

# 强于大市

# 传媒行业 2022 年度策略

## 探寻细分领域突破机遇

回望 2021 年，在政策监管、疫情防控和整体渗透率红利逐渐减退的多种因素影响下，中国传媒互联网行业整体在基本面及资本市场表现均弱于历史平均水平，特别是部分子行业出现了增长瓶颈。展望 2022 年，我们预计政策监管将会在现有框架中延续；而在业务层面上，则将看到一些细分领域将保持较为强劲的用户和市场规模增长态势，并持续改善货币化水平。我们认为，资本市场对中国传媒互联网企业的关注焦点将逐步转回行业及公司基本面上；部分具有增长亮点的领域或业务，例如，部分品类新游戏、视频营销产业链、社区团购等下沉电商渠道和部分垂直平台等的估值水平将会得到修复乃至冲击新的高点。同时，元宇宙等一些中长期主题也将持续获得市场关注。我们对传媒互联网行业给予强于大市评级。

### 支撑评级的要点

- **政策将不再是影响估值的最主要因素。**2020 年四季度以来，主管部门针对传媒互联网行业出台了多项政策。在未来一段时间内，行业政策将整体延续过去一年多以来的基本框架；同时，在部分新领域，如个人信息保护等，可能会有一些更精细的措施出台，从而给行业带来更多新的要求。因此我们预计，资本市场对行业，特别是符合监管要求且具有高成长空间领域的关注焦点将从政策转移到业务基本面上。
- **元宇宙打开游戏赛道发展空间。**游戏行业增长驱动力转向提升用户付费，游戏内容精品化趋势持续加深。我们看到，境内市场精品内容稀缺，导致优质内容议价权提升，渠道分成比例趋向下调；而海外手游市场空间大，监管相对宽松，渠道抽成较低，中国手游出海势头强劲。我们认为，元宇宙产业发展空间极大，而游戏内容与元宇宙几个重要组成元素相吻合，预计中短期内元宇宙落地将在游戏行业发生。
- **社区团购扩张平台用户触达。**社区团购的核心竞争力在于加强供应链建设管理、提升履约能力。我们认为，该业务对电商及其它流量平台的战略意义在于抓住高频消费需求，获取和绑定之前无法触达的下沉用户，与现有零售渠道形成差异化发展，为更广泛的商业化打好基础。我们预计，市场将更多关注社区团购与平台的协同价值和效应。
- **视频是互联网营销的主阵地。**短视频平台沉淀大量用户流量，具备多样化广告类型和算法优势；直播电商提高品效转化，满足非确定性购物需求。展望 2022 年，中短视频广告、直播带货仍将维持强劲的增长动力，预计更多产业链上企业将受到市场关注。

### 重点关注

- 建议重点关注游戏、电商和营销三个赛道的部分龙头企业，包括游戏：腾讯、网易、心动公司、完美世界、三七互娱和吉比特等；电商：美团、拼多多和京东等；视频营销：快手、B 站、乐享集团、天下秀和值得买等。同时一些中小垂直赛道如在线招聘和在线医疗等，以及大平台如阿里巴巴、腾讯和百度等的云业务也值得持续关注。

### 评级面临的主要风险

- 超预期严格监管措施落地；居民消费意愿整体低于预期；多品类广告主需求持续低迷；市场竞争加剧导致行业利润率维持低位。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

### 传媒互联网

证券分析师：包仁诚

(8621)20328590

rencheng.bao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070002

联系人：卢翌

(8621)20328754

yi1.lu@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300121100015

## 目录

<b>探寻细分领域突破机遇</b> .....	<b>7</b>
新用户、新技术、新内容和新渠道带来新机会 .....	7
政策将不再是影响估值的最主要因素 .....	8
探寻细分领域突破机遇 .....	9
<b>游戏：内容精品化势不可挡，元宇宙开辟想象空间</b> .....	<b>10</b>
移动互联网流量红利消退，内容导向型阶段将至 .....	10
传统渠道分成比例下调，优质内容议价权提升 .....	11
市场空间广阔，中国游戏出海收入持续攀高 .....	13
元宇宙开辟想象空间，游戏业担当变革先驱 .....	14
<b>电商行业：细分领域充满机会，新业态蓬勃发展</b> .....	<b>18</b>
性价比电商深入广袤的下沉市场 .....	18
社区团购加强供应链管理，与现有零售渠道错位发展 .....	19
新时代跨境电商正重塑我国出口贸易 .....	22
<b>生活服务：行业扩张继续，竞争格局稳定</b> .....	<b>27</b>
生活服务行业竞争格局稳定 .....	28
<b>视频营销：视频广告品效合一，线下梯媒份额提升</b> .....	<b>29</b>
长视频广告空间受限；中短视频营销、直播带货空间广阔 .....	29
线下广告：梯媒市场份额持续提升，分众传媒引领新消费广告分发 .....	34
<b>在线招聘：多重因素推动线上化进程</b> .....	<b>37</b>
行业由多种因素驱动增长 .....	37
在线招聘行业发展前景广阔 .....	38
<b>在线医疗：多重发展方向，行业前景广阔</b> .....	<b>39</b>
行业快速成长，细分领域渗透率有差别 .....	39
平安好医生 VS 阿里健康 VS 京东健康 .....	41
多重发展方向；行业前景广阔 .....	42
<b>电影：内容 IP 化和渠道多元化带来结构性增长</b> .....	<b>43</b>
中国电影票房持续复苏，国产电影成为市场主力 .....	43
发行及票务渠道：疫情持续影响结构；整体进入成熟发展期 .....	44
行业发展趋势：内容 IP 化和渠道多元化带来结构性增长 .....	45

---

<b>出版：Z 时代读者成为重要阅读群体，教辅出版物受政策影响 .....</b>	<b>51</b>
疫情影响逐渐消除；渠道逐步多元化.....	51
Z 世代成重要阅读群体，喜好内容具备明显特征 .....	52
双减政策对图书出版行业整体带来影响 .....	53
<b>风险提示.....</b>	<b>57</b>

图表目录

图表 1.AR 眼镜出货量 (2016-2022E) .....7

图表 2.VR 头显出货量 (2016-2022E) .....7

图表 3.中国游戏用户规模及增速.....10

图表 4.中国游戏市场收入及增速.....10

图表 5.中国游戏用户 ARPU 及增速.....11

图表 6.全球 TOP6 移动游戏市场流水占全球市场比例 .....11

图表 7.国产游戏版号发放数量 .....11

图表 8.各渠道分成比例 .....12

图表 9.中国手游行业产业链 .....12

图表 10.全球手游市场规模.....13

图表 11.中国自主研发游戏海外收入及增速.....13

图表 12.中国自主研发移动游戏地区收入分布 .....14

图表 13. 2021H1 中国游戏出海收入榜 TOP20.....14

图表 14. Roblox 对元宇宙的定义.....15

图表 15.元宇宙的七层架构.....16

图表 16.元宇宙生态.....17

图表 17.中国元宇宙相关企业发展潜力 .....17

图表 18.中国移动购物 APP 月活规模.....18

图表 19.生鲜电商和社群电商月活用户数快速增长 .....18

图表 20.移动购物行业各等级城市用户月活规模 (亿) .....18

图表 21.淘特 VS 拼多多 .....19

图表 22.各巨头 2021 年持续布局社区电商赛道.....20

图表 23.社区团购政策监管不断加强 .....20

图表 24.生鲜品类繁多, 供应链整合任重道远.....21

图表 25.社区团购将与传统线下零售渠道并存.....22

图表 26. 2016-2025 年中国跨境电商市场规模及增长率 (单位: 万亿) .....23

图表 27.跨境出口电商中各模式占比情况 (单位: %) .....23

图表 28. 2019 年跨境 B2C 最常使用的平台份额占比 (单位: %) .....24

图表 29.跨境电商出口额品类占比 (单位: %) .....25

图表 30.中国 O2O 和在线外卖市场规模.....27

图表 31. 2021 年 9 月中国生活服务前 10 大 (以 MAU 计) App 的月活跃用户规模  
和同比增速.....27

图表 32.外卖商家端月活跃用户规模和下沉渗透率 .....28

图表 33.主要外卖商家 App 月活跃用户.....	28
图表 34.各渠道广告刊例花费同比增速.....	29
图表 35.互联网广告市场规模及市场份额.....	29
图表 36.长视频市场规模及份额.....	30
图表 37.中国不同媒体类型网络广告市场份额.....	30
图表 38.2021 上半年媒介行业广告收入 TOP5.....	30
图表 39.短视频广告营销链路.....	31
图表 40.媒介互联网广告收入占比.....	31
图表 41.快手广告收入高速增长.....	31
图表 42.哔哩哔哩各类广告形式.....	32
图表 43.2020 年 B 站单用户广告收入与主要视频平台对比.....	32
图表 44.直播电商用户规模.....	32
图表 45.直播电商市场规模及渗透率.....	32
图表 46.不同商品展示形式下的转化率.....	33
图表 47.直播电商 VS 传统电商供需匹配过程.....	33
图表 48.消费者需求分类.....	34
图表 49.2020 年中国主要直播电商平台商品成交总额.....	34
图表 50.各渠道广告刊例花费同比变化.....	35
图表 51.2021 年 6 月-9 月电梯 LCD 广告花费 TOP15.....	35
图表 52.中国在线和线下招聘市场规模.....	37
图表 53.2011-2020 全国城镇就业人口数量.....	38
图表 54.2011-2020 全国每年新增毕业大学生数量.....	38
图表 55.2018 年中国卫生机构与卫生技术人员地域分布比例.....	39
图表 56.中国在线医疗行业市场规模.....	40
图表 57.平安好医生 vs 阿里健康 vs 京东健康.....	41
图表 58.平安好医生线下合作医疗机构.....	41
图表 59.2020 年 11 月至 2021 年 10 月中国单月票房额及观影人次.....	43
图表 60.2014-1H21 中国银幕数量及增速.....	44
图表 61.2016 年-2020 年全国电影平均票价及增速.....	45
图表 62.2010-2024 年中国电影市场票房规模及预测.....	46
图表 63.2019 年我国不同地域人口观影情况对比.....	46
图表 64.2011-2020 年年度票房冠军及前三名在当年中国票房市场份额占比.....	47
图表 65.漫威电影宇宙前 10 大影片全球票房.....	47
图表 66.2021 年 10 月中国影院院线市占率（票房）前十名.....	48
图表 67.2015-2020 年万达电影影院数（国内及海外）和国内市占率（影院数量）.....	49

图表 68. 成立电影院线公司所需条件 .....	49
图表 69. 2015-2021E 年中国图书线上及实体零售市场总规模及增速 .....	51
图表 70. 2009-2020 年中国人均每年纸质书及电子书阅读量 (本) .....	52
图表 71. 2019 年中国三类主要书籍码洋占比情况 .....	52
图表 72. 2021 年上半年 Z 世代购书成交额和增速前十品类 .....	53
图表 73. 2015-2019 年中国教材教辅零售额及占总图书零售额比例 .....	53
图表 74. 2020 年已上市主要出版公司教辅教材业务收入及占比 .....	54
附录图表 75. 上市公司估值表——游戏 .....	55
附录图表 76. 上市公司估值表——互联网营销 .....	55
附录图表 77. 上市公司估值表——电商 .....	55
附录图表 78. 上市公司估值表——本地生活/O2O .....	56
附录图表 79. 上市公司估值表——影视院线 .....	56
附录图表 80. 上市公司估值表——出版 .....	56

## 探寻细分领域突破机遇

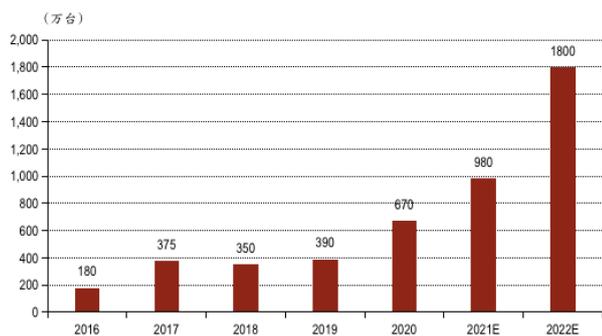
根据中国互联网络信息中心数据统计，2021年上半年，中国新增网民2175万；截止2021年6月，互联网总普及率达到71.6%。总体来看，在经历传统媒体、PC互联网和移动互联网三个时代的快速扩张后，中国传媒互联网行业目前整体处于稳定发展期中。与此同时，我们也看到在部分行业细分领域正处于用户覆盖和商业化模式探索的初级阶段，仍有很大的发展空间。我们认为，这些结构性业态创新同时带来了大量发展机遇和挑战。

### 新用户、新技术、新内容和新渠道来带新机会

推动中国传媒互联网行业发展的主要四大因素包括：新用户、新技术、新内容和新渠道。在用户方面，虽然行业整体增速已经放缓到低位数水平，但在不同地区和年龄段上，不同类型互联网的用户覆盖还有很大差距。根据中国互联网络信息中心数据统计，截止到2021年6月，中国农村地区互联网普及率达到59.2%。虽然城乡互联网普及率差异较2020年12月进一步缩小4.8个百分点，但差值仍有19.1个百分点。展望未来2-3年，我们认为对于中国传媒互联网行业及公司来说，主要新用户将来自于：i) 低线城市及中老年等之前未有效覆盖的用户人群；ii) 部分互联网服务，如在线生活服务在消费者和商户端渗透率的继续提升；和iii) 以游戏和短视频为主的中国在线娱乐服务及电商服务在海外市场的快速扩张。

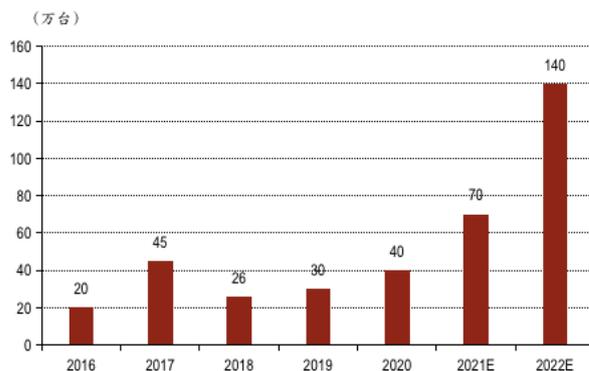
**新技术**是推动行业发展的另一个根本因素。人工智能、大数据和云计算等新技术使互联网服务效率更高、维度更准，提升电商、在线营销等行业的商业效率和精细化运营能力。同时，中国市场庞大生态体系和海量数据也反哺人工智能、大数据和云计算技术，有助于这些技术快速迭代，提升效率和效果。展望2022年，我们预计更易于使用的VR/AR设备将逐渐在大众用户中普及；这将成为推动行业发展，特别是游戏等在线娱乐行业跨越到下一个世代的最重要助推器之一。

图表 1. AR 眼镜出货量 (2016-2022E)



资料来源：VR 陀螺，中银证券

图表 2. VR 头显出货量 (2016-2022E)



资料来源：VR 陀螺，中银证券

**新内容**则是不断提升行业用户粘性和消费层次的重要手段。对于专业化的内容平台来说，IP 价值的最大化将是未来的重心，这需要升级对 IP 源头的持续培育能力，以及对精品 IP 进行长效化、体系化的开发。我们认为，目前中国传媒互联网行业在 IP 开发使用上仍处于起跑阶段。和全球成熟市场，如美国或日本，还有明显差距。而对于非专业化的内容制作者来说，便利的创作工具和逐渐成熟化的变现方式进一步激发内容创作者的热情，使得平台内容日益丰富。随着 UGC/PUGC 内容质量提高，覆盖度和话题度明显提升，私域流量自短视频产业爆发以来已经成为各大互联网生态体系中最主要的用户、使用时长和收入增量来源。同时，公域和私域并非完全割裂，而是有相互导流和互相转换的多重通道，在货币化上也有协同效应。我们认为，尽管面临一些法规上的不确定性，IP 运营和私域内容是未来 2-3 年内中国传媒互联网行业内容端发展和商业化的重要基石。

我们把**新渠道革新**分为三个层次。第一类是渠道本身的裂变，例如社区团购、直播电商等垂直领域，通过模式创新拓展用户覆盖和收入来源。第二类则涉及底层核心渠道的升级创新，如各大平台的小程序应用等平台领域，带来新用户和新消费习惯。第三类则涉及基础技术革新带来互联网代际迭代，如 PC 到移动，或从信息科技扩展到其它领域，如智能设备及家居等，这些新渠道有机会打开子板块乃至整个传媒互联网行业的营收天花板。我们认为，作为行业潜在最大的第三类渠道革新，元宇宙也将会为整个传媒互联网行业带来大量变革和增长的机遇。不过也正是如此，我们认为元宇宙也不会短期内一蹴而就的实现，而是需要各种硬件、软件 and 商业化革新来促成。

## 政策将不再是影响估值的最主要因素

在过去一年多来，主管部门针对传媒互联网行业出台了多项政策，重点涉及 **i) 金融监管**；**ii) 平台经济竞争行为监管**；**iii) 劳动权益保障**；和 **iv) 数据监管** 等方面。本轮互联网监管主要以反垄断和防止资本无序扩张为核心抓手，针对以往互联网企业早期疯狂补贴抢占市场份额、发展期兼并收购、成熟期利用市场垄断地位获取超额利润的行为实施重点打击。这些措施在短期内降低了大型互联网企业扩张的速度和商业化水平，加强了各企业的合规要求与员工保障制度，提升了监管方面对行业发展的把控力度。本轮互联网监管的具体实施以蚂蚁集团 IPO 被暂停为起点；随后出台的《网络小额贷款业务管理暂行办法》颠覆了互联网金融的商业模式，显著降低互金平台的杠杆水平，使行业盈利及规模水平明显下降。对客户审核要求的提高一定程度上也降低了大量网络贷款所积累的宏观风险。

2021 年 2 月，国务院反垄断委员发布了本轮监管的最重要政策之一，《关于平台经济领域的反垄断指南》，重点打击大型平台类企业滥用市场支配地位及违法实施经营者集中等行为。针对阿里巴巴、美团等平台“二选一”实施调查，罚款及责令改正；针对经营者集中情况，监管总局实施罚款，禁止斗鱼虎牙垄断合并，撤销腾讯娱乐独家版权等。针对平台企业的政策加强了行业内对降本增效等核心竞争力的要求。反垄断之外，过度竞争及价格违法也成为重点关注领域。市场监管总局 2021 年 7 月出台的《价格违法行为行政处罚规定（征求意见稿）》精准打击了通过“大数据杀熟”、倾销、不正当价格等行为的市场参与者，从而避免频繁使用低价补贴进行恶性竞争。

在用工端，人社部、发改委也出台密集指导意见，并于 2021 年 7 月发布《维护新就业形态劳动者劳动保障权益的指导意见》，全方位加强各灵活用工群体的工作保障制度。同时，最高法与人社部也从法律角度就社会反映广泛的常态化加班进行舆论引导，明确超时加班的工作制违法。对灵活用工群体的保障加强短期内提升了部分互联网企业的人工负担，但长期看有利于人员团队稳定，降低招聘成本；而对员工加班时间的削减，也有助于创造更积极的互联网行业和企业文化与社会风气。

互联网企业频繁与用户交互，产生大量隐私敏感数据。针对网络数据安全最新发展趋势，《数据安全法》、《关键信息基础设施安全保护条例》和《个人信息保护法》已于 2021 年 9 月及 11 月正式实施。这些新法律法规重点加强了对个人信息的保护，同时限制了算法对用户数据的滥用。

2021 年 10 月，中央政治局集体学习数字经济相关内容，积极肯定了数字经济高创新性、强渗透性、广覆盖性，数字经济是我国新的经济增长点及传统产业改造支点，并要求以自主创新的方式提高数字技术基础研发能力。另一方面，中央也要求规范数字经济发展，健全市场准入制度、公平竞争审查制度、公平竞争监管制度，防止平台垄断和资本无序扩张，依法查处垄断和不正当竞争行为，保护平台从业者和消费者合法权益，并加强税收监管和税务稽查。

我们认为，针对互联网平台的主要规范性政策框架已经形成。中短期内，主要监管措施将会在这个框架下开展。主要传媒互联网企业也已经较好适应了新的监管要求。市场对传媒互联网行业政策方面的关注焦点也正逐步从法律、法规和政策制定和完善转移到具体监管措施落实和部分重大或突发相关事件上。

展望未来 1-3 年，我们预计行业政策将整体延续过去一年多来的基本框架和措施。其中，在一部分领域，例如个人信息保护等，一些细化的政策和措施，如《个人信息保护法》相关的实施条例，可能在此期间出台征求意见稿或最终实施，从而给行业，特别是龙头企业带来一些新的要求，这需要行业及相关企业去调整运营和商业化策略和手段。不过，我们认为，主要传媒互联网企业都对各自主要业务的相关政策有一定预判和准备。同时，主管部门出台管理政策并不是要遏制传媒互联网行业的发展，而是要把行业引导在一个准确且产生最大社会效益，并促进全体行业参与者都健康成长的发展轨道上。因此，我们认为，政策在 2022 年将不再是影响传媒互联网行业估值的最主要或唯一因素。

### 探寻细分领域突破机遇

展望 2022 年，我们认为，虽然中国传媒互联网行业整体处于成熟发展期，但在部分细分领域，特别是对其中一些龙头企业，我们仍看到不少商业化模式改善、收入快速增长，乃至新业务爆发的机会。总体来说我们特别关注三个赛道的细分领域发展机遇：

- **游戏：**用户红利逐渐消退，游戏行业增长驱动力转向提升用户付费，游戏内容精品化趋势持续加深。国内市场精品内容稀缺，叠加版号政策紧缩，导致优质内容议价权提升，渠道分成比例趋向下调。海外手游市场空间大，监管相对宽松，渠道抽成较低，中国手游出海势头强劲。元宇宙产业发展空间极大，而游戏内容与元宇宙几个重要组成元素相吻合，预计中短期内元宇宙落地将在游戏行业发生。建议关注具有强研发运营实力的头部游戏厂商：腾讯、网易、完美世界、三七互娱、吉比特等；以及心动公司，旗下 TapTap 平台构建了优化的游戏分发生态。
- **电商：**进入后疫情时代，中国电商行业整体处于稳定增长长期，但细分领域仍有不少发展空间。以社区团购为代表的下沉电商迅速扩大用户规模。我们认为，未来社区团购的核心竞争力在于加强供应链建设管理、提升履约能力，该业务对电商平台的战略意义在于抓住高频消费需求，获取和绑定之前无法触达的下沉用户，与现有零售渠道形成差异化发展，为更广泛的商业化打好基础。由于社区团购在较长周期内无法实现盈利，只有背靠互联网巨头的流量、资金和供应链优势才能够持续扩大用户基础，形成规模效应。我们建议关注具备优秀资源整合能力的美团和拼多多；同时建议关注京东在电商消费升级上的机会以及出口电商产业链。
- **视频营销：**视频产业是目前互联网营销的主阵地，尤其是中短视频广告、直播带货有强劲的增长动力，长视频广告长期来看空间有限。短视频平台沉淀大量用户流量，具备多样化广告类型和算法优势；直播电商提高品效转化，满足非确定性购物需求。快手广告业务高速增长，信任电商概念强化私域优势，优化公域流量分配。中视频平台 B 站持续拓宽用户群和内容广度，具有独特的社区综合营销价值。我们建议关注快手、B 站、乐享集团、天下秀、值得买等视频营销产业链上各类主要企业。

我们还认为，在线招聘和在线医疗等细分垂直赛道，特别是其中的龙头企业，也值得投资者在 2022 年重点关注。我们预计，这些细分领域，特别是相关龙头企业，在 2022 年将维持相对高速的增长趋势，扩张趋势好于多数传统传媒互联网细分领域。

另外，大平台，例如阿里巴巴、腾讯和百度等的云计算业务也将在 2022 年继续维持高速增长趋势，并有望持续改善相关利润率。其中，阿里巴巴云计算业务有望在本财年低基数的基础上，在下一个财年恢复强劲增长态势。我们认为，这些云业务的估值在 2022 年中期开始有望明显提升，因此也值得投资者关注。

## 游戏：内容精品化势不可挡，元宇宙开辟想象空间

### 移动互联网流量红利消退，内容导向型阶段将至

游戏行业内容精品化趋势持续加深。国内游戏市场的玩家数量已经达到了较高水平，但 ARPU 值仍较低；用户审美的提升和硬件设备的升级，使得玩家群体对游戏品质提出了更高的要求。政策上，版号限制和内容要求使得游戏供给数量下滑，精品游戏的需求增强。随着游戏精品化趋势，市场集中度有望进一步提升，具备较强研发和发行实力的游戏公司的稳定性会更加夯实。

2021 年上半年中国游戏用户规模达 6.7 亿人，同比增速为 1.4%，已告别高速增长时期。同期中国游戏市场收入达 1504.93 亿元，同比增长率为 7.9%，考虑到疫情对群众娱乐方式的限制，中国移动游戏销售收入整体增速也已开始放缓。移动互联网变革带来的用户迁移红利结束，在用户数量难以进一步增长的情况下，游戏行业此前低质量粗放型的成长模式将转变为精品内容驱动增长。

图表 3. 中国游戏用户规模及增速



资料来源：CNNIC，中银证券

图表 4. 中国游戏市场收入及增速

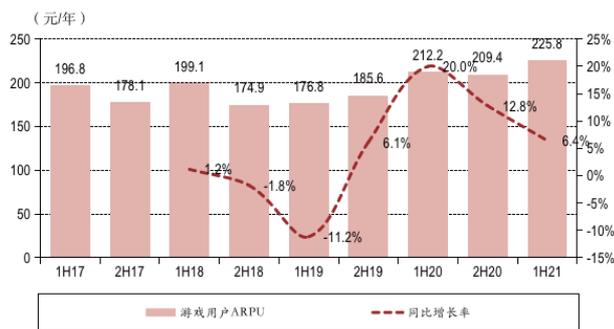


资料来源：游戏工委，中银证券

**提升用户付费成为行业增长驱动力。**中国游戏用户 ARPU 持续增长，2021 上半年同比增速 6.4%，达到约 226 元/人/年，约合 34 美元。根据 Newzoo，2020 年美国游戏市场收入规模 421 亿美元；ESA 数据显示，2020 年美国游戏玩家共有 2.27 亿人，那么美国游戏人均 ARPU 大约为 185 美元。中国游戏玩家 ARPU 值为相对发达国家仍有较大差距，随着人均收入的逐步提升中国游戏用户 ARPU 仍有较大潜力。

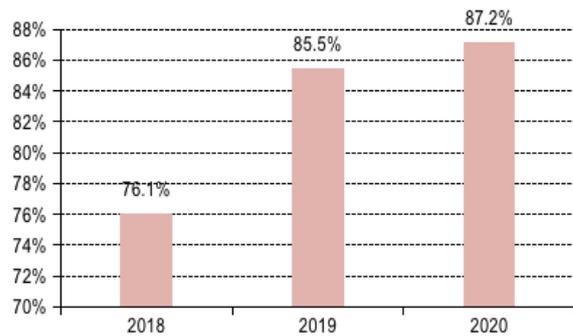
全球移动游戏市场流水持续往头部集中，Newzoo 数据显示，2020 年全球流水排名 TOP6 的游戏占全球市场的比例达到 87%。内容质量是加强用户付费意愿的驱动力，这对游戏公司的技术实力、运营能力和对市场了解程度提出要求。

图表 5. 中国游戏用户 ARPU 及增速



资料来源：游戏工委，中银证券

图表 6. 全球 TOP6 移动游戏市场流水占全球市场比例

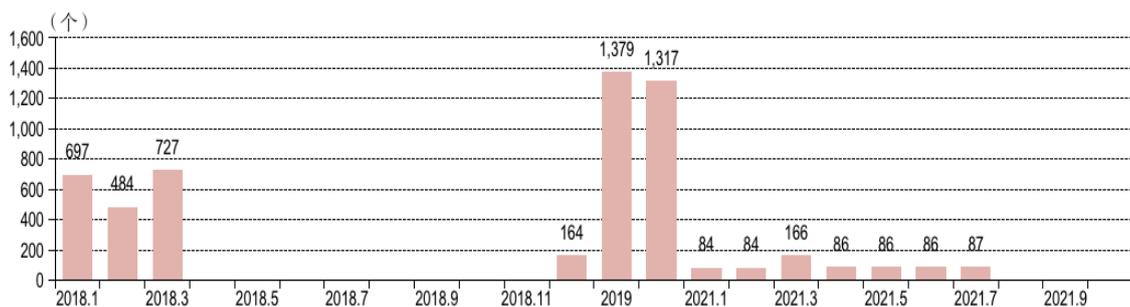


资料来源：Newzoo，中银证券

优质游戏的需求提升较快，但供给节奏受限于版号发放。对行业游戏数量供给影响较大的主要在于版号发放方面，2018 年 4 月至 2018 年 11 月第一次版号发放暂停导致大量尾部厂商被淘汰，重启后游戏版号发放数量下降至 2021 年基本稳定在每月发放约 85 个，总体而言监管对游戏内核、题材、文化内涵等方面提出了更高的要求，这也驱使低质量游戏退出市场，游戏精品化路线成为行业共识。近期版号停发应与监管政策调整有关，版号申请仍可进行，预计不会出现长期停发状况。

另外，未成年人防沉迷和内容监管，其核心目的主要在于维护未成年人身心健康。近期出台政策亦可视为对过往政策的延续，自 2005 年发布《网络防沉迷系统开发标准》开始，中国稳步推进网络游戏账号实名制，落实对未成年人游玩游戏时长、消费以及内容方面的监管。时至今日中国相关配套体系已基本完善，一些低质量的、不利于青少年发展的内容基本失去存在空间，这也优化了高品质游戏的发展环境，深化了精品化的趋势。

图表 7. 国产游戏版号发放数量



资料来源：国家新闻出版社，中银证券

在游戏精品化路线下，提升每一款产品的用户付费值、用户忠诚度以及生命周期相较以往更为重要，游戏制作方研发投入和制作周期将相对增加，并更加聚焦清晰的细分赛道，对发行后用户运营环节也提出了更高的要求，在此趋势下尾部厂商空间将进一步被压缩，腰部厂商可凭借优质产品产生品牌效应实现持续的爆发式发展，行业格局或将形成新一轮的变化。

### 传统渠道分成比例下调，优质内容议价权提升

在游戏行业中渠道费用的历史可以追溯到主机游戏商业模式，早期主机渠道任天堂和索尼盈利模式的核心是以低于成本价的销售价格出售主机，获取用户后通过向游戏生产商收取渠道费来盈利。进入端游时代，整个行业成熟后的竞争围绕的核心仍为优质的游戏。

随着手游市场的成熟，应用商店获得的增量用户逐渐减少，买量等用户获取方式削弱了应用商店的地位，优质的游戏内容成为各渠道争夺的核心，有能力开发爆款的游戏厂商将获取更大的议价权。我们已经看到许多厂商的游戏分发模式已经从全渠道统一上线转变为先上线 TapTap、官网、B 站等核心渠道，再上线安卓商店。

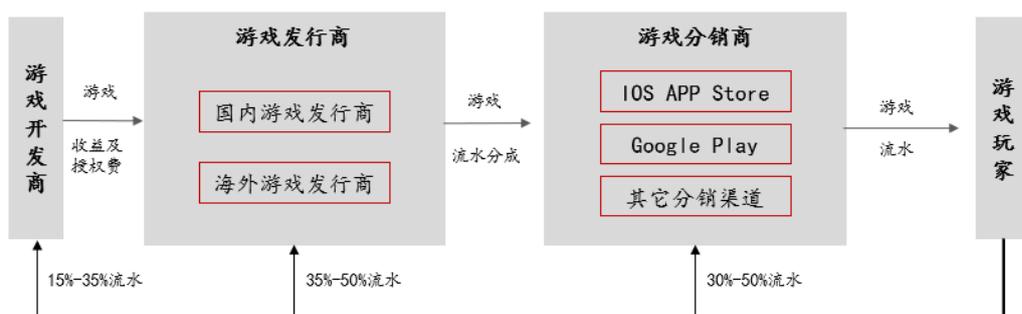
图表 8.各渠道分成比例

地区	渠道	平台	渠道分成
国内	苹果商店	ios	30%(中小 15%)
	腾讯应用宝	安卓	50%
	硬核联盟	安卓	30%-50%
	小米	安卓	50%
	阿里九游	安卓	阶梯分成 (新渠道 40%)
	Bilibili	安卓	50%
	Taptap	安卓	0%
海外	苹果商店	ios	30%(中小 15%)
	Google Play	安卓	30% (订阅费用 12 个月后降为 15%)
	Steam	PC	30%
	Epic	PC	12%
	Humble	PC	25%
	GOG	PC	30%
	微软	PC	30% (PC 商店 12%)
	PlayStation	主机	30%
	Xbox	主机	30%
	Nintendo	主机	30%
	Gamestop	实体商店	30%
	Amazon	实体商店	30%
	Best Buy	实体商店	30%
Walmart	实体商店	30%	

资料来源: IGN, 竞核, 中银证券

从产业链上看，中国手游厂商流水分成占比较小，渠道方所拥有的极大议价权。尽管手游行业目前对渠道仍有较高依赖性，但《原神》发行策略的成功也证明了精品游戏具备与渠道抗衡的议价权。随着用户数量增长减缓，现有渠道以及新兴渠道将凭借其上架游戏产品展开对用户的争夺，相对应的是优质内容议价权提升，同时渠道盈利新模式如 TapTap 模式也在逐步成熟中，游戏开发商将具备更大的利润空间。

图表 9.中国手游行业产业链



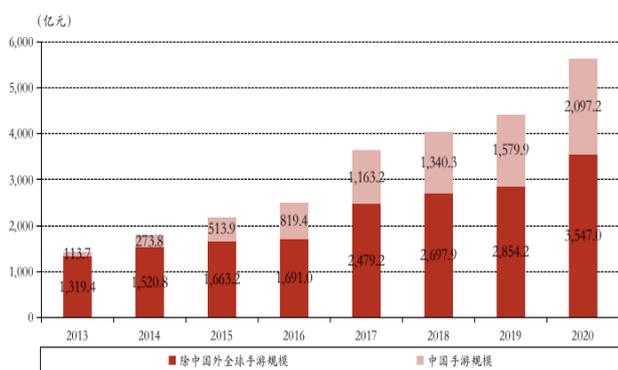
资料来源: 弗若斯特沙利文, 中银证券

在游戏行业更成熟的海外市场，苹果公司在移动端已针对中小开发者下调抽成比例，随后在 2021 年十月谷歌也发布政策大幅向内容提供者让利，在 PC 端微软也宣布将商店游戏抽成下调至 12% 以期吸引更多游戏开发者，Steam 也因其相对较高的抽成被大量游戏开发者表示不满。目前，在中国市场《原神》、《万国崛起》等精品游戏纷纷宣布将不再在部分安卓应用商店提供下载，过去的渠道为王的格局正在松动。2021 年 8 月，中国音像与数字出版协会历史会长代表官方首次定性了游戏研发企业与平台收益之间的失衡问题，长远来看现有收入分配格局将迎来变局。

## 市场空间广阔，中国游戏出海收入持续攀高

2020 年全球手游规模持续提升，除中国市场外的手游收入规模达 3547 亿元，同比增速为 24%。发达国家市场用户消费能力强，但中国厂商的渗透率还有提升空间；而东南亚等发展中国家地区尽管人均收入较低但移动互联网渗透率不高，与中国文化背景较为相似，我国出海游戏厂商有望在这些市场享受增长红利。2020 年以来中国自主研发游戏海外收入持续上升，21Q3 增速保持在近 30%，逐步突破全球各大市场，随着对市场了解程度加深，有望开启新的增长点。

图表 10. 全球手游市场规模



资料来源: Newzoo, GNC&IDC, 中银证券

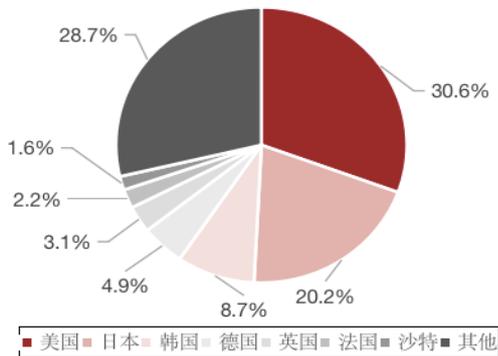
图表 11. 中国自主研发游戏海外收入及增速



资料来源: 伽马数据, 中银证券

相对国内，海外移动游戏市场仍然广阔，且监管更为宽松、渠道抽成较低，中国厂商有足够动力出海。另外，游戏在文化输出方面的价值已被监管机构认可。中国自主研发移动游戏海外收入主要来自美国、日本以及韩国，其中来自美国移动游戏市场收入占比为三成。根据 Sensor Tower，2021 年 Q3 共 25 款中国手游入围美国畅销榜 TOP100，其中原神以 1.46 亿美元的单季收入成为首款在美单季收入破亿的中国手游产品。2021 年上半年，中国手游出海收入榜中腾讯的《PUBG MOBILE》以及米哈游的《原神》流水超过 30 亿元，大幅领先其余产品。

图表 12.中国自主研发移动游戏地区收入分布



资料来源：中国音数协游戏工委(GPC)，中国游戏产业研究院，中银证券

图表 13. 2021H1 中国游戏出海收入榜 TOP20

排名	游戏名称	发行厂商	排名	游戏名称	发行厂商
1	PUBG MOBILE	腾讯	11	放置少女	有爱互娱
2	原神	米哈游	12	无尽对决	沐瞳科技
3	王国纪元	IGG	13	奇迹之剑	四三九九
4	State of Survival	FunPlus	14	末日喧嚣	三七互娱
5	万国觉醒	莉莉丝	15	剑与远征	莉莉丝
6	使命召唤手游	腾讯&动视暴雪	16	守望黎明	龙创悦动
7	荒野行动	网易	17	Age of Z Origins	壳木游戏
8	黑道风云	友塔网络	18	阿瓦隆之王	FunPlus
9	Project Makeover	麦吉太文	19	命运神界：梦境链接	龙拳风暴 & CyGame & Kaho & Sony
10	口袋奇兵	江娱互动	20	明日方舟	鹰角网络&悠星网络&心动网络

资料来源：2021年1-6月中国游戏产业报告，中银证券

**建议关注研发能力强劲的研发商，以及具有较好游戏生态的新渠道。**我们认为，国内头部的游戏研发商由于具备长期积累的研发、运营、发行能力，且拥有长生命周期的 IP 作品，能够在游戏精品化趋势以及游戏版号供给趋紧的情况下，攫取更多的市场份额。我们建议关注腾讯、网易、完美世界、吉比特、三七互娱等头部游戏厂商。除游戏内容生产方外，新型垂直渠道如 TapTap 致力于为玩家、厂商和游戏衍生创作者带来社区互动、用户高效运营、低成本内容分发等价值。我们建议关注拥有 TapTap 平台的心动公司，未来心动自研游戏上线后，将逐步与 TapTap 形成更加紧密联动的生态：以游戏内容向平台引流，通过平台社区功能促进游戏的活跃度。

## 元宇宙开辟想象空间，游戏业担当变革先驱

总体而言，元宇宙的定义是映射完整现实世界的一个虚拟世界，因此让市场拥有了极为广阔的想象空间。根据人们对元宇宙的设想，人工智能（AI）、交互性沉浸技术（AR/VR/MR）、区块链是构建元宇宙的三大核心技术。AI 为元宇宙提供基础设施建设和海量内容生产；交互性沉浸技术模糊现实与虚拟的边界，创造一个平行于现实世界的环境；区块链则能完善经济体系。但目前这些底层技术仍在发展，这决定了短期内我们不会看到元宇宙的成熟形态，而“元宇宙”这个概念本身或许也会根据底层技术发展不断演化出更多细节。**我们认为元宇宙在近期甚至中期的落点仍然主要在游戏行业。**

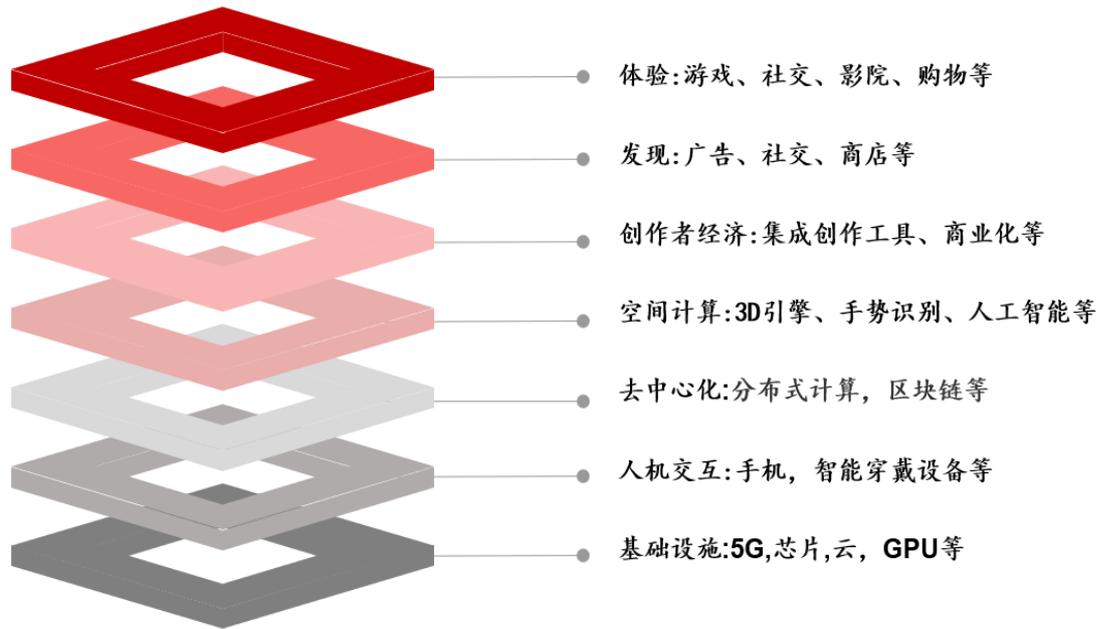
图表 14. Roblox 对元宇宙的定义



资料来源: IDC, 中银证券

从内容的角度来看，游戏有能力吸纳大量用户进入虚拟世界。元宇宙需要吸引大量用户加入方才具备进一步发展社交、文明等方面的可能性，而优质的内容是用户留存度的根基，在这一方面游戏行业已经有相对较多的经验积累，如《GTA V》《荒野大镖客 2》《原神》等游戏早已凭借其提供的开放世界、丰富的内容以及多样的玩法吸引海量用户在游戏以虚拟身份加入，并在小范围内形成了社交和文化。游戏行业在元宇宙落地途中具备最丰富的内容开发积累，其本身虚拟世界的基因也使其成为元宇宙的最佳载体。

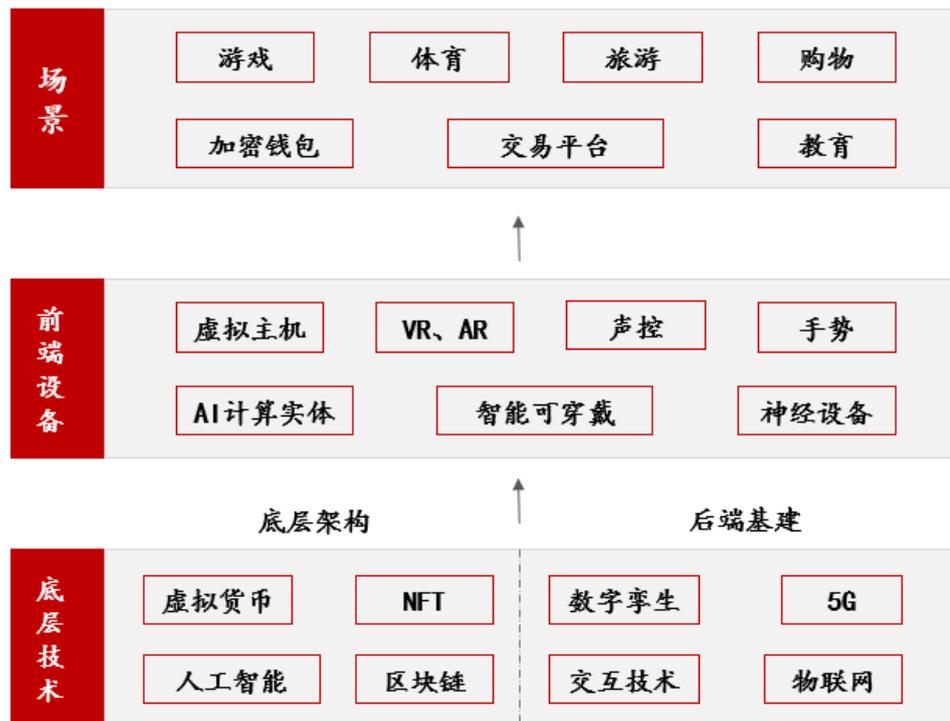
图表 15.元宇宙的七层架构



资料来源: Jon Radoff, 中银证券

从技术的角度看，元宇宙相关软硬件及各类技术能更好地服务于游戏发展。硬件设备是元宇宙中用户感知虚拟世界的基础，AR、VR、MR 和可穿戴设备都能很好地服务于游戏行业，同时游戏行业带来的需求拉动了相关硬件设备的发展，来自游戏行业的反馈也促进各类硬件设备的升级。纵观游戏行业的发展史，每一次技术设备的提升都给游戏内容的发展带来变革。VR/AR 等新的技术能够给游戏带来全新的交互体验，能够在游戏领域获得较好的商业化变现机遇。

图表 16.元宇宙生态



资料来源：《2020-2021 元宇宙发展研究报告》，中银证券

从发展阶段的角度看，元宇宙部分概念在游戏行业中已经展现。Roblox 定义中的元宇宙各项特征都在游戏领域初具雏形，例如虚拟身份、虚拟财产、社交、UGC 等。因此我们认为游戏内容是发展元宇宙的先驱，尤其在早期阶段会是用户适应元宇宙社会的体验场。

投资标的方面，主要关注现阶段游戏、社交方面行业巨头。元宇宙相关技术仍未全面成熟，这加大了基础软硬件制造类厂商面临的不确定性。短期以及中期元宇宙的主要参与方仍为游戏、内容平台，而元宇宙开发成本高昂中小企业难以进入赛道，唯有游戏、社交类巨头具备充分变现的实力。我们主要看好两类游戏公司：1) 具有庞大的 DAU 流量优势，用户量是构建元宇宙的基础；2) 拥有强大号召力的 IP，IP 内容是吸引用户进入元宇宙的重要因素。

上市公司标的上我们主要看好腾讯和网易。腾讯拥有全游戏生产链的布局，很多全球热门元宇宙企业背后都有腾讯的身影，如 Roblox、Epic Games 等，这不仅表明在元宇宙概念火热前，腾讯已前瞻性布局了相关产业，而且元宇宙的构想也与腾讯本身战略相契合。除此以外，腾讯具备强大的底层技术研发能力，在云计算、物联网等技术方面已有储备，有能力发挥自身全方位布局带来的协同效应。网易具有多项长生命周期的游戏 IP，且在游戏研发、运营方面的技术实力位处世界游戏厂商前列，我们预期网易将会是元宇宙时代内容 IP 生产的佼佼者。

图表 17.中国元宇宙相关企业发展潜力

厂商	类型	当前布局	企业背景	研发能力	规模	综合
腾讯	游戏+社交	★★★	★★★	★★★	★★★	★★★
网易	游戏	★	★★★	★★	★★★	★★
字节跳动	游戏+社交	★★	★★★	★★	★★★	★★★
米哈游	游戏	★★★	★★★	★★	★	★★
华为	底层技术	★	★★★	★★★	★★★	★

资料来源：头豹，中银证券

## 电商行业：细分领域充满机会，新业态蓬勃发展

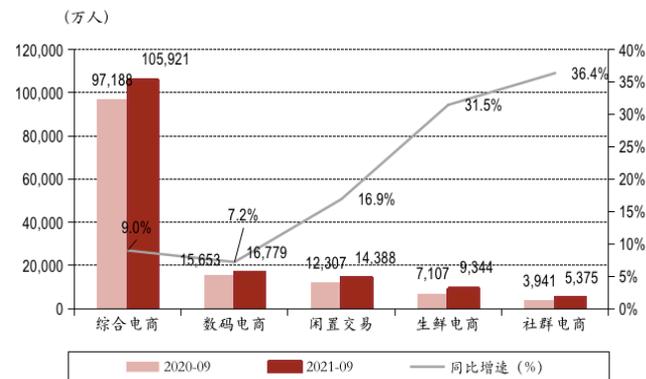
根据 QuestMobile 的数据显示，中国移动购物行业月度活跃用户（MAU）规模在 2021 年 9 月已经突破 11 亿人，同比增速为 7.6%，高于去年同期 2.9 个百分点。进入后疫情时代，中国电商行业虽然继续扩大其用户覆盖，但总体进入了稳定增长阶段。同时，部分电商业子领域，包括生鲜电商、社群电商等新形态则呈现出更快速的增长态势：2021 年 9 月，生鲜电商和社群电商的 MAU 同比增速分别达到了 31%/36%。

图表 18.中国移动购物 APP 月活规模



资料来源: QuestMobile, 中银证券

图表 19.生鲜电商和社群电商月活用户数快速增长

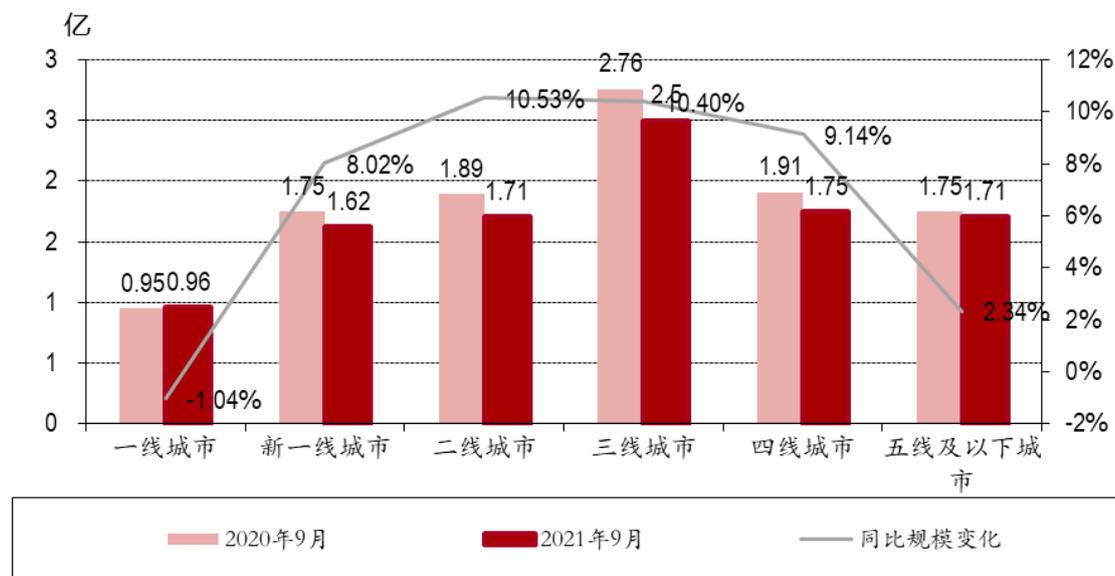


资料来源: QuestMobile, 中银证券

### 性价比电商深入广袤的下沉市场

下沉市场已成电商用户最大增量。根据中国互联网络信息中心的数据显示，截至 2020 年末，全国农村网络零售额已达到 1.79 万亿元，相比 2014 年增长近 994%。而 QuestMobile 统计也表明，中低线城市居民已经成为中国最主要的新增移动购物用户来源地。

图表 20.移动购物行业各等级城市用户月活规模 (亿)



资料来源: QuestMobile, 中银证券

目前淘宝、拼多多、京东等主流电商平台都根据自己平台的优势资源，开始了抢占下沉电商的竞争：淘宝具备强大的货品和售后管理，拼多多发展社交电商，京东物流 100%覆盖县一级城市等。但三四线城市、乡村等下沉市场的切入并不简单。中国的下沉市场区域广、当地供需结构复杂多样，消费人群的信息传播依赖社交圈，与一二线城市的电商发展路径有明显区别，因此需要电商企业深入了解下沉市场的特征，创造适应的运作模式。下沉市场用户在购买商品时与一二线城市用户有两个主要区别：1) 可支配时间较多，乐于挑选比价，时效性要求较弱；2) 信赖熟人社交，裂变效率高。我们认为，保证货品质量的淘宝特价版，与擅长社交电商的拼多多在下沉电商领域具有较强的竞争力。

2015 年，拼多多从农产品切入市场，以“拼单”的运营模式，通过微信流量在两周内获得近百万用户。拼多多依托微信生态建立起自带流量的社交电商平台，一方面解决了流量成本攀升的问题，一方面建构了强关系社交链条，消费者既是流量入口，又是流量分发渠道。而淘宝特价版于 2020 年 3 月上线，虽然在社交流量方面不及拼多多，但通过阿里巴巴 C2M 工厂直供的优势资源，为下沉市场带去了低价但有质量保证的产品，到 2020 年 12 月用户已破亿。

图表 21.淘特 VS 拼多多

	淘特	拼多多
品牌定位	为阿里在原有的淘宝聚划算项目基础之上，打造的 <b>超省钱购物 App</b>	以私域运营模式塑造品牌，定位为 <b>社交新电商领导者</b>
年度/月度活跃消费者数（截止 2021Q2）	年度活跃用户超 1.9 亿 月度活跃用户达 7000 万	年度活跃用户达到 8.5 亿 月度活跃用户达到 7.4 亿
单季度活跃消费者增速（2021Q2）	新增用户 4000 万	新增活跃用户 2600 万
网络下载排名（以 IOS 下载量为例）	排名购物类第五	排名购物类第一
亮点	推行“买贵必赔”活动，进一步提升用户留存时间及比价意愿 采取“先下单—后奖励”的活动，有效提高平台交易量 相比淘宝，有意识地降低售后及附加服务的比重，提高如现金红包等低价电商的存在感 保留淘宝对于商品细分度的传统，多个商品都有所属分类排行榜	由强社交关系链推行的拼购模式可引发熟人复购 搜索结果智能识别相关关键词，降低用户主动搜索难度 百亿补贴，高性价比电商品牌效应已完成用户心智的培养 整合已有供应链，利用子品牌“多多买菜”探索流量增量

资料来源：QuestMobile，淘宝特价版官网，中银证券

## 社区团购加强供应链管理，与现有零售渠道错位发展

社区团购的基本模式为“预售+次日达+自提”。中国地域广阔，不同地区和线城市之间的物流、供应链体系发展较不均衡，高频刚需的生鲜食品、日用品在流通过程中存在多级分销，终端消费者需要承担多层渠道的加价和商品损耗成本。社区团购通过团购、集采、预售三个环节，带来了三项成本的降低：流量成本、渠道加价成本、生鲜损耗成本。

社区团购经过了一段时间“跑马圈地”的激烈竞争，效率较低的企业逐步退出，留下美团、阿里巴巴、拼多多、京东等互联网巨头利用各自的平台优势开展有序竞争。我们认为，未来社区团购的核心竞争力在于加强供应链建设管理、提升履约能力，该业务对电商平台的战略意义在于抓住高频消费需求，提高低线城市用户渗透率，与现有零售渠道形成差异化发展。

## 行业大洗牌，竞争格局头部化

2021 年开始，社区团购行业面临加速洗牌，部分互联网企业逐步退出竞争。7 月，同程生活宣布破产；食享会的社区团购业务向社区零食便利店转型。8 月起，十荟团陆续关停多个城市的业务。9 月，美菜网曝出裁减人员、收缩业务的消息。但从互联网巨头的积极布局来看，社区团购模式并非失败，而是部分腰部企业加速出清，流量向头部平台集中。

图表 22.各巨头 2021 年持续布局社区电商赛道



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

根据湃动研究院，美团优选和多多买菜基本实现对全国 1-5 线城市全覆盖，且 5 线城市覆盖率接近 80%。新经销数据显示，2021 年 8 月，社区电商行业整体日销量约 8000 万件，其中美团优选和多多买菜均超过 2500 万件/日，各占比约 31%，处于第一梯队；阿里 MMC（后改名淘菜菜）、兴盛优选、京喜拼拼、橙心优选处于第二梯队。

阿里在社区团购上的布局较为谨慎，2021 年 3 月，阿里整合零售通、盒马集市成立 MMC（社区电商）部门，对外品牌为“盒马集市”和“淘宝买菜”。根据阿里 FY2022Q1 财报，2021 年 4-6 月社区电商 GMV 季度环比增长 200%。2021 年 9 月 14 日，阿里 MMC 事业群宣布整合“盒马集市和淘宝买菜，统一升级为新品牌“淘菜菜”。淘菜菜打通了阿里体系的各项资源：盒马、大润发、零售通、1688 及淘特、阿里数字农业的生产端供应链，以及淘宝和淘特的销售端用户流量。

## 政策监管不断加强，“烧钱大战”被禁止

社区团购的相对高性价比保证了其会受到消费者的持续关注，但是其以超高补贴方式获客起量的商业模式已经受到严格监管。2021 年第二季度前，社区团购平台往往都是采用烧钱打价格战策略：一方面向消费者发放优惠券的同时大幅降低产品零售价，价格不足市场价的 1/3，突破了成本价；另一方面向团长支付高额提成。而从 2020 年底到现在，主管部门针对社区团购低于成本价销售行为采取了逐步严格的管理措施。自 2021 年 5 月起，这种类似倾销的商业模式已经走不通了。

图表 23.社区团购政策监管不断加强

时间	事件
2020-12	国家市场监督管理总局在行政指导会提出了“九不得”，主要围绕低价倾销、大数据杀熟、商品品控等多方面，强调互联网平台企业要严格规范社区团购经营行为。
2021-3	国家市场监督管理总局对橙心优选、多多买菜、美团优选、十荟团、食享会等背后公司的不正当价格行为进行顶格罚款，共计处以罚款 650 万元。
2021-5	国家市场监督管理总局对十荟团再次作出行政处罚，罚款 150 万元，并责令“十荟团”平台江苏区域停业整顿 3 日。
2021-5	商务部等 12 部门再次发文，表示支持便利店、生鲜超市等进社区，建立健全社区团购准入规则。

资料来源：国家市场监督管理总局，商务部，中银证券

在这种强监管的背景下，我们认为未来社区团购企业将在两个方面重点发力：一个是消费端增效，提高产品客单价和复购率，这要求平台扩充高单价 SKU；一个是供应端降本，降低物流损耗、形成规模效应。

## 以供应链优化为核心，平台各显身手

社区团购大多数是高频消费、刚性需求的商品，包括生鲜、肉蛋、米面、个护等等，品类繁多，储存运输条件、供销特点各不相同，对社区团购平台供应链的建设和管理要求极高。除了深耕生鲜市场，各家巨头也在计划增加高单价商品，例如手机、电子产品、家具等。

实际上，无论是在消费端扩充 SKU 以此提升客单价还是在供应端降本，都要求平台在供应链方面投入更多资源：一方面需要加强冷链储存运输的建设布局；一方面需要与上游供应商、工厂端保持紧密关系。头部社区电商平台 2021 年来都在向供应链优化发力。

图表 24. 生鲜品类繁多，供应链整合任重道远

	蔬果	肉	海鲜水产	乳制品	禽蛋
主要产品	白菜、菠菜、苹果、西瓜等	猪肉、羊肉、牛肉等	鱼类、虾蟹类等	酸奶、鲜奶、冰激凌等	鸡蛋、鸭蛋、鹌鹑蛋等
储存条件	0-4℃ 20-30 天	0-3℃ 一周	-25~-19℃ 6-18 个月	0-3℃ 1-7 天	2-5℃ 40 天
产地分布	不同种类差别较大	猪肉聚集在四川、湖南、河南	沿海及湖北	集中在东部沿海地区及华东地区	河南、河北、山东等地为重点生产地区
收获周期	不同种类差别较大	畜类六个月 禽类三个月	通常夏季禁渔，秋冬为捕捞旺季	冬季牛奶产量较低，夏季较高	无明显周期

资料来源：艾瑞咨询，中银证券

**美团优选在三方面重点投入，提升运营效率。**美团优选目前的发展重点主要在团长、供应链和履约三个方面提升运营效率。1) 团长侧：增加团长在农村地区的覆盖率，采用差异化的运营策略激励团长，进一步提高团长效率。2) 供给侧：与供应商、品牌商建立更密切的联系，相关品类进行更直接地采购，会重点进行 SKU 优化和产品质量控制。3) 履约侧：扩大仓储物流网络规模，提高履约效率和商品质量。优化物流环节的运营，保证及时发货和配送，继续加强冷链能力。

**多多买菜具有供货方优势，提供高性价比农产品。**相比美团优选，多多买菜是社区团购的后入者，但早期通过激进的补贴和推进策略，快速占据了一定的用户市场。拼多多做农业电商起家，具有农产品源头直采的能力和资源，在生鲜布局上具有先天优势。未来发展来看，多多买菜的优势在于供货方：目前拼多多已经初步打造出一套高效的农产品物流体系，直连超过 1000 个农产区，带动超 1600 万农户参与。多多买菜与农业产区的紧密合作使得生鲜商品具备较高性价比。

**淘菜菜背靠强大的阿里生态，“一店多能”赋能社区小店。**阿里在供应链端打通了盒马、大润发、1688、淘特、阿里数字农业五大货源，淘菜菜完整对接了阿里积累的货源，商品 SKU 的广度与深度会有较强的保障。另外，与美团优选、多多买菜的团长制不同，阿里提出了“社区小店”概念：淘菜菜支持小店提供生鲜、百货、日杂等货品，以及收发快递服务。这种模式让小店具备完整的营销、售卖、仓储履约能力。根据虎嗅数据显示，截至 2021 年 5 月阿里零售通已覆盖小店 150 万家，未来阿里目标通过淘菜菜赋能 600 万社区小店。

**兴盛优选最早入局，未来或与京东形成线上线下融合。**兴盛优选 2014 年进入新零售电商领域，不断地通过模式摸索，2018 年终于确定了当前行业都采用的成熟模式：预售+自提，并完善了“中心仓-网格店-门店”三级供应链，是社区团购模式的先驱者。2020 年兴盛优选全平台 GMV 突破 300 亿元，在湖南等优势区域实现对下沉市场的深入覆盖。兴盛优选在 2020 年 12 月获京东 7 亿美元战略投资，与京喜品牌共同形成了京东面向下沉市场的新兴业务布局，未来兴盛或将与京东有更加紧密的合作，实现线上线下融合。

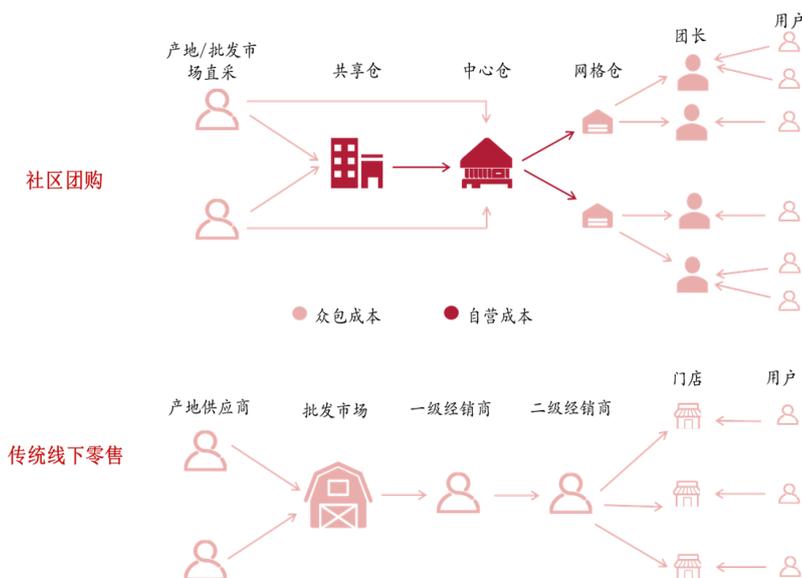
## 商业模式存在挑战，与原有零售渠道错位发展

对于社区团购未来的发展前景，我们认为它的战略意义应该是提升电商在细分零售品类的渗透率、拉动下沉市场用户群，与原有零售渠道错位发展。

目前社区团购用户粘性远达到期待值，而无法通过烧钱扩张、抢夺用户，平台若要建立起全品类认知需要更长周期的投入。行业目前面对的一个尴尬现状是如果扩充了 SKU，物流仓配跟不上；维持较少的 SKU 难以满足消费需求。美团优选 2021 年在全国大部分地区将 SKU 扩张至 1500 个，多多买菜也达到了 1000 个以上，兴盛优选在湖南达到了 2500 个以上，但这依然难以满足用户一站式购齐的需求。

由于供应链的优化，缩短了多层经销商的加价链条，社区电商所售产品的价格应低于线下零售门店，但高于自产自销的集贸市场。相比线下零售门店，例如超市、便利店，社区团购虽有价格优势但无 SKU 品类优势。因此，社区电商无法完全替代原有的零售消费场景，其用户群体特征偏向便捷性需求较高、价格中度敏感。社区团购可与现有农贸市场、线下超市并行发展、互为补充，形成各自稳定的客群受众和均衡市场。

图表 25.社区团购将与传统线下零售渠道并存



资料来源：MBA 智库，中银证券

我们建议关注美团和拼多多的社区团购业务。由于社区团购在较长周期内无法实现盈利，只有背靠互联网巨头的流量、资金和供应链优势才能够持续扩大用户基础，形成规模效应。而巨头本身也更加愿意在社区团购投入资源，占领生活服务细分市场，换取更强的用户粘性。美团优选继承了美团外卖和到店业务的精细运营和履约能力，供应链直采比例较高，仓储链条效率高。拼多多的多多买菜擅长源头供应商的资源整合，尤其在农贸产品上具有很强的先发优势。

## 新时代跨境电商正重塑我国出口贸易

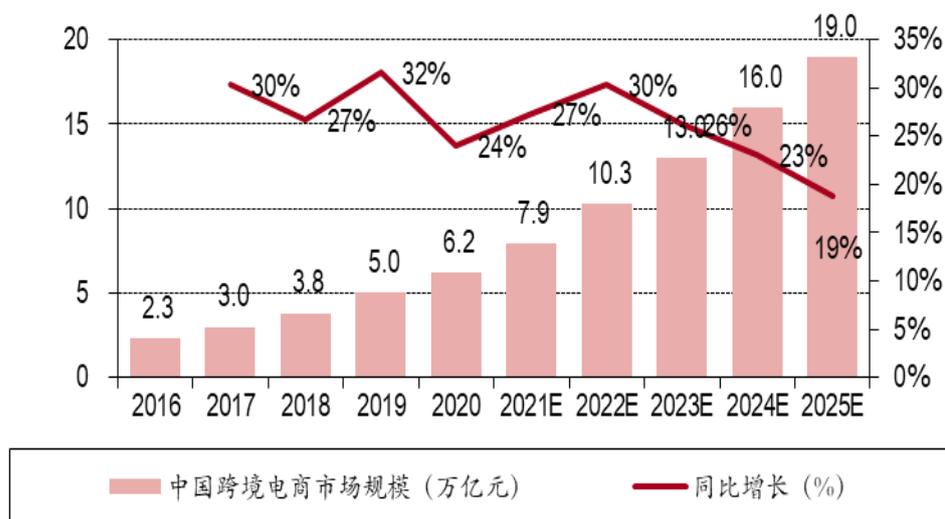
早期，以阿里巴巴为代表的少数中国企业通过互联网黄页对接海外卖家，以大宗商品销售为主。进入 2004 年后，互联网企业将线下交易、支付、物流等流程实现电子化，逐步实现在线交易平台，缩短了传统贸易的产业链。2013 年后，外贸电商集中转型，从传统的专注生产转变为打造品牌化出海，B2C 模式发展迅猛，大量中国企业在海外电商平台，乃至通过独立建站的模式，直接触达终端消费者，提升了对交易全链条的把控力度。

## 中国跨境电商规模高速增长

2020 年中国跨境出口电商市场规模达 6.2 万亿元，较 2019 年同比增长 32%。根据艾瑞预计，2020-2025 年行业复合增速将达 28.3%，到 2025 年中国跨境出口市场规模可达 19.0 万亿元。

一方面，跨境电商已成为出口外贸行业的重点新业态，占出口比重不断提升。根据艾瑞数据，2020 年中国跨境电商市场规模占进出口比已达到 19.2%，大量出口外贸企业已融入出境电商的供应链。另一方面，疫情后海外电商渗透率提升。根据 Euromonitor 数据，亚马逊 20Q2 网上商店及第三方卖家业务分别同比增长 48% 及 53%，美国在线电商渗透率由 2019 年的 15% 上升到 19.5%。而来源于中国的跨境电商，通过其强大的供应链能力，独特的营销策略及丰富的产品线备受海外买家青睐，整体跨境电商市场规模不断上升且增速维持高企。

图表 26. 2016-2025 年中国跨境电商市场规模及增长率（单位：万亿）

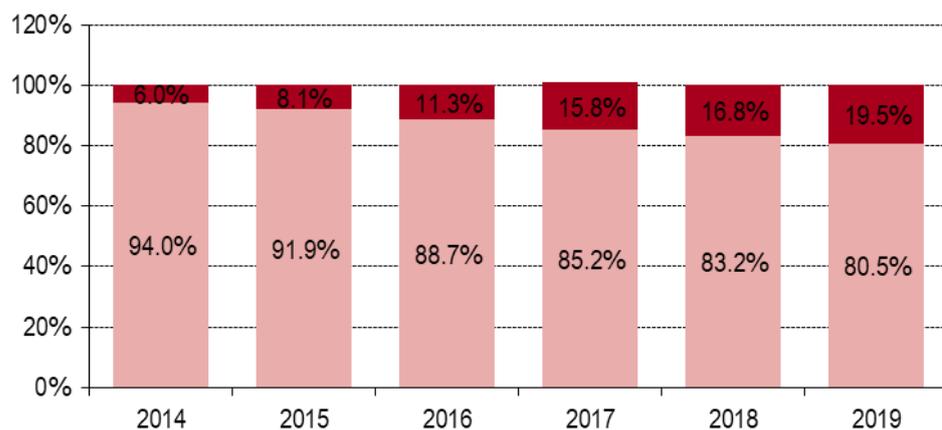


资料来源：艾瑞咨询，中银证券

## 平台型和自营型模式是未来发展重点

跨境的主要商业模式可以分为以下三类：平台型模式（B2B2C）、自营型模式（B2C）和分销平台模式（B2B）。现阶段我国大部分出口电商还是以 B2B 模式为主，但平台型和自营型模式发展很快。

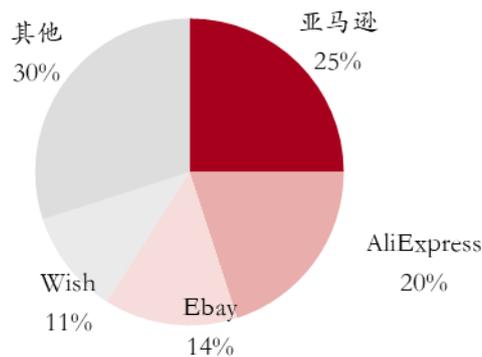
图表 27. 跨境出口电商中各模式占比情况（单位：%）



资料来源：中国电子商务研究中心，中银证券

平台型模式 (B2B2C) 主要依靠海外已有的电商平台, 如亚马逊、速卖通, 依靠成熟平台的流量优势、客户高粘性及营销、开店、物流体系迅速打开市场, 快速提升销售水平。根据跨境电商数据公司 Marketplace Pulse 的统计, 中国卖家在亚马逊美国站中所占比例已从 2019 年的 28% 上升至如今的 63%。而 2021 年 1 月份, 中国新卖家的占比达到所有新卖家的 75%。大量跨境电商的涌入导致第三方平台的引流成本大幅上升, 2020 年亚马逊广告的平均点击成本已由 0.85 美元上升到 1.2 美元, 对主要依靠第三方平台运营的跨境电商盈利水平带来较大影响。主要采取 B2B2C 销售模式的公司有安克创新、泽宝科技、有棵树、深圳易佰等。

图表 28. 2019 年跨境 B2C 最常使用的平台份额占比 (单位: %)

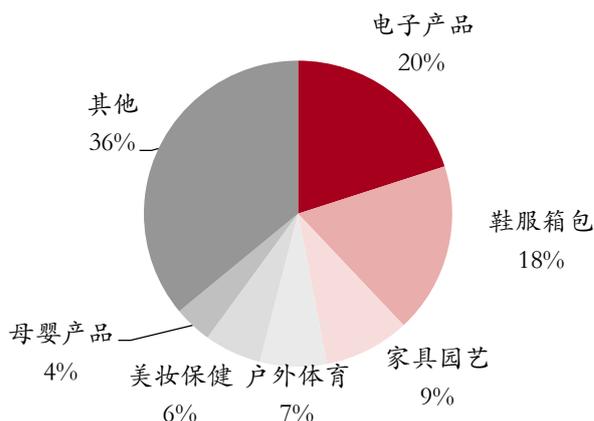


资料来源: IPC, 中银证券

自营模式 (B2C) 下, 卖家通过自建网站, 既是品牌方也是平台方, 负责 SKU 设计, 采购及组织生产, 平台搭建及运营, 销售和物流选择, 售后服务等全链条服务。区别于传统的出口贸易, 自营模式的价值链涉及从原材料/代工厂, 直到终端消费者。自营模式要求企业拥有大量的 SKU 及快速更新能力, 高效的供应链补充能力 (海外仓及国内端生产能力)。同时, 企业需要根据当地实际情况, 进行本地化的产品上新, 营销及运营, 故自营模式对公司综合能力要求最高。采用 B2C 模式的典型公司包括 ZAFUL, SHEIN, 环球易购等。

在 B2C 及 B2B2C 模式中, 针对终端用户的配送上主要采取两种模式: 1) 直邮模式; 2) 海外仓模式。直邮模式与国内快递类同, 商品直接从当地进口口岸通过 UPS 等快递网络发向用户地址。而海外仓模式则需要卖家建立海外仓库, 从当地仓库进行尾端配送。艾瑞咨询数据, 跨境电商物流中, 采用直邮模式的占比达到 60%, 海外仓模式占比为 40%。就具体销售产品而言, 主流品类包括电子产品、鞋服箱包、家具园艺等适合远距离国际物流配送, 且我国具有生产成本优势, 以及适合当地消费者偏好的产品。

图表 29.跨境电商出口额品类占比 (单位: %)



资料来源: Kantar Research, 中银证券

分销平台模式 (B2B) 电商的基础职能是促成交易, 在为供需双方提供商品信息、广告宣传及在线交易服务的基础上, 将更多交易服务外的相关产业, 如仓储物流、推广营销、供应链金融等增值创新服务整合到以平台为核心的贸易活动中。由于 B2B 模式无法触及终端用户, 故主要承载出口商中介的作用, 对终端渠道的客户服务、产品反馈等覆盖较少, 目前 B2B 整体在出口电商的占比也逐年下降。采用 B2B 模式的典型公司包括敦煌网, 阿里巴巴国际站等。

### 建议关注 B2C 电商平台 SHEIN

SHEIN 成立于 2014 年, 是一家集合设计、生产和销售的跨境 B2C 电商平台, 主要聚焦快时尚产品, 以高周转、快交付、高性价比、高度本土化著称。SHEIN 生产供应端构建了自有的设计师团队, 与国内的完整制造供应链厂商保持密切合作, 销售端利用自有网站及客服直接接触客户, 形成了 C2M 的生产组织模式, 实现高频快速地翻新 SKU, 能够快速响应并占领市场。财务方面, 至 2020 年公司营收 6 年实现 100% 增长, 达到近百亿美元, 运营利润率在 8% 左右, 净利率在 4.2%, 估值已经超过 3000 亿元。

SHEIN 拥有高敏捷度的供应链体系支撑 C2M 策略有效落地, 通过高性价比的产品推动品牌力持续输出抢占客户心智。供应链方面来看, 由于 SHEIN 需求稳定, 回款速度快, 库存风险低, 国内大量中小服装代工厂以进入 SHEIN 供应链为目标, SHEIN 在供给端拥有较强定价话语权, 建立成本优势。同时, SHEIN 投入资金开发数字化 MES 全程订单追踪系统, 推动小单快返模式最大限度帮助公司控制库存压力, 确定爆款产品后再大幅提升出货量, 最大化提升生产转化效率。需求端方面, SHEIN 以大数据搜集时尚元素, 颠覆传统快时尚品牌拆解时装秀元素的策略, 在需求捕捉、设计、制造、上线、运输等效率均优于同业竞争者。SHEIN 产品价格显著低于如 ZARA, 优衣库等快时尚品牌且 SKU 数量及翻新速度大幅领先, 配合 KOL, KOC 等新营销手段精准识别海外目标用户群体, 培养高频率低客单价消费习惯。

SHEIN 在海外利用高度本土化的定制策略, 最大限度帮助公司探索并满足当地客户需求。物流端方面, SHEIN 以国内中心仓为核心, 打造海外中转仓及运营仓, 负责辐射区域的配送及退货, 高效结合国内运输效率以及海外建仓所带来的可触达性。生产运营端, 公司设计师、运营、售后团队高度本土化, 针对文化差异匹配设计不同国家的网站及 SKU, 如北美地区基本以短裙作为网页门面, 而中东地区则偏向于选择保守长裙为主打款。营销端, SHEIN 嫁接国内成熟的晒单、互动、社群运营经验进行多渠道营销, 借助海外社媒红利快速转化用户至自有独立站, 强化了消费者对 SHEIN 品牌的认知。

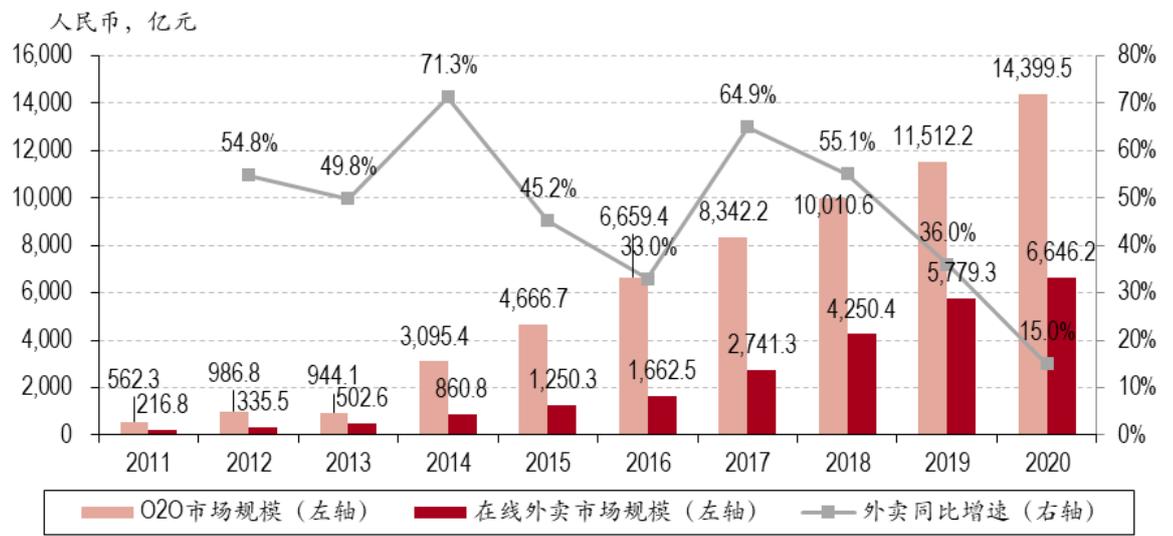
### 行业及公司风险

- 海外线上消费需求回落风险：受疫情短期海外线上购物渗透率上升，中长期可能降温；传统线下商店开放后，如服装、电子产品等实体消费需求回暖，导致电商需求降低及收入下降。
- 第三方电商平台运营风险加剧：近期亚马逊平台上开展大规模“封号行动”，部分企业因涉嫌虚假评论导致卖家店铺被封停，若后续来自外部平台的不可控风险加剧，则可能严重破坏 B2B2C 的商业模式。
- 营销费用过度上升风险：自建平台需要通过 FB, Google 等平台进行营销投放，而第三方平台的营销服务等费率也在逐步上升。海外获取流量成本过度上升会对公司利润产生不利影响。
- 进口国关税及汇率波动风险：进口国对重点货物的关税提升会加大对中国出口产品征税力度；另一方面，人民币汇率大幅波动会导致企业汇兑损益风险。

## 生活服务：行业扩张继续，竞争格局稳定

中国在线生活服务行业在 2021 年继续保持稳健扩张。根据艾媒咨询相关数据显示，中国 O2O 市场规模在 2020 年达到人民币 14,400 亿元左右。尽管受到疫情的影响，作为生活服务行业最大的子板块，中国在线外卖市场规模在 2020 年仍上升至人民币 6,646.2 亿元，同比增长 15.0%。

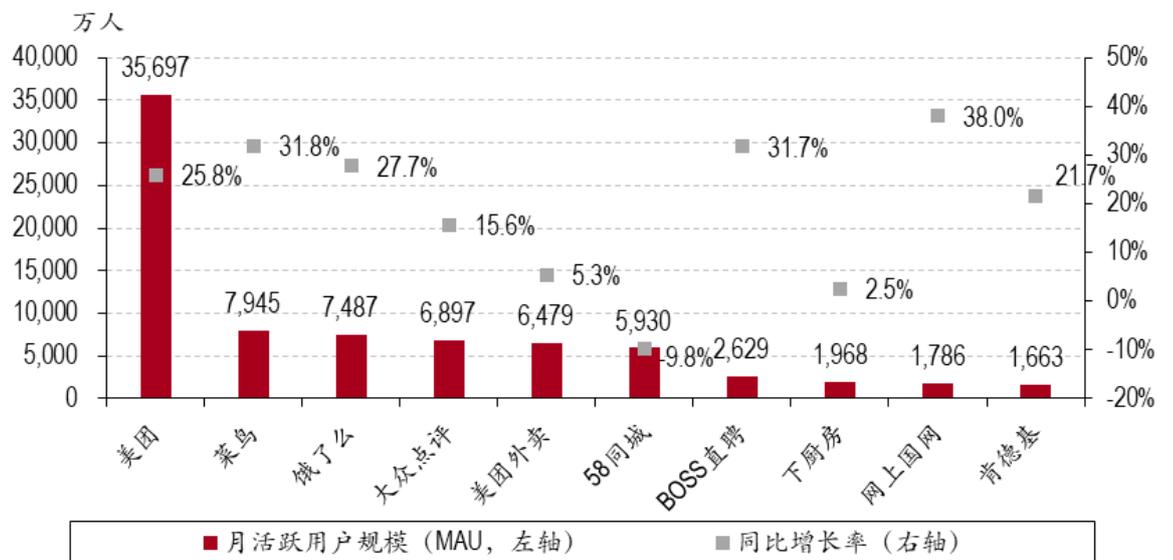
图表 30. 中国 O2O 和在线外卖市场规模



资料来源：艾媒咨询，中银证券

尽管中国互联网整体用户增长已经明显放缓，但是中国生活服务行业的移动互联网用户渗透率仍在稳健上升中。根据 QuestMobile 数据显示，在 2021 年 9 月，生活服务前 3 大 App：美团、菜鸟和饿了么的 MAU 同比增速维持在 25% 之上的水平，显示出仍较为强劲增长势头。

图表 31. 2021 年 9 月中国生活服务前 10 大 (以 MAU 计) App 的月活跃用户规模和同比增速

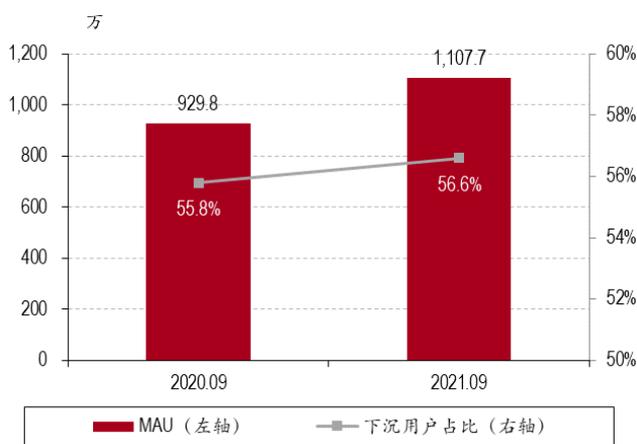


资料来源：QuestMobile，中银证券

注：图表中生活服务包括本地生活、快递物流、外卖服务、分类信息、求职招聘、美食菜谱等细分板块

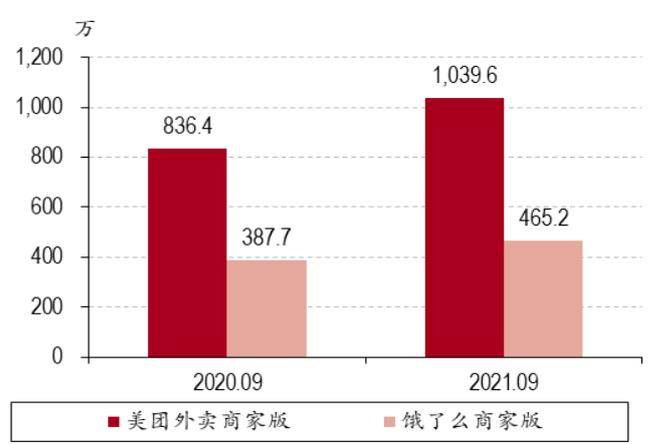
增长趋势不仅体现在消费者用户端，也反映在商用户端。根据 QuestMobile 数据显示，主要外卖商家端的去重月活跃用户数在 2021 年 9 月的同比增速为 19.1%，MAU 超过 1100 万。其中，美团和饿了么的在 9 月的同比增速分别为 24.3% 和 20.0%；下沉市场商户占比也稳步提升。

图表 32. 外卖商家端月活跃用户规模和下沉渗透率



资料来源: QuestMobile, 中银证券

图表 33. 主要外卖商家 App 月活跃用户



资料来源: QuestMobile, 中银证券

## 生活服务行业竞争格局稳定

在 2021 年二季度，美团的外卖订单量同比大增 59%，达到 35.4 亿单；同时，以饿了么为主的阿里本地生活订单数量则同比增长 50%。从各方面订单、商户覆盖和用户数等多项指标来看，美团总体维持了在外卖板块的强势地位；而饿了么在过去几个季度则基本维持其追随态势，虽未掉队，但其市场份额也未有实质扩大趋势。

另外，其它大型流量平台正在其平台中积极布局生活服务功能。抖音在 2021 年 7 月开始内测了“心动外卖”功能。由于抖音本身在履约能力建设上仍明显落后主要生活服务和电商平台，因此我们认为，在一定时间内，抖音在外卖和其它生活服务功能上以聚合用户及商户流量为主。我们预计，类似于其电商业务，抖音平台生活服务将从效果营销角度作为切入点，以低成本高品效来吸引商家入住，并通过线上线下服务结合将消费者纳入营销闭环中。不过由于履约能力和线下商户覆盖离两家行业龙头差距巨大，我们不认为抖音在中短期内对美团或阿里巴巴生活服务（饿了么为主）产生实质威胁。

随着针对美团过往滥用市场支持地位行为的罚款落地，在未来 2-3 年内，生活服务平台所面临的主要政策方面挑战主要包括：i) 灵活用工人员社保及工伤保险等劳动权益；以及 ii) 个人信息保护及数据安全新要求。我们认为，这些挑战并不对生活服务平台的商业模式产生实质影响，在中短期内对美团及其它生活服务平台带来的财务压力也完全可控，同时有利于平台的中长期发展。

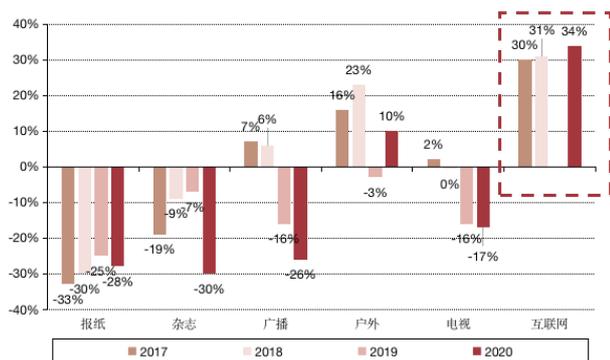
**展望 2022 年，我们认为，包括外卖在内的中国在线生活服务行业仍将维持相对强劲的增长态势。**主要的增长推动因素包括：1) 消费者对生活服务消费心智继续从线下迁移到线上；2) 社区团购等各类服务深入下沉市场带来一批新用户；和 i3) 商产品类及数量覆盖继续上升。我们预计，美团在 2022 年仍将保持在线生活服务行业内的强势龙头地位。**我们建议投资者密切关注美团与生活服务相关的运营和财务数据，特别是利润率等。**

## 视频营销：视频广告品效合一，线下梯媒份额提升

### 长视频广告空间受限；中短视频营销、直播带货空间广阔

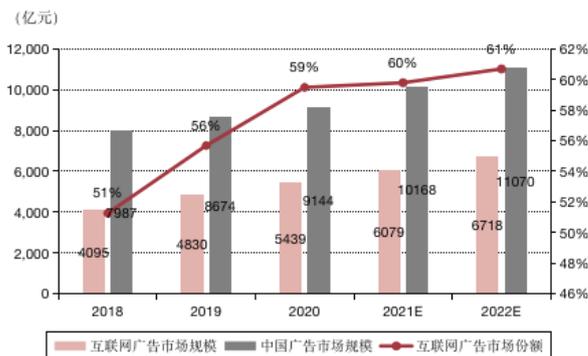
传统广告刊例花费增速不断下降，互联网广告市场份额稳步提升，未来增长空间广阔。随着市场经济与科技创新的发展，广告形态也经历了以广播、电视为主要媒介的传统广告到互联网广告的演进。互联网广告已成为企业数字营销的重要手段，根据 GroupM 数据，在刊例花费上，2017-2020 年传统广告刊例费用增速不断下降，其中报纸、杂志刊例费用增速 5 年间均为负，并且下降幅度不断扩大；广播、电视广告刊例费用也呈大幅下降趋势，互联网广告刊例花费同比增速则不断提高，2020 年达 34%。互联网广告市场规模也不断扩张，份额逐年稳定提升。QuestMobile 数据显示，2018-2020 年互联网广告市场规模 CAGR 15.3%，2020 年互联网广告市场份额达 59.5%。2020-2022 年互联网广告市场规模以 CAGR 11.1% 的增速扩张，市场份额在 2021 年将提高至 61%，未来仍有增长空间。

图表 34.各渠道广告刊例花费同比增速



资料来源：GroupM，中银证券

图表 35.互联网广告市场规模及市场份额

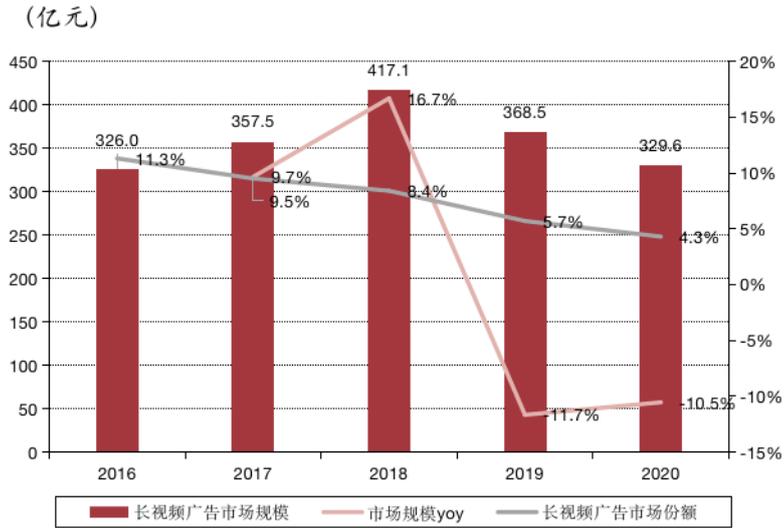


资料来源：QuestMobile，中银证券

与传统广告类似，互联网广告依托于各种内容形式进行分发。过去文字和图片是承载互联网信息的主流形式，随着 4G 网络普及度的快速提升，内容视频化的趋势不断加深。我们认为视频产业是目前互联网营销的主阵地，尤其是中短视频广告、直播带货在未来仍有强劲的增长动力。

长视频会员变现超过广告收入，广告发展空间较局限。长视频广告发展空间则相对受限：2019、2020 年长视频广告市场规模增速显著下跌，分别为-11.7%、-10.5%；市场份额也持续缩减，从 2016 年 11.3% 缩窄至 2020 年 4.3%，艾瑞咨询预测 2022 年长视频广告市场占比将继续下降至 3.3%。相较于短视频广告迎合用户娱乐碎片化的“短”和“快”，长视频内容时长较长，对追求连续性内容体验的用户来说广告容忍度较低，会员跳过广告服务压缩广告空间；植入、冠名赞助等广告形式不受会员付费影响，但与内容高度相关，且库存相对有限，长视频广告业务发展整体较为受限。因此我们认为，视频产业在营销变现上的增长主要来自于中短视频和直播带货领域。

图表 36.长视频市场规模及份额

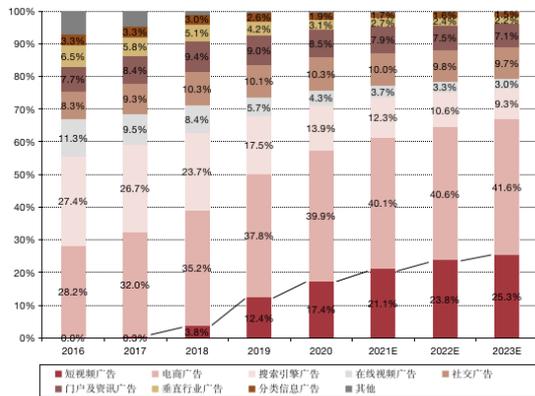


资料来源：艾瑞咨询，中银证券

### 中短视频具备流量和广告形式优势，满足品效合一需求

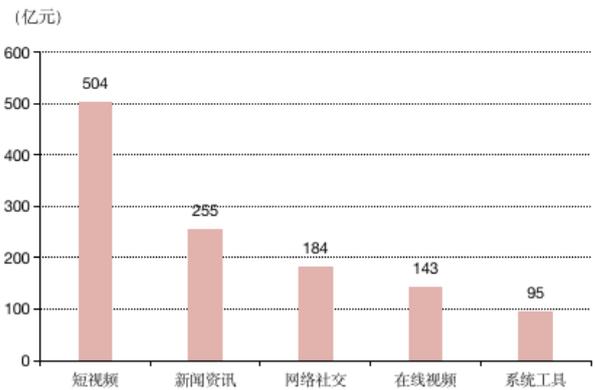
短视频广告占据网络广告市场首位，成数字营销新兴渠道。在互联网广告市场细分结构里，短视频一经爆发增长，便以其独有优势迅速成为广告投放新兴媒介，市场占比稳固扩张，于 2020 年以 17.4% 的市场份额超越搜索引擎广告成为仅次于电商广告的第二大广告类型，艾瑞咨询预测未来三年市场占比不断提高，2023 年达 25.3%。2021 上半年，在媒介行业的互联网广告收入中，短视频也以遥遥领先的优势占据收入首位。

图表 37.中国不同媒体类型网络广告市场份额



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

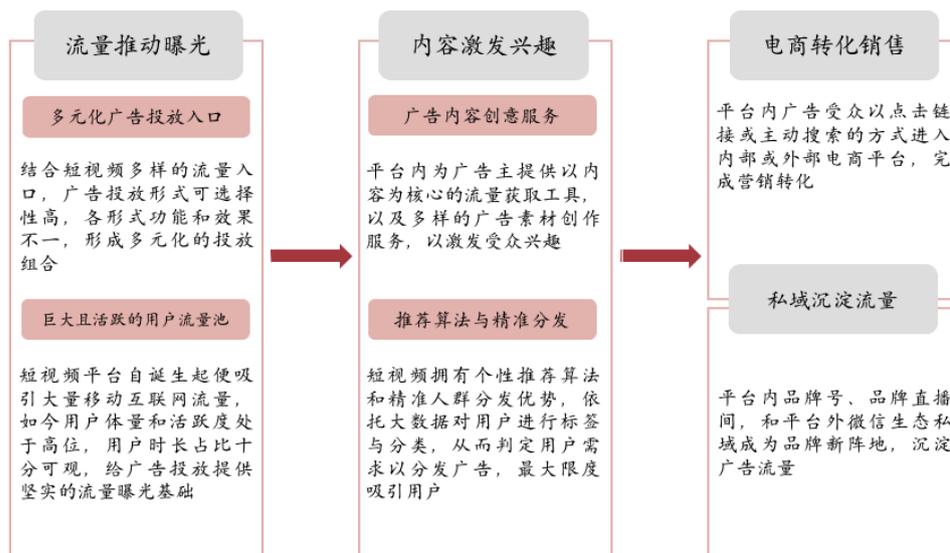
图表 38. 2021 上半年媒介行业广告收入 TOP5



资料来源：QuestMobile，中银证券

流量与算法双重优势，广告类型多样，具备品效合一价值。短视频用户规模和活跃渗透率高，用户使用时间长（根据 QuestMobile 数据显示，2021 年 6 月短视频整体 MAU 9.05 亿，活跃渗透率 6.2%，2021Q1 人均使用时长占比第一），积累大量用户数据，一方面使广告投放具有广泛的受众，另一方面使个性化推荐算法能向受众精准推送广告，提高转化率，赋予短视频平台在广告业务上的高议价能力。除了流量和算法优势外，短视频广告的库存形式较为多样，信息流、展示类、KOL 营销、原生账号、流量购买等丰富的广告类型，满足广告主的品牌宣传和效果目标，短视频广告具备较高的品效合一价值。

图表 39.短视频广告营销链路



资料来源：CTR《短视频全链路营销白皮书》，中银证券

短期来看，尽管 2021 年 Q3/Q4 乃至到 2022 年的上半年，我们认为由于整体消费比较疲软，品牌商的广告投放预算预期有所收缩；另外政策监管的常态化也使得开屏等广告形式库存位受到限制，但整体来看具备流量和广告形式优势的平台广告收入仍然会较为稳定，行业整体向头部集中。我们建议关注快手和 B 站在广告业务上的增长潜力。

头部效应明显，快手加速广告布局，是公司营收主要驱动力。短视频广告头部效应显著，根据 QM 数据，2021 年 Q1 与 Q2 主要互联网媒体的信息流广告收入中，抖音分别以 27.7%、29.2% 的占比连续位列第一，高出与第二名资讯类平台今日头条 3.1pct、4.7pct。另一头部短视频平台快手位列第四，次于社交平台微信。搜索引擎与长视频平台则占据剩余席位。

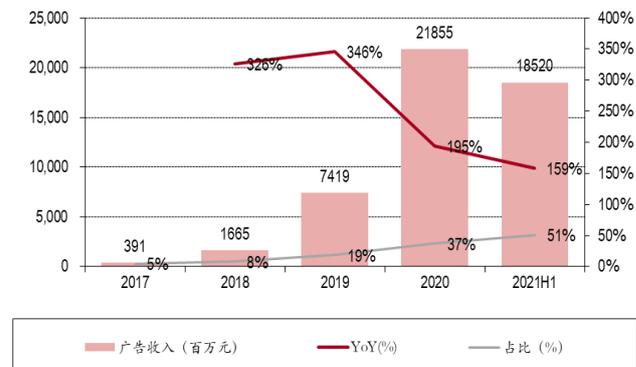
快手的广告商业化飞速发展。2019 年快手将营销平台升级为磁力引擎，将人、内容与流量全面打通，形成覆盖站外广告主与站内原生账号的广告生态。线上营销服务收入不断提高，2021H1 广告收入同比增长 156%，达到 100 亿元；收入占比 52%，超过直播收入及其他服务收入。

图表 40.媒介互联网广告收入占比



资料来源：QuestMobile，中银证券  
注：仅包括信息流广告

图表 41.快手广告收入高速增长



资料来源：公司公告，中银证券

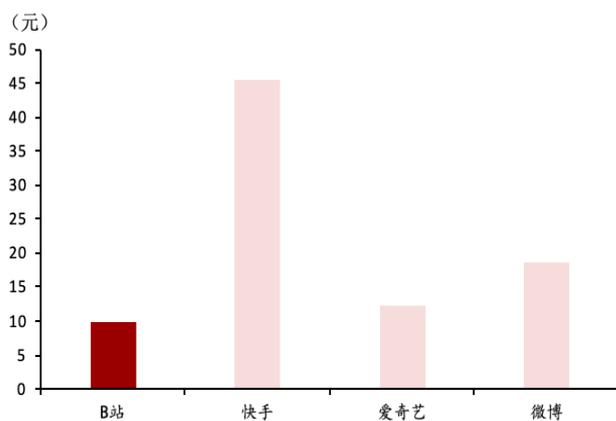
中视频平台 B 站具有独特的社区营销价值。哔哩哔哩是目前中国年轻人的主要内容消费场域和自我表达阵地，随着 95 后逐渐成长为中国消费的主力一代，品牌紧抓趋势进入哔哩哔哩。此外，鉴于 UP 主通过视频内容与用户建立信任感和价值认同，更了解用户的喜好，因此 UP 主能更好地实现品牌文化传达，实现信任度的转化。为对接品牌和用户，哔哩哔哩已经形成完整的营销方案，结合品牌广告、效果广告和原生广告形式，达成品效合一的广告目标。2018-2020 年，哔哩哔哩广告收入为 4.63 亿元、8.17 亿元、18.43 亿元，年化增速分别达到 191%、76%和 126%。

图表 42.哔哩哔哩各类广告形式



资料来源：哔哩哔哩招股说明书，中银证券

图表 43.2020 年 B 站单用户广告收入与主要视频平台对比

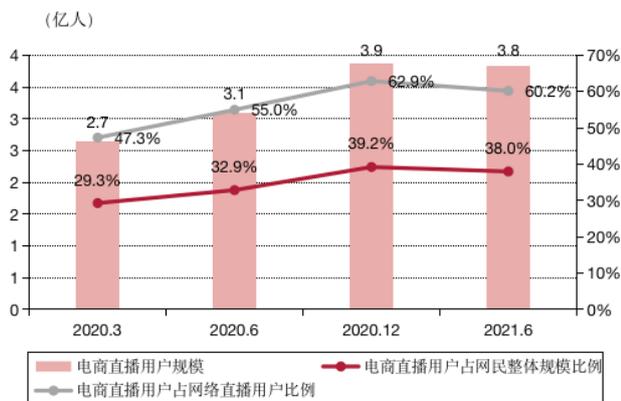


资料来源：公司公告，中银证券

### 直播电商加速品效转化，增长空间广阔

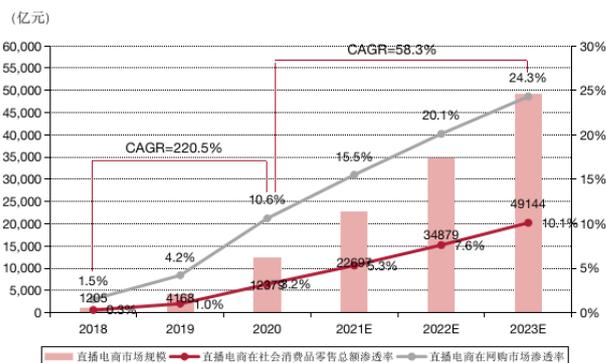
直播电商规模高速增长，未来增长空间广阔。截至 2021 年 6 月，直播电商用户规模达 3.8 亿人，同比增长 7524 万人，占网络直播用户比例 60.2%，成为网络直播中用户体量最大的细分类别，占总体网民比例 38%。直播电商市场规模在 2018-2020 年间 CAGR 达到 220.5%，扩张迅速，艾瑞咨询预计 2020-2023 年直播电商市场 CAGR 可达 58.3%，将在 2023 年增长到近 5 万亿元；市场渗透率逐年稳固提高，2020 年 10.6%，未来提升空间广阔。

图表 44.直播电商用户规模



资料来源：CNNIC，中银证券

图表 45.直播电商市场规模及渗透率



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

直播电商相比传统电商具备明显的营销效果优势。直播电商在人、货、场上都对传统电商进行了升级：

- 1) **缩短供应链，直接触达用户。**直播电商通过直播仓/前置仓直接触达消费者，减少信息差，供货速度快、出货价格低，库存清理灵活且及时。
- 2) **商品展示方式升级，转化率更高。**直播电商采用直播这一更形象、更直观的方式，为消费者提供身临其境般的沉浸式用户体验，同时增添实时互动功能，缩短消费者反馈时间，让主播随时掌握观看用户的选择倾向，微调营销策略，进而提高转化率。

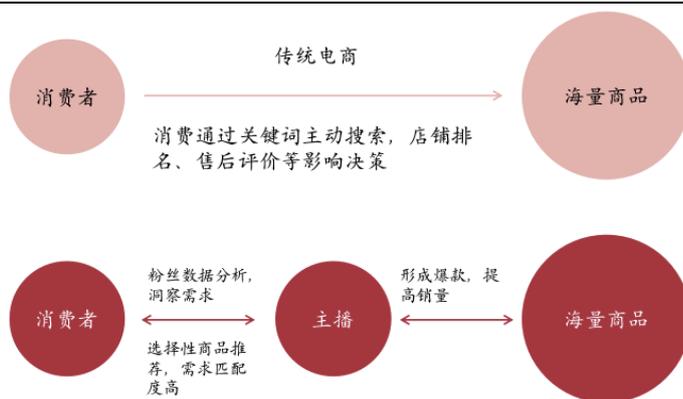
图表 46.不同商品展示形式下的转化率

展示形式	下单转化率(%)
图文	0.5
短视频	1.5
直播	4.3

资料来源：艾瑞咨询，中银证券

- 3) **基于账号粉丝的数据分析，提高供需匹配度。**传统货架式电商需要用户通过关键词搜索、店铺排名、商品评价等来寻求期望购买的商品，商家处于被动地位；直播电商可以利用大数据通过分析粉丝的兴趣习惯，投流买量更加精准，提高粉丝黏性的同时拓展品牌销量。商家或主播还能够通过短视频进行前期引流，为直播造势。

图表 47.直播电商 VS 传统电商供需匹配过程



资料来源：京东物流战略与创新研究院，中银证券

**短视频平台是直播电商转化路径的重要枢纽，加速品牌效应转化。**无论品牌选择达人播还是自播，要实现从消费者引流到直播间购买的转化，都要途经以短视频为代表的渠道平台。短视频以巨大的流量池优势、用户使用时长优势，以及算法匹配工具，帮助增强了直播带货的品效。

**直播电商未来发展：抓住非确定性需求，有望抢夺半确定性需求。**消费者需求可分为确定性需求、半确定性需求与非确定性需求。需求确定下，消费者对购买什么种类、具有什么特征的东西十分肯定，该类需求由传统货架式电商满足；直播电商主要满足非确定性需求：买什么商品是不确定的，进了直播间，因为主播的营销才产生了购买欲望；半确定性需求目前主要由线下和综合电商平台满足，用户“边逛边买”。半确定性需求是一个很大的增量市场，直播电商未来如果做到数据结构化，打造“直播步行街”，给消费者营造线下边逛边买的体验感，有望抢夺半确定性需求。

图表 48. 消费者需求分类



资料来源：36k 对快手电商负责人余双专访，中银证券

**建议关注快手打造“信任电商”，强化私域优势。**短视频平台最初与第三方电商合作，消费者通过链接跳转到第三方完成消费的转化。目前各短视频 app 均自建商城，构建直播电商闭环。2020 年抖音直播 GMV 超过 5000 亿元，较 2019 年增长超 300%。快手 2020 年电商 GMV 约 3800 亿元，2021 年 GMV 目标为 6500 亿元，同比增长约 70%。各平台现阶段佣金率还较低，快手综合佣金率在 1% 左右，远低于成熟电商平台的 3%-4%，直播电商的变现收入尚有较大的增长空间。

快手坚持营造去中心化、强社交的良好社区氛围，用户与主播之间建立以“极致信任”为核心，“以人带货”为模式的信任电商生态。目前快手采取“双管齐下”的战略建设信任电商：一是借助商家或者主播在平台私域与粉丝建立的信任关系，筑牢私域信任电商的竞争优势；二是加强品牌化，通过品牌效应建立用户平台商品和服务的信任，以开发公域电商价值。

图表 49. 2020 年中国主要直播电商平台商品成交总额

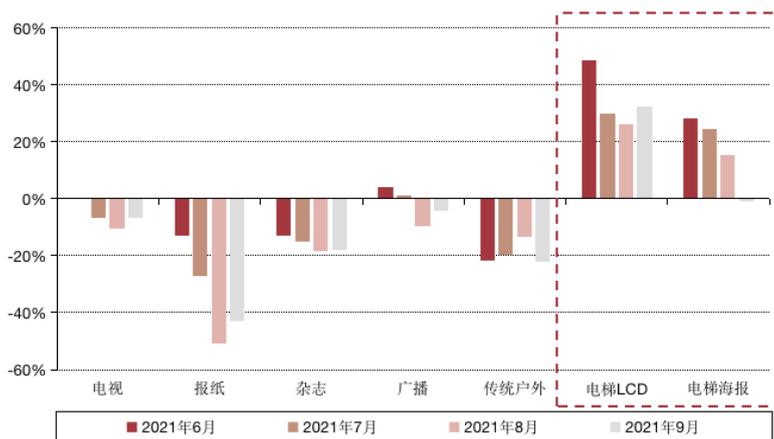


资料来源：艾媒咨询，中银证券

### 线下广告：梯媒市场份额持续提升，分众传媒引领新消费广告分发

梯媒不断获取其他渠道广告份额，刊例花费同比正增长。2021 年 6 月-9 月，梯媒是细分渠道下刊例花费唯一连续同比正增长的广告渠道，2021 年 9 月电梯 LCD 花费同比增长 32.6%，电梯海报则基本维持不变；电视、报纸、杂志、传统户外广告刊例花费下降趋势明显，线下广告市场份额不断被梯媒获取。

图表 50.各渠道广告刊例花费同比变化



资料来源: CTR, 中银证券

梯媒成新消费品牌分发品牌广告的重要渠道。随着互联网红利殆尽, 效果广告流量获取成本越来越高昂, 买量投流的 ROI 预期有所下滑; 同时, 新消费品牌在开始塑造品牌形象的初期都会非常注重品牌广告的分发, 抢占用户心智。梯媒作为品牌广告投放的重要渠道, 高覆盖、高触达、低干扰, 成为新消费品牌宣传的重要媒介。

图表 51.2021 年 6 月-9 月电梯 LCD 广告花费 TOP15

排名	6月	7月	8月	9月
1	蒙牛	妙飞	黑白调	瓜子二手车
2	林清轩	元气森林	妙飞	ULIKE
3	天猫	唱吧	开课吧	认养一头牛
4	苏宁易购	农夫山泉	唱吧	汤臣倍健
5	东鹏	贝拉米	贝拉米	唱吧
6	农夫山泉	智联招聘	元气森林	君乐宝
7	纽西之谜	安踏	花西子	妙飞
8	京东	康恩贝	洽洽	洽洽
9	妙可蓝多	蒙牛	泸州	货拉拉
10	雪花	东鹏	农夫山泉	剑南春
11	SKG	58同城	云米	膜法世家
12	润百颜	小天才	安踏	加多宝
13	伊利	花西子	简爱	伊利
14	团油	林清轩	支付宝	泸州
15	九牧王	美团	剑南春	极米

资料来源: CTR, 中银证券

注: 红色填充表格代表新消费品牌

梯媒市场进入良性竞争阶段, 分众传媒优势明显。作为梯媒行业头部公司的分众传媒和新潮传媒, 对点位的竞争趋于缓和, 双方已经停止 18-19 年烧钱抢客户的恶性竞争打法, 而是基于各自低重合率的点位 (低于 10%), 面向不同群体进行角色定位: 分众电梯海报与联播网体量庞大, 新潮则主打电子屏。整体来看, 分众传媒优势明显:

1) 市场覆盖率更广, 点位质量较高, 具有规模效应。分众较早入局梯媒市场, 2021H1 梯媒已覆盖近 100 个国内城市, 总点位超过 300 万, 规模效应可观。并且分众点位较多集中在一二线城市的中心商圈、商业写字楼, 点位质量较高。2021H1 分众毛利率高达 70%, 由于规模效应, 分众成本控制及议价能力更强。

2) **新消费品牌客户成功拓展，客户结构优化。**分众已切入到以消费品为主导的赛道中，1H21 公司消费品客户占比达 39%，是占比最大的客户品类。由于分众的点位分布偏向一二线城市的商圈、写字楼，与新消费品的目标人群更加匹配，因此分众占新消费品头部客户的投放预算更高。从食品饮料类的元气森林、良品铺子、自嗨锅，美妆护肤类的完美日记、花西子、林清轩，到服饰类的 Ubras，均选择分众。

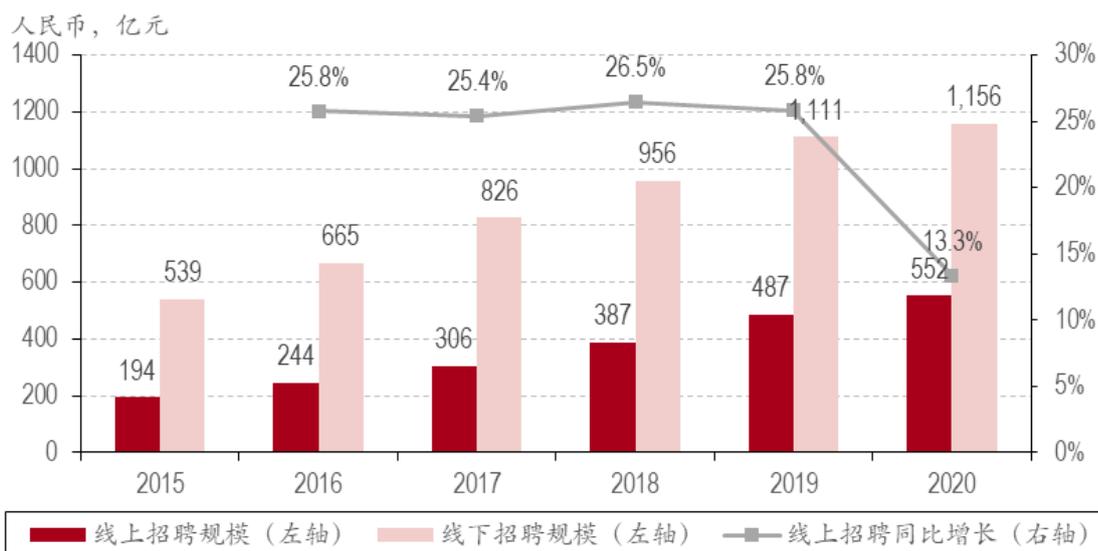
3) **布局海外市场，长期盈利性可观。**截止 2021 年 7 月，分众已覆盖海外 30 多个城市，主要国家包括韩国、新加坡、印尼、泰国等，其中韩国、新加坡市场已经实现盈利，公司预计 2021 年收入将分别超过 3 亿元和 1 亿元。长期来看，海外业务具有盈亏平衡及较强的获利能力。公司 11 月 4 日宣布计划发行境外上市外资股（H 股）并申请在香港联合交易所有限公司主板挂牌上市，我们认为此次发行融资将为公司后续的海外发展提供更多资金扶持。

## 在线招聘：多重因素推动线上化进程

伴随着传统产业结构转型和互联网等新兴业态的兴起，以及各业对人才的需求日益增长，**在线招聘具备快速高效、覆盖群体广泛等优势逐渐受到各类企业的重视**。企业可以从中获得大量求职者的信息，进行远程面试，而求职者则可以根据行业、专业等筛选职位，由此行业内的信息不对称性大幅降低。尤其是疫情之下，线下招聘渠道关停，在线招聘可系统化、流程化地解决企业的新增招聘需求，企业和求职者在线完成信息发布（简历提交）—双向选择—笔试—面试—入职等步骤。

目前，中国在线招聘的市场规模仍然较小。2020年中国线上招聘市场规模为552亿，近5年复合增长率达到23.3%。相比之下，2020年中国线下招聘市场规模为1156亿元，近5年复合年增长率为16.5%。可见，线下招聘市场占据着中国招聘模式的主流，但在线招聘有望实现赶超。

图表 52. 中国在线和线下招聘市场规模



资料来源：国家统计局，智研咨询，中银证券

### 行业由多种因素驱动增长

在线招聘市场的主要发展驱动因素包括：

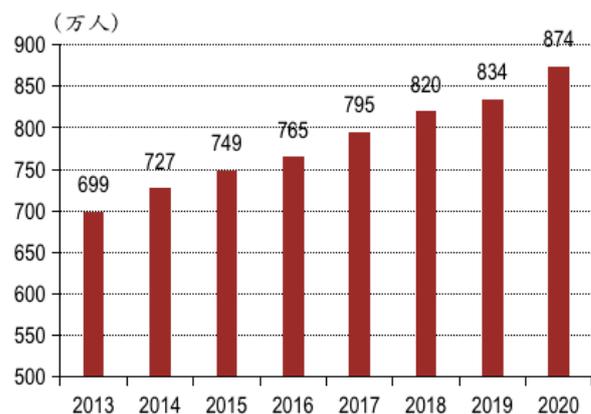
- **高校毕业生与城镇人口攀升，在线招聘平台成为促就业的关键手段。**随着我国高校扩招和高等教育的进步，高校毕业生数量逐年增长。2021年毕业生数量再创新高，将达到909万人。作为互联网中成长的一代，毕业生是在线招聘服务的主力军。此外，在经济发展和城镇化的推动下，国内城镇就业人口总量呈现逐年上涨的趋势，为就业市场贡献近60%的劳动力。高校毕业生潮叠加城镇化率所引致的就业将持续为在线招聘打开需求。
- **代际变迁之下，“年轻人”更爱跳槽。**在BOSS直聘研究院于2021年发布《重塑时代：2021人才资本趋势》报告中显示，从70后至00后，第一份工作的平均持续时间不断缩短，由84个月降至11个月。2020年跳槽的群体中，其中43%为95后，26%为90后，合计占比高达70%。随着00后进入职场，工作的平均持续时间将延续缩短趋势。我们认为，年轻人更爱跳槽将催生对招聘网站/App更高的访问度、关注度以及更强的粘性。
- **大数据和人工智能等新技术不断成熟，智能化招聘时代已至。**传统的在线招聘局限于雇主在线发布职位空缺信息，求职者搜索找到合适的职位，进行投递。在大数据和人工智能技术不断成熟之后，在线招聘平台可向求职者智能推送岗位以及帮助企业方自动匹配合适的求职者，实现“工作找人”以替代“人找工作”模式。此外，企业方可利用大数据和人工智能实现在线AI面试，由AI智能分析求职者的特征，包括技术能力、语言表达、逻辑思维等，提高决策的客观性。在线招聘行业的科技化转型将推动行业的前进，逐渐提高线上招聘渗透率。

图表 53. 2011-2020 全国城镇就业人口数量



资料来源：人力资源和社会保障部，智研咨询，中银证券

图表 54. 2011-2020 全国每年新增毕业大学生数量



资料来源：人力资源和社会保障部，中银证券

## 在线招聘行业发展前景广阔

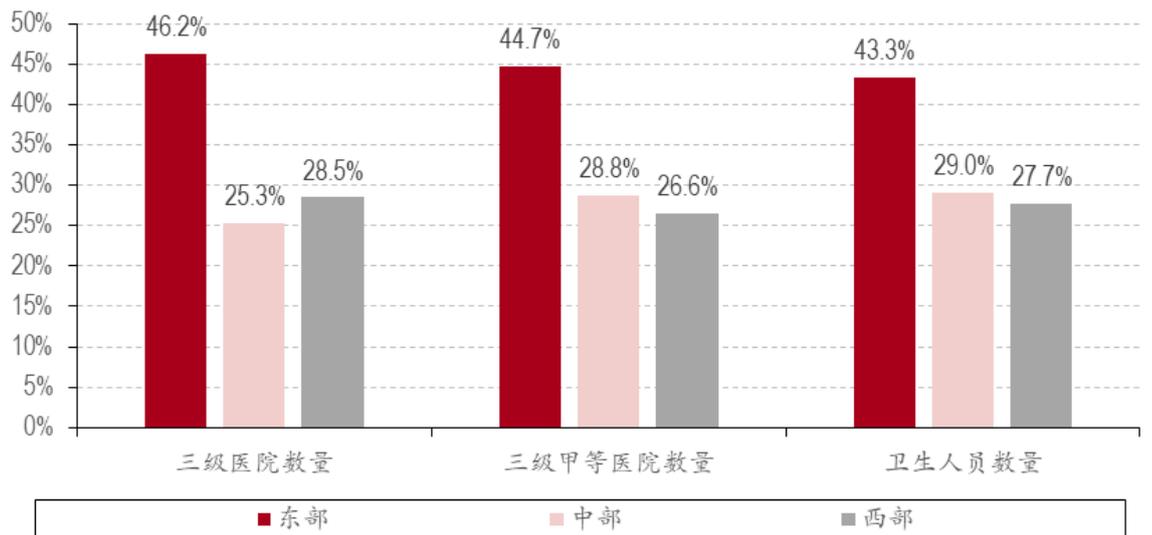
我们认为，中国在线招聘行业的主要发展趋势包括：

- **蓝领增量市场逐步打开。**根据 CIC 报告的数据显示，2020 年我国蓝领工人的总基数接近白领工人基数 2.2 倍。蓝领工人具有切换工作频率高、找工作依赖于熟人关系等特点；因此，具有海量求职信息、直接反馈的在线招聘平台成为其求职的主要途径。然而，由于传统的在线招聘模式以白领工人为用户群体，设置较为繁琐复杂的进入门槛如填写简历等，在线招聘在蓝领工人群体中的渗透率并不高，仅达到 13.0%。我们认为，在线招聘新模式的出现，将对蓝领工人求职更为友好。根据 CIC 报告预测，蓝领在线招聘的市场渗透率有望于 2025 年提升至 29.9%。
- **政策推动在线招聘行业良性发展。**近年来，主管部门推出系列化政策引导、鼓励在线招聘行业健康有序发展。2020 年 12 月人社部门正式出台网络招聘服务领域的第一部部门规章《网络招聘服务管理规定》，对网络招聘服务的基本问题、基本内容和基本规范等作了规定。该规定细化在线招聘行业的准入条件、明确规定信息保护等法律条文的适用范围以及加强事中事后监管，也明确支持鼓励互联网招聘服务。
- **在线招聘市场马太效应初显。**易观数据显示，2020 年我国在线招聘企业营收总规模达到百亿，其中 58 同城、前程无忧、智联招聘、BOSS 直聘、猎聘营收占比分别为 33.3%、17.0%、16.7%、15.3%、13.7%，CR5 合计收入占比超九成，行业龙头效应已逐步显现。我们认为，随着用户粘性度增强、网络效应加强，头部聚集趋势将更加明显。我们建议重点关注具有独创 AI 智能匹配和直聊，深入挖掘蓝领市场增量，同时开展人力资源 SaaS 业务的 BOSS 直聘。

## 在线医疗：多重发展方向，行业前景广阔

中国医疗资源呈现出较为明显的分布不均衡。根据国家卫健委数据和中投顾问报告显示，在 2018 年，东部地区的医院总数量、三甲医院数量以及卫生技术人员数量均远超过中部和西部，占据全国将近半数资源。城乡对比而言，优质医疗资源集中于城市，乡村的社区医院则明显落后。此外，病人在线下医疗机构的候诊时间较为漫长。2016 年佛若斯特沙利文的报告表明，患者去往医院的交通时间以及候诊时间平均加和为 3 小时，而有效的诊断时间平均仅为 8 分钟。因此，优质资源和及时反馈等特性使得在线医疗服务成为居民就医的新选择。

图表 55. 2018 年中国卫生机构与卫生技术人员地域分布比例

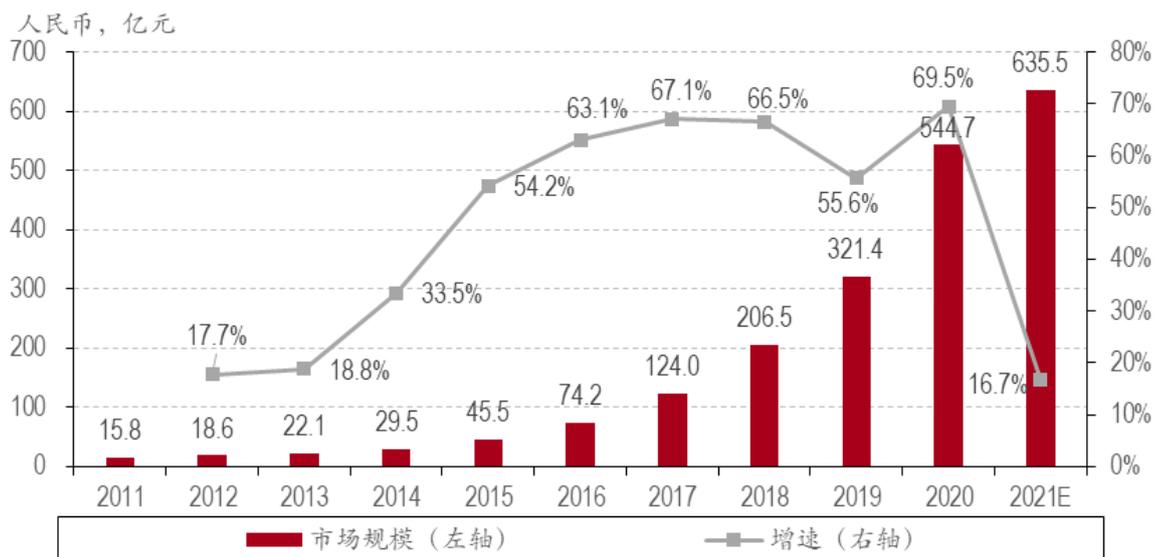


资料来源：万得，中投顾问，中银证券

### 行业快速成长，细分领域渗透率有差别

根据艾媒咨询数据，我国在线医疗行业的市场规模过去 5 年年均增长在 60% 以上，2020 年已达到 544.7 亿元，预计 2021 年总体市场规模为 635.5 亿元。随着互联网+医疗的渗透率不断提高，我们预计，未来 3-5 年左右行业整体仍较保持较快的增速。

图表 56.中国在线医疗行业市场规模



资料来源：艾媒咨询，中银证券

根据埃森哲《后疫情时代中国互联网医疗消费者洞察》报告，主要在线医疗行业细分领域渗透率分别为：47%（线上查询）、63%（在线挂号）、16%（在线诊疗）、37%（线上药房）和 10%（疾病管理）。可以看出，由于公立医院信息化发展不断加快，带动线上查询和在线挂号成为渗透率最高的子行业。然而，真正能体现互联网医疗本质的远程问诊、在线购药和疾病管理的渗透率仍有较大的提高空间。

### 远程问诊提高资源匹配效率

远程问诊可使所在地区医疗资源并不富裕的患者享受到三甲医院专家的问诊咨询，抑或是大幅压缩线下问诊所需的问诊时间。然而，针对于某些疾病，远程监测的健康信息并不足以帮助医生判断，患者仍然需要就诊线下医院。因此，现阶段远程问诊依赖于线上线下问诊的双循环。这也意味着，一旦远程所能获取的医疗信息有所突破诸如远程心电图等技术不断成熟，线上问诊将迎来爆发。远程问诊的商业模式下，平台主要依靠 VAS、广告、商保获利，其核心在于优质的医生资源与快速反馈。

### 线上药房百舸争流

在线购药可做到零接触购药，也能方便老年人、身体不便者买药，然而医保账户并不能支付在线购买的药品，成为限制线上药房发展的阻力。疫情之下，多省市诸如杭州、深圳、黑龙江等地开展网上购药医保在线支付的试点工作，线上药房渗透率有望大幅提升。相较于其他在线医疗细分市场，线上药房准入门槛较低，也因此成为互联网巨头进入“互联网+医疗”的最佳突破口。互联网巨头诸如京东健康、阿里健康等利用完善的物流基础设施、海量线上使用者等优势，正成为网上药房子行业中的头部力量。

### 疾病管理的增量市场尚未打开

疾病管理特指慢病管理，主要针对于循环系统慢性病、代谢性慢性病以及肿瘤，例如高血压、糖尿病、脂肪肝等，患者通常需要医生及护理人员的长期管理。据国家卫健委统计，截止 2020 年我国糖尿病患者达到 1.56 亿、高血压患者为 2.45 亿、脂肪肝患病人数接近 3 亿。线上疾病管理能够持续跟踪患者的健康状态、定制并调整健康方案、提醒患者完成健康计划，极大程度上减轻医疗成本提高效率。然而，受制于消费者慢性病管理理念不健全，慢病管理市场目前尚未发展成熟。

## 平安好医生 vs 阿里健康 vs 京东健康

目前，在线医疗行业的头部企业包括：平安好医生、阿里健康、京东健康。就商业模式而言，平安好医生的商业模式侧重于在线咨询，通过自建团队和 24h 全天候问诊服务提供优质医疗咨询服务。阿里健康和京东健康的商业模式则是专注于在线药房，拥有自营药房以及合作的线下药房资源。

图表 57.平安好医生 vs 阿里健康 vs 京东健康

公司名称	平安好医生	阿里健康	京东健康
股票代码	1833.HK	0241.HK	6618.HK
商业模式	在线问诊	线上药房	线上药房
核心竞争力	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 拥有 1800+ 的自建医生团队，AI 智能问诊，实现全天候服务</li> <li>- 背靠平安集团，获得平安系 - 完善的在线商务、物流的基础设施，充分实现网络效应</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 阿里系 APP 的导流作用，强大的流量效应</li> <li>- 完善的在线商务、物流的基础设施，充分实现网络效应</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 京东系 APP 的导流作用，良好的受众基础</li> <li>- 京东自有物流资源，可实现快速配送到家</li> </ul>
财务数据 (2020 年/2021 财年)			
营业收入	68.66 亿元 在线商城: 54.09%	155.18 亿元 医药自营: 85.16%	193.83 亿元 医药和健康产品销售: 86.54%
毛利率	27.15%	23.31%	25.37%
净利率	-13.81%	2.21%	-88.70%

资料来源：公司年报，中银证券

从营收贡献占比来看，无论是平安好医生，抑或是阿里健康、京东健康，在线药房无疑贡献了最多的营业收入。然而，在线药房的毛利较为单薄，毛利率基本维持 20%-25%。因此，我们认为在线药房是最佳的引流业务，初步培养消费者在线医疗的习惯，然而头部企业需要依靠在线咨询、疾病管理等业务增厚其利润，实现健康发展。

平安好医生具备在线医生咨询的首发优势，筹备的自建医生团队已初具规模，医生人数达到 1800+，此外其独特开发的 AI 问诊将实现低成本 24h 问诊服务，专业性与效率齐备。另外，平安好医生与大量的医疗机构进行合作，可线上线下联动完成疾病管理，培养患者的慢病在线管理习惯。阿里健康与京东健康亦推出智慧问诊平台、O2O 医美、口腔、体检等服务，丰富业务矩阵，实现多元化增利。

图表 58.平安好医生线下合作医疗机构



资料来源：平安好医生，中银证券

### 多重发展方向；行业前景广阔

在线医疗受制于远程检查技术尚不完善，仍需依赖于线下场景完成病情确诊，线上线下联动成为在线医疗发展的必经之路。我们认为，其中一种协作方式是在线医疗机构参与分级诊疗，利用其数据收集分析优势辅助社区医院医生诊断、与转诊医院实现信息共通，从而不仅能提高社区医院的吸引力、专业性，也减少了重复性检查所造成的资源浪费。因此，在线医疗有望成为智慧医疗体系的桥梁。

10月26日，国家卫健委医政医管局发布首个“互联网+医疗”的监管细则，围绕经营主体、人员、业务、质量安全四大方面进行监管。政策着重提出电子病历、电子处方、药品配送数据可追溯，并向省级监管平台开放数据接口。另外，还针对AI代替医生开方、先买药后补方、药品回扣等行业乱象进行了坚决制止。随着疫情后在线医疗快速发展，诸如未问诊先开药等乱象浮现，本次政策旨在强调对行业的约束。我们认为，在线医疗行业尚属于起步阶段，国家有关部门将以常态化的监管减少在线医疗行业乱象，支持鼓励其健康发展。

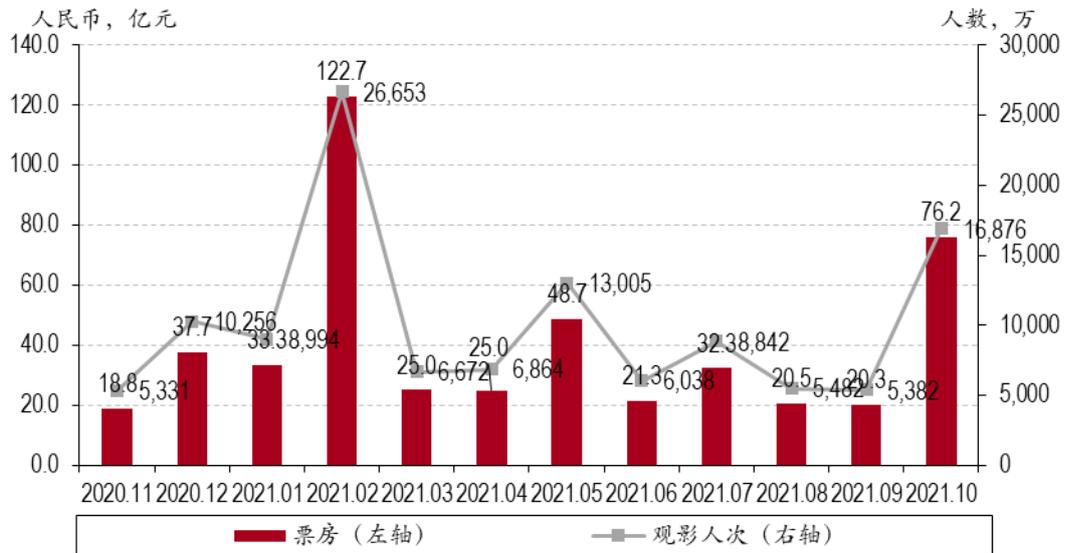
## 电影：内容 IP 化和渠道多元化带来结构性增长

随着疫情缓解，深受居家隔离影响的中国电影行业于 2021 年大幅复苏。同时，在后疫情时代，中国电影行业整体进入成熟发展期，但内容 IP 化和渠道多元化趋势也为行业带来结构性增长空间，并为业内部分符合发展趋势的龙头和新兴企业带来发展机遇。

### 中国电影票房持续复苏，国产电影成为市场主力

根据艺恩数据显示，2021 年 1-10 月全国票房已达到 425.3 亿，同比 2020 年前 10 月数据大幅增长 187%，较 2019 年全年超出 3%。票房增长的主要助推因素是国产影片的强势表现。春节档的《你好，李焕英》上映 54 天斩获票房 54 亿，直接助推 2021 年春节档票房较 2019 年上升 33%。截止 2021 年 10 月 30 日，吴京、易烱千玺领衔主演的电影《长津湖》累计票房超 54.13 亿元，正式超过《你好，李焕英》票房成绩，成为 2021 年全球票房冠军，暂列中国影史票房榜第二名。

图表 59. 2020 年 11 月至 2021 年 10 月中国单月票房额及观影人次



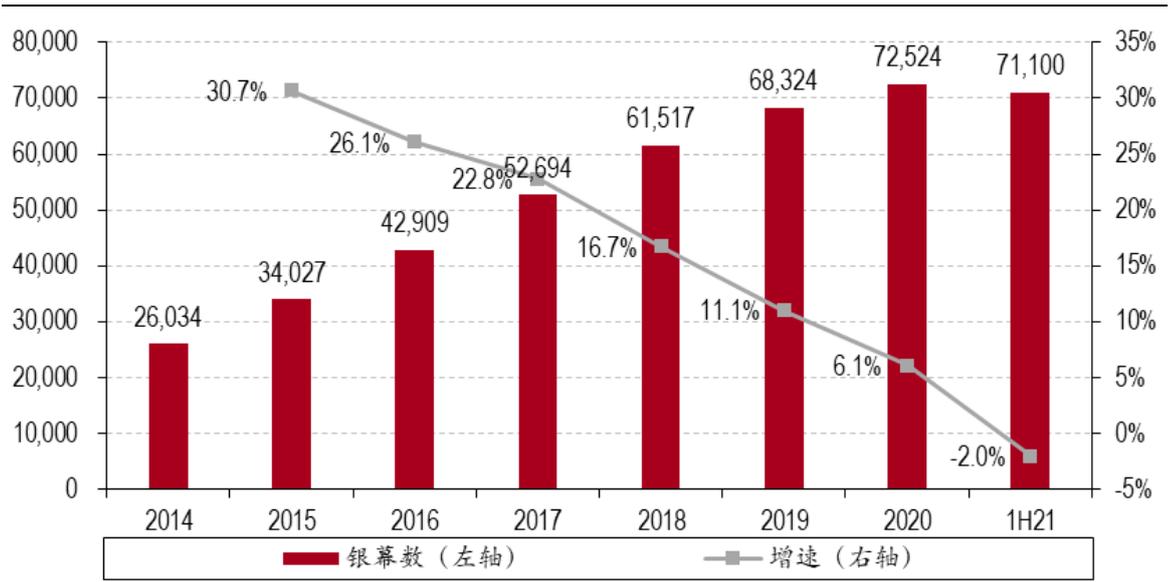
资料来源：艺恩数据，中银证券

疫情后，国产电影正加速替代进口电影，成为我国票房市场的主要创造者。进口片 2019 年 3-6 月的票房占比分别为 84%、76%、91%、76%；而由于高质量进口片供给不足，2021 年 3-5 月进口片票房占比仅为 45%、39%、37%。该趋势的形成一方面由于海外电影的创作供应链（创作、拍摄、发行）等受疫情严重打击，另一方面国产影片质量不断攀升，观众群体对国产电影产生更强共鸣。近年来多部主要电影，如《八佰》、《我和我的祖国》、《长津湖》通过前期营销宣传，综艺晚会预热引发了热烈积极的舆论讨论，形成的正向反馈进一步提高了观影人群的数量。

## 发行及票务渠道：疫情持续影响结构；整体进入成熟发展期

作为电影产业链中终端供给提供者的院线产业，行业的银幕数量正处于逐步下滑的趋势中。自 2015 年起，全国银幕数量增速就开始逐年下滑。疫情以来，2021 年全国银幕数量出现近年来首次负增长。根据灯塔数据统计，截止 2021 年上半年，全国电影银幕数量一共 71,100 块，相比 2020 年下降 2%。其中，电影院线供给下降有多重原因：一方面，由于疫情期间停工停产对企业造成的巨大经济负担，部分电影院由于现金流压力被迫停业；另一方面，经过 2011 年后影院院线的高速发展期后，现阶段行业已从供给端转变为需求端驱动，重点区域影院密度已经饱和，新开店难度已较大。综合来看，我们认为，影院行业已度过高速增长期，并受疫情影响短期内正处于收缩期；但中长期来看影院院线行业将在度过短期低点后逐步恢复，趋于稳定。

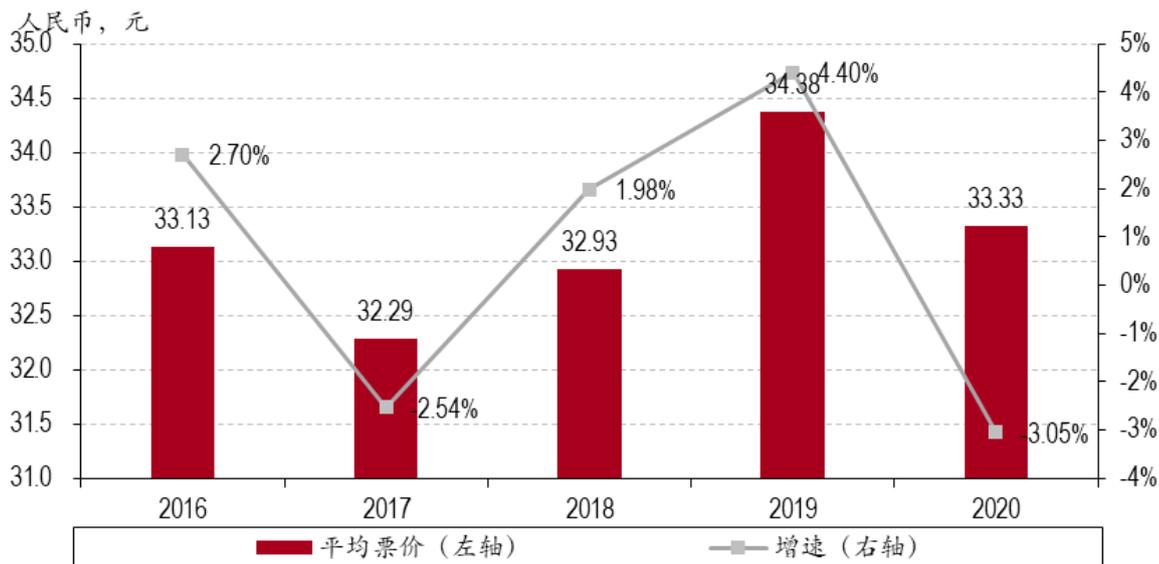
图表 60. 2014-1H21 中国银幕数量及增速



资料来源：灯塔数据，中银证券

与此同时，我们认为电影票价总体上升空间相对有限。进入移动互联网时代后，影院的售票渠道逐步从线下转到线上，诞生了如淘票票，猫眼等线上票务系统巨头。该类型公司通过票补进行大力推广，强化了用户的线上购票习惯并提升了用户对高票价的敏感度。

图表 61. 2016 年-2020 年全国电影平均票价及增速



资料来源：中国电影发行放映协会，中银证券

同时，由于售票渠道基本被线上龙头掌握，实体院线影院的议价能力相对降低，造成了近年来中国电影平均票价始终维持在 32 元-34 元附近，期间电影院线产业无法享受到随人均收入逐步上升的人均票价。但随着线上售票平台的竞争态势逐步明朗，目前票补额度已经逐渐减少；万达电影等龙头院线推出了自营线上购票渠道，通过优惠券形式吸引观众使用，减少对平台的依赖。伴随着优质影片内容的持续输出，影院院线的提价能力将缓步得到释放，缓解行业内毛利率逐步走低的窘境。

## 行业发展趋势：内容 IP 化和渠道多元化带来结构性增长

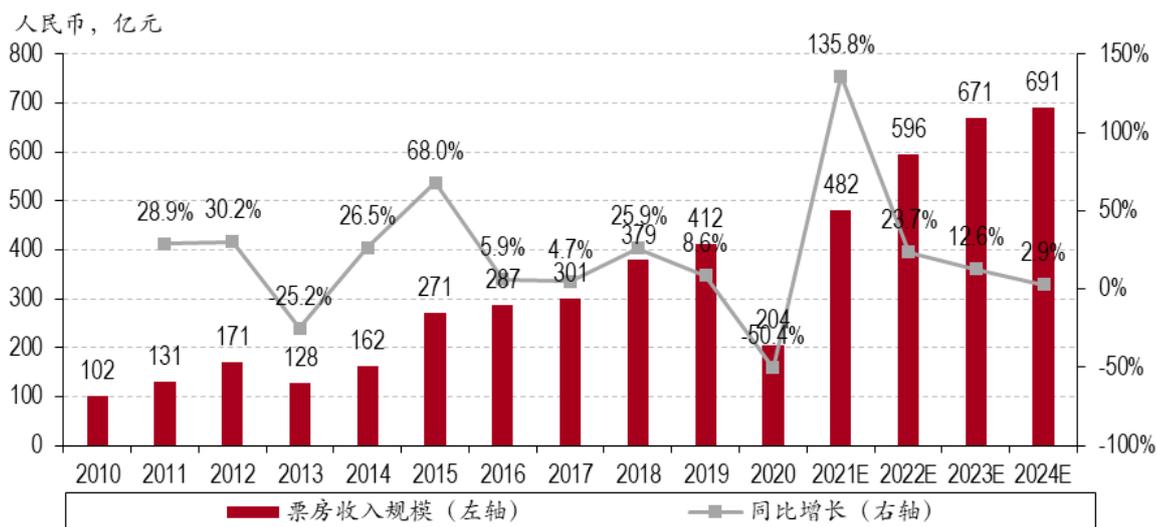
尽管中国电影市场总体进入了稳定增长期，我们也看到一些行业趋势包括内容 IP 化和渠道多元化带来一些结构性增长机会。当然这些新趋势也给业内部分企业带来不小的挑战。我们认为，中国电影行业主要发展趋势包括：

### 低线城市渗透率提升成为中国电影票房规模增长关键

受疫情影线，我国 2020 年票房仅录得 204.17 亿元，相比 2019 年下降 50.4%。但在影院复工复产后，国内票房恢复迅速，根据艾媒咨询预测，2021 年全国整体票房预计达到 481.5 亿，相比 2019 年与 2020 年分别增长 16.9%和 135.8%。随着国产影片质量的进一步上升，近年来年度票房冠军都由国产电影占据，多部爆款贡献了超 30 亿以上的票房收入，如《你好，李焕英》《长津湖》等。

优质的国产电影在宣传、内容及话题属性较进口电影更易产生共情，较容易成为一段时间内的热点社会话题，从而推动上映期间票房与口碑的持续性扩张。因此，国产影片的崛起有助于促进大盘整体规模的进一步上升，优质内容出品方也将受行业环境优化受到持续利好。随着国内电影内容的持续优化，工业化水平逐步提升，根据艾媒咨询的预测，到 2024 年我国整体电影票房水平可达到 690.5 亿元人民币。

图表 62. 2010-2024 年中国电影市场票房规模及预测



资料来源：国家统计局，艾媒咨询，中银证券

从人口结构方面看，中国低线城市人均观影次数相比一线城市偏低，潜在增长空间大。2019 年，我国一线城市人均观影次数达到 3.72 次，而其它地区平均只有 1.88 次；与此同时，平均票价有差距，但并不是很明显。我们认为，造成一线城市和其它城市居民人均电影支出巨大差距的原因包括：i) 当地人口可支配收入和一线城市比差距较大；ii) 由于硬件，场地，单场人次等原因非一线城市单用户电影放映成本和费用并没有比一线城市低很多。因此，其他城镇人口现阶段尚未实现高频次的观影消费。我们预计，随着低线城市经济发展水平提升，当地年观影人次、人均观影此时及人均电影支出仍有不小上升空间，将为中国电影行业整体票房提供可观增长空间。

图表 63. 2019 年我国不同地域人口观影情况对比

城市层级	观影总人次 (亿)	人均观影次数	票房 (人民币, 亿元)	人均电影支出 (元)	平均票价 (元)
一线城市	2.77	3.72	122.32	164.06	44.16
其他城镇人口	14.52	1.88	519.07	67.07	35.75
非一线城市倍数	5.24x	0.51x	4.24x	0.41x	0.81x

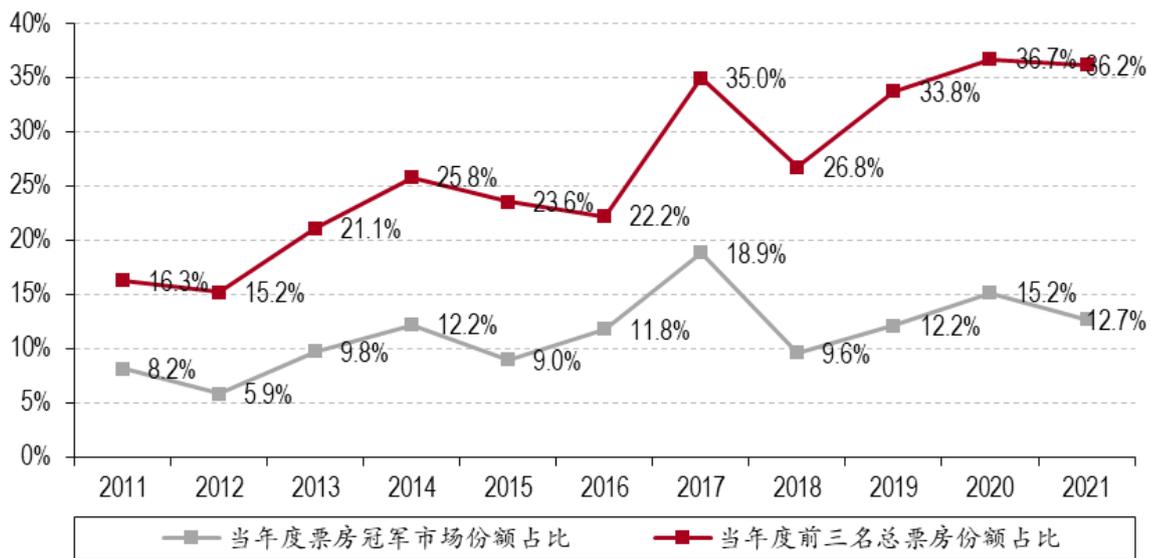
资料来源：艺恩数据，中银证券

### 爆款影片频繁创出高票房佳绩，影片票房集中度进一步上升

近年来，多款国产影片获得市场广泛好评，商业上屡屡夺得票房冠军。自 2017 年《战狼 2》创下 56 亿多的票房佳绩后，后续多款的主旋律电影，如《红海行动》、《流浪地球》、《八佰》以及 2021 年的《长津湖》，普遍达到 30 亿以上的票房收入。包含动作、剧情、科幻等商业片元素的主旋律影片大获成功也激励着国内片商的进一步创作，如万达影业的《上甘岭之四十三天》、光线传媒联合张艺谋拍摄的《狙击手》等片已在积极筹备。优质的主旋律影片具有天然的话题吸引力，同时覆盖全年龄段人群，产生持续的观影热度，一定程度上提高了该类影片的票房表现。

根据艺恩数据显示，近年来我国票房冠军与整体票房的比值正呈上升趋势。2011-2015 年间，我国电影票房冠军占整体市场规模基本在 10% 左右。但近 5 年来市场集中度逐步提升，年度票房冠军基本达到平均 12% 左右。进一步看，截止 2021 年 10 月末，《长津湖》、《你好，李焕英》、《唐人街探案》等头三名票房收入达到近 154 亿元，占比票房总体的 36.2%。近 5 年，票房前 3 名占比持续高于 25%，较 2010-2015 年显著提升。我们预计未来票房资源将延续此趋势，进一步向头部影片集中。同时，随着流媒体平台上线影片的趋势逐渐形成，我们预计大制作，强宣发，确定性强的影片仍将仍以院线作为主要发行渠道，而精细化制作，宣发规模及成本较小的影片将从院线逐步向线上迁移。

图表 64. 2011-2020 年年度票房冠军及前三名在当年中国票房市场份额占比



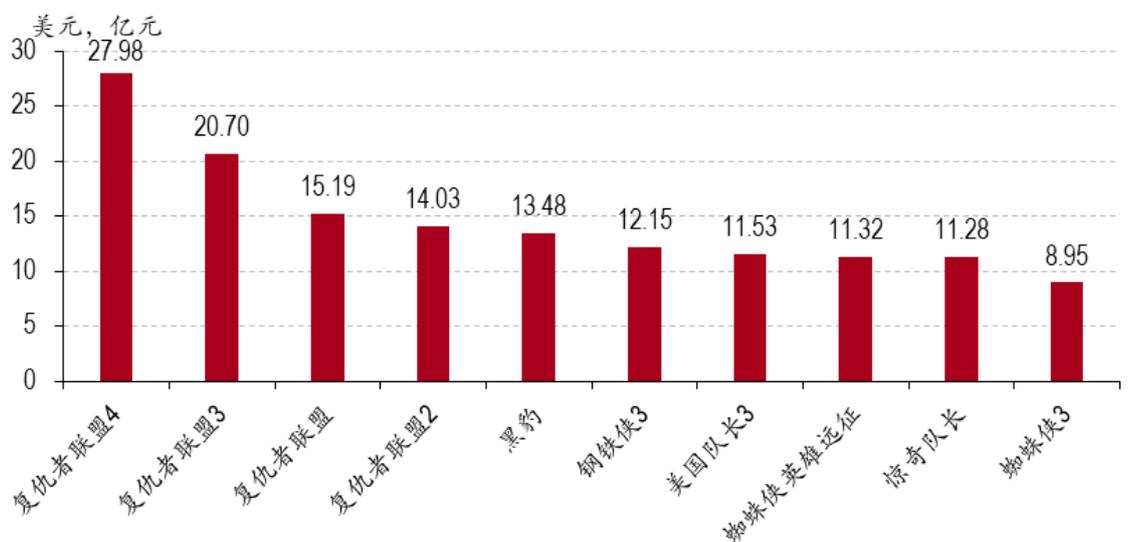
资料来源：艺恩数据，中银证券

### 内容IP 化成为重要的票房保证因素

近年来，MCU 漫威电影宇宙基于其成熟的工业电影体系、长期的 IP 积累、优质的内容输出，积累了稳定的观众群体，直接保证票房的惯性与口碑，促进整体电影行业的变革。随着电影宇宙的逐步发展，每部 MCU 电影都能带动大批的粉丝票房，并从影院端逐步扩充至长剧集端、线下主题乐园、IP 授权等多类变现模式。

截止至 2021 年 11 月，漫威总计 23 部电影累计带来全球票房超过 225 亿美元；而根据 Box Office Mojo，截止至 2019 年投入的预算为 45 亿美元。电影宇宙解决了内容制作方每部作品收入波动性大、口碑不一致的商业风险点。现阶段，主要的好莱坞电影企业都在致力于打造自身的电影宇宙：如 DC 扩展宇宙、环球黑暗宇宙及传奇与华纳电影的怪兽电影宇宙。

图表 65. 漫威电影宇宙前 10 大影片全球票房



资料来源：Box Office Mojo (数据截止到 2021 年 11 月 11 日)，中银证券

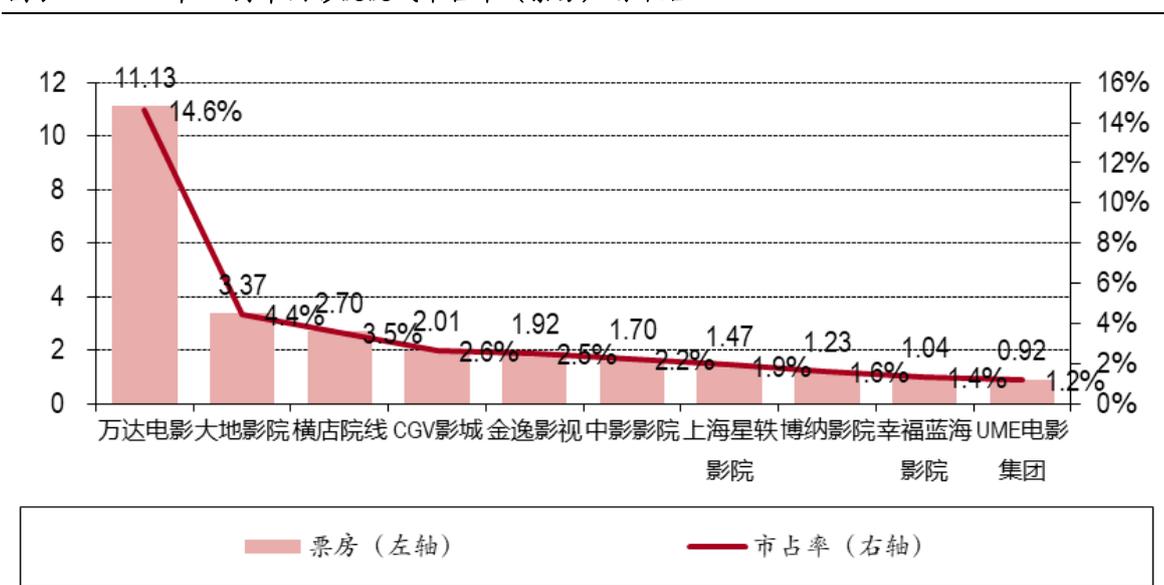
国内市场方面，《唐人街探案》作为中国投入第一大的原创电影宇宙，聚焦异域色彩+喜剧+侦探推理+人性探索，从电影出发，逐步扩张到网剧，同人文学创作并引发众多网络爱好者进行自主地二次创作，极大地丰富了“唐探宇宙”的内容生态，期待该系列背后的内容出品方万达影业未来对唐探宇宙的进一步挖掘。

我们认为，内容 IP 化是全球电影发展的大趋势，也是电影票房保证的一个重要因素。我们预计，在未来 3-5 年，中国电影业内将逐渐涌现出一批带有电影宇宙属性的大型 IP。不过，我们也认为，中国电影制作产业的 IP 化并不代表电影创意将会缺失，因为 IP 也需要不断更新，更需要新 IP 来吸引各类广中。

### 头部院线市占率提升，行业龙头地位明显；疫情后行业集中度变高，中小影线加速出清

疫情前，电影院线银幕增速大幅放缓已证明中国影院市场供给端逐步趋于饱和，观影人次及人均观影收入并没有随银幕数量而稳步增加。根据灯塔专业版 APP 数据显示，2014 年至 2021 年，一线城市影院的上座率从 18.4% 下降至 10.2%，二线城市也从 15.4% 降至 9.3%；影院平均盈利能力持续下滑。

图表 66. 2021 年 10 月中国影院院线市占率（票房）前十名

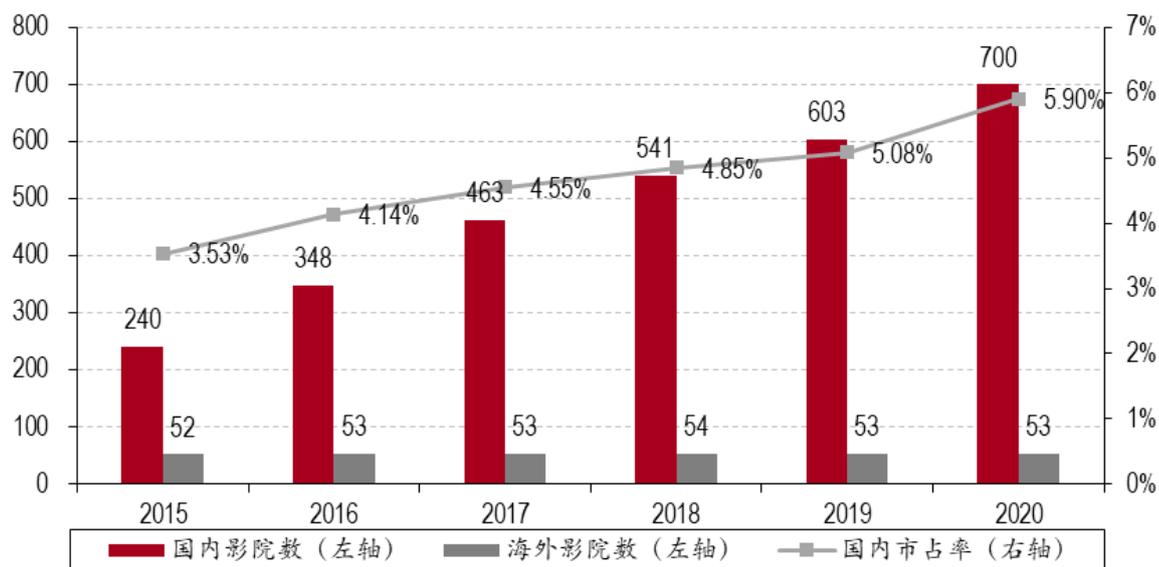


资料来源：艺恩数据，中银证券

疫情后，影院院线行业加速出清，部分小影院及院线快速退出市场。根据天眼查 App 数据显示，截至 2021 年 8 月 6 日，2020 年以来我国企业名称或经营范围含“影院、影城、电影放映”的影院相关企业注销数量近 4000 家。随着电影市场逐步回暖，关闭影院的流量将转移到幸存的影院，而各影院所属的各大院线头部化趋势也日益凸现。根据灯塔数据显示，2019 年我国电影院线票房 CR4 达到 36.96%，2020 年为 38.77%，同比增长 0.81 个百分点。

这其中，尤其以市占率第一的万达电影最为突出，2019 年万达电影市占率达到 13.67%，2020 年则为 15.13%。2021 年 10 月票房统计中，万达电影依旧以 14.6% 的市占率稳固保持第一。万达电影用 5.90% 的电影院数量，撬动了市场近 15% 的票房收入，体现了公司高效的管理体系及市场声誉，侧面验证了影院院线行业龙头拥有更高的运营效率，综合市场竞争力更强。

图表 67. 2015-2020 年万达电影院数（国内及海外）和国内市占率（影院数量）



资料来源：灯塔 App，万达电影，中银证券

根据国家电影局于 2018 年 12 月 11 日下发的《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》中指示，监管鼓励发展电影院线公司，但对于长期管理不善、经营乏力的院线公司，倾向于实行市场退出。因此，市场竞争格局将更利于头部市占率高，经营、管理规范的电影院线企业，如万达影业。我们预计，中国影院院线产业的市场集中度将在未来 2-5 年内持续提高。

图表 68. 成立电影院线公司所需条件

体量规模	控股影院数量不少于 50 家或银幕数量不少于 300 块
收益规模	控股影院上一年度合计票房收入不低于 5 亿元
行业标准	所属影院正常上缴电影事业发展专项基金
经营状况	最近 3 个年度申请主体无违法经营行为；未受到行政处罚或其他处理
行政处罚	最近 3 个年度所属影院因违法违规经营行为受到行政处罚或其他处理的不超过 3 家且处罚期已满，处罚措施已执行落实并整改到位。

资料来源：国家电影局《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》，中银证券

### PVOD 模式借助流媒体平台逐渐成为电影发行的重要渠道

疫情期间，在传统院线处于社交隔离政策限制的状态下，PVOD 模式（Premium-video-on-demand）让观众能以接近院线上映的时间观看到最新的院线级电影视频内容。不同于网络电影，PVOD 模式影片在投资、内容、演员等多方面都满足院线级别作品标准。

2020 年 4 月，环球影业首开流媒体线上发行先河，旗下动画片《魔发精灵 2》是首个以数字租赁的形式在线上发行的影片，定价为 19.99 美元。根据 NBCUniversal 首席执行官 Jeff Shell 的采访，该影片收入在上线 3 周内达到 1 亿美元；并且相比北美影院与片方的传统五五票房分成，《魔发精灵 2》的片方环球影业可以保留大约 80% 的数字租赁或购买费用。需求端方面，据 Hub Entertainment Research 统计，接近 60% 的年轻消费者（18-34 岁）愿意为播放最新发行的电影付费，在单价超过 50 美元的情况下仍有超过 50% 的用户愿意付费。目前，由于流媒体的大范围普及，PVOD 模式在海外的渗透率较高，如迪士尼的《花木兰》、《黑寡妇》分别上线 Disney+。

国内市场方面，线上长视频的会员制模式已逐渐成熟，PVOD 模式国内推广具备充分基础。另一方面，长视频内容平台也在积极准备 PVOD 常态化发行，如爱奇艺近期上线的“线上项目评估”系统，优酷打造的“观影情绪模拟”产品，腾讯视频推出的“专辑用户画像”等功能，代表着平台从项目前期创作拓展到影片制作、平台分发、运营分析等全流程介入，推动 PVOD 模式下影片创作降本增效。

面对集中度日益提升的华语电影市场，PVOD 模式不仅简化了发行链条，同时也为大量非头部电影提供了更优的发行渠道。如 2021 年春节档《你好，李焕英》和《唐人街探案 3》占据了该期 70% 以上票房，同时期上映的《刺杀小说家》《人潮汹涌》和《侍神令》排片及上座率皆不尽人意。PVOD 的推出有利于非头部影片在发行时通过前期智能打分评级制定分账模式，保证影片收益的确定性，同时减少与院线分成的收益损失。**我们认为，PVOD 模式将持续与传统院线模式长期共存；特别是，小而美的内容出品方可充分依赖 PVOD 模式，在不同的战场上与行业巨头分庭抗礼。**

与此同时，电影院线行业则面临 PVOD 流媒体模式的巨大冲击。随着技术发展和便携设备成熟，互联网的视听效果已越来越接近电影院，且拥有影院不具备的优势，比如私密性更佳、节省路程成本等，因此 PVOD 模式对传统线下观影的替代性越来越高。同时，供给端的影片内容提供方也在积极验证该模式的可行性。根据迪士尼财报，PVOD 模式下发行的《花木兰》带来了 2.7 亿美元直接收入（无分账），同时依靠电影流量进一步提升了其流媒体 Disney Plus 的订阅量，形成正向循环，极大地激励了整个电影行业对 PVOD 模式的探索。**长期看，PVOD 模式将与线下观影长期呈互补关系。**

为应对行业经营模式的巨大变化，头部影院企业正积极拓展业务模式，寻求业务多元化的机会，降低对单一线下影院的依赖。根据 2021 年万达电影半年报数据，其中观影收入达到 40.40 亿元，占比 57.44%，相比 2019 年半年报公司观影收入占总收入 61.56% 有显著下降；电影制作发行及相关业务收入达到 8.16 亿元，占比 11.60%；其余商品销售，餐饮，电视剧制作，游戏，广告等收入占比达到 31%，体现了公司在多元化业务的努力。作为业内少有的全电影产业链布局企业，万达电影努力加强各业务板块整合，如公司成功举办 2021 年莎士比亚舞台剧影像展，拓宽观影内容；与故宫第三次开展传统文化和观影场景结合的重磅 IP 活动“朕要看电影”，强化品牌认知并拓展公司其他文化收入。同时，公司其他多元化收入，如 costa 咖啡店、costa 咖啡与蕙茶融合店、自创鲜茶店，沉浸式实景娱乐项目“侏罗纪世界：电影特展”等也积极增长，收入占比持续提升，公司针对影院收入单一性的风险大大降低。

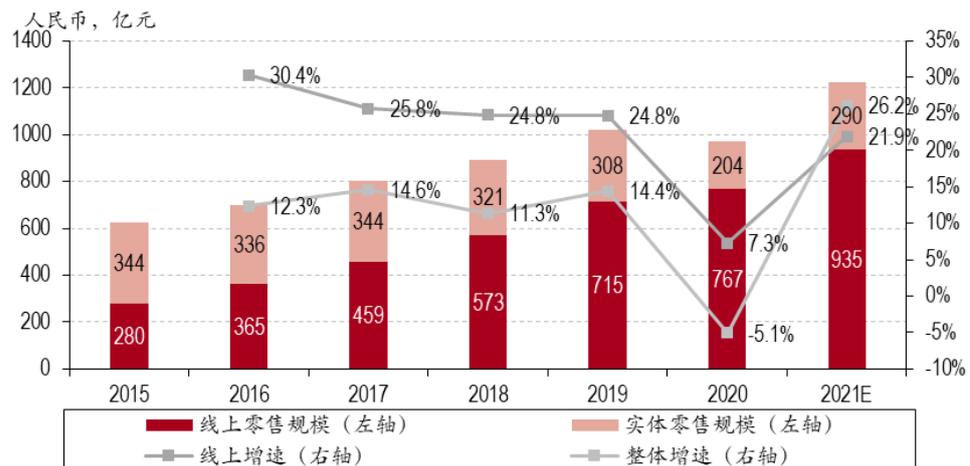
综上所述，展望 2022 年，我们认为中国电影行业整体处于成熟发展期，但内容 IP 化和渠道多元化带来给适应发展的龙头和新兴业内企业带来可观的发展机遇。在电影制作领域，我们建议投资者重点关注行业龙头企业**光线传媒**（电影项目储备丰富，领先市场的动漫 IP 布局、前沿技术投资及产业链拓展）；在院线领域，我们建议投资者仍重点关注**万达电影**（市占率提升、业务多元化）。

## 出版：Z时代读者成为重要阅读群体，教辅出版物受政策影响

### 疫情影响逐渐消除；渠道逐步多元化

根据北京开卷数据显示，2019年中国图书零售市场码洋规模达1022.7亿元，同比上升了14.4%，继续保持两位数的增长。网店码洋规模达715.1亿元，同比增长24.8%，是整体市场保持较高速度增长的主要原因，和2018年增速相比，小幅微增；实体店继续呈现负增长，同比下降4.24%，降幅较2018年有所收窄，规模达307.6亿元。进入2020年后，由于疫情影响，实体书店遭到较重打击，全年实体书店渠道码洋规模同比下降5.1%；而网络渠道则由于民众居家时长变多，仍保持了7.3%的正增长，渠道占比达到79%，较2019年的69.9%提高9.1个百分点。

图表 69. 2015-2021E 年中国图书线上及实体零售市场总规模及增速

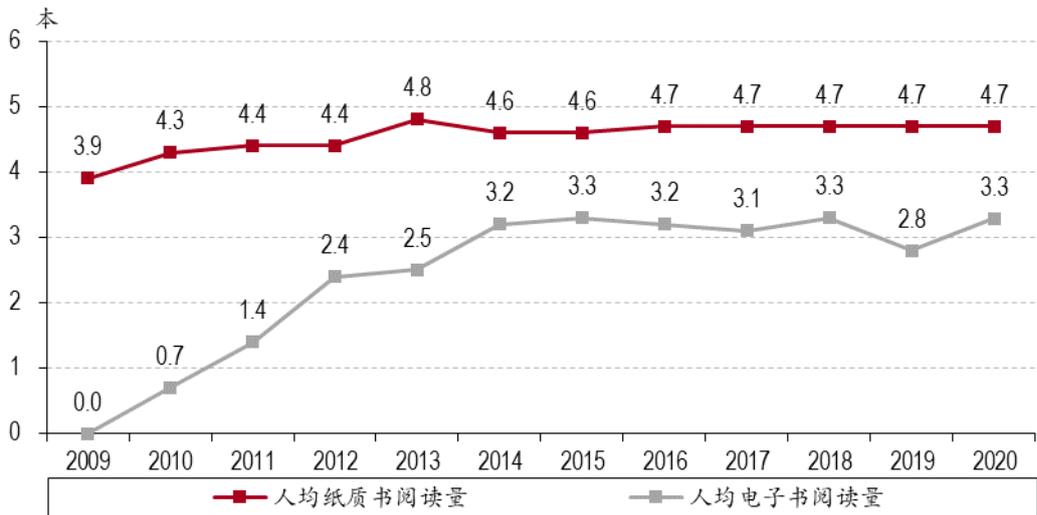


资料来源：北京开卷、中商产业研究院，中银证券

根据中商产业研究院数据，预计到2021年，我国线上图书零售市场规模将达935亿元，实体书店市场规模则将达290亿元，总计图书销售规模将达到1225亿元，同比增速达到26.2%。总体而言，中国出版行业仍处稳步上升阶段，其中线上销售渠道维持相对较高增速。我们发现，短视频电商通过折扣补贴和交互式形式正成为重要的新兴线上销售渠道。根据北京开卷的数据显示，以少儿书籍为例，少儿品类在自营电商、平台电商、短视频电商三平台的折扣分别为83%、44%、33%，显示出短视频平台带来的高用户价值。销售渠道的变化也使得我国出版行业面临进一步商业模式调整。

近年来，我国人均阅读量趋于稳定，每年人均阅读本数在4.7本左右；相比之下，根据Pew研究中心数据，美国的人均阅读量达到12本/年。因此，我国整体阅读量仍具备相当的增长空间。在阅读渠道上，电子书、手机正成为新的文字传播主要媒介。我国人均电子书阅读量由2009年的0逐步上升到人均每年3.3本电子书。但纸质图书阅读作为一种重要媒介仍将拥有相当地位，传统出版业市场整体稳定。

图表 70. 2009-2020 年中国人均每年纸质书及电子书阅读量 (本)

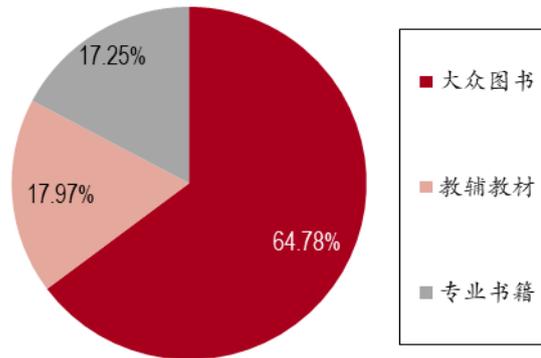


资料来源: 国家新闻出版署, 中银证券

## Z 世代成重要阅读群体, 喜好内容具备明显特征

全国图书出版业主要细分为教育出版、大众出版及专业出版三大领域。其中, 民营图书公司以其较高的市场敏锐度和优秀的作品策划能力, 更加擅长策划发行大众类图书作品。根据北京开卷信息显示, 2019 年大众图书市场码洋占比 64.78%, 教辅教材占比 17.97%, 专业书籍占比 17.25%。我们认为, 随着居民消费水平的提高, 阅读兴趣的增加以及政策对全民阅读的大力支持, 大众图书市场预计将持续增长, 其中 Z 世代读者将成为重要驱动人群。

图表 71. 2019 年中国三类主要书籍码洋占比情况



资料来源: 北京开卷, 中商产业研究院, 中银证券

Z 世代购书用户数量正在逐年快速增加。京东图书数据显示，2021 年上半年，Z 世代购书用户数量同比增幅高于全年龄段购书用户数量同比增幅接近 18 个百分点。从人均购书金额数据来看，2021 年上半年 Z 世代用户人均购书金额的同比增幅，超过全年龄段人均购书金额增幅的 4 个百分点。Z 世代正成为中国书籍出版市场继续维持增长势头的重要保证。购书类型中，Z 世代对教育考试类图书消费占比高达 40%；其余如职业考试、资格证等图书占比达到第二，如考公图书，教师资格，计算机编程等书籍受到当代年轻人广泛欢迎。除学习方面的需求，Z 世代用户对其他领域的阅读兴趣也较为多元且细分，成交金额占比最高的图书类别依次是“小说”、“青春文学”和“文学”，图书品类增速较快的有时政军事、运动健身、青春文学、育儿以及港台图书等品类。

图表 72. 2021 年上半年 Z 世代购书成交额和增速前十品类

排名	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
成交额	小说	青春文学	文学	时政军事	童书	励志成功	管理	历史	动漫	进口原版
分析:	相较于 2020 年上半年，青春文学类从第四上升到第二，时政军事类从第九上升到第四，进口原版进入前十									
增速	时政军事	港台图书	法律	日文图书	电子通讯	运动健身	青春文学	育儿	文化用品	工业技术
分析:	2021 年上半年，前十品类成交额同比增长均超过 70%，前三品类成交额同比增长均超过 120%									

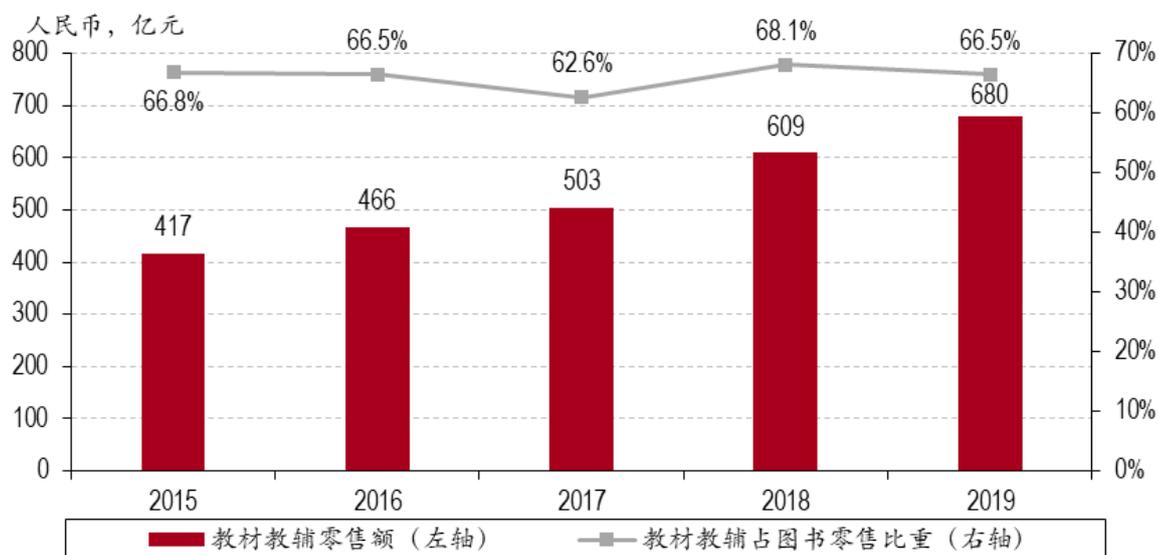
资料来源：中国新闻出版广电报，2021 年京东图书年中榜，中银证券

注：榜单排除了实用性学习书籍，包括：考试相关、大中小学教辅、外语学习和计算机与网络等

## 双减政策对图书出版行业整体带来影响

2021 年 7 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》，要求全国各地各学校，校外补课机构积极落实减轻学生作业负担及校外培训。2021 年 9 月，教育部发布了《中小学生校外培训材料管理办法（试行）》，要求学科类培训材料实行严格的双审核制度，即在培训机构自行审查的基础上，教育主管部门进行审查。现阶段，教辅书出版发售仍保持正常且家长对教辅材料的刚性需求也没有在短期内发生本质改变；但我们认为，双减政策将会在教辅审批、市场需求、品种种类和出版内容等多方面对教辅出版市场造成一定不利影响。鉴于多数出版类上市企业将教辅材料作为其重要收入来源，因此双减政策对行业整体经营水平可能带来一定程度的消极影响。

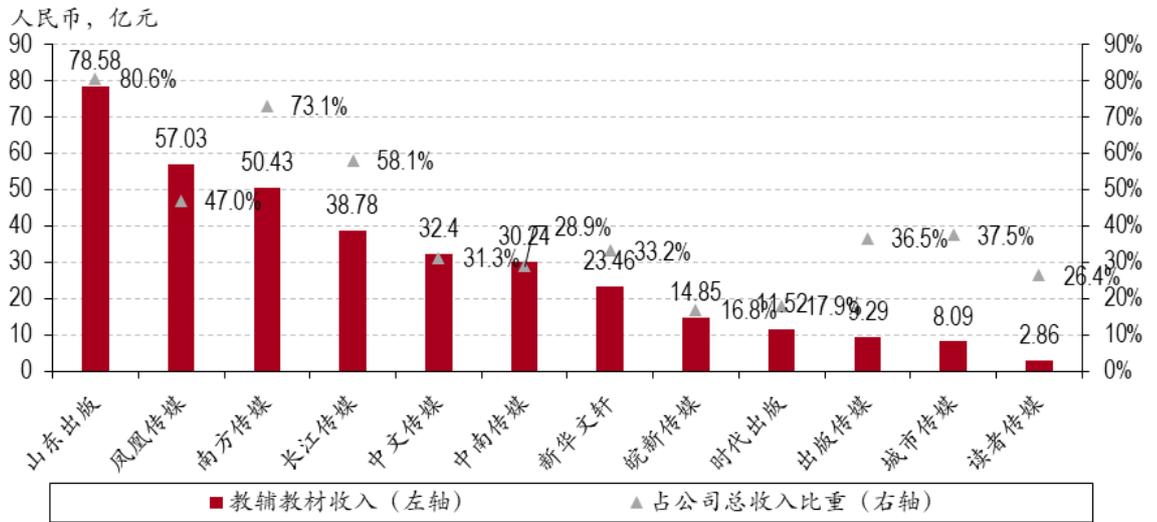
图表 73. 2015-2019 年中国教材教辅零售额及占总图书零售额比例



资料来源：国家新闻出版署，前瞻产业研究院，中银证券

根据各出版类上市公司的财务报告统计，教材教辅为各家出版公司重要收入来源；其中，以山东出版、凤凰传媒和南方传媒的教材教辅收入规模最大。在 2020 年，这三家上市公司的教辅教材类收入分别达到 78.58 亿、57.03 亿及 50.43 亿元。如以收入占比计算，则山东传媒、南方传媒与长江传媒分别以 80.59%、73.12%及 58.10%列居前三位。

图表 74. 2020 年已上市主要出版公司教辅教材业务收入及占比



资料来源：公司年报，中银证券

总体来看，以上 12 家公司平均教材教辅收入占比达到 40.61%；按照产品划分，多家公司教材教辅为第一大零售产品品类。由此可见出版类上市公司业绩对教材业务的敏感度比较高。同时，根据凤凰传媒报告，2020 年凤凰传媒教材与教辅业务毛利率分别高达 32.34%与 35.76%，高于凤凰传媒发行业务整体毛利率。

附录图表 75. 上市公司估值表——游戏

证券代码	证券简称	收盘价 (当地货币, 元)	总市值 (当地货币, 亿元)	EPS (财报货币, 元)				PE (倍)			PS (倍)		
				2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
0700.HK	腾讯控股	477.8	45845.6	16.66	16.80	16.53	19.61	23.32	23.70	19.98	6.60	5.65	4.83
9999.HK	网易-S	182.8	6132.8	3.60	4.42	5.30	6.31	33.90	28.31	23.75	5.77	4.96	4.37
2400.HK	心动公司	48.0	230.6	0.02	(1.21)	(0.19)	0.59	(32.61)	(206.29)	66.58	6.70	5.08	4.01
0799.HK	IGG	7.8	93.6	0.23	0.11	0.12	0.14	59.57	53.11	45.85	9.19	8.81	8.47
0302.HK	中手游	3.3	92.7	0.25	0.36	0.41	0.52	7.55	6.73	5.26	1.43	1.22	1.00
6820.HK	友谊时光	1.3	28.4	0.23	0.12	0.17	0.20	8.63	6.12	5.44	1.36	1.06	0.91
9990.HK	祖龙娱乐	11.3	92.3	(1.42)	0.03	0.75	1.00	302.89	12.41	9.33	5.46	3.11	2.65
002624.SZ	完美世界	19.8	383.3	0.80	0.72	1.22	1.44	27.44	16.20	13.72	3.90	3.00	2.55
603444.SH	吉比特	380.0	273.1	14.58	21.95	25.13	29.48	17.31	15.12	12.89	6.11	5.14	4.41
002555.SZ	三七互娱	24.5	542.3	1.31	1.20	1.51	1.76	20.38	16.19	13.93	3.17	2.66	2.34
300031.SZ	宝通科技	26.1	103.6	1.13	1.27	1.60	1.93	20.56	16.34	13.53	3.36	2.70	2.27
002605.SZ	姚记科技	17.9	72.6	2.75	1.90	2.34	2.73	9.44	7.65	6.57	1.91	1.56	1.29
300418.SZ	昆仑万维	21.8	260.5	4.29	1.44	1.65	1.98	15.16	13.15	10.99	5.59	4.41	3.53
603258.SH	电魂网络	27.7	68.4	1.64	1.61	1.80	2.01	17.23	15.41	13.80	6.51	5.77	5.04
600633.SH	浙数文化	7.6	98.8	0.40	0.44	0.50	0.60	17.25	15.18	12.76	2.86	2.45	2.05
300494.SZ	盛天网络	18.7	44.8	0.25	0.63	0.95	1.40	29.74	19.60	13.38	3.90	2.90	2.09
002517.SZ	恺英网络	5.1	110.0	0.09	0.27	0.31	0.37	18.93	16.48	13.81	5.01	4.22	3.59
600373.SH	中文传媒	11.1	150.3	1.33	1.55	1.81	2.02	7.15	6.13	5.49	1.31	1.17	1.06
300113.SZ	顺网科技	14.8	103.0	0.13	0.27	0.33	0.39	54.93	44.94	38.03	7.53	5.96	4.70

资料来源: Bloomberg, 同花顺, 中银证券

注: 股价截止日为北京时间 2021 年 11 月 25 日; CNY:HKD=0.82: 1, CNY:USD=6.39:1; 盈利预测为一致预期

附录图表 76. 上市公司估值表——互联网营销

证券代码	证券简称	收盘价 (当地货币, 元)	总市值 (当地货币, 亿元)	EPS (财报货币, 元)				PE (倍)			PS (倍)		
				2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
1024.HK	快手科技	97.85	4,102.48	(34.04)	(22.35)	(6.48)	(3.81)	(3.59)	(12.38)	(21.08)	4.18	3.12	2.41
WB.O	微博	43.03	98.58	2.46	3.76	4.91	5.56	11.44	8.77	7.74	4.38	3.92	3.56
9888.HK	百度集团-SW	152.40	4,243.53	10.10	5.61	6.50	8.90	22.28	19.23	14.04	2.81	2.50	2.20
002291.SZ	星期六	19.49	177.33	0.03	0.61	0.97	1.34	32.12	20.15	14.57	4.39	3.00	2.11
600556.SH	天下秀	13.14	237.54	0.17	0.26	0.41	0.56	50.54	32.44	23.46	5.11	3.48	2.49
002027.SZ	分众传媒	7.27	1,049.95	0.28	0.42	0.50	0.59	17.31	14.41	12.32	6.62	5.56	5.00

资料来源: Bloomberg, 同花顺, 中银证券

注: 股价截止日为北京时间 2021 年 11 月 25 日, CNY:HKD=0.82: 1, CNY:USD=6.39:1; 盈利预测为一致预期

附录图表 77. 上市公司估值表——电商

证券代码	证券简称	收盘价 (当地货币, 元)	总市值 (当地货币, 亿元)	EPS (财报货币, 元)				PE (倍)			PS (倍)		
				2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
9988.HK	阿里巴巴-SW	135.40	29,364.62	6.89	7.71	5.27	6.08	14.41	21.08	18.25	3.40	2.72	2.28
9618.HK	京东集团-SW	354.40	11,050.09	18.48	1.00	5.14	8.67	289.31	56.56	33.51	0.95	0.78	0.65
PDD.O	PDD	81.4	1,019.7	(5.73)	0.98	6.23	15.17	528.99	83.50	34.27	6.44	4.69	3.60
VIPS.N	唯品会	10.31	69.86	9.85	8.26	9.34	10.47	7.97	7.06	6.29	0.37	0.34	0.31
300792.SZ	壹网壹创	51.32	122.50	2.15	1.70	2.18	2.73	30.25	23.54	18.80	8.41	6.65	5.43
300785.SZ	值得买	74.87	66.44	1.95	2.29	2.94	3.77	32.73	25.46	19.83	4.61	3.46	2.75

资料来源: Bloomberg, 同花顺, 中银证券

注: 股价截止日为北京时间 2021 年 11 月 25 日, CNY:HKD=0.82: 1, CNY:USD=6.39:1; 盈利预测为一致预期

附录图表 78. 上市公司估值表——本地生活/O2O

证券代码	证券简称	收盘价 (当地货币, 元)	总市值 (当地货币, 亿元)	EPS (财报货币, 元)				PE (倍)			PS (倍)		
				2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
3690.HK	美团-W	274.20	16,821.66	0.86	(3.88)	(1.24)	1.83	(57.89)	(180.89)	122.92	7.57	5.49	4.21
BZ.O	BOSS 直聘	33.92	138.73	(3.62)	(3.68)	3.83	9.21	(58.83)	56.64	23.52	20.96	11.50	7.27
0241.HK	阿里健康	7.78	1,049.51	0.00	0.04	0.04	0.08	171.26	150.82	84.27	4.24	3.64	2.53
1833.HK	平安好医生	31.45	360.82	(0.83)	(1.31)	(0.92)	(0.50)	(19.76)	(28.07)	(51.94)	3.80	3.07	2.42
6618.HK	京东健康	70.25	2,238.42	(5.41)	(0.09)	0.16	0.39	(612.62)	369.88	148.56	6.36	4.50	3.25

资料来源: Bloomberg, 中银证券

注: 股价截止日为北京时间 2021 年 11 月 25 日, CNY:HKD=0.82:1, CNY:USD=6.39:1; 盈利预测为一致预期

附录图表 79. 上市公司估值表——影视院线

证券代码	证券简称	收盘价 (当地货币, 元)	总市值 (当地货币, 亿元)	EPS (财报货币, 元)				PE (倍)			PS (倍)		
				2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300413.SZ	芒果超媒	45.60	853.05	1.11	1.30	1.62	1.93	35.08	28.15	23.63	4.79	3.96	3.36
9626.HK	哔哩哔哩-SW	576.00	2,232.50	(9.91)	(21.42)	(20.63)	(15.05)	(22.05)	(22.89)	(31.39)	9.47	6.63	4.92
300770.SZ	新媒股份	62.24	143.81	2.49	2.92	3.46	4.02	21.32	17.99	15.48	9.88	8.27	7.13
IQ.O	爱奇艺	6.79	53.59	(18.60)	(16.34)	(12.24)	(7.87)	(0.34)	(3.55)	(5.51)	1.12	1.04	0.95
300133.SZ	华策影视	6.00	114.06	0.23	0.25	0.31	0.35	23.55	19.25	16.95	2.42	2.09	1.86
300251.SZ	光线传媒	10.40	305.10	0.10	0.28	0.37	0.43	37.14	28.11	24.10	18.05	12.51	10.51
002739.SZ	万达电影	14.60	325.69	(3.16)	0.22	0.60	0.73	66.36	24.33	20.00	2.58	1.96	1.75
603103.SH	横店影视	12.21	77.44	(0.76)	0.56	0.67	0.76	22.00	18.22	16.07	2.59	2.32	2.17
600977.SH	中国电影	12.05	224.97	(0.30)	0.24	0.49	0.55	50.21	24.59	21.91	3.59	2.57	2.40
601595.SH	上海电影	10.05	45.04	(0.96)	0.18	0.38	0.58	55.83	26.45	17.33	5.34	4.34	3.67
1896.HK	猫眼娱乐	9.29	106.05	(0.57)	0.49	0.66	0.80	15.47	11.56	9.48	2.66	2.02	1.78

资料来源: Bloomberg, 同花顺, 中银证券

注: 股价截止日为北京时间 2021 年 11 月 25 日, CNY:HKD=0.82:1, CNY:USD=6.39:1; 盈利预测为一致预期

附录图表 80. 上市公司估值表——出版

证券代码	证券简称	收盘价 (当地货币, 元)	总市值 (当地货币, 亿元)	EPS (财报货币, 元)				PE (倍)			PS (倍)		
				2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300788.SZ	中信出版	27.74	52.75	1.48	1.71	2.04	2.38	16.22	13.60	11.66	2.39	2.11	1.89
603096.SH	新经典	27.38	44.49	1.62	1.51	1.83	1.99	18.13	15.00	13.76	4.76	4.07	3.68
601098.SH	中南传媒	9.00	161.64	0.80	0.89	1.01	1.09	10.11	8.91	8.26	1.34	1.24	1.18
601928.SH	凤凰传媒	6.95	176.87	0.63	0.85	0.71	0.75	8.22	9.86	9.27	1.34	1.26	1.21
600373.SH	中文传媒	11.09	150.28	1.33	1.55	1.81	2.02	7.15	6.13	5.49	1.31	1.17	1.06

资料来源: 同花顺, 中银证券

注: 股价截止日为北京时间 2021 年 11 月 25 日; 盈利预测为一致预期

## 风险提示

- 超预期严格监管措施落地：传媒互联网行业涉及反垄断、未成年人保护、内容审查等政策监管，如果有超过目前监管框架的政策条例出台，会对行业整体造成较大不利影响。
- 居民消费意愿整体低于预期：宏观经济增速放缓，居民消费意愿如果低于预期将直接影响电商收入增速，影院、视频、游戏、阅读等文化娱乐消费也将受到影响。
- 多品类广告主需求持续低迷：宏观经济环境的不确定将导致广告主投放广告的意愿降低，对电商、视频营销、院线广告造成不利影响。
- 市场竞争加剧导致行业利润率维持低位：中国互联网整体渗透率已处较高水平，如果出现抢夺存量用户的竞争，将导致互联网企业利润率下滑。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371