

# 传媒

## 新渠道发力变现，塑造行业新格局

**2020年，新兴渠道在各个应用领域的变现发力成为传媒板块最重要主线，并有望持续在2021年催生更多投资机会。**2020年受5G建设进度影响，5G新应用虽仍在推进但落地速度较慢，行业仍在等待5G渗透率加速期。但传媒板块在2020年仍旧不缺亮点，新兴渠道特别是字节跳动在各个领域的变现使得相关公司受益，掌阅科技、中文在线、富春股份等进入传媒涨幅榜前五。除主题投资因素外，背后更深层次的原因是字节跳动及其他新兴渠道的出现以及在流量变现上的发力，正加速打破传统渠道对于各行各业的垄断，从而带动各个版块在变现模式和产业链利益分配上的变革。在字节跳动带来的用户红利接近天花板的情况下，新兴渠道开始在各传统变现领域进行业务布局，或与传统渠道直接竞争，或以新的变现方式实现差异化竞争，这一趋势我们认为在2021年将继续延续，并催生出更多投资机会。

**游戏：精品化趋势加速，CP方产业链地位有望持续提升。**2020年字节跳动加速在游戏业务上发力，构建起了完备的发行业务线，同时在买量发行上的渠道优势也更加明显，字节跳动游戏业务的崛起有望给CP方提供更多渠道选择。《原神》、《万国觉醒》的大获成功再次说明游戏玩家对于高品质游戏的强付费能力，且高品质游戏能够起到“自带流量”的效果，在买量成本逐渐走高的背景下能够承担更高的流量成本。长期看板块底部已经明确，我们认为游戏行业需求持续向好，行业供给也越来越向头部集中，优质公司将持续受益。

**视频：行业将进入毛利率及现金流不断改善阶段。**长视频及短视频用户数均已达较高水平，增速放缓，在此背景下短视频对长视频挤压最剧烈的阶段已经过去，行业内部更应关注竞争格局变化及商业化进展。目前看行业提价趋势已经明确，短视频的广告风流影响也在减少，长视频会员收入及广告收入有望逐渐改善。我们认为由于用户数和用户时长的增长已平滑，综合性视频平台内容投入体量已基本达到天花板，叠加ARPPU值的提升，视频行业将进入到毛利率及现金流不断改善的阶段。

**营销：头条系重塑流量格局，内容电商风起云涌。**一方面，头条系短视频海内外流量收入持续双增，产业链中核心代理商分享渠道增长红利。另一方面，2020年直播电商规模高速增长，渗透率仍有提升空间。营销公司对自有KOL、销售转化环节的重视度提升，切入到网红矩阵建设、代运营等环节，形成全链路营销体系。部分公司亦切入产品端，发力孵化自有品牌，在新领域的拓展值得期待。

**院线：疫情影响逐渐消除，行业进入市占率提升新阶段。**疫情对于院线影响逐渐消除，行业复工率超90%，虽然视频网站在疫情期间对行业形成一定冲击，但是中长期由于国内用户单片付费习惯依然没有养成及观影体验与成本覆盖问题，我们认为院线价值依旧。目前看行业已经进入集中度加速提升阶段，院线公司的利润弹性有望释放，行业龙头将充分受益。

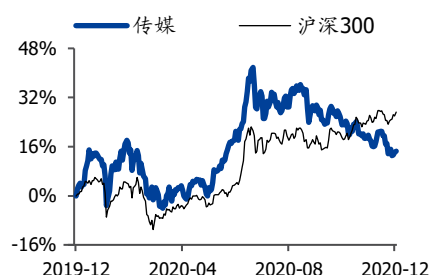
**在线阅读：商业模式与竞争格局生变，巨头布局催生投资机会。**目前流量红利与付费红利已经见顶，我们认为2018年后付费阅读收入增长的放缓甚至下滑，与数字阅读行业的用户特征高度相关。免费阅读的快速崛起，对付费龙头的用户基础形成挤压，各大巨头也发力免费阅读，通过广告及IP授权模式为平台带来不菲收益。

**投资建议：5G应用仍是主线，重视渠道变革的投资机会，底部变化个股值得重点关注。**虽然5G建设进度在2020年低于预期，但是我们认为后续5G建设进度有望加快，新技术带来的新应用也将加速落地，5G应用依然是未来一段时间传媒行业最重要方向，游戏、视频等最有望受益的行业值得重点关注。而且新渠道加速发力变现的大背景下，营销、在线阅读等行业有望产业链重塑和价值重估。此外，底部变化的院线板块及部分个股也值得重点关注。

**风险提示：**行业政策监管变化；产品表现不及预期；竞争格局恶化风险；技术发展不及预期。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 顾晨

执业证书编号：S0680519100003

邮箱：gusheng@gszq.com

分析师 马继愈

执业证书编号：S0680519080002

邮箱：majiyu@gszq.com

研究助理 吴珺

邮箱：wujun@gszq.com

### 相关研究

- 1、《传媒：小芒电商揭开面纱，底部边际变化标的仍是首选》2020-12-20
- 2、《传媒：泡泡玛特引领中国潮玩发展，继续重点关注底部边际变化标的》2020-12-13
- 3、《传媒：游戏板块超跌反弹，贺岁档票房反弹院线迎来催化》2020-12-06

### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
300413	芒果超媒	买入	0.65	1.03	1.26	1.51	106.77	67.38	55.08	45.96
300315	掌趣科技	买入	0.13	0.23	0.37	0.47	40.69	23.00	14.30	11.26
300251	光线传媒	增持	0.32	0.13	0.39	0.45	39.22	96.54	32.18	27.89
002555	三七互娱	买入	1.00	1.45	1.78	2.15	28.77	19.84	16.16	13.38
002624	完美世界	买入	1.16	1.88	2.28	2.70	24.36	15.03	12.39	10.47

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所



## 内容目录

1.2020 全行业回顾及 2021 展望：5G 新应用持续推进，新兴渠道发力变现有望重塑各细分板块格局	5
1.1 受 5G 应用落地低于预期影响，全行业估值提升被压制	5
1.2 新渠道全面发力变现，各版块加速利益再分配	9
2.游戏：字节跳动全方位布局游戏业务，行业精品化趋势加速	9
2.1 疫情影响下，行业规模增速加快	9
2.2 字节跳动发力游戏发行，传统渠道格局变革中	10
2.3 优质 CP 打破渠道依赖，未来游戏行业竞争愈发聚焦精品化	12
2.4 5G 新应用终将到来，有望带来板块估值提升	13
3. 视频：长、短视频行业均需关注竞争格局变化和商业变现进展	13
3.1 短视频用户渗透率接近天花板，对长视频时长挤压最严重的阶段已过去	13
3.2 商业化：提价趋势基本确立，关注“小芒电商”新拓展	15
3.3 短剧模式兴起，内容成本占比预计逐渐下降，进入现金流及毛利率改善阶段	16
4.营销：头条系重塑流量格局，内容电商风起云涌	18
4.1 头条系海内外迅速扩张，核心代理商受益渠道红利	18
4.2 内容电商重塑行业，新渠道与新业态引领营销新生态	20
5.院线：行业底部困境反转，流媒体冲击有限	24
5.1 电影行业底部困境反转，走出疫情阴霾	24
5.1.1 复工节奏：经历半年停摆后，影院于 7 月 20 日复工，至国庆档影院复工率达 94%	24
5.1.2 恢复进度：各项经营指标逐月改善，新建影院逐步恢复但数量有所减少	25
5.2 疫情推动院线电影转网，但长期看对院线冲击有限	26
5.2.1 院线电影网络首播具有多种播放模式	26
5.2.2 中长期看，线下院线平台仍是观影不可替代的渠道	28
6.数字阅读：商业模式与竞争格局生变，巨头布局催生投资机遇	31
6.1 流量红利和付费红利见顶，免费模式兴起	31
6.2 字节、百度大力布局，建立生态，强化自有内容和作者体系	33
6.3 短期看广告+会员，长期依托 IP 实现版权变现	34
7.影视：疫情重压下龙头公司优势显著，定制剧模式带来现金流持续改善	34
7.1 影视板块：业绩分化明显，龙头公司保持韧性	34
7.2 定制剧模式下内容公司现金流显著改善，但毛利率有所下滑	35
8.投资建议	37
9.风险提示	38

## 图表目录

图表 1：中信一级年初至今板块涨跌幅（截至 12/18）	5
图表 2：2020 年年初至今（截止 12/18）传媒各子版块及大盘涨跌幅对比	5
图表 3：传媒板块年初至今（12/18）涨跌幅前 15 个股	6
图表 4：2012 年至今传媒（中信）市盈率变化（整体法，剔除负值）	6
图表 5：中信各板块市盈率（TTM，整体法，剔除负值）（截至 12.18）	7
图表 6：传媒各子行业 PE（TTM）（截至 12/18）	7
图表 7：院线板块 PE 变化	7
图表 8：广告营销板块 PE 变化	7
图表 9：游戏板块 PE 变化	7
图表 10：出版板块 PE 变化	8

图表 11: 广播电视板块 PE 变化 .....	8
图表 12: 互联网及其他 PE 变化 .....	8
图表 13: 电视剧板块 PE 变化 .....	8
图表 14: 电影 PE 变化 .....	8
图表 15: 2020 年中国游戏市场实际销售收入 2787 亿元 .....	9
图表 16: 2020 年中国移动游戏市场规模 2097 亿元 .....	10
图表 17: 2020 年中国游戏玩家规模 6.6 亿 .....	10
图表 18: 《RO 仙境传说: 新时代的诞生》香港地区排名变化 .....	10
图表 19: 移动互联网巨头系 APP 使用时长占比 .....	11
图表 20: DataEye 游戏广告素材投放排名 .....	11
图表 21: 《万国觉醒》近一个月排名变化 .....	12
图表 22: 《原神》近一个月排名变化 .....	12
图表 23: 手游及端游用户 arpu (单位: 元/年) .....	12
图表 24: 云游戏对用户消费行为的改变 .....	13
图表 25: 在线视频行业 MAU 及增速 .....	13
图表 26: 短视频行业 MAU 及增速 .....	13
图表 27: 中国移动互联网典型泛娱乐细分市场用户渗透率 .....	14
图表 28: 短视频及长视频使用时长占比变化 .....	14
图表 29: 中国移动互联网典型细分行业时长占比变化 .....	14
图表 30: 四大视频平台 DAU 趋势 (单位: 万) .....	14
图表 31: 四大视频平台 MAU 趋势 (单位: 万) .....	15
图表 32: 爱奇艺现金及负债情况 (单位: 十亿元) .....	15
图表 33: 爱奇艺定价对比 (单位: 元/月) .....	15
图表 34: 爱奇艺付费用户数 (百万) 及 ARPPU 值 (元/月) .....	16
图表 35: 爱奇艺广告收入及腾讯媒体广告收入环比增速 .....	16
图表 36: 爱奇艺广告收入及腾讯媒体广告收入历史同比增速变化 .....	16
图表 37: 爱奇艺、芒果 TV、腾讯视频剧场设置 .....	17
图表 38: "迷雾剧场"百度指数及其对应剧集播映期 .....	17
图表 39: 季风计划储备片单 .....	18
图表 40: 爱奇艺内容成本 (十亿元) 及占营收比重 .....	18
图表 41: 芒果超媒新增影视版权及摊销 (单位: 百万元) .....	18
图表 42: 2020 年 10 月全球热门移动应用下载量 TOP10 .....	19
图表 43: 2020 年 10 月非游戏 APP 全球收入榜单 .....	19
图表 44: 移动互联网巨头系 APP 使用时长占比 .....	19
图表 45: 头条系营销相关 A 股标的 .....	20
图表 46: 主流平台直播带货 GMV 预测 (单位: 亿元) .....	20
图表 47: 不同带货形式的购买转化率 .....	21
图表 48: 2020 年预期数字广告投放费用相比 2019 年变化 (%) .....	21
图表 49: 电商直播产业链 .....	21
图表 50: 内容电商企业模式对比 .....	22
图表 51: 抖快加码构建电商闭环 .....	22
图表 52: 营销公司在内容电商领域的布局 .....	23
图表 53: 2019 年 KOL 投放金额 TOP-10 行业分布情况 .....	23
图表 54: 华扬联众趣卡燕麦脆抖音小店及天猫官方旗舰店 .....	23
图表 55: 7 至 8 月影院复工情况 .....	24
图表 56: 2015-2020 国庆档票房 .....	25

图表 57: 2019 与 2020 年 8-11 月票房数据对比.....	25
图表 58: 2019Q3 与 2020Q3 新上映影片数量.....	25
图表 59: 2019-2020 年各月新建影院数量 (单位: 家) .....	26
图表 60: 2011-2020 年新建影院数量 (单位: 家) .....	26
图表 61: 2020 年国内院线电影 (国产片) 转网播情况.....	27
图表 62: 2020 年国内院线电影 (进口片) 转网播情况.....	27
图表 63: 2020 年北美院线电影转网播情况.....	28
图表 64: 不同平台影片放映质量.....	28
图表 65: 爱奇艺与 Netflix 付费会员规模 (单位: 万人) .....	29
图表 66: 单片费用接受范围 .....	29
图表 67: 海外流媒体平台会员价格.....	29
图表 68: 三大视频平台网络电影分账规则 .....	30
图表 69: 不同娱乐方式用户规模 (亿) 及增速.....	31
图表 70: 各类 APP 使用时长占比 .....	31
图表 71: 2018 年移动网民付费意愿情况.....	31
图表 72: 阅文集团付费用户数 (百万) 及付费率.....	31
图表 73: 阅读平台 MAU 变化 (单位: 万) .....	32
图表 74: 阅读平台 DAU 及用户活跃率 .....	32
图表 75: 阅读平台用户日均使用时长 (分钟) .....	32
图表 76: 字节跳动网文领域投资.....	33
图表 77: 免费阅读 APPTOP20 榜单内容来源.....	33
图表 78: 部分小说 APPTOP20 中自有版权内容数量.....	33
图表 79: 免费阅读 APP 会员及免费制度对比 .....	34
图表 80: 部分免费网文平台制作电视剧短剧系列.....	34
图表 81: 影视板块前三季度营收及增速 (单位: 百万元) .....	35
图表 82: 影视板块前三季度净利润及增速 (单位: 百万元) .....	35
图表 83: 影视板块单季度营收及增速 (单位: 百万元) .....	35
图表 84: 影视板块单季度净利润及增速 (单位: 百万元) .....	35
图表 85: 2019H1/2020H1 不同类型平台剧集参投比例.....	36
图表 86: 影视板块经营性现金流 (单位: 亿元) .....	36
图表 87: 重点公司估值(收盘价截至 2020/12/18).....	37

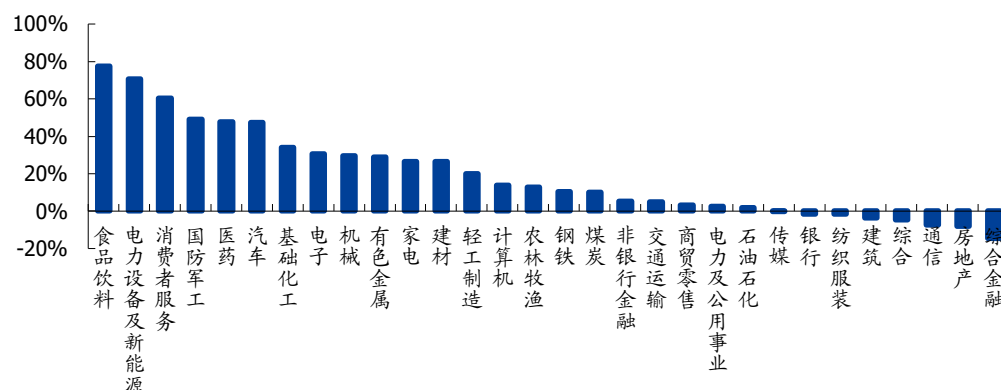


# 1.2020 全行业回顾及 2021 展望：5G 新应用持续推进，新兴渠道发力变现有望重塑各细分板块格局

## 1.1 受 5G 应用落地低于预期影响，全行业估值提升被压制

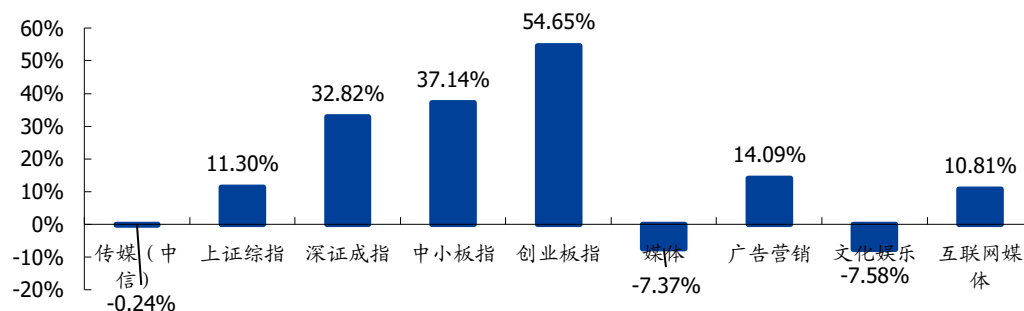
2020 年年初至今(截至 12/18)传媒(中信)指数累计下降 0.24%，跑输上证综指 11.54pct。传媒板块涨幅处于全行业第 23。各子行业中，互联网媒体(10.81%)、广告营销(14.09%)涨幅较大，媒体(-7.37%)、文化娱乐(-7.58%)全年指数仍有所下跌。整体来看，受 2020 年 5G 基建进度不及预期影响，5G 应用落地速度也低于预期，虽然在云游戏等领域行业有一定突破，部分平台开始试运营，但是距离正式商业化还有较长距离，在此影响下行业估值提升被压制。

图表 1：中信一级年初至今板块涨跌幅(截至 12/18)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：2020 年年初至今(截止 12/18)传媒各子版块及大盘涨跌幅对比

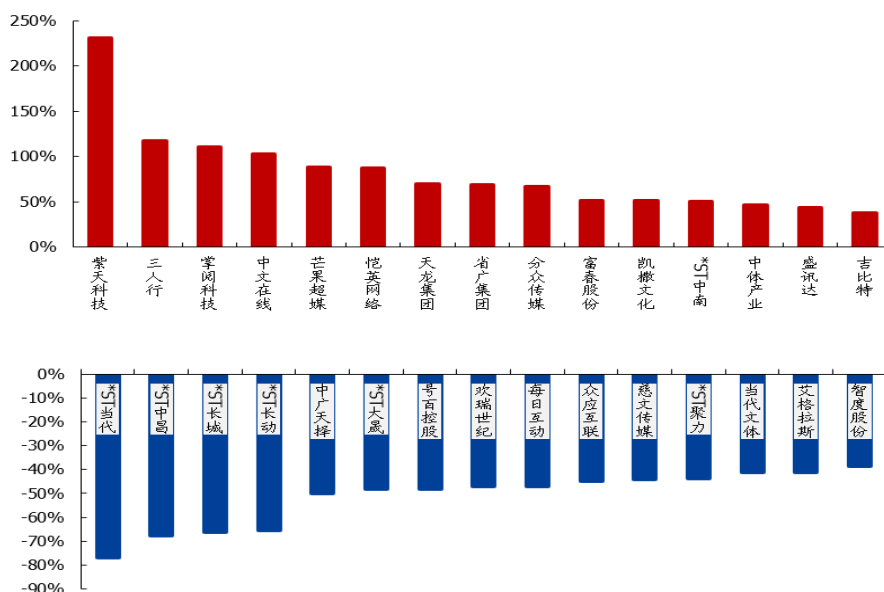


资料来源：Wind，国盛证券研究所

今年涨幅较好的个股主要集中在在线阅读、营销及游戏板块。年初至今板块涨幅前五的个股为：紫天科技(230.54%)、三人行(116.87%)、掌阅科技(110.80%)、中文在线(102.19%)、芒果超媒(88.23%)、恺英网络(87.21%)、天龙集团(69.65%)、省广集团(68.18%)、分众传媒(66.30%)、富春股份(51.33%)、凯撒文化(51.05%)、\*ST 中南(50.36%)、中体产业(46.58%)、盛讯达(43.24%)、吉比特(37.63%)；年初至今跌幅前五给个股为：\*ST 当代(-76.86%)、\*ST 中昌(-67.73%)、\*ST 长城(-66.38%)、\*ST 长动(-65.42%)、中广天择(-46.70%)、\*ST 长晟(-45.36%)、号百控股(-50.15%)、\*ST 大晟(-48.34%)、号百控股(-48.15%)、欢瑞世纪(-47.11%)、

每日互动(-47.09%)、众应互联(-44.98%)、慈文传媒(-44.18%)、\*ST 聚力(-43.66%)  
当代文体(-41.30%)、艾格拉斯(-41.27%)、智度股份(-38.59%)。

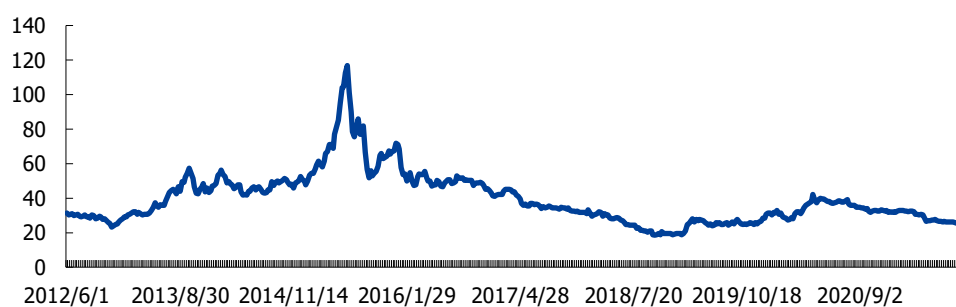
图表 3: 传媒板块年初至今(12/18)涨跌幅前 15 个股



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

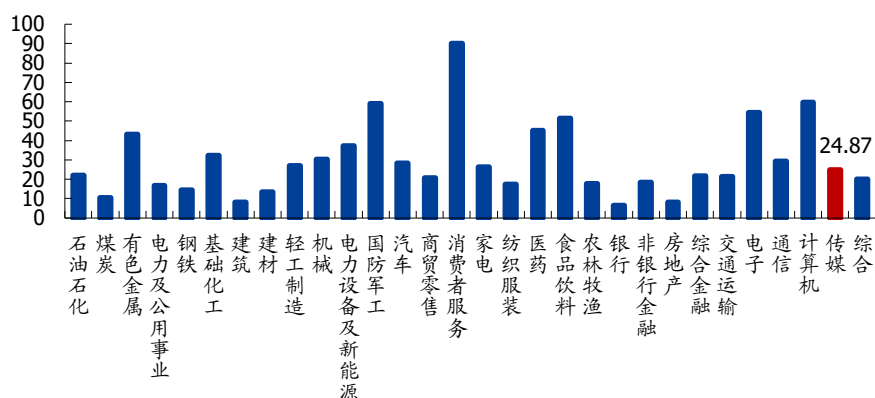
估值层面来看, 传媒行业估值 25x 仍处于底部。可以看到, 目前传媒行业 PE 为 25x, 处于历史估值底部区域。PE 水平在全行业中处于中等水平, 估值水平低于计算机、电子、通信等 TMT 行业其他子行业。

图表 4: 2012 年至今传媒(中信)市盈率变化(整体法, 剔除负值)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

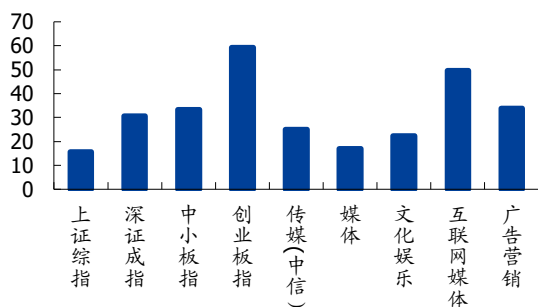
图表 5: 中信各板块市盈率 (TTM, 整体法, 剔除负值) (截至 12.18)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

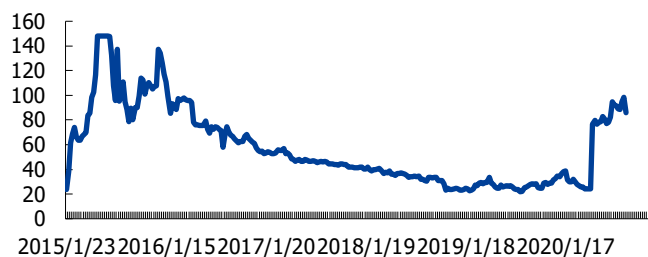
从中信板块来看, 除媒体 (17x)、文化娱乐 (22x) 外, 其他子版块均处于 20-50x 之间。从各子版块来看, 其中游戏 (20x), 出版 (13x), 广播电视 (29x), 广告营销估值 34x, 院线 (86x), 电影 (42x)。游戏行业整体估值处于底部位置, 部分龙头公司吉比特 (28x)、完美世界 (27x), 三七互娱 (19x), 掌趣科技 (34x)。

图表 6: 传媒各子行业 PE (TTM) (截至 12/18)



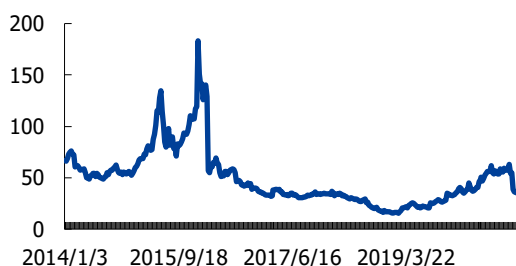
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 院线板块 PE 变化



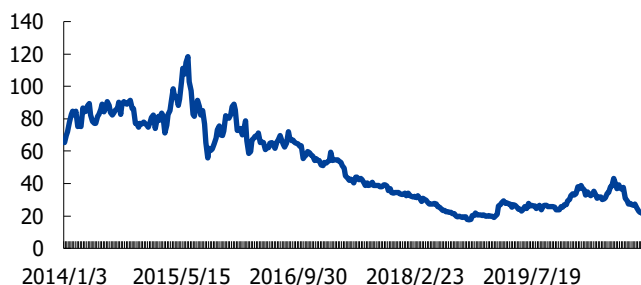
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 广告营销板块 PE 变化



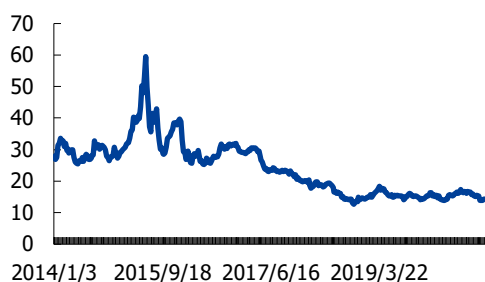
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 游戏板块 PE 变化



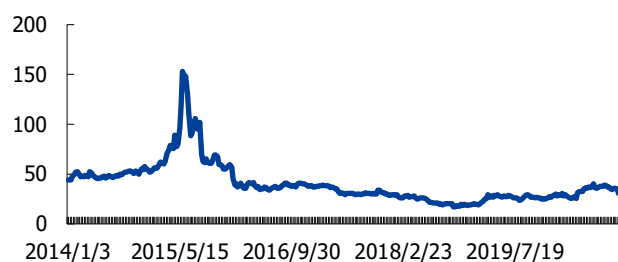
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 出版板块 PE 变化



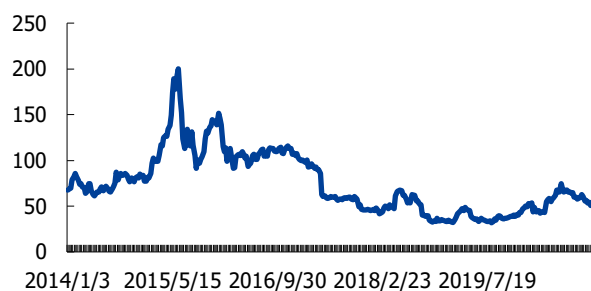
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 广播电视板块 PE 变化



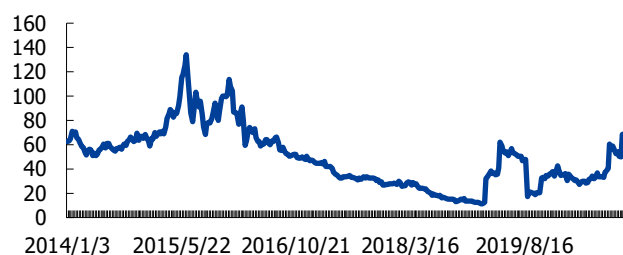
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 互联网及其他 PE 变化



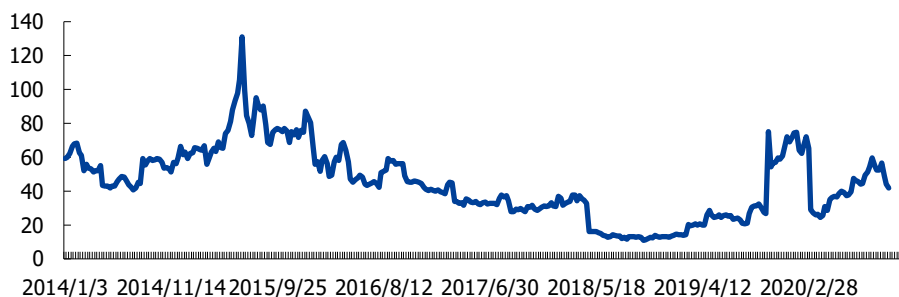
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 电视剧板块 PE 变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 电影 PE 变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2021 年 5G 建设将继续发力, 新应用也有望在建基不断完善大背景下加速落地, 我们认为 5G 应用仍将是 2021 年传媒行业投资需要重点关注的方向, 有望受益的游戏、视频等行业在用户付费持续提升的基本面支撑下有望迎来估值提升。



## 1.2 新渠道全面发力变现，各版块加速利益再分配

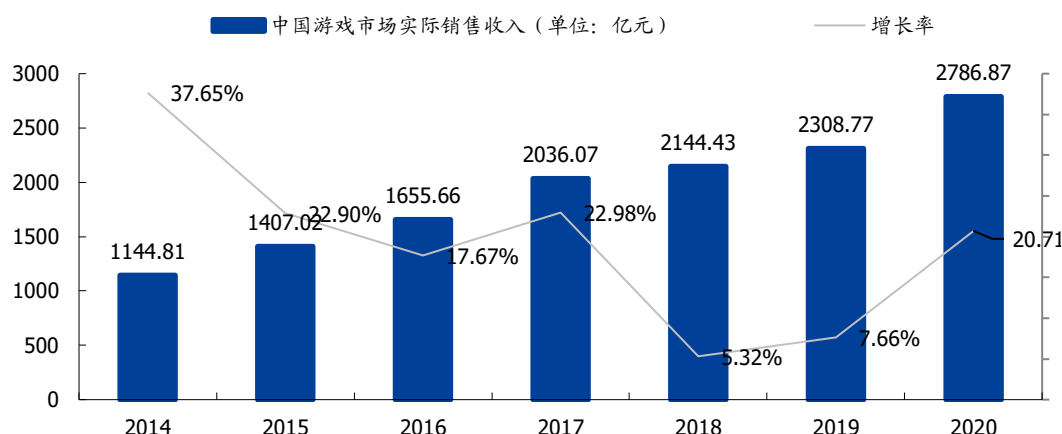
回顾 2020 年传媒行业涨幅榜，个股受益字节跳动全面发力变现的痕迹十分明显。掌阅科技、中文在线、省广集团、富春股份、凯撒文化等公司与字节跳动在在线阅读、广告代理、游戏发行等领域展开合作从而带动公司股价上涨。除主题投资因素外，我们觉得背后更深层次的原因是字节跳动及其他新兴渠道的出现以及他们在流量变现上的发力，正加速打破传统渠道对于各行各业的垄断，从而带动各个版块在变现模式和产业链利益分配上的变革。在字节跳动带来的用户红利接近天花板的情况下，新兴渠道开始在各传统变现领域进行业务布局，或与传统渠道直接竞争，或以新的变现方式实现差异化竞争，这一趋势我们认为在 2021 年将继续延续，并催生出更多投资机会。

## 2. 游戏：字节跳动全方位布局游戏业务，行业精品化趋势加速

### 2.1 疫情影响下，行业规模增速加快

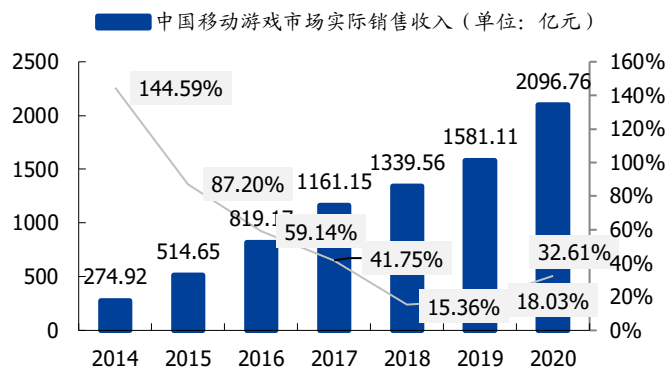
2020 年在疫情影响下，游戏行业收入规模增速创近年来新高，2020 年中国游戏市场实际销售收入 2786.9 亿元，同比增长 20.71%，其中移动游戏市场实际销售收入 2096.8 亿元，同比增长 32.61%，移动游戏规模占游戏总规模的 75%。用户规模角度，2020 年游戏用户规模达 6.65 亿人，同比增长 3.7%，游戏玩家覆盖持续进行。

图表 15：2020 年中国游戏市场实际销售收入 2787 亿元



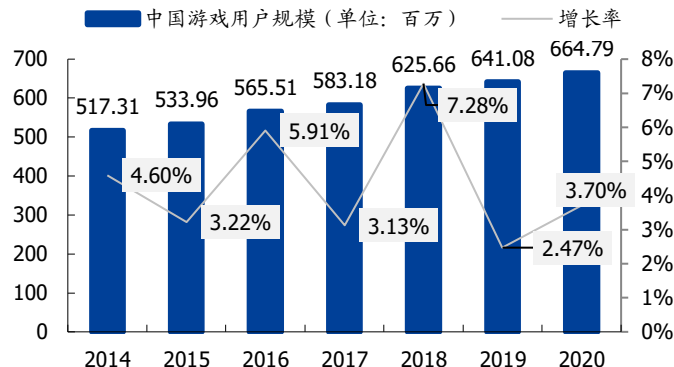
资料来源：游戏工委，国盛证券研究所

图表 16: 2020 年中国移动游戏市场规模 2097 亿元



资料来源: 游戏工委, 国盛证券研究所

图表 17: 2020 年中国游戏玩家规模 6.6 亿

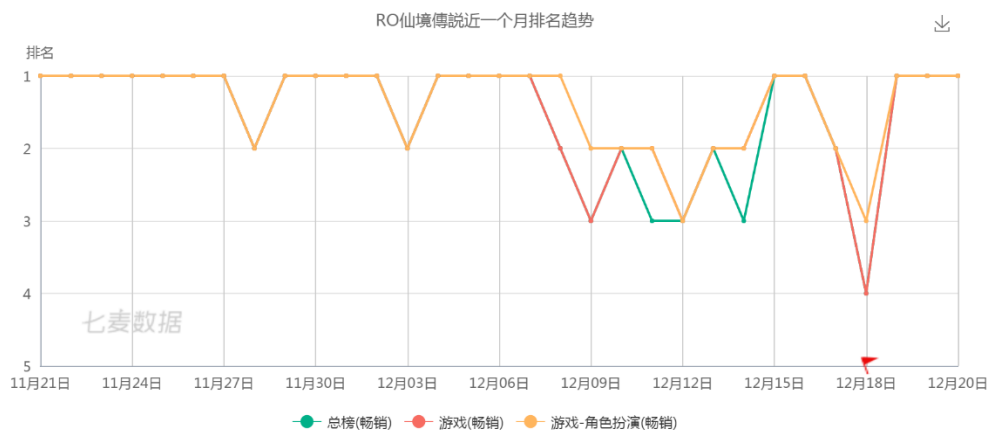


资料来源: 游戏工委, 国盛证券研究所

## 2.2 字节跳动发力游戏发行, 传统渠道格局变革中

2020 年字节跳动在游戏发行业务上继续发力, 已经形成了朝夕光年(重庆)+Ohayoo(休闲)的完整游戏发行体系, 强势进军游戏发行市场, 意图打破腾讯在联运上的巨大优势。与此同时在海外发行方面, 公司也借助自身流量优势联合关联公司代理优质产品, 其关联公司代理的《RO 仙境传说: 新时代的诞生》在港台上线以后始终长期排名第一, 公司的海外发行能力得到验证。

图表 18: 《RO 仙境传说: 新时代的诞生》香港地区排名变化



资料来源: 七麦数据, 国盛证券研究所

借助字节跳动两大王牌渠道今日头条(DAU 破 1 亿)和抖音(含火山版 DAU 破 6 亿), 字节跳动在游戏发行的流量方面已经可以和坐拥微信 10 亿 DAU 的腾讯分庭抗礼。在日均使用时长方面, 根据 Questmobile 数据, 2020 年 9 月于 2019 年 9 月相比, 腾讯系 App 使用时长占比减少 4.1%至 40.9%, 而字节跳动系 App 使用时长则增加 3.4%至 15.4%, 字节跳动系 App 正进一步增加对用户使用时长的抢占。基于字节跳动在流量端的不断强大, 公司在游戏发行业务上形成了强大的流量基础, 未来有望成为腾讯及硬核联盟后的第三大游戏联运渠道, 为上游 CP 提供更多合作可能。

图表 19: 移动互联网巨头系 APP 使用时长占比



注：各派系选取旗下MAU≥1万的APP，占比=各派系旗下MAU≥1万的APP合计总时长/移动互联网活跃用户总时长

资料来源：Questmobile，国盛证券研究所

在买量发行领域，借助字节跳动在技术上的优势以及短视形式和游戏的天然契合，字节跳动系（穿山甲联盟+今日头条+抖音）已经在买量发行渠道端占据绝对优势，在各个大厂发力游戏买量的大背景下，字节跳动在游戏的买量发行上优势将愈发明显，能够获得更多的流量支持成为未来买量厂商的重要竞争力。

图表 20: DataEye 游戏广告素材投放排名

ADXray 首页 媒体透视 公司透视 素材筛选 爆款文案 数据报告

投放素材数排名 各分类投放排名 投放公司数排名 投放游戏数排名 投放新游数排名

近30日全部投放素材 请输入媒体名称

排名	媒体名称	投放素材数	主投游戏
1	穿山甲联盟	239940	
2	今日头条	146635	
3	抖音	92031	
4	腾讯视频	61360	
5	天天快报	54435	
6	优量广告	44190	
7	西瓜视频	36920	
8	快手	33716	
9	爱奇艺	27933	
10	抖音火山版	27202	

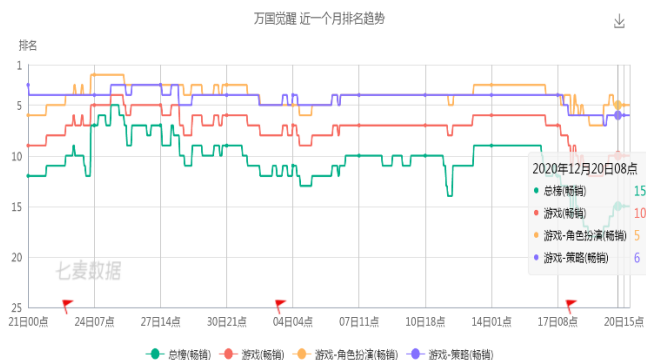
资料来源：DataEye，国盛证券研究所

借助字节跳动在游戏发行中的不断发力，对于 CP 方在未来联运渠道选择和发行模式上将有更多选择，在游戏精品化的大趋势下，CP 方有望在渠道格局变革后在产业链获得更多话语权和更多利益分配，优质 CP 价值进一步重估！

## 2.3 优质 CP 打破渠道依赖，未来游戏行业竞争愈发聚焦精品化

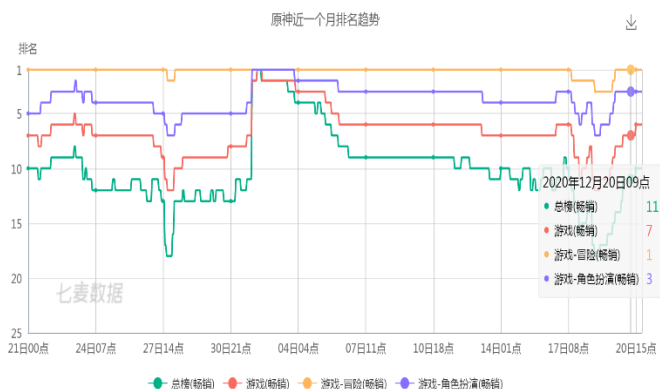
传统模式下，渠道流量支持对游戏最终的成败有重要的影响，能够获得大渠道的流量支持甚至独代往往会使一款游戏在品质有保证的情况下获得更高的流水。但是随着各大渠道流量增长放缓及巨头下场布局买量发行，买量红利逐渐结束，流量成本大幅上升，对于特别依赖买量模式的游戏厂商产生一定影响。但另一方面，**优质游戏却可以通过高品质不再依赖渠道联运，反而形成“自带流量”的效果。**《万国觉醒》和《原神》这两款 2020 下半年最火的游戏均不和渠道进行联运，而是依靠优质的品质和强大的话题效应自带流量，并取得极好的流水成绩。

图表 21: 《万国觉醒》近一个月排名变化



资料来源：七麦数据，国盛证券研究所

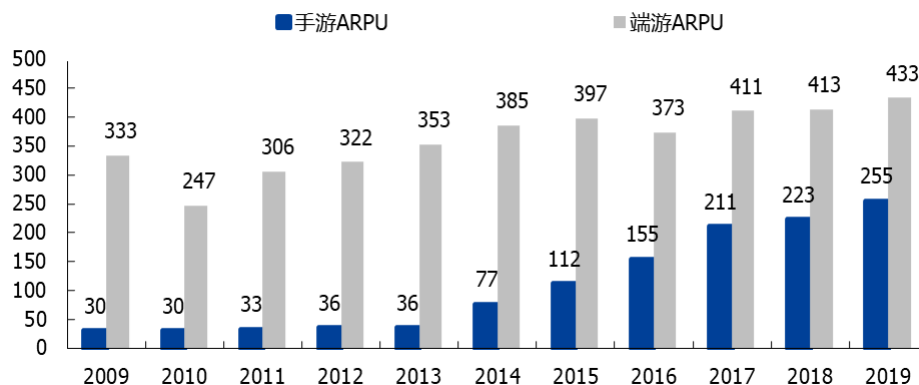
图表 22: 《原神》近一个月排名变化



资料来源：七麦数据，国盛证券研究所

《万国觉醒》和《原神》的大获成功，再次充分说明了优质游戏对于用户的吸引以及在用户高付费下对于流量成本的承受能力。且从品类角度看，《万国觉醒》所代表的 SLG 和《原神》所代表的二次元风格的开放世界游戏此前在国内都有明显的流水天花板，此次这两款游戏的成功也证明了用户对新品类的逐渐接受以及付费能力的崛起，我们认为从 ARPU 角度看，未来中国移动游戏规模提升还有巨大空间。

图表 23: 手游及端游用户 arpu (单位: 元/年)



资料来源：伽马数据，国盛证券研究所

## 2.4 5G 新应用终将到来，有望带来板块估值提升

2020 年由于 5G 基建进度问题，云游戏等行业新应用落地速度不及预期，但是各家巨头依然保持对云游戏的持续投入，腾讯云游戏平台 START 开始公测，阿里、百度也纷纷推出针对云游戏的云技术解决方案，行业正在有条不紊的发展中。我们认为伴随基础设施的不断完善，以云游戏为代表的新模式将被用户所接受，未来游戏的便捷性将大大提升，精品重度游戏的用户覆盖将加速，在新应用的带动下未来行业估值有望提升。

图表 24：云游戏对用户消费行为的改变



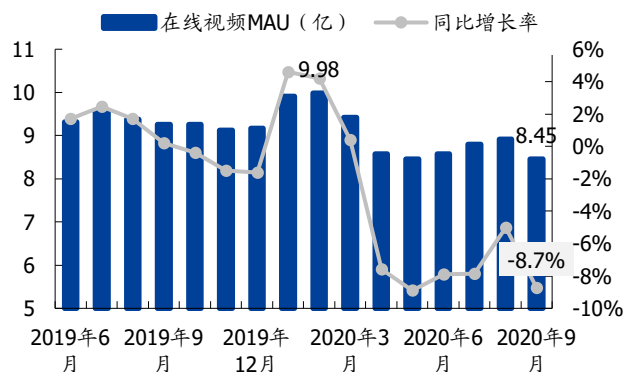
资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

## 3. 视频：长、短视频行业均需关注竞争格局变化和商业变现进展

### 3.1 短视频用户渗透率接近天花板，对长视频时长挤压最严重的阶段已过去

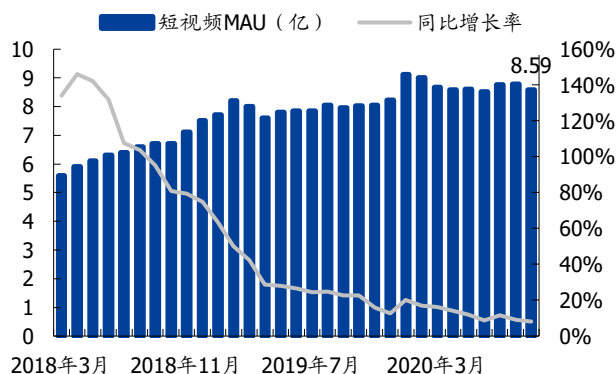
长视频及短视频用户数均已达较高水平，增速放缓。其中，截止 2020 年 9 月长视频 MAU 为 8.45 亿，同比下滑 8.7%；全行业用户数自 2017 年底突破 8 亿以来，始终在 8-10 亿区间波动（受内容周期及假期等因素影响），并在 2020 年 2 月达到 9.98 亿的历史巅峰，随后有所回落。而短视频 MAU 截止 2020 年 9 月为 8.59 亿，同比增长 8.1%；短视频行业用户数高位为 2020 年 1 月的 9.11 亿，并在 2020 年 6 月用户增速首次降至 10% 以下。

图表 25：在线视频行业 MAU 及增速



资料来源：Questmobile，国盛证券研究所

图表 26：短视频行业 MAU 及增速

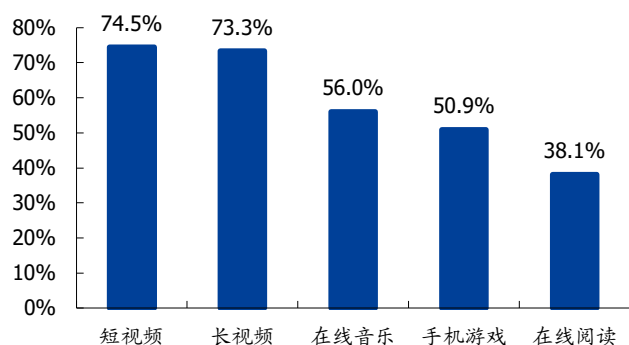


资料来源：Questmobile，国盛证券研究所



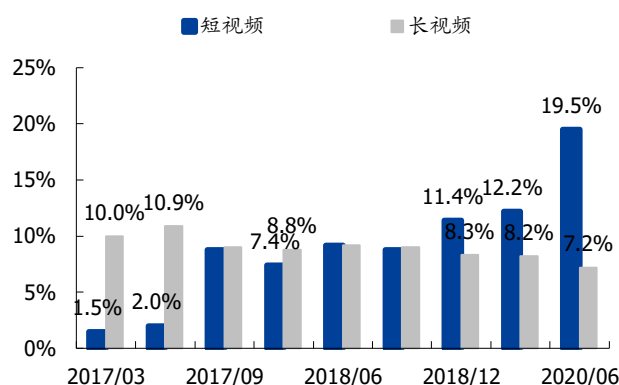
我们判断短视频行业用户和时长的增长仍将继续，但增速将持续趋缓，对长视频挤压最剧烈的阶段已经过去。短视频行业 2020 年 9 月用户渗透率为 74.5%，在泛娱乐行业细分市场中的渗透率和用户规模已超过长视频，达到较高水平。截止 2020 年 6 月，短视频行业时长占比已达 19.5%，较 2017 年 3 月的 1.5% 大幅增长，成为时长仅次于社交通讯的第二大行业。而长视频行业时长占比从 2017 年 3 月的 10% 下降至 2020 年 6 月的 7.2%。我们认为，在短视频高速发展的阶段不可避免地对长视频造成一定影响，但从用户需求的底层逻辑来看，长短视频实际上满足了用户的不同维度需求，两者呈现为“互补关系”而非替代关系。短视频满足了人们碎片化时间、视频社交的娱乐场景，而长视频能更好地在合家欢、长时间段沉浸化娱乐场景发挥作用。从中长期来看，短视频所带来的冲击将会逐渐减少，两者使用时长份额会逐渐趋于稳定。

图表 27: 中国移动互联网典型泛娱乐细分市场用户渗透率



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

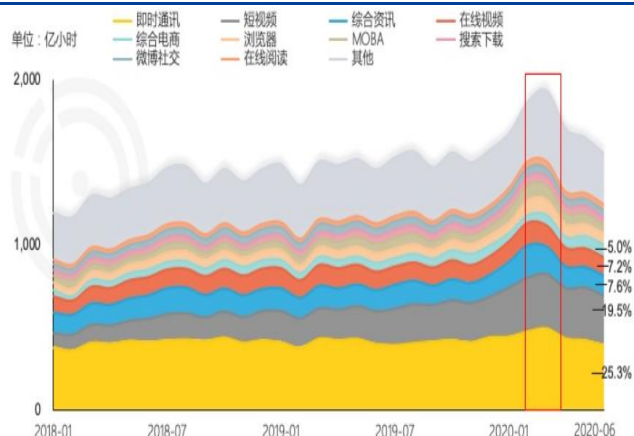
图表 28: 短视频及长视频使用时长占比变化



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

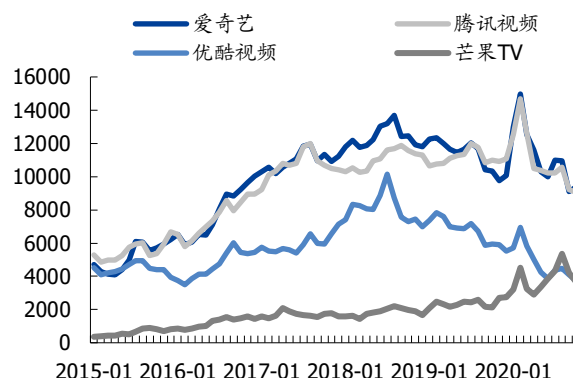
在用户数接近峰值的情形下，行业内部更应关注竞争格局变化及商业化进展。对于长视频行业而言，芒果 TV 依托“青春、都市、女性”的垂直市场和持续、优质的内容产出能力，行业地位持续提升。自 2020 年 6 月起，芒果 TV DAU 已达优酷同体量，并在 8 月（5355 万）和 9 月（4192 万）实现超过优酷跃居行业第三。后续应关注芒果 TV DAU 及 MAU 是否能延续并稳定住“赶超”状态，以及爱奇艺融资进展。对于短视频行业而言，视频号的出现对抖音及快手竞争态势的影响，亦是值得关注的重点问题。

图表 29: 中国移动互联网典型细分行业时长占比变化



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

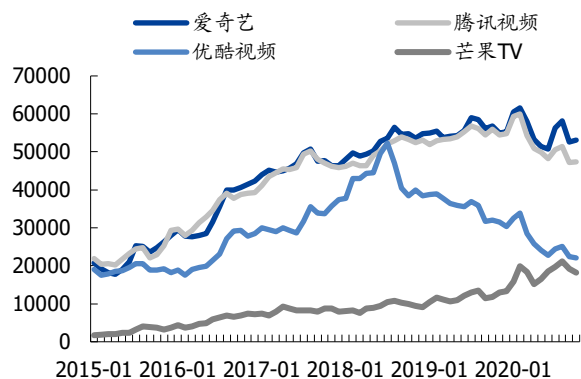
图表 30: 四大视频平台 DAU 趋势 (单位: 万)



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

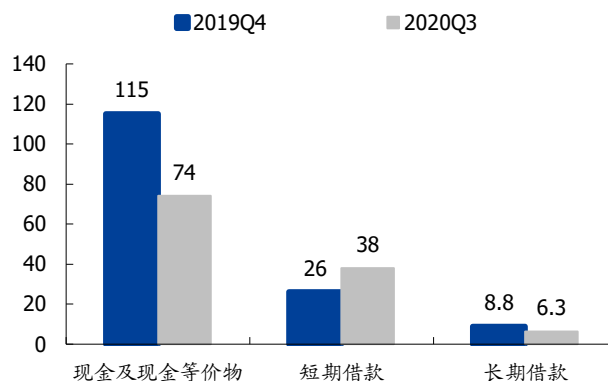


图表 31: 四大视频平台 MAU 趋势 (单位: 万)



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

图表 32: 爱奇艺现金及负债情况 (单位: 十亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.2 商业化: 提价趋势基本确立, 关注“小芒电商”新拓展

继奈飞第五次涨价后, 爱奇艺宣布从 11 月 13 日起推出新的会员定价方案。新方案下黄金 VIP 连续包月/月卡/连续包季/季卡/连续包年/年卡定价分别为 19/25/58/68/218/248 元, 相比此前定价分别提升 27%/26%/29%/17%/23%/25%。新价格的应用范围具体取决于会员的订阅和截止时间, 在新价格推出后订阅爱奇艺的新用户将支付新价格, 而对于调价前已购买连包服务的会员, 爱奇艺将提供两年保价服务。这是爱奇艺继推出星钻会员后, 又一提高会员 ARPPU 值的尝试。

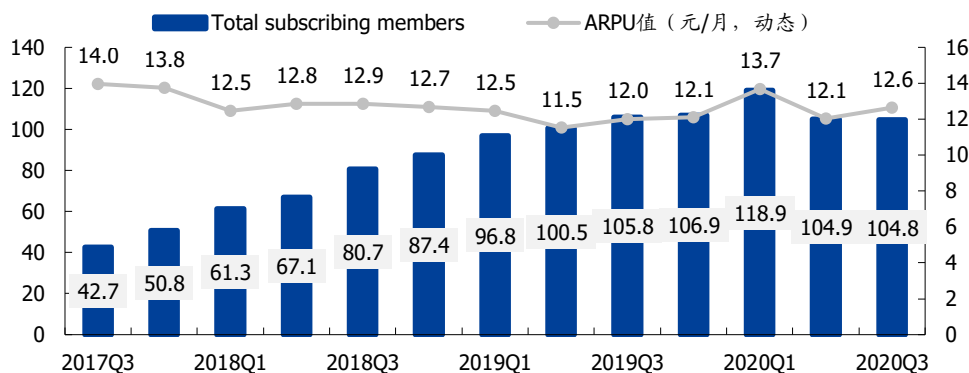
图表 33: 爱奇艺定价对比 (单位: 元/月)

订阅模式	黄金 VIP 会员 (安卓端)				星钻 VIP 会员	
	原价	新价格	提价幅度	折合每月价格	价格	折合每月价格
连续包月	15	19	26.7%	19	40	40
月卡	19.8	25	26.3%	25	60	60
连续包季	45	58	28.9%	19.3	118	39.3
季卡	58	68	17.2%	22.7	138	46
连续包年	178	218	22.5%	18.2	398	33.2
年卡	198	248	25.3%	20.7	418	34.8

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

爱奇艺本次提价参考了 Netflix 在 2015 年涨价时推出的“祖父条款”, 即老用户可以维持 7.99 美元/月的价格两年不变。由于已经购买连包服务的会员 2 年内价格不变, 短期内的 ARPPU 值提升幅度应该小于机械式计算的结果 (26%左右), 整体提升幅度可能相对平缓。同时, 2 年内价格不变能够一定程度上对冲短期提价的影响, 吸引更多用户采用连包服务, 有助于拉长平均订阅周期。目前爱奇艺会员平均订阅周期约 8 个月, 订阅期的拉长也对平均 ARPPU 值的提升有积极作用。我们预计短期内 ARPPU 值可能从当前 12-13 元/月的水平, 进一步向连续包月的原有零售定价 (15 元) 靠拢, 而中长期则有望进一步提升至 19-20 元/月的新定价水平。

图表 34: 爱奇艺付费用户数 (百万) 及 ARPU 值 (元/月)

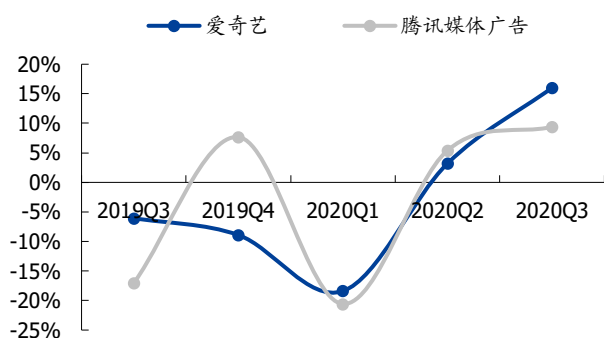


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

我们认为, 2020 年起各视频平台已经通过减少优惠、多层次会员等模式, 逐步进入提 ARPU 值阶段, 整体进度超市场预期。本次爱奇艺宣布提价后, 会员提价趋势已基本确立, 腾讯在其业绩说明会上表示目前视频订阅价格偏低, 未来有机会将调整, 传递跟进“会员涨价”的信号。由于爱奇艺提价前各平台定价基本一致, 从逻辑上推断, 其他平台跟进提价趋势基本确定, 只是落地时点问题。

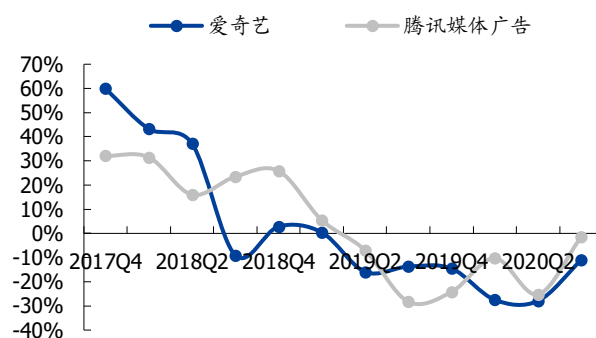
另一方面, 随着短视频时长占比触达高位, 对广告收入分流最剧烈的阶段逐步过去, 预计长视频行业广告收入将有所企稳。从季度环比增速看, 2020Q2 爱奇艺及腾讯视频媒体广告收入分别为 15.86 和 32.90 亿元, 环比增长 3.2% 和 5.4%, 扭转下滑趋势; 而 2020Q3 爱奇艺及腾讯视频媒体广告收入分别为 18.4 和 35.99 亿元, 环比增长 16.0% 和 9.4%, 收入体量进一步恢复。此外, 芒果超媒成立内容电商中心, 推出“小芒电商”APP 拓展内容电商业务, 值得重点跟踪新业务进展及 GMV 情况, 有望为长视频商业模式打开新空间。

图表 35: 爱奇艺广告收入及腾讯媒体广告收入环比增速



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

图表 36: 爱奇艺广告收入及腾讯媒体广告收入历史同比增速变化



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

### 3.3 短剧模式兴起, 内容成本占比预计逐渐下降, 进入现金流及毛利率改善阶段

内容是视频平台核心竞争要素, 精品短剧剧场成趋势, 细分题材聚拢垂类用户。视频平台聚焦垂类题材打造系列剧场。高品质剧场树立品牌效应, 差异化内容定位带来高粘性。

从爱奇艺悬疑剧场“迷雾剧场”关键词百度指数来看，剧场热度随高品质短剧《隐秘的角落》、《沉默的真相》达到高峰，爱奇艺打下悬疑剧场厂牌效应，满足细分用户对特定题材剧集的持续性需求，在此基础上进一步深化变现效率。根据 2021 年各视频平台招商会，芒果 TV 推出季风计划现实题材剧场，爱奇艺推出迷雾剧场、恋恋剧场、小逗剧场，腾讯视频虽未剧场化，但对也对剧集片单进行了类目划分。

图表 37: 爱奇艺、芒果 TV、腾讯视频剧场设置

平台	剧场名	简介
芒果 TV	季风计划	联动湖南卫视，聚焦引发观众深度共鸣的现实类题材剧目，全年十部短剧，每季 12 集，每周 2 集，每集 70 分钟。
爱奇艺	迷雾剧场	高品质悬疑 12 集短剧剧场，2020 年剧场作品《隐秘的角落》豆瓣 8.9 分、《沉默的真相》豆瓣 9.2 分。目前片单包括《谁是凶手》、《淘金》、《暗夜行者》、《平原上的摩西》、《致命愿望》。
	恋恋剧场	2021 新设剧场，聚焦爱情题材，目前片单包括 10 部剧集。
	小逗剧场	2021 新设剧场，主打喜剧内容，目前片单包括 4 部剧集。
腾讯视频	尚未设立剧场，但剧集包括“关照现实”、“古韵侠情”、“暖心蜜恋”、“硬核创新”四大主题。	

资料来源：各公司招商会，国盛证券研究所

图表 38: “迷雾剧场”百度指数及其对应剧集播映期



资料来源：百度指数，国盛证券研究所

芒果季风主打“电影级”短剧，剧组阵容、IP 储备配置豪华，精品化内容值得期待。从目前公布的 5 部剧集来看，2021 开年巨献涉案题材《狂猎》的主演为秦昊，曾参演《无证之罪》（豆瓣 8.1 分）、《隐秘的角落》（豆瓣 8.9 分）；导演为曹盾，曾因导演《长安十二时辰》获得上海电视节白玉兰奖最佳导演提名。悬疑剧《礼物》改编自韩剧《神的礼物——14 天》（豆瓣 8.4 分），《海葵》改编自贝克邦同名小说（豆瓣 9.8 分）。

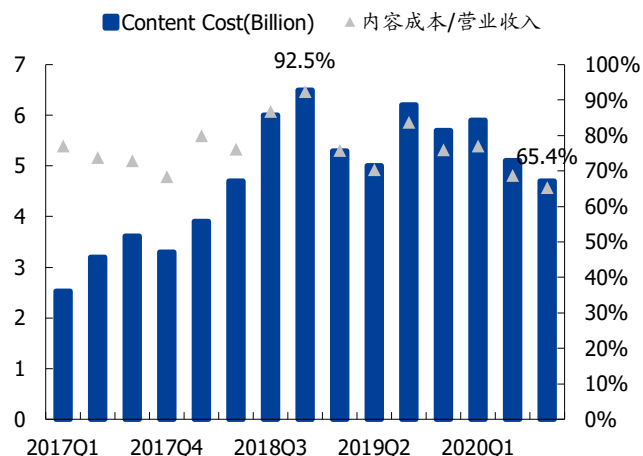
图表 39: 季风计划储备片单

电视剧	题材	主演	特色	出品方	(预计) 上映日期
狂猎	反盗猎、剧情、动作、犯罪	秦昊、尹昉、黄子星	实力派演员+金牌制作，导演曹盾曾获上海电视节白玉兰奖最佳导演提名	芒果 TV、同旭文化	2021 开年巨献 (2020 年 8 月已开机)
礼物	亲情、奇幻、悬疑	待定	新型女母爱视角下“她悬疑”，翻拍自 2014 年韩剧《神的礼物——14 天》(豆瓣 8.4 分)	深蓝影业	2021 开年巨献
海葵	家庭、悬疑、现实主义	待定	改编自贝克邦同名小说(豆瓣 9.8 分)，超现实悬疑案件	华谊兄弟	2021 年 11 月
她们的镯子	都市、家庭、现实主义	待定	轻喜剧风格阐述现实家庭话题		2021 年 10 月
小菜一碟	她悬疑				

资料来源: 芒果 2021 品鉴会, 国盛证券研究所

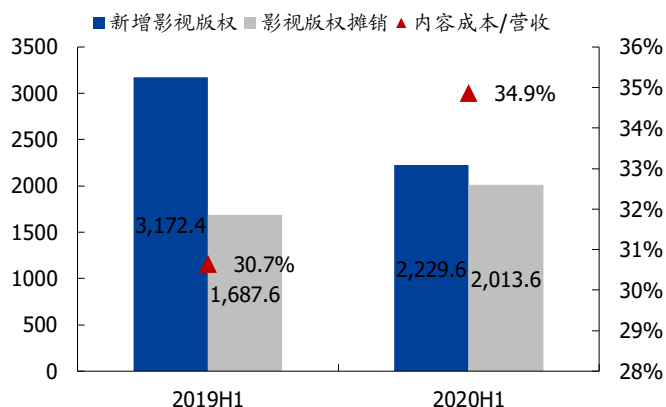
由于用户数和用户时长的增长已平滑，综合性视频平台内容投入体量已基本达到天花板，叠加 ARPPU 值的提升，视频行业将进入到毛利率及现金流不断改善的阶段。2020 年前三季度，爱奇艺内容成本 157 亿元，同比下降 4.8%；占营收的比重 70.6%，同比下降 6pct。芒果超媒 2020H1 新增购置影视剧版权 22.3 亿元，同比减少 29.7%，预计主要受到疫情和排播周期的影响；由此带来影视版权摊销（约等于内容成本）20.14 亿元，同比增加 19.3%，占营收的比重提升 4.2pct 至 34.9%，主要受加大内容投入和摊销方法等因素的影响。

图表 40: 爱奇艺内容成本（十亿元）及占营收比重



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 41: 芒果超媒新增影视版权及摊销（单位: 百万元）



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

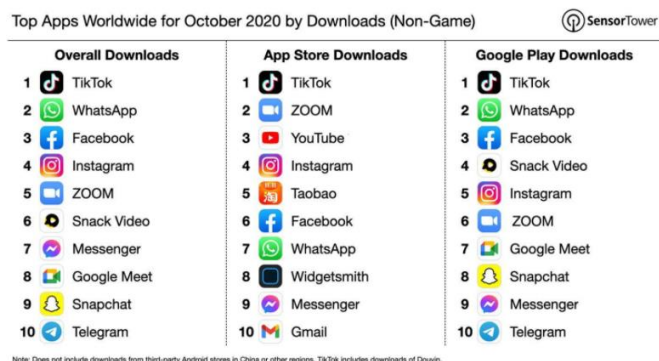
## 4.营销：头条系重塑流量格局，内容电商风起云涌

### 4.1 头条系海内外迅速扩张，核心代理商受益渠道红利

头条系重塑流量格局，海内外流量、收入持续双增。Sensor Tower 数据显示，2020 年 10 月抖音和海外版 TikTok 在全球 App Store 和 Google Play 收入达到 1.15 亿美元，同比增长 6.2 倍，蝉联全球移动应用（非游戏）收入榜冠军；从下载量来看，2020 年 10

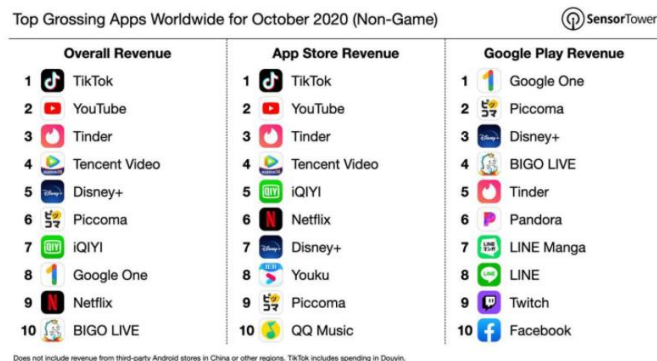
月抖音和海外版 TikTok 安装量约 6600 万次，为全球下载量最高的移动应用。从使用时长来看，2020 年 9 月头条系 APP 使用时长占比由 12.0% 提升至 15.4%，同比增加 3.4pct。字节跳动重塑流量格局，产业链中核心代理商亦能分享渠道增长红利。

图表 42: 2020 年 10 月全球热门移动应用下载量 TOP10



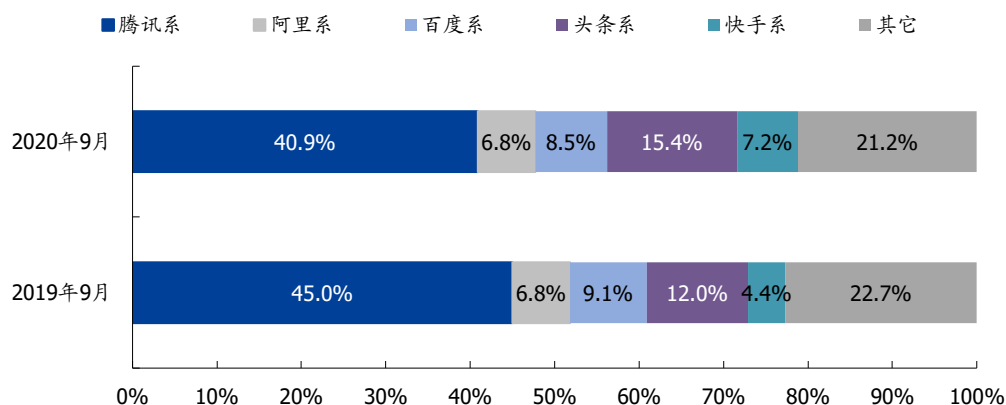
资料来源: Sensortower, 国盛证券研究所

图表 43: 2020 年 10 月非游戏 APP 全球收入榜单



资料来源: Sensortower, 国盛证券研究所

图表 44: 移动互联网巨头系 APP 使用时长占比



资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

**TikTok 出海代理商:** (1) 蓝色光标: 为 Tiktok 第一批核心出海代理商, 出海业务毛利率 8%-12%之间。2019 年与 TikTok 相关收入约 1 亿元。(2) 省广集团: 与字节跳动为长期合作关系, 2020 年 4 月签署出海合作协议, 获得 TikTok 等产品在五大洲 150 多个国家和地区的出海代理权。

**巨量引擎代理商:** 巨量引擎为字节跳动旗下数字化营销服务平台, 覆盖今日头条、抖音、西瓜视频等核心产品矩阵。(1) 佳云科技 2018 起与字节跳动合作, 2019 年取得巨量引擎核心代理资质。根据公司公告, 公司内部测算 2019 年与字节跳动相关的信息流广告业务实现营收约 15.52 亿元, 占比近三成。(2) 吉宏股份为头条系核心代理商, 为广告主进行精准广告投放, 同时也为字节跳动旗下知名 app 提供互联网精准营销服务。公司与字节跳动 2019 年度合作规模近 2 亿元。



图表 45: 头条系营销相关 A 股标的

证券简称	公司介绍
省广集团	与字节跳动签署出海合作协议, 获得 TikTok 等多款产品在五大洲 150 多个国家和地区的出海代理权。
蓝色光标	TikTok 第一批核心出海代理商, 业务毛利率 8%-12% 之间。2019 年获得 TikTok 最佳代理和合作伙伴奖项, 预计 2020 年公司大约能够占到 TikTok 广告海外收入的 25%-30%。
佳云科技	2018 起与字节跳动合作, 2019 年、2020 年连续两年成为字节跳动旗下的营销平台巨量引擎的代理合作伙伴。经内部测算, 公司 2019 年与字节跳动相关的信息流广告实现营收 15.52 亿元, 收入占比近三成。
吉宏股份	字节跳动旗下 app (抖音、今日头条、西瓜视频等) 的核心代理商, 为广告主进行精准广告投放, 同时也为字节跳动旗下知名 app 提供互联网精准营销服务。公司与字节跳动 2019 年度合作规模近 2 亿元。
科达股份	抖音广告 Top 级合作伙伴, 保持与腾讯、头条等头部平台的合作关系, 连续五年获得腾讯铂金服务商资质, 连续四年获得头条核心合作伙伴地位, 持续成为搜狗、阿里文娱、抖音等头部媒体核心合作伙伴。
天龙集团	巨量引擎广告业务授权代理商, 代理旗下产品包括今日头条、抖音、西瓜视频、火山小视频等互联网广告销售业务; 2020Q1 营收同比增长 60%, 2019 年新媒体销售额 77.19 亿, 数字营销公司 A 股第一。
利欧股份	利欧数字短视频营销额处于行业前列, 是抖音和快手最头部的代理公司之一, 2019 年, 以近 70 亿的全年业务合作体量成为头条最头部的代理公司之一。
引力传媒	定增新股获批, 18 年与抖音、头条开展代理商业务, 19 年与快手达成战略合作, 与 200 多家垂直细分领域头部 APP 保持合作进行品牌营销。
宣亚国际	子公司星言云汇作为一家运用专业数据驱动精准营销与效果营销的解决方案供应商, 借助以头条系为主的优势移动平台资源, 为广告主提供以信息流广告与效果营销为主, 策略创意、内容分发、口碑与舆情管理、大数据分析、短视频营销创意素材、短视频运营优化等为辅的互联网营销整合解决方案及服务。

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

## 4.2 内容电商重塑行业, 新渠道与新业态引领营销新生态

**2020 年直播电商规模高速增长, 渗透率仍有提升空间。**内容平台方来看, 快手 2020 上半年电商 GMV 1096 亿元, 抖音、快手 2020 年 GMV 目标分别为 2000、2500 亿元, 已达到淘宝直播 2019 年 GMV 水平。预计三大平台 GMV 总计 9500 亿元, 仍呈现高增长态势。根据阿里研究院发布《迈向万亿市场的直播电商》, 预计 2021、2022 年直播电商整体市场规模分别为 1.05 万亿元、2 万亿元, 在电商行业渗透率将达到 8.6%、14.3%。

图表 46: 主流平台直播带货 GMV 预测 (单位: 亿元)

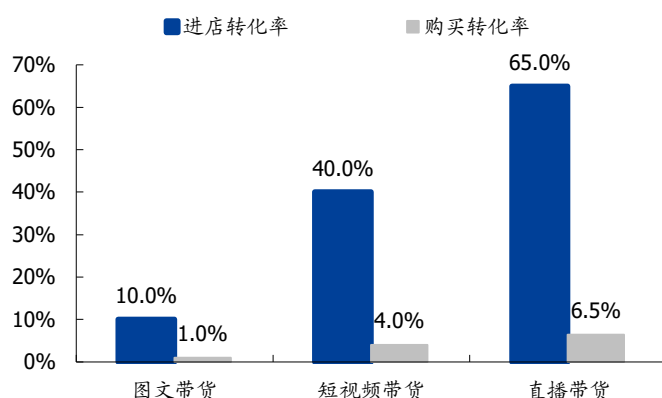
年度	淘宝直播	快手		抖音	合计
		窄口径	宽口径		
2017	200	/	/	/	200
2018	1000	50	300	100	1400
2019E	2500	350		400	3900
2020E	5000	2500		2000	9500

资料来源: 华经艾凯企业咨询, 国盛证券研究所

高增长的背后, 是其非计划性、娱乐性的特点带来了高转化率和复购率, 广告主投放重心逐步转移。随机性购物方式和品牌社交营销, 带来用户消费决策路径缩短, 增加非计划性购物需求。对于电商平台而言, 是在传统搜索式购物增速放缓下的新增长点, 是提高转化率的重要措施; 对内容平台而言, 是进行商业化和提高流量价值的重要方向。对比来看, 图文带货、短视频带货、直播带货进店转化率与购买转化率依次提升, 直播带货购买转化率为 6.5%。2020 年预期提高直播电商、短视频广告投放预算的广告主占比分别达到 73%、69%。

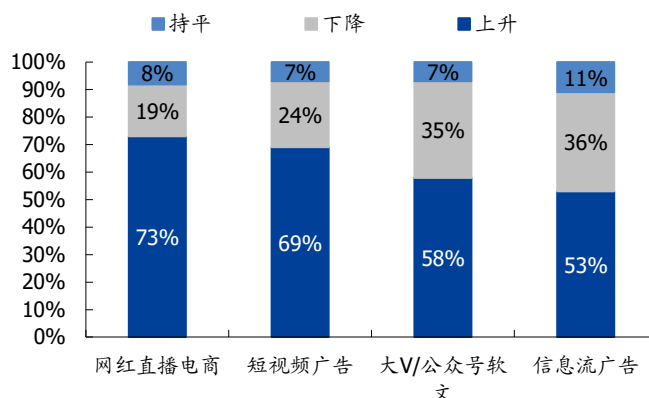


图表 47: 不同带货形式的购买转化率



资料来源: 穆胜企业管理咨询事务所, 国盛证券研究所

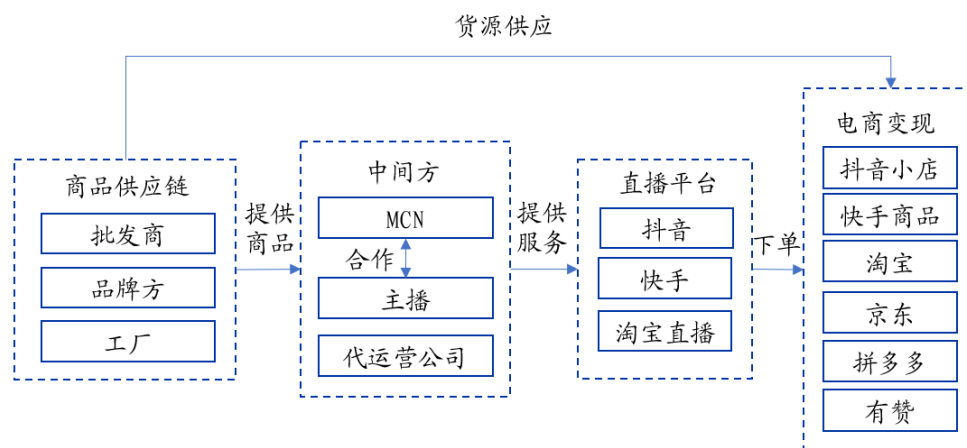
图表 48: 2020 年预期数字广告投放费用相比 2019 年变化 (%)



资料来源: 亿欧智库, 国盛证券研究所

直播电商产业链参与主体包括商品供应链、中间方(包括负责对接 KOL 的 MCN 和电商、直播等代运营公司)、直播平台、电商平台和消费者组成。品牌方/工厂对接电商平台提供货源, 与 MCN 机构、代运营公司合作确定直播方案, 引入直播平台内容输出, 最终引导消费者在电商平台变现转化, 代运营公司亦负责电商平台店铺管理。

图表 49: 电商直播产业链



资料来源: 艾瑞咨询, 克劳锐, 国盛证券研究所

从平台方来看, 目前布局内容电商业务的主要有三类: 1) 以淘宝为代表的电商平台内容化, 核心仍为商品驱动, 具有强消费属性; 2) 以抖音/快手为代表的平台电商化, 核心为内容驱动, 具有强娱乐属性; 3) 以小红书为代表的综合性内容平台, 内容与商品同步驱动。商品驱动型平台具有较强的供应链和电商运营能力, 在内容化的过程中逐步增强流量、转化率、用户粘性, 提升变现能力; 内容驱动型平台在平台流量和内容生产方面具备优势, 在电商化的同时拓宽变现空间; 综合性平台需要兼顾供应链与内容两方面, 运营难度较高, 往往深耕垂直品类, 在垂直分类谋求差异化发展。

图表 50: 内容电商企业模式对比

类型	类型介绍	代表企业	内容运营方式	内容形式	驱动力
电商平台 内容化	传统的货架式电商平台为适应内容化、娱乐化趋势，将内容化作为平台运营的重要内容，建设平台内容体系	综合电商平台：淘宝、京东等 垂直电商平台：唯品会、聚美优品等	多数作为平台方连接分散的内容创作者及 MCN 内容机构	图文+直播+短视频	商品驱动型
内容平台 电商化	短视频、直播等内容机构为丰富变现模式，发力电商业务	抖音、快手、一条、二更等	多为自建内容团队，作为 MCN 机构产出内容进行内容分发	图文+直播+短视频	内容驱动型
综合内容 电商平台	内容供应链不商品供应链共同驱动力的电商平台，产品定位上，多为垂直品类	蘑菇街、小红书、繁星优选等	平台自建内容制作团队+连接外部网络红人及 MCN 内容机构	图文+直播+短视频	商品+内容驱动型

资料来源：易观，国盛证券研究所

抖快等内容平台加码构建电商闭环，完善自建电商生态体系。抖音、快手 2018 年分别推出自建电商抖音小店、快手小店，随着两年的发展和培育期，2020 年双方均加速了电商闭环的建设，抖音 2020 年 10 月已不支持第三方来源商品进入直播间购物车。快手虽未禁止外链，但也在完善自建电商生态上不断做出努力，2020 年也通过设立不同类型选品库（仅快手小店自营商品可加入）等方式丰富自有商品池。

图表 51: 抖快加码构建电商闭环

平台	时间	内容
抖音	2020 年 4 月	封禁淘宝 PID 端口，KOL 无法为其他淘宝店带货
	2020 年 5 月	向个人开放抖音小店功能，上线抖店 App
	2020 年 9 月	全平台商品必须通过巨量星图任务才能进入达人直播间，第三方平台商收取 20% 服务费，抖音小店收取 5%
	2020 年 10 月	不支持第三方来源商品进入直播间购物车
	2020 年 11 月	抖音 App 内上线“放心花”产品，提供贷款服务技术平台
快手	2020 年 5 月	上线快手好物联盟，开通快手小店的主播可添加联盟商品获取返佣
	2020 年 8 月	快手选品中心新增“萌芽计划中小商家选品库”、“快手美食节选品库”，企业店铺和个人店铺都可以设置佣金，供带货主播选品带货

资料来源：抖音，快手，亿邦动力网，国盛证券研究所

对于传统营销公司来说，新形势下切入新渠道、注重转化成为了在内容电商时代发展的重心。传统营销公司多以策划、代理投放广告业务为主，作为中间方对接 MCN 或各类营销渠道，且不涉及销售环节。在网红经济与内容电商盛行的时代，营销公司对自有 KOL、销售转化环节的重视度不断提升，陆续切入到网红矩阵建设、代运营等环节，形成全链路营销体系，为品牌主提供从产品设计、整合营销到销售转化的闭环服务，进一步提升客户粘性。此外，在传统淘宝、京东平台的代运营格局相对稳定的背景下，新兴电商化的内容平台如抖音、快手、Bilibili 等平台也为营销公司提供了转型契机。华扬联众 2020 年定增投入即重点探索新渠道的代运营模式，目前服务品牌六福珠宝抖音小店已上线。

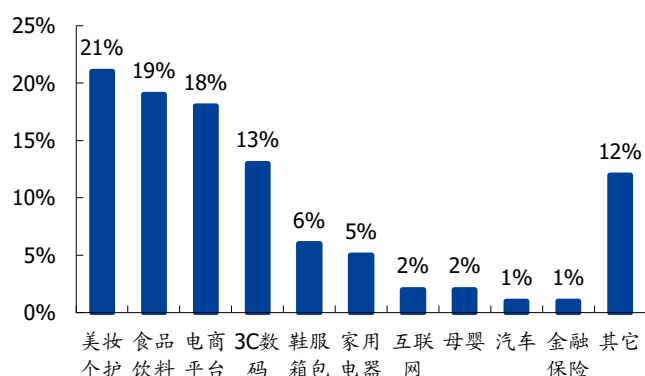
图表 52: 营销公司在内容电商领域的布局

公司名称	核心收入来源 (2019 年)	内容电商相关业务拓展
华扬联众	品牌营销 (97%) + 代运营 (3%)	拟投入 4.4 亿元于品牌新零售网络运营建设项目, 培养主播, 同时重点探索新渠道 (快手小店、抖音小店、B 站 UP 主小店) 等新型代运营模式。公司亦为品牌主提供直播代运营服务。
壹网壹创	品牌线上服务 (79%) + 线上分销 (20%)	拟投入 5.3 亿元于自有品牌及内容电商项目, 1) 孵化快消类自有品牌; 2) 为合作品牌方提供线上店铺直播、视频平台代运营、IP 号打造等。
元隆雅图	促销品 (63%) + 新媒体营销服务 (20%) + 促销服务 (13%)	2018 年收购 MCN 谦玛网络 (2011 年成立)。2019 年成立数据营销子公司沃米数据和内容电商子公司仟美文化。2020H1 谦玛网络实现营收 2.2 亿元 (YoY+93.2%); 归母净利润 2835 万元 (YoY+85.3%)。2020 年成立电商代运营子公司沐鹄信息。
星期六	互联网广告 (41%) + 星期六品牌 (32%)	2019 年 3 月收购 MCN 遥望网络 (2010 年成立), 2019Q4 遥望网络开始落地直播带货业务, 2020H1 短视频平台带货 GMV 达到 9 亿元。
引力传媒	数字营销 (80%) + 媒介代理 (20%)	2019 年入局短视频营销; 2020H1 磁力科技全网粉丝数量超过 1 亿; 2020Q1-Q3 公司短视频广告和内容电商业务收入达到 8.85 亿元。2020 年成立电商代运营子公司九合分子。
蓝色光标	出海广告投放 (62%) + 海外公司业务 (11%) + 全案推广 (17%) + 全案广告代理 (11%)	数聚智连为电商代运营子公司, 主要负责淘宝、京东店铺代运营, 2020 年双 11 全平台总成交额突破 18.46 亿, 共 8 个店铺销售额破亿元。

资料来源: 公司公告, Wind, 公司官网, 国盛证券研究所

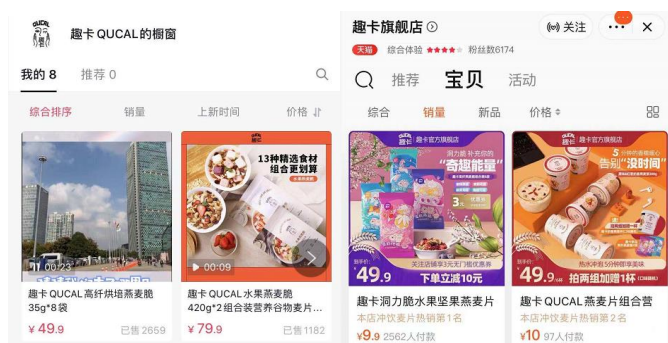
部分营销公司切入产品端, 发力孵化自有品牌。华扬联众 2020 年 3 月与内蒙古民丰种业有限公司共同打造休闲食品“趣卡”, 目前该品牌已开设天猫旗舰店、抖音小店, 并邀请薛之谦进行直播带货。壹网壹创发布 2020 年定增预案, 拟投入 5.3 亿元于自有品牌及内容电商项目, 计划孵化食品、保健品领域的快消品牌。从品类类目来看, 华扬联众与壹网壹创均选取食品作为首个自有品牌。食品类广告主注重内容电商等新渠道, 2019 年 KOL 投放金额位列全行业第二, 占比达到 19%。随着全链路营销体系的建设, 营销公司发挥其营销运营能力和 KOL 资源优势, 在新消费领域的拓展亦值得期待。

图表 53: 2019 年 KOL 投放金额 TOP-10 行业分布情况



资料来源: 克劳锐, 国盛证券研究所

图表 54: 华扬联众趣卡燕麦脆抖音小店及天猫官方旗舰店



资料来源: 抖音, 淘宝, 国盛证券研究所

## 5.院线：行业底部困境反转，流媒体冲击有限

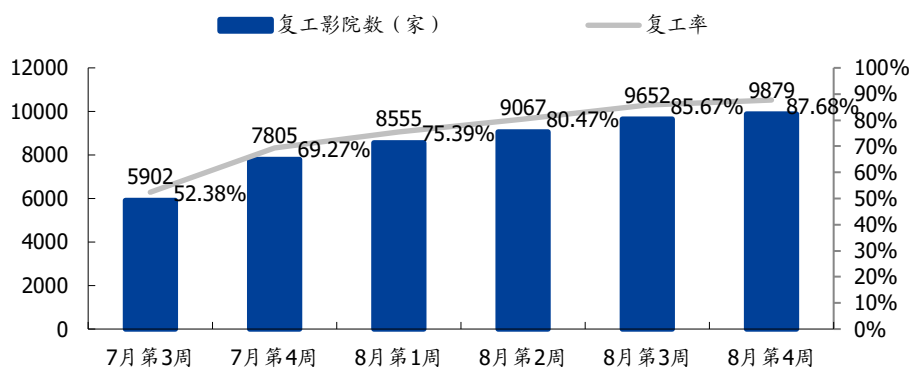
### 5.1 电影行业底部困境反转，走出疫情阴霾

#### 5.1.1 复工节奏：经历半年停摆后，影院于 7 月 20 日复工，至国庆档影院复工率达 94%

**复工第一阶段：**复工首周 5902 家影院营业，复工率仅为 52%，复工第二周复工率达到 69%。初始阶段面临的困难包括：1) 新片供给不足，开业初期影片以复映经典片为主，观众观影热情不高；2) 限制 30% 上座率，虽然历年年平均上座率均在 20% 以下，但 30% 上座率及隔座售票的政策极大影响了黄金场次；3) 经历长时间的停工后，影院工作人员难以整体到位。

**复工第二阶段：**随着疫情逐步得到控制，8 月 14 日起影院上座率限制由 30% 提升至 50%，同时 8 月第二周《八佰》开启点映，当周影院复工率突破 8 成。后续《信条》《花木兰》等大片上映持续提振市场信心，同时国庆档大片陆续定档，电影市场加速恢复。

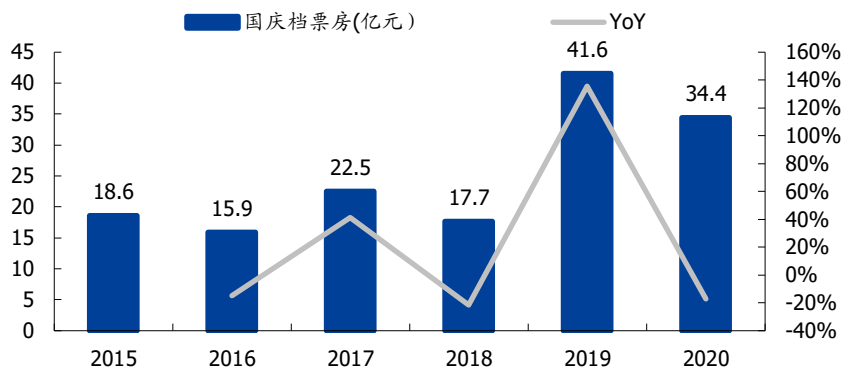
图表 55：7 至 8 月影院复工情况



资料来源：艺恩数据，拓普数据，国盛证券研究所

**复工第三阶段：**国庆档前的 9 月 27 日上座率进一步提升至 75%，截至国庆档影院复工率达到 94%。在上座率限制和去年高基数影响下，2020 年国庆档票房达 34.4 亿元，已恢复至去年同期 8 成以上，较 2018 年实现翻倍增长。至此除少数中长尾影院无法开工外，其他影院均已基本恢复至正常水平。此外，DC 超级英雄电影《神奇女侠 1984》定档 12 月 18 日，进口影片供应或将逐步恢复。

图表 56: 2015-2020 国庆档票房

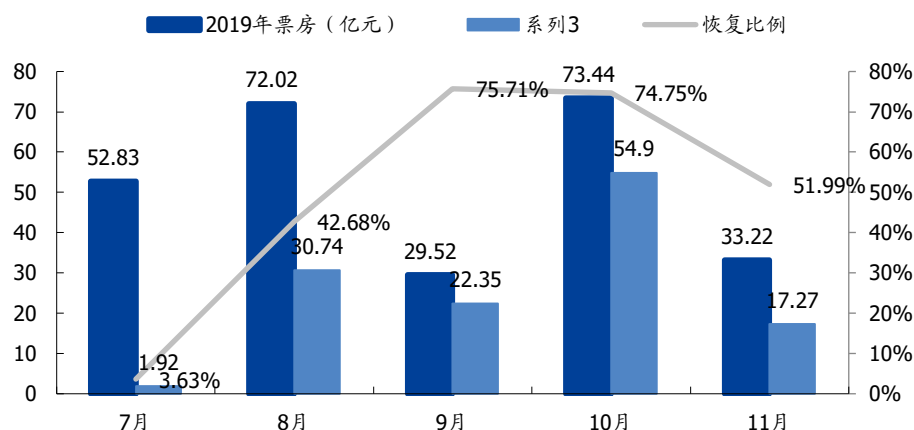


资料来源: 艺思数据, 拓普数据, 国盛证券研究所

### 5.1.2 恢复进度: 各项经营指标逐月改善, 新建影院逐步恢复但数量有所减少

票房数据: 8、9、10、11 月份全国票房恢复至去年同期 42.68%、75.71%、74.75%、51.99%。

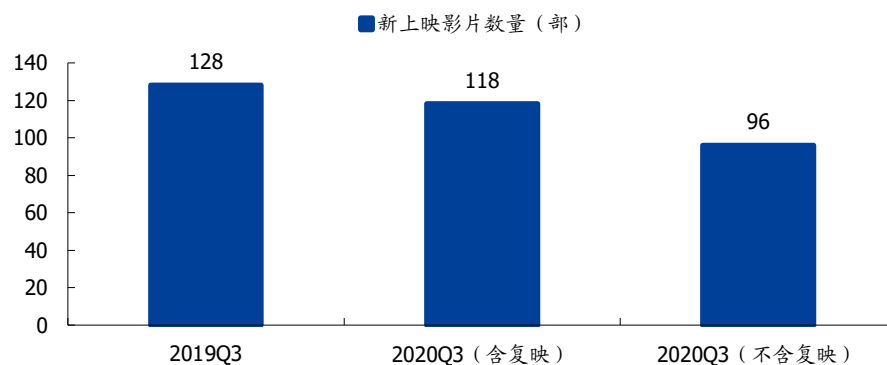
图表 57: 2019 与 2020 年 8-11 月票房数据对比



资料来源: 拓普数据, 国盛证券研究所

内容供给: 2020Q3 上映影片数量较去年同期有所减少, 但国庆档影片供给已恢复至去年同期水平。

图表 58: 2019Q3 与 2020Q3 新上映影片数量

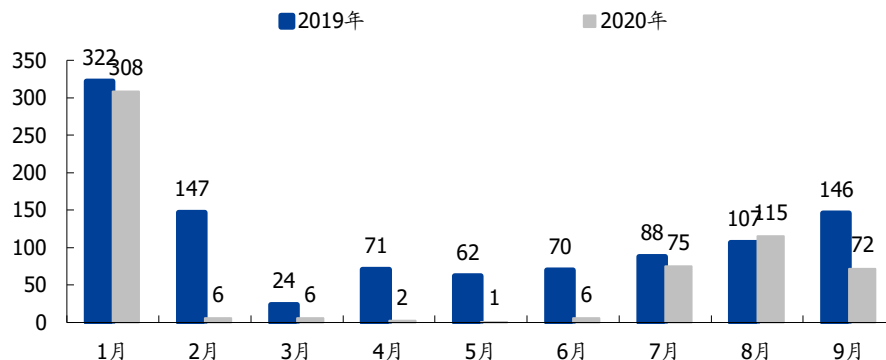


资料来源: 拓普数据, 国盛证券研究所



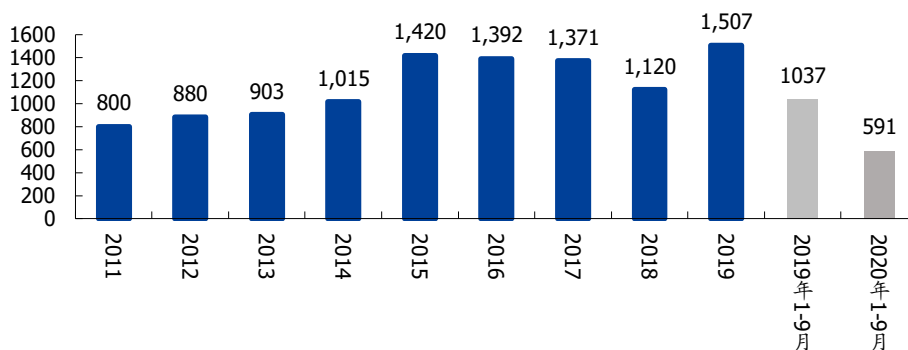
**影院建设：**疫情期间新建影院数量大幅下滑，2-6 月新增数均为个位数，7-8 月终端影院建设数量与去年同期相近，但 9 月新建影院数量与去年同期相比大幅回落，预计是原本计划于停业期间新建的影院延期在 7-8 月集中开业。对比 2020 年前三季度新建与去年同期的新建影院数量，今年由于疫情原因新建影院数量接近腰斩。

图表 59: 2019-2020 年各月新建影院数量 (单位: 家)



资料来源: 拓普数据, 国盛证券研究所

图表 60: 2011-2020 年新建影院数量 (单位: 家)



资料来源: 拓普数据, 国盛证券研究所

## 5.2 疫情推动院线电影转网，但长期看对院线冲击有限

### 5.2.1 院线电影网络首播具有多种播放模式

受疫情影响，院线电影转网播成为上映新途径。疫情下，线下观影渠道受阻，20 年春节档影片全部撤档，电影《囧妈》另辟线上播放新途径，带动院线电影网播。截至 2020 年 12 月 1 日，共有 19 部院线电影转为网络播出，其中国产片 15 部，进口片 4 部。

网播有免费、高端付费点播 (PVOD)、会员三种模式：**1) 免费：**短视频平台多免费放映，字节跳动以不少于 6.3 亿元的价格获得了电影《囧妈》的独家网络播放权利，在旗下平台免费播出；**2) PVOD：**多数电影采用该模式首发，会员与非会员均需付费观看，爱奇艺通过 PVOD 模式播出了《肥龙过江》、《我们永不言弃》、《春潮》、《婚姻故事》、《征途》等影片；**3) 会员版权模式：**该模式下，仅会员可免费观看电影，此模式多于付费点播期结束后采用。



图表 61: 2020 年国内院线电影（国产片）转网播情况

片名	上映日期	首映平台	首播模式	播放模式	播放效果
囧妈	1.24	抖音/西瓜视频/ 今日头条/欢喜首映	免费	免费	3 天播放量超 6 亿 3 天观看人次 1.8 亿
肥龙过江	2.1	爱奇艺/腾讯视频	非会员 12 元 会员 6 元	会员免费 非会员 5 元	腾讯累计播放量 1.64 亿 爱奇艺历史最高热度 7495
大赢家	3.21	抖音/西瓜视频/ 今日头条	免费	免费	5 天破 7 亿
我们永不言弃	4.20	爱奇艺	非会员 12 元 会员 6 元	会员免费 非会员 5 元	历史最高热度 6188
空巢	5.10	快手	免费	免费	累计 1929.2 万播放量 68.1 万赞，6.3 万评论
春潮	5.17	爱奇艺	非会员 12 元 会员 6 元	会员免费 非会员 5 元	历史最高热度 4973 豆瓣评分 7.2
灰烬重生	6.25	优酷	会员免费	会员免费	历史最高热度 7947
寻狗启示	6.27	优酷	会员免费	会员免费	优酷评分 7.4
征途	7.24	爱奇艺	非会员 24 元 会员 12 元	会员免费 非会员 5 元	历史最高热度 7106 72 小时收入破 4262 万
财迷	7.25	爱奇艺	会员免费	4 天下线	4 天分账票房 23 万 豆瓣评分 2.6
怪物先生	8.18	爱奇艺/优酷/ 腾讯视频	非会员 24 元 会员 12 元	会员免费 非会员 5 元	腾讯累计播放量 9443.6 万次 豆瓣评分 4.4
无名狂	8.27	优酷	会员免费	会员免费	历史最高热度 8204
树上有个 好地方	9.6	爱奇艺	会员免费	会员免费 非会员 5 元	累计分账 419.4 万，观影人次 167.7 万，历史最高热度 4413 豆瓣评分 8.0
亿万懦夫	10.23	腾讯视频	会员免费	会员免费	累计分账 1845.7 万，观影人次 527.3 万，播放量 1.09 亿
冷血狂宴	12.4	腾讯视频	非会员 24 元 会员 12 元	-	-

资料来源：影视毒舌，猫眼专业版，爱奇艺，腾讯，优酷，快手，国盛证券研究所

图表 62: 2020 年国内院线电影（进口片）转网播情况

片名	上映日期	国家	首映平台	首播模式	播放模式	播放效果
婚姻故事	5.20	美国	爱奇艺/ 腾讯视频	非会员 12 元 会员 6 元	会员免费 非会员 5 元	腾讯累计 2639.5 万次播放 爱奇艺历史最高热度 4751
爱情鸟	5.22	美国	爱奇艺/ 腾讯视频	会员免费	会员免费 非会员 5 元	爱奇艺历史最高热度 3366，腾讯 205.2 万次播放
想哭的我戴上了猫的面具	6.18	日本	抖音/西瓜视频/ 今日头条	付费 6 元	会员免费	西瓜视频累计 1324 条评论 豆瓣评分 6.4
海绵宝宝：营救大冒险	8.14	美国	爱奇艺/腾讯	非会员 12 元 会员 6 元	-	腾讯 2458.4 万次播放

资料来源：影视毒舌，猫眼专业版，爱奇艺，腾讯，优酷，快手，国盛证券研究所

北美电影缩短窗口期或直接网播，但该模式是海外疫情反复下的特殊选择。北美院线电影在影院上映后 90 天后方可在流媒体平台上播出，而随着海外猛烈的疫情，多家公司选择缩短窗口期。环球《隐形人》、《狩猎》、《艾玛》，华纳兄弟《猛禽小队：小丑女大解

放》、《正义的慈悲》，哥伦比亚电《喋血战士》等缩短窗口期上线网络平台；《魔法精灵 2》、《阿特米斯奇幻历险》、《汉密尔顿》等选择直接上线首发。北美院线 2021 年预计仍受疫情限制，华纳兄弟已宣布 2021 年所有电影将于流媒体平台同步上映。

图表 63: 2020 年北美院线电影转网播情况

片名	上映日期	平台	表现	价格
魔法精灵 2	4.10	FandangoNOW Apple TV+ 等	创首周下载记录 三周收入近亿美元	租赁 19.99 美元
史酷比狗	5.15	VOD 付费点播 平台		租赁 19.99 美元 购买 24.99 美元
史泰登岛国王	6.12			
阿特米斯的奇幻历险	6.12	Disney+	平台首周新增了 75 万用户 北美地区 APP 下载量比上周提高近 72%	
汉密尔顿	7.3	Disney+		
灰猎犬号	7.10	Apple TV+	为平台带来约 30% 新注册用户	
独一无二的伊万	8.21	Disney+		
花木兰	9.4	Disney+	海外网播，国内 9.11 上映 国内累计票房 2.51 亿元	29.99 美元
女巫再现	10.22	HBO MAX		
心灵奇旅	12.25	Disney+	海外网播，国内院线同步上映	面费

资料来源：新浪科技，爱奇艺行业速递，猫眼专业版，国盛证券研究所

### 5.2.2 中长期看，线下院线平台仍是观影不可替代的渠道

虽然疫情下国内国外都有院线电影转网上映，但我们认为长期角度看线下院线仍是观影的重要渠道。主要原因在于：

- **网络播放无法满足不同的观影需求。**1) 院线电影通过专业的音像设备、卖品服务、能提供高质量的观影服务，满足观影人群的视听体验，而线上平台在视频质量和放映端口方面都有所不足；2) 从观影社交需求来看，线下观影易于获得语言与情感交流，从而满足个体社交需要。

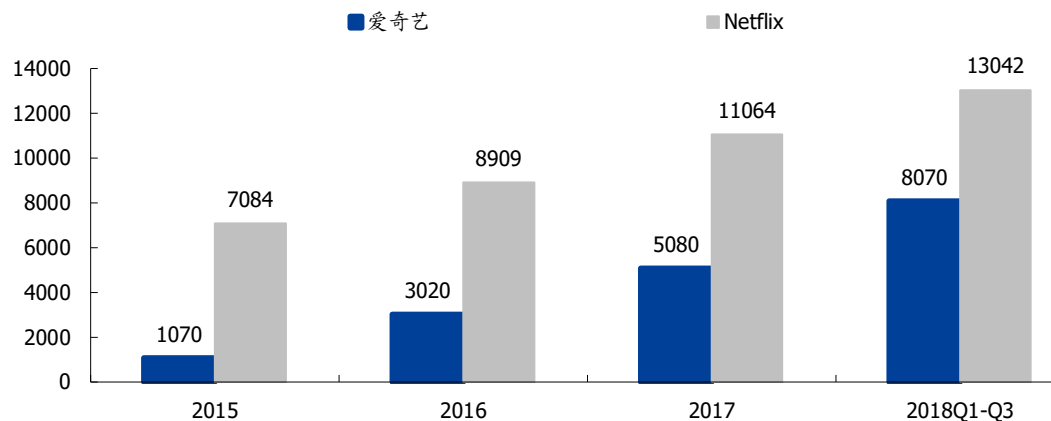
图表 64: 不同平台影片放映质量

	爱奇艺	优酷	腾讯	抖音	快手	西瓜视频
视频质量	1808P 蓝光 4K	1080P 畅享影音	1080P HDR	1080P	默认质量	1080P 高清 HDR
放映端口	手机 电脑 电视	手机 电脑 电视	手机电脑 电视	手机 电视	手机	手机 电视

资料来源：爱奇艺，优酷，腾讯，抖音，快手，西瓜视频，国盛证券研究所

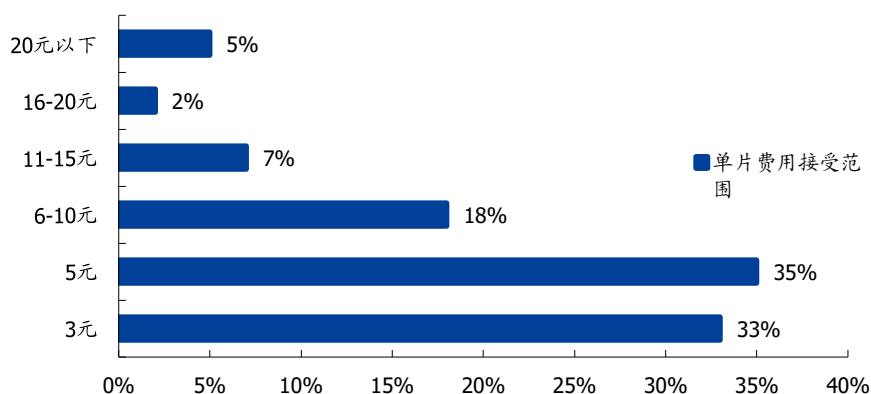
- **国内观众对单片的付费习惯尚未养成。**整体规模上看，中国视频平台付费用户数低于海外平台，付费用户规模较小。从付费意愿来看，2020 年 3 月数据显示，超 8 成用户对单片费用的接受范围在 10 元以下。国内观影群体缺乏付费意识，网播电影点击量与付费量也受之影响，影响分账票房收入。

图表 65: 爱奇艺与 Netflix 付费会员规模 (单位: 万人)



资料来源: 艺恩数据, 国盛证券研究所

图表 66: 单片费用接受范围



资料来源: 全国电影家协会, 猫眼研究所, 国盛证券研究所 (样本规模为 1062 人, 调研时间为 2020 年 3 月)

- 对大体量电影而言, 网播电影难以覆盖其成本。从首映付费点播价格来看, 国内转网电影可分为 3 档: 免费, 会员 12 元、非会员 24 元, 会员 6 元、非会员 12 元, 而国外转网电影点播价格较高, 电影《花木兰》点播价为 29.99 美元, 接近人民币 200 元。从平台会员价格来看, 国内三大视频平台连续包月会员价格为 6 元/月, 显著低于海外。国内网播电影定价过低, 不足以支撑其获得与成本相应的票房收入。

图表 67: 海外流媒体平台会员价格

平台	会员费用 (美元/月)	会员级别
Disney+	6.99	
HBO MAX	14.99	
Apple TV+	4.99	
Netflix	8.99	basic
	13.99	standard
	17.99	premium
showtime	10.99	
Hulu	5.99	basic
	11.99	premium

资料来源: 各平台官网, 国盛证券研究所

国内网络电影的分账模式更适用于中小型体量影片。以电影《征途》为例，该电影投资额近 3 亿元，特效镜头占比 80%，制作时间长达 4 年。由于体量相比以往转网电影过大，片方与爱奇艺五五分账，平台上线前 2 月采取 PVOD 模式（非会员 24 元，会员 12 元），其后转变为会员模式（会员免费，非会员 5 元）。电影上线 3 天收入 4262 万，后期亦无增长爆点，相较于高额制作成本，其收入无法覆盖。三大视频平台网络电影分账规则主要以内容定级单价\*有效数量为主，内容定级单价偏低是限制分账票房的主要方面，更适合中小体量影片。

图表 68: 三大视频平台网络电影分账规则

优酷、腾讯、爱奇艺网络电影分账规则				
优酷	分账收益	会员有效观影时长*内容定级单价		
	会员有效时长	付费用户观看影片的累计有效时长		
	内容定级单价	级别	合作方式	单价（元）
		S	独家	6
		A+	独家	5
		A	独家	4
B	独家	2		
C	非独家	1	90天	
腾讯	分账收益	有效观影人次*内容定级单价		
	有效观影人次	分账周期内每付费用户连续观看单一付费授权作品超过5分钟的一次或一次以上的观影行为，均计为1次有效观影人次。		
	内容定级单价	级别	合作方式	分账单价（元）
		S+	独家	4
		S	独家	3.5
		A	独家	2.5
B	独家	1.5		
C	非独家	1	90天	
爱奇艺	内容分账收益	有效付费点播量*内容分成单价		
	有效付费点播量	每付费用户有效播放单一付费授权作品时长超过6分钟的一次或一次以上的观影行为，均计为1次有效付费点播量。		
	内容分成单价	级别	模式	内容分成单价
		A	独家	2.5元/有效付费点击量
		B	独家	2.0元/有效付费点击量
		C	独家	2.0元/有效付费点击量
D	非独	1.5元/有效付费点击量		
E	非独	0.5元/有效付费点击量		
营销分账收益		满足营销分成标准的影片，将获得单价0.5元的营销分成		
广告分账收益		营销分成为上线首月		
		仅适用于内容评估审核达到A级的影片		
		分成比例*该内容带来的广告收益		
分成比例	独家网络大电影为70%，非独家网络大电影为50%			
在影片付费期结束转成免费播放后，爱奇艺将平台通发广告在该影片上产生的收益与合作方进行分账。				

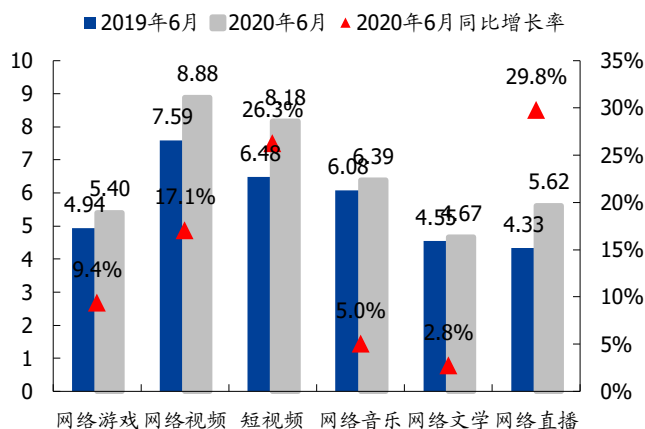
资料来源：爱奇艺，腾讯，优酷，国盛证券研究所

## 6. 数字阅读：商业模式与竞争格局生变，巨头布局催生投资机遇

### 6.1 流量红利和付费红利见顶，免费模式兴起

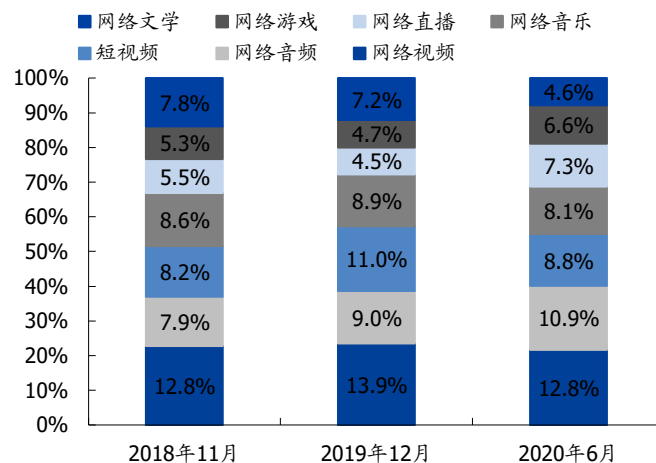
2018 年起传统付费阅读主业收入增速出现放缓，且 2019 年均出现负增长。目前流量红利与付费红利已经见顶，我们认为 2018 年后付费阅读收入增长的放缓甚至下滑，与数字阅读行业的用户特征高度相关。数字阅读作为 PC 时代的娱乐产物，进入移动互联网和 4G/5G 时代后具有如下特征：（1）用户规模 4.67 亿（截止 2020 年 6 月），在用户数小于音乐、游戏、视频等其他娱乐方式的基础上，增速也最慢；使用时长上，占比低于视频、音乐等；（2）盗版难度上，阅读 < 音乐 < 视频；（3）由此导致数字阅读行业核心付费人群有限，数字阅读用户中只选择免费资源的用户占比达 65.7%，高于视频（33.9%）、游戏（45.9%）和音乐（54.2%）等，阅文集团付费率仅约 5%。

图表 69：不同娱乐方式用户规模（亿）及增速



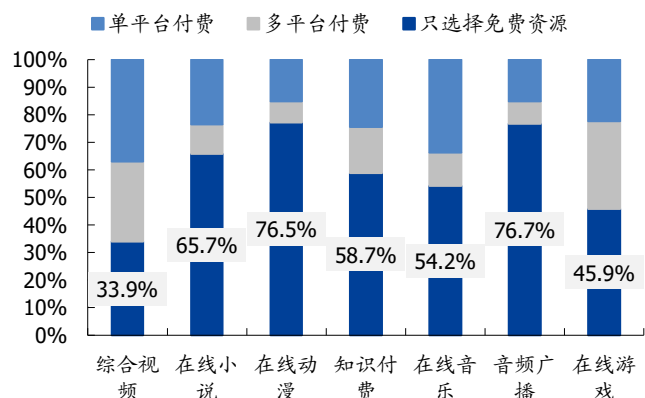
资料来源：CNNIC，国盛证券研究所

图表 70：各类 APP 使用时长占比



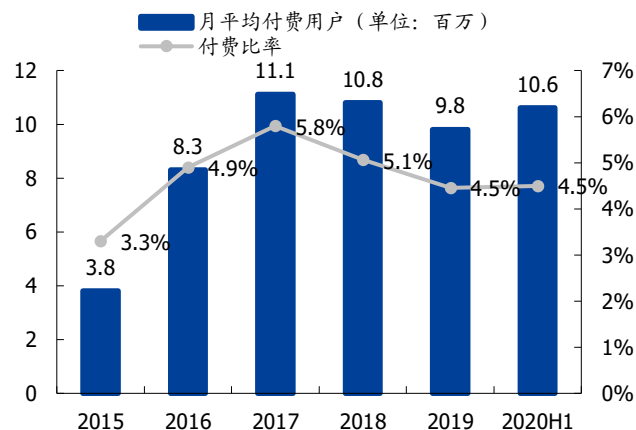
资料来源：CNNIC，国盛证券研究所

图表 71：2018 年移动网民付费意愿情况



资料来源：Questmobile，国盛证券研究所

图表 72：阅文集团付费用户数（百万）及付费率



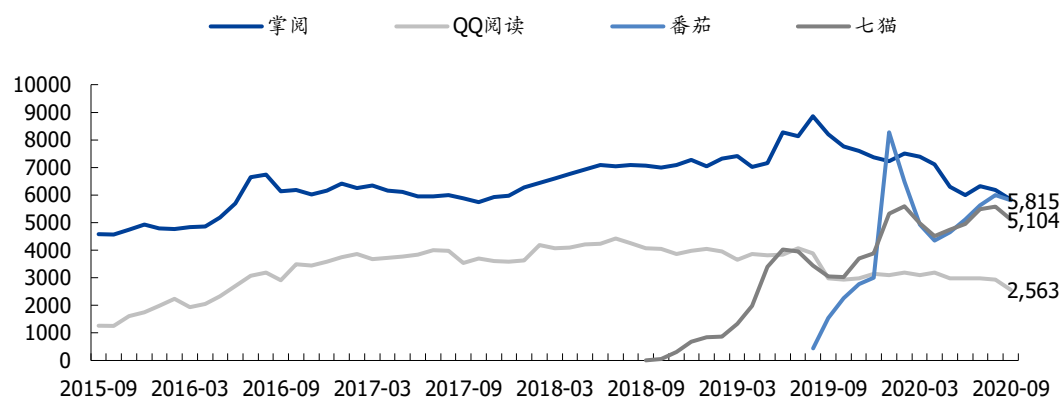
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

免费阅读的快速崛起，对付费龙头的用户基础形成挤压。2018 年下半年起，采用免费模式的数字阅读 APP 连尚免费小说和米读小说开始出现，且用户规模及用户活跃度增长迅速，由此引来巨头的新一轮布局。2018 年年底，阅文集团推出免费阅读 APP 飞读小说；



2019 年 1 月，掌阅推出得间小说，字节跳动推出番茄小说。但米读、连尚作后续增长乏力，与之相对应的是，七猫和番茄小说凭借高强度的渠道投放，用户快速增长。根据 Questmobile 数据，截止 2020 年 9 月，番茄、七猫小说的 MAU 分列阅读类 APP 第二和第三，分别为 5815 万和 5104 万，已超过 QQ 阅读（2562 万），接近第一的掌阅科技（5823 万）。免费阅读平台 MAU 快速增长致使其他平台用户数承压，掌阅、阅文 MAU 较巅峰的 8850 万和 4100 万显著下滑。

图表 73: 阅读平台 MAU 变化 (单位: 万)

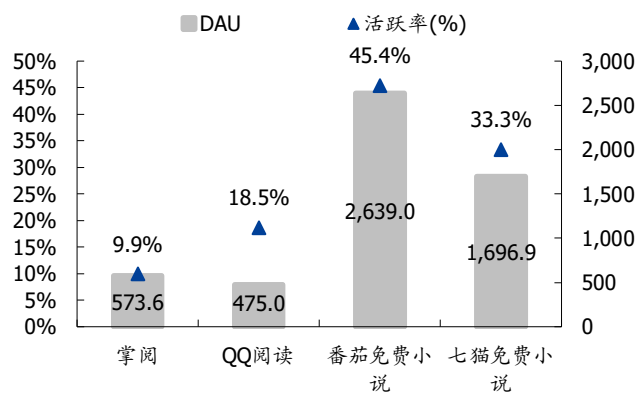


资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

注: QM 数据低于各公司披露数据, 主要由于 QM 仅为单一 APP MAU, 而各公司披露数据包含第三方渠道数据 (如阅文包含手机 QQ 和 QQ 浏览器的阅读用户数据)。

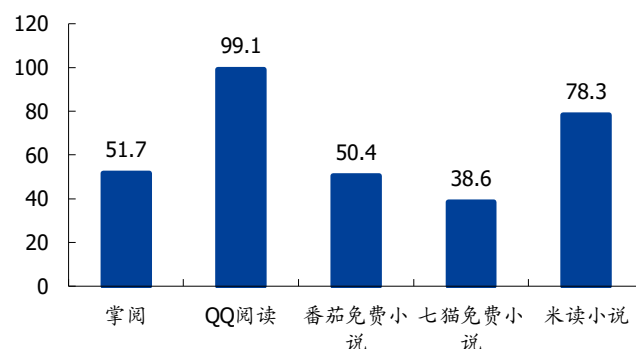
**免费阅读 APP 用户活跃度更高。**番茄、七猫小说 2020 年 9 月日均活跃用户数量分别以 2639 万和 1697 万位列第一和第二, 成为唯二破千万 DAU 的阅读类 APP, 并远高于掌阅 (574 万) 和 QQ 阅读 (475 万)。免费阅读类产品的用户活跃度在 30% 以上, 高于付费阅读产品, 但日均使用时长更低。由此我们认为, 免费阅读是用户消耗时间的选择, 而付费阅读集中的更多是深度、核心用户。结合前文提及的数字阅读行业用户特征, 大量具备阅读需求、但付费意愿低的中长尾用户的存在, 是免费模式得以跑通的关键。通过免费模式, 可以实现更大基数的用户价值变现。

图表 74: 阅读平台 DAU 及用户活跃度



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

图表 75: 阅读平台用户日均使用时长 (分钟)



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所



## 6.2 字节、百度大力布局，建立生态，强化自有内容和作者体系

字节跳动推出番茄免费小说，并在一年内投资（合作）多家网文平台，拓展内容版图，意在打造网文生态。字节跳动于 2019 年 1 月推出番茄小说，从 2019 年 12 月至今字节跳动通过量子跃动投资了吾里文化、秀闻科技、鼎甜文化、塔读文学、九库文学、掌阅科技等网文公司，所占股份均不低于 10%，其中秀闻科技除旗下逸云书院外，母公司磨铁集团具有丰富 IP 资源；2020 年 7 月，字节跳动与中文在线达成合作，获得中文在线旗下众多 IP 使用权；2020 年 11 月，量子跃动拟通过协议转让方式获得掌阅科技 11.23% 股权。我们认为，字节对 CP 方的投资，核心意图在于获取内容版权（最好是排他性的）。

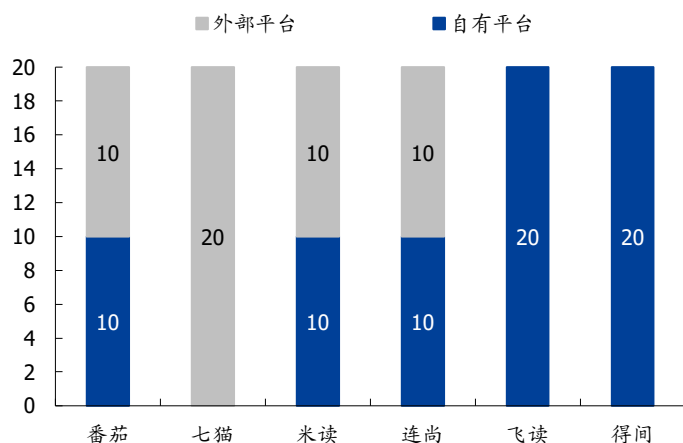
图表 76：字节跳动网文领域投资

字节跳动投资平台时间	投资公司名称	概述	持股比例
2015 年 12 月	每天读点故事	精品短故事推荐平台	11.91%
2019 年 12 月	吾里文化	旗下女频包括时阅文学网、栀子欢文学网等 旗下男频包括恒幻中文网等	13.04%
2020 年 6 月	秀闻科技	旗下逸云书院，题材偏女频	10.00%
2020 年 6 月	鼎甜文化	旗下包括甜悦读、瓜子小说网、朵米阅读网，题材偏女频	10.00%
2020 年 7 月	易天新动	旗下塔读文学，综合性题材	18.90%
2020 年 9 月	萌萌哒网络科技	旗下九库文学网，综合性题材	10.00%
2020 年 11 月	掌阅科技	旗下包括掌阅、得间等阅读平台，数字阅读行业龙头	11.23%

资料来源：公司公告，天眼查，国盛证券研究所

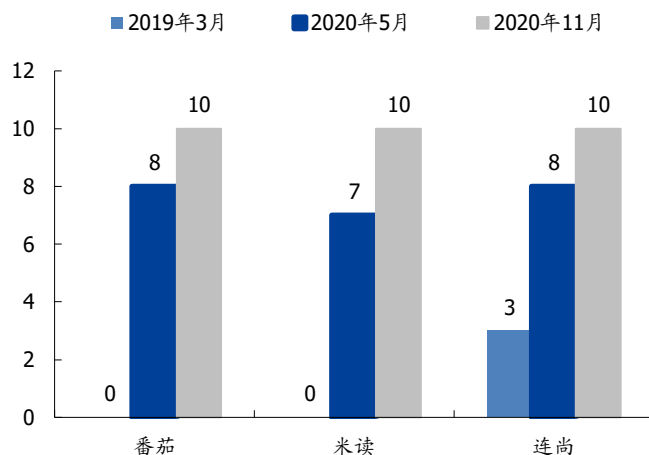
不至于买断内容，免费阅读平台也在加强投入原创内容。免费阅读平台由原创内容和版权内容构成。阅文和掌阅旗下拥有近十个平台，已经构筑了优质的内容和作者资源，其免费阅读平台飞读和得间小说更多是独家自有内容。连尚、七猫、番茄和米读则主要以采购外部版权内容为主。我们采用 2020 年 11 月 8 日各阅读平台 TOP20 热度榜单中作品进行分析，除七猫免费小说榜单中无自有版权内容外，其他平台自有版权内容占比已达半数。对比 2019 年 3 月和 2020 年 5 月榜单来看，番茄、米读和连尚持续加强原创内容布局，榜单中原创内容占比有所提高。

图表 77：免费阅读 APPTOP20 榜单内容来源



资料来源：各阅读 APP，国盛证券研究所

图表 78：部分小说 APPTOP20 中自有版权内容数量



资料来源：各阅读 APP，国盛证券研究所

各大平台致力“扶新”计划，作者待遇不断提高。番茄平台 2020 年 6 月推出“星火计划”，给优质新书分阶段发放现金补贴，为签约作家提供新书创作保障；书旗小说 9 月推出“星神计划”，投入千万现金扶持新人作家；阅文集团 11 月宣布正式成立阅文起点大

学，并发布“青年作家扶持计划”，在未来投入亿元资金与资源，扶持青年作家的创作与发展。在挖掘原创内容与优质作者的背后，是对用户留存和 IP 资源的竞争。

### 6.3 短期看广告+会员，长期依托 IP 实现版权变现

广告变现为免费阅读平台主要商业模式，多数平台也推出了会员免广告服务。在六大免费阅读平台中，仅有连尚小说并未推出会员免广告服务，但在阅读一定章节后广告频率最高，约 3 页一个全屏广告，需通过按章节付费免广告；其他平台中七猫免费小说广告频率最低（6 页一个全屏广告），番茄和米读分别为每 4/5 页一个全屏广告。相较于 2020 年 5 月统计数据，七猫、番茄、飞读新推出了自己的会员免广告服务，七猫、番茄、米读广告加载频率也有所上升。总体而言，七猫免费小说目前广告栏目利用程度和广告加载率较低，也相对带来更好的用户阅读体验。

图表 79：免费阅读 APP 会员及免费制度对比

平台名称	所属公司	阅读页广告加载率	会员制度	其它广告
七猫免费小说	百度投资 37%	6 页一个全屏广告	会员可免广告（12 元/月）	阅读页底部栏目广告
番茄小说	字节跳动	4 页一个全屏广告	会员可免广告（11.99 元/月）	赚金币视频广告
米读	趣头条	约 5 页一个全屏广告	会员可免广告（16 元/月）	阅读页底部栏目广告 书籍详情页广告 视频广告
连尚	连尚网络阅读	阅读到一定章节出现广告，约 3 页一个全屏广告	无会员，按章节付费去广告	书籍推荐广告
飞读	阅文集团	约 5 页和每章结尾一个全屏广告	会员可免广告，现阶段会员暂停开通	阅读页底部栏目广告 视频广告
得间	掌阅科技	5 页一个全屏广告	会员可免广告（26 元/月）	阅读页底部栏目广告 赚金币视频广告

资料来源：各免费阅读 APP，国盛证券研究所

免费阅读的高流量能够更快地打造爆款 IP，并通过剧集等实现版权变现。连尚文学已打造《黑白禁区》、《大明首相》等知名 IP，《黑白禁区》已翻拍成电视剧计划于 2020 年在爱奇艺播出；米读与快手就短剧 IP 开发已达成战略合作；七猫在抖音快手等平台投放大量短视频广告；番茄也利用字节渠道优势制作短剧。免费阅读平台 2020 年纷纷布局短视频市场，开辟免费网文平台孵化 IP 新思路。

图表 80：部分免费网文平台制作电视剧短剧系列

所属平台	免费网文	改编类型
连尚	《狐嫁女》、《黑白禁区》等	电视剧
米读	《河神的新娘》、《权宠刁妃》等	短剧
番茄	《妖君在上》等	短剧
七猫	《13 号末班车》、《重启总裁》等	短视频广告

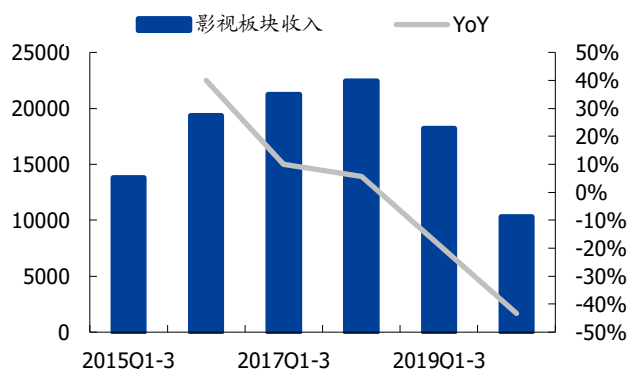
资料来源：公开资料，国盛证券研究所

## 7. 影视：疫情重压下龙头公司优势显著，定制剧模式带来现金流持续改善

### 7.1 影视板块：业绩分化明显，龙头公司保持韧性

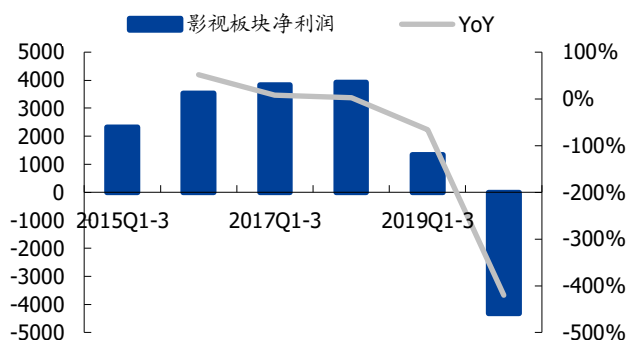
由于疫情原因，影视公司电影作品无法按期上映，影视项目拍摄进程延后，业绩受到较大影响。2020Q1-Q3 影视板块实现收入 130.31 亿元，同比大幅下滑 43.3%，实现归母净利润-43.29 亿元，出现大额亏损。2020Q3 影视板块实现收入 47.0 亿元，环比下滑-38.6%，同比下滑 35.46%，2020Q3 实现净利润-18.28 亿元，较 2020Q2 的-21.30 亿元亏损略有收窄。其中文投控股 Q3 亏损 3.1 亿，新文化亏损 7683 万，华谊兄弟亏损 9456 万元，拖累板块业绩。

图表 81: 影视板块前三季度营收及增速 (单位: 百万元)



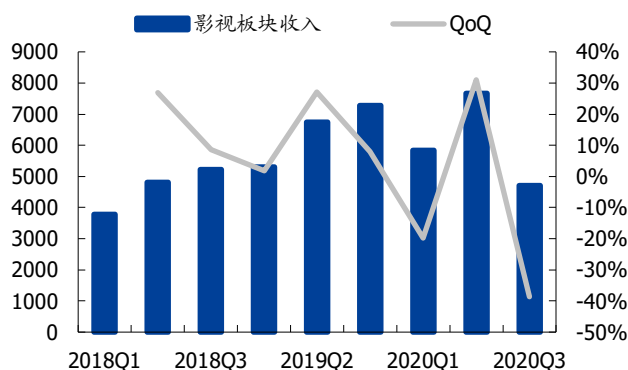
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 82: 影视板块前三季度净利润及增速 (单位: 百万元)



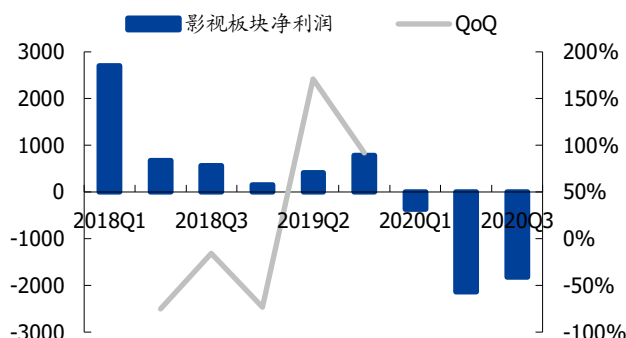
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 83: 影视板块单季度营收及增速 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 84: 影视板块单季度净利润及增速 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

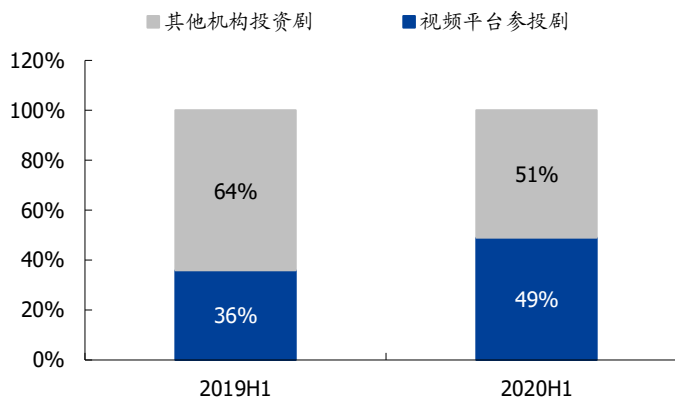
但龙头公司凭借优质剧集的储备和良好的运营能力，率先从疫情中恢复。1) 华策影视 2020Q3 单季度实现营业收入 7.80 亿元 (YoY+102.9%, QoQ+121.6%); 归母净利润 5558 万元 (YoY-32.6%, QoQ+48.7%), Q3 上线《以家人之名》、《平凡的荣耀》等热播剧，此外《有翡》及《长歌行》已杀青待播，丰富优质的项目储备使得公司在疫情中抗风险能力较强。2) 光线传媒 2020Q3 实现营业收入 2.22 亿元 (YoY-82.82%, QoQ+573.8%), 归母净利润 4314.8 万元 (YoY-95.70%, 环比扭亏)，除 Q3 上映的几部小成本影片外，参投《八佰》也为公司带来部分收益。此外 10 月 1 日上映的《姜子牙》截至 10 月 11 日为公司带来的收入为 3.60 亿元至人民币 4.00 亿元，将进一步修复公司业绩。

## 7.2 定制剧模式下内容公司现金流显著改善，但毛利率有所下滑

对于视频平台而言，参与生产使其在供应链中的议价能力更强。目前视频平台自制包括

团队自制、视频网站组局、视频网站参投三种模式，根据艺恩的数据，2020H1 视频平台参投剧集占比达到 49%，同比增加 13pct，平台对内容的参与度不断提升。视频渠道汇集自身资源与内容方合作，深度参与到内容生产的环节中且拥有最终的版权，因此享有更高的议价权。

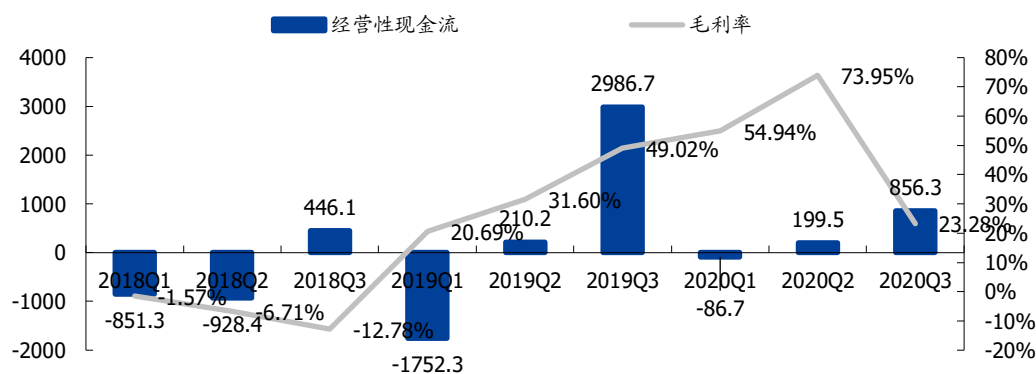
图表 85：2019H1/2020H1 不同类型平台剧集参投比例



资料来源：艺恩数据，国盛证券研究所

对于内容制作方而言，定制剧毛利率低于非定制，但现金流将有较大改善。过去的采购模式，内容公司需要独自承担巨额成本开支，平台方分期给予回款；定制剧模式下内容公司不用考虑产业链销售，创作内容更加专注，保证了渠道侧的供应质量稳定，同时降低回款风险，大幅改善现金流。2020 影视板块经营性现金流逐季度改善，2020Q1-Q3 分别为-86.7 亿元/199.5 亿元/856.3 亿元。但与低风险相对应的，是制作毛利率中枢下移，版权剧模式下毛利率可达 30% 以上，预计定制剧毛利率在 15% 左右。我们认为，定制剧模式更加考验内容制作方的产品交付能力，成本控制力。具有丰富项目制作经验，且生产流程更加工业化的头部公司将更具备优势。

图表 86：影视板块经营性现金流（单位：亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

## 8.投资建议

**5G 应用仍是主线，重视渠道变革的投资机会，底部变化个股值得重点关注。**虽然 5G 建设进度在 2020 年低于预期，但是我们认为后续 5G 建设进度有望加快，新技术带来的新应用也将加速落地，5G 应用依然是未来一段时间传媒行业最重要的方向，游戏、视频等最有望受益的行业值得重点关注。而且新渠道加速发力变现的大背景下，营销、在线阅读等行业有望迎来产业链重塑和价值重估。此外，底部变化的院线板块及部分个股也值得重点关注。

游戏：重点推荐完美世界、三七互娱、吉比特，关注掌趣科技、游族网络、号百控股。

视频：继续重点推荐芒果超媒，关注新媒股份。

营销：继续推荐元隆雅图，关注分众传媒、星期六、华扬联众。

在线阅读：关注阅文集团、掌阅科技、中文在线、趣头条。

院线：继续重点推荐万达电影，关注中国电影、横店影视。

底部变化个股：中信出版、视觉中国、新经典。

图表 87：重点公司估值(收盘价截至 2020/12/18)

行业	股票代码	公司名称	收盘价	总市值 (亿元)	净利润(亿元)			PE		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
游戏	002624.SZ	完美世界	26.37	511.48	24.37	29.5	34.93	21	17	15
	002555.SZ	三七互娱	27.79	586.99	30.55	37.61	45.38	19	16	13
	300315.SZ	掌趣科技	5.26	145.04	6.48	10.12	13.03	22	14	11
	603444.SH	吉比特	406.00	291.77	11.53	14.1	16.26	25	21	18
	002602.SZ	世纪华通	7.30	544.04	38.66	46.44	52.27	14	12	10
	300418.SZ	昆仑万维	20.79	243.87	36.12	18.39	23.17	7	13	-
	002605.SZ	姚记科技	26.15	105.12	10.92	8.47	10.68	10	12	10
影视院线	002739.SZ	万达电影	17.81	407.78	-17.45	18.5	20.18	-23	22	20
	300133.SZ	华策影视	6.59	115.70	4.79	5.83	7.21	24	20	16
	002343.SZ	慈文传媒	6.76	32.11	2.02	2.53	2.77	16	13	12
	300426.SZ	唐德影视	6.73	28.19	-	-	-	-	-	-
	000892.SZ	欢瑞世纪	2.65	26.00	-	-	-	-	-	-
	000802.SZ	北京文化	6.32	45.24	3.31	4.14	-	14	11	-
	300251.SZ	光线传媒	12.32	361.42	5.26	11.42	13.24	69	32	27
直播带货	002291.SZ	星期六	17.54	129.53	2.72	5.34	7.16	48	24	18
	603598.SH	引力传媒	11.55	31.26	-	-	-	-	-	-
	600242.SH	中昌数据	2.54	11.60	-	-	-	-	-	-
	603721.SH	中广天择	13.13	17.07	0.65	0.91	1.15	26	19	15
	002878.SZ	元隆雅图	21.76	48.20	1.67	2.25	2.88	29	21	17
	600637.SH	东方明珠	9.04	308.67	19.46	22.42	23.91	16	14	-
	300413.SZ	芒果超媒	65.7	1169.71	18.41	22.39	26.89	64	52	43
其他	300182.SZ	捷成股份	4.62	118.96	6.34	8.22	10.29	19	14	12
	300770.SZ	新媒股份	72.15	166.71	5.52	7.11	8.78	30	23	19
	300788.SZ	中信出版	44.62	84.85	2.35	3.52	4.13	36	24	21

资料来源：Wind，国盛证券研究所（其中吉比特、昆仑万维、姚记科技、慈文传媒、唐德影视、欢瑞世纪、北京文化、星期六、引力传媒、中昌数据、中广天择、东方明珠、捷成股份使用 Wind 一致预测）



## 9.风险提示

**行业政策监管变化：**公司有可能面临各种监管措施，若公司无法面对监管做出及时有效回应，则可能对公司的持续经营造成影响；

**产品表现不及预期：**游戏公司可能面临上线新游流水不及预期，院线公司可能面临上映电影票房不及预期；

**技术发展不及预期：**5G 等新技术应用为个股带来新的业绩增长点，若相关技术落地不及预期则可能对相关个股的业绩带来不利影响；

**竞争格局恶化：**传媒公司竞争日趋严重，如果公司不能构建自身核心竞争力，则可能在竞争中面临失败。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com