

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

## 传媒行业

### 报告原因：专题报告

### 2021年9月10日

## 行业 2021 年中报总结

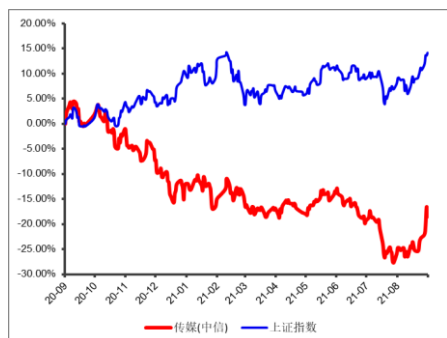
### 中报业绩向好，内容赛道表现分化

## 维持评级

### 看好

### 行业研究/专题报告

传媒板块近一年市场表现



分析师：徐雪洁

执业登记编码：S0760516010001

邮箱：xuxuejie@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

报告要点：

➤ **传媒行业上半年整体业绩向好，二季度改善更为明显。**CS 传媒 152 家上市公司 2021H1 实现营业收入 2627.31 亿元，同比 2020H1 增长 20.43%，实现归属母公司股东净利润 284.27 亿元，同比增长 62.50%。由于 2020 年上半年行业受到疫情影响业绩基数整体较小，通过 2019H1 可比范围统计，2021H1 上市公司营业收入与归母净利润分别实现增长 10.08% 和 14.20%，业绩增速较 2019H1 也有显著提升，表明行业在恢复疫情前的正常经营中发展态势与业绩增长持续向好。其中 21Q2 分别实现营业收入与归母净利润 1390.37 亿元、175.66 亿元，可比范围统计口径下同比增长 18.43% 和 48.35%，对比 2019 同期分别实现增长 10.34% 和 35.75%，Q2 行业收入与利润端呈现同比与环比的双增长。

➤ **游戏业绩短期承压，其余细分行业均呈现增长态势。**营业收入增速方面，除游戏行业外各细分行业均实现同比增长，其中影视行业同比增长达 201.39%，互联网影视音频、其他广告营销、其他文化娱乐等行业同比增速达 20% 以上，游戏行业受 20H1 业绩高基数等因素影响，营业收入同比减少 3.37%。归属母公司股东净利润增速方面，除游戏、广播电视外的各细分行业均实现同比增长，其中影视同比实现扭亏为盈，归母净利润增速达 142.80%，其他广告营销、互联网广告营销归母净利润同比增速达 100% 以上，其他文化娱乐、动漫实现同比大幅减亏。

➤ **细分板块分析：**1) **游戏：**上半年业绩增速有所下滑，二季度行业利润端环比已有明显改善。2021H1 实现营业收入 359.36 亿元，同比减少 3.37%，实现归母净利润 81.87 亿元，同比减少 26.65%。从单季度业绩来看，21Q1-Q2 营业收入分别为 182.03 亿、177.33 亿元，同比减少 4.50%、2.19%，归母净利润分别为 34.34 亿、47.52 亿，同比减少 22.67%、29.27%，相较于 2019 年同期则均实现正向增长，且二季度行业利润端环比已有明显改善。2) **出版：**发行与出版业务收入及毛利稳定是奠定业绩回暖基石。2021 年实现营业收入 657.84 亿元，同比增长 16.24%，实现归母净利润 89.61 亿元，同比增长 32.16%。由于 2020 年上半年出版行业受疫情较为明显，整体业绩基数较低，对比 2019H1，今年出版行业营收增速为 4.64%、归母净利润增速为 14.00%，业绩增速回归稳态。经营活动现金流大幅改善，净额为 35.02 亿元，同比增长 420.89%。3) **影视：**业绩强势反弹，行业尚未完全恢复。2021H1 实现营业收入 216.88 亿元，同比增长 201.39%，实现归母净利润 20.47 亿元，同比扭亏，增长 142.80%。由于电影市场受疫情影响范围广、时间长，导致 2020 上半年影院经营基本处于停滞状态，随着国内疫情防控进入常态化，电影市场稳步复苏，上市公司业绩也随之获大幅改善。与 2019 年同期相比，影视行业营业收入同比下降 17.25%，归母净利润方面则由于盈利能力的改善，同比增长 33.81%。4) **互联网影视音频：**业绩维持快速增长，芒果超媒会员及广告收入双增。2021H1 实现营业收入 105.87 亿元，同比增长 35.48%，同比 19H1 增长 34.39%，实现归属母公司股东净利润

17.05 亿元，同比增长 28.60%，同比 19H1 增长 71.49%。行业单季度业绩较为稳定。

➤ **行业展望及投资建议：**下半年我们认为行业业绩有望持续向暖，细分板块在低基数影响下也有望维持良好的增速表现。虽然内容行业短期面临监管趋严因素影响，但在移动应用及娱乐消费形态呈现更加丰富多元、存量用户留存及商业化能力竞争加剧下，我们依旧看好具有核心内容制作能力、持续精品输出能力，深度挖掘用户偏好能力的公司，能够建立起较高的竞争壁垒。

**1) 游戏：次新产品利润释放推动增长，出海加速为业绩注入新增长引擎。**随着前期上线产品投入减少、流水累计增加，行业利润端将逐步改善，同时也会减少后续储备产品上线后投入与产出的错配影响。因此我们认为下半年次新品的利润释放、新产品上线推动流水增加以及海外产品加速布局等都将为游戏板块带来业绩增量。新未保政策落地以及监管对游戏产业发展指向明确，有利于行业稳定可持续发展。游戏板块自去年三季度以来持续调整，建议关注基本面改善后的估值修复机会。标的方面建议关注吉比特、完美世界、三七互娱。

**2) 出版：主题出版延续热度，电商活动有望带动图书线上线下销售。**随着疫情影响的消除，出版板块将回归稳健增长的通道。在全国疫情防控稳态下秋季学期顺利开学，教材教辅业务将继续奠定出版行业业绩大盘，主题出版品类多元且日趋大众化，其带动效应有望延续以及双减政策下预计将为少儿、文学类等图书销售带来需求释放。此外，下半年电商购物活动也有望带动图书线上线下的整体销售。出版及阅读一直以来受国家政策支持、波动较小，分红稳定且持续，板块安全边际较高。标的方面建议关注中信出版、中南传媒、新经典。

**3) 电影：暑期档表现不及预期，中秋国庆优质片单将助力回暖。**受到局部疫情反复扰动及海外疫情影响进口片引进，电影市场恢复进程放缓。尤其是暑期档以来，受到上述因素影响影片供给、导致票房不及市场预期。8 月底疫情控制好转，多个中高风险地区转为低风险后影院陆续恢复营业；同时中秋及国庆档来临，热门影片陆续定档，有望带动观影热情的释放，建议关注电影票房表现及行业基本面改善机会。标的方面建议关注万达电影、横店影视、光线传媒、中国电影。

**4) 影视及网络视频：短期内容监管升级，利好优质内容生产及平台。**内容端，剧集行业内容生产提质减量、供给端改革成效明显，上半年开机项目平稳。平台端，优质国产剧集、网络综艺等内容密集上线，带动平台热度不断提升，加速推进内容的工业化生产能力，提高版权的长尾收益和商业模式拓展。现阶段行业正在经历内容监管的再度升级，我们认为这对于具有高质量内容制作能力、坚守底线思维、传播正能量的内容制作方、平台而言，有望迎来更好的发展机遇，进一步快速行业的优胜劣汰以及精品内容的产出。标的方面建议关注华策影视、芒果超媒。

➤ **风险提示：**疫情反复影响，政策变动及监管对行业发展趋势转变的风险，市场竞争加剧风险，盗版侵权及知识产权纠纷风险，单个文化产品收益波动性，商誉减值风险等。

## 目录

一、传媒行业 2021 年中报业绩整体分析 .....	6
1. 行业整体：疫情影响消除，上半年行业业绩向好 .....	6
2. 公司分布：收入与利润实现增长的公司数量大幅增加 .....	10
二、细分行业比较及重点行业分析 .....	11
1. 细分行业：游戏业绩短期承压，其余细分行业均呈现增长态势 .....	11
2. 游戏：产品上线周期致业绩分化，二季度利润端环比改善 .....	13
3. 出版：出版与发行业务收入及毛利稳定，奠定业绩回暖基石 .....	17
4. 影视：业绩强势反弹，行业尚未完全恢复 .....	23
5. 互联网影视音频：业绩维持快速增长，芒果超媒会员及广告收入双增 .....	30
三、行业展望及投资建议 .....	35
四、风险提示 .....	38

## 图表目录

图 1：近三年传媒上市公司中报营业收入情况 .....	6
图 2：近三年传媒上市公司中报归母净利润情况 .....	6
图 3：单季度传媒上市公司营业收入情况 .....	7
图 4：单季度传媒上市公司归母净利润情况 .....	7
图 5：传媒上市公司单季度及上半年毛利率水平 .....	7
图 6：传媒上市公司上半年期间费用率水平 .....	7
图 7：传媒上市公司信用及资产减值损失情况 .....	8
图 8：传媒上市公司存货与应收账款周转率 .....	8
图 9：传媒上市公司中报投资净收益情况 .....	8
图 10：传媒上市公司整体商誉规模 .....	8
图 11：以中信分类统计的各行业商誉规模及占比情况 .....	9
图 12：传媒行业经营活动产生的现金流净额情况 .....	9
图 13：2021H1 传媒上市公司营业收入规模分布 .....	10
图 14：2021H1 传媒上市公司归母净利润规模分布 .....	10
图 15：2020 年公司营业收入增速分布 .....	11
图 16：2020 年公司归母净利润增速分布 .....	11
图 17：游戏行业营业收入情况 .....	13
图 18：游戏行业归母净利润情况 .....	13
图 19：游戏行业单季度营业收入情况 .....	14
图 20：游戏行业单季度归母净利润情况 .....	14
图 21：游戏行业毛利率水平 .....	14
图 22：游戏行业期间费用率水平 .....	14
图 23：游戏行业经营活动现金流净额情况 .....	15



图 24：游戏行业商誉及商誉占比情况.....	15
图 25：2021 年上半年移动游戏单月市场规模（亿元）.....	15
图 26：2021 年 1-7 月自研游戏出海单月收入.....	15
图 27：2021H1 出版行业营业收入情况.....	18
图 28：2021H1 出版行业归母净利润情况.....	18
图 29：出版行业单季度营业收入情况.....	18
图 30：出版行业单季度归母净利润情况.....	18
图 31：出版行业毛利率水平.....	19
图 32：出版行业期间费用率水平.....	19
图 33：出版行业经营活动现金流净额情况.....	19
图 34：出版行业资产减值损失及上半年周转率情况.....	19
图 35：2021 年上半年图书零售市场码洋规模增速.....	20
图 36：2021 年上半年网店渠道码洋规模增速.....	20
图 37：2017 年至 2021 年主题出版码洋规模及占比.....	21
图 38：2021H1 图书码洋结构情况.....	21
图 39：2021H1 不同渠道折扣水平以及网店渠道细分品类销售折扣水平.....	21
图 40：2021H1 影视行业营业收入情况.....	24
图 41：2021H1 影视行业归母净利润情况.....	24
图 42：影视行业单季度营业收入情况.....	24
图 43：影视行业单季度归母净利润情况.....	24
图 44：影视行业毛利率水平.....	25
图 45：影视行业期间费用率水平.....	25
图 46：影视行业上半年资产减值损失及周转率情况.....	26
图 47：影视行业商誉规模及占比情况.....	26
图 48：2018-2021 年上半年电影大盘票房.....	27
图 49：2021 年上半年重要档期票房情况.....	27
图 50：2021 年上半年院线票房分布情况.....	28
图 51：2021 年上半年影投票房分布情况.....	28
图 52：2021 年上半年电视剧拍摄及网剧规划备案.....	30
图 53：2021 年上半年电视剧取得发行许可情况.....	30
图 54：2021H1 互联网影视音频行业营业收入情况.....	31
图 55：2021H1 互联网影视音频行业归母净利润情况.....	31
图 56：互联网影视音频行业及芒果超媒毛利率水平.....	32
图 57：互联网影视音频行业期间费用率水平.....	32
图 58：互联网影视音频及芒果超媒经营活动现金流.....	32
图 59：互联网影视音频行业上半年周转率情况.....	32
图 60：2020.1-2021.6 网络视频月活用户规模.....	33
图 61：2021 年上半年四大平台上线剧集数量.....	33
图 62：视频平台付费用户数据情况.....	34
图 63：视频平台会员业务收入增速情况.....	34
图 64：视频平台广告业务收入增速情况.....	34
图 65：爱奇艺内容成本情况.....	34
图 66：近五年传媒板块市盈率变动情况.....	35

表 1：2021H1 传媒细分子行业营业收入及归母净利润增速情况 .....	12
表 2：2021Q1-Q2 传媒细分子行业营业收入及归母净利润增速情况 .....	13
表 3：2021H1 游戏公司业绩情况（亿元/%） .....	17
表 4：2021H1 出版公司业绩情况（亿元/%） .....	22
表 5：2021H1 部分上市公司出版及发行业务情况 .....	23
表 6：2021H1 影视公司业绩情况（亿元/%） .....	26
表 7：2021H1 票房 TOP 10 院线及影投公司 .....	28
表 8：2021H1 互联网影视音频公司业绩情况（亿元/%） .....	31
表 9：近两年三级子行业市盈率（剔除负值）统计情况 .....	35

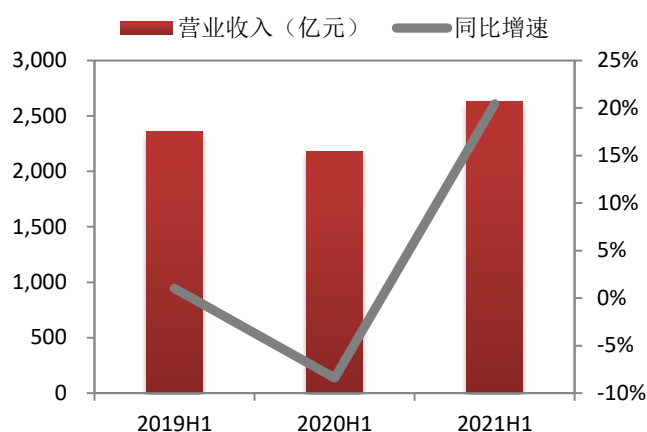


## 一、传媒行业 2021 年中报业绩整体分析

### 1. 行业整体：疫情影响消除，上半年行业业绩向好

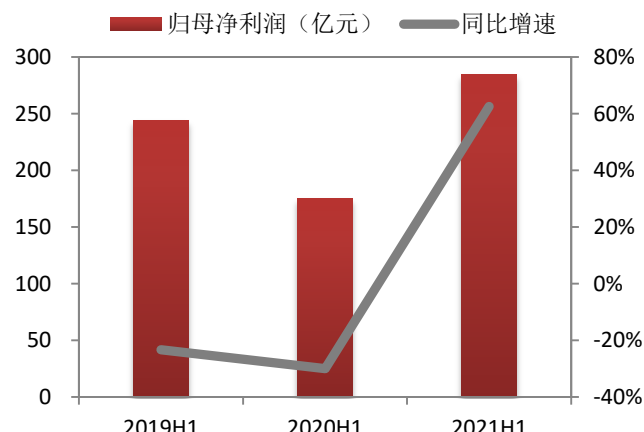
截至 2021 年 8 月底，我们对 A 股 CS 传媒 152 家上市公司 2021 年中报情况进行统计。2021H1 传媒上市公司实现营业收入 2627.31 亿元，同比 2020H1 增长 20.43%，实现归属母公司股东净利润 284.27 亿元，同比增长 62.50%。由于 2020 年上半年行业受到疫情影响业绩基数整体较小，通过 2019H1 可比范围统计，2021H1 上市公司营业收入与归母净利润分别实现增长 10.08% 和 14.20%，业绩增速较 2019H1 也有显著提升，表明行业在恢复疫情前的正常经营中发展态势与业绩增长持续向好。

图 1：近三年传媒上市公司中报营业收入情况



资料来源：wind，山西证券研究所

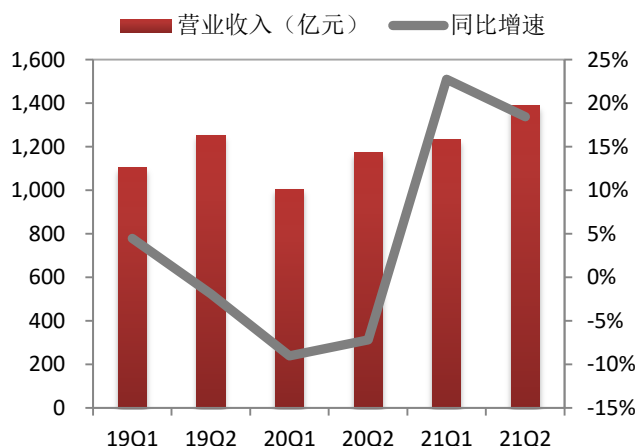
图 2：近三年传媒上市公司中报归母净利润情况



资料来源：wind，山西证券研究所

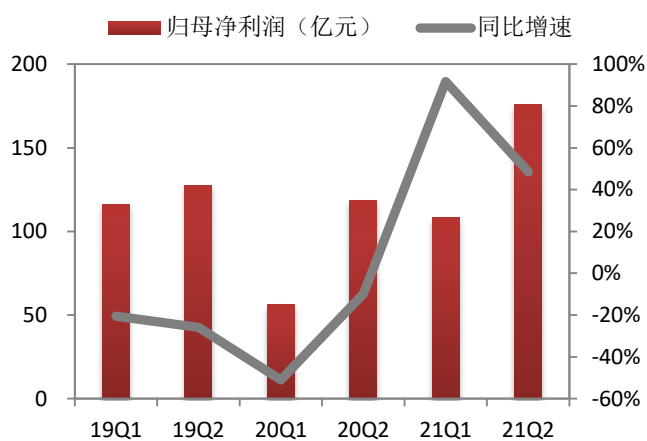
2021Q1-Q2 传媒上市公司整体实现营业收入 1234.90 亿元和 1390.37 亿元，可比范围统计口径下同比增长 22.74% 和 18.43%，实现归属母公司股东净利润为 108.38 亿元和 175.66 亿元，可比范围统计口径同比增长 91.69 和 48.35%。相较于 20Q1 处于受疫情影响严重以及 20Q2 处于复产复工业绩回暖的状态，今年上半年单季度业绩呈现大幅增长。对比 2019 同期收入与利润的情况，可比范围统计口径下 21Q1 营业收入与归母净利润增速分别为 10.95%、-7.97%，21Q2 增速分别为 10.34%、35.75%，Q2 相较于 Q1 业绩边际改善更为明显，同比与环比呈现双增长。

图 3：单季度传媒上市公司营业收入情况



资料来源：wind，山西证券研究所

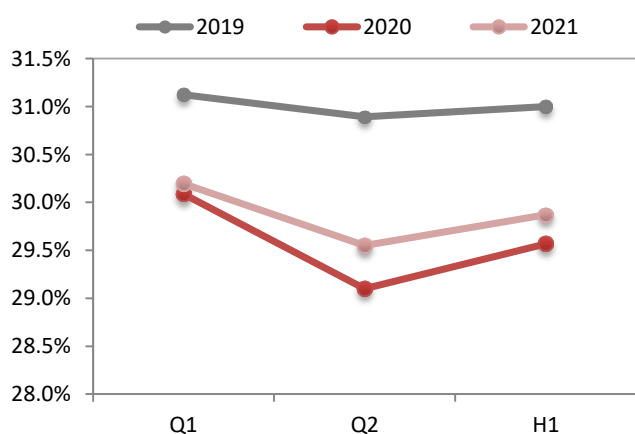
图 4：单季度传媒上市公司归母净利润情况



资料来源：wind，山西证券研究所

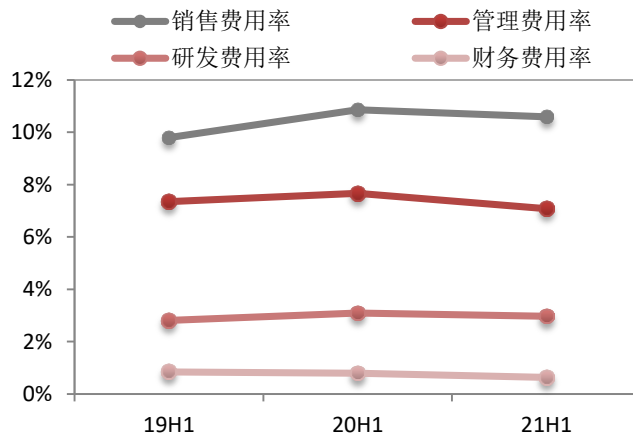
毛利率及费用率方面，2021H1 传媒行业整体毛利率为 29.87%，较 2020 年同期上升 0.3pct，较 2019 年同期下降 1.13pct；其中 Q1 毛利率为 30.20%，同比 20Q1 上升 0.11pct，同比 19Q1 下降 0.93 pct；Q2 毛利率为 29.55%，同比 20Q2 上升 0.45pct，同比 19Q1 下降 1.34pct。2021H1 传媒行业整体销售、管理、研发、财务费用率分别为 10.95%、7.08%、2.97%、0.64%，同比变动-0.27pct、-0.58pct、-0.13pct、-0.16pct。由于上半年收入的恢复性增长，毛利率有一定程度的回升，费用率则明显下降。

图 5：传媒上市公司单季度及上半年毛利率水平



资料来源：wind，山西证券研究所

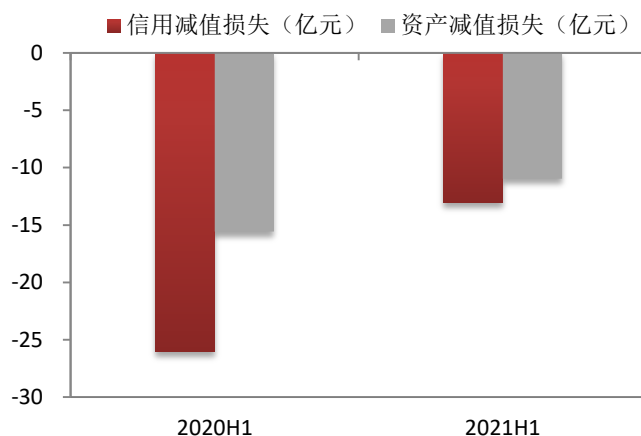
图 6：传媒上市公司上半年期间费用率水平



资料来源：wind，山西证券研究所

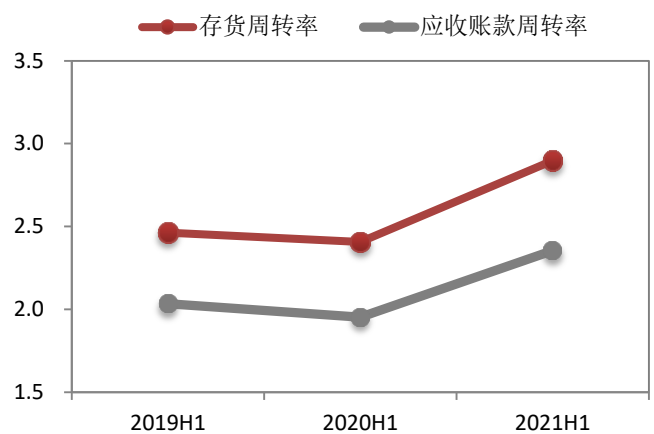
资产减值及营运效率方面，2021H1 传媒上市公司资产及信用资产减值损失规模同比明显减少，合计规模为 24.01 亿元，同比减少 42.25%，对利润总额的影响为-7.09%，同比下降 13.6pct。由于 2020 年同期疫情对上市公司业务上下游公司均有影响，进而导致存货流转、应收账款的回收周期有所放缓，坏账、存货减值计提损失大幅增加。从营运角度来看，2021H1 传媒上市公司整体存货周转率为 2.90 次，较 2020 年同期增加 0.49 次，应收账款周转率为 2.35 次，较 2020 年同期上升 0.40 次。

图 7：传媒上市公司信用及资产减值损失情况



资料来源：wind，山西证券研究所

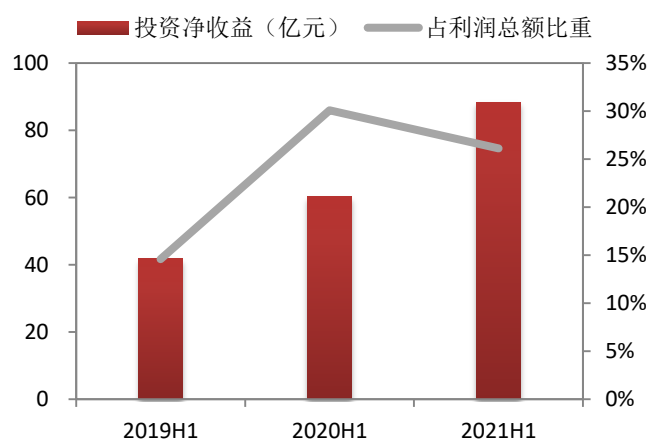
图 8：传媒上市公司存货与应收账款周转率



资料来源：wind，山西证券研究所

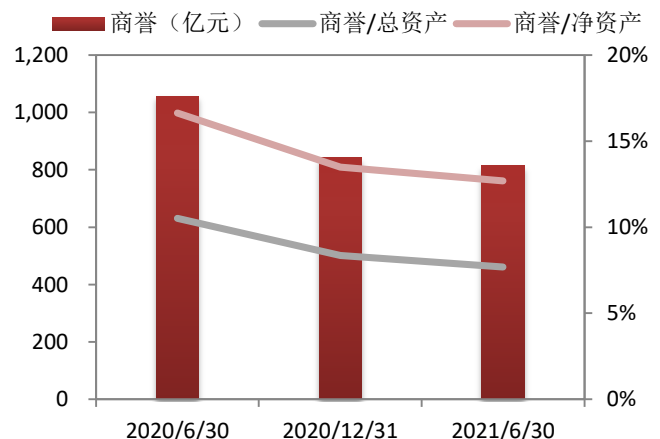
投资及商誉方面，近年来传媒上市公司投资净收益保持稳定增长，2021H1 规模为 88.34 亿元，同比增加 46.21%，占利润总额比重 26.10%，同比下降 3.97pct；上半年世纪华通出售上海珑睿、无锡智慧云股权，投资收益达 24.29 亿元，对行业整体投资收益影响较大。截至 2021 年 6 月 30 日，152 家传媒上市公司的商誉规模为 816.76 亿元，较 2020 年期末减少 3.07%，商誉占总资产的比重为 7.68%，较 2020 年期末下降 0.68pct，占净资产的比重为 12.68%，同比下降 0.81pct。以中信行业分类计算各行业的商誉规模及所占总资产和净资产的比例，全行业中传媒行业商誉规模排名仍为第三位，商誉占总资产及商誉占净资产的比例保持行业第二位。

图 9：传媒上市公司中报投资净收益情况



资料来源：wind，山西证券研究所

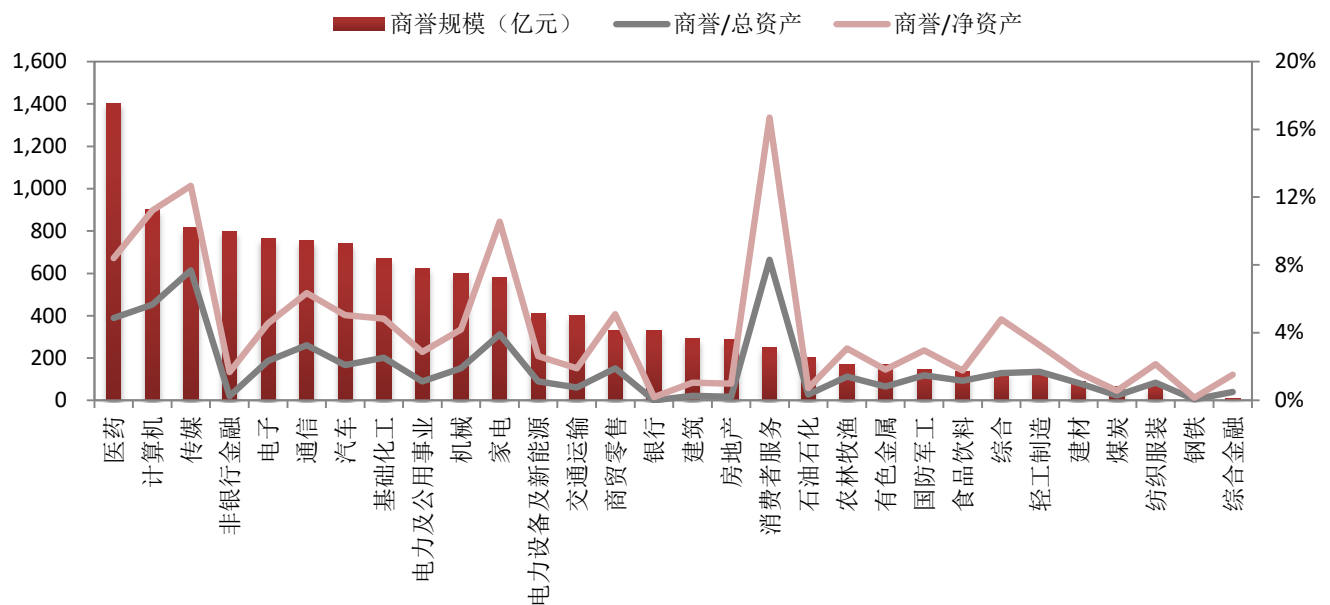
图 10：传媒上市公司整体商誉规模



资料来源：wind，山西证券研究所



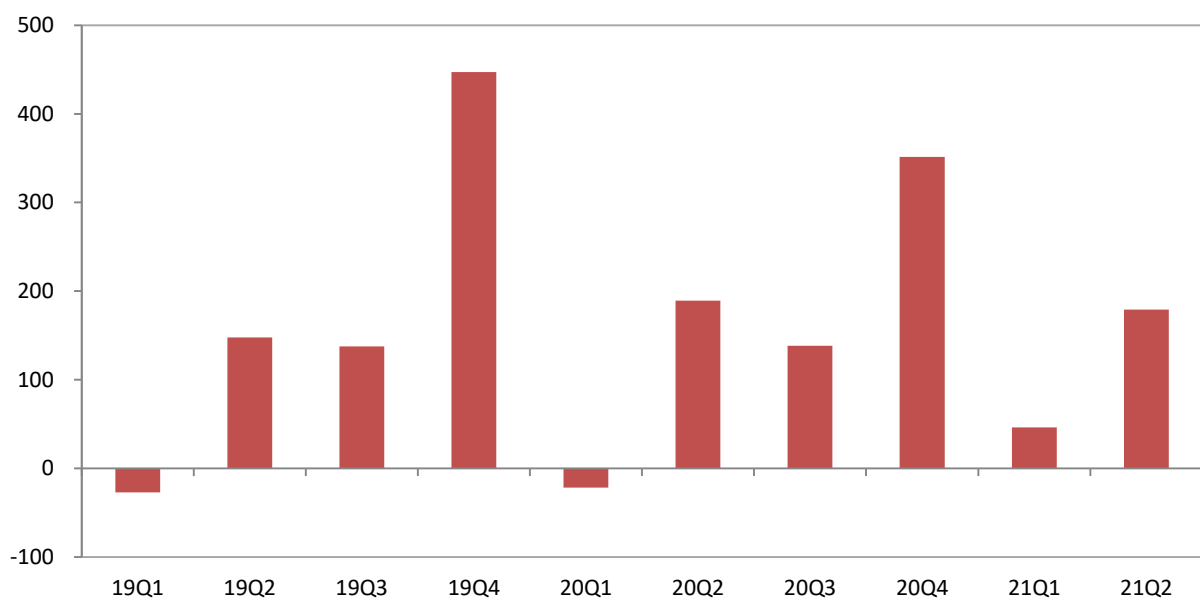
图 11：以中信分类统计的各行业商誉规模及占比情况



资料来源：wind，山西证券研究所

现金流方面，2021H1 传媒上市公司实现经营活动产生的现金流净额为 225.40 亿元，同比增长 35.10%，同比 2019H1 增长 78.63%。其中 21Q1 经营活动产生的现金流净额为 46.15 亿元，2019-2020 年同期现金流净额为-26.99 亿、-21.83 亿元。21Q2 净额为 179.26 亿元，环比增长 288.43%，主要为行业结算周期因素；同比减少 5.22%，由于 20Q2 复产复工以来行业经营活动现金流加速回流改善，导致互联网营销、广播电视、互联网影视音频等多个细分行业经营活动现金流净额二季度同比减少。

图 12：传媒行业经营活动产生的现金流净额情况



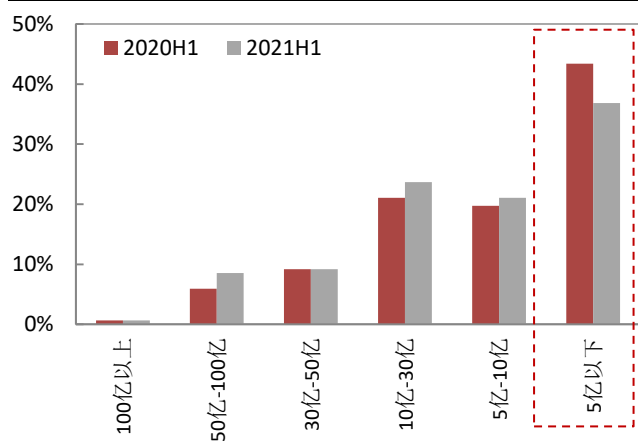
资料来源：wind，山西证券研究所

## 2. 公司分布：收入与利润实现增长的公司数量大幅增加

业绩规模方面，2021H1 传媒上市公司营业收入分布集中于 30 亿元规模以下，数量占比达 81.58% 以上，其中营收规模在 5 亿以下的共有 56 家，占比 35.84%，同比下降 6.58pct；营收规模在 5 亿至 10 亿的共有 32 家，占比 21.05%，同比上升 1.32pct；营收规模 10 亿至 30 亿的共有 36 家，占比 23.68%，同比上升 2.63pct。营业收入 30 亿元以上规模上市公司中 50 亿至 100 亿区间数量上升至 13 家，占比 8.55%，同比上升 2.63pct；100 亿元以上及 30 至 50 亿规模数量持平。上市公司中，蓝色光标 21H1 营业收入突破 200 亿达 221.13 亿元，为行业内唯一营收规模破百亿的上市公司，此外利欧股份、芒果超媒、三七互娱、分众传媒、世纪华通、万达电影等上市公司营业收入规模居行业前列。

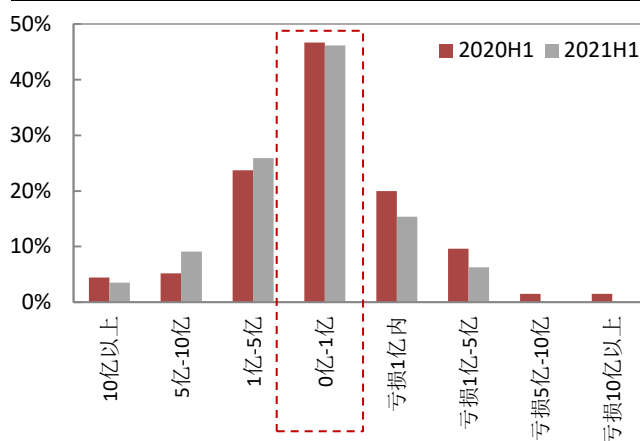
2021H1 传媒上市公司归母净利润亏损家数同比明显减少，亏损数量为 31 家，占比 21.68%，且亏损规模相较于 2020 年同期也有所缩小，主要集中在 1 亿元以内，数量为 22 家。盈利上市公司归母净利润规模主要分布在 1 亿元内，数量为 46.15%，此外 1 至 5 亿、5 至 10 亿规模上市公司占比也有明显增加，分别占比 25.87%（+2.17pct）、9.09%（+3.91pct）。从这一角度来看，也表明疫情过后上市公司的盈利情况明显好转。上市公司中，分众传媒与世纪华通 21H1 归母净利润规模达 20 亿元以上，为行业内唯二归母净利润规模破 20 亿的上市公司，此外芒果超媒、凤凰传媒、中文传媒归母净利润规模超 10 亿。

图 13：2021H1 传媒上市公司营业收入规模分布



资料来源：wind，山西证券研究所

图 14：2021H1 传媒上市公司归母净利润规模分布

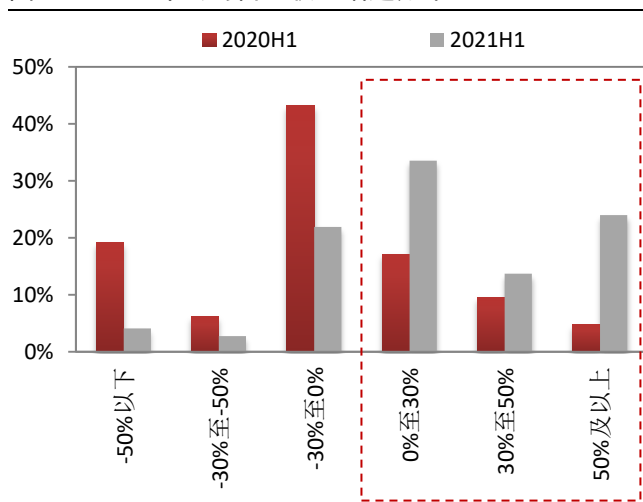


资料来源：wind，山西证券研究所

业绩增速方面，2020H1 传媒上市公司中营业收入与归母净利润实现同比增长的数量大幅增加，分别为 104 家、97 家，数量占比提升 39.37pct 和 32.88pct，主要受到 2020 年同期业绩低基数影响。营业收入增速分布上，主要集中于同比增长 30% 以内和 50% 及以上，占比分别为 33.56% 和 23.97%，同比减少 30% 以内的公司同样较集中，占比达 21.92%。归母净利润增速分布上，主要集中于同比增长 50% 及以上，占比高达 44.52%，而同比减少 50% 以上的公司占比达 17.81%，表明上市公司利润增速分化的情

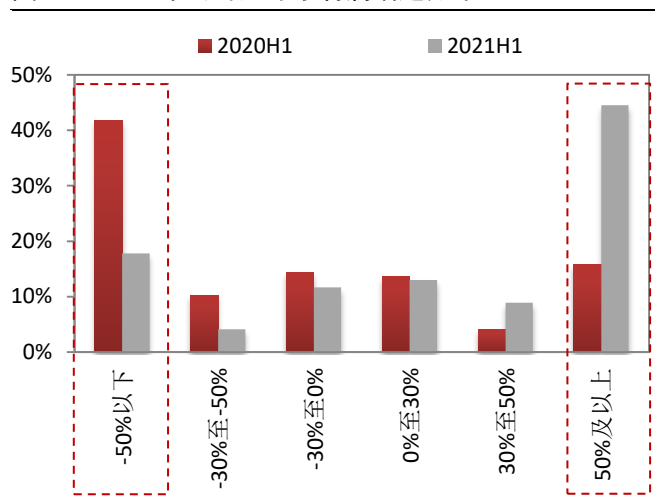
况仍然存在。单季度来看，21Q2 营业收入实现同比及环比增长的上市公司均为 103 家，归母净利润实现同比及环比增长的上市公司分别为 88 家、93 家，表明二季度以来传媒上市公司整体业绩向好，相较于一季度环比改善也较为明显。上市公司中，21H1 营业收入同比增长较高的公司主要集中要影视板块，横店影视、金逸影视、华录百纳、\*st 晨鑫、上海电影增速居行业前五，归母净利润增速前五则为\*st 巴士、华立科技、光线传媒、新华网、数码视讯，21Q2 营业收入环比增速前五为\*st 巴士、慈文传媒、唐德影视、新华传媒、美盛文化，归母净利润环比增速前五为电广传媒、新华网、歌华有线、新华传媒、中国科传。

图 15：2020 年公司营业收入增速分布



资料来源：wind，山西证券研究所

图 16：2020 年公司归母净利润增速分布



资料来源：wind，山西证券研究所

## 二、细分行业比较及重点行业分析

### 1. 细分行业：游戏业绩短期承压，其余细分行业均呈现增长态势

由于细分行业中上市公司的数量不同，导致业绩规模差异较大不便于比较，我们主要采用细分行业业绩增速进行横向比较。细分行业以 CS 传媒三级行业分类为主进行调整，包括出版、游戏、动漫、广播电视、影视、数字阅读、信息搜索与聚合、互联网广告营销、互联网影视音频、其他广告营销、其他文化娱乐等 11 个细分行业。

2021H1 营业收入增速方面，除游戏行业外各细分行业均实现同比增长，其中影视行业同比增长达 201.39%，互联网影视音频、其他广告营销、其他文化娱乐等行业同比增速达 20% 以上，游戏行业受 20H1 业绩高基数等因素影响，营业收入同比减少 3.37%。如若同 19H1 可比范围内营业收入相比，互联网影视音频、数字阅读及互联网广告营销同比实现 25% 以上增幅，其他文化娱乐、影视、动漫及广播电视营业收入尚未达到 2019 年同期水平。单季度来看，同样除游戏行业以外的各细分行业均实现同比增长，

单季度营业收入增速排名基本与上半年整体排名相似。

2021H1 归属母公司股东净利润增速方面，除游戏、广播电视外的各细分行业均实现同比增长，其中影视同比实现扭亏为盈，归母净利润增速达 142.80%，其他广告营销、互联网广告营销归母净利润同比增速达 100% 以上，行业内蓝色光标、利欧股份、分众传媒、电广传媒、智度股份等业绩规模占比较大的上市公司上半年归母净利润大幅增长，对细分行业整体利润端的增长具有重要影响；此外其他文化娱乐、动漫实现同比大幅减亏。如若同 19H1 可比范围内归母净利润相比，数字阅读实现同比扭亏，归母净利润增速达 284.74%，其他广告营销同比增长同样达 200% 以上，互联网影视音频、影视、游戏、出版、互联网广告营销同比实现增长，其他文化娱乐、动漫行业由于 21H1 亏损，同比 19H1 降幅较大达 130% 以上，广播电视、信息搜索与聚合同比减少 61.98% 和 47.41%。单季度增速方面，各细分板块存在差异，其他广告营销、影视、出版、互联网影视音频实现 Q1/Q2 连续扭亏或增长，游戏、广播电视 Q1/Q2 均为负增长，互联网广告营销、其他文化娱乐、数字阅读增长由负转正，信息搜索与聚合、动漫则在 Q1 扭亏、Q2 归母净利润同比下滑。

表 1：2021H1 传媒细分子行业营业收入及归母净利润增速情况

营业收入	同比20H1	同比19H1	归母净利润	同比20H1	同比19H1
影视	201.39%	-17.25%	其他广告营销	828.21%	234.16%
互联网影视音频	35.48%	34.39%	影视	142.80%	33.81%
其他广告营销	26.61%	8.79%	互联网广告营销	100.14%	9.96%
其他文化娱乐	23.99%	-22.42%	其他文化娱乐	73.37%	-131.91%
信息搜索与聚合	22.71%	10.13%	动漫	34.81%	-131.24%
互联网广告营销	19.28%	28.89%	出版	32.16%	14.00%
数字阅读	16.36%	30.70%	互联网影视音频	28.60%	71.49%
出版	16.24%	4.64%	信息搜索与聚合	27.26%	-47.41%
动漫	13.87%	-11.52%	数字阅读	18.77%	284.74%
广播电视	4.72%	-0.10%	游戏	-26.65%	17.49%
游戏	-3.37%	7.70%	广播电视	-32.98%	-61.98%

资料来源：wind，山西证券研究所

表 2：2021Q1-Q2 传媒细分子行业营业收入及归母净利润增速情况

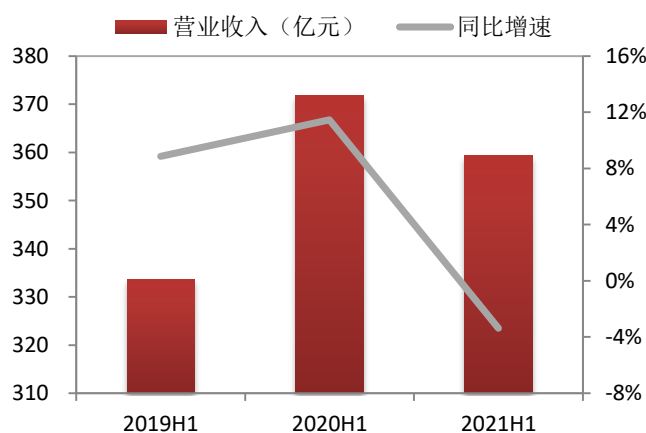
营业收入	21Q1	21Q2	归母净利润	21Q1	21Q2
影视	148.93%	290.62%	其他广告营销	646.19%	236.21%
互联网影视音频	48.74%	24.36%	互联网广告营销	-14.11%	136.15%
互联网广告营销	18.04%	20.40%	影视	199.72%	116.92%
其他广告营销	36.67%	18.87%	其他文化娱乐	-55.58%	111.87%
信息搜索与聚合	32.69%	15.83%	数字阅读	-38.05%	62.67%
数字阅读	17.33%	15.50%	出版	58.81%	20.80%
其他文化娱乐	47.27%	12.51%	互联网影视音频	65.75%	1.12%
动漫	15.65%	12.44%	信息搜索与聚合	198.01%	-25.69%
出版	24.50%	10.38%	游戏	-22.67%	-29.27%
广播电视	7.60%	2.43%	广播电视	-17.27%	-36.11%
游戏	-4.50%	-2.19%	动漫	107.38%	-167.84%

资料来源：wind，山西证券研究所

## 2. 游戏：产品上线周期致业绩分化，二季度利润端环比改善

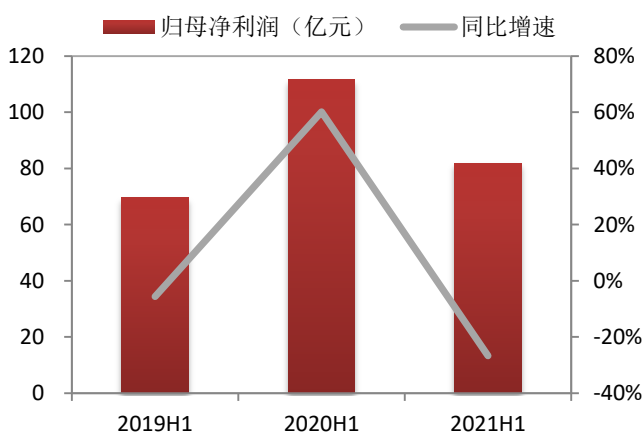
游戏行业上市公司 2021H1 合计实现营业收入 359.36 亿元，同比减少 3.37%，实现归母净利润 81.87 亿元，同比减少 26.65%。上半年游戏行业整体业绩增速有所下滑，主要影响因素包括：1）游戏新品上线进度以及流水递延确认；2）新产品上线前期营销投入增加；3）老产品运营周期因素导致流水自然回落；4）2020 年同期疫情期间流量红利产生的业绩高基数因素。对比 2019H1，游戏行业营业收入与归母净利润的增速分别为 7.70% 和 17.49%。从单季度业绩来看，21Q1-Q2 营业收入分别为 182.03 亿、177.33 亿元，同比减少 4.50%、2.19%，归母净利润分别为 34.34 亿、47.52 亿，同比减少 22.67%、29.27%，相较于 2019 年同期则均实现正向增长，且二季度行业利润端环比已有明显改善。

图 17：游戏行业营业收入情况



资料来源：wind，山西证券研究所

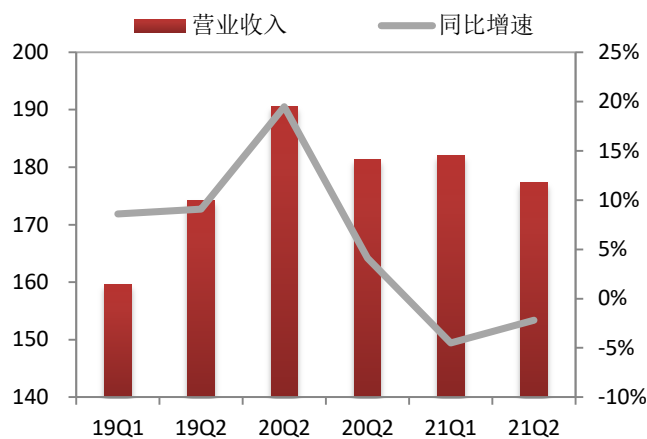
图 18：游戏行业归母净利润情况



资料来源：wind，山西证券研究所

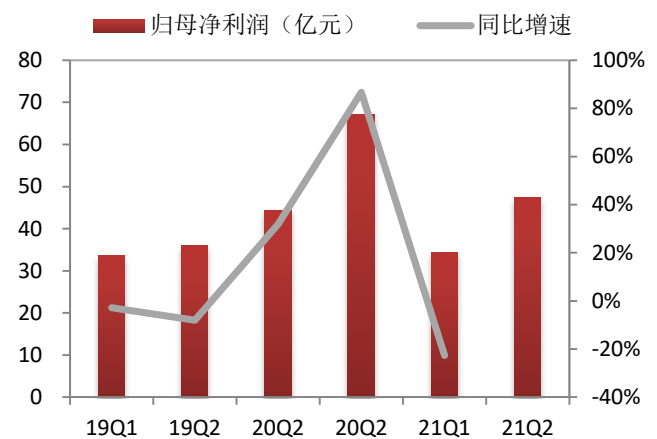


图 19：游戏行业单季度营业收入情况



资料来源：wind，山西证券研究所

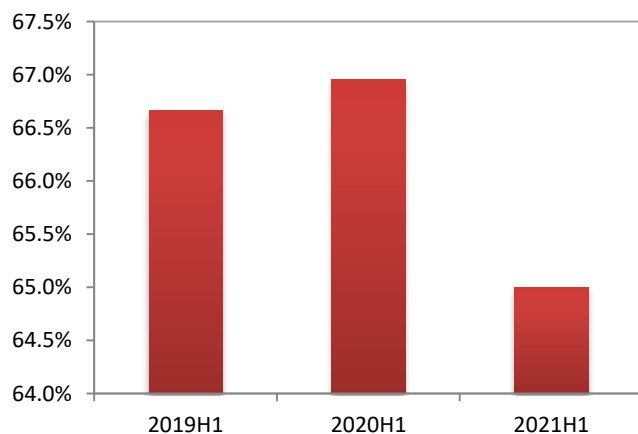
图 20：游戏行业单季度归母净利润情况



资料来源：wind，山西证券研究所

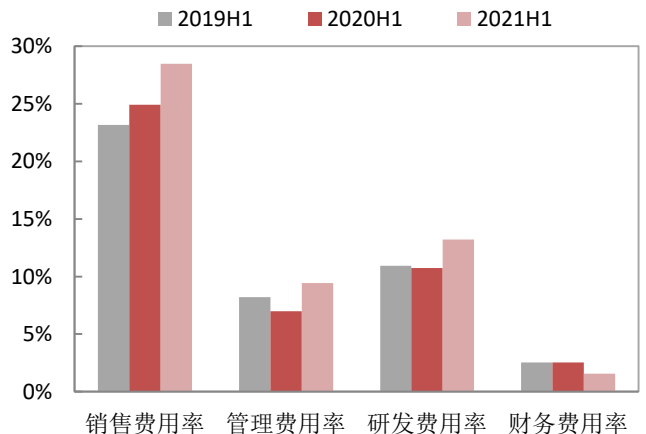
游戏行业 2021H1 整体毛利率水平为 65.00%，同比下降 1.95pct；销售、管理、研发、财务费用率分别为 28.47%、9.42%、13.20%、1.57%，同比变动 3.56pct、2.44pct、2.47pct、-0.98pct。销售费用率相较于 2020 年同期上升明显，原因在于上半年新游上线数量增加，相应的买量及营销投入增加，而 2020 年同期上市公司新产品上线数量较少，同时疫情带来了自然流量红利增加，所需营销推广费用并没有显著增长。此外，研发费用率同比上升也较为明显，在产品精品化趋势下，游戏公司在研发方面的投入不断加大，2021H1 研发费用合计 47.44 亿元，同比增长 18.88%。

图 21：游戏行业毛利率水平



资料来源：wind，山西证券研究所

图 22：游戏行业期间费用率水平

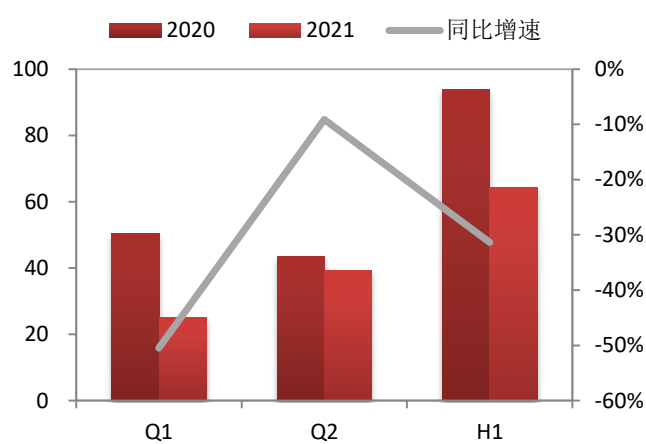


资料来源：wind，山西证券研究所

游戏行业 2021H1 经营活动产生的现金流净额为 64.32 亿元，同比减少 31.36%，21Q1 经营活动产生的现金流净额为 24.93 亿元，同比 20Q1 减少 50.50%，同比 19Q1 增长 55.87%；21Q2 经营活动产生的现金流净额为 39.39 亿元，同比 20Q1 减少 9.10%，同比 19Q1 增长 36.97%，环比 21Q1 增长 57.97%。相较于 2020 年同期收入高增长、营销等支出较少、在运营老产品利润贡献较大带来的高基数，游戏行业经营活动现金流回落至正常水平，此外产品上线尚未到结算期以及对代理产品研发商支付分成款等因

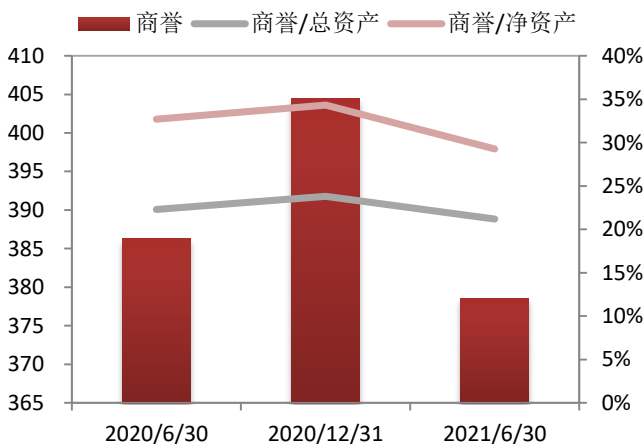
素同样导致经营活动现金流入减少及流出增加。据统计截至 2021 年 6 月 30 日，游戏行业整体应收账款账面价值为 128.16 亿元，较年初增加 9.75%；合同负债余额为 48.57 亿元，较年初增加 6.83%；商誉规模为 378.51 亿元，较年初减少 6.41%，商誉占总资产及净资产的比例分别为 21.18%、29.28%，较年初降低 2.63pct、5.03pct。

图 23：游戏行业经营活动现金流净额情况



资料来源：wind，山西证券研究所

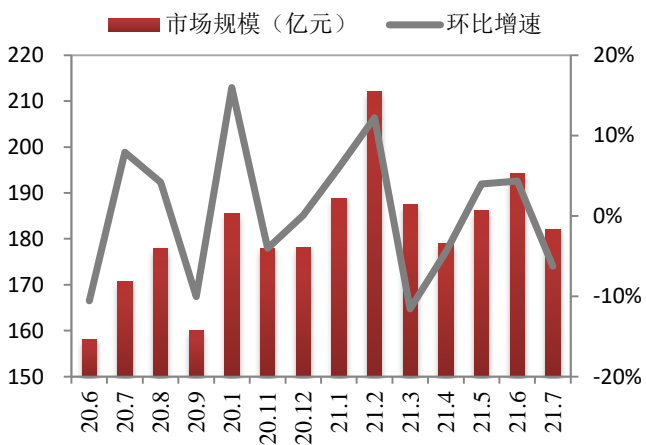
图 24：游戏行业商誉及商誉占比情况



资料来源：wind，山西证券研究所

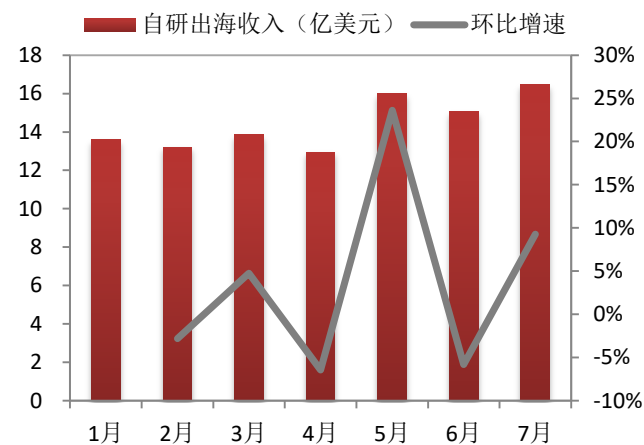
2021 年上半年，中国游戏市场规模达 1504.9 亿元，同比增长 7.89%，虽然在 2020 年上半年同期高基数下增速有所回落，但近两年复合增速达到 14.89%，保持良好的增长态势。其中移动游戏在 2020 年疫情流量红利及 2021 年新品密集上线的驱动下，近两年复合增长达 22.03%，市场规模达 1147.72 亿元，市场份额进一步上升至 76.26%，同比上升 1.22pct。7 月，移动游戏市场为 182.亿元，环比减少 6.28%，同比实现 6.62% 的增长。游戏出海保持强劲增势，上半年中国自研游戏出海规模为 84.68 亿美元，同比增长 11.56%；7 月，由于《原神》2.0 版上线以及《荒野行动》《State of Survival》等部分产品带来的增量导致自研游戏海外收入再度增长至 16.48 亿美元，环比增长 9.24%。

图 25：2021 年上半年移动游戏单月市场规模（亿元）



资料来源：伽马游戏，山西证券研究所

图 26：2021 年 1-7 月自研游戏出海单月收入



资料来源：伽马游戏，山西证券研究所

目前游戏市场流水头部产品中基本上以老牌游戏居多，侧面表明游戏市场在存量博弈下精品研发与长线化运营将为产品建立较高的竞争壁垒。在今年 1-7 月头部及二线优质游戏厂商新老产品共同发力，产品优势更为明显：1) 上半年中国区 App Store 手游新增下载榜 TOP 20 中腾讯《王者荣耀》《和平精英》排名第一和第二名，上线多年依旧保持头部优势；新游下载榜 TOP 20 中，吉比特雷霆《摩尔庄园》居首，《一念逍遥》排名第 15 位，三七互娱有三款新产品入榜。7 月 iOS 手游下载榜中《王者荣耀》《和平精英》继续占据前两位，《摩尔庄园》下降至第 8 位。2) 2021 年上半年中国区 App Store 手游收入榜中腾讯与网易分别占有 8 款、5 款产品，吉比特雷霆有 2 款游戏上榜，分别为《一念逍遥》和上线 5 年的《问道》，在 7 月全渠道流水测算榜 TOP 10 中，6 月末上线的《梦幻新诛仙》表现出色，首月流水预计达 5 亿，排名较 6 月上升 27 名至第 7；新游流水测算榜中，《斗罗大陆：魂师对决》登顶。

游戏行业 31 家上市公司中，三七互娱、世纪华通、完美世界、吉比特、昆仑万维、巨人网络居行业营业收入与归母净利润规模头部。其中，吉比特、三七互娱、完美世界上半年均有新产品上线，吉比特在《问道手游》流水保持稳定的基础上《一念逍遥》《摩尔庄园》等新产品对上半年收入与利润增长的拉动更为明显，而三七互娱、完美世界业绩放缓主要原因在于新产品收入与利润错配上，其中三七互娱 21Q2 以来利润已逐步释放，Q3 上线的《斗罗大陆：魂师对决》在营销思路有所转换，低 CPA、高 LTV 有望缩短投入回收周期，此外三七互娱出海呈现快速增长，SLG、模拟经营等长线运营品类进入利润释放期后有望继续推动公司海外业务的增长；完美世界上半年在创新品类玩法拓展上推出了部分新品，其中《梦幻新诛仙》定位于长线化产品获得年轻玩家的青睐，产品于 Q2 末上线充值收入将递延确认，同时公司还计提了海外项目关停后一次性亏损使得利润端受到影响。世纪华通上半年端游收入减少、移动游戏收入表现持平，利润贡献主要来自出售上海珑睿、无锡智慧云的股权；巨人网络上半年《龙与世界的尽头》《Project: GAIA》《原始征途》等产品在研中，尚未能为公司带来业绩增量，此外公司长投损益调整等因素导致投资收益对利润总额的贡献占比较高；昆仑万维上半年游戏业务收入有所下滑，由于 GameArk 自研新游戏集中在今年下半年发行以及闲徕互娱在疫情期间高基数下收入有所回落。在业绩中腰部游戏公司中，恺英网络、盛天网络、凯撒文化上半年业绩实现快速增长，均受益于前期在研项目在国内外市场上线运营，除上述公司外，掌趣科技由于 3 月《一拳超人：最强之男》在韩国上线以及 Q2 国内上线《全民奇迹 2》，导致 Q2 业绩环比实现快速增长。研发投入方面，三七互娱、世纪华通、完美世界、吉比特、昆仑万维、巨人网络上半年研发支出规模最大，最低为 2.7 亿、最高为 9.3 亿，且较 2020 年同期均有所增长，昆仑万维、吉比特研发费用增幅在 50% 以上，世纪华通研发费用增长 27.9%，其余公司研发投入基本保持稳定。

**表 3：2021H1 游戏公司业绩情况（亿元/%）**

	营业收入					归属母公司股东净利润				
	21Q2	YOY	QOQ	21H1	YOY	21Q2	YOY	QOQ	21H1	YOY
三七互娱	37.21	2.07	-2.53	75.39	-5.63	7.37	-24.10	531.09	8.54	-49.77
盛讯达	1.02	115.36	9.68	1.94	120.69	1.03	2288.23	252.53	1.32	121.62
冰川网络	1.06	7.01	-5.39	2.19	6.06	0.21	-64.03	247.32	0.07	-92.87
世纪华通	33.13	-16.42	-17.11	73.10	-5.90	18.65	133.51	218.94	24.50	52.88
*ST 游久	0.00	-95.26	-94.88	0.06	-28.62	0.07	-60.86	171.61	-0.03	-166.52
昆仑万维	15.08	23.48	90.08	23.01	-9.07	6.86	-78.22	119.22	9.99	-72.57
吉比特	12.70	89.66	13.58	23.87	69.41	5.36	135.06	46.64	9.01	63.77
天神娱乐	3.43	30.25	21.24	6.25	30.47	0.24	122.21	31.00	0.43	123.70
掌趣科技	4.66	-9.91	31.92	8.19	-11.56	1.04	-70.15	25.90	1.87	-57.81
大晟文化	0.60	-60.03	18.82	1.11	-47.29	0.04	-51.10	5.78	0.08	-77.16
*ST 艾格	0.17	-73.21	-9.49	0.36	-77.20	-0.22	11.01	4.22	-0.45	-221.19
电魂网络	2.45	5.50	-6.91	5.08	7.02	1.06	-2.22	4.10	2.08	-0.94
宝通科技	6.02	-10.62	-17.86	13.34	1.63	1.26	7.96	2.96	2.49	5.77
顺网科技	2.55	23.40	4.22	5.00	14.51	0.35	30.73	1.04	0.70	35.43
恺英网络	5.40	38.81	20.48	9.88	21.65	1.28	524.39	-14.02	2.77	451.33
盛天网络	3.19	44.95	5.82	6.20	38.89	0.31	136.56	-18.27	0.70	80.66
汤姆猫	4.22	-10.41	-14.68	9.17	-2.47	1.84	-34.75	-19.36	4.12	-17.58
巨人网络	4.69	-11.56	-17.26	10.36	-15.29	2.53	20.64	-20.88	5.74	8.95
惠程科技	0.80	-55.03	8.80	1.54	-69.93	-0.41	-880.17	-23.65	-0.74	-325.60
迅游科技	1.24	-0.53	-6.97	2.57	4.88	0.13	-7.70	-34.04	0.32	-9.05
富春股份	1.05	-2.30	14.24	1.97	-7.61	0.07	137.53	-38.94	0.18	1.70
中青宝	0.84	30.00	5.58	1.64	25.09	0.04	7.35	-45.97	0.12	30.31
星辉娱乐	2.50	-44.46	-10.64	5.30	-37.47	-1.19	-107.37	-50.82	-1.97	-348.28
中南文化	0.95	20.58	-8.41	1.99	30.89	1.37	140.62	-51.55	4.18	201.25
ST 天润	1.04	-25.87	-15.03	2.26	-20.21	0.08	64.52	-58.13	0.26	-21.86
凯撒文化	1.83	42.42	-36.40	4.70	53.94	0.62	73.64	-58.46	2.12	80.60
游族网络	8.23	-36.96	-12.85	17.67	-29.79	0.75	-42.72	-59.76	2.63	-46.86
*ST 众应	0.64	12.77	-2.89	1.30	4.99	-0.98	-716.09	-64.45	-1.57	-591.56
完美世界	19.76	-23.10	-11.44	42.07	-18.22	-2.07	-131.48	-144.50	2.58	-79.72
ST 三五	0.44	-33.57	-18.81	0.98	-17.12	-0.05	-8.03	-278.67	-0.02	63.63
*ST 晨鑫	0.45	786.77	4.15	0.88	595.62	-0.14	-362.08	-4220.45	-0.13	-335.62

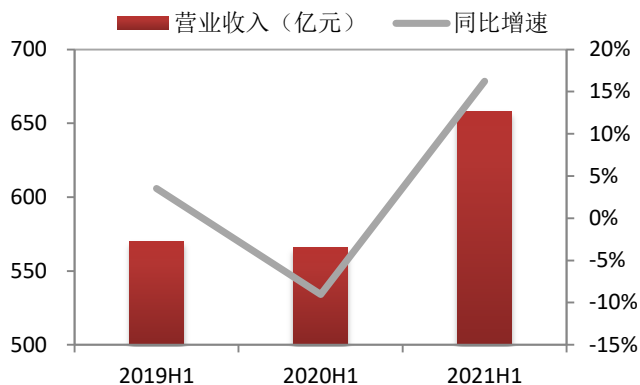
资料来源：wind，山西证券研究所

### 3. 出版：出版与发行业务收入及毛利稳定，奠定业绩回暖基石

2021H1 出版行业上市公司合计实现营业收入 657.84 亿元，同比增长 16.24%，实现归母净利润 89.61 亿元，同比增长 32.16%。由于 2020 年一季度出版行业是受疫情较严重的细分领域，故 2020 年上半年出版行业整体业绩基数较低，对比 2019H1，今年出版行业营收增速为 4.64%、归母净利润增速为 14.00%，业绩增速回归稳态。从单季度业绩来看，出版行业 21Q1-Q2 营业收入分别为 288.56 亿、367.24 亿元，

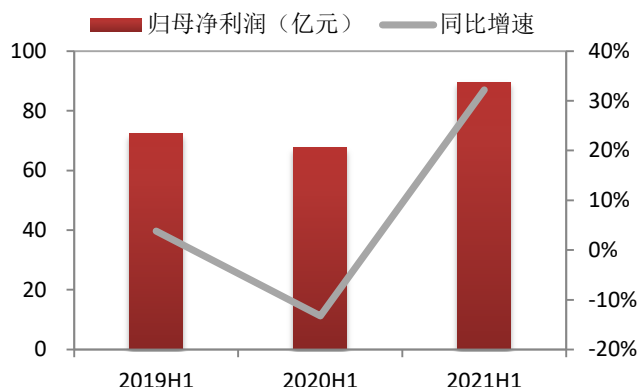
同比增长 24.50%、10.38%，归母净利润分别为 31.91 亿、57.47 亿，同比增长 58.81%、20.80%，其中 Q2 营收与归母净利润环比增速为 27.27% 和 80.11%。

图 27：2021H1 出版行业营业收入情况



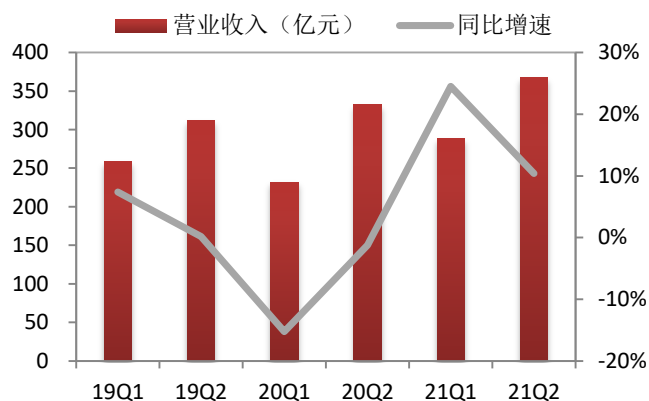
资料来源：wind，山西证券研究所

图 28：2021H1 出版行业归母净利润情况



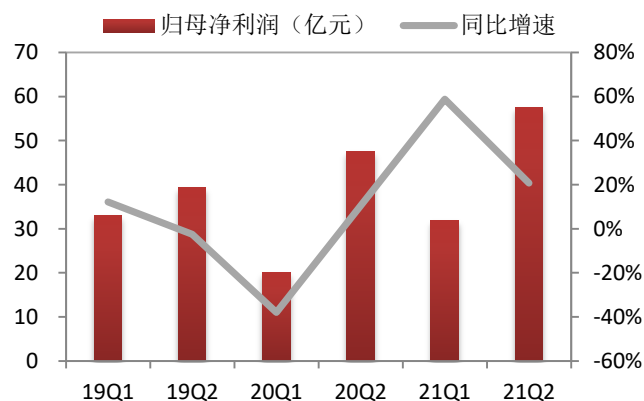
资料来源：wind，山西证券研究所

图 29：出版行业单季度营业收入情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 30：出版行业单季度归母净利润情况

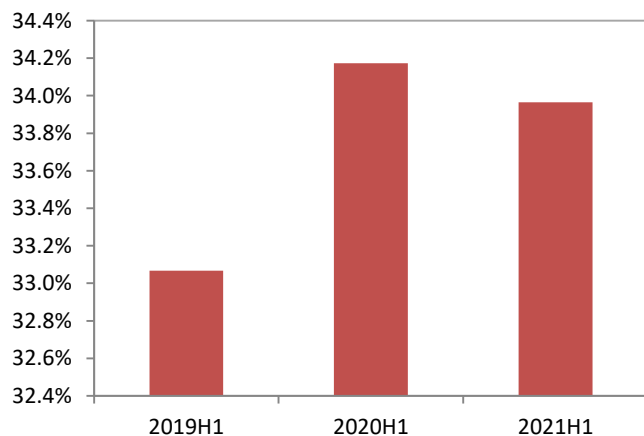


资料来源：wind，山西证券研究所

2021H1 出版行业整体毛利率水平为 33.96%，同比下降 0.21pct；销售、管理、研发、财务费用率分别为 10.47%、10.07%、1.00%、-0.91%，同比变动 0.00pct、-0.39pct、-0.20pct、-0.06pct，随着收入的增长及费用控制良好，行业费用率同比下降，相比 2019 年同样处于小幅变动。

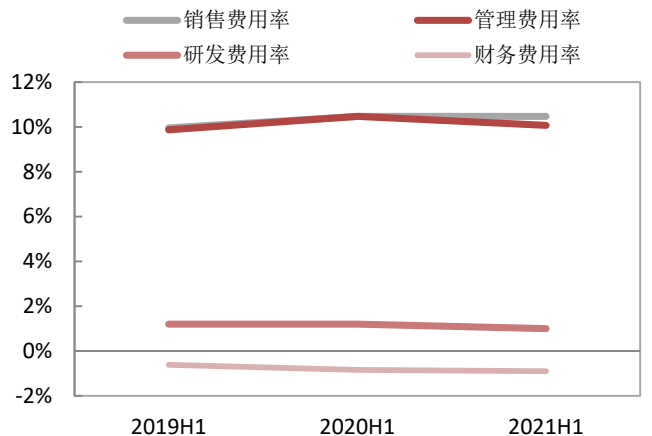


图 31：出版行业毛利率水平



资料来源：wind，山西证券研究所

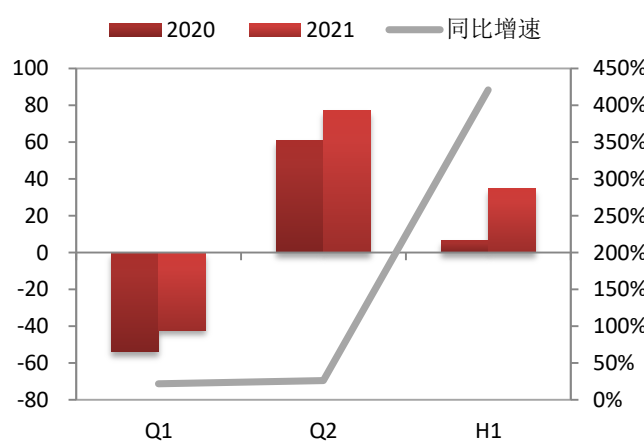
图 32：出版行业期间费用率水平



资料来源：wind，山西证券研究所

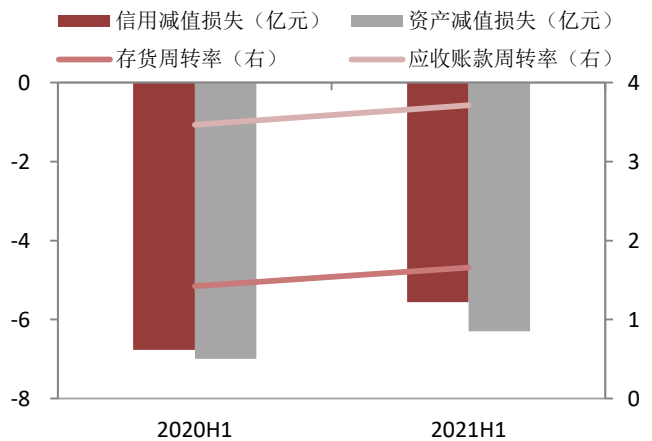
2021H1 出版行业经营活动产生的现金流净额为 35.02 亿元，同比增长 420.89%；单季度经营活动现金流净额 Q1 为-42.03 亿、Q2 为 77.07 亿元，单季度现金流净额同比均实现增长，环比波动主要受到教材教辅发行业务回款周期属正常节奏，以及今年新一轮图书零售、发行环节税收优惠政策已落地，图书发行环节结算回款节奏也将回归常态。上半年出版行业存货与应收账款周转率平稳上升，分别为 1.66 次、3.71 次，同比上升 0.23 次和 0.25 次，信用资产及资产减值损失合计为 11.86 亿元，同比减少 13.82%，对利润总额的影响下降 6.57pct 至 12.27%。

图 33：出版行业经营活动现金流净额情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 34：出版行业资产减值损失及上半年周转率情况

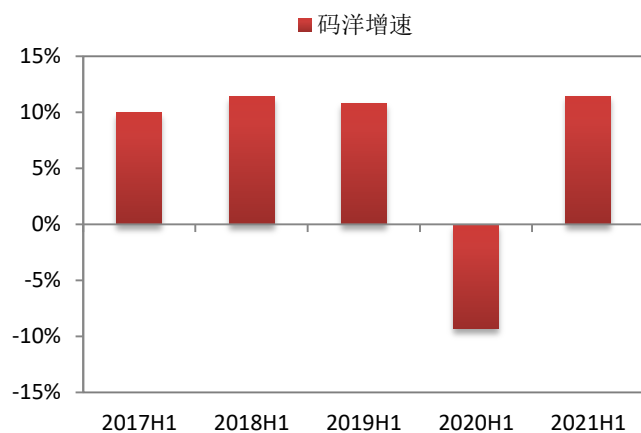


资料来源：wind，山西证券研究所

2021 年上半年北京开卷监测图书零售市场销售码洋规模为 361.3 亿元，同比增长 11.45%，继一季度回归两位数增长通道后继续保持增长，由于 2020 年同期基数较低，预计图书零售市场较 2019 年仍处于恢复阶段。渠道方面，网店渠道整体保持正向增长，但增速有所放缓，2021 年上半年销售码洋同比增长 3.06%，相较于此前 20% 以上增速有所回落，主要原因在于随着网店渠道规模扩张以及常态化的打折促销活动已基本透支了用户的消费增量，加之疫情后具有娱乐消费属性的大众休闲阅读尚未恢复到疫

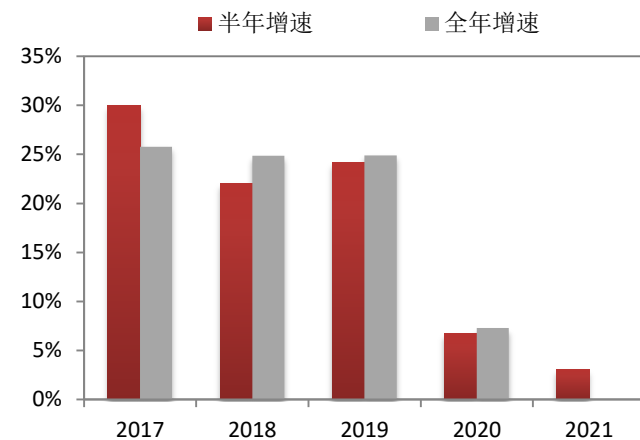
情前消费水平。

图 35：2021 年上半年图书零售市场码洋规模增速



资料来源：北京开卷，山西证券研究所

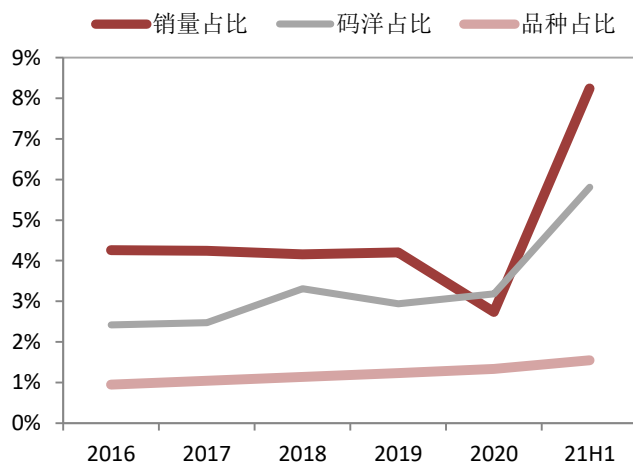
图 36：2021 年上半年网店渠道码洋规模增速



资料来源：北京开卷，山西证券研究所

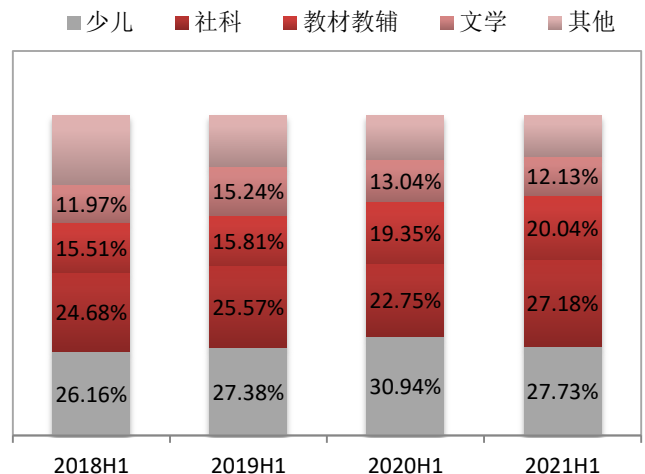
图书市场结构方面，据北京开卷数据，2021 年上半年少儿、教材教辅、社科、文学为图书市场最主要的四大品类，合计码洋市场份额达 87.08%。其中社科类图书码洋受主题出版热潮带动比重显著上升，2021 年上半年占比达 27.18%，同比上升 4.43pct，且占比高于 2018 年至 2019 年同期水平。2021 年 1-6 月，主题出版图书码洋占比上升至 6.55%，销量占比上升至 8.24%，品种占比上升至 1.55%，均达到 2016 年以来的峰值，其中上半年新上市的主题出版图书销量占整个主题出版销量的 76%。主题出版对发行业务尤其是实体渠道具有一定的支撑性。少儿图书仍为市场码洋占比最大的品类，上半年占比为 27.73%，较 2020 年同期下降 3.21pct，一方面源自 2020 年疫情期间亲子阅读、学生阅读需求带动少儿品类码洋逆势增长，今年属正常回落；另一方面上半年主题出版带动社科品类销量增长，导致少儿图书码洋占比下降。教材教辅品类码洋占比为 20.04%，较 2020 年同期上升 0.69pct，较 2019 年同期上升 4.43pct。2021 年上半年全国疫情控制良好，学校正常开学，保障教材教辅图书销售稳健增长。文学类图书市场整体表现欠佳，2021 年上半年码洋规模占比为 12.13%，较 2020 年及 2019 年同期下降 0.91pct、3.11pct，尚未从疫情影响中恢复。此外 2021 年上半年，文学类图书中网文纸书销售再次迎来畅销高峰，《难哄》《少年的你,如此美丽》《偷偷藏不住》《白日梦我》《偏偏宠爱》《阿也》等均进入虚构类畅销月榜头部排名。

图 37：2017 年至 2021 年主题出版码洋规模及占比



资料来源：北京开卷，出版人，山西证券研究所

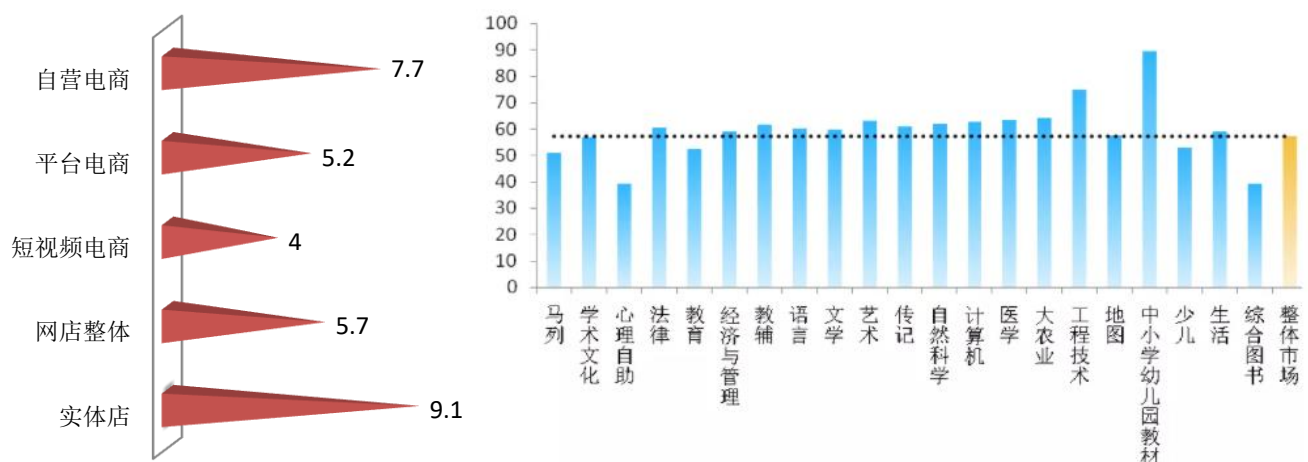
图 38：2021H1 图书码洋结构情况



资料来源：北京开卷，出版人，山西证券研究所

销售折扣方面，根据北京开卷监测数据，2021 年上半年网店整体渠道折扣为 57 折，较 2020 年 60 折水平进一步下降；实体书店折扣率保持较高水平，上半年为 91 折。对于不同网店渠道而言，短视频电商折扣率最低，为 40 折，平台电商其次为 52 折，自营电商折扣较高为 77 折。其中少儿、心里自助类在短视频电商等平台的码洋占比较高，在直播带货模式下低折扣组套销售更为普遍。因此，由于图书销售在抖音、拼多多等新流量渠道的布局，短期内还是给少儿等细分品类折扣及毛利率的带来下行压力。

图 39：2021H1 不同渠道折扣水平以及网店渠道细分品类销售折扣水平



资料来源：北京开卷

出版行业 30 家上市出版公司中，25 家实现营业收入同比增长，其中博瑞传播、盛通股份、果麦文化、中南传媒、读客文化等 7 家公司营业收入同比增长 30% 以上；26 家实现归母净利润同比增长，其中盛通股份中报同比扭亏，时代出版、出版传媒、出版传媒、新华传媒同比增速达 100% 以上，山东出版、果麦文化、凤凰传媒、读客文化等其余 6 家公司归母净利润同比增幅达 50% 以上。

**表 4：2021H1 出版公司业绩情况（亿元/%）**

	营业收入					归属母公司股东净利润				
	21Q2	YOY	QOQ	21H1	YOY	21Q2	YOY	QOQ	21H1	YOY
凤凰传媒	35.22	5.52	32.22	61.86	13.97	7.19	25.45	3.40	14.14	69.39
中文传媒	25.80	6.48	-0.31	51.68	4.45	8.00	59.30	113.78	11.74	36.64
山东出版	28.43	25.08	54.08	46.88	22.96	6.39	103.83	281.26	8.07	78.55
中南传媒	34.20	31.79	63.18	55.16	33.54	5.01	15.03	90.54	7.64	19.80
新华文轩	27.08	27.87	38.65	46.62	29.26	4.46	5.30	185.44	6.03	3.90
浙版传媒	29.05	4.12	41.20	49.63	28.97	5.20	4.03	706.04	5.85	43.09
皖新传媒	25.56	28.27	12.47	48.28	28.79	2.94	19.44	10.90	5.59	20.16
长江传媒	14.61	-33.25	4.81	28.55	-7.28	2.20	-37.40	-15.40	4.80	1.37
中原传媒	25.57	3.83	35.49	44.45	13.15	3.45	6.89	259.53	4.41	8.11
浙数文化	7.16	-13.29	-5.61	14.75	-20.79	1.22	-28.01	-25.56	2.87	-20.74
南方传媒	15.19	40.60	-10.99	32.25	27.95	1.16	39.16	-26.78	2.74	39.32
中国出版	15.86	7.37	62.06	25.65	17.43	2.23	-14.15	601.17	2.55	17.84
时代出版	20.29	19.87	26.98	36.28	32.52	1.54	257.97	102.22	2.30	115.87
中国科传	7.98	8.67	114.14	11.70	19.49	1.95	27.72	721.64	2.19	64.37
城市传媒	6.49	20.75	20.01	11.90	15.47	0.86	-0.15	-5.20	1.77	-11.88
广弘控股	10.04	-1.17	58.44	16.38	7.28	1.22	8.36	163.03	1.69	8.15
中信出版	4.79	0.04	1.39	9.52	18.82	0.81	4.63	28.66	1.45	41.85
新经典	2.41	-2.41	11.16	4.57	4.56	0.39	-41.47	-27.67	0.93	-25.63
龙版传媒	1.80	77.48	-69.32	7.66	27.88	-0.57	-35.28	-143.05	0.75	30.20
盛通股份	6.45	39.29	4.14	12.64	53.36	0.34	148.62	42.75	0.57	554.93
天舟文化	1.57	-24.20	45.50	2.65	-29.78	0.22	-13.29	-2.26	0.45	6.56
粤传媒	1.25	-1.17	15.50	2.33	-0.07	0.24	15.37	65.03	0.39	35.84
博瑞传播	1.68	94.53	36.34	2.92	69.69	0.20	-4.01	25.71	0.35	15.47
读者传媒	2.82	25.22	64.59	4.53	20.85	0.22	2.43	304.17	0.28	6.19
读客文化	1.37	17.66	32.52	2.40	32.83	0.21	-21.89	220.95	0.27	69.16
果麦文化	——	——	——	2.04	39.73	——	——	——	0.23	69.40
新华传媒	4.83	31.05	144.31	6.81	30.58	0.21	73.63	740.22	0.18	103.86
出版传媒	6.72	47.72	43.78	11.40	19.89	0.29	21.20	322.90	0.16	111.19
世纪天鸿	0.40	-11.19	-26.50	0.95	18.90	0.01	-83.79	160.85	0.00	-163.74
华闻集团	2.62	-68.13	-7.15	5.44	-64.99	-0.14	84.83	78.73	-0.78	51.93

资料来源：wind，山西证券研究所

出版与发行业务收入的稳健增长及毛利率的稳定是出版行业整体业绩回暖的奠基石。2021H1 国有出版发行集团中有数据披露的出版板块实现营业收入合计为 153.92 亿元，同比增长 19.73%，其中长江传媒同比增速达 43.84%，其余公司增速也均在 10% 以上；出版业务毛利率为 32.75%，较 2020 同期下降 0.1pct，中南传媒、南方传媒、凤凰传媒、中原传媒等出版业务毛利率有显著提升，中国出版、中文传媒、时代出版等出版业务毛利率下滑。发行板块实现营业收入合计为 310.17 亿元，同比增长 19.47%，其中南方传媒同比增长 33.71%，长江传媒、山东出版、新华文轩、中南传媒等增速也在 25% 以上；发

行业毛利率为 32.59%，同比上升 0.17pct，其中凤凰传媒、中南传媒、中原传媒等发行业务显著提升。民营图书公司图书策划及发行业务合计实现收入 10.49 亿元，同比增长 16.45%，其中以新上市的读客文化、果麦文化增速最为显著；毛利率为 41.65%，同比上升 1.01pct。在大众图书零售市场中，中国出版、凤凰出版、中文传媒、中南传媒、新华文轩等依旧保持头部占有率排名；山东出版的明天出版社、新华文轩的四川少年儿童出版社等旗下图书占据少儿畅销书头部；新经典在文学类图书策划实力再获验证，其文学类图书码洋增速 9.56% 好于行业整体余华新作《文城》上半年新书销量排名第 1、虚构类畅销排名第 7；中信出版经管类图书市场占有率 15.26%，稳居第一，少儿品类通过优质内容+渠道扩充，收入同比增长 35%，市占率提升至 2.81%，排名升至第四。

**表 5：2021H1 部分上市公司出版及发行业务情况**

公司名称	出版业务（亿元/%）				发行业务（亿元/%）			
	收入	同比增速	毛利率	同比变动	收入	同比增速	毛利率	同比变动
凤凰传媒	21.56	17.16	35.73	1.79	49.84	10.81	32.10	1.80
中国出版	18.42	31.57	35.38	-5.57	2.29	-1.89	27.71	-10.76
中文传媒	18.39	14.79	20.29	-2.45	24.02	8.98	39.79	0.43
中南传媒	13.72	11.46	39.02	3.19	41.06	26.91	35.59	0.33
山东出版	13.32	13.77	25.78	-1.08	34.86	28.97	34.93	-0.24
南方传媒	12.15	14.20	25.23	1.88	19.62	33.71	24.73	-1.11
中原传媒	11.99	17.17	34.31	1.32	33.73	10.34	29.08	2.31
新华文轩	11.86	24.86	36.30	0.46	40.70	28.94	33.75	-1.45
时代出版	9.67	15.19	25.16	-2.30				
长江传媒	8.63	43.84	37.04	-0.05	20.28	28.76	32.39	-2.21
中国科传	5.00	31.76	61.29	0.61				
城市传媒	4.92	14.86	45.17	-1.05	8.81	4.55	22.76	1.36
出版传媒	4.29	31.28	29.52	-0.12	3.03	-17.45	13.54	-10.23
广弘控股					7.49	24.07	33.27	-0.31
皖新传媒					24.44	21.09	33.70	-0.09
天舟文化					1.23	-6.52	33.99	-1.42
世纪天鸿					0.75	12.63	28.19	0.60
读客文化					2.40	46.53	29.68	5.76
果麦文化					1.94	42.96	48.27	1.89
新经典					4.17	3.43	50.13	0.78

资料来源：据各公司年报公告整理（注：未进行内部抵销，不按照出版&发行板块披露数据的公司未统计）

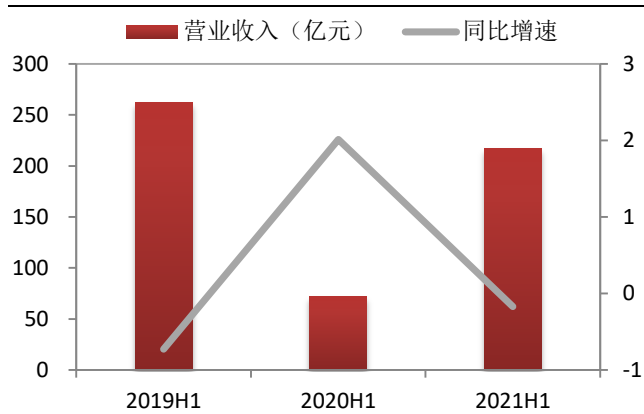
#### 4. 影视：业绩强势反弹，行业尚未完全恢复

2021H1 影视行业上市公司实现营业收入 216.88 亿元，同比增长 201.39%，实现归母净利润 20.47 亿元，同比扭亏，增长 142.80%。由于电影市场受疫情影响范围广、时间长，导致 2020 上半年影院经营基本处于停滞状态，上市公司主要依靠剧集销售为业绩来源，导致业绩亏损；随着国内疫情防控进入



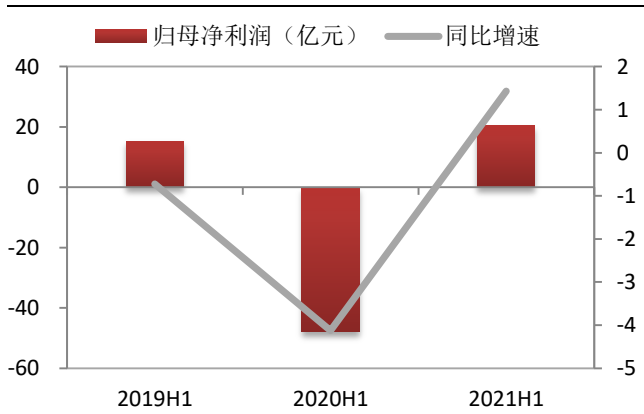
常态化，电影市场稳步复苏，上市公司业绩也随之获大幅改善。但由于受到局部地区疫情反复等因素影响，导致行业尚未完全恢复至疫情前状态，与 2019 年同期相比，影视行业营业收入同比下降 17.25%，归母净利润方面则由于盈利能力的改善，同比增长 33.81%。与此同时，影视行业经营活动现金流量大幅改善，净额为 73.22 亿元，同比增加 1510.21%，比 2019 年同期增加 290.85%，其中 21Q1 净额为 58.24 亿元，21Q2 净额为 14.88 亿元，均实现大幅增长。从单季度来看，由于一季度为春节档所在时间叠加寒假效应，二季度业绩规模环比有所下降，但同比 2019 年同期，营业收入与归母净利润的情况有所分化，21Q1 至 21Q2 收入降幅为 14.67%、19.88%，而归属母公司股东净利润则分别增长 29.84%、45.76%，主要受益于毛利率同比 2019 年有所提升。

图 40：2021H1 影视行业营业收入情况



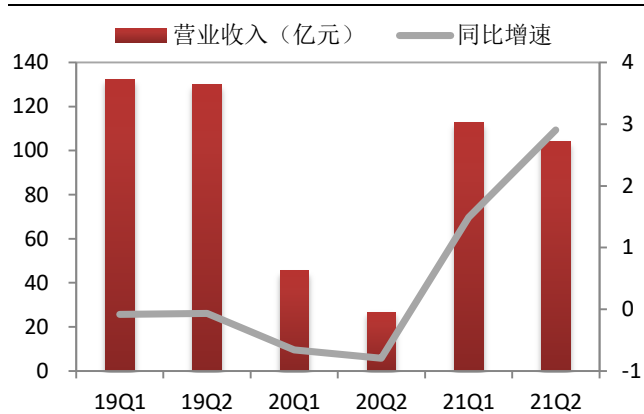
资料来源：wind，山西证券研究所

图 41：2021H1 影视行业归母净利润情况



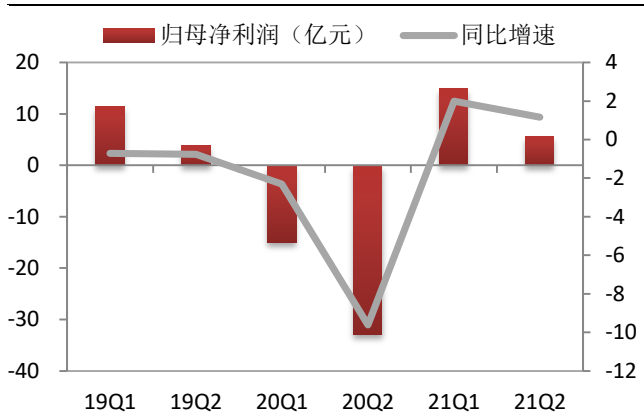
资料来源：wind，山西证券研究所

图 42：影视行业单季度营业收入情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 43：影视行业单季度归母净利润情况

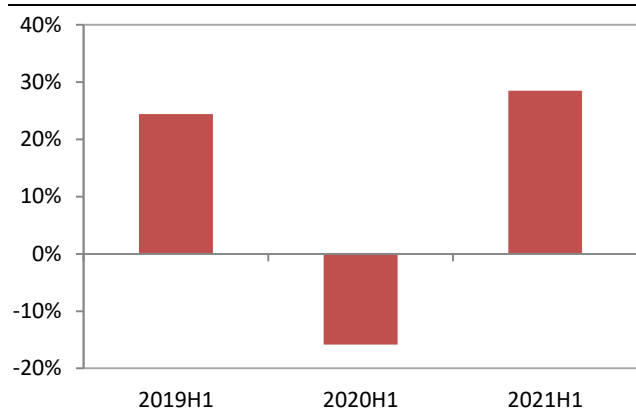


资料来源：wind，山西证券研究所

2021H1 影视整体毛利率水平为 28.48%，同比上升 44.33pct，由于 2020 年同期行业收入规模较小、成本支出固定导致 2020H1 毛利率为-15.85%，今年毛利率水平改善明显，较 2019H1 上升 4.08pct。我们认为影视行业整体毛利率大幅改善，我们认为原因在于：1）电影制作公司同期确认主投主控影片增加，毛利同比增加；2）影视剧集行业价格历经 2018 年以来的持续调整，库存项目进一步消化或计提跌价准

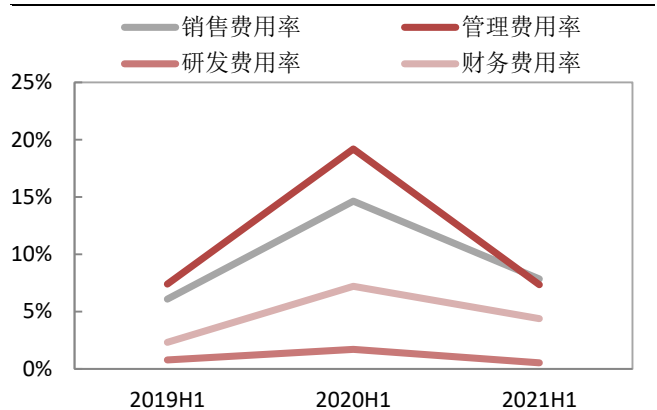
备，使得当期成本与价格端匹配度获改善。2021H1 行业销售、管理、研发、财务费用率分别为 7.85%、7.34%、0.52%、4.38%，同比变动-6.79pct、-11.84pct、-1.16pct、-2.82pct，随着收入端的改善，行业费用率同比明显下降，相较于 2019 年同期，行业财务费用率上升 2.07pct 较为明显，主要受到今年新租赁会计准则影响，导致新增加未确认融资费用摊销。

图 44：影视行业毛利率水平



资料来源：wind，山西证券研究所

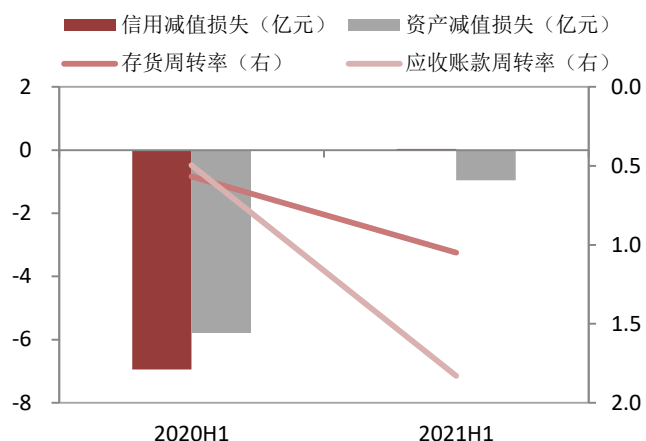
图 45：影视行业期间费用率水平



资料来源：wind，山西证券研究所

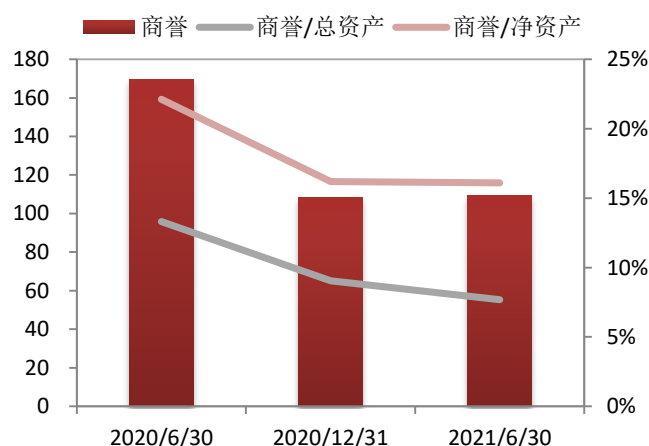
2021H1 影视行业信用及资产减值损失大幅减少，规模仅为 9155.87 万，同比减少 92.81%，对利润总额的影响下降至-3.75%，较 2020 年同期下降 29pct，其中信用减值损失同比减少 100.53%，行业中部分分公司应收及其他应收账款收回，导致坏账准备转回；资产减值损失同比减少 83.55%，主要由于 2020 年电影市场恢复时间不确定导致库存项目挤压，上市公司计提存货跌价准备、商誉减值规模较大而今年整体规模较小。截至 6 月 30 日，影视行业应收账款账面价值为 114.58 亿元，较年初减少 6.44%，存货余额 151.13 亿元，较年初增加 4.82%，应收账款周转率为 1.83 次，同比增加 1.33 次，存货周转率 1.05 次，同比增加 0.48 次。影视行业期末商誉规模为 109.38 亿元，同比减少 35.42%，商誉/总资产、商誉/净资产分别下降 5.62pct 和 6.01pct 至 7.69% 和 16.10%。

图 46：影视行业上半年资产减值损失及周转率情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 47：影视行业商誉规模及占比情况



资料来源：wind，山西证券研究所

影视行业上市公司收入与利润端普遍实现大幅增长，除鼎龙文化、唐德影视外，其余 17 家上市公司均实现营业收入增长，增幅最大的为横店影视与金逸影视，同比增速达 1000% 以上，华录百纳、上海电影、慈文传媒、中国电影、幸福蓝海等其余 11 家上市公司增速也在 100% 以上。上半年归母净利润盈利的公司增加至 14 家，光线传媒归母净利润同比增长达 2255.45%，慈文传媒、中广天择、横店影视、中国电影等其余 10 家上市公司增速在 100% 以上，此外文投控股、唐德影视、st 北文等 5 家公司续亏。单季度趋势来看，慈文传媒、唐德影视、光线传媒 21Q2 营业收入环比大幅度增长，浙文影业、中国电影等 5 家上市公司 21Q2 营收环比保持增长，浙文影业、慈文传媒、鼎龙文化、捷成股份、唐德影视 21Q2 归母净利润环比大幅增长，单季度业绩有明显改善。2020 年上半年由于收入减少导致毛利率为负数的上市公司达 7 家，到今年上半年已全部恢复为正。

表 6：2021H1 影视公司业绩情况（亿元/%）

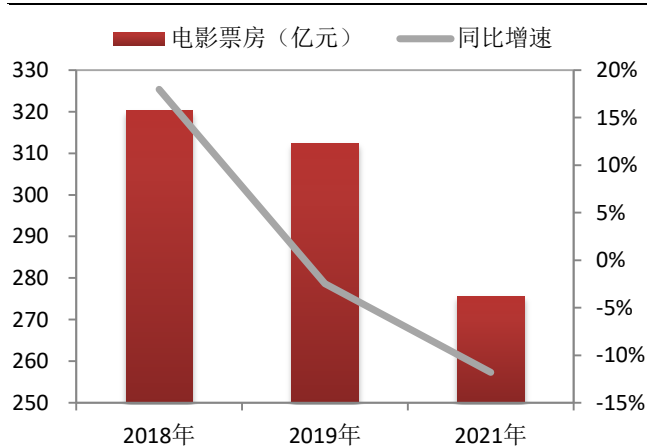
	营业收入					归属母公司股东净利润				
	21Q2	YOY	QOQ	21H1	YOY	21Q2	YOY	QOQ	21H1	YOY
万达电影	29.13	305.93	-29.31	70.34	256.64	1.15	111.85	-78.15	6.39	140.77
光线传媒	5.15	1467.03	114.90	7.55	191.37	2.86	3311.68	44.18	4.85	2255.45
中国电影	17.53	764.90	39.28	30.12	553.23	1.62	158.79	12.69	3.05	160.77
捷成股份	11.18	41.69	51.01	18.58	40.41	2.08	147.08	117.05	3.03	137.14
华策影视	8.13	131.02	-41.91	22.13	98.77	0.97	158.44	-29.58	2.34	58.71
横店影视	6.37	4777.97	-23.94	14.76	1239.73	0.30	118.94	-82.47	2.01	167.41
华谊兄弟	1.82	89.81	-54.20	5.79	78.37	-1.29	-46.29	-154.88	1.06	145.75
浙文影业	8.09	1081.18	51.20	13.45	126.99	0.35	103.61	389.67	0.42	104.08
上海电影	1.68	1376.73	-24.64	3.91	583.81	0.11	106.41	-52.06	0.33	113.92
慈文传媒	3.78	549.59	2993.64	3.91	554.64	0.31	233.78	285.81	0.14	327.59
欢瑞世纪	0.34	147.05	19.97	0.62	143.29	-0.07	94.76	-138.82	0.11	109.21
华录百纳	2.13	517.51	-1.50	4.30	755.04	-0.11	-139.37	-157.18	0.08	-82.72
中广天择	0.65	0.37	27.63	1.17	18.12	0.04	31.21	7.60	0.08	300.02

鼎龙文化	1.11	61.59	-3.95	2.26	-16.59	0.02	-38.70	231.89	0.01	-98.10
幸福蓝海	1.90	275.98	-25.11	4.44	388.56	-0.33	73.19	-676.75	-0.37	83.50
ST 北文	0.06	33.18	-61.86	0.22	281.79	-0.18	59.66	32.39	-0.45	29.92
金逸影视	2.79	23374.92	-42.27	7.62	1024.83	-0.87	45.71	-619.46	-0.70	77.55
唐德影视	1.09	894.67	440.91	1.30	-0.78	-0.16	64.42	75.32	-0.79	-11.69
文投控股	1.13	39.89	-65.85	4.44	127.91	-1.22	60.53	-1230.19	-1.11	76.78

资料来源：wind，山西证券研究所

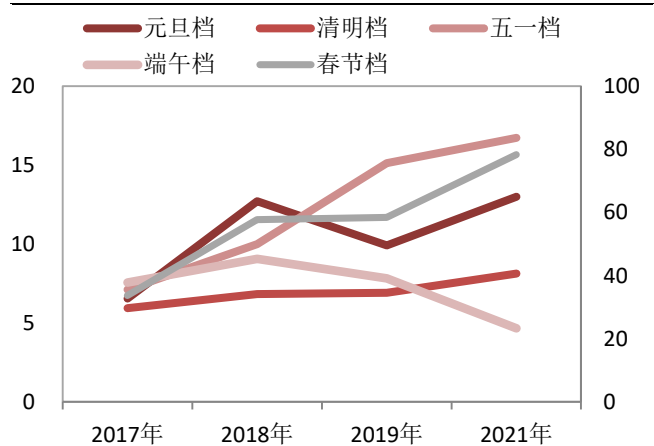
2021 年上半年，电影市场尚处于疫情后的恢复阶段，据猫眼专业版数据，1-6 月内地电影市场票房为 275.67 亿元，同比 2019 年减少 11.78%，观影人次 6.82 亿人，同比 2019 年减少 15.93%；其中上半年元旦、春节、清明、五一等重要档期在优质影片供给增加、带动观影需求集中释放的驱动下，市场票房表现均刷新了档期的历史最好成绩。上半年 TOP 10 影片票房达 183.78 亿元，占市场整体的 66.67%，其中国产影片占据 8 部。上半年 TOP 10 院线票房合计为 166.71 亿元，占市场整体的 60.47%，同比 2019 年减少 15.90%，市场份额下降 2.97pct，观影人次 4.50 亿；TOP 10 影投票房合计为 90.14 亿元，占市场整体的 32.70%，同比 2019 年减少 13.40%，市场份额下降 0.61pct，观影人次 2.34 亿。

图 48：2018-2021 年上半年电影大盘票房



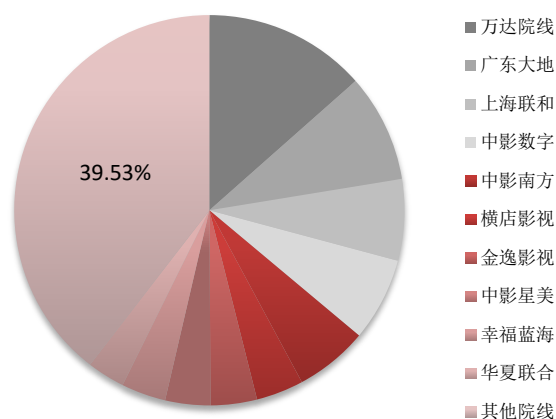
资料来源：猫眼电影专业版，山西证券研究所

图 49：2021 年上半年重要档期票房情况



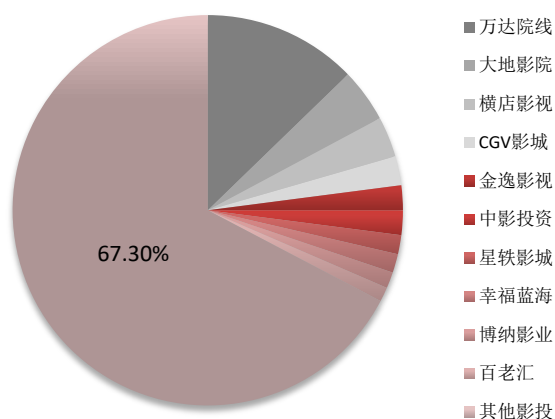
资料来源：猫眼电影专业版，山西证券研究所

图 50：2021 年上半年院线票房分布情况



资料来源：猫眼电影专业版，山西证券研究所

图 51：2021 年上半年影投票房分布情况



资料来源：猫眼电影专业版，山西证券研究所

上半年，国产头部影片中均有上市公司参与出品发行，龙头电影公司中，中国电影在电影制作与发行端市占率进一步提升，其主导或参与出品并投放电影达 8 部，累计票房 123.34 亿元，同比 19H1 增加 114.24%，市场份额 55.99%，同比上升 15.21pct，主控项目《悬崖之上》票房 11.89 亿排名上半年单片票房第 6 名，主导或参与发行国产影片 292 部，票房 180.80 亿元，同比 19H1 增加 125.83%，市场份额 89.09%，同比上升 33.91pct；光线传媒投资、发行及推广的上映影片总票房为 16.97 亿元，《你的婚礼》票房 7.89 亿、《人潮汹涌》票房 7.62 亿，排名单片票房第 9、第 10，同时由于公司主投主控项目增多及低成本电影票房的良好表现，上半年电影及衍生业务的毛利率达 54.49%，同比 19H1 大幅提升；横店影视上半年内容端业务并表带来业绩增量，参与出品《你好，李焕英》票房 54.13 亿、排名第 1，《送你一朵小红花》票房 11.96 亿、排名第 5，《我的姐姐》票房 8.60 亿，排名第 8，《熊出没 狂野大陆》票房 5.59 亿，排名第 13。院线及影投方面，万达电影继续坐稳行业市场份额第一，院线市场份额 14.85%，较 19H1 上升 0.79pct，影投市场份额 14.20%，较 19H1 上升 0.73pct；横店影视院线市场份额 4.33%，较 19H1 上升 0.04pct，排名上升 2 名至第 6，直营影院市场份额 3.69%，较 19H1 上升 0.03pct，影投公司排名稳居第 3 位。其他上市院线&影投市场份额有上升的包括中国电影旗下中影数字市场份额为 7.62%，较 19H1 上升 0.8pct；幸福蓝海影投市场份额 1.29%，同比上升 0.04pct。（注：上市公司披露市场份额不含服务费）

表 7：2021H1 票房 TOP 10 院线及影投公司

院线名称	票房（含服务费）/亿元	市场份额	同比 19H1 变动	观影人次/万人
万达院线	37.30	13.53%	0.47%	9574
广东大地	24.80	9.00%	-0.16%	6819
上海联和	18.60	6.75%	-0.79%	4568
中影数字	19.23	6.98%	0.41%	5313
中影南方	16.81	6.10%	-0.81%	4702
横店影视	10.84	3.93%	-0.01%	3102

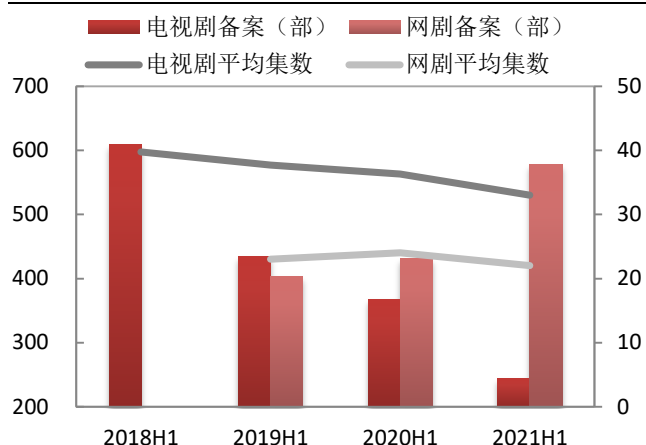


金逸影视	10.66	3.87%	-0.71%	2891
中影星美	10.38	3.76%	-0.61%	2838
幸福蓝海	10.19	3.70%	-0.18%	2761
华夏联合	8.64	3.13%	-0.31%	2408
影投名称	票房（含服务费）/亿元	市场份额	同比 19H1 变动	观影人次/万人
大地影院	35.15	12.75%	0.80%	9058
横店影视	12.22	4.43%	-0.73%	3318
CGV 影城	9.24	3.35%	0.00%	2660
金逸影视	6.65	2.41%	-0.24%	1494
中影投资	5.69	2.06%	-0.40%	1504
星轶影城	5.59	2.03%	-0.49%	1530
幸福蓝海	4.37	1.58%	0.84%	1099
博纳影业	4.30	1.56%	0.05%	1157
百老汇	3.67	1.33%	-0.08%	911
大地影院	3.29	1.19%	-0.37%	624

资料来源：wind，山西证券研究所

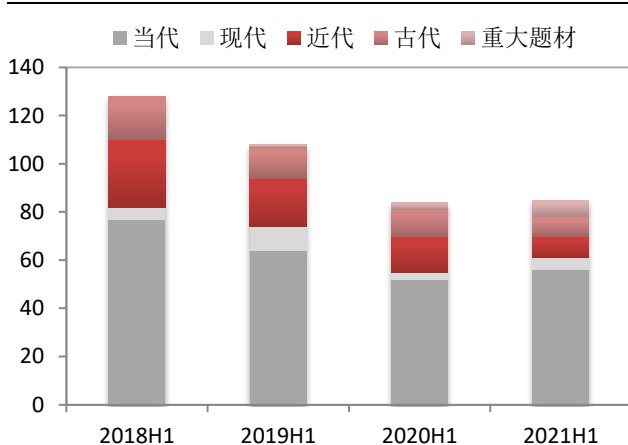
剧集发行与播映方面，上半年获准发行电视剧数量为 84 部，较 2020 年同期增加 1 部，其中当代题材数量达 56 部，占比 65.88%；主流视频平台新上线剧集 185 部，同比减少 10 部，爱情剧 61 部占比 33%，古装剧 38 部占比 21%。剧集生产方面，2021 年上半年电视剧备案总数为 240 部，备案集数达 7909 集，较 2020 年同期减少 33.70%，创近年来备案数据新低；重点网络剧规划备案数量则进一步增长，上半年数量达 578 部，备案集数 12744 集，同比增长 34.11%。在广电总局提出“电视剧网剧拍摄制作提倡不超过 40 集，鼓励 30 集以内的短剧创作”的指导要求后，以及平台剧场化运营模式对短剧的需求增加，2021 年以来备案剧集“脱水”明显，上半年电视剧备案平均集数为 33 集，网络剧平均为 22 集，对比 2017 年，电视剧的平均备案集数分别为 40 集/每部。在题材方面，主旋律题材、女性题材、涉案题材等现实题材剧集占主导，古装剧集数量大幅减少，且多数古装剧集转向网播，上半年古装电视剧备案仅 10 部，而在 2017-2018 年同期则有 90 部以上。此外，IP 改编剧同样受制作方青睐。我们认为，影视行业在内容监管收紧、投资降温、新冠肺炎疫情等内外部压力下，供给端经历了多年的加速洗牌、淘汰出清，目前正处于转暖态势，一方面从项目备案的情况来看，剧集内容生产正在形成以优质影视剧公司、网络平台及各电视台等一线制作方为主导的格局，另一方面据媒体报道，上半年浙江横店影视基地接待剧组 210 个，同比增长 93.48%。

图 52：2021 年上半年电视剧拍摄及网剧规划备案



资料来源：国家广电总局，山西证券研究所

图 53：2021 年上半年电视剧取得发行许可情况



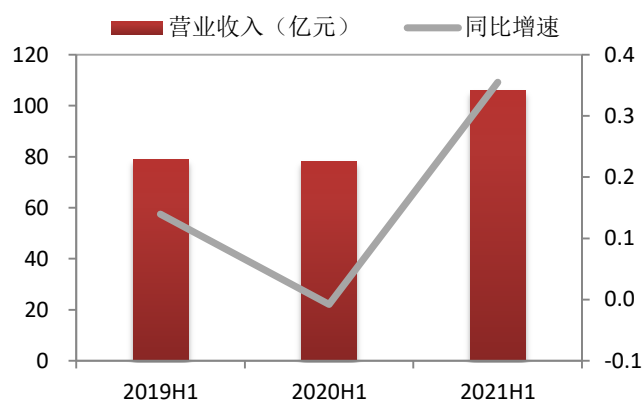
资料来源：国家广电总局，山西证券研究所

上半年华策影视剧集产能与品质持续领跑。上半年公司电视剧项目全网首播 13 部，确认收入项目达 10 部，电视剧销售业务实现收入 15.31 亿元，同比增长 64.25%，为公司业绩增长核心驱动，其中《我们的新时代》《绝密使命》《觉醒年代》（联合出品）为建党百年重点献礼剧目，《锦心似玉》《长歌行》《八零九零》《你是我的城池营垒》《月光变奏曲》等项目在平台播放量及热度保持行业领先，且尚有《沉睡花园》（芒果季风待播）《与君初相识》《恰似故人归》（优酷待播）《一不小心瞄上你》（腾讯待播）等待播剧集筹备以及《向风而行》《我可能遇到了救星》《刑警》等 5 部剧集筹备。公司电影业务快速增长，主投项目《刺杀小说家》票房 10.35 亿、排名第 7，同时储备有主控项目《寻秦记》《反贪风暴 5》《我要和你在一起》。凭借持续的精品内容生产，公司已搭建了近 3 万集的版权资源，其中永久版权占比 60%，同时为后续版权资源开发和变现奠定基础。

## 5. 互联网影视音频：业绩维持快速增长，芒果超媒会员及广告收入双增

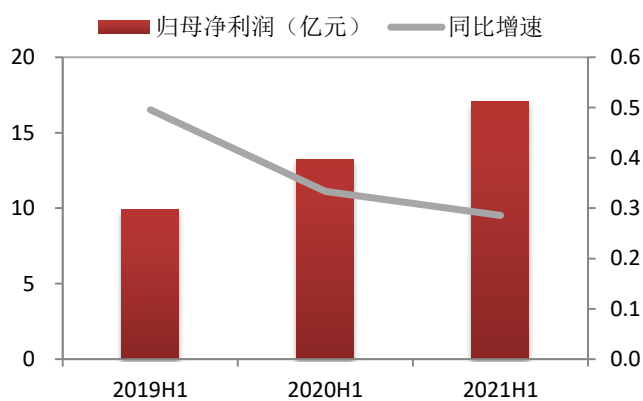
2021H1 互联网影视音频行业实现营业收入 105.87 亿元，同比增长 35.48%，同比 19H1 增长 34.39%，实现归属母公司股东净利润 17.05 亿元，同比增长 28.60%，同比 19H1 增长 71.49%。行业单季度业绩较为稳定，21Q1-Q2 营业收入分别为 53 亿、52.86 亿，同比增长 48.74%、24.36%，归母净利润 9.34 亿、7.71 亿，同比增长 65.75%、1.12%。行业中上市公司仅有 4 家，其中芒果超媒收入及利润规模最大，上半年营业收入与归母净利润分别为 78.53 亿、14.51 亿，同比增长 36.02%、31.52%，对行业整体业绩影响明显。上半年 4 家上市公司均实现营业收入同比增长，3 家上市公司归母净利润增长，新国脉（原：号百控股）续亏。

图 54：2021H1 互联网影视音频行业营业收入情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 55：2021H1 互联网影视音频行业归母净利润情况



资料来源：wind，山西证券研究所

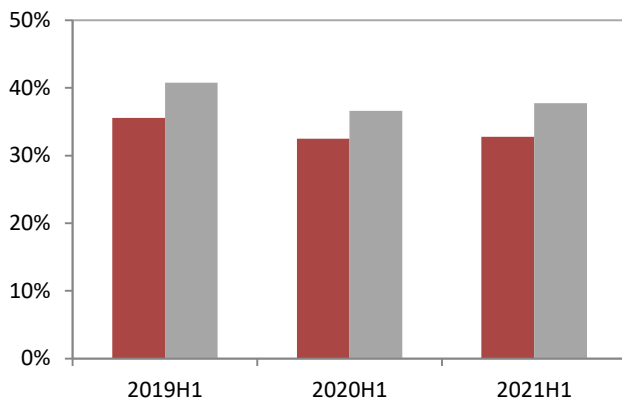
表 8：2021H1 互联网影视音频公司业绩情况（亿元/%）

营业收入							
	21Q1	YOY	21Q2	YOY	QOQ	21H1	YOY
芒果超媒	40.09	47.00	38.44	26.19	-4.11	78.53	36.02
新媒股份	3.26	10.87	3.32	11.15	2.07	6.58	11.01
*ST 巴士	0.02	523.52	0.95	40.03	4052.83	0.97	42.63
新国脉	9.63	77.72	10.15	12.25	5.35	19.78	36.79
合计	53.00	48.47	52.86	24.36	-0.26	105.87	35.48
归属母公司净利润							
	21Q1	YOY	21Q2	YOY	QOQ	21H1	YOY
芒果超媒	7.73	61.18	6.78	8.70	-12.37	14.51	31.52
新媒股份	1.62	12.56	2.00	22.54	23.46	3.61	17.87
*ST 巴士	0.14	499.38	-0.06	-272.79	-144.29	0.08	9269.06
新国脉	-0.15	72.71	-1.00	-230.41	-553.74	-1.16	-33.58
合计	9.34	65.75	7.71	1.12	-17.52	17.05	28.60

资料来源：wind，山西证券研究所

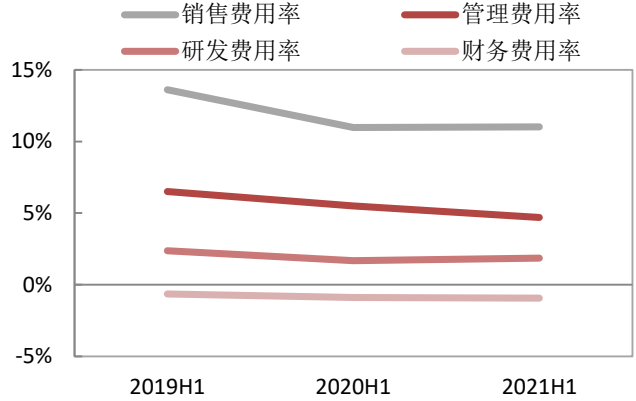
2021H1 互联网影视音频行业整体毛利率为 32.77%，同比上升 0.29pct，其中芒果超媒毛利率为 37.76%，同比上升 1.17pct。2021H1 行业销售、管理、研发及财务费用率分别为 11.03%、4.69%、1.85%、-0.95%，同比变动 0.04pct、-0.81pct、0.17pct、-0.06pct；其中芒果超媒上述四项费用率分别为 14.32%、3.96%、1.56%、-0.55%，同比变动 0.19pct、-0.69pct、0.64pct、-0.06pct。

图 56：互联网影视音频行业及芒果超媒毛利率水平



资料来源：wind，山西证券研究所

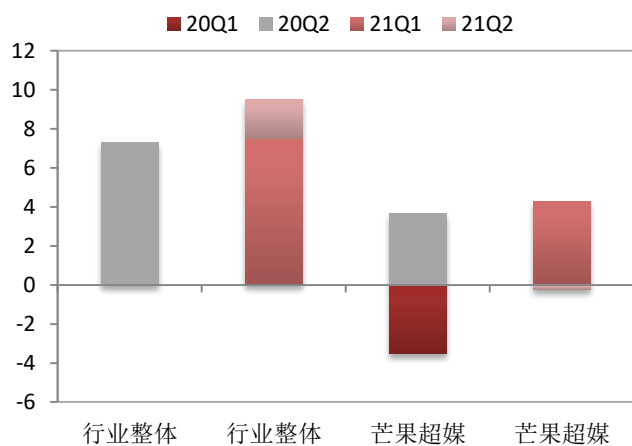
图 57：互联网影视音频行业期间费用率水平



资料来源：wind，山西证券研究所

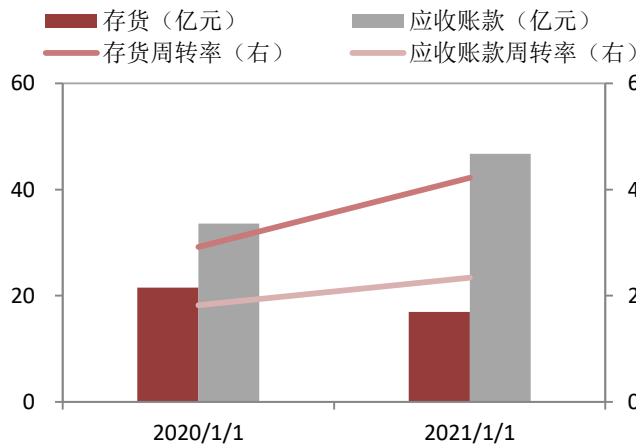
2021H1 互联网影视音频行业整体经营活动产生的现金流净额为 9.52 亿元，同比增长 30.32%，其中芒果超媒净额为 4.02 亿，新媒股份净额为 4.82 亿；从单季度来看，上半年行业现金流主要为 21Q1 贡献，规模为 7.49 亿；从增幅来看，芒果超媒上半年经营活动现金流大幅改善，同比增长近 34 倍，主要受快乐阳光销售回款增加影响。截至 6 月 30 日，互联网影视音频行业应收账款账面价值为 46.74 亿元，较年初增加 6.86%，存货余额为 16.97 亿元，较年初增加 1.10%，应收账款与存货周转率分别为 2.34 次、4.22 次，同比增加 0.52 次和 1.30 次。

图 58：互联网影视音频及芒果超媒经营活动现金流



资料来源：wind，山西证券研究所

图 59：互联网影视音频行业上半年周转率情况

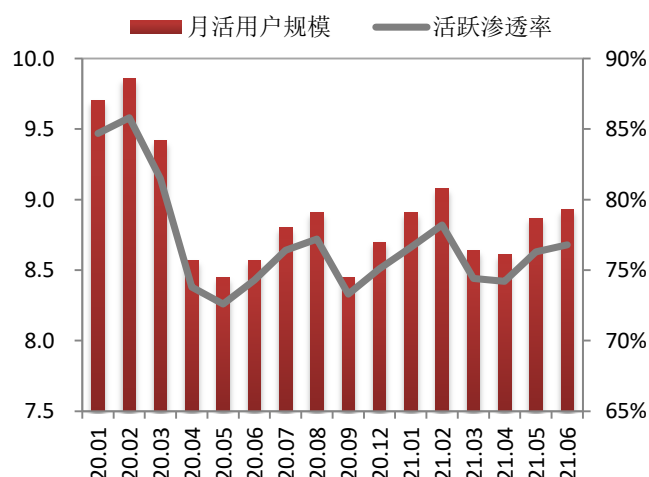


资料来源：wind，山西证券研究所

QuestMobile 数据显示，截至 6 月，在线视频行业月活跃用户规模为 8.93 亿，同比增长 4.2%，其中在 Q2 实现同比增速转正，活跃渗透率为 76.8%，同比上升 2.5pct，网络视频已经成为全民化需求且深度使用的娱乐产品。市场已进入存量竞争阶段，在线视频平台继续加大优质内容供给以及垂直用户精细化运营，提高月活用户粘性转化。剧集方面，艺恩咨询数据显示，上半年主流视频共上线剧集 185 部，同比减少 10 部，四大视频平台上线剧集数量最多的为爱奇艺 84 部，其次为腾讯 77 部、优酷 67 部、芒

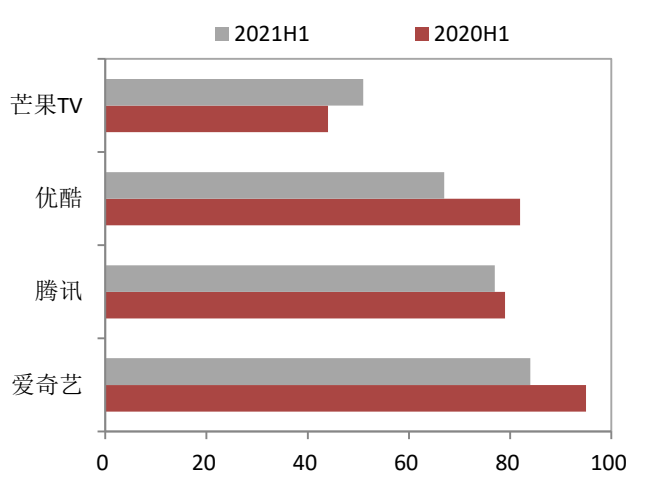
果 TV51 部。2021 年视频平台剧场运营模式探索加速，使得剧场化排播更为常态化，除爱奇艺迷雾剧场第二季储备 6 部剧集亟待回归，以及优酷视频强化悬疑剧场、宠爱剧场、合家欢剧场、都市剧场和港剧场五大剧场的排播外，爱奇艺、优酷、芒果 TV 分别启动恋恋剧场、献礼剧场及季风剧场。在剧集用户热度及观看度方面，古装剧集仍具有一定头部优势，占据热度榜 TOP 10 中的 5 席以及观看度榜的 TOP 3，其中 IP 改编更受用户青睐，占据用户热度 TOP 20 剧集的 70%；此外主旋律题材爆发，上半年上线 27 部，且在好评度 TOP 10 剧集中占据 5 部，《山海情》《觉醒年代》等成为上半年现象级爆款。综艺方面，骨朵影视数据显示，上半年约有 133 档综艺上线，其中网综 78 档、台综 55 档，其中真人秀类型占绝对优势。但热度方面综艺市场稍显平淡，平均热度 TOP 10 综艺中以综 N 代占大多数，新综艺方面《萌探探案》《恰好是少年》《五十公里桃花坞》《怦然心动 20 岁》《听姐说》为平均热度 TOP 5。此外上半年视频平台在综艺 IP 化的探索上更进一步，以芒果 TV “明侦系列”，不仅推出了衍生综艺、台综、互动微剧，还开辟了下线剧本杀体验店；而爱奇艺在《萌探探案》也将打造自己的迷综记。

图 60：2020.1-2021.6 网络视频月活用户规模



资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

图 61：2021 年上半年四大平台上线剧集数量



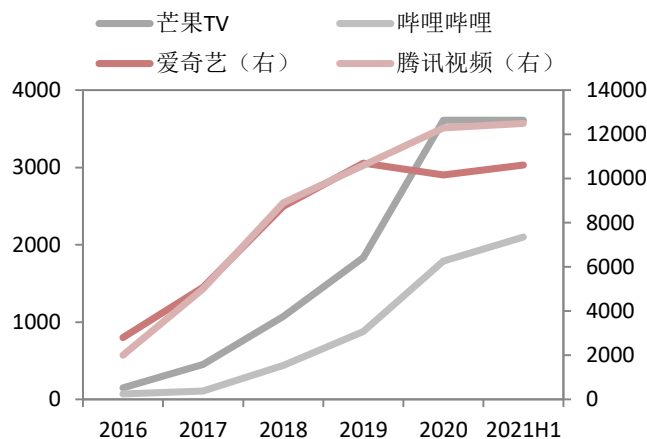
资料来源：艺恩咨询，山西证券研究所

从四大视频平台运营情况来看，上半年爱奇艺、腾讯、优酷较为平稳，截至 21Q2，爱奇艺订阅会员数量为 1.062 亿，较 20Q4 末增加 4.42%；腾讯视频付费会员同比增长 9% 至 1.25 亿；优酷视频日均付费用户同比增长 17%，尚未公布会员规模。其中爱奇艺上半年会员收入业务占其总营收的 53.32% 至 83.05 亿元，但其收入驱动主要来自在线广告服务收入，同比增长 19.82% 至 37.42 亿元；同时由于部分项目的延期以及工业化内容生产能力的加强，爱奇艺的内容成本持续优化，至 21H1 公司内容成本为 105 亿元，占营业收入的比重降至 67.41%；此外爱奇艺将以极速版 App、国际版 iQIYIApp 作为寻求下沉市场与海外市场增量的突破点，截至 21Q2 爱奇艺极速版 App 的周均日活达 100 万，DAU 峰值超 130 万，国际版 iQIYIApp 用户超 100 万。此外哔哩哔哩月活用户规模同比增长 38% 至 2.37 亿，其中付费用户增长 62%

至 2100 万，增值服务业务（大会员、直播）收入增长 98% 至 16.3 亿，占比 36%，广告业务收入增长 201% 至 10.5 亿，占比 23%。

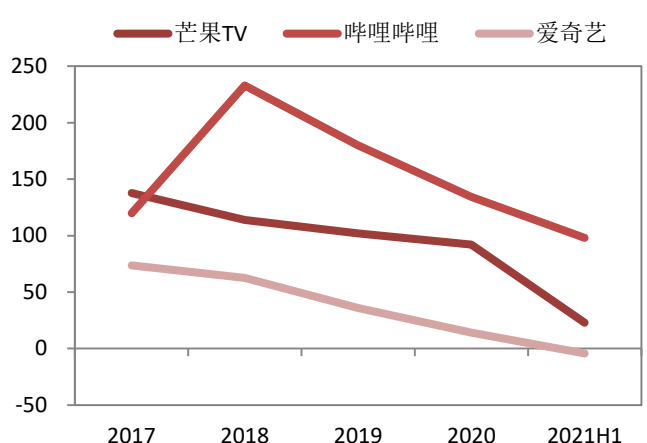
芒果 TV 上半年广告业务收入 31.42 亿元，同比增长 74.75%，会员业务收入为 17.45 亿，同比增长 23.05%，芒果 TV 运营主体快乐阳光实现营业收入 67.53 亿元，同比增长 45.96%，净利润 13.86 亿元，同比增长 32.84%。上半年芒果 TV 上线 79 部剧集，其中有 23 部微短剧集，季风剧场上线的《猎狼者》《谎言真探》《我在他乡挺好的》，累计播放量持续提升，热度与口碑渐入佳境，且对男性用户的拉新会员达到 30% 以上；上线《明星大侦探 6》《密室大逃脱 3》《婆婆和妈妈 2》《妻子的浪漫旅行 5》等综 N 代及创新类综艺《初入职场的我们》，表现可圈可点，位列艺恩播映指数前列。作为垂直深耕年轻都市女性的平台，芒果 TV 正在致力于通过其多元化的优质内容实现破圈，目前芒果 TV 的用户年龄画像由原来核心的 20-24 岁有所上移 4 至 5 岁，并将通过 S 级内容+圈层垂类内容+现实主义题材内容矩阵不断扩大用户圈层以及覆盖更多的垂类圈层用户。

图 62：视频平台付费用户数据情况



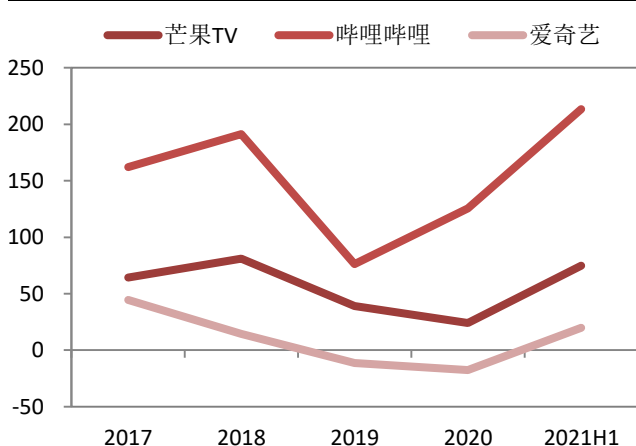
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 63：视频平台会员业务收入增速情况



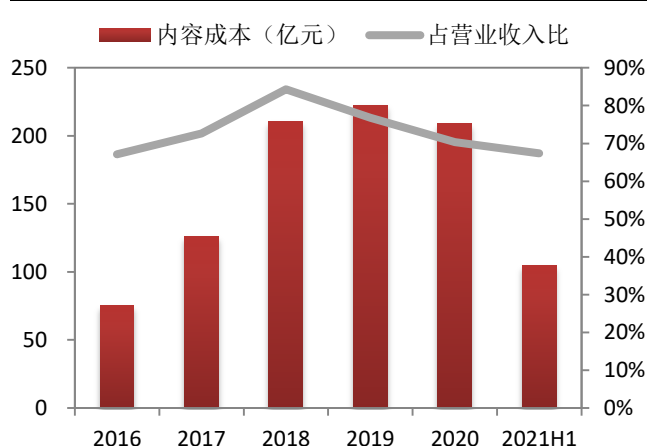
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 64：视频平台广告业务收入增速情况



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 65：爱奇艺内容成本情况



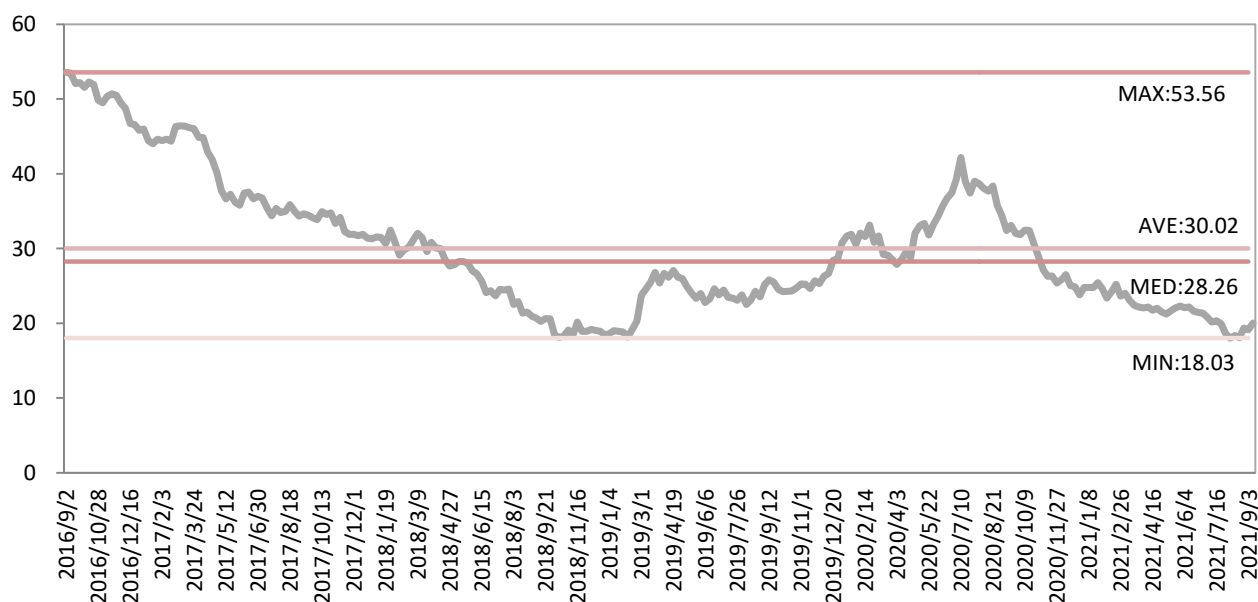
资料来源：公司公告，山西证券研究所



### 三、行业展望及投资建议

随着国内疫情防控进入常态化，文化传媒领域各细分板块恢复正常经营，上半年行业整体业绩回暖，一方面由于低基数效应使得增长幅度高于疫情前水平，另一方面则由于近年来传媒行业回归内生发展逻辑，业绩平稳向好。估值方面，截至9月9日收盘，中信传媒板块整体市盈率（TTM）为20.05倍，处于近五年板块估值9%分位点，子行业中互联网影视音频板块31倍的市盈率水平处于近两年估值最低，出版、互联网营销、其他广告营销、游戏等估值低于行业整体，除广播电视、影视行业外其余细分板块估值均处于近两年估值50%分位以下。

图 66：近五年传媒板块市盈率变动情况



资料来源：wind，山西证券研究所

表 9：近两年三级子行业市盈率（剔除负值）统计情况

细分板块	MAX	MIN	MED	AVE	9月9日收盘
出版	18.34	11.01	14.74	14.49	12.12
互联网广告营销	69.26	14.61	29.18	33.12	17.05
其他广告营销	72.13	18.38	39.15	41.63	19.07
游戏	43.28	15.14	24.37	25.41	19.80
互联网影视音频	87.82	31.25	51.13	54.47	31.25
广播电视	38.22	23.57	28.28	29.04	32.44
信息搜索与聚合	75.42	38.74	56.30	56.18	45.05
影视	99.76	24.03	50.38	49.64	53.38
其他文化娱乐	497.40	21.17	77.09	75.23	63.18
动漫	3466.08	0.00	155.77	609.59	151.78

资料来源：wind，山西证券研究所

下半年我们认为行业业绩有望持续向暖，细分板块在低基数影响下也有望维持良好的增速表现。虽然内容行业短期面临监管趋严因素影响，但在移动应用及娱乐消费形态呈现更加丰富多元、存量用户留存及商业化能力竞争加剧下，我们依旧看好具有核心内容制作能力、持续精品输出能力，深度挖掘用户偏好能力的公司，能够建立起较高的竞争壁垒。因此我们针对不同内容赛道的展望及投资建议如下：

### 1) 游戏：次新产品利润释放推动增长，出海加速为业绩注入新增长引擎

2021 年进入新产品周期，上半年由于新产品上线较多，上线初期投入较高但流水尚处爬坡导致游戏公司收入与利润错配，叠加 2020H1 高基数影响，致使游戏板块短期业绩增速波动。随着前期上线产品投入减少、流水累计增加，行业利润端将逐步改善，同时也会减少后续储备产品上线后投入与产出的错配影响。因此我们认为下半年次新品的利润释放、新产品上线推动流水增加以及海外产品加速布局等都将为游戏板块带来业绩增量。新未保政策落地以及监管对游戏产业发展指向明确，有利于行业稳定可持续发展。游戏板块自去年三季度以来持续调整，建议关注基本面改善后的估值修复机会。

标的方面，建议关注：1) 吉比特，公司在产品设计与运营方面注重差异化与商业化兼具，并在长线化运营与产品破圈上获验证，下半年上线多款差异化、特色化产品《军团》《恶魔秘境》《世界弹射物语》等。2) 完美世界，手游储备《幻塔》有望于年内上线，《完美世界：诸神之战》《一拳超人：世界》《天龙八部 2》等新产品持续推进中。3) 三七互娱，销售费用的激增对公司业绩阶段性影响有望减弱，前期投入将逐步实现收益。下半年至明年国内外市场围绕 MMO、SLG、卡牌、SIM 核心赛道储备有自研+代理 20 多款产品。

### 2) 出版：主题出版热度延续，电商活动有望带动图书线上线下销售

2021 年上半年图书市场呈现恢复性增长，在教材教辅稳健增长、主题出版带动及低基数效应下出版板块业绩增幅明显，但我们认为随着疫情影响的消除，出版板块将回归稳健增长的通道。在全国疫情防控稳态下秋季学期顺利开学，教材教辅业务将继续奠定出版行业业绩大盘，主题出版品类多元且日趋大众化，其带动效应有望延续以及双减政策下预计将为少儿、文学类等图书销售带来需求释放。此外，下半年电商购物活动也有望带动图书线上线下的整体销售。出版及阅读一直以来受国家政策支持、波动较小，分红稳定且持续，板块安全边际较高。

标的方面，建议关注：1) 中信出版，少儿赛道通过优质内容+自营直播渠道的布局有望保持快速增长及份额提升，下半年《这里是中国 2》《长寿时代》《生生不息》《人口大逆转》《航母档案·日本卷》《给孩子的科技史》等重点图书上市有望进一步带动公司销量及收入增长。2) 新经典：公司在文学类图书策划实力上持续获产品验证，加大社群等营销手段。3) 中南传媒：教材教辅、主题出版等业务奠定业

绩基础，大众图书出版业务份额持续领先；挂牌转让中南博股份助力其资本化运作及提高竞争力。此外上半年民营图书公司迎上市热潮，可关注其内容差异化及成长性。

### 3) 电影：暑期档表现不及预期，中秋国庆优质片单将助力回暖

行业受影响范围广、持续时间长，上半年由于电影市场整体经营回暖后带动上市公司业绩大幅改善，但仍受到局部疫情反复扰动及海外疫情影响进口片引进，导致市场恢复进程放缓。尤其是暑期档以来，受到上述因素影响影片供给、导致票房不及市场预期。8月底疫情控制好转，多个中高风险地区转为低风险后影院陆续恢复营业；同时中秋及国庆档来临，热门影片陆续定档。灯塔专业版显示，中秋前后将有《峰爆》（中影出品）《关于我妈的一切》《日常幻想指南》《我的青春有个你》等影片上映，国庆假期将有包括主旋律影片《我和我的父辈》（中国电影出品）、《铁道英雄》（中影&华谊出品），爱情片《十年一品温如言》《光线出品》以及《萌鸡小队》（奥飞出品）等多部动画影片等，有望带动观影热情的释放，建议关注电影票房表现及行业基本面改善机会。

标的方面，建议关注1）万达电影，院线及影投市场份额持续提升，下半年将整合万达广场广告资源；内容端《陪你很久很久》已上映、《皮皮鲁与鲁西西之罐头小人》定档9.30。2）横店影视，公司三四线城市影院占比达70%，在低线城市的前瞻性布局及影投运营优势有望持续释放，通过内容端的布局，进一步完善内容投资、制作、发行、放映的全产业链路，提升业务协同及横店品牌的影响力。3）光线传媒，公司待映项目储备丰富，《五个扑水的少年》《十年一品温如言》定档国庆，动画电影《深海》待定档；且目前公司以项目主控主投居多在收益上将有更强把控，电视剧、经纪及音乐等其他业务推进持续优化业务结构。4）中国电影，发挥电影全产业链整合优势，制作、发行端市场份额明显提升，《峰爆》《我和我的父辈》《长津湖》等影片定档中秋及国庆档，此外需静待海外进口影片的供给回暖。

### 4) 影视及网络视频：短期内容监管升级，利好优质内容生产及平台

内容端，剧集行业经历近年调整内容生产提质减量、供给端改革成效明显，上半年制作端回暖，剧集开机火热，保障后续项目充足，项目预购与定制模式下价格与成本调整与存货出清也有望进入尾声。平台端，上半年视频网站会员增长乏力，但8月以来随着奥运会的结束以及优质国产剧集、网络综艺等内容密集上线，带动平台剧集及网综热度不断提升。平台与头部制作公司正在加速推进内容的工业化生产能力，提高版权的长尾收益和商业模式拓展。现阶段行业正在经历内容监管的再度升级，包括艺人艺德约束、饭圈整治、偶像选秀停办、规范超前点播等一系列措施出台，尤其将对内容行业中以单纯的流量明星和资本推动的生产模式加以修正，推动平台及影视剧制作回归注重品质与正确价值导向的内容本源。我们认为这对于具有高质量内容制作能力、坚守底线思维、传播正能量的内容制作方、平台而言，有望迎来更好的发展机遇，进一步快速行业的优胜劣汰以及精品内容的产出。

标的方面，建议关注 1) 芒果超媒，公司年内以 5000 万会员为目标，三季度以来季风剧场《我在他乡挺好的》完美收官，后续上线的《天目危机》《婆婆的镯子》累计播放量 6.4 亿、3.2 亿，《与君歌》累计播放 25.6 亿播映指数排名头部，《披荆斩棘的哥哥》播放量 21.6 亿次热度优势较为明显，有望带动芒果 TV 会员及广告收入进一步增长，此外公司还储备有 N 代推理综艺及连续剧式侦探综艺《闪耀的侦探家族》，《说唱听我的 2》《扑通扑通的心》《当燃了！国潮》《拳拳相对》《中国制作人》等综 N 代及新综艺。2) 华策影视，公司紧密围绕电视剧、电影两大主业，构建强大内容壁垒，尤其在剧集方面规模化精品生产能力凸显，待播项目储备丰富。

#### 四、风险提示

疫情反复影响，政策变动及监管对行业发展趋势转变的风险，市场竞争加剧风险，盗版侵权及知识产权纠纷风险，单个文化产品收益波动性，商誉减值风险等。

### 分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
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

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

