

信义山证 汇通天下

证券研究报告

传媒行业

报告原因：专题报告

2021年5月8日

2020 年报及 2021 年一季报总结

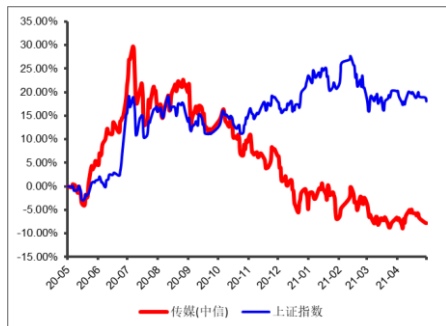
疫情加剧行业分化，关注景气细分及龙头公司优势扩大

维持评级

看好

行业研究/专题报告

传媒板块近一年市场表现



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

报告要点：

➢ **2020 年传媒行业同比扭亏，2021 年一季度大幅改善。**2020 年传媒上市公司实现营业收入 4874.08 亿元，同比减少 4.43%，实现归属母公司股东净利润 30.86 亿元，同比扭亏为盈，增长 148.66%；营业收入增速较 2019 年同期进一步放缓，利润端整体回暖明显。2020 年内行业单季度收入与增速呈现环比回暖趋势，Q2 至 Q3 利润端边际同样改善明显，但 Q4 由于商誉等资产减值计提集中导致亏损。2021 年一季度传媒行业实现营业收入 989.24 亿元，同比 20Q1 增长 21.93%，同比 19Q1 增长 9.26%，实现归母净利润 106.19 亿元，同比 20Q1 增长 86.83%，同比 19Q1 减少 8.72%。2021 年除局部地区疫情反复外线上线下娱乐消费均处于正常经营状态，相较于 2020 年同期为受疫情最为严重的阶段而导致的业绩低基数，使得 21Q1 收入与利润同比呈现高增长，但相较于 2019 年同期业绩恢复仍在进行中。

➢ **2020 年数字阅读与视频增长亮眼，21Q1 收入增长恢复、利润表现分化。**2020 年互联网广告营销和数字阅读两个行业连续四个季度收入同比正增长，出版、其他广告营销、影视等行业各季度营业收入同比增速回暖趋势明显；2020 年游戏与数字阅读行业同比扭亏，其他广告营销行业归母净利润增速达 100% 以上；影视、互联网广告营销、其他文化娱乐、动漫、信息搜索与聚合等 5 个细分行业续亏。21Q1 除游戏行业外，各细分行业营业收入同比 20Q1 均实现正增长，同比 19 年 Q1 除广播电视、动漫、影视以及其他文化娱乐行业外，其余细分行业也均实现同比增长；21Q1 影视、其他广告营销、信息搜索与聚合、动漫行业同比 20Q1 扭亏，其余行业续亏或归母净利润下滑，同比 19 年 Q1 其他广告营销、数字阅读、互联网影视音频及影视行业实现快速增长，游戏行业基本持平，其余细分行业同比归母净利润减少。

➢ **细分板块分析：1) 游戏行业 2020 年业绩增速高开低走，2021 年产品大年静待释放。**2020 年实现营业收入 707.95 亿元，同比增长 2.17%，实现归母净利润 145.72 亿元，同比扭亏为盈。受到疫情期间流量红利的影响，2020 年游戏行业单季度营业收入增速呈现高开低走，利润端各季度保持良好的增长态势，但增速较为波动。2021Q1 游戏公司开启新产品上线周期，但新品上线前期投入规模较大导致利润释放较为滞后，同比 2020Q1 高基数影响下增速有所回落。**2) 出版行业教材教辅业务稳固业绩大盘，头部出版商大众图书市占率上升。**2020 年实现营业收入 1226.31 亿元，同比减少 1.97%，实现归母净利润 106.62 亿元，同比减少 21.89%。出版行业受 2020 年疫情影响，收入同比小幅下滑，但由于中小学教材教辅的刚性需求及大众图书零售市场在疫情后的逐步回暖，单季度营业收入增速呈现逐季回暖态势。**3) 影视行业疫情影响导致经营数据非常态，21Q1 业绩反弹最为明显。**2020 年实现营业收入 260.12 亿元，同比减少 51.46%，实现归母净利润-169.65 亿元，同比亏损增加 17.47%。21Q1 随着疫情影响的逐为文娱市场中业绩反弹最为明显的细分行业。**4) 互联网影视音频行业受疫情影响**



响相对最小，芒果超媒全年业绩增速亮眼。2020 年实现营业收入 196.89 亿元，同比增长 11.26%，实现归属母公司净利润 24.54 亿元，同比增长 11.03%。2021Q1 行业业绩继续以高速增长，营业收入规模达 53 亿元，同比 20Q1 增长 48.74%，归母净利润规模为 9.34 亿元，同比 20Q1 增长 65.75%。**5) 数字阅读版权业务释放业绩，引入战投开启新一轮发展。**掌阅科技 2020 年营业收入 20.61 亿元，同比增长 9.47%，归属于母公司股东的净利润 2.64 亿元，同比增长 64.07%；中文在线 2020 年实现营业收入 9.76 亿元，同比增长 38.35%，归属于母公司股东的净利润 4892 万元，同比大幅扭亏。2020 年行业及上市公司均加强了内容版权的输出和 IP 衍生开发，进而开拓出新的盈利增长点。

➤ **投资建议：**传媒行业在经历 2018 至 2019 年大规模调整以及 2020 年疫情的影响下整体实现扭亏为盈，同时在 2021 年随着疫情影响的结束，生产经营恢复常态，我们认为行业将持续向好。由于 2020 年疫情给线上线下文娱消费行业带来的影响程度与持续性不同，导致疫情后不同行业恢复正常生产经营的进度存在差异，使得细分行业全年业绩及增速表现分化。对于我们重点覆盖的文娱内容领域，电影、出版为代表的线下文娱消费市场在 2021 年一季度反弹明显，消费需求持续提升，内容供给稳步恢复中行业有望持续回暖至疫情前水平；网络视频与数字阅读为代表的线上娱乐消费受疫情影响较小，在 2021 年有望继续保持高速增长，游戏行业则由于高基数与产品周期影响叠加，面临短期增速放缓、长期增长不变。整体来看，我们维持年度投资策略逻辑，即线下娱乐消费围绕复苏逻辑，关注产业数据的边际改善；线上娱乐消费回归精品化内容生产与精细化用户运营逻辑，关注产品驱动下用户付费意愿不断提升。建议关注：吉比特、芒果超媒、三七互娱、完美世界、光线传媒、横店影视、中信出版等。

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

目录

一、传媒行业 2020 年及 2021 年一季报整体分析	7
1、2020 年整体业绩：营业收入环比回暖，资产减值损失减少致利润同比扭亏	7
2、上市公司 2020 年报统计：亏损公司数量减少，但利润端增速分化加剧	10
3、2021 年 Q1 业绩：同比 20Q1 改善明显，对比 19Q1 仍在恢复中	12
二、细分行业比较及重点行业分析	13
1、细分行业：2020 年数字阅读与视频增长亮眼，21Q1 收入增长恢复、利润表现分化	13
2、游戏：业绩增速高开低走，2021 年产品大年静待释放	15
3、出版：教材教辅业务稳固业绩大盘，头部出版商大众图书市占率上升	19
4、影视：疫情影响导致经营数据非常态，21Q1 业绩反弹最为明显	24
5、互联网影视音频：受疫情影响相对最小，芒果超媒全年业绩增速超预期	30
6、数字阅读：版权衍生业务释放业绩，引入战投开启新一轮发展	33
三、投资建议及重点关注公司	37
1、投资建议	37
2、重点关注公司	37
四、风险提示	38

图表目录

图 1：近三年传媒上市公司营业收入情况	7
图 2：近三年传媒上市公司归母净利润情况	7
图 3：单季度传媒上市公司营业收入情况	8
图 4：单季度传媒上市公司归母净利润情况	8
图 5：近三年传媒上市公司毛利率水平	8
图 6：近三年传媒上市公司期间费用率水平	8
图 7：传媒上市公司信用及资产减值损失情况	9
图 8：传媒上市公司存货与应收账款周转率	9
图 9：近三年传媒上市公司投资净收益情况	9
图 10：近三年传媒上市公司整体商誉规模	9
图 11：以中信分类统计的各行业商誉规模及占比情况	10
图 12：传媒行业经营活动产生的现金流净额情况	10

图 13: 2020 年传媒上市公司营业收入规模分布.....	11
图 14: 2020 年传媒上市公司归母净利润规模分布.....	11
图 15: 2020 年公司营业收入增速分布.....	12
图 16: 2020 年公司归母净利润增速分布.....	12
图 17: 2021Q1 传媒行业营业收入及增速情况.....	12
图 18: 2021Q1 传媒行业归母净利润情况.....	12
图 19: 2021Q1 传媒行业毛利率与期间费用率.....	13
图 20: 2021Q1 传媒行业经营活动现金流情况.....	13
图 21: 细分行业 2020 年营业收入同比增速对比.....	14
图 22: 细分行业 2020 年归母净利润同比增速.....	14
图 23: 20Q1-21Q1 各季度营业收入同比增速.....	14
图 24: 20Q1-21Q1 各单季度归母净利润同比增速.....	14
图 25: 2020 年游戏行业营业收入情况.....	15
图 26: 2020 年游戏行业归母净利润情况.....	15
图 27: 20Q1-21Q1 游戏行业单季度营业收入情况.....	15
图 28: 20Q1-21Q1 游戏行业单季度归母净利润情况.....	15
图 29: 游戏行业毛利率水平.....	16
图 30: 游戏行业期间费用率水平.....	16
图 31: 游戏行业研发费用情况.....	16
图 32: 2020 年研发费用 TOP5 游戏上市公司.....	16
图 33: 游戏行业经营活动现金流净额情况.....	17
图 34: 游戏行业资产减值损失及商誉规模.....	17
图 35: 2020 年中国移动游戏市场销售规模.....	18
图 36: 2020 年中国自研游戏出海市场规模.....	18
图 37: 2020 年出版行业营业收入情况.....	20
图 38: 2020 年出版行业归母净利润情况.....	20
图 39: 20Q1-21Q1 出版行业单季度营业收入情况.....	20
图 40: 20Q1-21Q1 出版行业单季度归母净利润情况.....	20
图 41: 出版行业毛利率水平.....	21
图 42: 出版行业期间费用率水平.....	21
图 43: 出版行业经营活动现金流净额情况.....	21
图 44: 出版行业资产减值损失周转率.....	21

图 45: 2020 年影视行业营业收入情况.....	24
图 46: 2020 年影视行业归母净利润情况.....	24
图 47: 20Q1-21Q1 影视行业单季度营业收入情况.....	25
图 48: 20Q1-21Q1 影视行业单季度归母净利润情况.....	25
图 49: 影视行业毛利率水平	25
图 50: 影视行业期间费用率水平.....	25
图 51: 影视行业经营活动现金流净额情况.....	26
图 52: 影视行业资产减值损失及商誉规模.....	26
图 53: 2019-2020 年电视剧拍摄及网剧规划备案	27
图 54: 2020 年影视行业公司剧集备案数量.....	27
图 55: 2019-2021.3 电影票房及观影人次	29
图 56: 2017-2021H1 主要档期票房表现	29
图 57: 2020 年国内院线票房市场份额.....	30
图 58: 2020 年国内 TOP10 影投票房市场份额	30
图 59: 2020 年互联网影视音频营业收入情况.....	31
图 60: 2020 年互联网影视音频归母净利润情况.....	31
图 61: 20Q1-21Q1 行业单季度营业收入情况.....	31
图 62: 20Q1-21Q1 行业单季度归母净利润情况.....	31
图 63: 互联网影视音频毛利率及期间费用率水平	31
图 64: 互联网影视音频经营活动现金流净额情况.....	31
图 65: 不同网络视频平台付费用户数据情况.....	33
图 66: 不同网络视频平台会员/增值服务业务收入情况.....	33
图 67: 2020 年掌阅科技与中文在线营业收入及增速.....	34
图 68: 2020 年掌阅科技与中文在线归母净及增速.....	34
图 69: 掌阅科技与中文在线单季度营业收入情况.....	34
图 70: 掌阅科技与中文在线单季度归母净利润情况.....	34
图 71: 掌阅科技与中文在线毛利率对比.....	35
图 72: 掌阅科技与中文在线期间费用率对比.....	35
图 73: 中国大众数字阅读市场规模及增速.....	35
图 74: 中国数字阅读用户规模及增速.....	35
图 75: 中国数字阅读付费用户月平均付费金额.....	36
图 76: 2020 年有声阅读收入结构.....	36

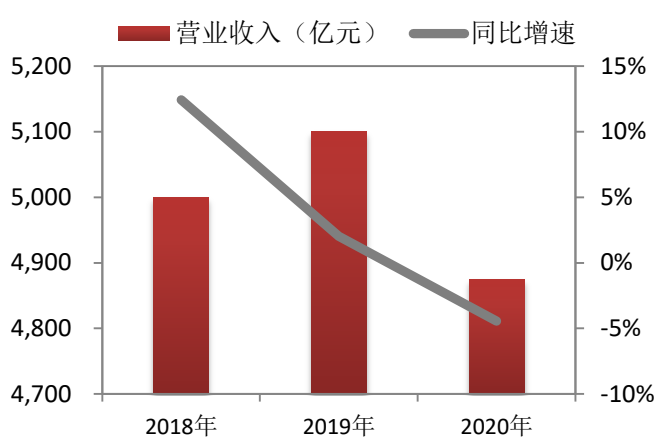
表 1：2020 年及 2021Q1 游戏行业上市公司业绩情况（单位：亿元/%）	18
表 2：2020 年及 2021Q1 出版行业上市公司业绩情况（单位：亿元/%）	22
表 3：2020 年出版发行上市公司教材教辅出版及发行销售量及销售码洋	23
表 4：2020 年出版发行上市公司一般图书业务收入及增速	23
表 5：2020 年及 2021Q1 影视行业上市公司业绩情况（单位：亿元/%）	26
表 6：上市影视剧制作公司 2021 年项目储备情况	28
表 7：上市电影制作公司 2021 年项目储备情况	29
表 8：2020 年上市院线公司影城及银幕相关数据	30
表 9：2020 年及 2021Q1 互联网影视音频行业上市公司业绩情况（单位：亿元/%）	32
表 10：芒果 TV 举办春季新芒品鉴会项目储备	33
表 11：重点关注公司列表	38

一、传媒行业 2020 年及 2021 年一季报整体分析

1、2020 年整体业绩：营业收入环比回暖，资产减值损失减少致利润同比扭亏

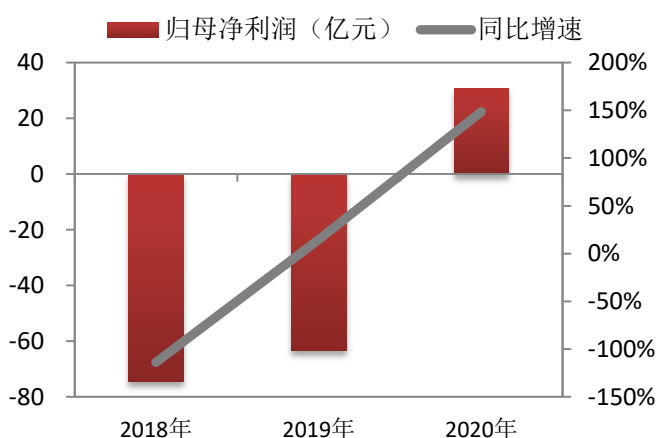
截至 2021 年 4 月底，我们对 A 股 CS 传媒 146 家上市公司 2020 年报情况进行统计。2020 年，传媒上市公司实现营业收入 4874.08 亿元，同比减少 4.43%，实现归属母公司股东净利润 30.86 亿元，同比扭亏为盈，增长 148.66%。其中营业收入增速较 2019 年同期进一步放缓，利润端整体回暖明显。（CS 传媒 147 家上市公司中剔除退市长城影视）

图 1：近三年传媒上市公司营业收入情况



资料来源：wind，山西证券研究所

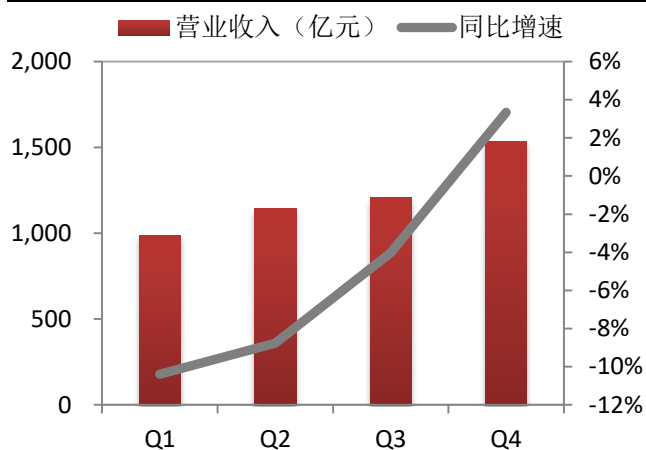
图 2：近三年传媒上市公司归母净利润情况



资料来源：wind，山西证券研究所

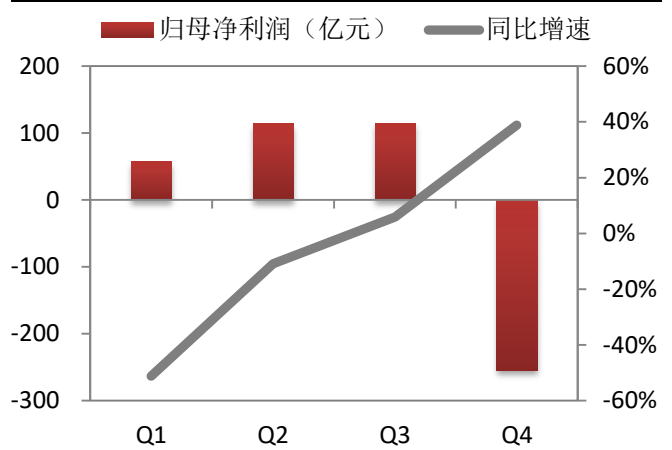
2020 年 Q1 至 Q4 行业分别实现营业收入 989.24 亿、1143.74 亿、1206.13 亿、1534.96 亿元，同比增长-10.39%、-8.76%、-4.04%、3.33%，收入与增速呈现环比回暖趋势；主要由于 2020Q1 线下娱乐消费生产经营受疫情居家隔离影响明显，复工复产后行业逐步恢复正常经营节奏，收入边际改善。Q1 至 Q4 行业归母净利润分别为 56.83 亿、113.80 亿、115.04 亿、-254.43 亿元，同比增长-51.15%、-10.81%、5.86%、38.81%，虽然与 2018-2019 年情况类似，商誉等资产减值计提集中于 Q4 导致利润端亏损，但相较 2019 年同比亏损规模减少，且 Q2 至 Q3 利润端边际同样改善明显。

图 3：单季度传媒上市公司营业收入情况



资料来源：wind，山西证券研究所

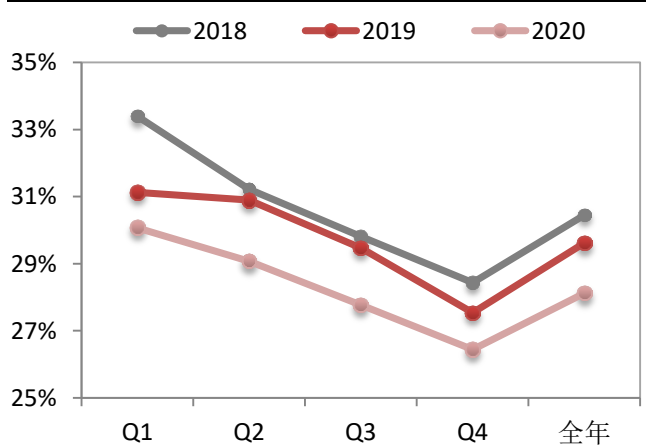
图 4：单季度传媒上市公司归母净利润情况



资料来源：wind，山西证券研究所

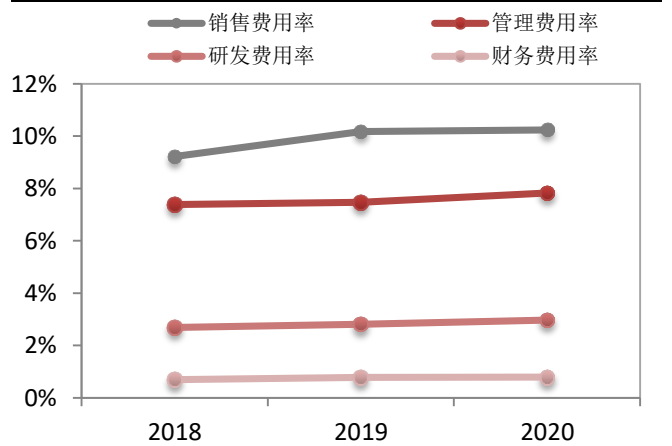
2020 年传媒行业整体毛利率为 28.12%，较 2019 年同期下降 1.49pct；其中 Q4 毛利率为 26.43%，同比下降 1.10pct；从各季度来看，行业毛利率水平呈现环比与同比下降的趋势。2020 年传媒行业整体销售、管理、研发、财务费用率分别为 10.24%、7.83%、2.97%、0.78%，同比变动 0.06pct、0.36pct、0.16pct、0.00pct；单季度来看，Q4 销售费用率为 14.41%，同比下降 0.62pct，环比上升 1.75pct；管理费用率为 13.25%，同比上升 2.38pct，环比上升 4.21pct；研发费用率为 4.46%，同比上升 0.39pct，环比上升 1.18pct；财务费用率为 0.99%，同比下降 0.20pct，环比下降 0.04pct；期间费用率中以管理及研发费用率上升幅度较大。

图 5：近三年传媒上市公司毛利率水平



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：近三年传媒上市公司期间费用率水平

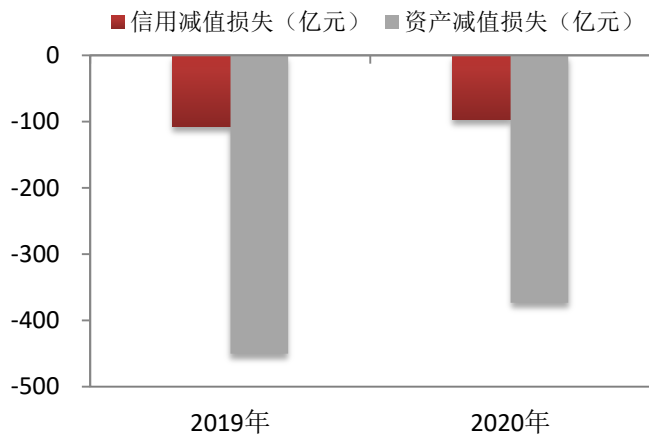


资料来源：wind，山西证券研究所

2020 年传媒行业信用及资产减值损失合计规模为 470.57 亿元，较 2019 年同比减少 15.71%；其中信用减值损失 97.37 亿元，同比减少 9.83%，资产减值损失 373.20 亿元，同比减少 17.12%；坏账、存货跌价、商誉及长期股权投资等资产减值损失计提合计对利润总额的影响仍较为明显，信用及资产减值损失比利润总额为-469%，但较 2019 年的-2410.79%大幅减少，也是 2020 年行业利润同比增长的主要原因。

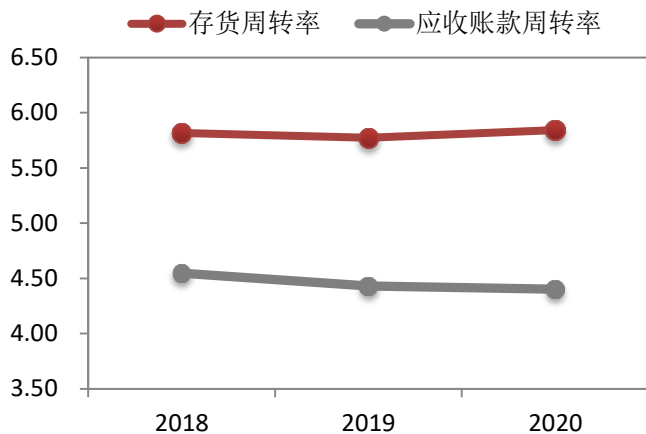
从营运角度来看，2020年传媒上市公司整体存货周转率为5.84次，较2019年同期增加0.07次，应收账款周转率为4.40次，较2019年同期减少0.03次。

图7：传媒上市公司信用及资产减值损失情况



资料来源：wind，山西证券研究所

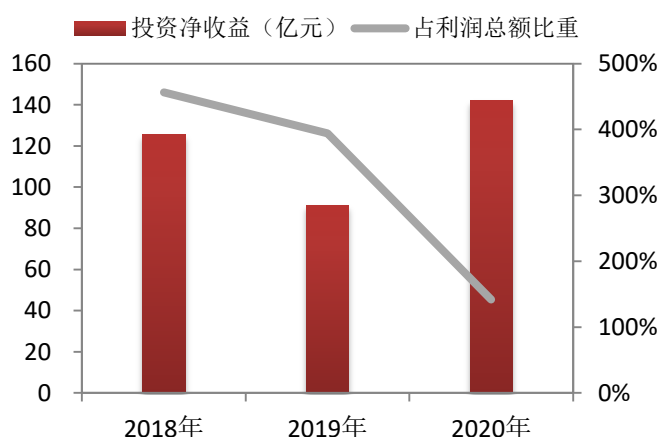
图8：传媒上市公司存货与应收账款周转率



资料来源：wind，山西证券研究所

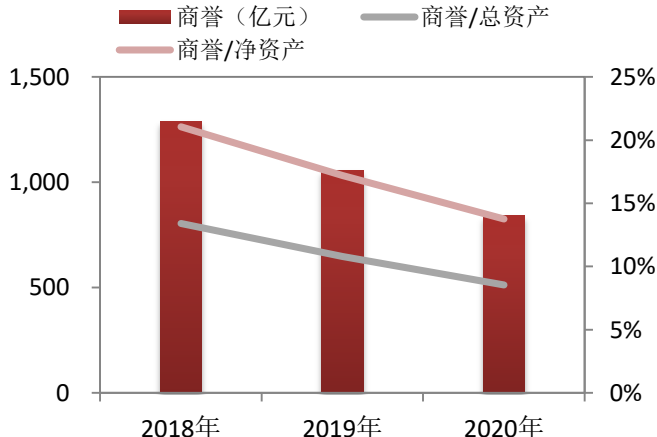
2020年传媒行业投资净收益规模为142.13亿元，同比增长55.72%；投资净收益对利润总额的贡献为141.79%，相较于2019年394.13%有所下降。近年来传媒行业对外投资及并购重组逐步回归理性，上市公司趋向以内生为主的发展模式，在对外投资中更加强调业务的协同性。截至2020年12月31日，传媒行业整体商誉规模为841.07亿元，较2019年同期减少20.44%；商誉占总资产的比重为8.55%，较2019年同期下降2.25pct；商誉占净资产的比重为13.76%，同比下降3.44pct。为方便行业横向比较，我们以中信行业分类计算各行业的商誉规模及所占总资产和净资产的比例，全行业中传媒行业商誉规模排名下降至第三位，商誉占总资产的比例排名下降至第二位，商誉占净资产的比例排名保持在第二位。

图9：近三年传媒上市公司投资净收益情况



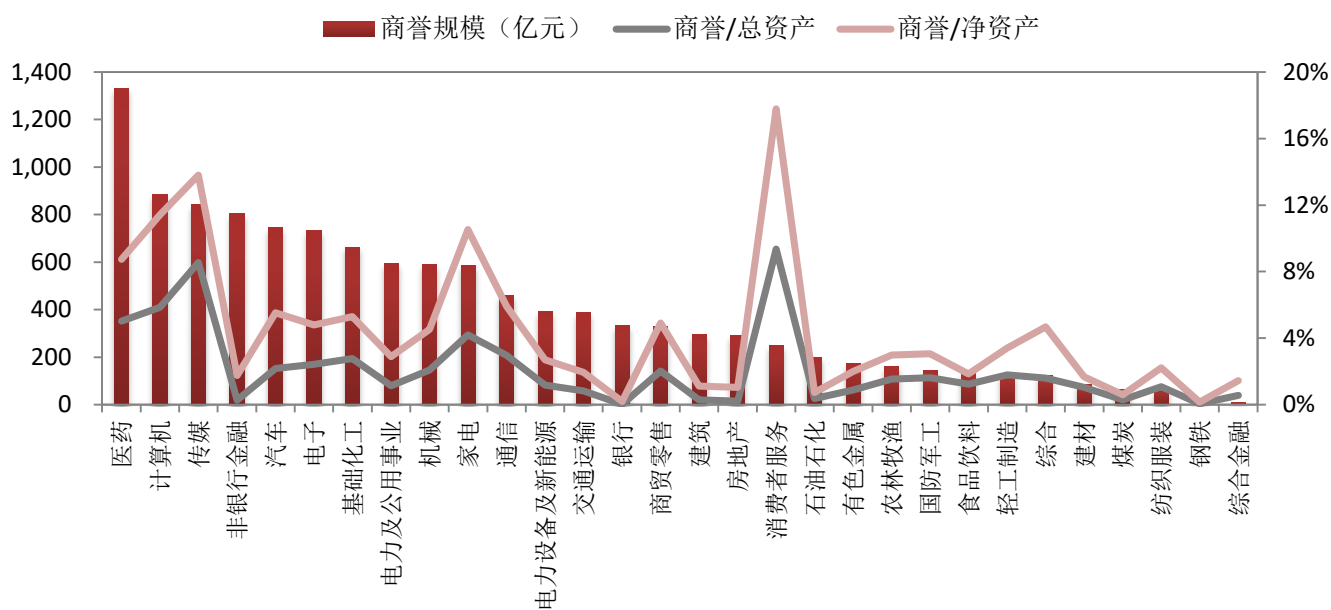
资料来源：wind，山西证券研究所

图10：近三年传媒上市公司整体商誉规模



资料来源：wind，山西证券研究所

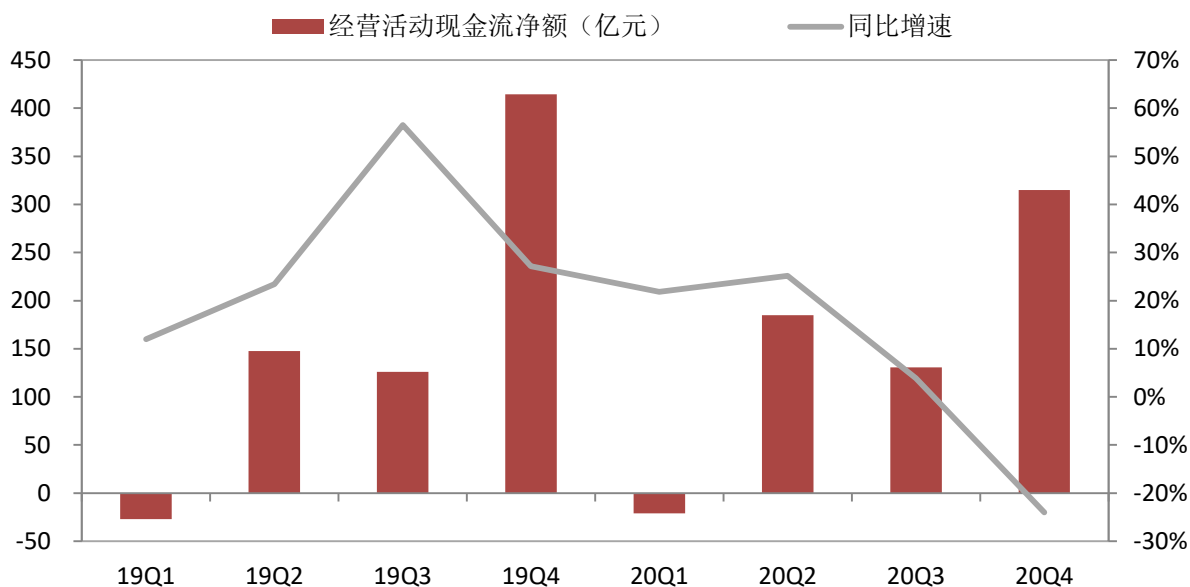
图 11：以中信分类统计的各行业商誉规模及占比情况



资料来源：wind，山西证券研究所

2020 年传媒行业实现经营活动产生的现金流净额为 653.65 亿元，同比减少 7.32%；年内各季度经营活动现金流净额除 Q1 外均保持为正，但增速有所波动，Q1 至 Q4 净额分别为-21.10 亿、184.86 亿、130.78 亿、314.83 亿元，同比增长-21.82%、25.16%、3.86%、-24.03%。

图 12：传媒行业经营活动产生的现金流净额情况



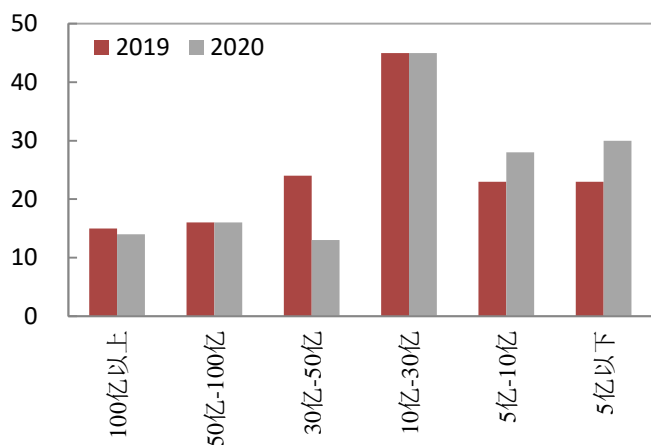
资料来源：wind，山西证券研究所

2、上市公司 2020 年报统计：亏损公司数量减少，但利润端增速分化加剧

2020 年 146 家上市公司营业收入规模主要集中于 10 亿-30 亿区间，上市公司数量为 45 家，占比

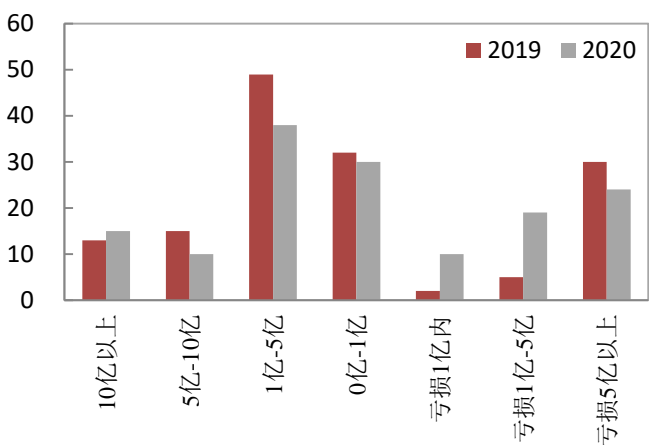
30.82%，其次为5亿以下规模上市公司数量为30家，占比20.55%，营业收入规模达百亿以上的上市公司有14家，占比9.59%，蓝色光标、利欧股份、世纪华通、三七互娱、芒果超媒等公司营业收入规模居行业头部。2020年146家上市公司归母净利润亏损数量为53家，占比36.30%，较2019年增加16家，但上市公司亏损规模较2019年减少，主要集中于5亿以内，数量为29家，而2019年亏损集中于5亿规模以上，数量达30家；*st数知、万达电影、文投控股、智度股份、华闻集团等公司亏损规模居前。其余盈利上市公司中归母净利润规模集中于1亿-5亿区间，数量为38家，占比26.03%；归母净利润规模达十亿以上的上市公司有15家，占比10.27%；昆仑万维、利欧股份、分众传媒、世纪华通、三七互娱等归母净利润规模居行业头部。

图 13：2020 年传媒上市公司营业收入规模分布



资料来源：wind，山西证券研究所

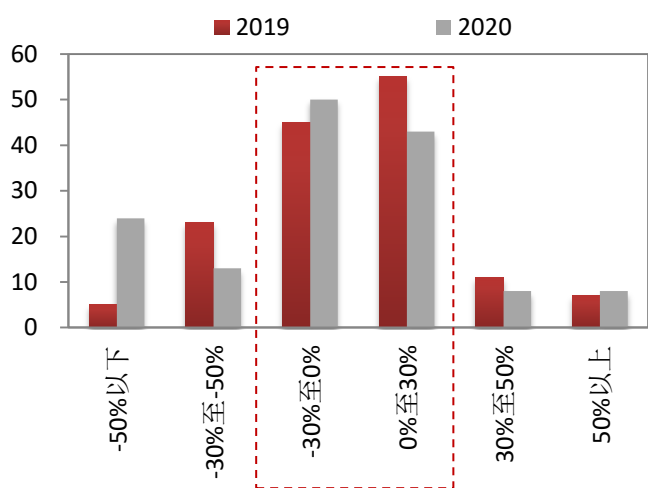
图 14：2020 年传媒上市公司归母净利润规模分布



资料来源：wind，山西证券研究所

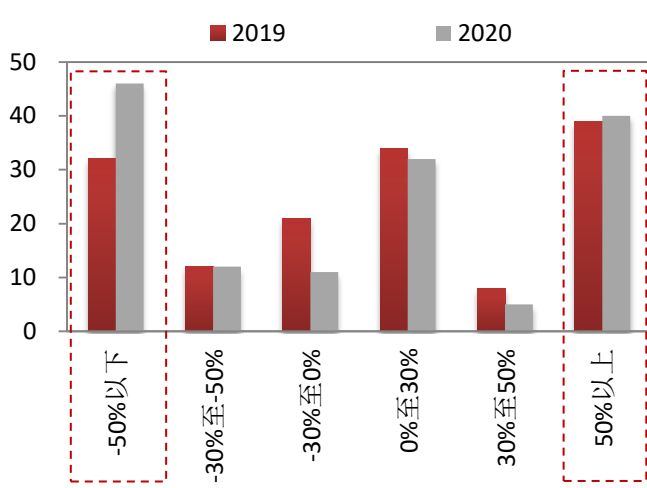
2020年146家上市公司营业收入同比增长与减少的数量分别为59家、87家；其中营业收入同比增速分布集中于-30%至0%，数量为50家，占比34.25%，其次为0%-30%，数量为43家，占比29.45%，此外营业收入同比减少50%以上的上市公司数量增加较为明显，数量达到24家；唐德影视、引力传媒、宣亚国际、三人行、紫天科技等公司营业收入增长居行业领先。2020年146家上市公司归母净利润同比增长与减少的数量分别为77家、69家；其中归母净利润同比增速分布集中于-50%以下，数量为46家，占比31.51%，其次为50%以上，数量为40家，占比27.40%，可见在利润端行业内上市公司的分化明显；利欧股份、昆仑万维、粤传媒、盛讯达、广电网络等公司归母净利润增长领先。

图 15：2020 年公司营业收入增速分布



资料来源：wind，山西证券研究所

图 16：2020 年公司归母净利润增速分布

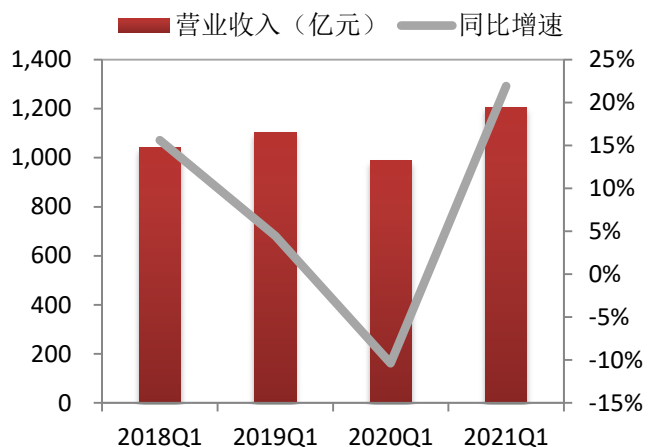


资料来源：wind，山西证券研究所

3、2021 年 Q1 业绩：同比 20Q1 改善明显，对比 19Q1 仍在恢复中

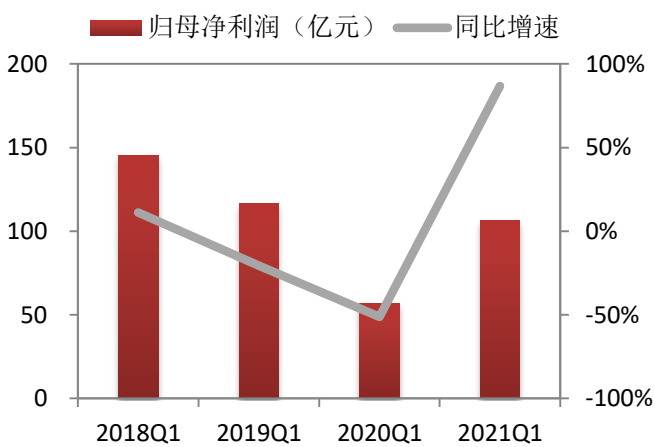
2021 年一季度传媒行业实现营业收入 989.24 亿元，同比 20Q1 增长 21.93%，同比 19Q1 增长 9.26%，实现归母净利润 106.19 亿元，同比 20Q1 增长 86.83%，同比 19Q1 减少 8.72%。2021 年除局部地区疫情反复外线上线下娱乐消费均处于正常经营状态，相较于 2020 年同期为受疫情最为严重的阶段而导致的业绩低基数，使得 21Q1 收入与利润同比呈现高增长，但相较于 2019 年同期业绩恢复仍在进行中。

图 17：2021Q1 传媒行业营业收入及增速情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 18：2021Q1 传媒行业归母净利润情况

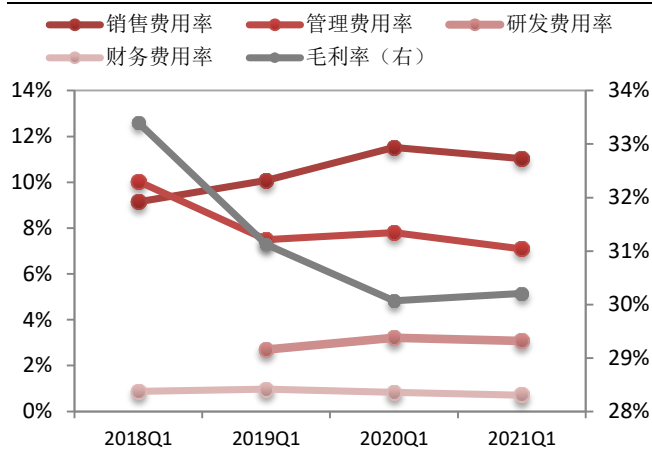


资料来源：wind，山西证券研究所

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

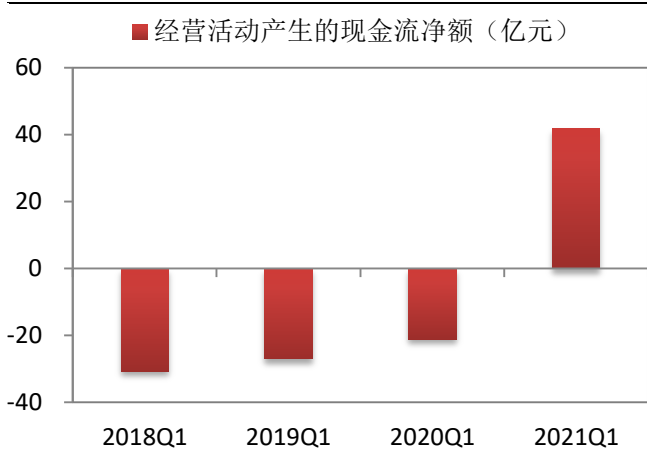
数量分别达到 111 家和 102 家，同比 19Q1 正增长的数量分别达到 70 家和 62 家，实现环比正增长的数量分别为 46 家、89 家。

图 19：2021Q1 传媒行业毛利率与期间费用率



资料来源：wind，山西证券研究所

图 20：2021Q1 传媒行业经营活动现金流情况



资料来源：wind，山西证券研究所

二、细分行业比较及重点行业分析

1、细分行业：2020 年数字阅读与视频增长亮眼，21Q1 收入增长恢复、利润表现分化

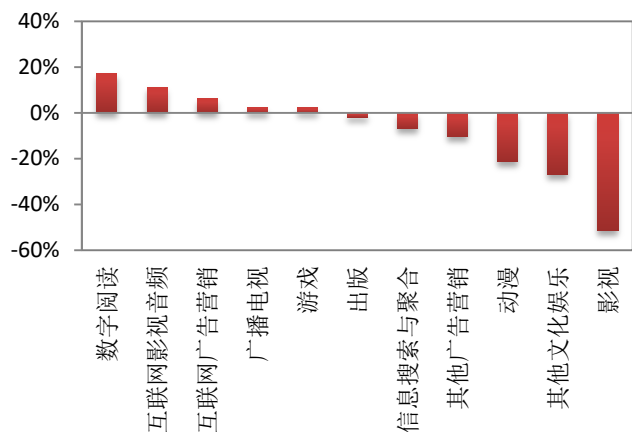
由于细分行业中上市公司的数量不同，导致业绩规模差异较大不便于比较，我们主要采用细分行业业绩增速进行横向比较。细分行业以 CS 传媒三级行业分类为主进行调整，包括出版、游戏、动漫、广播电视、影视、数字阅读、信息搜索与聚合、互联网广告营销、互联网影视音频、其他广告营销、其他文化娱乐等 11 个细分行业。

营业收入方面，2020 年数字阅读、互联网影视音频、互联网广告营销、广播电视与游戏等 5 个细分行业实现正向增长，其中数字阅读与互联网影视音频营业收入同比增速达 10% 以上；影视、其他文化娱乐、动漫、其他广告营销营业收入同比下降 10% 以上，出版与信息搜索与聚合行业同比小幅下降。从单季度趋势来看，互联网广告营销和数字阅读两个行业连续四个季度收入同比正增长，出版、其他广告营销、影视等行业各季度营业收入同比增速回暖趋势明显，此外游戏行业单季度营收同比增速放缓，前期受益于疫情影响收入快速增长后逐步回落。

归属母公司净利润方面，2020 年游戏与数字阅读行业同比扭亏，归母净利润增幅达 320.41% 和 170.79%，其他广告营销行业归母净利润增速同样达到 100% 以上；影视、互联网广告营销、其他文化娱乐、动漫、信息搜索与聚合等 5 个细分行业续亏，其余持续盈利的行业中互联网影视音频同比增长 11.03%，出版与广播电视归母净利润同比减少 21.86% 和 46.51%。从单季度趋势来看，出版、互联网影视音频、

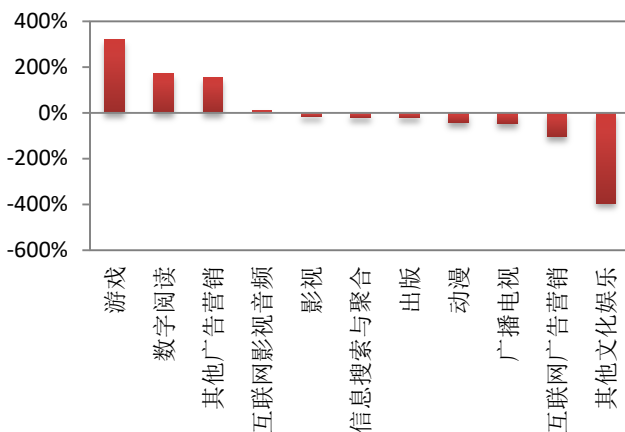
数字阅读各个季度均实现盈利，游戏、其他广告营销、其他文化娱乐等行业 20Q4 同比减亏；数字阅读与游戏行业连续四个季度归母净利润同比增长，其余细分行业中其他广告营销与影视行业单季度归母净利润增速持续改善趋势最为明显。

图 21：细分行业 2020 年营业收入同比增速对比



资料来源：wind，山西证券研究所

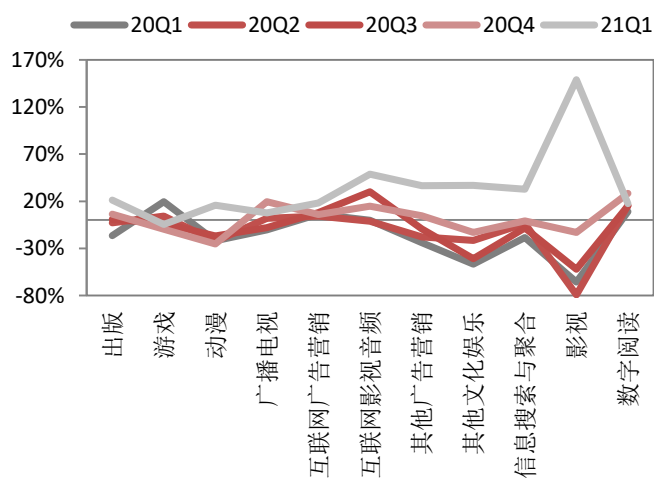
图 22：细分行业 2020 年归母净利润同比增速



资料来源：wind，山西证券研究所

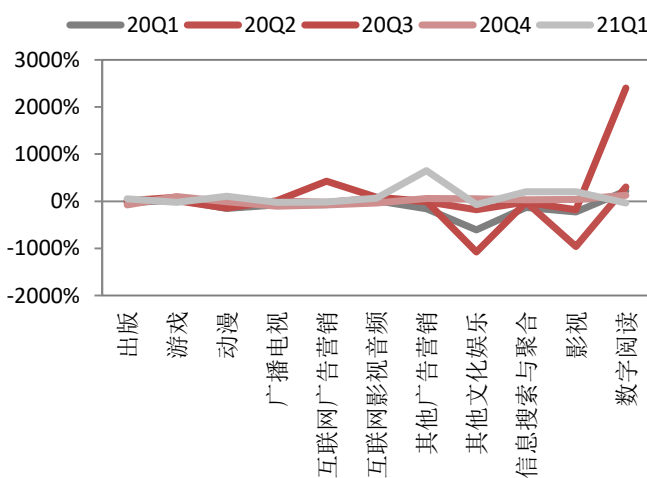
2021 年一季度除游戏行业外，各细分行业营业收入同比 2020 年一季度均实现正增长，其中影视行业同比增速达 148.93%，互联网影视音频、其他文化娱乐、其他广告营销等行业营业收入同比增长达 30% 以上，游戏行业营业收入同比减少 4.50%。对比 2019 年一季度，除广播电视、动漫、影视以及其他文化娱乐行业外，其余细分行业也均实现同比增长。2021 年一季度影视、其他广告营销行业归属母公司净利润大幅扭亏，信息搜索与聚合、动漫行业同样实现扭亏，其他文化娱乐续亏，数字阅读、广播电视、游戏、互联网广告营销等行业归母净利润同比下滑。对比 2019 年一季度，其他广告营销、数字阅读、互联网影视音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

图 23：20Q1-21Q1 各季度营业收入同比增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 24：20Q1-21Q1 各单季度归母净利润同比增速

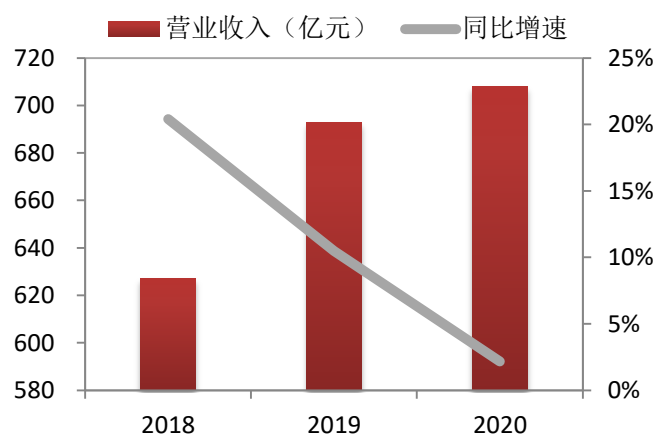


资料来源：wind，山西证券研究所

2、游戏：业绩增速高开低走，2021 年产品大年静待释放

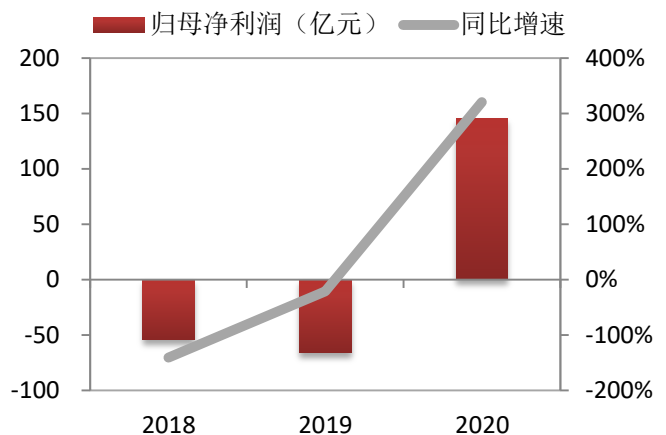
2020 年游戏行业上市公司合计实现营业收入 707.95 亿元，同比增长 2.17%，实现归母净利润 145.72 亿元，同比扭亏为盈。受到疫情期间流量红利的影响，2020 年游戏行业单季度营业收入增速呈现高开低走，Q1 至 Q4 营业收入分别为 190.60 亿、181.30 亿、177.37 亿、158.67 亿，同比增长 19.49%、4.10%、-3.47%、-9.58%；利润端各季度保持良好的增长态势，但增速较为波动，归母净利润分别为 44.41 亿、67.19 亿、39.96 亿、-5.48 亿元，同比增长 31.84%、86.70%、9.46%、96.82%。2021 年一季度，游戏行业营业收入为 182.03 亿元，同比 20Q1 减少 4.50%，同比 19Q1 增加 14.11%；归母净利润为 34.34 亿元，同比 20Q1 减少 22.67%，同比 19Q1 增加 1.95%。尽管一季度游戏公司开启新产品上线周期，但新品上线前期投入规模较大导致利润释放较为滞后，同比 2020 年一季度高基数影响下增速有所回落。

图 25：2020 年游戏行业营业收入情况



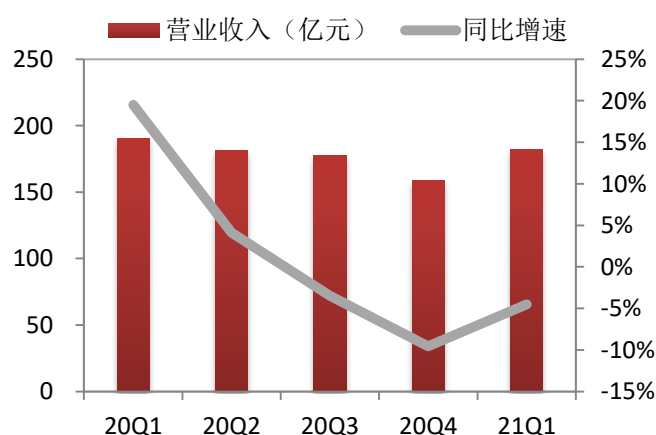
资料来源：wind，山西证券研究所

图 26：2020 年游戏行业归母净利润情况



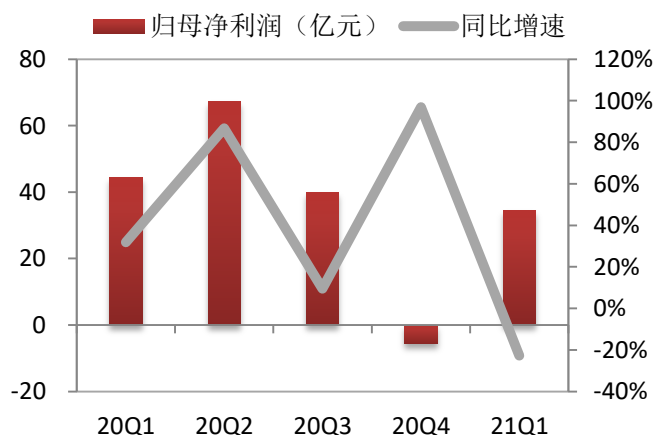
资料来源：wind，山西证券研究所

图 27：20Q1-21Q1 游戏行业单季度营业收入情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 28：20Q1-21Q1 游戏行业单季度归母净利润情况

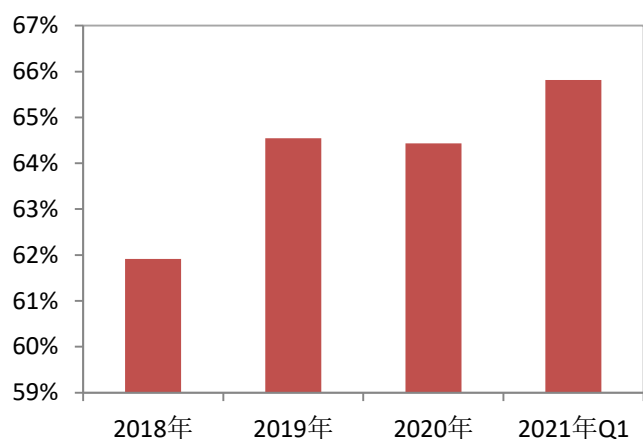


资料来源：wind，山西证券研究所

2020 年游戏行业整体毛利率水平为 64.43%，同比下降 0.11pct；销售、管理、研发、财务费用率分

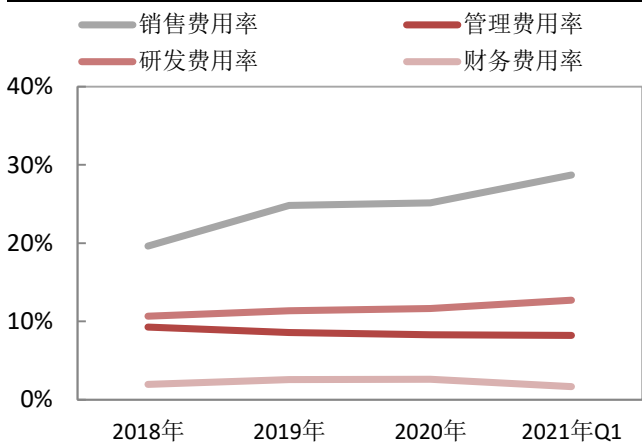
别为 25.16%、8.34%、11.65%、2.61%，同比变动 0.35pct、-0.27pct、0.27pct、0.04pct，其中：销售费用率相较于 2019 年同期并未有显著上升，原因在于 2020 年上市公司新产品上线数量较少，同时疫情带来了自然流量红利增加，所需营销推广费用并没有显著增长；游戏公司在研发方面的投入持续且稳定，2020 年研发费用合计 82.49 亿元，同比增长 4.63%，上市公司中完美世界、世纪华通、三七互娱等公司 2020 年研发费用高达 10 亿元以上。2021 年一季度游戏行业毛利率为 65.81%，同比 20Q1 下降 3.91pct，同比 19Q1 仅小幅下降 0.64pct；销售、管理、研发、财务费用率分别为 28.71%、8.19%、12.72%、1.67%，同比 20Q1 变动 1.78pct、1.64pct、2.66pct、-0.93pct，同比 19Q1 变动 3.67pct、0.60pct、2.79pct、-1.01pct。

图 29：游戏行业毛利率水平



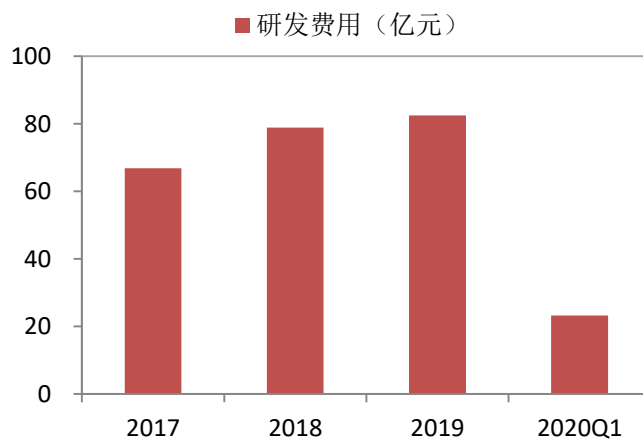
资料来源：wind，山西证券研究所

图 30：游戏行业期间费用率水平



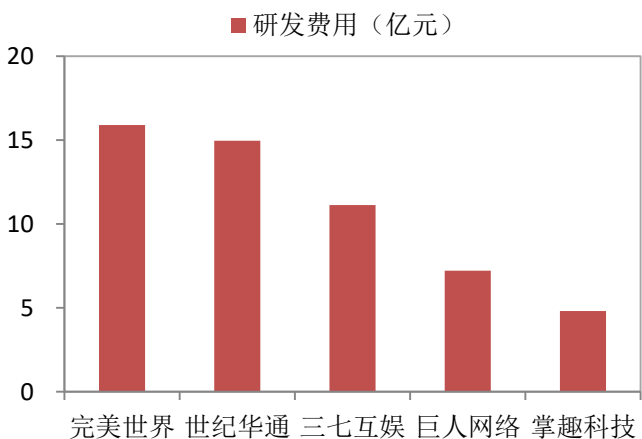
资料来源：wind，山西证券研究所

图 31：游戏行业研发费用情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 32：2020 年研发费用 TOP5 游戏上市公司

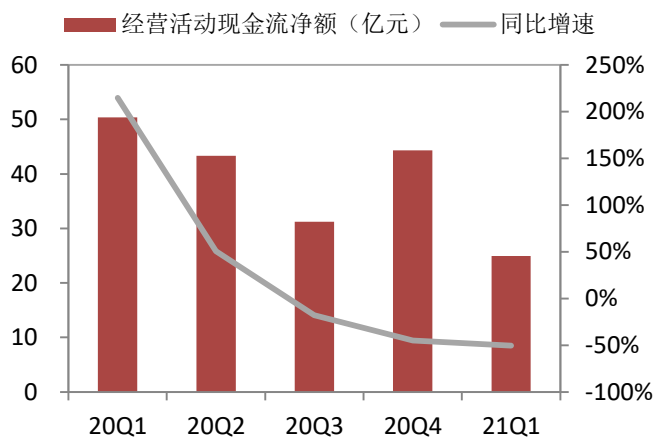


资料来源：wind，山西证券研究所

2020 年游戏行业经营活动产生的现金流净额为 179.50 亿元，同比增长 3.97%，且各季度经营互动现金流净额均为正。20Q1 经营活动产生的现金流净额为 24.93 亿元，同比 20Q1 减少 50.50%，同比 19Q1 增加 55.87%。2020 年游戏行业计提各项资产减值损失 74.10 亿元，同比减少 60.27%；实现投资净收益

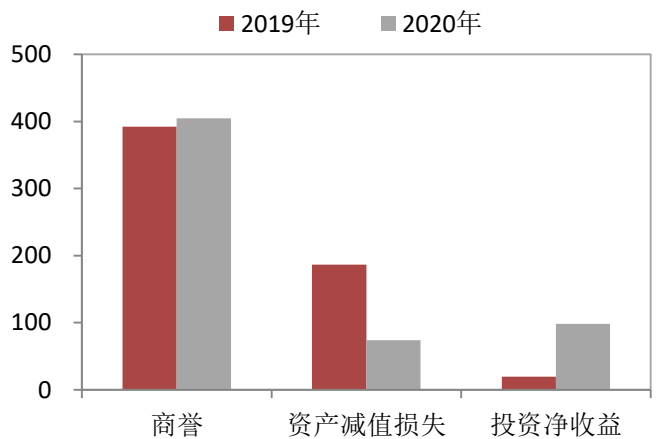
98.25 亿元，同比增长 406.92%，我们认为在行业毛利率与期间费用率保持稳态下，资产减值损失减少与投资收益增加是带动行业利润扭亏的重要原因。截至 2020 年末游戏行业商誉规模为 404.45 亿元，较 2019 年末增加 3.19%，商誉占总资产及占净资产的比例为 23.81%、34.31%，同比分别持平和下降 2.89pct。

图 33：游戏行业经营活动现金流净额情况



资料来源：wind，山西证券研究所

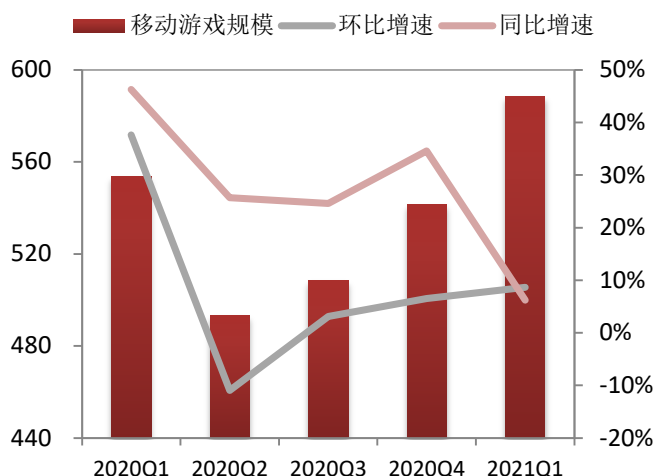
图 34：游戏行业资产减值损失及商誉规模



资料来源：wind，山西证券研究所

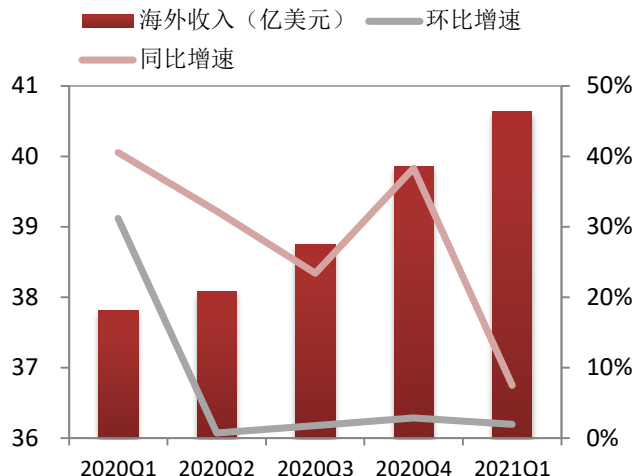
2020 年移动游戏市场及自研游戏出海收入同比增速进一步提升，市场规模分别为 2096.76 亿元、154.5 亿美元，同比增长 32.61%、33.25%，带动游戏公司业绩表现良好；另一方面行业竞争加剧、用户向头部产品聚集以及版号审批节奏增加了新产品上线定档时间的不确定性，对游戏公司在运营产品更为考验，导致业绩分化加剧。2021 年一季度，中国游戏市场规模达 770.35 亿元，环比增长 9.00%，同比增长 5.23%，其中移动游戏市场规模为 588.30 亿元，占整个游戏市场规模的 76.37%，同比上升 0.73pct。尽管面对 2020 年 Q1 由于疫情带来的高基数压力，今年移动游戏市场在假日效应带动用户娱乐时间增加以及新产品密集发布的双重驱动下，不仅实现了环比 8.63% 与同比 6.25% 的双增长，同时呈现连续三个季度的规模增长态势。2021 年一季度自研游戏海外市场实现销售收入 40.64 亿元，同比增长 7.48%，环比增长 1.97%。

图 35：2020 年中国移动游戏市场销售规模



资料来源：游戏工委，山西证券研究所

图 36：2020 年中国自研游戏出海市场规模



资料来源：游戏工委，山西证券研究所

2020 年 31 家上市游戏公司中 13 家实现营业收入同比增长，其中*st 晨鑫、大晟文化、电魂网络、游族网络、盛天网络等公司营业收入同比增长 30% 以上；23 家实现归母净利润同比增长，其中 9 家同比扭亏、4 家同比减亏，昆仑万维、盛讯达、金科文化、*st 天润、*st 天娱等公司归母净利润同比增长达 110% 以上。我们重点关注公司中，完美世界、三七互娱、吉比特等公司以多元产品矩阵持续贡献流水，业绩增长表现稳定，同时在围绕核心品类同时进行多类型、多题材的赛道拓展，实行产品精品化和多元化与发行品效合一等路径，不断夯实竞争优势。

2021 年一季度实现营业收入同比增长的上市公司有 18 家，*st 晨鑫、*st 游久、盛讯达、凯撒文化、吉比特等营业收入同比增幅居前；实现归母净利润同比增长的上市公司 15 家，其中扭亏 3 家。2021 年进入新游产品周期，游戏公司上线节奏明显加快，腾讯、网易密集上线新产品的同时，三七互娱上线了自研《荣耀大天使》、代理《绝世仙王》《斗罗大陆：武魂觉醒》，吉比特上线自研《一念逍遥》《像素危城》以及旗下青瓷数码上线了《提灯与地下城》，盛趣游戏自研、腾讯代理《小森生活》，以及完美世界首次在 RogueLike 品类尝试的产品《旧日传说》等。其中一季度新产品中《斗罗大陆：武魂觉醒》《一念逍遥》《荣耀大天使》表现亮眼，在运营产品中完美世界自研产品矩阵 iOS 畅销榜排名整体稳定。但另一方面，新游的集中上线也会导致前期买量等营销投入前置、利润释放滞后，长线在运营产品由于生命周期表现自然回落等原因导致部分游戏公司 21Q1 利润同比增速放缓。我们认为，2021 年上市游戏公司新产品储备丰富，后续随着上线产品逐步释放利润以及储备产品上线拉动整体流水进一步增长，有望带动游戏公司业绩增速回暖。

表 1：2020 年及 2021Q1 游戏行业上市公司业绩情况（单位：亿元/%）

	营业收入				归属母公司股东净利润				毛利率	
	2020	YOY	21Q1	YOY	2020	YOY	21Q1	YOY	2020	21Q1

世纪华通	149.83	2.00	39.97	5.06	29.46	28.92	5.85	-27.24	55.86	58.01
三七互娱	144.00	8.86	38.18	-12.09	27.61	30.56	1.17	-83.98	87.79	86.40
完美世界	102.25	27.19	22.31	-13.34	15.49	3.04	4.64	-24.43	60.32	56.56
游族网络	47.03	46.04	9.44	-22.05	-1.88	-173.17	1.87	-48.37	31.25	38.80
吉比特	27.42	26.35	11.18	51.09	10.46	29.32	3.65	13.36	86.00	83.20
昆仑万维	27.39	-25.72	7.93	-39.42	49.93	285.54	3.13	-36.29	79.19	62.67
宝通科技	26.38	6.56	7.33	14.53	4.37	43.18	1.23	3.60	40.83	47.03
巨人网络	22.17	-13.77	5.67	-18.14	10.29	25.48	3.20	1.20	83.17	87.18
金科文化	18.07	-6.99	4.95	5.50	7.53	126.80	2.28	4.62	77.93	82.98
掌趣科技	17.89	10.65	3.53	-13.64	3.17	-12.83	0.83	-12.01	72.13	71.76
星辉娱乐	17.43	-32.82	2.80	-29.53	0.26	-89.94	-0.79	-695.95	39.62	15.60
恺英网络	15.43	-24.24	4.48	5.88	1.78	109.39	1.49	400.93	72.23	80.56
顺网科技	10.44	-33.59	2.45	6.50	0.91	6.62	0.35	40.53	61.72	69.98
电魂网络	10.24	46.96	2.63	8.48	3.95	73.08	1.02	0.44	86.09	84.26
*ST 天娱	9.96	-25.37	2.83	30.74	1.53	112.77	0.18	125.98	40.44	34.91
盛天网络	8.96	35.59	3.01	33.01	0.60	14.99	0.39	51.41	25.34	24.84
惠程科技	7.85	-28.13	0.74	-77.89	-9.60	-811.43	-0.33	-220.07	64.08	63.03
*ST 天润	6.31	6.01	1.22	-14.67	2.78	112.94	0.18	-35.94	26.51	33.40
凯撒文化	5.90	-26.61	2.87	62.29	1.23	-41.19	1.50	83.66	67.77	72.98
富春股份	4.86	3.89	0.92	-13.01	0.37	106.54	0.11	-24.63	54.29	56.06
迅游科技	4.57	-5.59	1.33	10.47	0.34	102.83	0.19	-9.91	67.34	73.11
*ST 中南	3.87	-35.26	1.04	42.02	1.31	107.30	2.82	465.92	(4.65)	21.25
冰川网络	3.86	-6.25	1.12	5.18	0.86	-46.72	-0.14	-139.35	92.12	89.82
大晟文化	2.99	56.03	0.51	-15.20	0.23	104.11	0.04	-85.40	61.95	94.62
中青宝	2.94	-37.32	0.80	20.29	-1.35	-360.93	0.07	47.34	31.24	45.06
*ST 众应	2.65	-42.56	0.66	-1.61	-3.18	76.40	-0.59	-54.01	75.61	77.21
ST 三五	2.22	-23.11	0.54	3.72	-0.94	63.55	0.03	296.32	52.16	47.99
盛讯达	2.04	-5.55	0.93	126.84	1.48	165.42	0.29	-47.21	65.03	86.70
*ST 艾格	1.82	-67.15	0.19	-79.91	-12.47	51.18	-0.23	-137.15	62.59	83.97
*ST 晨鑫	1.05	57.95	0.43	468.09	-0.52	94.83	0.00	420.51	29.38	16.34
*ST 游久	0.12	-92.60	0.06	155.41	-0.27	-259.86	-0.09	28.71	57.02	19.94

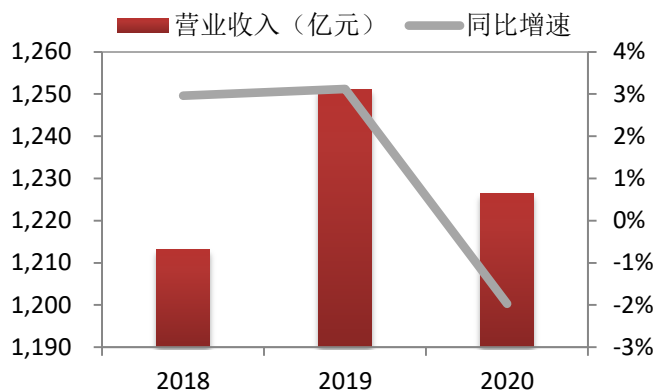
资料来源：wind，山西证券研究所

3、出版：教材教辅业务稳固业绩大盘，头部出版商大众图书市占率上升

2020年出版行业上市公司合计实现营业收入1226.31亿元，同比减少1.97%，实现归母净利润106.62亿元，同比减少21.89%。出版行业受2020年疫情影响，收入同比小幅下滑，但由于中小学教材教辅的刚性需求及大众图书零售市场在疫情后的逐步回暖，单季度营业收入增速呈现逐季回暖态势，Q1至Q4营业收入分别为215.59亿、302.63亿、292.99亿、415.10亿，同比增长-16.52%、-2.82%、0.98%、6.14%；利润端增速各季度同样呈现逐季回暖态势，但由于部分上市公司计提大额减值导致Q4归母净利润同比大幅下降，Q1至Q4归母净利润分别为20.07亿、42.73亿、34.90亿、8.92亿元，同比增长-39.06%、

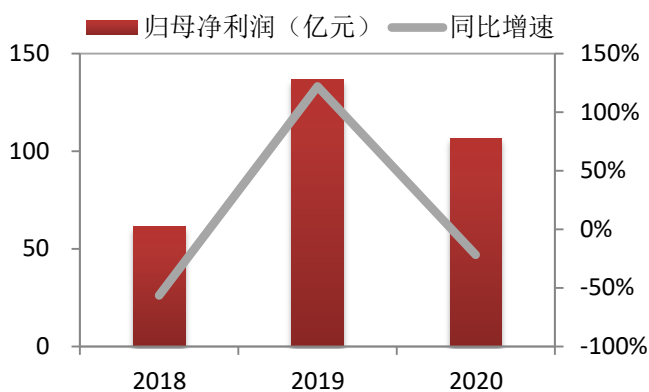
8.33%、18.40%、-74.37%。2021 年一季度，出版行业营业收入为 216.10 亿元，同比 20Q1 增长 21.11%，同比 19Q1 增长 1.11%；归母净利润为 29.88 亿元，同比 20Q1 增长 48.89%，同比 19Q1 减少 9.27%。由于 2020 年同期为行业受疫情影响最为严重导致业绩基数较低，而 2021 年经营恢复常态后业绩反弹明显。

图 37：2020 年出版行业营业收入情况



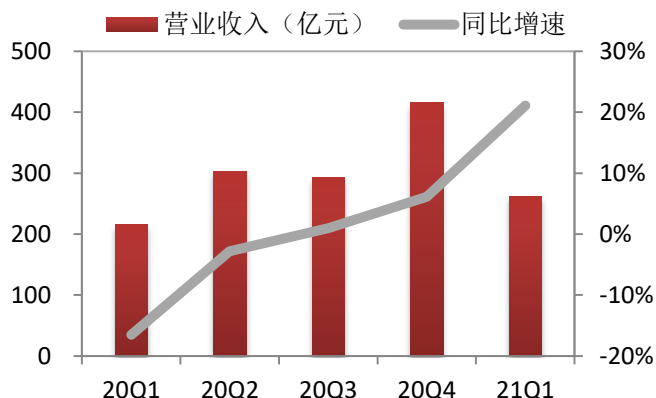
资料来源：wind，山西证券研究所

图 38：2020 年出版行业归母净利润情况



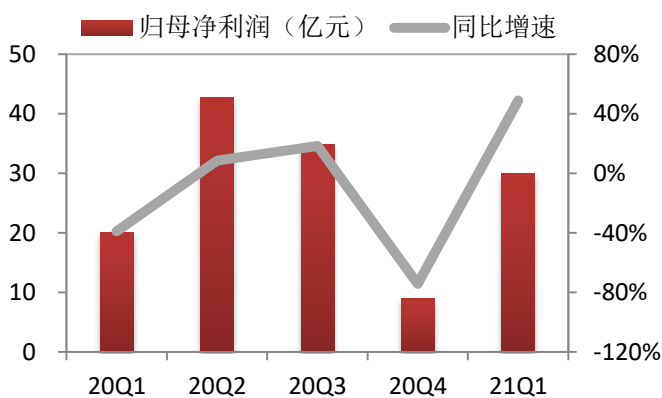
资料来源：wind，山西证券研究所

图 39：20Q1-21Q1 出版行业单季度营业收入情况



资料来源：wind，山西证券研究所

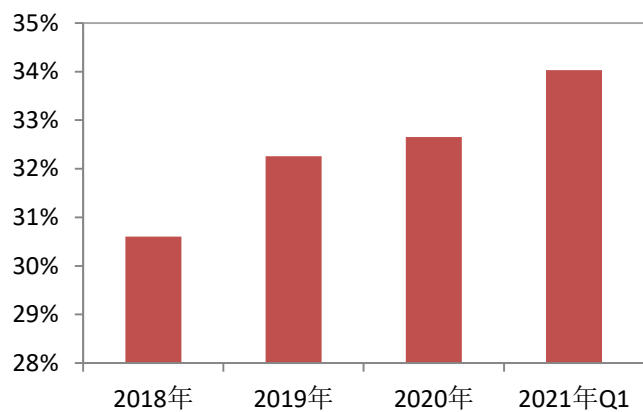
图 40：20Q1-21Q1 出版行业单季度归母净利润情况



资料来源：wind，山西证券研究所

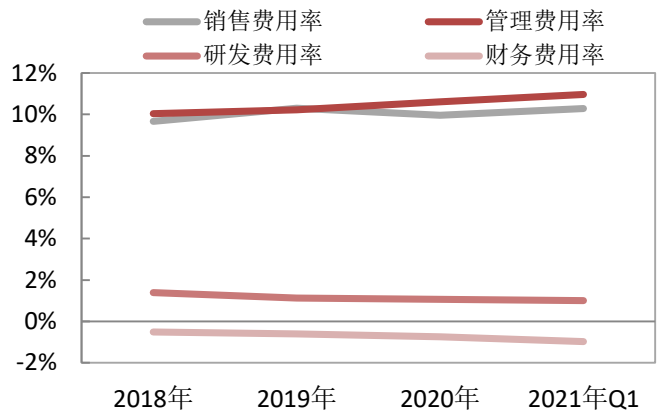
2020 年出版行业整体毛利率水平为 32.653%，同比上升 0.39；销售、管理、研发、财务费用率分别为 9.96%、10.61%、1.06%、-0.75%，同比变动-0.35pct、0.39pct、-0.06pct、-0.14pct，基本保持稳定。2021 年一季度出版行业毛利率为 34.03%，同比 20Q1 下降 0.48pct，同比 19Q1 上升 0.96pct；销售、管理、研发、财务费用率分别为 10.29%、10.96%、1.00%、-0.97%，同比 20Q1 变动-0.34pct、-0.74pct、-0.43pct、0.12pct，同比 19Q1 变动 0.51pct、0.64pct、-0.35pct、-0.42pct。

图 41：出版行业毛利率水平



资料来源：wind，山西证券研究所

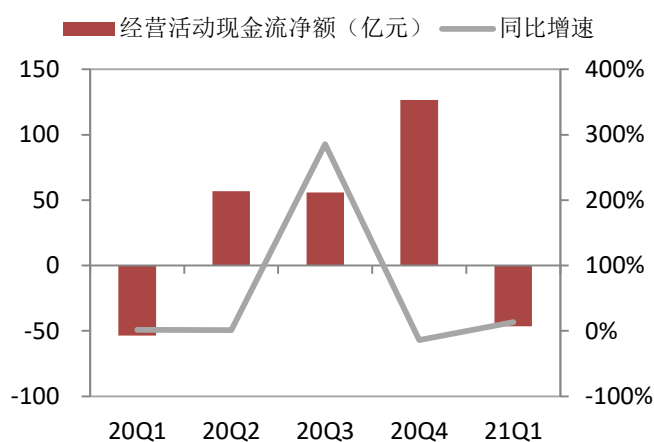
图 42：出版行业期间费用率水平



资料来源：wind，山西证券研究所

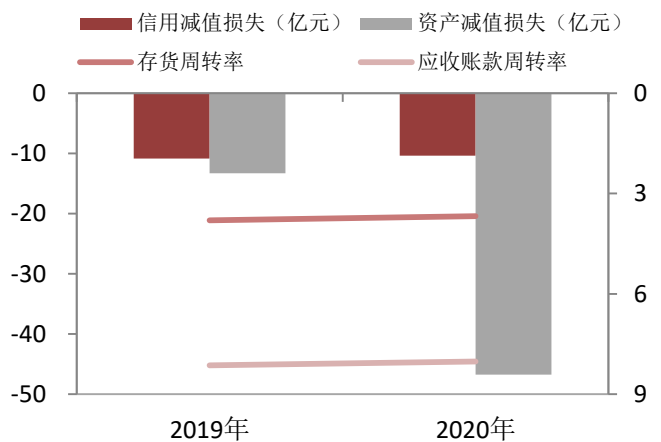
2020 年，出版行业经营活动产生的现金流净额为 201.89 亿元，同比增长 14.76%；单季度经营活动现金流净额除 Q4 外均实现同比增长。2020 年出版发行计提信用及资产减值损失大幅增加，为 57.15 亿元，同比增长 137.03，其中信用减值损失 10.37 亿，同比增长 4.42%，资产减值损失 46.78 亿元，同比增长 252.67%，其中中华闻集团、天舟文化由于计提商誉减值损失导致资产减值损失分别达 16 亿、7.84 亿元，其余上市公司资产减值主要来自计提存货跌价损失等。2020 年出版行业存货周转率为 3.67 次，同比减少 0.13 次，应收账款周转率为 8.02 次，同比减少 0.12 次，存货及应收账款的周转率在下半年有所加快。2021 年一季度，出版行业经营活动产生的现金流净额为-46.44 亿元，同比 20Q1 增长 13.35%，同比 19Q1 减少 14.59%；虽然相较于 2020 年同期有所增加，但由于中小学教材教辅发行回款通常在二季度完成以及新一轮（2021 年至 2023 年）图书零售、发行环节税收优惠政策尚未出台，预计会导致上半年图书发行环节结算回款放缓。

图 43：出版行业经营活动现金流净额情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 44：出版行业资产减值损失周转率



资料来源：wind，山西证券研究所

2020 年 26 家上市出版公司中 12 家实现营业收入同比增长，其中博瑞传播、浙数文化、广弘控股、

读者传媒等公司营业收入同比增长 10% 以上；18 家实现归母净利润同比增长，粤传媒由于收到法院执行款、公允价值变动收益等原因，同比增速达 200% 以上，博瑞传播、广弘控股、凤凰传媒、时代出版、读者传媒等公司归母净利润同比增幅达 15% 以上；华闻集团、天舟文化、盛通股份、新华传媒等 4 家上市公司亏损。2021 年一季度实现营业收入同比增长的上市公司有 22 家，盛通股份、世纪天鸿、长江传媒、时代出版、中国科传等营业收入同比增幅居前，达 50% 以上；实现归母净利润同比增长的上市公司 23 家，其中扭亏 3 家，中国科传、盛通股份、中国出版、凤凰传媒、中信出版、长江传媒等增幅达 100% 以上。

表 2：2020 年及 2021Q1 出版行业上市公司业绩情况（单位：亿元/%）

	营业收入				归属母公司股东净利润				毛利率	
	2020	YOY	21Q1	YOY	2020	YOY	21Q1	YOY	2020	21Q1
凤凰传媒	121.35	-3.58	26.64	27.48	15.96	18.75	6.95	165.60	36.89	38.65
中南传媒	104.73	2.07	20.96	36.49	14.37	12.64	2.63	30.06	41.14	42.19
中文传媒	103.40	-8.16	25.88	2.50	18.06	4.64	3.74	4.78	38.56	34.90
山东出版	97.50	-0.18	18.45	19.83	14.02	-9.23	1.68	21.24	35.95	39.20
中原传媒	95.90	0.91	18.87	28.80	9.28	11.51	0.96	12.70	31.12	30.10
新华文轩	90.08	1.87	19.53	31.25	12.63	10.86	1.56	0.12	39.46	39.62
皖新传媒	88.51	0.21	22.72	29.38	6.14	10.18	2.65	20.95	20.43	24.10
南方传媒	68.97	5.69	17.06	18.46	7.60	3.73	1.58	39.43	31.32	29.79
长江传媒	66.75	-13.00	13.94	56.57	8.17	4.43	2.60	112.96	27.02	38.06
时代出版	64.52	-0.61	15.98	53.03	2.68	15.26	0.76	19.74	12.02	11.83
中国出版	59.59	-6.85	9.79	38.45	7.41	5.35	0.32	173.10	33.88	28.54
浙数文化	35.39	24.52	7.59	-26.76	5.12	2.28	1.64	-14.29	69.52	76.26
广弘控股	33.95	12.43	6.34	24.08	3.02	22.61	0.47	7.58	20.60	24.25
华闻集团	29.70	-24.25	2.82	-61.47	-20.91	-2099.56	-0.64	10.81	17.58	27.42
出版传媒	25.42	-6.22	4.67	-5.66	1.53	2.98	-0.13	20.46	18.48	19.25
中国科传	25.24	0.63	3.72	51.87	4.65	0.04	0.24	221.08	29.79	35.45
城市传媒	21.55	-6.87	5.41	9.72	2.44	-34.73	0.91	-20.71	37.59	38.92
盛通股份	20.40	4.48	6.19	71.39	-3.46	-345.03	0.24	190.27	16.74	20.11
中信出版	18.92	0.17	4.73	46.76	2.82	12.27	0.63	161.52	40.44	38.27
新华传媒	12.93	-3.99	1.98	29.44	-2.91	-1515.96	-0.03	3.60	32.52	36.84
读者传媒	10.84	11.52	1.71	14.28	0.74	15.14	0.06	24.73	19.06	21.09
新经典	8.76	-5.34	2.17	13.59	2.20	-8.57	0.54	-7.54	48.03	53.24
天舟文化	8.48	-31.62	1.08	-36.58	-9.23	-3052.52	0.23	37.28	38.31	62.00
粤传媒	5.07	-25.31	1.08	1.23	3.13	273.44	0.15	92.09	34.96	41.94
博瑞传播	4.82	26.95	1.23	44.53	0.86	29.70	0.16	55.00	37.71	38.49
世纪天鸿	3.57	-7.40	0.55	58.34	0.33	-1.02	-0.01	68.15	30.33	30.97

资料来源：wind，山西证券研究所

出版行业上市公司主营业务挺拔，出版及发行的教材教辅销售增长对业绩奠定坚实基础。行业内共

有 17 家国有出版发行公司以及 2 家民营教辅发行公司。教材教辅图书一般具有刚性需求，除在校学生教学用书外，在图书零售市场也一直维持较好的增长，2020 年在图书零售市场中中小学教材以及教辅品类码洋实现正向增长，为零售市场中为数不多实现增长的图书品类。我们对有数据披露的各上市公司销量及销售码洋进行整理（15 家），2020 年上市公司教材教辅（含租型、自编型）图书出版业务合计销售量为 31.83 亿册，同比增长 5.60%，销售码洋合计为 361.31 亿元，同比增长 10.87%；教材教辅发行业务实现销售量合计为 35.35 亿册，同比增长 2.01%，销售码洋合计为 372.35 亿元，同比增长 10.58%，整体销售继续保持稳健增长。

表 3：2020 年出版发行上市公司教材教辅出版及发行销售量及销售码洋

	销售量（万册）	同比增速	销售码洋（万元）	同比增速
出版：教材教辅	318,281.07	5.60%	3,613,068.82	10.87%
发行：教材教辅	353,452.01	2.01%	3,723,509.52	10.58%

资料来源：据各公司年报公告整理，山西证券研究所

另一方面，一般大众图书消费需求持续旺盛，行业景气度较高。但 2020 年由于疫情影响，图书零售市场自 2014 年进入快速增长（同比增速 10% 以上）通道以来首次实现负增长，全年市场码洋规模为 970.8 亿元，同比减少 5.08%；但从单季度增速来看，图书市场 20Q2 以来的回暖趋势明显，截至 2021 年 Q1 市场重回两位数增长通道，同比增长 18.59%。由于疫情对线上线下渠道影响的时间与作用不同，导致网店与实体书店图书销售规模及增速进一步分化：2020 年网店渠道图书销售保持正向增长，码洋规模为 767.2 亿元，同比增长 7.27%，市场占比达 79.03%，同比上升近 10 个百分点；实体书店渠道码洋规模为 203.6 亿元，同比减少 33.8%。而经过疫情的加成，读者消费习惯向线上转移成为不可逆的趋势，线上网店已经成为图书销售的主要渠道；直播带货、抖音小店等新营销方式及渠道的崛起，进一步促进网店渠道的发展。各出版集团巩固内容精品化建设的同时发力于线上渠道建设及销售，带动一般图书销售保持稳定。根据上市公司年报数据，2020 年中国出版、中信出版、新经典分别保持图书零售市场出版集团、出版社和图书公司市场份额第一，中文传媒、凤凰传媒、山东出版等出版集团码洋市占率排名逆势上升，中南传媒码洋市占率逆势上涨。

表 4：2020 年出版发行上市公司一般图书业务收入及增速

公司名称	营业收入（亿元）	同比增速	码洋市占率	市场排名
中国出版	34.60	-3.50%	7.52%	1（出版集团）
凤凰传媒	44.87	4.39%	3.15%	2（出版集团）
中文传媒	48.36	32.68%	3.09%	3（出版集团）
中南传媒	28.51	14.73%	2.96%	5（出版集团）
新华文轩	30.86	-7.94%	—	9（出版集团）

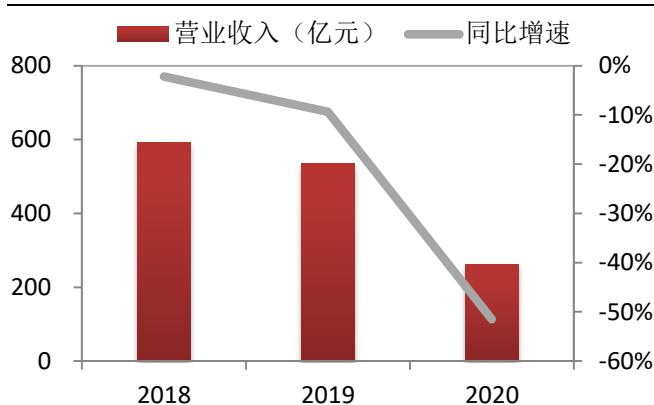
山东出版	15.81	-9.43%	---	12（出版集团）
长江传媒	12.18	-34.74%	1.92%	13（出版集团）
时代出版	6.65	-8.73%	---	15（出版集团）
皖新传媒	31.51	7.65%	---	---
城市传媒	15.09	-9.13%	---	---
中信出版	14.64	4.27%	---	1（出版社）
南方传媒	14.66	16.21%	---	---
出版传媒	8.52	-8.71%	---	---
新经典	8.03	-4.65%	---	1（图书公司）
新华传媒	4.98	-3.23%	---	---
中国科传	7.28	-7.12%	---	---

资料来源：据各公司年报公告整理（注：收入合并统计出版与发行，市占率仅为出版/策划业务的码洋）

4、影视：疫情影响导致经营数据非常态，21Q1 业绩反弹最为明显

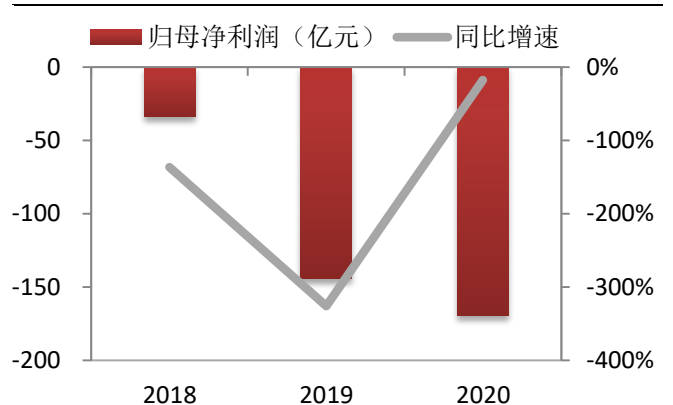
2020 年电影及院线行业受疫情影响程度更深且持续时间更长；而剧集市场也持续面临 2018 年以来成本与后期销售价格调整后的错配，导致毛利降低、资产减值增加，行业业绩规模大幅下降。2020 年影视行业实现营业收入 260.12 亿元，同比减少 51.46%，实现归母净利润-169.65 亿元，同比亏损增加 17.47%。自 20Q3 电影院恢复营业后，影视行业单季度营业收入呈现环比增长，Q1 至 Q4 分别为 45.31 亿、26.64 亿、61.23 亿、126.94 亿元，同比增长-65.72%、-79.49%、-52.18%、-12.95%；利润端由于人员、租金、折旧等成本和费用支出较为固定，因此各季度归母净利润均为亏损，Q1 至 Q4 分别为-14.95 亿、-32.88 亿、-10.61 亿、-111.21 亿元，其中 Q4 主要为集中进行资产减值损失计提影响，导致亏损规模环比扩大，但同比实现减亏 35.75%。2021 年一季度，随着疫情影响的逐步消散，国内影视行业日渐恢复至正常的生产经营中，成为文娱市场中业绩反弹最为明显的细分行业，实现营业收入 112.80 亿元，同比 20Q1 增长 148.93%，同比 19Q1 减少 14.67%，实现归母净利润 14.91 亿元，同比 20Q1 增长 199.72%，同比 19Q1 增长 29.84%。

图 45：2020 年影视行业营业收入情况



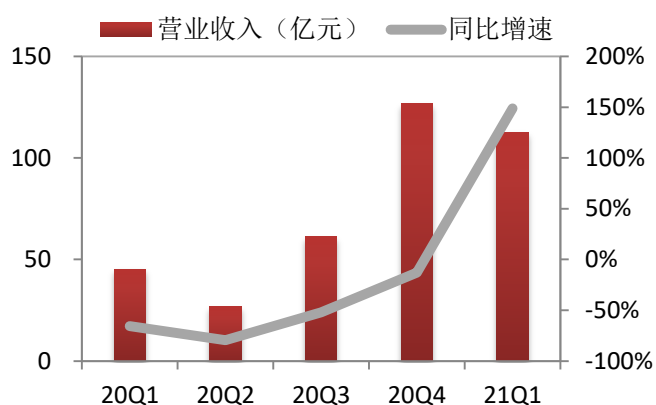
资料来源：wind，山西证券研究所

图 46：2020 年影视行业归母净利润情况



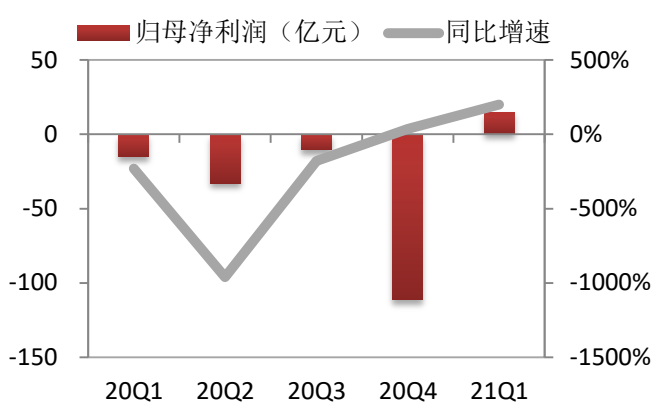
资料来源：wind，山西证券研究所

图 47：20Q1-21Q1 影视行业单季度营业收入情况



资料来源：wind，山西证券研究所

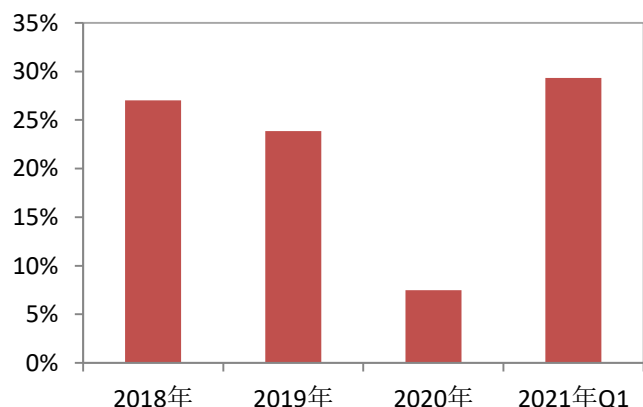
图 48：20Q1-21Q1 影视行业单季度归母净利润情况



资料来源：wind，山西证券研究所

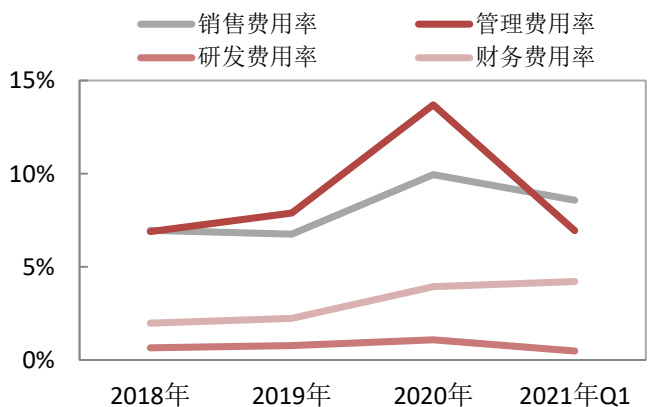
伴随着正常生产经营受阻，影视行业各项财务指标均呈现非正常水平，包括：1) 2020 年毛利率大幅下滑和销售、管理、研发、财务费用率大幅提升，分别为 7.48%、9.94%、13.70%、1.07%、3.93%，同比变动-16.38pct、3.18pct、5.82pct、0.3pct、1.71pct。2) 经营活动产生的现金流净额大幅减少，且单季度净额波动较大，2020 年整体净额为 35.10 亿，同比减少 67.26%，Q1 至 Q4 分别为-13.22 亿、8.03 亿、8.43 亿、30.62 亿，同比减少 285.46%、30.83%、70.96%、45.15%。2021 年一季度，影视行业毛利率恢复至 29.33%，较 2020 年同期-2.39%大幅改善，且高于 2019 年同期 25.89%的毛利率水平；销售、管理、研发、财务费用率分别为 8.58%、6.94%、0.48%、4.20%，较 2020 年同期下降 2.52pct、9.57pct、0.87pct、1.37pct，其中财务费用率由于新租赁准则后新增加未确认融资费用摊销，因此较 2019 年同期水平有明显上升。2021 年一季度经营活动产生的现金流净额为 58.34 亿元，同比 20Q1 增长 541.32%，同比 19Q1 增长 718.47%。

图 49：影视行业毛利率水平



资料来源：wind，山西证券研究所

图 50：影视行业期间费用率水平

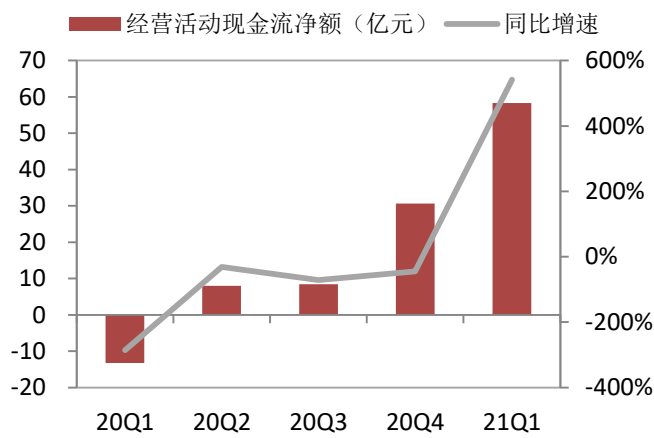


资料来源：wind，山西证券研究所

此外，在经历了 2018-2019 年大规模资产减值后，2020 年影视行业资产减值损失规模由 2019 年的 152.62 亿元减少至 98.69 亿元，变动幅度-35.35%，信用减值损失小幅增加，由 2019 年的 20.05 亿元增

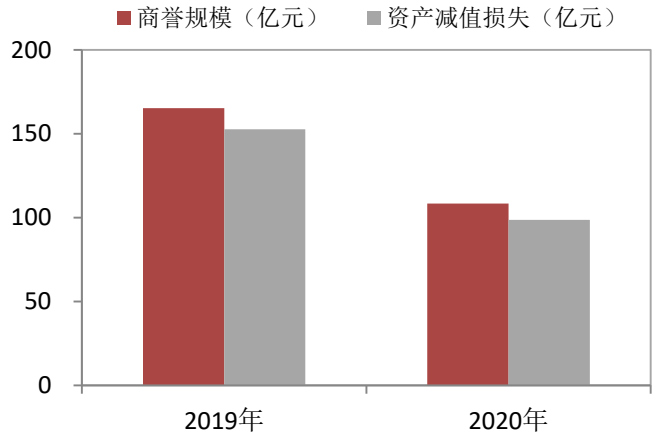
加至25.55亿元，变动幅度27.44%。截至2020年期末，影视行业商誉规模为108.30亿元，同比减少34.49%，商誉/总资产和商誉/净资产分别为9.04%、16.18%，同比下降3.14pct、4.00pct。

图 51：影视行业经营活动现金流净额情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 52：影视行业资产减值损失及商誉规模



资料来源：wind，山西证券研究所

影视行业19家上市公司中，2020年实现营业收入增长的仅有3家，分别为唐德影视、华策影视和中广天择，其余上市公司营业收入均同比减少；2020年实现归母净利润盈利的仅有4家，分别为华策影视、光线传媒、华录百纳、*st鼎龙，其中华策影视和*st鼎龙同比实现扭亏为盈；唐德影视、北京文化、华谊兄弟、捷成股份等4家公司同比减亏。2021年一季度，影视行业上市公司业绩增幅大幅改善，营业收入同比增长的公司数量达17家，华录百纳、北京文化营业收入同比增速达10倍以上，横店影视、慈文传媒、金逸影视等9家公司营业收入增幅达100%以上；归母净利润同比增长公司数量为14家，其中万达电影、华谊兄弟、横店影视等9家上市公司归母净利润同比扭亏，光线传媒、捷成股份等同比增幅达100%以上。

表 5：2020 年及 2021Q1 影视行业上市公司业绩情况（单位：亿元/%）

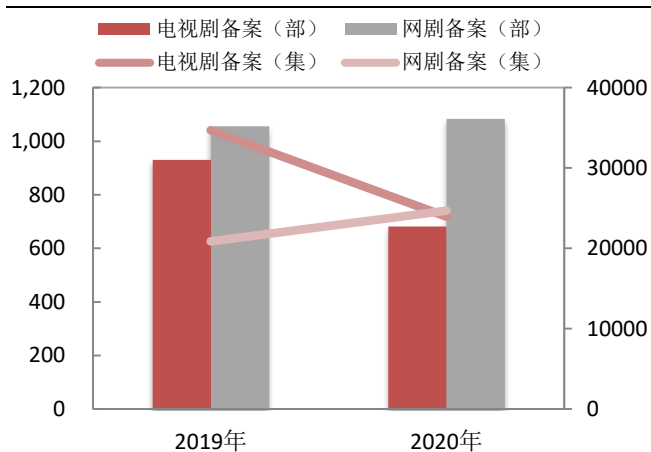
	营业收入				归属母公司股东净利润				毛利率	
	2020	YOY	21Q1	YOY	2020	YOY	21Q1	YOY	2020	21Q1
万达电影	62.95	-59.21	41.21	228.44	-66.69	-41.03	5.24	187.38	-10.60	36.60
华策影视	37.32	41.88	14.00	83.86	3.99	127.21	1.37	24.80	26.76	27.76
捷成股份	31.84	-11.69	7.40	38.53	-12.31	48.29	0.96	118.10	23.08	18.43
中国电影	29.50	-67.47	12.59	387.18	-5.56	-152.41	1.44	163.17	-1.28	21.48
浙文影业	16.93	-44.24	5.35	2.18	-10.22	-5.84	0.07	111.15	6.77	16.99
华谊兄弟	15.00	-33.14	3.97	73.57	-10.48	73.65	2.35	263.62	38.03	12.08
光线传媒	11.59	-59.04	2.40	5.98	2.91	-69.28	1.98	573.14	53.03	30.03
横店影视	9.90	-66.27	8.38	763.39	-4.81	-259.85	1.71	222.25	-29.00	31.06
慈文传媒	6.74	-42.45	0.12	761.64	-3.52	-313.48	-0.16	-7.10	-1.77	18.24
金逸影视	5.89	-71.51	4.83	625.86	-5.06	-574.61	0.17	110.97	-40.27	25.32
幸福蓝海	5.71	-73.28	2.54	529.79	-3.89	-6011.81	-0.04	95.86	52.14	64.15

文投控股	5.28	-76.26	3.31	190.30	-34.63	-26804.96	0.11	106.36	-108.31	34.56
*ST 鼎龙	4.45	-58.19	1.15	-43.05	0.34	104.00	-0.02	-106.83	27.66	16.42
北京文化	4.26	-50.22	0.16	1225.63	-7.67	66.72	-0.27	-39.77	45.78	40.04
上海电影	3.09	-72.05	2.23	386.82	-4.31	-414.44	0.23	131.78	-2.81	23.52
中广天择	2.99	11.27	0.51	52.56	-0.24	-223.80	0.04	153.82	9.41	29.60
华录百纳	2.84	-53.57	2.16	1276.65	1.12	-1.31	0.19	-2.52	32.15	4.18
唐德影视	1.99	273.35	0.20	-83.10	-0.79	26.10	-0.64	-136.66	30.98	15.56
欢瑞世纪	1.85	-65.76	0.28	138.93	-7.85	-42.40	0.19	29.69	-33.49	92.61

资料来源：wind，山西证券研究所

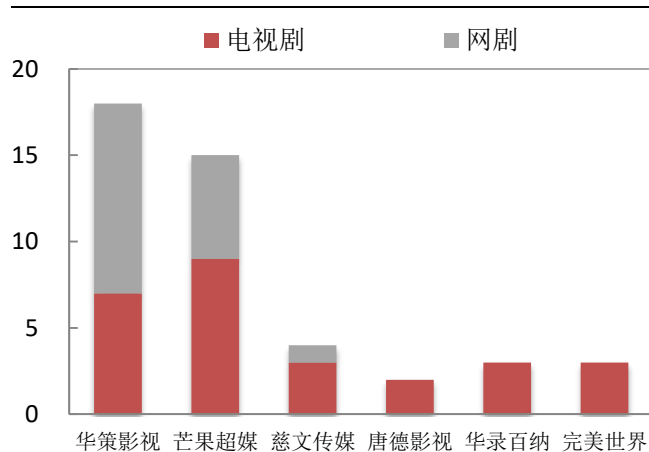
2020 年剧集市场结构性分化，电视剧供给端进一步收缩，全年拍摄备案数量为 681 部（含重大题材）、23949 集，较 2019 年同比减少 26.77%、30.95%；平均每部电视剧集数为 35 集，同比减少 2 集；网络剧需求旺盛带动供给端火热，全年规划备案数量达 1083 部、24683 集，较 2019 年（仅 2-12 月）同比增加 2.56%、18.36%，平均每部网剧集数为 23 集，与 2019 年持平。从备案数量的变化来看，台退网进、先网后台的趋势愈加明显，卫视不再是影视剧内容公司唯一的发行渠道，且随着网络视频平台内容竞争加剧以及网络剧场模式的兴起，网络剧定制化、精品化的趋势也不断加强。上市公司中华策影视及子公司的备案剧集数量领先，达 18 部，其后为芒果超媒备案数量为 15 部，其余老牌剧集公司慈文传媒、完美世界、唐德影视、华录百纳以及以电影内容为主要产出的光线传媒、华谊兄弟等备案数量均不超过 5 部。从 2020 年年报中上市公司披露的经营计划来看，2021 年各公司影视剧集项目储备充足，且从方向来看向影视公司增加网剧储备的倾向明显，尤其是在定制剧模式下更有利于保证项目收益的稳定性及回款的确定性。

图 53：2019-2020 年电视剧拍摄及网剧规划备案



资料来源：国家广电总局，山西证券研究所

图 54：2020 年影视行业公司剧集备案数量



资料来源：国家广电总局，山西证券研究所

华策影视作为剧集内容生产龙头公司，2020 年毛利率水平较 2019 年有明显提升，带动利润端回暖扭亏为盈。2020 年公司开机项目 17 部 573 集，取得电视剧发行许可 10 部，播出 13 部，在精品剧制作

能力与强大中后台体系的支撑下，公司在头部剧集的市场占有率稳定。公司目前已取得许可发行但尚未播出的剧集包括《热血神探》《我和我们在一起》，《镜双城》《一生一世》《月光变奏曲》等项目处于制作中，Q1 公司新开机《与君初相识》《恰似故人归》2 部剧集，后续分别有 4 部和 11 部剧集预计于 Q2 及 H2 开机，项目储备充足。

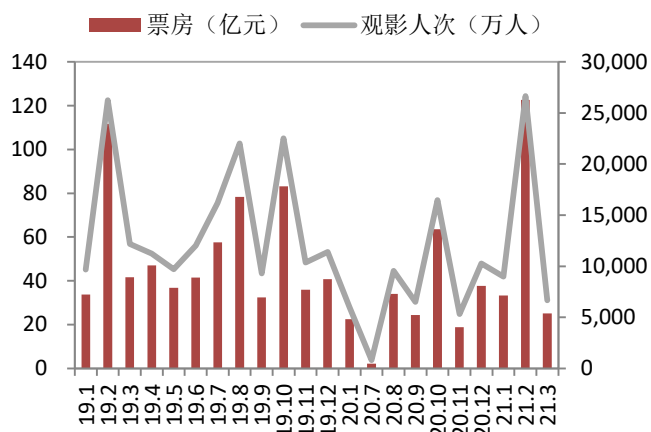
表 6：上市影视剧制作公司 2021 年项目储备情况

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

资料来源：上市公司年报，山西证券研究所

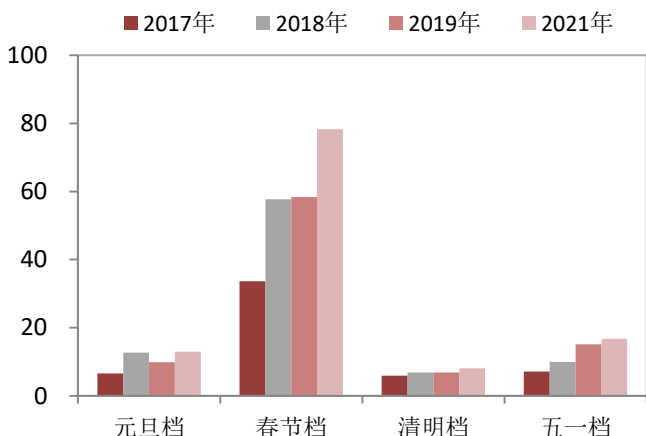
2020 年中国内地电影市场票房为 204.17 亿元，约计 31 亿美元，超越北美市场的 21 亿美元成为全球第一票仓，尤其是在 12 月以来电影市场受优质影片批量上映拉动明显，带动 12 月单月大盘票房恢复率达 92%。2021 年以来，国内电影市场逐步恢复，一季度电影市场票房为 181.03 亿元，观影人次达 4.23 亿人，相较 2019 年同期票房同比减少 3.21%、观影人次同比减少 12.04%，由于年初部分地区仍受阶段性疫情影响以及 3 月以来相较于历史同期上映的海外进口影片较少，对大盘票房和观影的带动有所下降。但另一方面，2021 年以来元旦、春节、清明和五一档等重要档期内电影市场票房表现均超出市场预期并刷新档期历史最好成绩，可见在优质影片供给丰富以及观影需求提升的共同作用下驱动电影市场逐步恢复至常态水平。

图 55：2019-2021.3 电影票房及观影人次



资料来源：国家电资办，猫眼电影，山西证券研究所

图 56：2017-2021H1 主要档期票房表现



资料来源：国家电资办，山西证券研究所

整理部分上市电影公司的年报信息显示，上市公司 2021 年项目储备充足，包括达到上映标准的完片储备及后续新项目的立项拍摄储备，如光线传媒不仅顺利推进《深海》等动画电影项目，且在真人电影方面储备有主旋律、爱情、喜剧等多类型影片，《革命者》《狙击手》《坚如磐石》等。但进口影片的情况仍受到海外疫情影响，除已上映的《哥斯拉大战金刚》《心灵奇旅》《名侦探柯南：绯色的子弹》等，目前确认引进《速度与激情 9》等少量影片尚未定档。

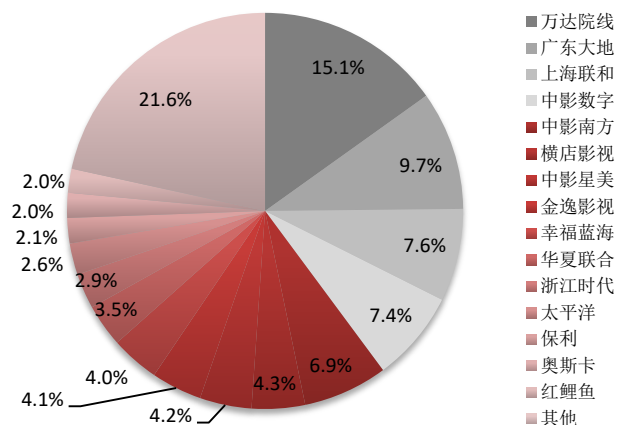
表 7：上市电影制作公司 2021 年项目储备情况

公司名称	2021 年项目储备
光线传媒	阳光姐妹淘、革命者、十年一品温如言、坚如磐石、会飞的蚂蚁、深海、墨多多谜境冒险等
华谊兄弟	超越、阳光劫匪、一直游到海水变蓝、涉过愤怒的海、盛夏未来、749 局、铁道英雄等
万达电影	2 哥来了怎么办、外太空的莫扎特、没有一个春天不会来临、罐头小人、想见你、天星术等
中国电影	速度与激情 9、记忆切割、搜救、直立象传说、柳青、外太空的莫扎特、长津湖、中国医生、江城子·在武汉、铁道英雄等

资料来源：上市公司年报，山西证券研究所

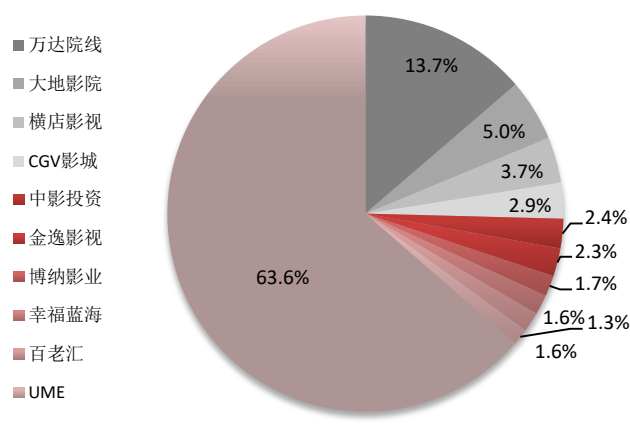
国内前十大院线及影投公司市场竞争格局较为稳固，但在疫情影响下市场淘汰出清加速，票房流向经营效率更高、规模效应更强的头部院线及影投公司，2020 年国内院线 CR3 由 2019 年的 31.46% 至 32.40%；影投 CR3 由 2019 年的 22.1% 上升至 22.48%；2021 年 Q1 国内院线 CR3 由 2019 年的 28.46% 上升至 29.22%，影投 CR3 由 2019 年的 20.17% 上升至 20.20%。疫情影响下，各院线及影投公司的新增开业影院的数量有所减少，同时也加强了对现有影院资产的梳理、改造及淘汰，以提升公司整体的运营效率。整体来看，国内院线及影投下游市场仍较为分散，尤其对于影投公司而言数量更多、市场份额更低，因此我们认为头部上市院线及影投公司由于具有强大的资金实力、品牌优势及跨地区经营优势，不仅在电影市场复苏中具有较强的恢复能力，在业绩端和现金流端更具边际改善机会，更有望在市场优胜略汰和整合中进一步提升份额，扩大竞争优势。

图 57：2020 年国内院线票房市场份额



资料来源：猫眼电影，山西证券研究所

图 58：2020 年国内 TOP10 影投票房市场份额



资料来源：国家电资办，山西证券研究所

表 8：2020 年上市院线公司影城及银幕相关数据

	加盟影院 (家)		直营影院 (家)		直营银幕 (块)		总银幕 (块)		终端票房 (亿元)	
	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019
万达电影	53	0	647	603	5696	5806	6099	5806	28.16	83.20
金逸影视	246	238	181	186	1272	1288	2682	2667	7.72	28.78
幸福蓝海	344	312	103	86	704	621	2815	2478	7.37	25.11
中国电影	3159	3009	140	139	1045	1026	20395	19357	48.97	182.08
上海电影	698	618	55	60	389	425	4871	4208	14.08	47.52
横店影视	81	84	375	367	2363	2177	2831	2780	8.10	25.01

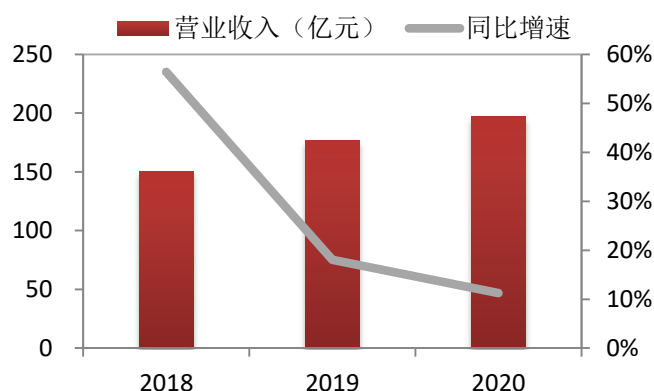
资料来源：上市公司年报，猫眼电影专业版，山西证券研究所

5、互联网影视音频：受疫情影响相对最小，芒果超媒全年业绩增速超预期

2020 年互联网影视音频行业实现营业收入 196.89 亿元，同比增长 11.26%，实现归属母公司净利润 24.54 亿元，同比增长 11.03%。2020 年互联网影视音频是受到疫情影响相对较小的行业，4 家上市公司中除*st 巴士外均实现盈利以及营业收入的同比增长，但整体增速有所回落；2020 年行业整体毛利率为 29.76%，同比下降 1.01pct；销售、管理、研发及财务费用率均有所下降，分别为 11.78%、5.09%、1.88%、-1.00%，同比变动-1.23pct、-0.80pct、-0.54pct、-0.27pct；经营活动产生的现金流净额同比大幅提升，合计为 10.10 亿元，同比增长 83.40%，其中单季度现金流净额波动幅度较大，Q2 与 Q4 净额为正且较 Q1 与 Q3 净额环比大幅改善。2021 年一季度，行业业绩恢复高速增长状态，营业收入规模达 53 亿元，同比 20Q1 增长 48.74%，同比 19Q1 增长 48.41%，归母净利润规模为 9.34 亿元，同比 20Q1 增长 65.75%，同比 19Q1 增长 78.06%；毛利率为 34.60%，较 20Q1 上升 5.48pct 但较 19Q1 下降 3.38pct；销售、管理、研发及财务费用率分别为 11.34%、4.92%、1.51%、-1.01%，同比 20Q1 变动 0.85pct、-1.30pct、0.13pct、-0.02pct，得益于近两年收入的快速增长，各项费用率较 19Q1 同期均显著下降；2021 年一季度行业经

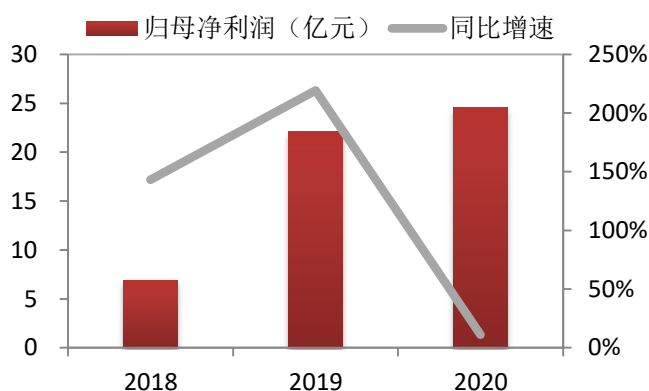
营活动产生的现金流净额为 7.49 亿元，同比 20Q1、19Q1 大幅增加 7.49 亿、12.75 亿元。

图 59：2020 年互联网影视音频营业收入情况



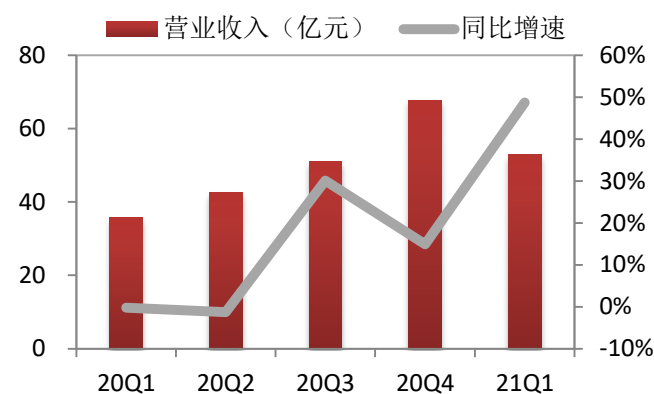
资料来源：wind，山西证券研究所

图 60：2020 年互联网影视音频归母净利润情况



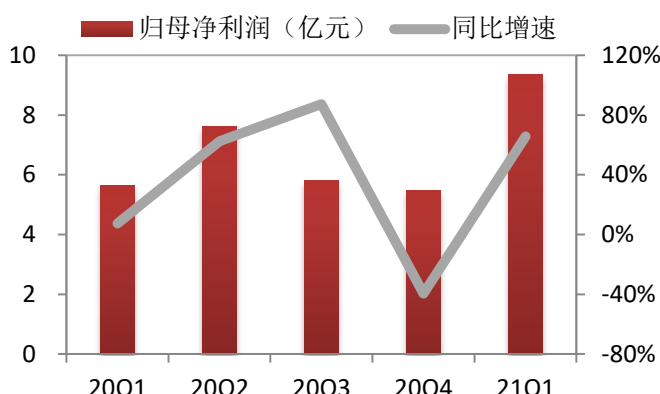
资料来源：wind，山西证券研究所

图 61：20Q1-21Q1 行业单季度营业收入情况



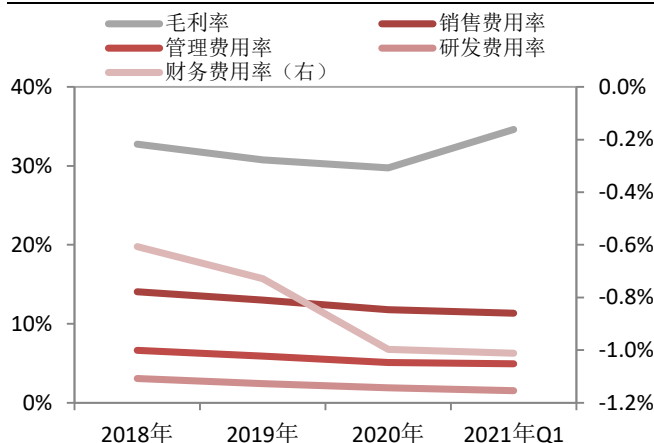
资料来源：wind，山西证券研究所

图 62：20Q1-21Q1 行业单季度归母净利润情况



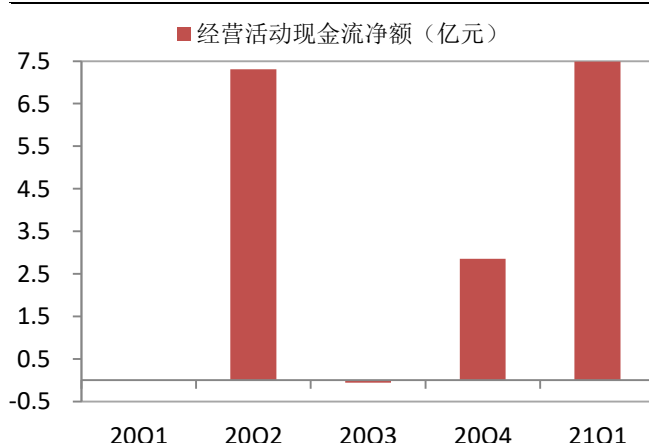
资料来源：wind，山西证券研究所

图 63：互联网影视音频毛利率及期间费用率水平



资料来源：wind，山西证券研究所

图 64：互联网影视音频经营活动现金流净额情况



资料来源：wind，山西证券研究所

互联网影视音频行业中芒果超媒由于业绩体量较大，对行业整体财务指标的影响最显著。2020 年芒果超媒全年业绩增速亮眼，实现营业收入 94.71 亿元，同比增长 15.05%，实现归属于上市公司股东的

净利润 16.12 亿元，同比增长 65.39%；公司毛利率为 34.10%，同比上升 0.37%；销售、管理、研发、财务费用率分别为 15.45%、4.49%、1.32%、-0.62%，同比变动-1.67pct、-0.39pct、-0.60pct、-0.33pct；经营活动现金流净额为 5.81 亿元，同比增长 98.37%。其中，芒果 TV 运营主体快乐阳光实现收入 100.03 亿元，同比增长 23.36%，净利润 17.75 亿元，同比增长 83.17%；截至 2020 年期末芒果 TV 有效会员数为 3613 万，同比增长 96.68%，会员收入达 32.55 亿元，同比增长 92%；广告收入 41.39 亿元，同比增长 24%。2020 年公司运营商业务、内容制作、媒体零售等其他业务板块分别实现收入 16.67 亿、27.65 亿、21.05 亿元，同比增长 31%、-29.14%、4.84%。2021Q1 受益芒果 TV 收入大幅增长，芒果超媒业绩实现超市场预期增长，实现营业收入 40.09 亿元，同比增长 47%，实现归母净利润 7.73 亿元，同比增长 61.18%。截至 3 月易观千帆数据显示平台月活用户规模达 1.71 亿。

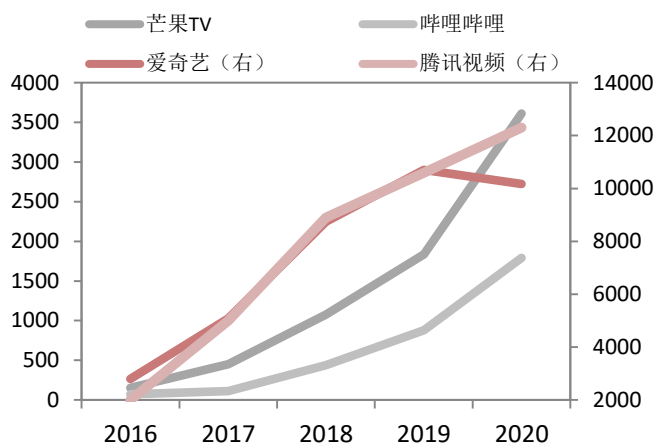
表 9：2020 年及 2021Q1 互联网影视音频行业上市公司业绩情况（单位：亿元/%）

	营业收入				归属母公司股东净利润				毛利率	
	2020	YOY	21Q1	YOY	2020	YOY	21Q1	YOY	2020	21Q1
芒果超媒	140.06	12.04	40.09	47.00	19.82	71.42	7.73	61.18	34.10	38.31
新媒股份	12.21	22.56	3.26	10.87	5.75	45.30	1.62	12.56	57.30	55.51
号百控股	44.49	6.48	9.63	77.72	0.10	-92.74	-0.15	72.71	8.58	12.15
*ST 巴士	0.13	-38.02	0.02	523.52	-1.14	-122.07	0.14	499.38	16.20	14.10

资料来源：wind，山西证券研究所

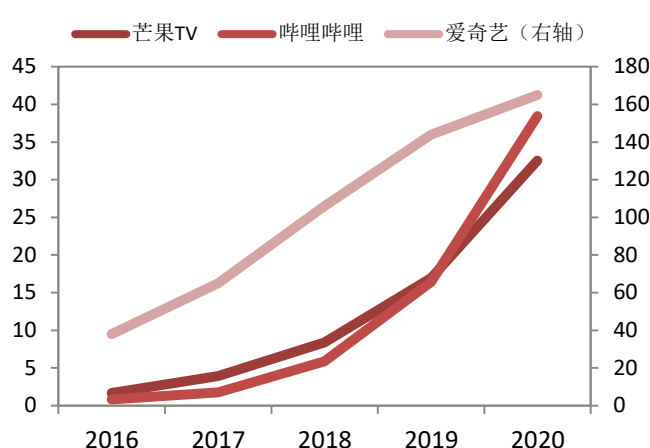
互联网视频行业作为消费者线上文化娱乐的主要方式，一直以来保持较高的景气度，但同时也面临着短视频、游戏、数字阅读等线上不同文娱消费类型对用户时间的竞争。伴随移动互联网大盘整体月活用户趋于稳定，头部平台中的爱奇艺与腾讯视频会员达到规模化后增速呈现放缓趋势，截至 2020 年末腾讯视频与爱奇艺会员规模分别为 1.23 亿、1.02 亿，同比增长 2.5%、-2.96%。面对付费会员转化的放缓，通过会员价格体系修正（包括订阅提价、超前付费点播等）在一定程度上可以对冲会员增速放缓对会员收入的影响，目前腾讯视频与爱奇艺已分别进行了会员价格的调整。与此同时存量用户竞争加剧下，一方面内容的核心价值思维再次强化，平台对优质、独占内容的需求进一步增加，考验长视频制作公司的能力。另一方面，用户的精细化运营推动了平台内容剧场化以及赛道制的打法，除了布局面向泛用户的精品剧综外，同时向垂直领域、圈层文化的内容拓展。因此从这个角度来看，对于芒果 TV、哔哩哔哩等从一开始就从深耕垂直内容与用户赛道的平台而言，在会员规模与增值服务业务方面具有较高的增长空间，这一逻辑从 B 站与芒果 TV 会员数量与收入规模的高速增长便可以佐证。其中芒果超媒定位于年轻都市女性用户受众（根据易观数据及我们推算，20-35 岁以下三线城市以上女性用户占整个线上用户的比重 30%左右）而这类用户群体标签明确、消费力强，通过内容+电商的串联有望进一步挖掘平台用户的消费潜力。

图 65：不同网络视频平台付费用户数据情况



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 66：不同网络视频平台会员/增值服务业务收入情况



资料来源：公司公告，山西证券研究所

2020 年芒果超媒持续完善综艺与剧集内容生产体系及人才团队建设，截至目前芒果 TV 拥有综艺团队 24 个，自有剧集工作室 26 个，外部签约战略工作室预计 2021 年将达 35 个，为优质内容的持续输出和平台业务增长奠定基础。据 4 月 17 日芒果 TV 举办春季新芒品鉴会，季风剧场预计于 5 月上线，首推《狂猎》后续储备《沉睡花园》等项目，形成台网联动的周播剧场；综艺方面不仅《妻子的浪漫旅行》《密室大逃脱》等综 N 代回归，还将推出融合多元元素和题材、挖掘圈层文化能量等新综艺，《哥哥的滚烫人生》《闪耀的侦探家族》等作为 2021 年的重磅项目预计将陆续推出，助力公司实现用户破圈，提升广告招商体量；而以芒果 TV 为核心的媒体零售、艺人经纪、音乐版权、游戏与 IP 衍生开发等产业链路也将日益完善。

表 10：芒果 TV 举办春季新芒品鉴会项目储备

2021 年项目储备	
剧集	八零九零、对你的爱很美、落花时节又逢君、芥子时光、梦醒长安、我和我们在一起、逆光者、好女好男、我亲爱的小洁癖、暗格里的秘密、夜色暗涌时、亲爱的天狐大人、朝歌少年行
季风剧场	狂猎、我在他乡挺好的、沉睡花园、妻子的选择、婆婆的镯子
综 N 代	明星大侦探 7、密室大逃脱 3、女儿们恋爱 4、妻子的浪漫旅行 5、乘风破浪的姐姐 3、朋友请听好 2
新综艺	哥哥的滚烫人生、正经歌手、中国制作人、再见爱人、热血少年行、闪耀的侦探家族、拳拳相对

资料来源：互联网公开信息整理，山西证券研究所

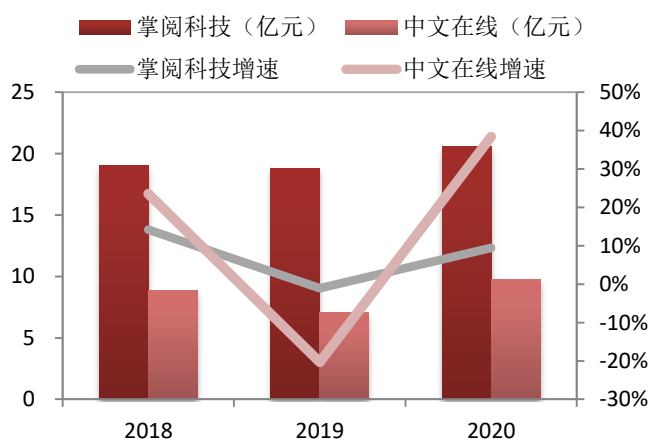
6、数字阅读：版权衍生业务释放业绩，引入战投开启新一轮发展

CS 传媒行业中数字阅读行业的上市公司数量较少，仅有掌阅科技（CS 其他文化娱乐）和中文在线（CS 出版）2 家公司。掌阅科技 2020 年业绩实现高增长，营业收入 20.61 亿元，同比增长 9.47%，归属于母公司股东的净利润 2.64 亿元，同比增长 64.07%，其中各季度业绩规模波动幅度较小；2020 年公司毛利率为 45.94%，同比上升 8.36pct，主要受益于数字阅读业务渠道与版权成本下降及高毛利率的广告业务，带动公司盈利能力提升。2020 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 23.23%、3.87%、

7.13%、-0.91%，同比变动 0.77pct、-0.18pct、0.75pct 和 0.91pct；2020 年公司经营活动现金流净额为 3.23 亿元，同比增长 4.57%。中文在线 2020 年业绩情况同样良好，实现营业收入 9.76 亿元，同比增长 38.35%，归属于母公司股东的净利润 4892 万元，同比大幅扭亏，主要受益于亏损游戏资产的剥离后投资收益增加 7158 万以及及不再需要进行商誉等资产减值。2020 年公司毛利率为 62.68%，同比上升 18.57pct，主要受益于版权成本及游戏成本下降。2020 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 43.87%、14.71%、7.09%、-0.04%，同比变动-10.53pct、-3.84pct、-2.72pct 和 1.36pct；由于公司收入快速增长导致销售费用率大幅下降。2020 年公司经营活动现金流净额为 1.99 亿元，同比增长 481.25%。

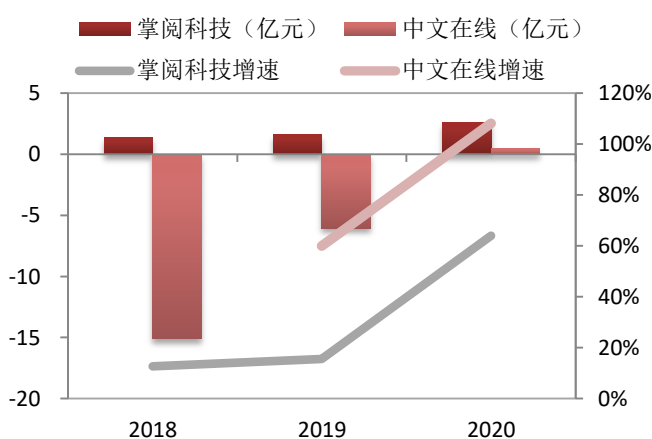
2021 年一季度，掌阅科技与中文在线营业收入继续保持快速增长，分别为 5.54 亿、2.19 亿元，较 20Q1 分别增长 12.77%、30.68%，较 19Q1 分别增长 23.20%、41.15%；利润端表现有所分化，掌阅科技归母净利润为 6335 万，较 20Q1 增长 14.71%，较 19Q1 增长 104.46%，而中文在线归母净利润亏损 2663 万，20Q1 同期盈利 404 万元，19Q1 同期亏损 8070 万元，亏损原因在于海外子公司星尘游戏并表后营销费用及研发费用大幅增加。

图 67：2020 年掌阅科技与中文在线营业收入及增速



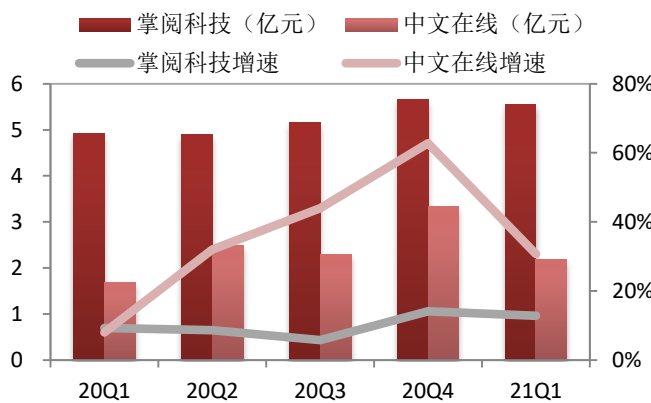
资料来源：wind，山西证券研究所

图 68：2020 年掌阅科技与中文在线归母净及增速



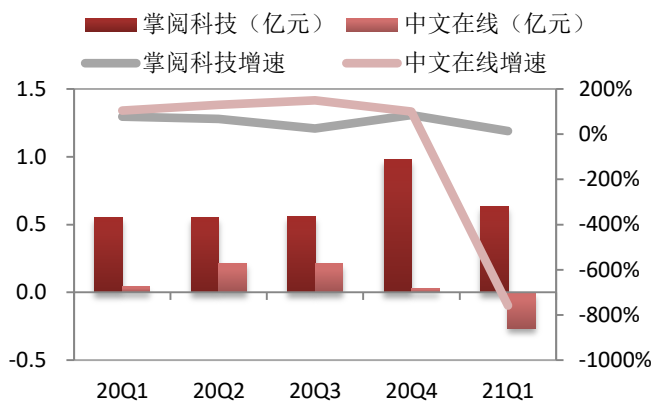
资料来源：wind，山西证券研究所

图 69：掌阅科技与中文在线单季度营业收入情况



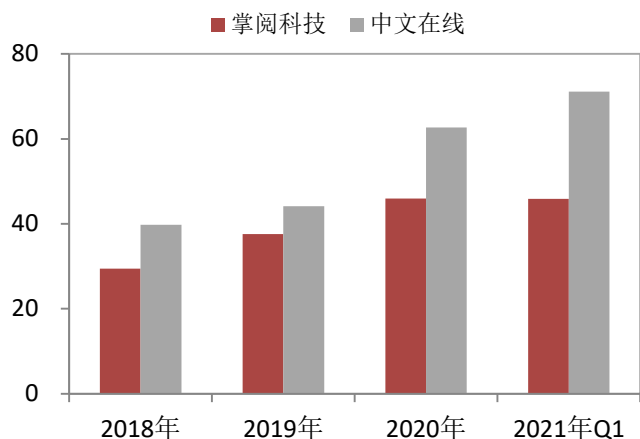
资料来源：wind，山西证券研究所

图 70：掌阅科技与中文在线单季度归母净利润情况



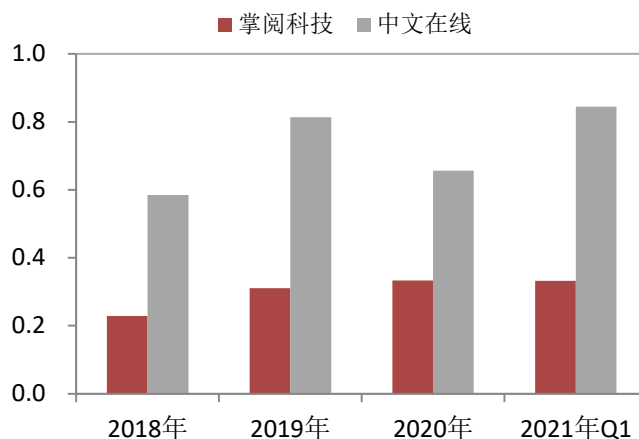
资料来源：wind，山西证券研究所

图 71：掌阅科技与中文在线毛利率对比



资料来源：wind，山西证券研究所

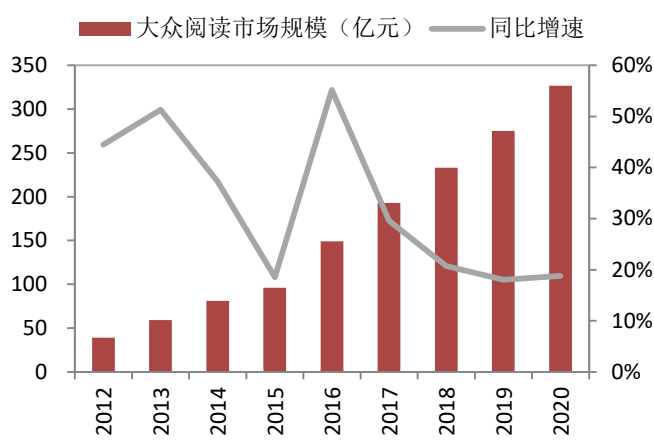
图 72：掌阅科技与中文在线期间费用率对比



资料来源：wind，山西证券研究所

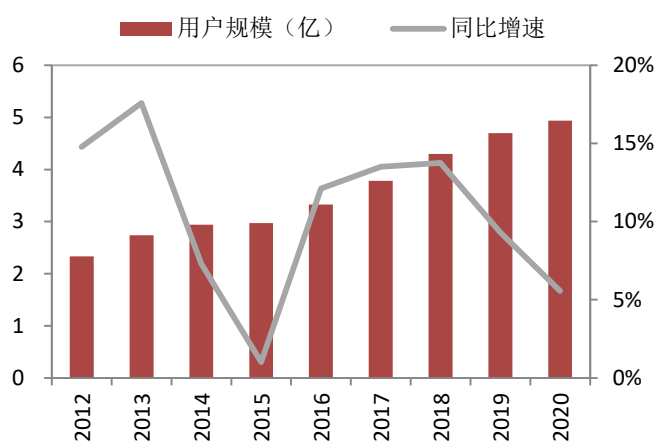
2020 年中国数字阅读产业继续呈现快速增长，大众阅读市场规模达 326.7 亿元，同比增长 18.80%，数字阅读用户规模为 4.94 亿，同比增长 5.56%。一方面数字阅读付费用户的意愿不断加强，月均花费百元以上付费用户占比达 26.8%；在有声阅读方面，付费音频收入的占整个有声阅读市场收入的 62.6%，远高于广告收入占比 31.9%。另一方面，在免费阅读+广告模式逐步主流化后，为数字阅读市场带来增量用户的同时，也为数字阅读公司带来流量商业化及内容版权分发的业务机会。Questmobile 数据显示，截至 2020 年 12 月免费阅读行业月活用户规模为 1.44 亿，同比增长 22%，用户人均使用时长 694 分钟，同比增长 46.4%。此外，数字阅读 IP 价值逐步凸显，行业及上市公司均加强了内容版权的输出和 IP 衍生开发，进而开拓出新的盈利增长点。

图 73：中国大众数字阅读市场规模及增速



资料来源：中国音数协，山西证券研究所

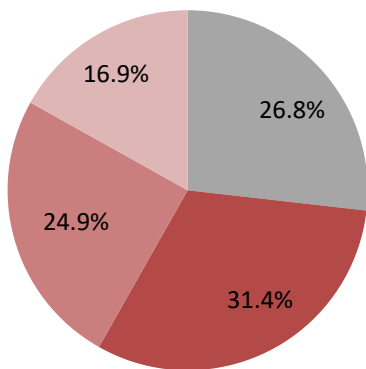
图 74：中国数字阅读用户规模及增速



资料来源：中国音数协，山西证券研究所

图 75：中国数字阅读付费用户月平均付费金额

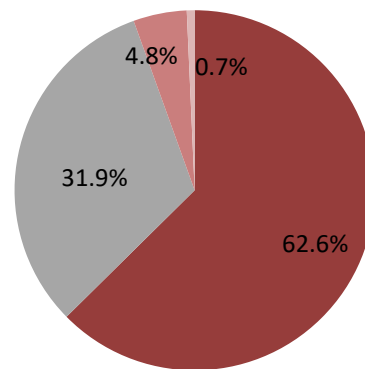
■ 100元以上 ■ 21-99元 ■ 11-20元 ■ 10元及以下



资料来源：中国音数协，山西证券研究所

图 76：2020 年有声阅读收入结构

■ 付费音频收入 ■ 广告收入 ■ 版权运营收入如 ■ 其他



资料来源：中国音数协，山西证券研究所

上市公司层面，2020 年掌阅科技数字阅读平台实现收入 15.34 亿元，同比减少 3.17%，数字阅读平台以丰富内容以及付费+免费模式精细化运营带动平台用户增长，数字阅读平台平均 MAU 达 1.6 亿，2019 年同期为 1.4 亿，截至 2021 年 3 月掌阅 iReader 月活规模仍排名行业第一（易观数据）。此外公司版权产品收入增长亮眼，实现收入 5.04 亿元，同比增长 92.66%。通过多平台分发和 IP 衍生价值拓展，向第三方互联网平台、影视公司、游戏公司输出的版权内容，触达更多线上用户，实现内容版权变现。中文在线旗下拥有 17K 小说网、四月天小说网、汤圆创作、万丈书城等多个原创网络平台，全平台拥有数字内容资源超 460 万种，网络原创驻站作者超 390 万名以及 30 余万小时的音频内容资源；其中核心原创内容生产平台 17K 小说网累计注册用户数超 1 亿。在版权衍生方面，公司与快手、爱奇艺、腾讯、哔哩哔哩等平台合作，进行微短剧、影视、动漫等不同类型产品的开发，并已有多部作品在各平台上线。2020 年公司数字阅读相关的文化业务板块实现营业收入 9.09 亿元，同比增长 41.61%，此外海外互动阅读平台继续保持高速增长，公司海外公司实现营业收入 5.03 亿元，同比增长 60.31%。

2020 年及 2021 年初掌阅科技与中文在线分别引入了重量级的战略投资者，有望开启公司新一轮的发展。其中 2020 年 11 月字节跳动旗下量子跃动以 11 亿元入股掌阅科技，持股 11.23%；双方将在数字阅读业务发展方面进行协同，不仅有望为掌阅引入流量红利，并有助于其强化商业能力、投放运营能力以及内容共同开发等带来业务增量。2021 年 1 月中文在线通过协议转让部分股份的方式引进上海阅文、深圳利通（腾讯旗下投资平台）、百度七猫成为公司的重要股东，三家公司各持有公司 5% 股权，并分别于阅文及七猫签署了业务合作协议：公司与阅文将在数字阅读、IP 开发或演绎以及新媒体推广、安审服务、海外业务、推动行业发展等领域进行合作；与七猫将在内容授权、运营数据共享、推广资源等方面进行合作。

三、投资建议及重点关注公司

1、投资建议

传媒行业在经历 2018 至 2019 年大规模调整以及 2020 年疫情的影响下整体实现扭亏为盈，同时在 2021 年随着疫情影响的结束，生产经营恢复常态，我们认为行业将持续向好。由于 2020 年疫情给线上线下文娱消费行业带来的影响程度与持续性不同，导致疫情后不同行业恢复正常生产经营的进度存在差异，使得细分行业全年业绩及增速表现分化。对于我们重点覆盖的文娱内容领域，电影、出版为代表的线下文娱消费市场在 2021 年一季度反弹明显，消费需求持续提升，内容供给稳步恢复中行业有望持续回暖至疫情前水平；网络视频与数字阅读为代表的线上娱乐消费受疫情影响较小，在 2021 年有望继续保持高速增长，游戏行业则由于高基数与产品周期影响叠加，面临短期增速放缓、长期增长预期不变。整体来看，我们维持年度投资策略逻辑，即线下娱乐消费围绕复苏逻辑，关注产业数据的边际改善；线上娱乐消费回归精品化内容生产与精细化用户运营逻辑，关注产品驱动下用户付费意愿不断提升。

2、重点关注公司

2.1 芒果超媒：业绩高增长超预期，内容为基助推平台持续成长

投资建议：公司持续完善综艺与剧集内容生产体系及人才团队建设，为优质内容的持续输出和平台业务增长奠定基础，以芒果 TV 为核心的媒体零售、艺人经纪、音乐版权、游戏与 IP 衍生开发等产业链路日益完善。预计公司 2021-23 年 EPS 1.36/1.64/1.87，对应 5 月 7 日股价 64.98 元，21-23 年 PE 48/40/35，我们认为公司作为兼具平台与内容属性且具有成长性的稀缺标的，估值仍有一定上升空间，给予买入评级。

2.2 吉比特：一季度收入增长 51%，静待利润释放及新产品上线

投资建议：长线精品《问道手游》稳定表现奠定公司基本盘，新品《一念逍遥》表现高于预期，静待后期利润释放及重磅储备产品上线。预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 19.97/21.90/25.82，对应 5 月 7 日收盘价 436.62 元，PE 分别为 22/20/17，给予买入评级。

2.3 光线传媒：疫情影响逐步消除，项目充足再出发

投资建议：公司 20Q3 以来边际逐步改善符合我们的预期；2021 年疫情影响退散行业迎来强势复苏，公司项目储备充分，为后续业绩增长奠定基础；新一期员工持股计划彰显公司发展信心，提高员工

凝聚力和积极性。长线看好公司动画电影赛道的先发头部优势。预计公司 21-23 年 EPS 分别为 0.36/0.40/0.44，对应 5 月 7 日收盘价 12.10 元，PE 分别为 34/30/28，维持增持评级。

2.4 掌阅科技：2020 年业绩实现高增长，巨头生态加持成长可期

投资建议：看好公司头部平台实力，版权业务快速增长带来业绩弹性，同时巨头生态加持下进一步提升商业化与运营能力。预计公司 2021-2023 年 EPS 为 0.88/1.13/1.61，对应 5 月 7 日收盘价 28.32 元，PE 分别为 32/25/18，维持买入评级。

2.5 中信出版：单季度业绩持续回暖，市场占有率稳步提升

投资建议：疫情影响落地，公司全年业绩及现金流回暖符合预期。继续看好公司通过巩固内容出版核心优势、发挥内容营销转化优势、完善线上线下运营优势，以及通过多元化产品形式及服务输出，构建多元化内容变现模式的发展路径。预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.74/2.09/2.48，对应公司 5 月 7 日收盘价 41.00 元，2021-2023 年 PE 分别为 24/20/17，维持增持评级。

表 11：重点关注公司列表

公司名称	EPS				PE			公司评级
	20A	21E	22E	23E	21E	22E	23E	
吉比特	14.58	19.97	21.90	25.82	22	20	17	买入
芒果超媒	1.11	1.36	1.64	1.87	48	40	35	买入
中信出版	1.48	1.74	2.09	2.48	24	20	17	增持
三七互娱	1.31	1.41	1.64	1.96	16	13	11	买入
完美世界	0.80	1.24	1.54	1.94	16	13	11	买入
横店影视	-0.76	0.56	0.65	0.78	28	24	20	增持
光线传媒	0.10	0.36	0.40	0.44	34	30	28	增持
中南传媒	0.80	0.85	0.90	0.94	12	11	11	增持
华策影视	0.23	0.30	0.35	0.42	21	18	15	买入
中国电影	-0.30	0.57	0.66	0.75	22	19	17	增持
掌阅科技	0.66	0.88	1.13	1.61	32	25	18	买入
新经典	1.62	1.93	2.14	2.14	23	21	21	增持

资料来源：wind，山西证券研究所

四、风险提示

政策变动及监管对行业发展趋势转变的风险；市场竞争加剧风险；盗版侵权及知识产权纠纷风险；单个文化产品收益波动性；商誉减值风险等。

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。本报告清晰准确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刊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

