

# 守正出奇，重视龙头更要重视“小而美”

## ——2022年度传媒行业投资策略

行业评级：买入

2021年12月27日

姓名	王建会
邮箱	wangjianhui@stocke.com.cn
电话	13162718696
证书编号	S1500519120001

姓名	王婷
邮箱	wangting@stocke.com.cn
电话	13062698326

# 摘要

## 1、行情回顾

- 2021年1月1日至2021年12月20日，传媒板块跑输大盘，期间上涨0.2%，基金持仓占比持续下降，超配比例为负。
- 传媒子板块中，互联网、营销传播领跌，2021年1月1日至12月20日期间分别下跌6.4%、0.8%。主要因为：1) 互联网受反垄断政策影响；2) 营销主要受疫情影响，以及教育、互联网客户遭遇政策负面影响而减少投放。影视、网络游戏及出版表现较好，期间分别上涨20.4%、16.2%、7.9%。主要因为：1) 网络游戏Q3-Q4受元宇宙概念的火热影响，情绪面催化行情；2) 影视行业受疫情恢复以及元宇宙催化，行情表现较好。

## 2、投资主线一：游戏行业短期看产品周期，长期看出海

- 游戏行业受周期、买量成本以及政策监管的多重因素压制，自2020年年中以来回调较多，站在当前时点上，我们认为政策监管带来的行业影响基本已接近尾声，游戏行业以及电竞行业是全球文化产业发展的主旋律，促进行业的健康规范发展是关键。随着行业买量步入成熟阶段的效率提升、行业迎来产品新周期以及政策严监管的情绪修复后，我们认为应该重视底部的投资机会，短期重视龙头公司产品周期，长期看好出海市场带来的增量空间，建议重点关注完美世界、三七互娱、吉比特、心动公司、祖龙娱乐。

## 3、投资主线二：院线、长视频等渠道端重视竞争格局变化及内容供给复苏

- 院线—2021年线下娱乐行业受到海外片内容供给的缺失以及区域疫情的反复，票房整体表现承压，展望2022年，海外及国产影片储备充足，供给的修复，整体票房成绩有望持续得到修复，另外部分中小影院在疫情期间得到出清，竞争格局有望改善；长视频—2021年强内容监管下内容供给出现部分短缺现象，我们认为内容有望在2022年迎来集中释放，另外长视频格局有望逐渐改善。建议重点关注院线龙头万达电影、中国电影、横店影视；内容龙头公司光线传媒、阅文集团；长视频公司芒果超媒。

## 4、投资主线三：重视元宇宙虚拟人投资机会

- 元宇宙三大投资方向：NFT、虚拟人和AR/VR，我们认为虚拟人应用场景丰富，商业化更快，因而投资机会更优。需求端：从抖音虚拟美妆达人柳叶熙的爆火和电信子公司对于虚拟数字人的招标需求，我们可以看到虚拟人的需求市场潜力较大，B端品牌客户有望加速培育虚拟品牌形象。展望2022年我们认为是虚拟业务逐步落地放量的一年，建议关注虚拟人直播、虚拟偶像、虚拟品牌形象、虚拟空间等方向，建议重点关注芒果超媒、蓝色光标、锋尚文化、捷成股份、华扬联众等。



## 风险提示

- 1、政策监管变严；
- 2、疫情反复导致影院上座率控制严格；
- 3、游戏产品上线时间延后；
- 4、艺人个人原因引发的违约风险等；
- 5、虚拟人的版权问题。

# 目录

CONTENTS

- 01 行情回顾：受元宇宙主题催化，传媒行情步入上行区间
- 02 投资主线一：游戏短期看产品周期，长期看出海
- 03 投资主线二：院线、长视频等渠道端重视竞争格局变化及内容供给复苏
- 04 投资主线三：把握元宇宙主题，重视虚拟人投资机会
- 05 2022年投资机会总结
- 06 风险提示

# 01

## 行情回顾

受元宇宙主题催化，传媒行情步入上行区间

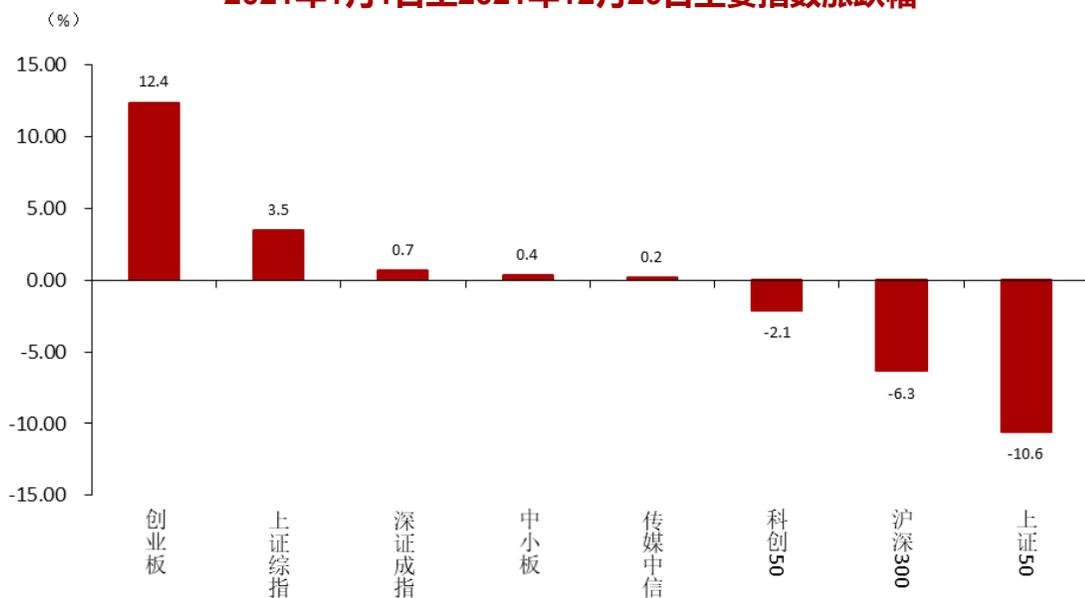
## 1.1

# 板块行情：上半年跑输大盘，基金持仓处于低位

2021年1月1日至2021年12月20日，创业板指数领涨，期间上涨12.4%，沪深300和上证50表现相对较差，分别下跌6.3%、10.6%。传媒板块跑输大盘，期间上涨0.2%。

疫情宅娱乐催化下，传媒行业在2019Q4-2020Q2基金持仓占比保持较高水平，20Q2达到4.09%的峰值，之后基金持仓大幅下降，到2021年Q3基金持仓占比仅有1.28%，超额比例转为-0.43%。

2021年1月1日至2021年12月20日主要指数涨跌幅



近三年传媒行业基金持仓占比和超配比例



数据来源：wind，浙商证券研究

数据来源：wind，浙商证券研究

# 1.2

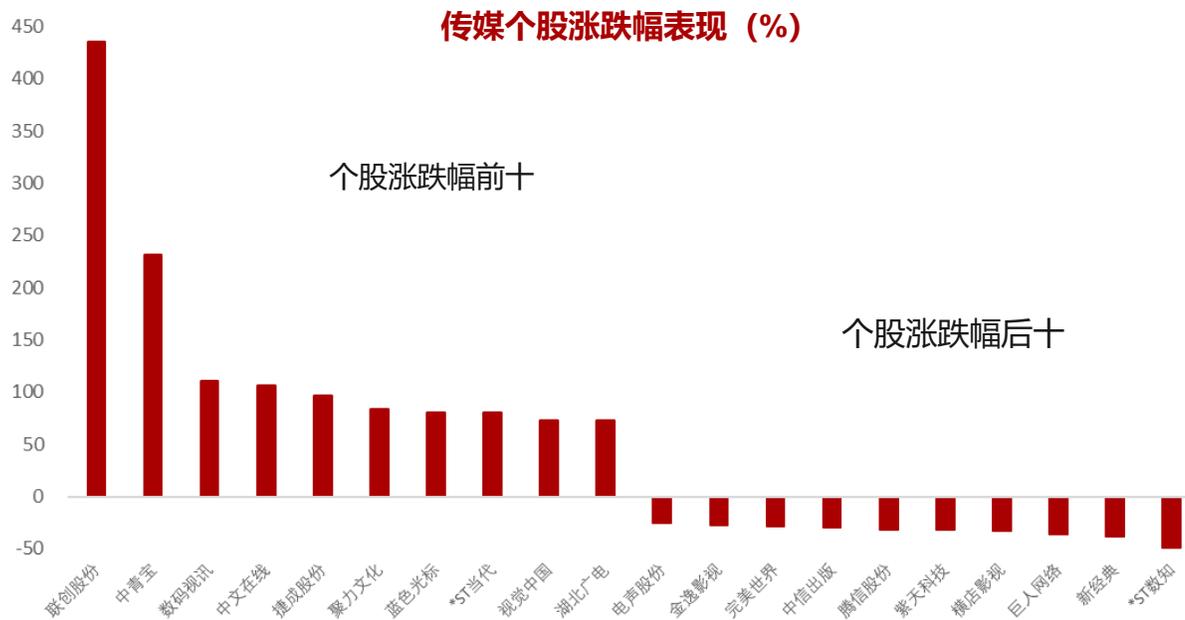
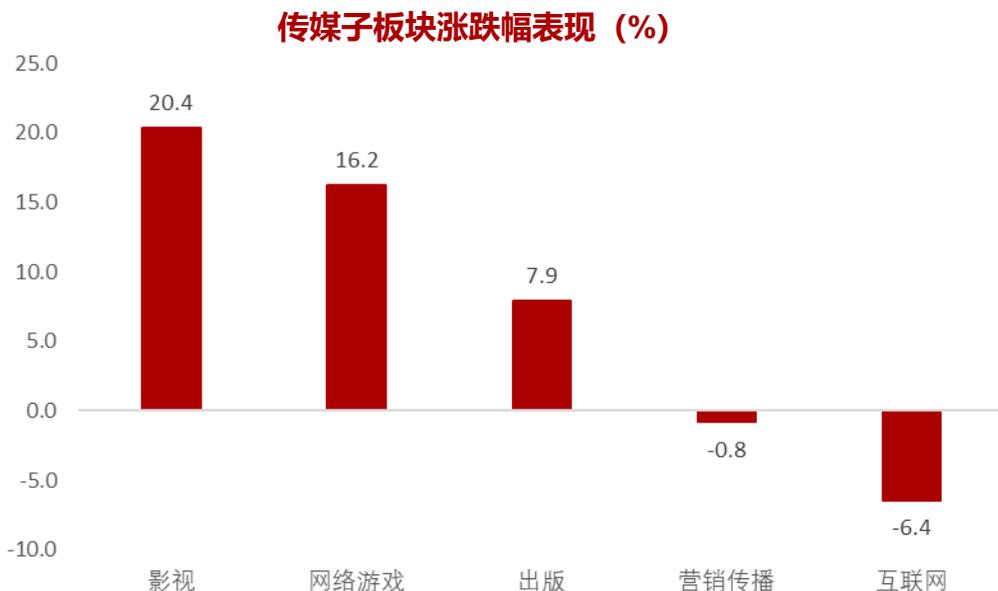
## 子板块表现：Q3以来，元宇宙提振游戏和影视行情

传媒子板块中，互联网、营销传播领跌，2021年1月1日至12月20日期间分别下跌6.4%、0.8%。主要因为：

- 1、互联网受反垄断政策影响
- 2、营销主要受疫情影响，以及教育、互联网客户遭遇政策负面影响而减少投放

影视、网络游戏及出版表现较好，期间分别上涨20.4%、16.2%、7.9%。主要因为：

- 1、网络游戏Q3-Q4受元宇宙概念的火热影响，情绪面催化行情
- 2、影视行业受疫情恢复以及元宇宙催化，行情表现较好



数据来源：wind，浙商证券研究

数据来源：wind，浙商证券研究

# 02

## 投资主线一：游戏

短期等版号  
长期看出海

## 2.1 游戏：回顾上一轮周期，政策底确认，有望迎来估值业绩双击

**上一轮周期起点—2018年底：2018年受游戏版号政策严控，游戏板块整体业绩承压及估值持续下行。**

**上行阶段—2019-2020年7月：2019年版号逐步恢复，叠加短视频流量红利以及云游戏概念催化，龙头游戏公司迎来业绩爆发期，且估值持续上行，2020上半年疫情宅娱乐催化并且叠加头条概念主题等情绪推动，游戏板块有一个快速上行期；**

**下行阶段—2020年7月之后随着疫情大幅缓解，叠加市场担心买量成本上升对游戏厂商利润造成不利影响以及云游戏推进速度较慢等因素，游戏板块开始较大幅度的回调，2021年上半年基于2020年上半年游戏公司高基数的情况下，龙头公司业绩普遍承压，2021年8月，市场对于税收优惠收回等政策方面担忧导致短期情绪扰动，龙头公司估值进一步下行。9月后未成年人保护、版号政策收紧再次引发行业板块情绪担忧，我们认为政策面已触底。**

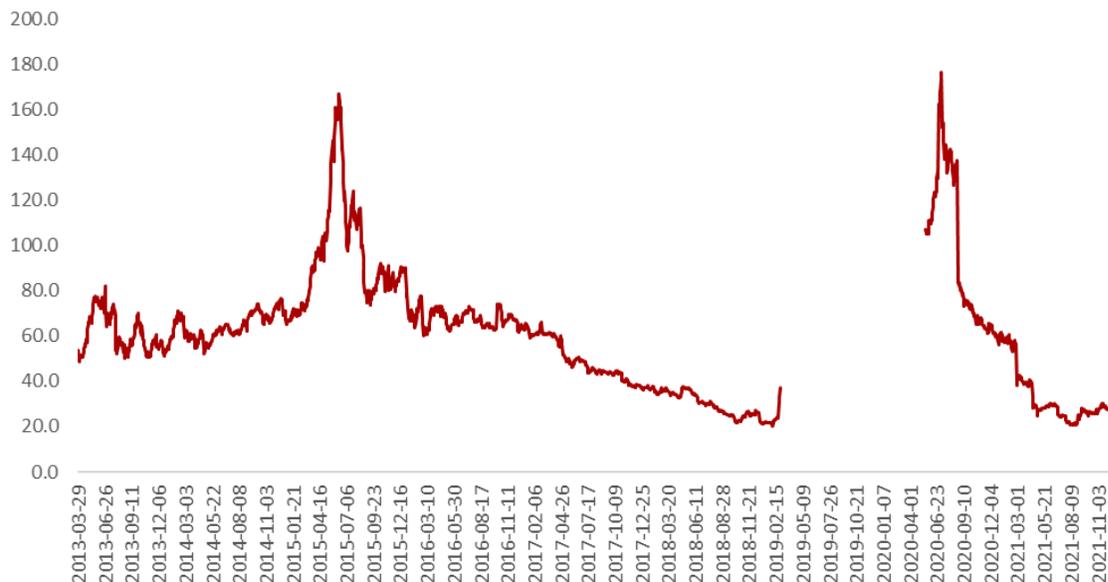
**当前：我们认为游戏板块处于政策底，龙头公司处于新产品新周期的起点，元宇宙催化下，游戏板块有望迎来估值和业绩双击。**

网络游戏指数2013年底以来相对沪深300指数的行情表现



数据来源：wind，浙商证券研究

网络游戏指数历史市盈率(PE)



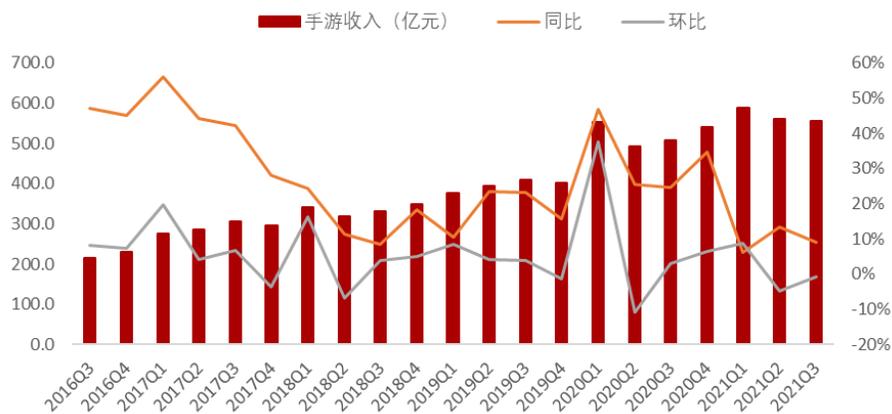
数据来源：wind，浙商证券研究

## 2.2 行业：疫情后进入个位数增长常态，存量时代竞争加剧

2020年全年手游收入2096.76亿元，同比增长32.61%，主要受上半年疫情影响，宅娱乐引发游戏流水高增长；2021年上半年国内手游收入1147.7亿，同比增长9.6%；21Q3国内手游行业收入554.7亿，同比增长9.1%，环比下降0.9%，后疫情时代行业增速回落到个位数增长常态。

2021年上半年游戏用户规模达6.67亿，同比增长1.38%，2020年上半年在疫情催化下用户规模仅增长1.97%，游戏行业流量红利天花板已近，进入存量竞争阶段。

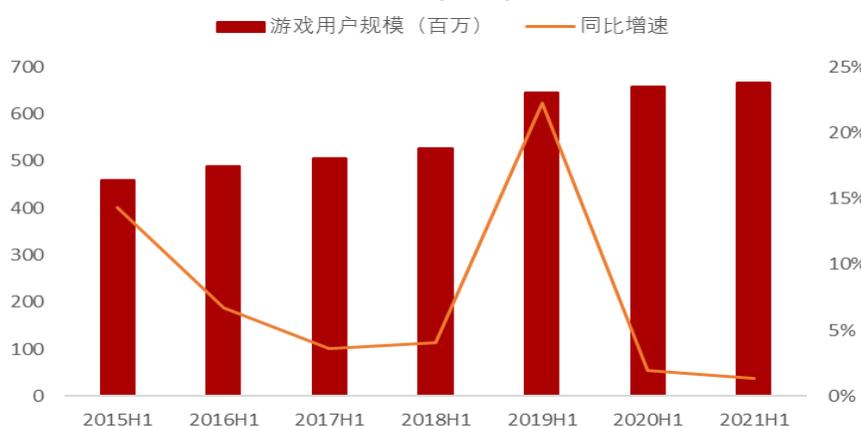
### 国内手游收入及增速（亿元）



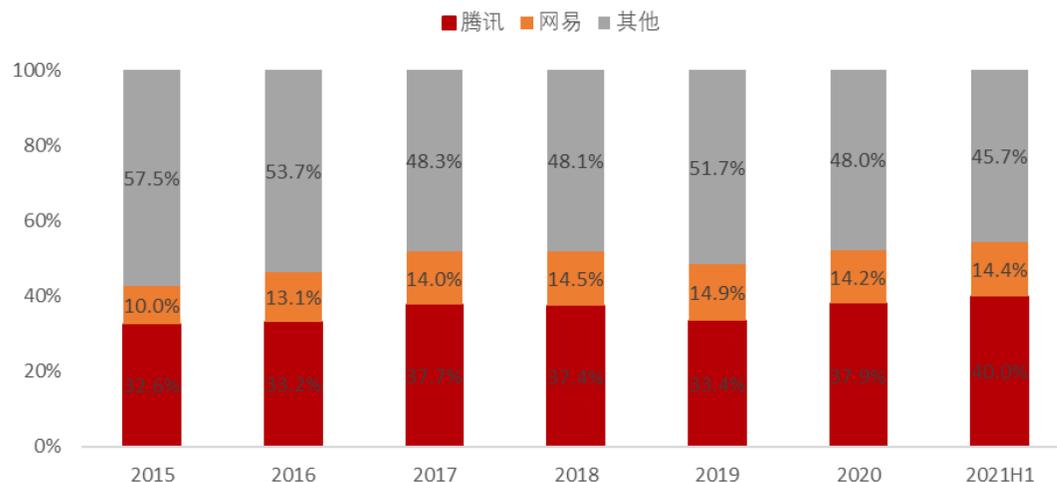
行业竞争格局：头部效应愈加显著，游戏龙头公司腾讯和网易2家公司2021年上半年市占率合计达到54.4%，可以看到腾讯近几年的市占率一直在提升。

随着游戏细分赛道龙头公司如莉莉丝、叠纸、米哈游等的崛起，未来游戏行业的竞争格局将越来越激烈。

### 国内游戏用户规模（百万）



### 腾讯、网易及其他游戏公司市占率变化



数据来源：《游戏产业报告》，浙商证券研究

数据来源：伽马数据，浙商证券研究

## 2.3

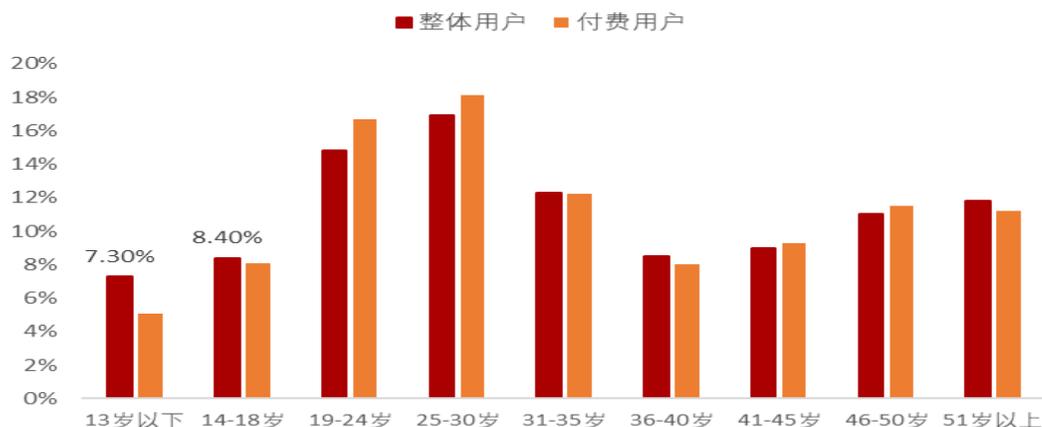
# 政策：政策底确认，静待版号发放

根据QM数据：2021年6月手游用户中未成年人占比15.7%，付费用户中未成年人占比为13.2%，占比不高。腾讯在其20年年报中披露：20Q4未成年人流水占比6%。

目前国家防沉迷实名认证平台已建成，接入企业5000多家、游戏超万款，初步达成防沉迷基础性工作。

我们梳理了2016年以来针对游戏行业的监管政策，总体来看，行业监管主要体现在三个方向：**版号监管、未成年人保护以及氪金限制**。总结下来，监管政策的出台目的在于两个：一是针对行业过度逐利、侵权抄袭、消费欺诈的现象进行规范控制；二是出于对未成年人的保护，出台实名认证、适龄提示、限制使用时长等具体措施。我们认为短期的监管更利于长远发展，头部厂商在实名认证、防沉迷、人脸识别上的努力将带领游戏行业逐步走向规范化，游戏行业出海将是我国优秀文化输出的重要载体。

2021年6月手游APP整体用户及付费用户画像



数据来源：Questmobile，浙商证券研究

表 1：历年游戏行业监管政策梳理

时间	部门	政策文件	主要内容
2016.5	广电总局	《关于移动游戏出版服务管理的通知》	没有版号的手游不能上线
2018.1	广电总局	《关于开展网络游戏出版专项整治行动通知》	整治无版号上线，内容查处和整改
2018.3	广电总局	《游戏中报审批重要事项通知》	版号停发
2018.8	新闻出版署等八部门	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	总量控制； 适龄提示； 限制未成年人使用时间
2018.11	全国“扫黄打非”工作小组办公室	《“扫黄打非”工作举报奖励办法》	阻止买卖版号
2019.10	国家新闻出版署	《关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知》	1、实名制 2、时长：节假日每日不超过3小时，平时每日累计1.5小时 3、氪金：8-16周岁单次充值不超过50，每月不超过200，16-18周岁单次充值不超过100元，月累计不超过400元 4、探索适龄提示
2020.10	第十三届全国人大常委会	新修订《中华人民共和国未成年人保护法》	强调： 1、实名认证 2、防沉迷，适龄提示 3、信息保护
2020.11	第十三届全国人大常委会	修改后的《中华人民共和国著作权法》	游戏版权管理更加规范
2020.12	中国音像与数字出版协会	《网络游戏适龄提示》团体标准	发布网络游戏适龄提示团体标准
2021.8	国家新闻出版署	《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》	9月1日起，所有网络游戏企业仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日20时至21时向未成年人提供1小时网络游戏服务
2021.9	国家新闻出版署	上线“游戏企业防沉迷落实情况举报平台”	举报平台上线
2021.9	游戏工委	《网络游戏行业防沉迷自律公约》	实名认证；抵制不良内容；平台管理；举报平台

资料来源：浙商证券研究所

## 未来：产品力是核心竞争力，长期把握出海机会

游戏行业存量竞争环境下，产品力是核心竞争力。2021年下半年以来，比较重磅的产品主要有腾讯的《英雄联盟手游》、网易的《哈利波特：魔法觉醒》以及完美世界12月16日上线的《幻塔》。从近两年刚上线的新游戏和游戏厂商储备中的游戏来看，随着用户年轻化和对游戏品质更加挑剔，品质过硬的产品力是未来游戏大厂的核心竞争力。

### 大厂最具看点的游戏（包含刚上线以及待上线的）

公司	游戏名称	游戏类型	公司	游戏名称	游戏类型
腾讯	《地下城与勇士手游》	MMORPG	完美世界	《幻塔》	开放世界MMORPG
	《英雄联盟手游》	MMORPG		《一拳超人》	ACT
	《从前有座灵剑山》	RPG手游	三七互娱	《代号DL》	卡牌类
	《暗夜破晓》	RPG手游		《代号NB》	MMORPG
	《蓝月传奇2》	ARPG	掌趣科技	《黑暗之潮》	MMORPG
	《银之守墓人：对决》	回合制RPG		《地下城堡3》	RPG
网易	《暗黑破坏神：不朽》	MMORPG	心动	《黎明精英》	射击
	《哈利波特：魔法觉醒》	卡牌RPG		《翠星物语》	MMORPG
	《陈情令》	卡牌类		《心动小镇》	MMORPG

## 2.4

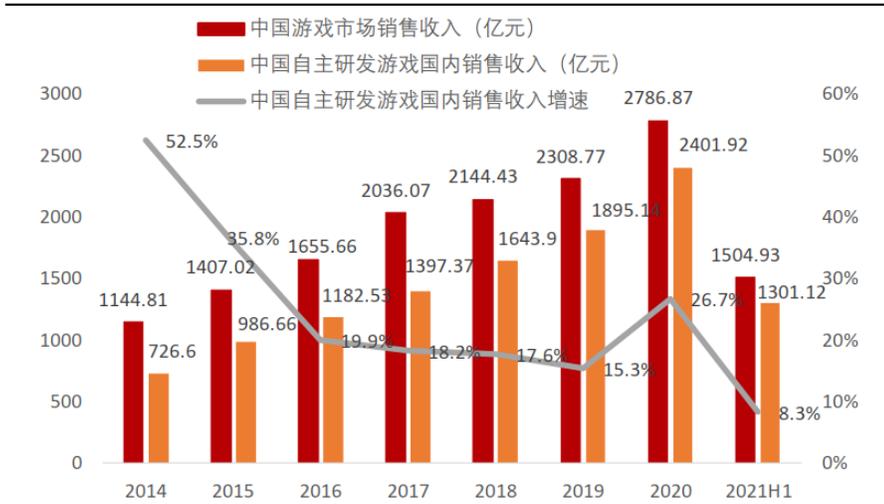
# 未来：产品力是核心竞争力，长期把握出海机会

**国内游戏市场增速放缓，国产手游出海具备优势，有望贡献增量**

**自研游戏在国内游戏市场的渗透率近90%。**随着企业创新意识增强，自研游戏在国内市场份额逐年提升，渗透率从2014年的63.5%提升23pct到2021H1的86.5%。

**与此同时，中国自研游戏海外认可度提升，海外增速超过国内增速。**2020年中国自研游戏海外实际销售收入为154.5亿美元，折合人民币996.5亿元，同比增长33.2%，超过自研游戏国内销售收入增速（26.7%）。2021年上半年自研游戏海外收入达到84.7亿美元（折合人民币546.3亿元），同比增长11.6%（国内8.3%）。

**出海地区以美、日、韩为主，**2019年、2020年、2021年上半年中国自主研发的游戏出海到三地的收入合计占比为67.6%、60.27%、59.51%。

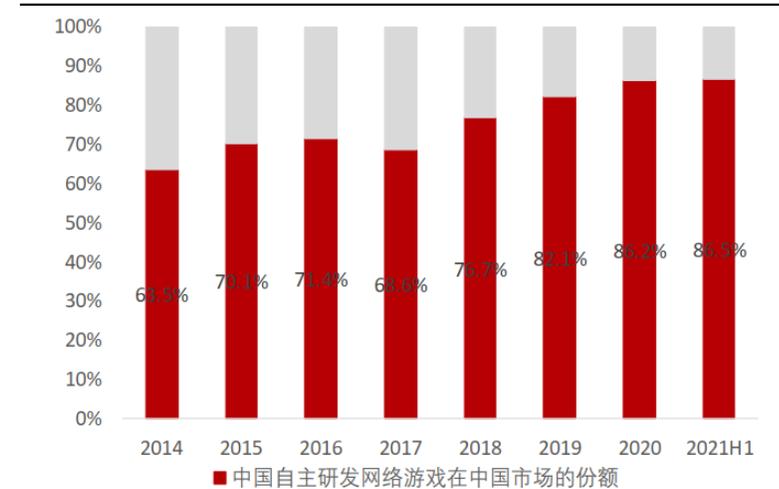


资料来源：中国游戏产业报告 CNG，浙商证券研究所



资料来源：中国音数协游戏工委，IDC，浙商证券研究所

注：假设人民币兑美元汇率为 6.45



资料来源：中国游戏产业报告 CNG，浙商证券研究所



资料来源：中国音数协游戏工委，IDC，浙商证券研究所

## 2.5

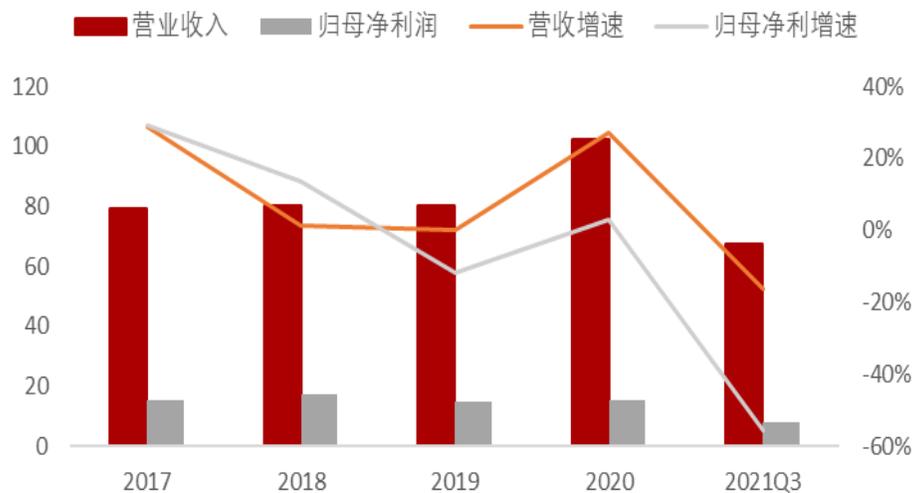
# 推荐标的：完美世界

### ①业绩压力释放：

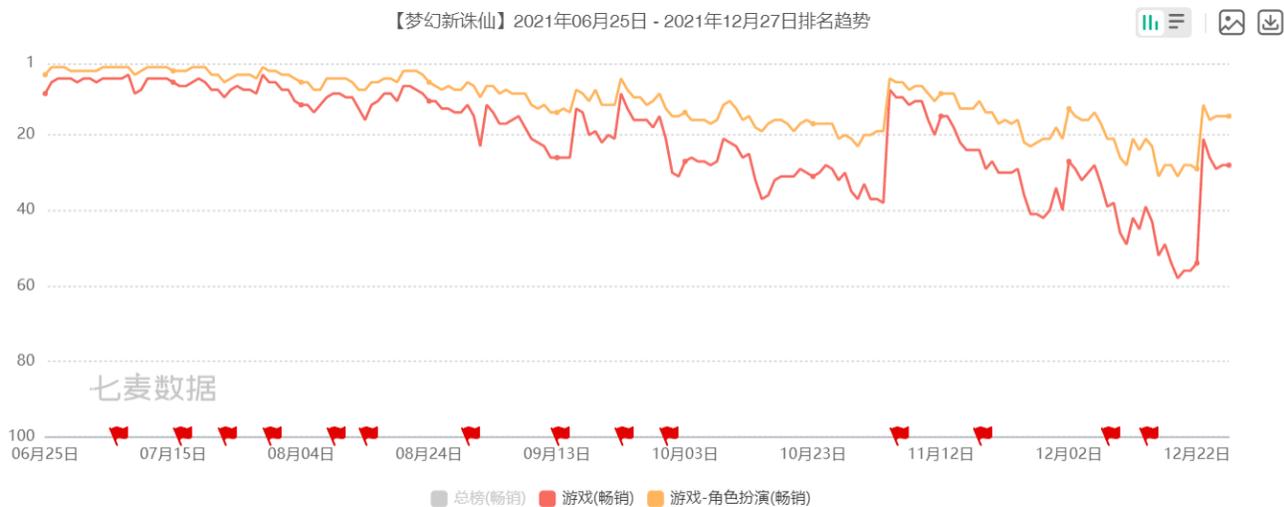
公司2021Q3单季实现营收25.33亿元，同比下降13.21%，主要系老游戏流水自然下滑及新游《梦诛》仍有部分收入递延，此外影视剧排播及上映节奏导致影视收入同比下降，营收环比增长28.2%，主要由《梦诛》贡献。2021Q3实现归母净利润5.42亿元，环比大幅回暖主要系《梦诛》进入投放回收期，其中游戏业务盈利5.5亿元。21Q3毛利率/净利率为67.13%/21.92%，同比提升10.21pct/3.99pct，环比提升14.28pct/35.46pct，毛利率提升主要系《梦诛》官服渠道占比较高拉高整体毛利率，净利率环比提升除了Q2产生一次性损失2.7亿元外，主要因为Q3销售费用投入减少，销售费用率环比下降9.33pct至20.88%。

### ②估值底部，迎接产品新周期：

可以看到《梦诛》和《战神遗迹》的业绩贡献逐步在下半年释放。《梦诛》上线后表现大超市场预期，半个月不到流水已破2.5亿元，留存率表现也好于预期，有望通过长线运营为公司带来持续稳定业绩。《幻塔》12月16日上线后三天流水超1.5亿元，次留达到50%。后续产品：《一拳超人》，预计明年下半年上线，《天龙八部2》预计明年上半年上线，故短期受版号停发影响较小。海外：《梦诛》和《幻塔》都将上线海外，其中《梦诛》于22Q2上线港澳台、东南亚、日韩等地区，《幻塔》海外版本还在储备中。其他产品如《一拳超人》《P5》《百万亚瑟王》都将上线海外



数据来源：公司公告，浙商证券研究



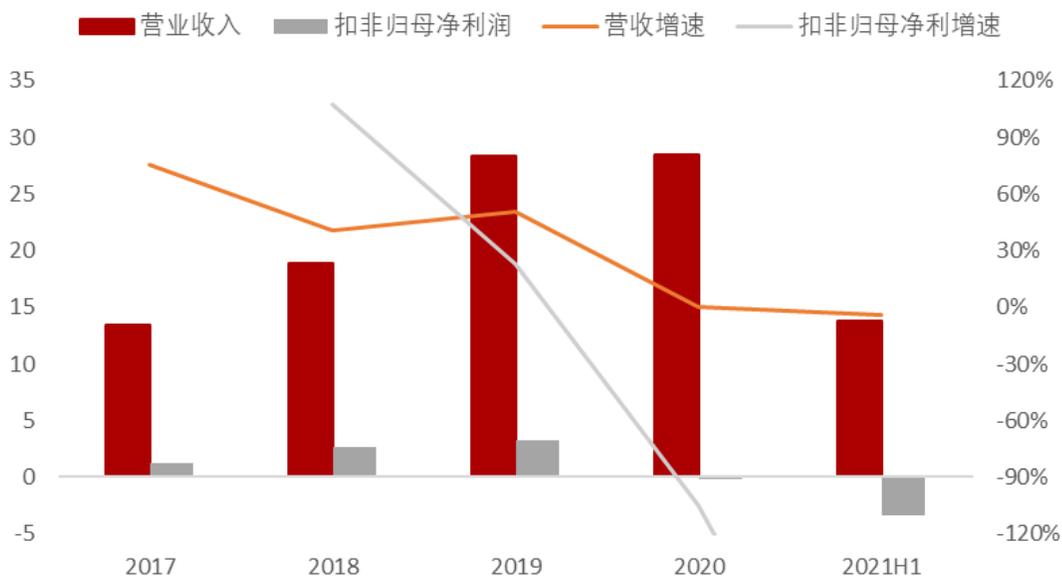
数据来源：七麦数据，浙商证券研究

## 2.5

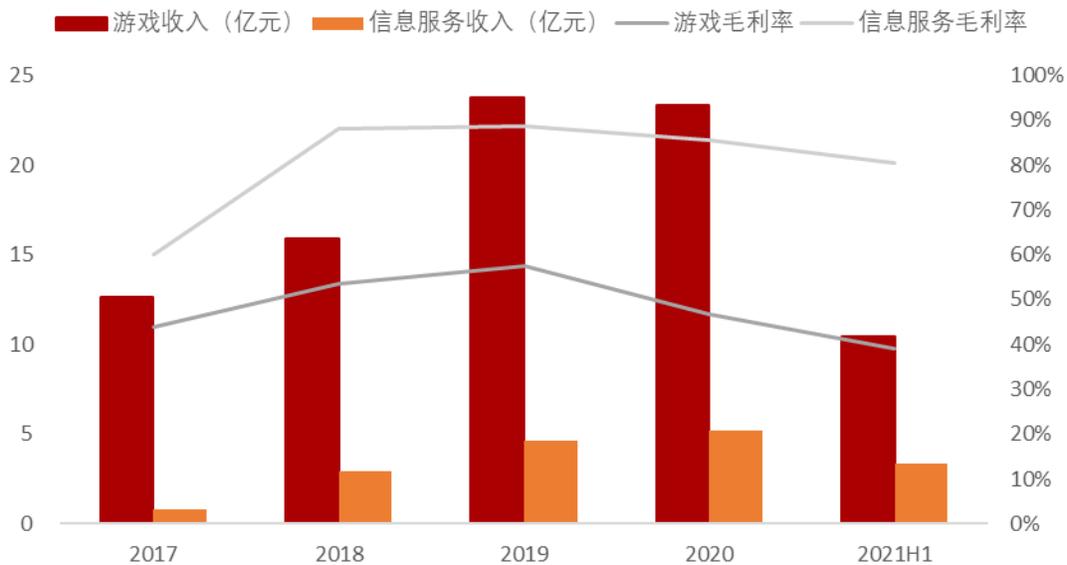
## 推荐标的：心动公司（港股）

TapTap：2021年上半年国内TapTap的月活用户数达到了2867万，同比增长15.6%，游戏下载次数达到2.48亿次，同比增长12.8%。目前国内TapTap仍处于基建阶段，2021年初公司利用新的机器学习技术对TapTap的广告系统和推荐系统进行了改进，随着小的版本迭代持续进行，云玩、篝火测试、视频等功能模块陆续上线，未来公司将持续投入对TapTap产品和技术架构进行调优。2021Q2公司对第三方开发者开放TDS服务，目前已有百款游戏接入TapSDK。国际版的TapTap用户增速表现超预期，上半年月活用户数达到1318万，同比增长484%，主要因为《香肠派对》在东南亚的表现较好，加快了平台的用户积累。目前公司对于国际版TapTap的投入重点在底层构架上，预计后面将加大运营层面的投入，看好TapTap平台在海外的发展潜力。

自研游戏：2020年收入贡献主力为《仙境传说M》、《不休的乌拉拉》、《香肠派对》；公司未来有13款自研游戏储备，其中《Flash Party》、《T3》、《火炬之光》已经进入篝火测试，前两个已经进行不删档测试，《心动小镇》和《铃兰之剑》预计今年年底之前上篝火测试，这5款自研游戏的商业化付费将于明年展开，《翠星物语》目前进度较慢，预计要到明年上篝火测试。



数据来源：公司公告，浙商证券研究



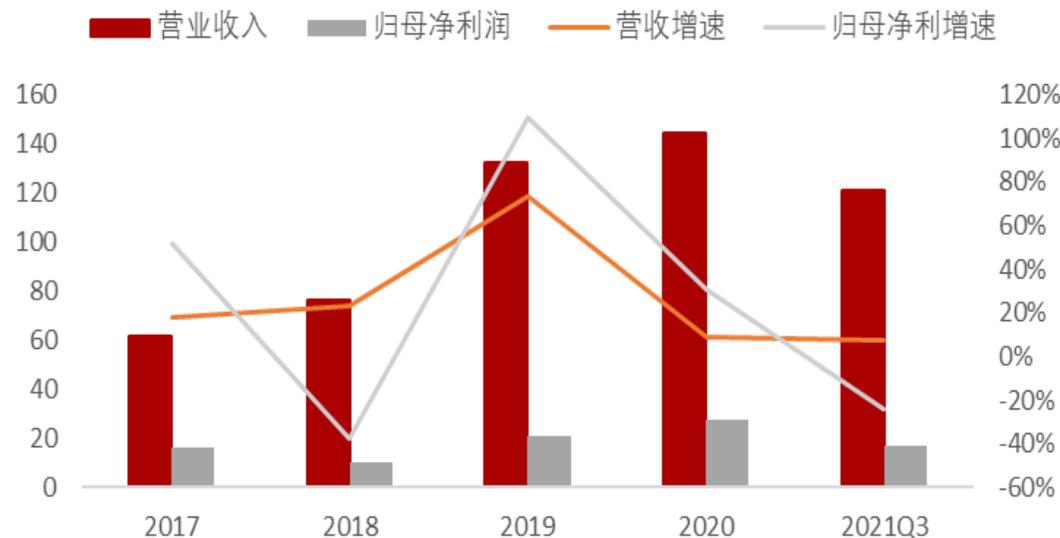
数据来源：公司公告，浙商证券研究

## 2.5

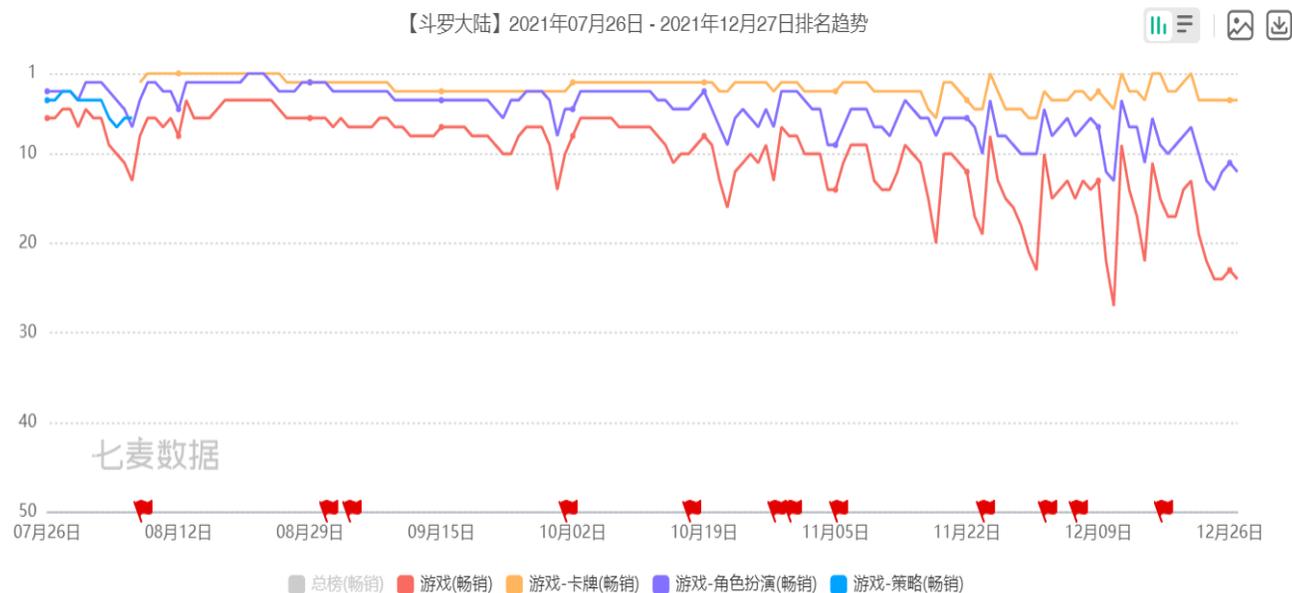
## 推荐标的：三七互娱

公司2021Q3单季实现营收45.72亿元，同比增长38.5%，实现归母净利润8.67亿元，同比增长54.77%，略超预期。主要因为国内《斗罗大陆：魂师对决》、海外《P&S》的优秀表现，《斗罗大陆：魂师对决》月流水超7亿，目前七麦iOS端畅销榜排名仍居前列，作为公司首款自研次世代卡牌游戏，打开多元化赛道的同时奠定了次世代产品的底层框架和研发体系。海外《P&S》作为“三消+SLG”产品有效突破欧美市场，全球月流水近2.5亿元，在海外发行战略由按区域发行调整为按赛道和品类发行后，可以看到公司的海外拓展显著提速，海外营收占比近27%。

后续储备中，除了传统MMO品类外，卡牌、SLG及模拟经营类产品全面发力，自研、代理、定制化相结合扩充产品线，我们认为三七的精品化、多元化和全球化战略将进一步得到验证。



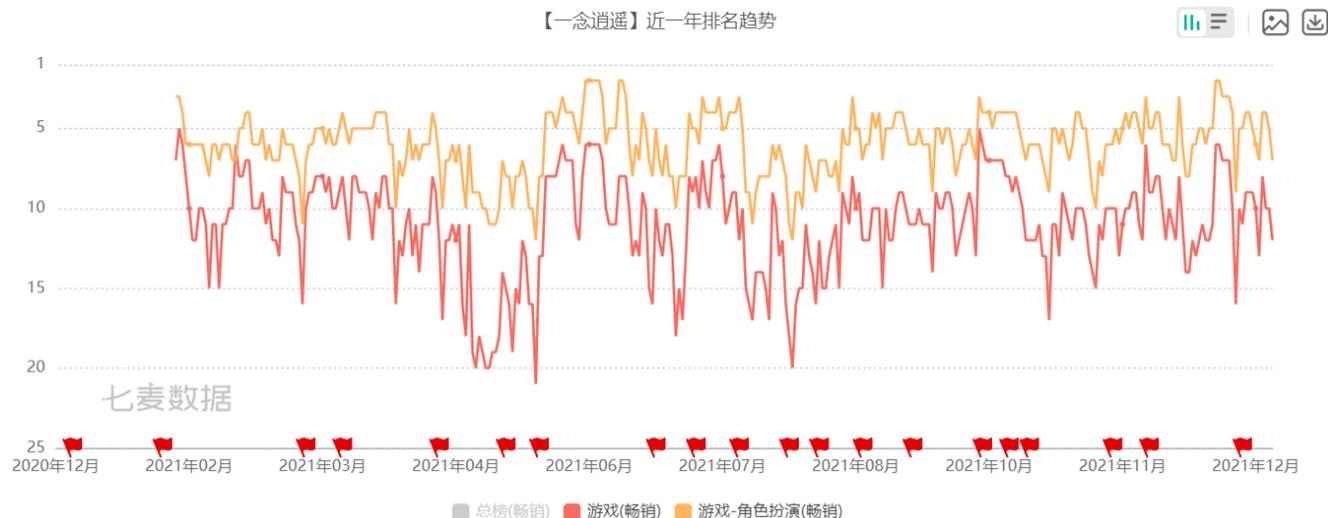
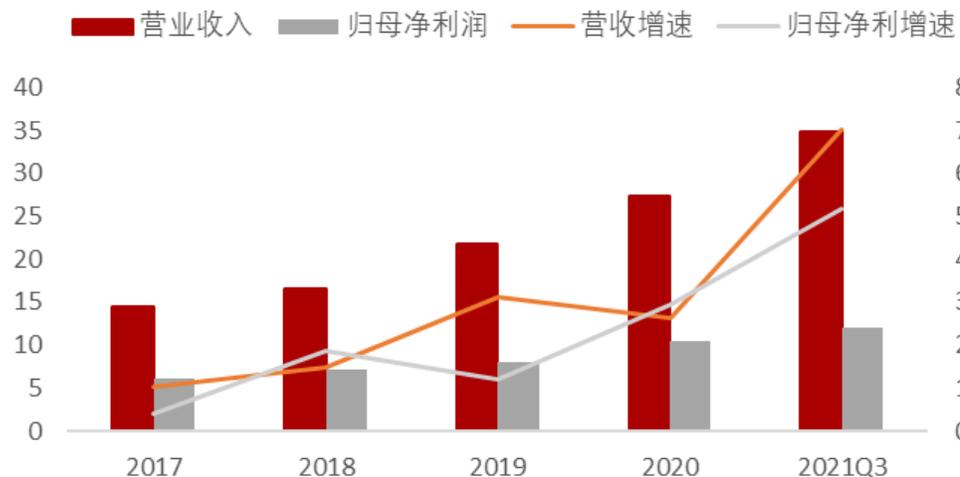
数据来源：公司公告，浙商证券研究



数据来源：七麦数据，浙商证券研究

2021Q3单季度实现营收10.98亿元，同比增长71.4%，实现归母净利润3.05亿元，同比增长24.54%。公司前三季度营业收入的同比增长一方面因为《问道》及《问道》手游的增长，另一方面新游《一念逍遥》（2月）、《鬼谷八荒（PC）版》和《摩尔庄园》（6月）的收入增量。利润的同比增长主要因为：1) 《问道》、《问道》手游利润贡献稳定；2) 《一念逍遥》增量贡献；3) 转让青瓷股权的投资收益1.67亿元。《摩尔庄园》、《鬼谷八荒PC版》尚未产生利润。

公司后续产品储备包括《地下城堡3：魂之诗》（10月20日已上线）、《世界弹射物语》（已开启公测预约）、《黎明精英》、《花落长安》、《石油大亨》等。



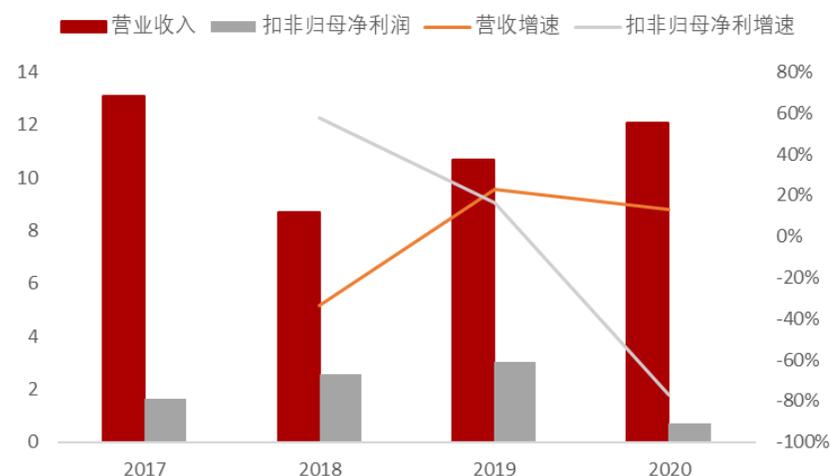
## 2.5

## 建议关注：祖龙娱乐（港股）

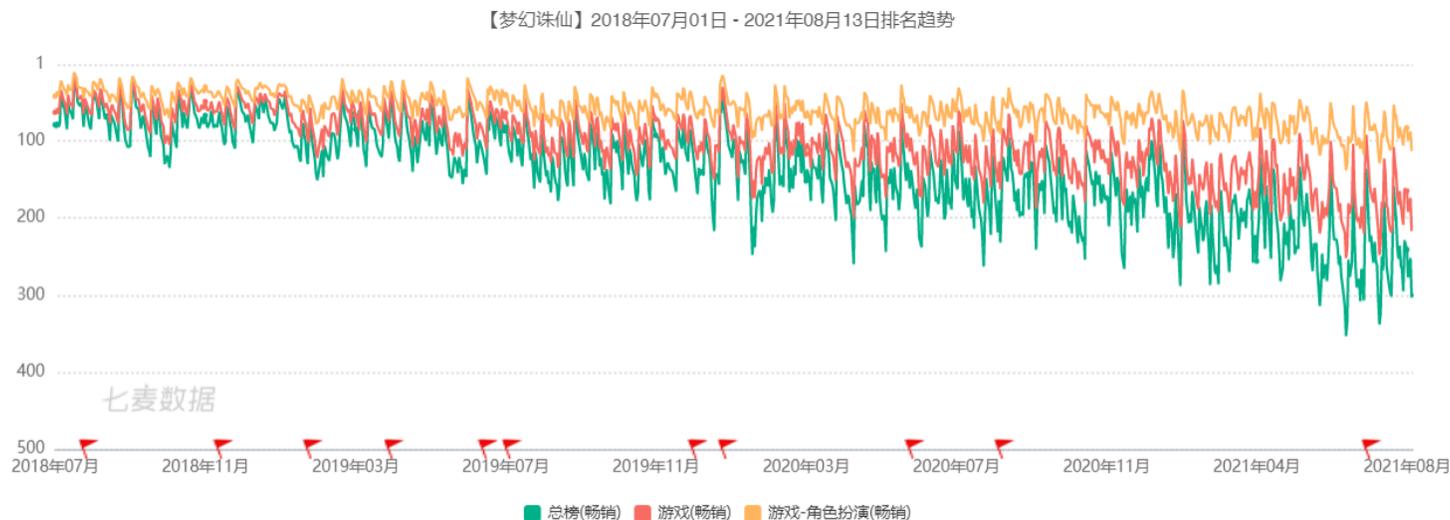
公司2020年营收12亿元，同比增长13.4%，受《龙族幻想》在海外发行的良好表现，海外收入同比增长129%，收入占比大幅提升至65.2%。国内市场收入表现不及海外，主要因为国内新游上线延期，首款自研SLG产品《鸿图之下》10月底上线，由于跟《天涯明月刀》上线时间较为接近，且同年SLG产品头部竞争较为激烈，故《鸿图之下》表现略不及市场预期，对于2020年的收入贡献有限。2020年经调整净利润为2.2亿元，同比下降38.3%，主要因为2020年处于研发集中投入期，研发开支较大。

前身是完美世界研发实力最强工作室之一，深耕MMORPG品类，市场份额仅次于网易和完美世界，与腾讯合作较为深入，多款重磅产品皆为腾讯独代。截止到2020年底，公司共推出15款手游，其中6款首月流水超过1亿元，5款累计流水超过10亿元，3款累计流水超过30亿元。2020年底员工人数1200人，其中研发人员占87%超1000人，预计到2021年底公司总员工数将突破1500人。

2021年自研储备包括《诺亚之心》、《Project C》、女性向游戏，2022年自研储备包括大IP授权改编的一款MMORPG游戏、《Project D》（MMO）以及《三国群英传》，我们看好在研发基因加持下，公司做出爆款产品证明自己的研发实力。



数据来源：公司公告，浙商证券研究



数据来源：七麦数据，浙商证券研究

# 03

**投资主线二：**

**院线、长视频**

院线、长视频等渠道  
端重视竞争格局变化  
及内容供给复苏

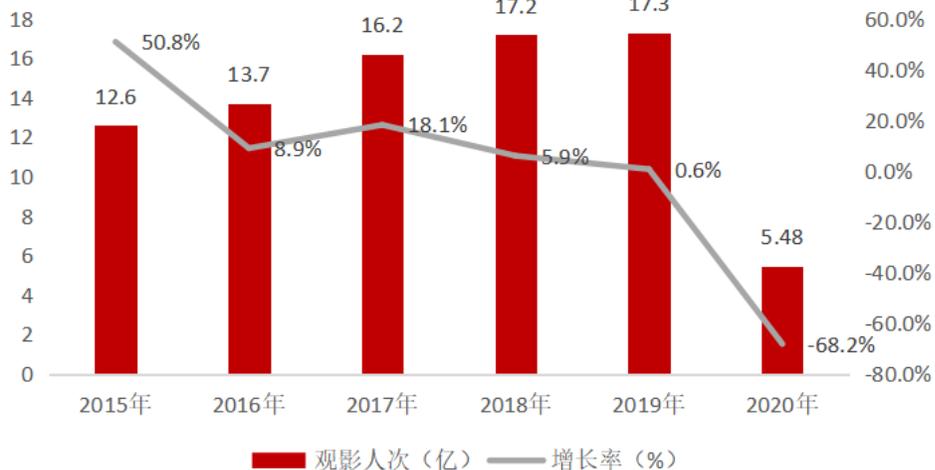
# 3.1

## 影视：恢复程度赶超北美，档期票房刷新纪录

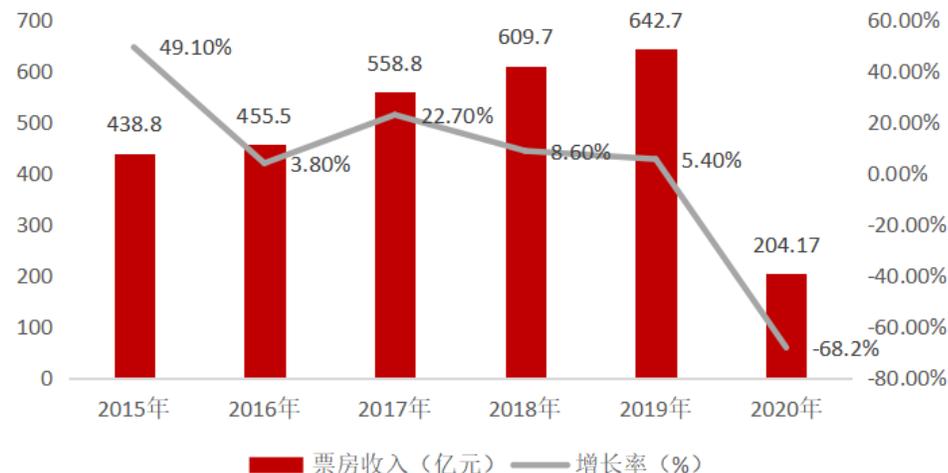
2019年电影票房收入642.7亿元，同比增长5.4%，因当年监管政策收紧，影视行业进入调整出清阶段，观影人次同比增幅仅有0.6%，但总体来看中国电影行业仍处于稳健增长状态，与北美票房差距逐渐缩小。

2020年受疫情影响，电影业务严重受创，2020年观影人次仅5.48亿，营收仅204.17亿元，同比下降68.2%。

2015-2020年中国电影市场观影人次及增长情况



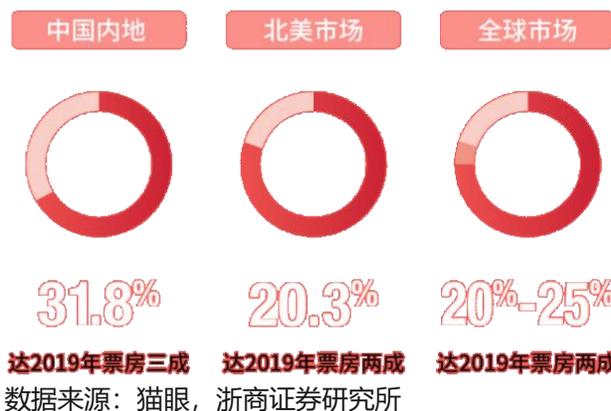
2015-2020年中国电影市场票房收入及增长情况



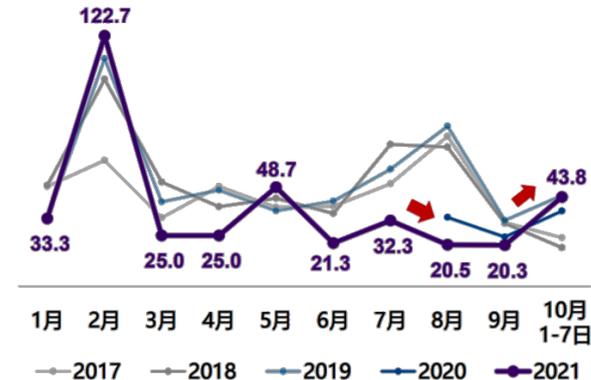
数据来源：《2020年度中国电影市场数据报告》，浙商证券研究所

随着影院复工，2020年国内票房产量恢复至去年三成，高于北美和全球平均水平，并首次实现票房超越北美，成为2020年全球第一大电影市场。

2021年以来，电影每月票房收入恢复至2019年水平，并在春节、劳动节、国庆节等档期实现票房反超，创造历史同档期最好成绩。



2017-2021年1-10月票房变动 (亿元)



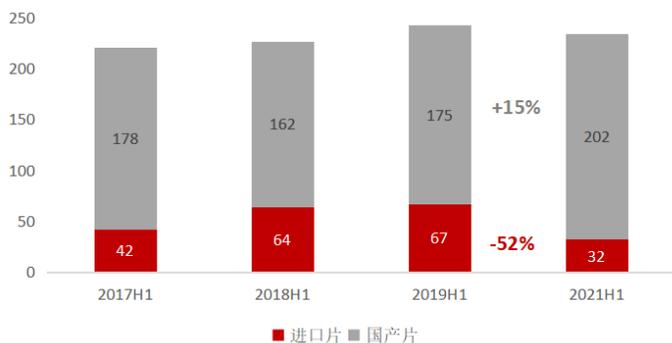
# 3.1

## 影视：国产电影逆势崛起，头部作品拉动增长

2021上半年受国外疫情影响，多部进口片推迟档期，进口片引进数量相比19年同期减少52%；国内电影市场复工后，影片供给强于国外，国产片票房比19年同期增长40%，市场份额由19年的51%增长至81%。

国产片成绩亮眼，2021上半年票房TOP20电影中，15部都为国产片。其中《你好，李焕英》以54.1亿的票房居首位，《唐人街探案3》以45.2亿的票房获得亚军，双片贡献票房占上半年总票房四成以上，市场集中度明显加强。此外，国庆档影片《长津湖》在上映57天后，以56.95亿元的票房成绩登顶中国电影票房榜首，刷新影史多项记录。

2017-2021上半年上映国产vs进口片数量（部）



2017-2021上半年国产vs进口片票房（亿）



排名	上映日期	影片名称	国别	票房（亿）
1	2021/2/12	你好，李焕英	国产	54.1
2	2021/2/12	唐人街探案3	国产	45.2
3	2021/5/21	速度与激情9	进口	13.9
4	2021/3/26	哥斯拉大战金刚	进口	12.3
5	2021/4/30	悬崖之上	国产	11.9
6	2021/2/12	刺杀小说家	国产	10.4
7	2021/4/2	我的姐姐	国产	8.6
8	2021/4/30	你的婚礼	国产	7.9
9	2021/2/12	人潮汹涌	国产	7.6
10	2021/2/12	熊出没·狂野大陆	国产	6.0
11	2021/2/12	新神榜：哪吒重生	国产	4.6
12	2021/5/1	扫黑·决战	国产	4.1
13	2021/5/20	我要我们在一起	国产	3.3
14	2021/2/12	侍神令	国产	2.7
15	2021/5/28	哆啦A梦：伴我同行2	进口	2.7
16	2021/5/28	寂静之地2	进口	2.5
17	2021/5/1	追虎擒龙	国产	2.4
18	2021/1/22	大红包	国产	2.4
19	2021/4/17	名侦探柯南：绯色的子弹	进口	2.2
20	2021/5/1	秘密访客	国产	2.1



《长津湖》

档期票房 32.0亿

11月25日，《长津湖》票房突破56.95亿元，成功登顶中国电影票房冠军

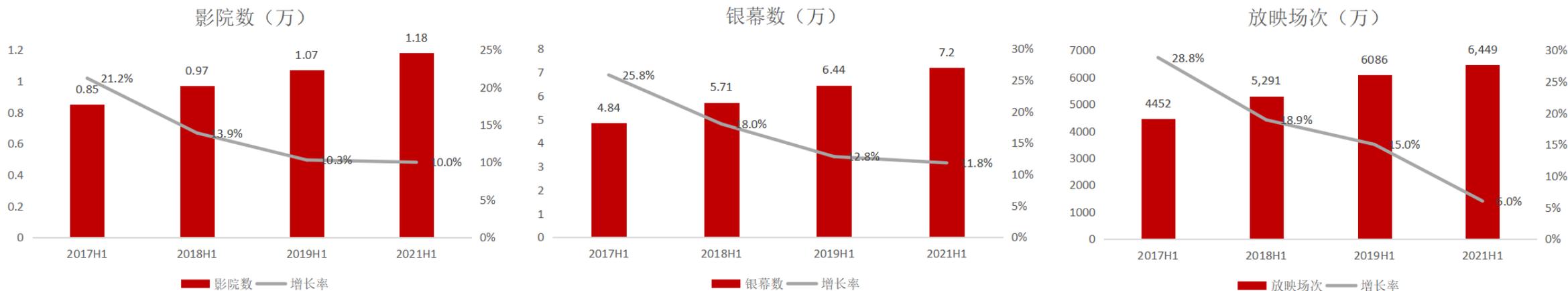
数据来源：艺恩，浙商证券研究所

## 3.2

# 院线：疫情加速行业出清，龙头市占率进一步提升

2021上半年放映影院数量1.18万，相比19年同期复合增长10%；银幕数量7.2万块，平均单影院银幕数6块，影院建设受疫情影响较大，整体增速放缓，多厅影院建设仍主导影院增长。

在疫情期间分散排映及影院投建放缓的双重影响下，放映场次增幅锐减，相比19年同期增长6.0%。



数据来源：艺恩，浙商证券研究所

行业竞争激烈，银幕产出指标持续下滑加重影院经营负担，再加上疫情打击，中小影院加速退出，头部公司市占率进一步提升。

根据TOP10院线市占率变动数据，部分头部院线公司市占率较去年同期有所提升，其中万达院线提升最为明显。艺恩数据显示，万达院线2020年票房市占率为15.08%，同比提升1.33%。

TOP10院线2020年市占率较2019年变动情况



数据来源：艺恩，浙商证券研究所

2020年院线票房TOP5市场集中度趋势



## 3.2

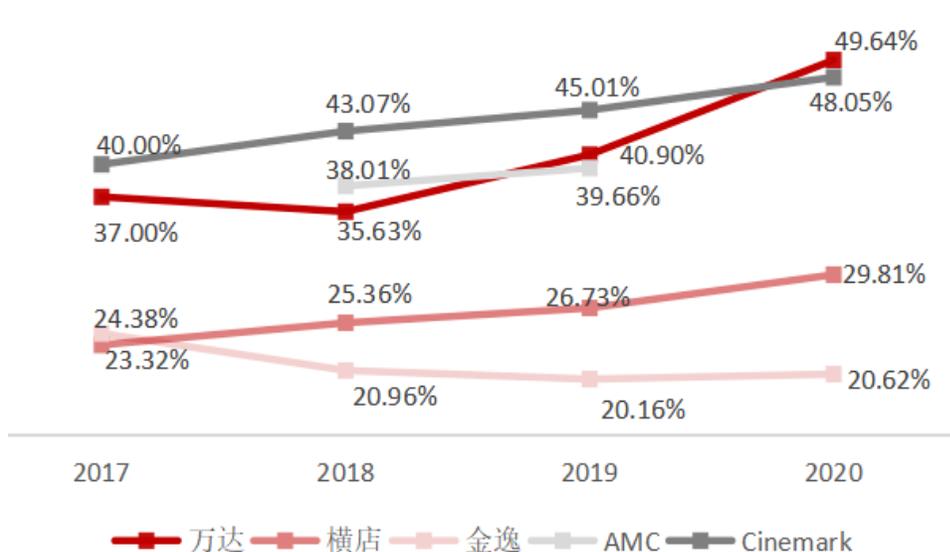
# 院线：非票业务极具潜力，助力利润持续增长

我国目前影院收入主要依靠票房，非票收入贡献相比北美普遍较低，存在较大增长空间。但近年来各大影院非票收入占比呈上升趋势，其中万达电影非票收入已经接近北美头部院线水平。

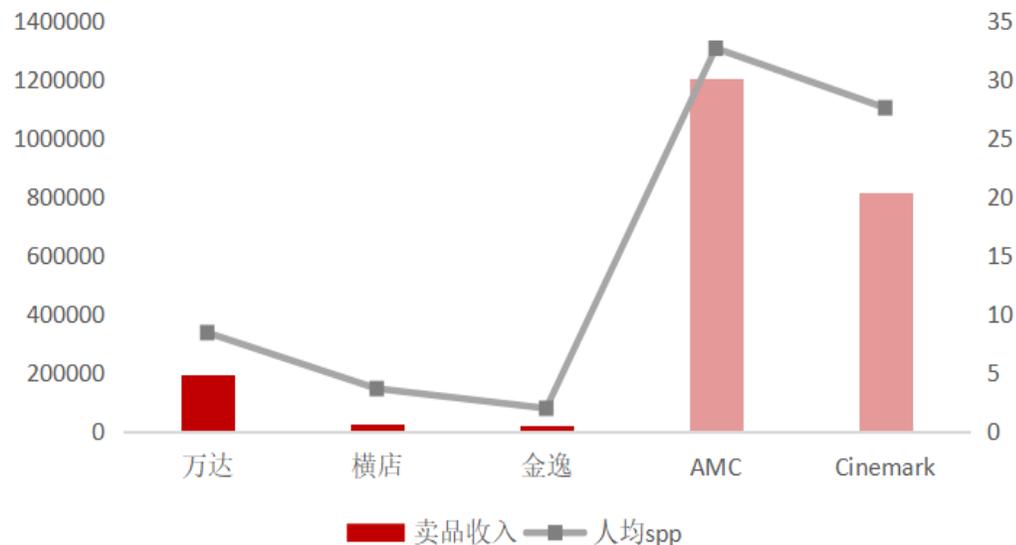
卖品业务主要依靠影院管理水平，我国影院SSP(sales per person)相对国外偏低，影院运营仍有待提升。

非票业务可从服务和内容两方面提高，一方面影投公司通过观影设备和环境的改善鼓励观众消费；另一方面手办、玩具等IP衍生品在影城的售卖将开拓影城的收入来源，目前文创产品品类多样，IP 在线下场景的多元变现有望提高影院收入。

2017-2020年国内外各大院线非票业务占比



2019中美电影院线单人销售额（元）（spp）对比



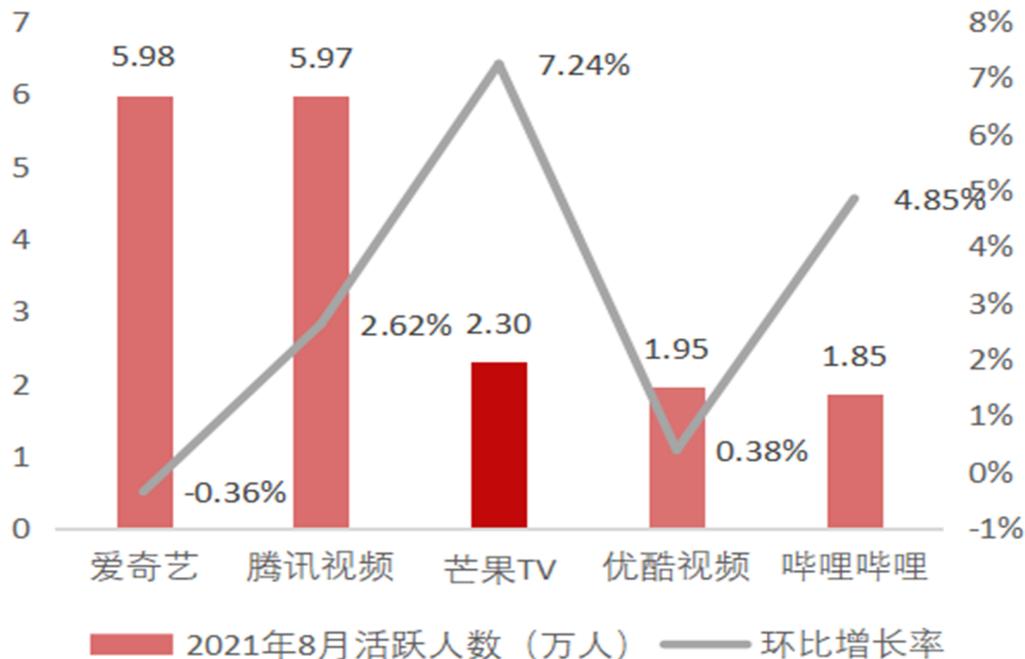
数据来源：wind，浙商证券研究所

### 3.3

## 长视频：芒果日活赶超优酷，长视频格局重新洗牌

目前腾讯视频和爱奇艺稳居长视频行业龙头，优酷近年掉队明显。从月活来看，截至2021年8月《披荆斩棘的哥哥》上线之初，芒果TV月活已达2.3亿，环比增长7.24%，与优酷进一步拉开差距，“爱优腾”三足鼎立的行业格局正被逐渐重塑。爱优腾背后分别是百度、阿里和腾讯三大互联网巨头，拥有流量优势以及资金、技术和行业资源支持；芒果TV和B站则凭借独特的平台调性吸引用户，寻求差异化发展。2020年，第一、二梯队五大平台占据88.3%的市场份额，行业集中度有所上升。

2021年8月综合视频领域月活跃用户数TOP5



资料来源：易观分析，浙商证券研究所

数据来源：艺恩，浙商证券研究所

综合视频平台竞争格局



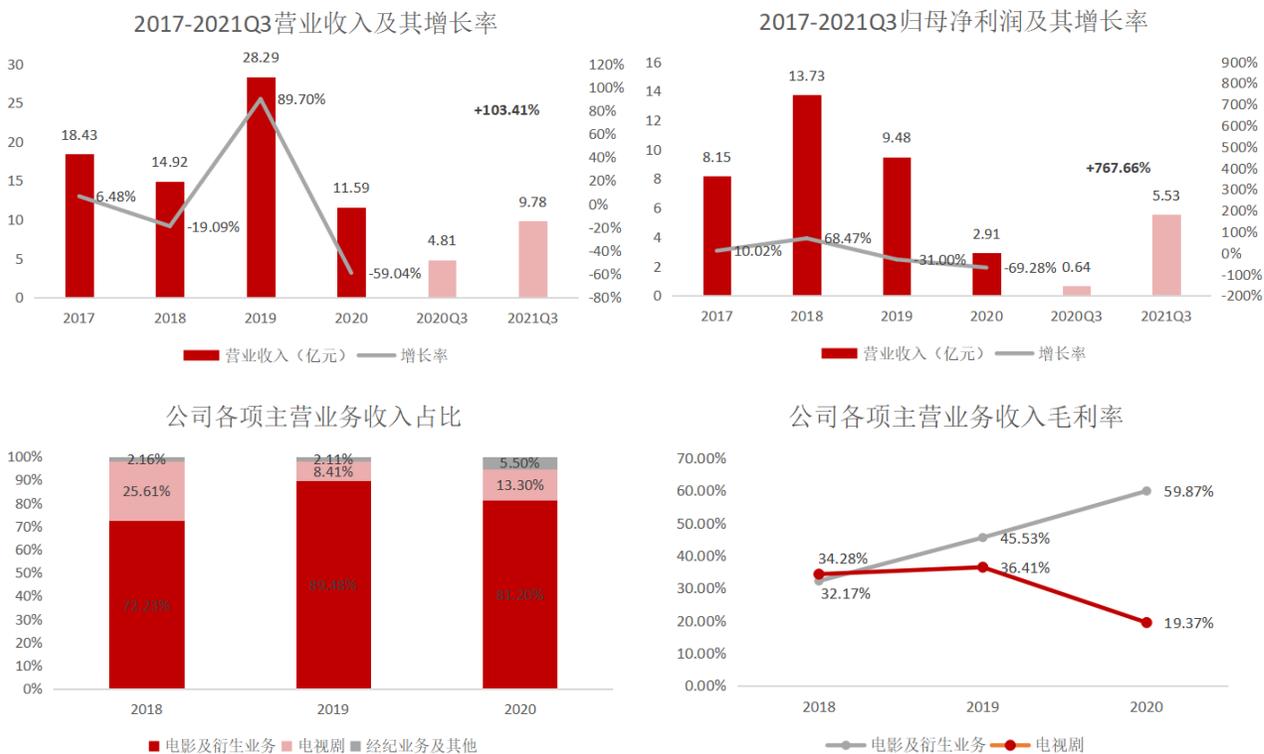
资料来源：CNNIC，浙商证券研究所

# 3.4

## 建议关注：光线传媒

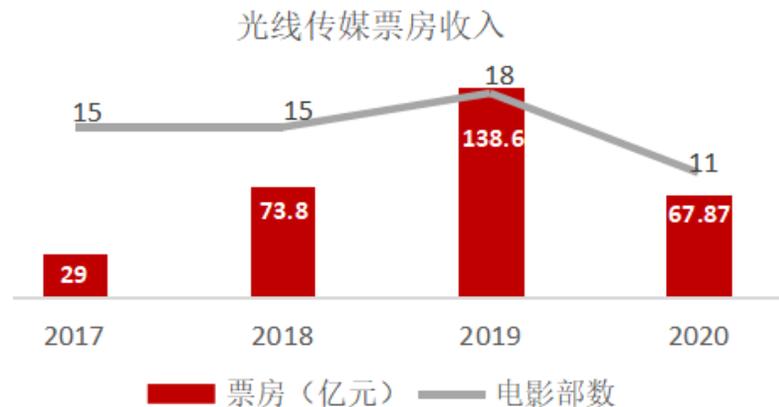
2020年，公司营业收入11.6亿，归母净利润2.91亿元，成为同行业影视公司中少有的盈利者。2021年前三季度，公司电影收入增加，导致营收同比增长103.41%，归母净利润同比增长767.66%。

近两年，光线传媒的电影及衍生品业务在全部营收中的占比均达八成以上，2020年电影及衍生品业务收入为9.4亿，相比2019年下降了62%，然而毛利率相较2019年增长了14个百分点，达到59.87%



数据来源：公司公告，浙商证券研究所

受疫情影响，公司2020年上映电影11部，票房收入67.87亿元，缩水近一半。但出品影片取得较好成绩，其中公司主投电影《八佰》以31.09亿票房登顶2020年度票房全球冠军；《姜子牙》总票房16亿，成为中国影史动画电影票房亚军、2020年度院线电影票房季军。



数据来源：公司公告，浙商证券研究所



2021上半年，凭借《人潮汹涌》《你的婚礼》《五个扑水的少年》等影片，公司业绩显著增长。下半年，公司计划上映十余部电影，《十年一品温如言》和《一年之痒》等均已定档。

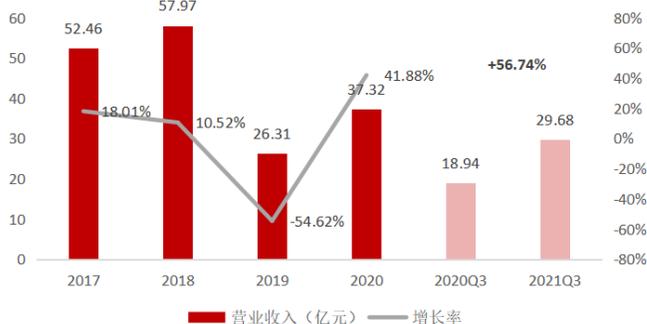
# 3.4

## 建议关注：华策影视

2020年，公司实现营收37.32亿元，比上年同期增长41.88%；归母净利润3.99亿元，实现扭亏为盈。

2021年前三季度，公司电影、电视剧销售规模扩大，实现营收29.68亿元，同比增长56.74%；实现归母净利润3.24亿元，同比增长59.74%。

2017-2021Q3营业收入及其增长率

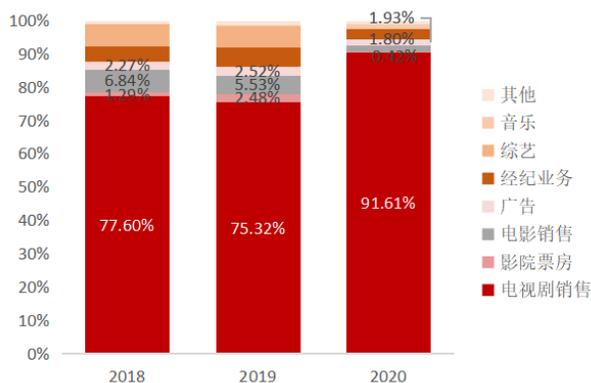


2017-2021Q3归母净利润及其增长率



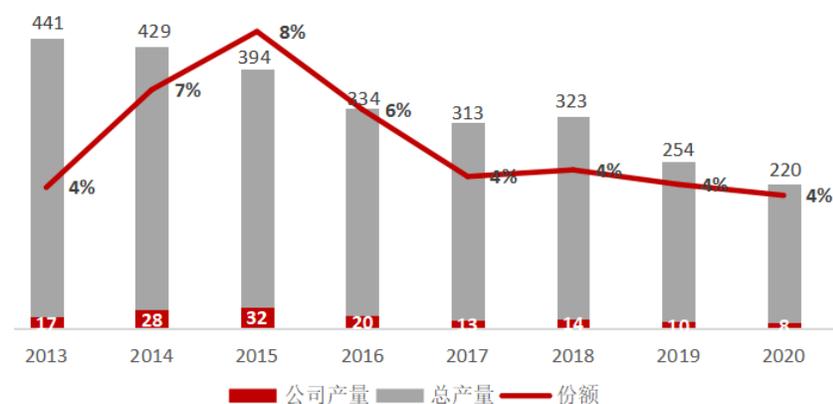
公司营业收入主要来自于影视剧制作、发行及衍生业务，电视剧年产能规模稳居全行业第一，2020年度，公司实现电视剧销售业务收入34.19亿元，占营业收入的91.61%。

公司主要业务收入占比



公司产能规模稳居全行业第一，头部内容市占率保持在20%。2020年，电视剧开机16部573集，取得许可证数8部309集，实现逆势增长。2021年前三季度全网共有16部剧首播，保持着全国卫视和视频网站排名前十位的电视剧集30%左右的份额。

2013-2020年华策影视取得发行许可的电视剧数量 (部)



国剧出海仍是一片蓝海，公司作为剧集出海的先行者，积极组织搭建剧集出海平台，多年蝉联出口收入冠军。

2015-2020年公司海外收入及增长率



数据来源：公司公告，浙商证券研究所

# 3.4

## 建议关注：万达电影 (1)

公司作为院线行业龙头，业绩保持稳健增长。2020年受疫情影响，亏损66.69亿，2021年随着院线复工，前三季度实现营收92.71亿元，归母净利润2.91亿元，同比增长114.42%。

2020年公司国内影院实现票房27.01亿元，同比减少65.5%，观影人次7511万，同比减少62.7%，降幅低于行业平均水平；澳洲院线实现票房5.1亿元，观影人次693.1万，票房收入下滑较大。受疫情影响，2021年第三季度全国大盘票房仅66.5亿元，较2019年同期下降57.3%，观影人次2亿，较2019年同期下降58.5%，疫情对于整个电影产业的影响短期内依然存在。

2017-2021Q3营业收入及其增长率



2017-2021Q3归母净利润及其增长率

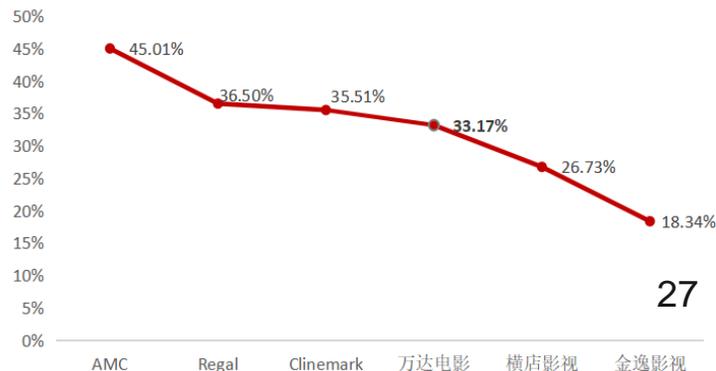


公司主营业务包括票房、广告、商品餐饮销售，2019年新布局电视剧制作及游戏发行业务。

目前票房收入构成营收主要来源，但占比不断下降，相比之下非票业务占比不断上升，且比重显著高于国内同行业其他公司，2019年非票收入占比33.17%，接近北美成熟龙头院线水平。



2019年全球各大院线非票收入占比



数据来源：公司公告，浙商证券研究所

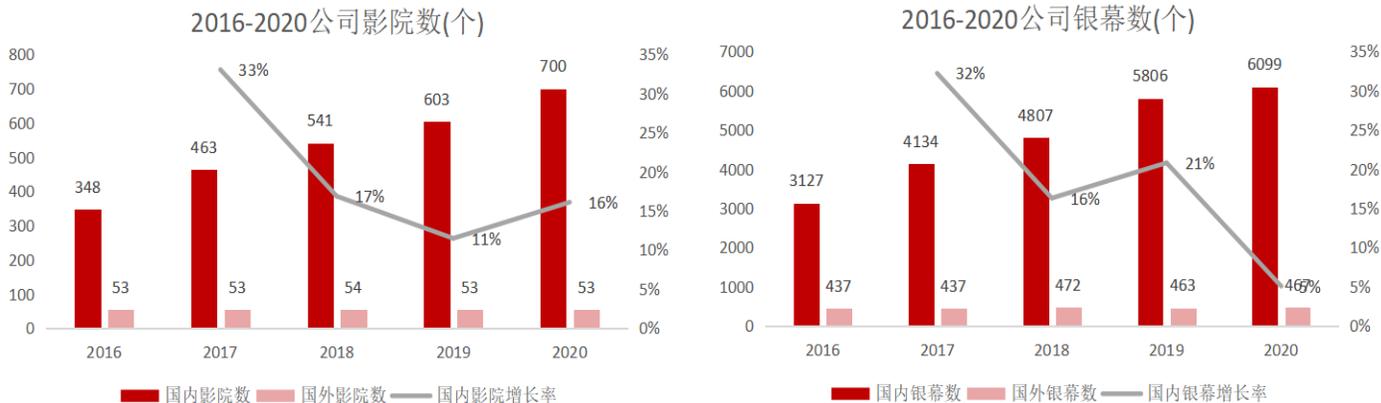
# 3.4

## 建议关注：万达电影 (2)

公司院线和影投规模位于行业头部，并不断扩张。

院线方面，2020年，公司拥有国内银幕数6099个、影院700家。截至2020年底，公司旗下影院市场占有率为15.3%，较去年同期有明显增长。

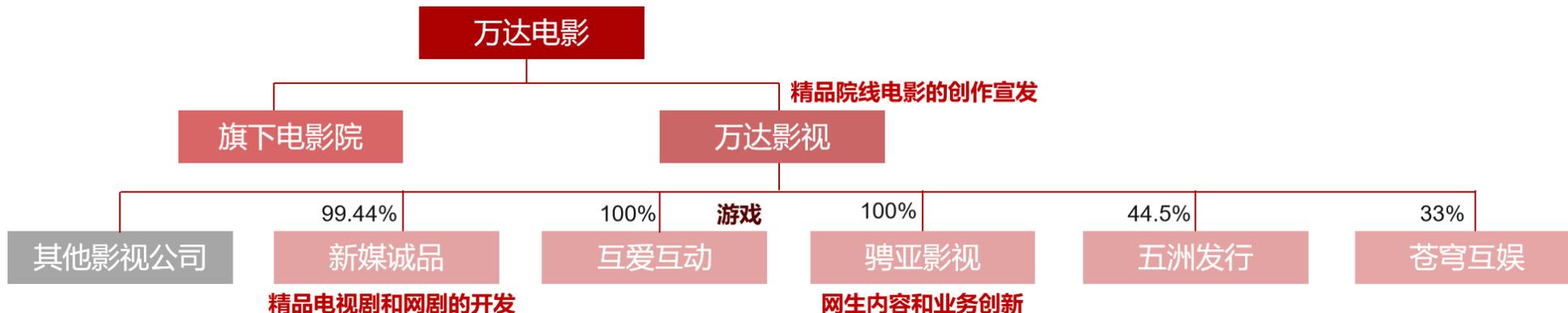
此外，2020年6月，公司开放特许经营加盟权；11月，完成近30亿定增，用于新建影院项目。



数据来源：公司公告，浙商证券研究所

2019年公司并购万达影视后，业务覆盖电影全产业链，并涉足电视剧、游戏领域，实现上下游协同发展。

2020年，公司主投电影《误杀》总票房13.3亿、《唐人街探案3》累计票房45.2亿；参投影片《我和我的家乡》和《金刚川》分别取得28.3亿票房和11.2亿票房。目前电影项目储备近20部，将于未来两年集中上映。电视剧方面，子公司新媒诚品电视剧投拍运营经验丰富，并且拥有20多部项目储备。游戏方面，产品涵盖RPG、单机动作类、卡牌、SLG、体育类等类型，2020年新发行7款游戏，包括5款国内游戏和2款海外游戏，目前项目带来稳定现金流。



数据来源：公司公告，浙商证券研究所

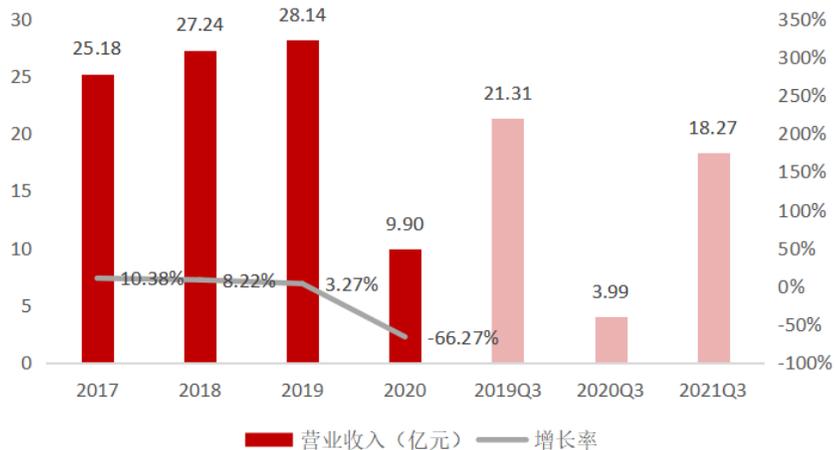
# 3.4

## 建议关注：横店影视（1）

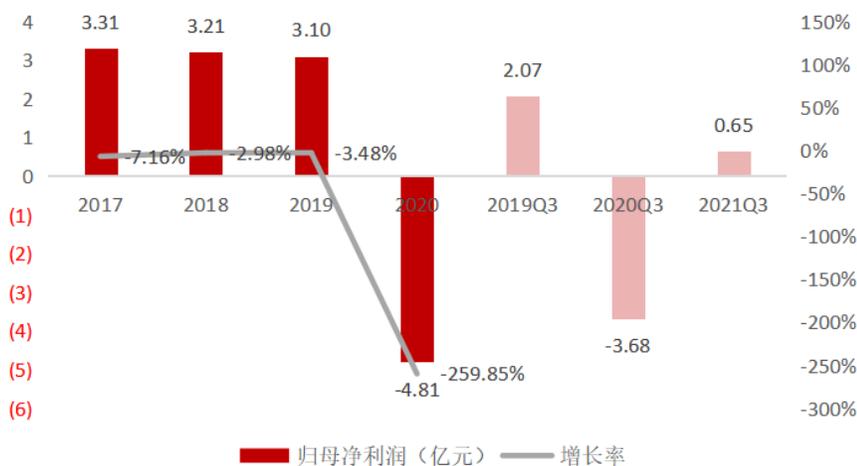
以前年度公司收入小幅增长，由于影院竞争加剧，利润率有所下滑。

2020受疫情影响，影城停业，业绩大幅下跌。2021年前三季度此因素影响较少，实现营业收入18.27亿，同比增长328.29%；实现归母净利润0.65亿，上年同期为-3.68亿元，同比扭亏为盈。

2017-2021Q3营业收入及其增长率



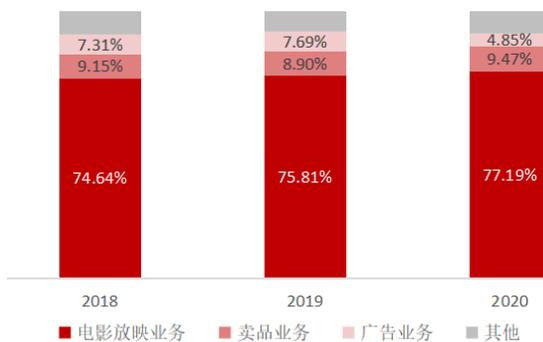
2017-2021Q3归母净利润及其增长率



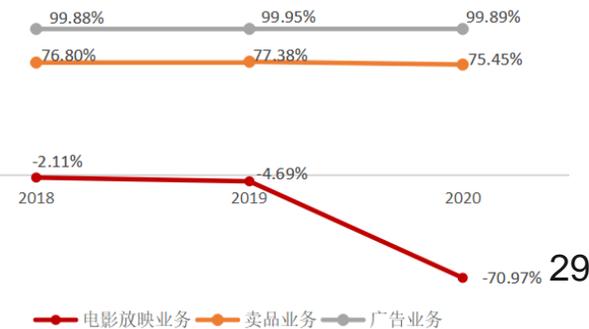
公司主要业务包括院线发行、电影放映及相关衍生业务。各项业务在总收入中占比相对稳定，其中放映业务收入占比七成以上，贡献主要销售收入。

公司从2018年放映业务毛利率为负值，毛利主要来自非票，其中广告业务毛利率超过99%。

2018-2020公司不同业务收入占比情况



2018-2020公司不同业务毛利率情况



数据来源：公司公告，浙商证券研究所

# 3.4

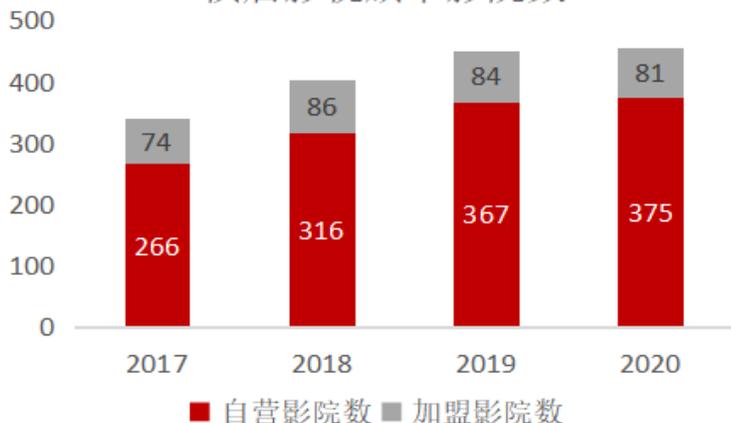
## 建议关注：横店影视（2）

公司所属影院分为直营和加盟两大类，截至2020年末，共拥有456家影院，银幕2831块。2020年实现票房收入8.10亿元，同比下降67.61%，在影投公司排名第3位，其中自营影院票房收入占比86%。

横店影视旗下影院数



横店影视旗下影院数



数据来源：公司公告，浙商证券研究所

公司前瞻性布局三四五线城市，目前自营影院三四五线城市占比达70%。

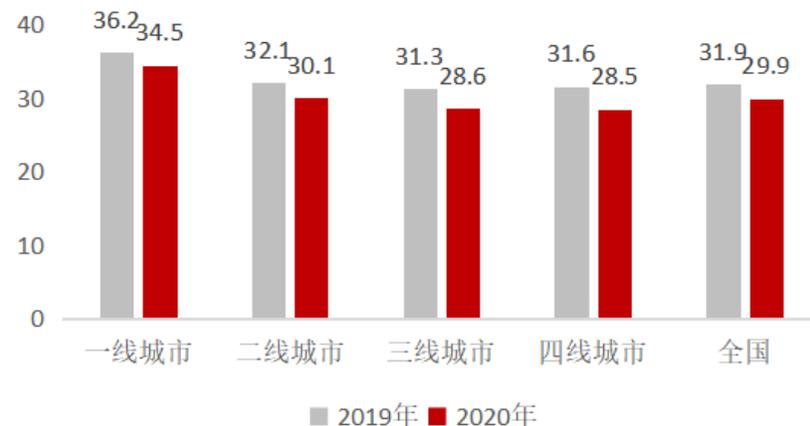
2020年三线城市票价28.6元，四线城市28.5元，均低于行业平均水平，在低线城市具有较强竞争力。

公司依托影院场景稳定的人流量，发展非票业务。

由于线上购票减少观众在大厅的等待时间，卖品业务受到一定的冲击，2019年卖品收入2.42亿元，人均卖品贡献3.61元。

公司近年广告业务增速较快，2019年广告收入2.09亿元，人均广告贡献3.12元。

公司在不同区域票价水平



公司人均卖品收入和广告收入



数据来源：公司公告，浙商证券研究所

# 04

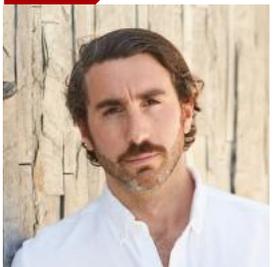
## 投资主线三：

### 元宇宙

重视虚拟人的投资机会

## 4.1

# 什么是元宇宙



引用前亚马逊工作室战略主管、知名风险投资人Matthew Ball对元宇宙的定义：

“元宇宙是一个由多个实时渲染的3D虚拟世界构成的巨大网络，这些虚拟世界彼此协同互操作。这个网络可以让近乎无限多的用户同时、持续地体验，并且能提供独立的临场感和数据的连续性。这些数据包含身份、历史、权利、物体、交流和支付。”

### Roblox提出元宇宙的八大要素：

身份、朋友、沉浸感、低延迟、多元化、随地、经济系统、文明等八大要素。

2

### Facebook创始人扎克伯格

元宇宙的八大要素：①身临其境感；②虚拟形象；③家庭空间；④远距离传输；⑤互操作性；⑥隐私安全；⑦虚拟物品；⑧自然界面

1

### 风险投资家Matthew Ball

元宇宙应具有以下特征：

- ①持续存在
- ②保持同步和实时
- ③用户有存在感
- ④跨越物理世界和数字世界
- ⑤形成一个全面运转的经济体
- ⑥提供前所未有的互操作性
- ⑦去中心化

3

## 4.2

# 游戏场景最符合元宇宙雏形

### Roblox：元宇宙游戏第一股

疫情推动用户数和用户粘性大幅提升，2021年一季度，Roblox日活跃用户数达到4210万人，同比增长87%，环比增长13%；用户总时长达到96.7亿小时，同比增长98%，环比增长15%。

国内，腾讯最有希望做成元宇宙游戏：

- ①王者荣耀DAU达到1亿，QQ使用者中小学生偏多；
- ②腾讯在元宇宙相关领域除硬件皆有投资。

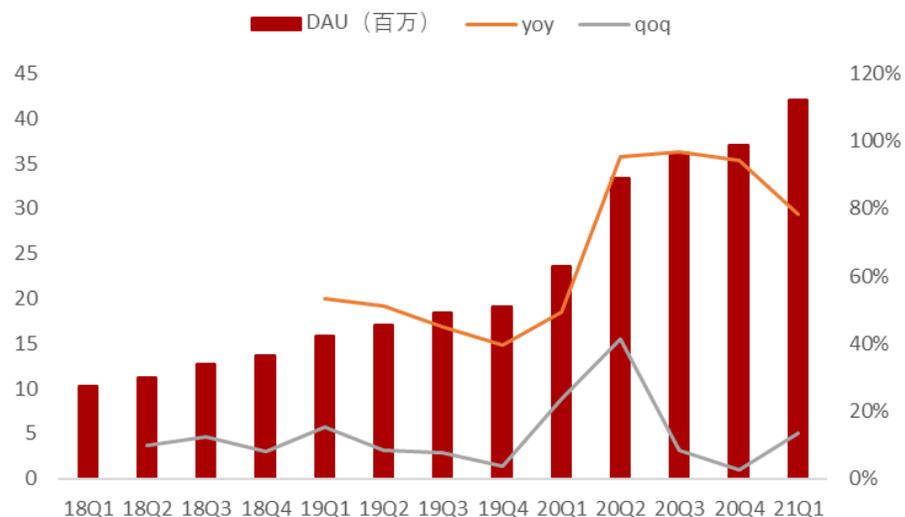
### Roblox的增长战略



Our Growth Strategies

数据来源：Roblox招股书，浙商证券研究

### Roblox日活跃用户数



### Roblox季度用户总时长



数据来源：Roblox财报，浙商证券研究

## 4.3

## 重视虚拟人的需求：应用场景广泛，商业化落地快

虚拟人是元宇宙不可或缺的组成要素，未来将是连接现实人和元宇宙的重要载体。随着技术提升，虚拟数字人朝着智能化、便捷化、精细化和多元化发展，正步入成长期。与此同时虚拟人的应用场景不断衍生丰富，已经应用到的领域包括在线直播、大型现场活动、医美、在线试衣、游戏等，相对应的商业变现也呈现多元化。

领域		场景	角色
泛娱乐	影视	数字替身特效可以帮助导演实现现实拍摄中无法完成的内容和效果，已成为特效商业大片拍摄中的重要技术手段和卖点。	数字替身
	传媒	定制化虚拟主持人/主播/偶像，支持音频/文本一键生成视频，实现节目内容快速、自动化生产，打造品牌特有IP形象，实现观众互动，优化观看体验。	虚拟主持人 虚拟主播 虚拟偶像
	游戏	越来越真实的数字人游戏角色增强代入感，可玩性变强。	数字角色
金融		智能理财顾问、智能客服等以客户为中心，提供智能高效的人性化服务。	智能客服 智能理财顾问
文旅		博物馆、科技馆、主题乐园、名人故居等虚拟小剧场、虚拟导游、虚拟讲解员。	虚拟导游 虚拟讲解员
教育		基于VR/AR的场景式教育，虚拟导师帮助构建自适应/个性化学习环境。	虚拟导师
医疗		以数字人实现家庭陪护/家庭医生/心理咨询，实时关注家庭成员身心健康，并及时提供应对建议。	心理医生 家庭医生
零售		从大屏到机器人到全息空间，从数据分析、个性营销、智能货架、无人商店四大应用场景切入构建线下零售服务新流程。电商直播在虚拟数字人与真人主播和观众互动，介绍商品。	顾客服务数字人 商家管理数字人 虚拟主播

数据来源：《2020年虚拟数字人白皮书》，浙商证券研究

## 需求端开始催化

## 电信招标：虚拟人需求

近期电信全资控股子公司天翼爱音乐文化科技发布《2021年元宇宙虚拟人定制及内容制作项目比选公告》，项目资金已落实，特邀请有意向的且具有提供标的物能力的潜在参选人参选。根据公告，采购内容为“元宇宙数字人制作”，具体包括：数字人形象-建模、数字人形象-造型、平面制作、视频-短剧制作、视频-CG短片制作、KOL合作宣发。

## 抖音虚拟美妆达人柳叶熙

12月12日抖音虚拟美妆达人柳叶熙二更视频，关于元宇宙基建领域脑机接口技术，视频长达4分钟，仅凭2个视频的发布已收获近750万粉丝。

## 电信招标：发布《2021年元宇宙虚拟人定制及内容制作项目比选公告》

比选文件			
比选文件名称：	2021年元宇宙虚拟人定制及内容制作项目比选公告	创建时间日期：	2021-12-03 17:13:00
比选文件发售起始时间：	2021-12-06 08:30:00	比选文件发售截止时间：	2021-12-08 17:30:00
比选文件内容说明：			
终止：	否		
比选文件标包：	2021年元宇宙虚拟人定制及内容制作项目比选公告		

数据来源：Wind，浙商证券研究

## 抖音虚拟美妆达人柳叶熙二更视频



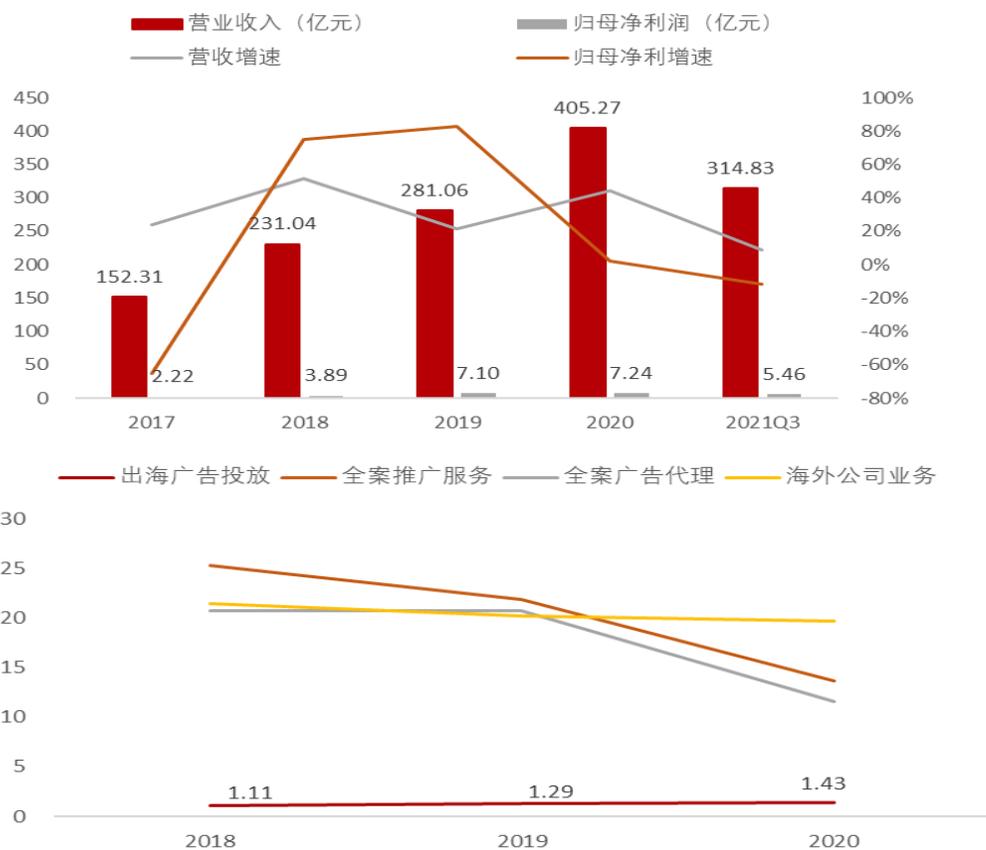
数据来源：抖音APP，浙商证券研究

# 4.4

## 建议关注：蓝色光标

2020年公司实现营业收入405.27亿元，yoy+44.2%，实现归母净利润7.24亿元，yoy+1.9%；21Q3收入314.83亿元，yoy+9.1%，归母净利5.46亿元，yoy-11.7%。

出海广告投放业务毛利率稳步提升，未来有望提升到3%左右的水平。



数据来源：Wind，浙商证券研究

### 三大布局：虚拟直播、虚拟形象、虚拟空间

**虚拟直播：**和阿里达摩院合作，7\*24小时智能直播间，主要解决直播的开播难、成本难控制、效果无法保证的痛点。

**虚拟形象：**提供企业名人虚拟形象，包括Q版、二次元、偏写实、超写实。

**虚拟空间：**空间复刻（工期短，还原度高）+空间自建（未来感强，时间周期长）



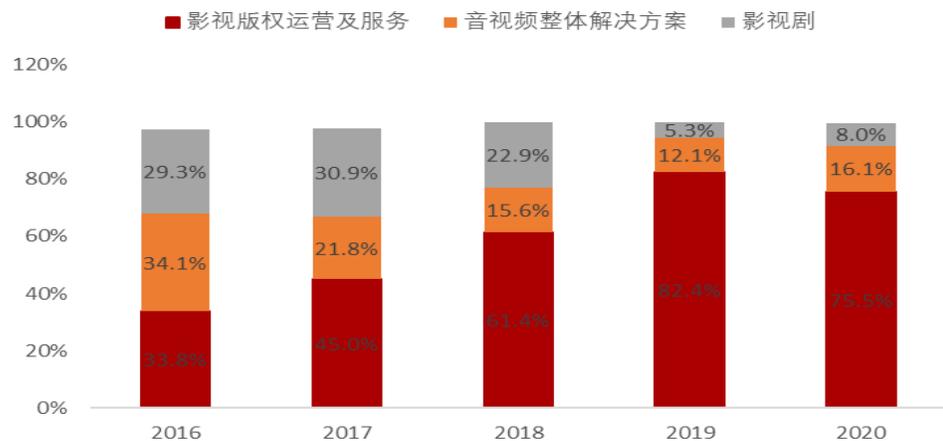
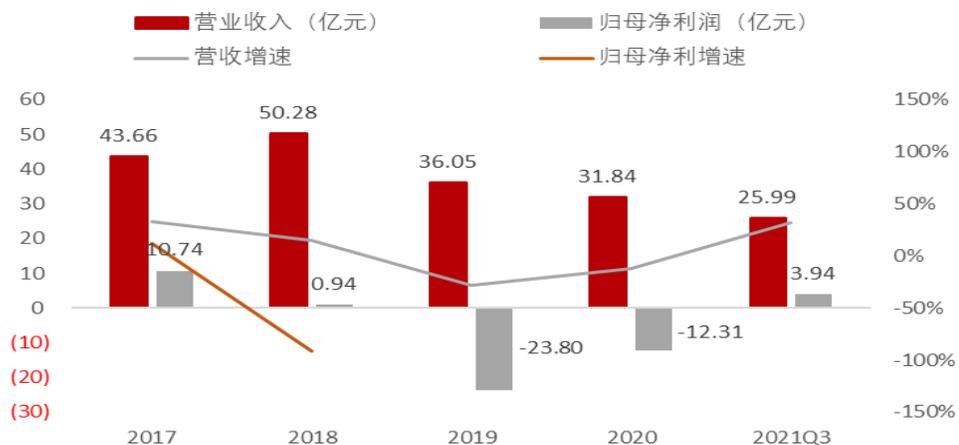
数据来源：天猫APP，浙商证券研究

# 4.4

## 建议关注：捷成股份

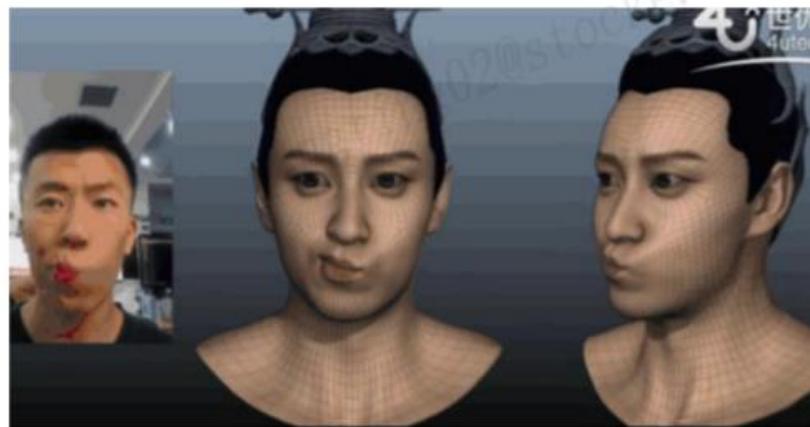
**业绩：**公司2020年实现收入31.84亿元，yoy-11.7%，归母净利润亏损12.31亿元，较19年亏损(-23.80亿元)有所收窄。21Q3收入25.99亿元，yoy+32.3%，归母净利润3.94亿元，yoy+92.5%。

**传统业务：**版权壁垒较高，行业龙头地位显著。



数据来源：Wind, 浙商证券研究

**元宇宙布局：**公司是虚拟技术提供商世优科技的第二大股东 (24.38%股份)，在实时数字人和快速动画制作领域处于领先水平。目前公司已经签了一些明星包括奥运明星的虚拟IP形象，由明星的虚拟IP形象带来的代言和演唱会等收入公司将与明星五五分成。



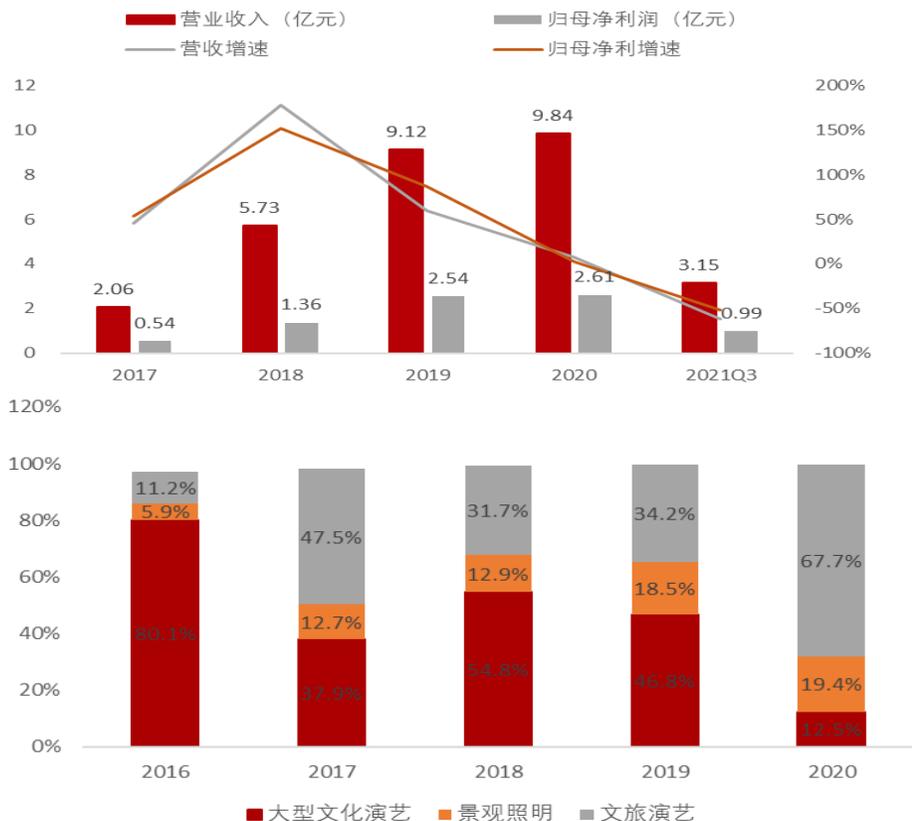
数据来源：世优科技官网, 浙商证券研究

# 4.4

## 建议关注：锋尚文化

**业绩：**2020年公司实现收入9.84亿元，yoy+7.9%，实现归母净利润2.61亿元，yoy+2.6%；21Q3收入3.15亿元，yoy-62%，归母净利润0.99亿元，yoy-51.3%。

由于订单确认收入存在延后，2020年疫情对公司的业绩影响主要体现在2021年，看好2022年业绩修复。



数据来源：Wind，浙商证券研究

**元宇宙布局：**2021年年初成立子公司锋尚互娱布局虚拟现实、泛娱乐领域。

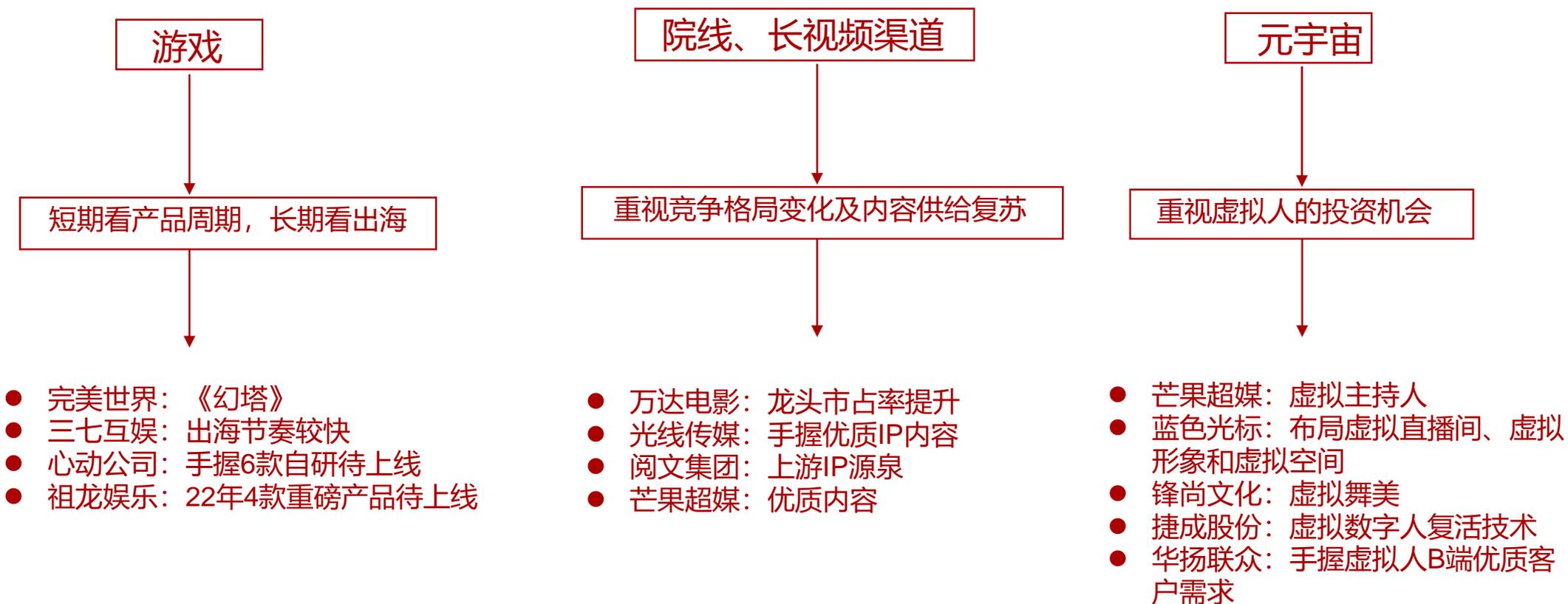
锋尚互娱疫情后开始筹备虚拟场景搭建，未来将真实艺人与虚拟艺人相结合，不断提升舞台与观众的沉浸式互动。



05

2022年投资  
机会总结

## 2022年投资机会总结：重视龙头更要重视“小而美”



06

风险提示



## 风险提示

- 1、游戏版号政策监管变严，恢复发放时间仍不确定；
- 2、疫情反复导致影院上座率控制严格；
- 3、游戏产品上线时间延后、已上线游戏流水表现不及预期；
- 4、艺人个人原因引发的违约风险等；
- 5、虚拟人的版权问题。

## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论



## 联系方式

### 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

# 行业评级与免责声明

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。