

后流量时代下内容商业化加速，关注新人口 与新红利

——互联网传媒行业 2021 年中期投资策略报告

强于大市 (维持)

2021 年 06 月 21 日

投资要点:

传媒行业是围绕内容来展开变现，从用户角度看趋势如下：1) 用户习惯迁移，平台商业化加速。目前的互联网应用中，短视频的用户总使用时长跃升至首位，由于其受众广且变现链条较短，围绕短视频平台的商业化变现成为关注重点。2) 受众迁移，Z世代逐渐占据C位。新人口拥有更旺盛的内容消费欲望，消费能力也将随着年龄提升不断增强。游戏公司中，面向Z世代用户的新兴大厂表现出色，面向年龄层次相对更高的老牌厂商相对失意，但已纷纷围绕年轻化新品进行布局；视频平台中，围绕Z世代兴趣圈层的B站拥有旺盛的创作生态和高用户留存度。3) “看”的时长之外，“听”的红利值得关注。主流互联网产品渗透率、使用时长触及上限，而在线音频渗透率有较大提升空间，变现方式也在逐步探索和拓展之中。

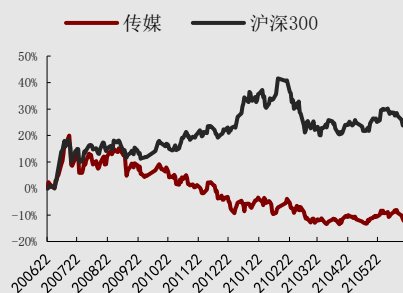
从供给角度看趋势如下：1) 国内市场的流量红利在疫情之后彻底结束，深挖用户价值和内容IP价值是重点。Z世代用户有更高的LTV，前述已提及；内容IP价值的扩张，一方面成为当前文娱产品从开始打造时就考虑的问题，对于已被验证的IP而言，通过IP内容构建、联动、丰富载体等方式也使得其IP价值进一步提升，获得更长的生命周期，载体的丰富化体现在线上形式如微短剧、线下形式如剧本杀。2) 创意产生的常态化，创意打造的工业化。好的激励机制、生态有利于优质内容的持续产出，行业巨头也通过普惠性的基建及特定的合作等方式持续对中小CP方“补强”，通过提升工业化水平以提升内容生产的效率、降低不确定性。

拓展海外市场新增量，基于文化影响力的扩张和基础设施能力的输出。1) 文化影响力：随着国力的不断提升，文化影响力也将与之匹配。文化有着润物细无声的影响力，以游戏、网文、影视等载体输出，这些载体可跨越受众的文化背景的差异。2) 基础设施能力：人口优势和先发优势转化为互联网基础设施的优势和壁垒，基于这一优势在海外市场上结合本土化运营输出。

个股推荐：芒果超媒-短期看季风剧场带来用户破圈、全年重点综艺《哥哥的滚烫人生》的爆款可能，中期看基于内容的衍生业务小芒电商和剧本杀的全新增量，长期看公司IP商业化能力突出下逐步发展基于内容IP的衍生业务；分众传媒-新经济/新消费行业客户景气度高企，分众坐拥线下最大流量入口+数据/营销能力赋能客户投放，享有议价能力，向上周期中利润弹性大；吉比特-《问道》IP长线运营的业绩支撑，新游《一念逍遥》《摩尔庄园》大超预期，体现研发及运营差异化产品的能力，并有助于雷霆获得更多Z世代用户；新媒股份-从播控平台走向主流媒体平台，21年为转型发展元年，看好主营业务确定性与新业务弹性。完美世界-面向Z世代新品《梦诛》《幻塔》上线在即，老牌大厂MMO基本盘稳固，21年迎来产品大年后续业绩可期。

风险因素：政策监管风险、新游延期上线及表现不及预期、全球地缘政治风险、疫情反复风险、商誉减值风险。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

三家新经济公司赴美上市，6月首批86款游戏过审

吉比特2款产品进入iOS畅销榜Top10，完美《梦诛》定档6月25日

芒果季风如期破圈，关注《摩尔庄园》上线

分析师:

夏清莹

执业证书编号:

S0270520050001

电话:

075583228231

邮箱:

xiaqy1@wlzq.com.cn

研究助理:

杨岚

电话:

17620199511

邮箱:

yanglan1@wlzq.com.cn

正文目录

1 内容领域的趋势：内容形态丰富，IP 价值扩张	4
1.1 已有内容形态看用户共创、流程工业化与变现增强，关注新红利.....	4
1.1.1 游戏的进化：优质 CP 议价不断增强，元宇宙带来长期想象空间.....	4
1.1.2 视频的进化：信息视频化下 PUGV 多元变现、OGV 强化 IP 价值.....	9
1.1.3 共同趋势：内容精品化、制作工业化，提升效率、降低不确定性...12	
1.1.4 新红利：“观”时长触达上限，“听”值得关注.....	14
1.2 IP 价值的沉淀与放大.....	15
1.2.1 IP 来源丰富：个人 IP 化，平台构建围绕用户生态的变现系统.....	15
1.2.2 IP 生命周期：长生命周期开发思路，充分撬动内容的杠杆效应.....	17
1.2.3 IP 衍生载体：不断丰富，既基于变现也基于扩大影响力.....	19
2 出海：发现新大陆，文化与能力的输出	23
2.1 基于文化影响力：国力强盛、文化自信提升下的长久趋势.....	23
2.2 基于模式复制：国内人口优势炼就能力的外溢输出.....	26
3 投资建议	28
3.1 投资主线.....	28
3.2 个股推荐.....	29
4 风险提示	31

图表 1：游戏大盘品类 CPA（元）.....	4
图表 2：流水 Top100 中重度游戏题材流水、数量占比.....	4
图表 3：新上线头部游戏应用商店上架情况.....	5
图表 4：头部手游（稳定期/新上线）广告投放应用类型占比.....	5
图表 5：18-20 年主要游戏公司人均创收（万元）.....	5
图表 6：18-20 年主要游戏公司人均创利（万元）.....	5
图表 7：A 股主要游戏公司的年轻化产品储备情况.....	6
图表 8：《SAO 刀剑神域》关于元宇宙的台词表述.....	7
图表 9：2016-2022E 全球 VR 头显出货量.....	7
图表 10：腾讯眼中的未来游戏业产品金字塔.....	8
图表 11：国内外大厂对 Metaverse 的相关布局.....	8
图表 12：腾讯的 Metaverse 版图.....	9
图表 13：2020 年网络视听行业用户规模（单位：亿人）.....	9
图表 14：2020 年网络视听各细分行业市场规模及增速.....	9
图表 15：90 后、00 后使用时长 Top3 的移动应用类型.....	10
图表 16：中视频短视频平台内容生态调性与对应变现路径.....	10
图表 17：抖音电商的增长逻辑从流量驱动到内容驱动.....	11
图表 18：剧场化排播成为长视频平台的主流选择.....	11
图表 19：《山河令》线上演唱会获得人气、口碑、商业的三重成功.....	12
图表 20：影视工业化提升项目成功率和制作效率.....	14
图表 21：在线音频用户黏性高，仅次于短视频.....	14
图表 22：国内在线音频渗透率远低于美国且远低于其他在线娱乐应用.....	14
图表 23：2018-2022E 在线音频用户规模及增速.....	15
图表 24：腾讯音乐长音频 MAU、渗透率均大幅提升.....	15
图表 25：中短视频平台内容生态调性与对应变现路径.....	16

图表 26: 用户-UP 主-品牌方如何连接	16
图表 27: 广告主预计将增加营销预算的广告形式	16
图表 28: 20Q1-21Q1 中国互联网广告市场规模及同比增速	17
图表 29: 19Q1-21Q1 B 站广告收入及同比增速	17
图表 30: 平台运营+用户共创生态, 形成自上而下+自下而上的营销范式	17
图表 31: IP 衍生内容形式及相关价值	18
图表 32: 腾讯部分主力游戏 IP 的多元开发	18
图表 33: 游戏用户感兴趣的衍生内容	19
图表 34: 2018-2022E 国内剧本杀市场规模	20
图表 35: 剧本杀与线上娱乐互相导流	20
图表 36: 剧本杀有较高体验黏性	20
图表 37: Z 世代偏好中剧本杀/密逃的男女比例均衡	20
图表 38: 《明星大侦探》1-6 季播放量及豆瓣评分	21
图表 39: 长/中/短视频平台微短剧布局	22
图表 40: 奥飞娱乐镇魂街、喜羊羊与灰太狼 IP 加入 B 站众筹项目	23
图表 41: 2019-2021 年海外中国网络文学用户规模	24
图表 42: 2019 年中国网络文学作品出海数量	24
图表 43: WeTV 电视剧片库最热 Top16, VIP/独播/自制内容为主	25
图表 44: iQIYI App 在各国家/地区 iOS 娱乐排行榜排名	25
图表 45: 2016-2020 年中国自主研发游戏海外市场收入规模	26
图表 46: 2020 中国自研游戏重点出海地区收入增速 Top5	26
图表 47: 2020 中国自研手游海外市场收入 Top100 类型占比	26
图表 48: 2020 中国自研游戏海外重点地区收入占比	26
图表 49: 2016-2020 年中国实物商品网上零售额及占比	27
图表 50: 近年来融资主要流向营销费率较高的新消费赛道	29
图表 51: 新消费品牌完美日记销售费率远高于同类传统品牌	29
图表 52: 完美日记、薇诺娜在分众传媒的广告展示	29

1 内容领域的趋势：内容形态丰富，IP 价值扩张

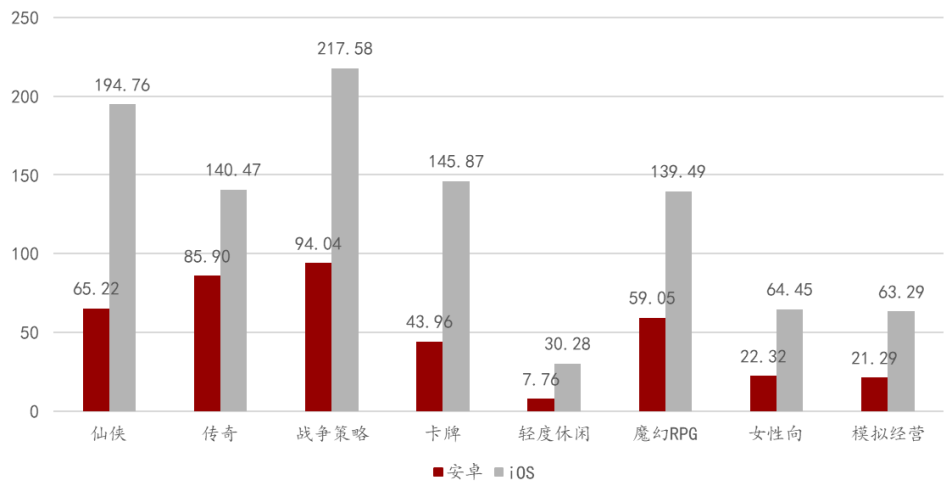
1.1 已有内容形态看用户共创、流程工业化与变现增强，关注新红利

1.1.1 游戏的进化：优质 CP 议价不断增强，元宇宙带来长期想象空间

➢ CP VS 渠道：行业生态愈发有利CP方

合理的利益分配，有利于“做大蛋糕”，使得更多优质游戏得以出现普惠到全产业链。优质内容与流量弱化是一体两面，追求质量品质是当下的理性选择。1)从ROI上看，优质内容有更高ROI。成本端，在前期的用户导入阶段，好的IP（自带流量）、差异化画风/题材（天然吸量），高质量的产品在同一个CPM下因更高的转化率有更低的CPA（下图中DataEye预估的市场不同类型CPA成本中亦可看出，买量主力赛道如SLG、仙侠品类CPA最高），不需陷入同质化产品竞争流量带来的价格攀升的“内卷”；收益上，优质内容有更长的生命周期，LTV更高。据伽马数据，流水Top100游戏中，差异化的题材类别以更少的题材数量占据更多的流水，反映其“以小博大”的特质。

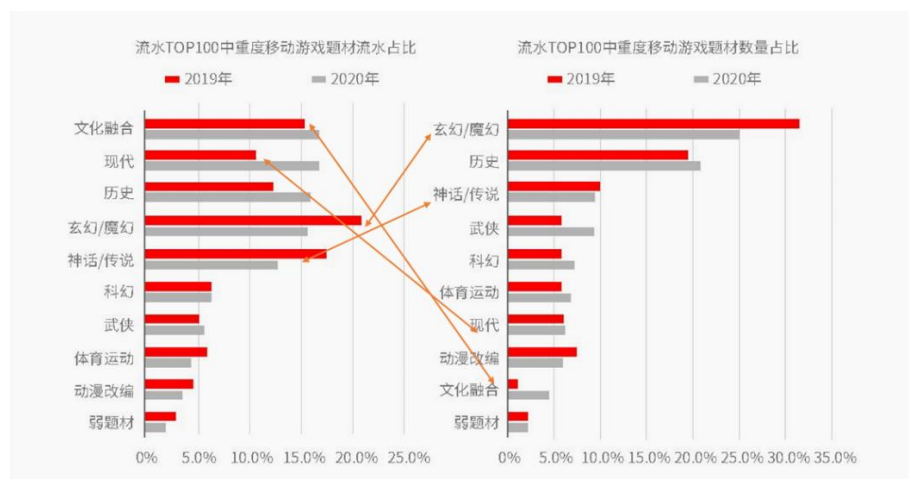
图表1： 游戏大盘品类 CPA（元）



资料来源：DataEye、万联证券研究所

注：统计区间为2021年3月。

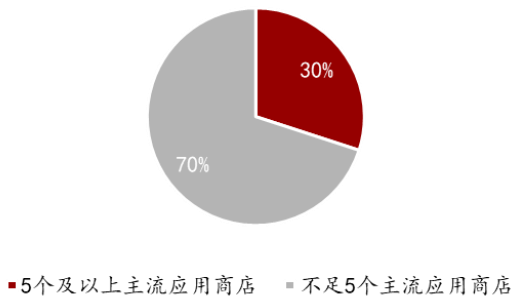
图表2： 流水 Top100 中重度游戏题材流水、数量占比



资料来源：伽马数据、万联证券研究所

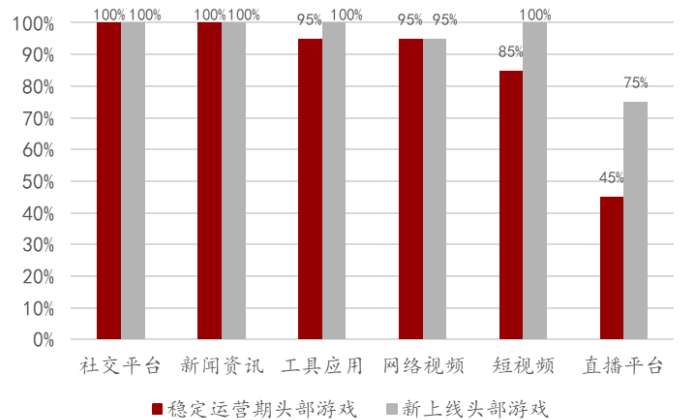
2) 从产业链利益博弈上看, 渠道方议价能力相对弱化。版号总量控制、应用商店严控套版号等现象后, 每年能发行的游戏数量有限, 在同类“竞争者”减少后, CP方议价能力相对提升; 高流水的游戏本身可以谈到较高的分成比例; 手机应用商店在历史上分成高, 因手游在移动端渗透率主要靠应用商店来提升, 而目前手机的购买人群主要为换机需求, 新触网、触游戏者愈来愈少; 新兴渠道如TapTap (0分成) 的崛起也使得游戏对传统渠道的依赖减弱。据伽马数据, 2020年度新上线游戏中仅3成游戏选择上线多于5个主流应用商店; 从投放渠道上看, 用户多、使用时长更长的短视频和直播平台吸纳了相当一部分新游的投放预算, 传统应用商店渠道的议价能力相对弱化。

图表3: 新上线头部游戏应用商店上架情况



资料来源: 伽马数据、万联证券研究所

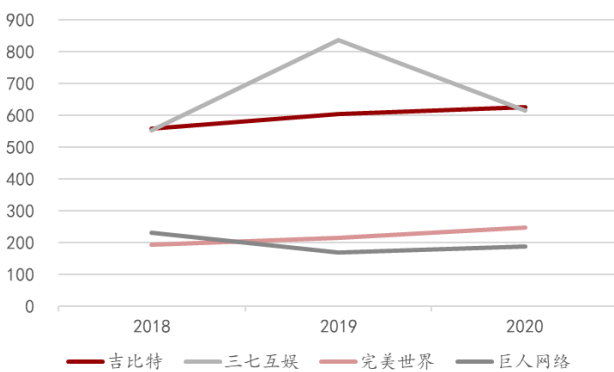
图表4: 头部手游(稳定期/新上线)广告投放应用类型占比



资料来源: 伽马数据、万联证券研究所

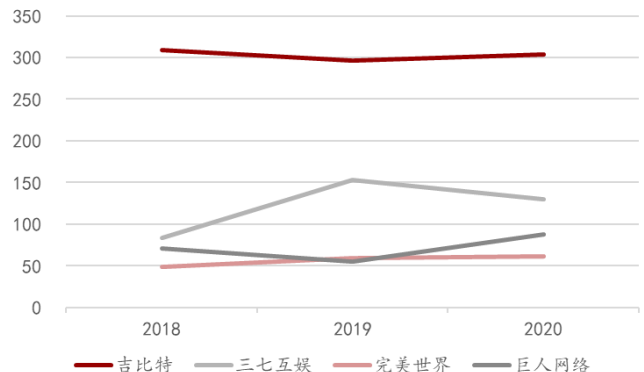
何为优质内容? 重在差异化而非资源堆积, 好的玩法、美术、剧情、社交体系, 依据游戏类别不同各有侧重。在《原神》拔高行业的品质天花板后, 并不意味着其他厂商也需在各方面接近如此高度才能取得成功。如B站代理的《坎公骑冠剑》, “低美术”的像素风反而是吸引用户的要素之一。对于这批玩家而言, 经历过8bit时代的游戏更注重游戏性, 游戏充斥着大量的关卡设计, 以闯关为主要游戏历程, 对游戏美术的容忍度也会相对变强。A股市场的吉比特也是呈现着“小而美”的特点, 2021年推出的自研自发放置修仙类产品《一念逍遥》取得良好表现, 成功验证差异化打法。吉比特的研发人员的规模不大且增幅保持克制, 但人均绩效在一众游戏公司中遥遥领先。

图表5: 18-20年主要游戏公司人均创收(万元)



资料来源: Wind、万联证券研究所
注: 完美世界仅考虑游戏业务。

图表6: 18-20年主要游戏公司人均创利(万元)



资料来源: Wind、万联证券研究所
注: 完美世界仅考虑游戏业务。

➤ 受众变迁：赢得年轻受众者赢得未来，老牌大厂纷纷开启转型

年轻化游戏的意义不仅在于获得下一代人群，也在于吸引相应人才。人才是游戏行业的第一生产力，随着Z世代用户逐渐步入职场，其从小的游戏经历决定了难以对此前商业模式较好的数值滚服类游戏产生兴趣，更希望投身于符合自身偏好的公司中去。能够吸引到更多年轻人才加入的公司，才能够更好的沟通新一代玩家，构筑面向未来的核心竞争力。

面向新世代的泛二次元产品成“兵家必争之地”，新兴厂商表现出色，老一代厂商处于转型中。Z世代的成长伴随更多的泛二次元作品，他们对该类型产品的偏好度较高，二次元产品讲究人设、世界观、移情等，这些特征与此前较为成功的游戏品类有着显著差异。在这个浪潮下，新兴公司快速崛起，究其原因我们认为主要有两点：1) 创始人相对年轻，对年轻文化的理解更深，对游戏的热爱、创业动力好于老一代；2) 发展历程未经历端游/页游或未在端转手红利下发展，发展路径上没有这些路径依赖。在相对老一代的游戏厂商中，抓住下一代用户将是发展的重要看点，结合自身优势逐步过渡或是老牌大厂转型的稳妥选择。目前为止，完美世界公布了最多面向新世代用户的产品，涉及二次元、赛博朋克、知名动漫IP等。近期，完美世界《梦幻新诛仙》(定档6.25日)《幻塔》(预计暑期)即将上线，《梦幻新诛仙》是一款回合制MMO，有望在年轻用户中埋下回合制种子，作为一款过渡性的产品借此进一步深入挖掘年轻玩家的偏好；《幻塔》则是以公司擅长的MMORPG为底层，结合年轻人偏好的开放世界玩法和二次元画风。《斗罗大陆：魂师对决》(定档7.9日，也称《斗罗》3D)是三七互娱目前玩法和美术品质均较好的一款产品，目前TapTap评分7.7分，为《斗罗大陆》IP系列游戏中目前评分最高的一款，上线表现可期。

图表7: A股主要游戏公司的年轻化产品储备情况

游戏发行方	游戏名	类别 (端/手)	类型(题材/画风)	自研/代理	是否有 版本号
完美世界	《幻塔》	手	二次元开放世界 MMO	自研	✓
	《梦幻新诛仙》	手	仙侠类回合制 MMO		✓
	《梦间集2》	手	二次元融合科幻赛博元素		×
	《香蜜沉沉烬如霜》	手	3D RPG		×
	《代号 MA》	手	百万亚瑟王 IP, 多人协同 CCG		×
	《代号: 档案》	端	都市传说背景叙事解谜类		×
	《一拳超人: 世界》	手	一拳超人 IP, ACT		×
三七互娱	《斗罗大陆:魂师对决》	手	斗罗 IP, CCG	自研	✓
吉比特	《地下城堡 3: 魂之诗》	手	文字地牢探险	代理, 参股公司 研发	✓
	《剑开仙门》	手	修仙放置	代理, 吉相股权 参股公司研发	✓
	《复苏的魔女》	手	唯美像素风的魔女养成 RPG	代理	✓
	《世界弹射物语》	手	弹珠养成	代理	×
世纪华通	《庆余年》	手	3DMMORPG	自研	✓
	\	手	JOJO IP		×
巨人网络	\	手	球球 IP, 3D 休闲	自研	✓
	原代号《放置大陆》	手	3D 放置类, MMO		✓

	\	手	团队射击类		×
	\	手	弹幕射击类		×

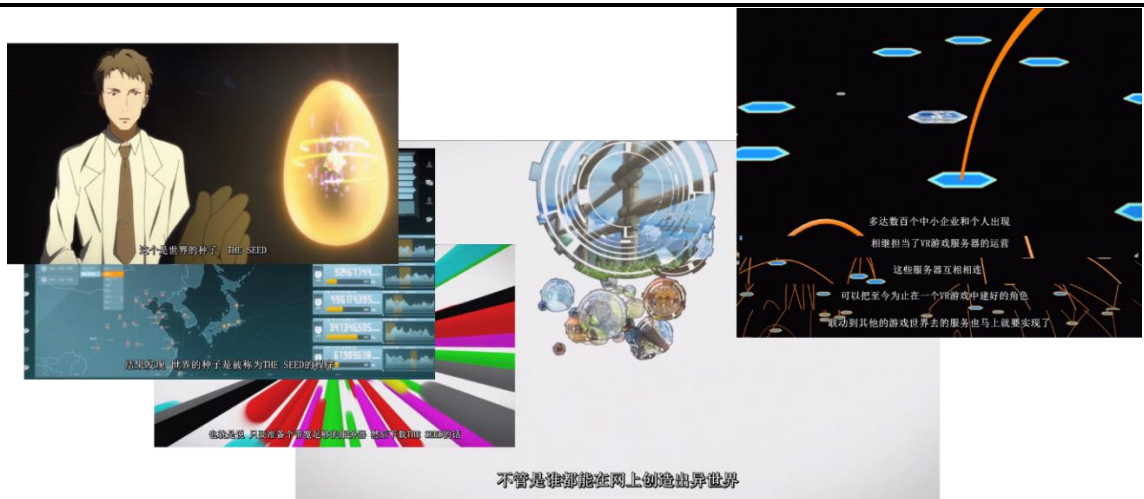
资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

注：不完全统计。

➤ Metaverse风渐起，短期关注XR的边际变化

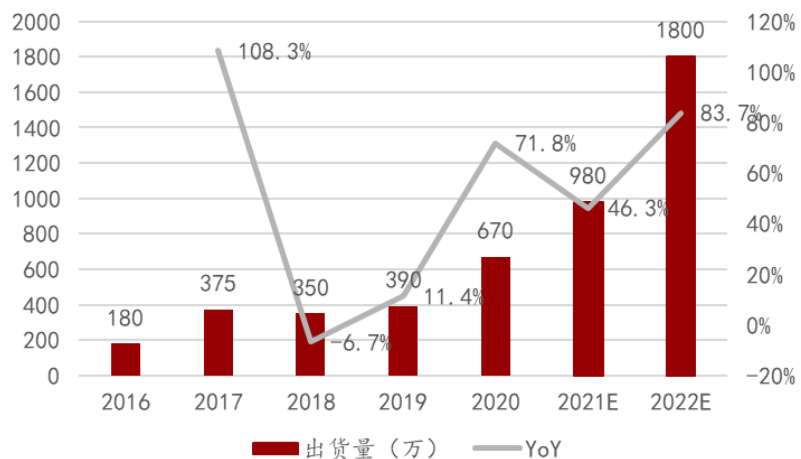
Metaverse的打造在于用户共创与沉浸感，理想状态的落地为远期概念，短期增加了XR的催化因素。21年3月Roblox上市，带火Metaverse概念，其描绘的有别于现实世界的在线虚拟世界在此前电影《头号玩家》和动画番剧《刀剑神域》中已有描绘，故在受众理解上障碍较小。沉浸感的打造需XR实现，XR在Quest2出货超预期+Metaverse概念催化下，沉寂数年后焕发“第二春”，有望迎来新一轮增长。VR的普及与内容生态的成熟互为促进，VR的标杆产品Facebook Quest2终端出货量大增，除了性能提升、价格下降外，内容丰富也是驱动销量增长的重要因素。据IDC预计，2024年VR/AR终端出货量达7670万台，对应2020-2024年VR/AR终端出货量CAGR约为81.5%；而中国将在整个AR/VR支出总额的预测中占据最大比重。

图表8: 《SAO 刀剑神域》关于元宇宙的台词表述



资料来源：《刀剑神域》EP25截图、万联证券研究所

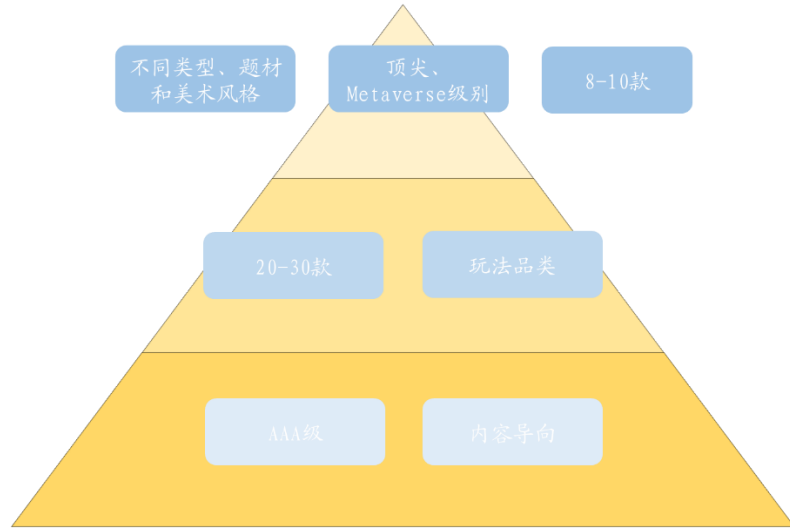
图表9: 2016-2022E 全球 VR 头显出货量



资料来源：VR陀螺、万联证券研究所

游戏正在成为“超级数字场景”，实现与现实世界的联动，这有待于行业多方共建生态。如腾讯高级副总裁马晓轶所说，Metaverse是个长线来看会发生的概念，有望做成元宇宙的公司需具备较强的社交基因，有良好的社交关系链+UGC能力。Metaverse作为游戏的未来，行业内大厂早已做出布局：如腾讯近年来正在加大对生态的投资——包括CP、编辑器等，并提出要打造8-10款Metaverse级别的游戏；米哈游蔡浩宇更是提出要在2030年打造全球十亿人愿意生活在其中的虚拟世界。

图表10: 腾讯眼中的未来游戏业产品金字塔



资料来源: Gamelook、万联证券研究所

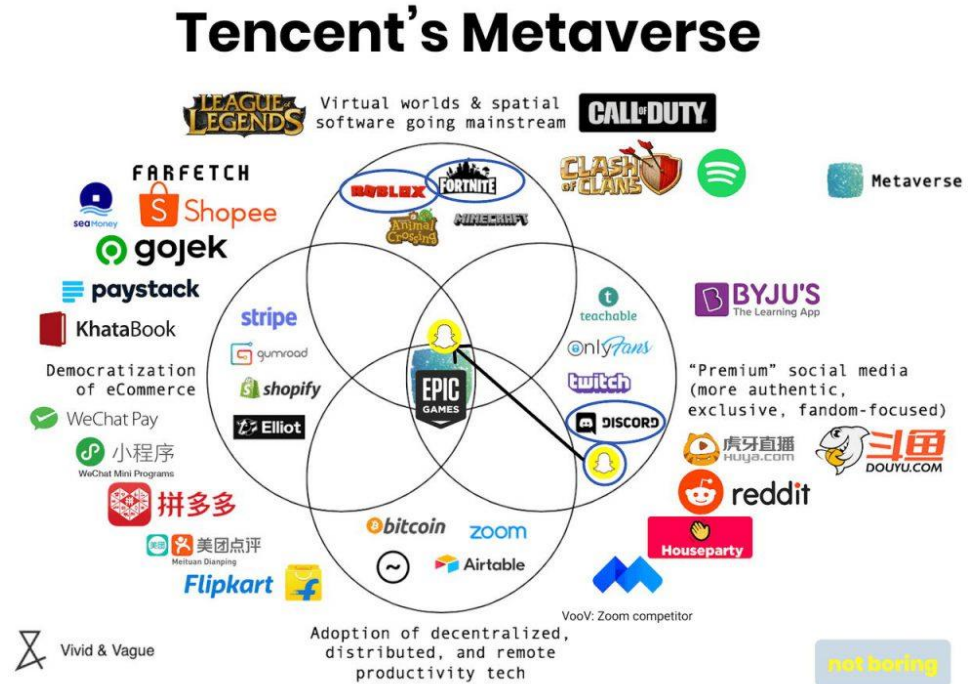
图表11: 国内外大厂对 Metaverse 的相关布局

厂商	相关布局
动视暴雪	正在研发类似于《头号玩家》“绿洲”产品
Facebook	VR硬件产品Rift/Quest; UGC虚拟世界产品Facebook Horizon; 收购游戏工作室Unit 2 Games (代表作品是游戏创作和发布平台——Crayta)。
Epic	游戏《堡垒之夜》; 参投基于UE开发的UGC平台Core Games; 对最新融资中筹集的10亿美金构建Metaverse元宇宙
微软	游戏《我的世界》; 称在构建新的工具帮助开发者在平台上出售自己创作的内容
索尼	PS VR等硬件平台; 增资Epic
腾讯	Roblox中国版《罗布乐思》; 投资《迷你世界》; 收购Epic 48.4%股份; 投资生态链诸多公司; 天美工作室群宣布与微软正式结成深度战略合作关系, 并将投资先进技术建立其IP和跨媒体联动以提供下一代游戏体验
网易	网易影核VR; 投资IMVU; 《我的世界》国内发行商
字节跳动	投资UGC《ReWorld》
米哈游	组建研究中心-AI科学家逆熵团队; 自研Avatar鹿鸣; 探索脑机接口
莉莉丝	对标Roblox的UGC平台——达芬奇

资料来源: 竞核、Gamelook、万联证券研究所

注: 不完全统计。

图表12: 腾讯的 Metaverse 版图



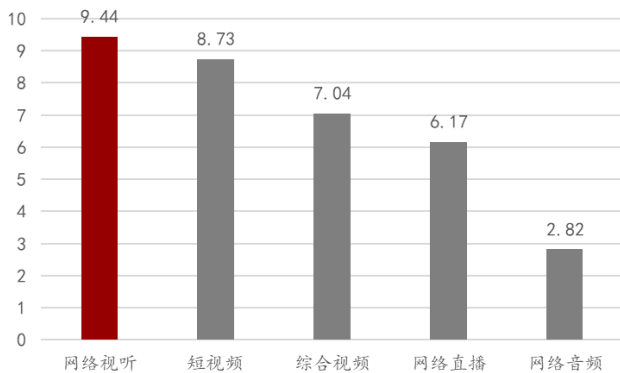
资料来源: Gamelook、万联证券研究所

1.1.2 视频的进化: 信息视频化下 PUGV 多元变现、OGV 强化 IP 价值

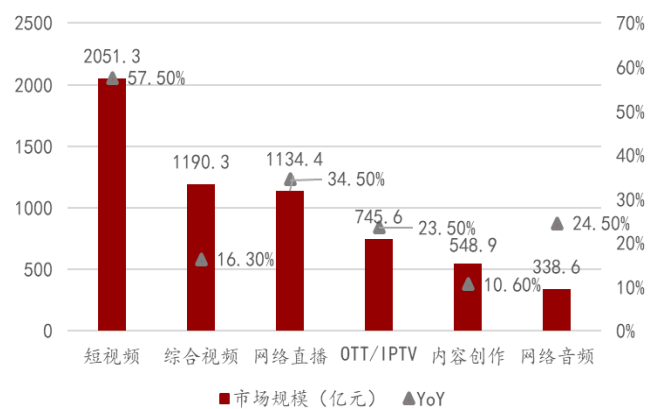
➤ 中短视频: 时长第一应用, 多元变现加强

信息获取方式已走向视频化, 中短视频成为当前消费时长最大的产品类型。据第九届中国网络视听大会发布的《2021中国网络视听发展研究报告》, 截至2020年底我国网络视听用户规模已达9.44亿, 渗透率为95.4%; 其中短视频的用户规模为8.73亿, 渗透率88.3%。消费内容的主力在年轻人, 据QuestMobile数据显示, 2020年9月, 移动视频是90后-00后用户月人均使用时长位居TOP2的应用类型, 且同比增长率明显高于社交和游戏。

图表13: 2020年网络视听行业用户规模(单位: 亿人)



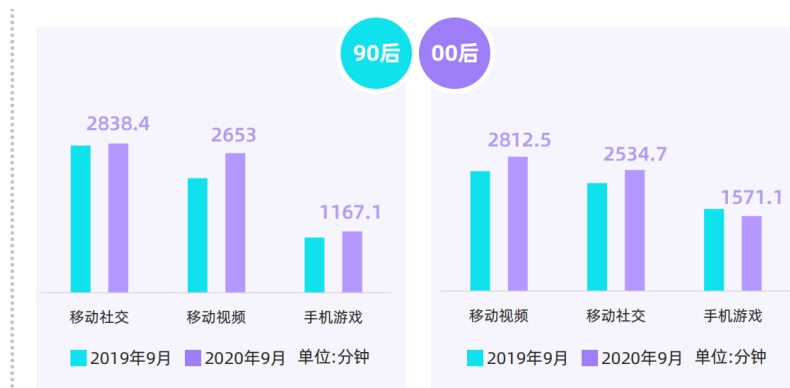
图表14: 2020年网络视听各细分行业市场规模及增速



资料来源: 《2021中国网络视听发展研究报告》, 万联证券研究所

资料来源: 《2021中国网络视听发展研究报告》, 万联证券研究所

图表15: 90后、00后使用时长 Top3 的移动应用类型



资料来源: CNNIC、QuestMobile、万联证券研究所

中短视频变现方式多元, 依据不同的平台生态各有侧重。由于内容的非沉浸性、可扩展性, 中短视频与广告契合度较高, 从广告到交易的闭环在逐渐形成。纵观目前的中短视频平台, 以广告、直播、电商为主要的变现模式, 对于短视频平台, 可实现从营销到购买行为的闭环; 而对中视频平台, 目前主要以品牌广告为主。繁荣的创作生态是社区良性发展的支撑, 通过KOL (主播、UP主) 连接品牌与受众, 好的营销事件极易形成示范跟随效应, 沉淀的数据以及经验也可复用到更多品牌方。

图表16: 中视频短视频平台内容生态调性与对应变现路径

平台	创作者激励	优势
快手	<ul style="list-style-type: none"> ● 星芒计划-短剧, 吸引超过6万名内容创作者, 其中有超8000位创作者已累计获得超过10万名粉丝 ● 磁力聚星——内容营销平台, 21Q1接入的内容创作者相比2020年底超翻倍增长, 所制作的广告内容视频播放量环比增长超100%。21年4月1日起, 磁力聚星正式启动“星海计划”, 通过千亿流量激励、创作者成长赋能等方式激励优质商业内容。5月18日, 磁力金牛产品正式上线, 提供一站式投放推广解决方案, 有望快速挖掘公私域流量, 加速创业者商业正循环 	流量分配非头部化, 公平普惠推荐, 有利更多达人接入, 形成达人主导的生态。
抖音	<ul style="list-style-type: none"> ● 星图、直播、电商等多元化手段帮助创作者变现 ● 21年6月7日, 西瓜视频联合抖音、今日头条共同发起“中视频伙伴计划”。抖音创作者将来发布在抖音上的中视频内容可以和西瓜视频一样获得三大平台的流量分成, 首次开通流量分成计划 	短视频用户数量最多-6亿DAU, 电商已形成交易闭环, 用户数据沉淀形成算法壁垒, 广告优势不断强化。
B站	<ul style="list-style-type: none"> ● 广告商单-2020.7上线花火系统, 撮合广告商与UP主, 已有1W+UP主加入; 悬赏计划 ● 内容创作收益-创作激励、充电计划 	坐拥庞大Z世代用户(MAU2.23亿, 35岁及以下占据86%+, 每2个年轻人中就有一个是B站用户), 用户以一二线城市年轻人为主, 消费潜力较大; 社区生态良性, 为爱发电热情有余, 创作者变现空间较大。

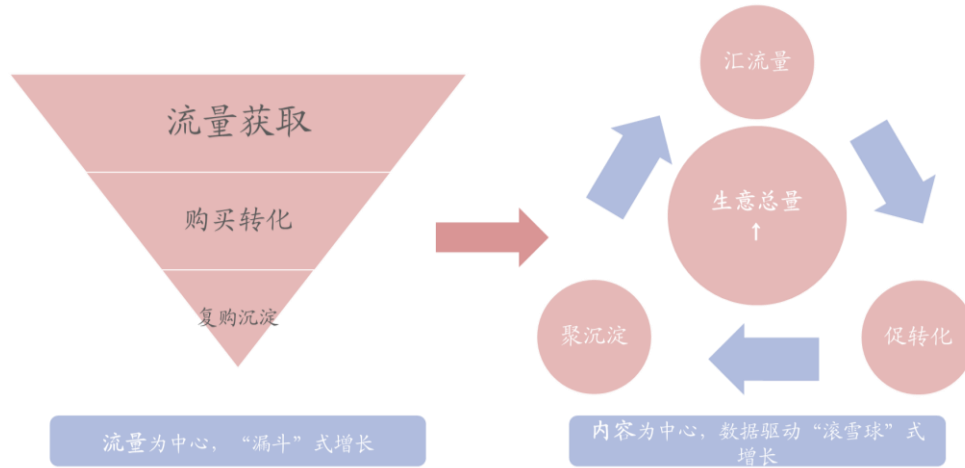
微信视频号

- “优创计划”对垂类有潜力的创作者提供冷启动曝光鼓励
- 上线流量主功能，广告接单收入可获得报价的90%

微信 12.4 亿 MAU，基于社交关系链发挥私域流量优势明显，可外接微信的所有流量入口，可打通腾讯系电商（小程序商城、京东、拼多多等）。

资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

图表17: 抖音电商的增长逻辑从流量驱动到内容驱动

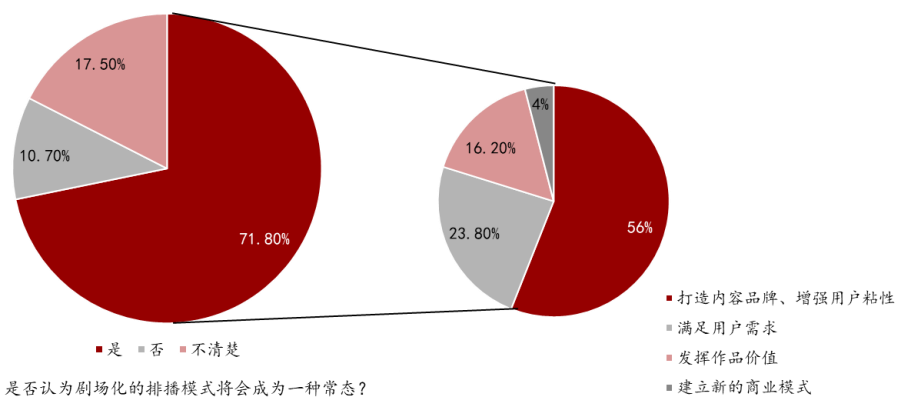


资料来源：巨量学、万联证券研究所

➤ 长视频OGV：精品内容为基，提升IP价值，期待盈利改善

长视频的不可替代性来自优质内容的持续供应（剧场化锁定预期）以及良好的观影体验。近来，长视频产业链相关方对短视频的版权侵权行为数次发声，短视频侵权固然对长视频有影响，但长视频的不可替代性增强才是根本。对此，各视频平台推出剧场系列以一系列片源锁定目标用户。爱奇艺近年提出的短剧“剧场化”、长剧“系列化”剧集策略在市场广受好评，爱奇艺是国内长视频平台中首个推出精品剧场（迷雾剧场）系列短剧的平台，而后又在刚提到的“迷雾剧场”的基础上推出“恋恋剧场”和“小逗剧场”，通过剧场品牌的持续创新，规模化地输出细分领域符合不同观看人群的优质作品，满足用户分众化的内容消费需求。

图表18: 剧场化排播成为长视频平台的主流选择



资料来源：《2021中国网络视听发展研究报告》、万联证券研究所

提升观影体验的普适性和个性化技术也愈来愈多被使用。芒果季风剧场以技术丰富观影体验，在该剧场应用4D观影特效新技术，在某些特殊情节片段实现振动、屏幕闪光、闪光灯或契合情境的动画效果让观众身临其境，获得近似“4D体感”般的丰富观影效果。据公司定增说明书介绍，拟投入5亿元到智慧视听媒体服务平台项目，为互动影像、AR/VR/MR视频提供更加真实的观感效果。

IP价值的深化是改善长视频盈利的重要途径，目前各平台已出现多种打法。1) 长视频内容的专业级衍生内容。剧集《山河令》举办线上演唱会，以68元售价依然取得较高点播，核心向粉丝有超20%的转化率，获得了人气、口碑和商业上的三重成功；2) 内容电商，基于内容做业务的自然衍生。如芒果TV衍生出小芒电商，以“视频+内容+电商”为核心逻辑，意图打造湖南广电下一个增长极；3) 做短视频，使得长短联动，二创落地在自有平台，如腾讯微视、爱奇艺随刻。微视则会继续以影视泛娱乐短视频为核心内容，辅助分发腾讯旗下拥有版权的精彩长视频，以短带长，短长融合的方式满足用户差异化的内容需求。随刻则通过创作者扶持计划扶持内容，通过爱奇艺多终端内容全景触达并探索多元化变现方式。

图表19: 《山河令》线上演唱会获得人气、口碑、商业的三重成功



资料来源：豆瓣、万联证券研究所

注：观测时点为21年6月11日。

长视频现已进入提价阶段，看好付费渗透率和ARPPU双提升，提价改善盈利在望。爱奇艺与腾讯视频已分别于2020年11月和2021年4月宣布对会员价格进行调整，迈出了国内长视频平台提价的第一步，经多年发展后长视频平台终于步入提价阶段。行业整体提价说明用户付费生态已经形成，用户付费接受度提高。财报显示，爱奇艺订阅会员服务收入环比增长12%，提价使得利润同比环比均提升10%。

1.1.3 共同趋势：内容精品化、制作工业化，提升效率、降低不确定性

行业巨头牵头，对抗内容行业的不确定性，并提升生产效率。内容行业的不确定性既是魅力也是困惑所在，“爆款”正因无法预测才能称之为“爆款”，好的内容无法通过精确推演获得，但也因此增加了决策难度。内容产业极度依赖人的创意，但并非仅凭借「天才驱动」这一完全不可知且不可控的因素，行业已经历了从流量导向到内容导向的多年发展，沉淀出一定的方法论，好的平台已然培育了适合内容创意生根发芽的生态基础。行业整体生态的完善使得CP方成功概率增加，相关基础设施的成熟也使得

内容生产的效率大为提升。

内容至上，流量弱化，内容充分打透圈层受众是关键。我们认为，内容产品的成功重点在于抓住核心目标群体，在总收入=用户数×LTV上，LTV占据主导地位，且重要性不断提升，理由如下：1) 用户渗透率已至极限，红利消失，进入争夺存量用户的阶段；2) 文娱消费作为精神类消费产品，随着经济富足以及教育程度的不断提升，对精神消费的可支配收入与相关需求均不断提升。对具体IP而言，也许短期内个体的消费能力无法充分匹配其对IP的喜好程度，随着年龄增长和收入提升，对可长久占据心智的IP而言，IP价值必将迎来兑现机会，为信仰、情怀充值也许“虽迟”定会“但到”。3) 大投入来自相对确定性，确定性来自对LTV的初步确认，也即「先验证MVP(minimum variable product)，再投入大资源复制做大」的思路。对此，无论是来自游戏还是影视界的制作人都曾给出类似表述。**游戏领域**，巨人网络吴萌曾表示，要将资源聚焦在少数优质作品上；吉比特卢竑岩表示新项目早期不适合做大团队，在探索过程中用小团队是公司的竞争力所在，小团队的形式可以低成本地做出更多尝试；**影视领域**，芒果娱乐何忱曾提出，要做1000人非常爱它而非10000人普通喜欢的节目。**从收益角度看**，单次流量的采买随着流量成本的上行愈发不经济；相反地，好的内容将形成IP价值的沉淀，提升LTV的边际成本不断降低。

内容产业已从流量红利下的粗放发展走向近年来存量市场下的精耕细作，在提升效率方面，中台化、工业化的概念被反复提及；同时，行业巨头也更多扮演起内容新基建的角色，成为内容的链接方、赋能方。对于头部公司来说，其能力越大，责任越大，更大的市场、更好的行业生态也将更利好于最头部的公司。对于中小型内容方来说，这也意味着更大的机会。我们在此前的年度策略中已经提及，“作为文化创意型行业，大厂不会垄断创意，中小CP永远有机会”，内容创意是根本，大厂可以帮其在其他方面“补强”。只要长板足够长，其他均不构成障碍。双方的合作，将有助于优势互补，各参与方均将受益于行业的良性发展。具体来说，大厂对全行业的赋能和链接可体现为如下方面。

- **数据赋能：**平台数据沉淀，分享向上游CP，以帮助其认识用户、发现问题。
- **资本赋能：**业内大厂不断加码对CP方的投资，特别以腾讯为代表。腾讯近一年来加速对国内中小游戏CP进行投资，但投资思路较之前有所变化。按腾讯高级副总裁马晓轶先生在最近接受访谈中提到的定义，是“三不”原则：“不干预经营决策、不抢占项目主导、不寻求发行运营”。这一投资理念相比之前进一步开放，减少对被投公司的干预。据财新报道，“尽管在投资上全面铺开，但腾讯正在转变思路，对于到手的游戏公司，不再进行‘保姆式’的腾讯化改造，转而给公司留出独立空间，看长线收益。而在过去，腾讯团队介入游戏研发的程度极高，留存率和ARPU值都会给明确标准，被腾讯独家代理的产品团队大部分会搬到深圳响应运营需求。”
- **资源/流程/技术赋能：****影视领域**，以优酷为例，其定制剧和自制剧有一个制片中台，同时配了财务和制片系统，可以提供给片方很多服务和支持，平台搭建整个中台和制片管理体系—所有的定制剧和自制剧都有一个道具体系；把所有的包括后期制作、特效、灯光器材租赁等统筹形成供应商池。**游戏领域**，米哈游希望将鹿鸣相关技术应用到游戏内，同时也能够输出给内容创业者。让内容创作者利用鹿鸣的技术工具去创造新的优质内容。

图表20: 影视工业化提升项目成功率和制作效率



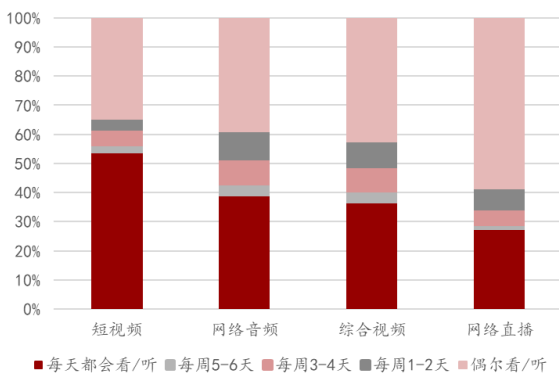
资料来源: 万联证券研究所

工业化不仅造福行业，也是打造自身壁垒的利器，优质公司有望摆脱项目制观测和估值方式。创意的源源不断产生需要好的培育生态，而技术是有效率有品质地实现创意的保障。对于巨头玩家来说，其庞大的业务体量将带来更多经验和数据的积累、优化流程，并将这些积累以规模效应得以放大。产品创新需要周期，而工业化能力的提升是无时无刻。以游戏为例，横向对比来看，成熟市场如日本在许多细分流程如策划脚本、美术、基础代码开发等工作上均可实现外包；在项目的流程控制上，有明确的进度和验收的标准，我国仍有不小差距。从公司的发展战略上看，大的玩法创新需要更长久的周期，一般为5-8年的时间，在此之下提升工业化能力筑牢护城河成为可行性选项，如腾讯在公告中表示将专注于能够吸引全球用户的大型及高工业化水准游戏。

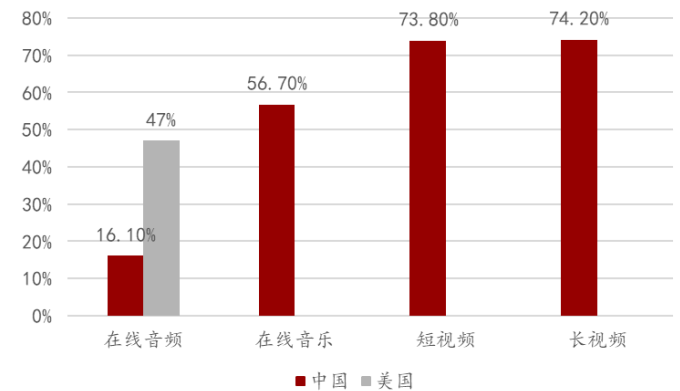
1.1.4 新红利：“观”时长触达上限，“听”值得关注

音频场景具有高黏性、宽使用场景的特点，当前渗透率有较大提升空间，IoT有望进一步延伸音频使用场景。据艾媒咨询的数据，2020年中国在线音频用户规模达到5.7亿人，并预计2022年将达到6.9亿人，相对其他以“看”为主的App来说渗透率仍有提升空间。据CIC数据，2020年国内市场在线音频应用渗透率仅16.1%，大幅低于其他主流互联网应用，与美国市场47%的渗透率对比也有较大差距。音频应用有高黏性的特点，据《2021中国网络视听发展研究报告》，网络音频的使用黏性仅次于短视频。伴随物联网场景的普及，音频场景从移动端扩展至车载端、智能硬件端、家居端等各类场景，从而最大限度发挥音频载体的伴随性优势。

图表21: 在线音频用户黏性高，仅次于短视频



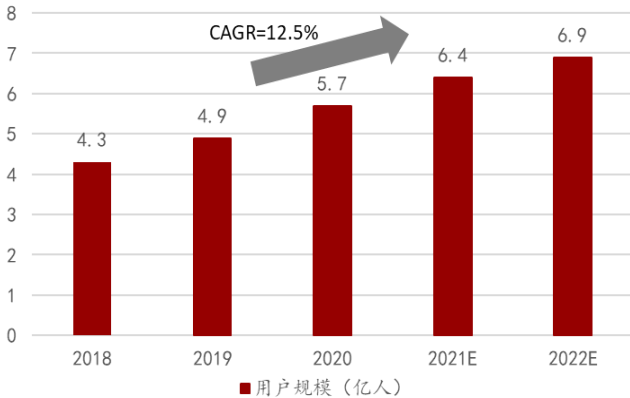
图表22: 国内在线音频渗透率远低于美国且远低于其他在线娱乐应用



资料来源: 《2021中国网络视听发展研究报告》, 万联证券研究所

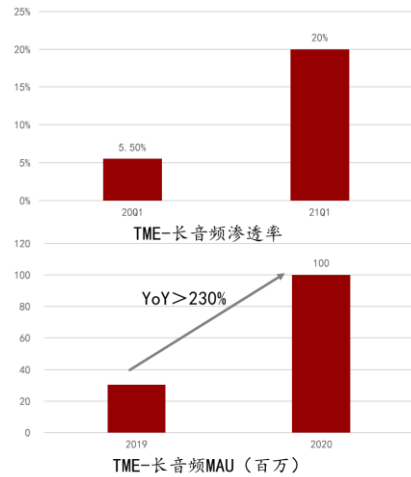
资料来源: CIC、喜马拉雅招股书、万联证券研究所

图表23: 2018-2022E 在线音频用户规模及增速



资料来源: 艾媒咨询、万联证券研究所

图表24: 腾讯音乐长音频 MAU、渗透率均大幅提升



资料来源: TME财报、万联证券研究所

从工具属性走向有认同感的社区属性,有声书、广播剧、相声、脱口秀、播客等内容品类组成PGC+PUGC+UGC的丰富内容生态,在线音乐、综合音频、播客平台均入场布局。此前在线音频平台喜马拉雅、蜻蜓FM等平台的盈利模式主要为付费订阅,但如此一来音频平台的工具化属性较强,价值依附于IP本身而非平台,且用户渗透率较低、黏性不高。随着在线音乐巨头等外部力量加入,在线音频行业发生变化,目前与有社区调性的视频平台相似,以采购、自制PGC内容引流, PUGC/UGC内容增加黏性。腾讯音乐收购懒人听书后联合旗下的酷我畅听打造全新品牌“懒人畅听”,并与播客平台“小宇宙”达成合作,希望打造成为“中国第一大长音频平台”。具有流量优势的在线音乐平台在重塑、做大在线音频行业上有极大优势,据腾讯音乐财报,平台的长音频用户渗透率从20Q1的5.5%增至21Q1的20%,2020年长音频用户破亿,同比增长超过230%。

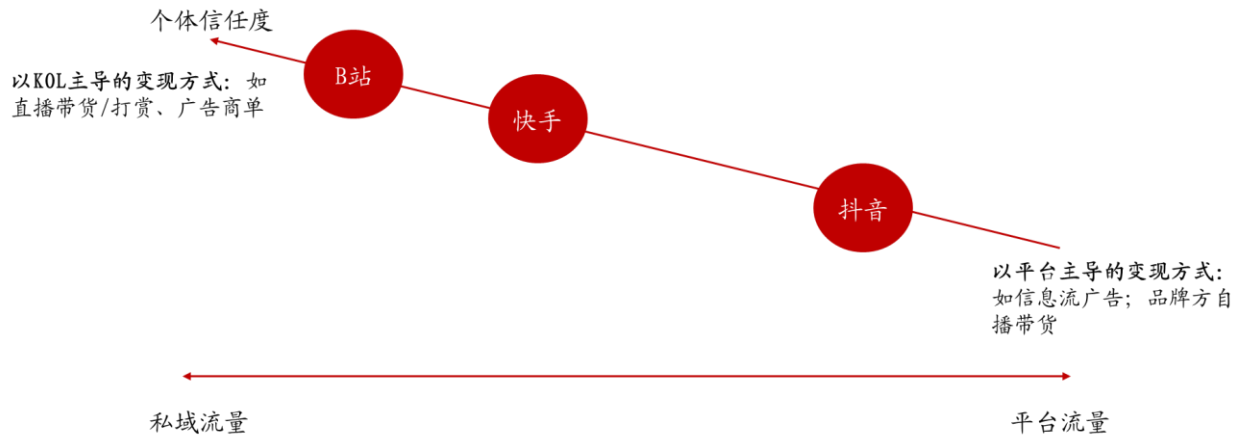
目前平台主要以广告+付费为变现模式,有声书也为上游IP带来更丰富的变现。付费主要有会员和单项订阅,更多优质内容是驱动这一收入的主要因素;广告收入上,音频这一内容形式决定其并非适宣传播广告及带货的载体,且缺少广告投放和监测系统,广告变现的探索尚需解决这一痛点。对于上游版权方,音频内容中的有声书对出版社有较大吸引力,其相对电子书有更高的制作成本进而有更高的售价,是出版物除了纸质出版外另一重要的变现途径。

1.2 IP 价值的沉淀与放大

1.2.1 IP 来源丰富: 个人 IP 化, 平台构建围绕用户生态的变现系统

平台越来越注重围绕用户生态设计变现系统,从流量变现到深度挖掘用户价值。基于信任构建、用户黏性较强的平台更为看好。在变现的完成上,主要依靠UP主、主播、KOL等通过打造个人IP和增强粉丝信赖度完成商业转化。个人IP完成商业转化的方式主要是植入广告、联名合作、社群服务收费和直播带货。不同平台依托自身的平台生态形成差异化的变现系统,如在电商业务上抖音提出“兴趣电商”,快手主打“信任电商”,这一差异与二者不同的算法流量分配机制进而形成的生态差异相关。为了推动信任电商的落地,快手在算法的激励机制上做出调整,今年3月引力大会上快手电商负责人笑古提出GMV=(私域确定UV+公域投放UV)*内容消费时长*单位时长订单转化率*客单价*复购频次的业务公式,增加了内容消费时长、单位时长订单转化率和复购频次的权重,强化对用户黏性和信任度的考核。

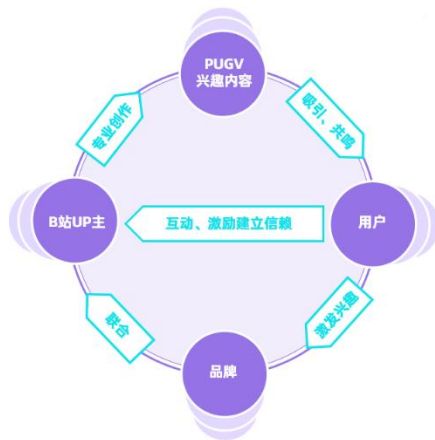
图表25: 中短视频平台内容生态调性与对应变现路径



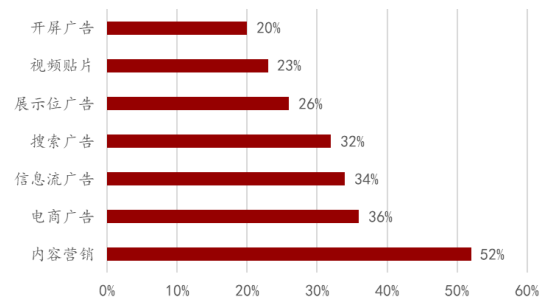
资料来源: 万联证券研究所

通过平台KOL连接广告主与用户是变现的重要一环。UP主是连接品牌与受众的桥梁, 掌握品牌心智转化的沟通关键。前文已提到, 短视频的形式有助于构建品效合一的广告, 也易于通过直播带货等方式实现购买转化; 相对而言, 中视频的内容形态在转化上有天然劣势, 但其在品牌广告上的优势不容忽视。对于广告主而言, 品牌心智会带来“自然流量”, 在做流量转化时效果也会更好。因此, 能够提升品牌形象、加深用户对品牌认知的广告会受到青睐, B站是其中的典型代表。

图表26: 用户-UP主-品牌方如何连接



图表27: 广告主预计将增加营销预算的广告形式



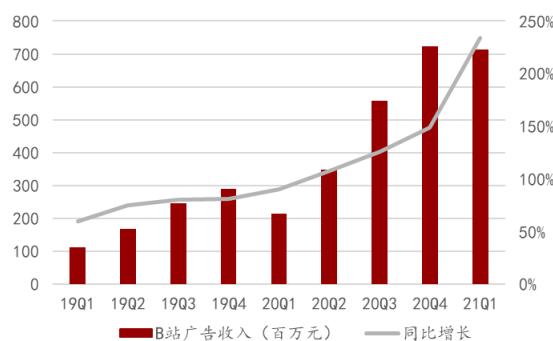
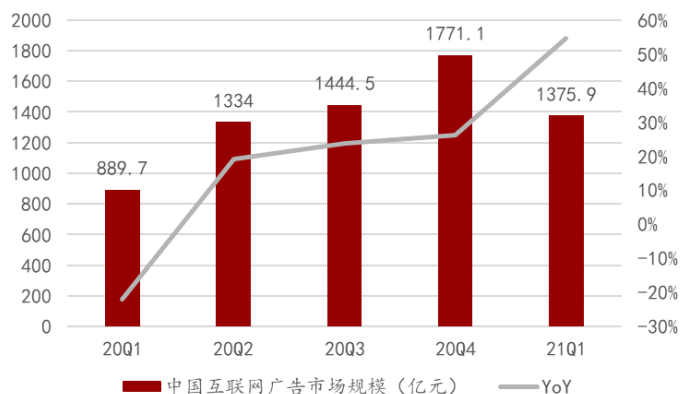
资料来源: 《2020年B站UP主价值研究报告》, 万联证券研究所

资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

信任与爱、视频创意、内容与广告适配度增加、官方引导, 多重因素助推B站成为Z世代营销的重要一极。1) 信任与爱、视频创意, 广告不被反感: B站已形成了良好的UP主与用户生态, UP主有丰富脑洞巧妙将广告元素创意化表达; 长期经营下受众对UP主拥有爱与信任, UP主的“恰饭视频”在不降低视频质量的情况下, 受众通过弹幕表达戏谑消解, 对包含广告的内容并不反感。2) 内容与广告适配度增加: 近年来B站破圈, 适合营销带货的相关分区增速较快(与之对应的如鬼畜分区), 据官方发布的《B站UP主价值研究报告》显示19.10月-20.9月期间, B站各内容的投稿增速最快的品类Top5分别是美食153%、时尚140%、知识138%、生活122%、数码119%, 对应的广告主如化妆品行业有毛利率高、营销费用率高的特点, 该类广告需求与时尚区、生活区投稿贴合。对于B站广告业务, 市场一度较为悲观, 主要认为贴片广告会严重影响体验; 首页信息流广告管理层承诺ad load不超5%, 空间有限; UP主商单价格低于其他平台等。但是, B站健康的社区氛围及UP主“为爱发电”的动力为全平台最强, 并不会因商业收益激励不足而流失, 这给了商业化以极大的耐心。且自《后浪》短片以来越来越多广

告主发现B站广告价值，通过受众偏好触达新世代用户的方式愈发受到认可。3) **官方引导**：为了更好地帮助UP主商业化，B站于2020年7月上线花火平台，MAT2020相较于2019年合作UP主数量同比增长860%+，合作品牌数量同比增长480%+；据财报数据，B站季度广告收入同比均大幅增长，远超行业水平。

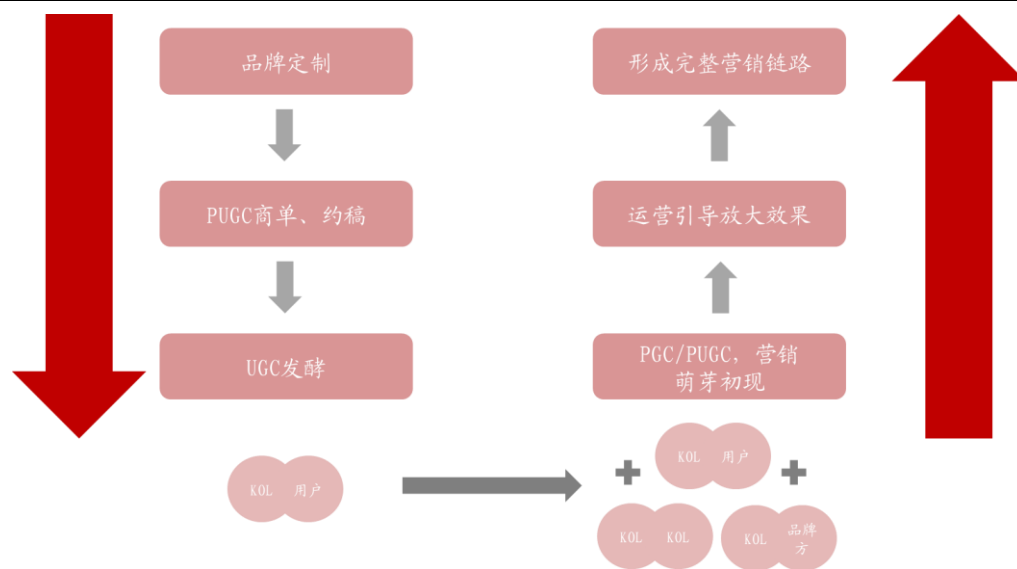
图表28: 20Q1-21Q1 中国互联网广告市场规模及同比增速 图表29: 19Q1-21Q1 B 站广告收入及同比增速



资料来源: Questmobile、万联证券研究所

资料来源: 公司财报、万联证券研究所

图表30: 平台运营+用户共创生态，形成自上而下+自下而上的营销范式



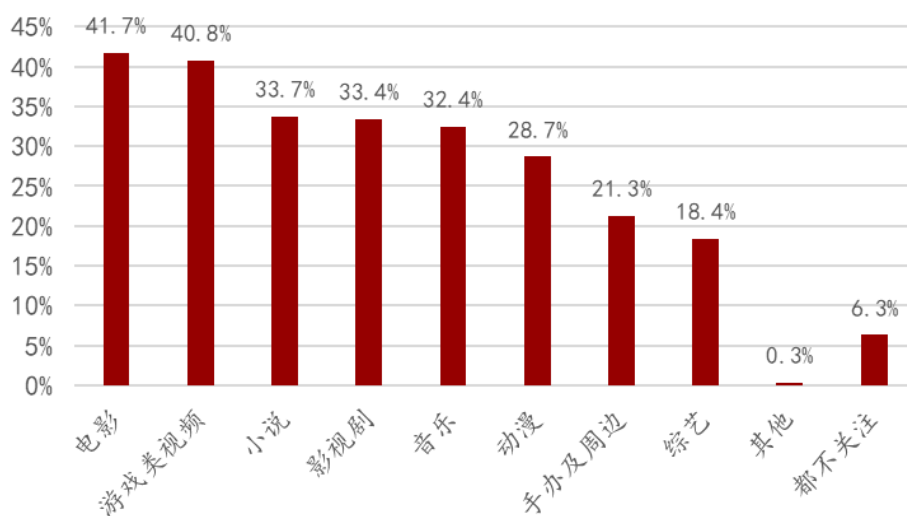
资料来源: 万联证券研究所

1.2.2 IP 生命周期: 长生命周期开发思路, 充分撬动内容的杠杆效应

优质内容为基, IP生命周期有望拉长, 实现价值的沉淀与放大。好的IP运营能带来LTV和用户数量的双提升——从喜欢一个IP, 进而喜欢或想拥有其相关的一切; IP衍生内容的增加扩大了IP的影响力, 进而获得更多潜在受众。

资料来源：公开资料、万联证券研究所

图表33: 游戏用户感兴趣的衍生内容



资料来源：伽马数据、万联证券研究所

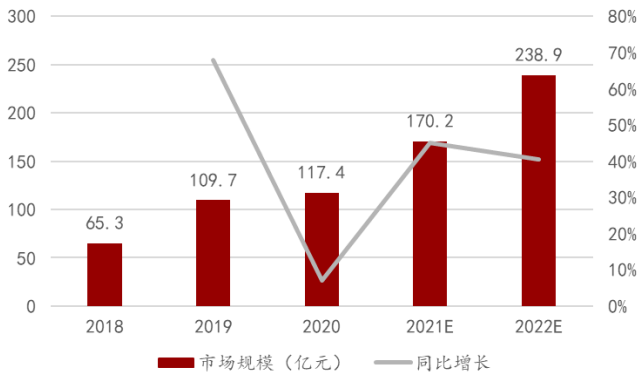
通过联动IP，新老IP联动互相传导热度。Netflix积极尝试内容和游戏的连接，聚焦在IP层面，既包括游戏IP改编影视，又有原创内容改编游戏。对于IP发行方而言，如何将尽量多不同类型的粉丝一网打尽就成为首要目标，例如Netflix今年4月初正式杀青的剧集《巫师》第二季，杀青之际便获得巨大关注。《巫师》改编自架空玄幻小说《猎魔人》，拥有小说粉的基础，第一季前四周就有超过7600万用户观看，成为美国市场上收视率最高的节目之一，不但给《巫师》带来许多忠实的剧粉，而且也给Netflix带来了巨大的“平台粉”，也推动了CDPR同名游戏的销量（游戏粉）和实体版的销量。小说粉、平台粉、游戏粉、剧粉互相安利、互相吸引、互相反哺，形成巨大的流量链条，这个IP就拥有了源源不断的生命力。而在《巫师》之后，Netflix携手CDPR宣布了2022年上线的全新原创动画剧集《CYBERPUNK: EDGERUNNERS》，与游戏《赛博朋克2077》共享同一世界观，这便是老IP向新IP“输血”。同理，新老IP联动也可以实现新IP的热度向老IP的传导。

1.2.3 IP 衍生载体：不断丰富，既基于变现也基于扩大影响力

➤ 线下实体娱乐——剧本杀

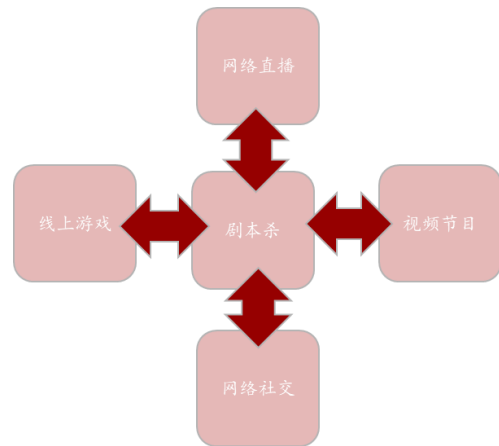
剧本杀市场渐熟，影视IP是当前内容的重要来源之一。据艾媒咨询，《2021年中国剧本杀行业发展现状及市场调研分析报告》显示，2020年剧本杀市场规模达到117.4亿元，预计今年将增至170.2亿元。据美团休闲娱乐业务数据，截至2021年5月底，线上收录且在营业状态的剧本杀实体门店数量达1.3万家，并预计2021年消费者规模有望达941万。在当下阶段，影视IP是剧本杀内容的主要来源之一。影视IP的知名度有助于增加用户对剧本杀的认知；影视IP有成熟剧本，改编剧本杀也较为容易。影视IP的衍生价值进一步提升，在当下阶段亦享受更高的议价权。未来，随着剧本杀行业的成熟，剧本杀原生IP或将更多出现。

图表34: 2018-2022E 国内剧本杀市场规模



资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

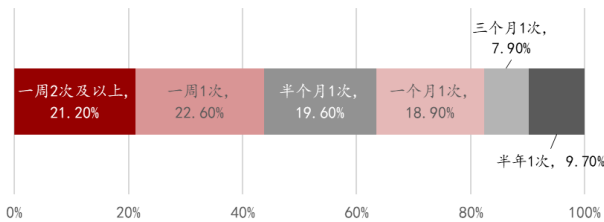
图表35: 剧本杀与线上娱乐互相导流



资料来源: 36Kr, 万联证券研究所

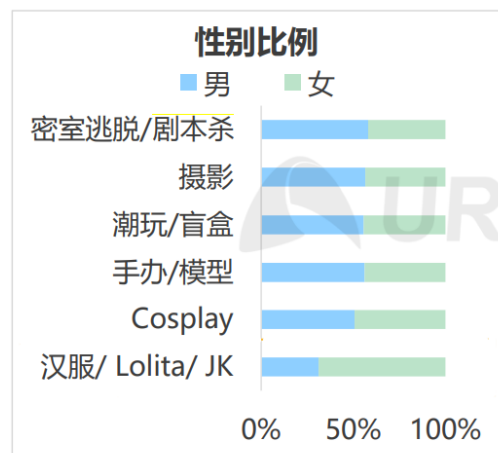
剧本杀有望成为线下娱乐中的重要选择, 其较高的复购黏性使得行业有望不断扩张, 良好的社交平衡性使其更容易成为Z世代年轻人的线下社交选择。

图表36: 剧本杀有较高体验黏性



资料来源: 美团《2021实体剧本杀消费洞察报告》, 万联证券研究所

图表37: Z世代偏好中剧本杀/密逃的男女比例均衡



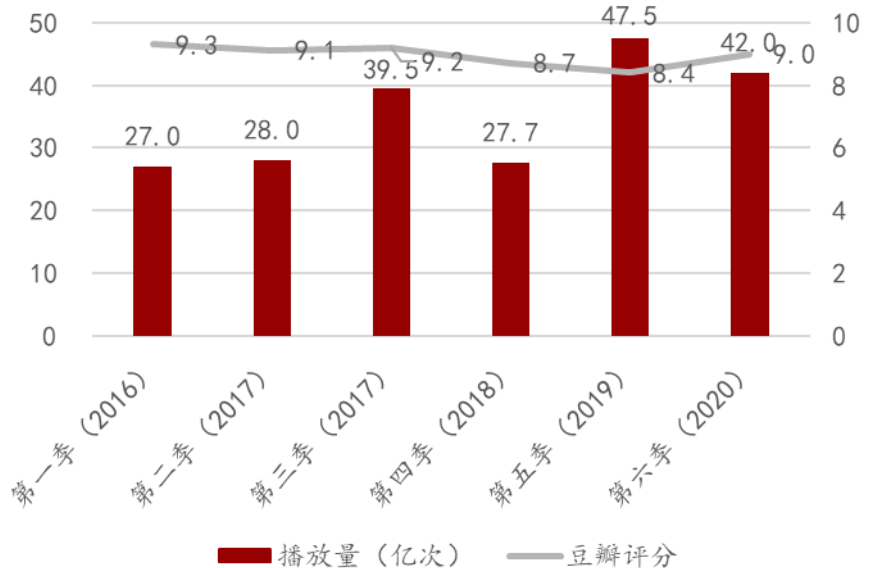
资料来源: 极光大数据, 万联证券研究所
注: 调研区间为2021年3月。

行业洗牌前夜、规则亟待树立、上游话语权有望加强。行业处于发展初期, 增速快但尚未成熟, 当前呈现上下游都较为分散的状态, 发行方相对强势。提供好的剧本杀体验, 重点在于上游的剧本质量和下游的门店服务质量, 当前行业热潮下参与者众, 产业链各环节均存在一定问题——上游剧本的题材打擦边球、盗版等问题存在, 且优质资本供给不足; 低门槛使得大量资质不足的参与者加入, 抗风险能力较低, 大量门店因经营不善而快速关店, 连锁程度较低, 规模效应难以发挥, 据美团的调查报告显示仅1%商户拥有6家以上门店, 78%商户仅拥有单店。但这一局面在改变, 竞争下的市场出清、行业规范的建立、产业链各环节的专业化等, 行业在规范化下如芒果超媒等拥有一体化优势的参与者有望占据更大优势。

芒果超媒今年正式布局实景娱乐赛道, 其头部综艺IP《明星大侦探》以一己之力创造并带火“剧本杀”行业。《明星大侦探》目前6季节目播放量超200亿, 热度、口碑均维持高位, 距离第一季已过去5年依然热度不减; 在推出《明星大侦探》后, 还陆续打造了衍生节目《名侦探学院》《我是大侦探》和姊妹篇《密室大逃脱》等系列IP,

同时推出文创产品周边。据《明侦》制作人介绍，《明侦》的广告收入大概只占总收入的一半，其他来自会员收入和衍生品收入。“明侦”IP积累了大量粉丝的同时，也为“剧本杀”培育了市场基础。五一期间，《明星大侦探》第一家线下旗舰店M-CITY在长沙开业，场场爆满，5日营收超同类门店一个月收入总和，被用户称为“剧本杀天花板”，成为长沙网红打卡新地标。除了长沙，公司表示还在上海、广州、苏州等地加急选址，成都店将于年底开业。“明侦”成功诠释了从IP到打造产业的路径，从这个经验出发，未来有望有更多文娱产品从诞生之初即围绕长生命周期来考虑开发。

图表38: 《明星大侦探》1-6季播放量及豆瓣评分



资料来源: 骨朵影视、豆瓣、万联证券研究所

注: 统计时点为2021年6月16日。

► 线上内容形态——微短剧

微短剧既是短视频的新内容形式，也是中长尾小说IP的变现途径。受众有对剧集类故事内容消费需求，微短剧“短”的形态契合碎片化时间并兼有故事叙事；短视频平台有源源不断对新内容的需求，微短剧制作模式短平快，试错成本低；联动长短内容的优势，形成长短互补的内容生态；内容形式灵活，便于搭配各种商业模式如直播、互动、广告等；故事类内容容易拉新并通过集数多这一特性增加留存，提升用户黏性。

微短剧对于中长尾网文IP来说，增加了变现渠道、也通过这种高效、广泛的传播方式扩大了IP影响力，有望提升IP估值，目前是在做用户增长、打造商业模式闭环的阶段。微短剧市场发展迅速，依托于网文IP，与靠谱的制作班底合作进行内容精品化，与专业的MCN合作进行推广，加之广告主与各方资源的联动，正在探索符合各方商业利益的分账模式。

图表39: 长/中/短视频平台微短剧布局

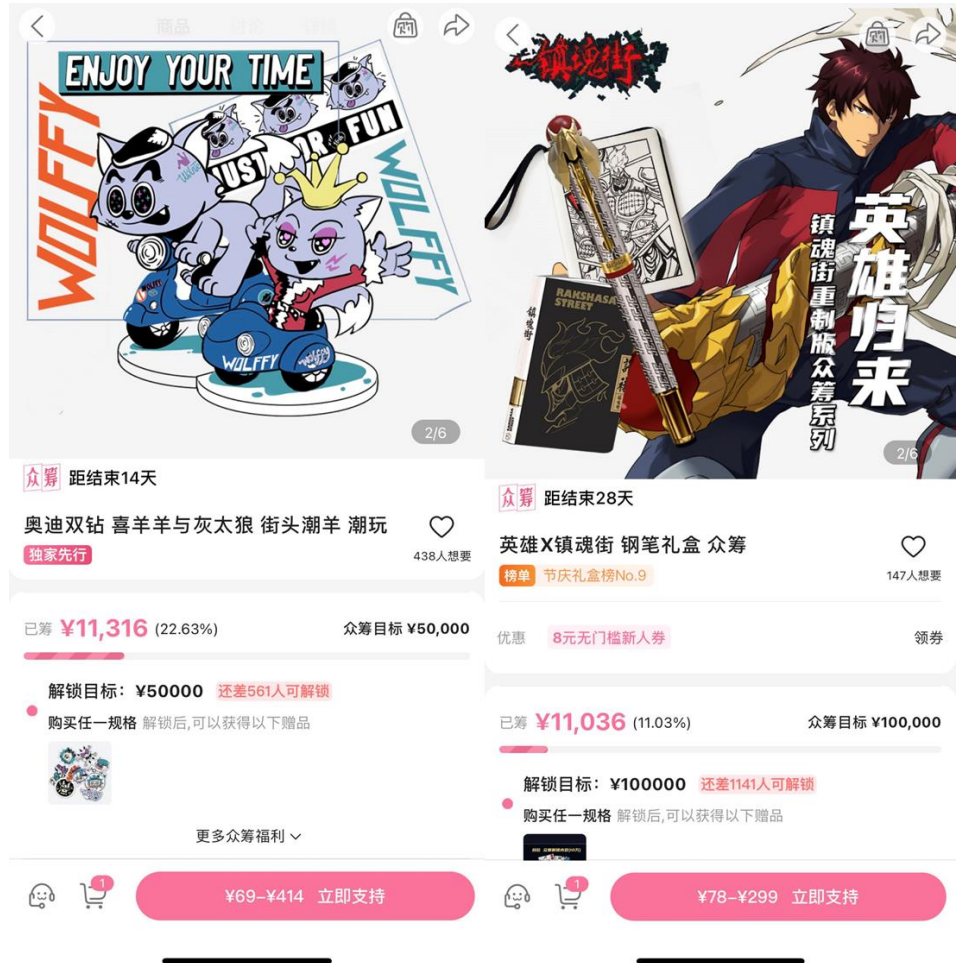
平台	微短剧布局	商业模式
快手	2019 年上线“快手小剧场”，2020 年 12 月启动星芒计划，以吸引和激励半专业内容创作者制作涵盖更广泛主题的优质短剧。快手短剧拥有超过 6 万名内容创作者，其中有超 8000 位创作者已累计获得超过 10 万名粉丝。2021 年 3 月，公司日均有超过 2 亿用户在快手短剧观看短剧。与网文平台米读、喜剧厂牌开心麻花等建立合作，以获取优质文学作品的版权，从而鼓励内容创作者藉此进行短剧创作。	先对站内短剧进行评级，继而按照千次有效播放单价计费，评级越高分账单价越高
抖音	2021 年起步，计划开发 30+部 S 级精品微短剧。2021 年陆续上线了《做梦吧，晶晶》《男翔花园》等微短剧。	/
微视/ 腾讯视频	2020 年起步。2020 年底，宣布将投入 10 亿元资金扶持微剧业务发展，同时开启精品微剧扶持计划“火星计划”。2021 年，腾讯微视计划上线超过 100 部微短剧。	/
优酷	2020 年 2 月上线了“小剧场”频道，其中单集时长 15 分钟以下的“迷你剧”成为短剧内容的主力阵营。	“会员+广告分账”和“流量分账”等
随刻视频/ 爱奇艺	2018 年下半年推出竖屏短剧《生活对我下手了》；2020 年《重启之极海听雷》推出的衍生剧《平妖往事》	会员付费期分账+广告分账期分账+招商分账”的模式
芒果 TV	2020 年开始大芒短剧计划；2021，芒果 TV 上线了《陛下在左，老板在右》等 3 部微短剧	分账政策
B 站	2019 年开始，联合兔狲文化投资了单集 8 分钟时长的短剧《不思异：录像》，目前“不思异”系列已推出 5 部	/

资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

➤ 实体物品——周边、潮玩等

国产IP价值提升+商业化形式走向多元，充分释放IP的商业价值。芒果超媒依托强大的内容开发能力率先成为长视频平台中首家盈利的公司，依托内容优势实现会员与广告收入的快速增长，内容优势以及既往IP价值的沉淀可以进一步发挥——公司打造了小芒电商，搭建了汉服、潮玩、萌宠、密逃四个核心频道，引进了超500个艺人和超1000位KOL，探索长视频内容IP的强大商业价值，不断加固芒果TV的商业护城河。B站会员购开启“众筹”新玩法，为信仰充值。国漫IP《灵笼》在B站会员购开启众筹项目，5月累计众筹超1665万元，创下国漫IP周边众筹记录。IP价值通过合适的商业化形式充分释放，也是对创作者的奖励，优质作品获得良好回报有助于更多优质内容的产出。

图表40: 奥飞娱乐镇魂街、喜羊羊与灰太狼 IP 加入 B 站众筹项目



资料来源: Bilibili 移动端、万联证券研究所

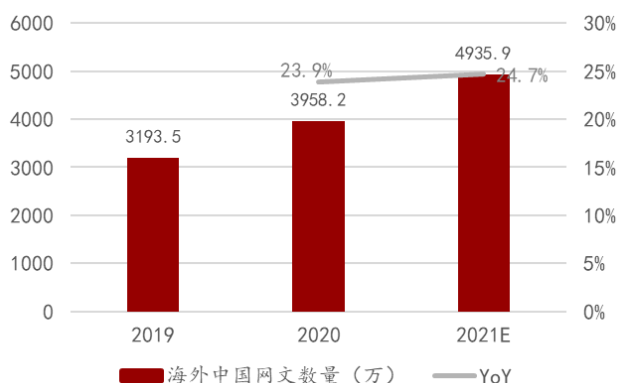
2 出海: 发现新大陆, 文化与能力的输出

2.1 基于文化影响力: 国力强盛、文化自信提升下的长久趋势

➤ 网文&影视

网文出海供需两端均快速增长, 未来看好基于中华文化叙事的作品更多输出。中国网络文学产业经过20多年积累沉淀, 产生了一批优秀的网络文学作家和一系列高质量网络文学作品, 借助海外翻译的二次传播, 网络文学已经成为国际间跨文化交流的重要渠道, 其影响力也在不断扩大。据艾瑞咨询的数据, 2019年海外网文市场规模达4.6亿元, 相对同期国内201.7亿元尚有较大差距, 市场处于发展的初期阶段; 从地区上看, 受众现以欧美和东南亚为主, 并覆盖40多个“一带一路”沿线国家和地区。随着出海网文产业链的成熟, 面向海外的原创作者数量在快速增加, 如起点国际的相关作者由19年的不到3万增加到20年的超过6万。不同文化背景的读者对网文的偏爱类型有差异, 对于东亚和东南亚地区读者而言, 历史和古代言情等作品受众较广, 而欧美地区受众更偏爱玄幻和武侠类作品。对于历史上非中华文化辐射范围的国家地区, 或可探索与这些国家和地区的文化兼容的可能性, 而非仅“迁就”读者的文化背景叙事, 由全人类共通的情感为切入口并承接兼有中华文化叙事的作品。

图表41: 2019-2021年海外中国网络文学用户规模



资料来源: 艾瑞咨询、万联证券研究所

图表42: 2019年中国网络文学作品出海数量



资料来源: 艾瑞咨询、万联证券研究所

内容与模式输出并行,国内头部阅读平台纷纷加码出海赛道。阅文集团近几年一直在加强海外布局,推动网文和中国文化向海外输出更深层次的内容,同时也在积极培育海外原创内容,推动海外产品内容的本地化运营,加强与国际网络文学巨头合作以期输出高品质文学作品。2016年12月,阅文集团与“武侠世界”签署10年的翻译和电子出版合作协议,初步达成20部作品合作协议;2018年10月,阅文集团正式宣布完成对韩国原创网络文学平台Munpia的战略投资;2019年6月,阅文先后宣布与传音控股、新加坡电信集团建立战略合作关系。2021年6月3日,阅文集团宣布了“大阅文”战略升级,提出成为全球顶尖的文化产业集团的愿景。在未来,阅文也会积极拓宽海外分发渠道,与海外当地媒体市场建立深度合作关系,加大中国网络文学作品在国外的影响力。国内另一网文平台掌阅科技也将海外业务作为未来的重要发力点之一,据公司近期调研交流披露,近两年海外业务增长幅度较大,占整体规模的10%左右,未来可能会高于这个比例。

影视是网文IP的放大器,改编影视作品出海有助于扩大IP影响力。影视作品将网文通过光影形式表达,有更强的传播力及传播效果,有助于IP的具象化,进而扩大影响力。据艾瑞咨询调研,影视剧也是中国网文衍生改编的内容类别中偏好度最高的类别。与网文类似,影视剧也是内容与渠道双输出,主要出海地区为文化相似度较高的东南亚地区,1):内容:电视剧《香蜜沉沉烬如霜》在多个海外流媒体平台上线,等曾获得“首尔国际电视节海外最具人气奖”;2021年现象级剧集《山河令》同时上线韩国本土的头部流媒体平台TVING、WATCHA,全球最大流媒体平台Netflix亦同步上线;2)内容渠道同步:爱奇艺自2019年6月正式推出了国际版本iQIYI,据爱奇艺最新财报显示,1Q21海外市场的MAU同增77%,体现不俗增长势能;腾讯视频推出WeTV,要做以华语内容和本土内容双核驱动的视频服务平台,持续在国际舞台上承担中华文化输出的功能;芒果TV国际APP(MangoTV)目前下载量已超3800万,芒果TV国际APP在疫情期间利用海外全媒体矩阵主动同时发声,展现出主流媒体的反应力、执行力以及强烈的使命感。从内容上线情况来看,爱奇艺、WeTV(腾讯视频)、芒果TV的国际版均有其独家内容,WeTV除国内内容外还自制了海外地区本土的剧集。

图表43: WeTV 电视剧片库最热 Top16, VIP/独播/自制内容为主



资料来源: WeTV、万联证券研究所

注: 观测时点为2021年6月19日。

图表44: iQIYI App 在各国家/地区 iOS 娱乐排行榜排名

排名	地区	数量
1		0
2 - 10	中国香港 #8	13
	中国澳门 #2	
	马来西亚 #5	
	文莱 #3	
11 - 20	不丹 #13	3
	柬埔寨 #19	
	沙特阿拉伯 #18	
	越南 #7	
21 - 50	多米尼加共和国 #40	11
	新西兰 #28	
	埃及 #24	
	挪威 #27	
51 - 100	韩国 #84	23
	圭亚那 #86	
	危地马拉 #89	
	斯里兰卡 #85	
	佛得角 #77	
	利比里亚 #59	
	尼日利亚 #63	
	印度 #83	
	澳大利亚 #62	
	秘鲁 #86	
	蒙古 #91	
	阿尔及利亚 #51	
卡塔尔 #57		
毛里塔尼亚 #82		
坦桑尼亚联合共和国 #76		
约旦 #81		
巴拉圭 #95		
萨尔瓦多 #90		
密克罗尼西亚联邦 #96		
巴林 #68		
科威特 #70		
尼日尔 #62		
突尼斯 #66		

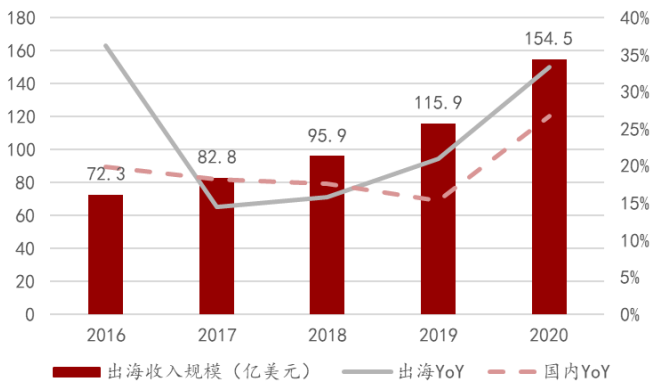
资料来源: 七麦数据、万联证券研究所

注: 观测时点为2021年6月15日。

➤ 游戏

海外市场增速快于国内市场, 成熟市场深耕与新兴市场开拓并行。2018年在国内游戏版号暂停发放、国内流量红利消退等多重因素叠加下, 国内厂商纷纷出海寻求机会, 出海市场收入加速提升。据伽马数据, 2020年国内自研游戏的出海收入达154.5亿美元, 同增33.25%, 连续2年快于国内市场增速。从目前出海收入占比来看, 成熟市场美国、日本占比较大, 高ARPU值及良好的付费习惯有助于已深耕相关市场的中国厂商持续获益; 从地区潜力上看, 南美、中东地区增量市场增速强劲。从题材分布上看, SLG占据第一大品类且地位不变。SLG题材主要包括西方奇幻题材、三国题材、中世纪题材以及其他历史题材等。三国题材在亚太地区有着强影响力, 是港澳台、东南亚地区出海的主力题材之一, 三国题材的热度始终不减, 充分体现了中华文化的文化辐射力。

图表45: 2016-2020年中国自主研发游戏海外市场收入规模



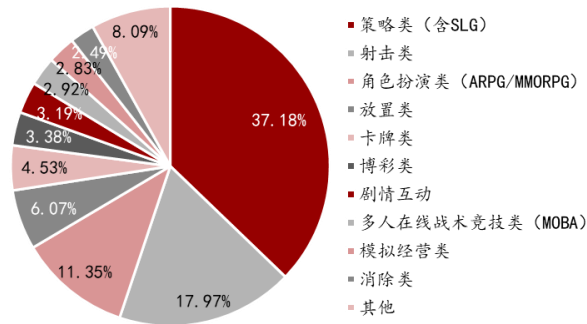
资料来源: 伽马数据、万联证券研究所

图表46: 2020年中国自研游戏重点出海地区收入增速 Top5



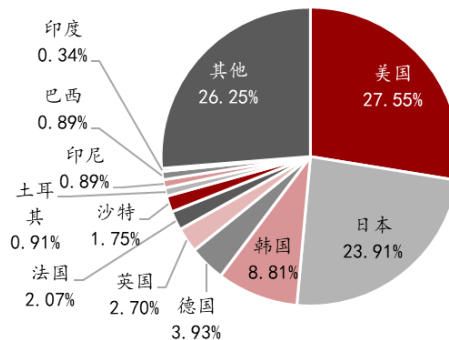
资料来源: 伽马数据、万联证券研究所

图表47: 2020年中国自研手游海外市场收入 Top100 类型占比



资料来源: 伽马数据、万联证券研究所

图表48: 2020年中国自研游戏海外重点地区收入占比



资料来源: 伽马数据、万联证券研究所

2.2 基于模式复制: 国内人口优势炼就能力的外溢输出

➢ 算法能力-短视频出海

以TikTok为代表的短视频平台在海外诸多国家地区的应用榜单前列, 背后是其国内版应用抖音依靠国内的人口优势形成的数据积累加上不断算法迭代构建的强大算法壁垒。TikTok成为海外新兴广告投放平台, 具备服务能力强、用户年轻化等比较优势。得益于TikTok更年轻的用户群体, 许多海外的中小商家特别是中小型互联网公司成为TikTok海外产品广告收入的主要客户。字节通过复制国内抖音平台广告投放的模式, 利用“穿山甲”这一多平台投放系统, 为商家匹配合适的广告平台, 帮商家获客、引流。TikTok广告、销售团队的每一名成员都会被分配若干客户进行长期对接, 确保客户的持续投放。相较于传统的Google、Facebook的自动化广告而言, TikTok的广告投放更符合为客户提供一揽子营销方案的特征, 易于形成更高的客户黏性, 但由于进入相关市场较晚, 产品特征带来的对用户数据搜集维度较二者更少。

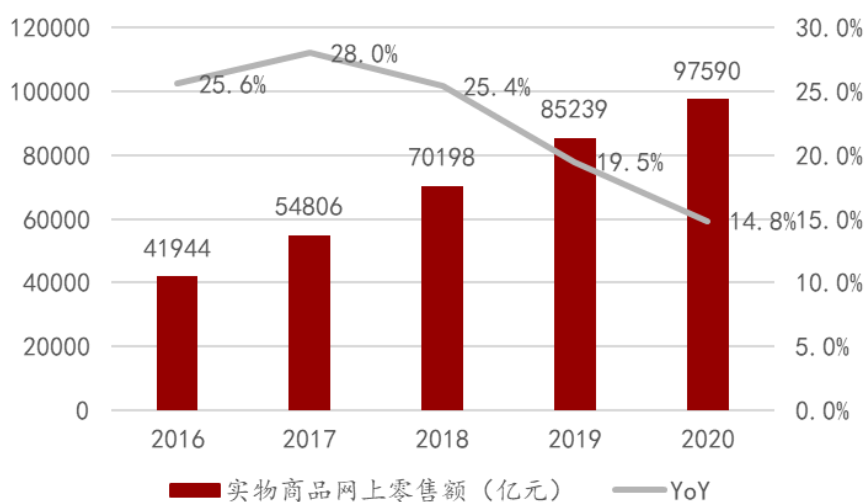
出海表现上, 抖音商业化进展迅速, 快手目前尚处于用户培育阶段。据晚点LatePost数据, 从2020年11月到2021年5月初字节跳动海外产品的每日广告收入从近400万美元

增长到900万美元，其中主要来自TikTok。除了抖音，快手海外版Kwai、SnackVideo、Zynn也加强攻势，主要面向海外人口大国。据快手1Q21财报，快手海外市场平均MAU为1.5亿，用户黏性(DAU/MAU)仅为30%，约为国内这一数值的一半，海外市场培育尚需时日观察。国内短视频行业用户渗透率难有提升空间，且在抖快两强格局后，“流量的尽头”微信以视频号入局再度加剧竞争，国内短视频行业竞争出现一定程度的内卷，而国外市场短视频渗透率依然较低，这块增量市场成为抖快相争的新战场。

► 供应链、物流、支付等基础设施-电商出海

受益于国内良好的政策和经济环境，国内一些电商平台已初具规模，培育了大批次产品供应能力并累积了运营经验。国家统计局数据显示，2020年中国实物商品网上零售额9.8万亿元，在疫情席卷、本身高基数下依然增长14.8%，占社会消费品零售总额比值达到24.9%，全年快递业务量达833.6亿件，电商直播超2000万场，中国已连续8年成为全球第一大网络零售市场。

图表49: 2016-2020年中国实物商品网上零售额及占比



资料来源: 国家统计局数据、万联证券研究所

阿里、腾讯、京东依据自身禀赋及偏好进行投资布局，国内反垄断高压下海外市场将更加重要。阿里巴巴偏好控股型，输出线上零售经营技术、物流基建等。阿里巴巴在控股Lazada后，开发了独立的品牌商城LazMall(对应国内“天猫商城”)，完成B2C/C2C的分离；在国内积累多年的工具移植到Lazada平台；购物节移植等。在最近的FY21Q4财报交流会上，管理层表示全球化战略依然为未来的三大战略之一，并将继续投入海外(重点是法国和西班牙)的跨境物流骨干节点建设，发展目标市场的本地运输网络，为跨境海外本地电商业务的发展提供基础设施的支撑。与阿里不同，腾讯和京东主要为参股投资，据腾讯总裁刘炽平表示，在参股公司SEA从代理游戏变为自主研发再到发展电商Shopee的过程中提供了许多帮助。京东选择与自身盈利模式相似的电商合作，投资了拥有自营物流体系的越南电子商务网站Tiki.vn。

除了巨头的资本与经验输出，还有供应链能力的外溢。中国一度被称为“世界工厂”，长期从事价值链中相对较低的代工贸易环节，这些能力在适当的时机可转化为难以复制的商机，以Shein为代表的跨境电商就是典型案例。Shein以柔性供应链+出海线上的模式成为品类里的隐性冠军，把国内柔性供应链培养成熟，塑造出一种新产业基础设施，使整个链条、生态成熟，供应链能力成为Shein的核心竞争力。不同于传统的服装品牌试图基于传统供应链做改良而实现快反，新零售品牌完全基于新的基础设施而生，Shein通过“低成本快速大量上新”，覆盖每一个流行趋势。

➤ 延展广告运营-梯媒出海

分众在东亚、东南亚地区布局，打造业绩新增长点。分众传媒出海始于2017年，在韩国设立子公司；2018年相继在新加坡、印度尼西亚等海外市场进行布局，向世界输出楼宇电梯媒体这一中国原创模式。截至2020年末，境外子公司拥有媒体设备约7.3万台，覆盖了韩国、泰国、新加坡和印度尼西亚等国的30多个主要城市。分众韩国子公司以与LG合资形式，在韩国现在拥有超过5万块屏幕，点位主要在首尔以及周边城市，营收在2-3亿元，即使有疫情影响，近几年也一直在保持增长。分众第2个实验城市是新加坡，目前也处于盈利状态，营业收入约8000万元-1亿元，利润在2000-3000万元。2021年4月，印尼市场也越过盈亏平衡点。分众在中国香港、泰国市场不断地开发，泰国也开发到一定的量级。公司将持续推进海外市场业务布局，未来海外业务将成为公司新的业绩增长点之一。

3 投资建议

3.1 投资主线

年度策略和周报中的三条投资主线作为中长期趋势依然维持不变，即**技术迭代、人口迭代、文化变现潜力**，我们变换视角从供需两端提出新主线。

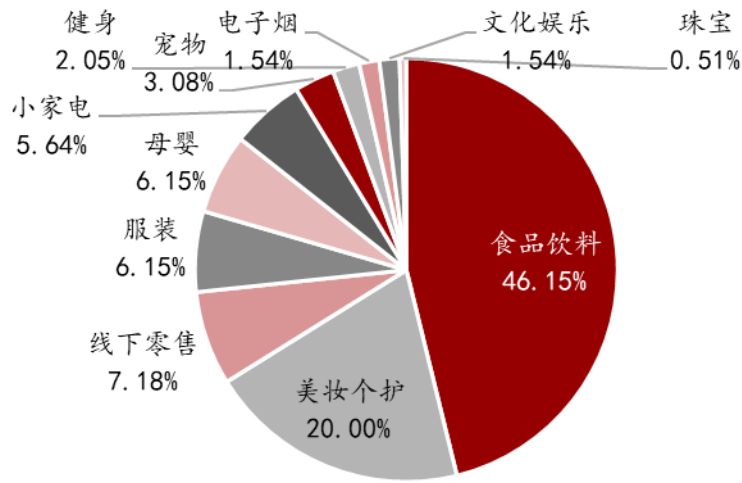
➤ 看供给

传媒行业围绕内容展开变现，随着行业发展重点逐渐从获客端的「流量逻辑」转移到**供给侧（优质内容）**。具体来说，PGC内容看精品化，打造具有长久生命力的IP价值是关键，对内容的消费从单一载体的一次性消费，到更长生命周期的多元载体消费，看好具有持续打造优质内容生态的公司；PUGC/UGC内容构成社区丰富生态，进而演化出广告、电商、直播等多元变现方式，主要围绕个人IP链接如上内容样态，看好用户黏性高、社区良性快速发展的平台。

➤ 看需求

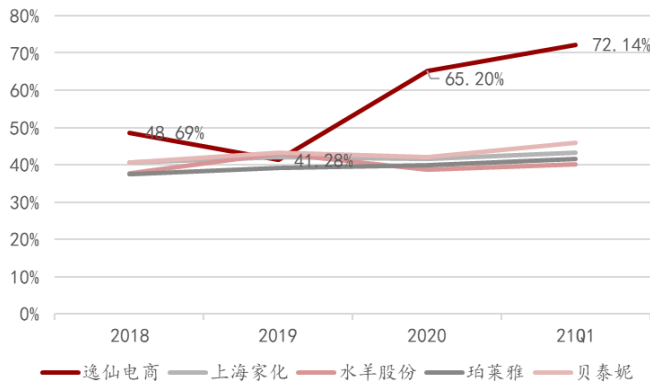
新人群的偏好，为行业带来改造置换及全新增量，好的营销是树立品牌心智的不二法门。具体来说，消费领域，Z世代消费习惯在重塑行业，在实体消费领域，新国货崛起。据华兴资本《中国创新经济报告》显示，Z世代整体消费规模预计将增至16万亿元，较目前增长4倍。**对于新消费品牌来说，两阶段的“跟风”将共同推动广告营销支出的增加：融资阶段**，资金以追逐赛道的角度纷纷押注其他同行看好的赛道，使得相关品类获得融资额水涨船高；由于消费行业新品牌竞争和推新的速度在加快，**在获得充足融资后**，各品牌均“不甘人后”，短期内“高举高打”式投放，以求快速抢占消费者心智。据亿邦动力研究院统计，新消费领域在2020年约有200起融资事件，其中融资过亿元的品牌超过30家，食品和美妆两大赛道最受资本青睐，服装则获得了最大的融资规模。线上渠道上，人均时长最长的短视频平台、以Z世代人群为主的B站广告预算不断增长；线下渠道上分众传媒为最重要的流量入口，已成为广告主塑造消费者心智的“必选项”。

图表50: 近年来融资主要流向营销费率较高的新消费赛道



资料来源: 亿邦动力、万联证券研究所

图表51: 新消费品牌完美日记销售费率远高于同类传统品牌



资料来源: Wind、万联证券研究所

注: 逸仙电商成立于2016年, 对比的同类品牌中成立最晚的水羊股份成立于2012年。

图表52: 完美日记、薇诺娜在分众传媒的广告展示



资料来源: 江南春微博、万联证券研究所

3.2 个股推荐

➤ 芒果超媒 (300413.SZ)

短期看季风剧场带来用户破圈、全年重点综艺《哥哥的滚烫人生》的爆款可能, 中期看基于内容的衍生业务小芒电商 (聚焦Z世代的生活方式, 是芒果优势内容的自然延伸, 实现明星种草带货的销售闭环) 和剧本杀实体娱乐 (密室、剧本杀具有内容和运营优势, 且市场增速快、空间大) 的全新增量, 长期看公司IP商业化能力突出下不止于内容, 逐步发展基于内容IP的衍生业务 (从《明星大侦探》到线下剧本杀市场的火

热，芒果加入并成为头部玩家)。

风险提示：会员增长出现滞缓风险；内容上线时间或表现不及预期；新业务拓展不及预期。

➤ **吉比特 (603444.SH)**

集游戏研发、运营于一体，核心IP《问道》及《问道手游》已经验证了长生命周期，为业绩中坚；21年自研《一念逍遥》及代理《摩尔庄园》表现均超出市场预期，前者以差异化的修仙题材、“放置+”玩法取得了较好的商业化成果，目前运营活动均能取得iOS畅销榜Top10的成绩，初步显现能够长线运营的势能；后者是众多Z世代童年时期玩过的《摩尔庄园》页游的手游版产品，凭借极具知名度的怀旧IP+出色社交系统+独特运营活动引发出圈的玩梗与二创，由玩家自发扩大游戏声量，有望成为休闲经营品类的常青树，带来长期稳定流水贡献，且对公司的意义不仅在收入和利润层面，更在于战略层面——《摩尔庄园》作为大IP为公司带来更广泛的用户，有望为后续雷霆游戏代理打开更大局面。

风险提示：市场竞争加剧、产品上线推迟或表现不及预期、老游流水下降、市场风险偏好波动。

➤ **分众传媒 (002027.SZ)**

对生活圈媒体稀缺性价值长期看好，梯媒表现远跑赢广告大盘，分众传媒具有拥有核心点位、竞争环境改善、点位优化后业绩走出低谷等多重优势叠加，**其广告价值获得越来越多行业厂商认可**（梯媒的最大线下流量入口的价值、分众作为为客户提供一揽子方案的“营销顾问”的能力、越来越多品牌成功通过分众引爆带来的示范效应、线上流量价格愈发走高下梯媒价值的凸显等），**公司议价能力提升，打开提价空间**（一年两次）；**多层次、多行业客户需求拉动，未来经营较少受到单一行业变化扰动，向上周期中利润增长弹性大。**

风险提示：互联网领域融资收紧；新兴媒介分流广告主预算；竞争对手进一步获得融资。

➤ **新媒股份 (300770.SZ)**

21年为公司转型发展元年，IPTV/OTT牌照优势+基础用户增长构成增长的第一阶段，后续针对用户价值的挖掘（拓展内容、广告变现）成为未来增长看点。20年11月，公司升级打造“喜粤TV”品牌，继续强化内容产品运营，并提出将从播控平台走向主流媒体平台的战略。当前估值处于低位，业绩成长性与估值修复、提升逻辑兼具。

风险提示：增值业务发展不及预期、内容布局不及预期、广告业务拓展风险。

➤ **完美世界 (002624.SZ)**

全端布局、研发实力突出，经典产品实现长线运营，既有优势不断巩固的同时，全力开拓新局——面向Z世代用户打造产品。短期看，21年迎来产品大年：《战神遗迹》（ARPG，已于5月20日上线）、《梦幻新诛仙》（3D回合制，定档6月25日）、《幻塔》（二次元开放世界MMORPG，预计暑期档）。**影视包袱卸除+游戏产品大年，21年业绩可期。**

风险提示：产品上线时间及表现不及预期风险；游戏及影视行业政策风险；核心人员流失风险。

4 风险提示

政策监管风险、新游延期上线及表现不及预期、全球地缘政治风险、疫情反复风险、商誉减值风险。

传媒行业推荐上市公司估值情况一览表
(数据截止日期: 2021年06月18日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产	收盘价	市盈率			市净率	投资评级
		20A	21E	22E	最新		20A	21E	22E	最新	
300770	新媒股份	2.49	2.88	3.78	12.02	50.20	20.17	17.41	13.26	4.18	买入
002027	分众传媒	0.27	0.42	0.49	1.26	9.05	33.18	21.50	18.45	7.19	增持
300413	芒果超媒	1.11	1.43	1.69	6.38	68.33	61.37	47.90	40.47	10.71	增持
002624	完美世界	0.80	1.35	1.71	5.69	20.86	26.13	15.51	12.21	3.67	买入
603444	吉比特	14.56	22.09	24.82	58.16	537.00	36.88	24.31	21.63	9.23	增持

资料来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场