

传媒行业

报告原因：专题报告

2021年11月5日

2021年行业三季报总结

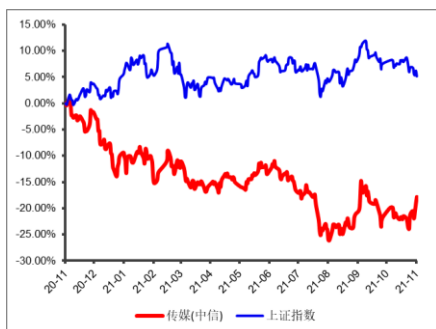
行业延续回暖态势，疫情反复仍具阶段性影响

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：

➢ **单季度增速放缓，前三季度行业延续回暖态。**143家传媒上市公司前三季度实现营业收入3863.99亿元，可比口径下同比增长15.31%，同比2019年增长7.61%；实现归属母公司股东净利润375.73亿元，同比增长27.49%，同比2019年增长4.64%。行业延续上半年回暖态势，且收入与利润端较2019年同期均有所增长，整体向好。21Q3实现营业收入1281.03亿元，可比口径下同比增长5.62%，环比减少6.20%，实现归母净利润97.49亿元，同比减少17.22%，环比减少43.59%；单季度业绩下滑，我们认为一方面是由于21Q2是今年行业业绩的高点，同时20Q3是行业复工复产后业绩恢复较快的时点；另一方面则是由于21Q3部分地区疫情复发以及汛情等影响，对线下实体经济造成不利影响。

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

➢ **投资建议：**整体来看，2021年前三季度在低基数效应及疫情防控常态化下生产经营稳步复苏，传媒板块业绩呈现快速增长态势；单季度来看，随着低基数效应的逐步褪去以及Q3疫情的扰动，板块业绩环比增速放缓。相较于疫情前，细分板块的业绩表现分化。截至2021年11月5日CS传媒板块年内总市值加权涨幅为4.45%，整体市盈率（TTM）为20.52倍，在8月以来文娱领域综合整治、平台反垄断及数据安全及游戏未成年保护等政策落地、不确定风险释放后，行业估值有所修复，处于近五年估值14.20%分位点；细分板块中出版、其他广告营销、游戏市盈率低于传媒板块整体，除影视、动漫、广播电视板块外，其余板块目前估值均处于近五年估值50%以下分位点，出版、互联网影视音频分位点低于10%。

游戏板块：2021年上线产品流水累计增长、前期投入回收利润释放，三季度新上线游戏的亮眼表现叠加2020年同期高基数效应褪去，游戏板块三季度业绩增速回暖获验证，出海加速及产品在多地区上线后进一步带动游戏上市公司的业绩表现，符合我们的预期。8月底以来，游戏板块估值修复，虽然二级市场受元



宇宙概念的带动，但我们认为驱动游戏板块表现的底层逻辑在于基本面改善预期+政策落地+估值探底。目前来看虽然版号审批尚未开闸，但对于版号储备丰富及产品研运更关注合规性的游戏大厂而言具有一定应对优势。建议关注完美世界、三七互娱、吉比特。

出版板块：三季度由于疫情及汛情等偶发因素影响实体书店、主题出版销售回落以及低基数效应褪去，出版板块单季度业绩增速转低，但在全国疫情防控稳态下秋季学期顺利开学，教材教辅业务继续奠定出版行业业绩大盘，四季度发行款回收预计将推动板块经营活动现金流回暖，分红政策有望保持稳定，此外电商购物活动也有望带动一般图书销售回暖。建议关注中信出版以及中南传媒、凤凰传媒等省级出版龙头公司。

网络视频及影视板块：虽然短期内文综市场综合治理及内容&平台相关政策对剧集制作、内容运营等方面带来调整，但坚守内容底线、注重用户体验才是网络视频平台长线发展路径，因此在平台多元付费模式探索及优化会员体验的要求下对优质内容供给能力的考验增加，具有精品剧集制作能力内容方的价值有望进一步凸显。建议关注芒果超媒、华策影视。

电影板块：由于电影市场整体经营回暖后带动上市公司业绩大幅改善，但仍受到局部疫情反复扰动及海外疫情影响进口片引进。国庆档以来电影市场景气度回升，10月票房表现亮眼。基于目前全国疫情形势，截至11月4日除疫情防控较为严峻的省份营业率较低外，全国影院营业率为93.3%，整体稳定；多部优质国产影片定档11月及贺岁档，有望带动院线及上映电影公司四季度业绩环比回暖。第二十一届全国院线国产影片推介会上共有120多部国产新片(含合拍片)参会，其中包括《超能一家》《四海》《奇迹》等热门影片等定档春节，将为2022年国内电影市场注入优质内容。建议关注万达电影、横店影视、中国电影、光线传媒。

➤ **风险提示：**疫情反复影响，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。

目录

一、传媒行业 2021 年三季报业绩整体分析	6
二、细分行业比较及重点行业分析	10
1. 细分行业营收增速良好，归母净利润表现分化	10
2. 游戏：21Q3 收入与利润增速回正，销售费用率下降	12
3. 出版：低基数效应消散增速逐季回落，在手现金充沛	18
4. 影视：疫情阶段性扰动，21Q3 小幅亏损	23
5. 互联网影视音频：业绩保持增势，现金流大幅增长	29
三、投资建议	33
四、风险提示	36

图表目录

图 1：近三年传媒上市公司三季报营业收入情况	6
图 2：近三年传媒上市公司三季报归母净利润情况	6
图 3：单季度传媒上市公司营业收入情况	6
图 4：单季度传媒上市公司归母净利润情况	6
图 5：近三年传媒上市公司前三季度毛利率水平	7
图 6：传媒上市公司前三季度期间费用率水平	7
图 7：传媒上市公司信用及资产减值损失情况	8
图 8：传媒上市公司存货与应收账款周转率	8
图 9：传媒上市公司中报投资净收益情况	8
图 10：传媒上市公司整体商誉规模	8
图 11：传媒行业经营活动产生的现金流净额情况	9
图 12：2021 年前三季度公司营业收入增速分布	10
图 13：2021 年前三季度公司归母净利润增速分布	10
图 14：细分板块 2021 年前三季度营业收入同比增速	11
图 15：细分板块 2021 年前三季度归母净利润同比增速	11
图 16：2021 年前三季度游戏板块营业收入情况	12
图 17：2021 年前三季度游戏板块归母净利润情况	12

图 18: 游戏板块单季度营业收入情况.....	13
图 19: 游戏板块单季度归母净利润情况.....	13
图 20: 游戏板块前三季度毛利率水平.....	13
图 21: 游戏板块前三季度期间费用率水平.....	13
图 22: 游戏板块单季度经营活动现金流净额情况.....	14
图 23: 游戏 2021 年前三季度经营活动现金流净额情况.....	14
图 24: 2020 年移动游戏单季度市场规模.....	14
图 25: 2020 年移动游戏月度市场规模.....	14
图 26: 2021 年入围全球手游发行商收入 TOP 100 的中国厂商收入及占比.....	16
图 27: 2021 年前三季度出版板块营业收入情况.....	18
图 28: 2021 年前三季度出版板块归母净利润情况.....	18
图 29: 出版板块单季度营业收入情况.....	18
图 30: 出版板块单季度归母净利润情况.....	18
图 31: 出版板块前三季度毛利率水平.....	19
图 32: 出版板块前三季度期间费用率水平.....	19
图 33: 出版板块各季度经营活动现金流净额情况.....	20
图 34: 出版板块应收账款及存货情况.....	20
图 35: 2021 年前三季度实体书店码洋增速.....	20
图 36: 2021 年前三季度网络渠道码洋增速.....	20
图 37: 2021 年前三季度图书码洋结构及细分品类增长情况.....	21
图 38: 2021 年前三季度影视板块营业收入情况.....	24
图 39: 2021 年前三季度影视板块归母净利润情况.....	24
图 40: 影视板块单季度营业收入情况.....	24
图 41: 影视板块单季度归母净利润情况.....	24
图 42: 影视板块前三季度毛利率水平.....	25
图 43: 影视板块前三季度期间费用率水平.....	25
图 44: 影视板块单季度经营活动现金流净额情况.....	25
图 45: 影视 2021 年前三季度经营活动现金流净额情况.....	25
图 46: 2011-2021 年电影市场票房.....	26

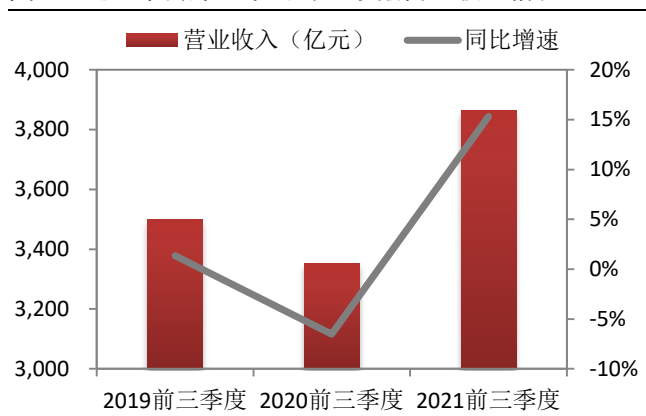
图 47：2011-2021 年电影市场观影人次	26
图 48：2021 年前三季度电视剧拍摄备案数量.....	27
图 49：2021 年重点网络剧规划备案数量.....	27
图 50：2021 年前三季度互联网影视音频营业收入情况.....	30
图 51：2021 年前三季度互联网影视音频归母净利润.....	30
图 52：互联网影视音频毛利率及期间费用率.....	30
图 53：互联网影视音频经营活动现金流情况.....	30
图 54：2020.1-2021.9 网络视频月活用户规模	31
图 55：腾爱优芒平台 2021 年 MAU 规模	31
图 56：2021 年前三季度在线视频剧集上新数量.....	32
图 57：2021 年前三季度在线视频综艺上新数量.....	32
图 58：近五年传媒板块市盈率变动情况.....	34
表 1：2021 年各季度细分板块营业收入及归母净利润同比增速情况汇总	11
表 2：2021 年 7-9 月游戏全渠道流水测算榜 TOP 10	15
表 3：2021 年前三季度游戏公司业绩情况（亿元/%）	17
表 4：2021 年前三季度上市出版发行公司业绩情况（亿元/%）	22
表 5：2021 年前三季度上市出版发行公司业务收入分部（亿元/%）	23
表 6：2021 年前三季度上市出版发行公司一般图书业务收入（亿元/%）	23
表 7：2021 年前三季度票房 TOP 10 院线及影投公司	26
表 8：2021 年前三季度电影上市公司业绩情况（亿元/%）	29
表 9：2021 年前三季度互联网影视音频板块公司业绩情况（亿元/%）	30
表 10：2021 年 7-9 月网络剧播映指数排名	32
表 11：2021 年 7-9 月网综播映指数排名	33
表 12：近五年三级子行业市盈率（剔除负值）统计情况.....	34

一、传媒行业 2021 年三季度报业绩整体分析

行业整体：单季度增速放缓，前三季度行业延续回暖态势

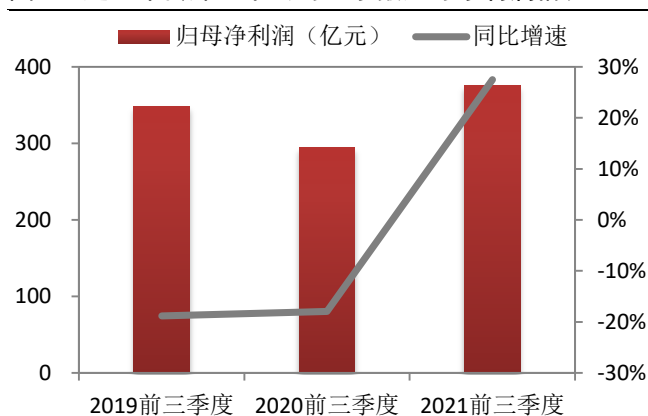
我们对 143 家传媒上市公司 2021 年三季度报进行统计，前三季度传媒上市公司合计实现营业收入 3863.99 亿元，可比口径下同比增长 15.31%，同比 2019 年增长 7.61%；实现归属母公司股东净利润 375.73 亿元，同比增长 27.49%，同比 2019 年增长 4.64%。行业延续上半年回暖态势，且收入与利润端较 2019 年同期均有所增长，整体向好。

图 1：近三年传媒上市公司三季度营业收入情况



资料来源：wind，山西证券研究所

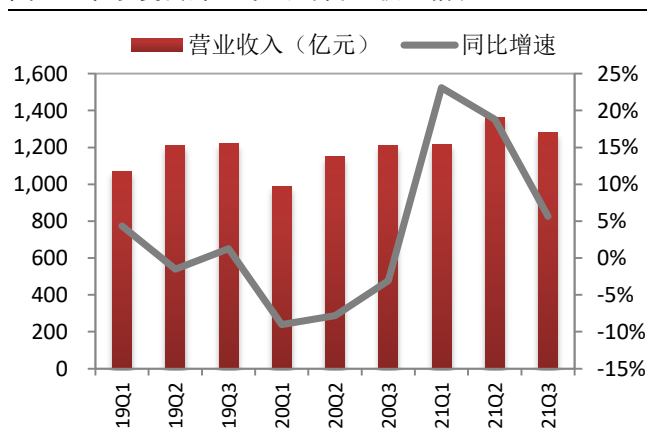
图 2：近三年传媒上市公司三季度归母净利润情况



资料来源：wind，山西证券研究所

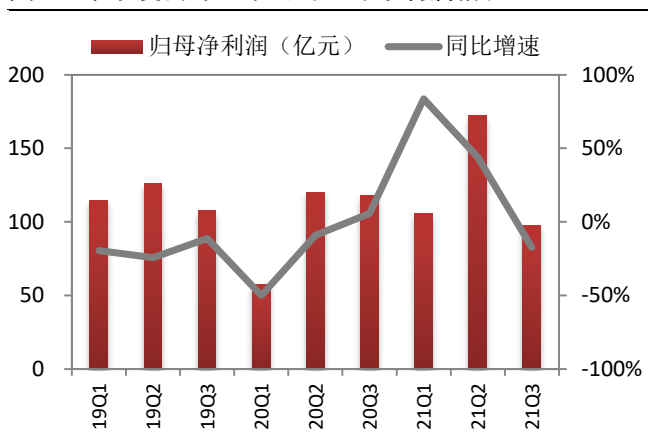
单季度来看，21Q3 传媒行业实现营业收入 1281.03 亿元，可比口径下同比增长 5.62%，环比减少 6.20%，实现归母净利润 97.49 亿元，同比减少 17.22%，环比减少 43.59%；相较 2019 年同期，营业收入小幅增长 2.29%，归母净利润同比减少 12.93%。单季度业绩下滑，我们认为一方面是由于 21Q2 是今年行业业绩的高点，同时 20Q3 是行业复工复产后业绩恢复较快的时点；另一方面则是由于 21Q3 部分地区疫情复发以及汛情等影响，对线下实体经济造成不利影响。

图 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

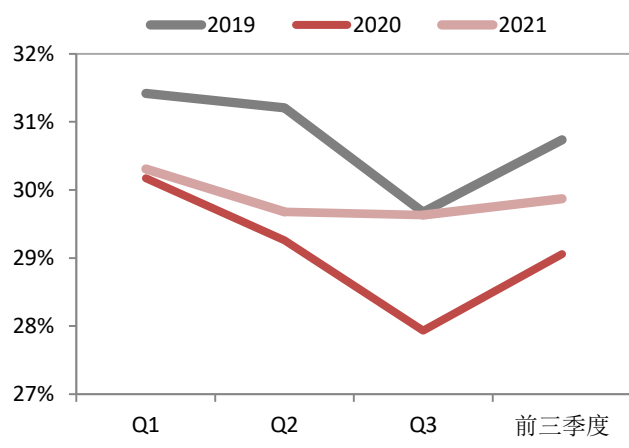
图 4：单季度传媒上市公司归母净利润情况



资料来源：wind，山西证券研究所

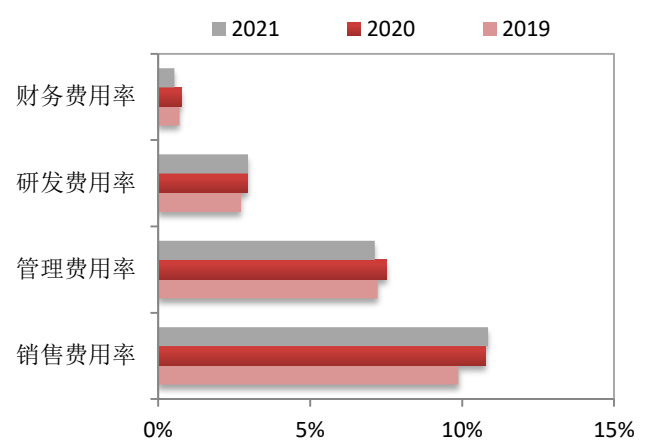
2021 年前三季度，传媒行业整体毛利率为 29.87%，较 2020 年同期上升 0.81pct，但较 2019 年同期下降 0.87pct；其中 21Q3 毛利率为 29.63%，同比上升 1.70pct，同比 19Q3 下降 0.04pct。2021 年前三季度，行业整体销售、管理、研发、财务费用率分别为 10.85%、7.13%、2.96%、0.54%，同比变动 0.09pct、-0.39pct、0.02pct、-0.22pct，在收入端逐步恢复的状态下行业期间费用率同比有所下降，相较于 2019 年同期，费用率同比变动 0.98pct、-0.09pct、0.23pct、-0.17pct。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

图 5：近三年传媒上市公司前三季度毛利率水平



资料来源：wind，山西证券研究所

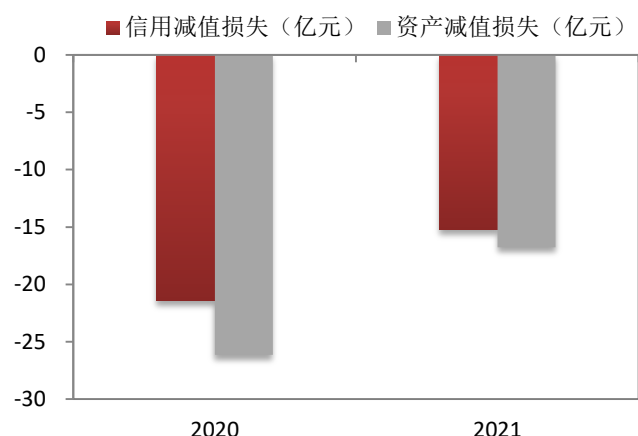
图 6：传媒上市公司前三季度期间费用率水平



资料来源：wind，山西证券研究所

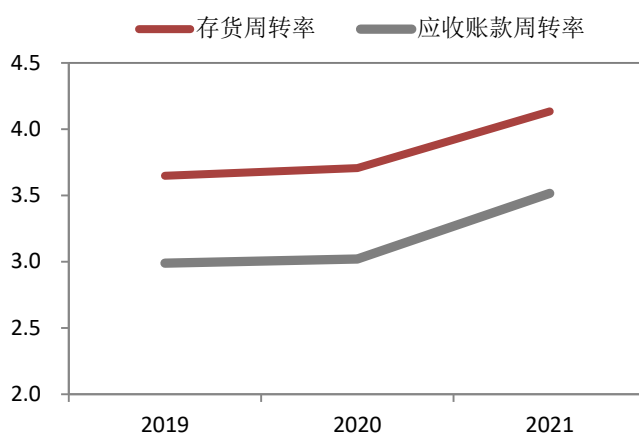
资产减值及营运效率方面，2021 年前三季度，传媒上市公司资产减值损失合计规模为 16.78 亿元，同比 2020 年减少 35.83%，信用资产减值损失合计规模为 15.21 亿元，同比 2020 年减少 28.89%，二者合计对利润总额的影响降低至-7.21%，2020 年同期为-13.91%。截至三季度末，行业存货余额为 603.54 亿元，较年初增加 17.32%，年内存货周转率为 4.13 次，同比增加 0.43 次；应收账款账面价值 1139.27 亿元，较年初增加 7.49%，年内应收账款周转率为 3.51 次，同比增长 0.5 次，存货与应收账款周转率较 2020 年同期均有所增加。

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

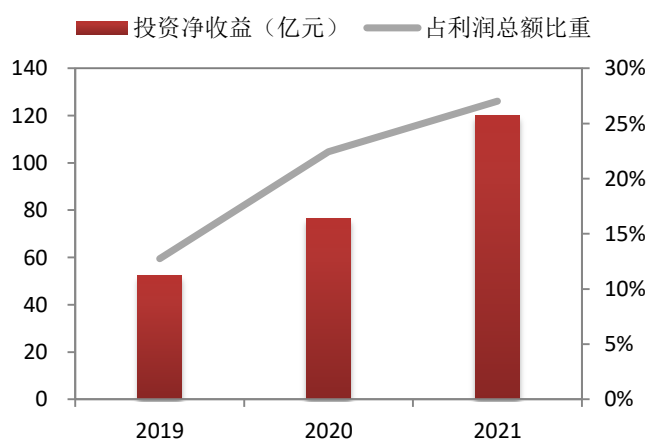
图 8：传媒上市公司存货与应收账款周转率



资料来源：wind，山西证券研究所

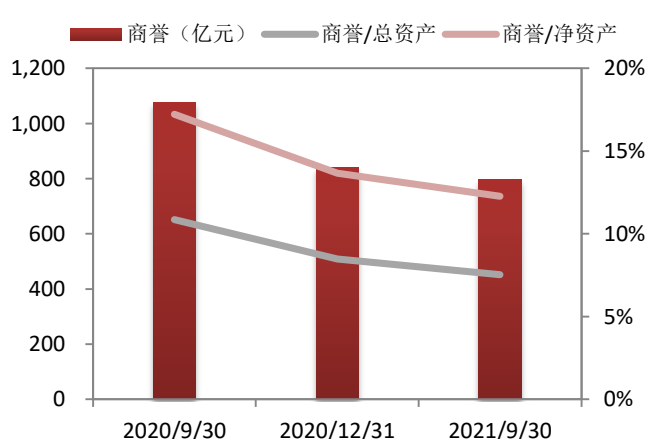
投资及商誉方面，2021 年前三季度，传媒上市公司投资净收益整体规模为 119.87 亿元，对利润总额的占比达 27.01%，同比上升 4.59pct，一方面上市公司当中世纪华通、昆仑万维前三季度投资净收益分别达 25.25 亿、16.91 亿，对行业整体投资收益影响较大；另一方面，由于上市公司投资标的公司在疫情后经营逐步恢复，对上市公司投资收益的贡献也会有所增加。截至 2021 年 9 月 30 日，传媒上市公司整体商誉规模为 795.46 亿元，较年初减少 5.18%，较 2020 年同期减少 25.97%；商誉占总资产的比重为 7.52%，较年初下降 0.95pct，较 2020 年同期下降 3.34pct，商誉占净资产的比重为 12.27%，较年初下降 1.39pct，较 2020 年同期下降 4.95pct，行业商誉规模较高的风险进一步降低。

图 9：传媒上市公司中报投资净收益情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 10：传媒上市公司整体商誉规模

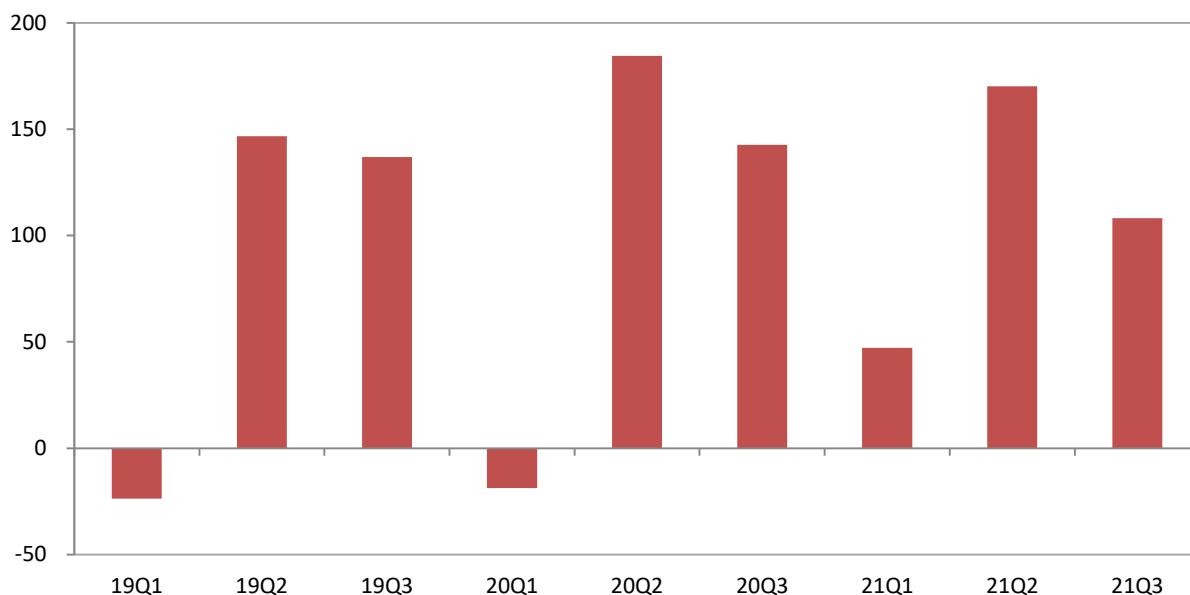


资料来源：wind，山西证券研究所

经营活动现金流方面，2021 年前三季度，传媒上市公司实现经营活动现金流净额为 325.59 亿元，同比增长 5.72%，同比 2019 年增长 20.40%；其中 21Q3 经营活动现金流净额为 108.20 亿元，同比减少 24.12%，环比减少 36.52%。单季度来看，21Q3 行业经营活动现金流净额表现不及 21Q2，我们认为主要受到 21Q3 行业收入环比有所减少，而经营活动相关的费用支出并未相应减少；但整体来看，21Q1-Q3

单季度经营活动现金流相较于 2019-2020 年保持稳定。

图 11：传媒行业经营活动产生的现金流净额情况

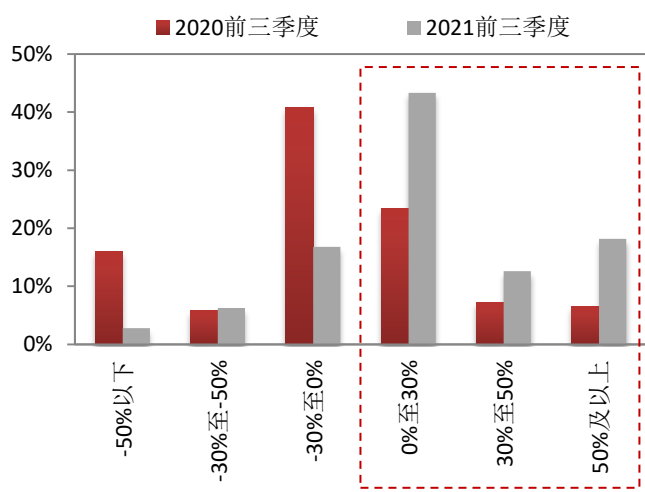


资料来源：wind，山西证券研究所

公司分布：营收增幅集中于 0%-30%，归母净利润增幅 50%以上

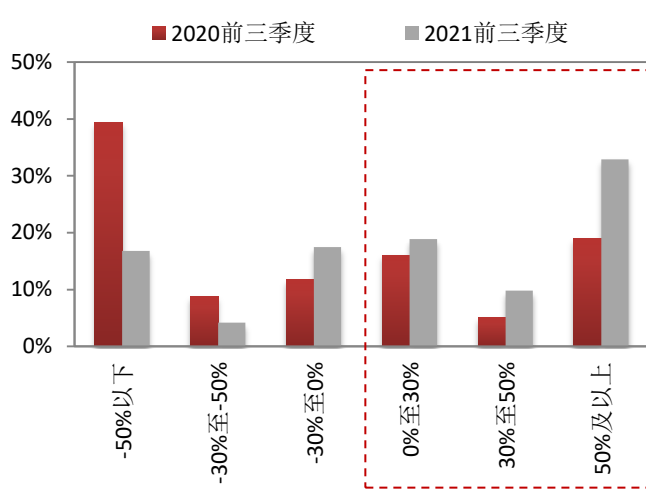
2021 年前三季度，营业收入、归母净利润实现同比增长的上市公司继续维持较高比例，其中营业收入实现同比增长的公司数量为 106 家，占比为 74.13%，较 2020 年同期上升 36.90pct；营收增幅主要集中于 0%-30% 区间，占比为 43.36%，其次为增幅在 50% 以上的公司数量占比达 18.18%，在营业收入同比减少的上市公司中，降幅也主要分别为 30% 以下，占比达 16.78%。具体到上市公司，欢瑞世纪、华录百纳、金逸影视、横店影视、上海电影等影视行业公司营业收入同比增速居前。归母净利润实现同比增长的公司数量为 88 家，占比为 61.54%，较 2020 年同期上升 21.39pct，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

图 12：2021 年前三季度公司营业收入增速分布



资料来源：wind，山西证券研究所

图 13：2021 年前三季度公司归母净利润增速分布



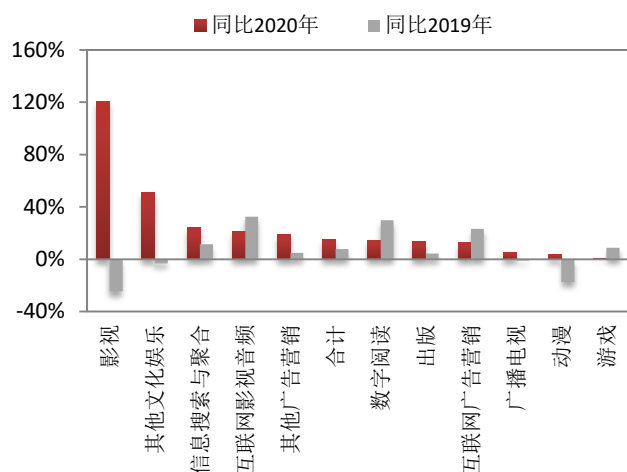
资料来源：wind，山西证券研究所

二、细分行业比较及重点行业分析

1. 细分行业营收增速良好，归母净利润表现分化

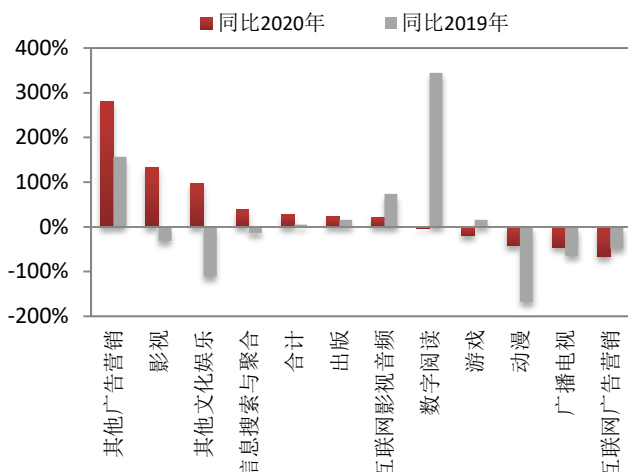
2021 年前三季度，各细分板块营业收入均实现同比正增长，其中影视板块营业收入同比增幅达 120.64%，其他文化娱乐增幅达 50.77%，信息搜索与聚合、互联网影视音频等同比增幅 20% 以上，其他广告营销、数字阅读、出版、互联网广告营销同比增幅 12%-18% 区间，游戏、动漫、广播电视营业收入同比增幅相对较小；相较于 2019 年同期，各细分板块增幅表现有所分化，互联网影视音频、数字阅读、互联网广告营销等营业收入同比增长达 20% 以上，影视、动漫、其他文化娱乐、广播电视等营业收入同比下降。2021 年前三季度，各细分板块归母净利润同比增速同样表现分化，其他广告营销、影视、其他文化娱乐等同比实现 90% 以上增幅，信息搜索与聚合、出版、互联网影视音频同比增幅在 20% 以上，互联网广告营销、广播电视、动漫、游戏等则同比降幅达 20% 以上；相较于 2019 年同期，数字阅读、其他广告营销归母净利润同比增长达 100% 以上，互联网影视音频、游戏、出版同比增幅达 15% 以上，动漫、其他文化娱乐同比降幅达 100% 以上，广播电视、互联网广告营销、影视等同比降幅也在 30% 以上。通过比较 2021 年前三季度与 2020 年、2019 年同期业绩增长情况可以看出，以数字阅读、互联网影视音频为代表快速发展的细分板块，疫情对板块业绩波动的影响较小，整体表现为快速增长；游戏、互联网广告营销为受疫情红利较为明显的线上经济板块，在高基数的影响下业绩同比增速放缓明显，但相较于疫情前收入或规模有所增长；受疫情明显的板块中，出版、其他广告营销板块恢复性增长良好，且较疫情前业绩有所增长，而影视、其他文化娱乐板块则呈现业绩大幅回暖但仍未恢复至疫情前水平；此外广播电视板块则受到行业整体业务的萎缩，近年来业绩表现低迷。

图 14：细分板块 2021 年前三季度营业收入同比增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 15：细分板块 2021 年前三季度归母净利润同比增速



资料来源：wind，山西证券研究所

21Q3 各细分板块中除动漫板块外，营业收入均实现同比增长，其中其他文化娱乐同比增幅达 109.77%，影视、信息搜索与聚合、游戏、数字阅读板块营业收入同比增幅在 10%-30% 区间；出版、其他广告营销等板块单季度营业收入同比小幅增长；从 21Q3 营业收入环比增速来看，其他文化娱乐、游戏板块环比增幅相对较高，分别为 26.34%、10.74%，影视、广播电视、出版、互联网广告营销等板块营业收入环比减少。21Q3 归母净利润同比增速方面，各细分板块表现差异明显，其他文化娱乐、影视、其他广告营销板块同比增幅达 80% 以上，游戏、互联网影视音频同比小幅增长，增幅在 10% 以内，出版同比小幅减少，降幅 1.75%，动漫、互联网广告营销、广播电视等板块同比降幅较大；从 21Q3 环比增速来看，其他文化娱乐环比增长达 135.86%，其余各细分板块环比均有所下降，其中游戏板块小幅减少 2.92%。从单季度趋势来看，影视、其他广告营销板块在低基数效应下以及互联网影视音频板块连续三个季度呈现营业收入、归母净利润的同比正增长；其余板块中出版、数字阅读、其他文化娱乐、互联网广告营销等 7 个细分板块营业收入连续三个季度呈现同比增长，归母净利润同比增速方面则在 21Q3 有不同程度下滑；此外游戏板块业绩增速逐季改善，至 21Q3 营业收入与归母净利润同比增速回正。

表 1：2021 年各季度细分板块营业收入及归母净利润同比增速情况汇总

营业收入增速	2021Q1	2021Q2	2021Q3	归母净利润增速	2021Q1	2021Q2	2021Q3
其他文化娱乐	47.27%	12.51%	109.77%	其他文化娱乐	-55.58%	111.87%	117.29%
影视	148.93%	290.62%	25.74%	影视	199.72%	116.92%	91.16%
信息搜索与聚合	39.61%	19.41%	18.70%	其他广告营销	908.58%	194.36%	89.36%
数字阅读	17.33%	15.50%	10.94%	游戏	-28.12%	-34.15%	11.18%
游戏	-5.65%	-2.74%	10.20%	互联网影视音频	62.15%	2.77%	6.98%
广播电视	7.60%	2.43%	6.11%	出版	67.96%	22.97%	-1.75%
合计	23.10%	18.81%	5.62%	信息搜索与聚合	221.02%	6.95%	-9.04%
出版	26.96%	11.37%	5.36%	合计	83.59%	44.10%	-17.22%

其他广告营销	40.41%	19.54%	3.49%	数字阅读	-38.05%	62.67%	-41.64%
互联网影视音频	48.69%	22.16%	0.24%	广播电视	-17.27%	-36.11%	-78.60%
互联网广告营销	18.29%	21.01%	0.02%	互联网广告营销	-33.60%	164.52%	-128.25%
动漫	15.65%	12.44%	-12.02%	动漫	107.38%	-167.84%	-173.27%

资料来源：wind，山西证券研究所

附表：143 家传媒上市公司统计样本及细分板块分类

细分板块	上市公司
游戏	宝通科技、顺网科技、掌趣科技、汤姆猫、迅游科技、大晟文化、电魂网络、吉比特、*ST 众应、浙数文化、昆仑万维、盛讯达、盛天网络、世纪华通、游族网络、ST 三五、天神娱乐、冰川网络、*ST 游久、三七互娱、凯撒文化、完美世界、恺英网络、星辉娱乐、ST 天润、巨人网络、惠程科技、富春股份、中青宝
出版	读客文化、果麦文化、龙版传媒、浙版传媒、博瑞传播、城市传媒、出版传媒、读者传媒、凤凰传媒、华闻集团、南方传媒、山东出版、盛通股份、时代出版、世纪天鸿、天舟文化、皖新传媒、新华传媒、新华文轩、新经典、粤传媒、长江传媒、中国出版、中国科传、中南传媒、中文传媒、中信出版、中原传媒
影视	捷成股份、华谊兄弟、华策影视、光线传媒、华录百纳、唐德影视、幸福蓝海、文投控股、中国电影、上海电影、浙文影业、横店影视、中广天择、万达电影、金逸影视、鼎龙文化、ST 北文、慈文传媒、欢瑞世纪
互联网影视音频	芒果超媒、新媒股份、新国脉
互联网广告营销	川网传媒、*ST 数知、蓝色光标、*ST 嘉信、紫天科技、腾信股份、ST 中昌、天下秀、浙文互联、引力传媒、华扬联众、三人行、省广集团、实益达、深大通、思美传媒、利欧股份、星期六、智度股份、天地在线、广博股份、每日互动、宣亚国际、天龙集团、佳云科技
其他广告营销	新文化、因赛集团、中视传媒、北巴传媒、ST 龙韵、电广传媒、华媒控股、电声股份、分众传媒、元隆雅图
数字阅读	中文在线、掌阅科技
动漫	祥源文化、美盛文化、*ST 长动、奥飞娱乐
信息搜索与聚合	三六五网、人民网、新华网、生意宝、全通教育、视觉中国、焦点科技
其他文化娱乐	华立科技、当代文体、*ST 当代、力盛赛车、中体产业
广播电视	数码视讯、歌华有线、广西广电、江苏有线、贵广网络、吉视传媒、东方明珠、华数传媒、天威视讯、湖北广电、广电网络

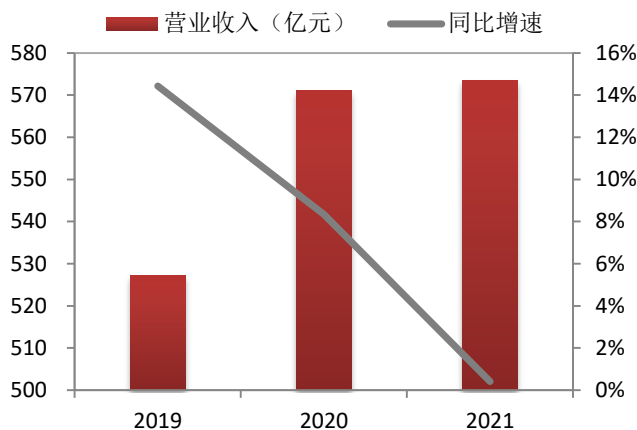
资料来源：wind，山西证券研究所

2. 游戏：21Q3 收入与利润增速回正，销售费用率下降

2021 年前三季度，游戏板块上市公司合计实现营业收入 573.47 亿元，同比增长 0.41%，实现归属母公司股东的净利润 127.48 亿元，同比减少 20.46%，降幅较中报有所收窄。其中 21Q3 实现营业收入 202.58 亿元，同比增长 10.20%，环比增长 10.74%，实现归母净利润 46.34 亿元，同比增长 11.18%，环比减少 2.92%。随着前两个季度业绩高基数影响褪去，以及上半年新产品投入逐步回收利润释放，带动游戏板块业绩增速逐季回暖获验证，至 21Q3 游戏板块营业收入与归母净利润同比增速均已回正。

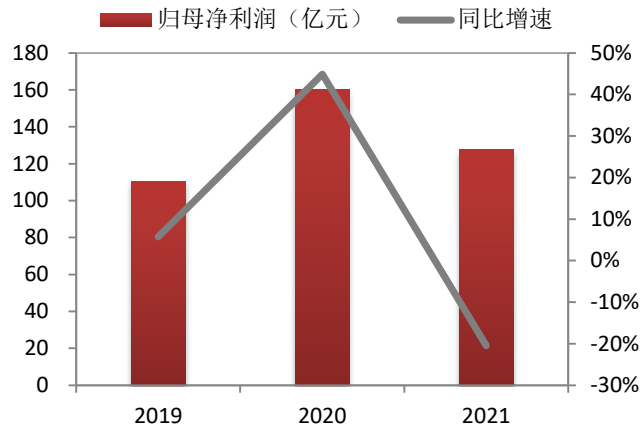
图 16：2021 年前三季度游戏板块营业收入情况

图 17：2021 年前三季度游戏板块归母净利润情况



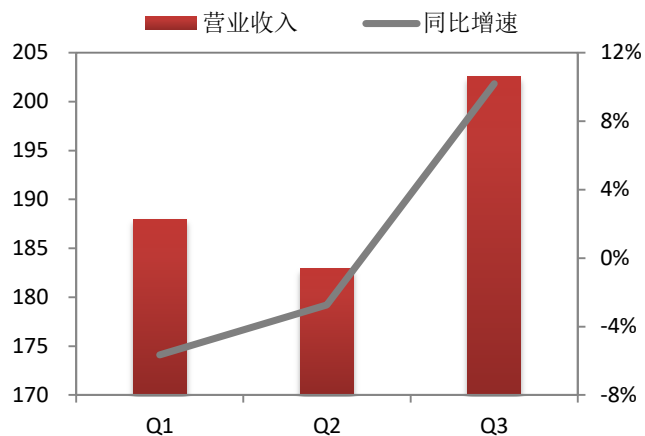
资料来源：wind，山西证券研究所

图 18：游戏板块单季度营业收入情况



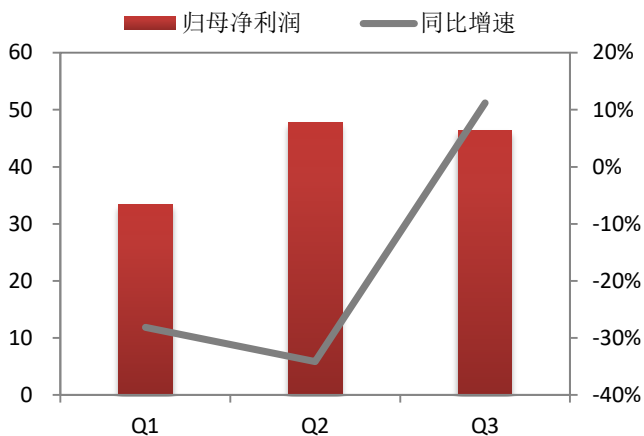
资料来源：wind，山西证券研究所

图 19：游戏板块单季度归母净利润情况



资料来源：wind，山西证券研究所

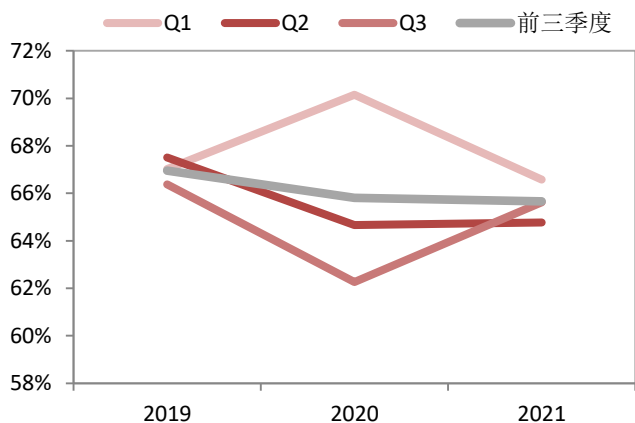
图 20：游戏板块前三季度毛利率水平



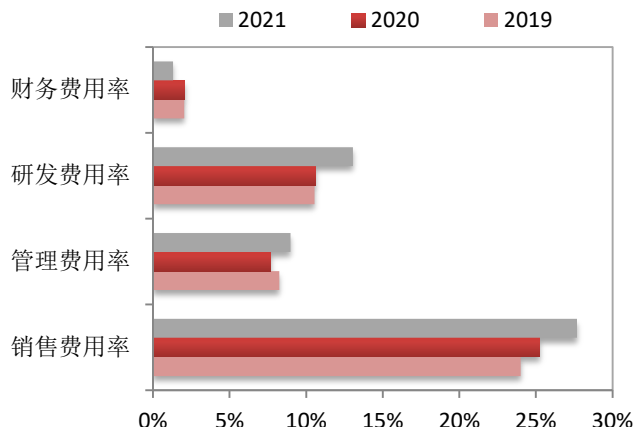
资料来源：wind，山西证券研究所

图 21：游戏板块前三季度期间费用率水平

2021年前三季度，游戏板块整体毛利率水平为65.67%，同比下降0.14pct，其中21Q3毛利率为65.63%，同比上升3.37pct，环比下降0.85pct。前三季度游戏板块销售、管理、研发及财务费用率分别为27.68%、8.89%、13.06%、1.30%，较2020年同期变动2.44pct、1.32pct、2.44pct、-0.75pct；其中销售费用率受今年推出的新产品增加以及对老产品进行营销活动导致宣传、买量等费用增加，但21Q3以来随着收入增加及营销集中投放的减少，销售费用率下降至26.78%；此外在研发上游戏公司保持常态化投入，研发费用率持续上升



资料来源：wind，山西证券研究所

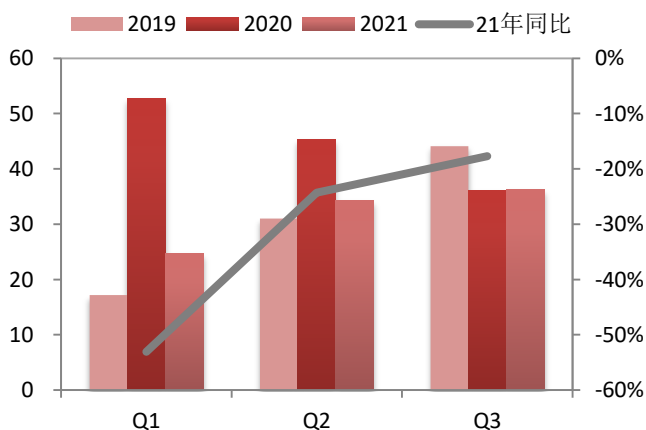


资料来源：wind，山西证券研究所

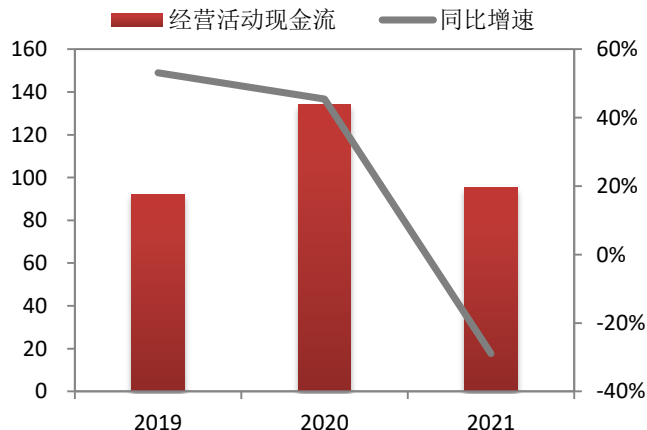
2021 年前三季度，游戏板块整体经营活动现金流净额为 95.42 亿元，同比减少 28.93%，相较于 2020 年，收入减少以及新产品上线数量增加导致的费用支出增加、代理产品支付研发商分成增加等因素导致经营活动现金流回落至正常水平，其中 21Q3 经营活动现金流净额为 36.32 亿元，同比增长 0.48%，环比增加 5.72%，连续两个季度保持环比增长。

图 22：游戏板块单季度经营活动现金流净额情况

图 23：游戏 2021 年前三季度经营活动现金流净额情况



资料来源：wind，山西证券研究所

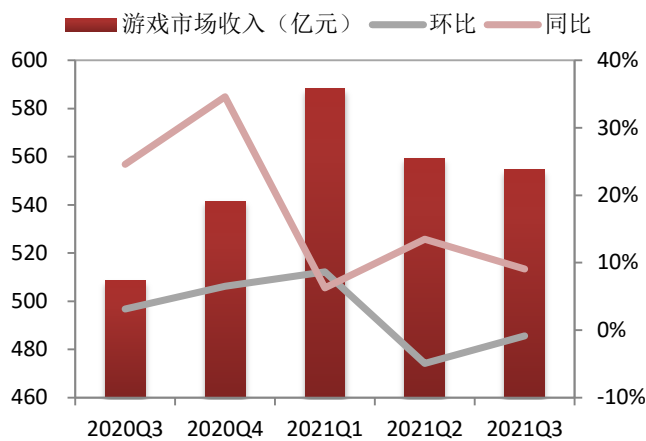


资料来源：wind，山西证券研究所

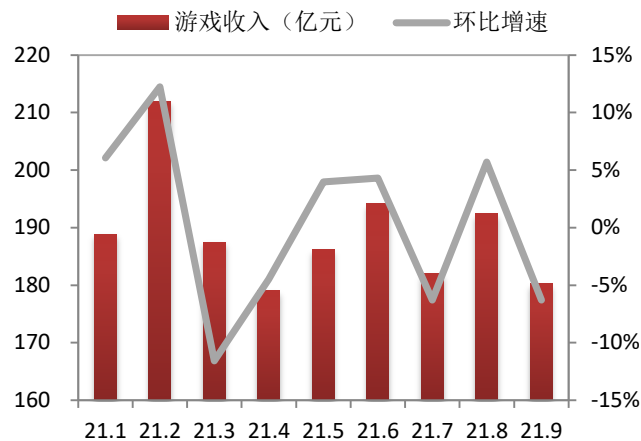
伽马数据显示，2021 年三季度，中国移动游戏市场实际销售收入为 554.69 亿元，同比增长 9.09%，连续七个季度实现同比增长；但由于长线运营产品及二季度上线新品流水回落，三季度新游增量部分未能覆盖下滑部分导致环比微降 0.85%。单月来看，7-9 月游戏市场销售收入分别为 182.01 亿、192.38 亿、180.30 亿，收入环比虽有波动但随着 2020 年同期高基数效应褪去，三季度各月收入规模呈现同比增长，增速分别为 6.63%、8.18%、12.72%。结合第一至第二季度游戏市场表现，今年前三季度移动游戏市场累计规模已达 1702.41 亿元，同比 2020 年同期增长 9.46%，同比 2019 年同期增长 44.41%。

图 24：2021 年移动游戏单季度市场规模

图 25：2021 年移动游戏月度市场规模



资料来源：伽马数据，山西证券研究所



资料来源：伽马数据，山西证券研究所

头部产品类型与厂商呈现多元化。流水测算榜 TOP 10 中《王者荣耀》《和平精英》《梦幻西游》《原神》等排名前 6 款产品均为去年或上线更久的头部产品，排名固化；今年上线的《一念逍遥》《梦幻新诛仙》及三季度新上线的《斗罗大陆：魂师对决》《哈利波特：魔法觉醒》4 款产品排名 7-10 位。榜单产品类型包括 MOBA、射击、回合制 RPG、ARPG、SLG、卡牌、放置类等；同时厂商除腾讯、网易外还包括有米哈游、灵犀互娱、三七互娱、吉比特雷霆、完美世界等。新品集中 MMO、卡牌等热门品类，哈利波特、斗罗等表现亮眼。三季度上线新游首月流水榜，《哈利波特：魔法觉醒》预估流水超 11 亿元，为本年度第一款首月流水超 10 亿元的新品；自走棋《金铲铲之战》首月预估流水 6 亿以上排名第二，三七自研《斗罗大陆：魂师对决》首月预估流水 5 亿+排名第三。

表 2：2021 年 7-9 月游戏全渠道流水测算榜 TOP 10

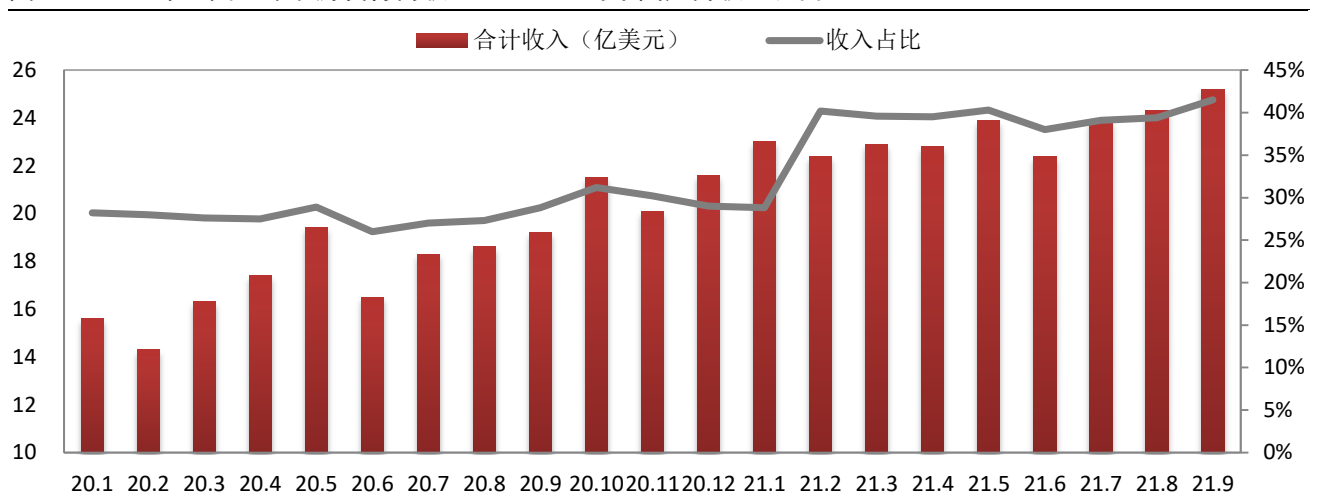
排名	游戏名称	游戏类型	上线时间	游戏公司
1	王者荣耀	MOBA	2015 年 10 月	腾讯
2	和平精英	射击类	2019 年 5 月	腾讯
3	梦幻西游	回合制 RPG	2015 年 3 月	网易
4	原神	ARPG	2020 年 9 月	米哈游
5	三国志·战略版	SLG	2019 年 9 月	灵犀互娱
6	穿越火线：枪战王者	射击类	2015 年 12 月	腾讯
7	斗罗大陆：魂师对决	卡牌类	2021 年 7 月	三七互娱
8	一念逍遥	放置类	2021 年 2 月	雷霆游戏
9	梦幻新诛仙	回合制 RPG	2021 年 6 月	完美世界
10	哈利波特：魔法觉醒	卡牌类	2021 年 9 月	网易

资料来源：伽马数据，山西证券研究所

游戏出海增势良好，头部厂商收入屡创新高。2021 年三季度，中国自研游戏海外市场实际销售收入为 49.66 亿美元，环比增长 12.77%，同比增长 28.15%，呈现单季度收入规模扩大、同比增速上升态势。2021 年 7-9 月，入围全球手游发行商收入榜 TOP100 的中国厂商收入合计分别为 23.9 亿、24.3 亿、

25.2 亿美元，占全球 TOP100 手游发行商收入比例分别为 39.1%、39.4%、41.5%，收入&占比于 9 月再创新高。产品方面，7-9 月中国手游海外收入榜中，前四位均为《原神》《PUBG Mobile》《State of Survival》《万国觉醒》，其中《原神》2.0 版本推出后海外移动端收入大幅增长，移动端单月收入分别超 1.15 亿、1.1 亿、2.34 亿美元；三七互娱 SLG+消除手游《末日喧嚣》收入环比持续增长，其在美国市场的表现已超越美国市场，在手游海外收入排名由 7 月第 7 位上升至 9 月第 5 位；另一款手游《云上城之歌》于 7 月在韩国上市后表现亮眼，自 7 月收入进入 TOP 30 后排名进一步提升。整体来看不同于下载榜，中国手游海外收入 TOP 30 中空降新品的数量较少。

图 26：2021 年入围全球手游发行商收入 TOP 100 的中国厂商收入及占比



资料来源：Sensor Tower，山西证券研究所

上市公司方面，2021 年前三季度，盛讯达、吉比特、凯撒文化、天神娱乐等公司营业收入同比实现 50% 以上的增速，共计 16/29 家游戏公司营业收入实现同比正增长；中青宝、恺英网络、盛讯达、天神娱乐等归母净利润同比增长 100% 以上，盛天网络、凯撒文化、吉比特同比增长 50% 以上，共计 13/29 家游戏公司归母净利润实现同比正增长，星辉娱乐、*st 众应、惠程科技等 6 家公司前三季度亏损。

吉比特前三季度业绩靓丽，实现营业收入 34.85 亿元，同比增长 70.05%，归属母公司所有者净利润 12.06 亿元，同比增长 51.70%；其中 21Q3 实现营业收入 10.98 亿元，同比增长 71.45%，环比减少 13.51%，实现归母净利润 3.05 亿元，同比增长 24.54%，环比减少 43.11%，扣除非经常性损益后净利润为 2.97 亿元，同比增长 45.44%，环比减少 15.14%。在公司老游流水稳健增长及新产品贡献增量下，公司单季度业绩同比继续保持大幅增长，其中《一念逍遥》为前三季度利润贡献的主要增量，《摩尔庄园》《剑开仙门》《鬼谷八荒（PC 版）》《复苏的魔女》等新游为公司收入带来增量。

完美世界 21Q3 实现单季度扭亏，公司实现营业收入 25.33 亿元，同比减少 13.21%，环比增长 28.21%，归母净利润 5.42 亿元，同比减少 1.18%，环比增长 363.47%。在《完美世界》《诛仙》《新笑傲江湖》《新

《神魔大陆》等老游戏稳定贡献利润下，21Q2 末上线《梦幻新诛仙》持续贡献收入并释放利润、资产减值及资产处置损失环比大幅减少，公司三季度游戏业务实现盈利约 5.5 亿元，为公司单季度业绩回暖奠定基础。此外，由于 2020 年疫情影响形成的业绩高基数，老产品收入自然回落，新产品上线时间较晚报告期内贡献有限以及海外项目亏损计提等因素，共同导致公司前三季度业绩同比仍为下滑，营业收入为 67.39 亿元，同比减少 16.40%，归母净利润 8.00 亿元，同比减少 55.72%。

三七互娱 21Q3 业绩增长强劲，实现营业收入 45.72 亿元，同比增长 38.50%，环比增长 22.86%，实现归母净利润 8.67 亿元，同比增长 54.77%，环比增长 17.71%。此前上线新品逐步进入投入回收期，利润释放推动业绩逐季回暖已获验证。2021 年前三季度，公司实现营业收入 121.11 亿元，同比增长 7.27%，归母净利润 17.21 亿元，同比减少 23.85%，其中 21Q1 投入的销售费用已逐步回收，21Q2-Q3 累计归母净利润 16.04 亿元。公司 21Q3 上线的自研卡牌《斗罗大陆：魂师对决》表现亮眼，实现月流水超 7 亿；海外方面，SLG+消除手游《末日喧嚣》在海外市场收入继续保持上扬，《云上城之歌》于 7 月在韩国上市后表现亮眼，由于海外收入增长强劲，公司在中国手游出海发行商月收入排名上升并保持在第 4 名。

表 3：2021 年前三季度游戏公司业绩情况（亿元/%）

	营业收入					归属母公司股东净利润				
	21Q3	YOY	QOQ	前三季度	YOY	21Q3	YOY	QOQ	前三季度	YOY
三七互娱	45.72	38.50	22.86	121.11	7.27	8.67	54.77	17.71	17.21	-23.85
世纪华通	34.76	-13.12	4.94	107.86	-8.35	2.79	-66.91	-85.04	27.29	11.58
完美世界	25.33	-13.21	28.21	67.39	-16.40	5.42	1.18	362.47	8.00	-55.72
昆仑万维	12.66	20.19	-16.08	35.67	-0.48	12.46	68.45	81.61	22.46	-48.76
吉比特	10.98	71.45	-13.51	34.85	70.05	3.05	24.54	-43.11	12.06	51.70
游族网络	7.47	-38.11	-9.20	25.14	-32.49	0.91	39.45	21.10	3.54	-36.77
浙数文化	7.64	-8.62	6.62	22.39	-17.02	1.83	166.83	49.72	4.70	9.18
宝通科技	6.38	-0.20	5.94	19.72	1.03	0.84	4.31	-33.33	3.33	5.39
恺英网络	6.62	114.12	22.75	16.50	47.17	2.24	96.34	75.23	5.02	204.74
巨人网络	5.06	0.94	7.96	15.42	-10.57	3.00	-3.37	18.50	8.74	4.38
汤姆猫	4.85	62.81	14.87	14.02	13.23	1.88	55.95	2.06	6.00	-3.31
掌趣科技	3.60	-18.11	-22.67	11.80	-13.67	0.58	40.08	-44.56	2.45	-49.48
天神娱乐	5.43	98.85	58.62	11.68	55.31	-0.16	9.17	-166.07	0.27	113.50
盛天网络	3.40	46.73	6.64	9.60	41.57	0.41	108.58	30.06	1.11	90.05
星辉娱乐	4.22	-14.99	68.90	9.52	-29.16	-0.52	-173.32	56.12	-2.49	-1023.75
顺网科技	3.77	5.20	47.92	8.77	10.31	0.85	30.72	142.88	1.55	32.80
电魂网络	2.57	-1.76	4.96	7.65	3.90	0.77	-22.73	-27.38	2.85	-7.95
凯撒文化	2.22	60.18	21.77	6.93	55.89	0.30	-8.42	-51.95	2.42	61.23
富春股份	2.05	124.92	95.49	4.01	32.12	0.43	-15.57	528.23	0.61	-11.11
迅游科技	1.18	1.51	-4.91	3.74	3.80	0.06	-32.89	-53.93	0.38	-13.79
ST 天润	1.14	-42.19	10.12	3.40	-29.24	0.63	-83.28	716.32	0.89	-78.26
盛讯达	1.33	239.30	30.62	3.27	157.18	0.60	905.28	-41.22	1.92	193.48

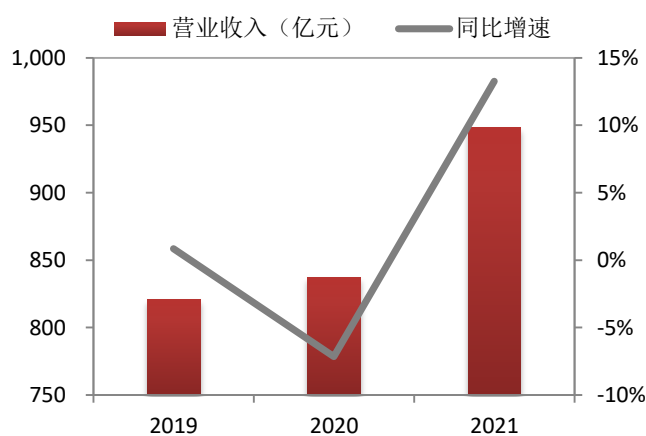
冰川网络	0.99	6.62	-6.53	3.18	6.24	0.00	-99.81	-99.79	0.07	-94.24
中青宝	0.93	35.08	10.49	2.57	28.53	0.02	127.92	-50.19	0.14	730.18
惠程科技	0.83	-49.26	2.64	2.37	-64.95	-0.63	-764.89	-52.65	-1.37	-633.43
*ST众应	0.50	-7.81	-21.88	1.80	1.09	0.18	126.69	118.29	-1.39	-55.31
大晟文化	0.47	13.35	-21.52	1.59	-37.26	-0.13	-415.85	-417.76	-0.05	-112.94
ST三五	0.43	-20.82	-1.44	1.42	-18.29	-0.05	4.18	-3.00	-0.07	35.67
*ST游久	0.03	110.98	788.11	0.09	-10.79	-0.11	-23.74	-270.94	-0.14	-168.12

资料来源：wind，山西证券研究所

3. 出版：低基数效应消散增速逐季回落，在手现金充沛

2021年前三季度，出版板块上市公司合计实现营业收入948.48亿元，同比增加13.26%，实现归属母公司股东的净利润为121.16亿元，同比增长21.92%，在2020年低基数效应下，板块整体业绩呈现恢复性增长，相较于2019年同期，营业收入增长4.36%，归母净利润增长15.27%。21Q3出版板块实现营业收入321.77亿元，同比增长5.36%，环比减少8.40%，实现归母净利润36.11亿元，同比减少1.75%，环比减少34.73%，从各季度业绩情况，由于2020年H1疫情导致的业绩低基数效应逐步消散，叠加21Q3以来部分地区再次受到疫情反复的影响，导致出版板块业绩同比增速逐季回落，在上市公司稳健经营中板块业绩增速也回归常态。

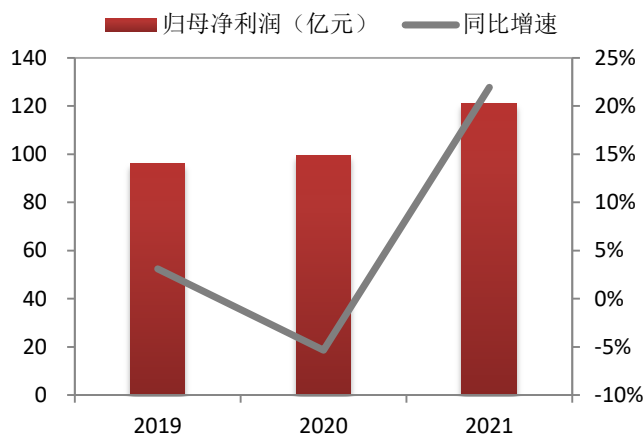
图 27：2021 年前三季度出版板块营业收入情况



资料来源：wind，山西证券研究所

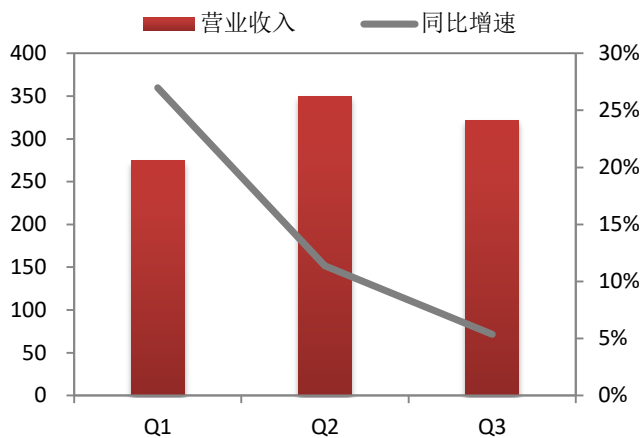
图 29：出版板块单季度营业收入情况

图 28：2021 年前三季度出版板块归母净利润情况

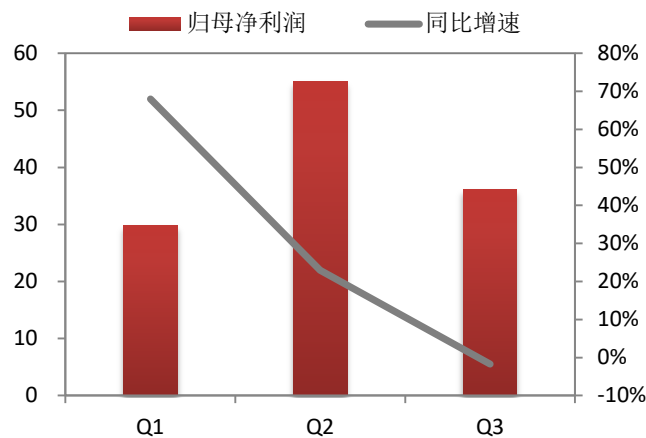


资料来源：wind，山西证券研究所

图 30：出版板块单季度归母净利润情况



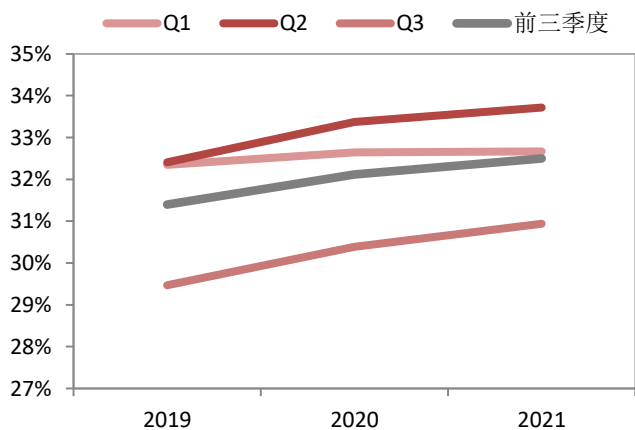
资料来源：wind，山西证券研究所



资料来源：wind，山西证券研究所

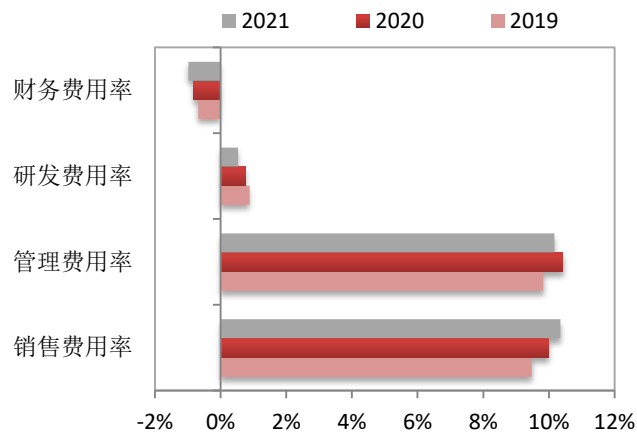
2021 年前三季度，出版板块整体毛利率为 32.50%，同比上升 0.38pct，较 2019 年同期上升 1.10pct，其中 21Q3 毛利率为 30.93%，同比上升 0.55pct，同比 19Q3 上升 1.47pct。2021 年前三季度，出版板块各项费用率保持稳定，销售、管理、研发及财务费用率分别为 10.36%、10.16%、0.53%、-0.98%，同比变动 0.36pct、-0.27pct、-0.24pct、-0.16pct，其中疫情防控常态化下图书市场营销推广活动开展正常，部分上市公司销售费用较 2020 年疫情时有所增加。

图 31：出版板块前三季度毛利率水平



资料来源：wind，山西证券研究所

图 32：出版板块前三季度期间费用率水平

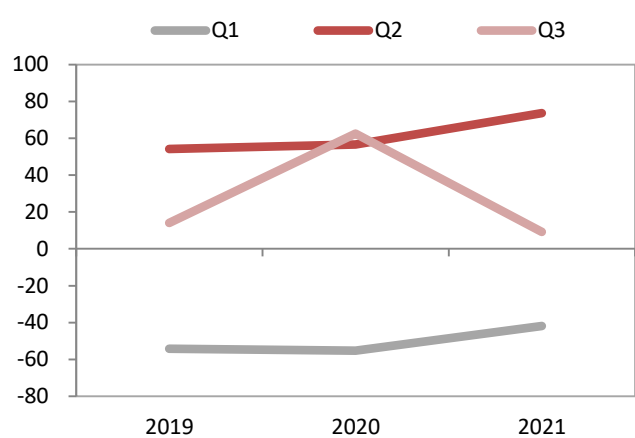


资料来源：wind，山西证券研究所

2021 年前三季度，出版板块经营活动现金流净额为 40.87 亿元，同比减少 35.51%，其中 21Q3 净额为 9.15 亿，同比减少 85.38%。由于出版板块受到教材教辅发行业务回款周期影响，即 Q1/Q3 春秋教材教辅款并未回收，而 Q2/Q4 为回款期，导致经营活动现金流净额环比波动较大；此外存货备货增加或教育装备预付款增加等导致经营现金流出同样导致 21Q3 季度经营活动现金流净额减少。截至三季度末，出版板块上市公司应收账款账面价值为 222.01 亿元，较二季度末 191.15 亿元同比增加 16.14%，存货余额为 330.05 亿元，较二季度末 265.64 亿元增加 24.25%。但从前三季度营运指标来看，出版板块上

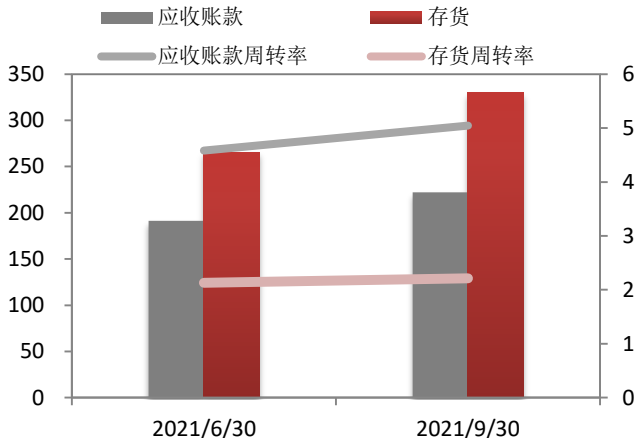
市公司整体应收账款周转率为 5.04 次，较 2020 年同期上升 0.46 次，平均存货周转率为 2.21 次，较 2020 年同期上升 0.09 次，资产周转率良好。截至三季报末，出版板块货币资金高达 764.22 亿元，交易性金融资产 203.65 亿元，出版板块分红政策稳定且持续，尤其以国有出版发行集团在手现金充沛，有望继续支持分红政策的延续。

图 33：出版板块各季度经营活动现金流净额情况



资料来源：wind，山西证券研究所

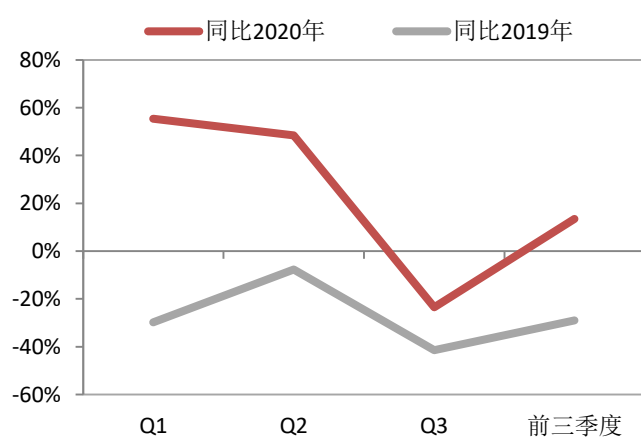
图 34：出版板块应收账款及存货情况



资料来源：wind，山西证券研究所

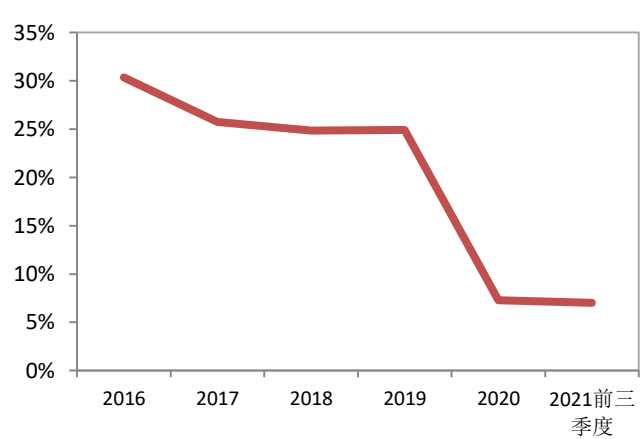
北京开卷数据显示，三季度受到疫情、汛情及主题出版销售回落影响，图书零售市场销售码洋增速放缓，2021 年 1-9 月同比增长 2.99%，同比 2019 年同期减少 4.19%，其中实体渠道销售码洋同比 2020 年增长 13.52%，但 21Q3 出现同比下滑 23.45%，导致整体同比增速放缓且较 2019 年仍有 28.97% 的降幅，因此实体渠道不仅要面对疫情防控常态下部分地区疫情反复对门店经营的影响，同时还要面对读者消费习惯的改变和渠道迁移。网店渠道虽保持增长但增速放缓，较 2019 年同期增长 7.03%。渠道折扣保持稳定，实体店为 9 折，网店为 5.7 折（不含满减、用券），与上半年相比折扣水平无变化，其中图书短视频渠道近两年发展迅速，但整体折扣率较低，仅为 4 折。

图 35：2021 年前三季度实体书店码洋增速



资料来源：北京开卷，山西证券研究所

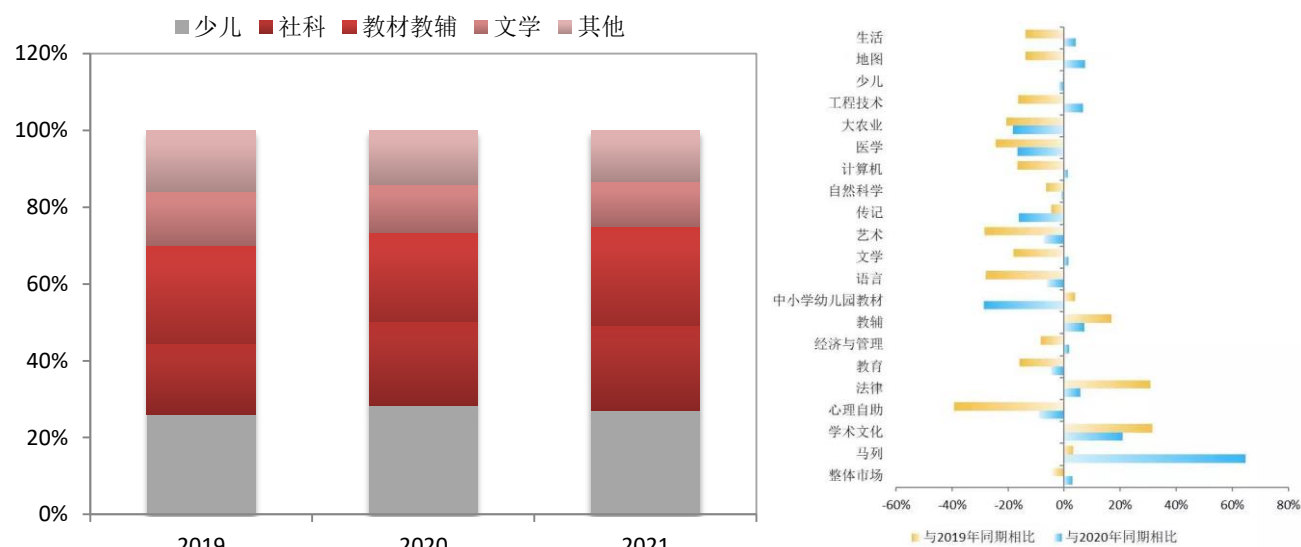
图 36：2021 年前三季度网络渠道码洋增速



资料来源：北京开卷（注：2021 年前三季度为同比 2019）

从图书细分市场增速来看，受益于主题出版热销，马列类、学术文化类图书增长亮眼，增速分别为64.77%、20%，少儿类市场小幅下滑0.65%；与2019年同期相比，马列、学术文化、法律、教辅、中小学幼儿园教材同比实现码洋增长，其余品类则仍处于恢复阶段。从图书市场结构来看，少儿图书仍占据最大码洋比重，1-9月市场占比为27.08%，较2020年同期下降1.33pct，并且由于少儿类图书系列化成套销售形成趋势，且低价促销更易带动销量，因此在短视频电商渠道中少儿图书占据更高的码洋比重，1-9月占比为59.96%，渠道折扣低至3.3折。社科类图书在主题出版的带动下码洋比重上升明显，由2019年的18.29%逐步上升至2021年的22.21%，其中马列、学术文化的比重上升1.93pct和1.17pct，此外社科类在短视频电商平台的比重主要受心理自助品类影响，1-9月社科类在短视频渠道的占比为16.38%，其中心理自助类占据9.25%。教材教辅类全渠道码洋规模占比排名第三，为25.57%，同比上升0.44pct。文学类作为休闲阅读主要门类码洋比重排名第四，但整体表现欠佳，占比为11.93%，与2019年、2020年相比下降2.23pct、0.63pct。

图 37：2021 年前三季度图书码洋结构及细分品类增长情况



资料来源：北京开卷，山西证券研究所

上市公司方面，博瑞传播、果麦文化、时代出版、出版传媒、盛通股份 2021 年前三季度营业收入增速居前，增幅达 25% 以上，除华闻集团、天舟文化外其余上市公司营业收入同比均实现正增长。盛通股份、华闻集团、果麦文化前三季度归母净利润同比增幅达 100% 以上，时代出版、凤凰传媒同比增幅达 50% 以上，共有 22 家上市公司前三季度归母净利润实现正增长，6 家同比下滑。

中信出版受到 7 月以来全国多地出现疫情反复、疫情防控趋严影响，实体零售业务亏损，单季度业绩放缓，21Q3 实现营业收入 4.53 亿元，同比减少 3.87%，环比减少 5.47%，实现归母净利润 5665.51 万元，同比减少 27.77%，环比减少 30.41%。2021 年前三季度，公司实现营业收入 14.05 亿元，同比增

长 10.42%，同比 2019 年增长 6.59%，实现归母净利润 2.01 亿元，同比增长 11.58%，同比 2019 年小幅减少 2.89%。公司继续占据出版机构头部位置，码洋及实洋排名均为第二，在经管、科普细分赛道保持市占率第一，少儿品类快速增长，至 9 月市场份额已上升至第一，公司少儿财商科普书《小狗钱钱》在众多套系畅销童书中表现亮眼，排名开卷少儿畅销榜单第 11 名。

中南传媒 21Q3 实现营业收入 22.96 亿元，同比增长 1.80%；归母净利润为 2.47 亿元，同比减少 33.70%；其中受到 20Q3 公司全资子公司湖南科学技术出版社办公楼拆迁，产生资产处置损益 1.7 亿元影响，扣除非经常性损益后公司归母净利润为 2.39 亿元，同比增长 26.57%。前三季度公司实现营业收入 78.12 亿元，同比增长 22.33%；实现归母净利润 10.11 亿元，同比增长 0.04%，扣非归母净利润为 9.89 亿元，同比增长 24.10%。公司一般图书出版发行业务实现销售码洋 10.28 亿元，同比增长 30.73%，实现营业收入 4.1 亿元，同比增长 29.13%。

凤凰传媒 21Q3 实现营业收入 26.50 亿元，同比增长 2.27%，实现归母净利润 3.63 亿元，同比增长 43.49%，至归母扣非净利润同增 13.62%至 2.48 亿元。2021 年前三季度，公司实现营业收入 88.36 亿元，同比增长 10.19%，归母净利润 17.76 亿元，同比增长 63.37%，其中 1 月转让海南新华 51% 股权确认投资收益 2.74 亿元。2021 年前三季度公司出版与发行业务增长稳定，出版实现码洋 66.94 亿，同比增长 23.76%，实现营业收入 30.68 亿元，同比增长 18.20%；发行实现码洋 98.91 亿元，同比增长 11.51%，实现营业收入 69.83 亿元，同比增长 7.10%。

表 4：2021 年前三季度上市出版发行公司业绩情况（亿元/%）

	营业收入					归属母公司股东净利润				
	21Q3	YOY	QOQ	前三季度	YOY	21Q3	YOY	QOQ	前三季度	YOY
凤凰传媒	26.50	2.27	-24.77	88.36	10.19	3.63	43.49	-49.53	17.76	63.37
中南传媒	22.96	1.80	-32.88	78.12	22.33	2.47	-33.70	-50.60	10.11	0.04
皖新传媒	28.66	9.55	12.14	76.94	20.88	2.07	5.19	-29.48	7.66	15.70
中文传媒	24.52	4.15	-4.96	76.20	4.35	5.33	31.07	-33.40	17.07	34.85
浙版传媒	21.87	14.53	-24.71	71.50	24.18	1.09	-28.96	-79.10	6.93	23.46
新华文轩	23.97	12.94	-11.50	70.58	23.21	1.05	-41.33	-76.58	7.07	-6.73
山东出版	22.44	16.05	-21.06	69.33	20.63	2.97	1.53	-53.60	11.04	48.31
中原传媒	24.35	9.09	-4.79	68.80	11.68	1.90	11.10	-44.80	6.31	8.99
时代出版	20.99	34.25	3.42	57.26	33.15	0.58	1.62	-62.41	2.88	76.08
南方传媒	23.14	1.51	52.36	55.38	15.39	4.24	30.96	265.98	6.99	34.12
长江传媒	14.77	8.13	1.06	43.32	-2.55	2.01	3.01	-8.50	6.82	1.85
中国出版	12.99	-2.39	-18.11	38.65	9.93	1.61	-5.26	-28.16	4.16	7.70
出版传媒	9.10	38.57	35.32	20.49	27.52	0.76	-31.79	164.07	0.92	-22.76
盛通股份	5.68	-9.60	-11.85	18.32	26.12	0.13	-64.28	-61.65	0.70	197.83
中国科传	5.80	-11.27	-27.23	17.51	7.17	0.77	-35.21	-60.80	2.95	17.58
城市传媒	5.30	8.15	-18.27	17.20	13.11	0.37	34.50	-56.97	2.14	-6.29

龙版传媒	6.40	-8.51	256.35	14.06	8.27	1.85	8.92	424.99	2.60	14.33
中信出版	4.53	-3.87	-5.47	14.05	10.42	0.57	-27.77	-30.41	2.01	11.58
新华传媒	1.96	-29.64	-59.35	8.78	9.59	0.05	-24.98	-75.20	0.23	46.66
华闻集团	2.42	-72.14	-7.40	7.86	-67.56	0.93	766.01	784.19	0.16	110.30
读者传媒	3.29	13.12	16.96	7.82	17.47	0.36	17.31	60.16	0.64	12.17
新经典	2.23	2.43	-7.24	6.81	3.85	0.38	-20.11	-3.38	1.31	-24.12
博瑞传播	1.62	54.82	-3.49	4.54	64.06	0.22	-14.59	11.44	0.57	1.76
粤传媒	1.45	13.36	15.90	3.77	4.68	0.24	-88.48	1.54	0.63	-73.78
天舟文化	0.86	-51.49	-45.46	3.51	-36.70	-0.07	55.50	-129.77	0.39	40.33
读客文化	1.02	7.37	-25.48	3.41	24.06	0.18	4.83	-14.52	0.45	36.18
果麦文化	1.14	40.61	-11.67	3.17	40.04	0.19	187.08	-7.89	0.42	108.21
世纪天鸿	1.81	12.34	349.91	2.76	14.51	0.23	-9.29	4141.57	0.23	-12.55

资料来源：wind，山西证券研究所

表 5：2021 年前三季度上市出版发行公司业务收入分部（亿元/%）

	出版业务				发行业务			
	码洋	YOY	收入	YOY	码洋	YOY	收入	YOY
凤凰传媒	66.94	23.76%	30.68	18.20%	98.91	11.51%	69.83	7.10%
中文传媒	53.96	12.14%	23.85	4.70%	36.82	9.29%	24.48	8.9%
新华文轩	47.46	21.72%	23.18	13.91%	36.41	11.48%	60.89	24.01%
时代出版	28.08	15.84%	11.65	13.32%	3.38	74.40%	1.52	74.08%
长江传媒	33.14	43%	12.30	40%	26.18	25%	30.71	23%
出版传媒	15.96	8.23%	7.25	11.40%	8.31	37.04%	6.44	30.14%
城市传媒	13.88	15%	7.24	18.48%	14.96	0.19%	12.33	1.17%

资料来源：wind，山西证券研究所

表 6：2021 年前三季度上市出版发行公司一般图书业务收入（亿元/%）

	一般图书业务					
	码洋	YOY	收入	YOY	毛利率	YOY
中南传媒	10.28	30.73%	4.11	29.13%	43.07	2.78pct
皖新传媒	30.15	12.22%	25.01	15.94%	35.85%	-3.17pct
浙版传媒	37.96	26.56%	10.31	20.02%	25.46	-1.68pct
山东出版	7.79	2.53%	2.64	-7.02%	27.91%	4.09pct
南方传媒	11.15	60.64%	2.66	35.01%	18.14%	-1.15pct
中国出版	54.23	13.05%	21.19	11.04%	39.28	-4.06pct
中国科传	22.04	-4.44%	6.39	10.47%	56.40%	2.10pct
龙版传媒	0.8793	43.36%	0.3042	43.92%	39.8%	1.19pct
读者传媒	4.53	2.65%	0.8065	17.56%	1.85%	-5.11pct

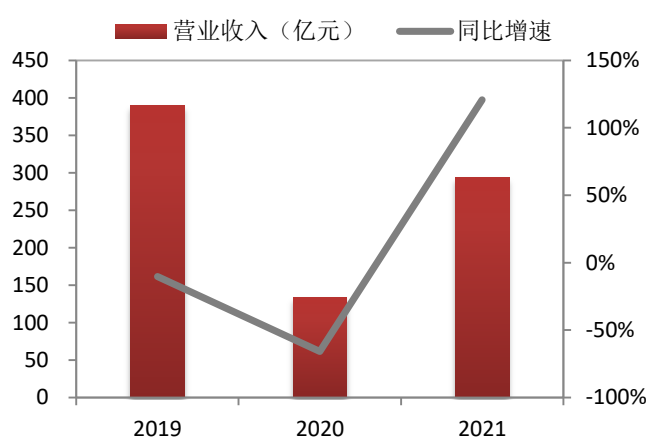
资料来源：wind，山西证券研究所

4. 影视：疫情阶段性扰动，21Q3 小幅亏损

2021 年前三季度，影视板块上市公司实现营业收入 293.87 亿元，同比增长 120.64%，实现归母净利润 19.53 亿元，同比增长 133.42%，由于 2020 年同期影视板块中尤其以电影、院线公司受疫情影响严

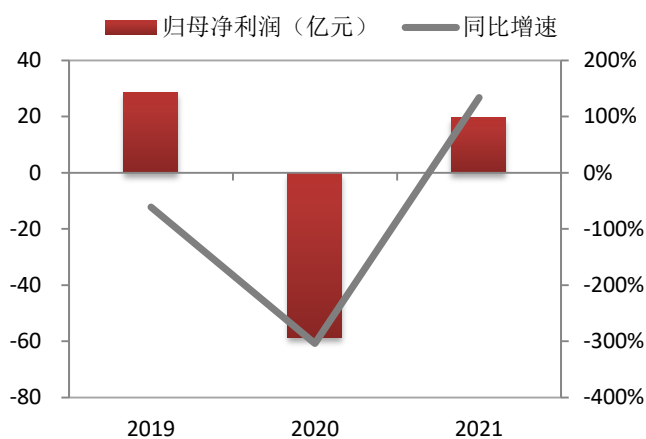
重，导致今年业绩同比低基数效应明显，同比 2019 年影视板块营业收入下降 24.67%，归母净利润下降 31.87%，行业及上市公司仍处于后疫情下的恢复期。21Q3 影视板块实现营业收入 76.99 亿元，同比增长 25.74%，环比减少 26.03%，实现归母净利润亏损 0.94 亿元，同比减亏 91.16%，环比减少 116.87%。7 月以来，电影市场再次受到多地疫情反复影响，部分地区影院由于防疫要求无法营业，并且在疫情影响观众观影意愿下头部影片撤档、国产及海外进口影片在暑期档的供给相应减少，进而导致市场恢复进程放缓，影视板块业绩环比下降明显。由疫情导致的放映端经营受阻、观影需求端下降并传导至影片供给端减少是目前影响电影市场及板块业绩的主要因素。

图 38：2021 年前三季度影视板块营业收入情况



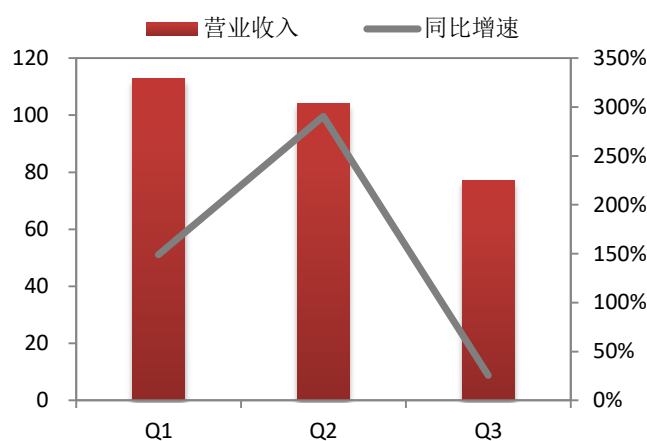
资料来源：wind，山西证券研究所

图 39：2021 年前三季度影视板块归母净利润情况



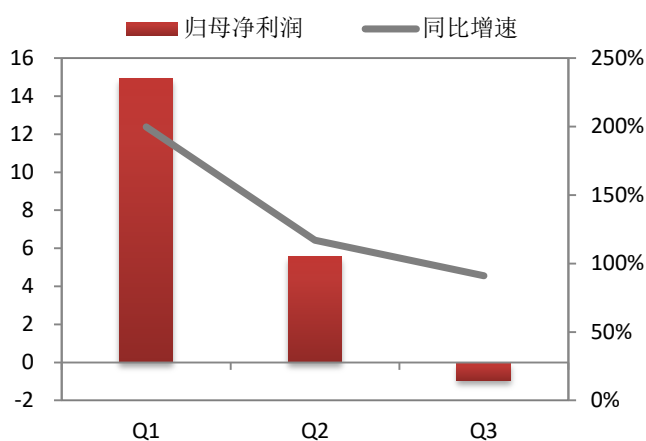
资料来源：wind，山西证券研究所

图 40：影视板块单季度营业收入情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 41：影视板块单季度归母净利润情况

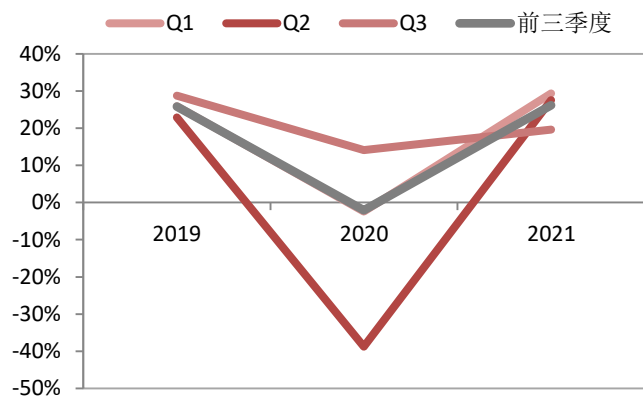


资料来源：wind，山西证券研究所

2021 年前三季度，影视板块整体毛利率为 26.15%，同比上升 28.24pct，较 2019 年同期上升 0.32pct，毛利率改善明显；21Q3 毛利率为 19.58%，同比上升 5.49pct，同比 19Q3 下降 9.17pct，主要受到 Q3 公司营业收入减少但固定成本支出并未相应减少。2021 年前三季度，影视板块由于收入的增长，各项费用率同比下降，销售、管理、研发及财务费用率分别为 8.79%、8.52%、0.58%、4.66%，同比变动-4.59pct、

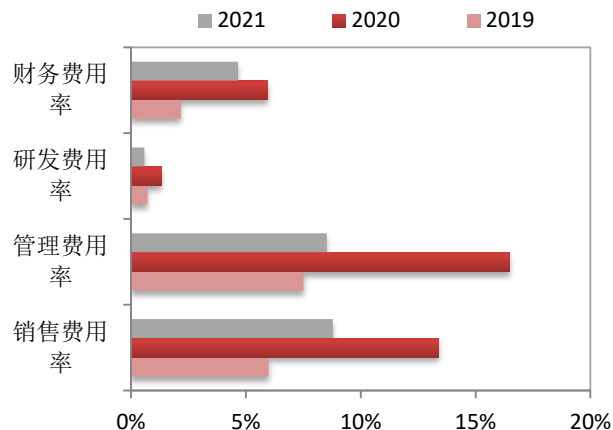
-7.95pct、-0.74pct、-1.30pct，其中财务费用率较 2019 年同期明显上升 2.49pct，主要受新租赁会计政策影响，租赁负债利息支出导致财务费用增加。

图 42：影视板块前三季度毛利率水平



资料来源：wind，山西证券研究所

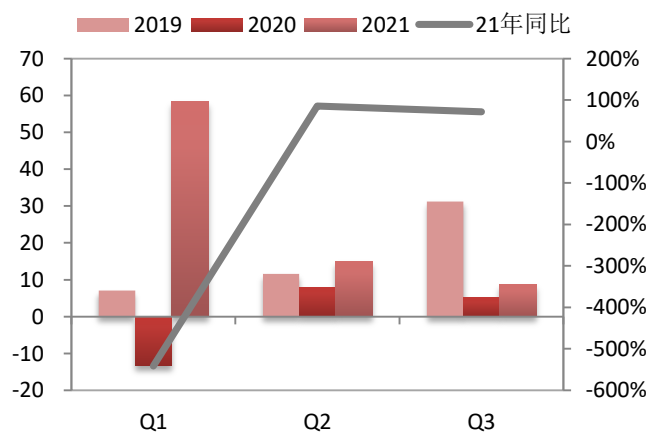
图 43：影视板块前三季度期间费用率水平



资料来源：wind，山西证券研究所

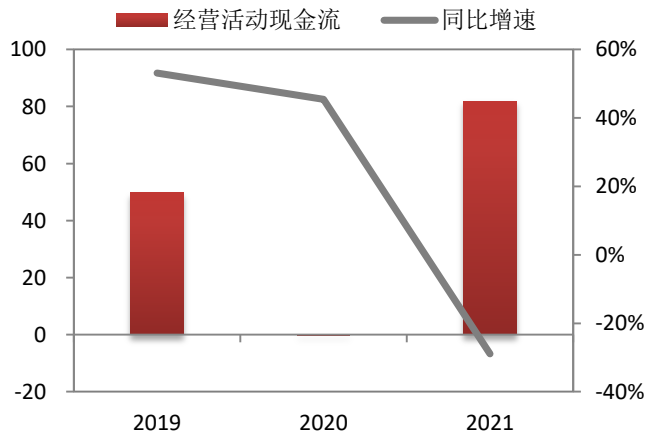
2021 年前三季度，影视板块经营活动现金流同比大幅改善，净额为 81.94 亿元，同比 2020 年-0.11 亿元大幅增加，同比 2019 年增长 64.02%；其中现金流净额主要由 21Q1 贡献，由于电影春节档、元旦档票房表现均超预期，带动板块收入及经营现金流大幅回暖，21Q3 单季度经营现金流为 8.73 亿元，同比增加 71.72%，环比减少 41.35%。

图 44：影视板块单季度经营活动现金流净额情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 45：影视 2021 年前三季度经营活动现金流净额情况

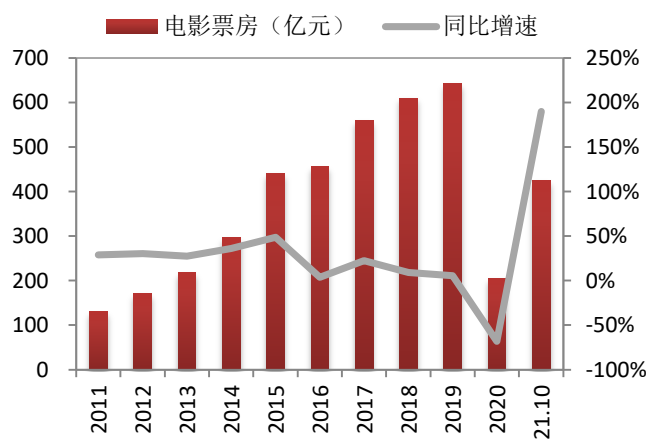


资料来源：wind，山西证券研究所

猫眼电影数据显示，21Q3 中国电影市场票房为 73.02 亿元（含服务费），较 2020 年增长 20.71%，较 2019 年减少 56.61%；观影人次 1.97 亿，较 2020 年增长 16.74%，较 2019 年同比减少 58.46%。由于今年暑期档以来多地受到疫情反复、汛情影响，以及国产及海外进口大片的供给减少，导致观众观影需求减弱，市场票房恢复较一、二季度放缓；其中，暑期档（6-8 月）票房为 73.81 亿元，观影人次 2.03

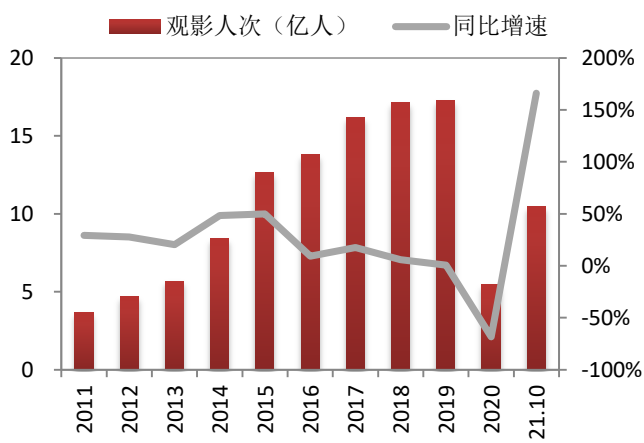
亿人，同比 2019 年减少 58.19% 和 59.40%。2021 年前三季度中国电影市场总票房 348.73 亿元（含服务费），同比 2020 年增长 361.10%，恢复至 2019 年同期 72.86% 水平；其中国产片票房占比 80.69%，观影总人次 8.79 亿，同比增长 285.53%，恢复至 2019 年 68.62% 水平，平均票价为 36 元。我们认为今年观影人次的同比增幅与恢复程度低于大盘票房，侧面反映出目前影响大盘票房恢复的三个因素在于：1) 优质影片供给，2) 地区疫情反复，3) 平均票价的上涨，其中内容的供给是驱动观影的核心。10 月以来，电影市场在国庆档头部影片《长津湖》《我和我的父辈》等及海外进口影片《沙丘》《007：无暇赴死》等供给回暖带动下，景气度有所回升，单月票房达 75.76 亿元，观影人次 1.68 亿人。截至 10 月底电影市场年累计票房达 424.45 亿元，恢复至 2019 年同期 75.27% 的水平；累计观影 10.46 亿人次，恢复至 2019 年同期的 69.29%。《长津湖》累计票房达 55.34 亿，排名中国影史票房第二位，《你好，李焕英》票房 54.13 亿排名第三位，《唐人街探案 3》票房 45.15 亿排名第六位，上述三部影片票房份额达 36.30%。

图 46：2011-2021 年电影市场票房



资料来源：猫眼电影专业版，山西证券研究所

图 47：2011-2021 年电影市场观影人次



资料来源：猫眼电影专业版，山西证券研究所

院线及影投方面，前十大院线前三季度实现票房 212.64 亿元（不含服务费），市场份额 67.07%，较 2019 年票房减少 29.79%，份额下降 0.97pct，观影人次 5.83 亿。其中万达院线、中影数字、横店院线、幸福蓝海院线票房份额同比 2019 年有所上升，分别上升 1.26pct、0.71pct、0.03pct、0.18pct。前十大影投公司前三季度实现票房 115.88 亿元（不含服务费），市场份额 36.55%，较 2019 年票房减少 28.03%，份额上升 0.38pct，观影人次 3.06 亿。头部三家影投公司万达、大地、横店票房过 10 亿；市场份额方面万达电影、横店影院、上海星轶、幸福蓝海同比 2019 年有所上升，分别上升 1.18pct、0.05pct、1.01pct、0.05pct。

表 7：2021 年前三季度票房 TOP 10 院线及影投公司

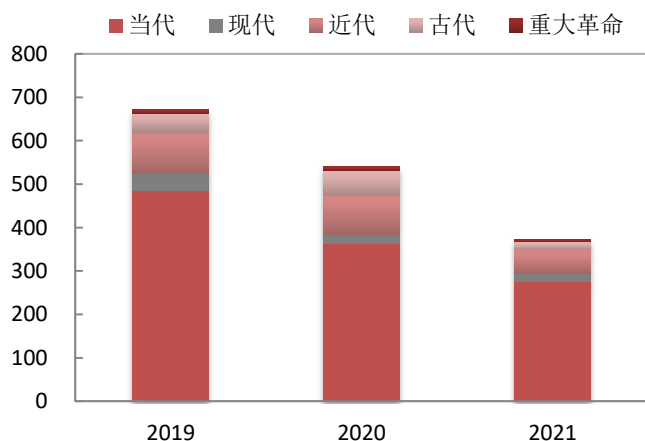
院线名称	票房 (不含服务费) /亿元	市场份额	同比 2019 变动	观影人次/万人
万达院线	47.95	15.12%	1.26%	12596
大地院线	30.96	9.76%	-0.05%	8730

上海联和	24.19	7.63%	-0.41%	6064
中影数字	23.92	7.54%	0.71%	6767
中影南方	21.80	6.88%	-0.46%	6220
横店院线	13.61	4.29%	0.03%	3960
广州金逸	13.48	4.25%	-0.59%	3756
幸福蓝海	12.95	4.08%	0.18%	3572
中影星美	12.85	4.05%	-1.35%	3605
华夏联合	10.93	3.45%	-0.29%	3079
影投名称	票房（不含服务费）/亿元	市场份额	同 2019 变动	观影人次/万人
万达电影	45.99	14.51%	1.18%	12135
大地影院	15.50	4.89%	-0.66%	4287
横店影视	11.68	3.68%	0.05%	3411
CGV	8.93	2.82%	-0.17%	2028
金逸影视	7.42	2.34%	-0.39%	2002
中影投资	7.21	2.27%	-0.44%	2022
上海星轶	5.74	1.81%	1.01%	1489
博纳影投	4.92	1.55%	-0.05%	1232
百老汇	4.42	1.39%	-0.19%	853
幸福蓝海	4.07	1.28%	0.05%	1129

资料来源：艺恩咨询，山西证券研究所

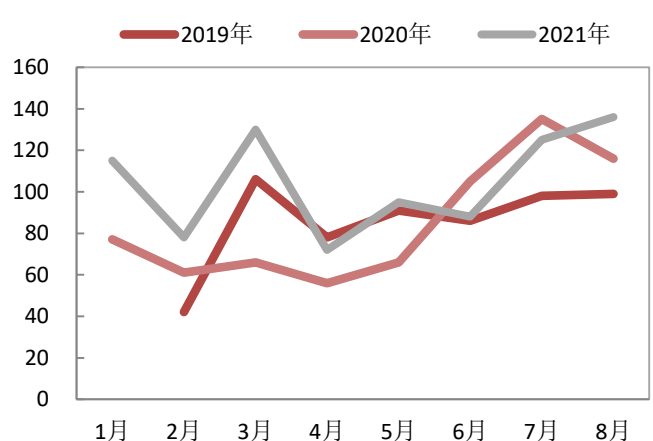
剧集生产方面，2021 年前三季度电视剧备案总数为 372 部，备案集数达 12219 集，较 2020 年同期减少 31.24%，拍摄备案数据持续回落；1-8 月重点网络剧规划备案数量达 839 部，备案集数 18554 集，同比增长 23.02%。电视剧备案平均集数为 33 集，网络剧平均为 22 集，对比 2017 年，电视剧的平均备案集数为 40 集/每部。此外 Q1-Q3 全国重点网络剧上线登记备案 53 部、52 部、52 部，其中都市题材 94 部，占比 56.29%，传奇题材 14 部，占比 8.38%，青少及农村题材分别 11 部、9 部，占比 6.59%、5.39%，其他题材 31 部，占比 18.56%。

图 48：2021 年前三季度电视剧拍摄备案数量



资料来源：国家广电总局，山西证券研究所

图 49：2021 年重点网络剧规划备案数量



资料来源：国家广电总局，山西证券研究所

上市公司方面，2021 年前三季度除华谊兄弟外，影视板块上市公司营业收入同比均实现增长，其中欢瑞世纪、华录百纳、金逸影视、横店影视、上海电影等 10 家公司增幅达 100%以上；13 家上市公司实现盈利，其中 9 家同比扭亏，6 家上市公司续亏，其中 5 家为续亏，光线传媒、华谊兄弟、中广天择、中国电影、慈文传媒等 10 家上市公司归母净利润同比增幅 100%以上。

华策影视 2021 年前三季度实现营业收入 29.68 亿元，同比增长 56.74%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.24 亿元，同比 59.74%；扣非后 2.24 亿元，同比增长 45.74%。其中 21Q3 实现营业收入 7.54 亿元，同比减少 3.27%，环比减少 7.24%，实现归母净利润 9029.63 万元，同比增长 62.46%，环比减少 6.51%。单季度首播剧集数量减少致业绩环比小幅回落。公司在剧集预售制下项目回款加快、现金流充沛，前三季度经营活动现金流量净额 13.13 亿元，同比增长 310.10%，在各季度经营现金流均保持快速增长。公司在影视内容制作与头部剧产出方面继续保持领先优势，前三季度全网共有 16 部剧首播，其中第三季度首播的电视剧 3 部，开机 4 部，取证 1 部，其中《周生如故》与《一生一世》在爱奇艺最高热度分别达 8512、9208。

横店影视 2021 年前三季度实现营业收入 18.27 亿元，可比口径同比增长 328.29%，归母净利润 6494.38 万，同比扭亏为盈。21Q3 公司实现营业收入 3.51 亿元，可比口径同比增长 11.07%，环比减少 44.86%，归母净利润亏损 1.36 亿元，同比减亏 12.19%，环比减少 554.03%。2021 年前三季度，公司累计开业直营影院 390 家、银幕 2461 块，累计票房 11.68 亿元，观影人次 3412.90 万，票房份额 3.69%，同比 2019 年上升 0.03pct；加盟影院 80 家、银幕 460 块，累计票房 1.95 亿元，院线合计票房份额 4.30%，同比 2019 年上升 0.02pct。据艺恩数据统计，2021 年前三季度公司三四五线城市直营影院为公司贡献 70%以上的票房收入，较 2019 年上升 4.62pct，市场份额为 17.70%，显著高于公司影投整体市场份额。内容端 21Q3 横店影业参与出品影片《俑之城》《峰爆》《燃野少年的天空》《关于我妈的一切》《我和我的父辈》等上映，其中《我和我的父辈》为国庆档热门影片之一，累计分账票房为 13.46 亿，《峰爆》为中秋档票房冠军，累计分账票房 3.99 亿。

光线传媒 2021 年前三季度实现营业收入 9.78 亿元，同比增长 103.41%，同比 19 年减少 60.25%，实现归母净利润 5.53 亿元，同比增长 767.66%，同比 19 年减少 50.16%。21Q3 公司实现营业收入 22,284.04 万元，同比增长 0.55%、环比减少 56.76%，实现归母净利润 6831.38 万元，同比增长 58.32%、环比减少 76.12%。公司三季度仅有《革命者》上映，分账票房 1.26 亿，原定于暑期档上映的《狙击手》、动画电影《冲出地球》上映时间待定。21Q4 以来公司已上映《五个扑水的少年》，在国庆档头部影片压力下排片有限，但取得较高口碑（猫眼评分 9.5、淘票票评分 9.0），分账票房 6265 万元。目前公司待映电影较多，包括《十年一品温如言》（原定于 10.1 上映，淘票票+猫眼想看人数 35.8 万）《一年之痒》（定档

12.31)《狙击手》《坚如磐石》《墨多多谜境冒险》《深海》等主控项目及参投项目《误杀 2》，此外《大鱼海棠 2》《凤凰》《最后的魁拔》及真人电影、剧集 60-70 部储备项目，片单丰富。

表 8：2021 年前三季度电影上市公司业绩情况（亿元/%）

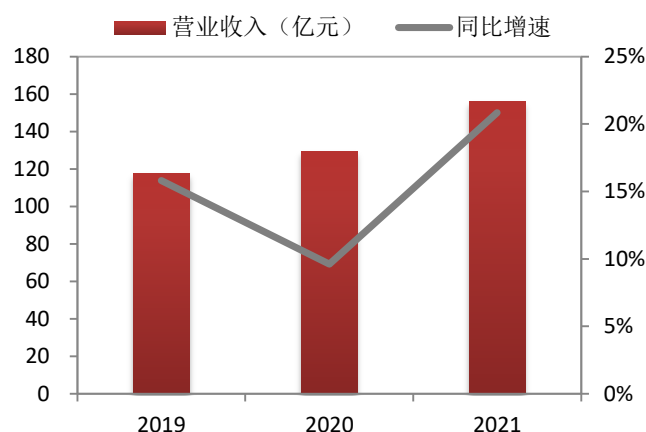
	营业收入					归属母公司股东净利润				
	21Q3	YOY	QOQ	前三季度	YOY	21Q3	YOY	QOQ	前三季度	YOY
万达电影	22.37	80.25	-23.19	92.71	188.50	-3.48	22.40	-404.01	2.91	114.42
中国电影	8.14	37.28	-53.55	38.27	262.94	-0.44	23.58	-126.97	2.62	146.77
华策影视	7.54	-3.27	-7.24	29.68	56.74	0.90	62.46	-6.51	3.24	59.74
捷成股份	7.41	15.57	-33.68	25.99	32.30	0.90	18.03	-56.42	3.94	92.50
浙文影业	6.87	8.53	-15.06	20.32	65.77	0.29	13.25	-14.88	0.71	107.14
横店影视	3.51	11.07	-44.86	18.27	328.29	-1.36	12.19	-554.03	0.65	114.32
金逸影视	2.26	48.17	-18.94	9.88	348.46	-1.29	-39.93	-48.17	-2.00	50.84
光线传媒	2.23	0.55	-56.76	9.78	103.41	0.68	58.32	-76.12	5.53	767.66
华谊兄弟	3.77	-51.84	107.46	9.56	-13.70	4.77	604.61	470.65	5.83	278.87
幸福蓝海	1.11	-11.90	-41.54	5.55	155.79	-0.76	-49.55	-131.50	-1.13	58.95
文投控股	1.11	27.10	-2.32	5.55	96.82	-1.64	47.34	-34.32	-2.74	65.19
华录百纳	1.06	354.72	-50.13	5.36	627.92	0.51	494.53	560.90	0.59	69.26
上海电影	1.32	73.19	-21.25	5.23	291.75	-0.19	29.98	-272.00	0.15	105.55
欢瑞世纪	3.99	4992.89	1086.09	4.60	2578.63	0.48	293.45	773.31	0.60	140.35
慈文传媒	0.09	-96.72	-97.58	4.00	18.25	-0.06	49.99	-119.72	0.08	144.31
鼎龙文化	1.59	134.75	44.04	3.85	13.75	-0.22	-3099.77	-1132.00	-0.21	-177.08
中广天择	0.69	-11.11	5.26	1.85	5.27	0.02	130.18	-57.61	0.10	199.32
唐德影视	0.53	33.17	-51.83	1.82	7.11	-0.25	-102.97	-61.82	-1.05	-25.37
ST 北文	1.37	1746.48	2204.83	1.59	1114.02	0.17	132.96	195.40	-0.28	76.28

资料来源：wind，山西证券研究所

5. 互联网影视音频：业绩保持增势，现金流大幅增长

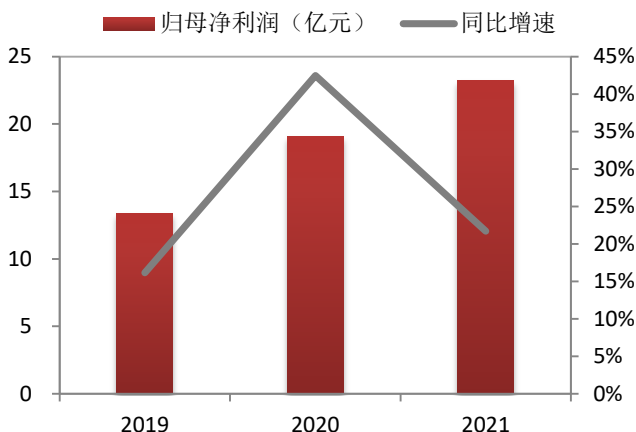
2021 年前三季度，互联网影视音频板块实现营业收入 156.01 亿元，同比增长 20.83%，实现归母净利润 23.23 亿元，同比增长 21.70%，互联网影视音频板块受 2020 年疫情影响较小，整体保持向上发展趋势，营业收入与归母净利润较 2019 年同期分别增长 32.44%和 73.41%。其中 21Q3 营业收入 51.11 亿，同比增长 0.24%，环比减少 1.55%，归母净利润 6.27 亿，同比增长 6.98%，环比减少 19.34%，主要受到芒果超媒单季度业绩增速放缓，对板块影响程度较大。2021 年前三季度，互联网影视音频板块毛利率为 33.46%，同比上升 0.60pct，销售、管理、研发、财务费用率分别为 12.69%、4.55%、1.88%、-1.07%，同比变动 0.05pct、-1.05pct、0.29pct、-0.25pct。前三季度，互联网影视音频板块经营活动现金流净额为 13.23 亿元，同比增长 79.65%，其中 21Q3 经营活动现金流为 3.69 亿元，同比增长 39.34 倍；现金流净额大幅增长主要为新媒股份收到广东 IPTV 及互联网电视业务款并剔除版权内容费、归属合作方经营款项等的净额大幅增长。

图 50：2021 年前三季度互联网影视音频营业收入情况



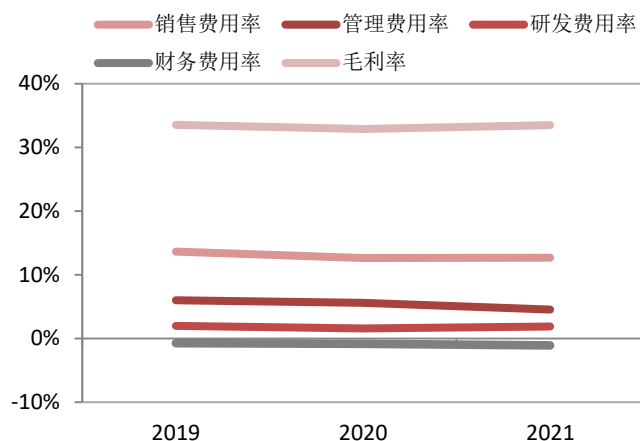
资料来源：wind，山西证券研究所

图 51：2021 年前三季度互联网影视音频归母净利润



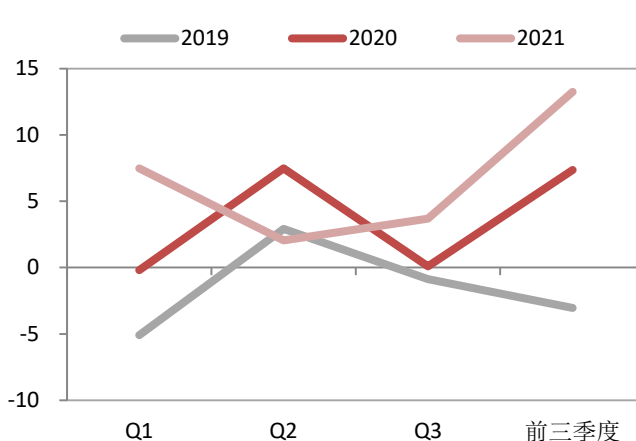
资料来源：wind，山西证券研究所

图 52：互联网影视音频毛利率及期间费用率



资料来源：wind，山西证券研究所

图 53：互联网影视音频经营活动现金流情况



资料来源：wind，山西证券研究所

互联网影视音频板块中芒果超媒、新国脉、新媒股份 2021 年前三季度营业收入均实现同比增长，归母净利润方面芒果超媒、新媒股份同比增速均在 20% 左右，新国脉由于业务投入成本较高且投资的交易性金融资产期末公允价值变动损失续亏 2.01 亿元。

表 9：2021 年前三季度互联网影视音频板块公司业绩情况（亿元/%）

	营业收入					归属母公司股东净利润				
	21Q3	YOY	QOQ	前三季度	YOY	21Q3	YOY	QOQ	前三季度	YOY
芒果超媒	37.78	2.19	-1.72	116.31	22.81	5.29	3.99	-21.98	19.80	22.84
新国脉	9.76	-10.19	-3.82	29.55	16.63	-0.85	-19.94	14.93	-2.01	-27.43
新媒股份	3.57	13.31	7.34	10.15	11.81	1.83	23.42	-8.17	5.45	19.68

资料来源：wind，山西证券研究所

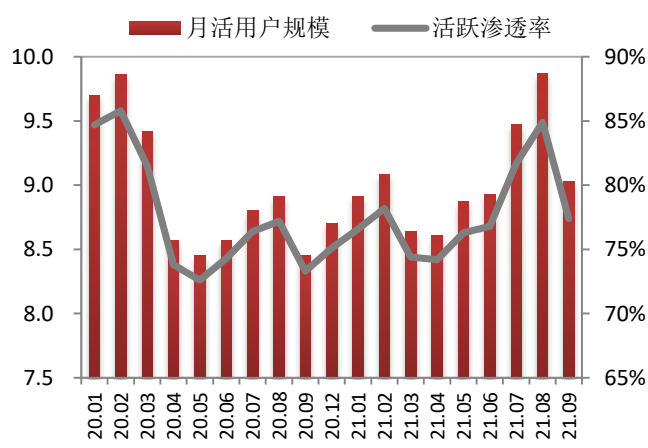
芒果超媒 2021 年前三季度，公司实现营业收入 116.31 亿元，同比增长 22.81%；归属于上市公司股东的净利润 19.80 亿元，同比增长 22.84%，扣非后归母净利润 19.72 亿元，同比增长 35.91%，已超 2020 年全年扣非后归母净利润规模。21Q3 公司实现营业收入 37.78 亿元，同比增长 2.19%，环比减少 1.72%，

实现归母净利润 5.29 亿元，同比增长 3.99%，环比减少 21.98%。2021 年前三季度，公司核心主平台芒果 TV 互联网视频业务保持稳健增长，实现营业收入 87.82 亿元，同比增长 33.24%。

在内容上，芒果 TV 继续提供高品质综艺剧集：综艺方面，《披荆斩棘的哥哥》自 8 月 12 日上线以来累计播放量达 53.6 亿，艺恩播映指数排名保持第一；此外 Q3 还上线包括《女儿们的恋爱 4》《说唱听我的 2》《再见爱人》《牛气满满的哥哥》《中餐厅 5》《夏日少年派》等综艺。剧集方面，芒果 TV Q3 上线的独播剧《与君歌》播放量达 25.8 亿，芒果季风 Q3 上线《我在他乡挺好的》《婆婆的镯子》《天目危机》等多部作品，Q4《第十二秒》接档。在组织架构上进一步优化，将芒果影视、芒果娱乐、芒果互娱调整为芒果 TV 子公司，分别聚焦季风剧场自制、综艺内容创新和实景娱乐运营，目前正处于业务整合与转型阶段，未来各子公司在各自领域专注与深耕有望加固主平台芒果 TV 的内容壁垒。

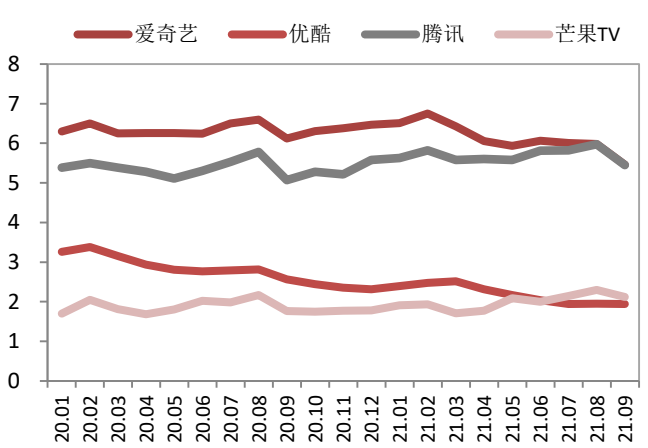
在移动互联网渗透逐步趋向饱和下，用户增长放缓但规模达到历史新高，QuestMobile 数据显示，截至 2021 年 9 月移动互联网月活用户达 11.67 亿，同比增加约 1400 万。在线视频行业已高度融入用户日常文娱消费领域，尤其在三季度正值暑期，在 2020 东京奥运会及多平台以丰富优质内容带动下用户活跃度稳中有升，21Q3 在线视频 MAU 峰值在 8 月，规模达 9.87 亿，同比增长 10.7%，活跃渗透率为 84.9%，9 月 MAU 数据小幅下降。爱奇艺、腾讯视频、优酷、芒果 TV、及哔哩哔哩为月活规模 Top5 视频平台，截至 9 月分别为 5.30 亿、4.59 亿、2.30 亿、2.24 亿、1.61 亿，其中芒果 TV 与哔哩哔哩同比增幅最大，分别为 16.4% 及 37.9%，可见在用户规模基数较低但通过深耕垂直内容领域、做圈层用户运营的平台仍具有更高的成长空间。

图 54：2020.1-2021.9 网络视频月活用户规模



资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

图 55：腾爱优芒平台 2021 年 MAU 规模



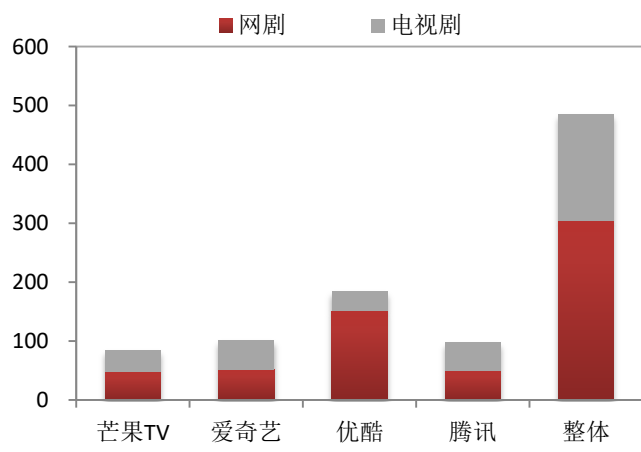
资料来源：易观千帆，山西证券研究所

剧集播出方面，骨朵传媒数据显示 2021 年前三季度，在线视频平台合计上新电视剧 180 部，上新网络剧 304 部，同比减少 24.69%、28.64%，其中 21Q3 电视剧及网剧分别上新 60 部、110 部，同比减

少 26.83%、增加 18.28%，环比减少 7.69%、增加 23.60%。在线视频平台方面，芒果 TV 网剧上新数量增长明显，同比增长 74%至 47 部，我们认为这主要与平台近两年重视并加强在剧集方面自制能力有关。艺恩咨询数据显示，7-9 月播映指数 TOP 10 网络剧中优酷、腾讯、爱奇艺、芒果 TV 独播剧分别有 3 部、3 部、2 部和 1 部，优酷与腾讯联播 1 部，其中爱奇艺同 IP 剧集《周生如故》《一生一世》排名前两位，芒果 TV《暗格里的秘密》播映指数第十位；播映指数 TOP 10 电视剧中有 7 部为独播剧、3 部为联播剧，其中腾讯有 3 部独播剧上榜，《扫黑风暴》播放量 50.6 亿，播映指数排名第一，芒果 TV 则有独播剧《与君歌》《我在他乡挺好的》以及联播剧《光芒》上榜。

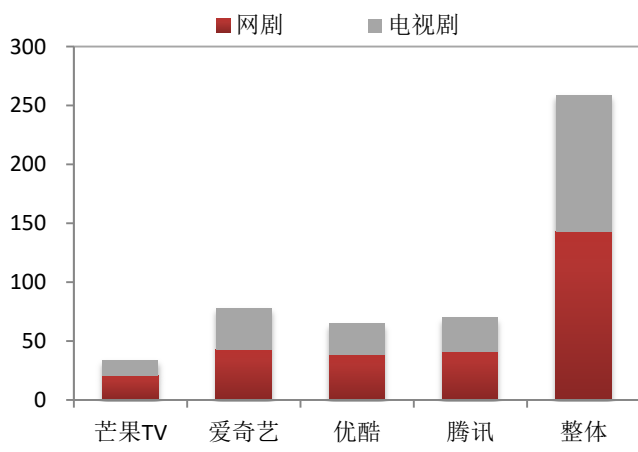
综艺播出方面，骨朵传媒数据显示 2021 年前三季度，在线视频平台合计上新网综 143 部，与 2020 年同期持平，上新电视综艺 116 部，同比减少 13.43%，其中 21Q3 网综上线 75 部，同比及环比增加 29.31%、59.57%。平台方面，腾讯与爱奇艺前三季度网综上新数量最多，分别为 43 部、41 部，优酷则是增幅最大，同比增长 46%至 38 部。艺恩咨询数据显示，7-9 月播映指数 TOP 10 网综中爱奇艺、腾讯、芒果 TV、优酷分别占 4 部、3 部、2 部和 1 部，其中芒果 TV《披荆斩棘的哥哥》自上线以来持续占据播映指数第一，仅 21Q3 播放量达 35.9 亿，热度与播放量均领先；播映指数 TOP 10 电视综艺中芒果 TV 独播占 5 部，其余均为平台联播，再次彰显芒果 TV 在综艺自制与台网联动方面强大的制作能力。

图 56：2021 年前三季度在线视频剧集上新数量



资料来源：骨朵传媒，山西证券研究所

图 57：2021 年前三季度在线视频综艺上新数量



资料来源：骨朵传媒，山西证券研究所

表 10：2021 年 7-9 月网络剧播映指数排名

剧集名称	播映指数	播放量	平台
周生如故	73.9	--	爱奇艺
一生一世	73.8	--	爱奇艺
云南虫谷	72.2	13.3 亿	爱奇艺腾讯
你是我的荣耀	70.9	38.6 亿	腾讯视频
启航：当风起时	63.8	4.1 亿	腾讯视频
玉春楼	61.7	--	优酷

舍我其谁	61.0	--	优酷
国子监来了个女弟子	60.8	2.7 亿	腾讯优酷
君九龄	60.5	--	优酷
暗格里的秘密	60.3	7.4 亿	芒果 TV

资料来源：艺恩咨询，山西证券研究所

表 11：2021 年 7-9 月网综播映指数排名

综艺名称	播映指数	播放量	平台
披荆斩棘的哥哥	69.8	35.9 亿	芒果 TV
这！就是街舞 4	62.8	--	优酷
脱口秀大会 4	61.5	21.7 亿	腾讯视频
德云斗笑社 2	58.2	8.0 亿	腾讯视频
再见爱人	59.2	9.6 亿	芒果 TV
爆裂舞台	56.7	--	爱奇艺
明日创作计划	56.1	21.1 亿	腾讯视频
舞蹈生	55.3	--	爱奇艺
少年说唱企划	54.4	--	爱奇艺
萌探探探案	54.4	--	爱奇艺

资料来源：艺恩咨询，山西证券研究所

2021 年三季度以来，在线视频平台在内容与运营层面受到监管收紧的压力，在内容制作层面自网络清朗行动、文娱行业综合整治以来，包括停止偶像选秀综艺、抵制耽美等不良文化内容及唯流量论等措施落地；在运营层面为落实保护用户权益，腾爱优平台取消了超点付费模式等。上述一系列措施虽然使得在线视频平台短期内面临调整，但长线来看则对平台规范经营、坚守内容底线、优化内容布局起到督导作用。我们认为自 2018 年以来影视内容监管已呈现常态化，从外部推动视频平台提高对优质剧集和综艺内容的需求，同时也推动内容商优化制作资源配置、降低演员成本及与平台方更紧密的合作，目前内容监管再次收紧，有望进一步体现优质内容商及平台的价值。另一方面，超点取消后平台仍有望在多元化付费模式上进行探索，从优爱芒近期招商发布会来看，加强剧场品牌化的运营，以高品质内容和垂直化运营仍将是平台拉动会员付费的关键。

三、投资建议

整体来看，2021 年前三季度在低基数效应及疫情防控常态化下生产经营稳步复苏，传媒板块业绩呈现快速增长态势；单季度来看，随着低基数效应的逐步褪去以及 Q3 疫情的扰动，板块业绩环比增速放缓。相较于疫情前，细分板块的业绩表现分化，以数字阅读、互联网影视音频为代表快速发展的细分板块，疫情对板块业绩波动的影响较小，整体表现为快速增长；游戏、互联网广告营销为受疫情红利较为明显的线上经济板块，在高基数的影响下业绩同比增速放缓明显，但相较于疫情前收入或规模有所增

长；受疫情明显的板块中，出版、其他广告营销板块恢复性增长良好，且较疫情前业绩有所增长，而影视、其他文化娱乐板块则呈现业绩大幅回暖但仍未恢复至疫情前水平；此外广播电视板块则受到行业整体业务下滑业绩表现低迷。

二级市场方面，截至 2021 年 11 月 5 日 CS 传媒板块年内总市值加权涨幅为 4.45%，三级子板块中互联网广告营销年内涨幅达 79.71%，若剔除联创股份后年内涨幅为-9.71%，游戏板块年内上涨 1.39%，广播电视、动漫小幅下跌 0.26%、0.67%，其余细分板块跌幅 5%-32%。截至 11 月 5 日收盘，传媒板块整体市盈率（TTM）为 20.52 倍，在 8 月以来文娱领域综合整治、平台反垄断及数据安全及游戏未成年保护等政策落地、不确定风险释放后，行业估值有所修复，处于近五年估值 14.20%分位点；细分板块中出版、其他广告营销、游戏市盈率低于传媒板块整体，除影视、动漫、广播电视板块外，其余板块目前估值均处于近五年估值 50%以下分位点，出版、互联网影视音频分位点低于 10%。

图 58：近五年传媒板块市盈率变动情况



资料来源：wind，山西证券研究所

表 12：近五年三级子行业市盈率（剔除负值）统计情况

细分板块	MAX	MIN	MED	AVE	11 月 5 日	近五年估值分位点
CS 出版	34.10	11.01	17.98	16.07	11.26	1.50%
CS 互联网影视音频	215.16	28.02	77.05	58.12	32.24	3.00%
CS 其他广告营销	68.89	12.52	31.30	28.00	18.49	10.70%
CS 信息搜索与聚合	120.91	38.01	63.44	59.77	43.80	14.90%
CS 游戏	64.48	15.14	31.03	27.25	20.35	19.10%
CS 互联网广告营销	69.26	14.71	34.23	31.76	28.05	37.50%
CS 其他文化娱乐	138.42	21.17	72.41	78.39	68.73	41.70%

CS 影视	99.45	16.44	40.12	37.72	39.64	56.30%
CS 动漫	3417.20	25.60	304.57	79.52	103.80	63.20%
CS 广播电视	38.09	16.64	27.80	27.74	31.45	80.80%

资料来源：wind，山西证券研究所

投资建议

游戏板块：2021 年上线产品流水累计增长、前期投入回收利润释放，三季度新上线游戏的亮眼表现叠加 2020 年同期高基数效应褪去，游戏板块三季度业绩增速回暖获验证，出海加速及产品在多地区上线后进一步带动游戏上市公司的业绩表现，符合我们的预期。8 月底以来，游戏板块估值修复，虽然二级市场受元宇宙概念的带动，但我们认为驱动游戏板块表现的底层逻辑在于基本面改善预期+政策落地+估值探底。目前来看虽然版号审批尚未开闸，但对于版号储备丰富及产品研运更关注合规性的游戏大厂而言具有一定应对优势。建议关注：1) 完美世界：公司储备项目《完美世界：诸神之战》《黑猫奇闻社》开启测试；备受玩家关注的《幻塔》预计于 11.10 进行终测，目前该游戏官网预约用户已接近 1300 万，《一拳超人：世界》《天龙八部 2》等新产品在推进中。2) 三七互娱：公司三季度业绩靓丽，产品利润释放推动业绩逐季回暖；海外业务通过产品策略的转变及前期经验的积累，发展卓有成效，国内多款产品在海外更多市场发行及新品上线有望为公司持续带来业绩增量及利润的持续释放。公司围绕双核+多元产品策略，在多题材的 SLG、卡牌、古风女性向及泛二次元 MMO 等产品储备丰富。3) 吉比特：Q4 有多款优质代理产品上线，《黎明精英》《花落长安》《石油大亨》等多品类储备产品均已取得版号，公司正在为进一步拓展出海做准备，包括自研产品全球化发行、SLG 等产品储备，以聚焦 SLG、放置及特色独立游戏等公司优势品类在海外市场寻求突破，未来有望给予公司更多的业绩增量及发展驱动。

出版板块：三季度由于疫情及汛情等偶发因素影响实体书店、主题出版销售回落以及低基数效应褪去，出版板块单季度业绩增速转低，但在全国疫情防控稳态下秋季学期顺利开学，教材教辅业务继续奠定出版行业业绩大盘，四季度发行款回收预计将推动板块经营活动现金流回暖，分红政策有望保持稳定，此外电商购物活动也有望带动一般图书销售回暖。建议关注：1) 中信出版：公司以优质内容树立的品牌优势，能够帮助其获得渠道合作的话语权，与平台相互赋能，并能够探索更多元化形式的内容变现，未来有望在主题出版、少儿科普、英语分级读物等细分领域推出新品并带来增量。同时在营销与渠道端，公司能够快速响应线上流量趋势的转变，组建自有直播团队，有效带动少儿图书销售及客群向低线城市扩张，以自主运营的方式把控选品与折扣，线下实体门店则积极向轻资产模式、主题店及线上转型和优化，应对市场变化的同时进一步巩固中信书店品牌的影响力。2) 中南传媒、凤凰传媒等省级出版龙头企业。

网络视频及影视板块：虽然短期内文综市场综合治理及内容&平台相关政策对剧集制作、内容运营

等方面带来调整，但坚守内容底线、注重用户体验才是网络视频平台长线发展路径，因此在平台多元付费模式探索及优化会员体验的要求下对优质内容供给能力的考验增加，具有精品剧集制作能力内容方的价值有望进一步凸显。建议关注：1) 芒果超媒：为国有媒体背景的网络视频平台，在内容制作上坚持正确价值导向和底线思维，通过短期内组织结构调整与内容升级，未来优质内容供应商的价值有望进一步凸显。据芒果营销内容发布会信息，2022年芒果TV储备剧集与综艺片单分别为60部、26部，剧集分为头部现象级、季风剧场、爆款潜力三个单元；综艺方面则围绕芒果TV音乐竞演、迷综推理、婚恋情感三大优势赛道；在内容运营上，芒果TV将继续以微短剧纳入“大芒计划”打造“下饭剧场”；升级芒果TV青春纯爱厂牌推出“小甜饼剧场”；未来芒果TV有望以多元&优质的内容矩阵双向推动公司广告与会员业务的增长。2) 华策影视：高品质内容制作能力保障公司与视频平台的紧密合作，公司出品或联合出品的《两个人的小森林》《与君初相识》《冬日暖阳》《凭栏一片风起云》《恩爱两不疑》《热血神探》《风起陇西》《我是刑警》《追光者》《长街长》等均在近期腾爱优芒发布2022年储备片单中，电影主控项目《反贪风暴5》预计将于12月31日上映，猫眼、淘票票想看分别为41.8万、8.2万人。

电影板块：由于电影市场整体经营回暖后带动上市公司业绩大幅改善，但仍受到局部疫情反复扰动及海外疫情影响进口片引进。国庆档以来电影市场在《长津湖》《我和我的父辈》《沙丘》《007》等影片带动下景气度回升，10月票房表现亮眼。基于目前全国疫情形势，截至11月4日除疫情防控较为严峻的省份营业率较低外，全国影院营业率为93.3%，整体稳定；多部优质国产影片定档11月及贺岁档，有望带动院线及上映电影公司四季度业绩环比回暖。此外在第二十一届全国院线国产影片推介会上共有120多部国产新片(含合拍片)参会，其中包括《超能一家》《四海》《奇迹》等热门影片等定档春节，将为2022年国内电影市场注入优质内容。建议关注：万达电影、横店影视、中国电影、光线传媒。

四、风险提示

疫情反复影响，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

