

传媒

监管加速利空出清，新技术驱动行业估值修复——2022年度策略

2021年，传媒行业监管迎来大变革。反垄断、个人信息保护、未成年人保护等一系列大方向上的变化对行业的长期发展提出了更高的要求，由此而来的各个细分行业的监管变化则对公司的业务发展方向产生了更加深远的影响。

游戏：2017年以来监管始终围绕“未成年人保护”与“内容精品化”两条线发展，本轮政策是前期的深化和延续。明确落地最严防沉迷措施让游戏板块以最小代价换取行业最大风险点消除，新趋势下版号审查进一步趋严，引领游戏行业加速向内容为王发展。我们认为当前游戏板块政策利空已经出清，行业估值见底，业绩端游戏出海有望带来可观增量，估值端VRAR技术的不断成熟以及元宇宙产业的不断发展有望提升板块整体估值，2022年游戏板块有望迎来戴维斯双击。

长视频&线上内容：2021年监管在内容（精品化导向）、艺人（抵制失德艺人）、视频平台（取消超前点播）方面对行业提出了更高要求。我们测算取消超前点播对平台会员收入影响有限（估算该业务收入占比约3%），长期平台提升ARPPU的方式会以持续提升会员价格和聚焦优质内容以延长用户的订阅周期为主。短期监管政策趋严致影响板块估值，但中长期需跟踪ARPPU提升，内容成本占比变化及平台持续推出优质内容的能力。

短视频：国内短视频流量红利已步入尾声，获客成本提升、流量增幅趋缓，快手、字节相继调整组织架构，旨在更高效整合资源并实现战略落地，在新阶段中实现高质量发展。整体而言，从当前战略重心来看，出海或成为各大短视频平台用户增长新动能；商业化层面，当下政策环境（个保法、IDFA）或带来短视频广告短期承压，但直播电商板块仍保持高景气度，有望支撑大盘增长，抖音、快手亦在积极探索多元化变现方式。

直播电商：直播带货行业保持高速增长，2021年有望达到2万亿GMV。快手和抖音直播电商战略的明确为两大平台未来的业务发展指明方向，品牌化、强化供应链配套服务等方面将为直播带货吸引更多消费者并提供更多优质服务。新监管要求下对主播个人提出了更高要求，纳税规范性要求不断提升。长期看，直播带货行业空间大，规范化运营有助于头部企业更好扩大经营优势。

潮玩盲盒：作为高速增长的新兴行业，行业规范化问题（产品质量、盲盒玩法、IP知识产权等）得到社会关注。我们判断加强监管有助于行业健康发展，驱动更多高质量、强创新、具备文化价值的IP走向海内外市场，龙头公司泡泡玛特始终坚持优质IP的挖掘和开发，有望巩固竞争壁垒。

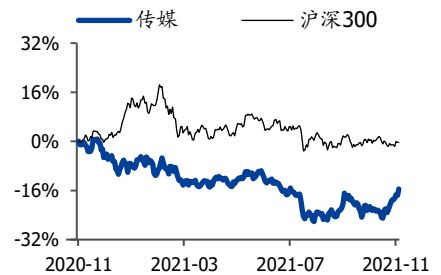
院线&线下娱乐：国家产业政策大力支持电影产业发展，我国将从“电影大国”迈向“电影强国”。2021年疫情反复导致多地影院暂停营业，院线公司业绩受疫情影响，但头部公司市场份额持续提升。国内电影市场已进入成熟期，疫情恢复后的正常情况下，预计未来票房增长中枢预计为5%-10%的水平，核心增长驱动力来自人均观影次数提升。

投资建议：2022年重视传媒板块在技术发展下的估值修复行情，同时关注行业红利期中市占率提升的优质个股。游戏板块重点推荐三七互娱、完美世界，短视频及变现领域重点推荐快手、星期六、紫天科技，长视频领域重点推荐芒果超媒，潮玩领域重点推荐泡泡玛特、华立科技。此外，受益于元宇宙发展推荐关注视觉中国、宝通科技等。

风险提示：内容监管风险，行业竞争加剧，产品表现不及预期，第三方数据统计误差风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 顾晟

执业证书编号：S0680519100003

邮箱：gusheng@gszq.com

分析师 吴璟

执业证书编号：S0680521010001

邮箱：wujun@gszq.com

研究助理 何欣仪

邮箱：hexinyi@gszq.com

研究助理 汪翌雯

邮箱：wangyiwen@gszq.com

相关研究

- 1、《传媒：双十一各大平台更加重视长期发展，芒果布局数字藏品》2021-11-14
- 2、《传媒：元宇宙概念持续发酵，字节跳动组织架构调整用户增长再发力》2021-11-07
- 3、《传媒：Facebook更名Meta重点发力元宇宙，程一笑接任快手CEO》2021-10-31

内容目录

1 游戏：政策驱动高质量发展，出海&科技创新铸就增量空间	6
1.1 未成年人保护与内容精品化驱动高质量发展，新格局下内容为王	6
1.2 手游出海竞争力持续提升，成为文化输出新载体	14
1.3 VRAR 飞轮已开始旋转，或带动优质研发商价值重估	19
2 视频平台：监管高压延续，取消超前点播对平台影响有限	23
2.1 影视行业政策回顾：对内容、艺人及平台的监管呈强化态势	23
2.2 内容端：提质减量，主旋律题材播放数据及口碑均向好	25
2.2.1 生产端：提质减量备案剧集数量大幅下滑，当代题材为主要备案类型	25
2.2.2 播映端：主旋律剧集迎来爆发，古装剧仍是主要剧集类型	26
2.3 平台端：超前点播取消后将视频平台影响几何？	28
2.4 艺人端：规范薪酬仍是重点，反映在内容制作成本边际改善	31
3 短视频：个人信息保护法规范行业发展，海外业务或成用户增长新动能	32
3.1 关注个保法落地，平台自发强化版权保护、内容合规与数据安全	32
3.2 头部平台组织架构升级，关注后续出海提速与商业化进展	34
4 直播电商：新兴爆发行业，行业规范化利于长期发展	38
4.1 回顾直播电商：政策扶持行业发展，直播电商为数字化大趋势	38
4.2 主播：强化法律责任、严查逃税行为	39
4.3 货：持续打击假货维护消费者权益，商品品牌化趋势明显	43
4.4 平台：强监管趋势下，差异化发展	46
5 潮玩盲盒：行业高景气度持续，优质创新 IP 驱动发展	47
6 院线：银幕数量持续增长，关注头部公司市占率提升	49
6.1 政策方向：近年以鼓励和扶持为主，目前全国银幕数量已突破 8 万块	49
6.2 疫情影响：三季度部分影院停业影响经营，关注头部公司市占率提升	50
6.3 空间测算：观影习惯养成带来的人次提升是行业主要增长驱动力	50
投资建议	51
风险提示	52

图表目录

图表 1: 同花顺网络游戏指数变化情况	6
图表 2: 2021 年行业主要政策&事件汇总	7
图表 3: 中国移动游戏市场销售收入与同比增速	8
图表 4: 中国移动用户规模与同比增速	8
图表 5: 2018-2021 相关政策梳理	8
图表 6: 《通知》前各厂商相关防沉迷措施	9
图表 7: 重点游戏厂商未成年人收入占比	9
图表 8: 2017-2021 游戏版号审批数量呈下行趋势	10
图表 9: 2016-2021 游戏内容审查变化情况	10
图表 10: 用户对游戏产品创新看重程度	11
图表 11: 全球 ios 游戏用户 ATT 授权比率稳定	11
图表 12: 21 年 1-7 月 ios 端投放游戏主体减少	12
图表 13: 21 年 1-7 月双端素材投放趋势	12
图表 14: 经典长线运营游戏素材数总体较低	13
图表 15: 重点游戏公司税收政策汇总	13

图表 16: 重点游戏公司实际所得税率 (所得税/利润总额)	14
图表 17: 重点游戏公司子公司适用不同税率的影响/利润总额	14
图表 18: 21H1 海外 top2000 移动游戏发行商来源国家分布	15
图表 19: 全球重要移动游戏市场流水 top100 中国产游戏发行商数量	15
图表 20: 20 年全球游戏收入排行榜国产游戏持续霸榜	15
图表 21: 2020 中国自主研发移动游戏海外重点地区收入占比	16
图表 22: 2020 重要游戏市场国产游戏流水增速快	16
图表 23: 中国发行商在各市场 top250 游戏市场份额	16
图表 24: 4 年产业年会 & 20-21CJ 致辞内容及政策导向	17
图表 25: 主要移动游戏市场偏好与市场特点	17
图表 26: 国内中重度赛道产品力较强	18
图表 27: 核心公司主要出海产品	18
图表 28: 手游概念股中青宝、掌趣科技 PE (TTM) 变化情况	19
图表 29: 中青宝、掌趣科技单季度营收同比增速变化情况	19
图表 30: VR 产业链核心环节具体介绍	20
图表 31: Steam 平台中不同品牌 VR 头显用户占比	20
图表 32: Steam 平台中不同产品 VR 头显用户占比情况	20
图表 33: 目前主流一体机 VR 头显参数情况	21
图表 34: 当前热门 VR 游戏销量与销售收入情况	21
图表 35: 主流平台 VR 内容数量和新增情况	22
图表 36: Quest 平台上不同收入等级的 VR 应用变化情况	22
图表 37: Steam 平台上 VR 头显占比变化	22
图表 38: 游戏板块整体 PE (TTM) 变化情况	23
图表 39: 三七互娱、完美世界、吉比特 PE forward 变化情况	23
图表 40: 2018 年以来影视行业重点政策梳理	23
图表 41: 2021 年以来关于“偶像选秀类”综艺相关政策及重点事件梳理	24
图表 42: 2021 年以来关于抵制“流量至上”相关政策梳理	24
图表 43: 关于艺人相关政策梳理	25
图表 44: 2019-2021 年备案的剧集部数变化	25
图表 45: 2019-2021 年备案的剧集集数变化	25
图表 46: 2021 年 1-9 月备案电视剧题材	26
图表 47: 2017-2021 年度 TOP20 剧集类型分布	26
图表 48: 2019-2021 年主旋律剧占比	27
图表 49: 主旋律剧集提名及相关关键词	27
图表 50: 2018-2020 年网播海外综艺	27
图表 51: 主旋律剧集提名及相关关键词	27
图表 52: 2020H1-2021H1 综艺上新数量	27
图表 53: 各平台综艺上新数量	27
图表 54: 2018-2020 年芒果独播网综剧 TOP5	28
图表 55: 2018-2020 年腾讯视频独播网综剧 TOP5	28
图表 56: 2018-2020 年爱奇艺独播网综剧 TOP5	28
图表 57: 2018-2020 年优酷视频独播网综剧 TOP5	28
图表 58: 2019-2020 年各平台超前点播剧集数量	29
图表 59: 2021H1 各平台上新超点剧部数及占比	29
图表 60: 爱奇艺不同等级会员价格 (元) 及其权益梳理	29
图表 61: 超前点播收入贡献测算	30

图表 62: 2021 年中国网民对取消超前点播但增加会员费用的意愿	31
图表 63: 付费会员对会员费提价的接受程度 (2020 年 4 月调研)	31
图表 64: 视频用户付费原因调研结果	31
图表 65: 付费会员对会员费提价的接受程度	31
图表 66: 爱奇艺内容成本 (百万元) 及其占营收的比重	32
图表 67: 爱奇艺内容支出现金流变化情况 (百万元)	32
图表 68: 快手短剧星芒计划	33
图表 69: 海外科技厂商单季度广告收入 (亿美元) 及其同比、环比增速变化情况	33
图表 70: 快手调整后组织架构图	34
图表 71: 字节跳动组织架构	34
图表 72: 中国短视频用户规模及使用率	35
图表 73: 海外主要短视频平台基本介绍	36
图表 74: 快手单季度 GMV 以及货币化率变化情况	37
图表 75: 电商平台货币化率对比	37
图表 76: 沐童《无尽对决》位列 21 年 9 月中国手游出海排名第 12 位	37
图表 77: 《航海王·热血航线》近 3 个月 iOS 畅销榜排名	37
图表 78: 中国直播电商市场规模趋势及增速	38
图表 79: 网络直播用户规模及使用率	38
图表 80: 政策扶持直播电商行业发展	39
图表 81: 头部直播带货主播数量分布及平均带货个数	40
图表 82: 2020 年中国主播直播带货销售额占比	40
图表 83: 2020 年直播带货 TOP10 主播	40
图表 84: 直播电商近期针对主播的监管及政策内容	41
图表 85: 主播缴税方式	42
图表 86: 个人所得税税率情况	42
图表 87: 查账征收 vs 核定征收	43
图表 88: 直播电商交易政策梳理	43
图表 89: 快手十月商品销量榜	44
图表 90: 抖音 TOP1000 品牌占整体 GMV 比重	45
图表 91: Teenie Weenie 近几个月抖音销量情况	45
图表 92: Teenie Weenie 百度指数	45
图表 93: 鸿星尔克近几个月抖音销售情况	45
图表 94: 鸿星尔克百度指数	45
图表 95: 各平台开放外链	46
图表 96: 受访消费者日常在哪些平台上购物	47
图表 97: 受访商户主要在哪些平台分享自己店铺的商品信息	47
图表 98: 19 岁以下受访消费者对各类社交平台的选择率分布均衡	47
图表 99: 受访消费者认为平台封禁带来的问题是否会对选择产生影响	47
图表 100: 中国潮流玩具市场规模及其同比增速	48
图表 101: 2015-2021E 盲盒市场规模	48
图表 102: 近期潮玩盲盒相关事件评论	48
图表 103: 关于艺人规范相关政策梳理	49
图表 104: 2012-2021 年全国银幕数量	49
图表 105: 各票仓影院银幕占比	49
图表 106: 各级城市 2021 年 10 月暂停影院数情况	50
图表 107: 头部影投公司市占率	50

图表 108: 2014-2019 年中国电影平均观影人次 (亿人)	51
图表 109: 2017-2021 年票价变化 (平均票价: 元)	51
图表 110: 各级城市 2021 年 10 月暂停影院数情况.....	51
图表 111: 传媒重点公司估值表 (2021/11/15)	52

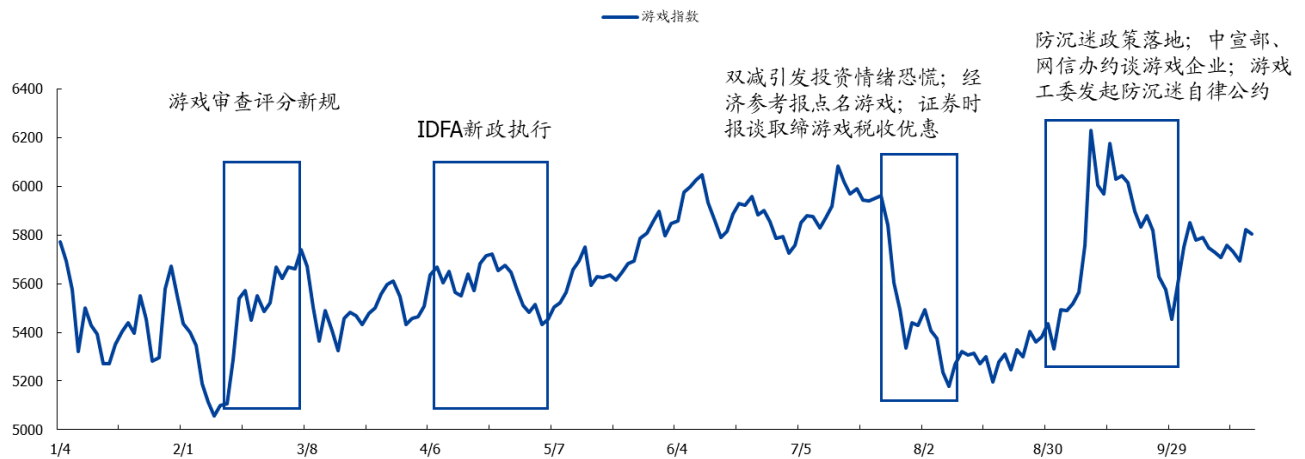
1 游戏：政策驱动高质量发展，出海&科技创新铸就增量空间

1.1 未成年人保护与内容精品化驱动高质量发展，新格局下内容为王

2021Q3 游戏板块股价出现较大波动，具体来看，以下几个重点事件或为主要因素：1) 未成年人防沉迷政策进一步收紧，监管对未成年人游戏时长与付费均做严格限制；2) 版号审查新规出台，8-10月版号至今仍未发放；3) 苹果推行 IDFA 新政，强制厂商对用户是否接入 ATT 框架进行询问，失去 IDFA 将显著影响广告的效果归因、用户画像与程序化交易，降低买量投放的精度；与之同时，《个人信息保护法》与《算法推荐管理规定》相继出台，近两年本就高企买量成本或将进一步上行。4) 《证券时报》发布游戏企业税收优惠评论文章，市场担忧未来税收优惠或收紧。以上几点令市场下调对行业预期，在股价上反映明显。

针对上述核心担忧，我们认为：（1）从 2017 年至今，**游戏监管始终围绕“未成年人保护”与“内容精品化”两条线发展**，本轮政策是前期政策的延续和深化，驱动游戏行业转向高质量发展；2) 未成年人保护新规已明确落地，厂商未成年人流水占比普遍不高，对公司短期业绩影响不大，但或对电竞产业产生一定影响；3) 版号审批收趋严是产业趋势，内容精品化或将加快市场出清节奏，短期大厂版号储备充足，长期利好优质研发与出海厂商；4) IDFA 新政冲击短期影响较小，营销型产品/厂商受拖累较大，品效合一、长线运营的产品将增厚厂商利润。**整体而言，近期游戏监管政策驱动行业高质量发展，对于部分头部厂商而言，政策带来的新格局将巩固其竞争优势和壁垒。**

图表 1：同花顺网络游戏指数变化情况



资料来源：同花顺，国盛证券研究所

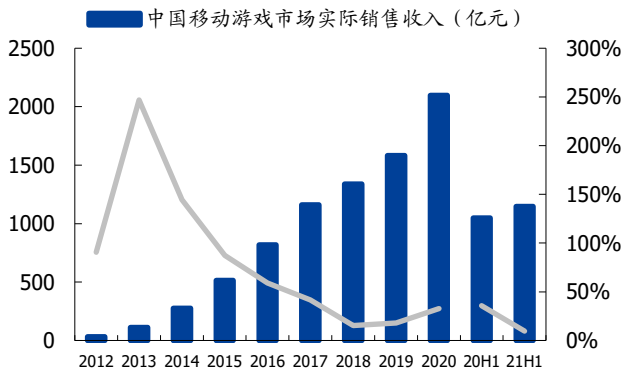
图表 2: 2021 年行业主要政策&事件汇总

事件	时间	部门	分类
中宣部颁布《游戏审查评分细则》	2021年3月	中宣部	版号审批
发改委发布《关于支持海南自由贸易港建设放宽市场准入若干特别措施意见》	2021年4月	发改委	版号审批
《2021年全国综合防控儿童青少年近视重点工作》	2021年4月	教育部等15部门	防沉迷
苹果 IDFA 新政, 效果广告收到冲击	2021年4月	苹果	IDFA
中宣部出版局副局长杨芳在 2021ChinaJoy 致辞	2021年7月	ChinaJoy	防沉迷&内容精品化
经济参考报发文称游戏为“精神鸦片”后删除	2021年8月	经济参考报	防沉迷
国家新闻出版署下发了《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》	2021年8月	国家新闻出版署	防沉迷
游戏行业税收优惠政策评论文章	2021年8月	证券时报	税收
《关于推进自由贸易试验区贸易投资便利化改革创新若干措施的通知》	2021年9月	国务院	版号审批
第二届北京国际游戏创新大会	2021年9月	北京市委宣传部	版号审批
中国音数协游戏工委组织发起《网络游戏行业防沉迷自律公约》	2021年9月	游戏工委	防沉迷
国家新闻出版署防止未成年人沉迷网络游戏举报平台上线运行	2021年9月	国家新闻出版署	防沉迷
中宣部印发通知部署文娱领域综合治理工作	2021年9月	中宣部	防沉迷
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	2021年9月	中宣部、国家新闻出版署	防沉迷
上海市委宣传部、网信办等部门约谈 20 余家重点企业落实主体责任 加强网络游戏管理	2021年9月	网信办	防沉迷

资料来源: 中宣部等国家机关, 经济参考报, 国盛证券研究所

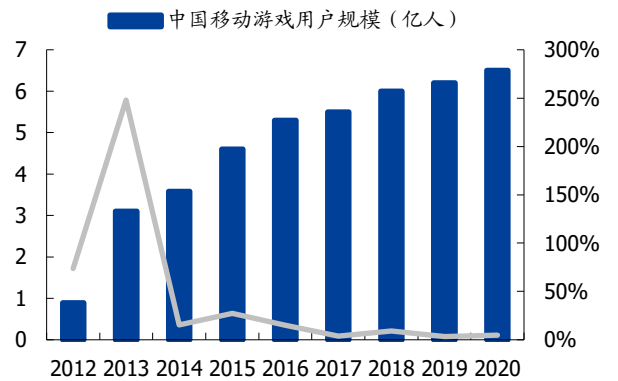
回顾 2017 年游戏行业监管趋严至今, 游戏行业政策始终围绕“未成年人保护”与“内容精品化”两条线发展。2017 年《市场管理意见》对不良内容进行整治; 2018 年教育部提出孩子绿色上网, 同时对网络游戏进行总量调控, 同年版号审批暂停并对棋牌类游戏做出整顿; 2019 年版号恢复, 提出向精品化游戏倾斜, 同年《防沉迷通知》首次下发, 对游戏时长与付费做出规定; 20-21 年整顿网络环境并重申严格执行未成年人防沉迷管理, 要求各厂商接入防沉迷系统, 同期《适龄提示制度》、《审查评分细则》出台, 版号审批对内容的健康与质量做出了更明确的要求。总体来看, 供给侧政策收紧低质量产能并规范行业秩序, 需求侧游戏市场增长由用户数量转向 ARPPU 值驱动, 双边共振引领游戏行业进入高质量发展、内容为王的发展阶段与竞争格局。

图表3: 中国移动游戏市场销售收入与同比增速



资料来源: 伽马数据、国盛证券研究所

图表4: 中国移动游戏用户规模与同比增速



资料来源: 伽马数据、国盛证券研究所

图表5: 2018-2021 相关政策梳理



资料来源: 广电总局、中宣部、国家新闻出版署、国盛证券研究所

● 最严未成年人防沉迷措施出台, 引导行业健康发展

8月30日《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》出台, 严格限制向未成年人提供网络游戏服务的时间。所有游企仅能在周五、周六、周日和法定节假日每日20-21时向未成年人提供1小时网络游戏服务, 并强调需严格落实网游账号实名注册和登录要求。我们认为, 未成年人防沉迷保护是游戏行业监管政策自始至终的主线, 目的是引领行业以正规健康的面貌继续发展。各厂商也都保持了积极落实的态度, 部分企业在最新政策前就已经积极推动防沉迷系统与未成年保护工作, 未成年玩家的游戏时长、充值金额在新规出台前就已经有所限制。

图表6: 《通知》前各厂商相关防沉迷措施

公司名称	《通知》前相关防沉迷措施
腾讯	2020年6月正式升级未成年人保护措施,向全线游戏推出“双减、双打、三提倡”。将 0-12岁都定位禁止充值年龄段 ;扩大人脸识别技术应用范围针对冒用家长信息问题对疑似未成年人用户进行甄别。
网易	严格实施网络游戏账号实名制度,对不同年龄层用户实行限时、限充政策;应用机器学习算法识别未成年人使用成年人账号消费,共计验证干预 17000人 。
中手游	将旗下游戏产品内的客服入口提升到游戏主界面,保证用户能够快速联系到客服,保证未成年充值问题的快速解决。
吉比特	雷霆游戏进一步升级防沉迷限制功能,于2020年3月开启雷霆游戏全平台限制,分层级限制同一雷霆游戏账号登录 所有游戏 的累计游戏时长和充值金额,引导未成年人健康游戏。

资料来源:公司公告、伽马数据、国盛证券研究所

防沉迷政策落地对游戏厂商的短期影响主要体现在未成年人付费减少,但根据头部游戏公司公告披露,未成年人流水占公司产品的总流水比例十分有限,对厂商产品变现无较大影响。与之同时,未保法或对电竞产业造成一定冲击。8月31日腾竞体育(LPL、LDL、VALORANT、LOL手游等多个赛事的运营方)、王者荣耀联赛等积极响应国家政策,宣布将对职业选手年龄进行调整,明确表示选手必须满18周岁方可参赛。在未保法新规下,未成年电竞选手选拔、训练均将受限,短期内或对行业造成一定影响,中长期影响有待进一步观察。

图表7: 重点游戏厂商未成年人收入占比

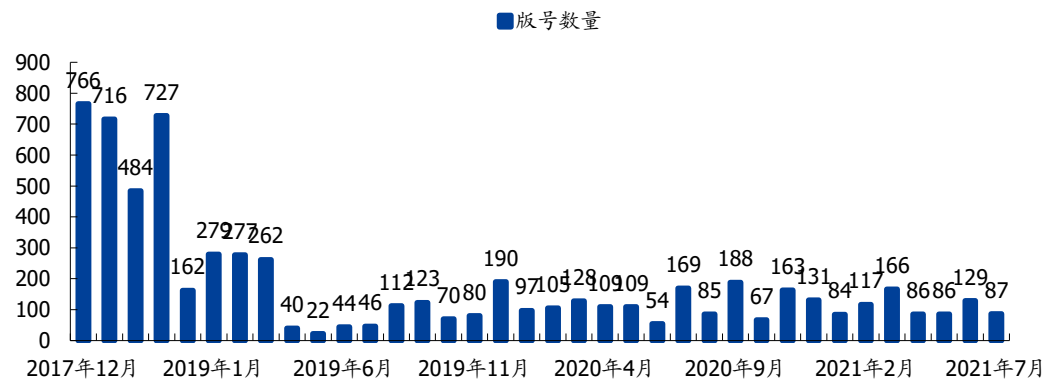
公司	报告期	未成年人收入占比(%)
腾讯	21Q2	2.6%
网易	21Q2	<1%
哔哩哔哩	21H1	1%
心动	/	1%
三七互娱	最近一年	<0.05%
完美世界	/	极低
吉比特	8月	0.14%
巨人网络	/	<1%
游族网络	21H1	0.06%
中手游	21H1	0.03%
恺英网络	/	注册0.07%

资料来源:公司公告,国盛证券研究所

● 审查新规+版号收紧推动内容精品化进程

此轮版号的暂缓发放，或主要与防沉迷政策与版号审核制度调整有关，而审核打分新规落地，正是内容精品化这一监管主线的进一步深化，主要内核是从供给侧进行调控，要求游戏产品在玩法、画面、剧情、技术上是高质量的、创新的和健康的（审查评分制度与2021ChinaJoy讲话又强调了中国特色与文化输出能力）。目前来看，官方暂无版号停止审批通知，预计版号停发将不会持续较长时间；同时，无论版号何时发放，自2018年末版号重新发放，版号供给相对于2017-2018年明显收紧，反映出监管方对游戏质量的审核要求日渐提高。

图表8: 2017-2021 游戏版号审批数量呈下行趋势



资料来源: 国家新闻出版署、国盛证券研究所

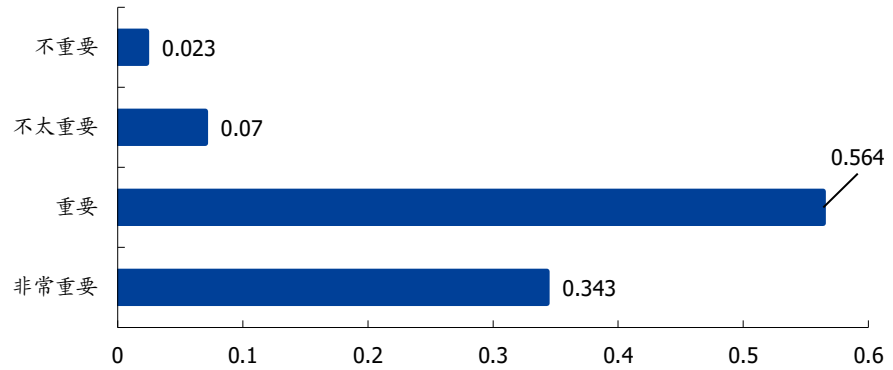
图表9: 2016-2021 游戏内容审查变化情况

时间	文件	主要内容	影响
2016	《移动游戏内容规范》	禁止移动游戏中含有违宪、破坏民族团结、黄赌毒、妨害未成年人身心健康等内容	对游戏中的严重不良内容做出了基本规范。
2019	全国游戏管理工作专题会议	审批向精品游戏倾斜，对游戏名称、内容、类型、未成年人保护与送审次数上做出新要求。	要求进一步提高，如不得出现迷信、不向未成年人开放结婚等；同时提出鼓励精品游戏。
2020	《网络游戏适龄提示》	规定了8+、12+、16+的适龄提示标识符，对不同级别游戏不应出现的内容做出要求，推动行业规范化、健康化发展。	适龄提示有助于行业健康、规范的发展，保护未成年人的同时降低企业法律风险。
2021	《游戏审查评分细则》	从观念导向、原创设计、制作品质、文化内涵、开发程度5个方面对游戏作品进行评分。	鼓励原创与高质量游戏，”换皮“游戏失去市场；鼓励中国文化元素游戏。

资料来源: 音数协会，中宣部，国盛证券研究所

基于版号暂缓（短期政策影响）与精品化导向（长期产业逻辑），我们认为本轮审核制度与版号调整对游戏厂商的影响如下：1）头部厂商目前有版号产品储备丰富，产品投放周期不会受太大影响；长线能力稳健的厂商业绩亦不会有太大波动；2）长期来看，审核趋严致供给侧去产能，低创产品将无法进入市场，消费者对于游戏产品的质量、创新性的要求日渐提升，二者共振加速市场出清，优质内容将占据更高的用户市场和市场份额，强研发厂商的议价能力和竞争力将得到提升；3）归口部门从广电总局转为中宣部，文化内涵首次被纳入对产品审核的标准，ChinaJoy讲话提出“讲好中国故事”，游戏正逐渐被视为文化输出的重要一环。在国内监管趋严，海外市场逐渐打开的行业背景下，游戏出海将是增量巨大的新风口。

图表 10: 用户对游戏产品创新看重程度

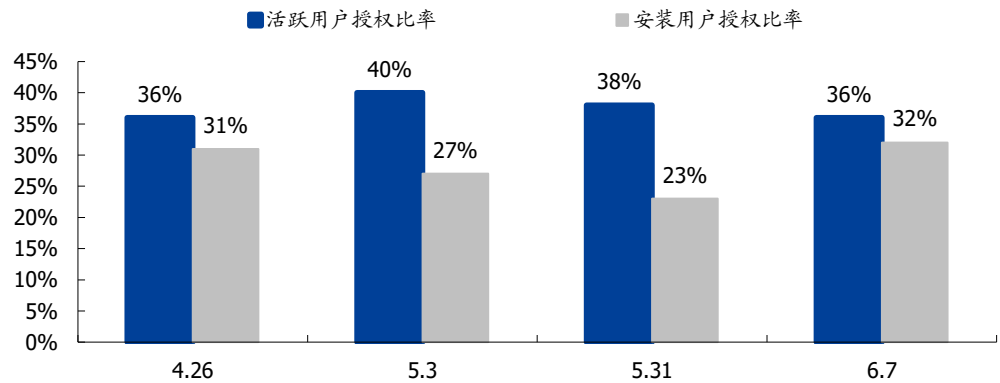


资料来源: 伽马数据, 国盛证券研究所

● IDFA 新政/个保法对游戏买量投放影响几何?

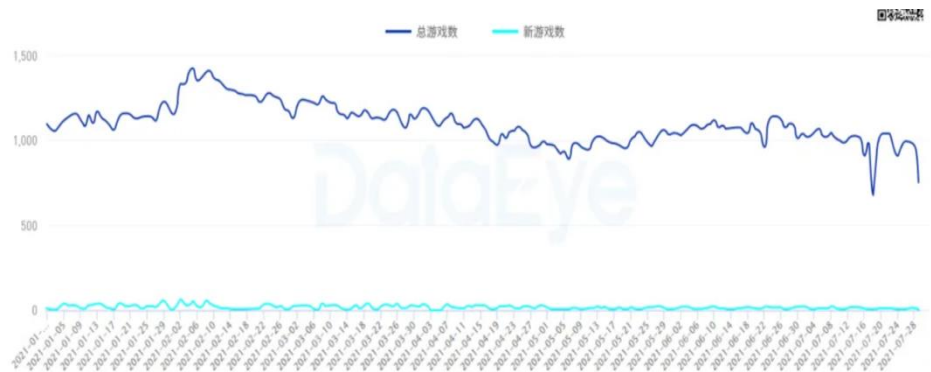
游戏厂商普遍采用买量投放的方式获客, 数据安全相关政策影响算法推荐与程序化交易, 或带来投放成本上升。(1) 苹果 4 月推行 IDFA 新政, 不再默认开发者跟踪用户数据。IDFA 冲击互联网营销行业, 简言之就是效果归因, 用户画像与程序化交易受到阻碍, 进而影响投放准确性, 游戏行业作为重要的互联网广告主也随之受到影响。复盘 ATT 框架推行以来的执行情况与买量市场的投放表现, 我们发现 ATT 用户授权比率未见明显变化, 仍维持在 30%-40% 的水平, 用户授权比例高于预期; 量价表现上, IDFA 新政后广告投放主体数量减少, ios 端投放数量有所收紧, Android 量价均有一定幅度上升。整体来看, 游戏广告主的投放策略仍保持理性, 但仍需关注未来 CPM 价格变化情况。

图表 11: 全球 ios 游戏用户 ATT 授权比率稳定



资料来源: appflyer, 国盛证券研究所

图表 12: 21 年 1-7 月 ios 端投放游戏主体减少



资料来源: Dataeye, 国盛证券研究所

图表 13: 21 年 1-7 月双端素材投放趋势



资料来源: Dataeye, 国盛证券研究所

(2)《个人信息保护法》11月正式实行,《互联网信息服务算法推荐管理规定(征求意见稿)》8月公布,隐私保护政策持续升级。《个保法》明确个人信息处理需征求个人同意,《算法推荐管理规定》则对“用户标签管理”“信息内容管理”提出更严格要求,不得设置歧视性或偏见性用户标签,重点环节信息内容需兼具主流价值导向。

目前苹果 IDFA 新政已落地,算法推荐相关规定暂未明确实施,预计将在未来加强监管并规范行业健康发展。对于游戏厂商而言,隐私保护趋严将提升买量投放难度,对买量内容素材质量、投放运营能力提出更高要求。此外,由于数据壁垒受到影响,产品力较弱、依赖买量的营销型厂商受冲击较大;同时,效果广告成本的高企也将倒逼厂商重新转向长线运营的现金牛产品,该产品用户付费习惯良好,流水稳定,对买量依赖程度低,将长期贡献利润并拉低销售费用率。我们认为,产品质地优、运营能力出色的厂商将享有更优的 ROI,在利润端拥有更大优势。

图表 14: 经典长线运营游戏素材数总体较低

游戏名称	运营商	国内上线时间	已上线时间(年)	IOS 畅销榜排名	素材数(近 90 天)
梦幻西游	网易	2015.3	6.6	6	6401
大话西游	网易	2015.9	6.1	12	4292
问道手游	雷霆游戏	2016.4	5.5	14	707
倩女幽魂	网易	2016.5	5.4	25	1358
率土之滨	网易	2015.1	6.8	11	2127

资料来源: 七麦数据、Dataeye、国盛证券研究所

● 游戏企业税收情况梳理

《证券时报》发布游戏企业税收优惠评论文章，市场对游企税率问题关注度再度提升。当前游企所得税优惠政策包括：**1) 高新技术企业**：符合资格认定享有 15% 优惠税率；**2) 软件企业两免三减半**：符合条件的集成电路设计企业和软件企业享有“两免三减半”税收优惠政策，第一年至第二年免征所得税，第三年至第五年按照 25% 的法定税率减半征收企业所得税（12.5%）；**3) 部分地区税收优惠**：新疆等其它地区税收优惠政策。

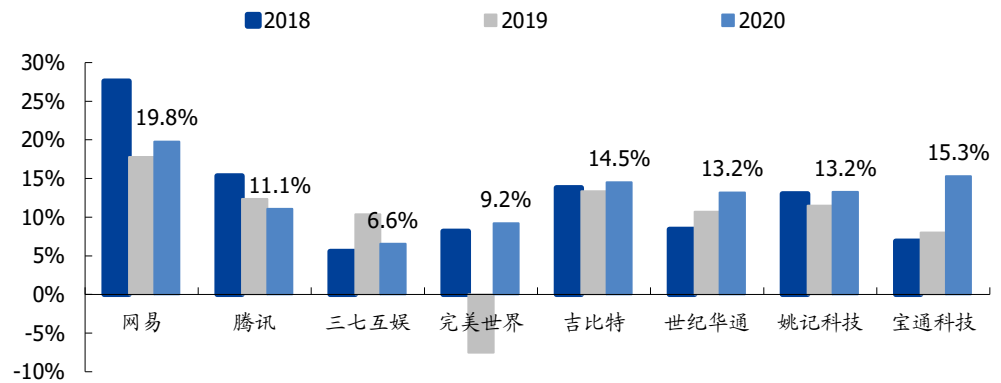
图表 15: 重点游戏公司税收政策汇总

公司名称	税收政策（2020 年报告公告）	子公司适用不同税率的影 响/利润总额（2020Y）	所得税/利润总额（2020Y）
腾讯	中国内地若干附属公司：1) 高新技术企业优惠 15%；2) 国家重点软件企业资格优惠税率 10%；3) 两年免税三年减半；4) 内地部分地区附属公司满足地方政府要求适用 15% 优惠税率	16.9%	11.1%
网易	博冠、网易杭州及若干其他子公司符合：1) 高新技术企业资格优惠税率 15%；2) 重点软件企业资格优惠税率 10%	17.0%	19.8%
三七互娱	1) 软件企业两免三减半：广州三七互娱科技、安徽三七极光网络科技等 3 家子公司税率 12.5%；广州极尚网络技术等 3 家子公司当前处于免税期；2) 高新技术企业：子公司安徽尚趣享有优惠税率 12.5%；3) 地区税收优惠：西藏信泰文化传媒等 4 家子公司执行西部大开发 15% 所得税率；霍尔果斯星辉网络科技等 6 家设立在新疆喀什、霍尔果斯两个特殊经济开发区的子公司免税；部分子公司适用韩国、日本、香港、开曼、英属维尔京、美国、新加坡等地区税收优惠。	13.5%	6.6%
完美世界	1) 两免三减半：完美世界（北京）软件科技发展等 4 家子公司；2) 地区税收优惠：成都完美时空网络技术等 9 家子公司	19.9%	9.2%
吉比特	1) 高新技术企业：子公司雷霆互动享有 15% 优惠税率；2) 地区税收优惠：子公司雷霆信息为设立在前海深港现代服务业合作区，且从事主营业务符合《前海深港现代服务业合作区企业所得税优惠目录》的企业，享有 15% 优惠税率。3) 子公司浙江博约适用小微企业税收减免政策。	7.3%	14.5%

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

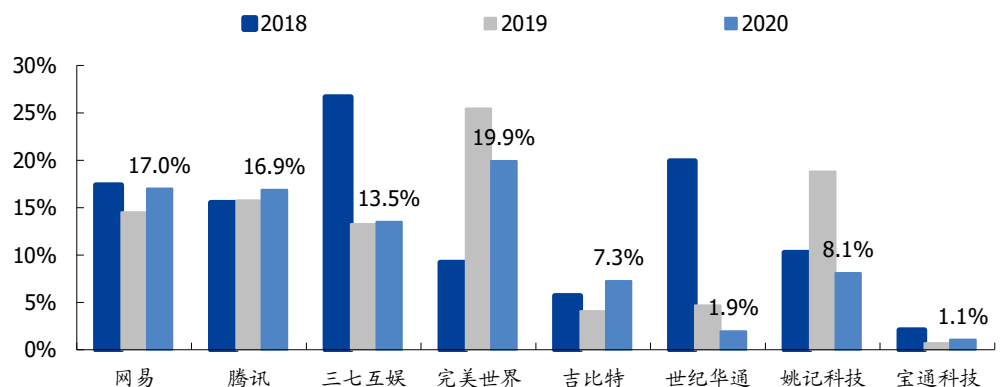
根据公司公告披露，游企实际所得税率（所得税/利润总额）普遍在 10%-15%之间，其中三七互娱、完美世界 2020 年实际所得税率低于 10%，分别为 6.6%、9.2%，网易实际所得税率高于其它游企，2020 年为 19.8%。实际所得税率与 1) 应纳税所得额调整项；2) 子公司适用不同税率的影响相关，我们计算“子公司使用不同税率的影响/利润总额”以考量子公司税收优惠对实际所得税率的影响。2020 年头部游企中腾讯、网易、三七互娱、完美世界子公司税收优惠分别降低实际有效税率 16.9%、17.0%、13.5%、19.9%，税收优惠力度较高。

图表 16: 重点游戏公司实际所得税率（所得税/利润总额）



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 17: 重点游戏公司子公司适用不同税率的影响/利润总额

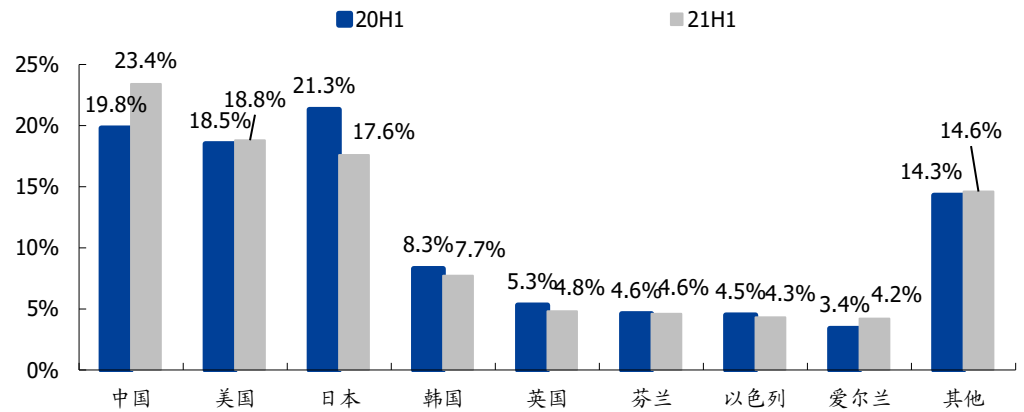


资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

1.2 手游出海竞争力持续提升，成为文化输出新载体

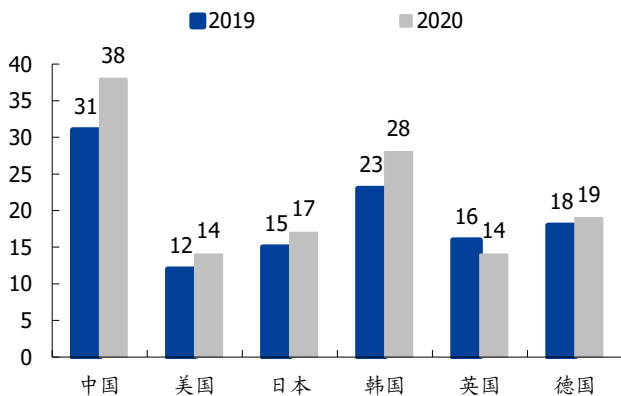
量质齐升，国产手游全球影响力日渐提升。在国内移动互联网人口红利见顶、国内游戏用户增速放缓的大背景下，游戏出海赛道玩家日渐增多（top100 国产游戏发行商）；与此同时，随着多年在手游行业的积累，中国游戏厂商在移动端的竞争力已今非昔比，自研产品海外认可度不断提升，多款产品持续占据全球移动游戏收入榜。二者共振之下，国产手游全球流水与市场份额取得迅速增长。根据 App Annie 数据，截至 2021 年上半年，中国出海移动游戏用户支出达 80 亿美元，同比增长 47%，占海外移动游戏市场份额已达 25%，自 2018 年以来增长了 9.5pct。

图表 18: 21H1 海外 top2000 移动游戏发行商来源国家分布



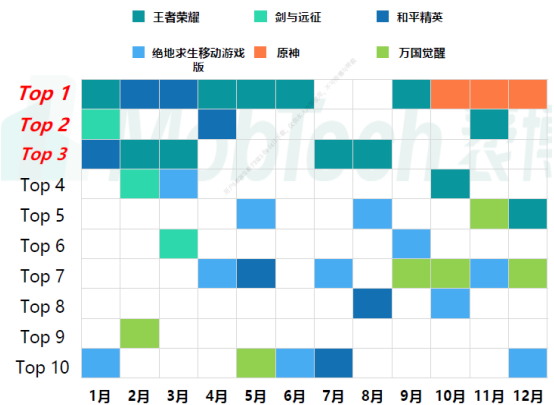
资料来源: App Annie, 国盛证券研究所

图表 19: 全球重要移动游戏市场流水 top100 中国产游戏发行商数量



资料来源: App Annie, 国盛证券研究所

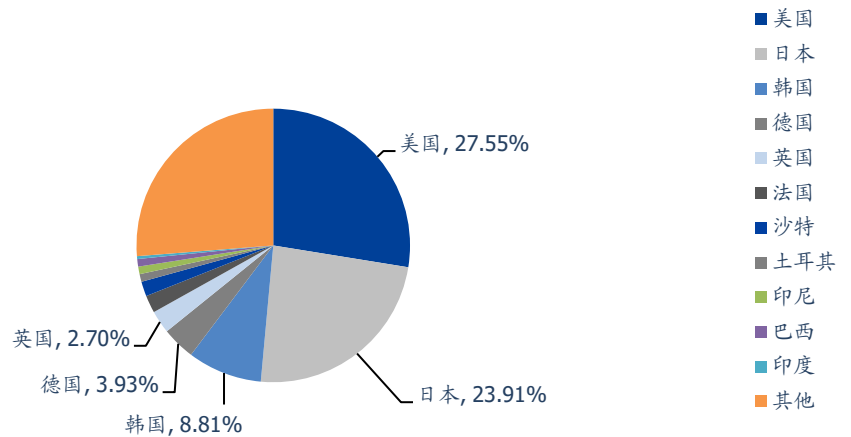
图表 20: 20 年全球游戏收入排行榜国产游戏持续霸榜



资料来源: Mob 研究院, App Annie, 国盛证券研究所

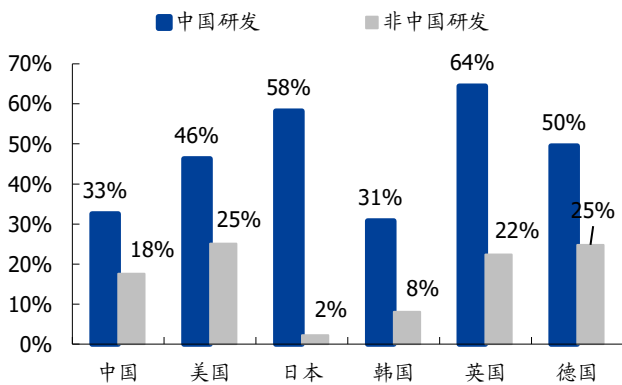
成熟市场贡献主要收入，SLG 与射击海外最吸金。分市场来看，欧美、日韩等成熟市场规模大，用户付费习惯良好，近两年来腾讯、网易等头部厂商开始切入，高增长下贡献主要出海收入；另一方面，早期东南亚、印度等新兴市场方兴未艾，是国内厂商出海的主要目标，享有较高的市场份额，近年来随着本地游戏产业的发展与一线厂商的战略转向成熟市场，市场份额有所下滑。分品类来说，策略、射击、角色扮演等中重度赛道在出海产品中最为吸金，头部产品《王者荣耀》、《原神》、《PUBG》、《万国觉醒》等贡献大量流水。

图表 21: 2020 中国自主研发移动游戏海外重点地区收入占比



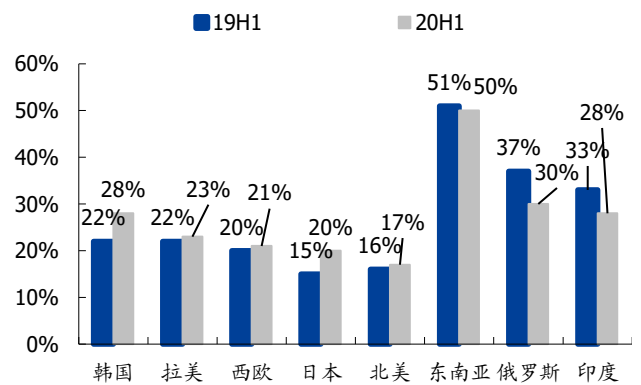
资料来源: 伽马数据, 国盛证券研究所

图表 22: 2020 重要游戏市场国产游戏流水增速快



资料来源: 伽马数据, 国盛证券研究所

图表 23: 中国发行商在各市场 top250 游戏市场份额



资料来源: App Annie, 国盛证券研究所

政策导向清晰, 手游出海与文化输出紧密相连。汇总 2017-2020 年游戏产业年会与 20-21CJ 监管部门领导致辞内容, 游戏出海, 全球竞争力提升始终是监管层的重要关切。在 21 年 ChinaJoy 讲话中更是首次被放到重要位置, 并指出中国元素将是游戏出海的重要“基因”, 要让中国故事、中华文化在国际上走的更远, 肯定了游戏在文化输出中的重要地位。在国内版号收紧、审批趋严的监管趋势下, 归口部门反复强调游戏出海将驱动厂商调整战略, 深耕全球市场。

图表 24: 4 年产业年会 & 20-21CJ 致辞内容及政策导向

年份	致辞内容	政策导向
21CJ	进一步增强精品意识，进一步增强国际化意识，中国元素是游戏出海的重要“基因”，让中国故事、中华文化在国际上走得更远。进一步增强安全意识，全力以赴抓好防沉迷工作，坚决保护青少年健康成长。	国际化意识和游戏出海被重点提及 中国元素是出海的重要基因
20CJ	坚决抓好防沉迷工作；着力加强精品生产；始终严把内容关口；严格遵规守矩。	加快推进国家层面实名认证系统建设 版号供给满足需求，要求提高质量并加强内容把关
2020	实现安全、有内涵、高质量、规范、有国际竞争力的发展，强调内容安全和社会影响，同时要求游戏内涵、品质并重	内容安全仍是第一位 认可网络游戏的文化价值
2019	产品质量有待提高且部分存在价值导向问题；保护未成年人身心健康；健全审批与监管并重的工作机制；丰富游戏思想文化内涵；推动高质量精品化战略；提升中国游戏的全球竞争力	将未成年人身心健康明确放在首位 并提出要健全审批监管机制
2018	存在原创能力不足、文化内涵缺失、价值导向偏差、社会责任落实不到位等问题，要更好地负担文化使命、履行社会责任、加快产业转型升级、推动优秀游戏海外传播	强调游戏产品文化使命与社会责任 产业要向高质量、精品化转型
2017	继续改进和完善游戏作品出版审批工作；认真履行监管职责，提升属地监管能力；继续组织实施“中国原创游戏精品出版工程”；组织和支 持中国游戏企业与原创游戏精品走出国门	强调加强监管 精品化和出海工作继续

资料来源：国家新闻出版署，广电总局，国盛证券研究所

全球市场偏好：策略游戏全球吸金度普高，不同区域品类偏好分化。 在全球主要市场当中，策略游戏（SLG/末日生存）在当地 top100 流水分布中均为头部赛道。国内出海产品中《State of Survival》、《万国觉醒》、《王国纪元》等策略游戏也广泛受到欢迎。除去对策略游戏的全球性喜爱，在对游戏品类的偏好上，存在区域性的显著差异：东亚三国（含台湾地区）与东南亚市场偏好卡牌与 MMO 等重度游戏；北美玩家对于射击、消除+、博彩等中度与超休闲品类的付费意愿较高；欧洲市场三消、休闲益智类游戏较受欢迎。

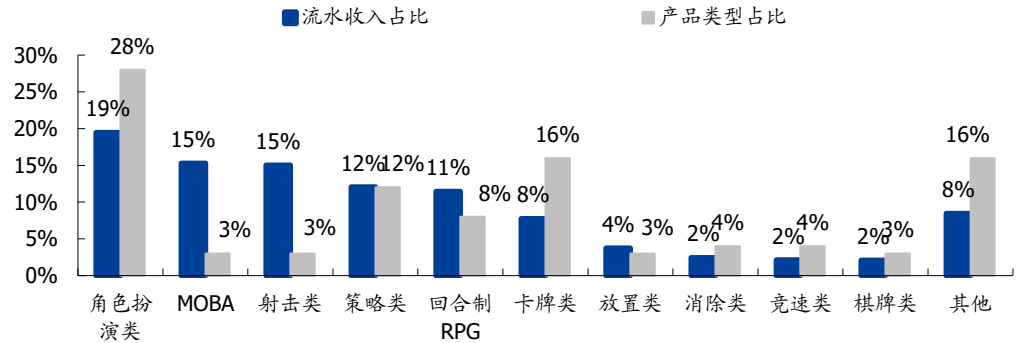
图表 25: 主要移动游戏市场偏好与市场特点

地区	市场偏好	市场特点	
北美	SLG、射击、消除、博彩	流水分布上品类、产品固化，流水沉淀于老产品与成熟品类，超休闲（如三消）流水占比高	
欧洲	SLG、休闲益智、三消、模拟建造	策略与休闲益智最受欢迎，德国射击 & 大逃杀高速增长，英国 SLG 与消除表现亮眼	
亚洲	角色扮演、SLG、卡牌、放置	日本	卡牌、射击、RPG 为最受欢迎品类，老产品稳定性强但有所下降，卡牌与 MMO 增速较快
		韩国	市场迭代快，长线产品少，新游机会大，MMO/ARPG 马太效应明显
		港澳台+东南亚	新兴市场，MMORPG、SLG 等重度品类占比较高，与大陆地区偏好相似

资料来源：伽马数据，App Annie，AdTiming，国盛证券研究所

厂商出海表现：中重度品类产品力强，休闲赛道尚未规模化。在国内大热的SLG、RPG、MOBA、吃鸡等中重度赛道的头部产品往往由大厂推出，产品质量高、厂商发行运营能力强，厂商有动力和能力将产品全球化变现。因此，出海成功产品往往是在国内已经验证逻辑、在热门赛道脱颖而出的“内销转出口”产品。而在欧美比较热门的一些休闲游戏如三消、博彩、模拟建造、益智等国内并不流行，海外份额也同样不高，仍需规模化。

图表 26: 国内中重度赛道产品力较强



资料来源：伽马数据，国盛证券研究所

A 股核心公司手游出海情况：三七互娱出海业务步入收获期，海内外同步经营，近年来聚焦于成熟市场与自身能力契合的大品类构建相应的产品矩阵，《Puzzles&survival》的三消+SLG 融合产品受到欧美市场欢迎，《云上城之歌》在韩国市场表现优异；完美世界处置表现不及预期的海外项目团队，《梦幻新诛仙》、《幻塔》两款长线产品未来计划全球化发行；吉比特出海起步于 2017 年，以深耕港澳台新兴市场为主，近年来主要通过放置类产品发力港澳台新兴市场，自研 SLG 海外测试中。

图表 27: 核心公司主要出海产品

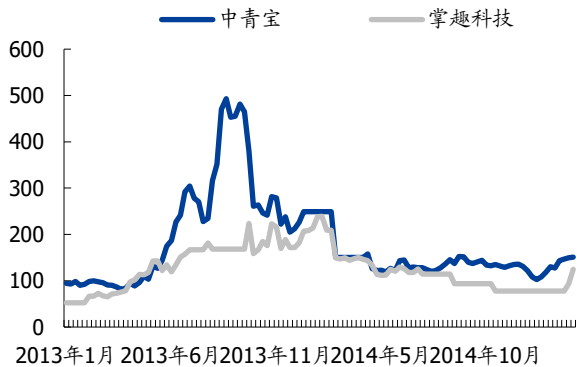
公司	游戏名称	类型	海外发行地区
三七互娱	《Puzzles & Survival》	三消+SLG	全球（欧美、日本为核心）
	《叫我大掌柜》	模拟经营	港澳台、日韩
	《江山美人》	模拟经营	日本
	《奇迹 MU:跨时代》	MMORPG	港澳台
	《斗罗大陆：魂师对决》	卡牌	日韩、欧美
	《云上城之歌》	MMORPG	韩国
	《SNK オールスター》	格斗 RPG	日本
完美世界	《R5》（《新神魔大陆》）	MMORPG	韩国
	《新笑傲江湖 M》	MMORPG	港澳台、新加坡、马来西亚
	《完美世界 M》	MMORPG	韩国
	《梦幻新诛仙》（储备）	回合制 MMO	海外多个国家
	《幻塔》（储备）	ARPG	全球
吉比特	《最强蜗牛》	放置类	港澳台
	《鬼谷八荒》PC 版	沙盒修仙	全球
	《一念逍遥》	放置 MMO	港澳台
	M86（储备）	SLG	海外
	Survivor 产品线	Rougelike	海外及港澳台
	公司已取得《古代战争》《呆萌骑士》《伊洛纳》《石油大亨》《冰原守卫者》等多款产品的海外发行权。		

资料来源：公司官网，公司公告，国盛证券研究所

1.3 VRAR 飞轮已开始旋转，或带动优质研发商价值重估

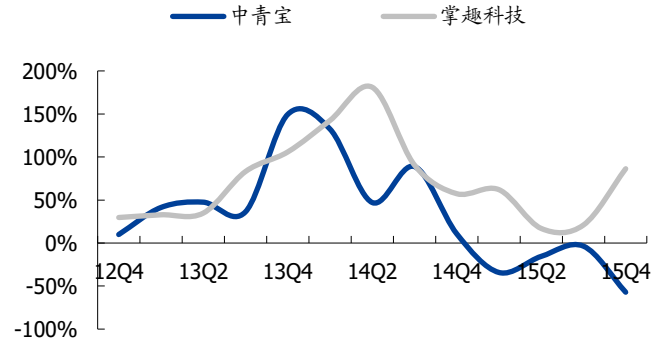
复盘 3G 时代，智能手机浪潮带动手游企业估值业绩双提升，而 VRAR 引领下一代交互终端变革，商业模式已被验证，飞轮逐步旋转。3G 时代网络基础条件改善叠加智能手机出货量提升，手游概念股业绩表现亮眼，中青宝、掌趣科技 2013Q4 营收、归母净利润增速均超过 100%，与之同时，公司估值也加速抬升。我们认为，VRAR 带来的人机交互方式的变革，头显及其配套外设将通过眼球追踪、动作捕捉、触觉反馈、方向追踪、光学跟踪等全新技术，实现平面交互到空间交互的跨越，有望作为接力 PC、智能手机后的新一代交互终端。游戏作为核心应用，产业加速发展或带动优质研发商价值重估。

图表 28: 手游概念股中青宝、掌趣科技 PE (TTM) 变化情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 29: 中青宝、掌趣科技单季度营收同比增速变化情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

VRAR 产业链包括“终端硬件、生产软件、渠道平台、内容应用”四大环节。**1) 终端硬件:** 主要包括支持终端设备生产的核心技术、关键器件厂商, 以及 Facebook Oculus 等头显生产商。**2) 生产软件:** 主要包括开发引擎和采集系统。开发引擎与 3D 游戏引擎相同, 采集系统包括 360 视频、拼接缝合、3D 重建等功能, 往往使用在影视领域。**3) 渠道平台:** 主要包括线上应用/分发平台和线下 VR 体验厅。**4) 内容应用:** 涵盖消费、工业领域不同应用。消费场景包括游戏、社交、影视直播等, 目前游戏为核心应用场景; 企业领域应用包括医疗健康、地产营销、工业生产等。

我们认为, 产业开启飞轮的路径, 或为“技术进步——硬件体验升级——VR/AR 用户数增长——软件/内容厂商销售额增长——头部内容增加、内容生态完善——VR/AR 用户数增长”。在此路径中, B 端/C 端用户体验(经济性、舒适性、沉浸性、互通性)为关键痛点, 颠覆型终端、内容/应用成为用户增长的核心催化。对于 C 端用户来说, 此前性价比产品 Oculus Quest 2 的推出、3A VR 大作《半衰期: ALYX》的上线均为驱动行业增长的关键事件, 商业模式已被逐步验证。

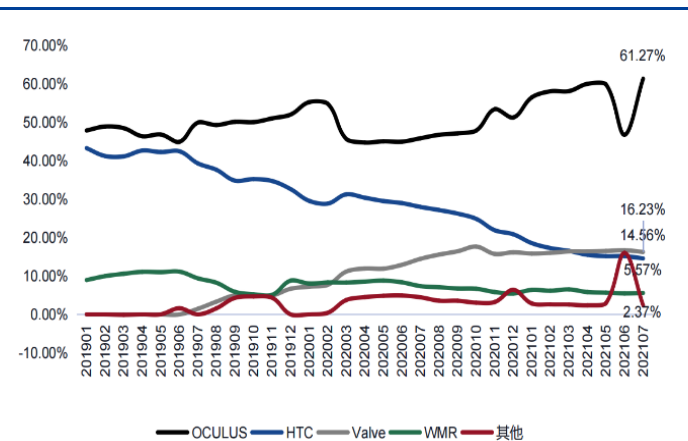
图表 30: VR 产业链核心环节具体介绍

产业链环节	细分领域	核心技术/产品/应用场景	海外头部厂商
终端硬件	核心技术	近眼现实、感知交互、渲染计算	海外: Facebook、HTC、Valve
	关键器件	芯片、屏幕、传感、镜头	国内: Pico(字节跳动)、歌尔股份、京东方、舜宇光学科技
	终端设备	Oculus Quest、HTC Vive、Valve Index	
生产软件	开发引擎	Unity 3D 引擎、Unreal4/5 引擎	海外: Unity、Epic Game
	采集系统	360° 全景采集、动捕	
渠道平台	应用分发平台	Steam、Oculus、Vive Port	海外: Valve、HTC、Facebook
	线下体验场景	VR 线下体验馆、VR 赛车设备	
内容应用	消费领域	游戏《半条命》《节奏光剑》、社交《VrChat》	海外: Valve、Facebook
	企业领域	工业生产、营销、医疗健康、建筑装修等	国内: 腾讯、网易、新东方

资料来源: 中国信通院, 国盛证券研究所

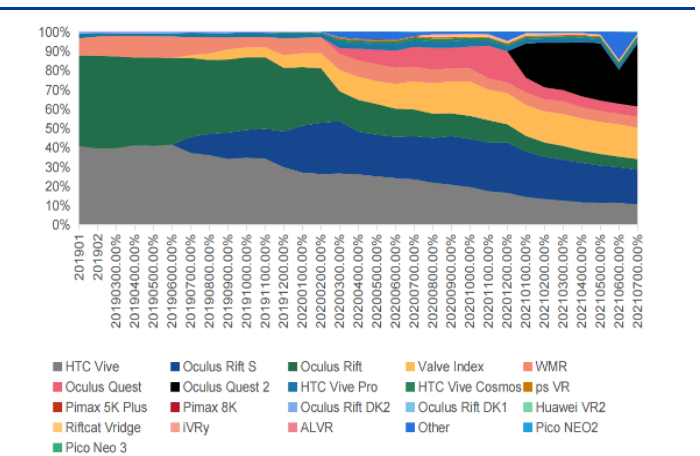
(1) 硬件端: 当前主流 VR 头显设备在芯片 (高通骁龙 XR2)、显示光学 (刷新率 90Hz 以上、单眼 2K)、交互 (6DoF) 等层面配置已有显著提升, 驱动用户体验持续升级。海外来看, Facebook 旗下一体机 OCULUS QUEST2 极具性价比, 自 2020 年 9 月推出以来在 Steam 平台的头显活跃用户占比持续提升, 2021 年 7 月达到 32.56%, 位列所有头显第一位。国内来看, 爱奇艺、Pico 等领先厂商新款设备爱奇艺奇遇 3、Pico Neo 3 性能已接近 Quest2 水平, 其中 Pico 2020Q4 中国一体机市场份额达到 57.8%。

图表 31: Steam 平台中不同品牌 VR 头显用户占比



资料来源: VR 陀螺, 国盛证券研究所

图表 32: Steam 平台中不同产品 VR 头显用户占比情况



资料来源: VR 陀螺, 国盛证券研究所

图表 33: 目前主流一体机 VR 头显参数情况

公司	Oculus	Pico	爱奇艺
产品名称	QUEST2	Neo 3	奇遇 3
Steam 平台市占率 (2021 年 7 月)	32.56%	不适用	不适用
处理器	高通骁龙 XR2	高通骁龙 XR2	高通骁龙 XR2
显示			
屏幕	LCD	LCD	LCD
单眼分辨率	1832*1920	1832*1920	2160*2160
刷新率	发售时 72Hz 上限支持 120Hz	90Hz	90Hz
光学			
光学方案	菲涅尔透镜	菲涅尔透镜	菲涅尔透镜
视场角	89° *93°	98° *90°	95° *90°
IPD	58/63/68mm	58-69mm	58-72mm
交互			
头部&手柄	6DOF	6DOF	6DOF
空间定位	Inside-out	Inside-out	
存储空间			
RAM	6g	6g	8g
ROM	128g/256g	128g	128g
重量	503g	620g	320g
官方定价 (美元)	299	390	547
发布/上市日期	2020/9/17	2021/5/10	2021/8/31

资料来源: VRCompare, 国盛证券研究所

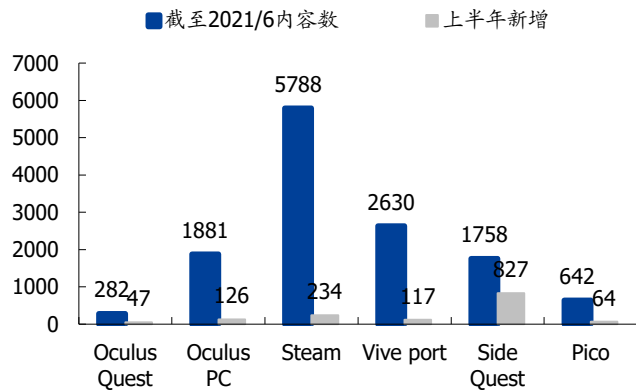
(2) 内容端: 游戏为核心应用, 内容生态日趋成熟。VR 游戏具备技术成熟度高、内容易迁移、用户付费意愿强的特点, 相对于其它场景 (影视、办公、工业领域等) 在终端渗透初期具备更强的商业化潜力。目前主流 VR 应用分发平台包括开放生态平台 SteamVR、SideQuest 以及终端配套分发平台 Oculus Quest、Pico 等, 各平台应用数量持续增长、单应用收入、热度趋势向上。截至 2021 年 2 月 Quest 平台收入超过百万美元的游戏达到 6 个, 收入超过 10 万美元的游戏达到 69 款, 相对于 2020 年 9 月增加 31 款。现象级爆款游戏已经诞生, 《节奏光剑》、《半衰期: Alyx》收入破亿美元。

图表 34: 当前热门 VR 游戏销量与销售收入情况

游戏名	上线时间	销售情况
Job Simulator	2016 年 4 月	截至 2020 年 1 月全平台销量超 100 万份
Superhot VR	2017 年 5 月	截止 2020 年 5 月, 全平台销量超 200 万份。截止 2021 年 2 月游戏在 Quest 平台销量突破 100 万份, 营收超 2500 万美元。
Beat Saber	2018 年 5 月	截至 2021 年 2 月全平台销量 400 万套, 销售收入 1.8 亿美元; 截至 2021 年 10 月 Oculus Quest 单平台收入超过 1 亿美元。
Moss	2019 年 7 月	截至 2021 年 7 月全平台销量超 100 万份, 营收超 2250 万美元。
Gorn	2019 年 7 月	截至 2021 年 7 月全平台销量超 100 万份, 营收超 1200 万美元。
行尸走肉: 圣徒与罪人	2020 年 2 月	截至 2021 年 10 月全平台收入超过 5000 万美元
Half-Life:Alyx	2020 年 3 月	截至 2020 年 12 月全平台销量 200 万套, 销售收入 1 亿美元。

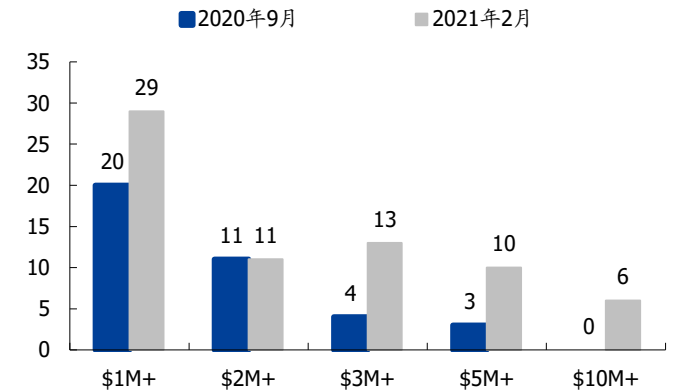
资料来源: VR 陀螺, 青亭网, 各游戏官方账号, 国盛证券研究所

图表 35: 主流平台 VR 内容数量和新增情况



资料来源: VR 陀螺, 国盛证券研究所

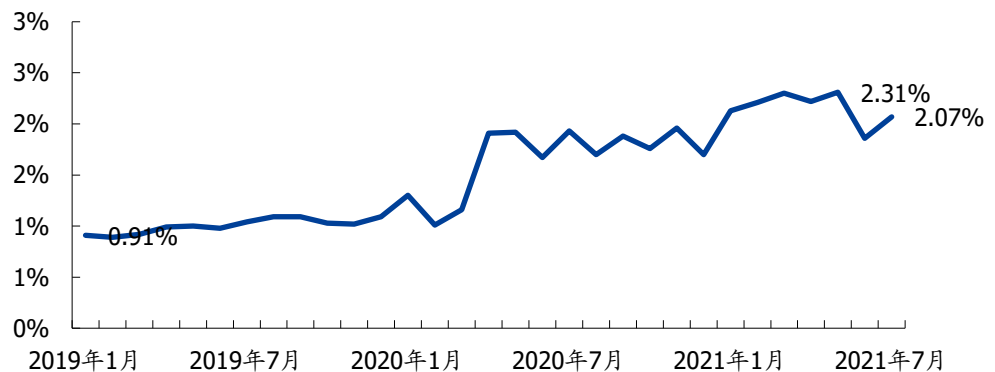
图表 36: Quest 平台上不同收入等级的 VR 应用变化情况



资料来源: Oculus Quest, 国盛证券研究所

消费级 VR 设备得到普及, 软件升级逐步降低开发者门槛, VR 内容生态日趋成熟, 产业“飞轮”已开始初步旋转, **Steam 平台 VR 头显设备渗透率呈现提升趋势, 但提升幅度相对缓慢**, 自 2021 年 1 月至 8 月未见显著增长。一方面, Quest 等一体机的兴起驱动便携性提升, 用户无需串流主机体验应用, 或分流部分 Steam VR 用户; 另一方面, 当前 VR 头显相对于成熟交互终端智能手机、PC 电脑在用户体验方面仍差距较远, C 端多为部分主机游戏/科技硬核用户尝试体验, 尚未进入泛用户领域, 未来仍需关注关键技术是否能得到持续进步、融合以带来内容生态完善、用户体验再升级。

图表 37: Steam 平台上 VR 头显占比变化



资料来源: VR 陀螺, 国盛证券研究所

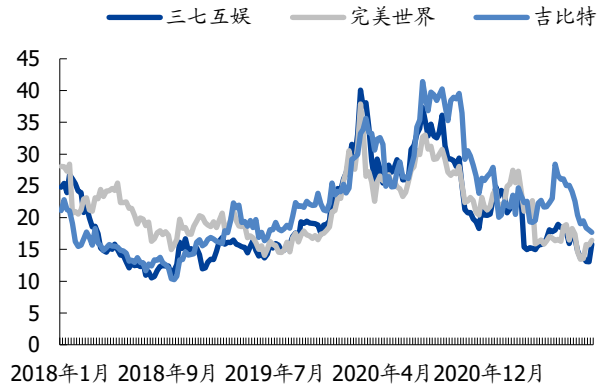
短期来看, **2022 年苹果、Meta、索尼均将推出新款 VR 无线头显**, 新品发布或将迎来板块催化; 中长期来看, **Meta 预计 10 年内元宇宙使用者将达到 10 亿人**, 承载数千亿美元的数字商务, 海内外科技巨头从硬件、内容、应用等产业链环节多维度布局, 产业未来空间广阔。在产业加速发展的过程中, 技术成熟度高、内容易迁移、用户付费意愿强的 **VR 游戏**成为推动内容生态繁荣的起点, 优质游戏研发商具备内容+技术多重优势, 有望在科技革命中率先受益, 带来板块估值提升的重要催化。

图表 38: 游戏板块整体 PE (TTM) 变化情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 39: 三七互娱、完美世界、吉比特 PE forward 变化情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2 视频平台: 监管高压延续, 取消超前点播对平台影响有限

2.1 影视行业政策回顾: 对内容、艺人及平台的监管呈强化态势

影视内容作为价值观输出的重要窗口, 对其的监管始终处于高压状态。2018 年广电机构改革, 而影视行业的相关政策也在随后密集发布, 主要集中于: (1) 内容监管: 严控偶像养成、亲子类综艺节目, 对引进境外视听节目统一进行调控, 提倡电视剧制作不超过 40 集; (2) 艺人薪酬: 遏制天价片酬, 严查偷税漏税; (3) 视频平台: 网剧网大监管趋严、网台统一审核标准成为大趋势。影视节目除兼具娱乐效应与经济效应之外, 更重要的意义在于价值观的输出与引导, 因此对行业的监管较为严格, 我们认为强监管的目的主要在于对行业的规范, 包括引导优质内容的生产及播出, 打压行业内的不端行为 (如“阴阳合同”等), 反对过度娱乐化, 旨在营造健康向上的文化氛围。

图表 40: 2018 年以来影视行业重点政策梳理

日期	要点	内容	政策	来源
2018 年 11 月	严控偶像养成类及亲子类节目	坚决摒弃以明星为卖点、靠明星博眼球的错误做法, 严格控制偶像养成类节目, 严格控制影视明星子女参与的综艺娱乐和真人秀节目, 减少影视明星参与的娱乐游戏、真人秀、歌唱类选拔等节目播出量。	《关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》	国家广播电视总局
2018 年 11 月	艺人“限薪令”	要求各电视上星综合频道 19:30-22:30 播出的综艺节目要提前向总局报备嘉宾姓名、片酬、成本占比等信息, 每个节目全部嘉宾总片酬不得超过节目总成本的 40%, 主要嘉宾片酬不得超过嘉宾总片酬的 70%。	《关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》	国家广播电视总局
2018 年 11 月	台网统一标准	网络电影、网络剧、网络动画片将开始由节目制作公司 (片方) 进行备案 (含节目规划备案及上线备案), 不再通过网络播放平台进行备案; 所有备案节目要进行规划剧本审核及上线成片审核 (一剧一审), 过审后发放备案号。	网络视听节目新规	国家广播电视总局

资料来源: 国家广电总局, 国盛证券研究所

2021年在延续之前强监管风格的同时，在三个方面又对行业提出了更高要求：

- **内容方面：停播偶像选秀类综艺，抵制“流量至上”。**实际上自2018年开始，包括《中国新说唱》《明日之子》《青春有你》《以团之名》大量偶像选秀类综艺节目都曾经历过停播、延播整改再上线的过程。但2021对其的监管进一步趋严，2021年9月广电总局正式发文全面禁播偶像养成类节目，对于选秀类节目也需要严格控制投票环节设置；中宣部下发《通知》，坚决抵制造星炒星、泛娱乐化等不良倾向和流量至上、拜金主义等畸形价值观。

图表 41: 2021 年以来关于“偶像选秀类”综艺相关政策及重点事件梳理

日期	要点	内容	政策	来源
2021年6月	网信办开展“饭圈乱象整治”专项活动	专项行动将针对网上“饭圈”突出问题，重点围绕明星榜单、热门话题、粉丝社群、互动评论等重点环节，全面清理“饭圈”粉丝互撕谩骂、拉踩引战、挑动对立、侮辱诽谤、造谣攻击、恶意营销等各类有害信息。	——	中央网信办
2021年8月	国家广电总局开展网络综艺节目专项排查整治	8月国家广电总局开展了为期一个月的网络综艺节目专项排查整治，下发关于进一步强化网络综艺节目管理的通知，要求严格控制偶像养成类节目，重点加强选秀类网络综艺节目管理，严格控制投票环节设置；坚决抵制造星炒星、泛娱乐化等不良倾向和“流量至上”、拜金主义等畸形价值观；进一步压实网络综艺节目制作和播出机构主体责任，加强对粉丝群体正向引导，强化平台“水军”“黑粉”治理。	——	国家广电总局
2021年8月	进一步加强“饭圈”乱象治理	中央网信办近日发布关于进一步加强“饭圈”乱象治理的通知，为进一步加大治理力度，压紧压实网站平台主体责任，切实突破重点难点问题，不断巩固和扩大专项行动成果，重拳出击解决“饭圈”乱象问题，提出取消明星艺人榜单、优化调整排行规则、严管明星经纪公司等十项措施。	《关于进一步加强“饭圈”乱象治理的通知》	中央网信办

资料来源：网信办官网、国家广电总局、中宣部、国盛证券研究所

图表 42: 2021 年以来关于抵制“流量至上”相关政策梳理

日期	要点	内容	政策	来源
2021年9月	坚决流量至上、拜金主义等畸形价值观。	中央宣传部印发《关于开展文娱领域综合治理工作的通知》，针对流量至上、“饭圈”乱象、从业人员违法失德等文娱领域出现的问题，部署文娱领域综合治理工作。严管综艺节目，健全审批机制。严禁选用未成年人参加选秀类节目。持续开展网络综艺节目专项整治工作。	《关于开展文娱领域综合治理工作的通知》	中央宣传部
2021年9月	坚定文化自信，树立节目正确审美导向，	国家广播电视总局下发通知，坚定文化自信，大力弘扬中华优秀传统文化、革命文化、社会主义先进文化。树立节目正确审美导向，严格把握演员和嘉宾选用、表演风格、服饰妆容等，要求坚决杜绝娘炮等畸形审美。坚决抵制炒作炫富享乐、绯闻隐私、负面热点、低俗“网红”、无底线审丑等泛娱乐化倾向。	《关于进一步加强文艺节目及其人员管理的通知》	国家广电总局

资料来源：网信办官网、国家广电总局、中宣部、国盛证券研究所

- **艺人方面：抵制违法失德人员，严肃惩戒片酬违规、“阴阳合同”、偷逃税行为。**对于明星薪酬及税收问题，监管始终维持高压状态，2021年9月广电总局首次明确了三大类艺人“坚决不用”：一是政治立场不正确、与党和国家离心离德人员；二是违反法律法规、冲击社会公平正义底线的人员；三是违背公序良俗、言行失德失范的人员。

图表 43: 关于艺人相关政策梳理

日期	要点	内容	政策	来源
2021年9月	广电总局明确三大类艺人“坚决不用”	广电总局直接明确三大类艺人“坚决不用”：一是政治立场不正确、与党和国家离心离德人员；二是违反法律法规、冲击社会公平正义底线的人员；三是违背公序良俗、言行失德失范的人员。平台在节目演员和嘉宾选用上要严格把关，坚持把政治素养、道德品行、艺术水准、社会评价作为选用标准。	《关于进一步加强文艺节目及其人员管理的通知》	
2021/8/17	支持下架吴某凡参演的影视综艺节目。	中国网络视听节目服务协会秘书处负责人于8月17日就吴某凡作品下架一事作答：支持会员单位采取的联合行动，绝不违法失德人员提供出镜发声的机会和平台，绝不让这些人员和作品在网络视听行业有立足之地。		国家广播电视总局
2021/4/29	查处“阴阳合同”“天价片酬”等问题	中央纪委国家监委、国家电影局、国家广电总局、国家税务总局等多个部门针对该事件发布消息坚决支持查处“阴阳合同”“天价片酬”等问题。		联合发布

资料来源：中宣部、网信办、国家广电总局，国盛证券研究所

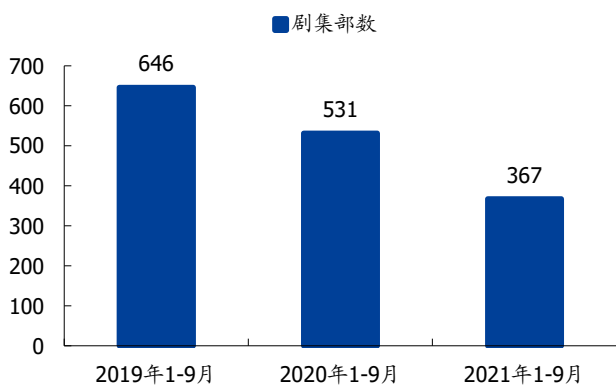
- **视频平台方面：批评超前点播行为，希望各视频平台经营者认真自查，主动整改。**9月中消协发文《少一些套路，多一些真诚，视频平台VIP服务应依法合规、质价相符》，对于视频平台超前点播限制逐集解锁问题明确提出批评，希望平台切实保障消费者合法权益，真正在完善用户体验方面下功夫。

2.2 内容端：提质减量，主旋律题材播放数据及口碑均向好

2.2.1 生产端：提质减量备案剧集数量大幅下滑，当代题材为主要备案类型

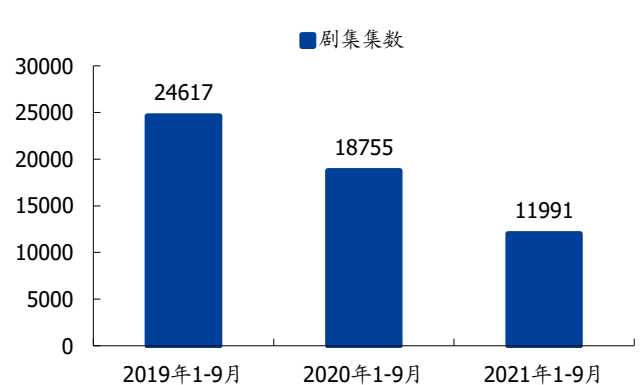
电视剧备案情况：2021年1-9月备案367部，较2020年同期减少30.9%，较2019年同期减少43.2%。1-9月备案集数11991集，较2019年同期下滑51.29%。从题材看，当代题材占比接近75%，是最主流的内容方向。

图表 44: 2019-2021 年备案的剧集部数变化



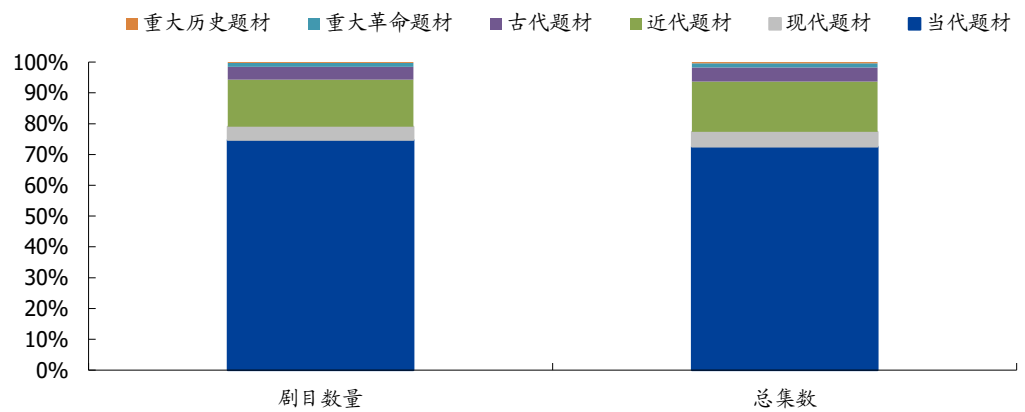
资料来源：国家广电总局，国盛证券研究所

图表 45: 2019-2021 年备案的剧集集数变化



资料来源：国家广电总局，国盛证券研究所

图表 46: 2021 年 1-9 月备案电视剧题材

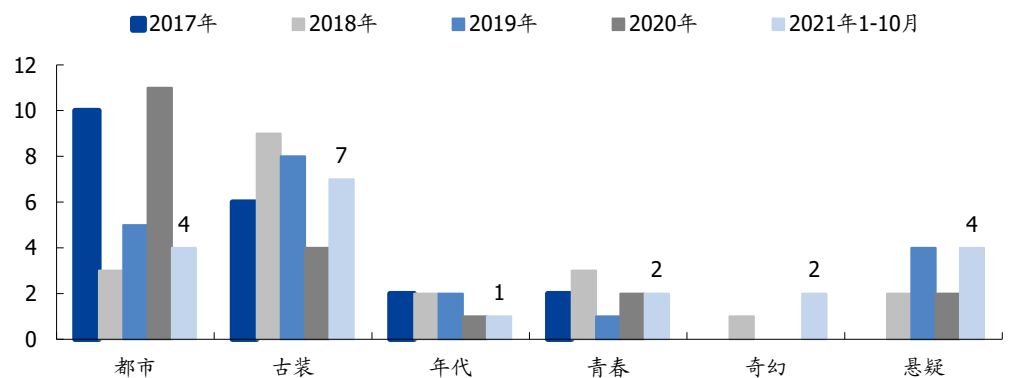


资料来源: 国家广电总局, 国盛证券研究所

2.2.2 播映端: 主旋律剧集迎来爆发, 古装剧仍是主要剧集类型

- **剧集: 1)** 从头部剧集表现来看, 古装剧的数量占比有所提升。受“限薪令”影响, 古装剧所汇聚的卡司、制作量级有所下降, 客观上减少了吸引观众的能量, 使得古装头部剧数量 2019-2020 年有所减少, 但 2021 年 TOP20 剧集中包括古装剧集 7 部, 数量有所增加, 头部剧中古装仍贡献较大内容流量。

图表 47: 2017-2021 年度 TOP20 剧集类型分布



资料来源: 骨朵数据, 国盛证券研究所

- **2) 2021 年逢建党 100 周年, 主旋律类型剧集中上线, 口碑热度均较高。**2021H1 上线剧集好评 TOP10 中, 主旋律剧集占三席。扶贫剧《山海情》及革命剧《觉醒年代》好评度居前, 建党历史剧《大浪淘沙》双卫视收视率均破 2%, 豆瓣获得 8.5 分。系列短剧《理想照耀中国》登上全网热播榜, 豆瓣评分 8.2。

图表 48: 2019-2021 年主旋律剧占比



资料来源: 艺恩数据, 国盛证券研究所

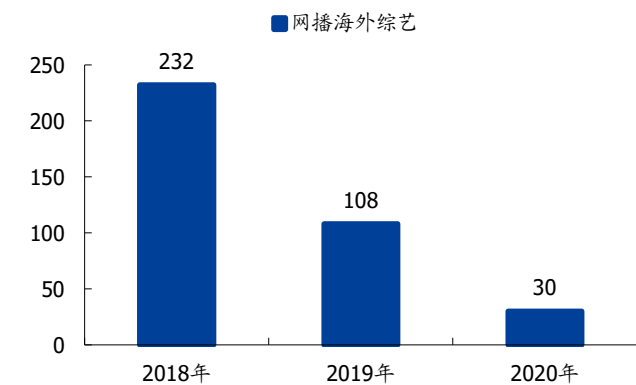
图表 49: 主旋律剧集提名及相关关键词



资料来源: 知微数据, 国盛证券研究所

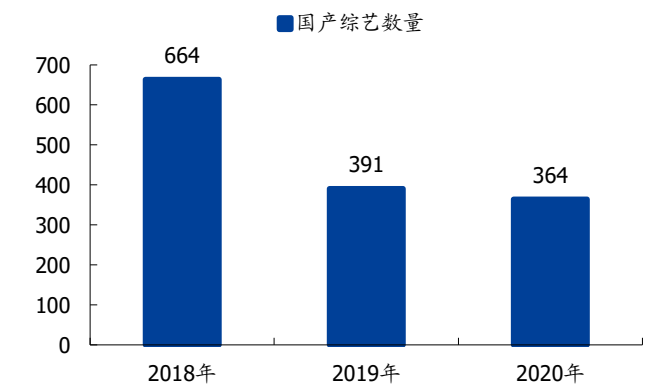
- **综艺: 1) 数量:** 综艺聚焦精品内容, 平台播放的国产综艺数量由 2018 年 664 部下降至 2020 年 364 部; 海外综艺由 2018 年 232 部下降至 2020 年 30 部。2021 年上半年情况看, 综艺上新总量 142 部, 环比下滑 21%, 其中网络综艺数量环比下滑 33%至 75 部, 同比 2020H1 数量基本持平。

图表 50: 2018-2020 年网播海外综艺



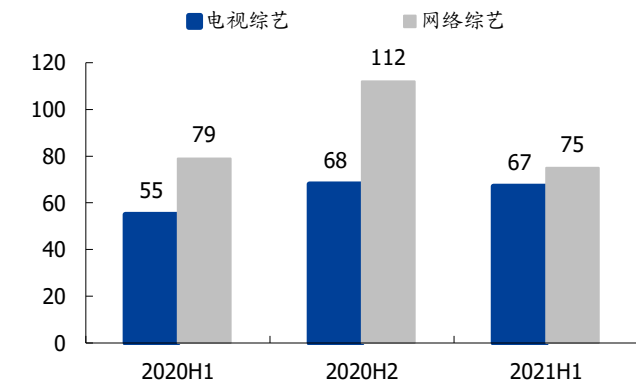
资料来源: 艺恩数据, 国盛证券研究所

图表 51: 主旋律剧集提名及相关关键词



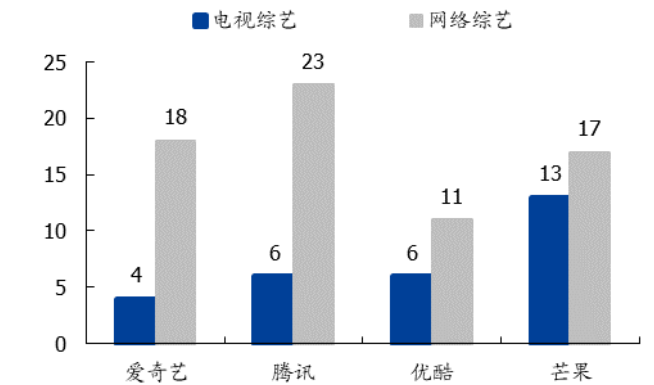
资料来源: 艺恩数据, 国盛证券研究所

图表 52: 2020H1-2021H1 综艺上新数量



资料来源: 云合数据, 国盛证券研究所

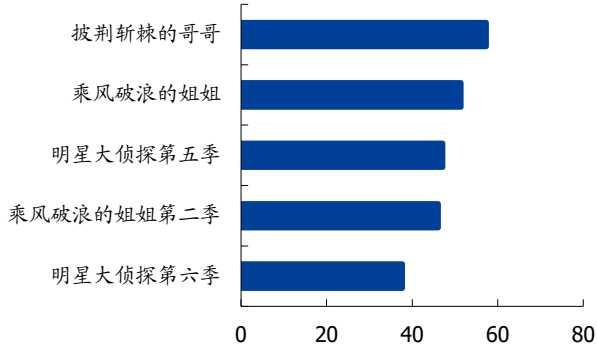
图表 53: 各平台综艺上新数量



资料来源: 云合数据, 国盛证券研究所

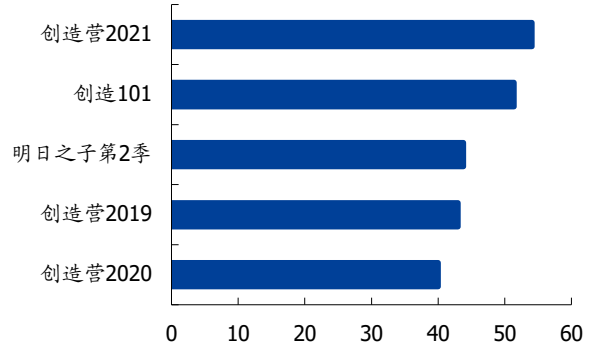
2) 平台间独播综艺类型差异显著。从 2018-2020 年各平台热度 TOP5 独播综艺的类型看, 芒果 TV 主打悬疑“明侦”及“哥哥姐姐”明星系列, 腾讯爱奇艺选秀节目热度高, 而优酷热门内容主要是“这就是街舞”系列综艺, 主打舞台竞技。

图表 54: 2018-2020 年芒果独播网综剧 TOP5



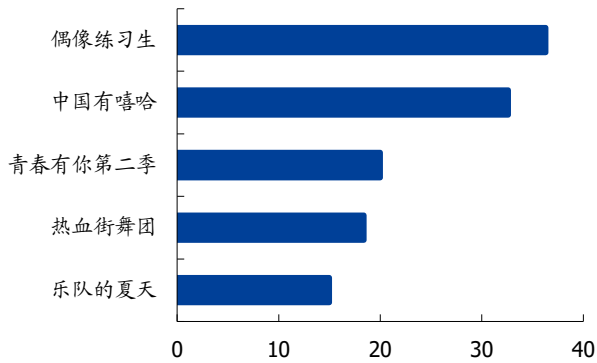
资料来源: 艺恩数据, 国盛证券研究所

图表 55: 2018-2020 年腾讯视频独播网综剧 TOP5



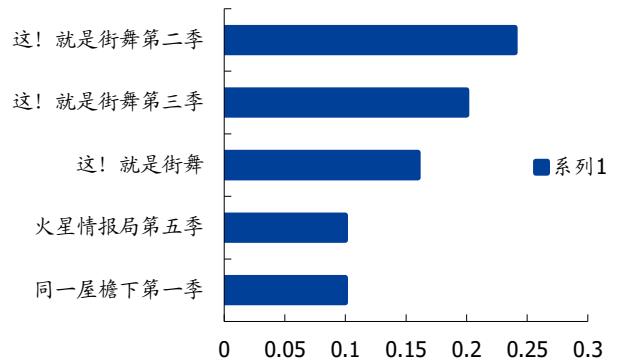
资料来源: 艺恩数据, 国盛证券研究所

图表 56: 2018-2020 年爱奇艺独播网综剧 TOP5



资料来源: 艺恩数据, 国盛证券研究所

图表 57: 2018-2020 年优酷视频独播网综剧 TOP5

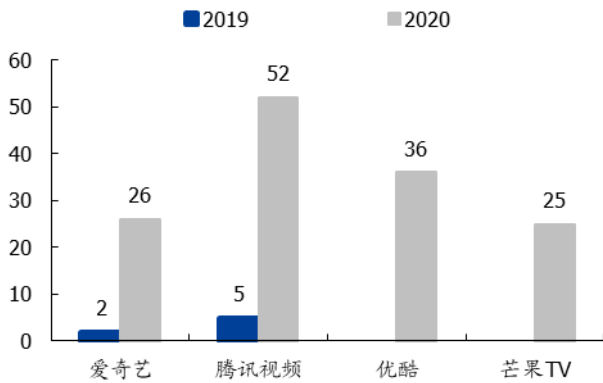


资料来源: 艺恩数据, 国盛证券研究所

2.3 平台端: 超前点播取消后将视频平台影响几何?

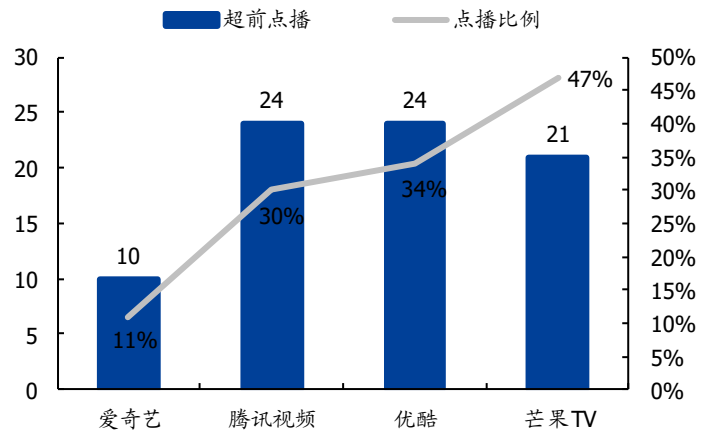
超前点播自 2019 年推出, 2020 年起逐步常态化。超前点播始于 2019 年暑期档的《陈情令》, 2019 年末影视剧《庆余年》在腾讯视频和爱奇艺双平台热播, 同时开启超前点播模式, 会员用户可用 3 元/集的价格点播新集, 或者多付 50 元始终多看 6 集。2019 年仅 5 部剧采取超点付费模式, 2020 年超前点播逐步常态化, 根据云合数据, 2020 年共 123 部剧超前点播, 上新网剧中超点剧集占比 40%。分平台看腾讯视频 52 部, 爱奇艺、优酷、芒果 TV 均在 30 部左右; 2021 年上半年全超前点播总剧集数量为 79 部。

图表 58: 2019-2020 年各平台超前点播剧集数量



资料来源: 云合数据, 国盛证券研究所

图表 59: 2021H1 各平台上新起点剧部数及占比



资料来源: 云合数据, 国盛证券研究所

超前点播推出后颇具争议，2021年10月爱优腾取消该付费模式。对超前点播的争议主要集中在：**1）稀释了会员权益。**会员的核心权益即在于观看独有内容，而超前点播需要平台用户在已是视频会员的基础之上额外付费才能观看更新后的内容，二次付费引发用户不满；**2）盗版资源泛滥。**为了会员的满意度和平台长期的良性发展，2021年10月爱优腾陆续取消超前点播模式，爱奇艺 CEO 龚宇在官微表示“不断提升会员消费体验和满意度是我们长期努力的目标，哪怕短期收益受损。”超前点播模式在会员的基础上额外付费，本质为提升 ARPPU 值从而增加会员收入。短期看平台会员收入可能承压，但是长期看会员的体验将更优，亿级的会员基本盘得以巩固。

从实际效果来看，以爱奇艺平台为例，2020年ARPPU值增长20%，但超前点播不是唯一因素。2020年爱奇艺会员ARPPU（动态）值为162元/年，较2019年的135元/年增长20%。除大幅增加超前点播剧集之外，平台为提升ARPPU值平台也做了其他尝试：**1）5月平台推出“星钻会员”，**涵盖超前点播、大屏会员、动画/文学/体育会员等全服务体系。定价每月60元（原黄金会员为25元/月）；**2）11月13日推出新的会员定价方案，**连续包月/月卡/连续包季/季卡/连续包年/年卡定价分别为19/25/58/68/218/248元，相比此前定价分别提升27%/26%/29%/17%/23%/25%；**3）减少折扣活动。**

图表 60: 爱奇艺不同等级会员价格（元）及其权益梳理

订阅模式	黄金VIP会员				星钻VIP会员（原钻石VIP会员）		权益
	原价	新价格	提价幅度	折合每月价格	价格	折合每月价格	
连续包月	15	19	26.7%	19	40	40	黄金权益+超前点播+五端全屏通+五大会员权益（奇异果/Fun/体育/VR（含奇遇））
月卡	19.8	25	26.3%	25	60	60	
连续包季	45	58	28.9%	19.3	118	39.3	
季卡	58	68	17.2%	22.7	138	46	
连续包年	178	218	22.5%	18.2	398	33.2	
年卡	198	248	25.3%	20.7	418	34.8	

资料来源: 爱奇艺 App, 国盛证券研究所

● 仍以爱奇艺为例，简单测算超前点播剧集为平台贡献的会员收入：

超前点播总收入=点播人数*平均单剧付费金额*点播剧集数量，分项来看：

- 1) 上新超点剧集数量：爱奇艺 2020 年为 26 部。
- 2) 单剧付费金额：通行的点播价格为 3 元/集，部分剧集含有折扣，集均价格最低为 1.8 元。根据慈文数据，2020 年 1-8 月 38 部提供超前点播服务的网络剧 30 集以内的 27 部，31-40 集的 10 部。根据云合数据，超前点播集数占比多在总集数的 30%-50% 之间。综上，假设单集价格 2.5 元，每部剧平均 10 集开通超前点播服务，则平均单剧的付费金额为 25 元。
- 3) 点播人数=超点剧集点播率*观看人数，其中观看人数=单集播放量/人均观看次数。2019 年《陈情令》推出超前点播服务，官方披露 520 万人参与付费，云和数据显示单集播放量 1.13 亿，假设人均观看 1.2 次，则该剧集点播率为 5.5%，以此点播率计算其他超点剧集的收入。

根据以上假设测算得到 2020 年超前点播贡献的会员收入约 10.7 亿元，约占爱奇艺 2020 年全部收入的 3.6%，占会员收入的 6.5%。

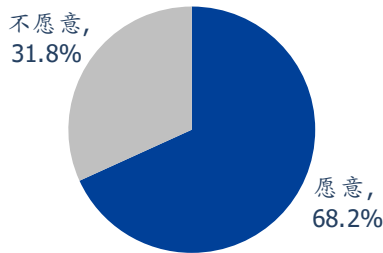
图表 61: 超前点播收入贡献测算

超前点播剧集	集均正片有效播放 (万) =a	人均观看次数 =b	观看人数 (万) c=a/b	点播会员数 (万)c=b*d	点播率 d	会员付费率	会员数 (亿)	单剧价格 (元)	超点收入(亿元)
陈情令	11300	1.2	9417	520	5.5%	4.9%	1.07	30	1.6
爱情公寓 5	11600	1.2	9667	532	5.5%	4.5%	1.19	25	1.3
我是余欢水	7589	1.2	6324	348	5.5%	3.3%	1.05	25	0.9
隐秘的角落	4287	1.2	3573	196	5.5%	1.9%	1.05	25	0.5
重启之极海听雷 2	3857	1.2	3214	177	5.5%	1.7%	1.02	25	0.4
剩余 22 部剧集	3000	1.2	2500	138	5.5%	1.3%	1.05	25	7.6
爱奇艺 20 年合计									10.7

资料来源：云合数据，国盛证券研究所（红色数值为假设值）

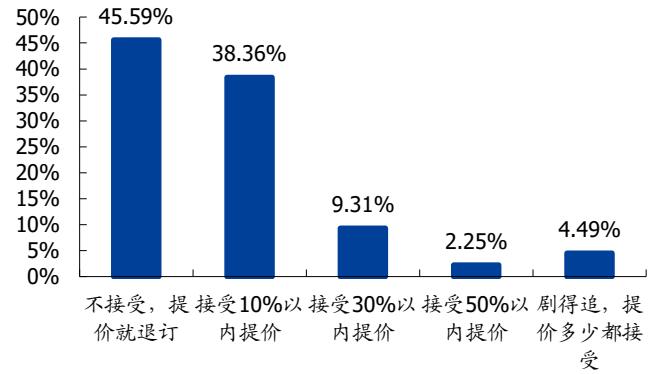
预计超前点播取消后，平台提升 ARPPU 的方式或是：**1) 持续提升会员价格。**根据我们 2020 年 4 月发布的针对长视频会员的调研结果，过半的用户可接受会员价格的提升。而根据艾媒网的数据，有 68.2% 受访网民表示愿意取消超前点播但增加会员费用。我们预计短期内 ARRPU 值可能从当前 12-13 元/月的水平，进一步向连续包月的原有零售定价（15 元）靠拢，而中长期则有望进一步提升至 19-20 元/月的新定价水平。**2) 聚焦优质内容以延长用户的订阅周期。**根据《2021 中国网络视听发展研究报告》，优质内容、免广告是用户付费的主要原因。而连续包月、单月付费是最常用的付费形式，用户使用率分别为 48.7%、32.8%，其他付费形式的使用率都在 20% 以下。若平台能够持续推出较为优质的内容，月度付费用户有望向季度年度付费用户转化，提升单用户付费额，并平滑会员收入的稳定性。

图表 62: 2021 年中国网民对取消超前点播但增加会员费用的意愿



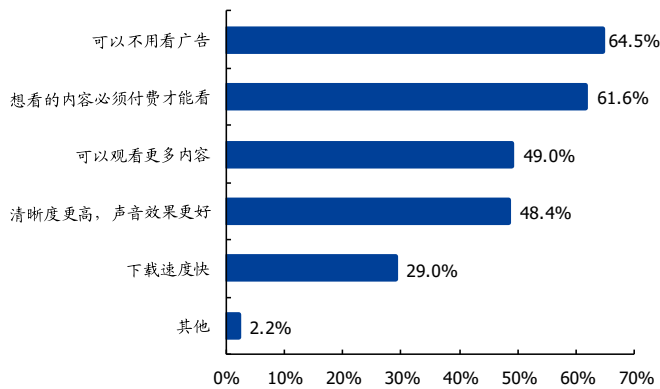
资料来源: 艾媒数据, 国盛证券研究所

图表 63: 付费会员对会员费提价的接受程度 (2020 年 4 月调研)



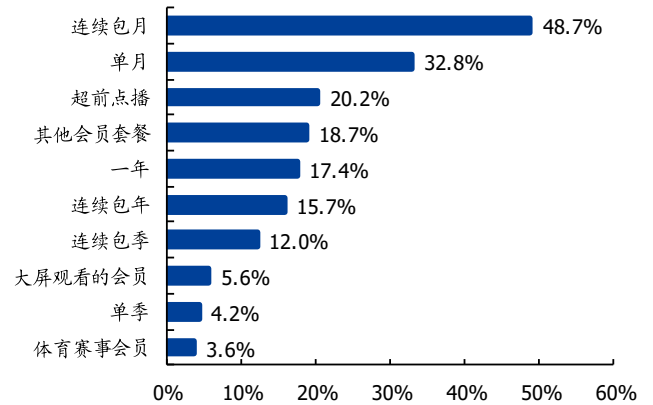
资料来源: 国盛证券研究所

图表 64: 视频用户付费原因调研结果



资料来源: 《2021 中国网络视听发展研究报告》, 国盛证券研究所

图表 65: 付费会员对会员费提价的接受程度

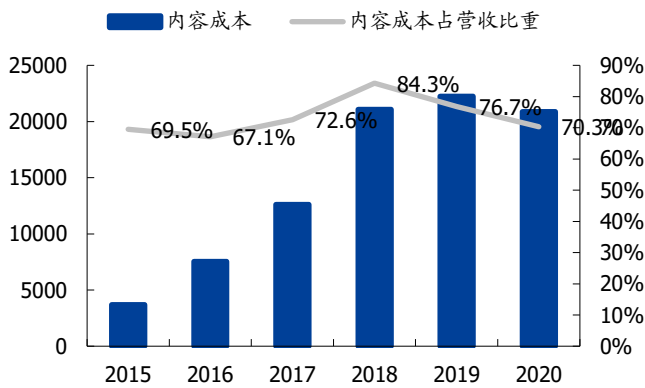


资料来源: 《2021 中国网络视听发展研究报告》, 国盛证券研究所

2.4 艺人端: 规范薪酬仍是重点, 反映在内容制作成本边际改善

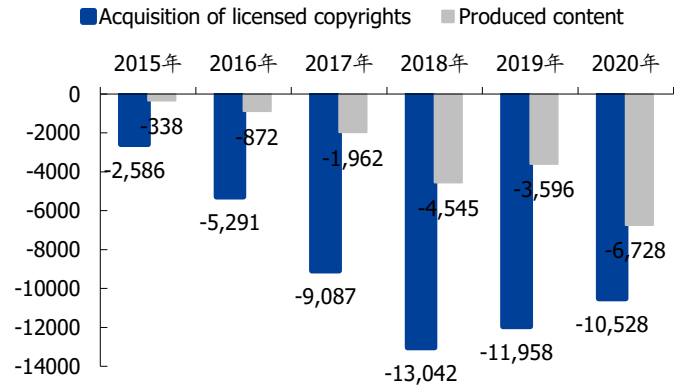
对演员片酬的规范使得视频平台对内容成本的把控力持续增强。自各个部门就演员片酬提出的相关指导性意见发布之后(限薪令规定全部演员片酬不得超过总成本的 40%, 主演片酬不得超过 5000 万元和总片酬的 70%), 2018 年下半年演员片酬开始下调, 缩减了视频网站的内容成本。爱奇艺管理层在业绩交流会上表示, 2018 年 8 月起头部版权剧采购成本已从超过 1500 万元/集回落到 800 万元以下。从财务数据看, 爱奇艺自 2019 年以来内容成本增速已显著回落。一方面, 演员成本在内容制作成本中占比最高, 大幅缩减能够降低总成本从而带来投入产出率的提升, 另一方面, 制片剧本道具等内容制作环节亦可以获得更多的预算, 整体内容质量有望提升。

图表 66: 爱奇艺内容成本 (百万元) 及其占营收的比重



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 67: 爱奇艺内容支出现金流变化情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3 短视频: 个人信息保护法规范行业发展, 海外业务或成用户增长新动能

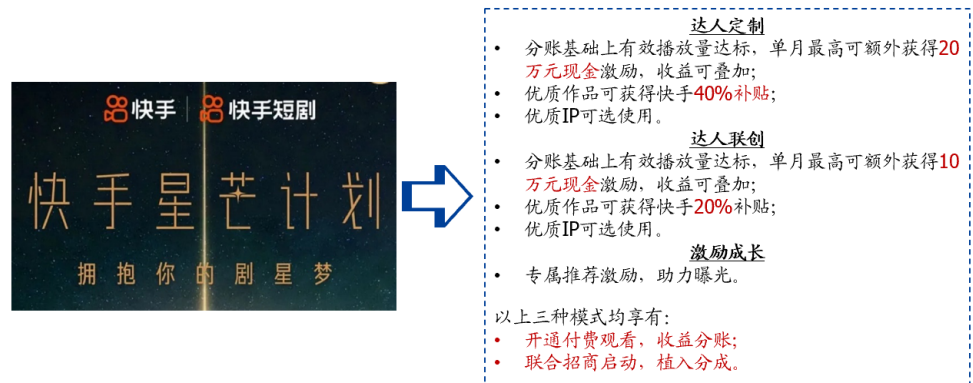
3.1 关注个保法落地, 平台自发强化版权保护、内容合规与数据安全

- 内容: 版权保护与内容合规性趋严, 规范行业健康发展

短视频二创侵权问题自今年以来受到重视。4月9日, 15家行业协会、53家影视公司以及5家视频网站发布联合声明呼吁保护影视版权, 随后联合500多名艺人再发倡议书; 4月25日, 中宣部版权管理局局长表示坚决整治短视频领域侵权行为; 4月28日, 国家电影局发文表示将加强电影版权保护, 抵制短视频侵权行为; 6月24日, 抖音发布公告表示上半年处理下架版权视频74万条, 处罚账号超过14万个。我们认为, 短视频平台可通过加强版权合作、发力自制内容、开发版权管理技术等方式提升内容竞争力, 减少创作者版权侵权带来的影响。

1) 加强版权内容合作: 字节购买《囡妈》《亮剑》《家有儿女》等多部经典剧集版权, 快手亦与NBA展开合作, 为NBA中国首个内容二创媒体合作伙伴。**2) 发力自制内容:** 快节奏、爆点多、低成本的微短剧形式成为短视频平台发力自制内容的重心。截至21年10月, 快手短剧DAU达到2.3亿人, 创作者总收入超过10亿元, 日均收入较去年提升三倍以上。2020年推出的“星芒计划”正片累计播放量超过250亿次, 累计为创作团队涨粉1.1亿。**3) 技术强化版权管理:** Youtube 2017年开始设立Content ID识别系统以减少创作者的版权侵权行为, 若新上传视频包含其它创作者的原创内容, 版权所有者优先禁播、查看数据或与创作者分享广告收入, 该举措使得平台版权侵权问题大幅减少。

图表 68: 快手短剧星芒计划



资料来源：快手短剧，国盛证券研究所

● **数据安全：短期或影响效果广告收入，加强隐私技术投入响应政策**

苹果 IDFA 新政短期影响媒体平台广告收入，大厂加强隐私技术投入。苹果 IDFA 新政 4 月施行，随着 ios14.5 安装比例逐步提升，IDFA 对媒体广告的短期负面影响一定程度上体现在了海外科技大厂的 Q3 业绩之上。Meta、Snapchat、Twitter 2021Q3 广告收入增速均呈现一定程度的下滑，ATT 规则下影响效果归因，提高品牌商投放成本并降低了精准度，从而增加了平台广告收入的不确定性。根据公司公开业绩会，Meta、Snapchat、Twitter 均表示将加强隐私解决方案的投入，并积极适配 SKAN、SKadNetwork 等替代方案，在保障个人隐私的同时优化广告投放效果，中长期来看负面影响有望逐步趋缓。对于抖音、快手等短视频平台来说，短期内 IDFA 新政或导致 iOS 端效果广告和联盟广告承压，但电商广告、品牌广告以及搜索广告或受政策影响不大，电商广告的高景气度预计仍将驱动短视频广告大盘增长；与之同时，参考海外厂商解决方案，未来平台或加强隐私技术投入以提升匿名化信息处理能力与广告投放精准度。

国内数据安全领域监管趋严，政策体系日趋完善规范行业健康发展。《个人信息保护法》11 月 1 日落地，加强对 App 违规收集个人信息治理，平台获取个人信息需征求用户同意；《算法推荐管理规定（征求意见稿）》亦于 8 月公布，加强算法合规性。微信、美团、淘宝、抖音近期陆续更新隐私政策，对法规做出明确应对，预计对平台生态影响有限，未来仍需观察用户关闭算法推荐意愿与广告投放精准度变化。

图表 69: 海外科技厂商单季度广告收入（亿美元）及其同比、环比增速变化情况

	21Q1	YoY	21Q2	YoY	QoQ	21Q3	YoY	QoQ
Meta	254.39	45.9%	285.8	56.0%	12.3%	282.76	33.2%	-1.1%
Twitter	8.99	31.8%	10.53	87.4%	17.1%	11.41	41.2%	8.4%
Snapchat	7.7	66.7%	9.82	116.3%	27.5%	10.67	57.1%	8.7%

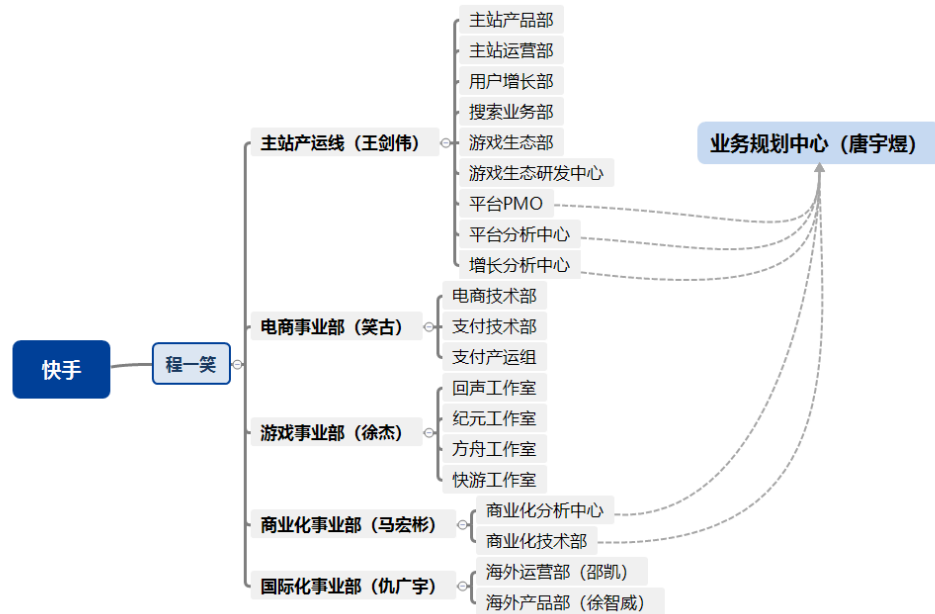
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.2 头部平台组织架构升级，关注后续出海提速与商业化进展

字节跳动、快手 2021 年均进行了组织架构调整升级：

快手：程一笑接任 CEO，事业部划分清晰。原快手 CEO 宿华卸任，程一笑接棒，全面负责公司日常业务。并推行业务制架构调整，成立：1) 主站产运线；2) 电商事业部；3) 游戏事业部；4) 商业化事业部；5) 国际化事业部；五大事业部的负责人直接向程一笑汇报工作，并且成立了业务规划中心，平台 PMO、平台分析中心、增长分析中心、商业化分析中心以及商业化技术部部门负责人也向业务规划中心负责人汇报工作。

图表 70: 快手调整后组织架构图



资料来源：晚点 Latepost, 国盛证券研究所

字节跳动：去中台化，“大抖音”统领西瓜头条。实行业务线业务单元化，成立：1) 抖音：抖音、今日头条、西瓜视频、搜索、百科及国内垂直服务业务；2) 大力教育：大力教育、员工发展部门；3) 朝夕光年：全球化游戏研发发行；4) 飞书：飞书、企业效率、企业应用部门；5) 火山引擎：搭建企业级技术服务云平台；6) Tiktok: Tiktok 平台业务及海外电商等延申业务。

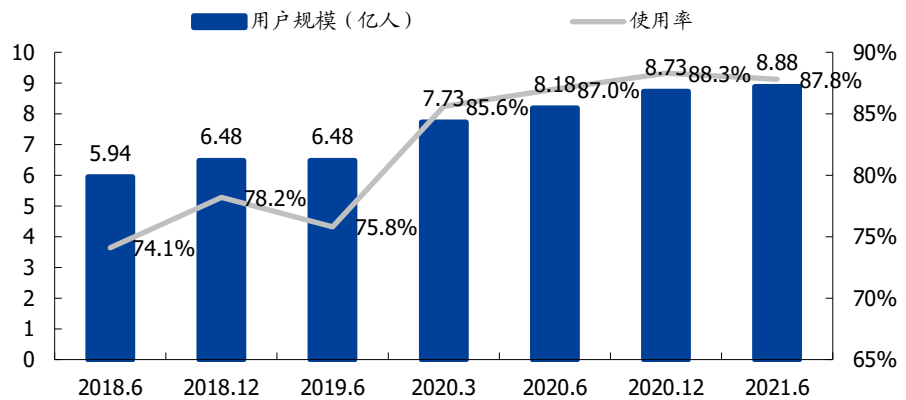
图表 71: 字节跳动组织架构



资料来源：36 氪, 国盛证券研究所

国内短视频流量红利已步入尾声(CNNIC数据2021年6月短视频使用率达到87.8%),获客成本提升、流量增幅趋缓,快手、字节跳动相继调整公司组织架构,旨在更高效率整合资源并实现战略落地,在新阶段中实现高质量发展。具体来看:1)组织架构由职能型转为事业部型,根据相近的业务划分单元,助力减少职能重叠的问题,提升企业内部的运营效率,亦有助于企业集中优势资源进行业务专项升级。2)字节、快手均高度关注电商、海外短视频市场和游戏业务,部分业务成立了对应的一级部门,体现出双方对于蓝海增量空间的市场争夺。整体而言,从当前战略重心来看,出海或成为各大短视频平台用户增长新动能;商业化层面,当下政策环境或带来短视频广告短期承压,但直播电商板块仍保持高景气度,有望支撑大盘增长,抖音、快手亦在积极探索多元化变现方式,游戏业务或成为下一个变现重心。

图表 72: 中国短视频用户规模及使用率



资料来源: CNNIC, 国盛证券研究所

加速出海: 海外短视频主要参与者包括字节 Tiktok, 快手 Kwai 以及欢聚 Likee。(1) **字节:** 21年9月全球 MAU 超过 10 亿人,在欧美等地区占据绝对优势且已开始发力变现,营销端 Tiktok for business 功能持续升级,电商端与 Shopify、沃尔玛、Shopee 展开合作,印尼版直播间购物车功能已于 2021 年 2 月正式开放。(2) **快手:** 21H1 公告海外 MAU 已超过 1.8 亿(21Q1 为 1.5 亿)。2021 年 10 月快手在巴西上线“Kwai for Business”广告平台,提供贴片广告、开屏广告、发现页信息流广告三种广告模式,快手已在优势海外地区发力变现。

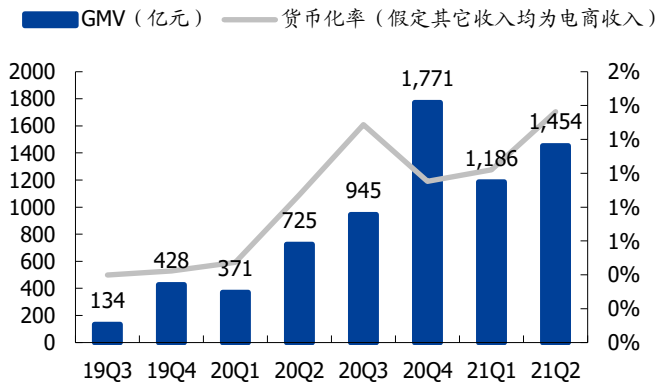
图表 73: 海外主要短视频平台基本介绍

所属公司	产品名称	运营地区	优势地区	用户数	9月全球下载量 (iOS, 万次)	特点
字节跳动	TikTok	全球覆盖, 在超过100个国家/地区位列iOS娱乐应用下载榜单TOP10名	北美	21年9月 MAU>10亿	1100	海外版抖音, 主要受众为年轻用户
	Buzz Video	日本iOS娱乐应用下载榜单TOP60, 其它地区暂未进入榜单	日本		3	海外版西瓜视频, 主要受众为日本40岁以上男性
	Helo	印度, 现受到政策影响印度地区已下架, 主要覆盖斯里兰卡、沙特阿拉伯等地区	/		<0.5	覆盖多种印度本土语言
快手	Kwai	巴西、哥伦比亚为主的拉美市场, 业务调整后将成为快手未来在海外的唯一产品	拉美	21H1 海外 MAU>1.8 亿	40	与快手中国主站产品形态保持一致
	SnackVideo	巴基斯坦、印尼为主的中东市场, 业务调整后并入Kwai	中东		10	产品形态与抖音相似
	Zynn	美国、加南大为主的北美市场, 业务调整后并入Kwai	北美		/	产品形态与抖音相似, 新用户注册最高可获得20美元
欢聚时代	Likee	中东、印尼、印度、俄罗斯和美国等全球多个国家地区	中东, 印度	21H1 MAU 0.92 亿	30	结合不同市场特性组织线上线下活动, 把等级系统直播玩法引入产品
Triller	Triller	全球覆盖, 2020年7月曾登顶85个国家的下载量最高应用	北美		20	音乐视属性突出, 和全球三大唱片公司达成版权合作协议, 授权用户热门曲库使用

资料来源: Sensortower, 公司公告, App Annie, 国盛证券研究所

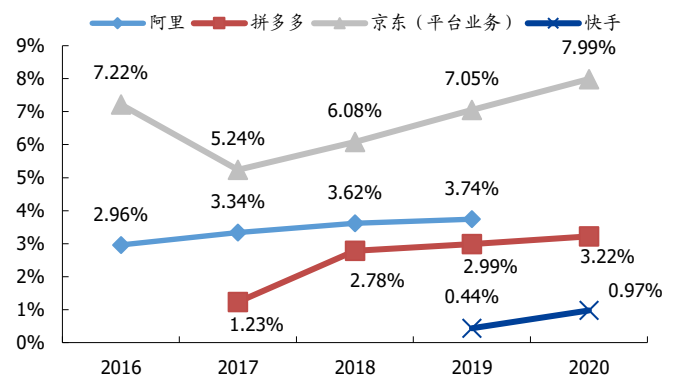
直播电商持续赋能: 直播电商非计划、娱乐性的特点带来了增量消费需求和高转化率, 行业维持高景气度。快手 20Q4/21Q1/21Q2 分别实现 GMV1771/1186/1454 亿元, 分别同比增长 313.7%/219.9%/100.5%, 货币化率分别为 0.95%/1.02%/1.36% (假定其它收入为电商收入, 不考虑电商广告), 呈现持续提升态势, 相对于头部电商平台仍有提升空间。根据《晚点 LatePost》报道, 2021 年抖音电商 GMV 目标 10000 亿元, 其中抖音小店目标 4000 亿元。

图表 74: 快手单季度 GMV 以及货币化率变化情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 75: 电商平台货币化率对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

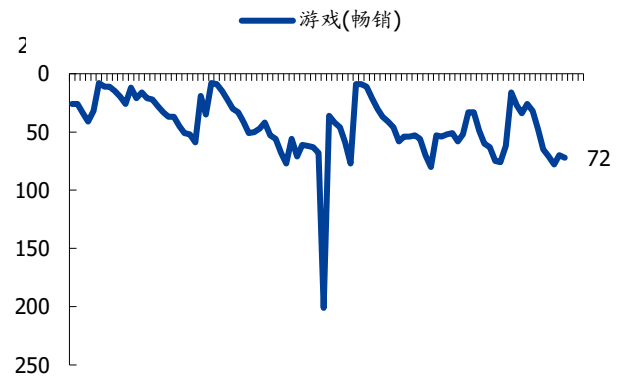
变现多元化, 游戏业务蓄力: 从字节、快手的组织架构调整来看, 游戏板块均被单独拆分为单独板块(字节朝夕光年、快手游戏事业部), 游戏或成为头部短视频平台下一个发力重心。(1) **快手游戏:** 研发方面, 已组建四大工作室回声、方舟、纪元和快游, 首款重度自研游戏《西行记·燃魂》已于腾讯游戏年度发布会上发布, 由旗下回声工作室研发; 联运方面, 网易《王牌竞速》在快手新增用户接近 30 万人, 排名全渠道第三名; 腾讯《英雄联盟手游》在快手上地预约量达到 1000 万人, 排在外部平台首位。(2) **朝夕光年:** 字节跳动组织架构调整后朝夕光年负责全球游戏研发发行, 旗下包括沐瞳科技(MOBA 游戏《无尽对决》)、友爱互娱(放置类 RPG《放置少女》)等游戏开发商, 并与中手游联合出品《航海王·热血航线》, 上线首日即登顶 iOS 免费榜首。

图表 76: 沐童《无尽对决》位列 21 年 9 月中国手游出海排名第 12 位



资料来源: Sensortower, 国盛证券研究所

图表 77: 《航海王·热血航线》近 3 个月 iOS 畅销榜排名



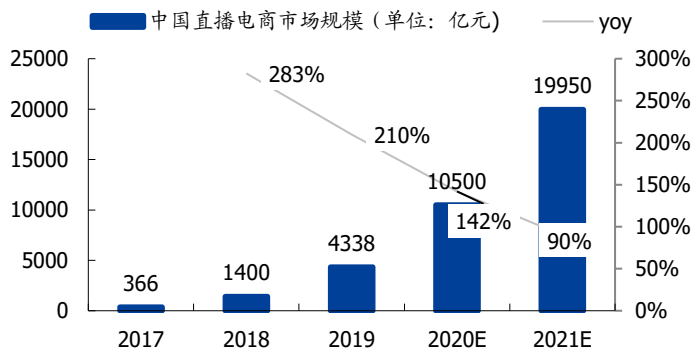
资料来源: 七麦数据, 国盛证券研究所

4 直播电商：新兴爆发行业，行业规范化利于长期发展

4.1 回顾直播电商：政策扶持行业发展，直播电商为数字化大趋势

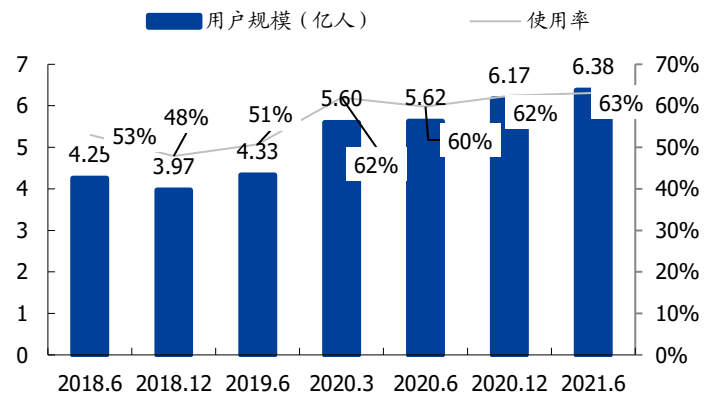
直播电商爆发增长，直播购物用户占整体网民近四成。淘宝开启直播电商新时代，短视频平台抖快入局加速行业发展，预计2021年市场规模2万亿，近三年复合增速142.44%。根据CNNIC，截止2021年6月，我国短视频用户8.88亿人，占整体网民的87.83%，作为仅次于即时通讯的网络应用，短视频的普及推动直播电商高速发展。截止6月，网络直播用户规模达到6.38亿人，其中直播电商用户规模已达到3.84亿人，占整体网民的37.98%。

图表 78：中国直播电商市场规模趋势及增速



资料来源：《巨量引擎：2021年抖音电商生态发展报告》，国盛证券研究所

图表 79：网络直播用户规模及使用率



资料来源：CNNIC，国盛证券研究所

政策支持线上消费新模式，直播电商为数字化大趋势。2020年起各部门密集下发政策，主要集中在：1) 鼓励线上新消费模式的发展，促进消费扩容提质，线上经济的发展利于整体经济疫情后的复苏，同时网络经济高速发展符合数字化发展大趋势；2) 认可电商、网络直播的发展对于促进就业、激活市场的正面作用；3) 鼓励实体商业通过直播电子商务、社交营销开启“云逛街”等新模式。此外，2020年5月，互联网营销师被正式纳入《国家职业分类大典》，互联网营销师是指在数字化、信息化、数字化信息平台上，运用网络交互性及传播力，对企业产品进行营销推广的人员，至此，主播的合法合规得到认可，根据中国轻工业数据，截止2020年9月，互联网营销从业人员已超1000万人，并以每月8.8%的速度快速增长。

图表 80: 政策扶持直播电商行业发展

时间	主题	核心内容	部门
2020年3月13日	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	加快构建“智能”消费生态体系，鼓励线上线下融合等新模式的发展	国家发改委
2020年5月	《国家职业分类大典》	互联网营销师被纳入《国家职业分类大典》	人社部、市场监管总局、国家审计局
2020年7月14日	《关于支持新业态新模式健康发展激活消费市场带动扩大就业的意见》	支持微商电商、网络直播等多样化的自主就业、分时就业，引导“宅经济”合理发展，促进线上直播等服务新方式规范健康发展。	国家发改委
2020年9月21日	《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》	推动线上线下融合消费双向提速，支持互联网平台向线下衍生挑战，鼓励实体商业通过直播电子商务、社交营销开启“云逛街”等新模式。	国务院办公厅
2021年3月13日	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	将“加快数字化发展，建设数字中国、加快数字社会建设步伐、打造数字经济新优势”定为五年内的重要发展目标，并在“加快培育完整内需”中提出将“培育新型消费，发展信息消费、数字消费、绿色消费”。	-
2021年7月2日	《数字中国发展报告（2020年）》	2020年我国充分利用数字技术抗击新冠疫情、助力脱贫攻坚、保障社会运行，而直播在“数字乡村建设稳步推进”、“数字贸易繁荣发展”等方面起到了积极作用	网信部

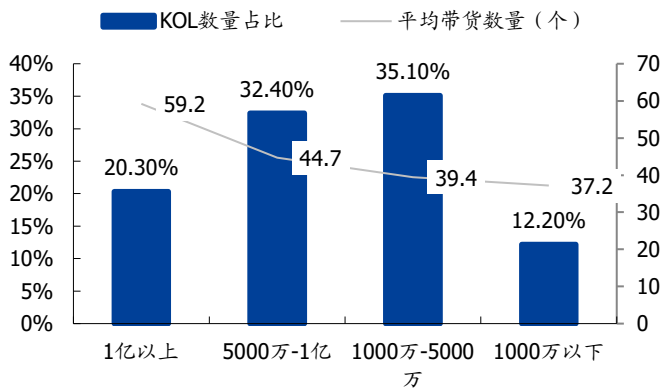
资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

行业快速发展的同时，直播带货行业也出现了一些乱象，货品质量参差不齐、主播在直播过程话语不当、主播偷税漏税等问题开始出现。今年来，国家开始对直播带货加强监管和引导，希望帮助行业长期更好发展，主播行为纠偏、货品提升和直播平台自身建设成为三个主要方向。

4.2 主播：强化法律责任、严查逃税行为

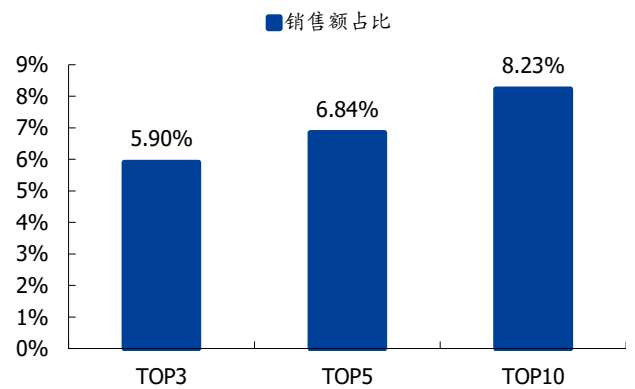
行业马太效应显现，头部主播带货能力强劲。主播行业二八效应明显，“带货一姐”薇娅、“带货一哥”李佳琦2020年销售额分别达到386.88亿元、252.43亿元，根据前瞻产业研究院数据显示，TOP10主播销售额占8.23%，头部、腰尾部主播带货能力差距明显、资源差距大。2021年双十一首日李佳琪、薇娅分别创造143亿、116亿GMV，头部主播地位难以撼动。

图表 81: 头部直播带货主播数量分布及平均带货个数



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

图表 82: 2020年中国主播直播带货销售额占比



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表 83: 2020年直播带货 TOP10 主播

排名	平台	主播	销售量 (万件)	销售额 (亿元)
1	淘宝	薇娅 viya	27140.07	386.88
2	淘宝	李佳琪 Austin	18726.97	252.43
3	快手	辛有志 (辛巴)	8568.42	86.87
4	淘宝	雪梨 Cherie	3250.91	66.8
5	快手	蛋蛋	5562.79	47.9
6	淘宝	烈儿宝贝	3075.91	40.78
7	快手	贺东东	1151.12	39.39
8	快手	散打哥	835.44	34.73
9	淘宝	陈洁 kiki	2334.74	30.48
10	快手	猫妹妹	6506.64	26.51

资料来源: 新腕儿, 果集数据, 国盛证券研究所

主播高收入下, 多部门联合加强对直播偷逃税款行为的监管。2021年3月15日, 国家市场监督管理总局发布《网络交易监督管理办法》, 强调平台、商家、主播都有明确的纳税义务, 4月23日, 网信办等七部门发布《网络直播营销管理办法(试行)》, 进一步强调直播人才需职业化, 严重违法违规的直播营销人员、违法失德造成恶劣社会影响的人员将被列入黑名单。2021年9月, 税务总局发布《加强文娱领域从业人员税收管理》的通知, 强调定期开展对明星艺人、网络主播的“双随机、一公开”税收检查。

图表 84: 直播电商近期针对主播的监管及政策内容

日期	监管&新闻发布	内容	部门
2021年3月15日	《网络交易监督管理办法》	针对直播带货售后、自动续费、虚构数据和平台“强制二选一”等备受关注的问题，制订了一系列制度规则。个人从事网络交易活动年交易额累计超过10万元的，应当依法登记并申报纳税。从平台到商家再到特定的主播，都有明确的纳税义务。	国家市场监督管理总局
2021年4月23日	《网络直播营销管理办法（试行）》	行业需规范化，人才需职业化。直播营销平台应当对违反法律法规和服务协议的直播间运营者账号，视情采取警示提醒、限制功能、暂停发布、注销账号、禁止重新注册等处置措施。将严重违法违规的直播营销人员及因违法失德造成恶劣社会影响的人员列入黑名单。	国家互联网信息办公室、国家市场监督管理总局、国家税务总局、国家广播电视总局等七部门
2021年7月21日	《网络表演经纪机构管理办法（征求意见稿）》	1) 网络表演经纪机构不得为未满十六周岁的未成年人提供网络表演经纪服务；为十六周岁以上的未成年人提供网络表演经纪服务的，应当对其身份信息进行认证，并经其监护人书面同意。网络表演经纪机构在网络表演经纪活动中不得损害未成年人身心健康，不得侵犯未成年人权益。2) 网络表演经纪机构不得以虚假消费、带头打赏等方式诱导用户消费，不得以打赏排名、虚假宣传等方式炒作网络表演者收入。网络表演经纪机构应当加强对签约网络表演者的约束，要求其不得以特殊对待、语言刺激、承诺返利等方式诱导用户消费。	文旅部
2021年9月	《加强文娱领域从业人员税收管理》	1) 定期开展对明星艺人、网络主播的“双随机、一公开”税收检查，依法依规加大对文娱领域偷逃税典型案例查处震慑和曝光力度；2) 对明星艺人、网络主播成立的个人工作室和企业，要辅导其依法依规建账建制，并采用查账征收方式申报纳税。	国家税务总局办公厅
2021年9月	《税务总局曝光增值税发票虚开骗税和隐瞒高收入未如实申报纳税典型案例》	各地税务稽查部门与公安等部门通力合作，持续加强对高风险行业和个人的税收监管，严厉打击增值税发票虚开骗税和隐瞒高收入未如实申报等各类涉税违法犯罪行为，持续净化税收营商环境，促进社会公平正义。	国家税务总局办公厅

资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

主播个人成立工作室申请核定征收进行缴税税率较低。主播缴税通常有三种缴纳方式：1) 按照劳动报酬缴纳个人所得税：主播个人与电商平台、网红公司签订劳务合同，起征点为20000元，税率为20%-40%；2) 按照工资薪金缴纳个人所得税：主播个人与网红公司签订劳动合同，或者主播个人与电商平台签订劳动合同，起征点为36000元，税率为3%-45%；3) 按照经营所得缴纳个人所得税：主播个人成立工作室，工作室与电商平台签订劳务合同，因工作室为个人独资企业则无需缴纳企业所得税。若未申请核定征收，则经营所得税起征点为3000元，税率为3-4.5%，若申请核定征收，起征点为10万元/月，征收率为0.8%-1%，应税所得率为5%/20%，则实际税率为0.04%-0.05%/0.16%-0.20%（不考虑增值税附加税）。

图表 85: 主播缴税方式

缴税方法	缴纳税种
主播个人与直播/电商平台为劳务关系	按照劳动报酬缴纳个人所得税
主播个人成立工作室，工作室与直播/电商平台为劳务关系	按照经营所得缴纳个人所得税
主播与公司签约	按照工资薪金缴纳个人所得税
主播个人与直播/电商平台签订劳动合同	按照劳动报酬缴纳个人所得税

资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

图表 86: 个人所得税税率情况



资料来源: 税务总局, 国盛证券研究所

《加强文娱管理从业人员税收管理》出台，要求主播成立个人的工作室要按照查账征收方式进行征收，行业纳税行为将逐步规范。查账征收按照实际利润额缴纳，并要求公司建立会计账册，建账建制下税收管理更加严格、税率远远高于核定征收。此外，通知提出对于 2021 年底前能够主动报告并及时纠正涉税问题的，可以依法从轻、减轻或者免于处罚。税务总局同时曝光增值税发票需开骗税和隐瞒高收入未如实申报纳税典型案例，严厉打击增值税发票虚开骗税和隐瞒高收入未如实申报等各类涉税违法犯罪行为，持续净化税收营商环境，促进社会公平正义。截止 8 月底，根据天眼查数据显示，今年已注销 660 多家艺人经纪相关企业、工作室。

图表 87: 查账征收 vs 核定征收

征收方法	内容	缴纳方法
查账征收	查账征收是由纳税人依据账簿记载, 先自行计算缴纳, 事后经税务机关查账核实, 如有不符时, 可多退少补。这种征收方式主要对已建立会计账册, 会计记录完整的单位采用。	按照“实际利润额”依照适用税率计算缴纳, 实际利润额=利润总额-以前年度待弥补的亏损额-不征税收入-免税收入。
核定征收	指由于纳税人的会计账簿不健全, 资料残缺难以查账, 或者其他原因难以准确确定纳税人应纳税额时, 由税务机关采用合理的方法依法核定纳税人应纳税款的一种征收方式。	按照销售(营业)收入*核定所得率*适用税率计算缴纳。

资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

4.3 货: 持续打击假货维护消费者权益, 商品品牌化趋势明显

在多部门联合整治下, 直播带货货品满意度持续提升。根据《2021年“618”消费维权舆情分析报告》, 6月1日至6月20日监测期内有关“产品质量”类负面信息 89984 条, 相较于《2020年“618”消费维权舆情分析报告》中共收集有关“直播带货”类负面信息 112384 条, 消费者对直播带货商品质量的满意度持续提升。

图表 88: 直播电商交易政策梳理

时间	名称	内容	部门
2021年 3月15日	《网络交易监督管理办法》	网络社交、网络直播等网络服务提供者为消费者同时提供网络经营场所、商品浏览、订单生成、在线支付等网络交易平台服务的, 应当依法履行网络交易平台经营者的义务。通过上述网络交易平台服务开展网络交易活动的经营者, 应当依法履行平台内经营者的义务。	国家市场监督管理总局
2021年 4月23日	《网络直播营销管理办法(试行)》	直播营销人员和直播间运营者为自然人的, 应当年满十六周岁, 要求直播间运营者、直播营销人员遵守法律法规和公序良俗, 真实、准确、全面地发布商品或服务信息, 明确直播营销行为 8 条红线, 突出直播间 5 个重点环节管理, 对直播营销活动相关广告合规、直播营销场所、互动内容管理、商品服务供应商信息核验、消费者权益保护责任、网络虚拟形象使用提出明确要求。	国家互联网信息办公室、国家市场监督管理总局、国家税务总局、国家广播电视总局等七部门
2021年 6月25日	直播电商行业首个闭门会议——直播电商合规与标准化技术研讨会	直播电商在促进就业、扩大内需、提振经济、脱贫攻坚等方面发挥了积极作用。但同时, 直播营销人员言行失范、利用未成年人直播牟利、平台主体责任履行不到位、虚假宣传和数据造假、假冒伪劣商品频现、消费者维权取证困难等问题仍然存在。合规已成为直播电商行业发展的必然趋势。	中国计量科学院
2021年 9-10月	《临沂市网络直播园区行为规范指引(试行)》 《网络交易平台落实法定责任行为规范》	实施直播电商园区商品统一供、直播统一管、纠纷统一调、效果统一评“四统一”管理模式。 一体化覆盖强化营销行为管理	临沂市市场监管局

《网络市场线上线下一体化监管实施意见》

实行业务领域分工协作，线上线下全面覆盖，消除监管盲区。以信息化追溯强化质量安全管理。将直播电商销售商品纳入生产流通监管链条，实现从厂家到消费者全过程可追溯

资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

快手大搞品牌、白牌升级、全国建仓强化平台商品品控。白牌商品曾是快手直播带货商品中的主力军。快手在七月提出“大搞信任电商、大搞品牌、大搞服务商”。1) 加大品牌自播比重：根据 Latepost，快手终极状态预计达人分销：品牌自播为 1:1；2) 自有白牌升级：平台中部分白牌加强品控、设计，升级为品牌商品。以快手主播半姐为例，成立半蕊品牌，目前已达二线品牌的水平；3) 商品仓：全国各地设置商品仓，快手平台负责货品的控制和检验。根据快手十月商品销售额榜单来看，前十大商品均为品牌商品，品牌化效果明显。

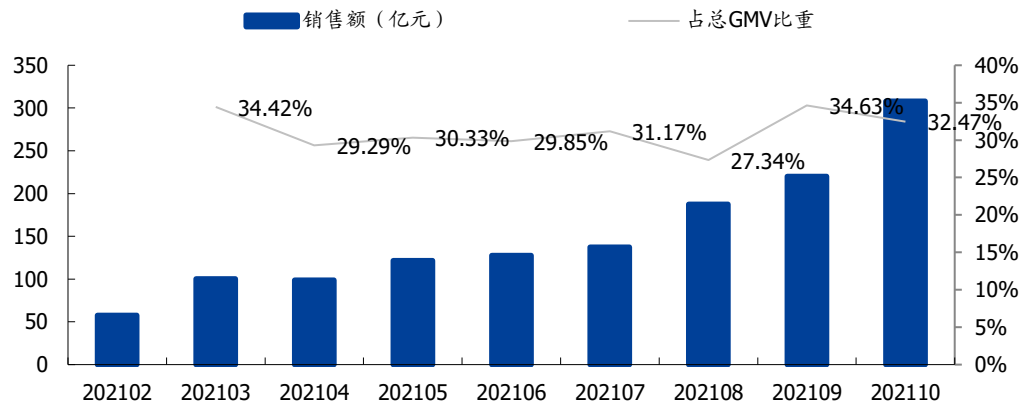
图表 89: 快手十月商品销量榜

	商品名称	销售额 (亿元)	直播最低价 (元)
1	A0131 棉密码卫生巾 (茶氧系列) 新款	2.38	199.99
2	XYZ025-Whoo 后天气丹花献光彩紧颜系列 7 件套	2.29	1390
3	D071 【蛋蛋推荐】OPPO Reno5 手机	2.08	1999
4	【蛋蛋推荐】D036 后天气丹花献光彩紧颜系列礼盒 滋养液乳液面霜	1.87	1149
5	紫金黄金(ZiJin) 50g 足金 9999 投资金条	1.83	18100
6	【中国黄金】Au9999 金砖薄片投资金条 50g	1.83	19999
7	【中国黄金】 Au9999 金砖薄片投资金条 50g	1.74	19999
8	紫金黄金(ZiJin) 50g 足金 9999 投资金条	1.51	18100
9	【蛋蛋推荐】D659 中国黄金 古法足金百福手镯	1.35	4818
10	【蛋蛋推荐】D659 中国黄金 古法足金百福手镯	1.08	149.99

资料来源：壁虎看看，国盛证券研究所

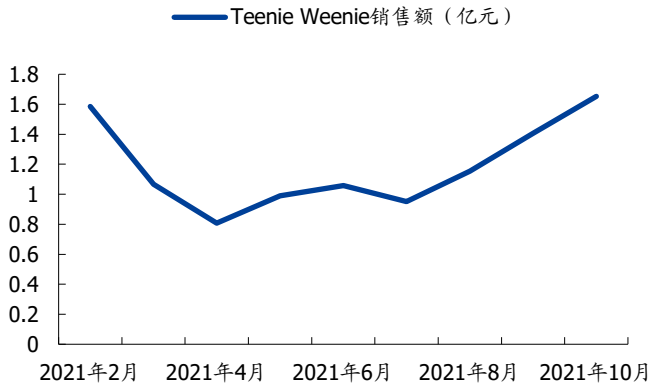
抖音品牌占比较高，部分品牌在抖音平台上获得价值强化。抖音重点扶持品牌自播，明确给出“7:3”的流量规则——70%的流量给品牌自播，30%的流量给主播，同时还会给自播成交量大的品牌返利。根据飞瓜数据，预计10月全平台合计GMV949亿元，其中TOP1000品牌金额占比达到32.46%。抖音的内容营销让品牌成功实现品牌价值强化。Teenie Weenie 主打青春校园风，关联“变装”打法，自二月以来合计销售额达到10.67亿元；鸿星尔克为河南捐款5000万元、直播间营销成功出圈，七月当月销量达到2.39亿元(QoQ+7151.68%)，十月销量仍达到3590万元，热度虽出现一定消散但整体销量较热点事件前仍大幅提升。

图表 90: 抖音 TOP1000 品牌占整体 GMV 比重



资料来源: 飞瓜数据, 国盛证券研究所

图表 91: Teenie Weenie 近几个月抖音销量情况



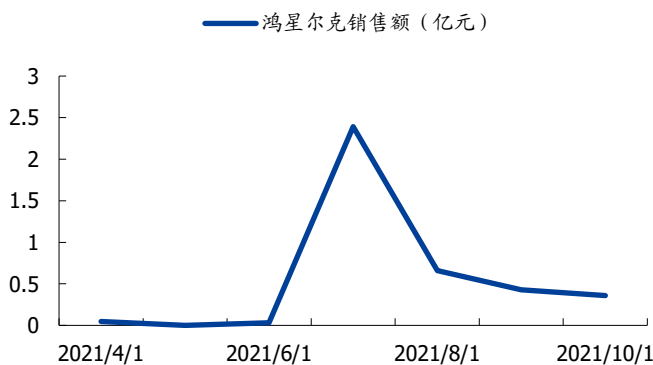
资料来源: 飞瓜数据, 国盛证券研究所

图表 92: Teenie Weenie 百度指数



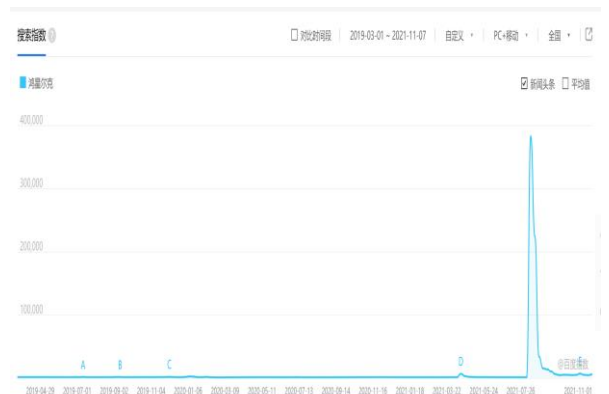
资料来源: 百度指数, 国盛证券研究所

图表 93: 鸿星尔克近几个月抖音销售情况



资料来源: 飞瓜数据, 国盛证券研究所

图表 94: 鸿星尔克百度指数



资料来源: 百度指数, 国盛证券研究所

4.4 平台：强监管趋势下，差异化发展

反垄断背景下，工信部要求各平台开放外链，互联网公司迎来流量互通互联。2021年7月，工信部启动互联网行业专项整治，包括重点整治恶意屏蔽网址链接和干扰其他企业产品或服务运行等问题，包括无正当理由限制其他网址链接的正常访问、实施歧视性屏蔽措施等场景；2021年8月，市场监管总局发布《禁止网络不正当竞争行为规定（征求意见稿）》，要求经营者不得利用技术手段，通过影响用户选择、限流、屏蔽、商品下架等方式，减少其他经营者之间的交易机会，实施“二选一”行为，妨碍、破坏其他经营者合法提供的网络产品或者服务的正常运行，扰乱市场公平竞争秩序；2021年9月，工信部要求各平台开放外链。随后9月17日，腾讯发布《微信外部链接内容管理规范》，明确微信将落实“以安全为前提”的互通互联，微信内部可直接打开淘宝、抖音链接。11月12日，抖音发布《关于腾讯与抖音商谈对等开放的说明》，称抖音收到来自腾讯创作服务平台的申请，希望接入抖音开放平台，腾讯回应说正面向全网第三方平台发出测试要求，助力创作者便捷的推广内容。

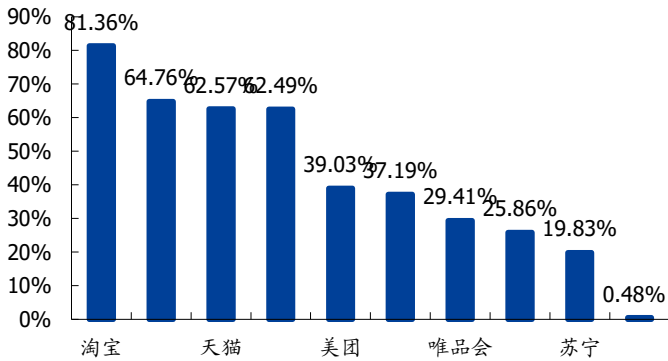
图表 95：各平台开放外链



资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

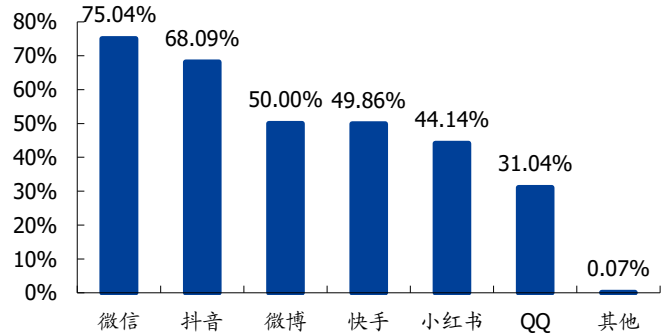
消费者购物路径或出现改变，短视频平台将成为更重要的电商平台。中国消费者报发布《平台封禁与用户权益维护调查》，报告显示淘宝是受访消费者最常使用的消费渠道，使用抖音和快手的消费者占比则分别达到了37.19%和25.86%。从社交平台来看，抖音在19岁以下消费者中影响力与QQ持平；从商家角度来看，商家分享店铺信息的前三大平台分别为微信(75.04%)、抖音(68.09%)、微博(50.00%)。针对平台封禁的问题，37.75%的消费者认为平台封禁会对自己的选择产生影响，他们会趋向于选择更加便捷的消费路径，52.43%的消费者则认为会有一定影响，但个人还是会选择自己最信任的平台。随着各平台解封，消费者的购物路径或有所改变，他们会选择购物体验更好、效率更高、更便捷的平台，短视频平台在年轻消费者中影响力日益提升，未来短视频电商占比必将持续提升。

图表 96: 受访消费者日常在哪些平台上购物



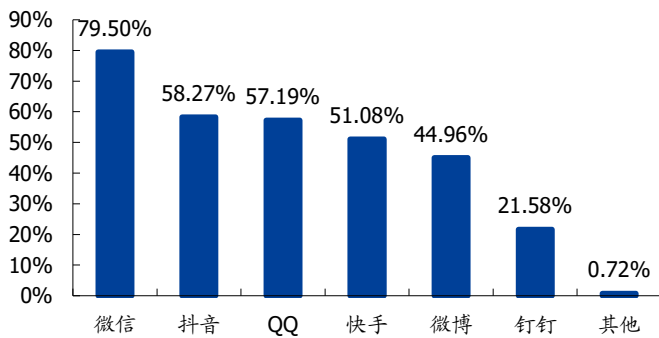
资料来源: 中国消费者报, 国盛证券研究所

图表 97: 受访商户主要在哪些平台分享自己店铺的商品信息



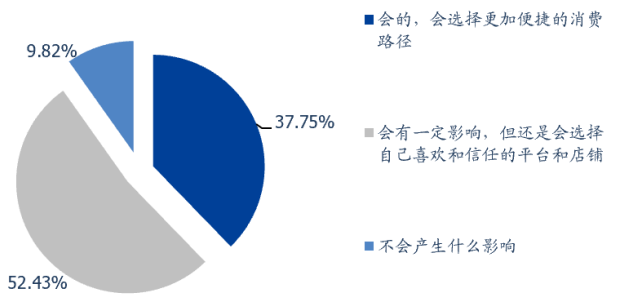
资料来源: 中国消费者报, 国盛证券研究所

图表 98: 19 岁以下受访消费者对各类社交平台的选择率分布均衡



资料来源: 中国消费者报, 国盛证券研究所

图表 99: 受访消费者认为平台封禁带来的问题是否会对选择产生影响

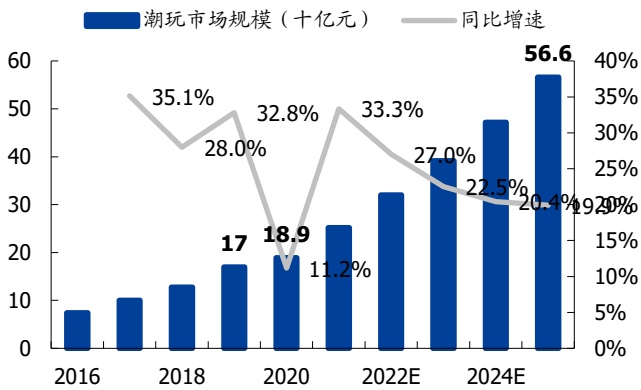


资料来源: 中国消费者报, 国盛证券研究所

5 潮玩盲盒: 行业高景气度持续, 优质创新 IP 驱动发展

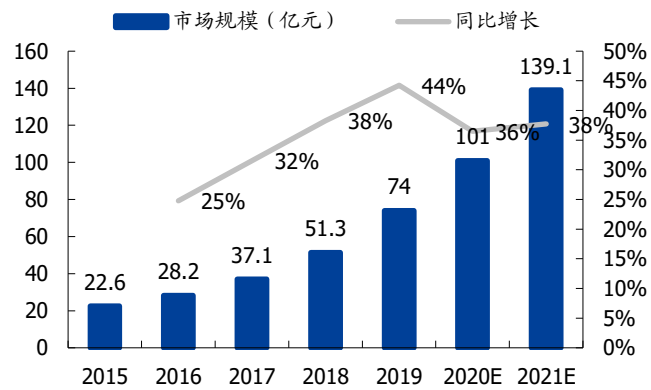
我国潮玩行业处于高速发展期, 盲盒作为核心品类具备高成长性。弗若斯特沙利文预计 2020 年潮玩市场规模达 189 亿元, 同比增速放缓 (11.2%) 主要系疫情影响线下消费场景, 预计 2025 年行业规模达到 566 亿元, 5 年 CAGR 为 24.5%。潮玩市场包括手办、BJD、盲盒等多种类型, Mob 研究院预计 2020 年盲盒市场规模达百亿元 (YoY+36%)。

图表 100: 中国潮流玩具市场规模及其同比增速



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

图表 101: 2015-2021E 盲盒市场规模



资料来源: Mob 研究院, 国盛证券研究所

作为高速增长的新兴行业, 潮玩盲盒行业的规范化问题得到社会关注: (1) 盲盒的玩法具有一定成瘾性, 或对青少年带来负面影响; (2) 潮玩盲盒缺乏统一标准, 质量、售后服务难以保障, 部分商家以次充好、甚至销售违禁品; (3) 盗版、山寨盲盒横行, 存在侵害知识产权现象, IP、原创潮流玩具知识产权法律法规尚未完善。与之同时, 潮流玩具的文化输出意义与情绪价值得到认可, 新华社表示盲盒反应了当下年轻人的心理和生后状态, 是一种能够满足归属与爱等需求的媒介; 全国政协委员刘月宁则指出扶持潮玩行业可提升文化软实力与民族自信。

加强监管有助于规范行业健康发展, 龙头公司泡泡玛特运营合规, 且具备“IP+供应链+渠道”多重优势, 产品力优于同业。泡泡玛特主营产品定位成年人的潮流玩具 (18-29 岁用户占比 58%), 其商业化核心仍为 IP、产品设计, 盲盒仅是增加了刺激性的玩法和表现形式, 且会对隐藏款抽取概率做出明确公示。我们认为, 加强监管将助力行业长期健康发展, 驱动更多高质量、强创新、具备文化价值的 IP 走向海内外市场, 进一步提升文化输出能力。泡泡玛特作为行业龙头, 始终坚持优质 IP 的挖掘和开发, 我们认为这也是其最为核心的竞争优势。

图表 102: 近期潮玩盲盒相关事件评论

事件	具体内容
全国政协委员刘月宁: 建立潮流玩具行业标准 提升产品质量	核心观点: 1) 潮玩实现文化输出与经济转型; 2) 缺乏统一行业标准、质量参差不齐; 3) 行业存在损害知识产权现象。
中消协消费提示: 经营者销售盲盒当规范 消费者购买盲盒勿盲目	盲盒市场存在的问题: 1) 商家过度营销, 导致消费者冲动购买易上瘾; 2) 商家虚假宣传, 到手货品与实际不符; 3) 产品质量难以保障, “三无”产品时有出现; 4) 消费纠纷难以解决, 售后服务需改善。
新华社发文评“盲盒消费”	盲盒具备情绪价值, 但需引导未成年人形成良好消费观, 避免误入消费圈套。监管部门应规范盲盒经营模式, 避免其畸形发展, 给社会和青少年成长带来负面影响。
人民日报: 盲盒监管不能留盲区	盲盒消费实现健康发展, 必须实现经营活动公开透明, 保障消费者知情权; 消费者需根据自身经济能力和兴趣爱好, 理性消费

资料来源: 新华社, 中消协, 人民日报, 国盛证券研究所

6 院线：银幕数量持续增长，关注头部公司市占率提升

6.1 政策方向：近年以鼓励和扶持为主，目前全国银幕数量已突破 8 万块

国家产业政策大力支持电影产业发展，明确将文化产业发展提升到国家战略的层面。2018年12月，新组建的国家电影局出台《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》，明确提出鼓励影院投资建设，充分说明国家高层对电影行业的重视。2020年受疫情影响全国影院停摆近半年，而院线行业的资金扶持政策持续出台减轻院线公司经营压力。总体来看，院线行业的政策方向主要以鼓励和扶持为主。

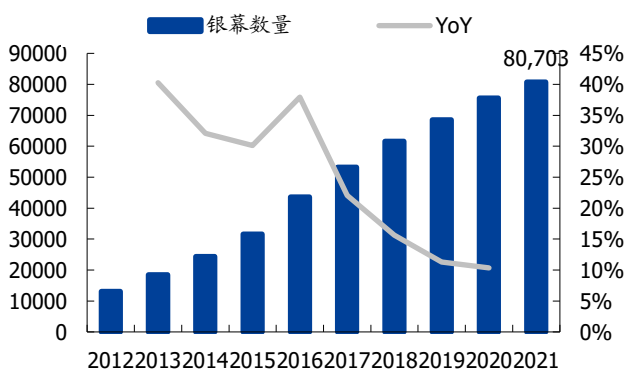
图表 103: 关于艺人规范相关政策梳理

日期	要点	内容	政策	来源
2016年11月	从法律层面规范电影行业	规范电影产业发展和市场秩序，通过简政放权、加大扶持力度，提高电影整体发展的工业化和现代化的水平。	《中华人民共和国电影产业促进法》	国务院
2018年	明确提出鼓励影院投资建设	通过财政补贴提升放映技术和设施改造，提升县级影院、中西部影院建设改造，鼓励新建和并购重组，实施院线市场化进入退出机制。	《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》，	国家电影局
2020年4月	免征电影事业发展专项资金	研究推出免征电影事业发展专项资金以及其他财税优惠政策，其中电影事业发展专项资金占票房收入的5%。		国家电影局

资料来源：国家电影局，国盛证券研究所

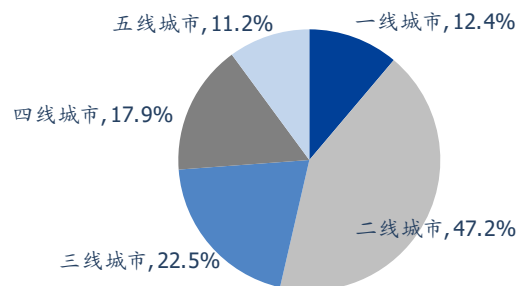
在一系列政策支持下，全国银幕数突破 8 万块。根据国家电影局统计数据，截至 2021 年 9 月底，中国电影市场共有影院 14235 家、银幕 80743 块，银幕数正式突破 8 万块。分城市看，二线城市的银幕占比最大，达到 47.2%，以 34288 块遥遥领先。其次是三线城市，占比达到 22.5%。一线和五线城市的银幕数大体相当，分别占 12.4% 和 11.2%。

图表 104: 2012-2021 年全国银幕数量



资料来源：拓普数据，国盛证券研究所（注：2021 年银幕数为截至 9 月底数据）

图表 105: 各票仓影院银幕占比



资料来源：拓普数据，国盛证券研究所

6.2 疫情影响：三季度部分影院停业影响经营，关注头部公司市占率提升

疫情反复导致多地影院暂停营业。2021Q3多地发生局部聚集性疫情，全国超过3000家影院暂停营业。根据拓普数据，截止到10月28日，全国已暂停影院数达1353家，暂停影院占全国影院数的12.8%，但影院票房排名都相对较为靠后。其中有28座城市选择全市影院停业。国内中高风险地区影院暂停营业，低风险地区影院严格执行不超过75%的上座率限制。

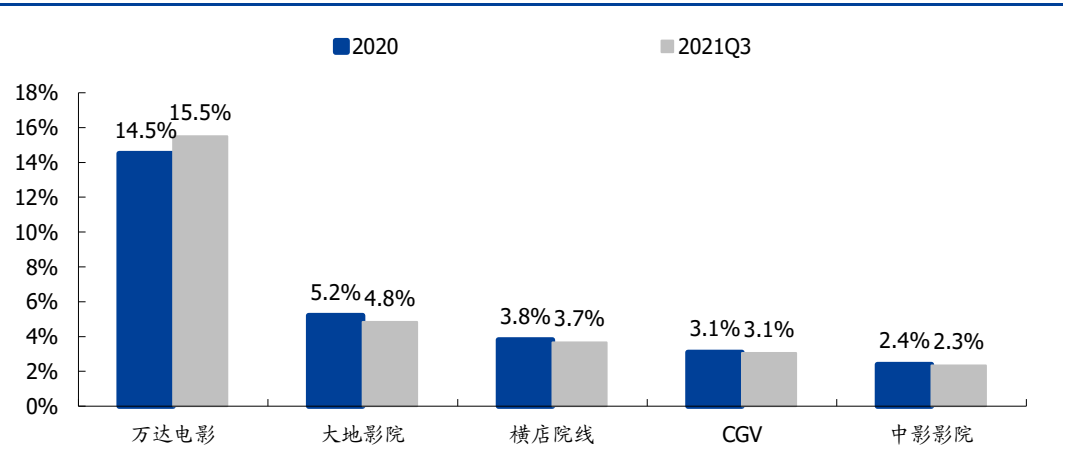
图表 106：各级城市 2021 年 10 月暂停影院数情况

城市分级	影院数 (个)	总影院数 (个)	暂停影院数 (个)	关停影院占比
一线城市	1006	1052	46	4.4%
二线城市	3892	4296	404	9.4%
三线城市	2198	2503	305	12.2%
四线城市	1939	2144	205	9.6%
五线城市	1137	1530	393	25.7%

资料来源：骨朵数据，国盛证券研究所

院线公司业绩受疫情影响，但头部公司市场份额持续提升。万达电影 2021Q3 单季度公司实现营收 22.37 亿元，归母净利润-3.48 亿元，亏损主要由于旗下影城部分关闭及项目延期上映影响。但公司市占率仍在稳步提升，1) 公司口径：旗下影院(含特许经营加盟)累计市场占有率从 2021H1 的 15% 提升至 16.1%，创下今年市占率季度新高。2) 猫眼专业版口径：21Q3 公司市占率 15.5%，较 2020 年同期提升 1pct。

图表 107：头部影投公司市占率

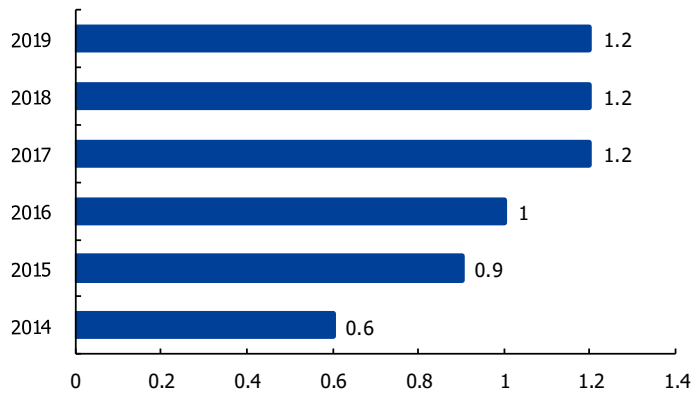


资料来源：猫眼专业版，国盛证券研究所

6.3 空间测算：观影习惯养成带来的人次提升是行业主要增长驱动力

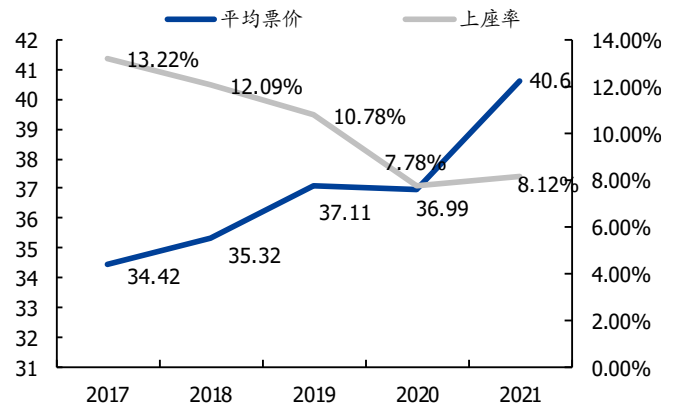
驱动力：短期维度看票价提升，中长期维度考虑人均观影人次提升。不考虑 2020 年疫情的特殊情况，2019 年人均观影 1.2 次，距离北美及韩国人均年均观影 4 次仍有较大差距，但提升人均观影次数更依赖于优质内容、收入增长和观影习惯的培养，是一个更加长期的过程。此外，从海外各国的发展经验看，票价的稳步提升也是维持市场规模扩大的重要因素之一。国内平均票价自 2018 年止跌回升，预计也将成为短期内票房增长的驱动力。

图表 108: 2014-2019 年中国电影平均观影人次 (亿人)



资料来源: 艾媒数据, 国盛证券研究所

图表 109: 2017-2021 年票价变化 (平均票价: 元)



资料来源: 艺恩数据, 国盛证券研究所

电影市场仍有翻倍增长空间, 千亿市场可期。国内电影市场已进入成熟期, 疫情恢复后的正常情况下, 预计未来增长中枢预计为 5%-10% 的水平。若票价提升至 42 元, 人均观影人次达到 2 次, 按 14 亿人口计算, 电影市场的理论潜在空间可超千亿元, 距离 2019 年的 590 亿有翻倍空间。

图表 110: 各级城市 2021 年 10 月暂停影院数情况

指标	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	潜在空间
票房 (亿元)	565.39	590.08	185.8	420	657	695	1176
同比增速	7.90%	4.37%	-68.5%	126.0%	56.5%	5.7%	—
观影人次 (亿)	17.16	17.27	5.48	11.4	17.3	17.8	28
同比增速	5.90%	0.64%	-68.27%	107.14%	52.40%	3.00%	—
平均票价 (元)	33	34	34	37	38	39	42

资料来源: 骨朵数据, 国盛证券研究所

投资建议

2022 年重视传媒板块在技术发展下的估值修复行情, 同时关注行业红利期中市占率提升的优质个股。游戏板块重点推荐三七互娱、完美世界, 短视频及变现领域重点推荐快手、星期六、紫天科技, 长视频领域重点推荐芒果超媒, 潮玩领域重点推荐泡泡玛特、华立科技。此外, 受益于元宇宙发展推荐关注视觉中国、宝通科技等。

图表 111: 传媒重点公司估值表 (2021/11/15)

行业	公司名称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
游戏	完美世界	397.3	13.8	22.7	26.2	28.8	17.5	15.2
	三七互娱	601.5	25.6	30.2	35.2	23.5	19.9	17.1
	吉比特	278.5	15.8	18.3	21.5	17.6	15.2	12.9
	宝通科技	117.8	5.2	6.4	7.9	22.7	18.3	15.0
	腾讯控股	38,697.2	1,613.4	1,623.5	1,907.3	24.0	23.8	20.3
	网易	4,989.6	150.0	177.4	212.0	33.3	28.1	23.5
	心动公司	192.9	-4.0	0.1	2.8			67.9
影视院线	猫眼娱乐	87.9	6.5	7.8	8.9	13.5	11.3	9.8
	万达电影	324.8	16.6	19.3	23.6	19.6	16.8	13.8
	光线传媒	295.4	6.5	9.7	11.2	45.4	30.4	26.4
	华策影视	112.5	4.8	5.4	6.1	23.5	20.8	18.5
	星期六	191.2	6.1	10.7	14.5	31.4	17.8	13.2
营销	紫天科技	52.3	5.0	7.9	11.0	10.4	6.7	4.7
	元隆雅图	38.0	2.3	3.2		16.2	11.8	
	分众传媒	1,091.8	60.4	72.7	85.0	18.1	15.0	12.9
	天下秀	234.8	4.8	7.2	10.3	48.6	32.7	22.8
互联网	芒果超媒	884.5	23.7	29.0	35.5	37.3	30.5	24.9
	爱奇艺	0.0	-60.4	-50.8	-37.5			
	快手	3,403.8	-243.4	-149.0	-29.9			
	掌阅科技	97.4	2.9	4.0	5.3	33.5	24.5	18.5
其它	泡泡玛特	703.6	11.5	17.3	24.3	61.4	40.8	29.0
	中信出版	52.3	2.7	3.6	4.5	19.4	14.5	11.6
	新媒股份	142.8	6.7	7.8	8.9	21.3	18.4	16.0
	华立科技	57.2	0.8	1.7	2.5	70.6	34.2	22.6
	视觉中国	126.8	2.0	2.5	3.3	62.2	49.9	38.7

资料来源: 彭博, Wind, 吉比特、腾讯、网易、心动公司、分众传媒、天下秀、宝通科技采取 Wind/Bloomberg 一致预期, 其余均为国盛传媒盈利预测数据, 国盛证券研究所

风险提示

内容监管风险: 短视频行业有可能面临各种监管措施, 若公司无法面对监管做出及时有效回应, 则可能对公司的持续经营造成影响;

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

产品表现不及预期: 院线公司可能面临上映电影票房不及预期, 潮玩公司可能面临产品上线销量不及预期。

第三方数据统计误差风险: 因报告采用了部分第三方数据, 可能存在一定的误差风险。

免责声明

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

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

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

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

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

分析师声明

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

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com