

传媒 9 月经营跟踪：游戏公司 Q3 业绩回暖

基本结论

■ 9 月游戏经营跟踪：

政策端：游戏行业发起《网络游戏行业防沉迷自律公约》，后续关注游戏监管的动向。我们认为目前政策端与 18 年 Q4 较为类似，市场或在关注版号的发放时间。9 月多家游戏公司联合发起《网络游戏行业防沉迷自律公约》，《英雄联盟手游》10 月 8 日正式上线反映出重点游戏已对未成年防沉迷保护规范做出相应的调整。我们认为未成年人防沉迷保护规范化后，需要关注游戏行业监管的动向。

- **行业端：重点公司 Q3 业绩回暖，手游出海成大趋势。**随着新产品逐步进入变现期，游戏公司 Q3 业绩环比有所改善，如三七互娱 Q3 归母净利润预计环比增长 1%-15%。出海端，39 个中国厂商入围 9 月全球手游发行商收入榜 TOP100，合计收入近 25.2 亿美元，环比上升 3.7%，占全球 TOP100 手游发行商收入的 41.5%，收入和占比均创历史新高。

■ 9 月流媒体经营跟踪：

政策端：电视剧备案数量保持稳定，都市题材仍是主流。9 月国家广播电视总局发布全国电视剧拍摄制作备案公示 39 部，5-9 月公示数量保持稳定，题材仍以都市题材为主，占比 51%。

影视赛道：热门影视剧播放平台上，爱奇艺、腾讯保持领先地位。根据德塔文数据，2021 年 9 月，电视剧景气指数排行榜前 10 作品中，腾讯视频、爱奇艺播放占比分布为 60%、30%，保持较高水平。

综艺赛道：芒果 TV 新综《哥哥》持续优异表现，哔哩哔哩新综热度提升。根据骨朵数据，9 月全网热度前 10 综艺中，哔哩哔哩凭借综艺《90 婚介所》、《我的音乐你听吗》的热度提升，占比提升至 20%，芒果占比为 20%，其中芒果 TV 综艺《哥哥》持续优异表现，排名全网热度榜 Top1。

杨晓峰 分析师 SAC 执业编号：S1130520040001
yangxiaofeng@gjzq.com.cn

伍兆丰 联系人
wuzhaofeng@gjzq.com.cn

投资建议

Q3 业绩环比逐渐改善，低估值游戏板块和优质流媒体有望获得更多关注：核心公司 Q3 爆款游戏表现较好，业绩环比有所回升，随着新产品逐步进入变现期，其变现能力逐步显现；同时随着游戏出海的持续进行，海外市场有望成为游戏公司发展的新驱动因素。优质流媒体公司随着 Q3-Q4 的热门综艺和影视剧持续推出，有望持续推动业绩增长。建议关注标的：三七互娱、芒果超媒、吉比特、宝通科技。

风险提示

- 影视综艺节目上线表现及招商情况不及预期；游戏上线表现不及预期；线下恢复不及预期；行业政策风险

内容目录

一、游戏板块 9 月跟踪	4
1.1 9 月政策层面跟踪	4
1.2 行业层面跟踪	4
1.3 重点个股跟踪	8
二、流媒体板块 8 月跟踪	12
2.1 行业政策跟踪	12
2.2 影视热度跟踪	12
2.3 综艺热度跟踪	14
2.4 国创动漫热度跟踪	17
2.5 电影票房跟踪	18
三、投资建议	19
四、风险提示	21

图表目录

图表 1: 6-9 月版号过审数量	错误!未定义书签。
图表 2: 2021.03-2021.09 中国手游市场实际销售收入规模 (单位: 亿元)	5
图表 3: 2021 年 Q3 VS Q2 前四大行业广告投放占比	5
图表 4: 2021.03-2021.09 中国自研手游海外市场实际销售收入规模 (单位: 亿美元)	6
图表 5: 9 月中国 App Store 手游收入 Top10	6
图表 6: 9 月中国手游发行商收入 Top30	7
图表 7: 8 月中国手游发行商收入 Top30	7
图表 8: 19Q1-21Q3E 三七互娱单季度归母净利润 (万元) 及同比增速	8
图表 9: 三七互娱代表性手游国内 iOS 畅销榜排名	9
图表 10: 三七互娱代表性手游美国 iOS 畅销榜排名	9
图表 11: 三七互娱代表性手游日本 iOS 畅销榜排名	9
图表 12: 19Q1-21Q3E 吉比特单季度归母净利润 (万元) 及同比增速	10
图表 13: 吉比特代表性手游国内 iOS 畅销榜排名	10
图表 14: 19Q1-21Q3E 完美世界单季度归母净利润 (万元) 及同比增速	11
图表 15: 完美世界代表性手游 iOS 畅销榜排名	11
图表 16: 5-9 月备案电视剧 (部)	12
图表 17: 5-9 月备案电视剧类型分布	12
图表 18: 9 月电视剧景气指数排名 Top10	13
图表 19: 8 月电视剧景气指数排名 Top10	13
图表 20: 9 月连续剧景气指数 Top10 播出平台占比	14

图表 21: 8月连续剧景气指数 Top10 播出平台占比.....	14
图表 22: 9月综艺热度指数 Top10.....	15
图表 23: 8月综艺热度指数 Top10.....	15
图表 24: 9月热度前十综艺平台独占比例.....	15
图表 25: 8月热度前十综艺平台独占比例.....	15
图表 26: 6-9月新播综艺及广告植入数量情况.....	16
图表 27: 9月新播网络综艺植入广告品牌数量以及投放节目数量情况.....	17
图表 28: 网综9月主要行业广告投放占比.....	17
图表 29: 9月国创动漫热度排名.....	17
图表 30: 8月热度前 10 国创动漫播放平台占比.....	18
图表 31: 9月热度前 10 国创动漫播放平台占比.....	18
图表 32: 9月电影票房 Top10.....	19
图表 33: 9月影片票房占比.....	19

一、游戏板块 9 月跟踪

1.1 9 月政策层面跟踪

■ 游戏行业发起《网络游戏行业防沉迷自律公约》，后续关注游戏监管的动向。

我们认为目前政策端与 18 年 Q4 较为类似，市场或在关注版号的发放时间。我们认为版号发放的节奏或受到未成年防沉迷舆论、防沉迷新规调整和约谈的影响。其中 1) 8 月 30 日，国家新闻出版署近日下发《关于进一步严格管理 切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》，要求网络游戏企业仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日 20 点-21 点向未成年人提供 1 小时服务。措施出台后，将进一步规范未成年人游戏时间，同时需要游戏厂商对防沉迷系统做出相应调整，或影响版号发放节奏。2) 9 月 8 日中宣部和版署对腾讯、网易等重点网络游戏企业和游戏账号租售平台、游戏直播平台进行约谈，主要关注的重点仍在于进一步加强了对未成年人的保护，加强对未成年人防沉迷规范的落实。在游戏防沉迷逐渐规范化下，市场或在关注版号发放的时间。

游戏公司积极响应游戏防沉迷规范，9 月多家游戏公司联合发起《网络游戏行业防沉迷自律公约》。9 月 23 日，中国音像与数字出版协会游戏出版工作委员会在官方微信公众号发布了《网络游戏行业防沉迷自律公约》，公约由腾讯、网易、网龙、华为、米哈游、莉莉丝、三七互娱等 213 家游戏公司共同发起，对游戏企业提出了六大点要求，涉及强化防沉迷责任意识、落实实名认证、抵制不良内容、明确管理具体要求、遵守市场秩序、配合举办平台开展自查自纠，公约规定游戏企业（包括部分小游戏平台）必须全面接入国家新闻出版署网络游戏防沉迷实名验证系统。

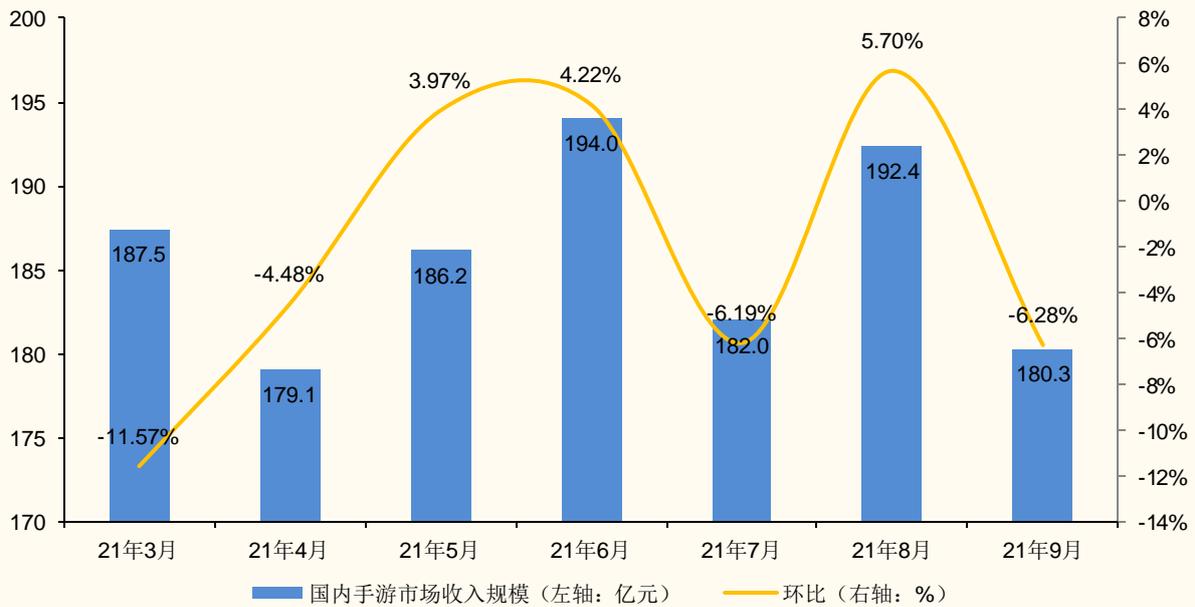
《英雄联盟手游》正式上线，后续关注行业监管的动向。9 月 8 日中宣部和版署对网易、腾讯等游戏厂商和游戏账号租赁平台、直播平台进行约谈，从腾讯的回应反映出约谈主要关注的重点仍在于进一步加强了对未成年人的保护，加强对未成年人防沉迷规范的落实。《英雄联盟手游》原定于 9 月 15 日上线，或受防沉迷系统调整等因素的影响，上线时间有所推迟。《英雄联盟手游》10 月 8 日正式上线反映出公司重点游戏已对未成年防沉迷保护规范做出相应的调整。我们认为未成年人防沉迷保护规范化后，后续需要游戏行业监管的动向。

1.2 行业层面跟踪

■ 2021 年 Q3 月中国移动游戏收入约 555 亿元，环比略有下滑

根据伽马数据 9 月发布的《2021 年 7-9 月移动游戏报告》显示，2021 年 9 月国内移动游戏市场规模为 180.3 亿元，环比下降 6.28%；而 7-9 月移动游戏市场实际销售收入 554.69 亿元，环比下滑 0.85%，同比增长 9.09%。一方面长线产品《王者荣耀》《阴阳师》《问道》等产品流水较上个季度有所下滑；另一方面，上季度上线产品《航海王热血航线》《摩尔庄园》等流水回落，虽然有新游带来增量，但是不足以补充下滑部分，整体较上季度微降。

图表 1: 2021.03-2021.09 中国手游市场实际销售收入规模 (单位: 亿元)



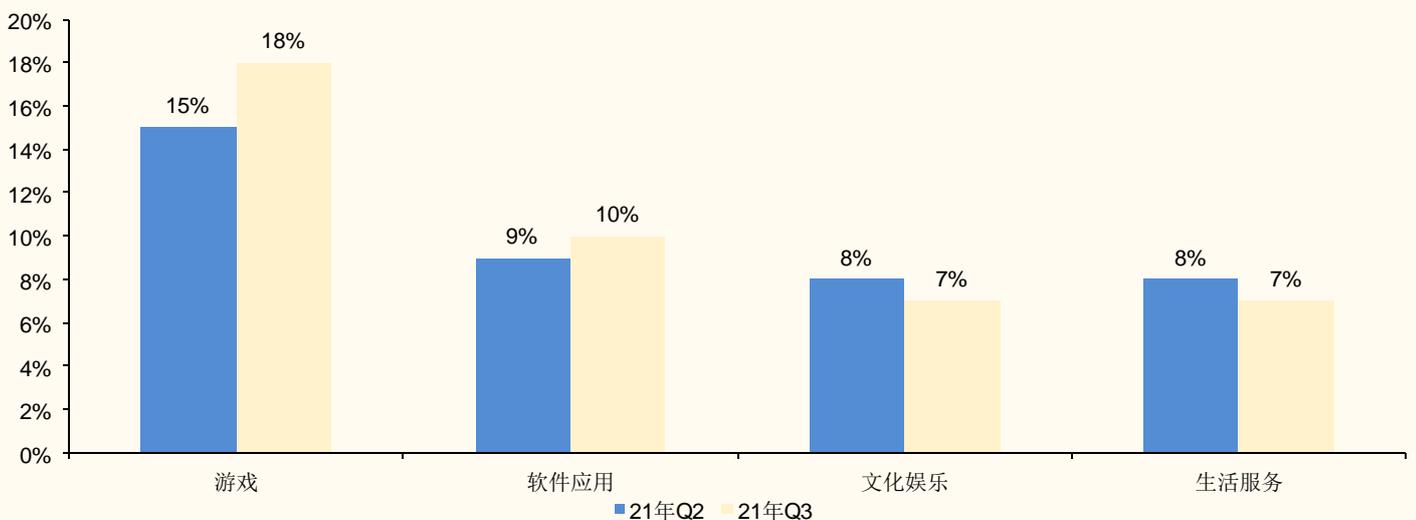
来源: 伽马数据、国金证券研究所

海外市场方面, 2021年9月中国自研产品在海外销售收入约 16.06 亿元, 环比下降 6.19%; 而 7-9 月中国自主研发游戏海外市场实际销售收入为 49.66 亿美元, 环比增长 12.77%。Q3 整体保持稳步增长, 游戏出海已经成为大势所趋。主要原因是移动游戏《原神》《三国志·战略版》《Puzzles & Survival》等产品海外流水上升; 《天涯明月刀》《天地劫: 幽城再临》等产品第三季度在海外上线, 也带来一定增量。

■ 2021 年 Q3 游戏行业广告占比最高, 相比 Q2 季度广告投放力度上升

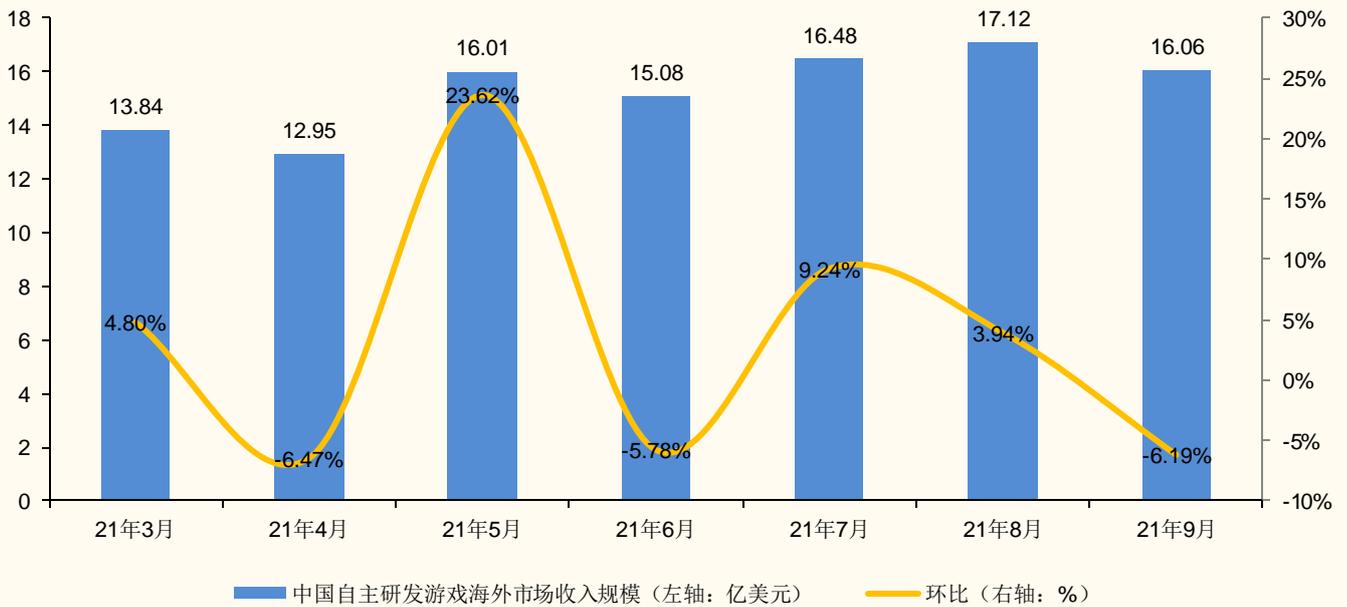
根据 App Growing 9 月发布的《2021 年 Q3 移动广告投放市场分析》, 对比 2021 年 Q3 与 Q2 TOP 行业两个季度的广告投放占比, 2021 年 Q3 游戏行业广告仍然占比最高, 相比 Q2 季度广告投放力度上升, 从 15% 增至 18%。其余行业中, 软件应用、文化娱乐、生活服务占比较大, 相比 Q2 均较为稳定。

图表 2: 2021 年 Q3 VS Q2 前四大行业广告投放占比



来源: 伽马数据、国金证券研究所

图表 3: 2021.03-2021.09 中国自研手游海外市场实际销售收入规模 (单位: 亿美元)



来源: 伽马数据、国金证券研究所

■ 中国 App Store 手游收入排行榜

根据 Sensor Tower 数据, 2021 年 9 月, 腾讯《王者荣耀》、网易《哈利波特: 魔法觉醒》、腾讯《和平精英》居收入榜前三, 米哈游《原神》、网易《梦幻西游》紧随其后。与上月相比, 网易《哈利波特: 魔法觉醒》9 月初上线, 腾讯《金铲铲之战》8 月底上线, 均表现优异, 9 月 iOS 收入分别位列第二和第六; 完美世界《梦幻新诛仙》、腾讯《天涯明月刀》、腾讯《QQ 飞车》则跌出榜单前十。

图表 4: 9 月中国 App Store 手游收入 Top10

排名	9 月前 10	开发厂商	8 月排名	8 月前 10	开发厂商	7 月排名
1	王者荣耀	腾讯	1	王者荣耀	腾讯	1
2	哈利波特: 魔法觉醒	网易		和平精英	腾讯	2
3	和平精英	腾讯	2	梦幻西游	网易	3
4	原神	米哈游	7	三国志·战略版	灵犀互娱	4
5	梦幻西游	网易	3	斗罗大陆: 魂师对决	三七互娱	
6	金铲铲之战	腾讯		穿越火线	腾讯	7
7	三国志·战略版	灵犀互娱	4	原神	米哈游	5
8	斗罗大陆: 魂师对决	三七互娱	5	梦幻新诛仙	完美世界	6
9	一念逍遥	吉比特		天涯明月刀	腾讯	8
10	穿越火线	腾讯	6	QQ 飞车	腾讯	

来源: Sensor Tower、国金证券研究所

■ 中国手游发行商收入排行榜

根据 Sensor Tower 数据，2021 年 9 月，共有 39 个中国厂商入围全球手游发行商收入榜 TOP100，合计收入近 25.2 亿美元，环比上升 3.7%，占全球 TOP100 手游发行商收入的 41.5%，收入和占比均创历史新高。（中国地区安卓渠道收入未计算在内）与 8 月相比，9 月中国手游发行商收入榜中，腾讯、米哈游、网易、三七互娱、趣加、莉莉丝、灵犀互娱稳定在前 7 名。

随着 9 月《原神》1 周年庆典的到来，米哈游收入环比增长 121.8%，重回全球手游发行商收入榜第 2 名。《哈利波特：魔法觉醒》上线后连续 20 余天位列中国 iPhone 手游下载榜榜首，稳居中国 iOS 手游畅销榜前三，在该游戏的带动下，9 月网易移动游戏收入环比增长 38%，同比增长 26.2%。吉比特旗下的雷霆游戏凭借《一念逍遥》西游联动上线及《问道》年度资料片和年度十一大服的推出，收入环比增长 20%，排名上升 6 位至第 16 名。

图表 5：9 月中国手游发行商收入 Top30

排名	游戏厂商	排名	游戏厂商	排名	游戏厂商
1	腾讯	11	龙创悦动	21	完美世界
2	米哈游	12	壳木游戏	22	朝夕光年
3	网易	13	麦吉太文	23	悠星网络
4	三七互娱	14	江娱互动	24	智明星通
5	趣加	15	沐瞳科技	25	哔哩哔哩
6	莉莉丝	16	雷霆游戏	26	尼毕鲁
7	灵犀互娱	17	乐元素	27	龙腾简合
8	天盟数码	18	4399 游戏	28	心动网络
9	博乐科技	19	游族网络	29	友谊时光
10	友塔游戏	20	有爱互娱	30	星合互娱

来源：Sensor Tower、国金证券研究所

图表 6：8 月中国手游发行商收入 Top30

排名	游戏厂商	排名	游戏厂商	排名	游戏厂商
1	腾讯	11	友塔游戏	21	游族网络
2	网易	12	麦吉太文	22	有爱互娱
3	米哈游	13	江娱互动	23	悠星网络
4	趣加	14	龙创悦动	24	智明星通
5	莉莉丝	15	壳木游戏	25	多益网络
6	三七互娱	16	雷霆游戏	26	友谊时光
7	灵犀互娱	17	沐瞳科技	27	尼毕鲁
8	博乐科技	18	朝夕光年	28	英雄互娱
9	完美世界	19	4399	29	龙腾简合
10	天盟数码	20	乐元素	30	哔哩哔哩

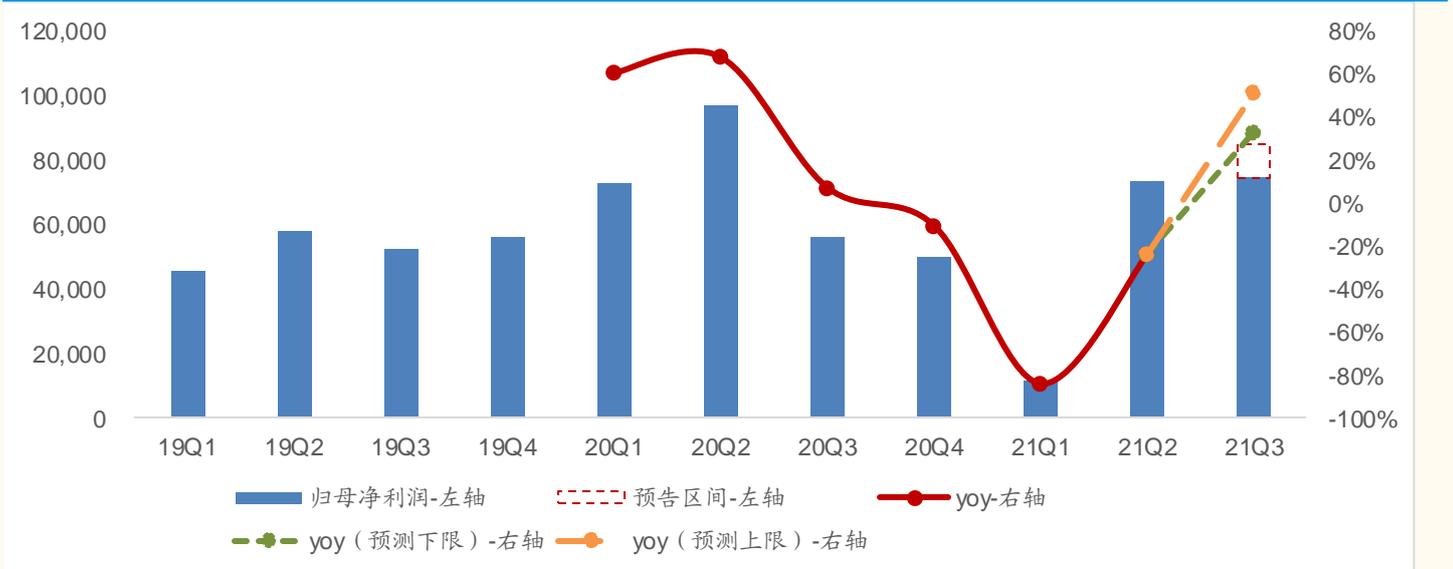
来源：Sensor Tower、国金证券研究所

1.3 重点个股跟踪

1) 三七互娱

- 根据公司公告，21 年 1-9 月归母净利润约 16-17 亿元，同比下降 24.8%-29.2%，Q3 同比回暖，归母净利润为 7.46-8.46 亿元，同比增长 33.5%-51.1%，主要因为 Q3 海外游戏保持稳步增长，主力 SLG 产品《puzzles & survival》在美国、日本地区表现良好；自研手游《斗罗大陆：魂师对决》Q3 上线后表现优异，根据公司公告，《斗罗大陆：魂师对决》预计 8 月流水超 7 亿元。

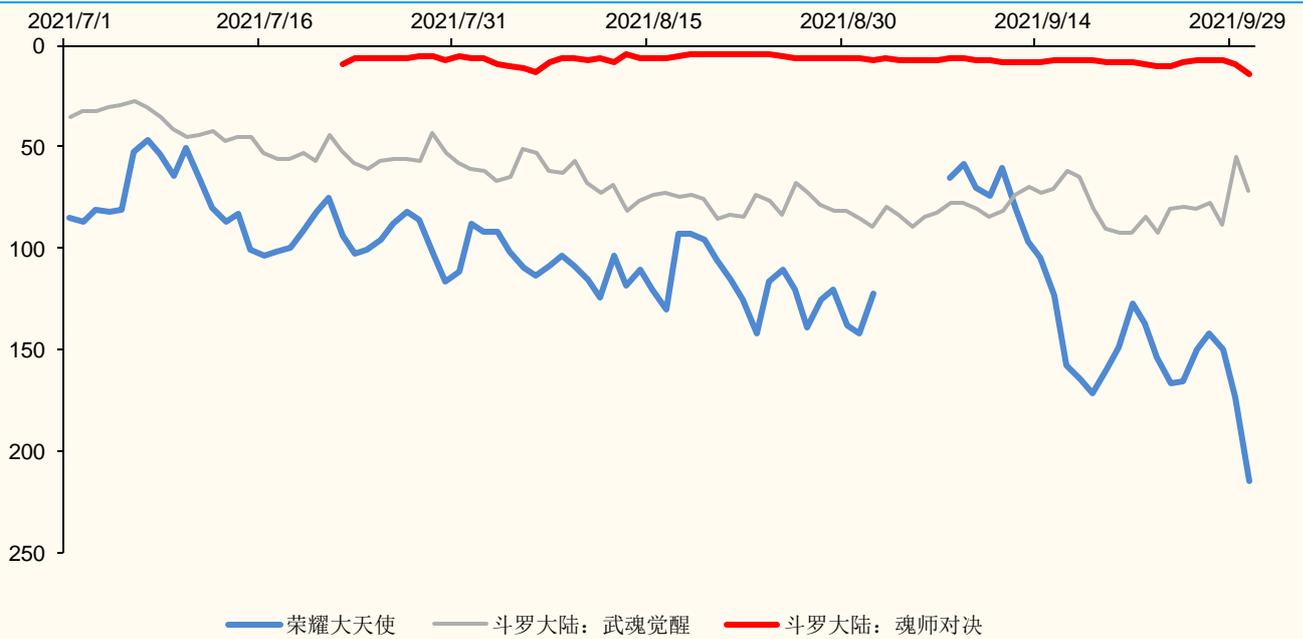
图表 7: 19Q1-21Q3E 三七互娱单季度归母净利润 (万元) 及同比增速



来源：公司公告、国金证券研究所

- 2021 年 1-9 月，三七互娱在国内主要手游为《荣耀大天使》、《斗罗大陆·武魂觉醒》、《斗罗大陆·魂师对决》，其中《斗罗大陆·武魂觉醒》目前稳定在 iOS 游戏畅销榜前 100，《荣耀大天使》则稳定在前 200 左右。7 月 22 日新上线自研手游《斗罗大陆·魂师对决》表现较为优异，9 月稳居 iOS 畅销榜第 10 左右。

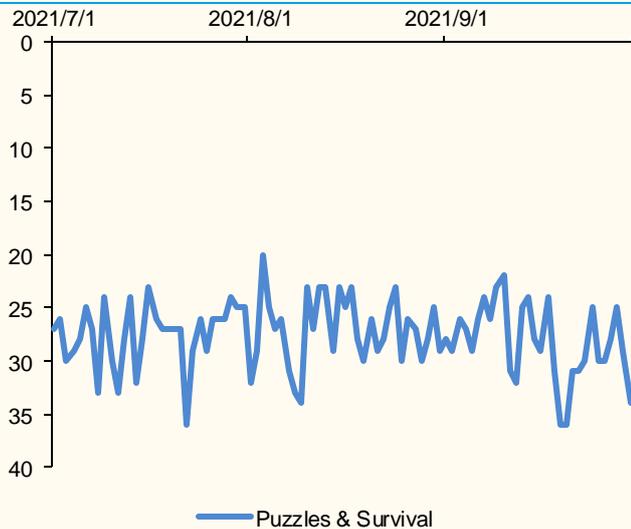
图表 8: 三七互娱代表性手游国内 iOS 畅销榜排名



来源: 七麦数据、国金证券研究所

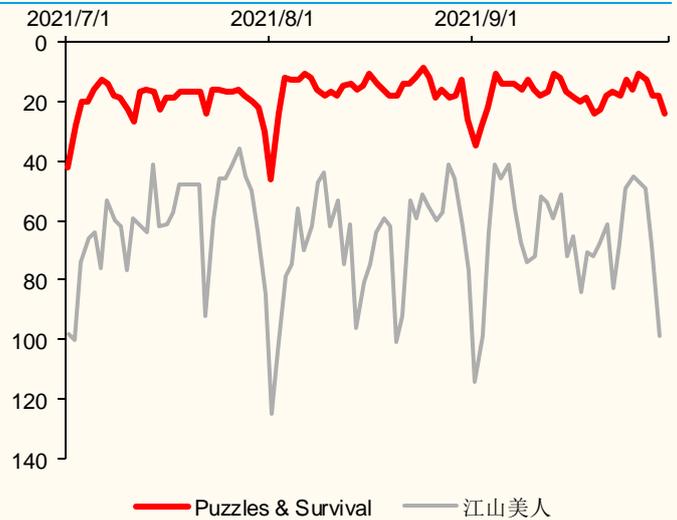
- 三七互娱在海外市场发行的手游《puzzles & survival》、《江山美人》也取得不错的成绩。《puzzles & survival》在美国 iOS 畅销榜排名稳居 30 左右，《puzzles & survival》日本市场表现优异，iOS 游戏畅销榜排名 20 左右，《江山美人》在日本 iOS 畅销榜排名排名 80 左右。

图表 9: 三七互娱代表性手游美国 iOS 畅销榜排名



来源: 七麦数据、国金证券研究所

图表 10: 三七互娱代表性手游日本 iOS 畅销榜排名



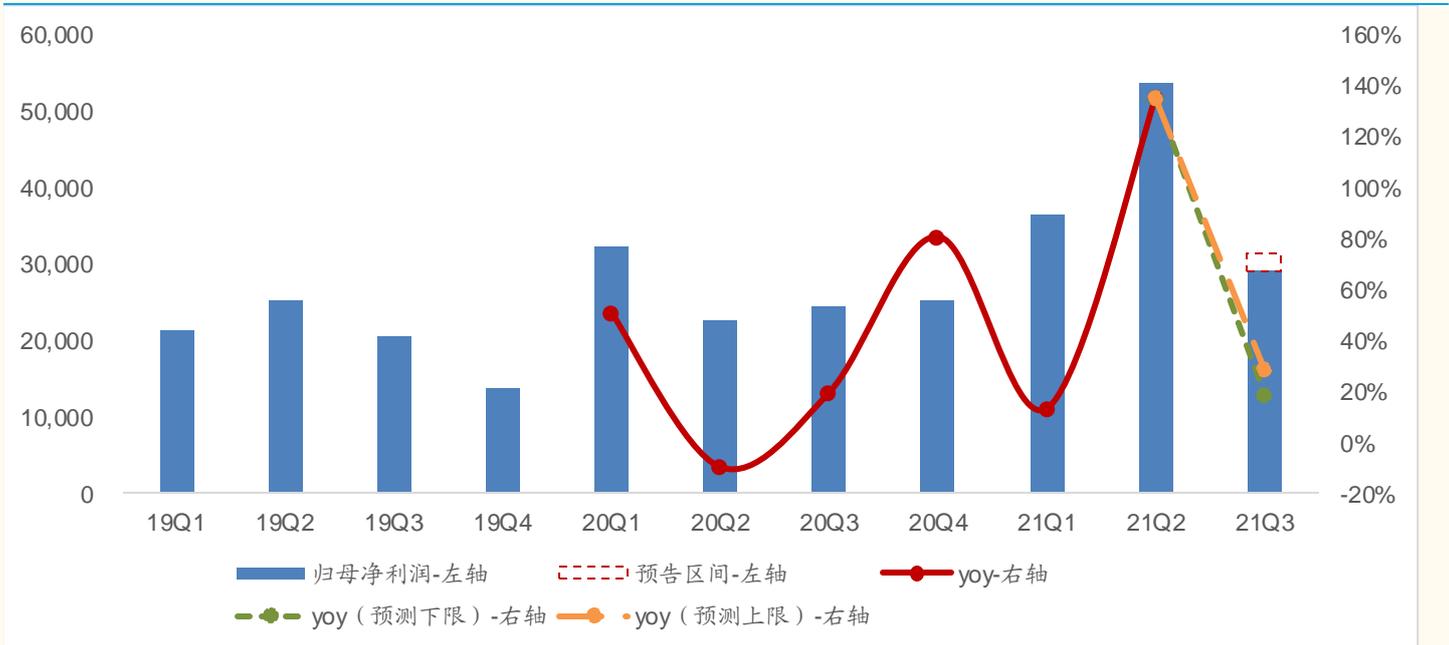
来源: 七麦数据、国金证券研究所

2) 吉比特

- 或受《摩尔庄园》道具摊销周期影响，公司 Q3 环比有所下滑。根据公司业绩预增公告，预计 21 年前三季度归母净利润 11.92-12.16 亿元，同比增长 50%-53%，扣非后口径 9.91-10.12 亿元，同增 41%到 44%。其中 3Q21 归母净利润 2.91-3.15 亿元，同比增长 19.0%-28.8%，3Q21 扣非归母净利润为 2.92-3.07 亿元，同比增长 43.1%-50.1%，环比下降 12.3%-16.6%。根据公司公告，Q3 利润同比增长主要因为《问道手游》保持稳定，《一念逍遥》新上线贡献主要增量经营利润；Q3 利润的环比有所下滑主要

因为《摩尔庄园》于 2021 年 6 月上线，受道具摊销周期影响，截至期末尚未产生财务利润，其中 2021 年第三季度末尚未使用的充值及道具余额较上季度末变化不大。

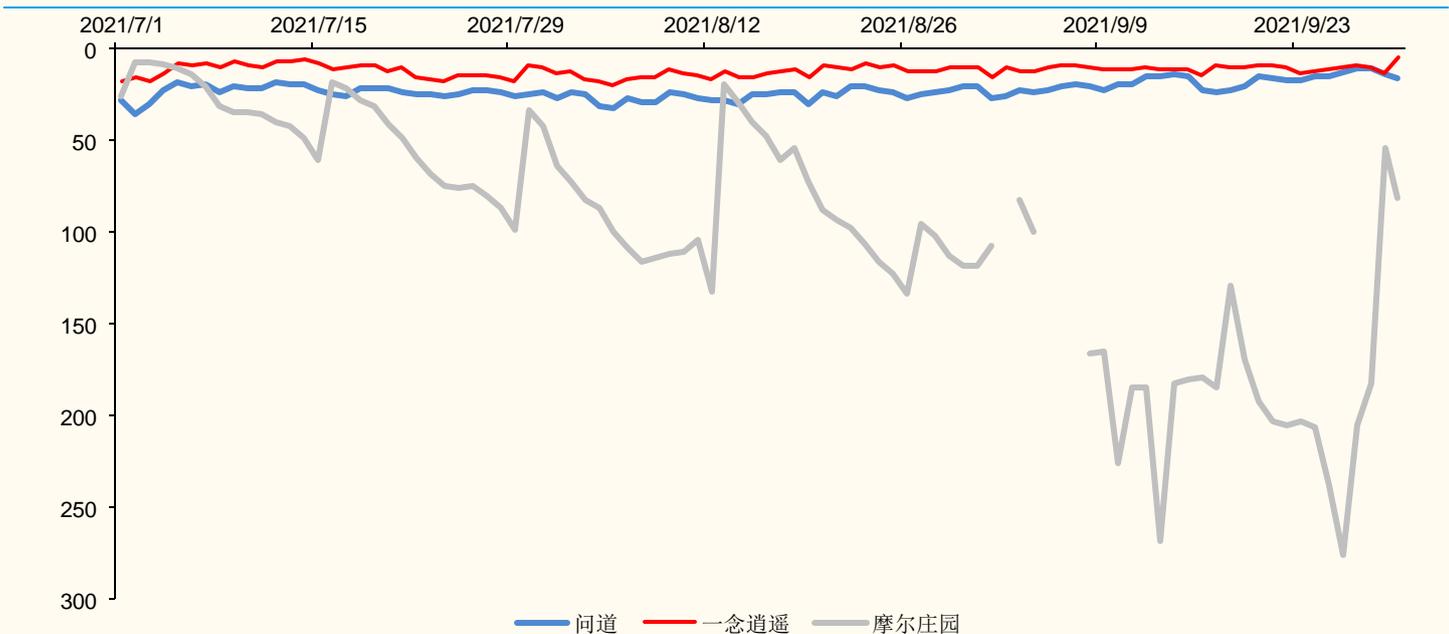
图表 11: 19Q1-21Q3E 吉比特单季度归母净利润 (万元) 及同比增速



来源: 公司公告、国金证券研究所

- 2021 年 9 月，吉比特旗下代表性手游《问道》表现依旧稳定，iOS 畅销榜单排名 20 左右。于 2021 年 1 月上新的手游《一念逍遥》表现优异成绩，推出与西游联动版本后，目前国内 iOS 畅销榜单排名稳定在前 10。5 月发行的手游《摩尔庄园》在 9 月份版本更新后表现后有所反弹，随后再次回落稳定在 iOS 游戏畅销榜排名 200 名左右。

图表 12: 吉比特代表性手游国内 iOS 畅销榜排名

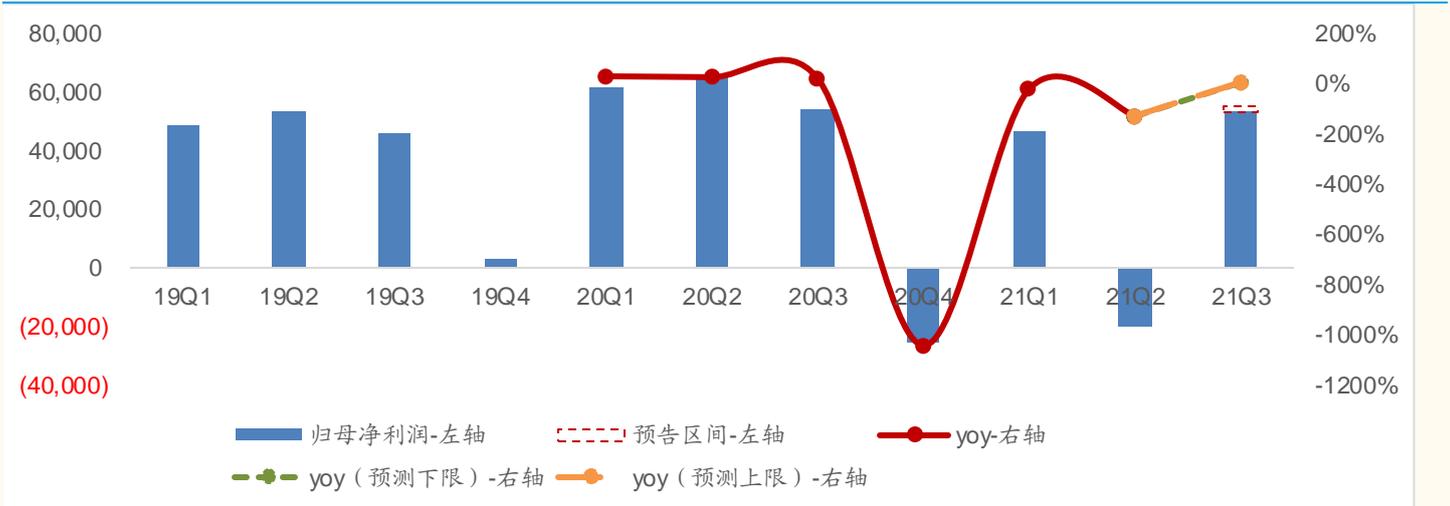


来源: 七麦数据、国金证券研究所

3) 完美世界

- 根据业绩预告，公司预计 21 年前三季度归母净利润 7.88 到 8.08 亿元，同比变化-56.4%到-55.3%，其中 3Q21 归母净利润 5.30 到 5.50 亿元，同比变动-1.11%到 2.6%，环比修复趋势明显，主要因为 1) Q2 上线的《战神遗迹》、《梦幻新诛仙》投入营销费用，而充值流水递延确认，使得利润端表现有所下滑；叠加 Q2 时海外项目关停一次性确认损失约 2.7 亿元，使得公司 Q2 业绩大幅下滑。2) 对经典游戏产品进行内容升级与版本更新，经典老游戏《完美世界》、《诛仙手游》表现保持稳定，同时，新游戏上线初期的集中推广投入已逐步回收，Q3 业绩贡献稳步释放。

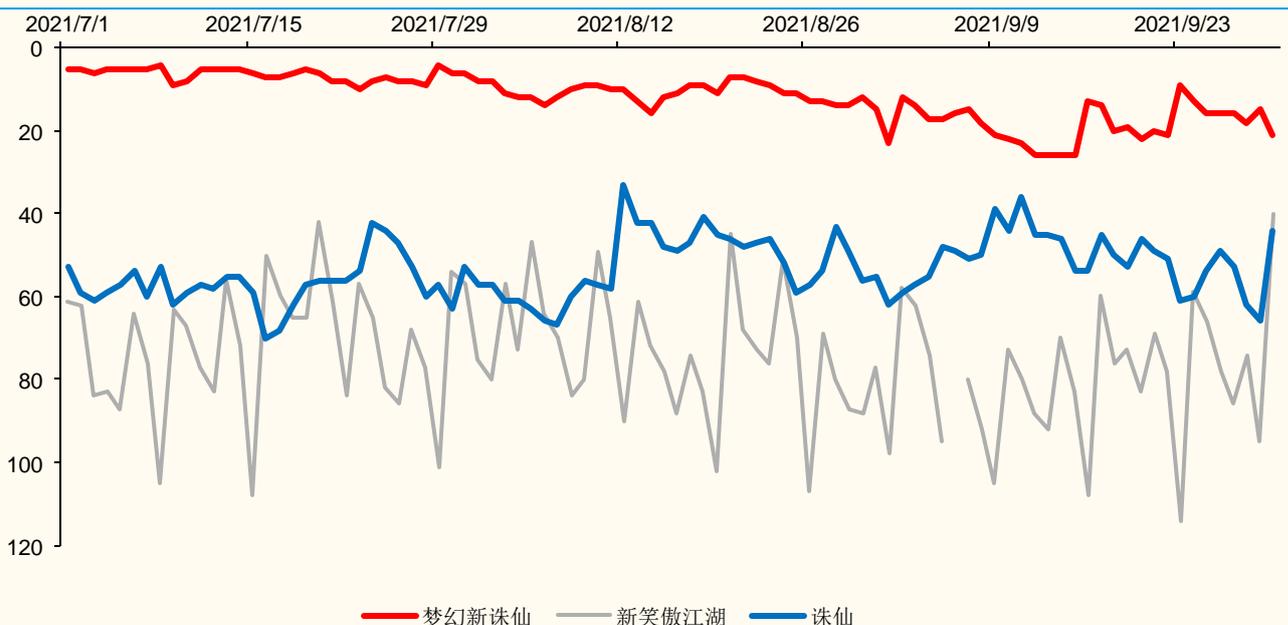
图表 13: 19Q1-21Q3E 完美世界单季度归母净利润 (万元) 及同比增速



来源：公司公告、国金证券研究所

- 2021 年 9 月，完美世界旗下代表性手游《新诛仙手游》、《新笑傲江湖手游》表现态势良好且稳定，《新诛仙手游》保持在 iOS 畅销榜前 60 左右，《新笑傲江湖手游》的排名则保持在前 100 左右。完美世界于 6 月新上新手游《梦幻新诛仙》较上月有所回落，但仍稳定在前 20 左右。

图表 14: 完美世界代表性手游 iOS 畅销榜排名



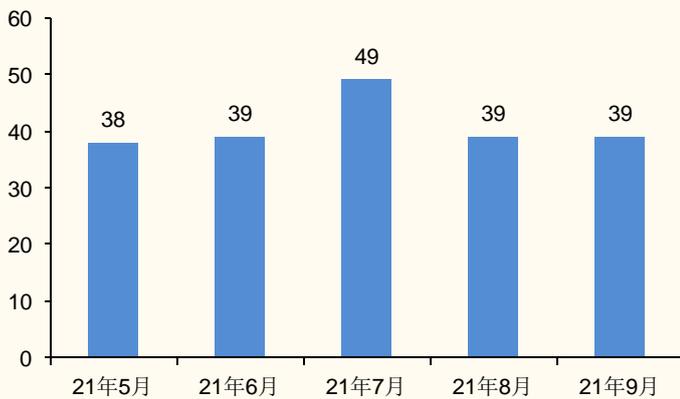
来源：七麦数据、国金证券研究所

二、流媒体板块 8 月跟踪

2.1 行业政策跟踪

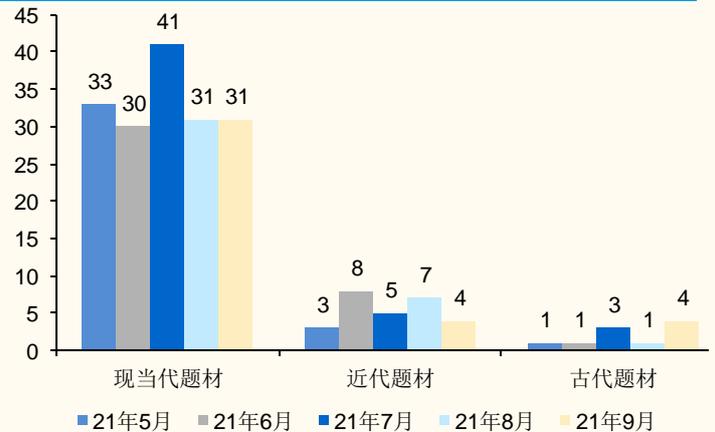
- 电视剧备案数量整体保持稳定，9 月备案电视剧 39 部。9 月国家广播电视总局发布“关于 2021 年 9 月全国拍摄制作电视剧备案公示的通知”，2021 年 9 月，全国电视剧拍摄制作备案公示的剧目共 39 部，与 8 月持平。5-8 月整体上电视剧备案数量较为稳定。
- 题材占比分布保持稳定、都市题材仍是主流题材。按题材划分，现、当代题材 31 部，近代题材 4 部，古代题材 4 部，分别占比 79%/10%/10%，现、当代题材仍是电视剧主流题材，其中都市题材仍是主流题材，现当代题材中，都市题材 16 部、农村题材 4 部、涉案题材 4 部、其他题材 7 部。

图表 15: 5-9 月备案电视剧 (部)



来源：国家广播电视总局、国金证券研究所

图表 16: 5-9 月备案电视剧类型分布



来源：新剧观察、国金证券研究所

2.2 影视热度跟踪

- 根据德塔文数据，2021 年 9 月，电视剧景气指数排行榜排名前三的作品依次是《扫黑风暴》(得分 2.528)、《理想之城》(得分 2.165)、《乔家的儿女》(得分 2.095)，紧随其后的是《云南虫谷》、《天龙八部》、《玉楼春》。
- 腾讯视频 Top10 占有率较高，爱奇艺占有率保持稳定。9 月电视剧景气指数排行榜 Top10 的连续剧中，主要播放平台为腾讯视频、爱奇艺、优酷。其中，腾讯视频占有率达 60%，爱奇艺占有率稳定在 30%，优酷占有率从 8 月的 10% 上升至 30%，而芒果 tv 没有剧集进入 2021 年 9 月电视剧景气指数排行榜 Top10。

图表 17: 9月电视剧景气指数排名 Top10

片名	得分	播出平台	公司
扫黑风暴	2.528	腾讯视频	企鹅影视
理想之城	2.165	爱奇艺	爱奇艺
乔家的儿女	2.095	腾讯视频	正午阳光影视
云南虫谷	1.669	腾讯视频	企鹅影视
天龙八部	1.591	腾讯视频	中央电视台
玉楼春	1.449	优酷	欢娱影视
周生如故	1.429	爱奇艺	爱奇艺
功勋	1.429	腾讯视频、爱奇艺	上海广播电视台
君九龄	1.407	优酷	优酷
国子监来了个女弟子	1.397	腾讯视频、优酷	企鹅影视

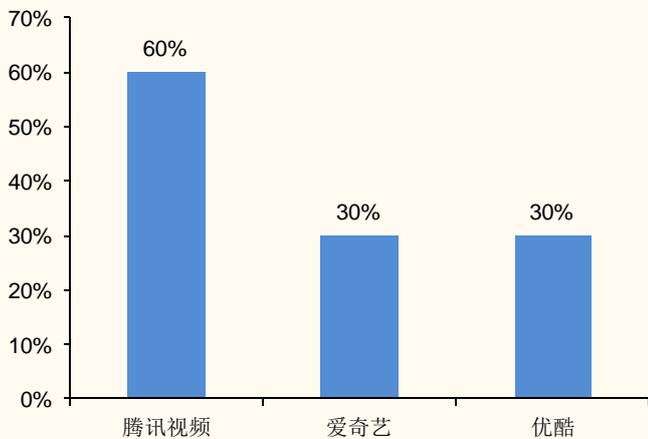
来源: 德塔文数据、国金证券研究所

图表 18: 8月电视剧景气指数排名 Top10

片名	得分	播出平台	公司
扫黑风暴	2.820	腾讯视频	企鹅影视
理想之城	1.931	爱奇艺	爱奇艺
你是我的荣耀	1.892	腾讯视频	企鹅影视
玉楼春	1.739	优酷	欢娱影视
乔家的儿女	1.726	腾讯视频	正午阳光影视
心跳源计划	1.418	腾讯视频、爱奇艺	悦凯影视
天龙八部	1.293	腾讯视频	中央电视台
周生如故	1.292	爱奇艺	爱奇艺
我在他乡挺好的	1.236	芒果 tv	芒果 tv
与君歌	1.187	芒果 tv	悦视传媒

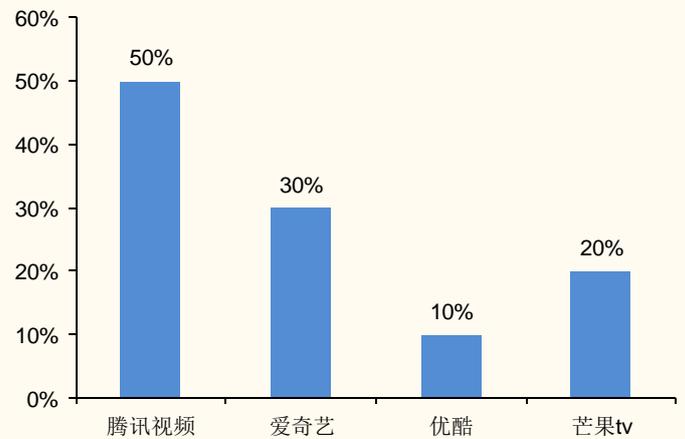
来源：德塔文数据、国金证券研究所

图表 19：9 月连续剧景气指数 Top10 播出平台占比



来源：德塔文数据、国金证券研究所

图表 20：8 月连续剧景气指数 Top10 播出平台占比



来源：德塔文数据、国金证券研究所

2.3 综艺热度跟踪

2.3.1 全网综艺热度 9 月情况跟踪

- 根据骨朵数据，2021 年 9 月，综艺热度指数排行榜排名中，《披荆斩棘的哥哥》（全网热度 65.0）、《这！就是街舞第四季》（全网热度 62.0）、《德云斗笑社 第二季》（全网热度 61.4）以较高的热度位列前三。《脱口秀大会第四季》、《快乐大本营 2021》、《我的音乐你听吗》紧随其后。
- 腾讯视频相对占优，热门新综艺《哥哥》排名全网热度第一。9 月榜单上的综艺的主要播放平台有爱奇艺、腾讯视频、哔哩哔哩、优酷、芒果 tv；前十综艺有 50% 的播出平台为腾讯视频，其次为优酷、芒果 tv、哔哩哔哩、爱奇艺，占比分别为 30%、20%、20%、20%。其中芒果 tv 在 8 月新上线的综艺《披荆斩棘的哥哥》表现较好，排名全网热度榜 Top1。
- 湖南卫视综艺《快乐大本营》升级改版，临时停播。10 月 9 日晚，《快乐大本营 2021》停播，原定播出节目被电视剧《好好生活》替代。市场担忧综艺节目监管或有所加强，《快乐大本营》可能被取消，但官方微博发文，表示周六晚黄金档《快乐大本营》将升级改版、更新换代，升级完成后仍将继续播出。
- 环比方面，腾讯视频占比有较大提升，从 8 月的 30% 提升至 9 月的 50%；其次，优酷独播比例也从 20% 上升到 30%。芒果 tv 占比有所下滑，从 50% 下降到 20%，爱奇艺占比保持不变，哔哩哔哩综艺则凭借《90 婚介所》和《我的音乐你听吗》2 当热门综艺，首次进入 Top10 榜单，占比 20%。

图表 21: 9月综艺热度指数 Top10

片名	全网热度指数	单月播放量	播出平台
披荆斩棘的哥哥	65.0	19.9 亿	芒果 tv
这！就是街舞第四季	62.0	-	优酷
德云斗笑社 第二季	61.4	3.3 亿	腾讯视频
脱口秀大会 第四季	60.7	4.1 亿	腾讯视频
快乐大本营 2021	58.4	3.8 亿	芒果 tv
我的音乐你听吗	57.0	1.0 亿	哔哩哔哩
中国好声音 2021	56.5	3.1 亿	腾讯视频、爱奇艺、优酷
我们的歌 第三季	54.3	1815 万	腾讯视频、爱奇艺、优酷
明日创作计划	53.6	8.1 亿	腾讯视频
90 婚介所	53.3	6909 万	哔哩哔哩

来源: 骨朵数据、国金证券研究所

图表 22: 8月综艺热度指数 Top10

片名	全网热度指数	单月播放量	播出平台
披荆斩棘的哥哥	66.7	16.0 亿	芒果 tv
这！就是街舞第四季	63.5	-	优酷
快乐大本营 2021	59.8	4.2 亿	芒果 tv
天天向上 2021	57.4	6416 万	芒果 tv
德云斗笑社 第二季	56.5	1.7 亿	腾讯视频
牛气满满的哥哥	55.4	4.8 亿	芒果 tv
嗨放派	54.7	1099 万	腾讯视频
舞蹈生	54.7	-	爱奇艺
中国好声音 2021	53.6	-	腾讯视频、爱奇艺、优酷
再见爱人	53.0	3.9 亿	芒果 tv

来源: 骨朵数据、国金证券研究所

图表 23: 9月热度前十综艺平台独占比例

播放平台	前 10 综艺占比
芒果 tv	20%
优酷	30%

图表 24: 8月热度前十综艺平台独占比例

播放平台	前 10 综艺占比
腾讯视频	30%
爱奇艺	20%

腾讯视频	50%
哔哩哔哩	20%
爱奇艺	20%

来源：骨朵数据、国金证券研究所

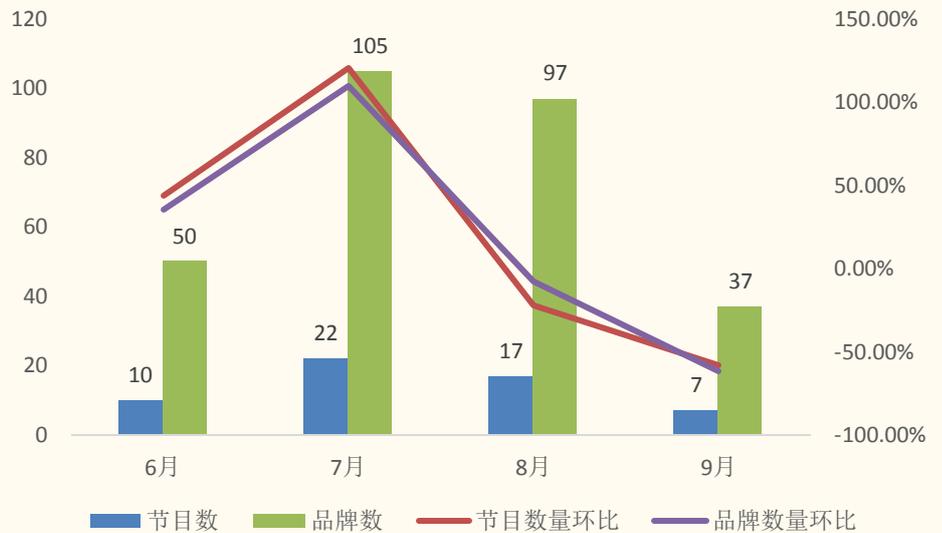
优酷	20%
芒果 tv	50%

来源：骨朵数据、国金证券研究所

2.3.2 广告植入情况跟踪

- 根据击壤洞察，全网广告植入品牌数量均下滑明显。9月综艺节目广告植入品牌量为37个，其中电视综艺合作品牌8个，网综合作品牌29个，环比下降61.86%。主要由于9月新上综艺有所减少，9月新开播7档综艺，其中包括2档电视综艺、5档网络综艺，环比下降58.82%。

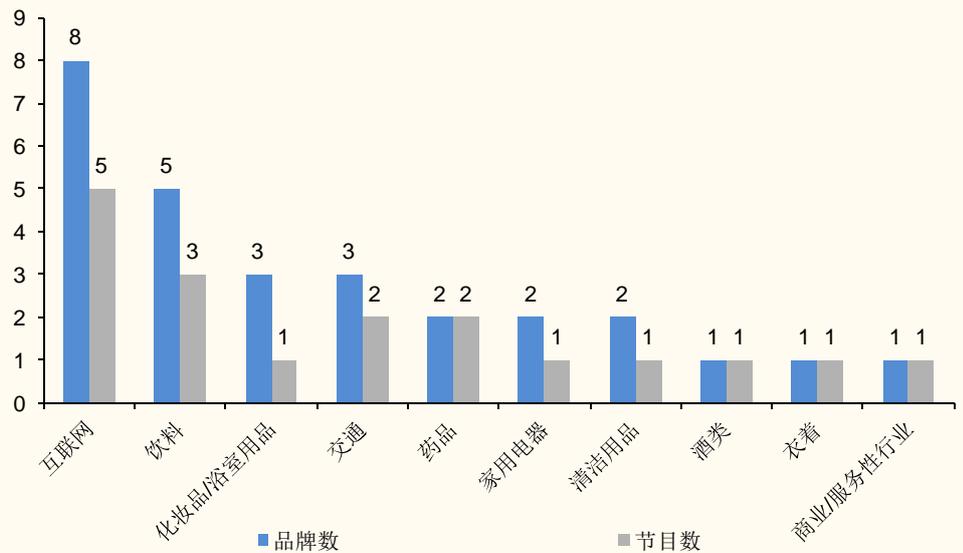
图表 25: 6-9月新播综艺及广告植入数量情况



来源：击壤洞察、国金证券研究所

- 9月新播网络综艺植入行业分布看，互联网和饮料行业品牌活跃度仍然较高，分别为8、5个品牌，植入节目数量分别为5、3个。据击壤洞察显示，几档节目的冠名品牌均来自不同行业，但植入品牌与节目题材匹配度较高。包括蘑菇街植入了《大有可为的我们》，化妆品丸美植入了《机智的恋爱》，白酒品牌剑南春植入了《登场了！洛阳》。

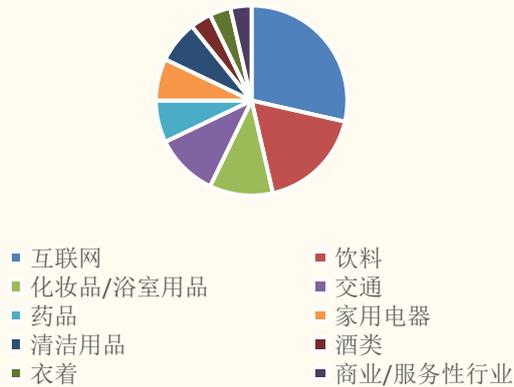
图表 26: 9月新播网络综艺植入广告品牌数量以及投放节目数量情况



来源: 击壤洞察、国金证券研究所

- 在广告主集中度上, 由于整体数量不多, 所以分布相对比较平均, 但网络综艺植入主要以互联网和饮料品牌为主, 植入品牌数量分别占 Top10 行业的 29%、18%。

图表 27: 网综 9 月主要行业广告投放占比



来源: 击壤洞察、国金证券研究所

2.4 国创动漫热度跟踪

腾讯视频保持领先地位, 根据骨朵数据, 9月全网国创动漫热度排行榜上, 前三位分别为斗罗大陆(全网热度 71.1)、魔道祖师(全网热度 64.7)、武庚纪(全网热度 62.2), 单月播放量分别 10.1 亿、3.4 亿、2.6 亿。在平台占比上, 优酷 Top10 占比从 0% 提升至 9%, B 站和腾讯视频占比有所下降, 分别为 18% 和 73%。

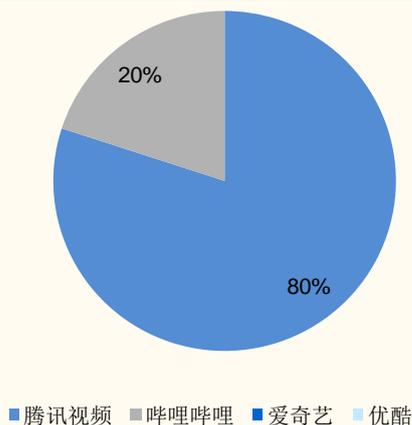
图表 28: 9 月国创动漫热度排名

片名	全网热度指数	单月播放量	播出平台
斗罗大陆	71.1	10.1 亿	腾讯视频
魔道祖师	64.7	3.4 亿	腾讯视频

武庚纪	62.2	2.6 亿	腾讯视频
绝世武魂	58.8	2.2 亿	腾讯视频
完美世界	58.5	3.0 亿	腾讯视频
天官赐福	54.8	568 万	哔哩哔哩
狐妖小红娘	52.3	3527 万	腾讯视频
少年歌行风花雪月篇	51.4	2123 万	优酷、哔哩哔哩
斗破苍穹 第四季	50.9	1.7 亿	腾讯视频
灵剑尊	50.1	2.6 亿	腾讯视频

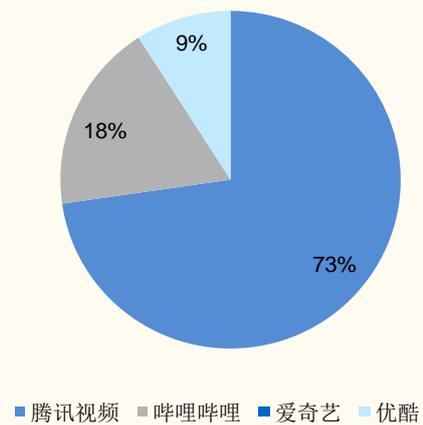
来源：骨朵数据、国金证券研究所

图表 29: 8 月热度前 10 国创动漫播放平台占比



来源：骨朵数据、国金证券研究所

图表 30: 9 月热度前 10 国创动漫播放平台占比



来源：骨朵数据、国金证券研究所

2.5 电影票房跟踪

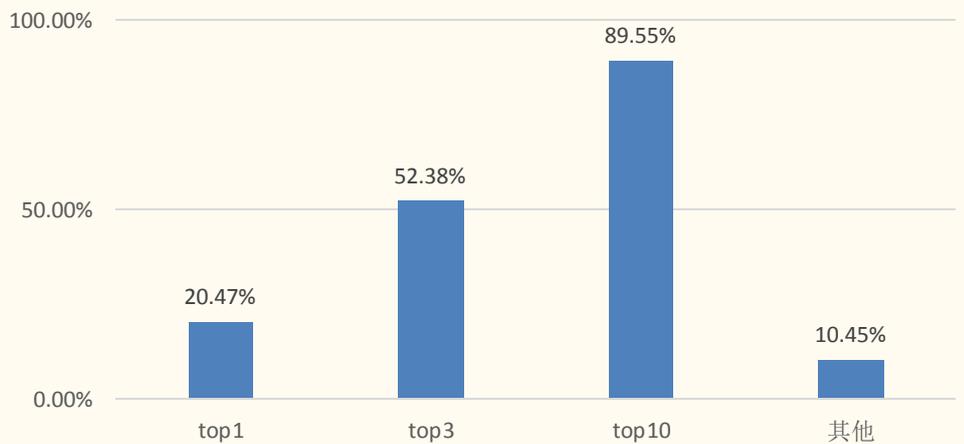
- 根据猫眼专业版数据，9 月虽有爆款电影的推动，但受疫情影响，电影市场相比 8 月有所下滑。2021 年 9 月全国电影票房共收获 20.25 亿元，较 8 月的 20.50 亿元，环比下滑 1.22%。总场次 1013.94 万场，总人次 5371.19 万，平均票价 37.7 元。
- 9 月票房 TOP3 影片分别为：《峰爆》4.15 亿元、《失控玩家》4.03 亿元、《怒火·重案》2.43 亿元。电影票房向头部电影倾斜趋势明显。

图表 31: 9 月电影票房 Top10

电影	票房(百万)	票房占比	平均票价(元)	场均人次
峰爆	414.57	20.47%	37.9	8
失控玩家	403.49	19.93%	38.9	6
怒火·重案	242.56	11.98%	39.1	5
长津湖	205.72	10.16%	48.4	26
关于我妈的一切	134.12	6.62%	33.8	5
明日之战	123.53	6.10%	34.0	4
陪你很久很久	92.51	4.57%	31.7	5
我和我的父辈	90.95	4.49%	42.7	23
我的青春有个你	60.98	3.01%	36.1	3
宝可梦：皮卡丘和可可的冒险	44.88	2.22%	32.5	3

来源：猫眼专业版、国金证券研究所

图表 32: 9 月影片票房占比



来源：猫眼专业版、国金证券研究所

三、投资建议

- **Q3 业绩环比逐渐改善，低估值游戏板块和优质流媒体有望获得更多关注：**核心公司 Q3 爆款游戏表现较好，业绩环比有所回升，随着新产品逐步进入变现期，其变现能力逐步显现；同时随着游戏出海的持续进行，海外市场有望成为游戏公司发展的新驱动因素。目前游戏行业处于估值低位，具备长期投资价值。根据 wind，主要游戏厂商 PE 已处于历史 PE-Band 较低位置。根据 wind 一致预期，如 A 股三七互娱、吉比特、宝通科技、完美世界 22 年 PE 分别为 14.40/13.30x/10.90x/10.94x，均处于历史较低水平。优质流媒体公司随着 Q3-Q4 的热门综艺和影视剧持续推出，有望持续推动业绩增长。建议关注标的：三七互娱、芒果超媒、吉比特、宝通科技。

- ① **三七互娱**:《斗罗大陆:魂师对决》表现良好,8月流水预计超7亿元,截至2021.08.31,魂师对决稳定在iOS游戏免费榜和畅销榜6名左右。1H21营业收入75.39亿元,同比下降5.6%,归母净利润8.54亿元,同比下降49.7%。公司1H21海外游戏营业收入为20.44亿元,同比增长111.03%,占总营收27%,其中《Puzzles & Survival》最高单月流水超2亿人民币,累计流水已超10亿,进入过52个地区iOS畅销榜前十,根据七麦数据,《P&S》近3个月稳定在美国iOS游戏畅销榜25名左右,稳定在日本iOS游戏畅销榜15名左右。公司Q2销售费用率约53%,环比下降20pcts,主要由于随着上线游戏逐渐成熟,Q2主要游戏广告投放环比有所放缓,推动归母净利润环比大幅回暖,公司Q2归母净利润为7.37亿元,环比增长531%。公司预计Q3营收环比增长超15%,1-9月归母净利润为16亿元至17亿元,Q3为归母净利润为7.46亿元至8.46亿元。
- ② **芒果超媒**:芒果超媒2021上半年归母净利润为14.51亿元,同比增长31.52%;Q2归母净利润为6.78亿元,同比增长8.65%。上半年《乘风破浪的姐姐2》创下上半年单项目招商金额之最,推动1H21广告收入为31.42亿元,同比增长74.75%。会员收入受去年同期热播剧集带来高基数影响,增长相对平稳,1H21会员收入约为17.45亿元,同比增长23.05%。**1)综艺端**,Q3《披荆斩棘的哥哥》开播后表现优异,根据骨朵数据,《哥哥》热度排名全网综艺第一。《哥哥》和其他综艺的热播有望推动公司下半年会员数量的增长。**2)影视剧端**,季风剧场《我在他乡挺好的》(简称《他乡》)口碑较好,豆瓣评分达8.3。我们认为“季风剧场”主打一周两播的短剧,题材将选择关照现实、引发观众深度共鸣的剧目,未来有望推动会员数量的增长。**3)会员价格端**,在爱奇艺、腾讯视频纷纷提价的背景下,芒果会员的ARPU远低于爱奇艺,会员价提升空间较大,未来会员收入有望进一步提升。
- ③ **吉比特**:公司Q2营收12.7亿元,同比增长89.66%,1H21营收23.87亿元,同比增长69.41%。根据业绩预告,公司前三季度归母净利润约11.9-12.2亿元,同比增长50%-53%,扣非后口径9.91-10.12亿元,同增41%到44%。其中3Q21归母净利润2.91-3.15亿元,同比增长19.0%-28.8%,3Q21扣非归母净利润为2.92-3.07亿元,同比增长43.1%-50.1%,环比下降12.3%-16.6%。Q3利润同比增长主要因为《问道手游》保持稳定,《一念逍遥》新上线贡献主要增量经营利润;Q3利润的环比有所下滑主要因为《摩尔庄园》于2021年6月上线,受道具摊销周期影响,截至期末尚未产生财务利润,其中2021年第三季度末尚未使用的充值及道具余额较上季度末变化不大。产品储备方面,公司Q4有多个产品陆续上线,包括《地下城堡3:魂之诗》(10月20日)、《世界弹射物语》(10月26日)、《冰原守卫者》(11月2日),同时《上古宝藏》、《光之守望》、《航海日记2》均已取得版号。海外方面,《一念逍遥》港澳台版于10月20日上线,公司已取得《石油大亨》、《一念逍遥》、《古代战争》、《魔渊之刃》等多款手游的海外发行权,新老游戏有望推动下半年业绩持续增长。
- ④ **宝通科技**:公司1H21业绩较为稳定,后续《终末阵线:伊诺贝塔》将加强VR、AR的应用,有望推动业绩增长。公司1H21公司营收13.34亿元,其中工业互联网业务收入5.2亿元,移动互联网业务收入8.1亿元。毛利率为44.37%,主要由于公司将游戏渠道费调整至营业成本,剔除相关影响后,毛利率为60.2%,保持稳定。归母扣非净利润为2.42亿元,同比增长4.7%。其中子公司海南高图1H21营收3.07亿元,同比增长35%,净利润0.16亿元,同比增长634%,其运营的游戏主要《War and Magic》曾在6个国家和地区登顶App Store畅销榜第一名。而子公司成都聚获方面,自研游戏《终末阵线:伊诺贝塔》持续调整,后续将与哈视奇以及一隅千象加强VR、AR上的合作,有望进一步增强游戏表现力。根据业绩预告,公司前三季度归母净利润为3.3-3.5亿元,同比增长4.3%-9.4%,其中Q3归母净利润为0.81-0.97亿元,同比增长0%-20%,业绩增长主要原因是子公司海南高途旗下的游戏流水保持增长,同时公司围绕工业互联网、人工智能和泛娱乐等领域的对外投资对利润产生了积极的影响。我们认为

随着海南高图在全球流水的稳步增长、未来成都聚获自研游戏上线，公司业绩有望保持增长。

四、风险提示

- 影视综艺节目上线表现及招商表现不及预期：由于视频平台主要产品为影视剧和综艺节目，若上线表现不及预期，或影响会员收入。由于广告收入为视频平台重要收入来源，若节目招商情况不及预期，或影响公司业绩。
- 游戏上线或表现不及预期：游戏上线受游戏获得版号的影响，其上线时间具有一定的不确定性。游戏表现可能不及预期，从而影响公司业绩。
- 线下恢复不及预期：随着疫情的反复，可能影响影院上座率，线下广告效果等，导致线下恢复不及预期。
- 行业政策风险：若网络剧与游戏的审核制度趋严，可能导致网络剧及游戏的上线周期延长，从而影响业绩。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402