

精选高壁垒平台与精品内容

2021下半年互联网传媒行业投资策略

证券分析师：林起贤 A0230519060002 袁伟嘉 A0230519080013

研究支持：任梦妮 夏嘉励 赵航

报告联系人：林起贤

2021.6.23



放眼十四五 共话新征程

Eyeing the 14th Five-Year Plan Embarking on a New Journey

申万宏源·2021资本市场夏季高峰会

SWS · 2021 Summer Capital Market Conference

- **互联网转折年，反垄断监管常态化，互联网流量红利近尾声竞争加剧，三条主线布局：**1) 高壁垒的社交平台 2) 高成长性的短视频 3) 下游渠道竞争加剧，利好上游精品内容溢价力提升。
- **社交：腾讯控股，竞争格局最好，反垄断影响相对小。**字节跳动基于中台的算法、流量运营及商业化的优势难以复用在社交、精品内容、内容社区等慢生意上，市场高估了字节对腾讯的影响。反垄断监管对腾讯业务经营的影响相对较低：腾讯社交货币化较为克制；游戏通过内容付费变现且自研占比逐步提升。
- **短视频：成长性最强，并非赢家通吃，国内变现高峰，海外用户仍高增。**短视频虽存在双边网络效应，但难以赢家通吃，算法+运营策略形成社区差异，抖快微仍将并存。视频号巩固腾讯流量护城河并拉动广告增长，也为小程序电商提供公域流量入口。快手科技国内用户粘性增强，进入变现高峰，海外用户增长超预期。哔哩哔哩：国内用户高增，进入变现高峰。
- **内容之一：游戏，内容议价力提升，VR孕育新机遇。**长期看行业付费潜力好于预期，今年预计随着新品上线增速逐季上行；游戏精品化时代到来，头部游戏面向渠道议价能力提升，新玩家新品类带来结构性机会。VR设备量与应用生态互相促进，静待拐点到来；元宇宙终局虽然遥远，但社交、沉浸、经济系统等基础元素初步具备。游戏公司估值较低，关注业绩和估值双提升。重点标的：网易、三七互娱、吉比特、完美世界
- **内容之二：长视频，理性看待短视频影响，盈利能力改善。**长视频内容质量提升、盗版问题改善，盈利能力提升。核心竞争力在于以IP为核心的内容体系的建设，而非用户规模。重点关注芒果超媒和阅文集团。
- **其他重点个股：分众传媒，泡泡玛特，中公教育、视源股份、国联股份**

主要内容

1. 平台：反垄断风险与竞争格局是选股核心
2. 短视频：变现和出海仍将支撑高增长
3. 内容-游戏：内容价值提升，VR孕育机遇
4. 内容-长视频：内容为王，盈利改善
5. 其他
6. 重点公司估值和风险提示

1.1 转折年：流量增长尾声竞争加剧，全球反垄断监管常态化（1）

反垄断监管常态化

- **规范互联网经营、竞争更加开放:**1) 交易平台二选一、大数据杀熟受到严格监管；2) 预计合并并购更加谨慎；3) 互金布局更加谨慎，成立金融控股集团；4) 为长期发展牺牲短期利润率。

流量增长尾声竞争加剧

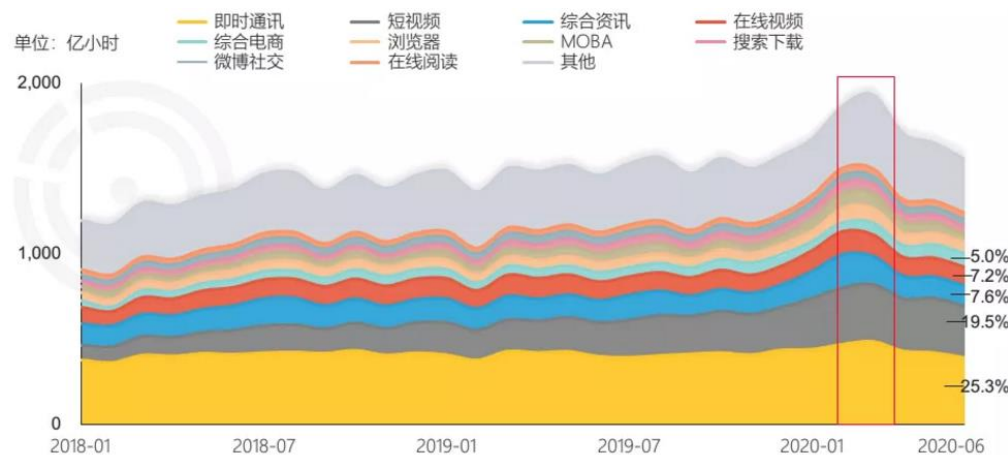
- 电商和生活服务平台：围绕下沉市场增量用户竞争更加激烈，资本开支加大、销售费用率提升，利润率下降。
- 短视频销售费用率提升明显。
- 游戏等精品内容、社交竞争格局相对较好。

表：互联网巨头成长性、竞争格局、反垄断风险对比

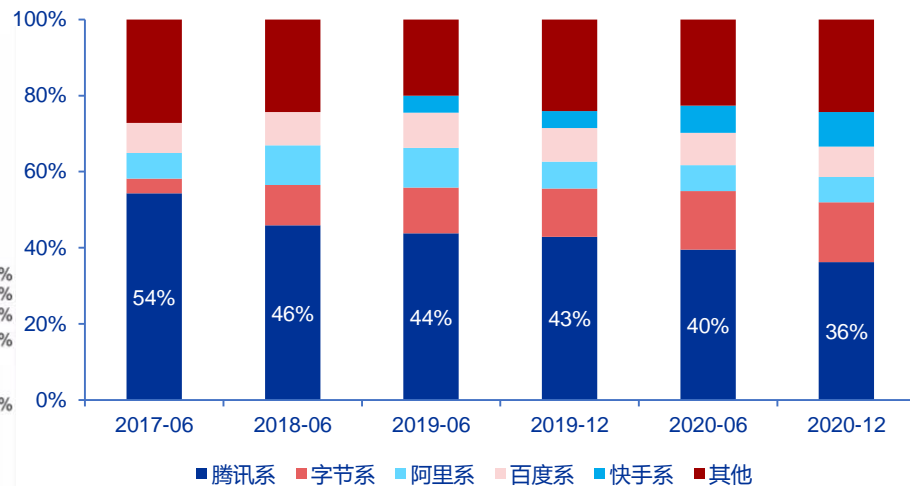
互联网公司	业务	成长性	竞争格局	反垄断监管风险
腾讯控股	社交网络	强但是慢。货币化率小幅提升（小程序电商、广告、金融、云等C2B）	赢家通吃，人情社会，网络互动密度极高（除非交互方式大变革）	中（社交货币化率低，流量+资本扶持子公司；投资基础设施）
	游戏	中。供给创造需求，国内双位数增长，ARPU还有提升空间；海外中期将接过增长接力棒	占一半份额略有提升（自研占比提升）	低
	其余精品内容	中但是慢。视频订阅率+20%，其他低于10%，IP变现未开始	几乎各赛道第一但部分内容不够“精品”易被短视频跨界打击	低（但部分内容平台的投资并购有争议）
阿里 拼多多 京东 美团 等	电商和生活服务	强。渗透率约30%	三强+美团（+新兴抖快微），竞争激烈	高（主要集中在二选一），但逐步释放风险
字节跳动 快手	短视频	强（变现高峰，海外）。增速+50%	抖快B站视频号，抖快用户重叠度变强	国内中，海外高（用户隐私保护与数据安全）

1.1 转折年：流量增长尾声竞争加剧，全球反垄断监管常态化（2）

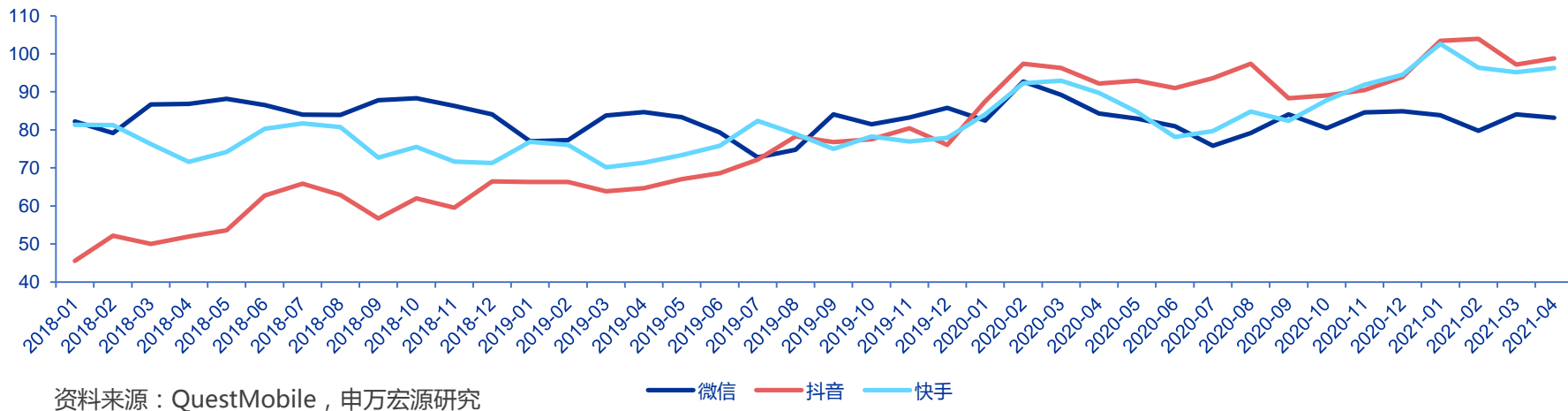
图：中国移动互联网典型细分行业月总时长（亿小时）



图：移动互联网巨头系APP使用时长占比（%）



图：2018年1月-2021年4月微信、抖音、快手人均单日使用时长（分钟）



1.2从竞争格局和反垄断风险看腾讯的配置价值（1）

市场对于字节跳动对腾讯控股的冲击过于悲观

- **字节跳动的成功**：攻占了腾讯未占领的增量市场，以短视频内容实现碎片化时间的线上化；基于**AI和大中台**，实现媒体类头部APP的迭代复制，并且在模式的海外推广上达到新的高度。
- **字节跳动的边界**：目前最成功的业务都与基于算法的流量分发有关，变现主要是基于广告和电商（本质都是流量运营），但在**慢生意上**并未有突出成就，包括内容社区、游戏、社交，教育投入大但不明朗。
- 因此：字节跳动目前对腾讯业务的影响主要体现在媒体类业务（微信公众号、长视频中的长尾内容等），影响了**媒体广告**，但对腾讯核心业务，基于熟人社交关系链的通信应用、游戏等精品内容等业务其实没有影响。

表：字节跳动和腾讯控股对比

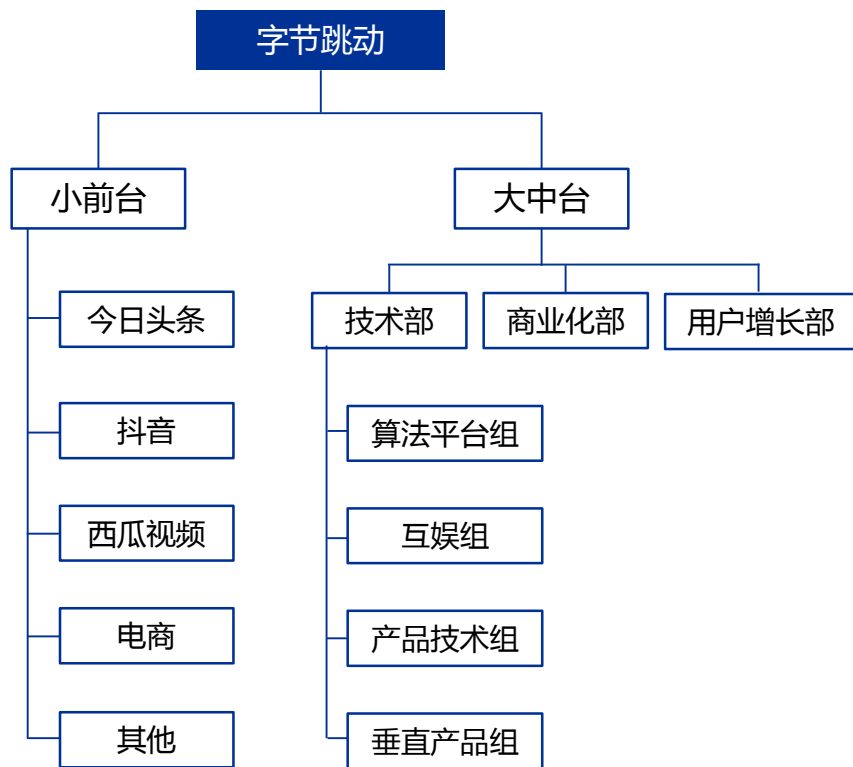
对比维度	腾讯控股	字节跳动
业务起点	连接人-人（通信），精品内容（尤其游戏）	连接人-内容（内容找人）
典型业务	微信、QQ、王者荣耀、和平精英、腾讯视频、阅文集团、腾讯音乐	今日头条、抖音、西瓜视频、火山小视频、番茄小说
内容分发	精品化内容（工业化，IP），开发慢，生命周期长	碎片化内容（算法+运营），没有前置成本，生命周期短，但靠算法迭代
组织架构	产品为核心（PCG、微信、IEG）	大中台小前台
公司文化	产品文化、长期主义	看重ROI、大力出奇迹
变现	内容付费（但不是订阅制）、连接器TOB赋能（广告低货币化+云、支付、小程序等增值服务）	广告到电商，本质是流量运营

资料来源：申万宏源研究整理

1.2从竞争格局和反垄断风险看腾讯的配置价值（2）

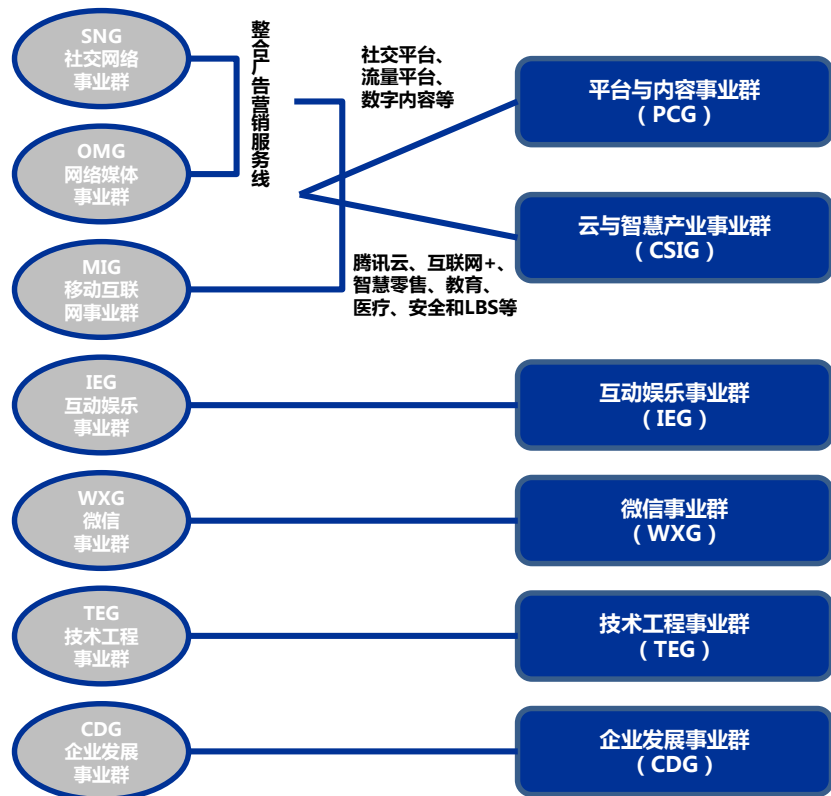
- 字节跳动的大中台保证了项目的迅速迭代，但并非所有APP都能基于中台的算法和流量运营、销售（商业化）就实现快速成功。尤其是精品内容和社交、内容社区，过短的考核会导致动作变形。
- 腾讯18年的930变革强化中台以提升TOB能力，但仍保留了产品为基础的架构。尤其是IEG、PCG、微信事业群。21年4月，PCG再度进行架构调整，强化包括短视频、社交、游戏、音乐等在内的组织协同。

图：字节跳动大中台



资料来源：晚点LatePost，申万宏源研究

图：2018年腾讯组织架构调整意在强化中台，但仍明显以产品为核心



资料来源：公司官网，申万宏源研究

- **消费互联网：社交+精品内容构筑流量护城河，在当前流量竞争加剧背景下，壁垒较高**
 - **社交（即时通讯）：PC到移动，两次飞跃。**QQ长青在于产品创新；微信基于熟人社交关系链有高昂的转换成本，视频号功能模块创新巩固流量壁垒。
 - **精品内容：长期主义做好慢生意。**游戏03年起步，泛娱乐13年起步。区别于字节跳动以AI+算法为基础的碎片化内容分发，腾讯以精品内容+IP运营+多渠道分发为核心，游戏+阅读+动漫+视频+音乐等内容共同巩固流量壁垒。当前游戏是腾讯流量体系中货币化效率最高的业务，但其他内容的协同和货币化仍有待提升。
- **产业互联网：C2B，广告、云、支付和金融到小程序电商**
 - 发挥社交流量价值，产业互联网核心是连接，做企业的数字化助手。
 - 小程序电商是利用好社交流量赋能企业的重要抓手。
- **资本作为助力，开放合作、丰富生态**

1.3腾讯控股：社交+内容为基石，TOC到TOB（2）

图：腾讯控股业务结构

消费互联网流量-精品内容，游戏也是货币化方式

网络游戏33%

英雄联盟
地下城与勇士

王者荣耀DAU1亿+
和平精英DAU近
0.8亿（峰值）

社交网络23%

手游分发（占
33%）

阅文集团MAU2.3
亿

腾讯音乐集团MAU
超6亿

虎牙直播 MAU1.8
亿

腾讯视频 MAU5-6
亿

QQ会员

产业赋能

网络广告17%

腾讯视频、天天快
报、腾讯新闻

微信（朋友圈、小
程序、公众号、搜
一搜）

QQ（看点等）

联盟

金融科技~23%

支付平台

财富管理

证券平台

企业金融

民生服务

云~4%

IaaS

腾讯会议

腾讯智慧零
售

消费互联网流量-社交

社交流量：微信（含小程序）MAU 12亿+ QQ MAU 6亿

资本：投资组合6909亿元（截至2020年末）

助力消费互联网和产业互联网，也是变现模式

资料来源：腾讯控股及各子公司财报，申万宏源研究
备注：百分比表示2020年收入占比

1.3腾讯控股：社交+内容为基石，TOC到TOB（3）

■ **互联网竞争加剧和全球反垄断常态化下，腾讯受影响相对较小。** 腾讯凭借社交（PC到移动两次飞跃）+精品内容（长期主义做好慢生意）构筑ToC流量护城河；ToB赋能产业互联网，小程序电商是当前的重要抓手。从竞争角度，字节跳动对腾讯的冲击集中在媒体类（微信公众号、长视频的注水内容等），但两者组织架构的不同决定了字节跳动基于中台的算法、流量运营及商业化的优势难以复用在社交、精品内容、内容社区等慢生意上。反垄断监管对腾讯业务经营的影响相对较低：腾讯社交具备高壁垒但公司货币化较为克制；游戏通过内容付费变现且自研占比逐步提升；投资视角着眼于中长期增长（而非短期份额扩张），以及建立500亿元基金投资社会创新，承担社会责任。

■ **视频号和小程序：微信流量护城河的巩固与TOB赋能。** 短视频并非赢家通吃，视频号的分发机制具备抖快没有的、基于ID的强社交，形成先私域、再公域拉新、再沉淀反哺私域的完整逻辑。腾讯视频号的价值在于1）巩固流量护城河并拉动广告增长，但其在较轻的内容运营策略下或影响时长天花板，我们测算视频号有望带来超580亿广告增量；2）连接微信生态，为小程序电商提供公域流量入口。小程序电商作为ToB抓手，借助社交天然的私域属性，有望构成C2B的重要场景。20年小程序GMV约2万亿，同比增长超过1倍，疫情后仍有加速之势；目前处于流量洼地，货币化主要为支付佣金，支付外数字金融服务、ARPU更高的电商广告、云等有望进一步打开微信货币化空间。

1.3腾讯控股：社交+内容为基石，TOC到TOB（4）

- **增值业务：游戏仍是增长确定性的保证。** 20年游戏业务毛利在增值业务中占比近9成，在公司整体占比超过一半。近两年虽然政策（版号）、疫情等外部因素推动游戏行业增长，但市场忽视了行业内生增长动力，付费模式的创新、用户粘性的进一步增强使得付费率和ARPPU均有明显提升，付费潜力远超预期。得益于中度竞技品类的高粘性和高货币化天花板，腾讯自研占比不断提升的过程中仍完成了份额扩张，1Q21国内市占率达到58%，而后续强势自研周期和海外布局有望进一步强化游戏增长确定性。渠道分散化背景下市场担心腾讯渠道能力受冲击，我们认为腾讯并未失位：高壁垒的社交分发体系、新兴渠道投资（B站、快手）以及未来视频号的补充，都将保证腾讯的渠道地位。市场亦担心品类格局变化和字节跳动入局，实际上，腾讯核心的中度品类具备赢家通吃特征，且有社交壁垒作支撑，品类规模仍领先。字节对腾讯的威胁已在轻度品类体现但影响规模小；中度品类腾讯无法被撼动；重度品类将形成与腾讯抢产品的局面但中短期不构成威胁。
- **广告、云和金融：结合微信电商一同赋能B端。** 1）2018年以来腾讯广告业务加强组织结构调整提升效率，广告资源得到较强整合。当前媒体广告冲击已经体现，低谷期已过；社交广告未来将持续由朋友圈/视频号等拉动增长，我们预计社交广告业务2023年将超过1200亿。2）中国整体公有云市场保持50%以上增速，腾讯云份额12%，新基建政策下，预计行业增长会进一步提速。腾讯云以IaaS产品为主，优势在于游戏及流媒体领域，强调做产业“连接器”。未来将通过小程序SaaS生态拓展社交电商新场景，盈利能力有望逐步改善。3）互联网金融监管趋严，但对腾讯存量业务影响不大，腾讯金融主要由通道业务贡献收入，且多项业务通过持股公司开展。未来更完善的小程序生态拉动微信支付、理财通增长，收入端及成本端均改善。

主要内容

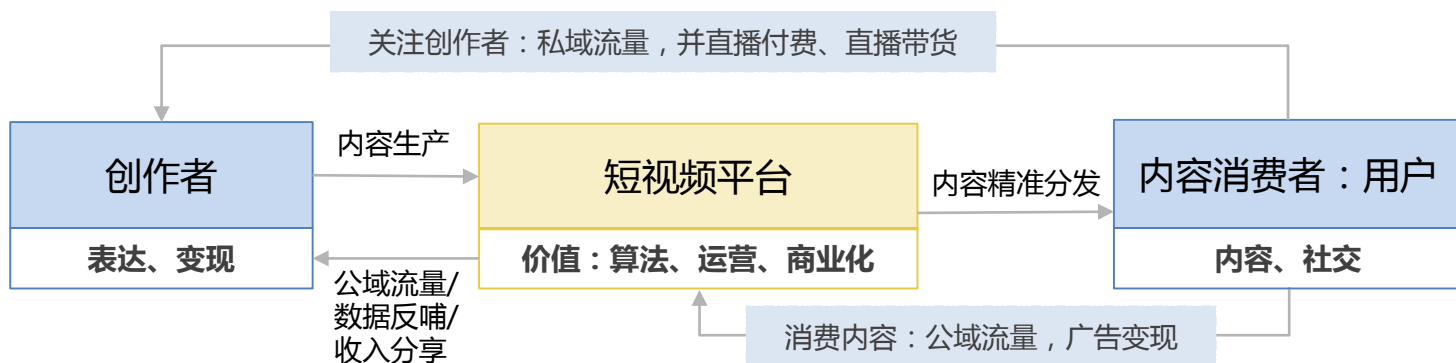
1. 平台：反垄断风险与竞争格局是选股核心
2. 短视频：变现和出海仍将支撑高增长
3. 内容-游戏：内容价值提升，VR孕育机遇
4. 内容-长视频：内容为王，盈利改善
5. 其他
6. 重点公司估值和风险提示

2.1 短视频竞争：难以赢家通吃，算法+运营策略形成社区差异（1）

■ 短视频格局：算法+运营+商业化形成平台的壁垒，但并非赢家通吃

- **短视频链接人与内容存在两种机制：**1）创作者-用户：基于内容兴趣的弱社交（“关注”），形成创作者的私域流量，内容分发去中心化；2）用户-内容（“推荐”），并不关注创作者，则流量掌握在平台手里，形成公域流量，内容分发中心化。3）视频号在这两种机制外，还有基于熟人关系链形成的多节点分发（“好友点赞”）。
- **算法+运营+商业化构筑平台壁垒：**算法（数据沉淀精进），运营（创作工具、内容审核等，影响社区调性），商业化（持续激励创作者）。平台连接广大创作者和用户，形成双边网络效应。

图：短视频商业模式



资料来源：申万宏源研究整理

2.1 短视频竞争：难以赢家通吃，算法+运营策略形成社区差异（2）

■ 短视频并非赢家通吃格局

- 虽有双边网络效应，但无法短时间内垄断所有内容供应商；而且参考文化区隔理论，不同内容社区聚集不同核心用户。

■ 相比于抖快，视频号的分发机制和运营策略下，很可能DAU上限高，但时长低

- 抖音：公域流量为主，强在算法推荐+内容运营；核心用户是潮流达人，调性是美好、娱乐。典型的time killer，主站DAU为3.1亿，日均时长93.9分钟（QuestMobile，20年12月）。
- 快手：从基于“关注”的私域流量到拓展公域流量，从弱运营到加强运营。核心用户是下沉市场，调性是接地气、社区温度。典型的time killer，主站DAU为2.3亿，日均时长94.5分钟。（QuestMobile，20年12月）
- 微信视频号：封闭的私域流量（好友推荐+基于内容兴趣的关注订阅）到拓展公域流量入口（算法推荐），暂未进行强运营，内容更长尾。熟人关系链限制了娱乐化内容的传播上限，目前调性更偏正能量，同时是企宣阵地、公共空间。DAU 2.8亿，日均时长19分钟（阿拉丁，2020年年底），当前DAU超过3亿。基于熟人关系链传播，视频号DAU上限有望逼近朋友圈，但平均时长还需观察内容运营策略的演进。

2.1 短视频竞争：难以赢家通吃，算法+运营策略形成社区差异（3）

表：主流短视频对比

维度	微信视频号	抖音	快手
价值观	人人皆可创作的平台，公开的账号	记录美好生活 匹配用户喜欢的内容	拥抱每一种生活 看到真实有趣的世界，找到自己感兴趣的人
分发机制	关注-基于兴趣的弱社交 朋友-基于ID的强社交 推荐-算法	推荐-算法 关注-基于兴趣的弱社交	关注-基于兴趣的弱社交 发现（双列）-算法 精选（单列）-算法
算法	用户协同（社交）>用户标签>点赞内容	完播率>点赞率>评论率>转发率	评论率>转发率>点赞率，
运营	公众号作者、企业进驻积极，不主动引入明星	早期就重视导入年轻时尚潮流达人、机构和明星；创作者分级	早期创作者来自下沉市场，平台起初轻运营，后逐渐加强
完善逻辑	先有私域（熟人关系和兴趣关系），再用公域拉新，再沉淀反哺私域	先有公域形成内容爆款，再通过内容沉淀用户和创作者关系	基于关注双列内容形成创作者私域流量，再用公域引爆拉新
调性	社交压力影响过度娱乐化内容传播	精致潮流高颜值	接地气，生活化
流量	2020年底DAU 2.8亿，日均时长19分钟（阿拉丁）	2020年底DAU3.1亿，日均时长93.9分钟（QuestMobile）	2020年底DAU2.3亿，日均时94.5分钟长（QuestMobile）
特点	熟人关系实现冷启动，中长尾创作者参与者高，创作者-用户关系强；内容头部效应弱	内容精致打造爆款，内容头部效应强；创作者-用户关系较弱	创作者头部效应强；公域给予中长尾内容一定曝光机会
小结	强社交（ID体系），社区和媒体属性有提升	强媒体弱社区	强社区，媒体属性提升

资料来源：QuestMobile，阿拉丁，申万宏源研究

2.2 视频号：巩固腾讯流量护城河并拉动广告增长，也为小程序电商提供公域流量入口（1）

- **视频号是微信少有的公域流量入口。**视频号的入口除了“关注”、“好友点赞”两个私域之外，还有“推荐”这一公域流量入口，并且与微信目前的流量入口能够打通。
- **视频号有望带来超过580亿广告收入。**对应6.4亿DAU（相对朋友圈渗透率达85%），日均时长35分钟，1分钟广告价值0.007元（低于抖音当前的价值），带来588亿广告收入。
- **视频号为微信电商提供了新的入口。**此前微信电商的主要入口是线下二维码、搜一搜以及好友转发等，视频号提供了新的公域入口，有助于提升交易额。当前约2万亿交易额，变现方式主要是**支付佣金率0.6%**，支付外可能的货币化方式：**数字金融服务、ARPU更高的电商广告、云等增值服务、投资收益等。**

表：视频号广告收入空间测算

指标	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
视频号DAU（亿）	2.8	3.8	4.5	5.3	6.4
朋友圈DAU（亿）	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
视频号DAU/朋友圈DAU	37%	50%	60%	70%	85%
人均每天用户时长（分钟）	19	25	30	35	35
每分钟播放次数	2	2	2	2	2
广告加载率		3%	5%	8%	8%
单用户每天观看广告条数		1.5	3.0	5.6	5.6
CPM价格（千次/元）		20	30	40	45
日收入（亿元）		0.1	0.4	1.2	1.6
年收入（亿元）		41.1	147.8	429.2	588.0

资料来源：视灯研究院，申万宏源研究

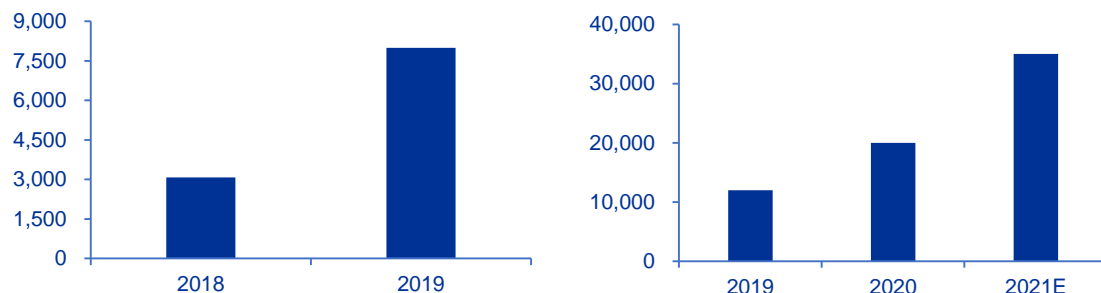
图：视频号为微信电商提供了公域流量入口



2.2 视频号：巩固腾讯流量护城河并拉动广告增长，也为小程序电商提供公域流量入口（2）

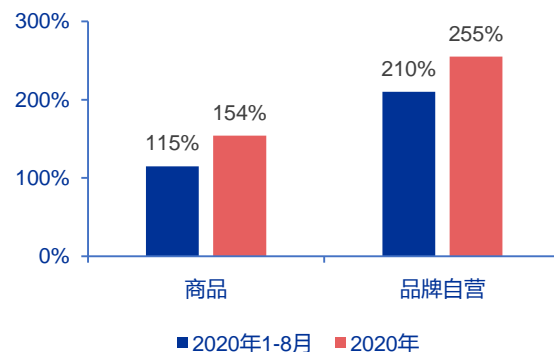
- **小程序电商理论空间-GMV**：当前约2万亿交易额，拼多多美团京东等约占一半，商家自营主要覆盖线下商超、餐饮以及消费品牌，**超一倍增长**且有后疫情时代仍有加速之势，21Q1业绩会高管表示小程序电商仍然三位数增长；视频号拓展公域流量，在提升留存之后起到拉新作用，有助于提升GMV天花板。
- **小程序电商理论空间-货币化率**：目前变现方式主要是**支付佣金率0.6%**，运营服务能力提升决定货币化率天花板，预计货币化率低于拼多多阿里，但没有拉新引流费用。

图：小程序GMV（左图官方口径，右图阿拉丁口径，亿元）



资料来源：微信公开课，阿拉丁数据，申万宏源研究

图：2020年小程序GMV同比增速（%）



资料来源：微信公开课，申万宏源研究

图：巨头电商业务对比

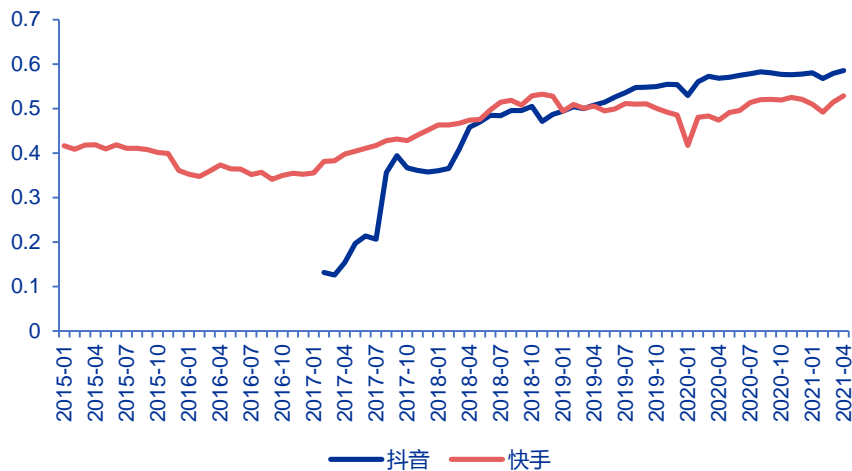
	腾讯控股	快手	阿里巴巴	拼多多
2020年GMV（亿）	约2万（商家自营约占一半）	3812	6.589万	16676
yoy	超过1倍	539.5%	15%	66%
货币化率	0.6%	0.97%	整体3.74%（天猫抽佣2.22%，广告2.66%）	3.23%（抽佣0.35%，广告2.88%）
货币化方式	支付佣金	抽佣等	抽佣+广告	抽佣+广告

资料来源：各公司财报，申万宏源研究
注：数据为2020财年数据

2.3 快手：国内用户粘性增强，进入变现高峰，海外用户增长超预期（1）

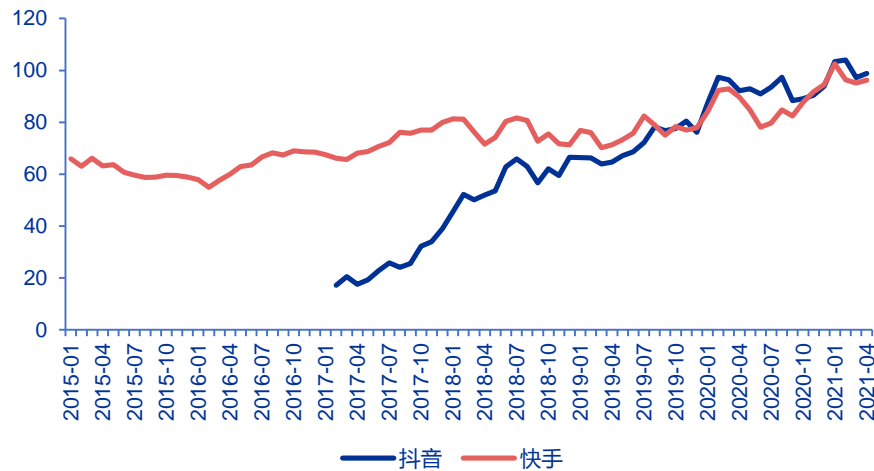
- **快手、抖音国内用户增速放缓，但时长、粘性仍增长。**短视频行业用户增速放缓，但用户时长、粘性仍有增长，短视频是用户粘性最强的内容平台之一。后续时长提升靠短剧、直播等，粘性提升靠内容运营。
- **海外用户增长超预期。**截至4月，快手海外用户1.5亿，预计2021年底有望增长至2.5亿+，定位中东和东南亚。美国撤销对Tik Tok禁令后，字节海外用户有望恢复增长，据界面新闻，字节预期21年用户数一半来自海外。

图：抖音、快手用户粘性（%）



资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

图：抖音、快手人均单日使用时长（分钟）



资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

2.3 快手：国内用户粘性增强，进入变现高峰，海外用户增长超预期（2）

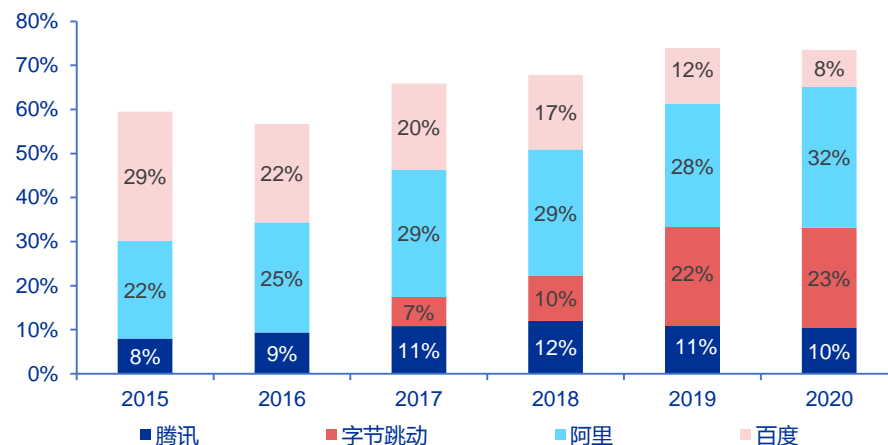
- **快手加强公域流量变现，品牌广告是阶段性重点。**1Q21快手广告收入增长1.6倍，但用户单位时长广告价值仍与字节有差距。广告主是App推广、游戏类、电商类和金融服务类。改版后公域流量增强，阶段性重点是品牌广告，关键在营销工具丰富和调性提升。
- **字节广告维持高增长，20年占互联网广告收入23%，占比仅低于阿里巴巴（32%）。**收入增长主要是时长、加载率和转化率（价格）驱动。

表：用户单位小时广告价值对比

媒体	时间	DAU (百万)	广告收入 (百万元)	用户时长 (分钟)	用户单位小时广告价值 (元)
微博	2020	225	7,698	49.01	0.11
微博	2019	220	9,794	56.89	0.13
今日头条	2020	130	37,000	80.27	0.58
抖音	2020	550	104,000	92.51	0.34
抖音	2019	251	60,000	71.53	0.55
快手	2019	176	7,419	76.10	0.09
快手	2020	265	21,850	86.92	0.16
B站	2020	54.0	1,842.8	84.09	0.07

注：微博、B站为财报披露数据，抖音及头条19年用户数及时长为QuestMobile数据，抖音2020年DAU为预测数
资料来源：Wind，QuestMobile，申万宏源研究

图：互联网广告四巨头广告市场份额（%）



资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

2.3 快手：国内用户粘性增强，进入变现高峰，海外用户增长超预期（3）

- **快手私域流量粘性强，变现潜力尚未完全释放。** 快手电商超过80%GMV来自私域流量，红人与粉丝强信任关系下，快手电商转化率更高，客单价对比其他平台有提升空间（关键看品牌入驻+中腰部红人GMV起量），变现潜力未完全释放。
- **抖音在公域流量分发机制下，在推荐内容基础上增加好物推荐，重点做品牌自播切商家日销经营份额，21年小店GMV也有望实现2倍增长。**

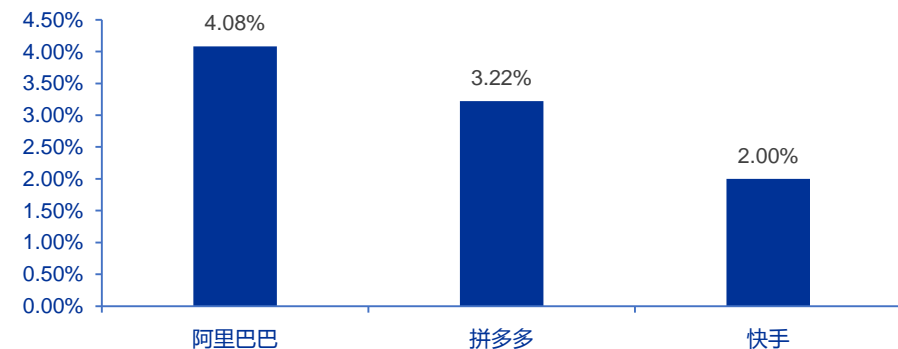
表：2020年电商运营情况对比

	MAU（亿）	GMV（亿元）	客单价（元/年）
阿里巴巴	8.11	75000	9248
京东	3.19	26000	8146
拼多多	7.20	16676	2316
快手	4.81	3812	793

注：阿里巴巴MAU是中国零售的买家数，拼多多和快手均为2020年财报披露MAU数

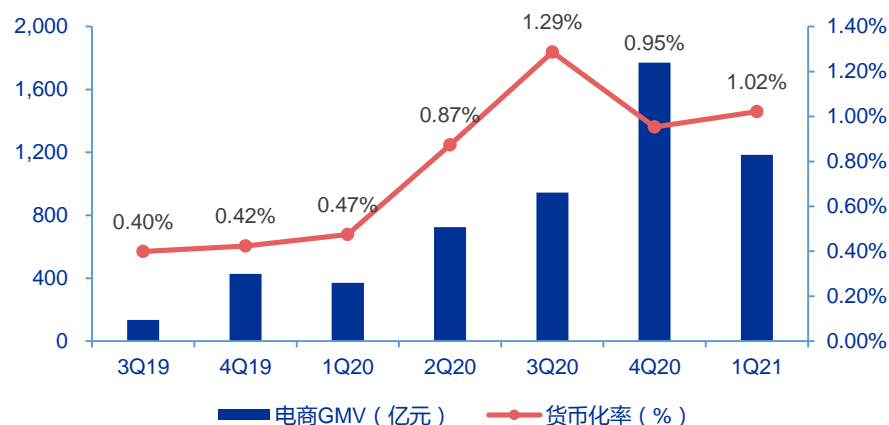
资料来源：Wind，QuestMobile，申万宏源研究

图：电商平台综合货币化率对比（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

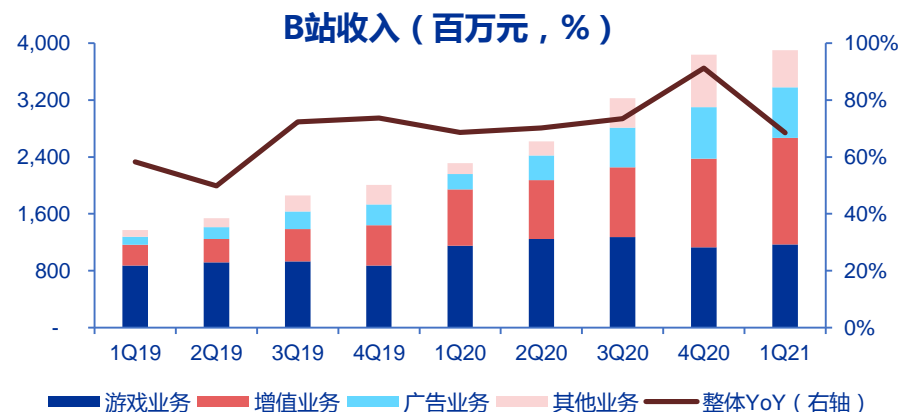
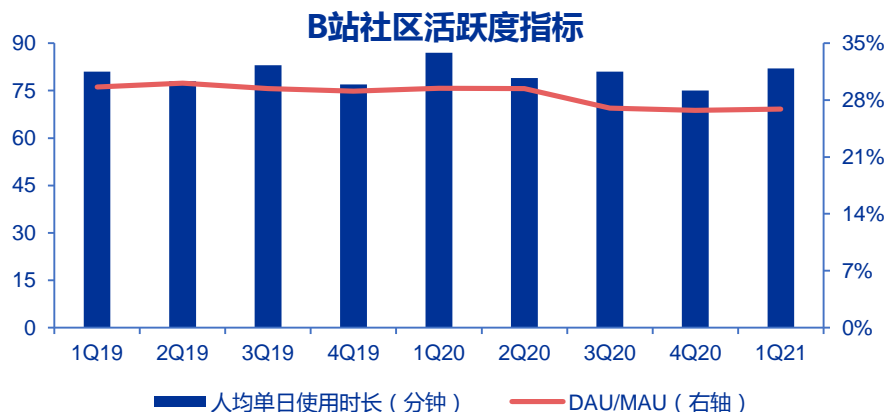
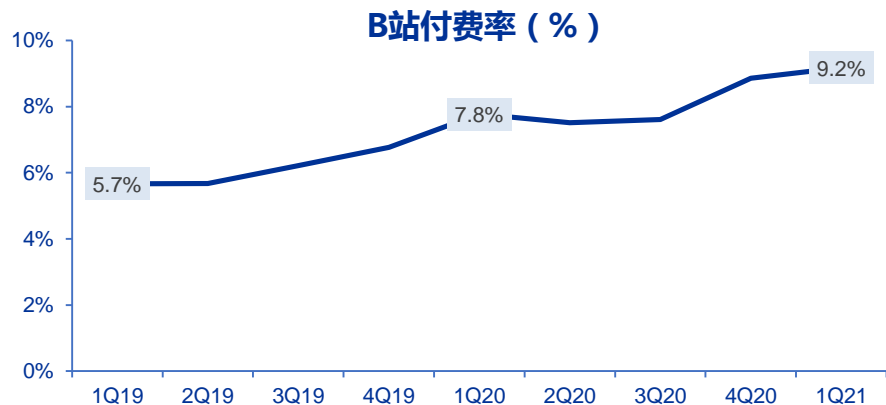
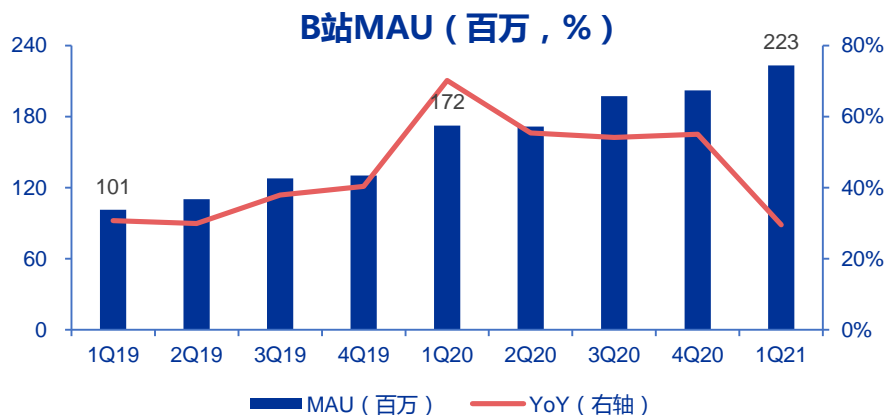
图：3Q19-1Q21快手电商GMV及货币化率（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

2.4 哔哩哔哩：国内用户高增，进入变现高峰

- **用户端：MAU继续高增**，Q1同比增长30%环比增长11%到2.23亿；**社区活跃度指标改善**，DAU/MAU、用户人均单日使用时长环比均改善，打消市场关于2H20相关指标下滑的担心
- **变现端：游戏基本盘稳固**，Q1高基数下同比持平，Q2三款独代产品上线，考虑递延预计下半年有更明显业绩体现；**非游戏业务高速增长**，高质量特色化的OGV内容推动大会员持续增长，广告业务已经连续八个季度加速增长，电商业务低基数下高增长



主要内容

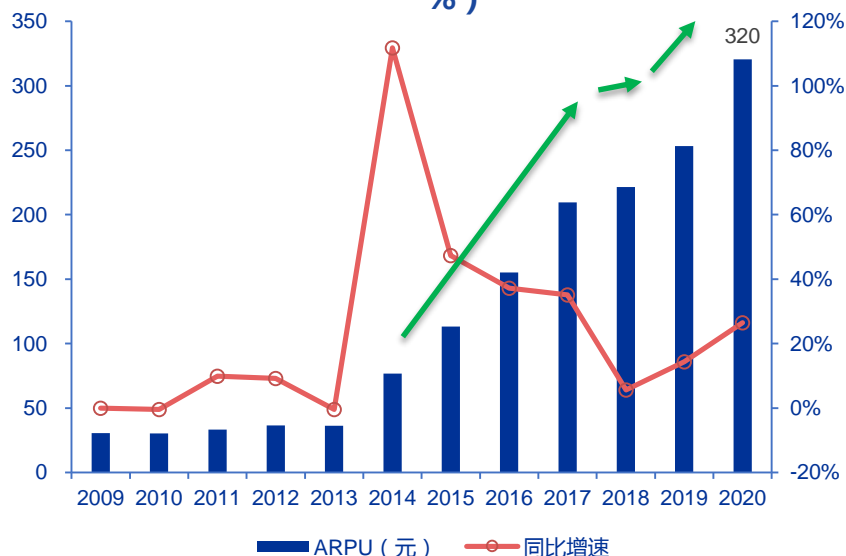
1. 平台：反垄断风险与竞争格局是选股核心
2. 短视频：变现和出海仍将支撑高增长
3. 内容-游戏：内容价值提升，VR孕育机遇
4. 内容-长视频：内容为王，盈利改善
5. 其他
6. 重点公司估值和风险提示

3.1 长期看行业转为ARPU驱动增长，短期看逐季上行

■ 行业增长逻辑不断切换，总体从用户驱动转变为付费驱动

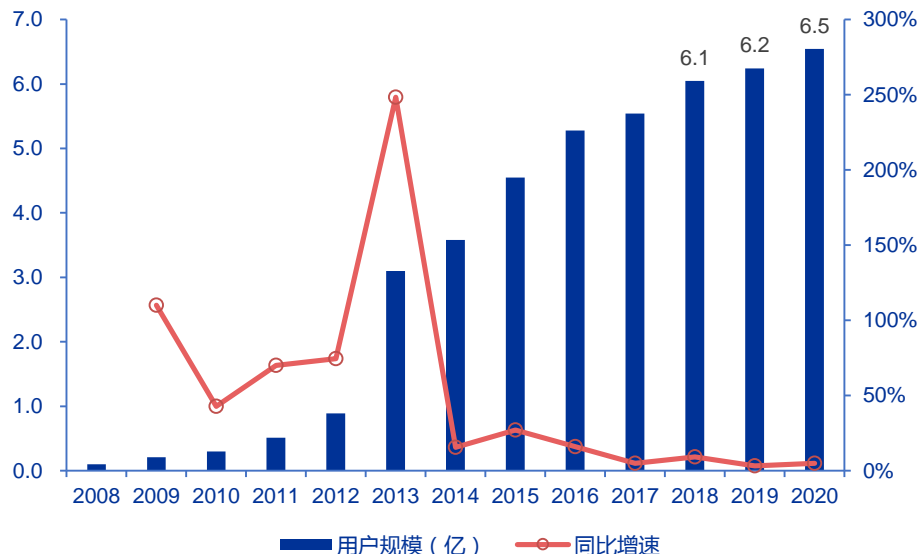
- 2020年中国手游市场规模2097亿（yoy+32.6%），手游规模在整体游戏市场占比75.2%（yoy+6.8pct）。
- 手游行业增长逻辑并非从一而终：1）2011-2014为用户驱动流量红利期；2）2015-2017为端转手驱动的付费红利期；3）2018-2020一方面是政策波动（版号）+偶然性事件（疫情）驱动的增速回暖和反弹，**但另一方面付费驱动的内核并没有变，2020年手游ARPU同比增长26.5%，而用户规模仅增长4.8%。**

图：手游ARPU经历快速上升-放缓-上升阶段（元，%）



资料来源：GPC&IDC，伽马数据，申万宏源研究

图：手游行业用户规模及增速变化（亿人，%）



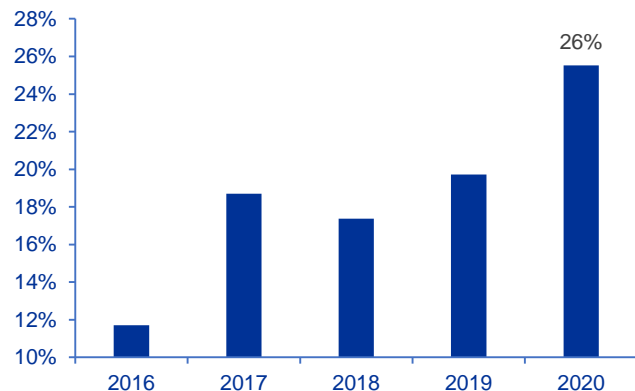
资料来源：GPC&IDC，伽马数据，申万宏源研究

3.1 长期看行业转为ARPU驱动增长，短期看逐季上行 (2) SWS RESEARCH

■ 市场忽视了行业内生增长动力，付费率ARPPU均提升明显，付费潜力远超预期

- 随着Battle Pass引领的第三次付费创新，腾讯率先在旗下中度竞技游戏中（《王者荣耀》《和平精英》等）广泛应用，并逐步渗透到重度品类，腾讯手游19-20年付费率逐步站上新台阶。
- 19-20年腾讯（中度品类代表）和三七互娱（重度品类代表）的ARPPU有明显提升。即使在时长显著回落的3Q20，二者ARPPU并未受影响反而继续上行。
- 长期看，**游戏行业付费驱动来自于商业模式升级、GDP增长以及用户渗透率的缓慢提升。**保守假设下，GDP复合增速5%、用户复合增速2-3%、ARPU符合增速5%，亦能保证行业长期增速保持双位数。

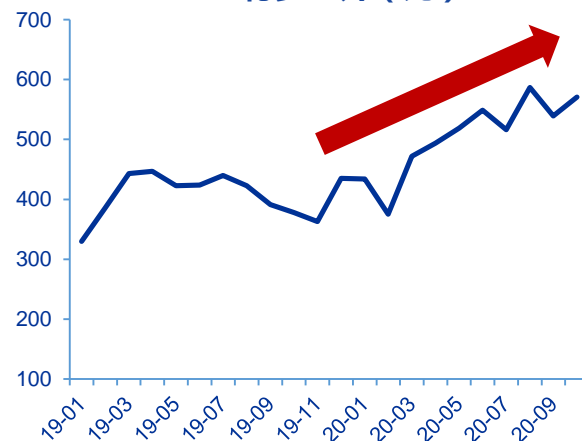
图：2016-2020腾讯手游付费率变化（%）



图：19-21年腾讯手游ARPPU变化（元）



图：19-20年三七互娱ARPG品类月均ARPPU稳步上升（元）



资料来源：腾讯控股财报，伽马数据，申万宏源研究测算
注：付费率 = 当期腾讯平均付费用户数/当期国内手游用户规模

资料来源：腾讯控股官网，申万宏源研究
注：取公司公布的区间中值

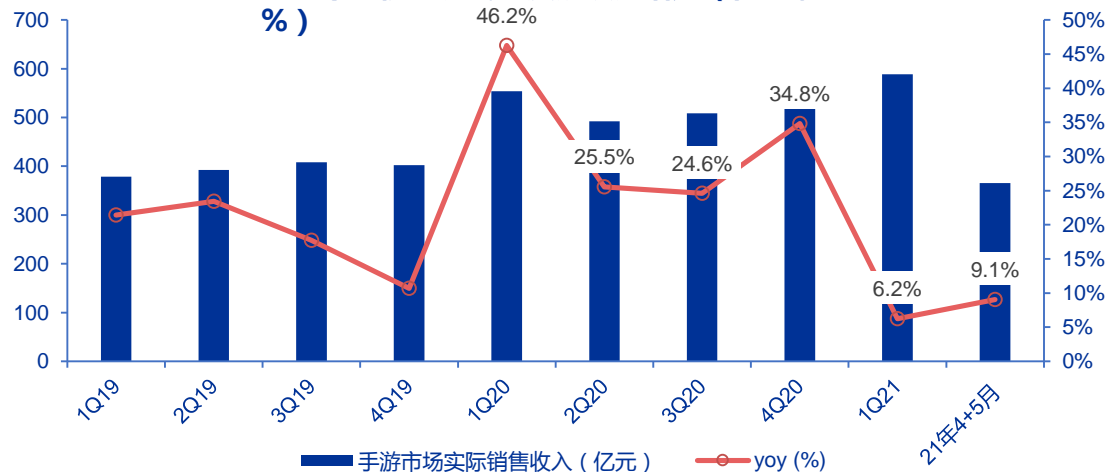
资料来源：三七互娱公告，申万宏源研究

3.1 长期看行业转为ARPU驱动增长，短期看逐季上行

行业增速预计上半年低、下半年高

- 伽马数据显示2021年Q1手游市场规模588亿，在20年超高基数下仍实现6.2%的同比增长。进入Q2，手游行业4月和5月合计行业规模365亿，同比增长9.1%。可以判断：1) 在去年线上流量爆发下今年的持续增长显示出游戏强大的付费潜力和游戏头部厂商长生命周期运营的能力；2) 考虑到去年下半年相对不高的基数和新品周期推动，全年有望走出逐季增速上行的趋势。

图：中国移动游戏季度规模及增速（亿元，%）



表：2021年AH游戏公司核心产品pipeline

公司	游戏产品	类型	自研/代理	预计/已经上线时间
三七互娱	Puzzles & Survival	三消+SLG	代理	2020.8月已上线，21年核心
	叫我大掌柜	模拟经营	代理	2020.9月已上线，21年核心
	荣耀大天使	ARPG	自研	21年1月已上线
	斗罗大陆：武魂觉醒	卡牌	代理	21年3月已上线
	斗罗大陆：魂师对决	卡牌	自研	2021.7.9已定档
	代号NB	MMO	自研	2H21
完美世界	霸业SLG	SLG	自研	2H21
	三国SLG	SLG	自研	2021
	战神遗迹	ARPG	自研	2021.5.20已上线
	梦幻新诛仙	回合制	自研	2021.6.25已定档
	幻塔	开放世界MMO	自研	2H21
吉比特	一拳超人	3D卡牌	自研	2H21
	天龙八部	MMO	代理	2H21
	一念逍遥 (M71)	放置+RPG	自研	2021.2.1已上线
	摩尔庄园	社交养成	代理	2021.6.1已上线
祖龙	复苏的魔女	养成RPG	代理	2021.6.23已定档
	地下城堡3	文字Roguelike	代理	2H21
	石油大亨	模拟经营	代理	2H21
	冒险与深渊	像素风放置	代理	2H21
	梦想新大陆	回合制MMO	自研	21年1月已上线
友谊时光	诺亚之心	MMORPG	自研	2H21
	此生无白	RPG	自研	2H21
	杜拉拉升职记	模拟养成	自研	2H21
心动公司	心动小镇	沙盒	自研	2H21
	火炬之光：无限	ARPG	自研	2H21
网易	天谕手游	MMORPG	自研	21年1月已上线
	宝可梦大探险	RPG	自研	21年5月已上线
	哈利波特：魔法觉醒	卡牌策略	自研	2H21
	暗黑破坏神：不朽	RPG	自研	2H21
腾讯	使命召唤3D	FPS	自研	2020.12.25已上线
	秦时明月世界手游	MMORPG	自研	21年3月已上线
	LOL手游	MOBA	自研	2H21
	DNF手游	动作RPG	自研	2H21/2022
哔哩哔哩	机动战姬：聚变	二次元RPG	代理	21年5月已上线
	刀剑神域黑衣剑士：王牌	MMORPG	代理	21年6月已上线
	古剑奇谭木语人	3D回合制RPG	代理	2H21
	糖豆人：终极淘汰赛手游	闯关类	代理	2H21

3.2 RPG、SLG等仍保持较快增长，新趋势正在酝酿

■ 细分品类扩张反映的趋势：精品化、差异化、头部化

- 2020年中度竞技品类同比增长25%，占手游市场33%份额，较19年略降2pct，但规模仍领先。2020年RPG、SLG、其他增速较高，整体品类格局随未出现明显变化，但细分品类扩张反映精品化、差异化和头部化趋势。

表：国内游戏细分品类规模及增速（亿，%）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
中度竞技	31	123	325	422	553	692
yoy		298%	165%	30%	31%	25%
MMO	165	295	372	388	427	503
yoy		79%	26%	5%	10%	18%
RPG	154	180	186	228	253	377
yoy		17%	3%	23%	11%	49%
SLG	10	33	81	107	126	231
yoy		218%	148%	32%	18%	82%
休闲	93	82	93	54	63	50
yoy		-12%	13%	-42%	18%	-20%
其他	57	98	105	147	174	243
yoy		74%	6%	41%	18%	40%
手游行业	515	819	1161	1340	1581	2097
yoy		59%	42%	15%	18%	33%

资料来源：伽马数据，申万宏源研究测算

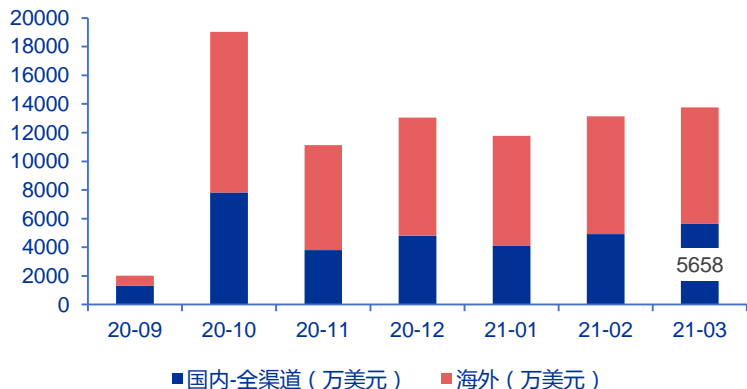
其他包含：RTS、TCG、生存、非对称竞技、模拟经营、体育音舞、沙盒等

3.2 RPG、SLG等仍保持较快增长，新趋势正在酝酿

■ 细分品类扩张反映的趋势：精品化、差异化、头部化

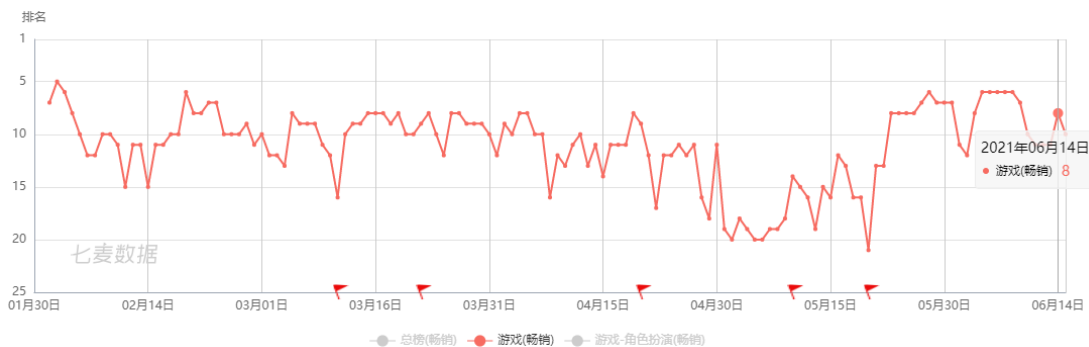
- 2020年增长较快的RPG、SLG等品类主要有《原神》（开放世界RPG）、《万国觉醒》《三国志战略版》（SLG）、《剑与远征》《最强蜗牛》（放置）等产品支撑。
- 其映射的行业三大趋势：**1）《原神》代表了精品化游戏发展方向，较高的研发成本（1亿美金+）和较长的研发时间（3年+）使其难以短时间被复制；2）《万国觉醒》《三国志战略版》均是买量模式集中化的持续验证，两款产品长居买量榜单头部，游戏内容、买量素材、资金规模均是挡住中小厂商的门槛；3）《剑与远征》《最强蜗牛》等产品以小博大，通过差异化创新获取用户。2021年放置RPG《一念逍遥》亦是这个趋势的再次验证。**

图：《原神》全球收入结构（万美元）



资料来源：Sensor Tower，申万宏源研究
注：国内全渠道按iOS*1.5估算

图：《一念逍遥》上线以来iOS畅销榜排名趋势



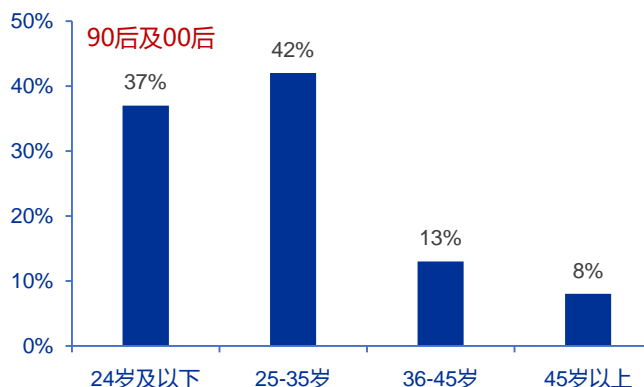
资料来源：七麦数据，申万宏源研究

3.2 RPG、SLG等仍保持较快增长，新趋势正在酝酿

《摩尔庄园》出圈背后：玩家代际迁移正在发生

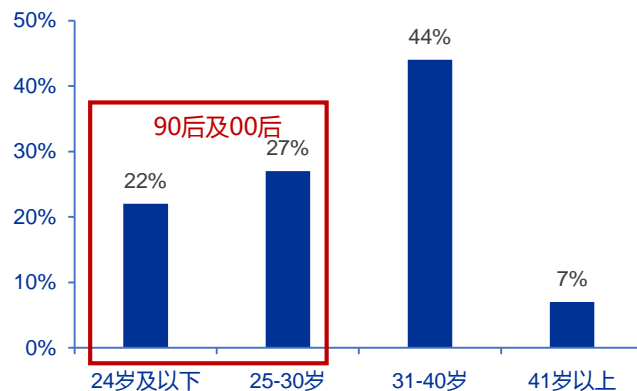
- 《摩尔庄园》页游2008年上线，是一批95后童年回忆。手游版开服8小时新增用户突破600万，TapTap下载量突破140万。上线以来iOS免费榜连续16天稳居TOP1，DAU预计突破千万；iOS畅销榜当前位列第4。
- 90后及00后用户形成主流消费力。**当前50%的手游用户为90后/00后，但2015年仅有37%。我们认为游戏具备代际迁移逻辑，与“端转手”覆盖情怀用户的逻辑类似，当下年轻用户在未来5-10年付费能力将逐步增强，而他们的喜好和口味将决定未来游戏品类发展方向。《摩尔庄园》在一定程度上标志着主流手游付费群体品类偏好从00年代的“端转手”（传奇/奇迹/西游等）开始向10年代产品迁移。

图：2015年手游用户年龄结构（%）



资料来源：TalkingData，申万宏源研究

图：2020年手游用户年龄结构（%）



资料来源：艾媒咨询，申万宏源研究

图：《摩尔庄园》手游官方图



资料来源：七麦数据，申万宏源研究

3.3 游戏渠道变迁，CP议价能力提升在路上

- 1) 2014年以前，手机品牌分散，分发渠道由手机助手（如91助手）、豌豆荚等第三方应用市场主导；
- 2) 2014年-2017年，国产手机崛起并集中+硬核联盟成立，各手机硬件厂商旗下应用市场议价能力增强，第三方应用市场逐步被边缘化，仅剩腾讯系强势；
- 3) 2018年以来，游戏分发愈发依赖垂直内容平台和泛娱乐平台，应用商店的地位逐渐被口碑/媒体/社交削弱，B站、TapTap、快手、抖音等成为游戏重要发放渠道，渠道走向分散。**渠道分散化背后是时长的转移和用户需求的细分化。**
- 但产业链价值转移无法一蹴而就，部分头部产品已获取分成倾斜，而另一些产品则选择暂时放弃渠道，如莉莉丝《万国觉醒》；吉比特《一念逍遥》；网易《游戏王：决斗链接》等。**CP议价能力提升的逻辑将持续发酵。**

图：主要游戏渠道及其职能

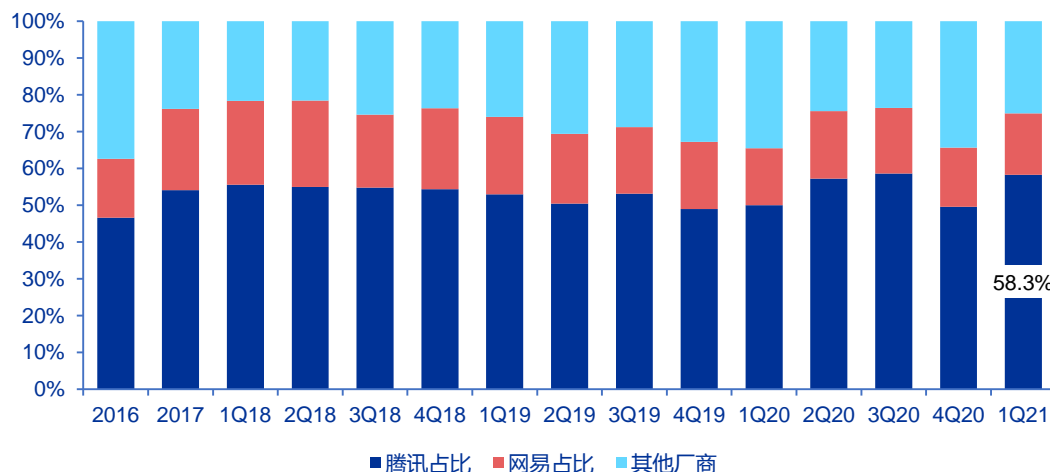
发行环节	渠道环节	渠道性质	经营模式	分成比例	流量规模	典型产品
腾讯游戏（腾讯系）	朋友圈（腾讯系）	社交渠道	售卖广告	无	日活7-8亿	重度RPG/卡牌等，如《一刀传世》
	视频号（潜在，腾讯系）	泛娱乐渠道	售卖广告（预计）	无	日活超3亿	暂无
	微信/手Q游戏中心（腾讯系）	社交渠道	分发腾讯旗下游戏	内部结算	微信月活12亿/手Q月活6亿	腾讯旗下产品，如《王者荣耀》《和平精英》
	应用宝（腾讯系）	传统渠道/第三方	联合运营	50%	月活2.5亿	全部产品
朝夕光年/Ohayoo（字节系）	抖音（字节系）	泛娱乐渠道	售卖广告 独家代理	售卖广告无 独代依据产品而定	日活超6亿	重度RPG/卡牌及轻度超休闲等，如《精灵盛典》《阳光养猪场》
快手科技（腾讯参股）	快手（腾讯参股）	泛娱乐渠道	售卖广告 独家代理	售卖广告无 独代依据产品而定	日活超3亿	重度RPG/卡牌及轻度超休闲/网赚等，如《荣耀大天使》《疯狂合体鸭》
哔哩哔哩（腾讯参股）	哔哩哔哩（腾讯参股）	垂直渠道	独家代理 联合运营	独代依据产品而定 联运50%	月活2亿	二次元卡牌/RPG等，《FGO》《公主连结》《原神》
TapTap	TapTap	垂直渠道	独家代理 联合运营	独代依据产品而定 联运0%或5%	月活超3000万	独立游戏/创新游戏等，《香肠派对》《失落城堡》《原神》
无	360手机助手	传统渠道/第三方	联合运营	50%	月活1.5亿	全部产品
	华为应用市场	传统渠道/硬件厂商	联合运营	50%	月活2.3亿	全部产品
	OPPO应用市场	传统渠道/硬件厂商	联合运营	50%	月活1.8亿	全部产品
	VIVO应用市场	传统渠道/硬件厂商	联合运营	50%	月活1.6亿	全部产品
	小米应用市场	传统渠道/硬件厂商	联合运营	50%	MIUI全球月活3.3亿	全部产品
	苹果应用商店	传统渠道/硬件厂商	联合运营	30%	苹果国内手机保有率19%	全部产品

3.4 2021年二梯队内部亦开始向头部集中

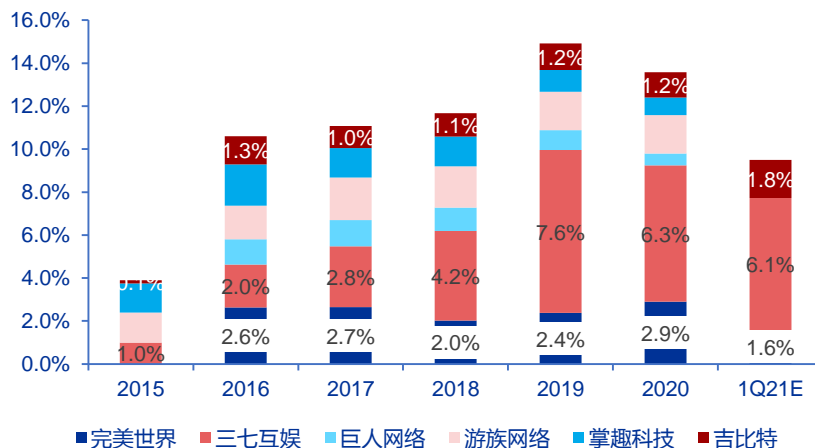
■ 腾网格局稳定，二梯队预计进入出清阶段

- 二梯队19-20年生存环境改善，**1) 一方面**：长尾出清，来自中小厂商的竞争压力减小（18年版号暂停、19年版号恢复但总量控制、20年渠道执行版本号规范化，但尾部出清超预期（苹果下架数万款无版本号游戏），2H20-2021出清或开始上升到腰部产品和公司。**2) 另一方面**：19年巨头对二梯队公司的依赖加大（腾讯代理产品占比提升、字节入局中重度游戏发行），但腾讯20年份额扩张来自自研产品，二梯队发行能力变得更加重要。
- 目前头部二梯队有自己固有优势，如三七的买量；完美、祖龙MMO；吉比特差异化创新；心动TapTap。但各家公司能否持续在增长的行业中保持甚至扩张份额，均需要通过拓品类走出自身第二成长曲线，而在这个过程将孕育高成长性投资机会。

图：腾网国内市占率变化（%）



图：二梯队部分游戏公司股份变化

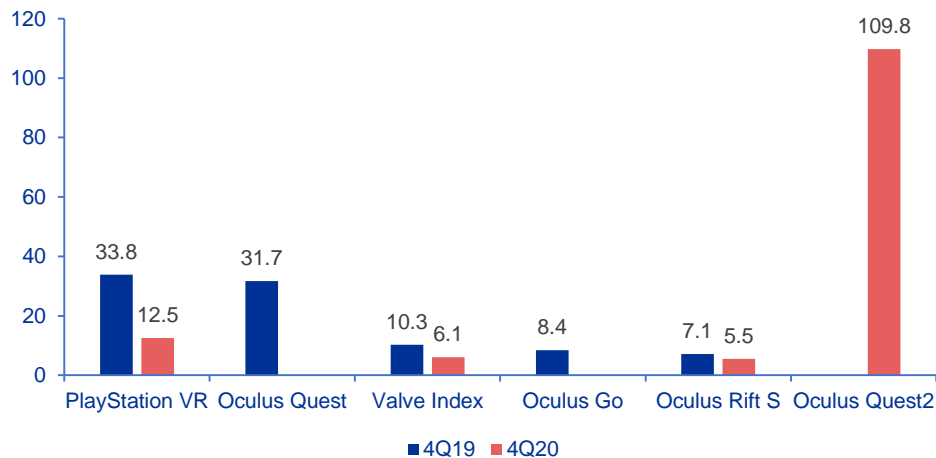


3.5 VR设备量与应用生态互相促进，静待拐点到来

VR走向大众化，Quest2或只是开始

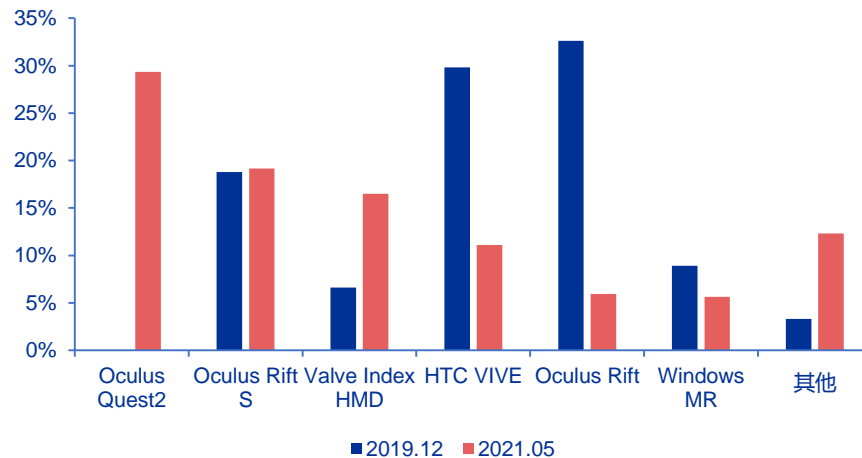
- 2020年10月Facebook发布了一体式VR设备Oculus Quest2，预售量是初代Quest 5倍。Superdata统计的4Q20 Quest2销量超100万台，远高于竞品。2021年3月底，官方表示Quest2累计销量已超过所有Facebook此前VR产品总和。根据映维网预测，至21年4月Quest2总销量已超400万量级，全年销量有望达到700-800万。
- **Oculus Quest2在玩家群体中的渗透率显著提升。**截至2021年5月，Quest2以29.3%的占比一跃成为Steam玩家VR渗透率最高的设备。VR设备渗透率CR5达到81%。

图：VR设备分品牌全球出货量（万台）



资料来源：Superdata, 申万宏源研究

图：Steam玩家使用的VR设备占比变化



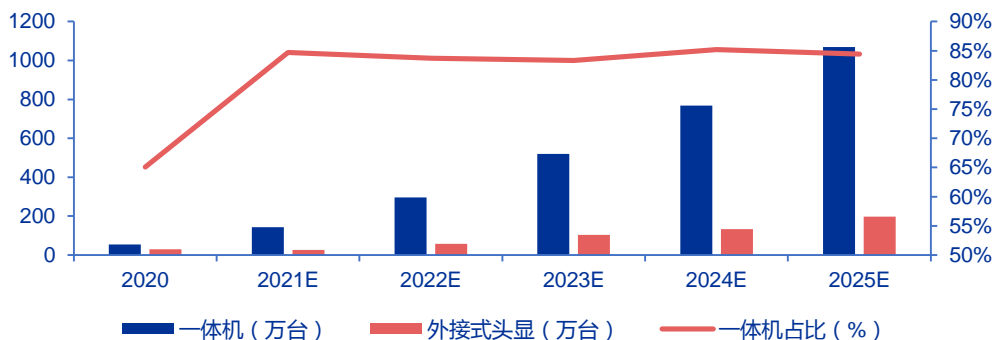
资料来源：Steam, 申万宏源研究

3.5 VR设备量与应用生态互相促进，静待拐点到来 (2)

■ Oculus Quest2引领的趋势：一体式、强参数、低价格。

- 1) 从产品形态看，过去的外接式头显性能强但价格高，便携性受制于PC连接，且PC购置有额外成本。一体式VR集成芯片、显示组等硬件便携性强，且受益于芯片性能提升，逐步成为C端VR市场的主要发展方向，IDC预计2021年中国一体式VR占比将超达到85%。

图：2020-2025E中国VR市场出货量预测及增长率



资料来源：IDC, 申万宏源研究

表：当前主流VR设备参数及21年新品趋势

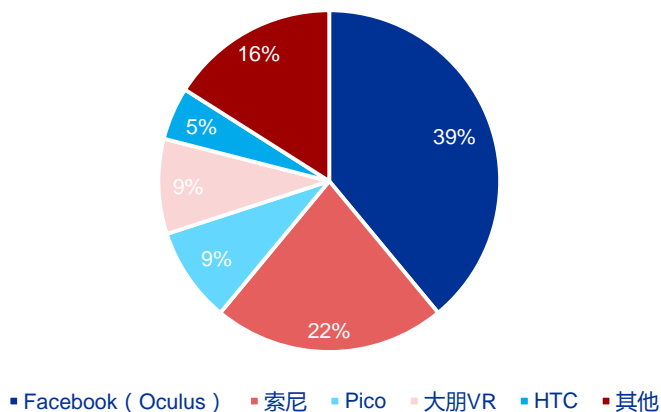
	HTC VIVIE	Oculus Rift S	Oculus Quest	Valve Index	Oculus Quest2	Pico Neo3	Nolo Sonic	爱奇艺 奇遇3	HTC VIVE Focus3
形式	外接式头显	外接式头显	VR一体机	外接式头显	VR一体机	VR一体机	VR一体机	VR一体机	VR一体机
上市时间	2016年4月	2019年5月	2019年5月	2019年6月	2020年10月	2021年5月	2021年5月	2021年6月	2021年7月
Steam渗透率 (截至21年5月)	11.1%	5.9%	5.3%	16.5%	29.3%	-	-	-	-
发售价	399美金 (不含税)	399美金 (不含税)	399美金 (不含税)	999美金 (不含税)	299美金 (不含税)	2500人民币	1999人民币	未公布	1300美元 (不含税)
CPU	-	-	骁龙835	-	骁龙XR2	骁龙XR2	骁龙845	骁龙XR2	骁龙XR2
单眼分辨率	1080*1200	1280*1440	1440*1600	1440*1600	1832*1920	1832*1920	1920*2160	2160*2160	2448*2448
刷新率	90HZ	80HZ	72HZ	144HZ	90HZ	90HZ	72HZ	-	90HZ
延迟率	<20MS	<20MS	<20MS	<20MS	<20MS	<20MS	<20MS	<20MS	-
视场角	110°	90°	90°	130°	98°	100°	95°	-	120°
自由度	6DoF	6DoF	6DoF	6DoF	6DoF	6DoF	6DoF	6DoF	6DoF
定位方式	Inside-out	Inside-out	Inside-out	Inside-out	Inside-out	Inside-out	Inside-out	-	-
重量	470g/550g	500g	571g	809g	740g (头盔395g)	503g	460g	-	-

3.5 VR设备量与应用生态互相促进，静待拐点到来 (3)

- 2) 国产设备崛起，高性价比或拉动销量。国产VR设备在全球VR品牌中已能占据一定份额，Pico和大朋VR 2020年合计占全球VR出货量18%。2021年以来，国产厂商Pico、Nolo、爱奇艺等纷纷推出高性价比产品，产品参数看齐Oculus Quest2：如CPU均采用当前旗舰的高通骁龙XR2平台、高分辨率和刷新率、6DoF光追技术等，但价格和本地化（如Oculus需登陆FB账号）上优势明显。

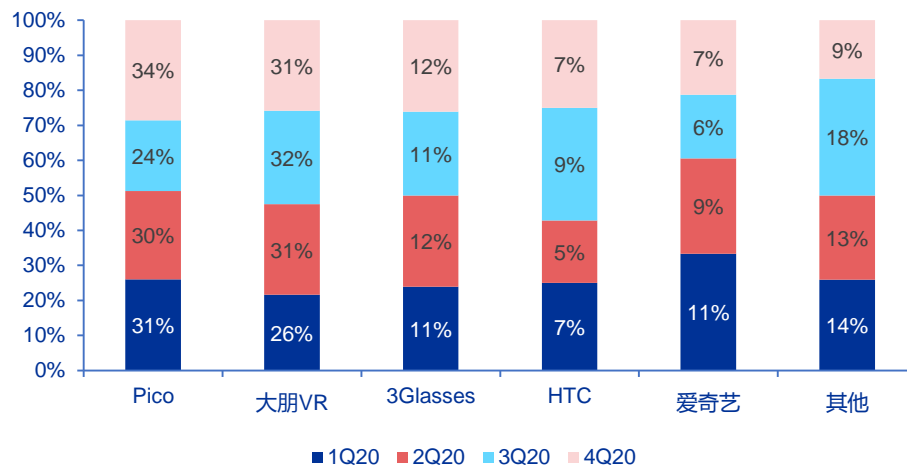
■ 类似国产手机打法，通过高性价比拉动销量，再利用规模效应降低成本，推动VR成为真正大众化的娱乐终端。

图：2020年全球头戴式VR出货量按品牌分布



资料来源：IDC，申万宏源研究

图：1Q20-4Q20中国VR市场主要企业份额分布



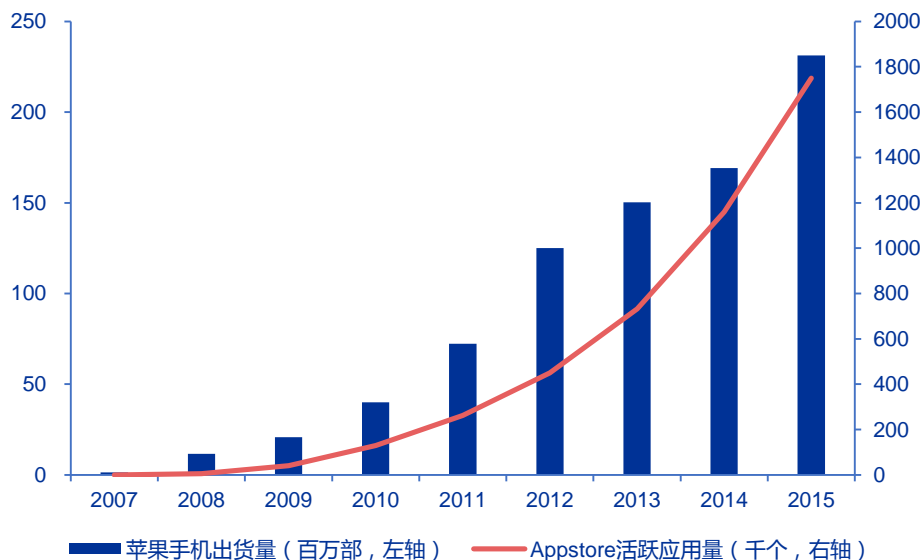
资料来源：IDC，申万宏源研究

3.5 VR设备量与应用生态互相促进，静待拐点到来 (4)

■ 回顾苹果手机发展历史，出货量高增趋势下应用爆发有一定滞后性。

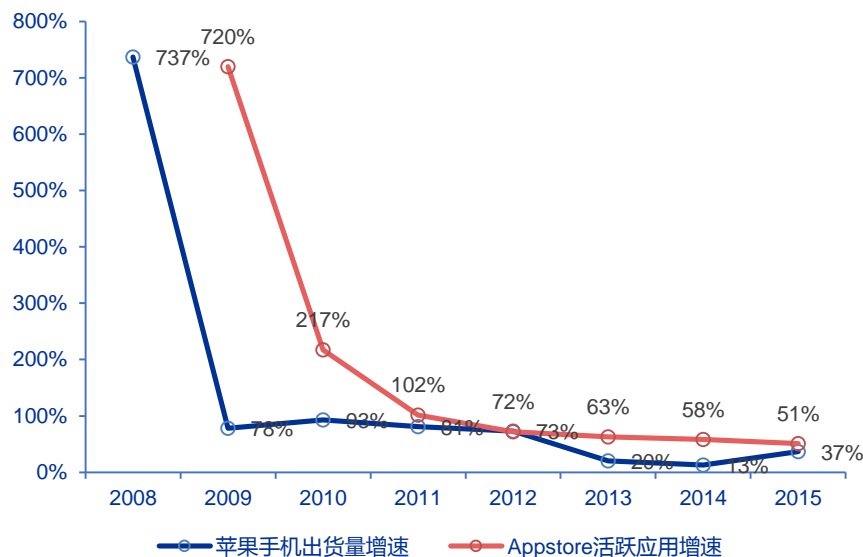
- 2007年苹果手机出货量为140万台，应用生态还未开启；2008年，苹果手机出货量超过1000万台，同比增长超730%，Appstore活跃应用仅5000个；而到2009年，活跃应用数爆发，同比增长720%至4.1万个，而当年苹果手机出货量同比增长78%。应用爆发的拐点显示出一定滞后性。

图：苹果手机出货量与活跃应用数量



资料来源：IDC，SensorTower，申万宏源研究

图：苹果手机出货量与活跃应用增速



资料来源：IDC，SensorTower，申万宏源研究

3.5 VR设备量与应用生态互相促进，静待拐点到来 (5)

■ 2021年核心平台VR应用仍在万款以内，以游戏为主。

- 1) 截至2021年4月，Steam平台应用总量达93804款，其中支持VR的内容为5857款，占比约6.2%。VR内容中游戏占到八成左右。2) 截至4月底Oculus Rift平台应用数量为1779款；Oculus Quest平台应用数量为268款（内容多元，游戏占比35%为第一大类）。此外第三方应用平台SideQuest应用数量达到1378款。
- 根据IDC，2020全球VR出货量在600万台左右，21年VR内容不超过1万款。根据苹果应用生态扩张路径，若2021年出货量超过1000万台，2022年有望看到VR内容爆发。

表：核心平台VR内容应用数量

		10/1/20	11/1/20	12/1/20	1/1/21	2/1/21	3/1/21	4/1/21
Steam (游戏+应用)	支持VR总数	5349	5443	5582	5683	5748	5790	5857
	HTC Vive	5166	5248	5380	5492	5521	5573	5631
	Valve Index	4891	4955	5063	5227	5184	5228	5280
	Oculus Rift	3890	3974	4218	4192	4241	4417	4359
	Windows MR	1555	1583	1614	1656	1681	1698	1726
Oculus (游戏+应用)	Oculus Rift	1723	1730	1722	1742	1771	1805	1799
	Oculus Quest	221	227	229	243	251	262	268
	Quest(App Lab)	/	/	/	12	19	144	227
	跨平台购买	/	110	110	112	115	119	121
SideQuest (游戏+应用)	总数	812	873	935	1020	1078	1176	1378
	付费				191	209	241	285

表：2020-2024E VR/AR设备出货量和市场份额（百万台）

品类	产品	2020出货量	2020市场份额	2024E出货量	2024E市场份额	2020-2024E CAGR
AR	手机盒子	0.03	0%	0.03	0%	-7%
	独立设备	0.41	6%	24	31%	176%
	有线头显	0.25	3%	17.08	22%	188%
	手机盒子	0.39	6%	0.1	0%	-29%
VR	独立设备	3.09	44%	25.25	33%	69%
	有线头显	2.89	41%	10.26	13%	37%
	总和	7.06	100%	76.71	100%	82%

3.6 元宇宙：并非只有一个侧面，社交、沉浸、经济系统是共识（1）

- **元宇宙（Metaverse）**出自于1992年出版的科幻小说作家尼尔·斯蒂芬森的《雪崩》，书中构思了一个脱胎于现实世界并与之平行的元宇宙。现实世界中的人们可以打破时空界限，以数字化身（avatar）的形式在其中生活，且永不下线。
- 元宇宙概念仍在探索当中，不同人对其有不一样的解读。但总结来看，社交、沉浸以及经济系统是各方均提到的元宇宙必备要素。**社交**隐含了大用户基础（社交天然集中）和虚拟身份，是社会连接的基础；**沉浸感**则要求虚拟世界的技术要素满足；**经济系统**本质上是虚拟与现实的连接、是跨平台、创造性以及持续性的来源。

表：业界对元宇宙的观点

人物	观点
Roblox CEO David Baszucki	元宇宙是一个将所有人相互关联起来的3D虚拟世界，人们在元宇宙拥有自己的数字身份，可以在这个世界里尽情互动，并创造任何他们想要的东西。Roblox只是创造元宇宙的用户的“牧羊人”，我们不制作也不控制任何内容。元宇宙有八大特征，分别是： 身份、朋友、沉浸感、低延迟、多元化、随时随地、经济系统和文明 。
分析师 Matthew Ball	Metaverse应具有以下六个特征： 永续性、实时性、无准入限制、经济功能、可连接性、可创造性 。Metaverse不等同于“虚拟空间”“虚拟经济”，或仅仅是一种游戏亦或UGC平台。在元宇宙里将有一个始终在线的实时世界，有 无限量 的人们可以同时参与其中。它将有完整运行的经济、跨越实体和数字世界。
腾讯 CEO 马化腾	全真互联网。互联网要 全面地、无所不包地融入并与现实结合 ，而这种结合的趋势则是，让曾经被认为虚拟的互联网越来越逼真与实在。
米哈游 总裁 蔡浩宇	希望在2030年做出“全球 十亿人 愿意生活在其中的 虚拟世界 ”。
英伟达 CEO 黄仁勋	云原生平台Omniverse是 面向工程师的Metaverse 。会让游戏开发者轻松 应对复杂的流水线工作 ，并使每个人都能看到别人在做什么，保证人们 眼见为实 。一旦游戏开发完成，他们就能从Unreal、Unity引擎中导出直接运行，未来游戏开发会呈现出上述演变趋势。
Epic Game CEO Tim Sweeney	这将是一种前所未有的 大规模参与式媒介 ，带有公平的 经济系统 ，所有创作者都可以 参与、赚钱并获得奖励 。

资料来源：竞核，申万宏源研究整理

3.6 元宇宙：并非只有一个侧面，社交、沉浸、经济系统是共识（2）

■ 梳理各厂商在元宇宙上的布局，主要集中在3个方向：

- 1) VR/AR技术和产品开发（对应沉浸感），如Facebook、HTC、华为、苹果等；
- 2) UGC技术和产品的打造（对应经济系统），如米哈游、莉莉丝、腾讯、字节跳动、HTC、Epic Games等；
- 3) 社交元宇宙构建（对应社交），如Facebook、腾讯、Epic Games等。

表：各厂商元宇宙相关布局梳理

公司		Metaverse相关布局
互联网巨头	Facebook	1. VR布局持续推进，开发更先进的腕带式神经接口AR眼镜。 2. 启动Facebook Horizon大型社交元宇宙项目，赋能玩家创造虚拟世界。
	腾讯	1. 广泛投资，参股元宇宙概念公司Roblox、Epic Game、迷你玩科技等。 2. 天美姚晓光兼管QQ，打造社交元宇宙。 3. 发布腾讯扣叮、罗布乐思（Roblox国服）。 4. 云游戏布局持续推进。
	字节跳动	1. 投资UGC创作平台代码乾坤 2. 内部游戏团队搭建、外部投资持续推进。
游戏厂商	米哈游	1. 组建米哈游研究中心（逆熵工作室），负责人刑骏博士，截至2020年年底规模大概在10人左右。 2. 提供技术工具“鹿鸣”，助力内容创业者搭建UGC社区。 3. 建立“瑞金医院脑病中心米哈游联合实验室”，探索脑机接口。
	莉莉丝	1. 研发对标Roblox的UGC创作平台——达芬奇，团队规模在100-200人左右。 2. 投资AI智能技术研发商启元世界。 3. 投资云游戏技术平台念力科技，提供云游戏解决方案，致力于移动端游戏云化
	网易	投资VR/AR游戏厂商Netvios、Nitantic等。
硬件厂商	HTC	1. VR布局持续推进 2. 通过VIVEPORT为Metaverse提供三大基础服务：打通入口，一致性交易平台；易上手的场景开发工具；易上手的虚拟形象制作工具。
	华为	推出HUAWEI VR Glass，发布自主研发的华为海思XR芯片，推出华为AR地图
	苹果	研发AR技术，准备推出VR/AR产品
引擎厂商	英伟达	推出NVIDIA Omniverse
	Epic Games	1. 加速《堡垒之夜》《火箭联盟》《糖豆人：终极淘汰赛》社交体验打造。 2. 赋能游戏开发者使用虚幻引擎、Epic在线服务和Epic Games Store
	代码乾坤	推出UGC 3D沉浸式内容社区《重启世界》，对标Roblox。

3.6 元宇宙：并非只有一个侧面，社交、沉浸、经济系统是共识（3）

■ 虽然目前离元宇宙所展现的终局还有较远距离，但其核心要素的基础条件已基本具备。

- （1）沉浸感：主要通过VR/AR实现，VR静待应用拐点，但AR仍面临技术瓶颈。
- （2）社交：互联网对社交的探索可以追溯至其发展初期，全球移动互联网浪潮在加速网民渗透率提升的同时也形成了数个超级社交平台：Facebook旗下应用全球总月活超34亿、腾讯微信月活超12亿/QQ月活6亿。此外，具备社交属性的游戏、UGC视频/直播/音乐等亦加强虚拟世界社交对用户心流的占据。
- 社交虽然是元宇宙必备要素之一，但1）社交的多边网络效应和天然垄断属性必然使得已有优势的少数公司掌握机遇；2）元宇宙社交已开始在**产品形态**上探索未来场景，如VRChat、RecRoom、BigScreen等满足特定需求的VR社交产品上线；Facebook于2020年开放Facebook Horizon注册，定位**综合型VR社交平台**，满足玩家在虚拟的世界中的社交、娱乐与聚会需求。

图：未来社交产品形态探索



VR Chat

大型多人在线VR游戏，玩家可以3D角色模块与其他玩家交流



Rec Room

F2P社交游戏平台

BigScreen

Big Screen

社交虚拟现实应用程序



社交

+

创造

+

娱乐

+

游戏

3.6 元宇宙：并非只有一个侧面，社交、沉浸、经济系统是共识（4）

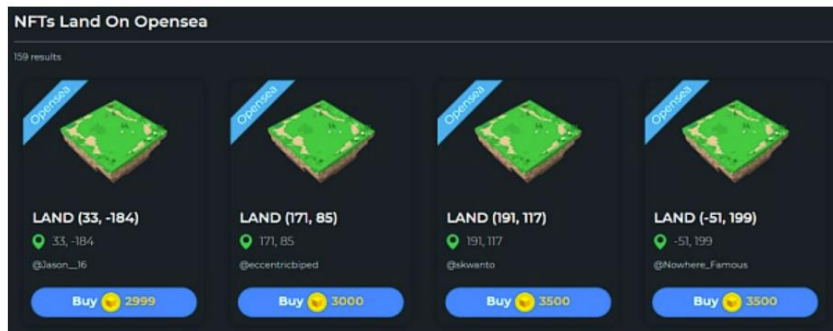
- （2）**经济系统**：本质是能够实现虚拟和现实世界的货币连接，使用户在虚拟世界中获取报酬/激励，“赚钱养活自己”。经济系统在虚拟世界中并非新鲜事物，如MMORPG游戏大多有自己的经济系统，玩家可以在游戏中通过做任务/卖道具等方式，利用玩家间交易系统将虚拟物品间接转化为现实货币。当前UGC社区的用户激励体系也较为成熟，如公众号打赏、直播间礼物、带货、网赚等均是虚拟世界变现的方式，UGC内容形式涵盖图文、视频、应用（Roblox）。此外NFT（非同质化代币）等区块链技术亦将在经济系统中扮演重要角色。
- UGC应用Roblox打开元宇宙大门的钥匙，在从经济系统本质来说，任何能够获取虚拟世界报酬的方式都是经济系统的表现形式。而在这点上，精于商业模式创新的中国互联网公司已有多年积累。

图：网易藏宝阁是虚拟道具与现实货币的交易平台



资料来源：网易藏宝阁，申万宏源研究整理

图：虚拟货币“买地”



资料来源：Opensea，申万宏源研究整理

3.7 当前游戏公司估值回落较多，值得关注（1）

全球游戏公司估值表

总市值 (百万元/美元)			总收入			净利润			净利润增速			PE			
	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	21E	22E	23E	21E	22E	23E	
A股 (百万元)															
完美世界	44,774	10,225	11,955	14,338	16,154	1,549	2,471	3,067	3,551	60%	24%	16%	18	15	13
三七互娱	56,933	14,400	17,813	21,003	23,921	2,761	2,998	3,623	4,241	9%	21%	17%	19	16	13
吉比特	39,166	2,742	3,968	4,686	5,459	1,046	1,483	1,702	1,979	42%	15%	16%	26	23	20
世纪华通	49,261	14,983	18,471	20,513	-	2,946	4,169	4,768	-	41%	14%	-100%	12	10	-
掌趣科技	12,574	1,789	2,459	2,864	-	317	935	1,114	-	195%	19%	-100%	13	11	-
昆仑万维	21,332	2,740	4,480	5,677	7,222	4,993	1,767	2,127	2,417	-65%	20%	14%	12	10	9
电魂网络	6,597	1,024	1,424	1,691	1,959	395	548	663	786	39%	21%	19%	12	10	8
姚记科技	8,848	2,562	3,851	4,710	5,688	1,093	809	980	1,123	75%	21%	15%	11	9	8
凯撒文化	8,390	590	1,044	1,355	1,789	123	527	716	1,003	215%	36%	40%	16	12	8
巨人网络	29,030	2,217	4,878	5,610	6,732	1,029	1,165	1,497	1,670	21%	29%	12%	25	19	17
平均值													16	14	12
中概股 (百万美元)															
腾讯控股	708,754	69,938	92,519	111,293	131,052	13,661	22,817	28,496	34,555	67%	25%	21%	31	25	21
网易	74,183	10,688	13,888	16,361	18,572	2,268	2,852	3,388	3,915	26%	19%	16%	26	22	19
金山软件	8,168	812	1,122	1,387	1,700	-224	192	296	392	186%	54%	32%	42	28	21
心动公司	3,329	413	489	623	764	51	14	51	82	-73%	277%	61%	246	65	40
友谊时光	548	317	431	535	656	60	95	120	152	60%	26%	27%	6	5	4
IGG	1,621	704	831	872	902	165	199	213	228	21%	7%	7%	8	8	7
祖龙娱乐	1,454	175	355	704	827	17	122	187	256	613%	53%	37%	12	8	6
日韩 (百万美元)															
NC Soft	15,757	5,660	5,986	7,216	8,358	426	10,066	1,538	1,728	2263%	-85%	12%	2	10	9
Netmarble	10,028	2,110	2,424	2,713	2,901	126	296	360	392	135%	22%	9%	34	28	26
Nexon	20,299	2,746	2,868	3,394	3,541	1,061	990	1,258	1,293	-7%	27%	3%	21	16	16
Gungho	1,916	926	889	852	848	166	158	145	132	-5%	-8%	-9%	12	13	15
Mixi	2,038	1,126	1,136	1,079	1,087	99	128	95	96	30%	-26%	1%	16	22	21
欧美 (百万美元)															
育碧	8,310	1,705	2,773	2,900	3,213	-11	386	350	403	3502%	-9%	15%	22	24	21
Take-Two	20,151	2,990	3,412	3,452	4,282	607	721	562	848	19%	-22%	51%	28	36	24
动视暴雪	71,392	8,419	8,632	9,686	9,954	1,736	2,975	3,500	3,711	71%	18%	6%	24	20	19
EA	40,313	5,211	6,086	7,211	7,692	1,418	1,638	1,828	1,988	16%	12%	9%	25	22	20

资料来源: Wind, Bloomberg, , 申万宏源研究; 注: 市场数据选自2021/6/22盘后

3.7 当前游戏公司估值回落较多，值得关注（2）

- 网易：新品周期还未开启但仍维持稳健增长，后续向上拐点明确。** 1Q21网易手游同比增长14.8%，已大幅跑赢行业（Q1手游行业同比增长6.2%）；递延收入占TTM游戏收入比例升至20.8%，递延仍然强劲。展望后续，考虑到Q2产品空档和去年较高基数，我们判断Q2游戏收入可能承压；但随着下半年到年底《哈利波特：魔法觉醒》《暗黑破坏神：不朽》《永劫无间》等核心新品上线，公司游戏增长有望在下半年出现进一步向上的拐点。云音乐已递交招股说明书，高时长、年轻用户占比高是亮点。
- 三七互娱：年中两大验证决定其能否开启新一轮增长。** 1Q21利润较低关键原因是新老产品断档叠加产品回收周期变长。21年产品储备充裕，每个季度都有核心产品上线。我们预计收入21Q2能看到收入增长但利润增速上尚有承压。从近期跟踪看，老产品（21年之前产品）今年虽然收入有下滑但利润率上升，仍构成今年重要的业绩基础。新产品回收处于均处于正常节奏，预计新品对于单Q2已有正向贡献。《斗罗3D》预计7月9日上线，测试良好，有望成为下半年贡献重要的流水增量。买量方面，教育投放减少或对行业买量成本有利；投放的竞争者减少，投放的性价比会提升。建议关注年中两大验证（21Q2业绩验证产品流水回收、《斗罗3D》表现奠定下半年增长基础），若得到验证，公司中长期增长能见度大大增强。
- 吉比特：估值与业绩增长未被充分预期。** 两款自研产品《问道》《一念逍遥》亦延续亮眼表现，均位于iOS畅销榜前列，核心老产品较好的二季度表现并未被市场充分预期。《摩尔庄园》成功出圈，公司品类和用户圈层拓展行之有效，第二成长曲线逐步确立，值得更高的估值溢价。横向对比，游戏板块大体在全年呈现上半年低增速，下半年高增速的态势。但吉比特是为数不多能率先走出增长且确定性很强的公司。我们认为公司在高安全边际的基础上仍有两大驱动股价的催化剂：1）《摩尔庄园》《一念逍遥》亮眼表现下半年能否持续；2）后续自研产品（如SLG、放置、MMO等品类）能否为明后年增长构筑弹性。
- 完美世界：短期压力仍大，业绩释放在下半年，强储备有望兑现为中长期确定性。** 从业务看，21Q2到下半年产品储备较为丰富，ARPG《战神遗迹》已上线，表现基本符合预期，回合制大作《梦幻新诛仙》定档于6月25日，二次元开放世界手游《幻塔》测试优异，排期暑期档。此外《一拳超人·世界》《天龙八部2》均有望今年上线。公司5月战略发布会披露的20多款新题材、多元品类游戏，预计产品大部分将在3年内逐步兑现，构成公司中长期坚实的业绩增长驱动力和确定性。预计21Q2增长仍有压力（新品上线晚、收入递延；投放费用多；老产品下滑），业绩释放从21Q3开始。

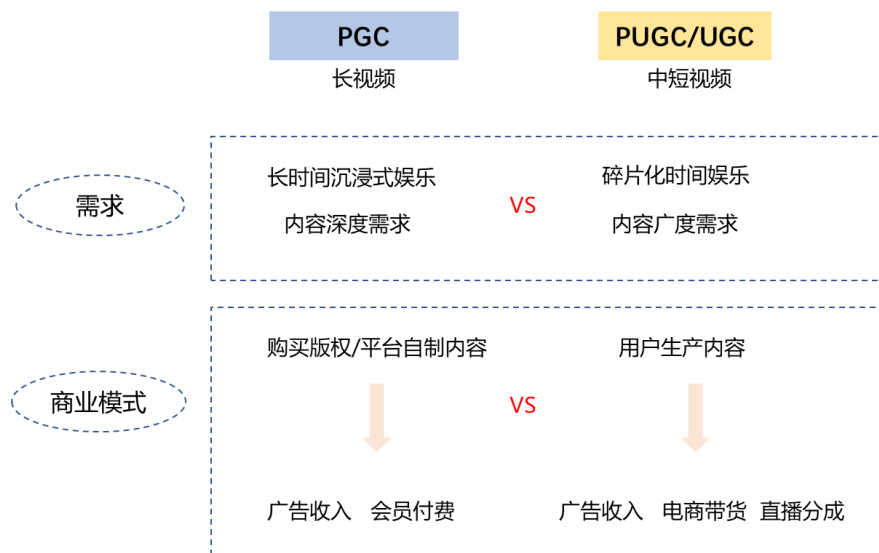
主要内容

1. 平台：反垄断风险与竞争格局是选股核心
2. 短视频：变现和出海仍将支撑高增长
3. 内容-游戏：内容价值提升，VR孕育机遇
4. 内容-长视频：内容为王，盈利改善
5. 其他
6. 重点公司估值和风险提示

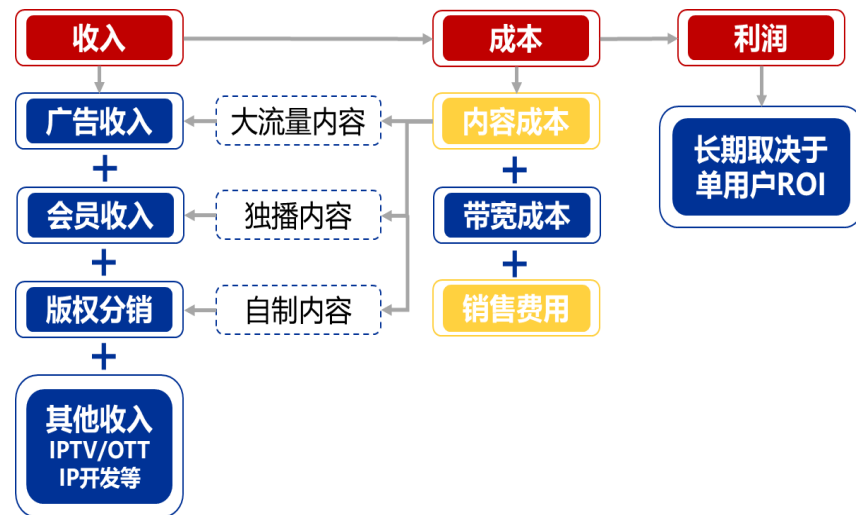
4.1 长中短视频满足用户不同需求，商业模式亦存在本质差别

- **内容需求上：中短视频**主要为网红主播为代表的PUGC/UGC内容，满足打发碎片化时间和用户自我表达的娱乐需求，重在广度。**长视频**为专业化制作及叙事完整的PGC内容，满足沉浸式娱乐需求，重在深度
- **商业模式上：中短视频平台存在双边网络效应，核心竞争力在形成用户和创作者的正反馈。长视频平台并非双边网络效应，核心竞争要素不是流量规模而是内容生产体系。**目前互联网对影视行业的改造体现在内容分发端而非生产端（内容分发从传统电视台向网络平台迁移）

不同生产模式视频对比



视频平台盈利分析框架



4.2 中短视频盗版导致的时长分流预计将改善

- **版权保护战正式打响，抵制中短视频侵权行为，长视频直接受益。** 21年4月起，长视频平台及内容方多次发表声明加强维权。6月1日起实行的《著作权法》针对维权过程中存在取证难、周期长、取证成本高、赔偿额低等痛点进行了多项修改，将提供有效法律支持
- **当前长视频用户付费意识有明显改善，但是版权保护程度是影响长期付费率天花板的重要因素。用户付费持续改善有利于提升平台盈利能力，对于内容的稳定投入意义重大**

2019年-2020年10月主要领域作品短视频监测情况

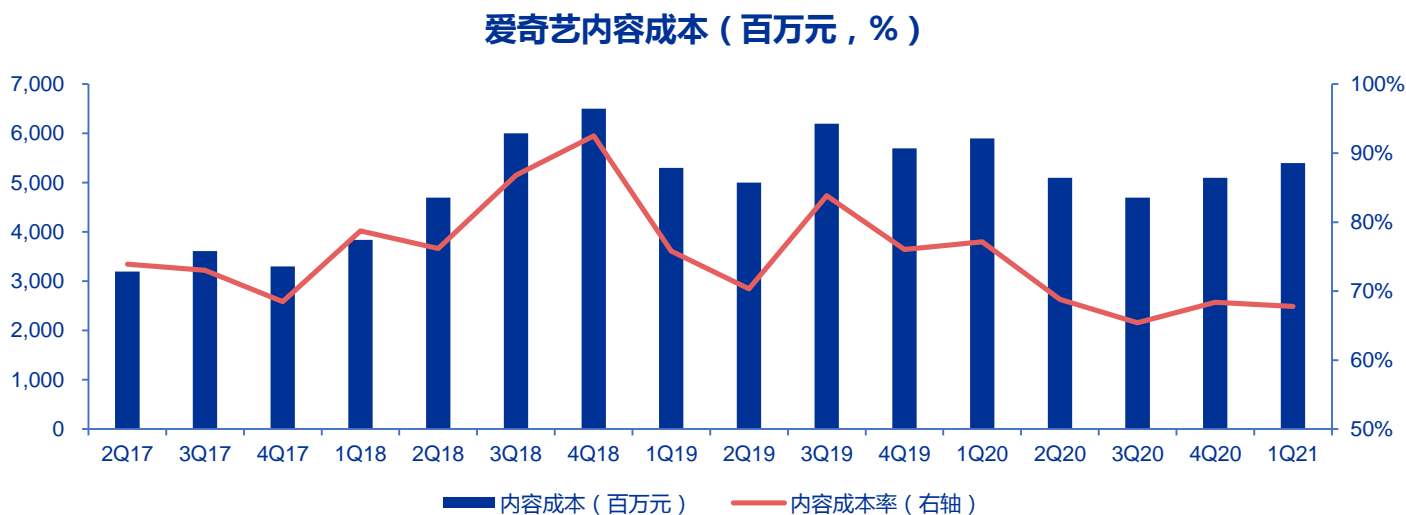
作品类别	被侵权作品量（件）	短视频疑似侵权链接量（万条）	单部作品平均短视频侵权量（条）
电视剧	1571	941.2	5,991
电影	2075	35.55	171
综艺节目	904	301.77	3,338
体育	33（6202场）	88.09	26,695（场均142）
动漫	153	36.09	2,359
其他	158	4.12	261
总计	4894	1406.82	2,875

21年4月起长视频平台及内容方加强维权

时间	事件
4月9日	爱奇艺、腾讯视频、优酷、芒果TV和咪咕5家视频平台，华策、新丽等53家影视公司、及15家影视行业协会发表联合声明，宣布将对网络上针对影视作品内容未经授权进行剪辑、切条、搬运、传播等行为，发起集中、必要的法律维权行动
4月23日	500多名艺人以及逾70家影视传媒单位再发倡议书，呼吁短视频清理未经授权的内容
4月25日	中宣部版权管理局表示2021年国家版权局将继续加大对短视频领域侵权行为的打击力度，坚决整治短视频平台以及自媒体、公众账号生产运营者未经授权复制、表演、传播他人影视、音乐等作品的侵权行为
4月28日	国家电影局相关负责人表示，国家电影局将认真贯彻落实中央关于全面加强知识产权保护的安排部署，针对当前比较突出的“XX分钟看电影”等短视频侵权盗版问题，配合国家版权局继续加大对短视频侵犯电影版权行为的打击力度，坚决整治短视频平台及自媒体、公众账号生产运营者未经授权复制、剪辑、传播他人电影作品的侵权行为，积极保护广大电影版权权利人的合法权益

4.3 长视频行业盈利能力改善，成本下降，会员提价

- 从爱奇艺财报看，长视频亏损的核心原因是高企的内容成本率，其成因是，1) 高企的内容支出；2) 较低的单用户价值
- 成本端：1) 平台内容合作增强，网剧联播现象增多。2) 平台联合抵制明星高片酬，限薪令也是内容成本明显下降的主要外力因素。18年底施行的演员限薪令在19年底以来播出的剧中已逐渐体现，20年爱奇艺内容成本为209亿元，同比减少6%，公司说明外采以及自制内容成本减少是原因之一。20年芒果采购了《下一站是幸福》等5部卫视年度重点电视剧，原计划投资金额为15亿元，实际投资额为9亿元，公司说明主要原因是受行业整体影响，内容版权采购价格回归理性



资料来源：爱奇艺财报，申万宏源研究

4.3 长视频行业盈利能力改善，成本下降，会员提价

- **会员ARPPU端：1) 上新剧超前点播比例上升：**1Q21上新网络剧有效播放Top10中应用超前点播模式的超8部；**2) 爱奇艺腾讯先后会员提价，**继爱奇艺20年11月调价后，腾讯视频也宣布自今年4月10日起调价，主要是将各终端会员价格拉平
- **提价空间和利润弹性分析：会员客单价有翻倍空间：**随着用户付费习惯养成，大折扣促销拉客的必要性正逐渐减弱，若视频平台削减促销力度，亦能带动ARPPU提升。当前长视频会员价格与有线电视（每月20-30元）价差缩小，但是网生内容热度持续走高，用户付费意识提高，长视频仍有一定提价空间。**会员提价对应的利润弹性较大，**以芒果超媒为例，当其他条件不变时，当芒果超媒会员ARPPU分别提升5%/10%，20年归母净利润将分别提升8%/17%。

爱优腾芒连续包月会员套餐价格（元/月）

		苹果	安卓	PC
爱奇艺	调整前	19	15	15
	调整后	19	19	19
腾讯视频	调整前	19	15	15
	调整后	20	20	20
优酷	当前	19	15	15
芒果TV	当前	18	15	15

长视频与有线电视、IPTV价格对比

类别	价格
长视频小屏会员	连续包月15-20元/月
OTT（长视频大屏会员）	连续包月29-40元/月
有线电视	城镇20-30元/月；农村8-15元/月、
IPTV	一般与宽带套餐绑定，通常为10-20元/月

期末会员数变动幅度

芒果超媒2020年归母净利润
敏感性分析

会员月ARPPU
变动幅度

	-10%	-5%	0%	5%	10%
-10%	-26%	-22%	-17%	-12%	-7%
-5%	-19%	-14%	-8%	-3%	2%
0%	-11%	-5%	0%	5%	11%
5%	-3%	3%	8%	14%	20%
10%	4%	11%	17%	23%	29%

4.4 芒果超媒：已进入综艺到剧集第二内容成长期

■ **综艺方面，已建立工业化内容生产体系，强延续性决定了广告业务的成长性**

■ **剧集方面，20年选品能力获证明，推出了《锦衣之下》《下一站是幸福》《以家人之名》三部热剧，并加强自制能力建设，推出新芒 S 计划，签约 8 大导演编剧工作室。截至20年末已经有12个影视剧制作团队和30家战略合作工作室，较19年末有明显提升；21年是自制能力关键验证期，有望带动用户及会员规模再上台阶。**短剧模式的季风剧场上线，凭借精良制作获得较高口碑，且不再是芒果过往擅长的女性向内容，证明内容破圈能力

芒果20年热门剧正片有效播放量排名

剧集	播放方式	排名时间段	正片有效播放量排名
《锦衣之下》	与爱奇艺联播	春节档	2
《下一站是幸福》	独播		8
《琉璃》	与优酷联播	暑期档	5
《以家人之名》	独播		14

新芒 S 计划部分签约导演编剧工作室

工作室	编剧	代表作品
福得文化编剧工作室	饶俊	联合编剧：《花千骨》 主编：《醉玲珑》《颤抖吧！阿部》《画江湖之不良人》《火王之破晓之战》
	王超	联合编剧：《如若巴黎不快乐》
	李真如	联合编剧：《天乩之白蛇传说》《颤抖吧，阿部2》
花菜剧社导演工作室	蔡聪	导演：《想看你微笑》《翻身姐妹》《斗破乱世情》 编剧、导演：《百年婚纱店》
沈文帅导演工作室	沈文帅	导演：《热血派》《出线了，初恋》《班长大人》
蒋渝编剧工作室	蒋渝	联合编剧：《韞色过浓》
翊然编剧工作室	邢翊然	主编：《身为一个胖子》《站住！花小姐》 联合编剧：《民国少年侦探社》《法医秦明之幸存者》

4.5 阅文集团：IP开发体系愈发明朗，多点开花

- **腾讯调整PCG组织架构，积极推动泛娱乐各业务协同**（成立在线视频BU提升视频综合竞争力，各业务负责人调整配合业务新发展）**阅文作为腾讯系内IP源头，为大文创的重要环节**
- **新管理层接任后执行力极强：1）在线阅读方面**，作家风波后一个月内推出新作家合同；免费阅读调整思路借力腾讯系渠道，年底DAU已达1000万。**2）版权运营方面**，与新丽调整业绩承诺加深绑定；内部调整组织架构，成立IP开发中台；外部与腾讯系资源合作持续加强（影视成立三驾马车，与腾讯动漫推出300部漫改计划，与腾讯音乐战略合作）
- **在最新的公司年度发布会上，阅文宣布公司整体战略升级，IP变现各业务均有进展；8个月后影视三驾马车即再次推出新片单，公司IP开发已逐步走上正轨**

阅文三级IP开发体系

IP开发层级	细分领域	进展情况
第一级推动力：丰富阅读场景，以较轻量的方式为IP巩固、拓展粉丝	有声	阅文与腾讯音乐集团、喜马拉雅等平台的合作，已经产生了多部爆款。后续将会更多地与音频平台合作，进一步联动头部主播资源、探索创新合作形式。《大奉打更人》有声作品上线两个月全网播放量突破4000万，评分高达9.6。《仙门走出的男人》全网播放量达35亿。《赘婿》有声作品播放量在电视剧热播播出期间也形成了非常强的IP联动效应。
	出版	阅文和人民文学出版社等伙伴达成合作。《庆余年》《择天记》《山河盛宴》等一批优秀作品已经出版，天下霸唱新作《大耍儿》也将与阅文合作出版。
	漫画	2020年宣布的“300部网文漫改计划”，预计今年同步开发《牧龙师》《穹顶之上》等100余部作品。和快看漫画合作的第一批30多个网文IP也正在漫改中。
第二级推动力：为IP提供视觉基础，兼具“放大器”效应	动画	动画项目IP覆盖传奇物语、未来幻想、都市超能、青春探险、超燃竞技、怦然心动六大系列。近期正在开发的已经超50部，包括《大奉打更人》《第一序列》《从红月开始》《鬼吹灯》《全球高武》等等，合作平台将覆盖腾讯视频、B站和爱奇艺等。
	游戏	《斗罗大陆》《鬼吹灯》《诡秘之主》《凡人修仙传》等IP改编的游戏将陆续上线。阅文将与王者荣耀开启“妙笔计划”王者荣耀文学共创活动，由王者荣耀官方邀请阅文多位知名作家，基于《王者荣耀》的世界观，创作作家心中的王者英雄故事。
	影视	过去一年，“三驾马车”更加深入、系统地切入IP影视化改编领域。新丽传媒-腾讯影业-阅文影视2021年度发布会召开，片单包括70余部作品，《庆余年2》将于四季度开机。
第三级推动力：贯穿动漫、影视、游戏各类内容业态的衍生品开发，是“大阅文”未来的重要探索方向	商品和线下消费	年初，阅文成立“IP增值中心”，将发力消费品供应链、全品类潮玩、线下实景消费三大赛道，加深与产业上下游的合作与联动。还将与芒果TV、熏多文化、探案笔记、万代等平台展开合作，今后，阅文IP主题剧本杀、盲盒等都会出现在大家的生活中。

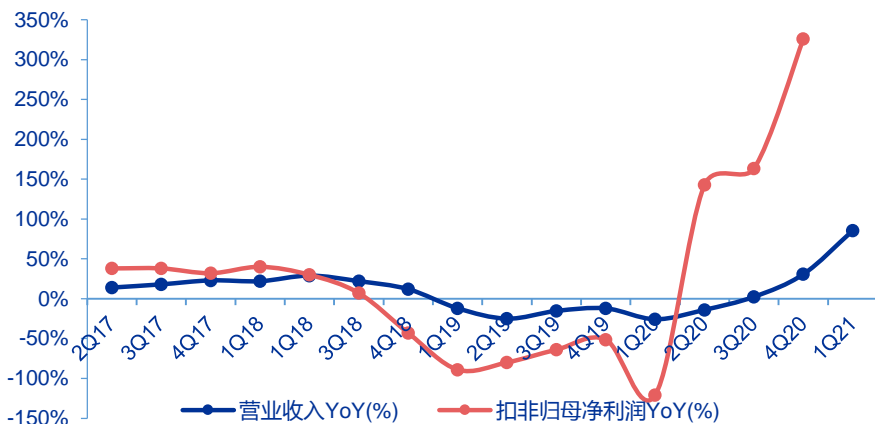
主要内容

1. 平台：反垄断风险与竞争格局是选股核心
2. 短视频：变现和出海仍将支撑高增长
3. 内容-游戏：内容价值提升，VR孕育机遇
4. 内容-长视频：内容为王，盈利改善
5. 其他
6. 重点公司估值和风险提示

5.1 分众传媒：线下场景的价值再发现（1）

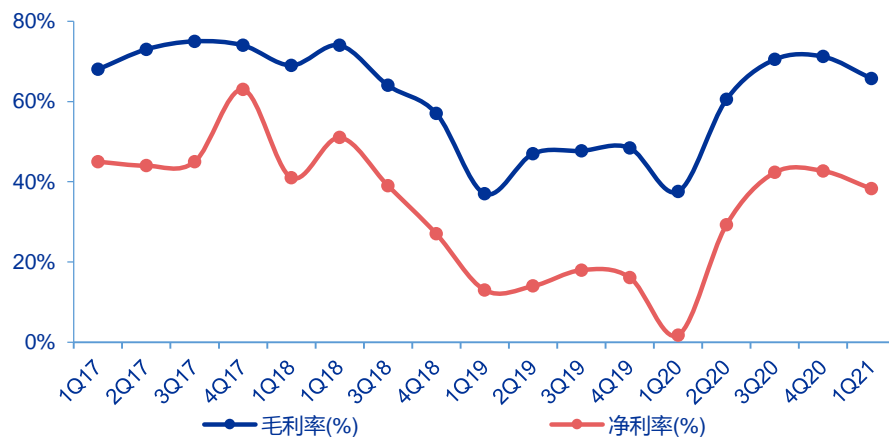
- 分众传媒经历2018-2019年业绩低谷期，完成客户结构调整和点位梳理，逐步恢复至正常经营水平，进入稳健增长阶段。
- 2Q21业绩预告超预期，6月电商大促需求旺盛，景气度向上。2Q业绩超预期主要来自刊挂率环比提升，说明：a) 教育行业广告主投放减少对分众的影响有限；b) 6月电商旺季增量投放，行业维持较高景气度。

图：2Q17-1Q21 分众营业收入及扣非净利润增速（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图：1Q17-1Q21 分众传媒毛利率及净利率（%）

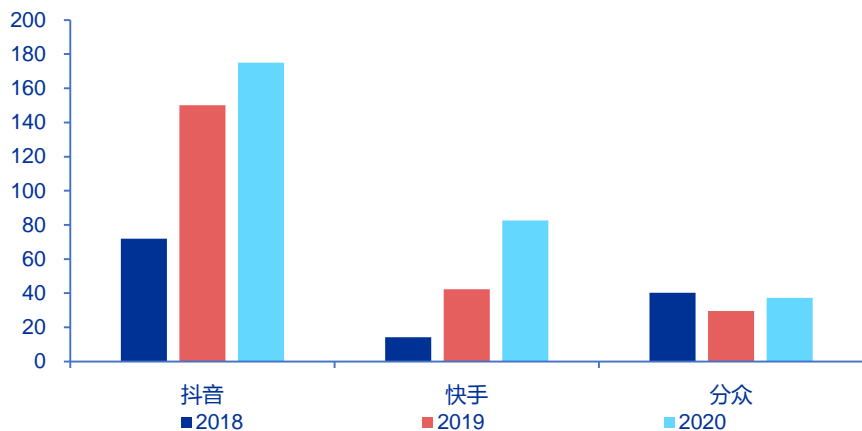


资料来源：Wind，申万宏源研究

5.1 分众传媒：线下场景的价值再发现（2）

- **线上流量红利见顶，抖快淘买量成本高，广告投放向高性价比的梯媒溢出。** 淘内、抖音、快手单用户收入增加说明买量成本提升。据完美日记招股说明书，2018-2020年完美日记DTC获客成本由44元增长至87元，ROI由19年的2.13下降到1.40。根据CTR跟踪数据，完美日记新增在分众电梯电视上的投放。
- **分众流量增长，自身媒介总价值提升。** 分众覆盖3亿中产，流量增长来自屏幕数量的增加和城市化推进，且随着流量增长媒介价值不断提升。

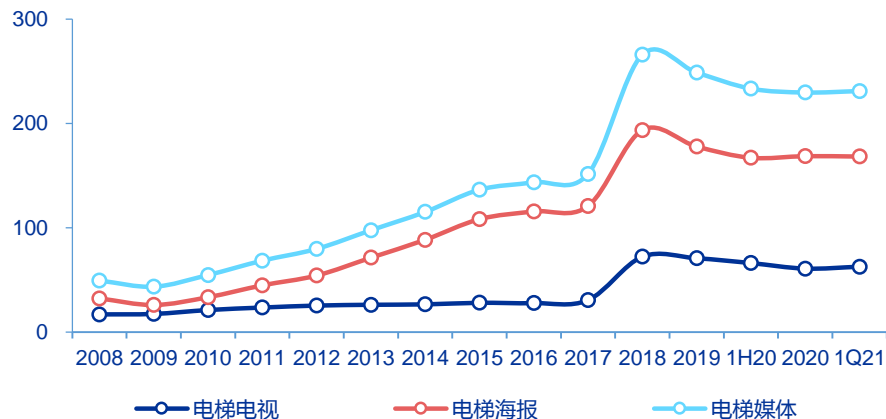
图：抖音、快手及分众广告ARPU对比（元）



注：抖音和快手ARPU=广告收入/DAU，分众ARPU=楼宇媒体收入/覆盖中产人数

资料来源：Wind，申万宏源研究

图：2008-1Q21分众传媒点位数量变化（万）



资料来源：Wind，申万宏源研究

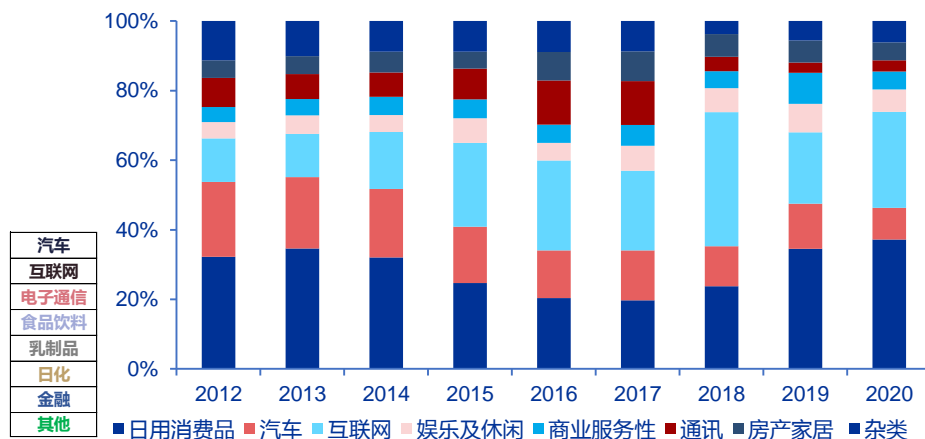
5.1 分众传媒：线下场景的价值再发现（3）

- **客户结构调整成果显著，收入波动性较18年减小。**分众积极顺应新消费崛起趋势，消费品客户对分众媒介价值的认可不断提升，客户结构积极调整成效显著，20年日用消费品客户占比35.45%（1H20日用消费占比为38%），互联网客户占比27.13%（1H20互联网占比26%）。
- **单一细分品类广告主投放集中度下降，客户结构相较2017-2019年更加积极健康。**分众传媒过往业绩波动主要症结在于过度依赖某个赛道的广告主。2019年收入下滑主要是因为2018年投放过度集中在二手车平台。并非所有互联网广告主投放波动都较大，电商、游戏等行业广告主收入增长较为稳健，广告投放也相对稳定。

图：2005-2020年分众传媒典型客户变化

2005	东风汽车	中国移动	三星	日本电气	摩托罗拉					
2006	东风汽车	中国移动	蒙牛	大众	日清					
2007	中国移动	东风汽车	马自达	蒙牛	丰田					
2008	东风汽车	欧莱雅	宝洁	蒙牛	克莱斯勒					
2009	宝洁	欧莱雅	马自达	蒙牛	安利	百胜	中国电信	东风汽车	克莱斯勒	
2010	中国电信	宝洁	欧莱雅	马自达	伊利	蒙牛	中国移动	斯巴鲁	贝因美	奔驰
2011	蒙牛	欧莱雅	伊利	宝洁	贝因美	东风起亚	大众上海	东风汽车	大众	百胜
2012	京东	宝洁	贝因美	三星	联想中国	大众	中国移动	百胜	蒙牛	伊利
2013	宝洁	美素奶粉	联合利华	益海嘉里						
2015	阿里巴巴	瑞钱宝	魅族	途牛	剑南春	宝洁	京东	资邦元达	三个爸爸	信和财富
	瓜子二手车	人人车	优信二手车	饿了么	蒙牛					
2016	饿了么	爱回收	瓜子二手车	红米	Keep	咕咚	京东金融	陆金所	魅族	映客
	一直播	花椒直播	脉脉	转转						
2017	瓜子二手车	毛豆新车网	人人车	优信二手车	淘宝	车置宝	西瓜视频	宝洁	知乎	京东
2018	弹个车	瑞幸	肯德基	郎酒	瓜子二手车	拼多多	天猫	蒙牛	京东	优信二手车
2019	铂爵旅拍	妙可蓝多	天猫	肯德基	瓜子二手车	步步高	京东	瑞幸	瓜子二手车	新氧
2020	猿辅导	小鹏汽车	君乐宝	京东	元气森林	铂爵旅拍	蒙牛	西贝	中欧基金	神武4

图：2012-2020年分众传媒客户结构变化（%）



资料来源：wind，分众传媒公众号，申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究
注：2018年已经按照调整后的互联网行业真实投放数据列示

5.2 中公教育：短期关注招录恢复，中长期竞争优势稳固

- **短期关注招录恢复节奏，毕业生就业压力大，省考招人少报名不降反增。** 21年国考扩招7%，但省考招录减0.5万人，主要由于省考通常4月底笔试，今年提前至3月，与上次招生（20年8月）间隔时间短。但报名增长10%，说明就业压力大，考生培训需求更加旺盛。此外，部分省份已经开始第二次招录，省考全年维度可能不会下滑。短期公司业绩波动主要受招录恢复节奏的影响。目前，事业单位恢复情况好于19年，教招正恢复。
- **中长期看，中公组织管理壁垒深厚，竞争优势稳固。** 公职培训赛道当前主要两类竞争对手：a) 线上培训玩家客单价低或协议班退款比例高，对考生有一定吸引力，但线上获客成本高，培训效果受限；b) K12头部公司转型：品牌+渠道+销售+管理都有一定积累，但招考特点是题目难度不高但考试信息和需求分散，中公组织效率和管理能力强，通过多渠道+强研发+万人教师规模对招考快速响应，教师复用率高，下沉市场网点密集，竞争优势稳固。
- **公考、教师招录长期空间广阔，考研等综合序列长期也有望贡献增量。** 国内官民比明显低于发达国家，城市化推进带来更大的公务员需求，公职包括教师等长期需求空间大。考研赛道学生画像与中公重合度高，网点、销售和教师均能复用，且考研实收量大，性价比高，长期对公司增量贡献有望提升。
- **定增、解禁等其他短期资金面因素影响有望逐步消化。** 定增方案修改符合预期，其他资金和交易层面短期因素已在股价体现，有望逐步消化。

5.3 泡泡玛特：高景气龙头确定性强，探索第二增长曲线

- 潮玩赛道高景气有来自Z世代+需求升级的双重支撑，确定性非常强（类似小家电、茶饮、外卖、潮鞋、电竞等新型悦己消费）。盲盒作为潮玩的大众化破圈品类，中长期市场规模有望从当前不到100亿增至400-500亿，泡泡玛特占据30%份额（当前在25-30%水平）。泡泡玛特的龙头优势体现在IP、设计、生产、渠道等产业链各环节。
- 积极进行品类拓展，大娃和衍生品上新频繁。泡泡玛特每月发布2-5款大娃新品。其中、MOLLY系列大娃上新数量最多。衍生品新品涵盖多个热门IP（如SP、Pucky和Dimoo），并包含多种周边品类（如杯子、徽章、公仔等）。

图：2021泡泡玛特大娃新品

发售时间	IP名称	系列/产品名称	价格/元
1月22日	SATYR RORY	雪之精灵独立手办	499
1月29日	NBA	NBA吉祥物手办	599
1月29日	BOBO&COCO	极地独立手办	499
2月12日	DIMOO	DIMOO匹诺曹	599
2月5日	Viya Doll	旅行夏装	599
2月5日	新神榜	新神榜：哪吒重生	未知
3月19日	TOOTHY	小牙古青款+秘金款独立手办	999
3月5日	YUKI	HOWL YUKI 400%	6999
4月23日	MOLLY	地球女儿 MEGA “珍藏系列”	999
4月2日	小甜豆	小熊梦境遨游记	499
4月30日	LABUBU	海绵宝宝 X LABUBU	599
5月14日	MOLLY	MOLLY X INSTINCTOY娃娃装侵蚀系列	999
5月21日	SKULL PANDA	MONSTER	820
5月28日	VIYA Doll	库伊拉可动人偶	699
5月28日	MOLLY	茉莉薄荷卡卡	699
5月28日	BOBO&COCO	魔法师	499
5月28日	SATYR RORY	小象叮当	499
6月13日	MODOLI	怪宠物语大号	730 MOP
6月13日	NBA	NBA吉祥物大号	730 MOP
6月13日	MOLLY	MOLLY双子兽	1285 MOP
6月25日	MOLLY	SPACE MOLLY X 海绵宝宝 MEGA珍藏系列 400%	1299
6月6日	MOLLY	SPACE MOLLY X 海绵宝宝 MEGA珍藏系列 1000%	4999

图：2021泡泡玛特衍生品新品

发售时间	产品类型	IP名称	系列/产品名称	价格/元
1月1日	搪瓷杯	BUNNY	新年系列	99
1月1日	保温杯	BUNNY	BUNNY新年系列	199
2月26日	猫碗	DIMOO	The Kittens Family	399
3月19日	公仔	YUKI	ROAR YUKI夜光毛绒	299
3月19日	公仔	Bobo&Coco	热气球毛绒	159
3月19日	挂件	Bobo&Coco	热气球毛绒挂件	59
4月9日	背包	迪士尼	奥斯华公仔毛绒背包	169
4月16日	小夜灯	DIMOO	黑白系列	199
4月23日	徽章	Skull Panda	熊猫热潮系列	单个49，整套588
4月23日	潮流袜	Skull Panda	熊猫热潮系列	单个79，整套711
4月23日	方巾	Skull Panda	熊猫热潮系列	129
4月23日	手指滑板	Skull Panda	熊猫热潮系列	单个59，整套708
4月30日	挂件	Bobo&Coco	星座系列	单个59，整套708
4月30日	数据线	小甜豆	动物宝宝	单个49，整套441
4月30日	冰箱贴	小甜豆	动物宝宝	单个39，整套351
4月30日	杯子	小甜豆	超市系列	199
4月30日	迷你包	小甜豆	超市系列	159
5月14日	徽章	MOLLY	娃娃装侵蚀系列	59
5月28日	徽章	PUCKY	精灵熊猫系列	59
5月28日	保护套	PUCKY	精灵熊猫系列	79
5月28日	马克杯	PUCKY	精灵熊猫系列	169
5月28日	吸管杯	PUCKY	精灵熊猫系列	169
6月16日	手机壳	DIMOO	水族馆系列	79
6月16日	耳机壳	DIMOO	水族馆系列	69
6月16日	徽章	DIMOO	水族馆	单个39，整套468

5.4 视源股份：三个细分领域龙头，新品孵化在即

- **基本盘稳固，三个细分市场持续领军。**
 - 公司20年液晶电视主控板卡全球销量份额为31.17%，份额连续多年全球第一；
 - 希沃18-20年国内教育交互智能平板产品销量份额分别为44%、44%和48.2%，市占率连续多年第一；
 - maxhub交互智能平板产品2018-2020年在中国大陆会议市场市占率分别为20.2%、25.91%、25.5%。
- **展望21年，交互智能平板有望量价齐升，衍生新品重点关注教育周边衍生（智慧黑板、学生终端、录播设备等）和白电控制模组等。**
- **创新产品从“0-1-N”衍生的驱动力是公司管理文化体系高效运转+跨学科能力的技术复用。**
- **21年拟定增进军智能制造，中长期规划在研发及供应链优势的基础上，进一步打通生产制造环节，向代工厂输出更好的制造流程和标准，更好的满足国际客户的品控要求。**
- **21年股权激励计划落地，进一步鼓励员工创新，共享企业成长红利**

5.5 国联股份：乘风破浪的工业B2B电商领军

■ 三大业务协同共振，多多平台从“0-1-N”衍生。

- **国联资源网是基础业务：**18年信息运营积累。国联资源网是多多电商的团队培育、客户转化和行业孵化平台，也是国联云的客户转化和数字化输出平台
- **多多平台是当前核心业务：**满足客户核心价值需求（降本增效），过去几年增长动能强劲，考虑到目前几个细分行业市占率仍低，公司中长期预计仍以收入增速为首要目标导向；
- **国联云为支撑业务：**为产业和企业提供数字化升级的技术服务，进一步提升为B端客户的服务能力。

■ 当前主要多多平台的渗透率平均不足2%，3-5年维度提升渗透率至10%是核心目标。

■ 多多横向衍生有条不紊推进，主要考量三点：

- 1) 垂直行业竞争格局是否匹配
- 2) 人员配备是否成熟
- 3) 供应商/客户资源储备

■ 公司战略愿景：以“平台、科技、数据”重构传统产业互联网生态

主要内容

1. 平台：反垄断风险与竞争格局是选股核心
2. 短视频：变现和出海仍将支撑高增长
3. 内容-游戏：内容价值提升，VR孕育机遇
4. 内容-长视频：内容为王，盈利改善
5. 其他
6. 重点公司估值和风险提示

6.1 重点公司估值表

代码	简称	总市值/亿元	营收/亿元		归母净利润/亿元		PE		PS	
			2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
0700.HK	腾讯控股	45795	5814	6935	1400	1738	33	26	8	7
300413.SZ	芒果超媒	1209	178	209	26	32	46	38	7	6
002027.SZ	分众传媒	1312	165	185	63	76	21	17	8	7
002841.SZ	视源股份	835	221	254	24	30	35	28	4	3
603444.SH	吉比特	392	45	53	15	16	26	24	9	7
002607.SZ	中公教育	1303	154	196	32	42	41	31	8	7
002555.SZ	三七互娱	569	173	192	30	37	19	15	3	3
002624.SZ	完美世界	448	118	141	24	30	19	15	4	3
BILI.O	哔哩哔哩	2805	196	288	(41)	(12)	(68)	(239)	14	10
2400.HK	心动公司	215	30	33	1	2	287	137	7	7
9992.HK	泡泡玛特	767	45	68	10	17	74	46	17	11
0772.HK	阅文集团	759	104	122	13	17	56	44	7	6
002739.SZ	万达电影	349	167	194	15	19	23	19	2	2
300251.SZ	光线传媒	324	23	27	9	11	36	29	14	12
1896.HK	猫眼娱乐	114	43	49	9	11	13	10	3	2
300770.SZ	新媒股份	113	15	18	7	8	17	15	8	6

资料来源：wind，申万宏源研究；注：市场数据选自2021/6/22盘后；利润预测来自申万宏源研究，腾讯控股、哔哩哔哩、泡泡玛特、阅文集团、猫眼娱乐利润为non-gaap口径。

6.2 风险提示

■ 行业监管政策边际变化风险

- 互联网和文化产业受到国家相关政策和职能部门监管，平台经济反垄断、内容题材管理、未成年保护等方面均有涉及，互联网出海也需遵守当地市场的法律法规，因此国内外相关监管政策如果收紧可能会影响相关公司的经营。

■ 项目延期/表现不及预期风险

- 文化娱乐类产品制作到上线包含立项、开发、版号/许可证申请、测试等多个步骤，项目延期或项目上线后表现不及预期，都将影响业绩。

■ 竞争加剧影响利润率风险

- 当前互联网行业用户红利进入尾声，各方为寻求增长可能加剧对用户的争夺从而影响利润率水平

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	胡双依	0755-23832423	15323808066	hushuangyi@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)	：股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	：股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	：股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	：股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数 (HSCEI)

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

林起贤
linqx@swsresearch.com