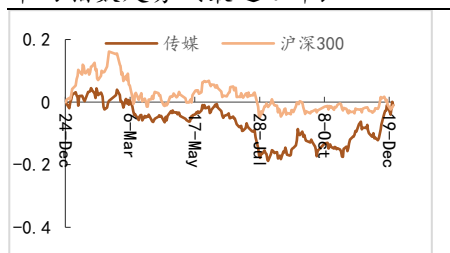


评级：看好

核心观点

李甜露  
首席分析师  
SAC 执证编号：S0110516090001  
litianlu@sczq.com.cn  
电话：86-10-5651 1814

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

#### 相关研究

- 国内游戏市场增长减速，影视内容方迎利好
- 短视频新规叫停影视二创，内容版权方有望业绩增益
- 全球手游市场稳健增长，腾讯公布游戏海外品牌

- 2021 年，互联网对人类生活的改造仍在持续。在互联网巨头的引领和媒介产物的渲染下，“元宇宙”（Metaverse）成为社会舆论和资本市场的共同热词，其描绘的远景被普遍认为将带来互联网生活所面临的下一次媒介迁移。
- 更加“沉浸”的用户是向“元宇宙”远景的必要过渡，足够的用户时长是沉浸感产生的前提。因此，场景多元、内涵丰富的社交娱乐应用对用户时长的创造能力就是它的“超能力”，也使向往“元宇宙”的资本选中社交娱乐作为走向未来的首选赛道。移动网络用户数量重新登顶，互联网行业的高质量发展继续聚焦存量用户价值的挖掘。用户生活数字化程度的提升加深了其与移动设备的羁绊，使用次数和时长都保持增长态势。硬件技术的突破是实现“沉浸”体验的关键，在元宇宙概念和 VR 设备销售突破的共同推进下，国内互联网资本对 VR 的研发和投资进入了新的高峰期。内容产品在沉浸体验中的重要性同样不容忽视：世界观设定和交互设计是沉浸感的来源。
- 2021 年，我们看到“开放”成为国际互联网行业监管的主题，也看到个体的创意天才和创作热情得到了更全面的保障和支持。“开放世界”不仅是内容产品对品质和创新自我要求，更是互联网理念的应用之义。人类对自由、平等、共享的向往贯穿了整个互联网经济的发展史，但随着互联网巨头资本的壮大和平台经济的崛起，恶性竞争引起的垄断和封闭行为普遍存在。在国内，去年年底发布的《反垄断》法案已得到政策层面的细化诠释，国家反垄断局正式成立，百度、阿里巴巴、京东、腾讯、滴滴均被立案调查处罚。“二选一”、用户信息滥用和链接屏蔽成为监管部门关注的重心。
- 游戏：元宇宙前景诱人，国游繁荣靠创新。游戏作为用户规模巨大的成熟商业形态，是元宇宙相关技术的实践基地，更是适合元宇宙平台和内容产品成长的肥沃土壤。在元宇宙前景的刺激下，全球游戏产业将进入技术和业态的创新高峰期。对于国内游戏行业来说，国内市场竞争饱和和加速了行业集中度的提升，次时代游戏对创意策划、引擎技术、跨平台运营、社交体验和发行营销的要求都有了质的飞跃。海外市场的开拓也进入了深水期，低成熟度市场的培育迫在眉睫。回顾过去，国游的崛起依靠的是国内游戏行业扎实的研运基础和人才储备。未来，国产游戏的繁荣强大还需要在引擎技术和策划创新上与世界先进水平接轨，保持行业规模的稳健增长。
- 长视频：供给短缺突显版权方价值，内容龙头标的受益。内容供给不足成为影视行业的普遍共识。由于近年监管部门在加强内容审核和治理行业乱象上的积极作为，不符合行业发展的剧集制作机构和项目得到了清理，剧集产能明显减少，造成了剧集内容供需的不平衡。行业产能收缩和内容供需矛盾将利好剧集制作行业的龙头企业，而版权保护环境的优

---

化有望长期增益企业业绩。

- **广告营销：消费增速承压，继续看好梯媒、网红广告。**与 2016-2019 年互联网广告市场规模保持 30%以上增速相比，2020 年以来互联网广告市场规模增速明显放缓，消费疲软、流量紧缺导致头部公司业绩下滑。疫情好转激活户外广告，梯媒数字化转型迎候新消费品牌营销需求。效果型广告继续受青睐，网红营销拥抱新消费时代。
- **平面出版：零售市场仍未复苏至疫情前，网销渠道利润承压。**相比 2019 年同期，整体零售市场仍处于低迷状态。后疫情时代读者的消费习惯被加速改变，更多人转向网店渠道，让实体书店的复苏面临较大困难。少儿类图书码洋比重回落，主题出版领先市场增长。短视频电商渠道压低折扣率，少儿类折扣低至 3.3 折。
- **回顾 2021 年，传媒板块的市场热度从低迷中窥见曙光。**A 股传媒板块整体走势呈“V”型，板块估值在三季度实现触底反弹，年底实现冲高走势。板块估值仍未走出低迷，2021 年中信传媒指数的市盈率中位数从年初开盘的 38.96 倍一路下滑至 9 月 29 日的 23.19 倍，随后一路修复至年末（12 月 15 日）的 31.68 倍。
- **推荐关注标的：完美世界**（深厚技术基因，布局多元赛道的精品研发品牌）、**吉比特**（独游主流化的操盘玩家，休闲赛道专注长线研运一体）、**心动公司**（游戏社区内容价值突显，自研新品期待发力）、**芒果超媒**（内容底蕴优势突显，看好泛娱前瞻布局）、**华策影视**（国剧龙头深耕内容生态，看好业务版图扩充前景）、**分众传媒**（乘新消费赛道东风，梯媒巨舰志在远航）、**天下秀**（乘风而起，领航红人经济）。
- **风险提示：宏观环境风险**（国民经济增长状态、居民可支配收入变化、消费场景景气程度等）；**监管政策风险**（游戏、书刊、音像制品等出版物版号发放情况、影视项目审核制度、广告市场治理力度、税收优惠政策变化、内容版权政策变化等）；**项目推进风险**（拍摄场地变化；拍摄器材损坏；演员预期外调整后成本；研发或操作技术预期外成本、市场需求变化导致项目取消等）；**内容侵权风险**（创意团队故意或无意在内容产品的标题、情节、形象、拍摄手法等方面对已有版权物造成侵权）。

## 目录

<b>1 走向“沉浸”：攻略更丰富的社交娱乐场景</b> .....	<b>1</b>
1.1 移动网络用户数量新高，使用次数和时长都保持增长.....	1
1.2 元宇宙激活国内 XR 前景，大厂入局丰富应用场景.....	3
1.3 世界观设定与交互设计，IP 衍生的核心竞争力.....	6
<b>2 重申“开放”：互联网理念的应有之义</b> .....	<b>8</b>
2.1 打破壁垒：全球反垄断，平台监管众望所归.....	8
2.2 探索边界：互联互通，或辟新章.....	10
2.3 激发创意：全民创意时代，游戏内容社区潜能巨大.....	11
<b>3 游戏：元宇宙前景诱人，国游繁荣靠创新</b> .....	<b>12</b>
3.1 国内增速创新低：头部游戏地位难以撼动，休闲游戏变现能力提升.....	14
3.2 游戏强监管趋势：深化供给侧改革，行业集中度将进一步提升.....	19
3.3 国游出海新阶段：自研产品，品类扩充，新兴市场.....	20
3.4 关注标的：完美世界、吉比特、心动公司.....	21
<b>4 长视频：供给短缺突显版权价值，内容龙头标的受益</b> .....	<b>22</b>
4.1 内容供给不足，网播平台加大自制投入.....	22
4.2 短视频新规叫停影视二创，内容版权方有望业绩增益.....	25
4.3 关注标的：芒果超媒、华策影视.....	26
<b>5 广告营销：消费增速承压，继续看好梯媒、网红广告</b> .....	<b>27</b>
5.1 互联网广告增速放缓，户外广告成品牌营销新阵地.....	27
5.2 关注标的：分众传媒、天下秀.....	29
<b>6 出版：零售仍未复苏至疫情前，网销渠道利润承压</b> .....	<b>30</b>
<b>7 市场回顾</b> .....	<b>31</b>
<b>8 风险提示</b> .....	<b>33</b>

## 插图目录

图 1 2018 年 1 月-2021 年 10 月我国移动互联网用户数量（万）和环比增幅（%）.....	1
图 2 月人均单日使用次数.....	2
图 3 月人均单日使用时长.....	2
图 4 2020Q3-2021Q3 移动网民人均 APP 每日使用时长 TOP8 类型及时长占比.....	2
图 5 2021 年 9 月各行业 APP 用户规模增长 top 10.....	3
图 6 2021 年 9 月各行业 APP 人均时长增长 top 10.....	3
图 7 2014-2020 年国内 VR/AR 行业股权投融资事件数量及金额（件，亿元）.....	4
图 8 全球 VR 头部显示设备销量预测（单位：百万台）.....	5
图 9 中国 AR/VR 市场出货量及增长率预测（单位：万台）.....	5
图 10 Oculus Quest 2.....	5
图 11 哈利波特 IP 的原著图书、改编电影和改编手游.....	7
图 12 达菲和他的朋友们在活动区亮相.....	7
图 13 玲娜贝尔人偶、衍生产品、网络表情包.....	7
图 14 《原神》开放世界中新手玩家出生点附近的宝箱.....	8
图 15 2021 年国内反垄断法律政策进展.....	10
图 16 ROBLOX Studio 界面.....	12

图 17 媒体、游戏投资者 Matthew Ball 给出的元宇宙关键属性 .....	13
图 18 Travi Scott 《堡垒之夜》演唱会 .....	13
图 19 2014-2021 年中国手游市场销售收入及增速（亿元,%） .....	14
图 20 2014-2021 年中国手游市场销售收入及增速（亿元,%） .....	14
图 21 2021 年以来中国手游市场月销售收入及增速（亿元,%） .....	15
图 22 2020Q1-2021Q3 中国手游市场销售收入及增速（亿元,%） .....	15
图 23 历年流水 TOP100 移动游戏平均上线时长（年） .....	15
图 24 《一念逍遥》道家仙山联动版本海报 .....	17
图 25 2016-2021 年游戏版号发放情况 .....	19
图 26 2021 年各月份游戏版号发放情况 .....	19
图 27 2018 年以来部分上市游戏公司销售费用占比变化 .....	20
图 28 2018 年以来部分上市游戏公司研发费用占比变化 .....	20
图 29 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入（亿美元） .....	20
图 30 2019-2021 年电视剧制作备案情况 .....	22
图 31 2020-2021 年重点网络剧制作备案情况 .....	22
图 32 2016-2021 年中国互联网广告市场规模变化 .....	27
图 33 2019 年 2 月-2021 年 11 月社会消费品零售总额当月同比变化 .....	28
图 34 2020-2021 年电梯 LCD 和电梯海报广告刊例月花费同比变化 .....	28
图 35 传统的“中心化”营销路径 .....	29
图 36 KOL 的“去中心化”营销路径 .....	29
图 37 广告主 KOL 投放市场规模（亿元） .....	29
图 38 2021 新锐广告主数字营销投放重点 .....	29
图 39: 2016-2021 年前三季度网店渠道和实体渠道同比增速变化（%） .....	30
图 40: 零售市场中各细分品类码洋比重构成（%） .....	31
图 41 2021 年初至今中信传媒指数走势 .....	31
图 42 2018 年 11 月以来中信传媒指数市盈率变化 .....	31
图 43 2021 年以来 30 个中信一级行业指数涨跌幅（%，截至 12 月 15 日） .....	32

## 表格目录

表 1 2021 年国内重点互联网企业在 VR 领域的投资事件 .....	6
表 2 2021 年国际反垄断事件 .....	8
表 3 2021 年国内互联网行业走向互联互通的进展 .....	10
表 4 2021 年部分重点游戏公司发行产品情况 .....	16
表 5 目前重点游戏公司测试中&储备产品情况 .....	18
表 6 2021 年平台剧集自制梳理 .....	23
表 7 2022 年各大平台储备剧集 .....	24
表 8 2021 年平台剧集自制梳理 .....	25
表 9 年初以来中信传媒三级指数涨跌幅以及板块内市值前三标的涨跌幅 .....	32
表 10 年初以来中信传媒三级指数涨跌幅以及板块内市值前三标的涨跌幅 .....	32

## 1 走向“沉浸”：攻略更丰富的社交娱乐场景

2021年，互联网对人类生活的改造仍在持续。在互联网巨头的引领和媒介产物的渲染下，“元宇宙”（Metaverse）成为社会舆论和资本市场的共同热词，其描绘的远景被普遍认为将带来互联网生活所面临的下一次媒介迁移。

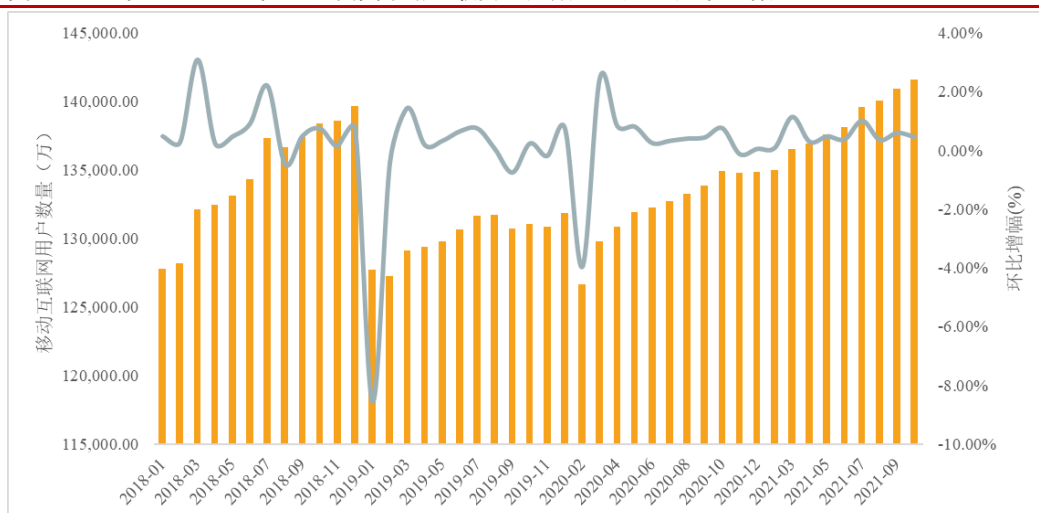
我们看到，用户已自主模糊了移动互联网的工具性质，适应了移动应用等同于绝大部分日常生活场景的现实。

更加“沉浸”的用户是向“元宇宙”远景的必要过渡，足够的用户时长是沉浸感产生的前提。因此，场景多元、内涵丰富的社交娱乐应用对用户时长的创造能力就是它的“超能力”，也使向往“元宇宙”的资本选中社交娱乐作为走向未来的首选赛道。

### 1.1 移动网络用户数量新高，使用次数和时长都保持增长

移动网络用户数量重新登顶，互联网行业的高质量发展继续聚焦存量用户价值的挖掘。2021年以来，工信部统计的移动互联网用户数保持着稳健增长，月环比增速均为正数。2021年8月，我国移动互联网用户数量冲破14亿大关，创下2018年12月以来的新高。截至2021年10月，我国移动互联网用户数达到14.16亿。

图 1 2018年1月-2021年10月我国移动互联网用户数量（万）和环比增幅（%）



资料来源：工业和信息化部，首创证券

用户生活数字化程度的提升加深了其与移动设备的羁绊，使用次数和时长都保持增长态势。根据 QuestMobile，截至2021年9月，中国移动互联网月活用户达到11.67亿，月人均单日使用次数和时长分别达到115.1次、6.6小时。

图 2 月人均单日使用次数

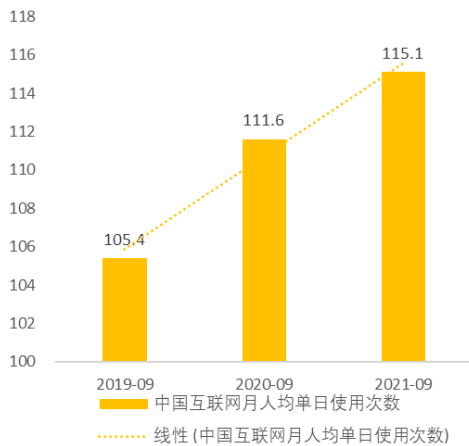
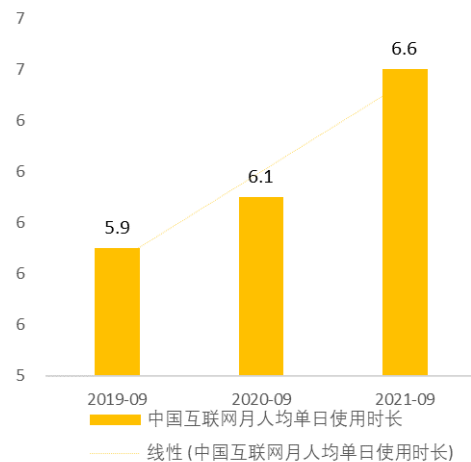


图 3 月人均单日使用时长

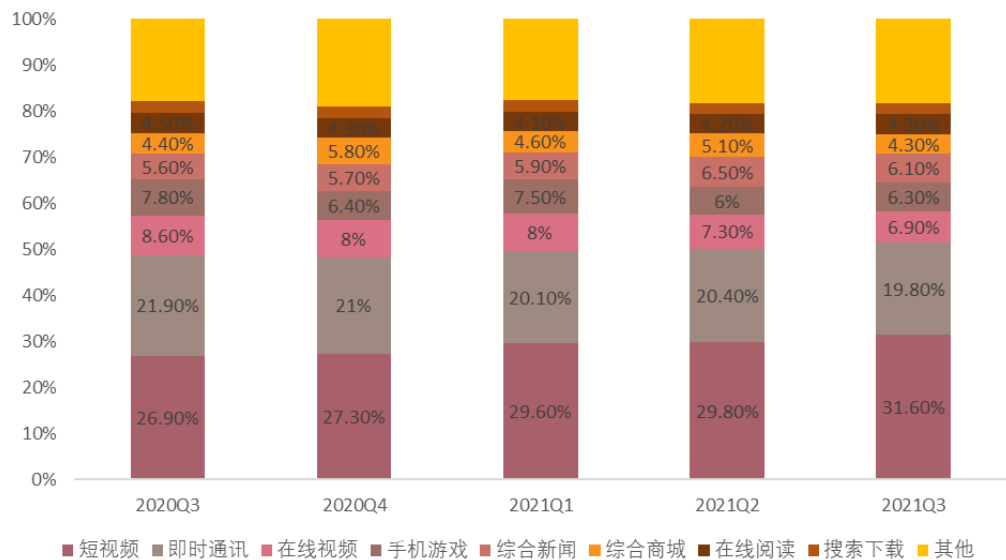


资料来源: QuestMobile, 首创证券

资料来源: QuestMobile, 首创证券

**短视频继续称霸时长争夺战,网民 1/3 手机时间用来看短视频。**根据极光数据,自 2020Q3 以来,短视频已超过即时通讯成为用户时长的霸主。2021Q3,短视频行业用户时长占比继续提升至 31.6%。其他行业的用户时长受到短视频行业的蚕食,即时通讯、在线视频等使用时长占比持续下跌;由于暑假来临,手机游戏时长占比较上一季度略有回升,达 6.3%;但受游戏“双减双打”政策影响,回升力度有限,较去年第三季度下跌 1.5 个百分点。

图 4 2020Q3-2021Q3 移动网民人均 APP 每日使用时长 TOP8 类型及时长占比



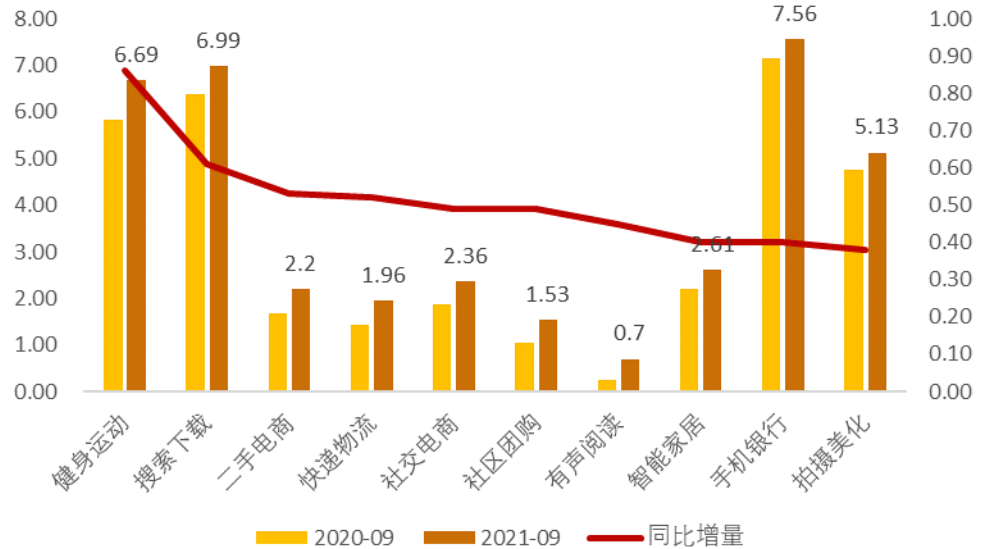
资料来源: 极光数据, 首创证券

根据极光数据,2021 年以来,短视频月活与渗透率增量仍未见顶,Q3 月活均值达到 8.0 亿人,同比增长 2.6%。人均日使用时长不断提升,2021 年 Q3 人均日使用时长均值已达到 234.6 分钟,同比增长 20.5%,与之相应的使用频次增长了 1.1 次。

**深度介入用户生活场景,智能穿戴普及成效明显。**2021 年以来,健身运动、搜索下载、二手电商等移动应用用户的规模增长显著。2021 年 9 月,受《全民健身计划(2021-2025 年)》鼓励,以及智能穿戴设备在运动领域的消费热潮推动,健身运动依然是用户规模同比增长最多的行业,较去年 9 月增加 8600 万,总体安装量达到 6.69 亿。搜索下

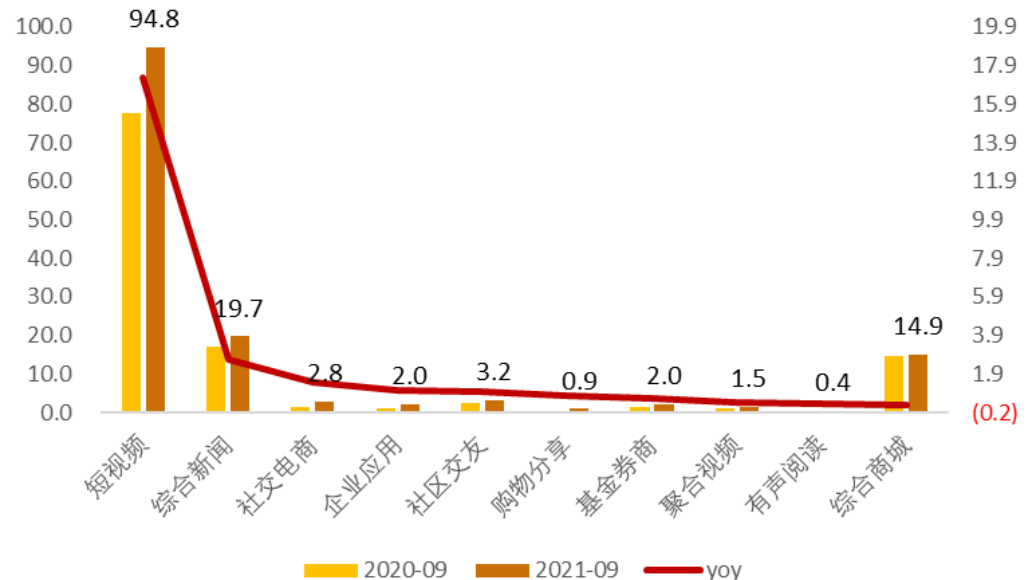
载及二手电商分别排名用户同比增长的第二和第三位，同比增量分别为 6100 万和 5300 万；随着各领域巨头纷纷发力搜索业务，搜索行业有望迎来二次增长在用户时长方面，时长占比最高的短视频行业在继续保持最高的同比增长，较去年 9 月增加 17.2 分钟，全国平均每个网民单日观看短视频达到 94.8 分钟；其次是综合新闻和社交电商行业，网民平均单日使用时长同比增长分别为 2.6 和 1.4 分钟。

图 5 2021 年 9 月各行业 APP 用户规模增长 top 10



资料来源：极光数据，首创证券

图 6 2021 年 9 月各行业 APP 人均时长增长 top 10



资料来源：极光数据，首创证券

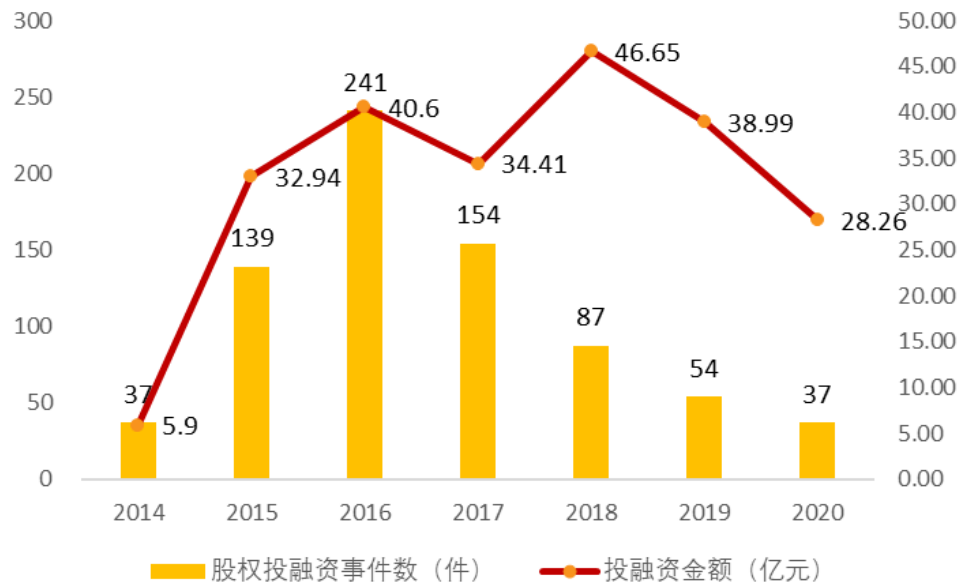
## 1.2 元宇宙激活国内 XR 前景，大厂入局丰富应用场景

硬件技术的突破是实现“沉浸”体验的关键。移动应用发展至今，功能已接近对网

民生活场景的全面触及。但走向“沉浸”，功能的实现仅是基础，功能的交融整合是更进一步，而 C 端 XR 硬件技术的臻备和普及才是完整的“沉浸”体验的关键。

国内 VR/AR 投资赛道曾在 2014 年 Facebook 重金收购 Oculus 之后蓬勃发展，但股权投资事件从 2016 年以来逐年走低，投融资规模在 2018 年之后也出现大幅下滑。同时，与海外巨头牵头发展不同，该阶段国内互联网巨头对 VR 的投资态度也偏向谨慎。

图 7 2014-2020 年国内 VR/AR 行业股权投资事件数量及金额（件，亿元）



资料来源：前瞻研究院，首创证券

2021 以来，以 VR/AR 功能为重要基建目标的元宇宙 (Metaverse) 的热潮则愈演愈烈。2021 年 3 月 11 日，沙盒游戏平台 Roblox 把“元宇宙 (Metaverse)”写进招股书，引燃了元宇宙概念。Roblox 上市之后股价表现抢眼，市值曾一度超过 500 亿美元，甚至超过了 EA 这样的传统游戏大厂。6 月，Facebook CEO 扎克伯格表示：Facebook 所构建的用户、创作者社群，以及商业模式、VR 平台在未来将融合在一起，组合成一个更大规模的 Metaverse，这是他们的全局目标。10 月 29 日，Facebook 正式更名为“Meta”。

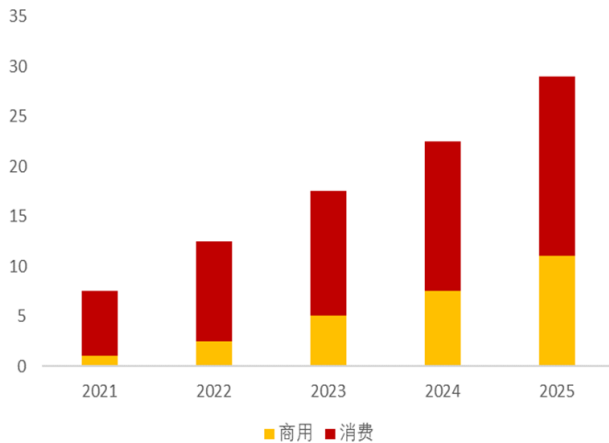
消费类 VR 主流硬件设备销量的突破，更坚定了 Meta (原 Facebook) 和微软这样的巨头先驱的信心。

IDC《2021 年第二季度增强现实与虚拟现实市场追踪报告》显示，2021 年全球市场 VR 头显预计出货 837 万台，同比增长 28.9% 该预测也反映了供应方面的限制，因为一些供应商今年将面临组件短缺问题，但从长期来看 VR 头显市场增长依然十分强劲，全球出货量预计将于 2025 年增长至 2860 万台，五年复合年增长率 (CAGR) 为 41.4%。

IDC 同时预测中国市场 2021 年 VR 头显出货 143 万台。未来五年，中国市场 VR 出货复合增长率为 69.4%，AR 头显复合增长率为 109.9%。

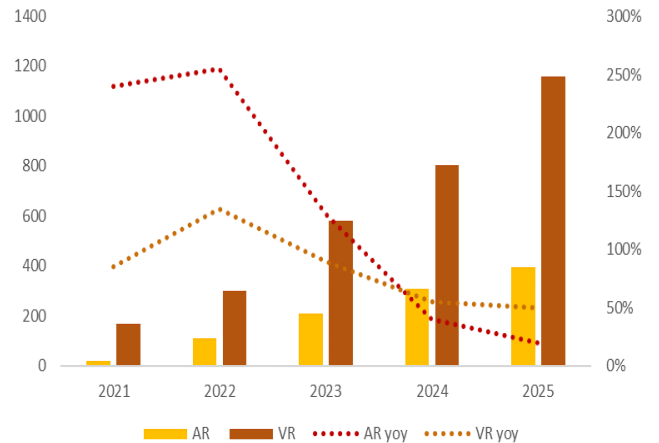


图 8 全球 VR 头部显示设备销量预测 (单位: 百万台)



资料来源: IDC, 首创证券

图 9 中国 AR/VR 市场出货量及增长率预测 (单位: 万台)



资料来源: IDC, 首创证券

目前, Meta (原 Facebook) 旗下的 Oculus 是最主流的 VR 设备产品系列, 其在 2020 年 9 月发布的 Quest 2 销售爆发引起了市场的广泛关注。2021 年 11 月, 高通公司 CEO 克里斯蒂亚诺·阿蒙透露 Oculus Quest 2 已卖出 1000 万台。早在 2019 年, Meta (原 Facebook) CEO 马克·扎克伯格就认为 1000 万用户是“(VR 相关) 生态系统爆发”的关键门槛。而 2021 年 8 月, Meta 的 VR 与 AR 部门负责人 Andrew Bosworth 也提到, 他期望公司会比预期更早达成 1000 万人的用户基数目标。

图 10 Oculus Quest 2



资料来源: 极光数据, 首创证券

在元宇宙概念和 VR 设备销售突破的共同推进下, 国内互联网资本对 VR 的研发和投资进入了新的高峰期。

2021 年, 国内最引人关注国内 VR 领域投资事件是字节跳动于 2021 年 8 月以 90 亿元人民币收购了 VR 硬件企业 Pico。Pico 于 2021 年 5 月发布了 Pico Neo 3, 在与用户体验感最相关的头部追踪上, Pico 团队完全采用自研方案, 同时还采用了自研的 6DoF 光学解决方案的环形手柄。官方数据显示, Neo 3 的 6DoF 手柄采用了 32 个光学追踪传感器, 能够达到 238° \* 195° 的光学追踪范围。

除字节跳动以外, 腾讯、阿里巴巴、爱奇艺等国内互联网企业在 2021 年的投资也

重点投向 VR 领域。A 股游戏公司也加速布局 VR，三七互娱投资了 VR 内容研发商 Archiact 布局内容生态，宝通科技则向旗下 VR 公司哈视奇股份增至 40.64%，成为其第一大股东。

表 1 2021 年国内重点互联网企业在 VR 领域的投资事件

公司	时间	事件
字节跳动	8 月	收购 pico，用于研发 VR 硬件
	11 月	投资众趣科技（数字孪生云服务提供商）
	11 月	投资梦途科技（主要研发 IT 技术（体感、AR、VR、web 等领域））
阿里巴巴	8 月	成立杭州数典科技有限公司，用于研发 VR 设备
	11 月	参投 VR 线下娱乐公司 Sandbox
	11 月	建立了 XR 实验室
腾讯	4 月	投资 Epic Games，用于美国 VR 游戏开发
	9 月	投资威魔纪元，用于开发 VR 游戏
	11 月	投资专注于 AR/VR 元宇宙触觉模拟技术的英国厂商 Ultraleap
爱奇艺	1 月	爱奇艺智能融资数亿人民币，用于 VR 关键技术、算法与新产品的研发，并在内容生态建设方面持续投入

资料来源：Wind，首创证券

我们认为，由于国内互联网大厂的头部应用具有庞大的用户规模，研发团队擅长社交与娱乐等多种功能性应用的开发，同时多个资本集团内部都已具备融合多元应用场景的经验。在元宇宙前景的鼓舞之下，VR 的应用场景将有机会得到更丰富的开发尝试，元宇宙所需要的真实和“沉浸”将加速到来。

### 1.3 世界观设定与交互设计，IP 衍生的核心竞争力

**内容产品在沉浸体验中的重要性不容忽视。**庞大的用户基础和消费级的硬件设备普及催生下一代移动应用场景，但更加“沉浸”的场景却需要庞大信息量的内容产品的充实。从消费级 VR 设备的普及经验来看，只有适应高度真实沉浸用户体验的内容产品在数量和质量上达到一定标准，用户的使用习惯才有被成功培养的可能性。

**世界观设定和交互设计是沉浸感的来源。**在目前的娱乐社交生态下，成功给予用户沉浸感的内容产品并不是借助硬件媒介优势，而是规模化的 IP 衍生体系。我们观察成功的 IP 衍生体系通过文学、动漫、影视、实景娱乐所提供的沉浸感，能够发现内容产业在世界观设定和交互设计上的设定是受众真实感和沉浸感的主要来源。

以《哈利波特》系列为例，J.K.罗琳的文学作品所塑造出高浓度魔法世界具有非常扎实的世界观设定。在小说设定里，不仅有巫师特有的魔杖、服饰、交通工具、食物、娱乐方式的设定，还有一套完整的宠物巫师世界和麻瓜世界的关系、魔法世界行政机构的体系、魔法社会内部的阶级设定、魔法学校的招生与教学体系，甚至在魔咒、魔药和魔法生物的设定上都有着语言学、民俗学和欧洲民间传说里的来源。

在完整世界观的支撑下，基于哈利波特 IP 的影视改编和游戏改编都有非常成功的案例。优秀 IP 衍生作品对世界观的精心诠释，防止了受众因为考虑不合逻辑的设定和情节和出戏，更有可能带给受众“沉浸感”。

图 11 哈利波特 IP 的原著图书、改编电影和改编手游



资料来源：互联网公开信息，首创证券

交互设计是内容产品沉浸感的另一大主要来源，互动所提供的真实感和趣味感非常迎合 Z 世代内容受众的喜好。

以“达菲和他的朋友们”为例，该迪士尼乐园原创 IP 在没有动画作品的情况下，靠简单童趣的人物设定和乐园人偶的互动却吸引了庞大的粉丝群体。其中，上海迪士尼乐园推出的“玲娜贝尔”不仅衍生商品供不应求，且在社交媒体上成为了 2021 年高热度话题。其中，乐园人偶与游客的高质量互动将原本单调的人物设定变得完整充实，同时依靠“饭拍”形成的素材库成为 IP 最有效的宣传材料。

图 12 达菲和他的朋友们在活动区亮相



资料来源：上海迪士尼乐园官方网站，首创证券

图 13 玲娜贝尔人偶、衍生产品、网络表情包



资料来源：互联网公开信息，首创证券

在有“开发世界”元素的游戏产品中，玩家与地形、玩家与物件、玩家与 NPC 之间  
请务必仔细阅读本报告最后部分的重要法律声明

的交互设计是玩家探索游戏开放世界的核心体验。以《原神》新手体验为例，玩家在游戏中的第一个任务就是激活传送点，但是玩家并没有被强制完成任务，也可以在出生地附近的沙滩和大海进行探索。假如玩家看见大海后想要游泳，就有机会游到附近小岛上获得一个大大的宝箱。这都是开放者通过揣摩玩家心理以后精心设计的交互体验。

图 14 《原神》开放世界中新手玩家出生点附近的宝箱



资料来源：《原神》，首创证券

总而言之，真正的“沉浸”对内容产业链在世界观设定和交互设计的能力提出了更高的要求，内容研发团队需要更了解用户，也需要更扎实的文学功底和创意能力。

## 2 重申“开放”：互联网理念的应有之义

“开放世界”不仅是内容产品对品质和创新自我要求，更是互联网理念的应用之义。人类对自由、平等、共享的向往贯穿了整个互联网经济的发展史，但随着互联网巨头资本的壮大和平台经济的崛起，恶性竞争引起的垄断和封闭行为普遍存在。

互联网巨头“二选一”、“大数据杀熟”、支付垄断、封闭链接等行为，不仅成为了扼制中小企业发展的桎梏，还对用户权益、技术进步、商业创新和人才流动都有着非常大的损害，成为了国际性的监管议题。

2021年，我们看到“开放”成为国际互联网行业监管的主题，也看到个体的创意天才和创作热情得到了更全面的保障和支持。

### 2.1 打破壁垒：全球反垄断，平台监管众望所归

2021年，全球范围内针对科技企业的反垄断浪潮贯穿始终。

在海外，谷歌、苹果、Facebook、亚马逊等互联网巨头在应用商店、流媒体、数字广告等多个领域面临源源不断的垄断指控，在多个国家面临高额罚款。欧盟的高额罚单、韩国的全新法案和美国的法院判决都是代表着以打破平台壁垒为目的的国家意志。

表 2 2021 年国际反垄断事件

时间	国家	涉及互联网企业	事件
2021 年 1 月	德国	Facebook、亚马逊、谷歌	实施新的反垄断法规，对部分公司展开反垄断调查。
2021 年 4 月 7 日	英国	/	正式成立了新的监管机构，旨在监督全球一些大型科技公司的反竞争行为
2021 年 4 月 30 日	欧盟	苹果	首次对苹果公司提起反垄断诉讼，此举可能导致苹果被处以相当于其全球营收 10% 的罚款。欧盟委员会表示，苹果公司限制条款可能会扭曲苹果设备上的流媒体音乐服务竞争。

2021年5月25日	德国	谷歌	根据反垄断法规对谷歌公司启动了两项调查，分别就谷歌市场地位和数据处理条款进行深入分析。反垄断局负责人表示，谷歌提供大量的数据服务，而且谷歌的商业模式很大程度上依赖用户数据的处理。
2021年6月7日	法国	谷歌	处以2.2亿欧元的罚款，原因是该公司被认定滥用其线上广告主导地位。
2021年6月22日	欧盟	谷歌	因涉嫌通过技术手段在数字广告领域打压竞争对手，欧盟表示将对谷歌公司的数字广告业务开展反垄断调查。此项调查将主要聚焦谷歌公司是否限制第三方公司获取各类网站和手机应用程序上的以广告为目的的用户数据，仅将此类数据保留给己方使用，从而扭曲市场竞争。
2021年6月23日	美国	/	众议院审议了《终止平台垄断法案》《美国选择与创新在线法案》《平台竞争和机会法案》《收购兼并申请费现代化法案》《通过启用服务切换（ACCESS）法案》以及《州反垄断执法场所法案》六项法案。上述法案要求，如果主导平台的运营者非法拥有了与平台有利益冲突的业务时，它必须在尽可能短的时间内终止对于这些业务的拥有或控制，并且整个终止业务的过程必须在被认定为是主导平台的两年内完成。
2021年7月9日	美国	/	为限制企业的垄断地位，总统拜登签署一项行政令，以促进美国企业的市场化竞争性，该法案针对科技、医疗和其他领域的反竞争做法提出了指导和限制措施，同时意在提高工人收入，为消费者提供保护。
2021年7月30日	卢森堡	亚马逊	因为没有遵守欧盟的《通用数据保护条例》，被卢森堡数据保护国家委员会处罚7.46亿欧元。
2021年8月19日	美国	Facebook	联邦贸易委员会通过新的论证再次提交反垄断指控，重申Facebook收购Instagram和WhatsApp违反了反垄断法，而且Facebook长期通过实施垄断行为维持其在美国个人社交网络市场上的市场地位。
2021年8月31日	韩国	苹果、谷歌	国会表决通过《电子通信事业法》修正案，禁止应用平台运营商利用自身地位强迫开发者使用特定支付方式的行为，韩国将成为世界首个打破APP商店支付垄断的国家。
2021年9月10日	美国	苹果	加州法院要求苹果允许App开发商将用户引导至第三方支付系统，而不是强迫他们在App Store内购买。
2021年9月14日	韩国	谷歌	韩国公平交易委员会宣布，因谷歌涉嫌滥用市场支配地位，决定对其处以2074亿韩元，约合人民币11.4亿元的罚款。据介绍，谷歌阻碍三星等手机制造商生产搭载定制版安卓手机操作系统的手机，限制其竞争对手开发的操作系统进入市场，同时遏制了创新。
2021年11月10日	欧盟	谷歌	欧盟法院裁定维持欧盟委员会对互联网巨头谷歌罚款24.2亿欧元的判决，以处罚其违反欧盟竞争监管规定的行为。欧盟委员会认为谷歌在商品比价服务方面利用其搜索引擎的优势地位对竞争对手形成了不正当的优势。

资料来源：Wind，首創證券

尤其在应用发行上，内容商与渠道商在抽成和支付障碍上的矛盾正在全球范围内加剧。从目前部分国家在立法决策和法院宣判层面的进展来看，内容商获得的支持正在逐步累加，全球渠道分成局势的演变将利好内容研发方。

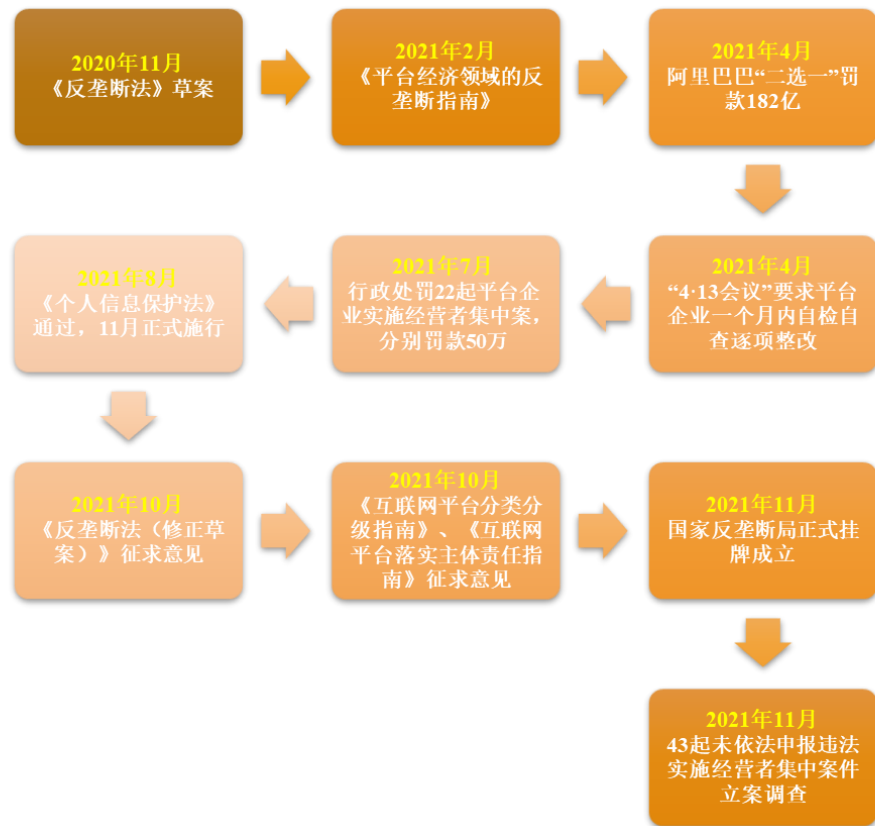
苹果商店方面已经被动或主动对外部支付方式和抽成让步。2021年8月，苹果与上诉控告其垄断的两开发商达成和解时，首次声明开发者可以通过邮件发送购买链接的形式绕开应用内支付和抽成。9月，在日本发起的反垄断调查中，苹果宣布全球范围内音像书刊APP可在应用内直接分享其他网站的注册及缴费链接。美国法院很快要求上述新规定将扩大至所有APP。10月22日苹果更新了App Store审核指南，直接允许了开发者就第三方支付方式与用户联系。不过，12月8日，苹果公司获得法院允许，暂缓执行9月初Epic Games诉讼中要求App Store能在应用内分享链接等，引导用户使用外部支付方式的要求。

谷歌商店则已从6月开始下调部分App的抽成：6月1日，谷歌宣布，对所有App开发者每年赚取的第一个100万美元，抽成从30%降至15%。6月23日，谷歌发起“Play媒体体验计划”，对视频书刊App的抽成最低降至15%。但在2021年7月，美国36个州和华盛顿特区政府仍向法院指控谷歌应用商店垄断。10月21日，谷歌商店宣布从明年1月起，商店下载APP内订阅费抽成从30%降至15%，音视频书刊App的抽成将从最低15%降至最低10%。

在国内，去年年底发布的《反垄断》法案得到政策层面的细化诠释，国家反垄断局正式成立，百度、阿里巴巴、京东、腾讯、滴滴均被立案调查处罚。“二选一”、用户信

息滥用和链接屏蔽成为监管部门关注的重心。

图 15 2021 年国内反垄断法律政策进展



资料来源：首创证券

在应用商店领域，由于垂直渠道的崛起和头部游戏的强势，国内游戏应用分发渠道环境也已出现变革。2021年2月，小米应用商店采取了3:7分成比正式上架《原神》，而不是国内安卓硬件渠道通行的5:5分成。9月，《原神》首次上架腾讯应用宝。此次上架，应用宝并没有使用大部分安卓渠道都要求接入的渠道 SDK，而是直接选择直接上架了《原神》2.1 版本的官服游戏包，显示出了顶级内容产品对发行渠道固有秩序挑战的最新成果。

## 2.2 探索边界：互联互通，或辟新章

开放的元宇宙远景与平台生态逐步封闭的现状存在矛盾。

近 10 年来，平台经济加速壮大，互联网平台企业依靠庞大的流量基础获取了丰厚的经济利益。但正是因为极高的渗透率和使用率，以及所承载的民生服务功能，以微信、淘宝等为代表的互联网平台也越来越接近带有公共性质的国家互联网经济基础设施。

随着存量经济时代的到来，社交、“电商+支付”和短视频三大流量池所属的资本方严防为竞争对手引流，在旗下超级应用内采取屏蔽竞争平台的链接的措施。

2021 年下半年以来，国内互联网平台在工信部和市场监管总局的指导下，对恶意链接屏蔽、恶意不兼容的现象开展了以互联互通为主题的新一轮整改。互联互通与反垄断、数据安全一起成为了 2021 年互联网行业监管的主要内容。

表 3 2021 年国内互联网行业走向互联互通的进展

时间	事件
3月25日	阿里巴巴称已向腾讯提交淘特小程序申请。

7月26日	工信部启动专项整治，涉及场景新增“恶意屏蔽网址链接”和“违规收集、传输、存储及对外提供数据”，引起市场高度关注。
8月9日	阿里巴巴董事长喊话“友商”开放链接，腾讯总裁回应“平台之间打通是非常复杂的问题”。
8月17日	国家市场监管总局《禁止网络不正当竞争行为规定》公开征求意见，首次将“恶意屏蔽链接”、“恶意不兼容”列为不正当竞争。
9月9日	工信部召开行政指导会，对互联网平台互相屏蔽网址链接问题要求企业在9月17日之前拿出方案。
9月13日	工信部在国新办发布会表示“网址屏蔽是本次互联网专项整治的重点问题之一，要求相关企业在安全底线的基础上”，务实推动即时通信屏蔽网址链接等问题分步骤、分阶段解决”。
9月17日	腾讯交出方案，新版微信可在点对点场景中打开淘宝、抖音链接。
11月29日	微信发布新规，开放点对点场景直接访问外部链接；群聊场景试行开放电商类外部链接直接访问功能；后续计划开发自主选择模式，为用户提供外链管理功能。

资料来源：Wind，首创证券

对于社交娱乐业态来说，在保障平台数据安全、规范内容版权的范畴内，最大限度的实现互联互通有利于提升产出效率，更有利于促进生态繁荣。

**我们认为，开放的平台生态更有可能满足元宇宙远景实现的需要。**无论元宇宙萌芽于哪家互联网资本，都需要最大限度投射现实世界，同时最广范围的覆盖用户。平台流量的互联互通，才能高效激活内容创作，对抗信息爆炸带来的熵增，加速元宇宙到来的步伐。

当然，我们也必须看到，平台的互联互通牵扯到监管边界和商业自由的碰撞，实现的过程存在曲折反复的可能。但正如元宇宙的到来不是一蹴而就的，我们也需要对互联互通保持耐心，静观下文。

## 2.3 激发创意：全民创意时代，游戏内容社区潜能巨大

现阶段，平台之间的互联互通主要着眼于公共领域和公平竞争的范畴，并由平台外部的监管部门层面去敦促和推动的。开放外链是这一阶段的主要任务。

**平台内生的开放需求则萌生自对创意内容的渴求。**着眼于更加开放的元宇宙远景，互联互通这一互联网的基本精神和关键内核，能够从内驱动平台开放自我边界，逐步实现各类功能的数据开放和交换，通过向广大的用户共享平台生态的生产资料和生产工具，最大限度地挖掘用户创意价值，同时提升平台经营效率。

Roblox 的虚拟世界是 UGC 开发平台生态的先驱。Roblox 向用户提供一个具有“真实感”的开放虚拟社交空间，空间中的所有对象都支持物理模拟，且几乎所有的对象属性用户都可以通过脚本动态修改。Roblox 还向用户提供了面向普通大众的游戏开发者工具 Roblox Studio，让用户能够跨越复杂的技术元素用更高层的概念来构建虚拟的世界，快速转化用户创意成为平台内容。

图 16 ROBLOX Studio 界面



资料来源：ROBLOX, 首创证券

Roblox 的成功还在于贯穿全产业链的 UGC 社区建构。Roblox 利用统一虚拟货币 Robux 贯通经济系统，开发者/创造者所需素材/工具/广告营销交易等均可通过 Robux 进行，无需兑换成现金。

内容社区的形式有效激活了普通用户的创作热情。虽然在 Roblox 火爆之前，已经有很多地图、新闻门户、电商、支付等很多功能性应用将自己的资源或者服务通过 API、H5 的形式开放给第三方合作伙伴或者客户进行对接，帮助他们快速构建自己的某一项应用，但这一类开放还是需要专业技术人员的操作，对普通大众来说很遥远。

在国内的互联网产业实践中，新闻、问答、视频等内容形态都已经形成高用户粘性的 UGC 内容社区。各个社区发展壮大的时点也与其内容创作的门槛从低到高相匹配。

目前，TapTap、好游快爆、WeGame 等国内游戏社区对于用户的意义仍然集中在游戏的选择、购买和下载上，UGC 内容主要来源于用户对游戏的评分和评价。我们相信，随着游戏开发工具使用门槛的降低，以及平台方对 UGC 内容的重视和鼓励，国内游戏内容社区有望向着更高用户粘性的 UGC 内容社区发展。

### 3 游戏：元宇宙前景诱人，国游繁荣靠创新

2021 年下半年，元宇宙概念的爆发让游戏行业重新受到资本市场的关注。从大部分元宇宙猜想所描绘的远景看来，游戏在虚拟社交、开放世界、经济体系、区块链应用、UGC 创新、VR 内容和跨平台运营上的先驱实践与元宇宙的内核不谋而合。



图 17 媒体、游戏投资者 Matthew Ball 给出的元宇宙关键属性



资料来源：www.matthewball.vc, Newzoo, 伽马数据, 首创证券

游戏作为用户规模巨大的成熟商业形态，是元宇宙相关技术的实践基地，更是适合元宇宙平台和内容产品成长的肥沃土壤。在游戏领域，不仅有已成规模的 VR 平台和内容，有商业价值崭露头角的平台生态产品 ROBLOX，还有大量元宇宙相关的实验性项目，如《堡垒之夜》和《我的世界》中的虚拟音乐会。

图 18 Travi Scott 《堡垒之夜》演唱会



资料来源：Epic Games, 首创证券

我们认为,在元宇宙前景的刺激下,全球游戏产业将进入技术和业态的创新高峰期。

对于国内游戏行业来说,国内市场竞争饱和加速了行业集中度的提升,次时代游戏对创意策划、引擎技术、跨平台运营、社交体验和发行营销的要求都有了质的飞跃。海外市场的开拓也进入了深水期,低成熟度市场的培育迫在眉睫。

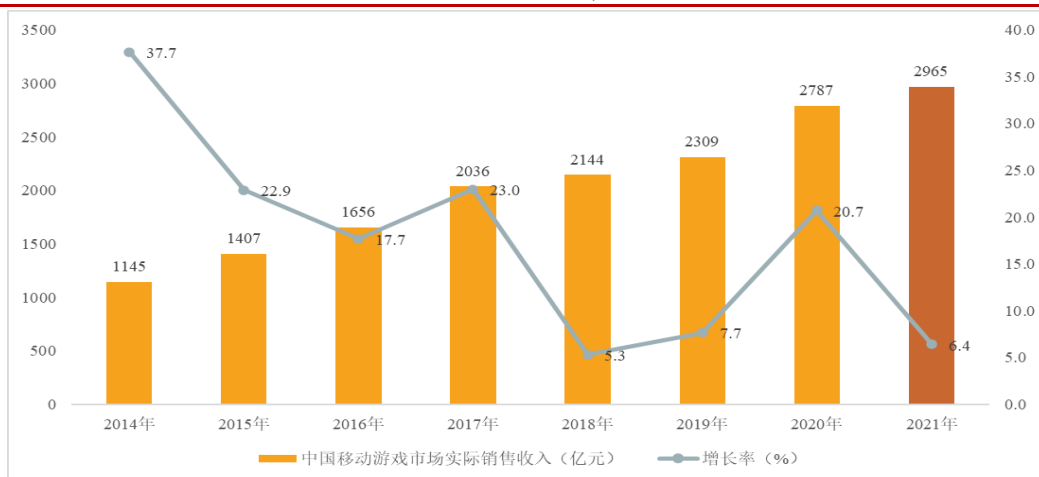
回顾过去,国游的崛起依靠的是国内游戏行业扎实的研运基础和人才储备。未来,国产游戏的繁荣强大还需要在引擎技术和策划创新上与世界先进水平接轨,保持行业规模的稳健增长。

### 3.1 国内增速创新低:头部游戏地位难以撼动,休闲游戏变现能力提升

2021年,在供给侧深化改革、需求侧流量稀缺以及2020年行业高基数的多重作用下,中国游戏行业增速在2020年冲高后回落,移动游戏市场的增长则创下新低。

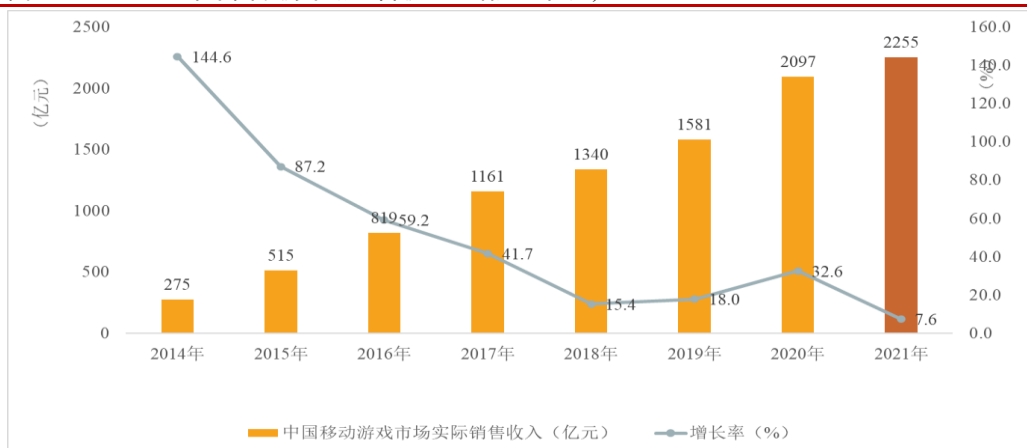
根据游戏工委预测,2021年中国游戏市场实际销售收入2965亿元,同比增长6.4%,比去年的增幅缩减近15%。其中,中国移动游戏市场预计全年实现销售收入2255亿元,同比增幅7.6%,明显低于2020年由疫情宅经济催化的32.6%的增幅。2021年1月-10月,中国移动游戏市场实现销售收入1889亿元,同比增幅8.6%。

图 19 2014-2021 年中国手游市场销售收入及增速 (亿元,%)



资料来源:游戏工委,首创证券

图 20 2014-2021 年中国手游市场销售收入及增速 (亿元,%)

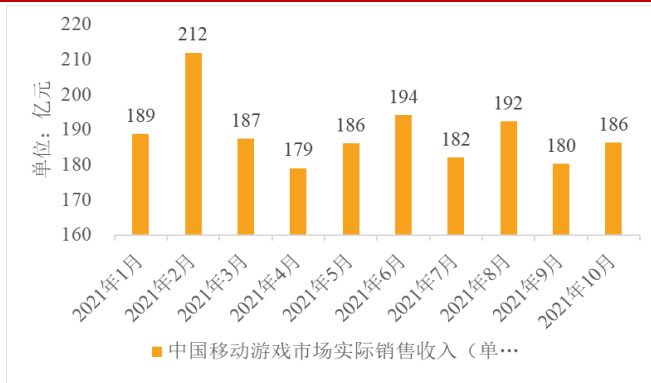


资料来源:游戏工委,首创证券

从月度和季度数据来看,春节和暑期仍是游戏消费的高峰,用户时长仍然是带动游

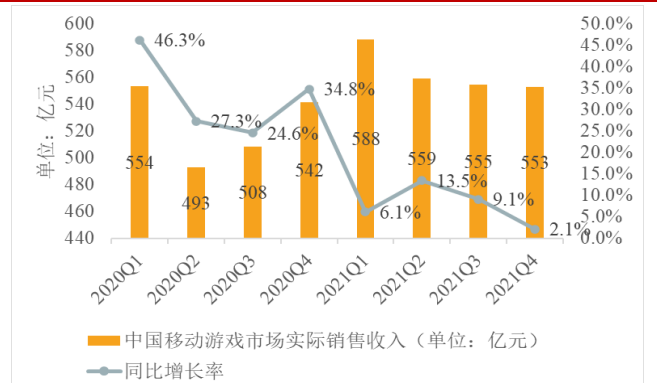
戏收入增长的主要因素。同时二季度作为相对的淡季,收入的同比增速高于一、三季度,反应出时长以外的收入增长因素具备潜能。

图 21 2021 年以来中国手游市场月销售收入及增速 (亿元,%)



资料来源:游戏工委,首创证券

图 22 2020Q1-2021Q3 中国手游市场销售收入及增速 (亿元,%)

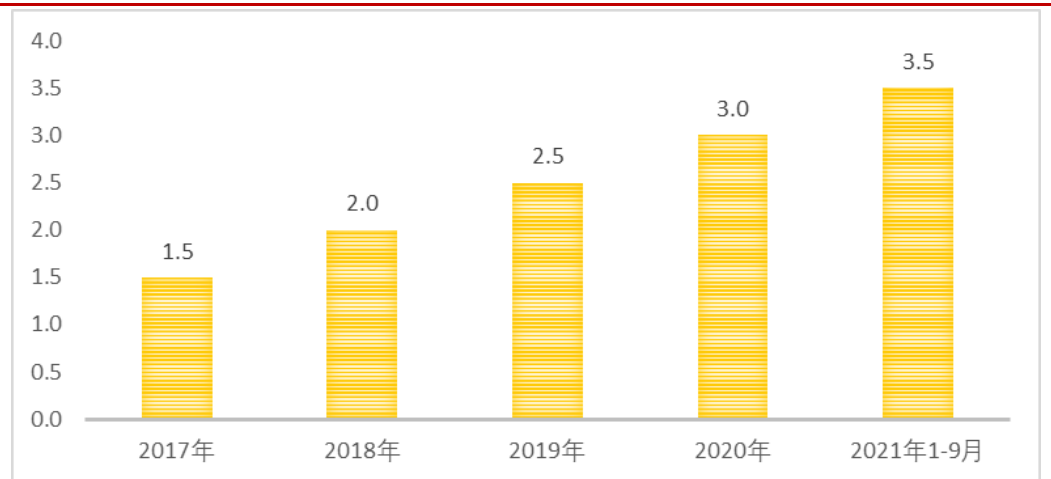


资料来源:游戏工委,首创证券

从游戏品种来看,产品数量最多的三类游戏是RPG、卡牌和策略类游戏,在收入前100的产品中,数量占比分别是25%、15%、9%;收入最高的三类游戏是RPG、MOBA和射击类游戏,在收入前100的产品中,收入占比分别是19.56%、14.95%、14.07%。

2021年,头部游戏在产品运营端继续发力,用户付费意愿提升,新游上位难度加大。从伽马数据公布的历年流水TOP100移动游戏平均上线时长来看,产品长线运营趋势愈发明显,2021年1—9月产品的平均生命周期已达到三年半,其中上线三年以上产品占据了移动游戏市场五成以上流水。

图 23 历年流水 TOP100 移动游戏平均上线时长 (年)



资料来源:伽马数据,首创证券

根据伽马数据公布的流水测算榜前十,长线运营老游的流水能力优异,新游佳绩难以持久。腾讯出品的国民级畅销手游《王者荣耀》、《和平精英》稳稳占据前两位。网易出品的MMO手游《梦幻西游》、灵犀互娱出品的SLG手游《三国志战略版》是长线运营佳作的代表,流水排名表现稳健。海外市场屡创佳绩的《原神》在国内市场也站稳脚跟,稳居榜单。此外,长线手游中还有《穿越火线:枪战王者》、《万国觉醒》、《大话西游》、《阴阳师》有实力跻身榜单前列。

2021年以来上线的高热度新游中,《航海王热血航线》、《斗罗大陆:武魂觉醒》、《斗罗大陆:魂师对决》、《梦幻新诛仙》都在上线初期进入过流水榜前列,但并未显示出长线高流水走势。

表 4 2021 年部分重点游戏公司发行产品情况

游戏名称	上线时间	研发商	发行商	美术风格	游戏类型	特色玩法	题材来源	国区榜单最高排名	TAPTAP评分
妄想山海	2021/1/6	北京像素	腾讯	国风	MMORPG	开放世界	山海经	连续14日游戏免费榜前30	7.0
蓝月传奇2	2021/1/12	恺英网络	腾讯	3D	RPG		同名页游	连续4日游戏免费榜前30	/
街霸：对决	2021/1/15	悦乐科技	腾讯	日式街机2D	RPG、ACT	卡牌	CAPCOM经典街机游戏	连续21日游戏畅销榜前30	5.0
全民奇迹2	2021/1/16	掌趣科技	腾讯	西方魔幻	MMORPG		韩国奇迹	连续22日游戏畅销榜前30	4.9
小森生活	2021/1/21	盛趣游戏	腾讯	吉卜力经典动画	模拟经营		原创	连续11日游戏免费榜前10	5.6
征服与霸业	2021/3/18	腾讯	腾讯	3D	SLG	多文明	历史	连续9日游戏畅销榜前100	7.0
秦时明月世界手游	2021/3/26	腾讯	腾讯	国风	MMORPG		国产动画	连续8日游戏畅销榜前30	6.5
胡桃日记	2021/4/16	巨人网络	腾讯	日式少女漫	休闲放置		日本LINE表情包	连续9日游戏免费榜前30	7.4
光与夜之恋	2021/5/14	腾讯	腾讯	二次元	卡牌养成	乙女向	原创	连续18日游戏畅销榜前30	7.2
比特大爆炸	2021/6/10	腾讯	腾讯	3D像素	STG		Roguelike、弹幕	连续8日游戏免费榜前30	4.3
罗布乐思	2021/7/13	ROBLOX	腾讯	3D	模拟沙盒	开放创作	原创	连续10日游戏免费榜前30	/
俄罗斯方块环游记	2021/7/29	腾讯	腾讯	童趣	休闲消除		经典益智游戏	连续8日游戏免费榜前30	7.5
美·三国无双 霸	2021/8/10	D.W.Studio	腾讯	日式3D	ARPG		日本光荣特库摩三国题材主机游戏	连续9日游戏畅销榜前30	5.4
金铲铲之战	2021/8/26	腾讯	腾讯	3D	自走棋		英雄联盟	连续34日游戏畅销榜前10	7.4
荣耀新三国	2021/9/2	凯撒文化	腾讯	3D	SLG		三国	连续8日游戏畅销榜前30	7.0
数码宝贝：新世纪	2021/10/13	万代南梦宫、奇侠互娱	腾讯	二次元	卡牌养成	剧情向	日本东映动画	连续20日游戏畅销榜前30	5.9
英雄联盟手游	2021/10/18	Riot Games	腾讯	3D	MOBA		英雄联盟	连续70日游戏免费榜前10	8.0
神角技巧	2021/11/3	腾讯	腾讯	二次元	MMORPG	开放世界	日本原创小说	连续10日游戏免费榜前100	6.4
有杀气童话2	2021/7/28	网易	网易	3D	MMORPG		原创	连续6日游戏畅销榜前30	4.2
无尽的拉格朗日	2021/8/17	网易	网易	3D	SLG	星际探索	原创	连续9日游戏畅销榜前30	5.5
漫威超级战争	2021/7/14	网易	网易	美漫3D	MOBA		漫威	连续14日游戏免费榜前30	5.8
月神的迷宫	2021/7/27	网易	网易	二次元	卡牌RPG	Roguelike	原创	连续14日游戏免费榜前400	5.1
天谕	2021/1/8	网易	网易	3D	MMORPG	开放世界	端游	连续85日游戏畅销榜前30	7.5
忘川风华录	2021/3/19	网易	网易	国风二次元	卡牌养成		国风音乐企划	连续14日游戏畅销榜前30	6.7
洪荒文明	2021/8/12	网易	网易	3D	SLG	自由交易	原创	连续32日游戏畅销榜前50	5.8
战三国八阵奇谋	2021/1/14	网易	网易	3D	自走棋		三国	/	7.1
EVE星战前夜：无烬星河	2021/8/4	网易、CCP GAMES	网易	3D	MMORPG	星战沙盒	EVE	连续7日游戏免费榜前30	6.1
游戏王：决斗链接	2021/1/13	KONAMI	网易	二次元	卡牌对战		日漫	连续10日游戏畅销榜前30	6.3
王牌竞速	2021/7/23	网易	网易	3D	赛车		原创	连续18日游戏免费榜前30	6.6
哈利波特：魔法觉醒	2021/9/6	网易	网易	奇幻2D	卡牌养成		哈利波特IP	连续19日游戏畅销榜前30	6.1
漫威对决	2021/9/28	网易	网易	3D	卡牌对战		漫威	连续18日游戏畅销榜前20	7.7
了不起的飞剑	2021/8/19	太玄	吉比特	国风	休闲放置		原创	/	7.8
复苏的魔女	2021/7/8	皮克喵工作室	吉比特	二次元、像素	卡牌RPG		原创	连续5日游戏免费榜前30	5.9
军团	2021/8/19	大象工作室	吉比特	奇幻2D	单机策略	Roguelike	STEAM原创移植	连续37日游戏畅销榜前30	8.0
剑开仙门	2021/4/8	飞鼠网络	吉比特	国风	休闲放置	文字	原创	连续5日游戏免费榜前30	5.8
一念逍遥	2021/2/1	行云工作室	吉比特	水墨	放置养成	挂机	原创	连续128日游戏畅销榜前20	7.1
摩尔庄园	2021/6/1	淘米网	吉比特	3D	模拟经营		经典页游改编		
恶魔秘境	2021/8/26	蓬莱鱼工作室	吉比特	奇幻2D	卡牌策略	Roguelike	原创	连续8日游戏免费榜前100	8.4
像素危城	2021/1/21	千益互动	吉比特	像素	动作RPG	废土生存	原创	连续6日游戏畅销榜前30	6.3
冒险与深渊	2021/7/27	木七七游戏工作室	吉比特	像素	放置养成		原创	/	5.2
光之守望	2021/11/17	普游天下	吉比特	奇幻3D	卡牌RPG		原创	/	6.2
世界弹射物语	2021/10/19	Cygames	吉比特	二次元、像素	动作RPG	弹射	原创	/	8.7
冰原守卫者	2021/10/13	LeeBox Studio	吉比特	奇幻3D	生存经营	末日沙盒	原创	/	7.4
地下城3：魂之诗	2021/10/28	淘金互动	吉比特	奇幻3D	文字RPG		地堡手游	/	5.9
梦幻新诛仙	2021/6/25	完美世界	完美世界	3D	MMORPG		诛仙	连续68日游戏畅销榜前20	6.6
旧日传说	2021/3/30	完美世界	完美世界	暗黑3D	冒险RPG	Roguelike	克鲁苏	连续7日游戏免费榜前30	5.9
幻塔	2021/12/16	完美世界	完美世界	二次元	ARPG	开放世界	Hotta Studio自主研发	连续4日游戏免费榜第一	5.7
斗罗大陆：魂师对决	2021/7/22	三七互娱	三七互娱	3D	卡牌策略		斗罗大陆动画	连续60日游戏畅销榜前10	5.5
斗罗大陆：武魂觉醒	2021/3/16	三七互娱	三七互娱	3D	卡牌策略	放置	斗罗大陆小说	连续100日游戏畅销榜前30	5.4
荣耀大天使	2021/1/6	三七互娱	三七互娱	二次元	MMORPG		原创	连续65日游戏畅销榜前30	4.7
绝世仙王	2021/2/15	三七互娱	三七互娱	3D	动作RPG		原创	连续10日游戏免费榜前30	3.0
云端问仙	2021/4/16	三七互娱	三七互娱	国风2D	放置养成	挂机、文字	原创	连续15日游戏免费榜前30	5.2
叫我大掌柜	2021/5/1	三七互娱	三七互娱	国风2D	放置经营		原创	连续21日游戏免费榜前30	5.8
少侠江湖志	2021/7/8	游族网络	游族网络	国风2D	卡牌养成		原创	连续6日游戏畅销榜前100	5.2
新盗墓笔记	2021/9/12	游族网络	游族网络	3D	MMORPG		盗墓笔记系列小说	连续4日游戏畅销榜前30	5.4
刀剑神域黑衣剑士：王牌	2021/6/8	恺英网络	哔哩哔哩	二次元	MMORPG		刀剑神域系列漫画	连续8日游戏免费榜前30	3.6
热血合击	2021/5/16	贪玩游戏	恺英网络	2D	RPG		传奇游戏	连续5日游戏免费榜前30	3.7
魔神英雄传	2021/6/22	SUNRISE	恺英网络	二次元	卡牌养成		同名动画	连续9日游戏畅销榜前30	5.3
三国志威力无双	2021/1/14	凯撒文化	快手游戏中心	3D	SLG		三国	连续6日游戏免费榜前30	5.9
零之战线	2021/11/18	恺英网络	恺英网络	二次元	卡牌放置		原创	连续7日游戏免费榜前10	6.7
露西她所期望的一切	2021/5/19	Modern Visual Arts Laboratory	心动网络	二次元	文字养成	剧情向	STEAM原创移植	连续9日游戏付费榜前30	9.6
骰子元素师	2021/10/28	U.148 Studio	心动网络	2D	卡牌策略	Roguelike	原创	连续8日游戏畅销榜前20	8.8
重生细胞	2021/1/2	上海幻电	哔哩哔哩	像素	ACT	Roguelike	STEAM原创移植	连续74日游戏付费榜前10	8.9

资料来源：TapTap, 七麦数据, 首创证券

我们预计，2021 年国内上线的三款新游的流水获取能力上佳，分别是 2 月上线的《一念逍遥》、9 月上线的《哈利波特：魔法觉醒》、10 月上线的《英雄联盟手游》。

**休闲品类商业化获突破，市场潜力待挖掘。**休闲品类游戏一贯以单一的玩法模式和策略著称，大部分产品难以对用户形成长期的吸引力，产品生命周期普遍偏短。同时，由于内容单薄，大部分休闲品类的商业变现依靠广告模式 (IAA)，内购点觉少，变现能力较差。但随着休闲玩家群体的扩充，厂商对休闲赛道越来越重视，以《一念逍遥》为代表的休闲品类游戏脱颖而出。

《一念逍遥》是由 A 股公司吉比特旗下雷霆游戏自主研发的国风放置类手游，创新的画风玩法受到核心玩家的好评。游戏运营策略稳健有效，IP 联动对象包括剧集《长歌行》、敦煌博物馆、央视动画《西游记》，三座道家仙山旅游风景区，有效维护玩家热情。上线近一年后，游戏 TapTap 评分仍有 7.1 分，同时稳居 IOS 游戏畅销榜前 10，是今年休闲类游戏的翘楚，也代表着独游风格的休闲品类游戏的长线运营潜力和商业化潜力。

图 24 《一念逍遥》道家仙山联动版本海报



资料来源：雷霆游戏，首创证券

除《一念逍遥》以外，今年表现突出的休闲游戏品种还包括腾讯发行的英雄联盟 IP 自走棋游戏《金铲铲之战》，7 月份上线以来大部分时间位居 IOS 游戏畅销榜前 20。由淘米网络研发、吉比特旗下雷霆游戏发行的经典页游 IP 衍生模拟经营类手游《摩尔庄园》则在暑期掀起社交热度，上线 1 个月内居 IOS 游戏畅销榜前 30。

随着细分赛道的崛起，以模拟经营、放置养成、Rouglke 为主的精品休闲游戏品种已成为厂商研发的重点，商业变现模式和长线运营策略都将呈现多样变革的趋势。

表 5 目前重点游戏公司测试中&amp;储备产品情况

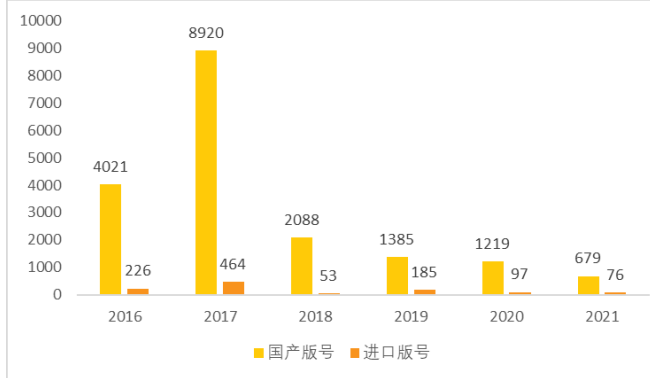
游戏名称	上线时间	研发商	发行商	美术风格	游戏类型	特色玩法	题材来源	TAPTAP评分
璀璨星途	2021/12/26	腾讯	腾讯	二次元	卡牌养成		原创	8.2
手工星球	测试	腾讯	腾讯	像素	模拟沙盒		原创	7.9
重返帝国	测试	腾讯	腾讯	3D	SLG		原创	8.4
重生边缘	储备游戏	腾讯	腾讯	未来科幻	PVPVE	轻科幻战术射击	原创	/
合金弹头:觉醒	储备游戏	腾讯	腾讯	二次元	横版射击	街机模式	原创	/
我们的星球	测试	五麦科技	腾讯	3D	模拟沙盒	开放世界	原创	6.6
牧场物语手游	储备游戏	腾讯	腾讯	卡通童趣	模拟经营		日本Marvelous授权	/
指尖领主	测试		腾讯	卡通	SLG+三消		原创	7.1
洛克王国手游	储备游戏	腾讯	腾讯	3D	休闲养成		页游改编	/
Project: Fighter(海贼王手游)	储备游戏	腾讯	腾讯	二次元	格斗手游		改编西行纪授权	/
玄中记	储备游戏	在渊工作室	腾讯	3D	MMORPG		原创	8.3
我叫MT5	储备游戏	北京乐动卓越科技	腾讯	二次元	MMORPG		经典IP系列+正版授权	/
一拳超人正义执行	储备游戏	腾讯	腾讯	3D	ACG	热血竞技	知名动漫一拳超人	8.6
西行纪:燃魂	储备游戏	回声工作室	腾讯	3D	动作	卡牌养成	动漫西行纪授权	/
庆余年	储备游戏	趣趣游戏	腾讯	3D次世代	MMORPG		同名影视剧、小说	9.0
大航海时代:海上霸主	储备游戏	腾讯	腾讯	西方奇幻	策略冒险		光荣特库摩正版授权	7.4
新信长之野望	测试	腾讯	腾讯	三国历史	沙盘策略		光荣特库摩正版授权	4.7
新天龙八部手游	储备游戏	畅游	腾讯	3D	MMORPG		改编自影视剧、小说	7.6
乱世逐鹿:风起三国	测试	腾讯	腾讯		SLG	卡牌	三国	7.6
星海求生	储备游戏	网易	网易	3D	沙盒		原创	7.1
暗黑破坏神:不朽	测试	网易	网易	暗黑	MMOARPG	联机	暴雪官方暗黑系列授权	5.1
代号: Onmyoji Idol Project	储备游戏	网易	网易	二次元	偶像养成		改编阴阳师	/
代号: 世界	预约	网易	网易	二次元	冒险RPG	开放世界	阴阳师IP	9.7
逆水寒手游	储备游戏	网易	网易	武侠3D	MMORPG	开放世界	改编同名端游	/
冰汽时代:最后的家园	储备游戏	网易	网易	二次元	生存冒险		改编STEAM高销量游戏	7.4
代号: ATLAS	测试	网易	网易	二次元	生存冒险		原创	7.1
湮灭效应	预约	网易	网易	二次元	少女战棋	机甲	原创	8.2
Vikingard	储备游戏	网易	网易	维京风格	历史养成		维京部落	/
Project IN	测试东南亚	网易	网易	二次元	角色扮演		原创	/
战争怒吼	测试	柠檬游戏	网易	魔幻	即时战略	多人	原创	7.8
代号: 任务	测试	网易	网易	3D	多人策略	2V4潜行对抗	原创	8.6
巅峰极速	预约	网易	网易	3A级拟真	赛车	联机	原创	8.6
超凡先锋	测试	网易	网易	3D	生存冒险	射击竞技	原创	6.6
蛋仔派对手游	测试	网易	网易	可爱童趣	休闲手游	多人竞技	原创	7.8
黎明精英	储备游戏		吉比特	2D	生存冒险	Rougelike	原创	/
花落长安	储备游戏		吉比特	古风女性向	RPG		原创	/
石油大亨	测试	Gamious	吉比特	二次元	模拟经营		STEAM原创移植	7.3
纪元: 变异	测试	星空智胜	吉比特	赛博朋克+像素	ARPG		STEAM原创移植	8.5
摸金校尉之九幽将军	测试	成都可可兰	吉比特	盗墓冒险向	生存冒险		天下九九授权《鬼吹灯》系列	5.7
精灵魔塔	测试	普雷伊特	吉比特		放置冒险	Rougelike	原创	7.1
上古宝藏	预约	Indrasoft	吉比特	魔幻多边形	ARPG	Rougelike	原创	8.8
完美世界	储备游戏	完美世界	完美世界	中世纪魔幻	MMORPG	开放世界	完美世界IP改编	/
诛仙2	储备游戏	完美世界	完美世界	国风	MMORPG		诛仙	/
天龙八部2	储备游戏	完美世界	完美世界	3D	MMORPG		同名影视剧、小说	/
香蜜沉沉烬如霜	储备游戏	完美世界	完美世界	国风	RPG	大世界	同名影视剧、小说	/
代号: R	预约	完美世界	完美世界	二次元蒸汽幻想	ARPG	互动叙事	原创	9.0
代号: MA	预约	完美世界	完美世界		卡牌策略	Rougelike	SQUARE ENIX授权【百万亚瑟王】系列	9.8
Project: 被镜	预约	完美世界	完美世界	科幻PBR	RPG	开放世界	原创	8.1
Project Bard	储备游戏	完美世界	完美世界	日系	RPG		原创	/
黑猫奇闻社	测试	完美世界	完美世界	女性向	互动解密卡牌	乙女		8.3
Code name X	储备游戏	完美世界	完美世界	日系	JRPG		《女神异闻录》授权	/
代号JL	储备游戏	三七互娱	三七互娱		MMORPG		原创	/
代号女性向古风	储备游戏	三七互娱	三七互娱	仙侠古风	MMORPG		原创	/
代号魔幻M	储备游戏	三七互娱	三七互娱	魔幻	MMORPG		原创	/
传世之光	储备游戏	三七互娱	三七互娱	东方奇幻	MMORPG		原创	/
代号AOE	储备游戏	三七互娱	三七互娱	Q版奇幻	SLG		原创	/
代号三国BY	储备游戏	三七互娱	三七互娱	国风	SLG		三国	/
代号C6	储备游戏	三七互娱	三七互娱	卡通	卡牌策略		原创	/
空之要塞:启航	储备游戏		三七互娱	二次元	卡牌策略		原创	/
最后的原始人	储备游戏		三七互娱	卡通	卡牌策略		原创	/
代号女性向CY	储备游戏	三七互娱	三七互娱	仙侠古风	SIM		原创	/
火炬之光:无限	预约	心动网络	心动网络	机械魔幻	ARPG		《火炬之光》IP授权	8.8
Flash Party	储备游戏	心动网络	心动网络	2D	平台格斗		原创	/
萃星物语	预约	心动网络	心动网络	二次元	ARPG		原创	8.6
T3	储备游戏	心动网络	心动网络	3D	射击		原创	/
心动小镇	预约	心动网络	心动网络	3D	模拟养成		原创	8.4
铃兰之剑	预约	心动网络	心动网络	像素	SRPG	战棋策略	原创	9.2
宝石研物语:伊恩之石	测试	上海莱丘莉	哔哩哔哩	二次元	RPG		原创	9.1
代号: 艾塔	预约	哔哩哔哩	哔哩哔哩	二次元	对战养成	半即时对战	原创	8.9
箱庭小偶	测试	画扇互娱	哔哩哔哩	3D	换装养成	女性向	原创	8.8
代号C	预约	哔哩哔哩	哔哩哔哩	女性向	互动养成	乙女	原创	8.0
代号: 依露希尔	预约	哔哩哔哩	哔哩哔哩	3D	策略卡牌		原创	8.8
伊苏: 梦境交织的长夜	预约	哔哩哔哩	哔哩哔哩	日系	ARPG		Falcom授权	9.0

资料来源: TapTap, 首創证券

### 3.2 游戏强监管趋势：深化供给侧改革，行业集中度将进一步提升

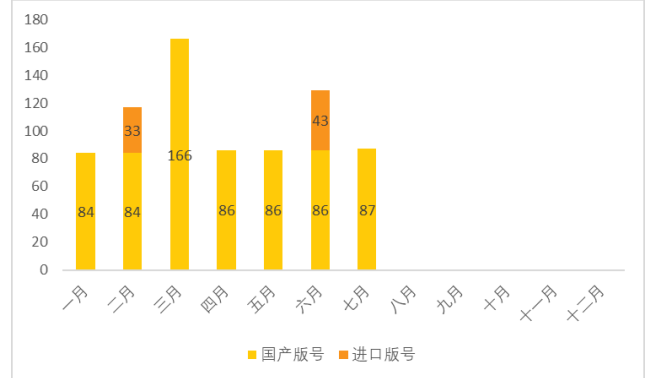
从上至下的改革举措给游戏供给带来了明显的边际变化，版号获取是游企经营的不确定因素。截至目前，新闻出版总署已连续4个月未发布游戏版号。2021年游戏版号累计发放数量仅为755个，为2020年全年版号发放的54%，为2019年全年版本发放的48%。

图 25 2016-2021 年游戏版号发放情况



资料来源：国家新闻出版总署，首创证券

图 26 2021 年各月份游戏版号发放情况



资料来源：国家新闻出版总署，首创证券

**监管基调：“总量调控”是国内游戏监管的长期要求。**2018年教育部、卫健委、国家新闻出版总署等八部门印发的《综合防控儿童青少年近视实施方案》提出要控制新增网络游戏上网运营产品数量。实施游戏版号总量调控，也是国内游戏业供给侧改革提质增效的要求。2018年以来，游戏版号成为调控游戏监管节奏和数量的重要工具，连续4年总量不断减少。

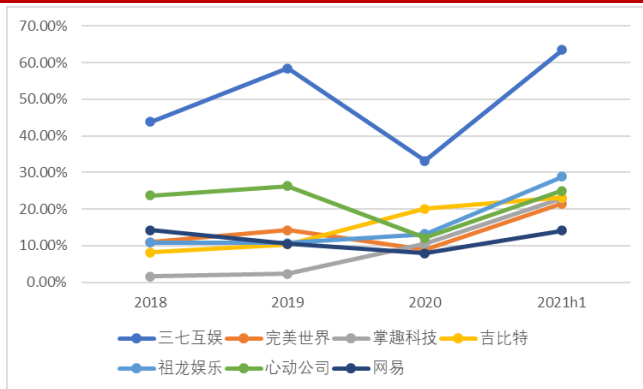
**监管难度上调：“防沉迷”整治提升审核难度，监管标准影响了新游上线、营销活动的节奏。**2021年8月30日，国家新闻出版署下发《关于进一步严格管理 切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》。“防沉迷”整治对内容审查提出了更高的要求，游戏内容有了判断和评分的标准，回溯审核和日常监控也将影响监管机构的审批节奏。在行业适应的前期，新的监管标准对部分产品的按时上线、活动节奏产生影响，将影响相关企业的流水预期。

**乐观因素：**本次版号停发过程中，新游戏送审流程仍在继续，不排除版号恢复发放后短时期内每次发放数量提升的可能，2022年版号发放数量有机会止跌。

**长远来看，游戏强监管对中国游戏行业正面影响为主，符合国游研发精品化、运营长线化、出海扩大化的趋势。**版号总量控制提升游企立项的谨慎程度，“防沉迷”与内容审核更有利于避免游戏产品的低龄化和粗制滥造。总量控制下行业多余产能也能更有效率地向海外市场输送。

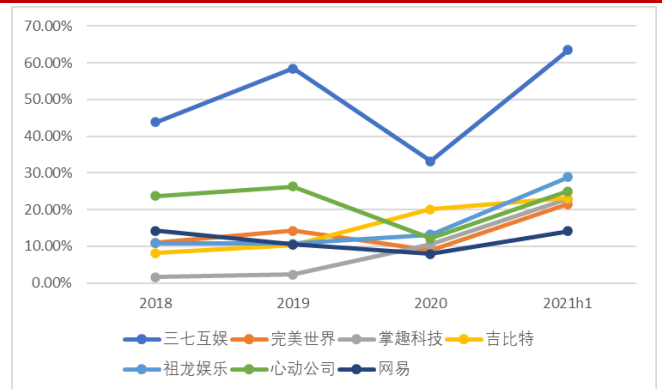
**强监管抬高游戏项目研运发三端门槛，将继续提升行业集中度。**版号的稀缺让游戏企业在推进新项目上变得更加审慎，研发、运营、营销三段投入都持续加强，游戏长线运营趋势也明显强化。新游买量费用居高不下，加大了新游项目的风险。游戏行业将加速淘汰资金实力和研发能力不足的企业。

图 27 2018 年以来部分上市游戏公司销售费用占比变化



资料来源: Wind, 首创证券

图 28 2018 年以来部分上市游戏公司研发费用占比变化



资料来源: Wind, 首创证券

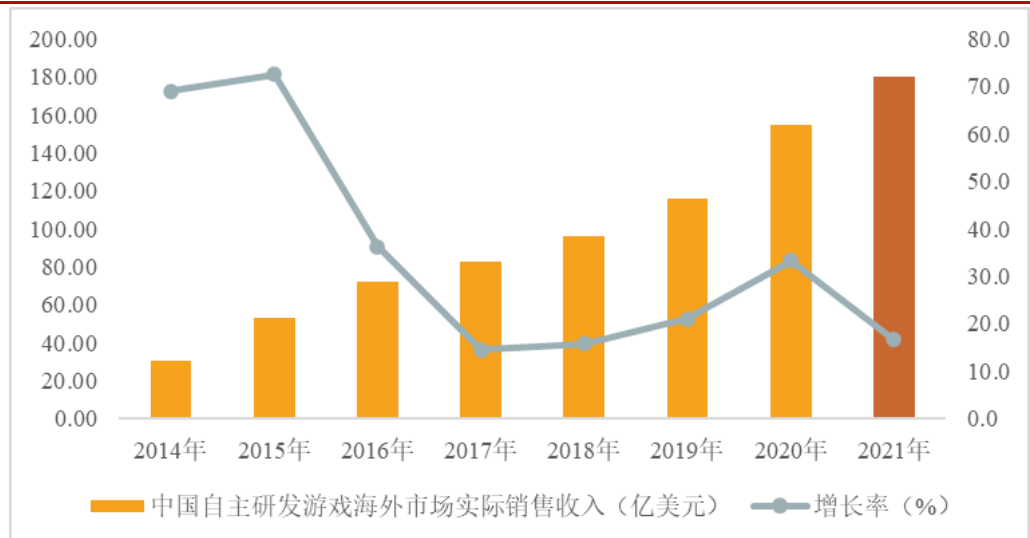
总体来说,国内游戏行业的总量控制已成为长期监管趋势,用户细分市场的成熟度不断加深,重度游戏赛道、休闲游戏赛道和出海赛道的发展均各有侧重,游戏企业的产品策略和市场战略的分化势必加大。

### 3.3 国游出海新阶段: 自研产品, 品类扩充, 新兴市场

随着全球疫情防控进入常态化,2021 年的全球手游市场受益于增量玩家的培育和细分市场的崛起,收入规模进入稳健增长期。根据 App Annie 发布最新报告,预计 2021 年 iOS 与 Google Play 的全球用户支出将达到 1350 亿美元。其中,用户在 iOS 端总支出的 60%来自于游戏,而 Google Play 中这一占比则达到了 80%,两个平台游戏类的总营收为 900 亿美元,同比增长 11%。

在高基数下,游戏出海收入规模增长有所减速,但出海份额稳定增长。2021 年,中国自主研发海外市场实际销售收入达 180.13 亿美元,同比增长 16.6%,增速缩减了 17pct。2021 年以来,中国出海游戏厂商的数量继续增长,优秀出海产品不断涌现,收入规模持续提升。2021 年 1 月-11 月,进入 Sensor Tower 每月的全球手游发行商收入榜 TOP100 的平均家数是 36.5 家,收入占比平均百分比为 38.6%;2020 年全年平均家数是 30 家,收入占比平均百分比为 28.3%。

图 29 中国自主研发游戏海外市场实际销售收入(亿美元)



资料来源: 伽马数据, 首创证券

A 股公司自研产品有突出表现。头部出海产品除了《PUBG Mobile》、《原神》、《使



命召唤手游》等大厂精品以外，A股公司也有优势产品突围而出：三七互娱末日题材策略+消除手游《Puzzles & Survival》收入屡创新高；世纪华通旗下 Funplus 发行的几款经典出海策略手游表现稳定，今年年初发行的《菲菲大冒险 Family Farm Adventure》表现出众；游族网络文明题材 SLG 手游《无尽城战 Infinity Kingdom》在韩国市场也有非常好的表现。

**SLG 迭代给予新品机遇，消除、MMO 类游戏亦快速成长。**目前，SLG 仍处于题材、玩法、品质、发行运营手法快速迭代的周期中，全球游戏市场仍然给与有创新特色的 SLG 新游较大的增长空间。根据 App Annie 报告，2021 年表现最好的三个游戏品类分别为策略类、RPG 以及模拟类游戏。其中 4X SLG 游戏支出今年已增长了 32%。策略类游戏出海收入占比 41.40%，仍是出海第一大品类。热门游戏包括北京江娱互动发行的《口袋奇兵》、世纪华通旗下 Funplus 发行的《State of Survival》、灵犀互娱发行的《三国志·战略版》。策略、角色扮演、射击三类游戏品种依然是出海主力，合计收入占比超过 60%。同时，消除类、多人在线战术竞技类表现突出，两类游戏合计占比达 10.91%，同比增加 5.5pct。

**成熟市场仍是收入主力，新兴市场逐渐崛起。**出海地区中，美国市场收入占比 32.58%，蝉联第一。日本、韩国分别占比 18.54% 和 7.19%。美、日、韩三个成熟市场的合计占比逐年下降，新兴市场逐渐崛起，沙特、土耳其、印尼、巴西等国占比也逐年上升。

### 3.4 关注标的：完美世界、吉比特、心动公司

#### ● 完美世界：深厚技术基因，布局多元赛道的精品研发品牌

公司积极布局多赛道产品，产品气质和目标受众群体更加年轻化：首款横版动作类单机手游《非常英雄救世奇缘》、首款 Roguelike 卡牌手游《旧日传说》、多元创新玩法融合的 MMOARPG 手游《战神遗迹》、诛仙首款创新回合 MMORPG 手游《梦幻新诛仙》先后公测。公司以废土轻科幻的美术风格与高自由度世界的探索玩法为特色的重点项目《幻塔》上线以来稳居 IOS 游戏畅销榜前 5。公司在研产品聚焦“MMO+X”与“卡牌+X”两大核心赛道，涵盖 MMORPG、回合制、ARPG、卡牌、沙盒、休闲等多种类型，《完美世界：诸神之战》《一拳超人：世界》《天龙八部 2》等多款重磅游戏正在积极推进中。我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入 111.8/142.7/167.9 亿元，同比增幅 9.4%/27.6%/17.7%（此前为 114.9/139.9/167.2 亿元，同比增幅 12.4%/21.7%/19.5%），归母净利润 16.9/23.9/27.4 亿元，同比增幅 9.2%/41.4%/14.4%（此前为 17.6/23.4/27.1 亿元，同比增幅 13.5%/33.3%/15.7%），对应 EPS 为 0.80/1.14/1.30 元（此前为 0.84/1.11/1.29 元），PE 为 18.6x/13.2x/11.5x。维持“买入”建议。

#### ● 吉比特：独游主流化的操盘玩家，休闲赛道专注长线研运一体

公司旗下雷霆游戏在独游风格休闲手游赛道身位领先，发行能力受到玩家与研发团队的双重认可，已成功合作青瓷、淘米、G5、太玄等多家优秀休闲手游研发方，2021 年继续深耕玩法画风创新程度更高的次时代休闲手游，成功发行了《摩尔庄园》、《墨斗》、《复苏的魔女》、《军团》、《剑开仙门》、《恶魔秘境》、《像素危城》、《冒险与深渊》、《世界弹射物语》、《地堡 3》等游戏，游戏玩法涵盖经营、放置、格斗、卡牌、策略、Rougelike，美术风格涉足二次元、水墨国风、像素风、奇幻 2D/3D 等。其中，《墨斗》、《了不起的飞剑》、《军团》、《恶魔密集》、《世界弹射物语》的 TapTap 评分均超过 7.5 分。公司为第二大股东的青瓷游戏于 12 月港股上市。公司自主研发并运营的水墨国风放置修仙类手游《一念逍遥》于 2021 年 2 月 1 日上线，是公司全年流水增量的主要来源。在公司的精心运营下，该游戏有效延长了热度期。公司未来在海外市场开拓中将进一步加强自研游戏的长线运营。我们预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 44.31/55.92/69.42 亿元，同比增长 61.60%/26.20%/24.14%，归母净利润分别为 15.83/19.12/22.69 亿元，同比增长 53.29%/20.75%/18.68%，EPS 分别为 22.03/26.60/31.57 元，对应 PE 分别为 15.61X/12.93X/10.90X。维持“买入”评级。

● 心动公司：游戏社区内容价值突显，自研新品期待发力

公司以玩家体验为核心的游戏社区和自研产品双轮驱动成长。旗下 TapTap 平台是国内首家采用与游戏厂商零成分发模式的渠道平台，降低游戏开发者的宣传成本，已成为国内独占游戏最丰富的平台。公司社区运营能力逐步成熟，优质游戏资源和高公信力评分有效提升用户粘性，为核心玩家营造良好的社区氛围，已成为玩家与游戏开放商之间的优质沟通平台。随着前期成熟产品收入进入下滑期，公司积极发力自研产品。根据中报，目前公司共有 13 款游戏处于研发阶段，其中四款已经参与篝火测试。公司已获 B 站、阿里巴巴资本等增持。2022 年，公司有望通过推动社区内容价值提升平台影响力，自研新游上线也将有效推动营收端增长，推荐关注。

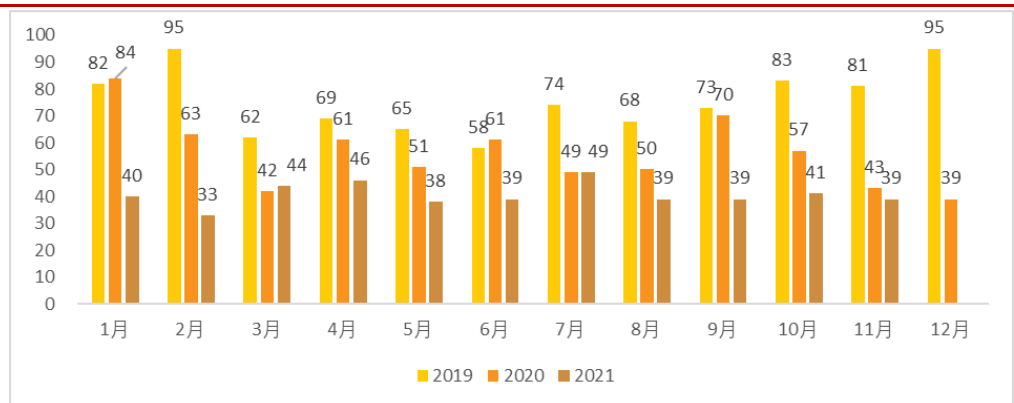
## 4 长视频：供给短缺突显版权价值，内容龙头标的受益

### 4.1 内容供给不足，网播平台加大自制投入

2021 年，内容供给不足成为影视行业的普遍共识。由于近年监管部门在加强内容审核和治理行业乱象上的积极作为，不符合行业发展的剧集制作机构和项目得到了清理，剧集产能明显减少，造成了剧集内容供需的不平衡。

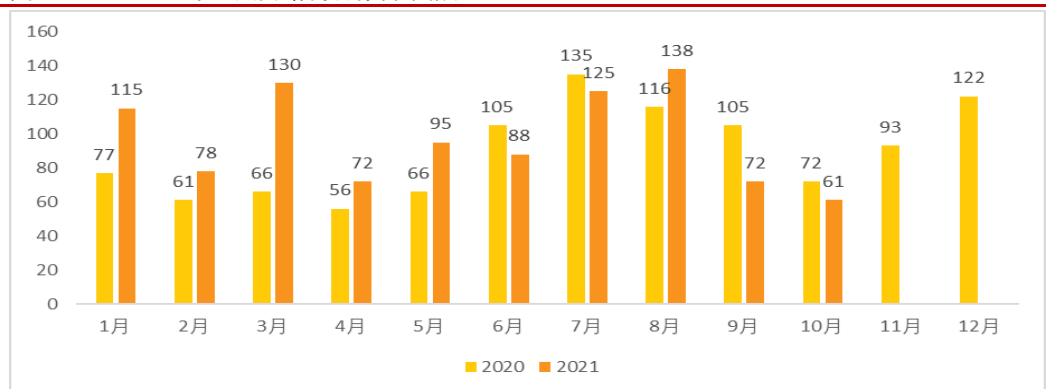
电视剧备案持续低迷，网剧备案冲高后回落。电视剧方面，2021 年 1 月-11 月拍摄制作备案总数为 447 部，约为 2020 年同期数量的 71%，2019 年同期的 55%。网络剧方面，2021 年 1 月-10 月备案总数为 974 部，同比去年同期增长 13%。不过，2021 年网络剧备案增量主要由上半年贡献，下半年多数月份备案数量同比都明显下降。

图 30 2019-2021 年电视剧制作备案情况



资料来源：国家广电总局，首创证券

图 31 2020-2021 年重点网络剧制作备案情况



资料来源：国家广电总局，首创证券

精品化、年轻化的主旋律题材剧集成为播出市场的佼佼者。一方面是建党 100 周年背景下献礼题材剧集集中上线的结果，一方面也是主旋律题材迎合年轻市场、质量提升的结果。在竞争充分、迎合年轻观众的网剧市场中，热播主旋律题材剧集的口碑也有明显进步，出现了《山海情》、《大江大河 2》、《阳光之下》、《你是我的城池营垒》、《理想照耀中国》、《叛逆者》等豆瓣评分 7.5 分以上剧集。口碑高企的《觉醒年代》更是从年初播出后一再翻红，7 月挤进了前 10 榜单。

网播平台继续深耕内容制作，积极主导或参与剧集制作，腾讯和爱奇艺在热播剧集的数量上明显领先，也继续与华策影视、柠萌影视、新丽电视等优势制作方保持合作。2021 年的豆瓣高分平台自制剧（含参与制作）有腾讯视频的《扫黑风暴》、《司藤》、《御赐小仵作》、《启航：当风起时》，爱奇艺的《理想之城》、《叛逆者》、《月光变奏曲》，优酷的《觉醒年代》、《山河令》，芒果 TV 的《猎狼者》、《我在他乡挺好的》。

表 6 2021 年平台剧集自制梳理

名称	题材	豆瓣评分	制作方	网络播放平台	名称	题材	豆瓣评分	制作方	网络播放平台
腾讯企鹅影视参与自制					爱奇艺参与自制				
1	《 <b>遇龙</b>	3.9	企鹅影视、灿星影业	腾讯视频	1	《 <b>大宋宫词</b>	3.8	荣信达影视、儒意影业、开封文化集团、爱奇艺	爱奇艺/腾讯/优酷
2	《 <b>我就是这般女子</b>	6.0	企鹅影视、谷元文化	腾讯视频	2	《 <b>荣耀乒乓</b>	6.7	爱奇艺、种梦传媒、五元文化	爱奇艺
3	《 <b>玲珑</b>	6.2	企鹅影视、唐人影视	腾讯视频、芒果TV	3	《 <b>灵域</b>	6.2	爱奇艺、江苏稻草熊影业	爱奇艺
4	《 <b>暗恋橘生淮南</b>	4.7	企鹅影视、腾飞影业、玛丽苏影视	腾讯视频	4	《 <b>假日暖洋洋</b>	6.3	爱奇艺、启蒙影业	爱奇艺
5	《 <b>千古玦尘</b>	4.8	企鹅影视、柠萌影业、西嘻影业	腾讯视频	5	《 <b>月光变奏曲</b>	7.1	爱奇艺、华策影视、好剧影视	爱奇艺
6	《 <b>长歌行</b>	6.1	浙江华策影视、璞玉影视、企鹅影视、琅然影视	腾讯视频	6	《 <b>爱上特种兵</b>	4.4	爱奇艺科技	爱奇艺
7	《 <b>乌鸦小姐与蜥蜴先生</b>	6.0	企鹅影视、天浩盛世、猫眼娱乐	腾讯视频	7	《 <b>生活家</b>	6.3	爱奇艺、远曦影视、瞳盟影视	爱奇艺
8	《 <b>御赐小仵作</b>	8.2	企鹅影视、灵河文化	腾讯视频	8	《 <b>叛逆者</b>	8.4	中央电视台、爱奇艺科技、新丽电视文化投资	爱奇艺
9	《 <b>锦心似玉</b>	5.7	企鹅影视、华策集团	腾讯视频	9	《 <b>赘婿</b>	6.4	新丽电视、腾讯影业、阅文影视、爱奇艺	爱奇艺
10	《 <b>司藤</b>	7.3	优酷、悦凯影视、时悦影视	爱奇艺/腾讯/优酷	10	《 <b>小舍得</b>	6.7	柠萌影视传媒、爱奇艺科技	爱奇艺
11	《 <b>扫黑风暴</b>	7.2	企鹅影视、长安出版、中广影视	腾讯视频	11	《 <b>流金岁月</b>	6.6	中央电视台、新丽电视、瞳盟影视、居正影业、爱奇艺	爱奇艺
12	《 <b>光芒</b>	6.2	联瑞影业、腾讯影业	爱奇艺、芒果TV	12	《 <b>一生一世</b>	6.4	克顿伙伴、爱奇艺	爱奇艺
13	《 <b>云南虫谷</b>	6.3	企鹅影视	腾讯视频	13	《 <b>理想之城</b>	7.6	爱奇艺、传速娱乐、厚海文化、橙子映像	爱奇艺
14	《 <b>你是我的荣耀</b>	6.8	企鹅影视、企鹅影业	腾讯视频	14	《 <b>风起洛阳</b>	7	爱奇艺、留白影视	爱奇艺
15	《 <b>启航：当风起时</b>	7.7	企鹅影视、小糖人文化	腾讯视频	15	《 <b>谁是凶手</b>	7	爱奇艺	
16	《 <b>良言写意</b>	4.8	企鹅影视、金禾影视	爱奇艺、腾讯	16	《 <b>当家主母</b>	2.8	欢娱影视、爱奇艺	爱奇艺
17	《 <b>嘉南传</b>	3.8	丝芭影视、企鹅影视	爱奇艺、腾讯	17	《 <b>埃博拉前线</b>	/	企鹅影视、无止境文化	优酷、爱奇艺、腾讯
18	《 <b>雪中悍刀行</b>	/	企鹅影视、响巢国际传媒	腾讯视频					
优酷参与自制					芒果TV参与自制				
1	《 <b>觉醒年代</b>	9.1	北广传媒、华星传媒、优酷和克顿文化	爱奇艺/优酷	1	《 <b>猎狼者</b>	8.2	芒果TV、湖南卫视、芒果超媒	芒果TV
2	《 <b>山河令</b>	8.6	慈文影视、优酷	优酷视频、Netflix	2	《 <b>理智派生活</b>	7.3	快乐阳光	芒果TV
3	《 <b>长歌行</b>	6.1	华策影视、璞玉影视文化传媒、企鹅影视、琅然影视文化传媒	腾讯视频	3	《 <b>陪你一起长大</b>	5.3	芒果TV	芒果TV
4	《 <b>一见倾心</b>	4.4	新媒诚品、优酷、万达影视	优酷视频、Netflix	4	《 <b>我在他乡挺好的</b>	8.2	快乐阳光、湖南电视台、芒果超媒等	芒果TV
5	《 <b>星辰大海</b>	4.9	优酷、芒果影视、时代光影	优酷	5	《 <b>夜色暗涌时</b>	5.2	快乐阳光	芒果TV

资料来源：艺恩数据，豆瓣，首创证券

从各平台公布的 2022 年片单来看，爱奇艺储备项目数量遥遥领先，腾讯视频储备项目则以主旋律、现实主义题材为多数。

表 7 2022 年各大平台储备剧集

腾讯视频2022年片单			爱奇艺2022年片单			
主旋律	《县委大院》	正午阳光	《人民警察》	公安部金盾影视文化中心、幸福蓝海	《风起洛阳》	爱奇艺、留白影视
	《八八国际版》	企鹅影视、慈文传媒	《穿城黑夜》	爱奇艺、留白影视、联合影业、中国长安出版传媒	《广州十三行》	爱奇艺、广东鱼子酱文化
	《父老乡亲》	企鹅影视	《人世之间》	央视、腾讯视频、爱奇艺、新丽电视	《长风渡》	爱奇艺、烈火影业
	《生死守护》	企鹅影视、五元文化等	《执行者》	福享影业、河北广电影视	《白泽令》	爱奇艺、随剧
	《无间》	浙江影视集团、爱奇艺、视艺影视等	《大河之水》	大河之水影视文化	《长津湖》	爱奇艺
	《公诉精英》	最高人民法院、中国检察出版社、四川世纪华	《突围》	耀客传媒	《大丰碑》	爱奇艺
	《和平之舟》	解放军海军政治工作部、浙江省委宣传部、宁波	《守护者》	爱奇艺、春秋鸿	《月都花落》	爱奇艺、光线传媒
	《埃博拉前线》	企鹅影视	《回来的女儿》	爱奇艺、金盾影视文化中心	《雾凇花语》	爱奇艺、新丽电视(云南)
	《超越》	柠萌影视	《被偷走的那部分》	爱奇艺	《雾都》	爱奇艺、随剧
	《大山里的女儿》	央视影视、企鹅影视	《热血同行》	爱奇艺、春秋鸿	《孤城》	爱奇艺、随剧
	《我们的婚姻》	企鹅影视、耀客传媒等	《我和我的同学》	爱奇艺、春秋鸿	《衡山江湖之换世门生》	上海影视传媒
	《纵有疾风起》	新丽电视、慈文影业等	《我和我的少年》	爱奇艺	《吉祥纹莲花楼》	爱奇艺
	《情深见鹿》	爱奇艺、爱奇艺	《大江大河3》	正午阳光	《紫川》	爱奇艺、尚世影业、慈文传媒、灵河文化
	《我的超能英雄》	正午阳光	《我要逆风去》	恒星引力	《莲花奇缘》	爱奇艺
	《北纬路甲一号》	企鹅影视、德云社	《心居》	爱奇艺、腾讯视频	《阿麦从军》	爱奇艺、霍尔果斯喜天影业
	《开端》	爱奇艺	《比悲伤更悲伤的女》	爱奇艺	《山河之影》	爱奇艺、广东鱼子酱文化
	《陪你逐风飞翔》	企鹅影视、柠萌影业	《她的城》	爱奇艺	《风起陇西》	爱奇艺、自由酷鲸、华策影视
	《陪你追光》	企鹅影视、海晏果	《我的反派男友》	爱奇艺	《星河灿烂》	爱奇艺、自由酷鲸、华策影视
	《我的二二定律》	企鹅影视、正艺影视	《唐人街探案2》	爱奇艺	《人生若如初识》	爱奇艺、爱奇艺、人民交通出版社股份有限公司
	《谁都知道我爱你》	企鹅影视、承翰影视	《唐人街探案3》	爱奇艺、中文赛道	《琅琊榜3》	爱奇艺
	《才不要和老板谈恋爱》	企鹅影视、华策影视	《初恋》	爱奇艺	《迷航昆仑墟》	爱奇艺、银润传媒、如月之恒影业
	《逝水无痕》	爱奇艺、爱奇艺、辛迪加影视	《回来的女儿》	爱奇艺	《云襄传》	爱奇艺
《良言写意》	爱奇艺、留白	《太平》	爱奇艺、懿德文化	《寒三诀》	爱奇艺、恒星引力传媒	
《特战荣耀》	耀客传媒、酷娱娱乐、悦凯影视、星耀传媒	《俗人》	爱奇艺	《逢凶化吉》	爱奇艺、随剧	
《谢谢你医生》	嘉行传媒、万达影业、新媒诚品、恒星引力、国	《俗人》	爱奇艺	《尘埃》	爱奇艺、爱奇艺	
《欢乐颂3》	正午阳光	《俗人》	爱奇艺	《花戎》	爱奇艺、上海芭莎影视	
《亲爱的夏天》	企鹅影视、联播传媒	《俗人》	爱奇艺	《无忧无虑》	爱奇艺、随剧	
《爱很美味》	爱奇艺、安伯羽影视	《俗人》	爱奇艺	《月歌行》	爱奇艺、懿德文化	
《在你的心里》	爱奇艺、爱奇艺	《俗人》	爱奇艺	《八角骨》	爱奇艺	
《我们的婚姻》	爱奇艺、上海耀星影视文化有限公司	《俗人》	爱奇艺	《逐月》	爱奇艺、爱奇艺	
《我们的婚姻》	爱奇艺、爱奇艺	《俗人》	爱奇艺	《逐月》	爱奇艺、爱奇艺	

资料来源：首创证券整理

从优势内容制作方来看，华策影视在 2021 年的热播剧集的出品上占据领先优势。公司不仅同优酷、爱奇艺、腾讯视频三大平台都有合作出品剧集，爱奇艺、芒果 TV 和腾讯视频都有独播剧集。

表 8 2021 年平台剧集自制梳理

	名称	合作平台方	艺恩指数 (截至 2021.12.20)	豆瓣评分 (截至 2021.12.20)	网络播放平台	合播平台
华策影视						
1	《觉醒年代》	爱奇艺/优酷	44.2	9.3	爱奇艺/优酷	CCTV-1
2	《变成你的那一天》	爱奇艺	39.79	7.5	爱奇艺	——
3	《月光变奏曲》	爱奇艺	41.35	6.7	爱奇艺	——
4	《八零九零》	芒果TV	23.89	6.3	芒果TV	湖南卫视
5	《长歌行》	腾讯视频	42.74	5.8	腾讯视频	山东卫视
6	《有翡》	腾讯	42.19	5.5	腾讯	——
7	《锦心似玉》	腾讯	38.74	5.6	腾讯	海外多国同步播出
8	《你是我的城池营垒》	爱奇艺/腾讯/优酷	43.81	7.3	爱奇艺/腾讯/优酷	中央电视台电视剧频道
9	《沉睡花园》	芒果TV	59.25	暂无	芒果TV	湖南卫视
10	《周生如故》	爱奇艺	48.71	7.2	爱奇艺	——
11	《一生一世》	爱奇艺	47.06	6.1	爱奇艺	——
12	《你好，安怡》	腾讯/爱奇艺	27.89	6.2	腾讯/爱奇艺	——
13	《我和我们在一起》	芒果TV/爱奇艺/优酷/腾讯/乐视	35.53	3.3	芒果TV/爱奇艺/优酷/腾讯/乐视	——
新丽电视						
1	《流金岁月》	爱奇艺	40.03	6.5	爱奇艺	中央电视台电视剧频道
2	《叛逆者》	爱奇艺	40.25	7.8	爱奇艺	中央电视台电视剧频道
3	《赘婿》	爱奇艺	40.69	6.3	爱奇艺	——
4	《斗罗大陆》	腾讯	42.2	6.4	腾讯	中央电视台电视剧频道
5	《雪中悍刀行》	腾讯	72.72	暂无	腾讯	中央电视台电视剧频道
6	《天龙八部》	腾讯	37.75	3.4	腾讯	中央电视台电视剧频道
正午阳光						
1	《大江大河2》	爱奇艺/腾讯/优酷	42.42	8.8	爱奇艺/腾讯/优酷	东方卫视、浙江卫视、山东卫视
2	《山海情》	爱奇艺/腾讯/优酷	41.45	9.2	爱奇艺/腾讯/优酷	浙江卫视、北京卫视、东方卫视等
3	《乔家的儿女》	腾讯	51.32	7.7	腾讯	浙江卫视、江苏卫视
完美影视						
1	《光荣与梦想》	爱奇艺/腾讯/优酷	37.2	7.7	爱奇艺/腾讯/优酷	东方卫视、北京卫视
2	《暴风眼》	爱奇艺、腾讯视频	35.29	5.6	爱奇艺、腾讯视频	东方卫视、浙江卫视
3	《上阳赋》	爱奇艺/优酷	36	5.7	爱奇艺/优酷	——
4	《爱在星空下》	腾讯/爱奇艺/优酷	25.07	4.1	腾讯/爱奇艺/优酷	浙江卫视
5	《明天我们好好过》	爱奇艺/腾讯/优酷	25.01	3.9	爱奇艺/腾讯/优酷	中央电视台电视剧频道
6	《小女霓裳》	优酷	27.75	4.1	优酷	——
7	《理想照耀中国》	芒果TV/优酷/爱奇艺/腾讯	46.63	8.2	芒果TV/优酷/爱奇艺/腾讯	湖南卫视
8	《温暖的味道》	芒果TV	23.81	暂无	芒果TV	湖南卫视
9	《壮志高飞》	爱奇艺/腾讯/优酷	21.24	3.1	爱奇艺/腾讯/优酷	——
10	《舍我其谁》	优酷	41.58	4.9	优酷	江苏卫视
柠萌						
1	《小舍得》	爱奇艺	42.44	6.5	爱奇艺	东方卫视、中央电视台电视剧频道
2	《千古玦尘》	腾讯	40.5	5.3	腾讯	——
3	《小敏家》	优酷	74.14	7.3	优酷	湖南卫视
4	《陪你逐风飞翔》	腾讯	42.95	5.8	腾讯	湖南卫视
耀星影视						
1	《生活家》	爱奇艺	37.08	6.2	爱奇艺	中央电视台电视剧频道
2	《流金岁月》	爱奇艺	40.03	6.5	爱奇艺	中央电视台电视剧频道
华录百纳						
1	《八零九零》	芒果TV	23.89	6.3	芒果TV	湖南卫视
2	《上阳赋》	爱奇艺/优酷	36	5.7	爱奇艺/优酷	——
3	《暗恋橘生淮南》	芒果TV/腾讯	29.54	4.6	芒果TV/腾讯	——
4	《美好的日子》	爱奇艺/腾讯/优酷	30.57	暂无	爱奇艺/腾讯/优酷	浙江卫视、江苏卫视
5	《君九龄》	优酷	28.34	4.2	优酷	——
6	《我的女主播太萌》	腾讯	19.29	5.6	腾讯	——
SMG						
1	《光荣与梦想》	爱奇艺/腾讯/优酷	37.2	7.7	爱奇艺/腾讯/优酷	东方卫视、北京卫视
2	《大江大河2》	爱奇艺/腾讯/优酷	42.42	8.8	爱奇艺/腾讯/优酷	东方卫视、浙江卫视、后山东卫视
公安部金盾影视文化中心						
1	《阳光之下》	芒果TV	20.62	6.8	芒果TV	——
2	《你是我的城池营垒》	爱奇艺/腾讯/优酷	43.81	7.3	爱奇艺/腾讯/优酷	中央电视台电视剧频道
乐本文化						
1	《八零九零》	芒果TV	23.89	6.3	芒果TV	湖南卫视
2	《你是我的城池营垒》	爱奇艺/腾讯/优酷	43.81	7.3	爱奇艺/腾讯/优酷	中央电视台电视剧频道
慈文影视						
1	《山河令》	优酷/Netflix	31.18	8.6	优酷/Netflix	——
2	《风暴舞》	爱奇艺/腾讯/优酷	26.37	3.7	爱奇艺/腾讯/优酷	——
3	《一片冰心在玉壶》	优酷	37.41	暂无	优酷	——
欢娱影视						
1	《骊歌行》	爱奇艺/腾讯	29.65	4.9	爱奇艺/腾讯	——

资料来源：艺恩数据，豆瓣，首创证券

## 4.2 短视频新规叫停影视二创，内容版权方有望业绩增益

短视频蚕食网民注意力，版权内容正常播映面临受众流失。当前，长视频平台用户增量获取难度加大，超前点播增收受阻，自制内容耗心耗力，广告招商难度提升，亏损压力居高不下。2021Q3,爱奇艺总营收仅增长 6%，净亏损持续扩大至 17 亿元。其中内容支出成本占营收成本比例高达 76%。同时，国内电影市场也面临影院数量饱和，票房增长失速的现状，国内影视版权正常播映的渠道正处在受众流失的危机之中。

**影视二创侵权泛滥，平台审核细则模糊。**影视剧剪辑是抖音、快手等短视频吸引流量的重要内容，专业博主数量众多。《2020 中国网络短视频版权监测报告》显示，2019 年 1 月至 2020 年 10 月，该中心对 10 万多名原创短视频作者、国家版权局预警名单及重点影视综艺作品的片段短视频进行监测，累计监测到 3009.52 万条疑似侵权短视频，涉及点击量高达 2.72 万亿次。虽然抖音、快手均规定，直播影视剧、节目需要先取得相应的版权，在没有版权的情况下播放属于违规操作。但对于影视剧剪辑传播行为并没有具体细则有效限制。抖音仅在审核规则中提到，作品含有对影视综艺内容进行低成本剪辑、录屏、图片轮播等行为属于不合格，但并未明确何谓“低成本剪辑”。

**版权方集结抗议，监管部门表示支持，协会出台新规。**在行业协会的牵头下，短视频对影视作品版权的侵权行为受到版权方的抵制，监管发文表示支持。2021 年 4 月 9 日，包括中国电视艺术交流协会、中国电视剧制作产业协会等行业协会，爱奇艺、腾讯视频等视频平台，正午阳光、华策影视等影视公司在内的 70 余家单位发布联合声明。声明提到，大量公众账号生产运营者，未经权利人授权，将影视作品任意剪辑、切条、搬运、传播等，引发一系列盗版侵权问题和纠纷，严重侵犯影视作品权利人合法权益，甚至损害影视作品的完整性、曲解影视作品内容的主旨原意，影响影视行业长远发展。联合声明指出，将对目前网络上出现的公众账号生产运营者针对影视作品内容未经授权进行剪辑、切条、搬运、传播等行为，发起集中、必要的法律维权行动。2021 年 4 月 28 日，国家电影局发文称，将加强电影版权保护，依法打击短视频侵权盗版行为。2021 年 6 月 5 日，包括慈文传媒、华策影视、柠萌影业、新丽传媒、耀客传媒、正午阳光影业在内的国内六大影视公司发声：反对短视频侵权盗版，并明确这并非长短视频之争，最终目的在于创造良好创作环境。12 月 15 日，中国网络视听节目服务协会发布《网络短视频内容审核标准细则》（2021）（下称“新规”）。新规为各短视频平台一线审核人员提供了更为具体和明确的工作指引，其中在网络短视频内容审核具体细则中明确指出短视频节目及其标题、名称、评论、弹幕、表情包等，其语言、表演、字幕、画面、音乐、音效中不得出现“未经授权自行剪切、改编电影、电视剧、网络影视剧等各类视听节目及片段的”。

**短视频平台预计将修订审核标准，授权方式或可借鉴音乐版权。**为应对协会新规的发布，短视频平台预计将抓紧修订内容审核标准，并采取下架、封号的方式处理违规账号和视频。同时由于影视二创是短视频用户需求的重要内容，新规也预计将推动短视频平台加快与影视内容版权方的协商，不排除借鉴音乐版权采购模式，采用大批量采购影视版权，向用户免费或收费提供剪辑素材的授权方式。

**版权保护主题长期利好影视内容标的。**行业产能收缩和内容供需矛盾将利好剧集制作行业的龙头企业，而版权保护环境的优化有望长期增益企业业绩。

### 4.3 关注标的：芒果超媒、华策影视

#### ● 芒果超媒：内容底蕴优势突显，看好泛娱前瞻布局

公司内容版图具备深厚的 IP、题材、创意和人才积淀，自制能力行业领先。随着长视频版权环境的优化，公司核心内容能力价值将愈发突显。2022 年，公司储备项目包括影视剧 56 部、自制综艺 24 部，定制综艺 5 部，有望优化平台用户结构，拉动广告收入稳健增长。同时，公司在元宇宙、内容电商、剧本杀等泛娱业态积极试水，有望借力公司出圈佳作，持续发力新经济赛道。我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入 190.27/224.36/261.28 亿元，同比增幅 35.85%/17.92%/16.46%，归母净利润 26.67/31.63/34.46 亿元，同比增幅 23.41%/18.59%/8.96%，对应 EPS 为 1.50/1.78/1.94 元，PE 为 35.56x/29.98x/27.51x。维持“买入”评级。

#### ● 华策影视：国剧龙头深耕内容生态，看好业务版图扩充前景

公司剧集制作兼具数量与质量，全市场市占率领先。2021 年前三季度公司共有 16 部剧连播，同比播出部数增长 6 部。其中华策 9 部剧集在前三季度占据播出平台播放表

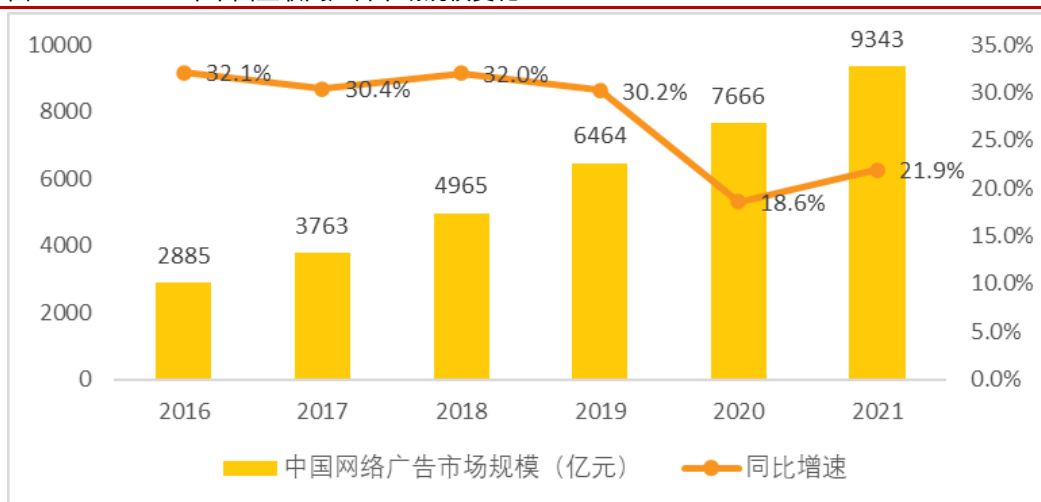
现 Top10，头部率达到 56.25%。在供给稀缺的行业背景下，公司聚焦内容生态，积累丰富版权资源。截止 2021 年 9 月 30 日，公司已成为国内永久版权库体量最多的公司之一，目前总体版权规模已经超过 3 万集（其中超过 60%为永久版权）。同时，持续输出核心制作能力，同时积极布局电影版图。公司前三季度公司上映 4 部真人电影，1 部动画电影，《反贪风暴 5》定档 2021 年 12 月 31 日。此外，《寻秦记》、《如果有一天我将会离开你》、《我要和你在一起》等四部真人电影，《紫罗兰永恒花园剧场版》、《小马宝莉》等两部动画电影正在制作中。海外业务方面，前三季度古装大剧《长歌行》、《有翡》国际销售突破中国影视剧出口单价。2022 年，剧集制作行业环境有望持续向好，看好公司影视业务版图扩充前景。

## 5 广告营销：消费增速承压，继续看好梯媒、网红广告

### 5.1 互联网广告增速放缓，户外广告成品牌营销新阵地

互联网广告市场增速放缓，2021 年同比增速约 22%。与 2016-2019 年互联网广告市场规模保持 30%以上增速相比，2020 年以来互联网广告市场规模增速明显放缓。根据艾瑞咨询数据，2020 年中国网络广告市场规模为 7666 亿元，同比增长 18.6%，比 2019 年增长率低了 4.1pct。预计 2021 年中国网络广告市场规模为 9343 亿元，同比增幅 21.9%。该预测也与全国人大社会建设委员会副主任委员、中国网络社会组织联合会会长任贤良在 12 月 11 日举办的中国国际广告节上所公布的预测数据相接近。

图 32 2016-2021 年中国网络广告市场规模变化



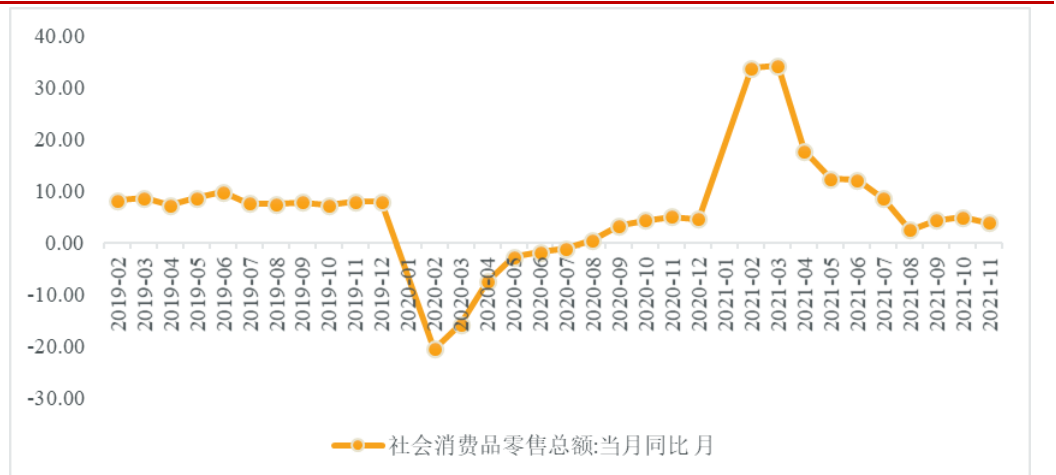
资料来源：艾瑞咨询，首创证券

#### 消费疲软、流量紧缺导致头部公司业绩下滑。

从广告主需求端来说，在国内外疫情反复的大背景下，国内消费增速自 2021 年 2 季度修复冲高之后逐月下滑。2021 年下半年，社会消费品零售总额当月同比增速均低于 10%，8 月和 11 月增速分别仅为 2.5%和 3.9%。与此同时，在线教育、游戏行业遭遇严监管环境，广告主需求大幅下降。

从流量供给端来说，移动互联网流量红利期已过，互联网平台用户流量增长难度加大，流量价格居高不下，平台内容成本和获客成本均明显增加。2021 年第三季度报告。其中，腾讯、百度、阿里巴巴来自广告的收入增速普遍显著放缓：腾讯营收 225 亿元，同比增速 5%；百度广告业务营收 210.5 亿元，同比增速大幅下降至 4.2%；爱奇艺广告业务收入 17 亿元，跟 2020 年相比下滑 10%，环比下滑 5.6%；阿里巴巴的客户管理（淘宝天猫的广告、佣金等）板块，第三季度收入同比增长仅为 3%。

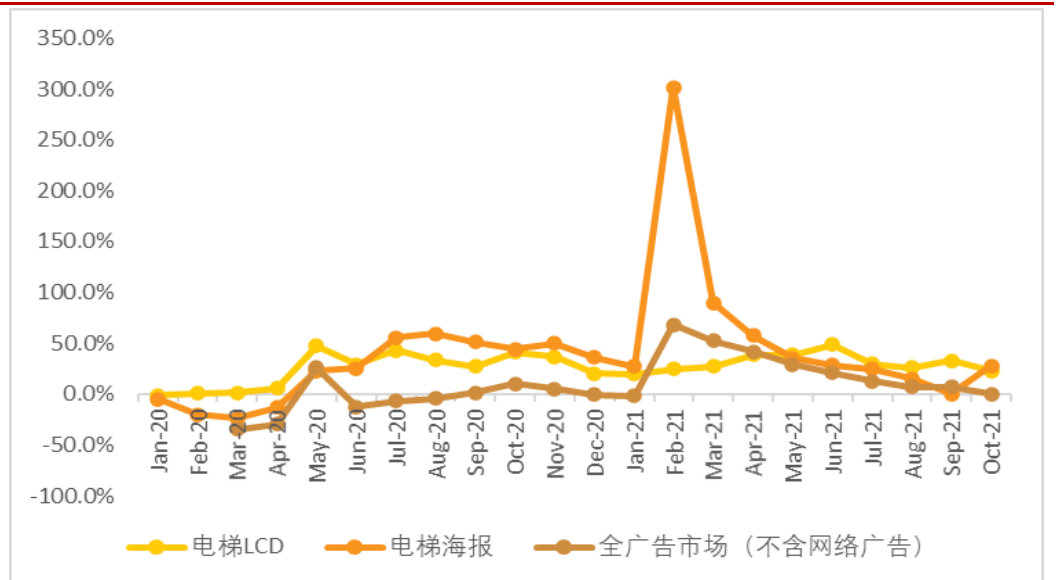
图 33 2019 年 2 月-2021 年 11 月社会消费品零售总额当月同比变化



资料来源：国家统计局，首创证券

疫情好转激活户外广告，梯媒数字化转型迎接新消费品牌营销需求。互联网广告增速放缓的同时，户外广告市场却呈现明显的复苏态势。2021 年前三季度，全国户外广告投放刊例花费 1,266 亿元，与 2020 年同期相比增长 20%。实际增长 13%，净增长 9%。电梯广告、户外 LED 大屏等线下广告的暴露机会增多，户外广告成为品牌营销的重要阵地之一，其中梯媒的增速带动作用最大：根据 CTR 媒介智讯的数据显示，2021 年 10 月广告市场花费同比和环比分别微跌 0.3%和 1.6%。在这种趋势下，电梯 LCD 和电梯海报广告刊例花费同比涨幅均超过 20%，分别达到 22.0%和 29.9%；影院视频广告增投明显，同比和环比分别上涨 70.3%和 120.9%。

图 34 2020-2021 年电梯 LCD 和电梯海报广告刊例月花费同比变化

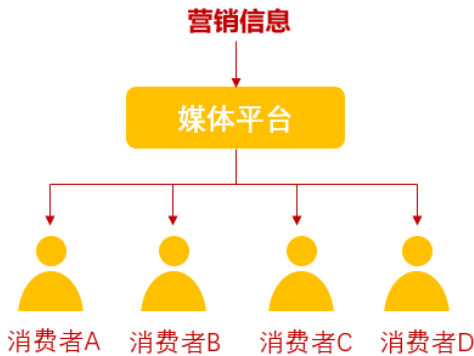


资料来源：CTR，首创证券

效果型广告继续受青睐，网红营销拥抱新消费时代。流量紧俏时代广告主更加重视营销效率，与过往大规模投放的品牌广告相比，效果型广告可直接触达用户，更受广告主青睐。随着大数据和算法的进步，曝光量、点击量、访问量、咨询量的可视化分析一定程度上保障了效果型广告的精准投放以及后续优化。网络红人营销通过与粉丝的高互动性缔造粉丝对品牌的忠诚度，引导粉丝从众模仿、跟风消费，进而提升品牌形象与知名度，被视为效果型广告投放的首选之一。

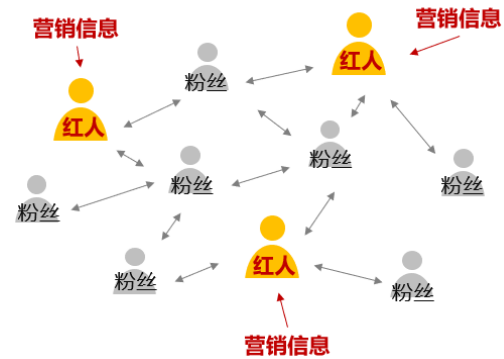


图 35 传统的“中心化”营销路径



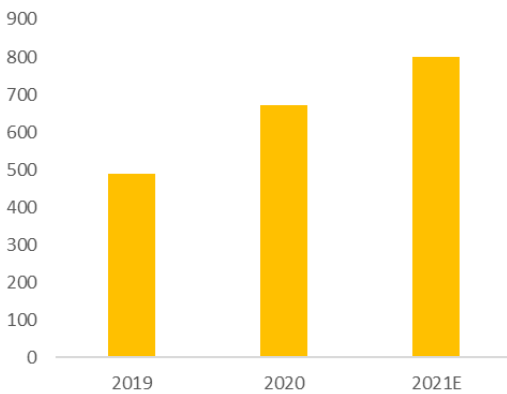
资料来源：艾瑞咨询，首创证券

图 36 KOL 的“去中心化”营销路径



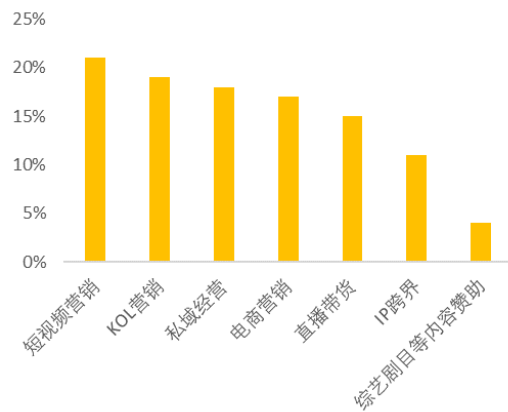
资料来源：艾瑞咨询，首创证券

图 37 广告主 KOL 投放市场规模（亿元）



资料来源：克劳锐，首创证券

图 38 2021 新锐广告主数字营销投放重点



资料来源：克劳锐，首创证券

## 5.2 关注标的：分众传媒、天下秀

### ● 分众传媒：乘新消费赛道东风，梯媒巨舰志在远航

梯媒价值优势受新消费品赛道认可，整体刊挂率提升。公司广告主结构多元均衡，客户回款明显改善。单屏成本得到有效控制，随着刊例价稳步提升，预计公司国内业务将保持稳健增长。截至 2021 年 7 月底，公司已在韩国、新加坡、泰国、印尼等国的 30 多个主要城市合计拥有 8.4 万块电梯电视媒体（较 2020 年底+15%）和 0.2 万块电梯海报媒体。为深入推进国际化战略、增强核心竞争实力、拓宽融资渠道，公司计划海外上市，将有利于继续加大海外梯媒业务发展力度。我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入 163.1/188.0/207.2 亿元，同比增幅 34.8%/15.3%/10.2%，归母净利润 60.5/72.5/81.1 亿元，同比增幅 51.2%/19.8%/11.7%，对应 EPS 为 0.41/0.49/0.55 元，PE 为 26.0x/21.7x/19.4x，给予“买入”评级。

### ● 天下秀：乘风而起，领航红人经济

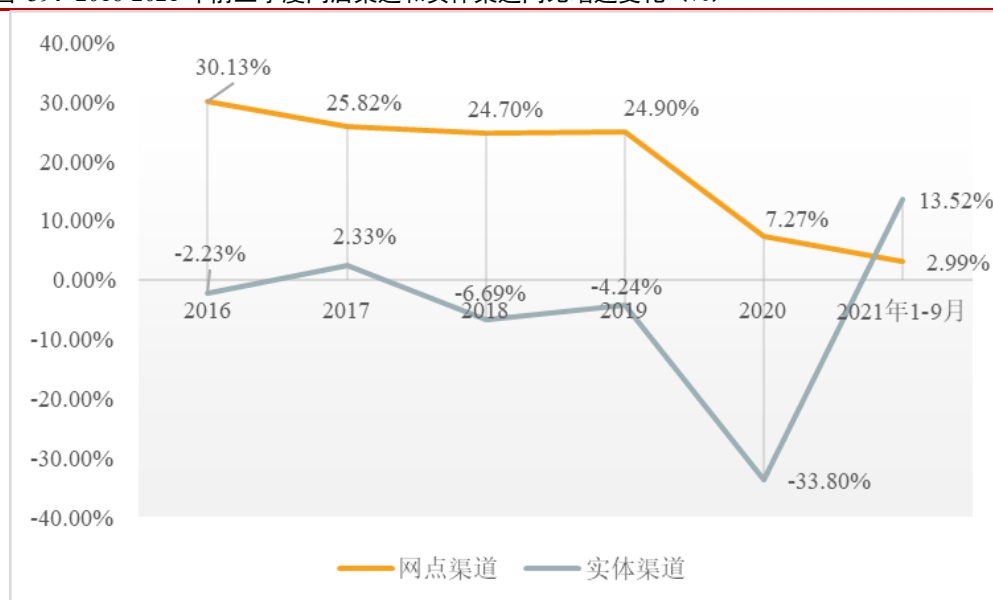
凭借数据方面的先发优势，公司旗下 WEIQ 平台可对各平台数据二次加工，去除数据虚假水分，进而保障分析结果更透彻、标签更细、匹配精准度更高、客户营销成本更低，因此 WEIQ 平台对接的品牌商家、中小商家数量均呈现上升态势。截至 2021 年上半年，WEIQ 平台的活跃商家客户数已达到 5,165 个，为 2020 年全年客户数的 61.92%，表现亮眼。由于平台规模效应初步显现与良好的口碑，WEIQ 平台的活跃商家客户增加；同时订单量大幅增长，2021 年上半年订单量达 184.64 万笔，超越去年全年。公司致力

探索新消费市场与红人经济模式的结合，旗下已打造出黄翠仙、螺元元、宅猫日记等多个新消费品牌。我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入 45.3/61.3/80.0 亿元，同比增幅 48.0%/35.4%/30.5%，归母净利润 3.8/6.0/7.5 亿元，同比增幅 28.5%/57.0%/25.0%，对应 EPS 为 0.20/0.31/0.39 元，PE 为 71.8x/45.8x/36.6x。结合标的稀缺性和行业成长空间，我们认为公司 2022 年合理 PE 在 53-61 倍之间，相应目标价为 16.43 元-18.91 元。给予“买入”评级。

## 6 出版：零售仍未复苏至疫情前，网销渠道利润承压

零售市场相较疫情前仍显低迷，实体渠道销量大幅下滑，网络渠道增速放缓。2021 年 1-9 月整体图书零售市场呈现同比正增长，同比增长率为 2.99%，和上半年相比，增速进一步放缓。同时，相比 2019 年同期，整体零售市场仍处于低迷状态，出现了 4.19% 的下滑。实体店渠道下滑 28.97%，说明实体书店仍未走出疫情影响。后疫情时代读者的消费习惯被加速改变，更多人转向网店渠道，让实体书店的复苏面临较大困难。虽然网店渠道依然保持正向增长，较 2019 年同期上升了 7.03%，但与前些年相比，增速也在放缓。

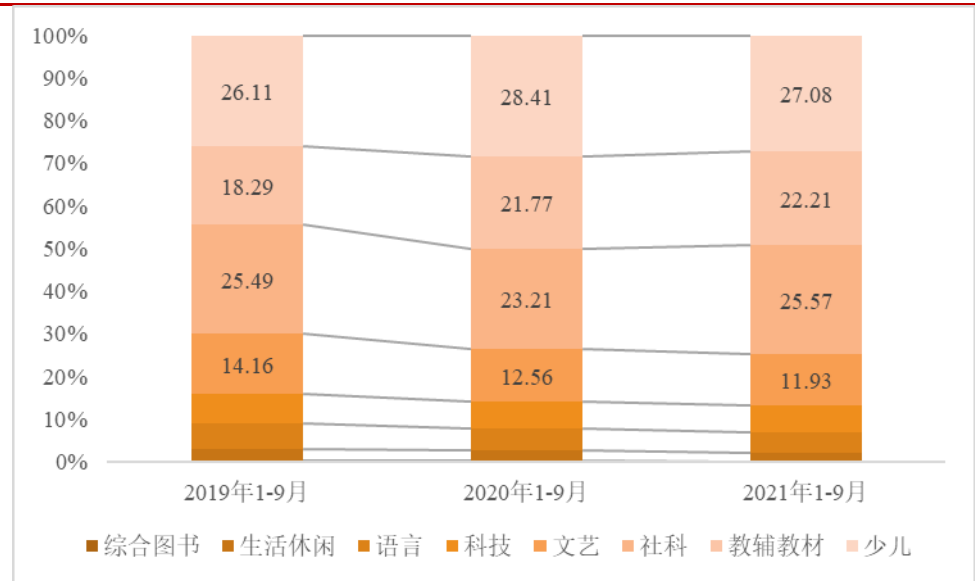
图 39：2016-2021 年前三季度网店渠道和实体渠道同比增速变化（%）



资料来源：开卷，首创证券

少儿类图书码洋比重回落，主题出版领先市场增长。2021 年 1-9 月整体零售市场中，少儿类仍然是码洋比重最大的类别，但较去年同期下降了 1.33 个百分点，降幅最大；社科类码洋比重明显扩大，位居第二。主题出版依然是市场的重要带动力，社科类下属的马列、学术文化、法律类所占的码洋比重较去年同期有所上升，其中马列和学术文化类分别增加 1.93 和 1.17 个百分点，增幅明显，主要源于主题出版图书的销售。教辅教材类位居第三，和去年同期相比，码洋比重增加了 0.44 个百分点。

图 40：零售市场中各细分类码洋比重构成（%）



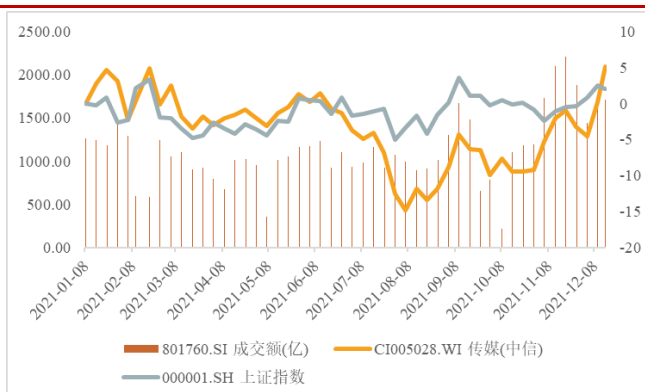
资料来源：开卷，首创证券

短视频电商渠道压低折扣率，少儿类折扣低至 3.3 折。2021 年 1-9 月，网店渠道折扣为 5.7 折（不含满减、用券）。短视频电商作为今年重点的关注渠道，通过全网最低价的方式而快速崛起，今年 1-9 月折扣水平低于网店整体，为 4.0 折，其中占比最大的少儿类折扣水平最低，低至 3.3 折。

## 7 市场回顾

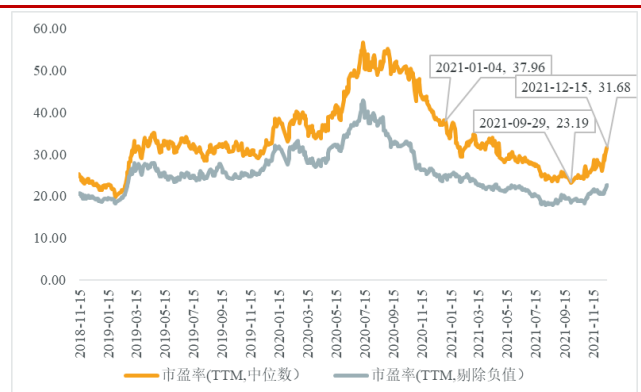
回顾 2021 年，传媒板块的市场热度从低迷中窥见曙光。A 股传媒板块整体走势呈“V”型，板块估值在三季度实现触底反弹，年底实现冲高走势。板块估值仍未走出低迷，2021 年中信传媒指数的市盈率中位数从年初开盘的 38.96 倍一路下滑至 9 月 29 日的 23.19 倍，随后一路修复至年末（12 月 15 日）的 31.68 倍。

图 41 2021 年初至今中信传媒指数走势



资料来源：国家新闻出版总署，首创证券

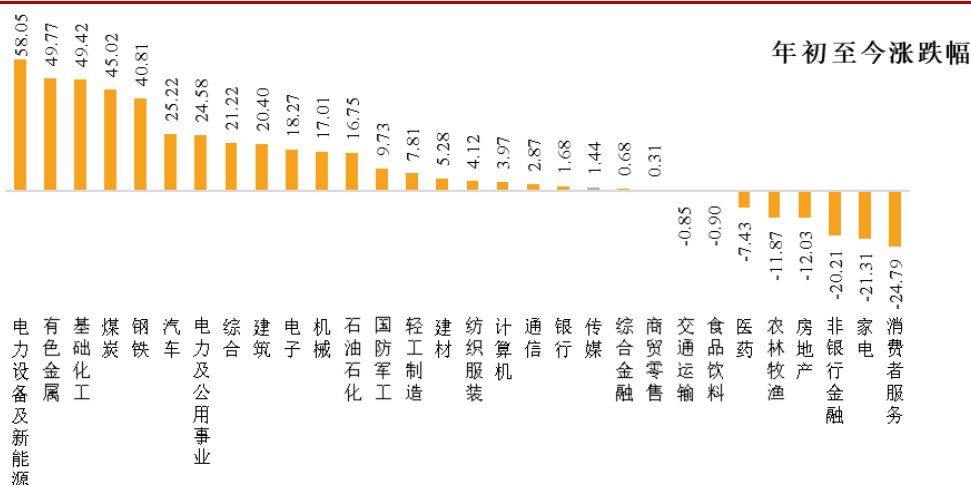
图 42 2018 年 11 月以来中信传媒指数市盈率变化



资料来源：国家新闻出版总署，首创证券

中信传媒指数收涨。2021 年初至 12 月 15 日，中信传媒指数涨幅为 1.44%，跑赢沪深 300 指数，跑输上证综指、深证成指与创业板指数，在 30 个中信一级行业中排名第 20。

图 43 2021 年以来 30 个中信一级行业指数涨跌幅（%，截至 12 月 15 日）



资料来源: Wind, 首創證券

细分板块表现上，互联网广告营销板块表现最佳，指数年涨幅超过 20%，板块市值前三的标的均实现较大增长。动漫、出版指数年涨幅也超过 10%。互联网音视频板块表现垫底，板块龙头芒果超媒股价全年跌幅超过 30%。

表 9 年初以来中信传媒三级指数涨跌幅以及板块内市值前三标的涨跌幅

	涨跌幅 (%)	市值第一	涨跌幅 (%)	市值第二	涨跌幅 (%)	市值第三	涨跌幅 (%)
互联网广告营销	21.29	蓝色光标	73.65	天下秀	12.55	联创股份	593.43
动漫	17.78	奥飞娱乐	(0.49)	美盛文化	24.30	祥源文化	47.77
出版	14.34	浙版传媒	0.00	凤凰传媒	24.56	中南传媒	5.94
广播电视	4.57	东方明珠	(6.32)	江苏有线	(4.77)	华数传媒	(5.53)
影视	3.23	光线传媒	(7.22)	万达电影	(19.58)	中国电影	(1.85)
信息搜索与聚合	2.20	人民网	(13.72)	视觉中国	44.06	新华网	10.39
游戏	0.36	世纪华通	9.56	三七互娱	(18.88)	完美世界	(25.71)
其他文化娱乐	(0.02)	中体产业	7.45	掌阅科技	(24.86)	华立科技	0.00
其他广告营销	(14.08)	分众传媒	(18.16)	电广传媒	31.34	电声股份	(27.48)
互联网影视音频	(26.57)	芒果超媒	(30.72)	新媒股份	(15.21)	新国脉	10.94

资料来源: Wind, 首創證券

从个股来看，剔除主营转业的联创股份，涨幅居前标的上涨因素包含元宇宙概念、ST 股摘帽、体育概念、超高清视频等。

表 10 年初以来中信传媒三级指数涨跌幅以及板块内市值前三标的涨跌幅

证券代码	证券简称	年涨跌幅 (%)	证券代码	证券简称	年涨跌幅 (%)
300052.SZ	中青宝	292.12	300038.SZ	*ST 数知	(47.20)
300364.SZ	中文在线	130.22	002558.SZ	巨人网络	(38.36)
300079.SZ	数码视讯	104.28	603096.SH	新经典	(36.63)
002354.SZ	天神娱乐	96.62	601921.SH	浙版传媒	(36.08)

002858.SZ	力盛赛车	84.36	301025.SZ	读客文化	(35.57)
300182.SZ	捷成股份	79.88	603103.SH	横店影视	(33.26)
002502.SZ	鼎龙文化	74.10	300392.SZ	腾信股份	(30.75)
300058.SZ	蓝色光标	73.65	300413.SZ	芒果超媒	(30.72)
002247.SZ	聚力文化	71.60	300280.SZ	紫天科技	(30.35)
600652.SH	*ST 游久	61.08	300788.SZ	中信出版	(29.75)

资料来源: Wind, 首創證券

## 8 风险提示

- 宏观环境风险  
具体因素: 国民经济增长状态、居民可支配收入变化、消费市场景气程度等
- 监管政策风险  
具体因素: 游戏、书刊、音像制品等出版物版号发放情况、影视项目审核制度、广告市场治理力度、税收优惠政策变化、内容版权政策变化等
- 项目推进风险  
具体因素: 拍摄场地变化; 拍摄器材损坏; 演员预期外调整后成本; 研发或操作技术预期外成本、市场需求变化导致项目取消等
- 内容侵权风险  
创意团队故意或无意在内容产品的标题、情节、形象、拍摄手法等方面对已有版权物造成侵权

## 分析师简介

李甜露，中国人民大学新闻与传播硕士，对外经济贸易大学经济学学士，2014 年加入首创证券，覆盖领域为互联网与文化传媒，具有 6 年证券研究经验。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级  以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
		增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
		中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
		减持 相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现