

文娱需求强劲，把握景气子版块

——传媒行业 2021 年策略报告

报告要点：

● 板块内部分化，前三季度表现良好，全年未能跑赢大盘。

在去年的策略报告中我们提出传媒板块蓄势待发，有望迎来估值、基本面双升带来的行情机会，关注游戏、5G 主题。2020 年整体的表现与我们的判断较为一致，特别是二季度，线上娱乐类个股表现抢眼。板块前三季度整体表现好于沪深 300，进入四季度，由于市场普遍担心业绩的高基数以及疫情带来的时长及用户红利的逐渐消退，游戏等板块出现较大调整带动行业走弱。传媒行业（中信）全年上涨 6.23%，排在 30 个行业中第 19 位，同期沪深 300 涨幅 19.71%。其中，营销、互联网、游戏板块表现居前。估值方面，板块 2019 年初达到估值拐点开始向上修复，由 19 年初 20 倍不到，逐渐修复至 2020 年 7 月份的 35 倍+，进入四季度整体估值有所回调，截止 11 月 16 日，板块整体 PE（TTM 整体法 剔除负值）26.31 倍。

● 子版块——游戏：大赛道高景气，关注估值修复

疫情影响、版号常态化叠加强劲需求端，移动游戏行业实现高速增长，前三季度行业增速高达 36.8%。中长期看，代际切换下手游渗透率将持续提升。竞争格局方面，腾网市占率已达高位保持稳定，尾部出清下，二线大厂商市占率提升。买量模式破局渠道垄断以及垂类渠道的崛起提升精品游戏研发及发行商相对议价能力，研发、发行与渠道价值链的重新分配。

● 子版块——视频：长视频盈利能力有望持续提升，短视频加速资本化

长视频方面，爱奇艺和腾讯视频市场份额保持领先，优酷略有掉队，二梯队哔哩哔哩、芒果 TV 增长强劲。爱奇艺领头，明年或将迎来直接+间接涨价潮，而二梯队平台有望量价齐升。内容上各平台加大对于短剧、互动剧等新内容形态投入，同时探索直播带货、MCN 等新业态。短视频方面，平台快速爆发，大量抢占用户时长，双寡头格局已难以撼动，后续商业化的空间潜力较大，包括电商、游戏、教育等新的商业化变现方向。看好抖音和快手平台及相关产业链公司。

● 投资建议

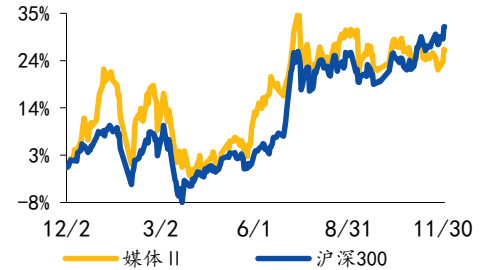
投资机会上建议关注：（1）游戏——重点推荐：完美世界、吉比特、三七互娱、掌趣科技、宝通科技。（2）网络视频——重点推荐：芒果超媒、哔哩哔哩、关注快手。（3）同时建议积极布局细分赛道龙头的投资机会，重点推荐：新媒股份、视觉中国。

● 风险提示

政策监管风险

推荐|维持

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-游戏行业 2020 年数据跟踪第十期：10 月手游市场环比增长 16%，精品新游表现优异》2020.11.16

《国元证券行业研究-2020 年传媒行业策略报告：拨开云雾、蓄势待发》2019.12.11

报告作者

分析师 李典
执业证书编号 S0020516080001
电话 021-51097188-1866
邮箱 lidian@gyzq.com.cn

分析师 路璐
执业证书编号 S0020519080002
电话 021-51097188-2174
邮箱 lulu@gyzq.com.cn

联系人 陈俊璇
邮箱 chenjunxuan@gyzq.com.cn

附表：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002624	完美世界	买入	28.85	55958.39	1.22	1.40	1.57	23.67	20.59	18.37
603444	吉比特	买入	401.87	28880.21	15.32	17.87	19.77	26.23	22.49	20.33
002555	三七互娱	买入	28.98	61213.05	1.41	1.67	1.97	20.59	17.31	14.71
300315	掌趣科技	买入	6.52	17978.80	0.22	0.37	0.44	29.25	17.55	14.95
300031	宝通科技	买入	20.28	8046.45	1.00	1.40	1.64	20.27	14.51	12.40
300413	芒果超媒	买入	66.11	117700.76	1.04	1.27	1.48	63.61	52.19	44.58
300770	新媒股份	买入	75.73	17498.03	2.60	3.23	4.06	29.18	23.44	18.68
000681	视觉中国	增持	16.01	11216.24	0.27	0.39	0.51	60.31	40.86	31.41

资料来源：Wind，国元证券研究所

目 录

1、2020 年行业回顾：疫情影响下，板块内部分化明显.....	6
2、子版块——游戏：中长期景气逻辑不改，关注估值修复.....	9
2.1 全年高增长，海外市场持续突破.....	9
2.2 行业尾部出清，头部厂商精品游戏供给充分，产品节奏正常化.....	15
2.3 买量占比提升破局渠道垄断，精品游戏研发商受益.....	19
3、子版块——视频：长视频盈利能力提升，短视频加速资本化.....	25
3.1 长视频：提价周期开启，内容上精品、自制、短剧成发力方向.....	26
3.2 短视频：行业高速增长，资本化加速.....	29
4、投资建议及重点推荐个股.....	32
5、风险提示.....	32

图表目录

图 1：传媒行业与沪深 300 涨跌幅对比.....	6
图 2：传媒行业指数和主要指数 2020 年涨跌幅.....	6
图 3：2020 中信一级行业涨跌幅对比.....	6
图 4：传媒（中信）子版块指数涨跌幅对比.....	7
图 5：传媒板块 PE（TTM 整体法 剔除负值）.....	8
图 6：中国移动游戏收入规模.....	9
图 7：中国移动游戏收入规模（季度）.....	9
图 8：移动游戏行业月活跃用户规模趋势.....	9
图 9：移动游戏行业月活跃用户渗透率.....	9
图 10：手游月人均使用时长（小时）.....	10
图 11：2020.5 线上娱乐行业使用时长分布.....	10
图 12：2018-2020Q3 移动游戏人均付费金额变动.....	11
图 13：代表性 MMO 手游上线首月流水（亿元）.....	11
图 14：2020 年 6 月中国手机游戏玩家年龄分布.....	11
图 15：手机游戏潜在核心用户渗透率推算.....	11
图 16：2016-2020H1 腾讯、网易市占率变动.....	12
图 17：2016-2020H1 腾、网外主要游戏厂商市占率变动.....	12
图 18：2018.7-2020.11 iOS 畅销榜 TOP30 中腾讯、网易及其他厂商产品数量比重.....	12
图 19：中国自主研发网络游戏海外市场销售收入及增速.....	14
图 20：2020H1 自研手游出海收入分布.....	14
图 21：版号重启以来月度发放情况（截止 2020.11.12）.....	15
图 22：2017Q1-2020Q2 移动游戏行业 CP 规模趋势.....	16
图 23：2020 年 10 月主要联运渠道 MAU（万）.....	19
图 24：2019-2020Q3B 站 MAU 及同比增速.....	19
图 25：抖音 DAU（亿）.....	19

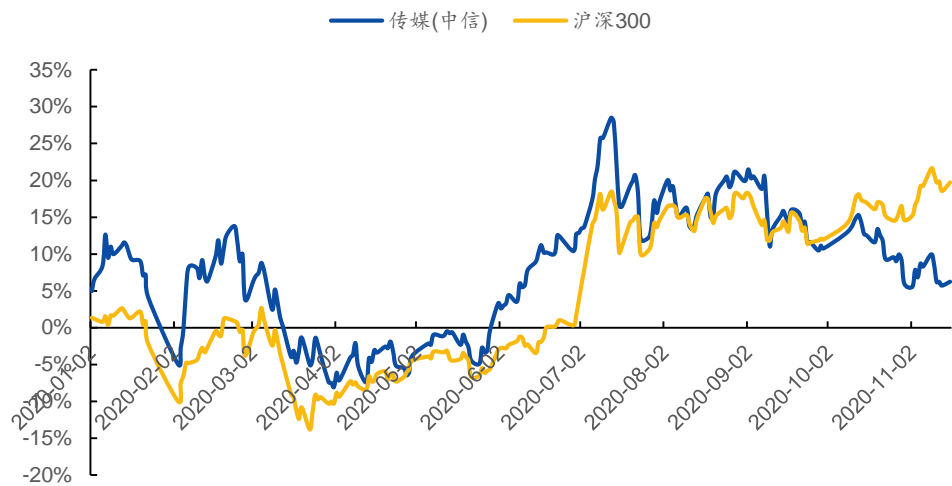
图 26: 2020H1 手游投放渠道梯队.....	19
图 27: 2020 上半年买量素材数趋势图.....	20
图 28: 2019 上半年 VS2020 上半年素材平均使用天数.....	20
图 29: 2020 上半年买量游戏趋势图.....	20
图 30: 2020 上半年买量公司主体数趋势图.....	20
图 31: 投放创意组 TOP500 手游中当年新增手游占比.....	21
图 32: 2020 年 1-6 月手游买量新增率对比.....	21
图 33: 腾讯买量投放素材变动.....	21
图 34: 网易买量投放素材变动.....	22
图 35: 腾讯精细化买量方式.....	22
图 36: 《梦幻西游》和《姜子牙》联动.....	23
图 37: 《原始传奇》投放在分众传媒的广告.....	23
图 38: 中国网络视频用户规模&使用率.....	25
图 39: 中国在线视频市场收入规模及增速.....	25
图 40: 中国短视频市场收入规模及增速.....	25
图 41: 2018Q1-2020Q1 中国互联网文娱市场结构 (%).....	25
图 42: 2015~2020 年月活跃用户数(万人).....	26
图 43: 2015~2020 年日均活跃用户数(万人).....	26
图 44: 爱奇艺订阅会员总数.....	26
图 45: 腾讯视频订阅会员总数.....	26
图 46: bilibili 月平均付费用户数&增速.....	27
图 47: 芒果 TV 付费会员总数.....	27
图 48: 爱奇艺、腾讯、优酷、芒果 TV 综艺自制比例.....	28
图 49: 2020 年下半年各平台待播剧种类.....	28
图 50: 小芒电商商业模式.....	29
图 51: 中国移动互联网典型细分行业总时长.....	30
图 52: 移动互联网巨头系 APP 使用时长占比.....	30
图 53: 快手应用平均 DAU 和 MAU 规模 (亿).....	30
图 54: 抖音 DAU 规模 (亿).....	30
图 55: 快手分业务营业收入 (亿元).....	31
图 56: 快手分业务营收占比 (%).....	31
图 57: 抖音、快手电商发展历程.....	31
表 1: 分版块财务数据对比.....	7
表 2: 2019 年/2020 第一季度/2020 第三季度移动游戏收入榜单.....	13
表 3: 2020 年 10 月/2019 年国产出海手游 TOP15.....	14
表 4: 主要品类游戏研发周期及成本.....	15
表 5: 苹果与字节跳动的版号新规.....	16
表 6: 联运渠道各环节分成比例.....	23
表 7: 未上线主流安卓联运渠道的部分游戏.....	24
表 8: 爱奇艺定价策略.....	27

表 9: Netflix 提价过程	28
表 10: 季风剧场剧集编排	29
附表: 相关标的盈利预测	32

1、2020 年行业回顾：疫情影响下，板块内部分化明显

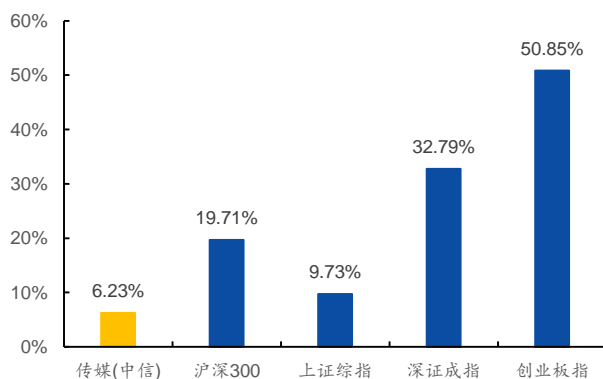
板块内部分化，前三季度表现良好，全年未能跑赢大盘。在去年的策略报告中我们提出传媒板块蓄势待发，有望迎来估值、基本面双升带来的历史性行情机会，关注游戏、5G 主题。2020 年整体的表现与我们的判断较为一致，特别是二季度，线上娱乐类个股表现抢眼。整体看，板块前三季度整体表现好于沪深 300，进入四季度，由于市场普遍担心业绩的高基数以及疫情带来的时长及用户红利的逐渐消退，游戏等板块出现较大调整带动行业走弱。年初至 2020 年 11 月 16 日，传媒行业（中信）全年上涨 6.23%，排在 30 个行业中 19 位，同期沪深 300 涨幅 19.71%。

图 1：传媒行业与沪深 300 涨跌幅对比



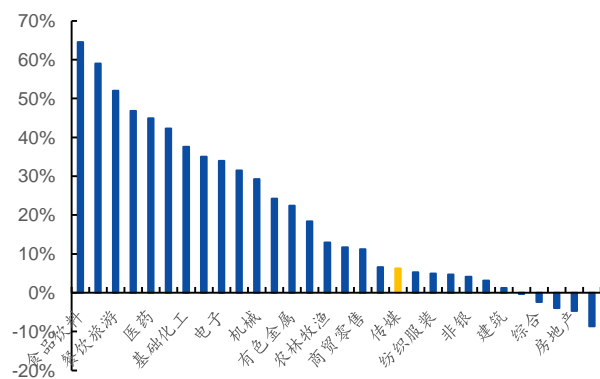
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：传媒行业指数和主要指数 2020 年涨跌幅



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：2020 中信一级行业涨跌幅对比

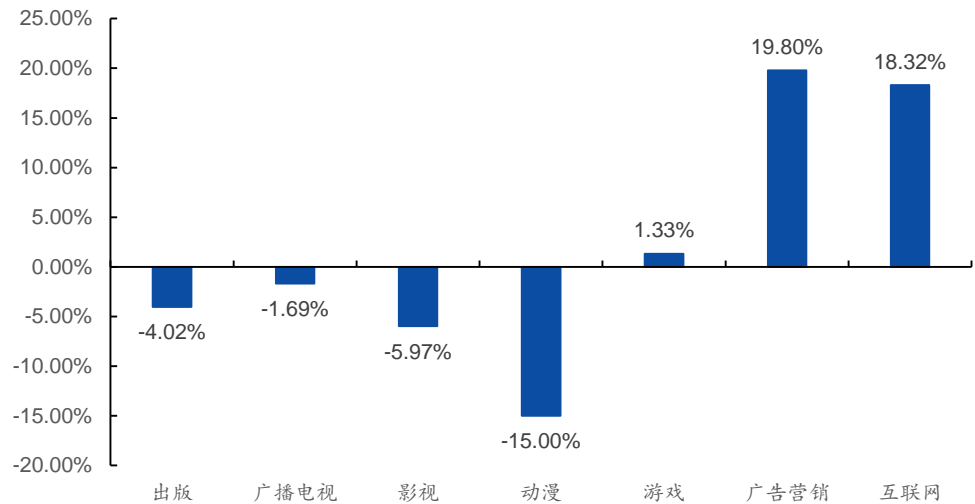


资料来源：Wind，国元证券研究所

营销、互联网、游戏板块表现居前。子板块中，广告营销板块整体涨幅较高，达 19.80%，

主要由于网红经济直播带货以及梯媒权重个股的良好表现。互联网板块在芒果超媒带动下涨幅达 18.32%。游戏板块，整体先扬后抑，在云游戏、5G 等主题的催化以及疫情正面影响下，板块二季度加速上涨，但进入四季度以来，由于市场对于今年高基数、买量成本上涨以及疫情红利消退的担忧，整体出现快速回调，目前全年涨幅 1.33%。影视板块全年下跌 5.97%，其中影视制作板块表现相对较差，院线板块较为平稳。出版板块下跌 4.02%，广播电视板块下跌 1.69%。

图 4：传媒（中信）子板块指数涨跌幅对比



资料来源：Wind，国元证券研究所

子板块基本面上情况来看，疫情加速了线上线下娱乐的业绩分化。疫情对依赖线下活动的公司负面影响较严重，影视动漫、广电、出版板块在 2020 前三季度营收都呈负增长，其中院线受影响最为严重，2020 前三季度营收同比下降 78.5%，扣非归母净利润为 -35.93 亿元，同比减少 361.36%。偏线上业务的营销、在线阅读、游戏板块在 2020 前三季度分别实现营收同比增长 5.44%、16.38%、9.24%。

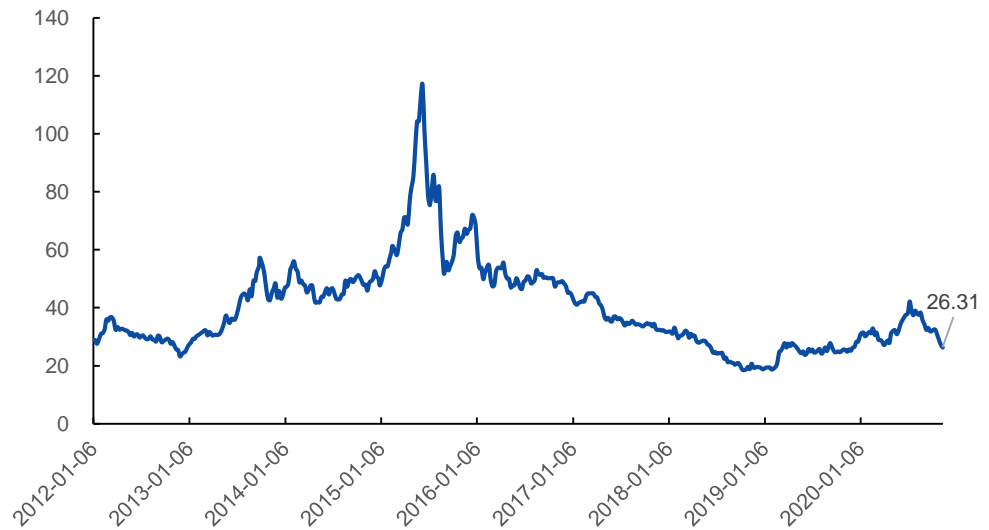
表 1：分板块财务数据对比

	营业收入（亿）		营业收入同比		扣非归母净利（亿）		扣非归母净利润同比		毛利率		净利率	
	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020
	前三季度		前三季度		前三季度		前三季度		前三季度		前三季度	
营销	1693.25	1261.78	6.86%	5.44%	-24.43	31.04	-54.86%	-9.51%	15.08%	12.63%	0.01%	5.36%
在线阅读	43.05	38.07	17.94%	16.38%	-2.97	2.97	-81.91%	173.85%	36.17%	39.55%	-4.26%	10.76%
体育	24.64	14.88	8.12%	19.67%	1.21	0.81	-14.65%	82.42%	26.59%	34.85%	7.90%	5.36%
院线	348.55	55.20	6.73%	-78.50%	-35.93	-50.29	-512.39%	-361.36%	25.54%	-43.28%	-8.51%	-88.94%
游戏	691.65	563.30	15.26%	9.24%	-24.44	112.14	-153.61%	8.07%	65.62%	65.83%	3.06%	29.37%
影视动漫	191.13	90.61	-24.65%	-32.99%	-106.95	-2.45	56.40%	-120.22%	26.89%	30.66%	-54.33%	-2.30%
互联网	1561.56	702.32	26.61%	-31.71%	25.73	52.29	22.27%	60.85%	7.31%	13.19%	2.26%	8.33%
出版	1247.96	800.87	2.26%	-6.60%	103.24	76.22	1299.44%	-7.65%	31.40%	32.07%	10.56%	11.88%
广电	430.05	287.76	-3.54%	-3.01%	19.47	20.53	-46.65%	-27.47%	28.38%	29.38%	11.44%	9.67%

资料来源：wind，国元证券研究所 注：分类为国元证券研究所

估值稳定修复，7月达到峰值后有所回调。在经历了3年多的估值调整后，传媒板块整体PE（TTM 整体法 剔除负值）在2019年初出现拐点，开始向上修复，由19年初20倍不到，逐渐修复至2020年7月份的35倍+，进入四季度由于前期疫情受益的游戏板块较大幅度调整，整体估值有所回调，截止2020年11月16日，板块整体PE（TTM 整体法 剔除负值）26.31倍。

图5：传媒板块PE（TTM 整体法 剔除负值）



资料来源：Wind，国元证券研究所

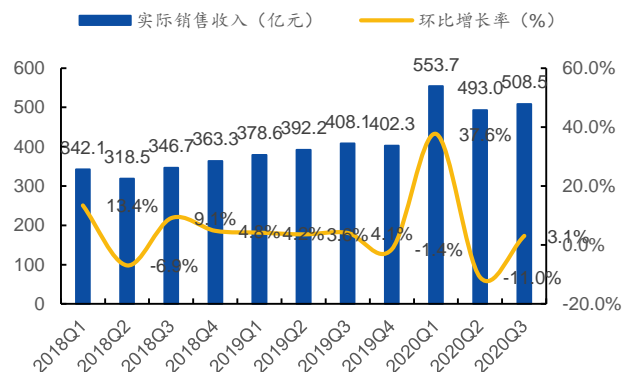
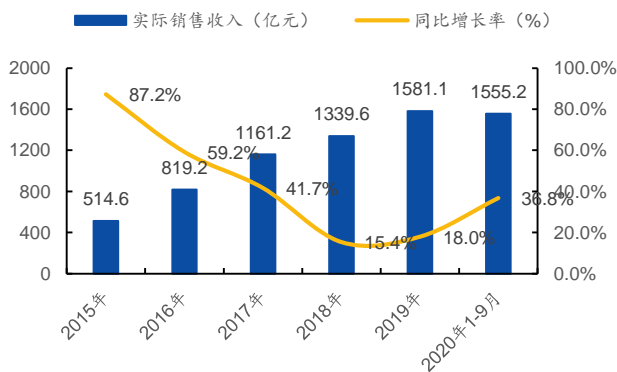
2、子版块——游戏：大赛道高景气，关注估值修复

2.1 全年高增长，海外市场持续突破

疫情影响、版号常态化叠加强劲需求端，移动游戏行业实现高速增长，前三季度行业增速高达**36.8%**。2020年1-9月，移动游戏实际销售收入达1555.2亿元，同比增长36.8%，上半年疫情影响因素下奠定全年高基数，行业增速较去年显著提升。从单季度来看，Q3正值暑期档，《原神》、《万国觉醒》、《新神魔大陆》多款厂商重点新品上线，移动游戏市场实际销售收入508.5亿元，同比增长24.60%，环比增长3.1%。

图 6：中国移动游戏收入规模

图 7：中国移动游戏收入规模（季度）



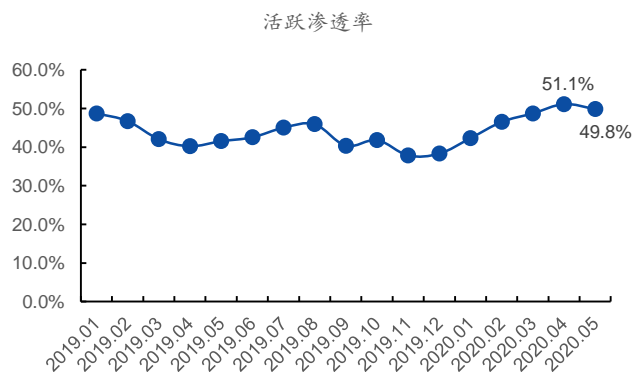
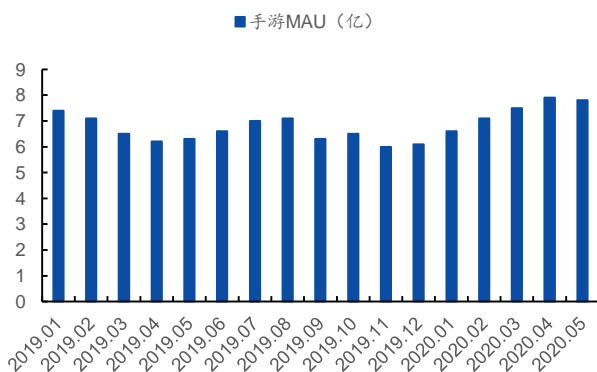
资料来源：中国音数协游戏工委，国元证券研究所

资料来源：中国音数协游戏工委，国元证券研究所

手游月活渗透率有所提升。2019年，手游平均月活跃玩家数约为7亿人，呈现较为明显的季节波动趋势，在寒暑假等节假日期间出现上涨。进入2020年以来，由于疫情影响，在终端活跃用户保持相对平稳的前提下，“宅经济”催化游戏活跃用户的快速增长，带动手游月活用户渗透率的快速提升，4月达到峰值51.1%，5月略有回落但整体高于2019年全年水平。

图 8：移动游戏行业月活跃用户规模趋势

图 9：移动游戏行业月活跃用户渗透率



资料来源：Talkingdata，国元证券研究所

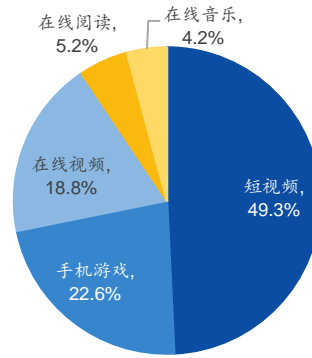
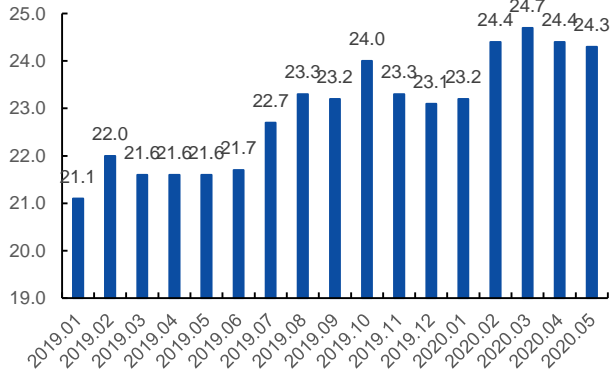
资料来源：Talkingdata，国元证券研究所

注：活跃用户渗透率=手游 MAU/智能移动终端 MAU

用户时长来看，短期的时长上涨有所回落，后疫情时代下泛游戏用户群体扩大。Questmobile 数据显示，2020 年 5 月，中国泛娱乐行业 APP 月人均单日使用时长达 171.0 分钟，同比增长 15.0%。其中，游戏时长占比为 22.6%。2019 年底月人均手游使用时长达到 23.1 小时，2020 年平均使用时长则突破了 24 小时。

图 10：手游月人均使用时长（小时）

图 11：2020.5 线上娱乐行业使用时长分布



资料来源：伽马数据，国元证券研究所

资料来源：Questmobile，国元证券研究所

ARPU 值成为驱动行业增长的重要推力：(1) 用户需求受供给驱动，精品爆款诞生下 ARPU 稳步提升，天花板不显著。2018-2019 年移动游戏人均付费增长率基本保持在 10% 以上，高于同期用户规模增长。2020Q1 受疫情驱动影响，单用户消费额增长到 85.2 元，环比上升 35.5%。Q2 略有回落至 74.7 元，Q3 由于正值暑期档，完美世界《新神魔大陆》、米哈游《原神》以及莉莉丝《万国觉醒》等多款厂商重点新品上线，人均付费额抬升至 77 元，显著高于去年均值。从 2016-2020 年部分 MMORPG 类的代表产品首月流水表现来看，腾讯《天涯明月刀》以超过 13 亿位居第一，高出 2019 年上线《完美世界》手游约 3 亿元。在行业供给侧精品游戏频出的情况下，手游用户的付费未出现明显上限。(2) 对比海外，中国人均付费约为同期美国的 1/2，日本的 1/6，人均付费深度仍有进一步提升空间。根据伽马数据《2019 日本移动游戏市场调查报告》显示，日本移动游戏人均付费中位居第一，为 171 美元，美国人均付费可达 65 美元，中国仅为 33 美元，对比之下尚有较大的提升空间。

图 12: 2018-2020Q3 移动游戏人均付费金额变动

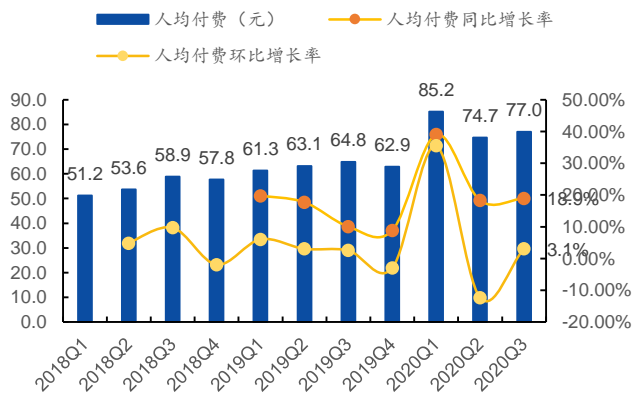
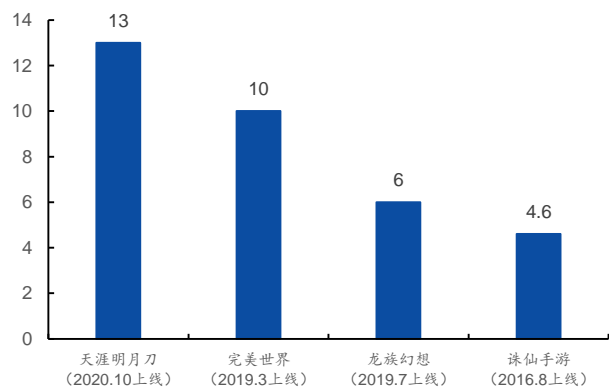


图 13: 代表性 MMO 手游上线首月流水 (亿元)



资料来源: 伽马数据, 游戏工委, 国元证券研究所

资料来源: 伽马数据, 祖龙娱乐招股书, 调研数据, 国元证券研究所

注: 2020Q3 用户数以游戏市场总用户数代替

中长期看, 代际切换下手游渗透率将持续提升。手游具有一定消费门槛, 尤其是中重度手游玩法和操作要求更高, 具有明显的学习成本, 从年龄分布看游戏消费呈现出明显代际特征, 目前 18-35 岁的人群为手游的核心用户群体, 这部分用户付费意愿和付费能力较强, 是行业的主要收益贡献者, 合计占比近六成。随着移动互联网用户代际切换下, 18 岁以下用户在获得足够用户教育前提下逐步成长为新的核心用户群, 手游核心用户渗透率将持续提升。同时相较于其他可比线上娱乐, 手游的强互动性、玩法多元性以及在游戏成就感驱使下的成瘾性等特性均难以被替代, 具备强劲的潜在用户需求。

图 14: 2020 年 6 月中国手机游戏玩家年龄分布

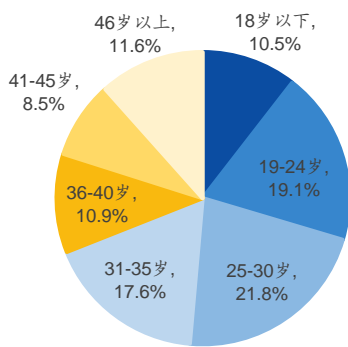
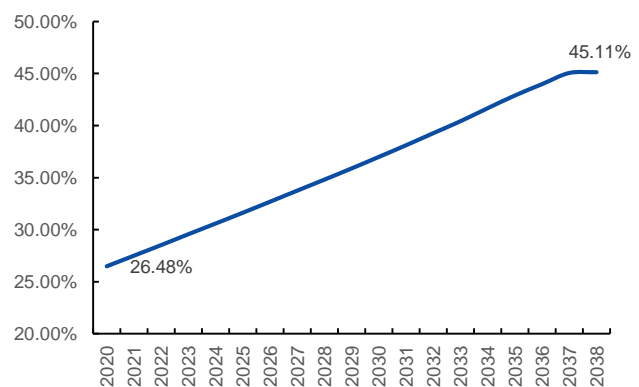


图 15: 手机游戏潜在核心用户渗透率推算



资料来源: Quest mobile, ESA, 国元证券研究所

资料来源: 国家统计局, 联合国人口司, 国元证券研究所

腾讯市占率已达高位保持稳定, 中腰部厂商市占率提升。2020Q1-Q3, 腾讯手游收入 1099.2 亿元, 网易手游收入 295.8 亿元。腾讯以旗下《王者荣耀》、《和平精英》两款头部产品为代表, 上半年流水表现高于往期。网易以《梦幻西游》、《阴阳师》等长线运营 IP 游戏为主, 保持高品质内容更新, 同时加速海外市场拓展。从市占率变动看, 2018-2020H1 腾讯、网易合计市场份额约为 80%, 相较前两年 TOP2 占比趋

向稳定。考虑到手游业务收入包含海外地区以及代理产品的影响，腾讯、网易之外的研发商份额约在 40%。二梯队厂商市占率持续增长，其中三七互娱增速较快，2020H1 市占率约为 7.08%。从 iOS 畅销榜 TOP30 厂商占比变动来看，腾讯、网易头部产品比重也略有下滑。此外，在非上市企业中，米哈游（《原神》全球首月流水超 2.45 亿美金）、莉莉丝（《剑与远征》上线两月流水超 15 亿；《万国觉醒》首月流水超 10 亿）等厂商也凭借近年旗下优质爆款产品的产出抢占市场份额。

图 16：2016-2020H1 腾讯、网易市占率变动

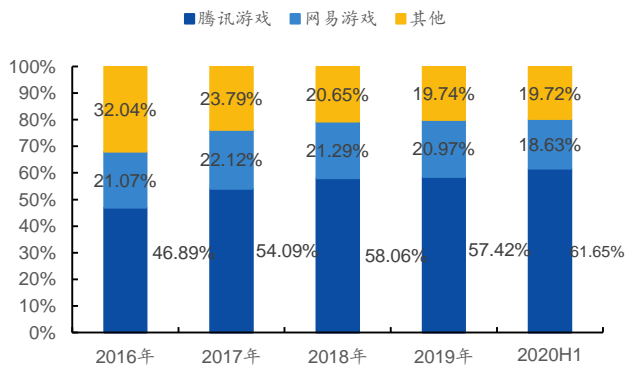
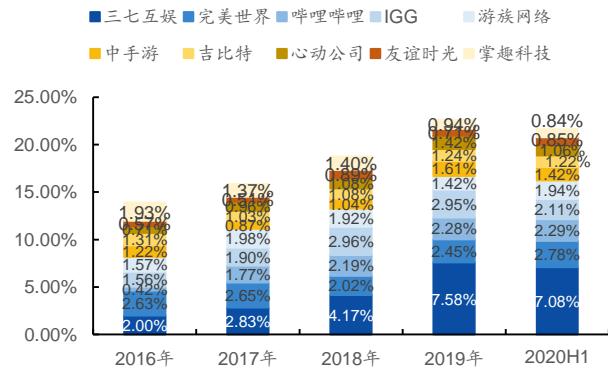


图 17：2016-2020H1 腾、网外主要游戏厂商市占率变动



资料来源：公司财报，音数协游戏工委，国元证券研究所

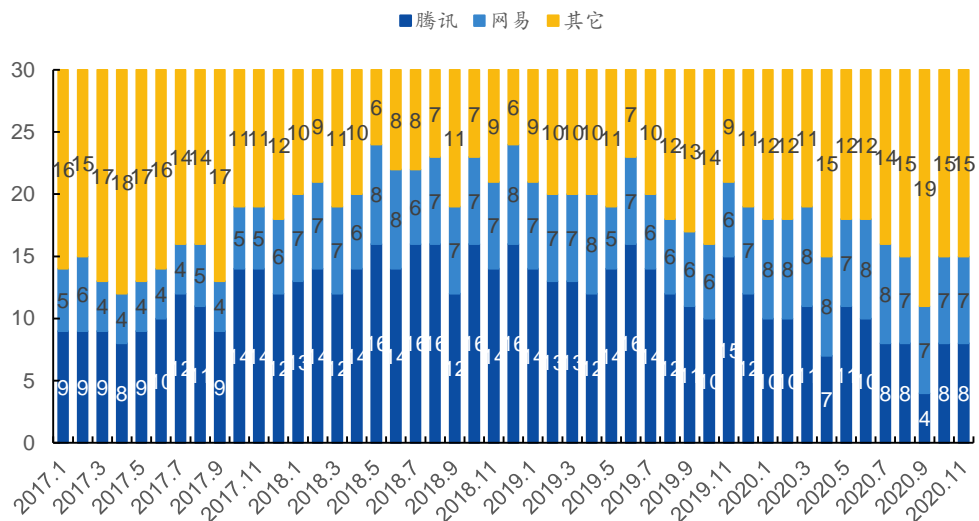
资料来源：公司财报，音数协游戏工委，国元证券研究所

注：市占率=公司手游业务营业收入/手游市场规模，手游营业收入包含海内外地区，结果存在一定偏差；腾讯收入从 2019Q4 开始剔除 supercell 影响

注：市占率=公司手游业务营业收入/手游市场规模，手游业务营业收入包含海内外地区，结果存在一定偏差

产品上，我们统计 2018 年下半年至 2020 年 10 月的 TOP30 产品格局，明显看到进入 TOP30 非腾讯网易的产品数量在 2018-2019 年进入低估期后，在 2020 年开始逐渐增多。尾部小厂加速出清，而二线龙头和精品厂商逐渐崛起。

图 18：2018.7-2020.11 iOS 畅销榜 TOP30 中腾讯、网易及其他厂商产品数量比重



资料来源：七麦数据，国元证券研究所

注：排名数据选取每月最后一日排名

品类上，今年放置手游为代表的蓝海品类兴起，适应碎片化时间，表现抢眼。2020年莉莉丝《剑与远征》、青瓷《最强蜗牛》两款放置类新游进入畅销榜前十，整体品牌表现抢眼。放置游戏作为休闲游戏的子类别，保留简单易操特征基础上融入重度游戏的养成模式，同时与卡牌、SLG、模拟经营等玩法结合。主流放置类游戏主要包括着重养成结果给予玩家成就感、单次游戏时间短、目标明确、操作简单以及高留存率的特点。放置类手游的用户受众不断扩大，付费点也更多元，有效提高用户留存和产品生命周期。2020H1收入前100手游分布中放置品类占比达到4.55%，相较2019年底不到2%的占比出现显著提升。以移动游戏市场实际销售收入1046.73亿元推算，放置类手游收入接近47.63亿元。

表 2：2019 年/2020 第一季度/2020 第三季度移动游戏收入榜单

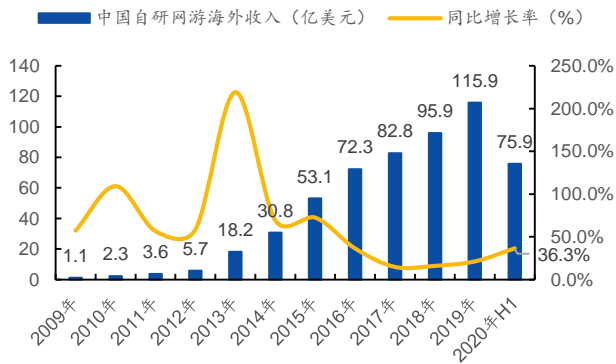
2020 年 Q3 收入 TOP 10			2020 年 Q1 收入 TOP 10			2019 年收入 TOP 10		
游戏名称	发行商	游戏类型	游戏名称	发行商	游戏类型	游戏名称	发行商	游戏类型
王者荣耀	腾讯游戏	MOBA	和平精英	腾讯游戏	射击类	王者荣耀	腾讯游戏	MOBA
和平精英	腾讯游戏	射击类	王者荣耀	腾讯游戏	MOBA	梦幻西游	网易游戏	回合制 RPG 类
三国志战略版	灵犀互动	策略类 (SLG)	三国志战略版	灵犀互动	策略类 (SLG)	和平精英	腾讯游戏	射击类
梦幻西游	网易游戏	回合制 RPG 类	梦幻西游	网易游戏	回合制 RPG 类	完美世界	腾讯游戏	ARPG (MMO)
穿越火线	腾讯游戏	射击类	剑与远征	莉莉丝	放置类	QQ 飞车	腾讯游戏	竞速类
最强蜗牛	青瓷数码	放置类	穿越火线	腾讯游戏	射击类	阴阳师	网易游戏	回合制 RPG 类
三国志幻想大陆	灵犀互娱	卡牌类	QQ 飞车	腾讯游戏	竞速类	大话西游	网易游戏	回合制 RPG 类
率土之滨	网易游戏	策略类 (SLG)	斗罗大陆	三七互娱	ARPG (MMO)	率土之滨	网易游戏	SLG
新神魔大陆	完美世界	MMORPG	一刀传世	三七互娱	ARPG (MMO)	神武 3	多益网络	回合制 RPG 类
明日之后	网易游戏	生存类	新笑傲江湖	完美世界	ARPG (MMO)	跑跑卡丁车	腾讯游戏	竞速类

数据来源：伽马数据，国元证券研究所

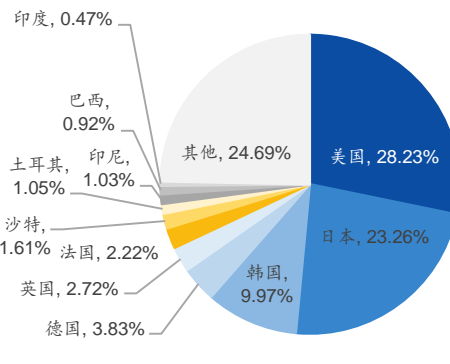
注：标红为新游戏

国内厂商出海步伐加快，持续突破日、美等大市场。得益于研发能力的提升以及国内移动游戏市场积累的经验与资金实力，各大厂商均积极筹划海外布局，在国内市场版号数量有限以及头部厂商格局稳定的情况下，海外市场成为游戏行业的新增长极。2020年上半年，我国自主研发游戏在海外市场实际销售收入达75.89亿美元，同比增长36.32%，收入增速高于国内市场。从类型来看，SLG为出海主要品类，占比达到38.98%。从地区来看，海外市场主要集中在美国、日本以及韩国，占比分别为28.23%、23.26%和9.97%，合计超过六成。

图 19: 中国自主研发网络游戏海外市场销售收入及增速 图 20: 2020H1 自研手游出海收入分布



资料来源: 音数协游戏工委, 国元证券研究所



资料来源: 音数协游戏工委, 国元证券研究所

从出海厂商及产品看, 腾讯、网易、Funplus、莉莉丝等出海头部厂商产品表现稳定, 米哈游新作《原神》凭借 3A 级别游戏品质成功打开全球市场。根据 sensor tower 数据显示, 2020Q3 中国手游进入美区畅销榜 Top100 达到 20 款, 收入 6.44 亿美元, 同比增长 57%。进入日区畅销榜 Top100 达到 27 款, 总收入达到 9.6 亿美元, 占 Top100 总收入的 25.6%, 过去两年, 中国厂商在日本的市场份额实现翻倍。

表 3: 2020 年 10 月/2019 年国产出海手游 TOP15

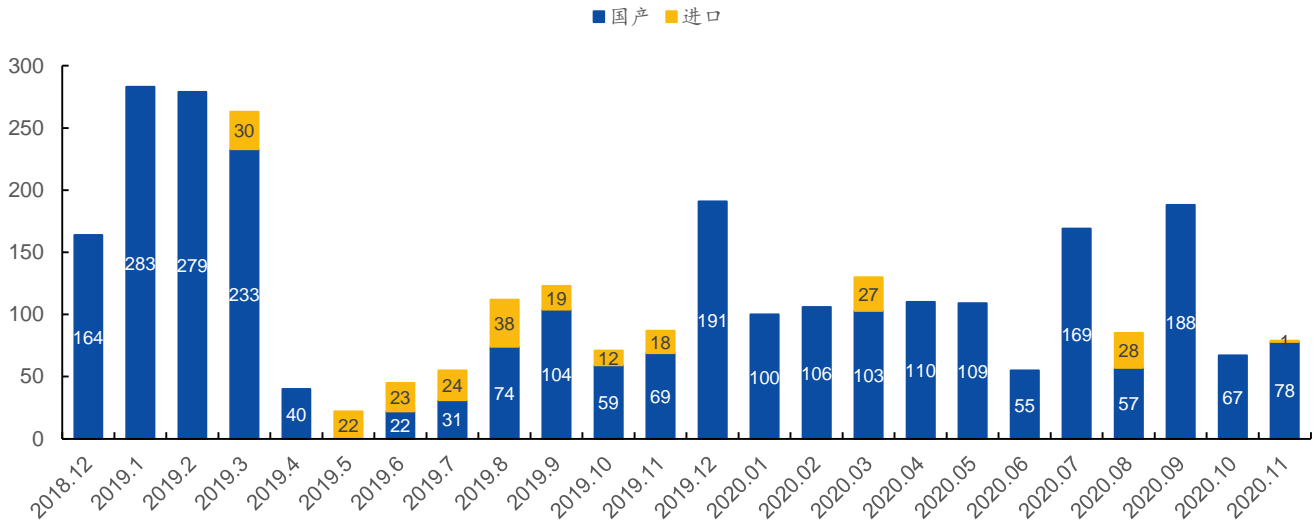
2020 年 10 月出海手游 TOP15			2019 年出海手游 TOP15		
排名	游戏	公司	排名	游戏	公司
1	《原神》	米哈游	1	《PUBG MOBILE》	腾讯
2	《PUBG MOBILE》	腾讯	2	《万国觉醒》	莉莉丝
3	《State of Survival》	FunPlus	3	《荒野行动》	网易
4	《万国觉醒》	莉莉丝	4	《王国纪元》	IGG
5	《使命召唤手游》	腾讯&动视暴雪	5	《火枪纪元》	FunPlus
6	《黑道风云》	友塔网络	6	《黑道风云》	友塔网络
7	《王国纪元》	IGG	7	《奇妙庄园》	时空幻境
8	《荒野行动》	网易	8	《阿瓦隆之王》	FunPlus
9	《剑与远征》	莉莉丝	9	《守望黎明》	龙创悦动
10	《放置少女》	有爱互娱	10	《无尽对决》	沐瞳科技
11	《守望黎明》	龙创悦动	11	《剑与远征》	莉莉丝
12	《阿瓦隆之王》	FunPlus	12	《风之大陆》	紫龙游戏&NEOCRAFT
13	《奇迹之剑》	4399	13	《Be The King》	创酷互动
14	《奇妙庄园》	时空幻境	14	《梦幻模拟战》	紫龙游戏
15	《无尽对决》	沐瞳科技	15	《仙境传说 RO》	心动网络&GungHo

资料来源: Sensor Tower, 国元证券研究所 注: 不包括中国大陆地区安卓端流水

政策端来看, 重启版号以来版号发放数量和频率趋于稳定, 头部厂商产品节奏逐渐正常化, 尾部企业加速出清。监管层通过总量控制, 引导行业进行品质提升、产品创新, 加速长尾产品出清。同时加大对精品游戏研发、正规电竞赛事活动的扶持力度, 保证游戏产业实现健康有序发展, 市场从野蛮生长逐渐向规范化过度。截止 11 月,

2020 年共发放国产及进口版号 1198 个，发放数量和时间节点逐渐趋于稳定。2019 年版号重启后游戏行业回暖，但从数量供给看监管政策收严仍是趋势，对于过审游戏的质量和数量进行严格把控，行业集中度进一步提升，提高新游精品化、加强对老游戏长线运营调优将成为各大厂商着重发力点。

图 21：版号重启以来月度发放情况（截止 2020.11.12）



资料来源：国家新闻出版署，国元证券研究所

2.2 行业尾部出清，头部厂商精品游戏供给充分，产品节奏正常化

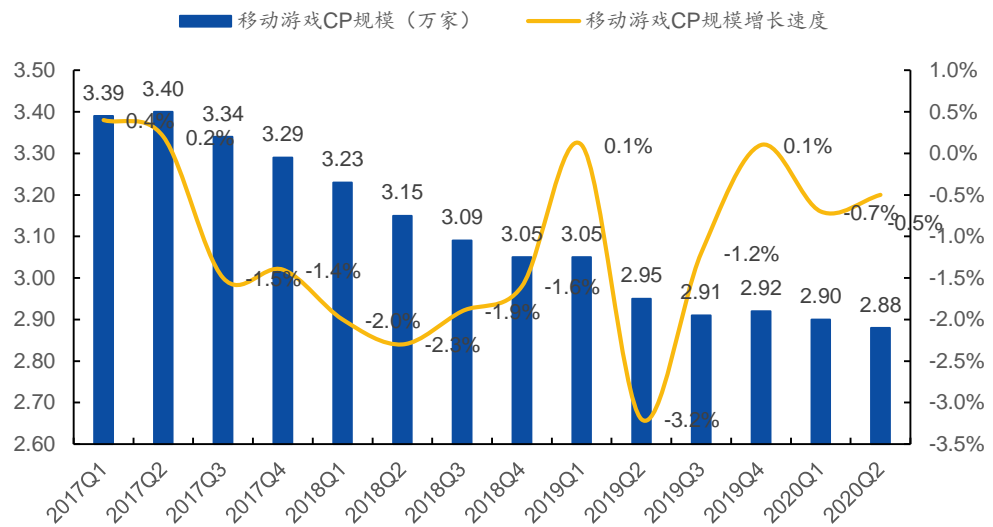
精品化趋势凸显，尾部加速出清。移动游戏行业监管日趋规范，2019 年版号重启后从数量供给看监管政策收严仍是趋势，对于过审游戏的质量和数量进行严格把控。同时，游戏的制作周期和成本日益提升，从规模占比较高的主要品类来看，MMO 手游的平均研发周期为两年，成本在 1-2 亿，头部产品甚至超过 2 亿。渠道方面，iOS 和头条均宣布执行版号新规，要求游戏开发者提供版号资质，针对换皮类手游打击马甲包、切支付等灰色手段。在手游研运门槛提升，行业精品化大趋势下，部分缺少创意和研发技术的中小厂商尾部出清，移动游戏 CP 数量由 2017 年 Q1 的 3.39 万家下降至 2020Q2 的 2.88 万家，两年半时间内淘汰 5000 多家中小 CP 或者独立开发者。

表 4：主要品类游戏研发周期及成本

	MMO	ARPG	卡牌	SLG	休闲	二次元
研发周期	约 2 年以上	约 1-1.5 年	约 1.5 年	约 1.5 年	约 6-12 个月	约 1.5 年
研发成本	1-2 亿	数千万	数千万	超过 1 亿	1000 万元	2000 万以上

资料来源：公司公告，调研资料，制作人访谈，国元证券研究所

图 22: 2017Q1-2020Q2 移动游戏行业 CP 规模趋势



资料来源: TalkingData, 国元证券研究所

发行渠道加强游戏资质审核, 提升行业集中度。2020年2月, 苹果、字节跳动两大巨头相继发布游戏审核新规, 要求在公司旗下发行渠道上架的游戏产品必须拥有版号。在此之前, 游戏厂商经常使用一个版号上线多款相似的游戏, 进而达到规避游戏审批和节约买量成本的目的, 还有许多游戏厂商也通过对热门产品的山寨来获取经济利益; 但随着内容分发平台对游戏产品的资质审查得到逐步加强, 缺乏版号支持的同质化产品曝光机会也将大大减少, 部分创新能力不足的中小 CP 也将面临出清。

表 5: 苹果与字节跳动的版号新规

苹果	字节跳动
<p>2020年2月25日前后, 苹果对 App Store 后台审核页面中的规定做了修改, 要求开发者必须在 6 月 30 日前提供游戏版号; 同时, 从 7 月开始, 没有版号的新游戏将无法通过苹果审核上架中国区的 App Store。</p> <p>由于高度同质化的换皮游戏难以获得版号, 其在 iOS 渠道的生存空间将大大减小; 此外海外移动游戏也将无法通过 iOS 跨区直接登陆中国游戏市场。</p>	<p>2020年2月24日, 字节跳动旗下广告平台穿山甲发布名为《关于应用资质提价的说明》的公告, 明确指出进行游戏推广的广告主需要在 3 月 6 日前提供相关产品的版号。</p> <p>没有版号的游戏将无法通过穿山甲平台进行买量, 换皮游戏的推广机会将减少。</p>

资料来源: 公开资料, 国元证券研究所

头部厂商积极进行多品类布局, 平滑产品产出大小年风险, 明年精品游戏供给充分。头部厂商在保持优势品类的产出筑底基本盘之外, 通过投资合作具备新品类创意的中小工作室, 为其提供发行渠道和中后台技术支持, 填补非优势品类的内容空缺。目前市场上研发技术门槛高的成熟品类如 MMORPG、SLG 等基本被大厂垄断, 中小厂商往往通过切入重内容玩法、相对轻技术要求的新兴品类, 如休闲放置、女性向等, 依靠产品创意另辟蹊径。如吉比特投资青瓷数码 (代表产品《不思议迷宫》、《最强蜗牛》)。

牛》), TapTap 战略投资椰岛游戏 (代表产品《江南百景图》) 等。从各厂商 pipeline 来看, 腾讯《使命召唤手游》预计 12 月 31 日上线, 网易储备有《天谕手游》、《暗黑破坏神: 不朽》、《哈利波特: 魔法觉醒》等多款大 IP 手游。二线厂商中, 完美世界储备有《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》以及由 UE4 引擎开发的开放世界二次元手游《幻塔》。三七储备有《荣耀大天使》、《斗罗大陆 3D》以及女性向手游《一千克拉的女王》等

表 3: 主要游戏厂商部分产品储备情况

公司	游戏名称	类型	预计上线时间	自研/代理	版号
腾讯	地下城与勇士手游	2D 横版过关格斗游戏		自研	有
	使命召唤手游	FPS	2020. 12. 31	自研	有
	秦时明月世界	即时 RPG		自研	有
	光与夜之恋	女性向		自研	有
	小森生活	模拟养成类	2020Q4	代理	有
	庆余年	MMORPG	2020 年 12 月到 2021 年 1 月	代理	有
	全民奇迹 2	MMORPG	2020Q4	代理	有
	妄想山海	MMORPG		代理	有
网易	天谕手游	MMPRPG	2021 年	自研	有
	暗黑破坏神: 不朽	MMORPG	2021 年	联合开发	无
	机动都市阿尔法	FPS/二次元	2021 年	自研	有
	宝可梦大冒险	RPG/放置	2021 年	代理	无
	哈利波特: 魔法觉醒	卡牌 RPG	2021 年	代理	有
	王牌竞速	竞速	2021 年	自研	无
	超激斗梦境	ARPG		自研	有
哔哩哔哩	终末阵线: 伊诺贝塔	机甲射击	2021Q1	代理	有
	机动战姬: 聚变	科幻机娘		代理	有
	拾光梦行	卡牌/剧情向冒险游戏		代理	有
	宝石幻想: 光芒重现	偶像养成		代理	无
	黑潮: 深海觉醒	海战策略		代理	无
	工匠与旅人	模拟经营类游戏		代理	无
	空匣人型	ARPG		代理	无
	悠久之树	日式 RPG		代理	无
	灵笼: 火种	RPG		代理	无
游族网络	新盗墓笔记	MMORPG	2020Q4	自研	有
	Infinity Kingdom	策略 SLG	2020Q4 (欧美)	自研	无
	新神魔大陆	MMORPG	2020Q4 (欧美)	代理	有
	星球大战	-		自研	有
完美世界	梦幻新诛仙	RPG	2021 年初	自研	有
	幻塔	RPG	2021 上半年	自研	无
	非常英雄	动作		自研	无
	诛仙 2	RPG		自研	无
	新诛仙世界	RPG	2021 年	自研	无
完美世界	RPG		自研	无	

表 3：主要游戏厂商部分产品储备情况（接上表）

	战神遗迹	RPG	2021 年上半年	自研	有
	一拳超人手游	二次元 3d 动作 RPG	2021 年下半年	自研	无
	仙剑奇侠传	回合制 RPG	2021 年下半年	自研	无
	荣耀大天使	MMORPG、魔幻	2020 年 Q4	自研	有
	斗罗大陆 3D	ARPG	2021 年上半年	自研	无
	一千克拉的女王	女性向	2020Q4	代理	有
三七互娱	代号 DS	科幻都市题材 MMORPG	2020Q4	代理	无
	代号 DL	卡牌、模拟经营	2020Q4	自研	无
	代号 NB	-	2020Q4	自研	无
	代号攻城	RPG	2020Q4	代理	无
	叫我大掌柜	模拟经营类	2020Q4	-	无
	精灵魔塔	Roguelike		代理	有
	石油大亨	模拟经营	2020Q4	代理	有
	一念逍遥	放置	2020Q4	自研	有
吉比特	冒险与深渊	放置养成	2020Q4	代理	有
	白之物语	MMORPG		代理	有
	复苏的魔女	二次元 RPG		代理	有
	摸金校尉之九幽将军	生存冒险		代理	有
	摩尔庄园	养成	2021Q1	代理	有
	传奇天下	MMORPG		自研	有
世纪华通	彩虹联萌	MMORPG		自研	有
	遗忘者之旅	西方魔幻题材 MMO	2020 下半年	自研	无
	那些需要守护的	塔防		自研	有
掌趣科技	修普诺斯	卡牌		自研	有
	黑暗之潮	MMORPG		自研	有
	罗兰创世录	MMORPG		自研	有
	火炬之光：无限	ARPG	2021 年下半年	自研	无
	心动小镇	生活模拟社交	2021 年上半年	自研	无
心动网络	项目 A	MMORPG	2021 年下半年	自研	无
	人类跌落梦境	休闲益智	2020 年下半年	代理	有
	泰拉瑞亚	沙盒	2020 年下半年	代理	有
	此生无白	国风仙侠社交	-	-	有
	代号：WAF	都市女性成长励志	-	-	无
友谊时光	代号：FS2	新一代女性向古风	-	-	无
	代号：LYN	新国风女性向	-	-	无
	海岛梦想家	欧美风格模拟经营	-	-	无
	梦想新大陆	MMORPG	2020Q4	自研	有
祖龙娱乐	诺亚之心	MMORPG	2021Q1	自研	无
	三国群英传	SLG	2021Q4	自研	无

资料来源：TapTap，公司公告，国元证券研究所

2.3 买量占比提升破局渠道垄断，精品游戏研发商受益

渠道合作方式上，买量规模已超越联运，垂类渠道快速增长。游戏厂商和渠道进行联运，安卓渠道主要依靠应用商店的广告展示位进行导流，而在合作中需要接入渠道 SDK 并进行分成，比例为 5:5，iOS 渠道则为 3:7。而买量模式不需要支付高比例的分成，强调游戏和素材质量，以广告模式开展。随着抖音、快手等超级 APP 的发展近两年买量规模快速扩大，总规模已超越联运，二者之比约为 6:4。同时，以 TapTap、Bilibili 等为代表的以内容为聚合的垂类渠道兴起，渠道竞争激烈加剧。

图 23：2020 年 10 月主要联运渠道 MAU（万）

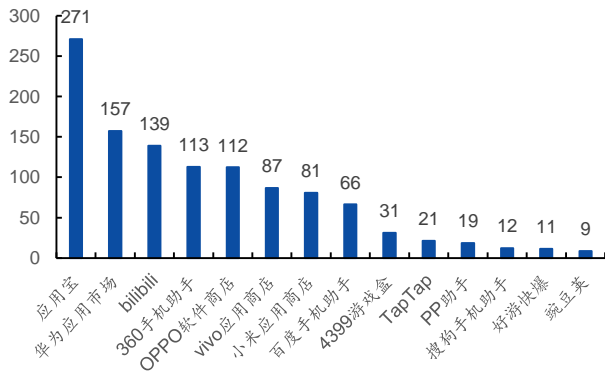
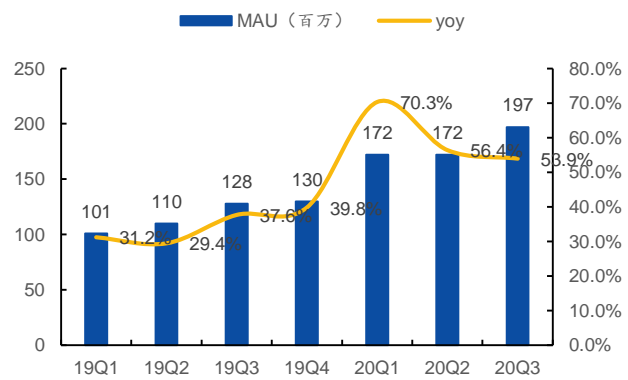


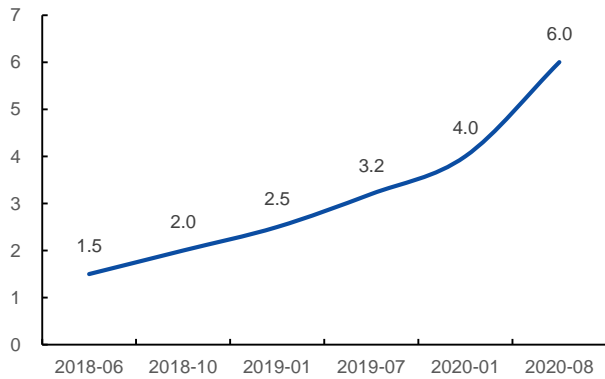
图 24：2019-2020Q3B 站 MAU 及同比增速



资料来源：易观，国元证券研究所

资料来源：哔哩哔哩财报，国元证券研究所

图 25：抖音 DAU（亿）



资料来源：抖音官方，国元证券研究所

图 26：2020H1 手游投放渠道梯队

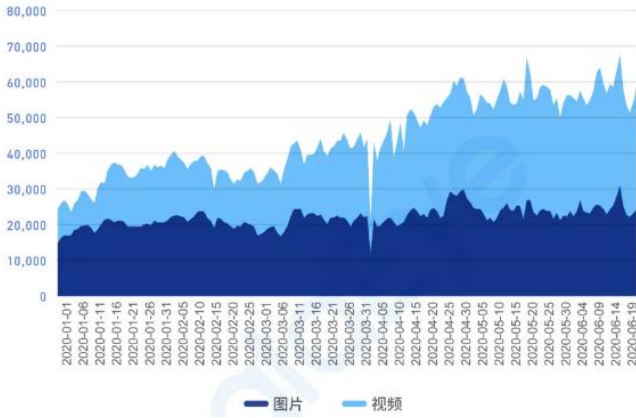


资料来源：热云数据，国元证券研究所 注：梯队内排名不分先后

买量市场快速扩张，素材消耗速度加快，行业竞争加剧。根据 Dataeye 数据显示，从投放素材数看，2020 上半年整体素材投放量同比增幅超过 250%，2019 上半年日投放素材峰值为 26810 组，2020 上半年则达到了 98574 组。其中视频素材较去年同增长达到两倍，图片素材量涨幅为 33.33%，短视频成为买量创意的主要竞争领域。从素材平均使用天数来看，2019 上半年买量素材平均使用天数为 6.38 天，2020 上半年为 5.12 天，同比降幅为 19.7%。其中，腾讯系媒体的素材平均使用天数为 6.26 天，头条系媒体的素材使用天数为 3.95 天。买量素材数的投放生命周期缩短，素材

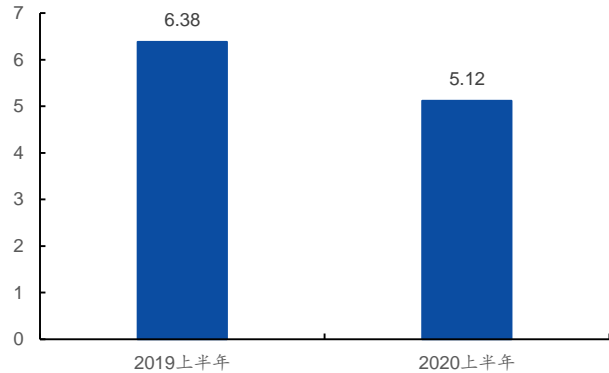
创意消耗速度加快。

图 27: 2020 上半年买量素材数趋势图



资料来源: Dataeye, 国元证券研究所

图 28: 2019 上半年 VS 2020 上半年素材平均使用天数



资料来源: Dataeye, 国元证券研究所

买量游戏数整体同比上升，而新增投放手游占比较去年同期出现下滑，随着疫情红利逐渐过去，大厂全面入局推高流量成本等因素影响下，买量公司主体数量开始下滑，市场头部化趋势更加明显。从买量游戏数量来看，2020 上半年安卓端买量游戏数日峰值为 2408 款，日均值为 2102 款，较 2019 年上半年日均买量游戏数 1189 款，同比增长 76.79%。iOS 端买量游戏数日峰值为 1067 款，日均值为 815 款，较 2019 年上半年日均买量游戏数 607 款，同比增长 34.27%。而从买量公司来看，在疫情流量红利过后，数量呈现下滑。安卓端主体数 1-5 月同比增幅达 200%，日均在投买量公司 503 家，从 5 月中下旬开始一个月内缩减到 350 家。iOS 端相对稳定，日均买量公司数为 172 家。

图 29: 2020 上半年买量游戏趋势图



资料来源: Dataeye, 国元证券研究所

图 30: 2020 上半年买量公司主体数趋势图



资料来源: Dataeye, 国元证券研究所

图 31：投放创意组 TOP500 手游中当年新增手游占比

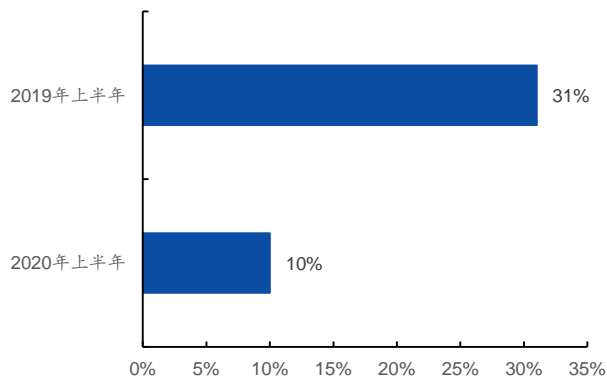
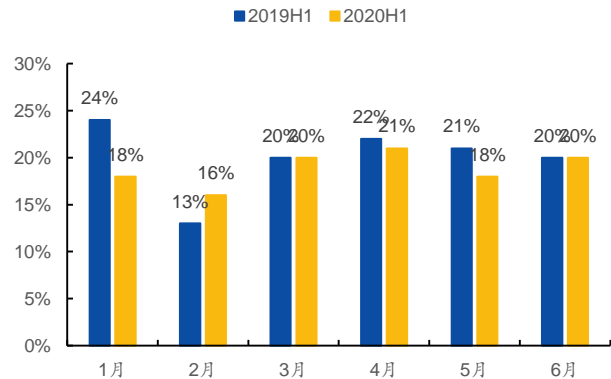


图 32：2020 年 1-6 月手游买量新增率对比

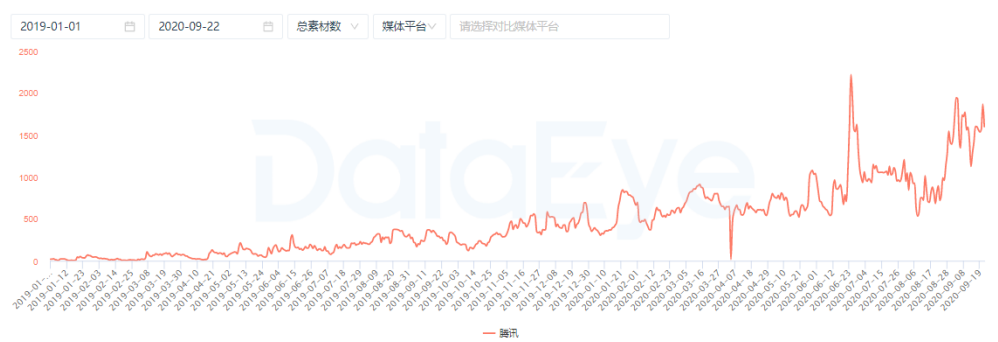


资料来源：热云数据，国元证券研究所

资料来源：热云数据，国元证券研究所

2019 年下半年起，腾讯、网易、阿里游戏等游戏大厂大量入局买量市场，到 2020 年这些厂商的投放规模平均涨幅达 200-300%，其中网易增速最高，远超行业均值。2019 年下半年腾讯日均投放素材数约 307 组，总投放量超过千组的买量游戏仅 1 款《乱世王者》。2020 年上半年日均投放量涨至 785 组，暑期档高达 1059 组，在投游戏达 22 款，投放量超千组的为 5 款，其中《乱世王者》投放量超万组。2019 年下半年，网易日均投放素材数约 612 组，4 款买量游戏总投放量超过千组，分别为《率土之滨》、《梦幻西游》手游、《倩女幽魂》、《明日之后》。2020 年上半年，网易整体投放规模大涨，日均投放素材数达 2325 组，暑期档最高升至日均 4521 组，投放游戏达到 54 款，其中投放量超千组的达 10 款，超万组的 4 款为《梦幻西游网页版》、《率土之滨》、《梦幻西游》手游以及《大话西游》。

图 33：腾讯买量投放素材变动



资料来源：Dataeye，国元证券研究所

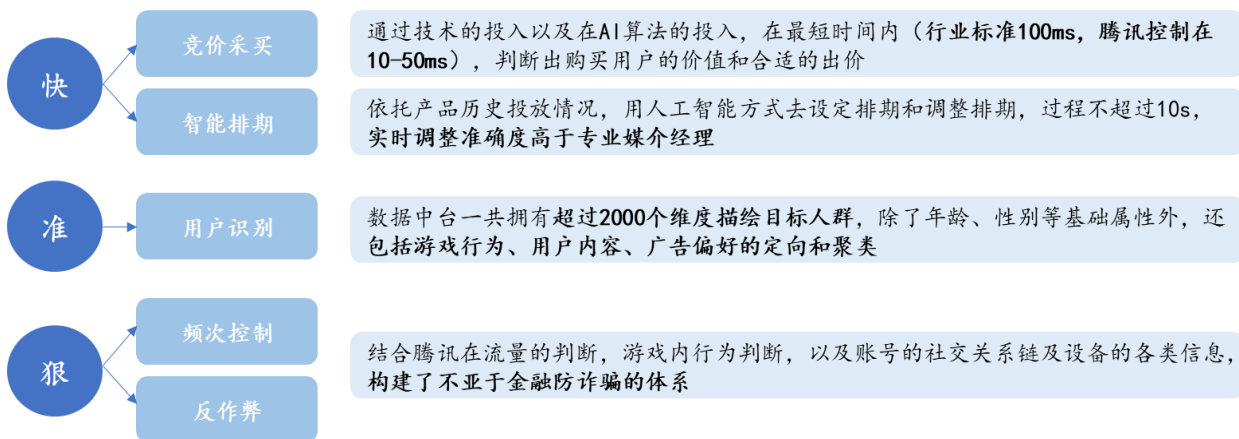
图 34：网易买量投放素材变动



资料来源：Dataeye，国元证券研究所

买量投放关注的核心要点：1) 争夺更多流量；2) 最大化广告投放效果。包括持续上新创意素材，复制转化效果好的广告；3) 优化投放效率，减少抵消损耗。广告计划稳定时，通过精细化运营方式，帮助优化人员做出投放效果预警以及智能调整投放策略；4) 品牌营销的效果。通过复盘和分析投放效果的历史数据，为之后的营销策略提供指导方向。大厂入局带动投放策略升级，精细化、智能化投放成为主要打法。

图 35：腾讯精细化买量方式



资料来源：腾讯游戏学院，国元证券研究所

从投放素材和营销方式来看，网易、完美世界、灵犀互娱、莉莉丝、贪玩等游戏大厂已经率先开始主走品效合一的打法，以品牌化应对买量成本上行趋势。具体表现为：1) 买量素材精品化程度提升，充分展示游戏的高制作水平，凸显品牌实力；2) 在素材中与知名团队、IP 进行跨品牌联动，增强品牌影响力。如灵犀互娱《三国志幻想大陆》与万合天宜团队联动，网易《梦幻西游》与电影《姜子牙》联动；3) 通过线上直播、线下梯媒等方式强化实现品牌营销。例如国庆期间，莉莉丝《万国觉醒》以及米哈游《原神》均在虎牙、B 站等平台进行直播，贪玩游戏则率先采用梯媒投放《原始传奇》广告，进行引爆式营销，突出公司在传奇题材类的优势地位。

图 36:《梦幻西游》和《姜子牙》联动



资料来源:网络,国元证券研究所

图 37:《原始传奇》投放在分众传媒的广告



资料来源:网络,国元证券研究所

买量的快速增长以及垂类渠道的崛起提升精品游戏研发及发行商相对于渠道端的议价能力,研发、发行与渠道价值链的重新分配。对于游戏厂商来说,过高的分成比例、维护 SDK 所投入运维成本以及存在版本更新不及时、不能快速根据玩家反馈调整运营内容一直是亟待解决的问题。但近两年,越来越多厂商开始尝试通过买量直接获取用户或选择上线如 TapTap 这类不参与收益分成的新垂类渠道,推迟或不上线联运渠道。例如,2019 年腾讯就旗下《剑网三:指尖江湖》以及《跑跑卡丁车》等产品与安卓渠道谈判,要求渠道分成比例降至 30%。同年由鹰角网络发行的二次元塔防手游《明日方舟》则选择与 B 站联运,仅有官服及 B 站服。

表 6:联运渠道各环节分成比例

渠道	渠道分成	发行方	研发商	发行方式	流水规模
iOS	App store	70%		自研自发	
		21%	49%	代理发行	月流水 5000 万以下
		35%	35%		月流水 5000 万-1 亿
		49%	21%		月流水 1 亿元以上
安卓	硬核联盟、小米、应用宝等	50%		自研自发	
		15%	35%	代理发行	月流水 5000 万以下
		25%	25%		月流水 5000 万-1 亿
		35%	15%		月流水 1 亿元以上

资料来源:国元证券研究所 注:流水规模对应的分成比例参照腾讯极光计划阶梯式划分

今年则有更多产品选择不上线主流安卓渠道服,青瓷游戏《最强蜗牛》安卓渠道目前仅上线 TapTap 和 B 站,10 月 31 日再上线华为等应用商店,圈存住首批用户红利。椰岛游戏《江南百景图》安卓渠道则由 TapTap 独家发行。两者均为中小型厂商产品,通过精细化买量投放成功突围,莉莉丝《万国觉醒》以及米哈游《原神》等具备高关注度的热门产品也均未选择首发上线联运渠道。作为优质内容产出的 CP 方议价能力提升,研发、发行与渠道价值链重新分配,利好手握产品的优质研发商及发行商。

表 7：未上线主流安卓联运渠道的部分游戏

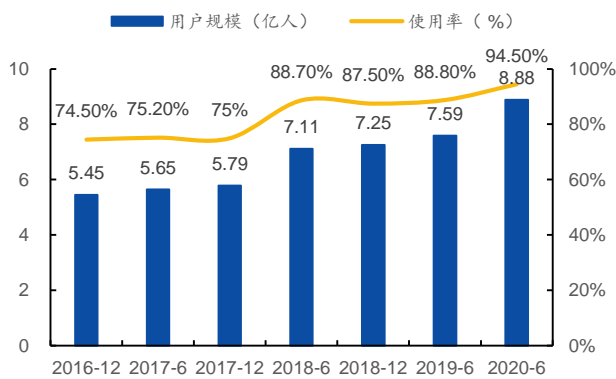
游戏名称	游戏类型	研发商	发行商	上线渠道	上线时间
明日方舟	二次元塔防	鹰角网络	鹰角网络	App Store、官网、TapTap、B 站	2019.5.1
浮生为卿歌	女性向	友谊时光	友谊时光	App Store、官网、TapTap	2020.12.31
最强蜗牛	放置	青瓷游戏	青瓷游戏	App Store、官网、TapTap、B 站（10 月 31 日上线华为应用商店）	2020.6.23
江南百景图	模拟经营	椰岛游戏	椰岛游戏	App Store、TapTap	2020.7.2
万国觉醒	策略类	乐狗游戏	莉莉丝游戏	App Store、官网、TapTap、九游	2020.9.23
原神	开放世界	米哈游	米哈游	App Store、官网、TapTap、B 站（安卓渠道暂不上线华为、小米应用商店）	2020.9.28

资料来源：国元证券研究所

3、子版块——视频：长视频盈利能力提升，短视频加速资本化

疫情加速线上娱乐渗透率提升，短视频爆发增长。疫情期间，娱乐需求向线上转移，网络视频用户规模和使用率有较大提升，截至2020年6月，我国有8.88亿网络视频用户（含短视频），占网民整体的94.5%。长视频方面，在线视频市场规模2019年市场规模约1023亿元，2015-2019年CAGR为26.13%，2020Q1受益疫情“宅经济”而提高到31.8%；短视频行业市场规模包括了直播打赏收入、广告收入等，由于用户的快速涌入以及直播电商和广告等流量变现效率高，市场规模保持翻倍增长，2019年市场规模约1173亿元，2020Q1同比增幅126.0%。

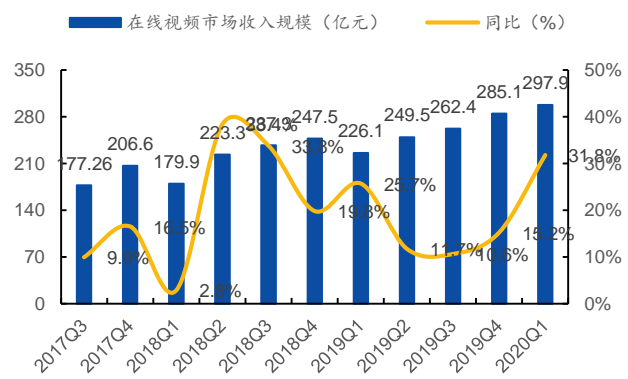
图 38：中国网络视频用户规模&使用率



资料来源：CNNIC，国元证券研究所

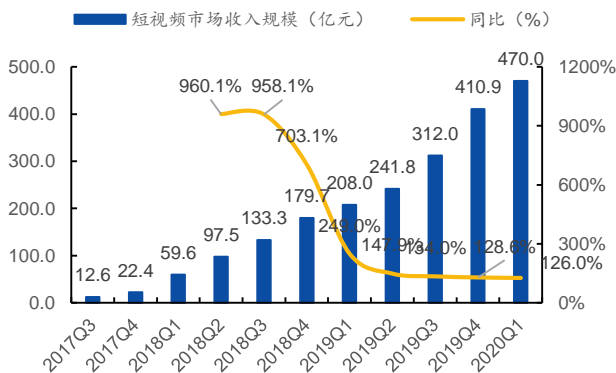
注：2018-6 及之后的数据为含短视频后的统计

图 39：中国在线视频市场收入规模及增速



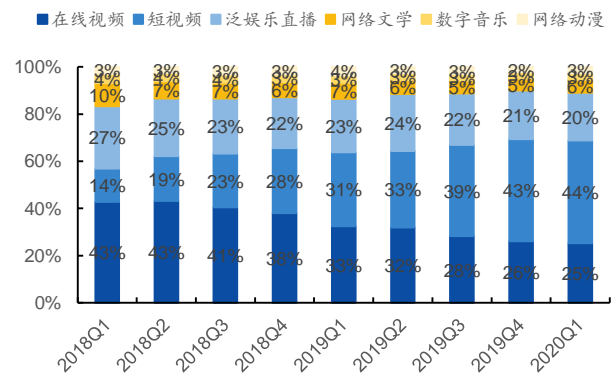
资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

图 40：中国短视频市场收入规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

图 41：2018Q1-2020Q1 中国互联网文娱市场结构 (%)



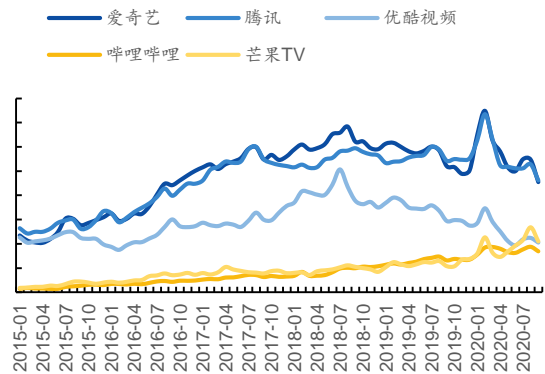
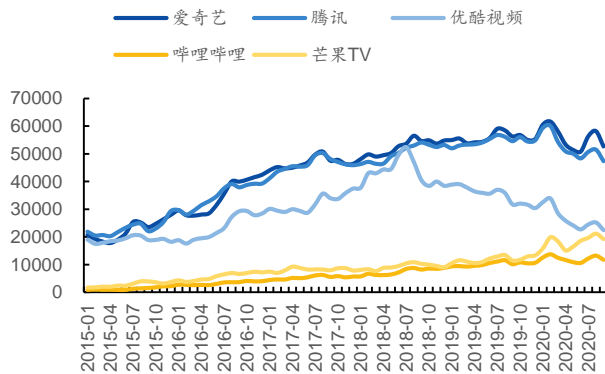
资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

3.1 长视频：提价周期开启，内容上精品、自制、短剧成发力方向

爱奇艺和腾讯视频市场份额保持领先，优酷略有掉队，二梯队哔哩哔哩、芒果TV增长强劲。根据QM数据，爱奇艺和腾讯视频在活跃用户数上保持领先地位，MAU量级约在5亿上下，优酷MAU则出现下滑，到2020年9月MAU为2.24亿，有所掉队。同时，二梯队的芒果TV和B站活跃用户数呈陡峭的上升，其中，2020年8月芒果TV的MAU突破2亿，DAU超过优酷，视频平台头部竞争格局在存量下逐渐重构。

图 42：2015~2020 年月活跃用户数(万人)

图 43：2015~2020 年日均活跃用户数(万人)



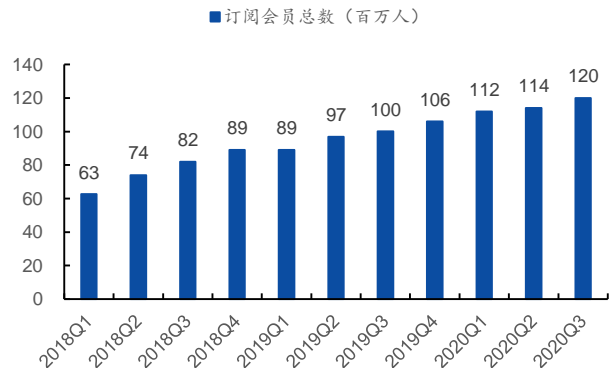
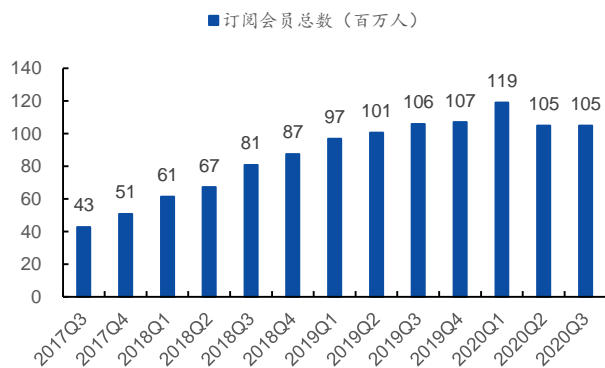
资料来源：Questmobile，国元证券研究所

资料来源：Questmobile，国元证券研究所

头部视频网站提价拉动收入增长，二梯队有望量价齐升。爱奇艺及腾讯付费会员数分别于2019Q2/Q3突破1亿，随后爱奇艺付费会员数增长有所放缓，2020年Q3，爱奇艺会员数1.05亿，同比下滑-0.95%；腾讯视频订阅会员数于二季度超越爱奇艺达到1.20亿，同比增长20%。此外，爱奇艺在2020年已进行两轮提价，视频龙头逐步进入存量市场，收入由会员数驱动逐渐切换到价格驱动。二梯队尚处增量用户驱动阶段，量价齐升。第二梯队的芒果TV和哔哩哔哩付费会员分别达到2766万及1500万，用户数仍处高速增长期，有望量价齐升。

图 44：爱奇艺订阅会员总数

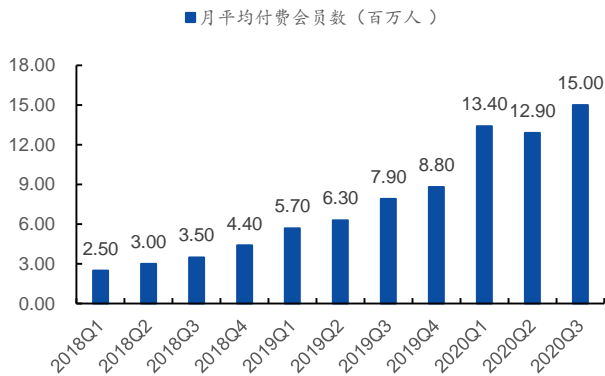
图 45：腾讯视频订阅会员总数



资料来源：爱奇艺公司公告，国元证券研究所

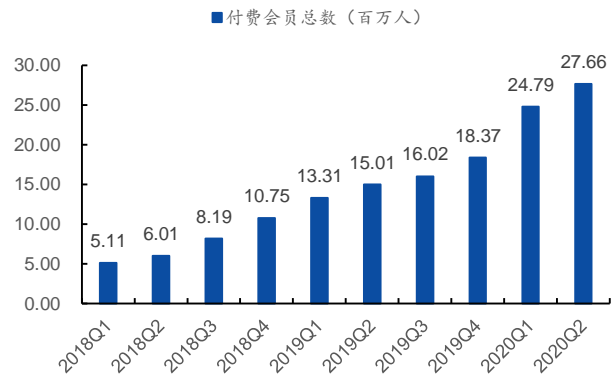
资料来源：腾讯公司公告，国元证券研究所

图 46: bilibili 月平均付费用户数&增速



资料来源: 哔哩哔哩公司公告, 国元证券研究所

图 47: 芒果 TV 付费会员总数



资料来源: 芒果超媒公司公告, 国元证券研究所

注: 芒果 TV 的 2018Q1、2019Q3、2020Q1 会员数为预测数据

趋势一: 爱奇艺领头, 明年或将迎来直接+间接涨价潮。(1) 开发“超前点播”等多元付费渠道。自 2019 年下半年腾讯与爱奇艺对热播剧《陈情令》采取“超前点映”模式后,《庆余年》、《三十而已》等越来越多剧集采取会员超前点播、单剧付费点播模式,其他平台也在效仿,目前超前点播的价格和形式逐步固定,成为常态化的创收渠道;**(2) 构筑多层次会员价格体系。**2020 年 5 月,爱奇艺推出权限更高的星钻 VIP 会员,相比黄金 VIP 提价 111%-203%,主要新增权益包括超前点播、大屏/VR 等多会员同时开通,科学的会员分层设计可满足不同细分客户群付费需求,获得更多消费者剩余;**(3) 爱奇艺黄金 VIP 提价,其他平台或效仿。**爱奇艺黄金 VIP 于 2020 年 11 月提价,提价幅度在 17%-29%,同时腾讯在 2020Q3 业绩交流会上也表示未来将调整价格。

表 8: 爱奇艺定价策略

项目	原黄金 VIP 定价	现黄金 VIP 定价	提价幅度	星钻 VIP
连续包年	178 元	218 元	22.47%	398 元
连续包季	45 元	58 元	28.89%	118 元
连续包月	15 元	19 元	26.67%	40 元
12 个月	198 元	248 元	25.25%	418 元
3 个月	58 元	68 元	17.24%	138 元
1 个月	19.8 元	25 元	26.26%	60 元

星钻 VIP 主要权益 剧集、电影免费超前点映, 奇异果/FUN/体育/文学/VR 会员共享, 手机/电脑/平板/电视/VR 五端全通

资料来源: 爱奇艺网站, 国元证券研究所

复盘 Netflix: 近年提价频率提高, 收费对比同行偏贵, 但营收增速不改。Netflix 于 2007 年推出流媒体服务, 2011 年 7 月之前对流媒体和 DVD 租赁合并收费的, 而之后开始对流媒体服务单独收费, 遭到了用户强烈反对并大量退订, 次年公司在美国的营收同比增速显著下滑。Netflix 自制战略取得成效, 2013 年的自制剧《纸牌屋》大火, 随后在 2014 年《纸牌屋 2》播出后进行了第二次提价, 此后涨价愈发频繁, 到 2020 年 10 月已是第六轮提价, 收费区间为 8.99-17.99 美元/月, 对比同行业的

Disney+ (6.99 美元/月)、Hulu (5.99-11.99 美元/月)、Amazon Prime (8.99 美元/月) 等，定价偏贵，但 Netflix 流媒体服务营收增速仍保持在 20%+ 水平。

表 9: Netflix 提价过程

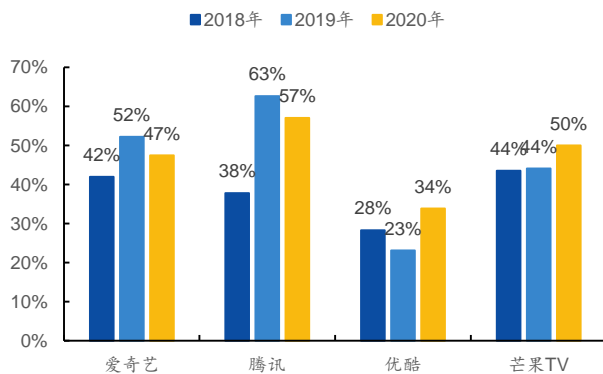
提价时间	首次对流媒体收费 2010 年底	第一次提价 2011 年 7 月	第二次提价 2014 年	第三次提价 2015 年	第四次提价 2017 年	第五次提价 2019 年 1 月	第六次提价 2020 年 10 月
套餐价格 Basic (美元/月)	DVD 租赁+流媒体服务 合并收费	7.99 美元/月	高清套餐 8.99 美元/ 月, 低清套餐 7.99 美元/月	7.99	7.99	8.99	8.99
Standard (美元/月)				9.99	10.99	12.99	13.99
Premium (美元/月)				11.99	13.99	15.99	17.99

资料来源: Netflix, 数娱梦工厂, 国元证券研究所

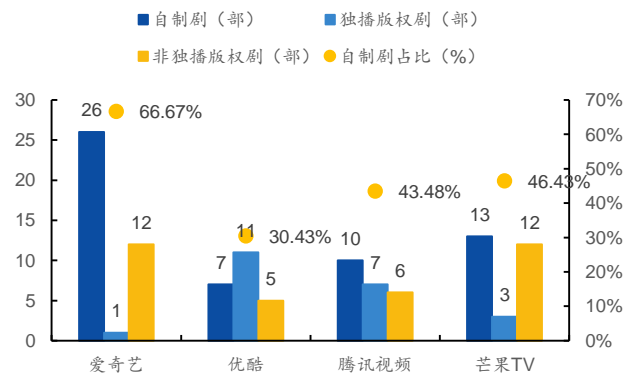
趋势二: 内容成本得到把控, 各平台聚焦精品自制。上游影视剧成本得到有效控制, 市场归于理性, 根据中国电视剧制作产业协会 4 月发布的《倡议书》透露, 当前外购和自制片价格已下降 3-4 成。同时平台加大自制比例, 综艺方面, 根据艾瑞咨询, 全网自制比例从 2018 年的 50% 提高到 2020 年的 61%。剧集方面, 2018 年优爱腾三大平台自制剧占比约 50%, 2019 年上升至 63%, 2020 年下半年, 爱奇艺自制剧比例最高 (66.67%), 其次为芒果 TV (46.43%) 和腾讯视频 (43.48%)。B 站 2018 年开启纪录片自制, 2019 年尝试综艺自制, 2020 年切入到剧和电影端, 出品了《风犬少年的天空》、《说唱新世代》等口碑作品。

图 48: 爱奇艺、腾讯、优酷、芒果 TV 综艺自制比例

图 49: 2020 年下半年各平台待播剧种类



资料来源: 艾瑞咨询, 国元证券研究所



资料来源: 传媒内参公众号等公开资料, 国元证券研究所

趋势三: 探索精品短剧、互动剧等内容形式。互动剧尚处萌芽期, 各平台已开始布局。爱奇艺、优酷、芒果 TV 等多家视频平台入局互动剧, 推出互动视频创作和技术标准, 腾讯视频还发布互动视频一站式创作平台, 芒果则围绕核心 IP《明星大侦探》推出生互动微剧《头号嫌疑人》, 未来将有《头号嫌疑人 2》、《女巫请睁眼》等多部互动剧上线。

精品短剧方面, 爱奇艺迷雾剧场密推精品短剧, 打造悬疑厂牌, 芒果超媒季风剧场台网联动试水短剧, 聚焦全社会话题。继 2018 年奇悬疑剧场后, 爱奇艺在 2020Q2 推出迷雾剧场, 密集上线《十日游戏》(豆瓣 7.3 分)、《隐秘的角落》(豆瓣 8.9 分)、《沉默的真相》(豆瓣 9.2 分)、《非常目击》、《在劫难逃》, 皆为 12 集悬疑短剧, 截至该季收官, 已有超 6800 万订阅会员观看迷雾剧场, 同时吸引了其他国家对迷雾剧

场作品进行版权采买。虽然短剧的单集制作成本稍高，但由于集数少，故总成本相对更低，具备更强劲的投资回报。2021年迷雾剧场还将上线《谁是凶手》、《淘金》、《暗夜行者》、《平原上的摩西》、《致命愿望》等精品短剧。同时芒果TV将推出季风剧场，试水短剧。季风剧场将在湖南卫视+芒果TV双平台播放，尝试每周2集*单集70分钟*共12集的短剧篇幅和新周播模式，包括国内首部反盗猎剧《狂猎》、讲述生死营救下动人母爱的《礼物》，讲述超现实悬疑案件下原生家庭之殇的《海葵》、用轻喜剧风格剖析现实家庭的《她们的镯子》等8-10部精选大剧。

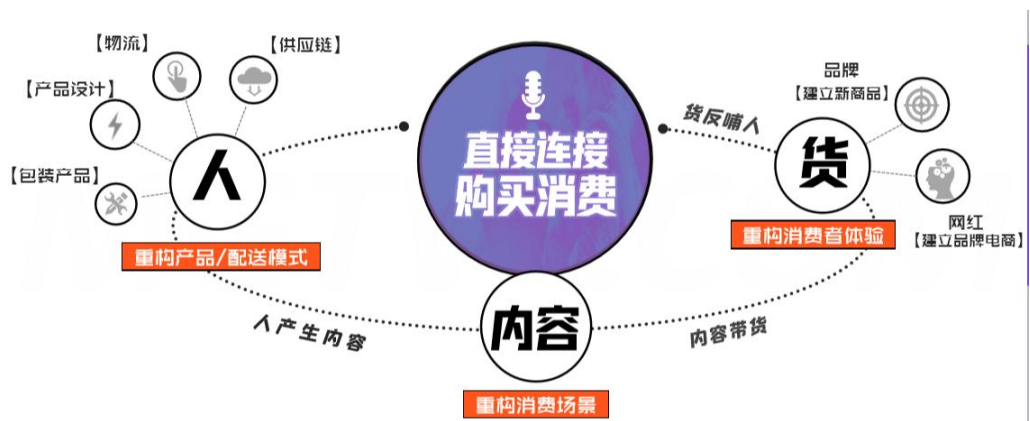
表 10：季风剧场剧集编排

分类	名称	播出时间	题材类型	制作班底	大剧集数	备注
剧集	狂猎	2021 开年巨献	反盗猎、剧情、动作、犯罪	曹盾监制导演	12	森林警察与盗猎分子对抗
	礼物	2021 开年巨献	亲情、奇幻、悬疑	深蓝影业出品	12	新型女性母爱视角下的“她悬疑”
	海葵	2021M11	家庭、悬疑、现实主义	华谊兄弟出品，秦海燕导演	12	超现实悬疑案件背后隐藏原生家庭的爱与救赎
	她们的镯子	2021M10	都市、家庭、现实主义	何俊逸总制片人	12	轻喜剧风格剖析现实家庭话题

资料来源：芒果TV，国元证券研究所

趋势四：长视频网站开辟直播、电商、MCN 新发展道路。芒果 2020 年动作频频，推出大芒计划+小芒电商，试水内容电商，构建“人·内容·货”闭环。芒果利用平台年轻、女性群体占比多，消费意愿强的流量优势，根据品牌和商品调性去定制艺人和内容，打造品效合一的综合营销方案：(1)人：结合自有和外部艺人、KOL，同时设立芒果学院，持续孵化与平台深度结合的艺人、网红、UP主和创作团队(2)内容方面：联合自有制作团队为内容电商提供PGC内容支持；(3)货：商品上架小芒电商，邀请品牌入驻小芒开设自营店/品牌专属KOL账号。

图 50：小芒电商商业模式



资料来源：小芒电商产品介绍，国元证券研究所

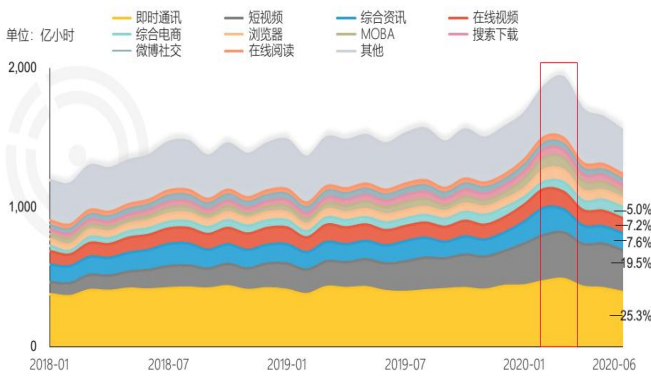
3.2 短视频：行业高速增长，资本化加速

短视频用户规模和用户时长快速增长，快手抖音资本化加速。短视频时长份额在2020年6月达到19.5%，仅次于即时通讯的第二大互联网细分行业。2020年9月快手系APP使用时长占比同比增加2.8pct至7.2%，头条系APP使用时长占比同

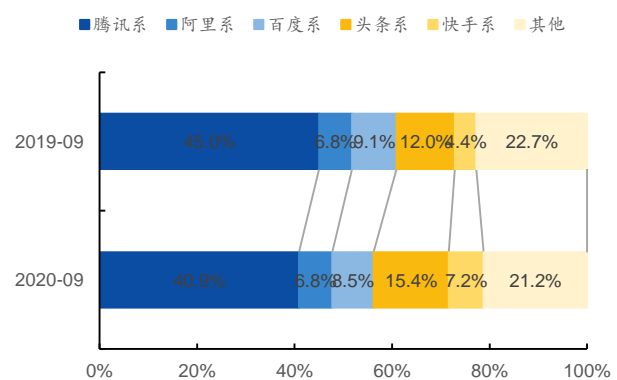
比增加 3.4pct 至 15.4%。用户规模上看，快手日活在 2020 年初突破 3 亿，截至 2020 年 6 月 30 日止六个月，快手的平均 DAU 为 2.58 亿，包含小程序后的平均 DAU 达 3.02 亿，抖音 DAU 在 2019 年 1 月突破 2.5 亿，2020 年 8 月包含火山版的 DAU 在 2020 年 8 月突破 6 亿。高增长下，两大头部平台资本化加速，11 月 5 日，快手正式向港交所递交招股说明书，拟在港交所上市融资。

图 51：中国移动互联网典型细分行业总时长

图 52：移动互联网巨头系 APP 使用时长占比



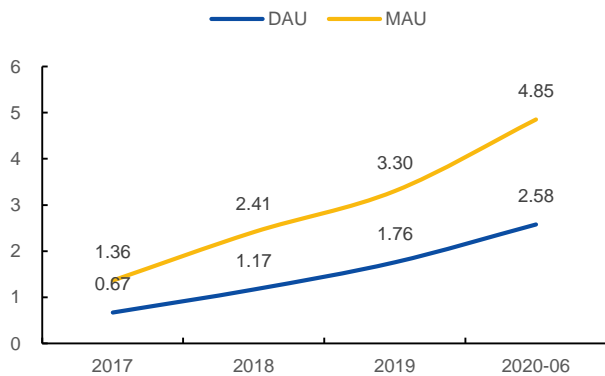
资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所



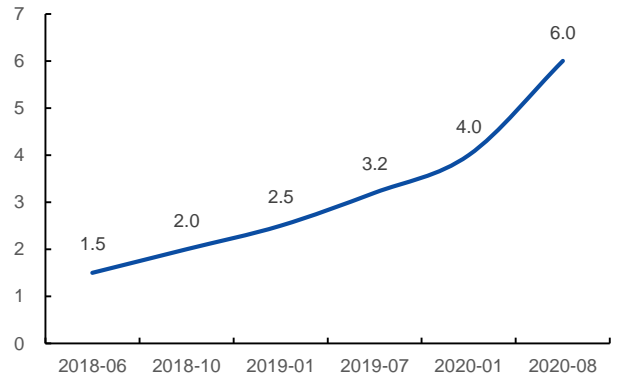
资料来源：Questmobile，国元证券研究所

图 53：快手应用平均 DAU 和 MAU 规模 (亿)

图 54：抖音 DAU 规模 (亿)



资料来源：快手公司公告，国元证券研究中心

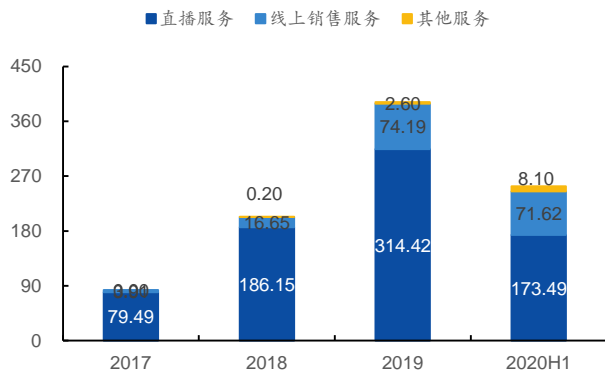


资料来源：抖音，国元证券研究中心

注：抖音为时点数，2020 年 6 月数据包含火山版

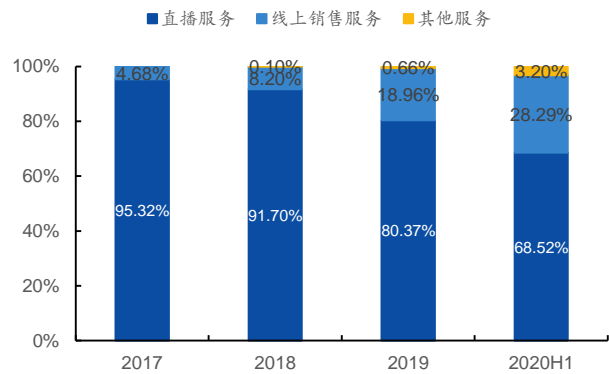
收入侧，快手重在直播打赏，抖音重广告变现。根据晚点 Latepost 和腾讯新闻《潜望》，抖音 2019 年营收约为 900 亿上下，其中广告收入在 600 亿上下，广告收入为其最大收入来源。而快手方面，2019 年营收为 391.20 亿元，同比增长 92.70%，整体收入规模约为抖音的一半。拆分收入看，2019 年快手直播打赏收入为 314.42 亿元，占比 80.37%，广告收入 74.10 亿元，占比 18.96%。2020H1 快手实现收入 253.31 亿，同比增长 48.26%，其中直播业务 173.49 亿同比增长 16.96%，增长放缓。线上销售业务 71.62 亿，同比增长 222.55%，目前是快手收入增长的核心驱动，而快手 8.0 单列的改版，有望提高快手广告的空间。

图 55: 快手分业务营业收入 (亿元)



资料来源: 快手公司公告, 国元证券研究中心

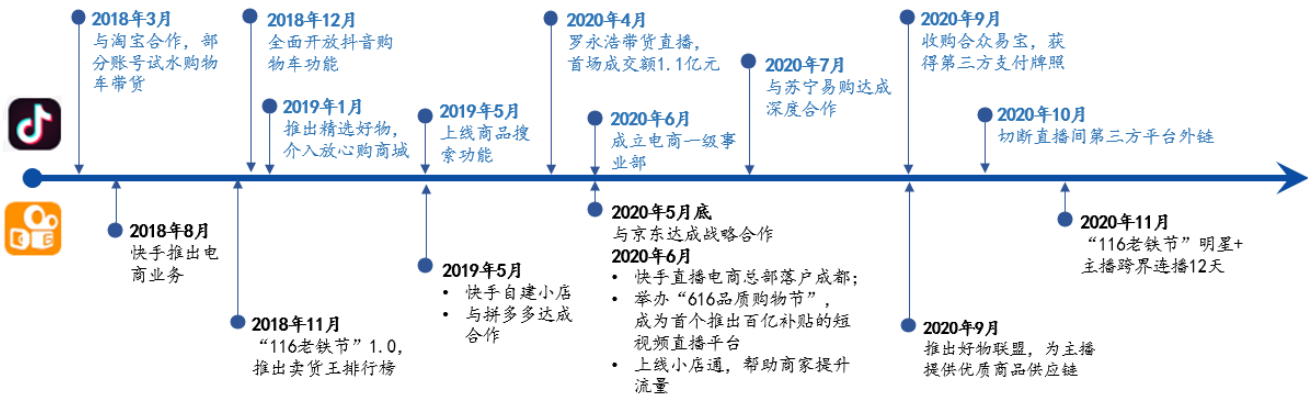
图 56: 快手分业务营收占比 (%)



资料来源: 快手公司公告, 国元证券研究中心

双平台发力直播电商, GMV 快速增长。直播电商方面, 2020H1 快手 GMV 达到 1096 亿, 全年 GMV 目标 2500 亿。抖音在 2020 年动作频频, 成立电商一级部门, 强势发力, 2020 年 GMV 目标定为 2000 亿。而从快手的招股说明书中, 包含电商在内的其他收入 2020H1 收入规模 8.1 亿, 货币化率不足 0.74%。

图 57: 抖音、快手电商发展历程



资料来源: 艾瑞咨询、Questmobile, 快手, 国元证券研究所

我们认为短视频平台快速爆发, 大量抢占用户时长, 双寡头格局已难以撼动, 后续商业化的空间潜力较大, 包括电商、游戏、教育等新的商业化变现方向。看好抖音和快手平台及相关产业链公司。

4、投资建议及重点推荐个股

我们持续看好游戏和网络视频板块，(1) 游戏：行业需求强劲，代际切换下用户的人口渗透率有望持续提升，且游戏本质的高互动性、成瘾性、竞技性等娱乐属性，具备强不可替代，中期看景气度将维持高位。监管趋严下，尾部厂商加速出清，中部厂商市占率提升。买量模式下，渠道垄断逐渐打破，上游议价能力提升。目前板块估值处于低位。重点推荐：完美世界、吉比特、三七互娱、掌趣科技、宝通科技。(2) 网络视频：长视频头部有望迎来涨价潮，同时上游版权成本下降，视频网站盈利能力有望持续提升。以芒果和哔哩哔哩为核心的二线龙头持续通过优质内容破圈并迎来量价齐升。同时短视频高增长且加速资本化，相关产业链公司将持续受益。重点推荐：芒果超媒、哔哩哔哩、快手。(3) 同时建议积极布局细分赛道龙头的投资机会，重点推荐：新媒股份、视觉中国。

附表：相关标的盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002624	完美世界	买入	1.22	1.40	1.57	23.67	20.59	18.37
603444	吉比特	买入	15.32	17.87	19.77	26.23	22.49	20.33
002555	三七互娱	买入	1.41	1.67	1.97	20.59	17.31	14.71
300315	掌趣科技	买入	0.22	0.37	0.44	29.25	17.55	14.95
300031	宝通科技	买入	1.00	1.40	1.64	20.27	14.51	12.40
300413	芒果超媒	买入	1.04	1.27	1.48	63.61	52.19	44.58
300770	新媒股份	买入	2.60	3.23	4.06	29.18	23.44	18.68
000681	视觉中国	增持	0.27	0.39	0.51	60.31	40.86	31.41

数据来源：Wind，国元证券研究所

5、风险提示

政策监管风险

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188