24亿元(含服务费)，同比2020年增长168.01%，恢复至2019年同期73.79%的水平；累计观影10.97亿人次，同比2020年增长145.96%，恢复至2019年

同期的 67.97%。从各月市场恢复程度来看，5 月和 2 月票房与观影人次均高于 2019 年的同期表现，其次为 1 月和 10 月，票房恢复至 2019 年同期 90% 以上水平；从趋势来看，年内电影市场经历了由快速恢复至放缓的历程，而目前表现来看已有企稳迹象。

图 77：2011-2021 年电影市场票房



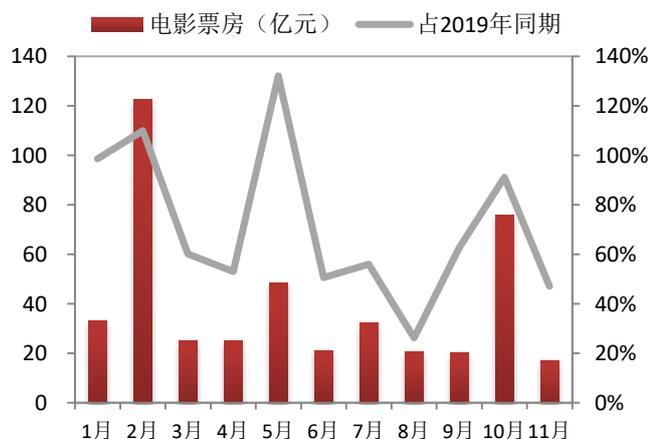
资料来源：猫眼电影专业版，山西证券研究所

图 78：2011-2021 年电影市场观影人次



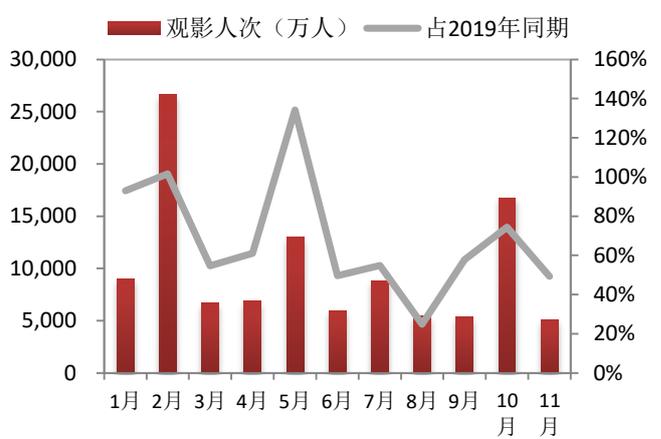
资料来源：猫眼电影专业版，山西证券研究所

图 79：2021 年各月电影市场票房



资料来源：猫眼电影专业版，山西证券研究所

图 80：2021 年各月电影市场观影人次



资料来源：猫眼电影专业版，山西证券研究所

我们认为，今年电影大盘表现主要受到四个方面因素影响：

1) 优质影片供给拉动下观影需求的释放。尤其是在元旦、春节、清明、五一、国庆等几个重要档期，市场上均有头部影片引领，目前年票房 TOP 20 影片中有 13 部为重要档期的头部影片，包括元旦档《送你一朵小红花》、春节档《你好，李焕英》《唐人街探案 3》、清明档《我的姐姐》以及五一档《你的婚礼》《悬崖之上》以及国庆档《长津湖》《我和我的父辈》等。

表 15：2021 年国内电影市场票房 TOP 20 影片（不含服务费，截至 11 月 30 日）

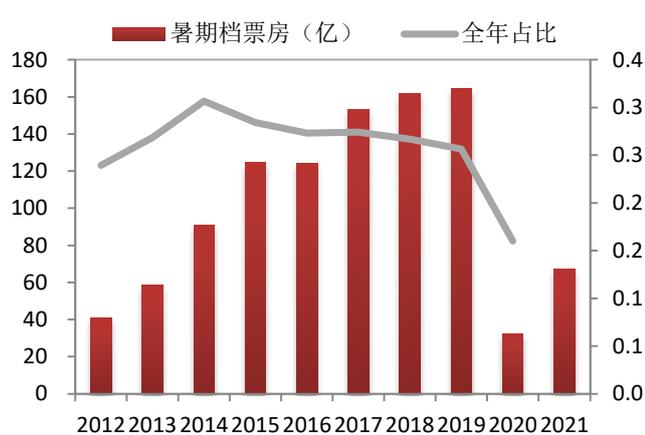
排名	影片名称	票房/亿元	观影人次/万	上映档期	档期票房占比
1	长津湖	53.29	12200	国庆档	73.2%

2	你好，李焕英	49.47	12000	春节档	34.8%
3	唐人街探案 3	41.23	9497	春节档	45.3%
4	我和我的父辈	13.63	3394	国庆档	21.9%
5	速度与激情 9	12.39	3543	非档期	—
6	中国医生	12.11	3654	暑期档	17.9%
7	怒火·重案	11.20	3434	暑期档	14.9%
8	哥斯拉大战金刚	10.98	3292	清明档	35.9%
9	送你一朵小红花	10.94	3220	元旦档	40.3%
10	悬崖之上	10.84	3085	五一档	30.3%
11	刺杀小说家	9.44	2190	春节档	6.8%
12	我的姐姐	7.82	2337	清明档	46.4%
13	你的婚礼	7.13	2100	五一档	30.5%
14	人潮汹涌	6.93	1845	春节档	1.9%
15	拆弹专家 2	6.46	1824	圣诞档	16.9%
16	温暖的抱抱	6.11	1803	元旦档	25.3%
17	扬名立万	5.75	1673	非档期	—
18	失控玩家	5.49	1576	暑期档	2.8%
19	白蛇 2：青蛇劫起	5.30	1487	暑期档	7.6%
20	熊出没·狂野大陆	5.13	1272	春节档	4.7%

资料来源：猫眼电影专业版，山西证券研究所

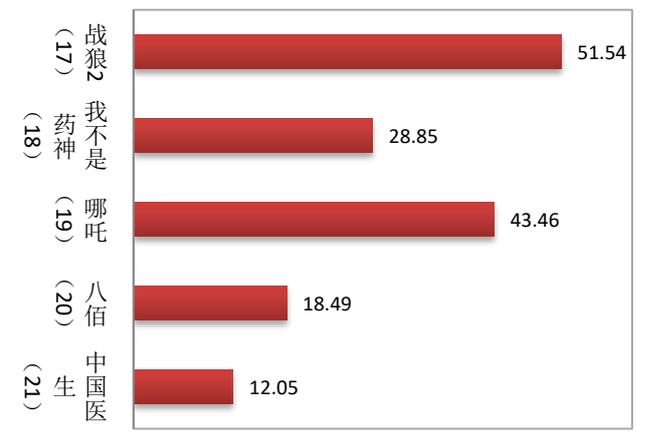
2) 局部地区疫情的反复及疫情防控要求对观影人次上产生一定影响，尤其是作为电影消费旺季的暑期档，今年暑期档是大盘表现的重要转折，由于多地的疫情反复、汛情等因素导致电影院经营受阻，同时也导致原本定档于暑期上映的作品撤档，市场表现不及预期。暑期档（6-8 月）票房仅为 73.81 亿元，观影人次 2.03 亿人，同比 2019 年分别减少 58.19% 和 59.40%。

图 81：2012-2021 年暑期档电影大盘票房表现



资料来源：猫眼电影专业版，山西证券研究所

图 82：历史上暑期档的头部影片票房



资料来源：猫眼电影专业版，山西证券研究所

3) 海外疫情蔓延，导致进口影片引进数量大幅减少。就国内市场而言，进口影片是暑期档、贺岁档等长线档期以及票房淡季时拉动观影的重要因素之一，自 2010 年以来进口影片的年度票房占比在 35%-52%

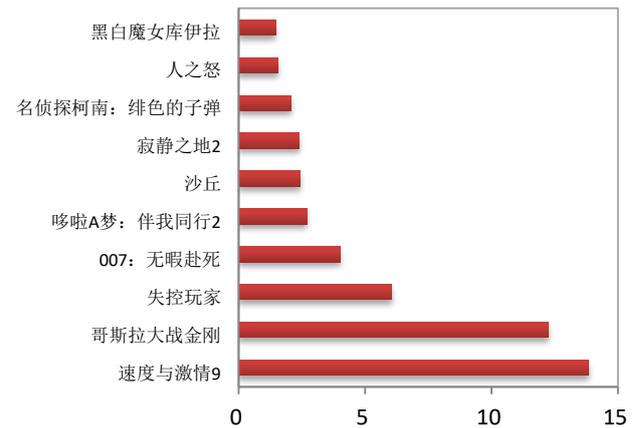
区间（除 2020 年为 16.28%外）；而今年 1-11 月引进片合计票房 92.38 亿元，占比约为 21%；年内票房过亿影片为 14 部，且基本上集中于 21H1 上映。我们认为引进片数量减少主要源自在疫情持续影响下使得进口影片制作、上映的时间延后以及海外影片上映的窗口期正在缩短，如迪士尼、华纳等电影公司的影片选择院线及流媒体平台同步上映或只选择在流媒体平台上映。

图 83：2011-2021 年国内电影市场进口影片票房表现



资料来源：wind，灯塔电影，山西证券研究所

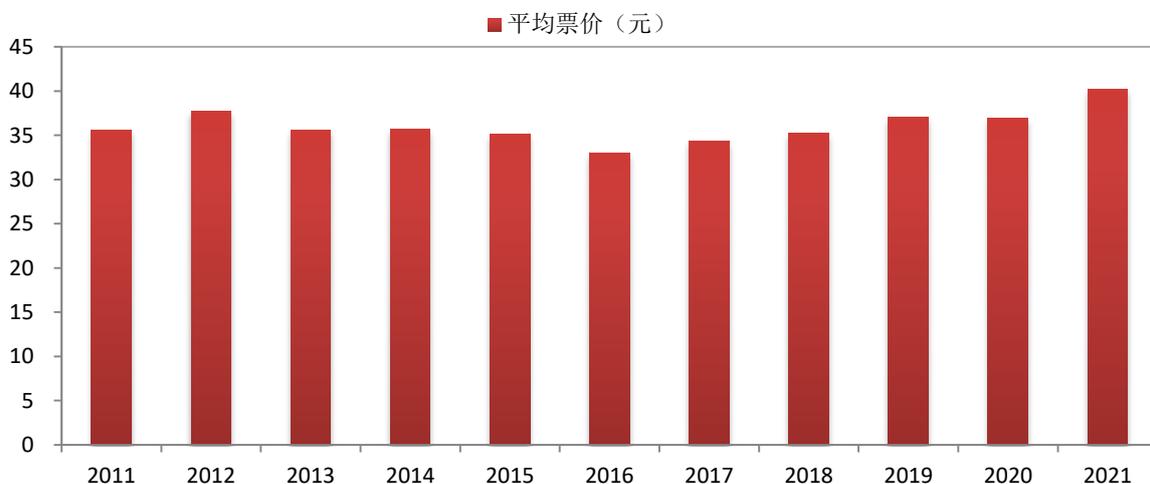
图 84：2021 年票房 TOP 10 进口影片



资料来源：灯塔电影，山西证券研究所

4) 平均票价的上涨，对冲了部分观影人次恢复速度放缓对票房恢复的影响。2021 年 1-11 月，电影市场平均票价 40.3 元，较 2019-2020 年同期增加 3 元以上。由于于平均票价的上升，导致今年票房相较于 2019 年下降幅度小于观影人次的下降幅度。自 2018 年以来监管对于平台票补进行限制后，电影市场平均票价基本处于上升态势，观众通过网络平台购票需支付 2-5 元的服务费，并且由于今年重要档期如春节档、国庆档等观影需求增加票价上涨，共同推高了今年市场平均票价。我们认为，重要档期内的票价浮动成为常态，且由于优质影片对观影的拉动有望弱化票价提高后对观众观影热情的影响。

图 85：2011-2021 年国内电影市场平均票价

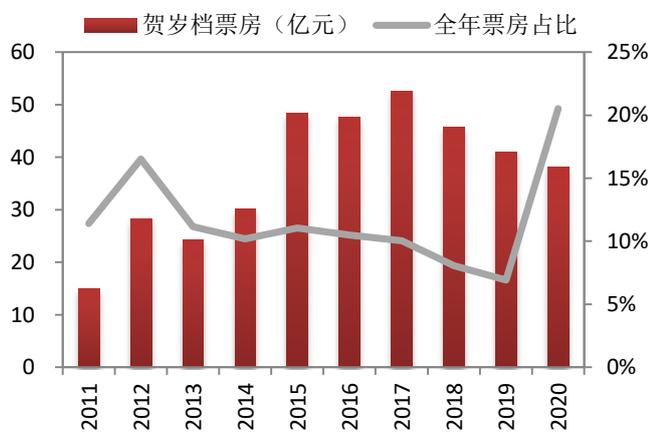


资料来源：猫眼电影专业版，山西证券研究所（平均票价计算以票房/观影人次计算，含服务费）

7.3 丰富的内容储备，是后疫情时代下带动观影需求释放的基础

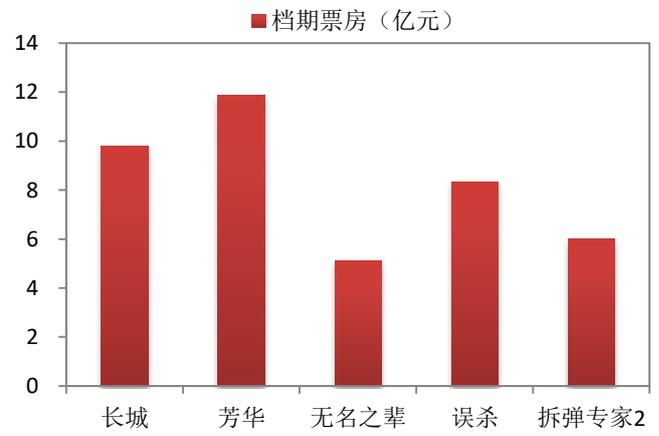
12月电影市场进入年末贺岁档，从历史上贺岁档表现来看，2015年-2019年贺岁档电影票房占全年票房的比重由10%以上下降至7%左右，2020年由于电影市场停摆半年，年末贺岁档票房占比上升至20%。由于该档期时间较长、缺少节假日且临近元旦、春节档期，所以档期上映影片以中小成本国产影片以及海外进口影片居多，竞争相对较小，而随着中小成本制作影片中内容优质、高口碑影片受市场关注，使得年末贺岁档不乏有票房黑马出现，例如2017年的《芳华》、2018年的《无名之辈》、2019年的《误杀》、2020年的《拆弹专家2》等。

图 86：2011-2020 年年末贺岁档票房情况



资料来源：猫眼电影专业版，山西证券研究所

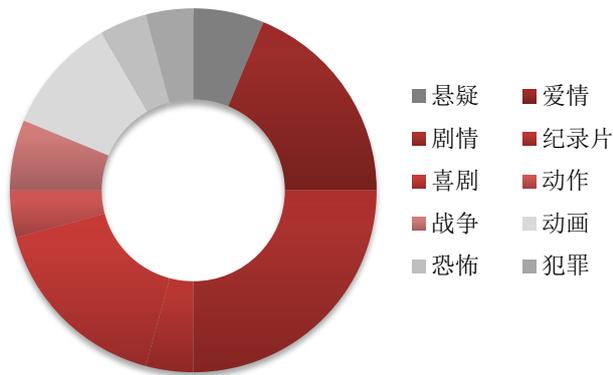
图 87：近五年贺岁档票房头部的国产影片



资料来源：猫眼电影专业版，山西证券研究所

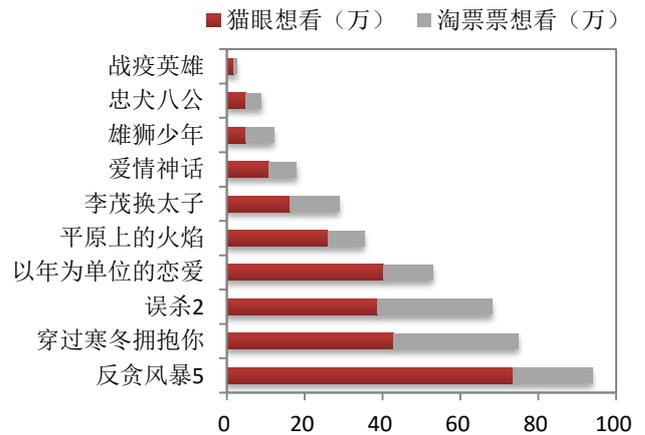
据12月12日猫眼电影显示，今年年末贺岁档共有38部新片上映，以剧情、爱情、喜剧片数量居多，分别占比25%、18.75%、16.67%，此外还包括悬疑、动作、战争、动画、恐怖、犯罪以及纪录片，同时还包括主旋律题材的《穿过寒冬拥抱你》《战疫英雄》等，类型多元、题材丰富。在已上映的影片中，目前以《古董局中局》票房领先，上映10天票房突破3亿；未上映的影片中，《反贪风暴5》《穿过寒冬拥抱你》《误杀2》《以年为单位的恋爱》《平原上的火焰》五部作品想看人数排名第一梯队，其中《反贪风暴5》猫眼+淘票票平台想看人数近100万，该系列前四部累计票房已达15.44亿元，单片票房最高为《反贪风暴4》的7.99亿元，上映票房值得关注。

图 88：2021 年贺岁档预计上映影片类型分布



资料来源：猫眼电影专业版，山西证券研究所

图 89：2021 年贺岁档预计上映影片想看前十影片



资料来源：猫眼，灯塔，山西证券研究所

作为 2022 年首个七日档期—春节档，目前已有 13 部电影定档。其中有多部影片受市场关注度较高，包括：文牧野执导，易烱千玺主演的剧情片《奇迹》；韩寒与沈腾再次合作的新作《四海》，沈腾+开心麻花班底《超能一家人》，张艺谋执导的战争题材《狙击手》，此外还包括 6 部动画电影，包括国产动画经典 IP“喜羊羊”与“熊出没”新作，以及全新原创动画《虎墩小镖师》等。

表 16：2022 年春节档部分上映新片及想看人数

影片名称	猫眼想看 (万人)	淘票票想看 (万人)	相关公司
奇迹	16.5	15.4	坏猴子、中影、阿里、万达等出品
四海	15.1	11.4	亭东、阿里、博纳等出品，横店等联合出品
超能一家人	24.4	18.0	开心麻花、中影、阿里出品，横店等联合出品
狙击手	16.4	8.3	光线传媒出品
熊出没·重返地球	6.4	2.1	华强方特出品
樱桃小丸子：奇幻笔记	6.0	2.5	异格传媒出品
这个杀手不太冷静	5.1	1.4	新丽传媒、西虹市影视出品
喜洋洋与之筐出未来	1.2	6.5	奥飞影业出品

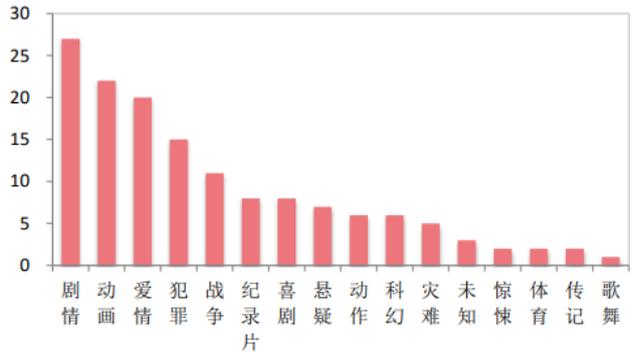
资料来源：猫眼电影、灯塔专业版，山西证券研究所

据《2022 院线国产电影前瞻报告》，共有 140 多部影片参加了第二十一届全国院线推介会，将为 2021 年末-2022 年及后续电影市场注入全新的内容储备。在这 140 多部影片中共涵盖 24 种类型元素，从类型来看以剧情、动画、爱情三大元素的影片数量位居前三甲，分别有 27 部、22 部、20 部，犯罪、战争影片各有 15 部、11 部，喜剧、悬疑、动作、科幻、纪录类型影片的占比接近；从题材来看，包括有聚焦扫黑除恶、小人物奋斗、情感议题、女性等多视角的现实主义题材，灾难救援题材、战争题材等；从 IP 来看，动画作品中包含有多部中国传统文化 IP“新神榜”“山海经”“白素贞”等同时也包含低幼成熟 IP“喜羊羊”“熊出没”“猪猪侠”等，真人电影中则包括有同系列续作以及热门网文、小说改编 IP 作品。整体来看，虽然近两年疫情的扰动使得电影上映数量有所减少，但在内容创作端依旧热情不减。头部电影公司凭借

自身资金实力与资源调配能力，通过丰富的片单储备构筑较高的内容壁垒。据《2022 院线国产电影前瞻报告》统计，参与全国院线推介会的共有 12 家电影公司的储备片单超过 5 部，其中猫眼、华夏、阿里和北京精彩达到 10 部以上，中影股份、华策、光线、横店等上市公司推介影片分别为 9 部、7 部、5 部、5 部。

图 90：2022 年预计上映影片类型分布、代表作品及相关公司

题材类型	数量	代表影片	相关公司	题材类型	数量	代表影片	相关公司
剧情	27	没有一个春天不会来临	万达影业	悬疑	7	请别相信她	猫眼
		平凡英雄	博纳影业			回廊亭	中影
		小伍哥	万达影业			彷徨之刃	
		人生大事	横店	科幻	6	独行月球	阿里影业
		断桥	阿里影业			宇宙探索编辑部	中影, 猫眼, 万达
翻译官	华策影业	明日战记	猫眼				
动画	22	新神榜杨	阿里影业	灾难	4	听到请回答	阿里影业
		萌鸡小队：萌闯新世界	阿里影业			搜救	中影
		白素贞	影联文化			危机航线	猫眼, 寰宇影业
		再见怪兽				惊天救援	寰宇影业
爱情	20	漫长的告白	华夏	绝地追击	恒业影业		
		十年一品温如言	光线影业				
		暗恋	中影				
犯罪	15	猎狐行动	猫眼				
		扫黑行动	保利影业				
		检察风云	华夏				
战争	11	无名	博纳影业				
		澎湖海战					
		中国兵王：绝密任务	猫眼				
纪录	8	我们是第一书记	北京精彩				
		演员					
		人世间	影联文化				
		无尽攀登	华夏				



资料来源：《2022 院线国产电影前瞻报告》，山西证券研究所

7.4 头部院线市占率继续提升，提高集中度与下沉拓展并举

2021 年院线及影投行业受益于电影市场的复苏，经营端有所改观。2021 年 1-11 月，国内 TOP10 院线合计实现票房为 299.20 亿元，市场份额 67.4%，较 2020 年票房增长 169.43%，市场份额上升 0.1pct，较 2019 年下降 0.5pct；TOP10 影投公司合计实现票房 164.35 亿元，市场份额 37%，较 2020 年票房增长 169.43%，市场份额上升 0.1pct，较 2019 年上升 0.7pct。由于影城经营具有杠杆效应，即观影次数不仅可带动票房收入，同时还能增加卖品、周边及影院广告的收入，带动影院现金流改善，我们预计四季度以来由于疫情影响的减弱、优质电影上映增加带动的观影回暖有望带动院线及影投整体经营端环比明显的改善。虽然国内前十大院线及影投公司市场竞争格局较为稳固，但在疫情影响下行业淘汰出清加速，各院线及影投公司开店趋向谨慎，同时也加强了对存量影院资产的梳理改造及淘汰，以提升公司整体的运营效率，头部院线及影投公司在增质提效后，品牌与管理运营能力等优势更加显现，因此票房流向经营

效率更高规模效应更强的头部院线及影投公司。2021年1-11月，院线公司中万达院线市场份额较2019年、2020年同期上升1.64pct、0.33pct，中影数字市场份额较2019年、2020年同期上升0.49pct、0.15pct，幸福蓝海市场份额较2019年、2020年同期上升0.20pct、0.18pct，相较2020年、2019年市场份额分别有所上升的还包括金逸影视（0.15pct）、横店影视（0.14pct）；影投公司中万达电影市场份额较2019年、2020年同期上升0.28pct、1.59pct，同时上升的还包括上海星轶（0.62pct、1.04pct）和幸福蓝海（0.09pct、0.05pct）。

表 17：2021 年前三季度票房 TOP 10 院线及影投公司

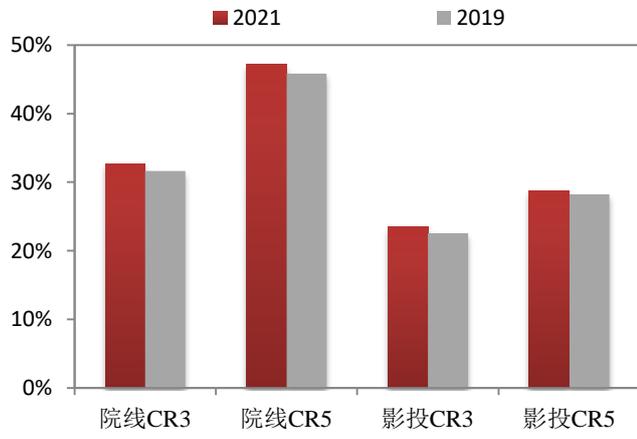
院线名称	票房/亿	观影人次/万	上座率	市场份额	份额变动（比20年）	份额变动（比19年）
万达院线	68.82	15703	10.0%	15.5%	0.33%	1.64%
广东大地	42.39	10766	8.0%	9.6%	-0.09%	-0.24%
上海联和	34.05	7671	8.7%	7.7%	0.14%	-0.30%
中影数字	33.24	8482	7.5%	7.5%	0.15%	0.49%
中影南方	30.98	7856	8.2%	7.0%	0.14%	-0.26%
横店影视	19.37	4882	7.0%	4.4%	-0.13%	0.14%
金逸影视	19.36	4770	7.7%	4.4%	0.15%	-0.56%
幸福蓝海	18.10	4527	8.3%	4.1%	0.18%	0.20%
中影星美	17.73	4483	8.6%	4.0%	-0.56%	-1.35%
华夏联合	15.16	3842	7.9%	3.4%	-0.19%	-0.27%
影投名称	票房/亿	观影人次/万	上座率	市场份额	份额变动（比20年）	份额变动（比19年）
万达院线	66.22	15143	10.1%	14.9%	0.28%	1.59%
大地影院	21.27	5235	8.4%	4.8%	-0.28%	-0.81%
横店影视	16.75	4205	6.9%	3.8%	-0.10%	0.14%
CGV 影城	12.28	2519	8.6%	2.8%	-0.25%	-0.19%
金逸影视	10.75	2551	7.7%	2.4%	0.08%	-0.33%
中影投资	10.22	2538	9.6%	2.3%	-0.16%	-0.55%
上海星轶	8.13	1898	8.5%	1.8%	0.62%	1.04%
博纳影业	6.97	1584	9.6%	1.6%	-0.04%	-0.06%
百老汇	6.05	1071	12.0%	1.4%	-0.18%	-0.20%
幸福蓝海	5.71	1434	8.7%	1.3%	0.09%	0.05%

资料来源：艺恩咨询，山西证券研究所

目前，我国电影终端放映市场仍旧分散，2021年国内院线CR3、CR5分别为32.7%、47.2%，较2019年同期上升1.1pct、1.3pct；影投CR3、CR5分别为23.5%、28.7%，较2019年同期上升0.9pct、0.4pct。按照《十四五电影产业规划》，我们认为一方面头部院线公司有望通过自建&并购重组等方式、以增加资产联结型影院为方向进行扩张，另一方面则是继续在低线城市寻求增量。据国家电影局统计数据，截至9月电影市场共有影院14235家，银幕80743块，平均每1.1万城镇人口拥有一块银幕，而对比美国为0.84万人；从城市分布来看，二线城市银幕占比高达41.5%，求其次为四线城市27.5%、三线城市20.3%、一线城市10.7%，虽然较此前三四线城市银幕占比有所提升，但从增速来看，近年来银幕建设以二线城市

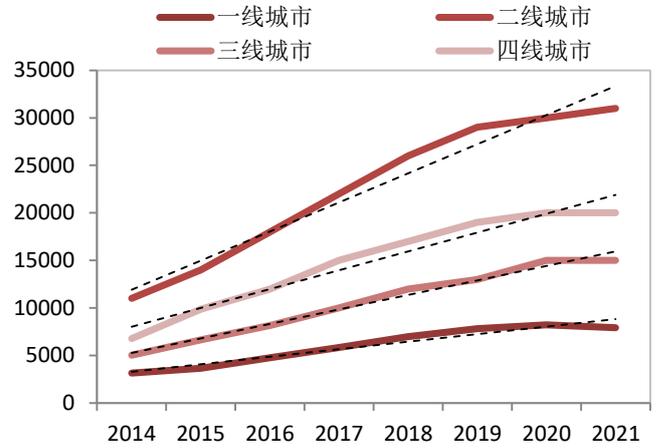
市为主，因此随着一二线城市银幕建设的饱和，如若完成到 2025 年 10 万块银幕的目标，预计未来更多的银幕增量将产生在低线城市，并以此拉动低线城市的影院消费和票房增长。

图 91：2021 年院线及影投 CR3\CR5



资料来源：艺恩咨询，山西证券研究所

图 92：2014-2021 不同城市银幕增长情况



资料来源：灯塔电影，山西证券研究所

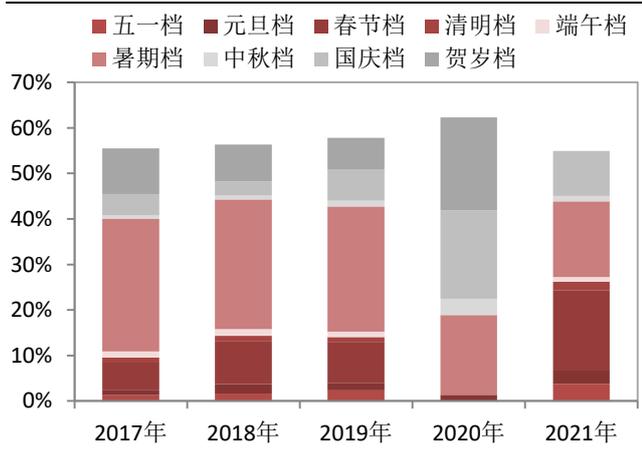
7.5 展望 2022，有效的防控体系下疫情对电影市场的扰动有望减小

在疫情后电影市场的档期效应相较于往年更为明显，2022 年影片上映节奏有望逐步回归正常节奏。重要档期票房占全年票房的比重较疫情前有所占比上升，主要原因在于 2020 年影院暂停影响以及 2021 年部分地区疫情复发、防控政策收紧下，导致市场上待映影片积压，在片方博弈思想下更希望选择日均票房产出更高的重点档期上映，导致档期内竞争加剧，使得排片及票房更易向品质较高、口碑较好的头部影片集中。基于目前市场上，由于此前档期排片“内卷”导致撤档改档的影片数量较多，加之各电影公司新项目储备丰富，在项目资金周转驱动下或会驱动片方提高库存影片周转率；另一方面近年来电影市场上非档期上映影片中也不乏票房黑马，节假日效应虽能最大化内容价值，但优质影片本身也足以带动观影，因此我们认为未来电影市场上映节奏趋向合理化，档期排片拥挤的情况有望缓解。

受益于国内疫情防控及疫苗接种率的提升，疫情对线下娱乐的扰动也有望减小。国内疫情防控系统的快速反应、统筹兼顾，在一定程度上减少了疫情反复对社会经济造成的不利影响，也减少了疫情对电影市场整体性的冲击。虽然目前变异毒株 Omicron 输入的影响还有待评估，但据《新冠病毒疫苗接种情况》显示，截至 12 月 10 日报告接种疫苗 259187.9 万剂次，且低龄人群疫苗接种已全面启动，到 2021 年末全国疫苗覆盖率将达到 80%。此外 12 月 8 日，我国首家自主知识产权新冠病毒中和抗体联合治疗药物获批，最新披露的 III 期临床试验最终结果显示，联合治疗将门诊患者的住院和死亡风险降低了 80%，并且该联合用药给出了长达 10 天的黄金救治期(国际上其他新冠治疗用药临床试验多设计为 5 天内救治)。此外，进口影片供给回暖后有望进一步带动观影热情，平滑档期与非档期观影的差异。从 Box office Mojo

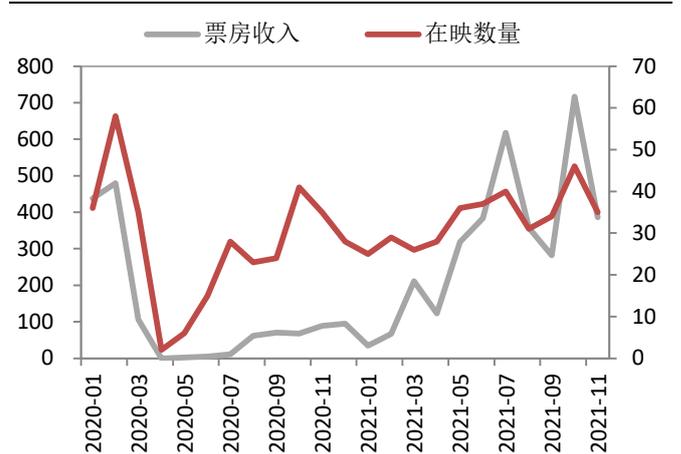
数据来看，美国电影市场目前也处于复苏阶段，在映电影的数量有所增加；以及近期美国辉瑞公司表示新冠口服实验药物能够将轻度跟中度成年患者的住院或死亡概率降低 89%，并有望于年内交付产品。因此海外进口影片的上映进度也有望逐步恢复，为电影市场注入更多元化的影片，以带动整体市场及不同时段观影的改善。

图 93：2017-2021 年各档期占全年票房的比重



资料来源：艺恩咨询，山西证券研究所

图 94：2020 年以来美国电影市场各月表现



资料来源：Box office Mojo，山西证券研究所

我们基于 2022 年人均观影次数进行悲观、中性和乐观假设，其中主要参考 2021 年上半年电影市场受疫情影响较小、2021 年 7-11 月受阶段性、地区性疫情影响两种情况下的月平均人均观影次数，乐观假设参照 2019 年人均观影次数为设定，悲观假设以市场恢复较慢的情况（为 2019 年人均观影次数 60% 水平），中性假设以市场恢复较快的情况（为 2019 年人均观影次数 80% 水平），通过计算“票房=观影次数*城市人口*平均票价”得出 2022 年票房预测区间为 421 亿元至 720 亿元，较 2019 年票房增长区间为-34.32% 至 12.27%。

表 18：2022 年国内票房预测情况

	票房	观影人次	平均票价	观影次数	月均观影次数
2021.1-11	443	10.96	40.44	1.22	0.11
较 2019 恢复	74%	68%	109%	67%	68%*
2021.1-6	276	6.81	40.48	0.75	0.13
较 2019 恢复	88%	84%	105%	82%	77%*
2021.7-11	168	4.15	40.38	0.46	0.09
较 2019 恢复	58%	52%	113%	51%	56%*
假设条件	观影次数	人口 20 年人口*(1+20 增速)	平均票价 (2021 年)	票房假设 观影次数*人口*票价	较 2019 年增速
乐观	1.95	9.20	40	719.63	12.27%
中性	1.56	9.20	39	561.32	-12.43%
悲观	1.17	9.20	39	420.99	-34.32%

资料来源：国家统计局，猫眼电影专业版，山西证券研究所（注*处均以 2019 年前 11 月数据对比，其余均为 2019 年同期数据对比）

8. 投资建议

8.1 行业估值分析

截至 2021 年 12 月 13 日收盘，CS 传媒板块整体市盈率（TTM）为 22.37 倍，年内板块市盈率最高为 25.45 倍、最低为 18.03 倍，目前板块估值企稳回升，但仍处于近五年估值低位，约为 25 百分位。从板块估值横向比较来看，细分板块估值分化明显，其中出版、其他广告营销、游戏市盈率低于传媒板块整体估值，动漫、其他文化娱乐等细分板块处于相对较高市盈率水平；纵向比较历史估值来看，互联网影视音频、出版、其他广告营销、信息搜索与聚合、游戏板块处于近五年估值 50 百分位，尤其以互联网影视音频、出版、其他广告营销处于历史估值低位，广播电视、影视、动漫、其他文化娱乐及互联网广告营销则属于目前估值高于历史估值 50 百分位。整体来看，行业政策靴子落地、基本面向上且部分细分行业将受益于元宇宙相关技术进步，有望迎来长线发展机会，带动估值提升可期；行业中细分龙头标的仍处于估值低位，具有较高的投资性价比。维持行业“看好”评级。

图 95：近五年传媒板块市盈率变动情况



资料来源：wind，山西证券研究所

表 19：近五年三级子行业市盈率（剔除负值）统计情况

细分板块	Max	Min	Med	Ave	12 月 13 日	近五年估值百分点
CS 互联网影视音频	204.67	28.02	73.56	55.48	34.90	8.70%
CS 出版	33.20	11.01	17.55	15.91	12.41	12.20%
CS 其他广告营销	68.89	12.52	31.05	27.60	20.12	20.90%

CS 信息搜索与聚合	115.22	38.01	62.12	58.75	47.68	26.30%
CS 游戏	63.41	15.14	30.19	26.89	21.78	31.20%
CS 互联网广告营销	69.26	14.71	33.50	30.79	31.96	52.20%
CS 其他文化娱乐	138.42	21.17	71.46	77.70	79.77	53.00%
CS 动漫	3417.20	25.60	304.31	81.85	109.11	63.30%
CS 影视	99.45	16.44	39.87	38.00	44.06	63.70%
CS 广播电视	37.69	16.64	27.71	27.77	32.69	83.50%

资料来源：wind，山西证券研究所

8.2 投资主线梳理

2021 年监管之变落下帷幕，疫情阶段性扰动仍在持续，存量月活用户创下历史新高，围绕用户时长与留存的竞争不断加剧，5G 网络的建设与元宇宙相关技术给内容领域带来更多的发展机遇。在行业内外部的变下化，我们将 2022 年的投资主线梳理为两个部分：1) 视频、游戏行业：监管政策的变化倒逼行业供给侧调整，行业内公司积极调整应对，通过出海、多元布局业务矩阵等寻求破局，有望再回发展快车道，关注行业调整中形成的价值洼地，龙头公司性价比优。2) 出版、电影行业：短期来看局部疫情反复影响或会持续，一方面可关注疫情防控成效带来的行业阶段性边际改善机会，同时可关注在对抗疫情不确定性的过程中通过构筑内容壁垒、推动渠道变革，确立或加强龙头地位的头部公司。

视频：监管升级，行业积极应对寻求突破。2021 年影视行业监管再度升级，涉及到影视剧综的内容制作、演艺人员，同时还包括网络视频平台的规范经营，推动视频行业供给端改革，反映在内容端的质量提升，成本端的边际改善以及平台端的规范化和精细化运营。在以内容驱动会员增长逻辑下，行业中优质内容仍为稀缺资源。以内容精细化运营为核心，剧场模式有望成为打造爆款的主阵地，同时通过下沉市场与海外布局，寻求用户第二增长曲线，网络院线、剧本杀、电商等多元业务矩阵将丰富平台商业模式的探索。12 月 15 日爱奇艺宣布调整会员价格，带动行业第二轮提价预期。建议关注芒果超媒，华策影视。

游戏：政策落地推动精品化，出海&技术注入发展新动力。新未保政策落地利于行业健康发展，内容审核趋严倒逼研发精耕细作、劣质内容淘汰出清，版号审批节奏促使游戏公司加强对新产品的打磨并考验已上线产品的长线运营能力及产品的迭代。全球移动游戏市场正面临着新一轮的强劲成长，从游戏公司自身来讲，游戏研发水平在中国玩家审美与从业人员水平提升和多年技术积累的背景下逐渐向全球主流水平靠齐；并且经过国内竞争激烈的游戏发行和运营市场的历练，使得出海厂商在相对蓝海的海外市场具备成长信心与实力。从外部环境来讲，海外渠道分成环境利好优质游戏研发商，且游戏审批环境相对宽松，而国内政策导向上监管对于游戏出海更持鼓励态度，因此出海有望成为游戏产业另一增长引擎。在元宇宙技术的探索阶段，游戏行业有望成为最先受益于技术领域创新发展的应用赛道，形成多端

互通的、多元化的产品形态，为用户提供更多的体验，进而打开游戏产业新一轮的增长空间并提高优质研发商的价值重估。建议关注完美世界、三七互娱、吉比特。

阅读：渠道变革，内容为基，多元变现。图书零售市场销售码洋增速放缓，1-9月同比增长2.99%，实体渠道销售码洋同比增长13.52%，网店渠道同比增长0.21%。短视频电商作为图书销售新崛起的平台一方面有望继续享有流量红利，另一方面则有望向更精准的私域流量运营和内容运营发展，将销售渠道变革转向服务模式创新。但无论渠道与传播形态如何，内容价值才是将分散的流量沉淀在品牌自身流量池中的基石。在数字阅读领域，付费阅读平台通过免费阅读服务寻求用户增量，微短剧有望成为即长视频改编后网文IP变现的又一成熟模式，有声产品将为数字阅读拓展更多应用场景。建议关注中信出版、掌阅科技。

电影：疫情防控影响复苏进程，内容供给驱动观影释放。2021年疫情影响反复，电影市场曲折中前进。头部院线市占率继续提升，整合与下沉拓展并举，行业集中度有望提高。2022年丰富的内容储备，是后疫情时代下带动观影需求释放的基础。受益于有效的防控体系，疫情对电影市场的扰动有望减小，进口影片供给回暖后有望进一步带动观影热情，平滑档期与非档期观影的差异。我们预计2022年票房预测区间为421亿元至720亿元，较2019年票房增长区间为-34.32%至12.27%。建议关注光线传媒、万达电影。

8.3 重点公司简析

表 20：重点关注公司列表

公司名称	EPS				PE		
	20A	21E	22E	23E	21E	22E	23E
吉比特	14.58	22.32	26.03	29.82	17	15	13
芒果超媒	1.11	1.30	1.56	1.78	39	32	28
中信出版	1.48	1.59	1.98	2.37	18	15	12
三七互娱	1.31	1.16	1.45	1.78	21	17	14
完美世界	0.80	0.74	1.19	1.45	29	18	15
横店影视	-0.76	0.25	0.46	0.55	50	27	23
光线传媒	0.10	0.21	0.39	0.44	53	29	25
华策影视	0.23	0.28	0.33	0.39	23	20	17
分众传媒	0.28	0.42	0.51	0.60	18	15	13
万达电影	-3.16	0.36	0.65	0.81	40	22	18
中国电影	-0.30	0.23	0.46	0.54	53	27	23
中南传媒	0.80	0.85	0.90	0.94	11	10	10
掌阅科技	0.66	0.85	1.08	1.49	30	23	17

资料来源：wind，山西证券研究所（注：截至12月15日收盘价，分众传媒、万达电影、中国电影采用wind一致预期）

完美世界（002624.SZ）

在经历短期业绩波动后公司三季度业绩环比回暖，重磅产品《幻塔》定档于 12 月 16 日上线公测，全网预约超 1500 万，产品经过多轮测试蓄力，有望成为公司 2022 年核心产品并贡献业绩增量；《一拳超人：世界》《完美世界：诸神之战》《黑猫奇闻社》等新产品陆续开测。影视剧方面公司出品或联合出品项目《昔有琉璃瓦》《月里青山淡如画》《护心》《灿烂！灿烂！》以及《天才基本法》《云襄传》等分别位列优酷 2022 及爱奇艺悦享会片单。公司具有三端游戏研发实力，长线有望继续保持向上发展曲线。预计 21-23 年公司 EPS 分别为 0.74/1.19/1.45，维持买入评级。

三七互娱（002555.SZ）

公司三季度业绩靓丽，产品利润释放推动业绩逐季回暖，自研 3D 卡牌《斗罗大陆：魂师对决》上线以来 iOS 游戏畅销榜稳定在 TOP 20 左右；海外业务通过产品策略的转变及前期经验的积累，发展卓有成效，SLG+消除手游《末日喧嚣》在美国、日本市场表现出色，海外市场收入持续上扬，国内多款产品在海外更多市场发行及新品上线有望为公司持续带来业绩增量及利润的持续释放。公司围绕双核+多元产品策略，在多题材的 SLG、卡牌、古风女性向及泛二次元 MMO 等产品储备丰富。预计公司 21-22 年 EPS 分别为 1.16/1.45/1.78，维持买入评级。

吉比特（603444.SH）

公司 2021 年前三季度业绩增长强劲。年内推出三款自研和代理爆款《一念逍遥》《摩尔庄园》《地下城堡 3》继续看好公司特色与差异化发展。《一念逍遥》具有长线运营潜力，10 月中旬在中国港澳台、马来西亚和新加坡上市以来，收入稳步提升；自研储备包括《花落长安》《M66》《黎明精英》等。公司积极为进一步拓展出海做准备，包括自研产品全球化发行、SLG 等产品储备，以聚焦 SLG、放置及特色独立游戏等公司优势品类在海外市场寻求突破，未来有望给予公司更多的业绩增量及发展驱动。预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 22.32/26.03/29.82，维持买入评级。

芒果超媒（300413.SZ）

作为国有媒体背景的网络视频平台，公司在内容制作上坚持正确价值导向和底线思维，通过短期内组织结构调整与内容升级，未来优质内容供应商的价值有望进一步凸显。2022 年芒果 TV 剧综片单丰富，布局多元内容赛道；MCITY 首个外拓项目落地，集芒果 TV《明星大侦探》《密室大逃脱》两大综艺 IP 衍生，引入电视剧《延禧攻略》，融合了未来科技和星际元素的真人实景 RGP 主题，《星芒城》促使玩家进行复刷；加强 B 端合作，通过与中移动咪咕采取大屏视听内容全国范围内统一聚合、一点分发的创新模式，有望提高公司运营业务市占率。在新技术领域芒果 TV 推出包括虚拟主持人“YAOYAO”、AR 明星合拍互动系统、互动视频平台、IMGO 超高清视频修复和增强平台等技术创新成果，并通过“互动+

虚拟+云渲染”三个方面构建芒果元宇宙的基础架构。未来公司将结合芒果优势 IP 打造芒果 IP 宇宙系列化产品，并规划打造基于区块链技术的数字藏品等。预计公司 2021-23 年 EPS 分别为 1.30/1.56/1.78，维持买入评级。

光线传媒（300251.SZ）

疫情反复及电影排片空间有限，使得公司上映计划有所延后，影响公司短期内电影业务收入并导致单季度业绩波动。后疫情时代下推动电影市场驱动力切换，将以优质内容引领观影增长，作为国内影视制作、发行行业龙头公司，光线传媒主营业务挺拔、内容核心优势明显：前瞻性布局全龄化动画电影赛道，产业链完善，形成较高的竞争壁垒；真人电影把控能力强，制片人体系及线上线下发行体系协同的加持下，具有持续内容输出的能力。预计 2021-2023 年 EPS 为 0.21/0.39/0.44 元，维持“增持”评级。

华策影视（300133.SZ）

公司在影视内容制作与头部剧产出方面继续保持领先优势，优质内容推动华策剧集在海外播出及二次创作，市场拓展至韩国、泰国、越南、土耳其等。视频平台发布 2022 年片单中多部剧集由公司参与出品及制作，包括《两个人的小森林》《与君初相识》《冬日暖阳》《凭栏一片风起云》等。电影方面，公司主控项目《反贪风暴 5》预计将于 12 月 31 日上映，猫眼&淘票票想看人数近百万，《寻秦记》有望于定档暑期上映，《我的一级兄弟》《内在美》已备案立项。公司紧密围绕电视剧、电影两大主业，规模化精品生产能力凸显，构筑高内容壁垒，现金流量充裕，项目储备丰富。预计公司 21-23 年 EPS 为 0.28/0.33/0.39，维持买入评级。

中信出版（300788.SZ）

2021 年前三季度，公司继续占据出版机构头部位置，码洋及实洋排名均为第二，在经管、科普细分赛道保持市占率第一，少儿品类快速增长，至 9 月市场份额已上升至第一。公司以优质内容树立的品牌优势，能够帮助其获得渠道合作的话语权，与平台相互赋能，并能够探索更多元化形式的内容变现，未来有望在主题出版、少儿科普、英语分级读物等细分领域推出新品并带来增量。在营销与渠道端，公司能够快速响应线上流量趋势的转变，组建自有直播团队，有效带动少儿图书销售及客群向低线城市扩张，以自主运营的方式把控选品与折扣，优化费用投入；线下实体门店则积极向轻资产模式、主题店及线上转型和优化，应对市场变化的同时进一步巩固中信书店品牌的影响力。看好其内容价值以及渠道管控能力。预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.59/1.98/2.37，维持增持评级。

9. 风险提示

1) 部分地区疫情反复的影响：虽然国内疫苗接种率持续上升，特效药研制成效明显，但当前疫情仍多地反复，且 Omicron 毒株输入等影响仍有待评估，线下文娱消费行业仍存在由于疫情扩散经营受到影

响的可能。

2) 单个文化产品收益波动：文化娱乐产品为 C 端消费产品，由于受众偏好变化、内容需求多样性等因素使得单个文化产品表现存在不确定风险。

3) 政策变动及监管对行业发展趋势转变的风险：目前互联网行业及内容监管呈现常态化发展，如若行业监管政策发生变化，公司对相关政策执行及经营调整不到位可能对业绩造成冲击。

4) 技术发展及落地不及预期风险：技术进步及终端设备的革新对文化传媒产品形态、商业业态等产生重要影响，但目前围绕元宇宙发展的六大技术支撑仍存在从研发到建设落地、监管等众多不确定性。

5) 其他风险：市场竞争加剧风险；盗版侵权及知识产权纠纷风险；人才流失风险等。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入：相对强于市场表现 20% 以上

增持：相对强于市场表现 5~20%

中性：相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持：相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好：行业超越市场整体表现

中性：行业与整体市场表现基本持平

看淡：行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自转载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

电话：010-83496336

